

方盛股份 (832662)

专精换热器及换热系统,多元化+高集成化助力新增长

增持 (首次)

2025年01月24日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

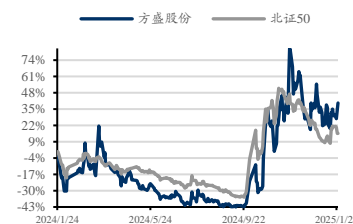
wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	352.96	343.38	349.03	456.00	594.49
同比 (%)	19.31	(2.71)	1.65	30.65	30.37
归母净利润 (百万元)	53.97	62.61	34.67	50.16	70.44
同比 (%)	47.84	16.01	(44.63)	44.68	40.44
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.62	0.72	0.40	0.57	0.80
P/E (现价&最新摊薄)	30.28	26.11	47.15	32.59	23.20

投资要点

- **深耕换热设备领域,积极开拓新兴领域:** 公司 2007 年成立,专注研发板翅式换热器和换热系统,逐步渗透新兴领域。二十载苦练内功,2022 年北交所正式上市。2024Q1-3 实现营收/归母净利润 2.45/0.24 亿元,同比-8.50%/-55%,短期受原材料价格影响承压,2025 年有望触底回升。
- **业务领域多点开花,下游需求持续高增:** 1) **陆海风需求共振,2025 年装机需求高增:** 2025 年国内陆海风装机需求持续共振、看好海风增长空间,2025 年预计陆风/海风装机达 100GW/13-15GW,同增 25%/100%,风电需求高增下公司风电领域有望受益高增。2) **全球储能多点开花,市场需求持续高增:** 大储市场持续高增,中美大储稳健增长,欧洲、中东、澳大利亚等地大储需求爆发,我们预计 2025/2026 年全球新增储能将达到 245/335Gwh,同增 52%/37%。3) **AI 发展推动数据中心需求持续高增:** 随着 AI、大数据等新型技术发展,AI 应用开发以及元宇宙等业务创新推进,将推动新增 IDC 需求,预计 2028 年中国传统 IDC 市场规模将超 2500 亿元,2024-2028 年复合增长率达 12.6%。4) **氢能市场规模持续扩大:** 公司产品板翅式换热器主要应用于氢燃料电池热管理系统,2024 年我国氢燃料汽车销售量为 5405 辆,同比略有下滑,往未来展望,随着氢能成本下行,氢燃料汽车需求有望呈现持续增长趋势。5) **空压机、轨交、工程机械等需求稳健增长:** 我国螺杆式空压机需求持续稳健增长,2024 年我国螺杆式空压机产量约 70 万台,同增约 6%,展望未来,空压机需求有望持续稳健提升;我国高铁、铁路里程持续增长,轨道交通市场规模持续扩大;技术进步促进工程机械行业市场规模持续扩容,需求持续稳健增长。
- **产品集成化,领域多元化发展战略:** 1) **产品布局多元化,积极打造新增长点:** 公司在工程机械、空压机等领域稳定基础上,积极拓展新能源(风电、氢能)、储能、数据中心等业务,为公司积极打造新增长点。2) **收购钜丰铝业,产业链上游延伸加强供应链优势:** 2023 年 12 月公司收购钜丰铝业,有助增强公司原材料供应优势。3) **较同业可比公司有明显竞争优势:** 公司毛利率居同行业前列,有稳定增长趋势。4) **募资扩产,助力公司业绩成长:** 两项在投募项目有助于扩大公司产能规模,满足市场对高效换热系统的需求,推动产品技术创新,拓展产品应用领域,提升公司的市场竞争力和盈利能力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 0.35/0.50/0.70 亿元,同比-44.6%/44.7%/40.4%,考虑公司 2024 年业绩受原材料波动影响下滑,预计 2025 年业绩触底回升,风电业务营收高增,新兴业务储能、氢能、数据中心等领域持续高增长,首次覆盖,给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、需求不及预期、原材料价格剧烈波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.50
一年最低/最高价	8.18/31.47
市净率(倍)	4.01
流通 A 股市值(百万元)	503.90
总市值(百万元)	1,794.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.11
资产负债率(% ,LF)	24.81
总股本(百万股)	87.55
流通 A 股(百万股)	24.58

相关研究

内容目录

1. 深耕换热设备领域，积极开拓新兴领域	4
1.1. 长期深耕通用设备领域，实现多元化发展战略	4
1.2. 公司股权集中，结构清晰稳定	4
1.3. 管理层深耕行业多年，管理经验丰富	5
1.4. 产品市场领域多元化，产品集成化	5
1.5. 上游价格波动致盈利承压，未来有望逐步改善	6
2. 业务领域多点开花，下游需求持续高增	9
2.1. 陆海风需求共振，2025 年装机需求高增	9
2.2. 全球储能多点开花，市场需求持续高增	10
2.3. AI 发展推动数据中心需求持续高增	11
2.4. 氢能市场规模持续增长	11
2.5. 空压机、工程机械、轨交等需求稳健增长	12
3. 拓展产业链上下游，多元化+集成化拓展新增长极	14
3.1. 业务布局多元化，提升产品集成化	14
3.2. 收购钜丰铝业，产业链上游延伸加强供应链优势	14
3.3. 盈利优于同业，募资扩产助力公司成长	15
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利拆分	16
4.2. 盈利预测及投资评级	16
5. 风险提示	18

