下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

宝光股份（600379）

全球真空灭弧室龙头，金属化陶瓷打开第二成长极

2026 年 09 月 11 日

买入（首次）

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,464	1,261	1,404	1,589	1,901
同比（%）	8.51	(13.88)	11.36	13.17	19.63
归母净利润（百万元）	90.36	51.30	88.32	134.96	213.36
同比（%）	27.93	(43.23)	72.17	52.80	58.09
EPS-最新摊薄（元/股）	0.27	0.16	0.27	0.41	0.65
P/E（现价&最新摊薄）	53.21	93.72	54.43	35.62	22.53

证券分析师 曾朵红
执业证书：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 司鑫尧
执业证书：S0600524120002
sixy@dwzq.com.cn

投资要点

- **全球真空灭弧室龙头企业，行业积淀深厚：**公司前身为 1970 年成立的陕西宝光电工总厂，深耕真空灭弧室领域五十余年，2002 年登陆上交所，2009 年纳入中国西电集团央企体系。公司真空灭弧室年产能超 130 万只，2025 年产销量突破 153 万只，累计销量超 1500 万只，国内市场占有率稳居行业第一，产品远销全球 40 多个国家和地区。公司依托央企平台资源，持续拓展金属化陶瓷、储能、氢能等新兴业务，打开全新成长空间。

- **“十五五”电网投资高景气叠加无 SF_6环保替代趋势，真空灭弧室需求持续攀升：**国家电网“十五五”固定资产投资预计达 4 万亿元，较“十四五”增长 40%，配网投资稳步增长、特高压建设持续扩容，叠加无 SF_6 环保替代趋势加速，真空灭弧室作为开关设备核心部件，新建与存量替换双重需求持续释放。公司深耕真空灭弧室五十余年，2025 年产销量突破 153 万只，国内市占率稳居行业第一，是全行业唯一实现从关键零部件到成品制造全产业链自主可控的企业，构筑了深厚的成本与品质壁垒，盈利能力显著优于同行主要竞争对手。公司依托全产业链优势与稳定的盈利水平，产品持续向高压领域拓展，有望在行业高景气中进一步巩固龙头地位、扩大市场份额。

- **金属化陶瓷技术壁垒深厚，多元新兴赛道打开成长空间：**金属化陶瓷是电真空器件的关键核心零部件，真空灭弧室作为其最主要应用场景，受益于全球电网投资与无 SF_6环保替代趋势，需求持续释放。医疗影像、半导体设备、航空航天等高端新兴领域稳步扩容，为金属化陶瓷开辟新的增量空间。根据 PW Consulting 数据，2025 年全球金属化陶瓷管壳市场规模达 4.26 亿美元，预计 2032 年增至 6.45 亿美元。公司在氧化铝金属化陶瓷领域拥有 50 余年技术积累，具备配方调制、喷雾造粒等核心工艺壁垒，产品服务于西门子、施耐德、伊顿等海外头部客户。公司持续优化业务结构，大力开拓医疗影像、高端半导体、军工等新兴高附加值领域，其中 CT 球管陶瓷组件已获国际一线客户认可，真空腔体、馈通陶瓷完成试样小批量交付。2025 年新兴业务销售收入占比突破 10%，我们预计新兴业务收入占比将持续快速提升。

- **盈利预测与投资评级：**公司真空灭弧室市场份额行业领先，产品持续向高压突破，有望受益于主网特高压建设增长，同时金属化陶瓷业务不断向高附加值新兴领域拓展，有望形成第二增长曲线。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.88/1.35/2.13 亿元，同比+72%/+53%/+58%，对应 PE 分别为 54/36/23 倍。考虑到公司真空灭弧室业务不断扩展，金属化陶瓷业务提供第二增长动力，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**主网特高压建设不及预期、新产品拓展不及预期、原材料价格上涨的风险、竞争加剧的风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.56
一年最低/最高价	9.21/20.80
市净率(倍)	5.95
流通 A 股市值(百万元)	4,807.73
总市值(百万元)	4,807.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.45
资产负债率(%,LF)	55.03
总股本(百万股)	330.20
流通 A 股(百万股)	330.20

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 全球真空灭弧室龙头企业，行业积淀深厚 4
1.1. 深耕真空灭弧室领域，行业地位领先 4
1.2. 股权结构较为集中，管理层央企产业背景突出 5
1.3. 营收阶段性承压后已显著恢复，盈利水平保持稳定 6
2. 真空灭弧室需求旺盛，公司市场地位与技术实力领先 8
2.1. 十五五电网投资高景气，真空灭弧室需求持续攀升 8
2.2. 公司真空灭弧室龙头优势凸显，高端高压产品加速迭代 12
3. 金属化陶瓷市场空间稳步扩容，公司持续推动业务结构优化 14
3.1. 金属化陶瓷行业空间稳步扩容，多下游赛道驱动需求增长 14
3.2. 公司金属化陶瓷技术壁垒深厚，多元新兴赛道打开成长空间 18
4. 盈利预测与估值 20
4.1. 盈利预测 20
4.2. 投资建议 21
5. 风险提示 21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 宝光股份发展历程.....4
图 2: 宝光股份股权结构（截至 2026 年 9 月 9 日）.....5
图 3: 2022-2026H1 公司营业收入&归母净利润.....7
图 4: 2022-2026H1 公司毛利率&净利率.....7
图 5: 2022-2025 分业务收入&毛利率.....7
图 6: 2022-2025 分地区收入.....7
图 7: 2022-2026H1 公司费用率情况.....8
图 8: 2022-2026H1 公司现金流量情况.....8
图 9: 2022-2026H1 公司存货情况.....8
图 10: 2022-2026H1 公司合同负债情况.....8
图 11: 真空灭弧室解剖图.....9
图 12: 2026-2035 年全球真空灭弧室市场规模(十亿美元).....9
图 13: 26 年 1-6 月电网和电源投资保持较快增长.....10
图 14: “十五五”电网侧投资 CAGR 有望保持 8-10%.....10
图 15: 配电网投资稳步增长.....11
图 16: 2022-2025 公司真空灭弧室产销量.....13
图 17: 2024 年国内 40.5kV 及以下真空灭弧室市场格局.....13
图 18: 2022-2025 年公司与旭光电子真空灭弧室销量（左轴）与毛利率（右轴）对比.....13
图 19: 金属化陶瓷管壳市场规模分地区情况.....15
图 20: 2025 年不同材料金属化陶瓷管壳占比情况.....16
图 21: 金属陶瓷封接 CT 球管结构图案例（外部管壳部分为金属化陶瓷）.....17
图 22: 真空蒸发源上的金属-陶瓷真空馈通.....17
图 23: 宝光陶瓷 2022-2026H1 收入&净利润情况.....18
图 24: 公司金属化陶瓷产品工艺流程.....18
图 25: 宝光陶瓷主要客户情况.....20

表 1: 宝光股份主营产品.....5
表 2: 公司管理层情况（截至 2026 年 8 月）.....6
表 3: 国内市场情况（10 万只以上销量）.....10
表 4: “十四五”特高压建设情况及“十五五”规划.....12
表 5: 部分国家/地区六氟化硫禁令情况.....12
表 6: 公司多款高端高压产品斩获重磅科创荣誉.....14
表 7: 氧化铝与氮化铝对比.....16
表 8: 公司金属化陶瓷主要产品及用途.....19
表 9: 宝光股份公司盈利预测表.....21
表 10: 可比公司估值表（截至 2026 年 9 月 10 日）.....21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

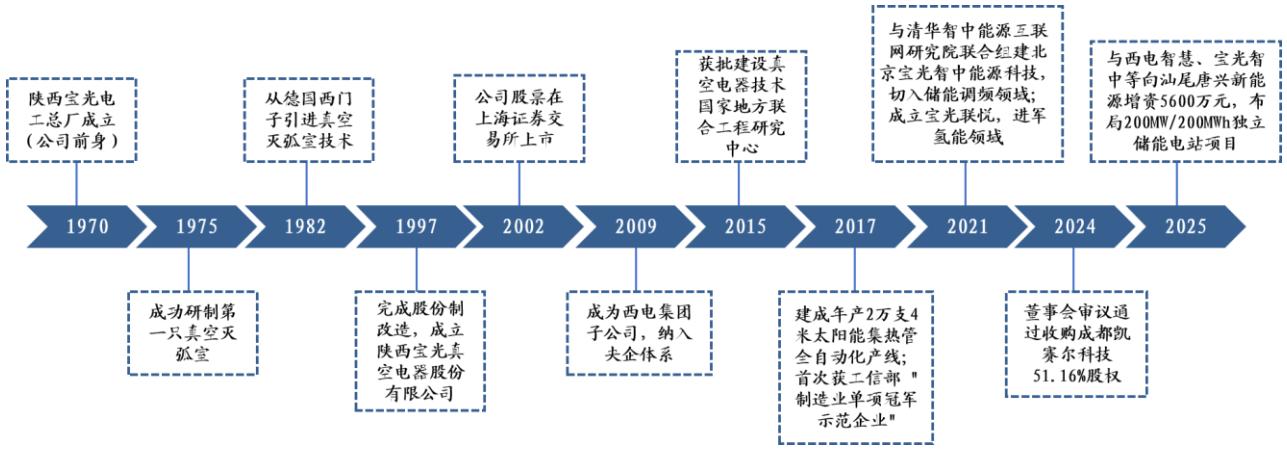
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 全球真空灭弧室龙头企业，行业积淀深厚

1.1. 深耕真空灭弧室领域，行业地位领先

深耕真空灭弧室领域，行业积淀深厚。公司前身为 1970 年成立的陕西宝光电工总厂，1997 年完成股份制改造，陕西宝光真空电器股份有限公司正式成立；2002 年登陆上交所，2009 年纳入西电集团央企体系，2015 年建成行业唯一真空电器技术国家地方联合工程研究中心，多次获评工信部制造业单项冠军示范企业。2021 年公司设立宝光智中、宝光联悦，分别布局储能调频、氢能领域；2024 年收购成都凯赛尔科技强化产业链配套，2025 年增资布局汕尾独立储能电站项目。依托五十余年军工积淀，2025 年公司真空灭弧室年产销量均突破 153 万只，累计销量超 1500 万只，国内市场占有率稳定在 30%以上，多项核心技术实现突破，产品远销全球 40 多个国家和地区。

