

昆山国力电子科技股份有限公司 相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【286】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

昆山国力电子科技股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
国力转债	A+	A+

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：昆山国力电子科技股份有限公司（以下简称“公司”或“国力电子”，股票代码：688103.SH）主要从事电子真空器件的研发、生产与销售，下游新能源汽车及充电设施、航天航空及军工、半导体设备制造、光伏风能及储能等应用领域市场空间广阔，公司依靠核心技术形成了多项研发成果，具有一定的技术储备。同时中证鹏元也关注到，新能源汽车等下游行业竞争仍然激烈且补贴退坡，叠加公司产品原材料成本增加，公司业务毛利率承压，公司部分募投项目建设进度不及原计划，已履行变更及延期审议程序，后续需关注项目建设进展及新增产能消化情况，并仍面临应收账款回款风险及诉讼风险。

评级日期

2026年06月23日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	27.09	26.79	22.14	20.59
归母所有者权益	11.50	11.42	11.39	11.25
总债务	8.91	8.62	6.36	5.96
营业收入	3.07	13.23	7.92	6.92
净利润	0.07	0.72	0.31	0.64
经营活动现金流净额	-0.17	1.27	0.36	0.68
净债务/EBITDA	--	-1.58	-2.86	-2.76
EBITDA 利息保障倍数	--	6.54	3.82	10.79
总债务/总资本	43.53%	42.91%	35.70%	34.53%
FFO/净债务	--	-45.07%	-20.83%	-25.16%
EBITDA 利润率	--	11.14%	10.32%	17.84%
总资产回报率	--	3.82%	2.23%	4.62%
速动比率	1.69	1.75	2.31	2.82
现金短期债务比	2.94	3.25	5.32	6.48
销售毛利率	23.83%	25.24%	29.36%	36.48%
资产负债率	57.36%	57.20%	48.29%	45.07%

注：2023-2025年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致
资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：范俊根
 fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：鲍应洁
 baoyj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司产品下游主要应用领域市场空间仍然广阔。**受益于碳中和政策以及半导体、大科学工程等应用领域国产替代进程持续推进，电子真空器件的下游新能源汽车、航天航空及军工、半导体设备制造、光伏风能及储能等应用领域市场空间广阔。2025 年，公司面向新能源汽车及大科学工程等应用领域的产品销量大幅增加，预计公司仍将受益于下游市场快速发展。
- **公司依靠核心技术形成多项研发成果，具有一定技术储备，2025 年研发投入进一步增加。**公司专注于电子真空制造领域并持续加大研发投入，2025 年，公司研发费用同比增加 16.70%，当年申请专利 96 件，授权专利 45 件，至期末累计申请专利 441 件，授权专利 310 件，在前沿科学、半导体、新能源和高端装备应用等方面的研发均取得成果。

关注

- **新能源汽车行业竞争仍激烈且补贴政策退坡，叠加产品原材料成本增加等因素，公司业务毛利率承压。**2025 年，我国新能源汽车行业维持激烈竞争状态，整车厂商降本压力传导至上游供应商，且公司产品原材料价格持续走高，公司销售毛利率同比下降 4.12 个百分点。2026 年，新能源汽车购置税由全额免征改为减半征收，行业整体利润空间受到挤压，一季度公司销售毛利率有所下滑，且净利润同比下降 44.42%。
- **公司部分募投项目建设进度不及原计划，需关注募投项目建设进展及新增产能消纳风险。**2025 年，公司在建可转债募投项目发生变更并延期至 2027 年，需关注募投项目建设进展，在建项目规模仍然较大，期间若下游环境或市场需求发生不利变化，公司新增产能消化将面临一定风险。
- **需关注公司应收账款回款风险。**2025 年末公司应收账款占总资产比重达 19.76%，应收账款坏账计提比例 6.58%，且应收票据中有 0.40 亿元商业承兑汇票，需关注回款情况。
- **公司仍存在一定的诉讼风险。**公司与 Philips Medical Systems (Cleveland), Inc. 和 Philips Medical Systems DMC, GmbH (两家公司合并简称“飞利浦”) 在美国和苏州提起的两起诉讼案件仍未解决，其中在美国的诉讼无明确的赔偿数额，在苏州的诉讼涉及金额合计 5,000.00 万元；此外，厦门宏发电力电器有限公司（以下简称“厦门宏发”）就专利权纠纷向公司提起诉讼，涉诉金额 6,000.00 万元。上述事项可能对公司的财务状况和业绩造成不利影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，受益于碳中和政策和国产替代进程推进，公司产品下游需求仍然较好，未来业务具有增长空间，财务杠杆水平尚可，经营与财务风险稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	宏发股份	航天电器	三友联众	旭光电子	国力电子	宝光股份
总资产	233.64	116.98	34.34	35.05	26.79	21.45
营业收入	172.02	58.20	23.08	16.35	13.23	12.61
净利润	23.39	2.35	0.71	1.50	0.72	0.50
销售毛利率	34.32%	30.60%	17.79%	23.84%	25.24%	19.36%
资产负债率	31.47%	35.00%	47.66%	42.69%	57.20%	60.92%