图表目录

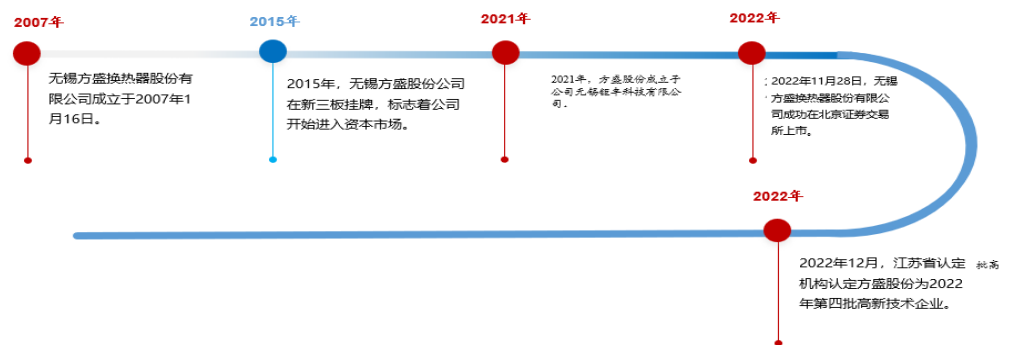
图 1:	方盛股份发展历程.....	4
图 2:	方盛股份股权结构 (截至 2024 年 10 月 31 日)	4
图 3:	核心管理层背景介绍.....	5
图 4:	公司主要产品.....	6
图 5:	2020-2024 年公司营业收入及同比增速	7
图 6:	2020-2024 年公司净利润及同比增速	7
图 7:	2020-2024 年公司各业务营业收入占比	7
图 8:	2020-2024 年公司盈利情况	8
图 9:	2020-2024 年公司各业务毛利率情况	8
图 10:	控费能力整体增强.....	8
图 11:	公司 2024 年各业务占比.....	9
图 12:	2022-2024 年国内陆风风机招标情况 (GW)	9
图 13:	2022-2024 年国内海风风机招标情况 (GW)	9
图 14:	2021-2024 年国内各月度风电新增装机量 (GW)	10
图 15:	2021-2024 年国内各季度海风新增装机量(GW).....	10
图 16:	2022-2026 全球新增储能情况	10
图 17:	2023-2026 年国内储能需求情况	11
图 18:	2023-2026 年全球储能需求情况	11
图 19:	2020-2028 年中国传统 IDC 市场规模	11
图 20:	氢燃料电池热管理系统图.....	12
图 21:	中国氢燃料汽车销量及增速情况.....	12
图 22:	2019-2024 年我国螺杆式空压机产量及增速 (万台)	12
图 23:	2015-2035 年中国铁路累计营业里程	13
图 24:	2015-2035 年中国高铁累计营业里程	13
图 25:	2015-2025 年我国工程机械行业收入	13
图 26:	公司业务布局情况.....	14
图 27:	2022 年公司主营业务成本拆分.....	14
图 28:	2022 年至今铝价走势 (美元/吨)	14
图 29:	公司及同业可比公司毛利率对比.....	15
图 30:	公司上市募资扩产.....	15
图 31:	方盛股份盈利拆分.....	16
图 32:	可比公司估值 (截至 2025 年 1 月 21 日)	17

1. 深耕换热设备领域，积极开拓新兴领域

1.1. 长期深耕通用设备领域，实现多元化发展战略

长期深耕通用设备领域，实现多元化发展战略。公司成立于2007年1月，是一家专业从事换热器和换热系统的研发、设计、生产和销售的高新技术企业，面向全球提供解决方案、专业服务与优质产品。公司产品广泛应用于风力发电、余热回收、轨道交通、空压机、工程机械、汽车等多个领域。经过多年的实践、创新与技术积累，公司不断向清洁能源、节能减排等新兴领域开发渗透，实现多元化的发展战略。近年来，公司大力布局储能热管理、氢能热管理、数据中心液冷热管理等新兴领域并取得显著进展。方盛股份于2022年12月在北交所上市。

图1：方盛股份发展历程

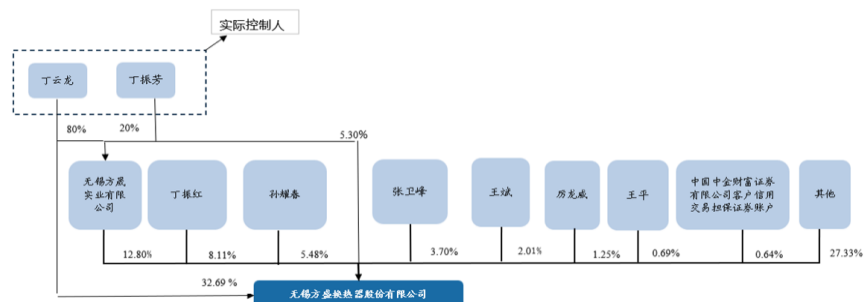


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权集中，结构清晰稳定

公司股权集中，结构清晰稳定。截至2024年10月31日，公司实际控制人为丁振芳与丁云龙父子二人，一致行动人为丁振红，无锡方晟实业有限公司。公司实际控制人合计直接及间接持股50.79%，股权结构相对集中稳定。公司拥有一家子公司无锡钜丰铝业科技有限公司，参股比例为75%，钜丰铝业主营业务为金属制品研发、金属材料制造。

图2：方盛股份股权结构（截至2024年10月31日）



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.3. 管理层深耕行业多年，管理经验丰富

管理层深耕行业多年，管理经验丰富。公司管理层基本均在公司任职十年以上，深耕行业多年，管理经验丰富。

图3: 核心管理层背景介绍

姓名	职位	履历
丁云龙	总经理	丁云龙，男，汉族，1988年10月生，中国国籍，无境外永久居留权，2011年6月毕业于英国埃塞克斯大学电算金融专业，硕士学历；2011年9月--2012年6月，就职于国联期货有限责任公司；2012年6月到-2014年12月，无锡方盛换热器制造有限公司行政总监；2014年12月至今，任无锡方盛换热器股份有限公司董事兼总经理。
丁振芳	董事长	丁振芳，男，汉族，1963年9月出生，中国国籍，无境外永久居留权，专科学历。1983年1月至2000年4月，任无锡市第十二棉织厂车间主任；2000年5月至今，历任无锡市方正纺织有限公司（后更名为方晟实业）执行董事兼总经理、执行董事；2003年9月至今，历任方宇纺织监事、董事长、执行董事；2016年4月至今，任无锡云居西村酒店有限公司监事；2007年1月至2014年12月，历任方盛有限执行董事兼总经理、董事长；2014年12月至今，历任方盛股份董事长、董事。
张卫峰	财务总监，董事会秘书	张卫峰，男，汉族，1976年10月生，中国国籍，董事、董事会秘书兼财务总监，任期自2014年12月至2017年12月止。无境外永久居留权，1998年7月毕业于江苏财经高等专科学校涉外会计专业，后于2003年6月获取南京财经大学会计专业本科学历；1998年8月-1999年5月于无锡市振太酒业有限公司任市场推广员，1999年6月-2001年12月于无锡市振太酒业有限公司任材料成本会计；2002年1月-2007年9月于布勒设备工程（无锡）有限公司先后任会计、办税员、税务经理、财务经理；2007年10月-2014年12月，任无锡方盛换热器制造有限公司财务经理；2014年12月至今，任无锡方盛换热器股份有限公司董事、财务总监和董事会秘书。
丁振红	副总经理	丁振红，男，汉族，1970年8月生，中国国籍，董事兼副总经理，任期自2014年12月至2017年12月止。无境外永久居留权，重庆大学网络教育学院工商管理专业在读，1988年1月-2000年1月，任无锡市东马特种锅炉厂模具工；2000年2月-2009年12月，任无锡方晟实业有限公司（原无锡方正纺织有限公司）总经理；2007年1月-2014年12月，任无锡方盛换热器制造有限公司总经理；2014年12月5日至今，任无锡方盛换热器股份有限公司董事、副总经理。

数据来源：iFinD，东吴证券研究所

1.4. 产品市场领域多元化，产品集成化

产品以通用设备为主，逐步渗透新兴领域。方盛股份在继续巩固成熟的通用设备市场业务、满足产品技术升级需求的基础上，进一步落实领域多元化、产品集成化的发展思路，加大风电、储能、氢能以及数据中心液冷热管理相关产品的技术和市场开发、产线布局。公司在风力发电、工程机械、空压机、轨道交通、余热回收等各领域相关产品的销售业绩保持相对稳定，在储能、氢能等新兴领域市场开拓方面实现突破性进展。