图1：宝光股份发展历程



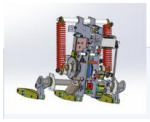
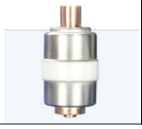
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

真空灭弧室为核心基本盘，金属化陶瓷打开全新成长空间。真空灭弧室（含固封极柱）是公司传统核心优势产品，电压等级全面覆盖 0.38kV—252kV，广泛应用于电网建设、重点工程及新能源电力配套等主流场景，市场应用覆盖面与行业认可度处于国内领先水平。金属化陶瓷作为电真空器件的关键核心零部件，依托公司成熟的金属化工艺与精密制造能力，除配套自身真空灭弧室产品外，已成功突破传统电力领域边界，逐步拓展至医疗影像、高端半导体设备等高端新兴应用场景，打开了全新成长空间。此外，公司也布局了新能源业务，涵盖储能、氢能两大板块，依托专业子公司开展储能系统运营、高纯氢气供应等配套业务。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：宝光股份主营产品

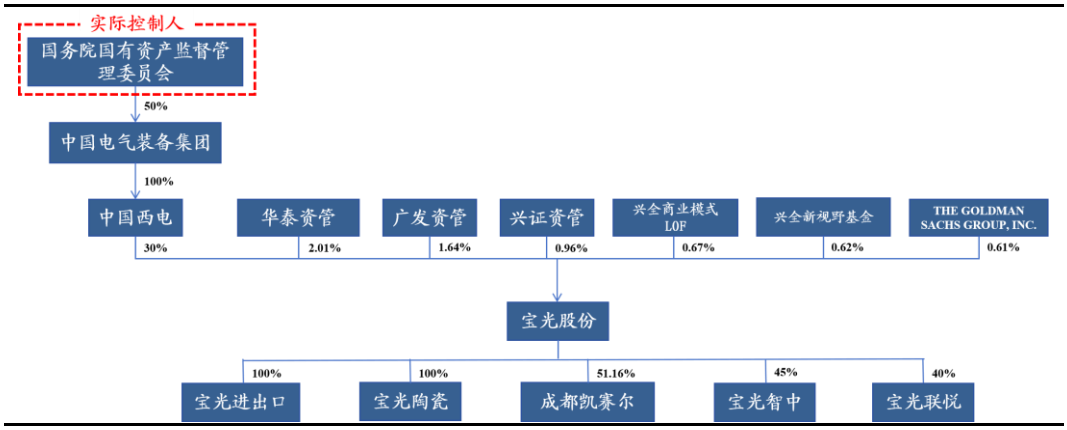
真空灭弧室	固封极柱	太阳能集热管	开关电器元件	陶瓷制品
12KV系列真空灭弧室 	12KV系列固封极柱 	2米光热工程用中温集热管 	VS1开关机构 	95氧化铝陶瓷 
24KV系列真空灭弧室 				
27.5、40.5KV系列真空灭弧室 			CT19系列 	
72.5、126、145KV系列真空灭弧室 	24、40.5KV系列固封极柱 	4米真空高温集热管 	CTV1系列 	陶瓷封接产品 
负荷开关、接触器、真空重合器、负荷接地开关、有载分接开关、发电机出口保护用真空灭弧室 			导电件 	陶瓷金属化产品 

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 股权结构较为集中，管理层央企产业背景突出

公司为央企控股平台，股权结构相对集中，实际控制人为国务院国资委。截至 2026 年 9 月 9 日，中国西电集团直接持有宝光股份 30%股权，为上市公司第一大股东；中国西电集团由中国电气装备集团管控，最终控制权归属国务院国资委。其余主要股东以资管、基金等机构投资者为主，持股比例均低于 3%。公司下设多家核心子公司，全资持有宝光进出口、宝光陶瓷；控股成都凯赛尔 51.16%股权，同时分别持有宝光智中 45%、宝光联悦 40%股权。

图2：宝光股份股权结构（截至 2026 年 9 月 9 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司管理层央企产业背景突出，核心团队兼具技术、经营及资本运作经验。董事长王海波为高级工程师，长期供职于中国西电集团，历经安全运营、制造数字化等多个关

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

键管理岗位，深耕电力装备行业，具备丰富的央企产业管理经验。副董事长、副总经理等高管均具备丰富从业经验，多名高管同时兼任下属子公司核心岗位。整体管理团队央企产业背景突出，有助于保障公司长期健康发展。

表2：公司管理层情况（截至 2026 年 8 月）

姓名	性别	职务	背景经历
王海波	男	董事长、董事	汉族，1973年6月出生，中共党员，本科学历，高级工程师。2025年10月29日起担任宝光股份非独立董事、董事长；现任宝光股份党委书记，陕西宝光集团有限公司董事，西电宝鸡电气有限公司董事，西安西电高压开关有限责任公司董事；曾任中国西电集团有限公司安全总监、市场运营部（安全质量部、国际业务部）、制造与数字化部部长，中国西电电气股份有限公司安全总监、制造与数字化部（安全质量部）部长，西安西电供应链科技有限公司执行董事，西安西电高压开关有限责任公司副总经理等职。
原瑞涛	男	副董事长、董事	汉族，1988年12月出生，中共党员，硕士研究生学历，具备法律职业资格、证券基金从业资格。2024-04-10起担任公司副董事长；2017-05-19至2024-04-10任公司董事会秘书，2019-12-13至2024-04-10兼任公司总法律顾问。曾任职太平洋人寿天津分公司核赔部；历任中际钰贷融资担保有限公司风控法务经理，北京澳达天翼投资有限公司法务部副总经理。
付曙光	男	职工董事、财务总监	汉族，1986年12月出生，中共党员，硕士研究生。2021-08-16至2025-10-29任公司非独立董事，2022-03-09至今担任公司财务总监。曾任西藏锋泓投资有限公司董事总经理；北京澳达天翼投资有限公司财务总监；中际钰贷融资担保有限公司副总裁；文投嘉华投资基金管理（北京）有限公司副总经理等职。
张军	男	副总经理	汉族，1973年3月出生，中共党员，硕士研究生。2004年5月至今任职公司副总经理；2021-09-2024-07任陕西宝光联悦氢能发展有限公司董事长、法定代表人；2022年2月至今任北京宝光智中能源科技有限公司董事长、法定代表人；2023年12月至今兼任该公司总经理。
袁军为	男	副总经理	汉族，1969年4月出生，中共党员，大专学历。曾任陕西金山电器有限公司营销部部长、总经理助理、副总经理；公司总经理助理；2012-05-10起任公司副总经理；2021年9月起担任陕西宝光陶瓷科技有限公司执行董事、法定代表人。
曾钺	男	副总经理	汉族，1973年8月出生，中共党员，本科学历，经济师。1994-10进入公司，历任销售处副处长、灭弧室事业部销售部副部长、开关设备事业部物流部部长、销售部/营销部部长、总经理助理；2019-03-26起任副总经理；2023年1月起担任陕西宝光进出口有限公司执行董事、法定代表人。
杨逍	男	副总经理	汉族，1994年6月出生，中共党员，硕士研究生学历。曾任德勤管理咨询（上海）有限公司北京分公司高级咨询顾问，明阳智慧能源集团股份公司投融资策划经理，广东明阳电气股份有限公司投资及投资者关系经理。2026-08-10就任公司副总经理。
章红钰	女	董事会秘书、总法律顾问	汉族，1989年1月出生，中共党员，硕士，北京大学光华管理学院毕业，具备法律职业资格。2024-04-10起任公司董事会秘书、总法律顾问、合规总监；兼任北京宝光智中能源科技有限公司董事、董事会秘书、副总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

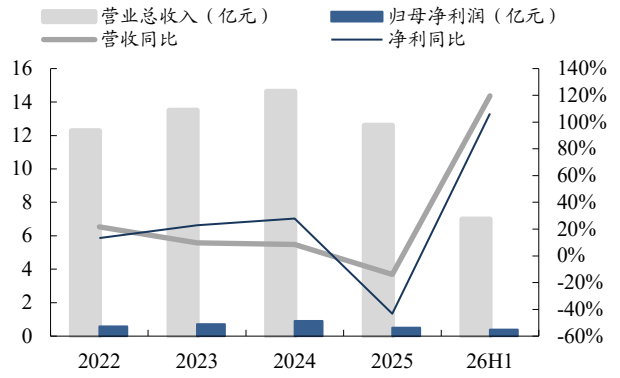
1.3. 营收阶段性承压后已显著恢复，盈利水平保持稳定

营收规模阶段性承压，盈利能力稳定修复。2022—2026H1 公司营收和归母净利润分别为 12.3/13.5/14.6/12.6/7.0 亿元与 0.58/0.71/0.90/0.51/0.39 亿元，同比增速分别为+22%/+10%/+9%/-14%/+120%与+13%/+23%/+28%/-43%/+106%。25 年业绩承压明显，主要系行业竞争加剧、原材料成本上涨及储能业务战略调整所致，26H1 业绩显著修复，主要得益于公司顺价缓解原材料成本压力，同时推进内部降本增效等因素。盈利能力方面，2022—2026H1 公司销售毛利率分别为 18.51%/19.86%/19.08%/19.36%/21.87%，销售净利率分别为 4.86%/5.37%/6.36%/3.93%/5.41%；公司毛利率始终维持在 18%以上，净利率 2025 年受原材料成本抬升明显回落，26H1 显著修复。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