注：（1）宏发股份为宏发科技股份有限公司的简称、航天电器为贵州航天电器股份有限公司的简称、三友联众为三友联众集团股份有限公司的简称、旭光电子为成都旭光电子股份有限公司的简称、宝光股份为陕西宝光真空电器股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2025 年末/度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	3/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					A+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
国力转债	4.80	4.7998	2025-8-27	2029-6-12

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于新能源用直流接触器扩建项目、风光储及柔直输配电用交流接触器生产项目。2025年8月8日，公司发布《关于变更公司可转换公司债券部分募投项目的公告》，拟将原募投项目“风光储及柔直输配电用交流接触器生产项目”使用的募集资金由20,000.00万元调整至5,750.00万元，调减的募集资金拟用于新增的“高端电子真空器件及集成系统智能制造扩建项目”，该项目预计建设完成时间为2027年8月。2025年12月18日，公司发布《关于部分募集资金投资项目延期的公告》，将“新能源用直流接触器扩建项目”和“风光储及柔直输配电用交流接触器生产项目”的达到预定可使用状态日期调整为2027年12月。截至2025年12月31日，“国力转债”募集资金共存放于5个专项账户，专项账户余额情况如表1所示。

表1 国力转债募集资金账户余额情况（单位：万元）

银行名称	账户号	余额
招商银行	512910477310701	21,987.68
招商银行	512913512010901	131.50
招商银行	512913508610501	1,473.43
招商银行	512910477310008	253.31
交通银行	391680666013000481887	10,233.15
合计	-	34,079.07

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2026年3月末，公司控股股东及实际控制人仍为尹剑平，直接持有公司27.79%的股权并通过昆山国译投资管理中心（有限合伙）间接控制公司6.09%的股权，公司控股股东和实际控制人无股权质押情况，股权结构图见附录二。

跟踪期内，由于可转债转股，公司总股本略有增加，截至2026年3月末，公司总股本为9,531.56万股。2025年3月26日，公司发布《昆山国力电子科技股份有限公司关于以集中竞价交易方式回购股份的预案》，公司将在董事会审议通过本次回购方案之日起不超过12个月内使用自有资金和回购专项贷款（不超过4,500万元）进行股份回购，预计回购金额在3,000万元-5,000万元之间，回购价格不超过73.47元/股，本次回购的股份将用于员工持股计划和/或股权激励。2025年10月18日，公司公告称，截至2025年10月16日，公司已累计回购股份532,899股，占公司总股本的比例为0.5591%，已支付的总金额为3,094.08万元。“国力转债”自2023年12月16日起进入转股期，当前转股价格62.54元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价64.64元/股。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，仍主要开展电子真空器件的研发、生产与销售工作，2026年1月，公司投资设立子公司沈阳沈航智控电子有限公司，持股90.00%，该子公司主要负责电子真空器件、

配电开关控制设备制造和销售等业务。截至2026年3月末，公司合并报表范围内共有6家子公司，其中重要子公司为昆山国力源通新能源科技有限公司（以下简称“国力源通”）。2025年末（度）国力源通总资产、所有者权益、营业收入、净利润规模分别为9.97亿元、1.41亿元、8.27亿元和0.32亿元，占公司对应合并数据比例分别为37.22%、12.30%、62.51%和44.44%。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

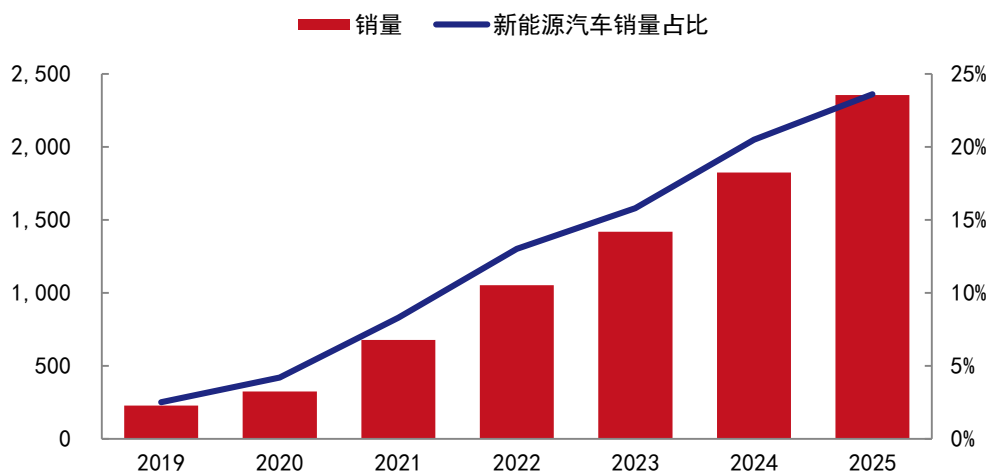
行业环境

电子真空器件应用范围广泛，产品具有一定技术门槛，在政策引导及国产替代需求持续增强的背景下，新能源汽车、航天航空及军工、半导体设备制造等应用领域市场空间仍然较为广阔，电子真空器件行业发展将持续受益，但铜材等金属类商品价格持续上涨，对电子真空器件生产企业成本端造成较大压力