图4：公司主要产品

业务分类	产品名称	产品图示	产品介绍
板翅式换热器	风力发电用换热器		风力发电用换热器主要用于冷却风力发电设备的发电机、齿轮箱、液压单元、变压器、变流器等。
	余热回收用换热器		余热回收用换热器主要用于回收废弃能源余热。可应用于工业设备节能、取暖、食品干燥、暖房保温等场合。
	工程机械用换热器		工程机械用换热器主要用于工程机械设备系统。
	轨道交通用换热器		轨道交通用换热器主要用于冷却牵引变压器和变流器。
	空压机用换热器		空压机用换热器主要用于冷却压缩机机头及被压缩后的空气。
	汽车用中冷器		汽车用中冷器是增压系统的一部分。
换热系统	风力发电用换热器		风力发电用换热系统包括换热器单元、风机单元、钣金框架单元等。
	工程机械用换热器		该换热系统主要用于工程机械内的液压系统，其通过风冷的形式对液压油进行循环密闭式冷却，从而保证液压系统的稳定运。
	轨道交通用换热器		换热系统通过自身风机单元对热介质进行强制循环散热，保证轨道交通机车牵引变压器及变流器系统的稳定运行。

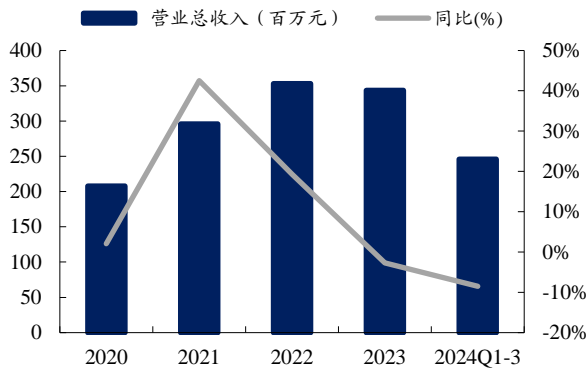
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.5. 上游价格波动致盈利承压，未来有望逐步改善

受上游铝价波动影响盈利有所承压，25年有望恢复增长。2020-2023年，公司营业收入从2.07亿元增长到3.43亿元，年化复合增长率为13.43%。2024Q1-3公司营收2.45亿元，同降8.5%，主要系：1) 锂电建设项目放缓，公司应用于涂布机的产品需求下降；2) 工程机械业务海外客户短期需求减少。盈利方面，2020-2023年，公司归母净利润从3.1亿元增长到6.2亿元，年化复合增长率为18.90%。2024Q1-3，公司归母净利润为0.24亿元，同降55.43%，主要系原材料价格提升致成本增加、国内风电价格竞争激烈及毛利

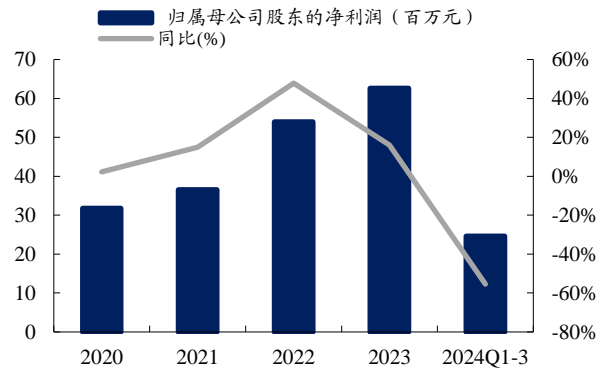
率较高的工程机械和余热回收领域收入有所降低。

图5：2020-2024 年公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

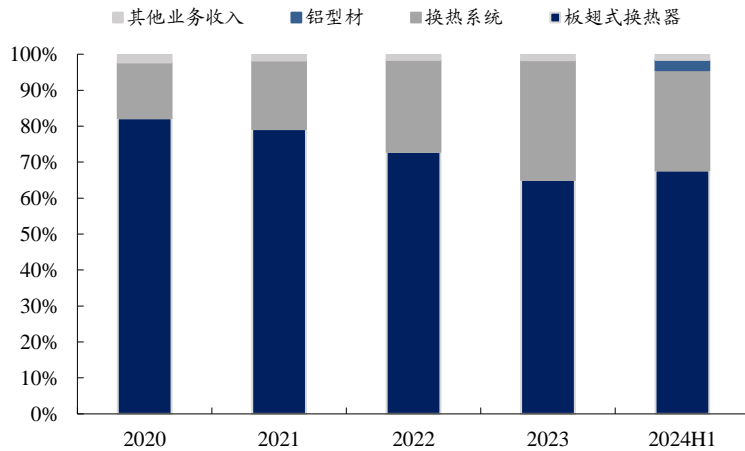
图6：2020-2024 年公司净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司业务以板翅式换热器和换热系统为主。2020-2024 年板翅式换热器营业收入占比均超过 65%，同时公司换热系统营业收入处于增长态势，2023 占比超过 30%，2024H1 略有下降。

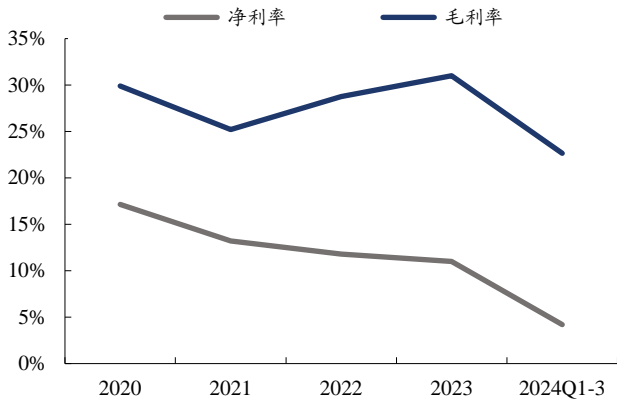
图7：2020-2024 年公司各业务营业收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

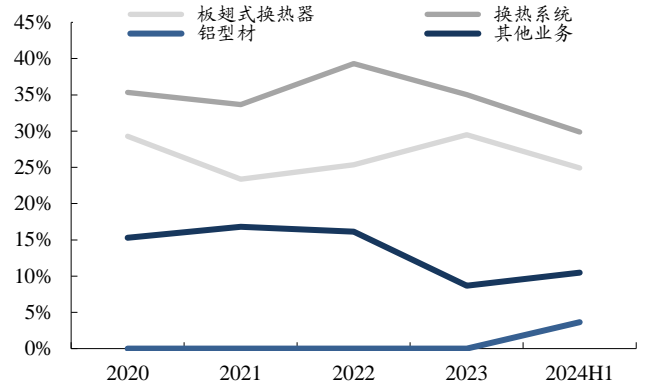
原材料价格波动影响盈利略有下滑。2020-2023 年公司盈利能力较稳定，平均毛利率为 28.25%，平均净利率为 12.75%。2024 年公司盈利能力有所下降，主要原因有：1) 2024 年铝锭价格上涨使得原材料采购成本上升，在较为温和上涨的情况下，公司向下游客户价格传导有较为明显的滞后性；2) 在市场竞争激烈的情况下，国内风电领域销售价格略有下降；3) 毛利较高的工程机械和余热回收领域收入有所下降。