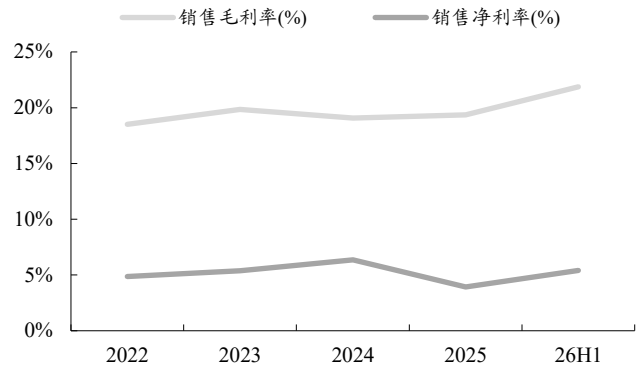
下载日志已记录，仅供内部参考

图3：2022-2026H1 公司营业收入&归母净利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

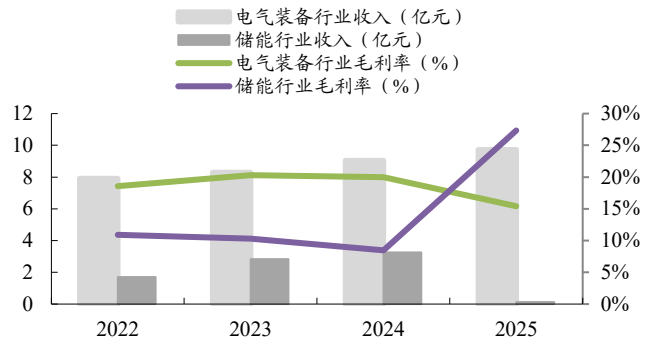
图4：2022-2026H1 公司毛利率&净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

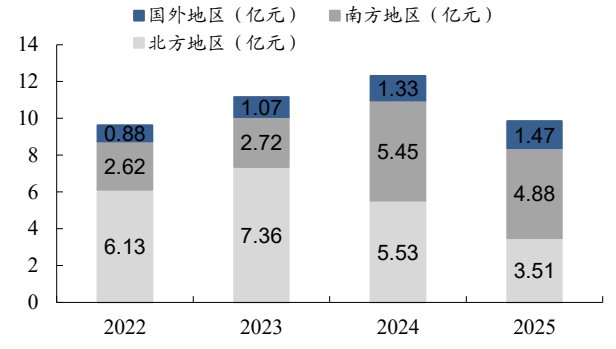
电气装备业务为公司收入基本盘，国内市场贡献核心收入来源。2022-2025 年电气装备业务收入由 7.91 亿元增至 9.73 亿元，毛利率维持在 15%-21%区间，2025 年受行业竞争加剧、原材料成本上涨等因素影响回落至 15.41%；2022-2024 年储能业务收入由 1.71 亿元增至 3.26 亿元，2025 年公司调整储能业务战略，从规模导向转向高质量发展，毛利率大幅提升至 27.34%，盈利质量显著改善。分地区看，国内市场贡献主要收入来源，其中北方市场和南方市场 2025 年收入分别为 3.51/4.88 亿元；海外收入稳步增长，2022-2025 年由 0.88 亿元增至 1.47 亿元。

图5：2022-2025 分业务收入&毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2022-2025 分地区收入



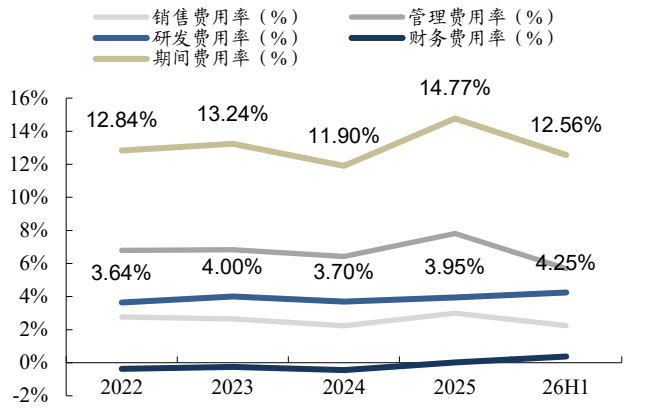
数据来源：Wind，东吴证券研究所

费用率整体平稳，研发投入持续加码，经营性现金流显著修复。费用端，公司整体费用管控良好，期间费用率整体平稳；研发投入稳步上行，2022-2026H1 研发费用率由 3.64%提升至 4.25%，持续为电气装备、储能领域的技术迭代与产品升级提供支撑。现金流方面，公司经营性净现金流逐年收窄，2022 年为 1.9 亿元，2025 年阶段性转负至-0.2 亿元，主要系原材料备货增加、储能项目在手订单占用营运资金所致，2026H1 公司经营性现金流为 0.27 亿元，显著修复扭转下滑趋势。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

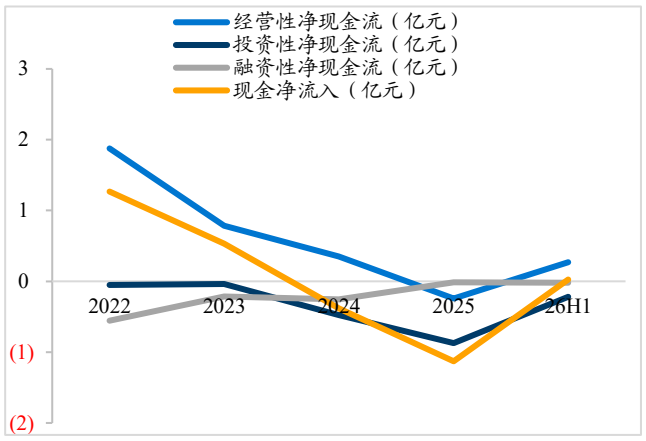
下载日志已记录，仅供内部参考

图7：2022-2026H1 公司费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

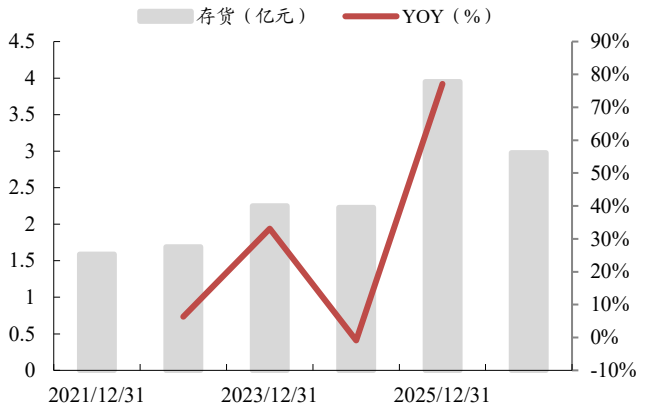
图8：2022-2026H1 公司现金流量情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

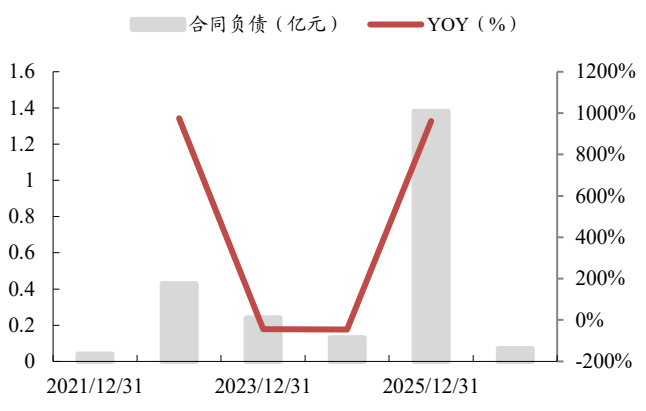
存货规模阶段性抬升，合同负债波动较大。2021-2026H1 公司存货分别为 1.59/1.69/2.25/2.23/3.95/2.98 亿元，合同负债分别为 0.04/0.43/0.24/0.13/1.38/0.07 亿元。2025 年末公司存货大幅上行至 3.95 亿元，同比+77%，主要系储能项目在手订单备货增加，2026H1 公司存货回落至 2.98 亿元。2025 年末公司合同负债大幅抬升至 1.38 亿元，同比+962%，主要系公司预收项目款增加，对后续收入形成一定支撑，2026H1 公司合同负债回落至 0.07 亿元，主要系前期预收款项结转确认收入所致。

图9：2022-2026H1 公司存货情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2022-2026H1 公司合同负债情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 真空灭弧室需求旺盛，公司市场地位与技术实力领先

2.1. 十五五电网投资高景气，真空灭弧室需求持续攀升

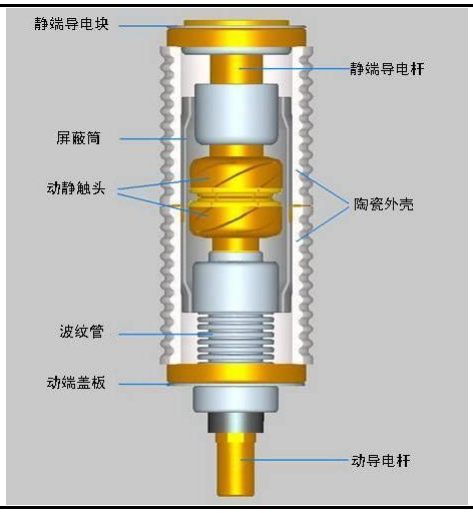
真空灭弧室也被称作真空开关管，是高压电力开关的核心部件，其主要功能是在高压电路中借助真空优异的绝缘性能熄灭电弧，并快速抑制电流，避免发生事故与危险。它主要应用于输配电控制系统，也可用于冶金、采矿、石油、化工、铁路、广播、通信

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

以及工业高频加热配电系统，具备节能、省材、防火防爆、体积小、寿命长、维护成本低、运行可靠以及无污染的特点。真空灭弧室可分为两类，一类供断路器使用，另一类供负荷开关使用；断路器用真空灭弧室主要用于电力行业的变电站及电网设施，而负荷开关用真空灭弧室则主要面向电网终端用户。