电子真空器件是指借助电子在真空或者气体中与电磁场发生相互作用，将一种形式电磁能量转换为另一种形式电磁能量的器件。电子真空器件品类繁多，不同种类器件的功能、工艺技术要求和应用领域存在较大差异，多数电子真空器件厂商掌握的设计及制造工艺技术通常局限于少数细分应用领域的产品。

高压直流接触器是一种密封的高压直流负载通断器件，主要用于新能源汽车电池主回路控制、预充回路控制和充电控制。在碳中和政策背景下，全球新能源汽车市场迎来高速发展，据研究机构EV Tank联合伊维经济研究院共同发布的《中国新能源汽车行业发展白皮书（2026年）》，2025年，全球实现新能源车销量约2,354.2万辆，同比增长超过29%，全球新能源车渗透率约为23.6%，较上年进一步提升，但仍然有较广阔的发展空间。在新能源汽车领域，高压直流接触器市场集中度较高，其中外资厂商日本松下电器股份有限公司业务布局较早，技术实力雄厚，国内厂商主要为宏发股份、上海西艾爱电子有限公司、比亚迪股份有限公司及公司，其中宏发股份为国内龙头，比亚迪股份有限公司高压接触器产品主要为自用，不外销参与市场竞争。自2026年1月1日起，已连续实施十年的购买新能源汽车全额免征车辆购置税政策，正式切换为减半征收的新模式，购置税退坡等政策可能导致新能源汽车行业利润空间被挤压，在此背景下，部分整车厂商通过压低零部件采购价格以维持盈利，导致电子真空器件产品议价能力承压。

图1 全球新能源汽车销量及渗透率持续提升（单位：万辆）



注：新能源汽车统计包含纯电车辆与插电混动车辆。

资料来源：EV Volume、EV Tank、GlobalData 等，中证鹏元整理

凭借应用温度宽、严酷环境适应能力强、抗干扰、高可靠性等优良特性，电子真空器件在航天航空及军工领域得到广泛应用。随着军队现代化建设工作持续推进，2026年中国国防预算支出达1.94万亿元，较上年增长6.9%，军工电子作为国防信息化建设的基石，未来市场潜力广阔。在贸易摩擦的背景下，重点高端装备自主可控是国防建设的重要趋势，能提供高质量高可靠产品、研发生产自主可控的电子真空器件企业，将持续受益于航天航空及军工领域市场需求增长。航天航空及军工市场对供应商的遴选极为严苛，需提前经过军品认证，并严格控制产品研发、生产及测试等各个环节，准入门槛较高，一旦选定供应商则不轻易更换。

真空电容器、真空继电器产品可应用于集成电路前道晶圆生产环节设备的制造，是刻蚀机、PECVD等薄膜沉积设备、清洗设备中匹配器的重要电子元器件。市场竞争方面，由于我国的半导体设

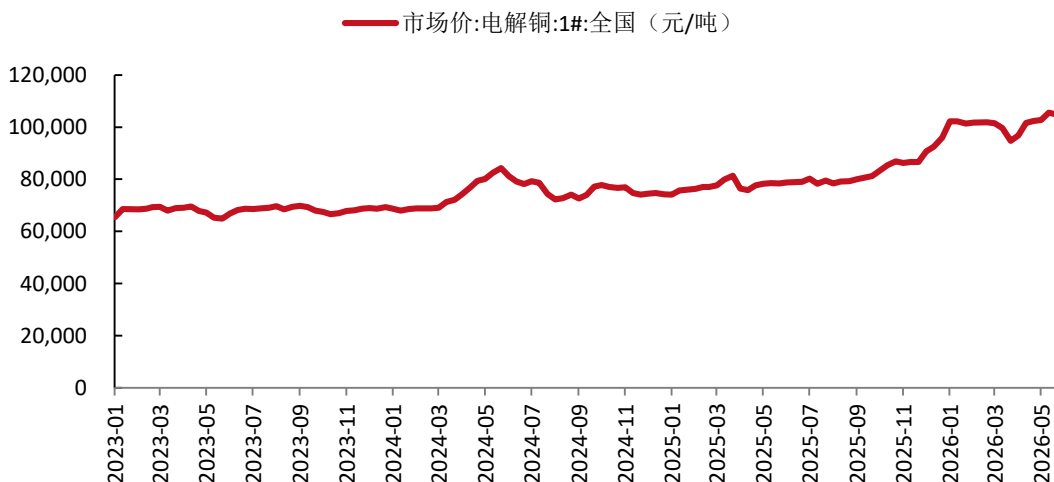
备制造市场起步较晚，国产化程度较低，国内半导体设备电子器件供应商数量相对较少。在真空电容器方面，半导体设备领域主要参与者为Comet Holding AG（瑞士康姆艾德股份公司）、株式会社明電舎（日本明电舍股份有限公司）和公司，相较国外品牌，国内公司在半导体设备制造领域发展历程较短，品牌知名度不高、市场份额相对较小，在国际市场竞争中与国外品牌仍有一定差距。随着半导体设备国产化进程的推进，电子真空器件产品在半导体设备制造领域有广阔市场替代空间。