图8: 2020-2024 年公司盈利情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

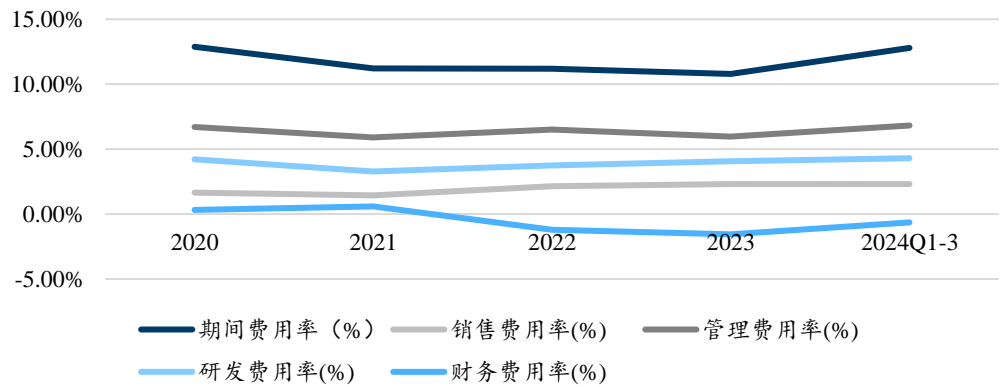
图9: 2020-2024 年公司各业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

费控能力较强, 期间费率基本稳定。公司费用管控水平逐步增强, 销售费用率、财务费用率、期间费用率总体保持稳定, 2020-2024Q1-3 公司期间费用率分别为 12.88%/11.21%/11.19%/10.79%/12.80%。

图10: 控费能力整体增强

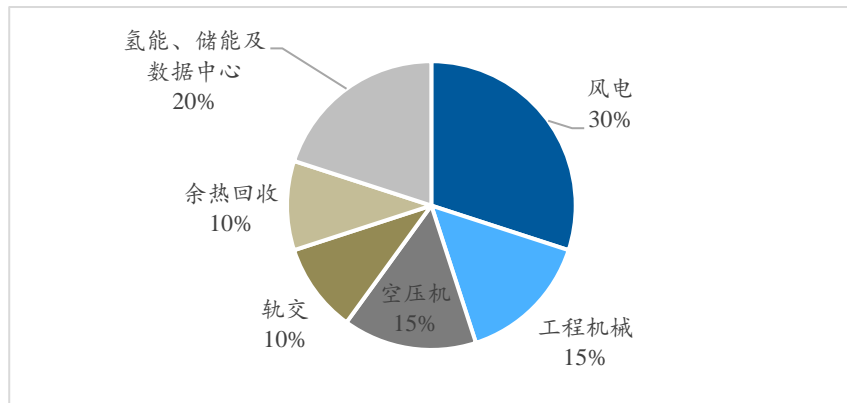


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 业务领域多点开花，下游需求持续高增

公司产品下游应用领域广泛。公司主营业务有板翅式换热器、换热系统、铝型材。板翅式换热器包括风力发电用换热器、余热回收用换热器、工程机械用换热器、轨道交通用换热器、空压机用换热器等，换热系统包括风力发电用换热系统、工程机械用换热系统、轨道交通用换热系统。公司主营业务下游应用领域广泛，主要应用于风力发电、工程机械、空压机、轨道交通、余热回收、数据中心+氢能+储能等领域。

图11: 公司 2024 年各业务占比

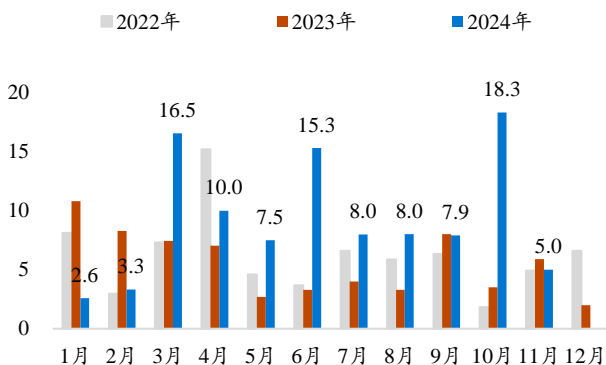


数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

2.1. 陆海风需求共振，2025 年装机需求高增

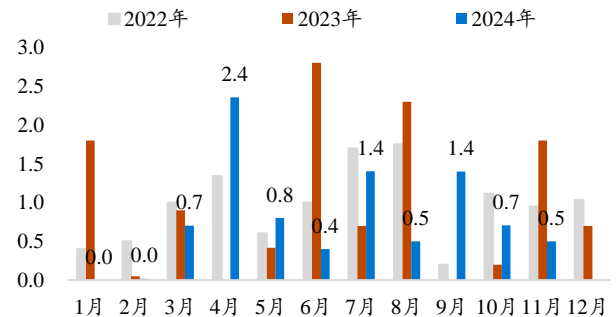
2025 年国内陆海风装机需求持续共振、((海风增长空间。1) 陆风: 2024 年 1-11 月国内陆风招标 100GW, 同比增长 70%, 陆风招标景气度高; 24、25 年装机预期 80、100GW, 25 年景气度高。2) 海风: 24 年 1-11 月海风招标 9GW, 总体景气度低于预期。预计海风 2024 装机 7~8GW、2025 年装机 13~15GW, 分别同增 25%、100%。

图12: 2022-2024 年国内陆风风机招标情况 (GW)



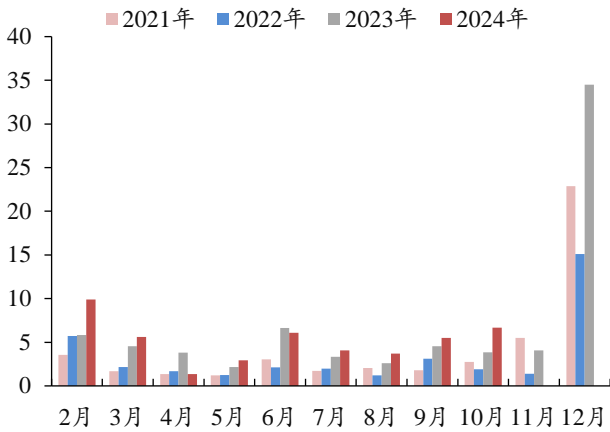
数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

图13: 2022-2024 年国内海风风机招标情况 (GW)