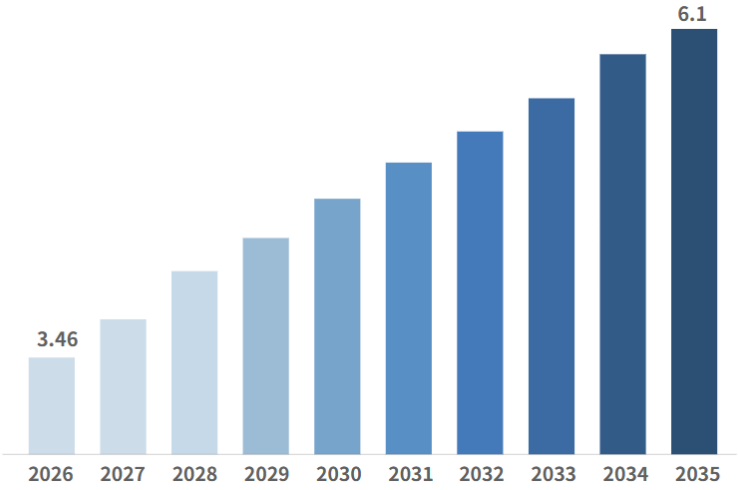
图11：真空灭弧室解剖图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

全球真空灭弧室市场正处于稳步增长通道。根据 Business Research Insights 预测数据，2026 年全球真空灭弧室市场规模约为 34.6 亿美元，预计到 2035 年将达到 61 亿美元，2026—2035 年 CAGR 为 6.5%。从区域维度看，2025 年亚太地区凭借输电网扩建与工业电气化发展占据全球 41%的市场份额，北美、欧洲分别占有 27%、24%的市场占比，中东及非洲占 8%。无 SF_6 技术推广、电网升级改造、工业自动化共同拉动行业需求。真空灭弧室技术发展路径经历了从中低压配电领域向 72.5kV、126kV 乃至 252kV 以上高压输电领域的升级，当前电压等级高达 126kV（或 145kV）的单断口真空灭弧室已是最前沿的商业化产品并投入市场，国内外正在同步研发 252kV 的单断口高压真空灭弧室。

图12：2026-2035 年全球真空灭弧室市场规模(十亿美元)



数据来源：Business research insights，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

行业集中度较高，宝光股份为行业龙头。国际市场中，西门子、ABB、施耐德、东芝、明电舍、伊顿等外资企业把控高端领域，产能分别是 70 万只、70 万只、100 万只、15 万只、35 万只、35 万只左右，主要用于内部配套，其中西门子已经具备年 2000 只 145kV 产品产能，高端市场准入门槛较高。国内市场中，无锡西门子、厦门施耐德、苏州伊顿为外资在华内配产能，产品仅供集团内部，基本不参与外部市场竞争；宝光股份、旭光电子作为国内一线龙头，年产能超百万只，具备全系列研发生产能力，产品用于两网、重点用户工程以及核电、高铁等高质量要求场景；二线厂商振华宇光、凯赛尔等产能 20-30 万只，主打性价比，面向普通配网市场；武汉飞特、大禹汉光等三线企业主打低价，聚焦房地产、一般工业等低端需求。

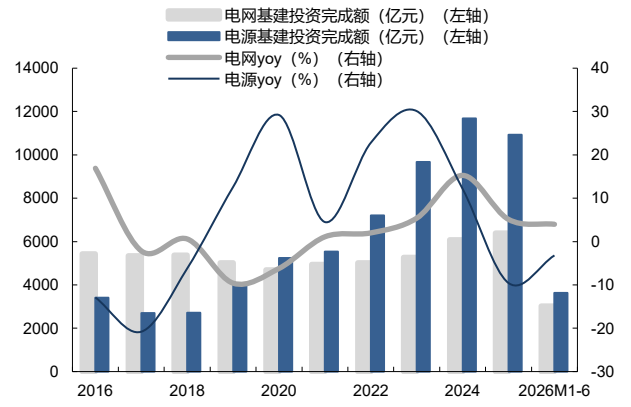
表3：国内市场情况（10 万只以上销量）

市场分类	代表企业及产销量	市场区域及特点
内配市场	无锡西门子40万只	其业务基本为给外资集团内配，不参与灭弧室外部市场竞争。
	厦门施耐德50万只	
	苏州伊顿35万只	
国内一线品牌	**宝光股份130万只**	产销量百万只以上，具备全系列产品研发及生产能力。一线市场客户要求产品系列全、安全可靠性高。客户产品主要应用于两网市场、重点用户工程项目、以及大电流、高电压、长寿命、发断、有载分接开关、高铁、核电等产品质量要求较高的专用场合。
	旭光电子120万只	
国内二线品牌	振华宇光30万只	二线市场客户客户主要注重性价比，客户产品主要应用于技术含量较低的配网市场以及部分要求不高的用户工程项目。
	凯赛尔25万只	
	厦门宏发25万只	
	北京京东方20万只	
国内三线品牌	武汉飞特50万只	三线灭弧室市场主要是房地产、一般类工业用户和对安全和可靠性要求较低的低端产品市场。客户主要注重产品的价格。
	大禹汉光10万只	

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

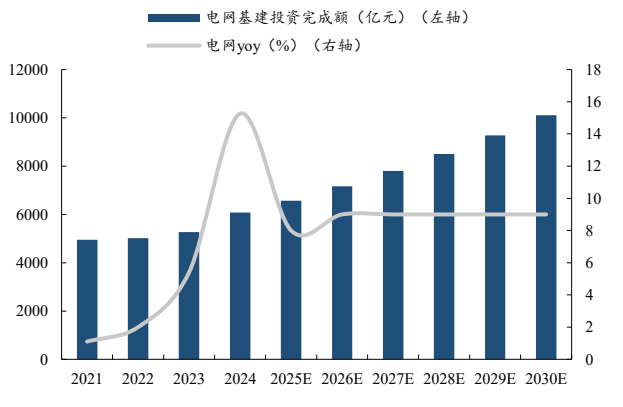
电网投资景气持续上行，“十五五”电网固定资产投资有望突破 5 万亿元。“十五五”新型电力系统建设进入完善期，叠加逆周期调节需求，电网中长期投资具备充足空间。国家电网规划“十五五”固定资产投资规模达 4 万亿元，较“十四五”增长 40%，“十五五”全国电网固定资产投资有望突破 5 万亿元，我们预计 2030 年我国电网基建投资有望突破 1 万亿元，景气延续再登高峰。

图13：26 年 1-6 月电网和电源投资保持较快增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：“十五五”电网侧投资 CAGR 有望保持 8-10%



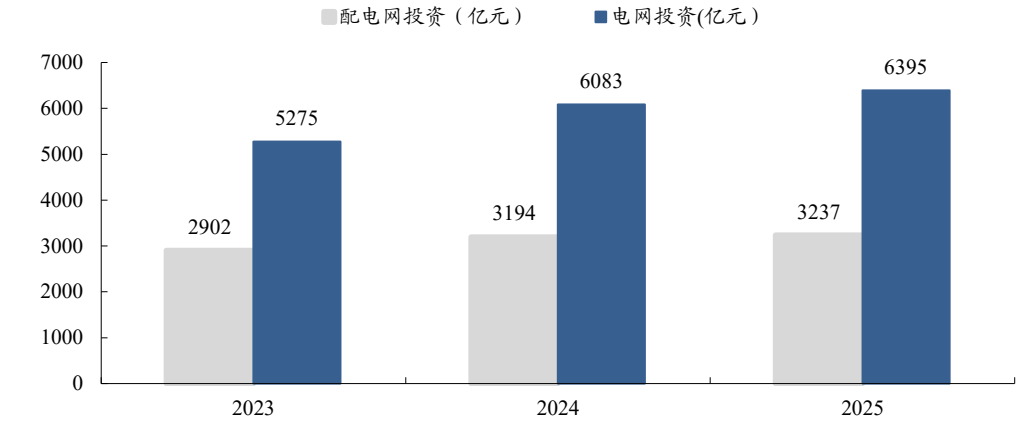
数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

配网建设持续加码，中压市场需求确定性强。配电网是真空灭弧室的重要应用场景。2024 年以来，国家发改委、能源局相继发布配电网高质量发展行动实施方案，明确提出建设安全绿色智能的现代配电网体系，重点推进供电薄弱区域升级改造、分布式智能电网建设等。2023-2025 年全国 110 千伏及以下配电网投资稳步增长，2025 年达 3237 亿元，占电网投资比保持在 50%以上。在分布式光伏、电动汽车充电桩等新型负荷大规模接入的驱动下，配网对开关设备的频繁带载操作、故障快速隔离能力提出更高要求，配电网扩容与智能化改造加速推进，真空灭弧室作为柱上断路器、环网柜等配电开关设备的核心部件，直接受益于新建与存量替换的双重需求拉动，中压市场增长确定性高。

图15：配电网投资稳步增长



数据来源：国家能源局，中电联，东吴证券研究所

特高压建设规划持续扩容，“十四五”项目接续为“十五五”开局奠定基础。截至 2025 年底，国家电网累计建成投运 22 交 20 直共 42 项特高压工程，跨区跨省输电能力达到 3.7 亿千瓦。进入“十五五”，国网规划投运 15 项特高压直流工程，中国电科院预计到 2030 年在运在建跨区直流将达到 40 回左右、输电规模超过 3 亿千瓦，较 25 年底扩大两倍以上；叠加约 4000 万千瓦新增省间互济能力，特高压有望进入集中核准、开工和设备交付的新阶段。

特高压工程大规模建设直接拉动 GIS 需求。作为变电站和换流站中的核心开关设备，GIS 承担电能分配、控制和保护功能，其用量随特高压交直流工程密集落地而持续攀升。GIS 产量经历二十年持续增长，126kV GIS 从 2001 年 786 间隔增至 2023 年 21,392 间隔（CAGR 16.20%），252kV GIS 从 68 间隔增至 9,890 间隔，CAGR 达 25.40%。每个 GIS 间隔通常需配 3 只灭弧室，高压真空灭弧室作为 GIS 中断路器的核心开断元件，需求直接受益。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表4：“十四五”特高压建设情况及“十五五”规划