交流接触器可应用于光伏逆变器、风电变流器等，直流接触器应用于光伏、风能发电及储能电路系统中用以保护电路、防漏电、提升电路寿命。碳中和背景下，受益于海上风电、光伏发电成本持续下降和全球清洁能源转型，光伏与风电市场空间广阔，而储能作为平滑风力及光伏电力输出的重要手段，新增装机规模亦将保持较快增长，电子真空器件行业将受益于风光储领域的高景气度。在风电、光伏、储能领域，市场主要参与者为ABB Installation Products Inc、宏发股份等。

在大科学工程领域，真空有源器件一直存在着被“卡脖子”的风险，氢闸流管、速调管等核心元器件长期依赖进口，存在供应链安全风险。在国家科技自立自强战略指引下，该领域的国产化进程显著提速。当前，我国正积极推进包括中国散裂中子源（CSNS）升级、江门中微子实验装置、高能同步辐射光源（HEPS）等在内的多项国家重大科技基础设施，为具备核心技术壁垒的本土供应商提供了广阔的增量市场。

电子真空器件生产企业的主要原材料包括金属零件、金属材料、瓷件、触头、线圈等，其采购成本受大宗商品价格走势影响，尤其是铜材等金属类商品价格。自从2024年以来，电解铜市场价格持续走高，2025年下半年以来，电解铜价格进一步上扬，2026年1-5月整体维持在10万元/吨的高位，对生产企业成本端产生较大压力。

图2 2025年下半年以来电解铜1#市场价格大幅上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司仍主要从事电子真空器件的研发、生产与销售，2025年国内新能源汽车和大科学工程等应用领域景气度较高，带动公司直流接触器、真空继电器、真空有源器件等产品收入大幅增加。2025年，公司销售毛利率有所下滑，主要是由于新能源汽车等行业降本压力向上游供应链传导、公司产品原材料价格上涨且相对低毛利的直流接触器收入占比进一步提升，直流接触器及交流接触器的盈利能力仍相对较弱，真空器件则保持相对较强的盈利能力。2026年一季度，由于新能源汽车等下游领域对公司产品需求量较高，公司营业收入同比大幅增长33.28%，销售毛利率23.83%，较2025年小幅下滑。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
直流接触器	8.11	62.34%	16.14%	4.13	53.09%	19.50%
交流接触器	1.57	12.09%	13.88%	1.34	17.20%	15.73%
真空继电器	2.03	15.63%	55.77%	1.20	15.45%	62.47%
真空电容器	0.70	5.37%	41.67%	0.73	9.38%	41.88%
真空有源器件	0.60	4.57%	47.65%	0.38	4.86%	51.65%
合计	13.01	100.00%	24.87%	7.78	100.00%	29.16%

注：表中直流接触器包含接触点组，交流接触器包含真空开关管，下同。

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

2025年，随着新能源汽车、大科学工程等下游领域需求增加，公司相关产品销量大幅增加，产销率整体维持在较高水平，但仍需关注新能源汽车等下游行业竞争加剧、新能源汽车补贴政策退坡、原材料成本增加等对产品盈利能力的影响；公司外销业务仍面临一定的汇率波动和海外贸易政策风险

跟踪期内主要销售产品未发生变化，下游行业主要包括新能源汽车、半导体设备制造、航天航空及军工、光伏风能及储能、传统能源、大科学工程等多个领域。公司仍实行“以销定产”为主、市场预测与安全库存相结合的生产模式，军工产品采用“型号定制”方式，定型后持续生产。

直流接触器产品主要应用于新能源汽车及充电设施领域，并在航天航空及军工等领域中批量使用，2025年该产品收入大幅增长，但毛利率进一步下降。2025年，我国新能源汽车行业景气度仍较高，且公司研制开发了新能源控制盒产品，获得客户高度认可并持续交付，因此产品产销量均大幅提升。但由于新能源汽车行业价格战持续，整车厂商降本压力向上游供应链传导，同时上游原材料价格上涨，导致产品毛利率同比有所下降。未来仍需关注行业竞争加剧、新能源汽车补贴政策退坡、原材料成本增加等对产品盈利能力的影响。

交流接触器产品主要应用于传统能源、光伏风能及储能等领域，2025年该产品收入小幅增长，毛利率有所下降。2025年，公司交流接触器产品销量稳定增长，产销率有所提高，但平均单价有所下滑。

真空继电器产品主要应用于航天航空及军工、半导体设备制造领域，2025年该产品收入同比增长较

快，毛利率有所下降。2025年，针对特定客户的定制化需求，公司设计并制造了一系列高性能、高可靠性的特种业务控制盒产品，产品销量及产销率均大幅提升，平均售价则有所下滑，主要是不同价格产品内部结构差异所致。

真空电容器产品主要应用于航天航空及军工、半导体设备制造、光伏等领域，2025年该产品收入及毛利率较稳定。2025年，真空电容器产品平均售价略有下降，但产销率有所提高。

真空有源器件主要应用于大科学工程、安检、辐照等领域，2025年该产品收入有所增长，毛利率有所下滑。相关领域对产品性能、技术参数等要求严苛，因此产品售价较高且内部不同类型产品价格差异较大，整体销量规模却较小。由于大科学工程领域景气度较好，2025年该产品销量小幅提升，而产销率由于公司增加库存备货有所下降，售价因销售产品类型差异而大幅提高。