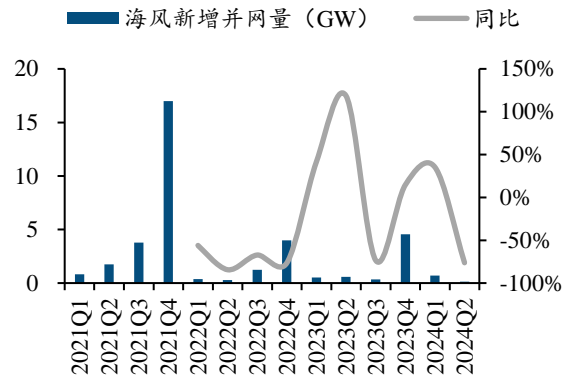
数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

图14: 2021-2024 年国内各月度风电新增装机量 (GW)



数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

图15: 2021-2024 年国内各季度海风新增装机量(GW)



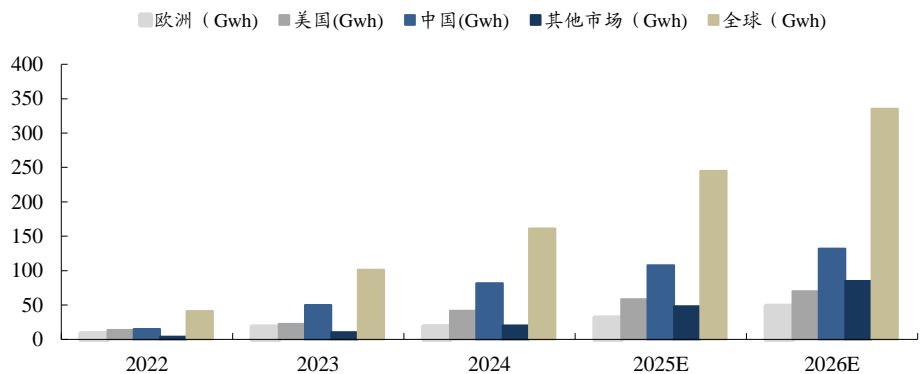
数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所

2025 年公司风电业务有望高增。公司 2008 年开始进入风电领域, 截至目前已深耕该领域十几年, 公司在风电领域的主要客户为高澜股份、川润股份、维谛技术、金风科技等国内外风电领域知名企业, 主要配合给风机厂做电力电子配套, 随风电需求提升, 公司 2025 年有望受益高增。

2.2. 全球储能多点开花, 市场需求持续高增

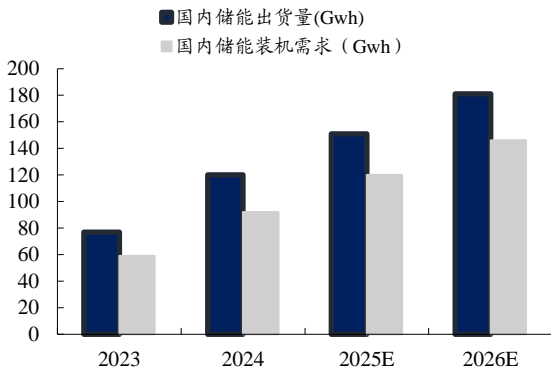
全球储能市场多地开花, 储能需求高增。全球新增储能装机需求从 2022 年的 41Gwh 增长到 2024 年的 161Gwh, 年化复合增长率为 57.44%, 我们预计 2025/2026 年全球新增储能将达到 245/335Gwh, 同增 52%/37%, 主要系中美大储市场贡献主要增量, 同时欧洲、澳大利亚、中东、印度等地大储需求均开始爆发起量。

图16: 2022-2026 全球新增储能情况



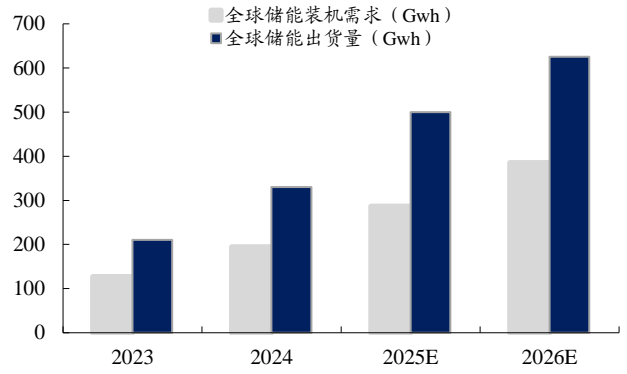
数据来源: CNESA、SPE、EIA, 东吴证券研究所预测

图17: 2023-2026 年国内储能需求情况



数据来源: CNESA、SPE、EIA, 东吴证券研究所预测

图18: 2023-2026 年全球储能需求情况

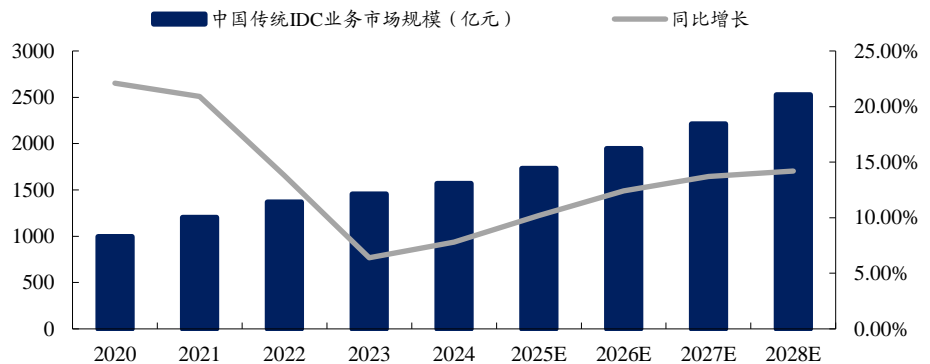


数据来源: CNESA、SPE、EIA, 东吴证券研究所预测

2.3. AI 发展推动数据中心需求持续高增

数据中心业务中国市场规模持续扩大, 有望在 28 年突破 2500 亿元。2023 年中国整体 IDC 业务市场规模为 5078.3 亿元, 较 2022 年增长 2.56%, 其中传统 IDC 业务市场规模为 1456.4 亿元, 同比增长 6.4%。随着公有云行业客户结构优化, 传统行业客户占比提升, 消费互联网业务持续发展, 传统行业数智化转型加快, 市场需求将持续增长; 同时, 随着 AI、大数据等新型技术发展, AI 应用开发以及元宇宙等业务创新推进, 将激发大量新的 IDC 需求, 中国传统 IDC 业务市场有望快速发展。科智咨询预计到 2028 年, 中国传统 IDC 市场规模将超 2500 亿元, 2024-2028 年复合增长率达 12.6%。