时期	特高压及直流互济规划	实际建设/执行情况
“十四五”	“十四五”初期，国家电力规划明确推进“三交九直”12项特高压重点工程；此后随着大型新能源基地外送需求增加，国家电网又滚动增加一批五交九直等14项储备工程，为“十四五”末至“十五五”期间的特高压建设提供项目接续。	“十四五”期间，**我国实际共开工建设11交8直共19条特高压工程**，投资超过3800亿元；截至2025年底，**国家电网累计建成投运“22交20直”共42项**特高压工程，跨区跨省输电能力达到3.7亿千瓦。
“十五五”	国网规划投运**15项特高压直流工程**，根据中国电科院预计到2030年，在运**在建跨区直流将达到40回左右**，输电规模超3亿千瓦，**相比目前扩大超2倍。**同时，国家规划建设一批区域间直流背靠背互济工程，**“十五五”新增省间电力互济能力约4000万千瓦**，其中已核准开工4项、提前储备3项、研究论证3项。	2026年进入集中核准、开工阶段，浙江1000千伏特高压交流环网、攀西1000千伏特高压交流、蒙西—京津冀±800千伏特高压直流等工程陆续推进。

数据来源：《新型电力系统建设“十五五”规划》，国家电网，中国电科院，东吴证券研究所

含 SF6 设备逐渐被限制淘汰，真空灭弧室设备迎增量存量双重机遇。欧盟明确 2028 年起 52-145kV 开关禁用 SF_6、2032 年覆盖更高电压等级，美国加州等地也出台了相关禁令，国内国网自 2023 年下半年起已不再采购含 SF_6 配电开关设备，126kV 无氟环保型 GIS 入选《国家重点推广的低碳技术目录》。新建环保型开关设备以真空灭弧室替代 SF_6 方案，存量含 SF_6 设备面临退役改造，据《高压开关年鉴》，2004-2023 年我国 126kV、252kV GIS 及断路器存量达 43.51 万间隔，叠加《推动工业领域设备更新实施方案》加速淘汰超 20 年老旧设备，存量替代空间可观。

表5：部分国家/地区六氟化硫禁令情况

国家/地区	禁令安排
欧盟	自2026年起，欧盟禁止投运依赖氟化气体的中压电气开关设备(电压等级≤24kV);自2030年起，禁令扩展至电压等级>24kV且≤52kV的中压设备。自2028年起，禁止投运使用氟化气体中GWP≥1的高压电气开关设备(电压等级>52kV且≤145kV)；自2032年起，禁令扩展至电压等级大于145kV的高压设备。自2035年起，禁止使用原生六氟化硫(SF6)进行检修与维护保养工作。
美国加州	加州针对38kV及以下全新SF_6气体绝缘设备实施分阶段采购禁令：2025年1月1日起禁止采购地上安装电压低于38kV、地下安装电压不高于38kV且短路开断电流小于25kA的设备，2028年1月1日起禁止采购地上安装的38kV设备，2031年1月1日起禁止采购地下安装电压不高于38kV且短路开断电流不低于25kA的设备。
美国纽约州	纽约州针对38kV及以下全新SF_6气体绝缘设备实施分阶段采购禁令，2027年1月1日起禁止采购地上安装电压低于38kV、地下安装电压不高于38kV且短路开断电流小于25kA的设备，2028年1月1日起禁止采购地上安装的38kV设备，2031年1月1日起禁止采购地下安装电压不高于38kV且短路开断电流不低于25kA的设备。
中国	无全国性强制禁令；将126kV无氟环保型GIS（以真空灭弧室为开断单元）列为国家重点推广低碳技术，鼓励替代SF_6设备

数据来源：各国家地区公告，东吴证券研究所

2.2. 公司真空灭弧室龙头优势凸显，高端高压产品加速迭代

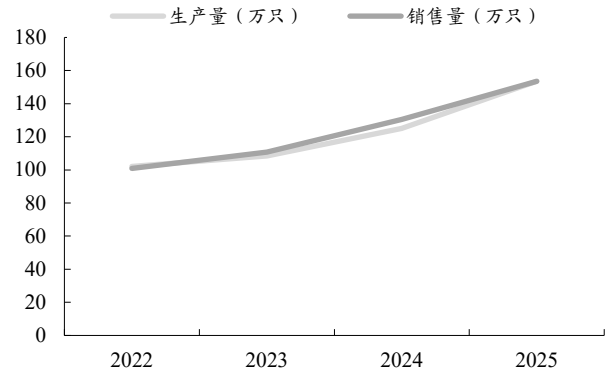
真空灭弧室行业全球龙头，产销量连续多年位居全球第一。公司是国内真空灭弧室行业单项制造冠军企业，产品覆盖 0.38kV—252kV 全电压等级，真空灭弧室国内市场占有率稳居行业第一。公司本部具备真空灭弧室 130 万只年产能，核心零部件金属化陶瓷产能 145 万件；子公司成都凯赛尔主要完成灭弧室总装，具备 25 万只真空灭弧室年产

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

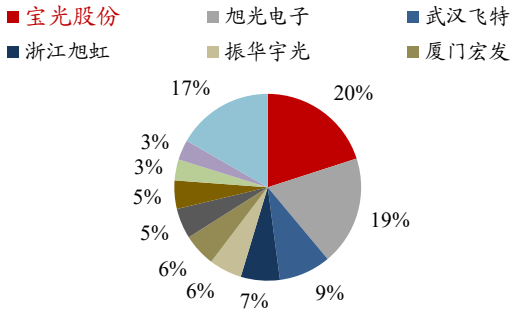
能。2025 年公司真空灭弧室产销量均突破 153 万只，累计销量超 1,500 万只，2026 年上半年，真空灭弧室、固封极柱、导杆及波纹管、配套金属化瓷壳四大核心产品同步刷新单月产量历史新高，产销匹配度达 100%，单日发货峰值突破 1 万只。

图16：2022-2025 公司真空灭弧室产销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

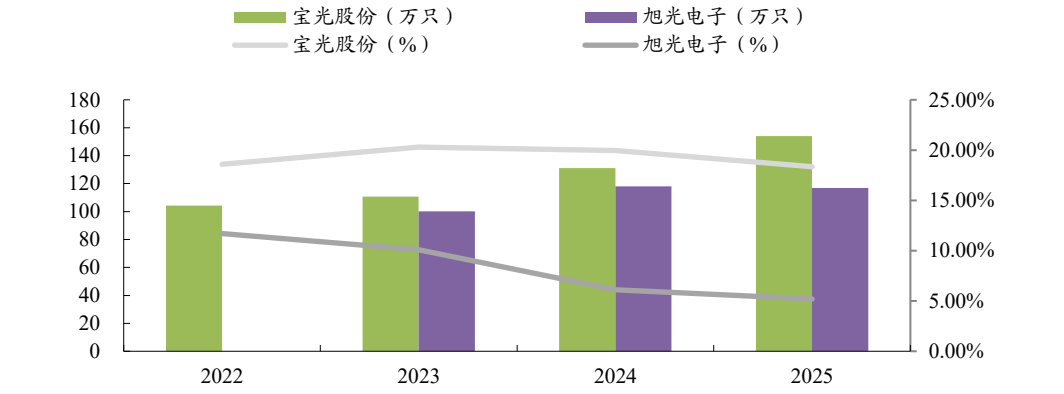
图17：2024 年国内 40.5kV 及以下真空灭弧室市场格局



数据来源：中国电器工业协会高压开关分会行业年鉴（2024 年），东吴证券研究所

全产业链自主可控，构建成本与品质双重壁垒。公司实现了从金属化陶瓷、波纹管等关键零部件制造，到真空封接工艺、老炼检测技术的灭弧室全产业链自主生产，为全行业内唯一。关键零部件自制保障了质量、成本与交付可控，在原材料价格波动周期中提供了比竞争对手更强的成本缓冲能力，在原材料成本大幅上涨的背景下，公司 2022-2025 年真空灭弧室毛利率始终维持在 18%以上的稳定水平，显著高于主要竞争对手旭光电子。

图18：2022-2025 年公司与旭光电子真空灭弧室销量（左轴）与毛利率（右轴）对比



数据来源：公司公告、旭光电子公告，东吴证券研究所

核心技术实力雄厚，高端研发与检测体系完善。公司先后攻克高压绝缘、超长寿命、超大电流开断等关键核心技术，突破高铁车载开关、有载分接开关真空灭弧室两大“卡脖子”技术，实现规模化量产与国产化替代，其中有载分接开关真空灭弧室国内市占率超 70%。同时公司积极布局高端技术赛道，承担 252kV、550kV、100kA 开断三项国家级重点研发项目，持续引领行业技术升级。公司依托自建的高电压专业检测平台，配备 800kVA 工频老炼、1800kV 雷电冲击、50kA 大电流老炼等高端试验设备，可全面支撑

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

超高压产品技术攻关、性能验证与迭代优化，有效缩短研发周期、提升产品成熟度，为高端产品市场化落地筑牢技术根基。

高电压真空灭弧产品持续突破，国产替代成果显著。公司多款高端高压产品取得显著进展。126kV 无氟环保大容量真空灭弧室整体技术达到国际领先水平，已在河南洛阳变电站稳定挂网运行，2026 年配套整机落地珠海南溪整站项目；换流变有载分接开关专用灭弧室自主攻克长期被海外垄断的核心装备技术，斩获 2025 年度中国电力科学研究院科学技术进步奖特等奖，已在陇东—山东±800 千伏特高压直流工程中批量投运；252kV 单断口真空灭弧室完成全套主要型式试验，363kV、550kV 超高压产品进入方案设计与首轮试样阶段。轨道交通真空灭弧室实现国产替代与批量应用。