表3 公司主要产品产销情况（单位：万只）

产品名称	项目	2025年	2024年
直流接触器	销量	878.72	506.38
	产销率	95.52%	101.22%
交流接触器	销量	49.23	39.42
	产销率	118.51%	104.63%
真空继电器	销量	24.95	13.26
	产销率	124.44%	74.75%
真空电容器	销量	3.03	2.97
	产销率	103.41%	91.80%
真空有源器件	销量	0.17	0.15
	产销率	89.47%	107.78%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，境内销售仍占绝对主导地位，2025年国内新能源汽车等行业对公司产品需求大幅增加，因而内销占比进一步提高。目前公司外销主要采用美元结算，2025年人民币兑美元汇率持续上升，当年公司发生汇兑净损失167.20万元，考虑到公司外销仍具一定规模，未来需持续关注公司面临的汇率波动风险和海外贸易政策变化带来的影响。

表4 按销售区域划分的公司主营业务收入构成（单位：万元）

销售区域	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
境内	121,631.10	93.46%	69,722.45	89.66%
境外	8,514.44	6.54%	8,043.27	10.34%
合计	130,145.54	100.00%	77,765.72	100.00%

资料来源：公司2024-2025年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司销售模式未发生变化，仍以直接销售为主，下游客户主要为国内外电子真空器件应用领域的设备、机械等制造厂商以及电子真空器件贸易商，客户资源较好。跟踪期内公司结算方式未发生

重大变化，与国内客户结算仍主要采取银行承兑汇票与电汇方式，账期主要为90-180天。

表5 公司前五大客户情况（单位：万元、%）

年度	公司名称	销售金额	占比	主要产品
2025年	客户一	32,467.82	24.54	直流接触器
	客户二	11,480.08	8.68	直流接触器、交流接触器、真空继电器
	客户三	11,097.69	8.39	真空继电器
	客户四	6,816.38	5.15	直流接触器
	客户五	5,172.90	3.91	直流接触器、交流接触器、真空继电器、真空电容器
	合计	67,034.87	50.66	-
2024年	客户一	10,231.34	12.91	直流接触器
	客户二	6,887.94	8.69	直流接触器
	客户三	5,829.42	7.36	直流接触器、真空继电器
	客户四	4,462.05	5.63	直流接触器、真空继电器、真空电容器
	客户五	3,434.05	4.33	直流接触器
	合计	30,844.80	38.93	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年公司进一步加大研发投入，依靠核心技术形成多项研发成果，具有一定技术储备

公司专注于电子真空制造领域并持续加大研发投入，2025年，公司研发费用同比增加16.70%，由于营业收入增幅较大，研发投入占营业收入的比例有所下降。截至2025年末，公司在研项目预计总投资0.85亿元，已累计投资0.49亿元，仍需投入一定规模。2025年，公司申请专利96件，授权专利45件，至期末累计申请专利441件，授权专利310件。2025年，公司在电子真空器件领域持续深耕突破：前沿科学方向，国内唯一P波段大功率超构材料速调管研制成功；半导体方向，公司真空电容器产品和真空继电器产品在耐压、承载电流、寿命等关键性能上均达到国际先进水平，形成系列化产品，已向国内头部设备厂商、射频电源厂稳定供货；新能源方向，公司推出面向高端车型的“多合一控制盒”，进行1,600A、2,500A、4,000A系列化大电流真空接触器开发，满足下游电网客户等终端客户要求；高端装备应用方向，公司积极布局反无人装置、商业航天、闪疗等新兴应用领域。

表6 近年公司研发投入情况（单位：万元）

研发费用项目	2026年1-3月	2025年	2024年
研发费用	2,500.73	10,095.18	8,650.90
研发投入占营业收入的比例	8.15%	7.63%	10.92%

资料来源：公司2024-2025年年度报告及2026年第一季度报告，中证鹏元整理

主要原材料价格上涨使公司成本端承压，直接材料成本占公司主营业务成本比重进一步提高

公司生产所需原材料主要为金属零件及材料、线圈、瓷件、触头等，其中金属零件及材料占比较大，主要原材料采购价格受铜、银等金属价格影响较大。2025年，受到铜价等原材料价格上升影响，公司直接材料占主营业务成本的比例有所提高，给公司成本端带来一定压力，如果未来原材料价格仍维持高位

或继续出现较大幅度上涨，可能对公司的盈利能力构成不利影响。

表7 近年公司主营业务成本构成（单位：万元、%）

项目	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
直接材料	81,529.94	83.38	43,289.17	78.58
直接人工	7,246.73	7.41	5,601.42	10.17
制造费用	9,002.90	9.21	6,201.23	11.26
合计	97,779.57	100.00	55,091.81	100.00

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

公司在建项目投资进度缓慢，未来需关注募投项目建设进展及新增产能消化情况

截至2025年末，公司主要在建项目均为可转债募投项目，达产后公司总产能将进一步提升，但考虑到在建项目预计达产时间均为2027年，期间若下游环境或市场需求发生不利变化，公司新增产能消化也将面临一定风险。目前部分在建项目投资进度缓慢，且2025年公司对募投项目进行过变更及延期，未来仍需持续关注募投项目建设进展。