图19: 2020-2028 年中国传统 IDC 市场规模

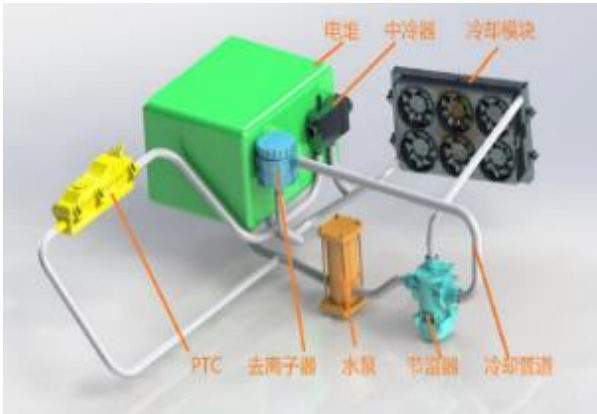


数据来源: 科智咨询, 东吴证券研究所

2.4. 氢能市场规模持续增长

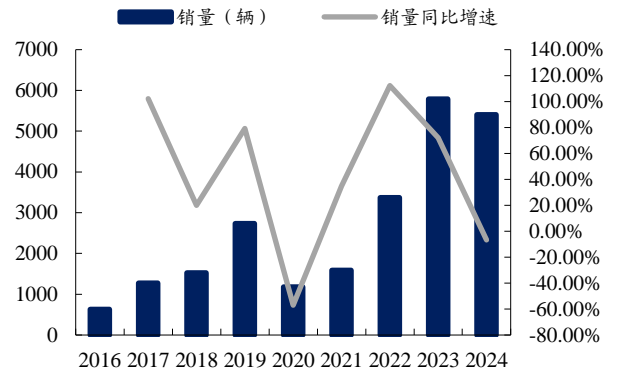
氢燃料汽车产销量有望稳健增长, 公司氢能业务持续提升。公司作为热管理配套供应企业, 主要进行氢能源燃料电池相关中冷器、水冷散热系统等相关产品的开发。中国汽车工业协会数据显示, 2024 年我国氢燃料汽车销售量为 5405 辆, 同比略有下滑, 往未来展望, 随着氢能成本下行, 氢燃料汽车需求有望呈现持续增长趋势。

图20: 氢燃料电池热管理系统图



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图21: 中国氢燃料汽车销量及增速情况

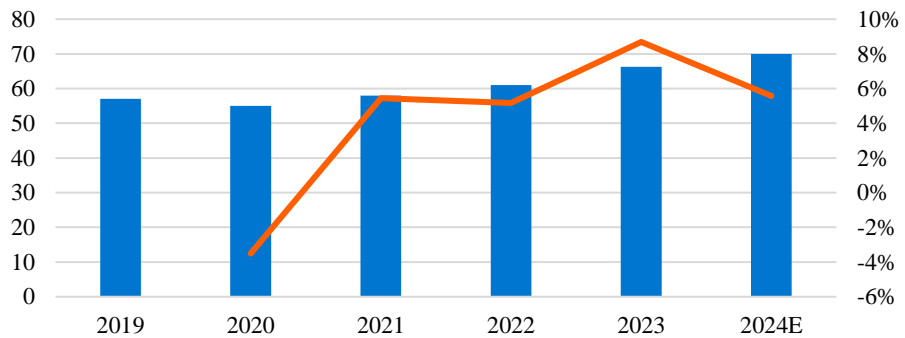


数据来源: 中国汽车工业协会, 东吴证券研究所

2.5. 空压机、工程机械、轨交等需求稳健增长

空压机需求稳健增长。空压机可分为三种常见机型: 活塞式空压机、离心式空压机、螺杆式空压机。螺杆式空压机是通过咬合衔接紧凑的槽道压缩气体, 具备高效节能、噪声低、维护简单以及环境适应性强等诸多特点。在国家大力提倡节能降耗、低碳节能的背景下, 螺杆压缩机行业受到政策的积极扶持, 在一些领域有逐步替代传统活塞式和离心式压缩机的市场发展趋势。我国螺杆式空压机需求持续稳健增长, 2024 年我国螺杆式空压机产量约 70 万台, 同增约 6%, 展望未来空压机需求有望持续稳健提升。

图22: 2019-2024 年我国螺杆式空压机产量及增速 (万台)

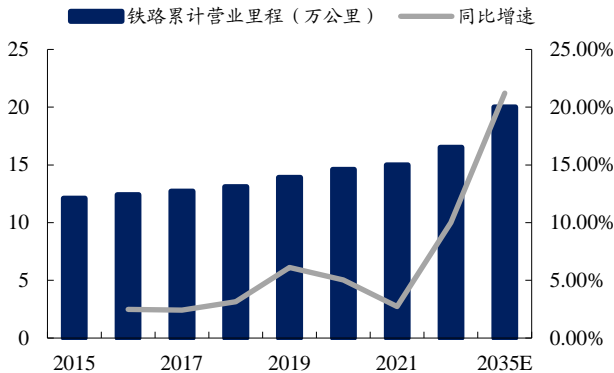


数据来源: 共研产业咨询, 东吴证券研究所

轨道交通市场规模持续扩大。近年来, 我国铁路、高铁运营里程不断增加, 按照《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》, 预计 2025 年底, 全国铁路营业里程将达 16.5 万公里左右, 其中高铁 5 万公里左右。到 2035 年, 全国铁路网 20 万公里左右, 其中高铁 7 万公里左右。在轨道交通领域中, 板翅式换热器主要用作散热器, 用于轨道交通机车上的变压器、变流器等设备或装置的散热。随着未来轨道交通市场需求量的稳定增长,

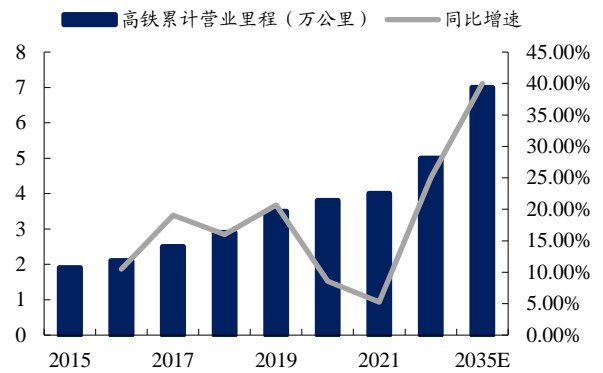
轨道交通细分领域板翅式换热器和换热系统产品市场空间广阔。

图23: 2015-2035年中国铁路累计营业里程



数据来源: 交通运输部, 东吴证券研究所

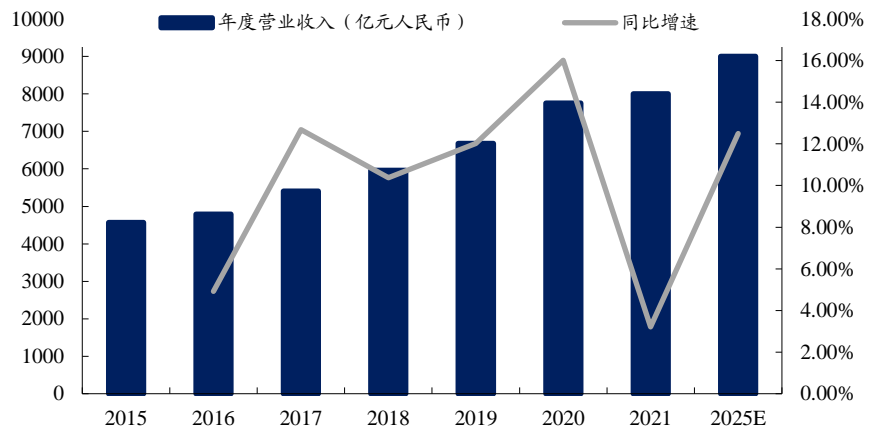
图24: 2015-2035年中国高铁累计营业里程



数据来源: 交通运输部, 东吴证券研究所

技术进步促进工程机械行业市场规模扩大。2015年我国工程机械行业收入4750亿元，2025年预测为9000亿元，年化复合增长率为6.71%。我国工程机械行业新技术、新材料、新工法应用不断取得新成果，有力推动了技术创新和产业升级；工程机械应用领域需求不断升级，机器换人方兴未艾；智能化、数字化、网络化、轻量化赋能工程机械不断拓展应用领域；工程机械市场仍处于上升期，存量更新和新增需求并重，工程机械仍有较大发展空间。在工程机械领域中，板翅式换热器主要用作散热器，用于动力系统和液压系统的散热。随着工程机械行业的市场规模不断扩大，公司有望受益持续增长。

图25: 2015-2025年我国工程机械行业收入



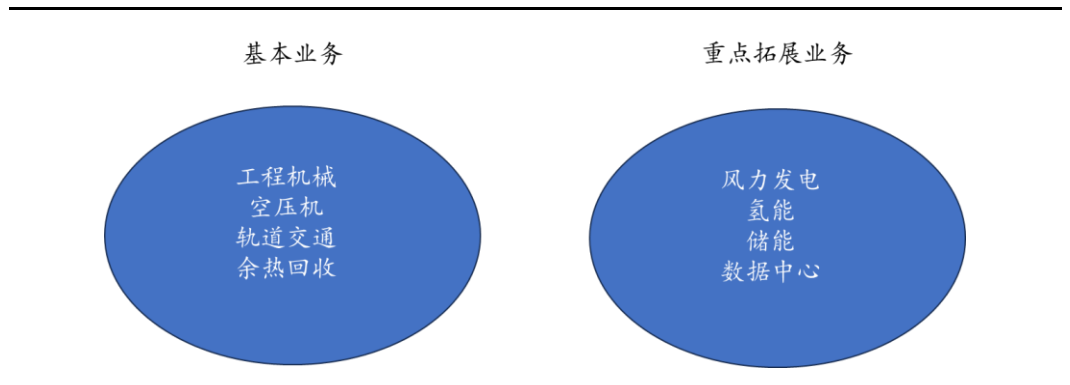
数据来源: 工程机械行业“十四五”发展规划, 东吴证券研究所

3. 拓展产业链上下游，多元化+集成化拓展新增长极

3.1. 业务布局多元化，提升产品集成化

拓展风储氢、数据中心等业务，公司布局多元化，加强产品集成化助力价值提升及壁垒构建。公司在继续巩固成熟市场业务、满足产品技术升级需求的基础上，进一步落实领域多元，加大风电领域拓展，同时新增储能、氢能以及数据中心液冷热管理相关产品的技术和市场开发、产线布局。2025年风电、储能、数据中心及氢能等业务有望实现较高增长助力公司业绩成长。同时公司强调提升总成（系统）类产品的集成度，产品会从换热器单元向不同集成度的热管理系统方向延伸，以增加单位价值和提高技术壁垒。

图26：公司业务布局情况

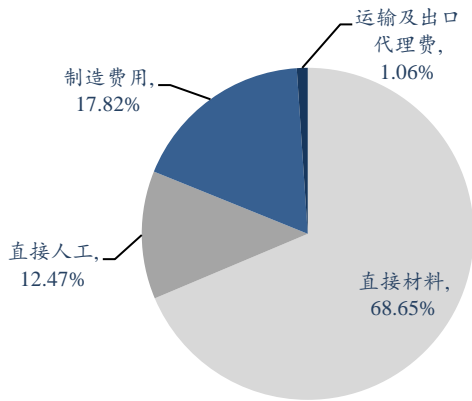


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 收购钜丰铝业，产业链上游延伸加强供应链优势

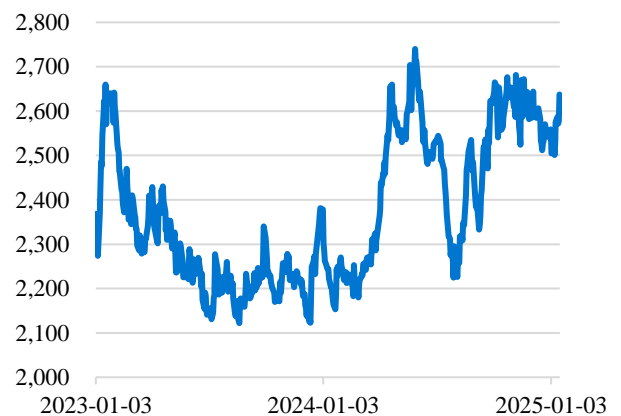
收购钜丰铝业，加强公司原材料供应优势。2023年12月方盛股份增资获得无锡钜丰铝业科技有限公司控制权。本次收购有助于公司往上游产业链进行延伸、加强原材料供应链与生产的相互协同；另外未来伴随公司在新领域新产品开发进程，钜丰铝业作为控股子公司可以涉足相关铝材产品的进一步开发、制作和销售，争取更多的市场份额。

图27：2022年公司主营业务成本拆分



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图28：2022年至今铝价走势（美元/吨）

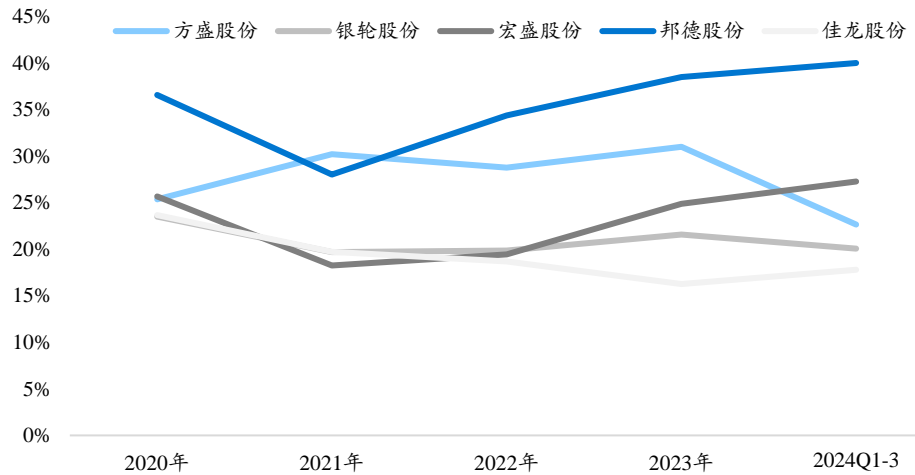


数据来源：iFinD，东吴证券研究所

3.3. 盈利优于同业，募资扩产助力公司成长

公司毛利率居同行业前列，募资扩产助力业绩成长。与可比公司相比，公司毛利率处于同业前列，略低于邦德股份，主要系邦德股份主要以外销为主且面向汽车售后市场的用户，具有较高的议价空间。此外，公司上市募资扩产 20 万台产能、满足市场对高效换热系统的需求，推动产品技术创新，拓展产品应用领域，提升公司的市场竞争力和盈利能力。

图29：公司及同业可比公司毛利率对比



数据来源：ifind，东吴证券研究所

图30：公司上市募资扩产

募集资金用途	具体内容	募资金额	预计达到可使用时间
年产20万台节能高效换热系统及换热器生产基地建设项目	8000套电力电子换热系统	1.28亿元	2025
	5000套液压润滑换热系统		
48000套液冷板			
140000台换热器			
研发中心建设项目		0.15亿元	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利拆分

板翅式换热器：我们预计 2024-2026 年公司板翅式换热器业务持续高增，营收增速为 0%/30%/30%，毛利率略有提升并维持稳定，我们预计 2024 毛利率为 23%，2025-2026 预计为 24%/25%。

换热系统：我们预计 2024-2026 年营收增速增长为 0%/30%/30%，毛利率稳健增长为 27%/28%/29%。

其他业务：我们预计 2024-2026 年营收增速为 100%/50%/40%，毛利率稳定增长为 5%/5%/5%。

公司整体我们预计 2024-2026 年实现营收 3.49/4.56/5.94 亿元，同增 2%/31%/30%，毛利率为 23.73%/24.60%/25.50%。

图31：方盛股份盈利拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收（亿元）	2.96	3.53	3.43	3.49	4.56	5.94
总成本（亿元）	2.21	2.51	2.37	2.66	3.44	4.43
毛利率	25.21%	28.77%	31.00%	23.73%	24.60%	25.50%
板翅式换热器						
营收（亿元）	2.34	2.57	2.23	2.23	2.90	3.77
yoy		9.83%	-13.17%	0.00%	30.00%	30.00%
成本（亿元）	1.79	1.92	1.57	1.72	2.21	2.83
毛利率	23.37%	25.36%	29.50%	23%	24%	25%
换热设备						
营收（亿元）	0.56	0.90	1.14	1.14	1.49	1.93
yoy		60.00%	27.07%	0.00%	30.00%	30.00%
成本（亿元）	0.37	0.55	0.74	0.84	1.07	1.37
毛利率	33.68%	39.31%	35.03%	27%	28%	29%
其他						
营收（亿元）	0.05	0.06	0.06	0.11	0.17	0.24
yoy		5.96%	-0.88%	100.00%	50.00%	40.00%
成本（亿元）	0.04	0.05	0.05	0.11	0.16	0.23
毛利率	16.80%	16.13%	8.68%	5%	5%	5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测及投资评级

首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 0.35/0.50/0.70 亿元，同比-44.6%/44.7%/40.4%，2023 年及 2024 年 TTM 对应 PE 为 26/65

倍，可比公司我们选取同样制作板翅式换热器的宏盛股份作为可比公司，可比公司对应 PE 为 34/38 倍，考虑公司 2024 年业绩受原材料波动影响下滑，PE (TTM) 偏高，但 2025 风电业务营收有望持续高增长，新兴业务储能、氢能、数据中心等领域持续起量爆发，业绩有望触底回升，因此给予“增持”评级。

图32: 可比公司估值 (截至 2025 年 1 月 21 日)

代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)		PE	
			2023	TTM	2023	TTM
603090.SH	宏盛股份	18	0.54	0.48	34	38
832662.BJ	方盛股份	16	0.63	0.25	26	65

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

1) **行业竞争加剧**: 板翅式换热器和换热设备行业若需求旺盛, 友商纷纷加大产能扩张加速抢占客户, 行业竞争将进一步加剧, 或影响行业盈利水平, 对公司产生不利影响。

2) **需求不及预期**: 若国内外板翅式换热器和换热系统需求增长不及预期, 公司业绩增速或将放缓。

3) **原材料价格剧烈波动**: 换热设备行业主要原材料为铝, 若铝价格仍剧烈波动, 大幅上涨则将影响公司成本, 造成盈利下滑。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	397	370	448	556	营业总收入	343	349	456	594
货币资金及交易性金融资产	199	200	226	266	营业成本(含金融类)	237	266	344	443
经营性应收款项	166	137	179	234	税金及附加	3	2	3	4
存货	31	32	42	54	销售费用	8	8	10	12
合同资产	0	0	0	0	管理费用	21	24	30	37
其他流动资产	1	1	1	2	研发费用	14	15	19	24
非流动资产	185	236	305	293	财务费用	(5)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	2	3	4
固定资产及使用权资产	90	134	179	201	投资净收益	2	2	3	4
在建工程	67	76	82	49	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	24	23	21	20	减值损失	(3)	(2)	(2)	(2)
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	70	38	56	80
其他非流动资产	2	2	22	22	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	582	606	753	849	利润总额	72	38	56	80
流动负债	121	108	203	225	减:所得税	9	3	6	10
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	1	64	46	净利润	63	35	50	71
经营性应付款项	87	80	104	133	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	14	8	10	13	归属母公司净利润	63	35	50	70
其他流动负债	18	19	25	33	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.72	0.40	0.57	0.80
非流动负债	16	16	16	16	EBIT	61	34	51	74
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	72	43	62	86
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.00	23.73	24.60	25.50
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	18.23	9.93	11.00	11.85
其他非流动负债	6	6	6	6	收入增长率(%)	(2.71)	1.65	30.65	30.37
负债合计	136	124	219	241	归母净利润增长率(%)	16.01	(44.63)	44.68	40.44
归属母公司股东权益	443	480	532	604					
少数股东权益	2	2	3	3					
所有者权益合计	445	482	535	607					
负债和股东权益	582	606	753	849					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(7)	58	40	55	每股净资产(元)	5.06	5.48	6.08	6.90
投资活动现金流	(105)	(23)	(78)	3	最新发行在外股份(百万股)	88	88	88	88
筹资活动现金流	(27)	(2)	61	(20)	ROIC(%)	12.34	6.58	8.31	10.22
现金净增加额	(137)	36	26	40	ROE-摊薄(%)	14.13	7.23	9.43	11.66
折旧和摊销	11	9	11	13	资产负债率(%)	23.44	20.43	29.02	28.42
资本开支	(50)	(61)	(81)	(1)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.11	47.15	32.59	23.20
营运资本变动	(77)	14	(23)	(29)	P/B (现价)	3.69	3.41	3.07	2.70

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。

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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>