表6：公司多款高端高压产品斩获重磅科创荣誉

产品名称	产品图片	产品介绍
126kV真空灭弧室		紧扣国家SF_6温室气体替代政策导向，联合西开有限共同研发，斩获中国电气装备2025年度科技进步三等奖，整体技术达到国际领先水平。产品适配环保瓷柱、GIS绿色开关，已在河南洛阳变电站稳定挂网运行，2026年配套整机落地珠海南溪整站项目，是新型电网绿色改造标杆装备。
TFJ221换流变压器有载分接开关用灭弧室		自主攻克长期被海外垄断核心装备，获得2025年度中国电力科学研究院科学技术进步奖特等奖，相关成套技术完成多项专利布局，牵头推动行业标准立项；产品电寿命达36万次、机械寿命150万次，满足“双长”可靠性要求，为工程发电效益提供了坚强保障。产品彻底摆脱进口依赖，大幅降低特高压换流变工程配套采购成本，设备全生命周期显著削减温室气体与固体废弃物，高度契合“十五五”低碳发展硬性要求。
TD630-24/3150-31.5型抽水蓄能发电机断路器用真空灭弧室		承担的国重项目“252kV单断口真空灭弧室”完成全套主要型式试验，产品研发及试验加速推进；363kV、550kV超高压产品进入方案设计与首轮试样阶段；400MW抽水蓄能大容量灭弧室通过国家级鉴定，适配千万千瓦级抽水蓄能基地大规模建设需求，填补国内大容量开断技术空白。

数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

3. 金属化陶瓷市场空间稳步扩容，公司持续推动业务结构优化

3.1. 金属化陶瓷行业空间稳步扩容，多下游赛道驱动需求增长

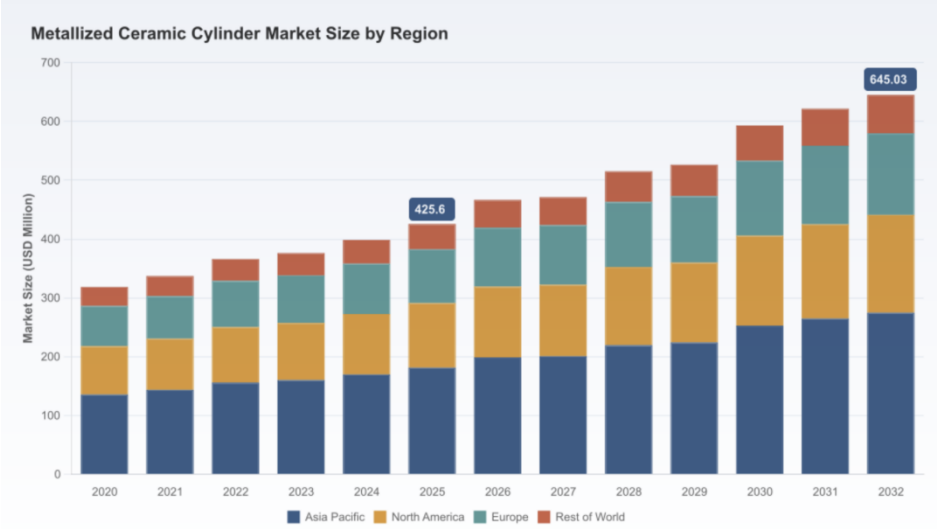
金属化陶瓷属于先进陶瓷的细分品类，是在陶瓷表面涂覆金属粉末并经高温烧结，形成致密牢固金属化层，实现陶瓷—金属焊接的复合材料。它兼具陶瓷耐高温、耐腐蚀、高绝缘特性与金属导电、可焊接的优势，是电真空器件、半导体设备、功率电子模块等领域的核心关键材料。其中金属化陶瓷管壳是该材料的典型应用形态，多采用钼-锰金属化工艺，依靠陶瓷—金属封接实现高气密绝缘，广泛用于真空灭弧室、医疗 X 光管、真空馈通等器件。该材料制备流程繁琐，包含等静压成型、精密车坯、高温烧结、金属化、电镀等十余道工序，核心壁垒集中在配方调配与工艺管控。金属化陶瓷作为上游高端功能零部件，下游覆盖半导体设备、功率电子、电真空器件、医疗装备等重要领域。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

根据 PW Consulting 数据，2025 年全球金属化陶瓷管壳市场规模达到 4.26 亿美元，预计到 2032 年将增长至 6.45 亿美元，2025—2032 年复合年均增长率为 6.12%。从下游需求结构来看，真空灭弧室是该产品第一大应用领域，占 2025 年整体市场需求的 47.75%。从区域分布看，亚太地区凭借中国、印度电网建设与制造业发展，占据 2025 年全球 42.60%的市场份额，为全球最大消费市场；2025 年北美、欧洲分别占比 25.79%、21.48%。在材料结构上，氧化铝陶瓷凭借优异的绝缘与密封性能占据 2025 年 73.77%的市场份额，是金属化陶瓷管壳的主流基材，氮化铝、氧化锆等材料则主要应用于散热、高韧性的特种工况。

图19：金属化陶瓷管壳市场规模分地区情况



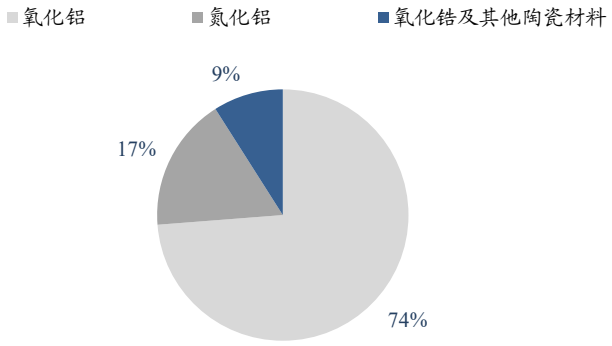
数据来源：PW Consulting，东吴证券研究所

在金属化陶瓷管壳细分市场中，氧化铝陶瓷占据绝对主导地位，根据 PW Consulting 数据，2025 年市场占比达 73.77%，多采用 94—99.9%高纯氧化铝基材，搭配 Mo-Mn 金属化—镀镍工艺，适配真空灭弧室、X 光管等大批量真空气密器件，是行业主流材料。氮化铝陶瓷占比 17.22%，依靠高导热优势用于散热要求严苛的特种真空电子器件；氧化锆及其他陶瓷材料占比 9.02%，主要面向对韧性要求较高的特殊工况。受气密性、真空稳定性的硬性指标约束，氧化铝基材搭配钼-锰金属化体系成为圆筒管壳的主流技术路线，氮化铝、氧化锆更多作为补充材料，应用于小批量定制化的特种产品。

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

图20：2025 年不同材料金属化陶瓷管壳占比情况



数据来源：PW Consulting，东吴证券研究所

表7：氧化铝与氮化铝对比

对比维度	氧化铝（Al_2O_3）	氮化铝（AlN）
热导率	20-30 W/m·K；导热能力有限，高热流、局部大功率场景散热不足	170-230 W/m·K；导热性能为氧化铝的5-10倍，可有效降低器件结温，适配高热流密度工况
工艺	采用成熟钼-锰（Mo-Mn）金属化工艺；可与可伐合金、不锈钢、铜实现稳定气密钎焊；工艺门槛低，批次一致性高，良率高	金属化工艺难度显著更高；烧结温度、膜层均匀度、陶瓷-金属界面精度管控严苛；电镀前在空气中暴露超过4小时会发生表面微氧化，对产线管控能力要求高
成本	原材料成本低；烧结、金属化、机加工均为常规工艺；成品成本低，交付周期短，适合大规模量产	粉体原材料价格高（是氧化铝粉体5-10倍）；烧结、金属化、机加工难度大；成品成本为氧化铝的3-5倍，交付周期更长
优点	工艺成熟，气密封接性能稳定；绝缘与介电强度高；抗冲击、抗老化性能良好；量产成本可控，交期短，批次一致性好；与可伐合金钎焊匹配性好	导热性能优异；热膨胀系数与Si/SiC/GaN半导体芯片匹配度高；抗热冲击性能强，大温度梯度下热应力小；高频下介电损耗低，信号衰减小
缺点	热导率偏低，不适合超高功率器件；热膨胀系数偏高，极端热循环条件下气密封性能会逐步衰减；高频场景介电损耗较大	工艺控制要求严苛；原材料及加工成本高；普通低负载场景会出现性能过剩，经济性差；与可伐合金匹配程度一般
应用领域	真空灭弧室、真空断路器、医用 X 光管绝缘陶瓷、电网高压绝缘件、普通信号类真空馈通；面向中低热负荷、成本敏感的气密封装场景	半导体晶圆加热盘、高功率LED封装基板、激光热管理部件、车载IGBT基板、大功率射频馈通、射频/微波真空窗；面向高热流、大功率、高可靠性气密封装场景

数据来源：景辉陶瓷，东吴证券研究所

金属化陶瓷管壳受益于真空灭弧室、医疗 X 光成像、电力电子、航空航天与国防等领域的扩容与替代需求增长。

1）真空灭弧室是金属化陶瓷管壳最主要下游应用。真空灭弧室作为中高压开关柜的核心元器件，其内部需要维持高真空环境，金属化陶瓷管壳承担绝缘隔离、气密密封的关键作用。全球智能电网建设、输变电基础设施升级，以及无 SF_6 环保开关设备的政策推广，推动真空灭弧室在中压、高压场景的渗透率持续提升；亚太地区中国、印度等新兴经济体电网投资规模扩大，进一步释放配套陶瓷管壳的需求。