表8 截至 2025 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	拟投入募集资金	累计已投入募集资金	产品类别及产能	预计达产时间
风光储及柔直输配电用交流接触器生产项目	5,750.00	2,589.94	交流接触器 15 万只/年	2027 年 12 月
新能源用直流接触器扩建项目	26,697.45	11,020.98	直流接触器 648 万只/年	2027 年 12 月
高端电子真空器件及集成系统智能制造扩建项目	14,250.00	747.54	真空电容器 6 万只/年、真空继电器 6 万只/年、真空有源器件 0.005 万只/年	2027 年 8 月
合计	46,697.45	14,358.46	-	-

注：2023年6月，新能源用直流接触器扩建项目拟投入募集资金金额由28,000.00万元变更为26,697.45万元。

资料来源：公司2025年年度报告，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

公司资产仍主要为货币资金、应收款项和存货，面临一定的应收款项坏账风险和存货管理风险；2025年，尽管销售毛利率有所下降，但下游需求较好，公司营业收入大幅增长，期间费用率有所下降，带动 EBITDA 利润率和总资产回报率等盈利指标向好；2025 年末，公司财务杠杆水平随债务规模增长有所提高，但经营活动现金流净流入规模提高，整体债务压力仍较小

资本实力与资产质量

随着业务规模扩大，2025年末公司应付票据、应付账款等负债有所增加，而所有者权益规模相对较稳定，因而总资产规模有所增长，产权比率有所提高。2025年末，公司资产整体变化不大，资产受限比例仍低，现金类资产占比仍较高，资产流动性尚可。由于营业收入大幅增加，2025年末公司应收票据、应收账款及应收款项融资增幅较大，其中应收账款坏账计提比例6.58%，应收票据中有0.40亿元商业承兑汇票，需关注后续回款情况。2026年3月末，公司交易性金融资产规模大幅增加主要是由于购买了短期理财产品。为满足业务需求，公司存货规模持续增加，2025年末存货跌价准备金额0.18亿元，需关注下游客户需求可能发生变化等因素导致的存货减值和积压风险。其他权益工具投资由于公司持有的昆山医源医疗技术有限公司（以下简称“医源医疗”）股权公允价值下降而小幅减少，固定资产规模总体变化不大。

图3 公司资本结构

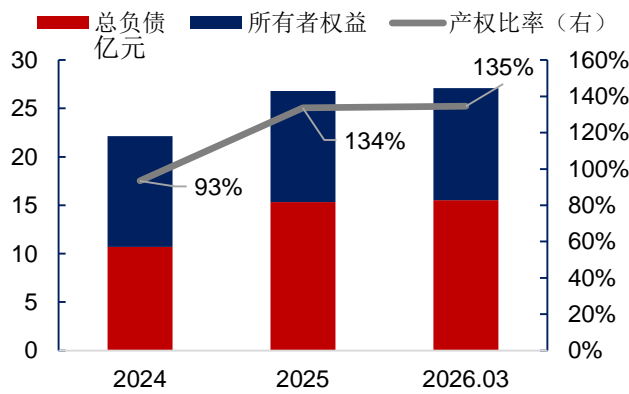
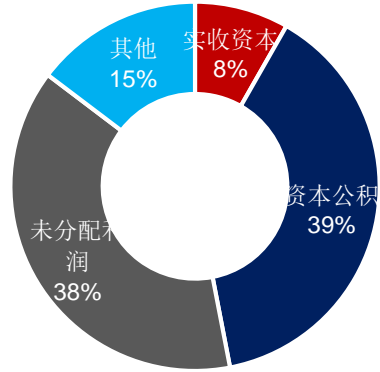