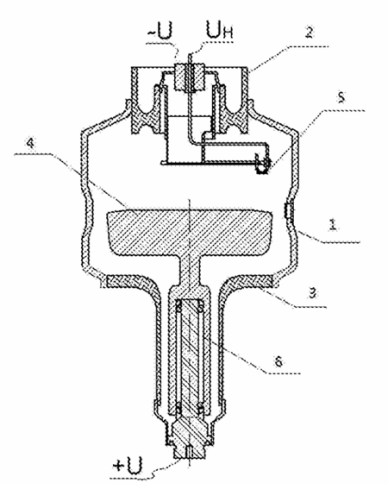
2）医疗影像领域稳步扩容，根据 PW Consulting 数据，全球医用 X 光管整体市场 2025 年规模为 35.80 亿美元，预计 2032 年达到 49.65 亿美元，2025—2032 年复合年均增长率 4.78%。在新产品 CT 球管领域，随着“健康中国”战略持续推进，推动 CT 球管

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

等高端医疗装备自主可控，而根据中国医学装备协会统计数据，CT 球管国产化率不足10%，配套陶瓷组件国产化需求持续增加。医疗影像设备的存量更新与新增装机共同驱动行业扩容。

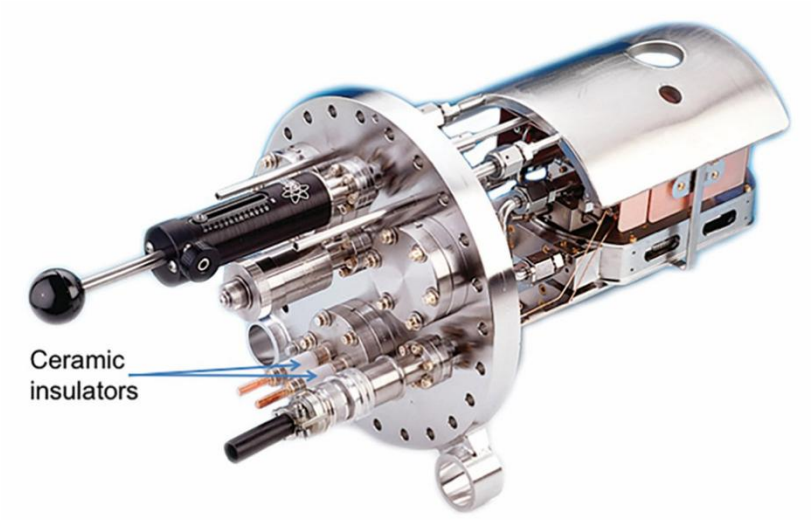
图21：金属陶瓷封接 CT 球管结构图案例（外部管壳部分为金属化陶瓷）



数据来源：中国电子科技集团公司第十二研究所专利，东吴证券研究所

3）电力电子是金属化陶瓷管壳重要的增量市场。根据国际半导体产业协会（SEMI）统计数据，2025 年全球晶圆厂设备支出约 1100 亿美元，2026 年预计增至 1300 亿美元。随着国内半导体设备国产化推进，真空腔体、陶瓷馈通、陶瓷加热器等精密真空零部件的本土配套需求快速提升，为金属化陶瓷带来新的成长空间。

图22：真空蒸发源上的金属-陶瓷真空馈通



数据来源：MDC Vacuum Products，东吴证券研究所

4）金属化陶瓷管壳在航空航天与国防领域也有重要应用。在该领域产品主要应用于雷达微波管、特种真空传感器、航天真空馈通等任务关键型装备，使用环境包含剧烈温度交变、振动冲击、太空辐照等极端条件，对管壳的气密性、机械抗冲击性能、耐环境老化能力有极高标准，需要完成完整的军工级资质与可靠性认证。

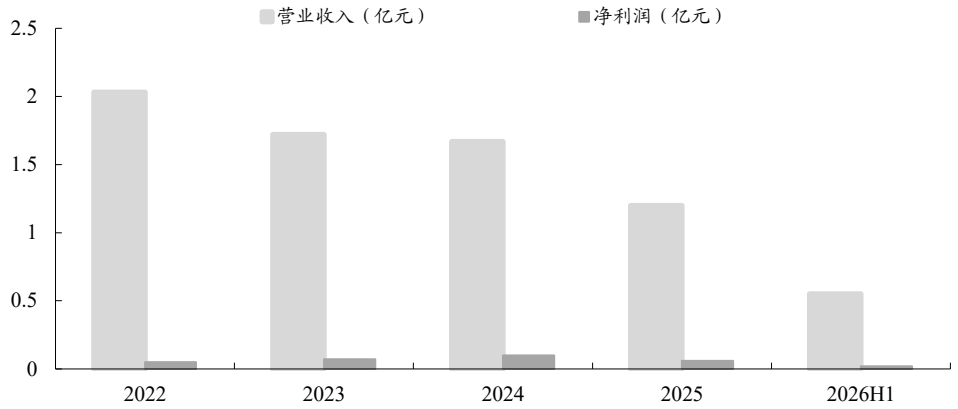
请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. 公司金属化陶瓷技术壁垒深厚，多元新兴赛道打开成长空间

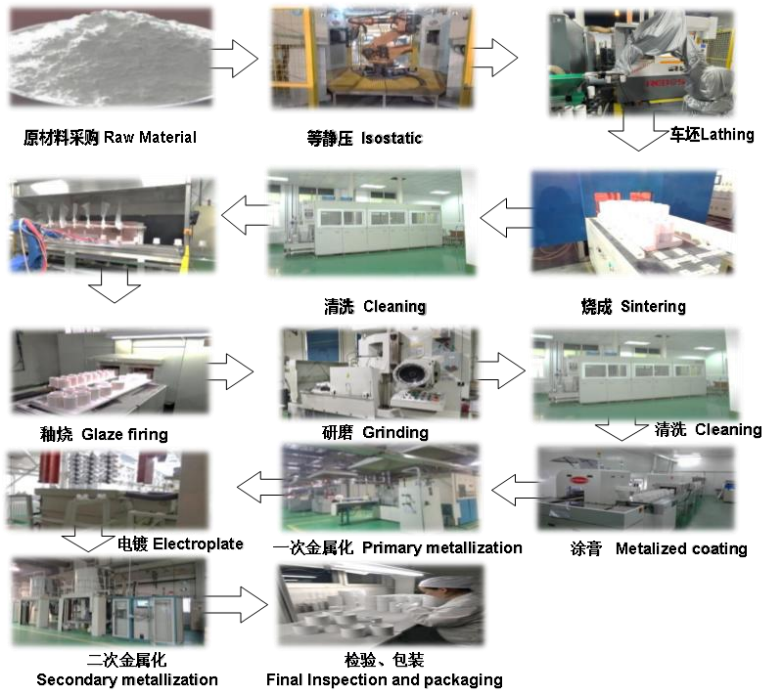
氧化铝金属化陶瓷技术积累深厚，具备坚实竞争壁垒。金属化陶瓷是真空灭弧室的关键核心零部件，整机耐压强度、气密性能、全生命周期使用寿命等受陶瓷材料品质影响很大。公司在氧化铝金属化陶瓷领域拥有 50 余年技术积累。子公司陶瓷科技是电真空器件用金属化陶瓷细分领域的头部企业，2025 年收入 1.2 亿元。公司生产的金属化陶瓷核心壁垒在于配方调制与喷雾造粒工艺，超细氧化铝粉体需要自主调配浆料，通过造粒获得流动性优良的球形颗粒，保障压坯密度均匀，规避烧结后出现微裂纹风险。

图23：宝光陶瓷 2022-2026H1 收入&净利润情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：公司金属化陶瓷产品工艺流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务结构持续优化，新兴领域开辟新增长点。金属化陶瓷作为公司核心零部件板块，近年来一方面逐渐剥离传统配网业务，强化对真空灭弧室主业的配套能力，另一方面凭

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

借在真空保持、绝缘技术、稳定性和优良电学性能方面的优势，不断拓展至医疗、军工及高端半导体等高附加值新兴应用领域，已布局多元场景并取得一定进展：射线类场景下，X 射线管专用绝缘陶瓷组件已实现批量供货，涵盖射线阴极组件、接线端子、绝缘外壳等产品，填补了国内检测器械特种陶瓷配套空白，CT 球管用陶瓷-金属焊接组件持续获得国际一线客户认可；高端半导体超高真空领域，半导体设备专用真空腔体、馈通陶瓷完成试样小批量交付，有效破解国内半导体设备真空绝缘材料卡脖子难题；同时，公司特种陶瓷产品还可应用于精密检测仪器及其他场景，可配套质谱仪四极杆及采样锥、加速器通道、雷达绝缘载体等精密仪器和特种装备，助力高端精密仪器与特种装备创新发展。2025 年金属化陶瓷新兴业务销售收入占比突破 10%，成为企业全新盈利增长点，随着公司金属化陶瓷业务持续向新兴领域拓展，我们预计新兴业务收入占比有望大幅提升。

表8：公司金属化陶瓷主要产品及用途

产品名称	产品图片	主要特点/用途
陶瓷金属化产品		通过在陶瓷表面涂覆一层金属粉末，经过高温烧结形成牢固、致密的金属化层，从而实现陶瓷与金属的焊接。具有封接强度高、气密性高、可靠性高等特点。
熔断器陶瓷管壳产品		绝缘性高、耐磨性高、耐热冲击性高、高硬度等特点，主要应用于低压快熔、电动汽车、风光电、储能等行业。
陶瓷金属化产品		用于电力电子用真空开关管、各种调速管、行波管、微波管、磁控管、闸流管、触发器、真空规管、微波夜视仪、X射线发射管等。
陶瓷焊接产品		通过可伐或无氧铜材料与金属化后的陶瓷钎焊实现陶瓷-金属封接，该封接件可与不锈钢焊接，从而实现陶瓷件与金属结构件的气密性连接。我公司产品采用套封、平封、针封及刀口封等封接结构，可满足不同客户的需求。
陶瓷焊接产品		应用于电力、电子用真空开关管、各种调速管、行波管、微波管、磁控管、闸流管、触发器、真空规管、微波夜视仪等相关真空绝缘行业。
氮化铝陶瓷金属焊接产品		热导率高≥190W/m.K，可以实现与常见的金属铜等牢固焊接，抗拉强度高。广泛应用于大功率电力设备、集成电路中。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综合来看，公司依托五十余年氧化铝金属化陶瓷技术积淀，已构建起深厚技术壁垒，产品服务于西门子、施耐德、伊顿等海外头部客户。公司持续优化业务结构，收缩传统配网业务，大力开拓医疗、半导体、军工等高附加值赛道，随着新兴业务逐步放量，有望打开金属化陶瓷板块长期成长空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图25：宝光陶瓷主要客户情况