图4 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

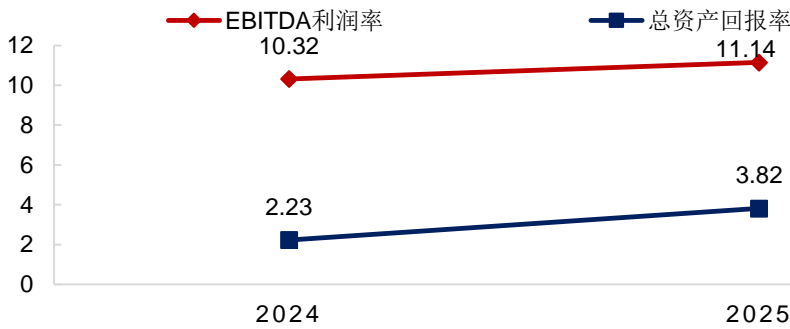
项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.84	21.58%	7.77	28.99%	7.48	33.77%
交易性金融资产	1.50	5.54%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收票据	1.05	3.87%	1.42	5.30%	0.78	3.53%
应收账款	5.27	19.47%	5.29	19.76%	4.25	19.21%
应收款项融资	2.55	9.42%	2.10	7.84%	0.64	2.89%
存货	3.94	14.54%	3.54	13.23%	2.71	12.25%
流动资产合计	20.56	75.90%	20.50	76.51%	16.03	72.39%
其他权益工具投资	1.62	5.99%	1.62	6.05%	1.81	8.18%
固定资产	3.40	12.54%	3.35	12.51%	3.31	14.93%
非流动资产合计	6.53	24.10%	6.29	23.49%	6.11	27.61%
资产总计	27.09	100.00%	26.79	100.00%	22.14	100.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2025年，由于下游新能源汽车等行业竞争较为激烈，公司各项产品毛利率均有不同程度下降，整体业务盈利能力有所下滑。从各项费用来看，公司研发费用随着研发投入增加而提高，由于下游需求增加带动产品销量提升，销售费用、管理费用等均有所增加，财务费用则受到利息净支出及汇兑损失增加而大幅增加，四项期间费用占营业收入的比重为19.06%，较上年下降7.55个百分点。2025年，由于下游需求较好，公司产生EBITDA为1.47亿元，同比大幅增长，同时期间费用率有所下降，EBITDA利润率及总资产回报率均有所提高。2026年一季度，受益于下游需求增长，公司营业收入同比大幅增长33.28%，毛利率小幅下滑，净利润随着原材料价格上涨同比大幅下降。未来若下游市场竞争加剧、毛利率较低的产品占比进一步上升，或原材料价格进一步上涨，公司盈利能力可能受到影响。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2025年以来公司债务规模有所增加，主要是随着业务规模扩张公司应付票据增长较多，且当年新增0.27亿元银行借款用于股票回购，公司应付债券规模受到可转债摊销影响有所增长。其他负债方面，应付账款主要为应付货款，合同负债为预收商品款，2025年末随着业务规模扩大而有所增加。整体来看，公司债务压力仍较小。

表10公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.03	0.19%	0.00	0.00%
应付票据	3.38	21.75%	3.10	20.22%	1.59	14.86%
应付账款	5.26	33.84%	5.31	34.65%	3.51	32.82%
合同负债	0.43	2.79%	0.42	2.72%	0.31	2.94%
一年内到期的非流动负债	0.04	0.26%	0.03	0.19%	0.02	0.16%
流动负债合计	9.85	63.43%	9.69	63.21%	5.76	53.90%
长期借款	0.27	1.74%	0.27	1.76%	0.00	0.00%
应付债券	4.91	31.62%	4.87	31.77%	4.68	43.81%

非流动负债合计	5.68	36.57%	5.64	36.79%	4.93	46.10%
负债合计	15.54	100.00%	15.32	100.00%	10.69	100.00%
总债务	8.91	57.32%	8.62	56.23%	6.36	59.46%
其中：短期债务	3.72	41.80%	3.48	40.36%	1.67	26.31%
长期债务	5.18	58.20%	5.14	59.64%	4.68	73.69%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年，公司经营活动产生的现金流量净额及FFO大幅增长，主要是由于收入规模增加后回款相应增长，2026年一季度经营活动现金净流出，主要是由于一季度通常为回款淡季。

2025年末公司资产负债率、总债务/总资本均有所上升，杠杆水平有所提高。2025年，公司EBITDA大幅增加，对利息能形成较好保障，且公司总债务仍然能完全被盈余现金所覆盖，因而净债务为负。整体来看，公司债务规模不大、债务成本较低，财务风险仍可控。

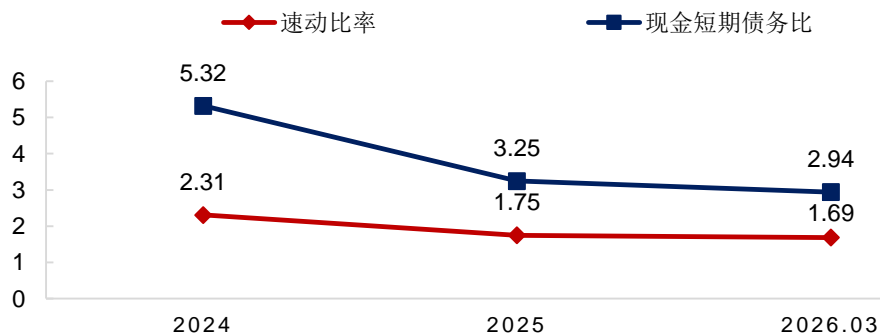
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.17	1.27	0.36
FFO（亿元）	--	1.05	0.49
资产负债率	57.36%	57.20%	48.29%
净债务/EBITDA	--	-1.58	-2.86
EBITDA 利息保障倍数	--	6.54	3.82
总债务/总资本	43.53%	42.91%	35.70%
FFO/净债务	--	-45.07%	-20.83%
经营活动现金流净额/净债务	8.60%	-54.49%	-15.35%
自由现金流/净债务	22.56%	-13.20%	18.30%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年以来，公司速动比率有所下滑，由于短期债务大幅增加，公司现金短期债务比大幅下降，但整体来看现金类资产对短期债务保障程度仍然较好。公司融资渠道较为畅通，且受限资产比例较低，截至2025年末，公司尚有9.87亿元银行授信尚未使用，具有一定的融资弹性。整体来看，公司流动性指标表现尚可。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年5月12日），公司本部及子公司国力源通不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月12日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

2020年3月，飞利浦在美国将GL Leading Technologies, Inc.（以下简称“GL Leading”）及其员工、国力股份和参股公司医源医疗列为共同被告，但起诉书中并无明确的赔偿数额¹。2021年4月，飞利浦向江苏省苏州市中级人民法院提起诉讼，将公司和医源医疗列为被告，请求法院判令立即停止侵害涉案商业秘密的行为，向其连带赔偿经济损失以及为制止侵权行为而支付的合理费用支出共计5,000.00万元。2025年8月，苏州市中级人民法院作出一审判决（判决书案号：（2021）苏05民初632号），判决驳回飞利浦的全部诉讼请求。飞利浦于2025年9月向江苏省高级人民法院提起上诉，案号（2025）苏民终1081号，案件正在审理中。公司于2020年8月对外转让了医源医疗的控股权，不再从事医用CT球管业务，同时，公司已在转让股权时与受让方及医源医疗约定不承担该项诉讼的任何赔偿责任。但如法院作出判决要求公司承担赔偿责任且赔偿金额较大，而GL Leading和医源医疗无力偿付时，可能对公司的财务状况和业绩造成不利影响。

2025年10月31日，公司收到了天津市第三中级人民法院发来的《民事起诉状》等相关材料。厦门宏发就4项专利权纠纷向公司及子公司提起诉讼，厦门宏发请求判决公司及子公司承担侵权赔偿责任，赔偿其经济损失及为制止侵权行为而支出的合理费用合计人民币6,000.00万元，并承担相应诉讼费用等。整体来看，公司面临一定的或有负债风险。

¹ 根据美国伊利诺伊州北部地区东部分区地区法院于2023年1月10日出具的《意见备忘录与命令》，禁止医源医疗和公司使用原告飞利浦的商业秘密，归还涉及飞利浦商业秘密相关文件，不得制造、分销和销售GLA2153和YY8019产品或披露这些产品的设计内容；命令医源医疗和公司支付原告飞利浦因对其提起商业秘密索赔诉讼而产生的合理律师费。除上述禁令外，境外诉讼目前尚未判决，即便判决亦需得到中国境内法院的承认后方可在中国境内执行。

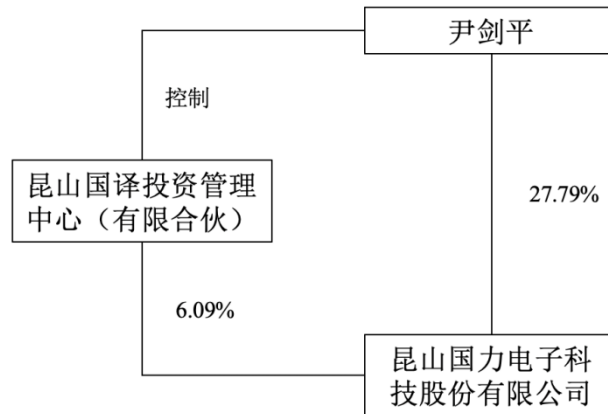
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	5.84	7.77	7.48	8.22
应收账款	5.27	5.29	4.25	3.30
存货	3.94	3.54	2.71	2.10
流动资产合计	20.56	20.50	16.03	15.15
固定资产	3.40	3.35	3.31	3.32
非流动资产合计	6.53	6.29	6.11	5.44
资产总计	27.09	26.79	22.14	20.59
应付票据	3.38	3.10	1.59	1.20
应付账款	5.26	5.31	3.51	2.99
流动负债合计	9.85	9.69	5.76	4.63
长期借款	0.27	0.27	0.00	0.00
应付债券	4.91	4.87	4.68	4.49
非流动负债合计	5.68	5.64	4.93	4.65
负债合计	15.54	15.32	10.69	9.28
总债务	8.91	8.62	6.36	5.96
其中：短期债务	3.72	3.48	1.67	1.47
长期债务	5.18	5.14	4.68	4.49
所有者权益	11.55	11.46	11.45	11.31
营业收入	3.07	13.23	7.92	6.92
营业利润	0.08	0.71	0.25	0.71
净利润	0.07	0.72	0.31	0.64
经营活动产生的现金流量净额	-0.17	1.27	0.36	0.68
投资活动产生的现金流量净额	-1.77	-0.87	-0.65	-0.62
筹资活动产生的现金流量净额	0.01	-0.14	-0.45	4.33
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	1.47	0.82	1.24
FFO（亿元）	--	1.05	0.49	0.86
净债务（亿元）	-1.96	-2.33	-2.34	-3.40
销售毛利率	23.83%	25.24%	29.36%	36.48%
EBITDA 利润率	--	11.14%	10.32%	17.84%
总资产回报率	--	3.82%	2.23%	4.62%
资产负债率	57.36%	57.20%	48.29%	45.07%
净债务/EBITDA	--	-1.58	-2.86	-2.76
EBITDA 利息保障倍数	--	6.54	3.82	10.79
总债务/总资本	43.53%	42.91%	35.70%	34.53%
FFO/净债务	--	-45.07%	-20.83%	-25.16%
经营活动现金流净额/净债务	8.60%	-54.49%	-15.35%	-19.92%

速动比率	1.69	1.75	2.31	2.82
现金短期债务比	2.94	3.25	5.32	6.48

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号