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 14.0/15.9/19.0 亿元，同比增长 11%/13%/20%，毛利率分别为 21.0%/23.0%/26.4%。分业务来看：

真空灭弧室：公司是国内真空灭弧室行业龙头，产销量连续多年位居全球第一。“十五五”电网投资景气持续上行，叠加无 SF_6 环保替代趋势，真空灭弧室需求持续攀升。公司持续加大高压产品研发，随高压产品逐渐放量，盈利能力有望上行。我们预计 2026-2028 年该业务收入分别为 10.5/11.6/13.3 亿元，同比增长 8%/10%/15%，毛利率分别为 18%/20%/24%。

金属化陶瓷：公司在金属化陶瓷领域拥有 50 余年技术积累，不断优化业务结构，大力开拓医疗影像、高端半导体等高附加值新兴应用领域，随着新兴业务逐步放量，有望打开金属化陶瓷板块长期成长空间，毛利率也将受益上行。我们预计 2026-2028 年该业务收入分别为 0.9/1.0/1.3 亿元，同比增长 5%/15%/25%，毛利率分别为 23%/26%/30%。

储能：公司调整储能业务战略，从规模导向转向高质量发展，有望推动该业务收入盈利持续上行，我们预计 2026-2028 年该业务收入分别为 0.46/0.68/1.02 亿元，同比增长 250%/50%/50%，毛利率分别为 20%/23%/25%。

其他业务：公司持续推进电气装备及新能源配套业务拓展，我们预计 2026-2028 年该业务收入分别为 2.2/2.6/3.4 亿元，同比增长 15%/20%/30%，毛利率分别为 35%/35%/35%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

表9：宝光股份公司盈利预测表

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
真空灭弧室						
收入（亿元）	8.30	9.05	9.73	10.51	11.56	13.29
YoY	4.95%	8.97%	7.53%	8.00%	10.00%	15.00%
毛利（亿元）	1.68	1.81	1.50	1.89	2.31	3.19
毛利率	20.30%	19.96%	15.41%	18.00%	20.00%	24.00%
金属化陶瓷						
收入（亿元）	1.20	1.17	0.84	0.88	1.01	1.27
YoY	-15.48%	-2.64%	-28.24%	5.00%	15.00%	25.00%
毛利（亿元）	0.24	0.23	0.18	0.20	0.26	0.38
毛利率	20.00%	20.00%	21.00%	23.00%	26.00%	30.00%
储能						
收入（亿元）	2.84	3.26	0.13	0.46	0.68	1.02
YoY	65.84%	14.76%	-95.97%	250.00%	50.00%	50.00%
毛利（亿元）	0.29	0.28	0.04	0.09	0.16	0.26
毛利率	10.29%	8.46%	27.34%	20.00%	23.00%	25.00%
其他业务						
收入（亿元）	1.15	1.16	1.91	2.20	2.64	3.43
YoY	-8.32%	1.31%	64.51%	15.00%	20.00%	30.00%
毛利（亿元）	0.46	0.48	0.73	0.77	0.92	1.20
毛利率	40.28%	41.08%	38.24%	35.00%	35.00%	35.00%
总收入（亿元）	13.49	14.64	12.61	14.04	15.89	19.01
YoY	9.73%	8.55%	-13.88%	11.36%	13.17%	19.63%
毛利（亿元）	2.68	2.79	2.44	2.95	3.66	5.03
毛利率	19.86%	19.08%	19.36%	21.04%	23.00%	26.44%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

公司真空灭弧室市场份额行业领先，产品持续向高压突破，有望受益于主网特高压建设增长，同时金属化陶瓷业务不断向高附加值新兴领域拓展，有望形成第二增长曲线。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.88/1.35/2.13 亿元，同比+72%/+53%/+58%，对应 PE 分别为 54/36/23 倍。公司所处行业分类为输变电设备，选取相关公司长高电气、旭光电子、新特电气作为可比公司，可比公司 2026/2027/2028 年 PE 均值为 84/60/43 倍，考虑到公司真空灭弧室业务不断扩展，金属化陶瓷业务提供第二增长动力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10：可比公司估值表（截至 2026 年 9 月 10 日）

代码	名称	总市值（亿元）	股价（元/股）	归母净利润（亿元）			EPS（元/股）			PE			总股本（亿股）	投资评级	预测来源
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E			
002452.SZ	长高电气	74	11.98	7.5	5.1	6.2	1.2	0.8	1.0	9.9	14.7	12.0	6.20	买入	东吴
600353.SH	旭光电子	264	31.80	2.1	2.9	4.0	0.3	0.4	0.5	125.2	89.6	65.4	8.29	买入	Wind
301120.SZ	新特电气	55	14.81	0.5	0.7	1.1	0.1	0.2	0.3	116.3	75.2	52.4	3.73	买入	Wind
平均值		131	19.53	3.4	2.9	3.8	0.5	0.5	0.6	83.8	59.8	43.3	6.07	-	-
600379.SH	宝光股份	48	14.56	0.9	1.3	2.1	0.3	0.4	0.6	54.4	35.6	22.5	3.30	买入	东吴

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

1） 主网特高压建设不及预期。公司真空灭弧室及电气装备业务需求与电网投资规模及项目建设节奏密切相关。若后续电网投资落地进度低于预期，或特高压项目核准、招标、开工及建设进度不及预期，可能对公司订单获取及业绩释放产生不利影响。

2）新产品拓展不及预期。公司积极布局高电压真空灭弧室（252kV 及以上）、金属化陶瓷新兴领域等新业务产品。高电压产品可靠性的验证周期较长，新兴领域客户认证和市场开拓存在不确定性。若新产品客户接受度不高、市场开拓进度不及预期，公司研发投入无法有效转化为收入，将对业绩产生不利影响。

3）原材料价格上涨的风险。公司主营产品的主要原材料铜、银等贵金属价格与国际大宗商品市场价格高度关联。若未来原材料价格持续上涨或高位震荡，而公司无法将成本压力有效传导至下游，将对公司毛利率和经营业绩产生不利影响。

4）竞争加剧的风险。真空灭弧室行业经过数十年发展，技术工艺已较为成熟，国内中低端市场同质化竞争激烈。若公司未来不能持续保持在技术创新、产品升级、市场服务等方面的竞争优势，将可能面临市场份额下降、盈利能力承压的风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

宝光股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**1,675**	**1,832**	**2,065**	**2,470**
货币资金及交易性金融资产	330	453	648	906
经营性应收款项	931	955	1,049	1,217
存货	395	400	340	311
合同资产	1	4	5	6
其他流动资产	17	20	24	31
非流动资产	**470**	**535**	**570**	**598**
长期股权投资	29	29	29	29
固定资产及使用权资产	259	254	241	221
在建工程	75	105	135	165
无形资产	23	41	59	77
商誉	5	5	5	5
长期待摊费用	2	2	2	2
其他非流动资产	77	99	99	99
资产总计	**2,145**	**2,367**	**2,635**	**3,068**
流动负债	**1,239**	**1,372**	**1,509**	**1,738**
短期借款及一年内到期的非流动负债	45	48	50	50
经营性应付款项	917	955	952	1,010
合同负债	138	140	175	228
其他流动负债	139	229	333	450
非流动负债	**68**	**77**	**87**	**97**
长期借款	33	43	53	63
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	7	7	7	7
其他非流动负债	29	28	28	28
负债合计	**1,307**	**1,449**	**1,596**	**1,835**
归属母公司股东权益	778	855	972	1,157
少数股东权益	61	63	67	76
所有者权益合计	**838**	**918**	**1,039**	**1,233**
负债和股东权益	**2,145**	**2,367**	**2,635**	**3,068**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**1,261**	**1,404**	**1,589**	**1,901**
营业成本(含金融类)	1,017	1,109	1,224	1,399
税金及附加	7	8	8	8
销售费用	38	42	40	44
管理费用	99	105	103	114
研发费用	50	56	79	114
财务费用	0	(5)	(7)	(11)
加:其他收益	12	13	13	13
投资净收益	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(5)	0	0	0
资产处置收益	(3)	0	0	0
营业利润	**55**	**101**	**155**	**247**
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	**54**	**101**	**155**	**247**
减:所得税	5	10	15	25
净利润	**50**	**91**	**139**	**222**
减:少数股东损益	(2)	2	4	9
归属母公司净利润	**51**	**88**	**135**	**213**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.16	0.27	0.41	0.65
EBIT	59	96	148	236
EBITDA	103	136	191	283
毛利率(%)	19.36	21.04	23.00	26.44
归母净利率(%)	4.07	6.29	8.49	11.22
收入增长率(%)	(13.88)	11.36	13.17	19.63
归母净利润增长率(%)	(43.23)	72.17	52.80	58.09

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(24)	226	281	354
投资活动现金流	(87)	(102)	(79)	(75)
筹资活动现金流	(1)	(1)	(8)	(21)
现金净增加额	(113)	123	195	258
折旧和摊销	44	40	43	47
资本开支	(44)	(82)	(78)	(74)
营运资本变动	(125)	96	96	82

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	2.36	2.59	2.94	3.50
最新发行在外股份（百万股）	330	330	330	330
ROIC(%)	6.16	8.90	12.29	17.03
ROE-摊薄(%)	6.60	10.33	13.88	18.44
资产负债率(%)	60.92	61.23	60.57	59.81
P/E（现价&最新股本摊薄）	93.72	54.43	35.62	22.53
P/B（现价）	6.18	5.62	4.95	4.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn