

英维克（002837.SZ）

发布新一期股权激励，持续完善激励体系

增持

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 通信 · 通信设备

◆ 投资评级：增持（维持评级）

证券分析师： 马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 执证编码：S0980518100002
联系人： 钱嘉隆 021-60375445 qianjialong@guosen.com.cn

事项：

公司发布 2024 年股票期权激励计划(草案)公告。本激励计划拟向激励对象授予的股票期权数量总计为 916 万份，激励对象为公告本激励计划草案时在公司（含下属子公司、分公司）任职的核心管理人员、核心技术（业务）人员等共 305 人，股票期权行权价格为 19.61 元/股。公司层面业绩考核目标为以 2023 年净利润为基数，2024-2026 年净利润增长率分别不低于 15%/32%/52%，对应净利润复合增速为 15%。

国信通信观点：考虑到股权激励费用影响，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别由 4.0/5.9/7.4 亿元下调至 3.9/5.2/6.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.68/0.92/1.20 元，当前股价对应 PE 37/27/21x。公司持续完善机房温控、储能温控和电子散热领域布局，液冷技术布局领先，此次股权激励加强公司员工团队凝聚力，持续看好公司长期成长性，维持“增持”评级。

评论：

◆ 发布股权激励计划，增强团队积极性

公司发布 2024 年股票期权激励计划(草案)。本次激励计划主要面向核心管理人员、核心技术（业务）人员等共 305 人。本次激励计划拟授予激励对象 916 万份股票期权，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.61%。股票期权的行权价格为 19.61 元/股。继 2022 年股票期权激励计划后，公司发布新一期股权激励，持续完善核心管理人员及核心技术（业务）人员的激励体系。

表1：激励对象名单及拟授予限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占本计划授予总数的比例	占目前总股本的比例
核心管理人员、核心技术（业务）人员（305 人）		916	100.00%	1.61%
合计		916	100.00%	1.61%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

本次激励计划授予的股票期权行权对应的考核年度为 2024 年-2026 年三个会计年度，业绩考核目标分别为以 2023 年净利润为基数，2024-2026 年净利润增长率分别不低于 15%/32%/52%，对应复合增长率约 15%。公司激励计划业绩考核目标设置合理，授予目标有望充分获得激励，进一步调动团队积极性。

表2：行权期对应考核年度业绩目标

行权期	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	10%	以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 15%；
第二个行权期	50%	以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 32%；
第三个行权期	40%	以 2023 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 52%。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权激励费用方面，假设公司 2024 年 2 月初授予激励对象股票期权，本次股权激励需摊销的总费用为 6424.8 万元，对应 2024-2027 年摊销费用分别为 2761.7 万元/2522.4 万元/1062.9 万元/77.9 万元。

表3: 股权激励费用摊销情况 (万元)

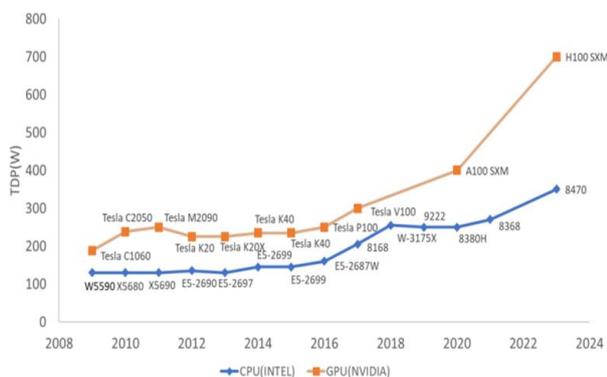
授予的股票期权数量 (万份)	2024	2025	2026	2027	需摊销的总费用 (万元)
916	2761.66	2522.36	1062.94	77.86	6424.82

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 液冷有望成为算力中心标配, 国产算力率先推进

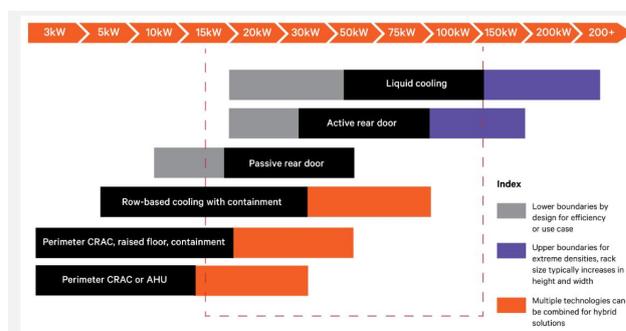
液冷技术有望成为智算中心主流。随着 AI 计算、HPC 计算等高性能计算需求不断提升, CPU、GPU 等计算芯片朝高算力、高集成方向演进, 同时也导致单颗计算芯片功耗的大幅提升。当前, Intel 的多款 CPU 芯片的 TDP 已突破 350W, Nvidia 的 H100 系列 GPU 芯片的 TDP 更高达 700W。CPU/GPU 等计算芯片在通用服务器功耗中占比约为 50%左右, 而在 AI 服务器中, 计算芯片的功耗占比高达 80%以上, 因此计算芯片高功耗造成单服务器功耗显著提高。

图1: CPU/GPU TDP 变化趋势



资料来源: Intel、Nvidia 官网, 国信证券经济研究所整理

图2: 单机柜功率密度与冷却方式演变



资料来源: Vertiv 官网, 国信证券经济研究所整理

2024 年国内液冷应用有望加速: 一方面, 运营商白皮书加速液冷应用, 2024 年开展规模测试。此前, 三大运营商联合发布《电信运营商液冷技术白皮书》, 加速液冷应用。根据《白皮书》规划, 2023 年运营商开展技术验证, 充分验证液冷技术性能, 降低 PUE, 储备规划、建设与维护等技术能力; 2024 年开展规模测试 (新建数据中心项目 10%规模试点应用液冷技术; 至 2025 年, 开展规模应用, 50%以上数据中心项目应用液冷技术。

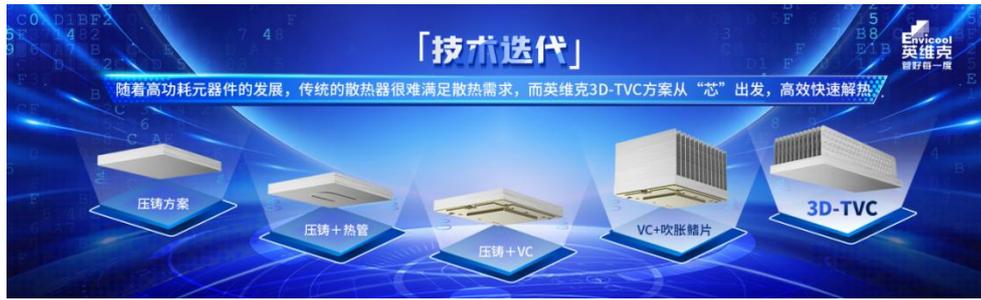
图3: 运营商液冷应用规划



资料来源: 三大运营商《电信运营商液冷技术白皮书》, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 国产算力中, 昇腾系液冷应用有望加速。英伟达 GPU 目前仍不需要标配液冷散热, 目前风冷、液冷应用共存; 而华为昇腾系旗舰产品由于制程等因素限制, 服务器热密度更高, 为满足 PUE 要求, 昇腾

图7: 英维克 3D-TVC 零功耗相变液冷方案



资料来源: 英维克, 国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

机房温控产品:

考虑到后续 AI 等应用加速发展, 液冷技术应用有望加速。例如据科智咨询报告, 2023 年中国液冷数据中心市场将迎来 53.2% 的高速增长, 未来五年复合增速达到 59%, 基于此, 维持此前收入增速假设, 即 2023-2025 年收入增速分别为 13%/25%/15%。

毛利率方面, 维持此前 2023-2025 年 29%/29%/29% 的假设。

机柜温控产品:

由于整体储能市场实际落地进度以及部分价格竞争因素, 下调此前公司机柜温控产品业绩预测, 假设 2023-2025 年公司机柜温控产品收入增速由 72%/59%/45% 下调至 65%/50%/45%。

毛利率方面维持此前 2023-2025 年 33%/33%/32% 的假设。

客车空调和轨道交通列车空调及服务:

维持此前判断趋势, 预计公司业务后续略有衰退或持平, 毛利率假设维持平稳。

费用率方面, 由于公司推出新一期股权激励计划, 2024-2025 年预估新增费用 2761.7 万元和 2522.4 万元, 基于此, 上调 2024-2025 年管理费用率假设, 由 4.4%/4.3% 提升至 4.8%/4.5%, 维持此前销售费用率和研发费用率假设。

表4: 英维克业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
机房温控节能产品					
收入 (亿元)	1,198	1,441	1,628	2,035	2,341
增速	38%	20%	13%	25%	15%
毛利率	23%	26%	29%	29%	29%
机柜温控节能产品					
收入 (亿元)	663	1,102	1,817	2,734	3,956
增速	75%	66%	65%	50%	45%
毛利率	33%	32%	33%	33%	32%
轨道交通列车空调及服务					
收入 (亿元)	184	142	130	129	128
增速	-36%	-23%	-8%	-1%	-1%
毛利率	39%	35%	35%	35%	35%
客车空调					
收入 (亿元)	85	68	63	62	61
增速	-10%	-20%	-8%	-1%	-1%
毛利率	38%	36%	35%	32%	32%
其他					
收入 (亿元)	97	171	172.60	174.33	176.07
增速	26%	75%	1%	1%	1%
毛利率	51%	60%	60%	60%	60%
总营收 (亿元)	2,228	2,923	3,811	5,135	6,662
增速	31%	31%	30%	35%	30%
毛利率	29%	31%	32%	32%	31%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理和预测

综上所述,预计未来3年营收分别为38/51/67亿元,同比+30%/35%/30%;实现归母净利润3.9/5.2/6.8亿元,同比+38%/35%/30%。

◆ 投资建议

考虑到股权激励费用影响,下调公司盈利预测,预计2023-2025年归母净利润分别由4.0/5.9/7.4亿元下调至3.9/5.2/6.8亿元,对应EPS分别为0.68/0.92/1.20元,当前股价对应PE 37/27/21x。公司持续完善机房温控、储能温控和电子散热领域布局,液冷技术布局领先,此次股权激励加强公司员工团队凝聚力,持续看好公司长期成长性,维持“增持”评级。

表5: 同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (1月15日)	EPS (元)			PE			PB 2023E	总市值 (亿元)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
002837.SZ	英维克	增持	25.11	0.68	0.92	1.20	36.7	27.2	21.0	5.9	142
301018.SZ	申菱环境	买入	23.57	0.86	1.19	1.55	27.4	19.8	15.2	2.8	63
300990.SZ	同飞股份	无评级	41.26	1.31	1.97	2.78	31.4	21.0	14.8	4.0	70
300499.SZ	高澜股份	无评级	13.19	0.12	0.58	1.02	107.3	22.9	12.9	2.7	40
	平均						55.4	21.2	14.3	3.2	

资料来源:Wind,国信证券经济研究所整理和预测;申菱环境、同飞股份、高澜股份采用Wind一致预期数据

◆ 风险提示

数据中心液冷应用不及预期;电子散热布局不及预期;市场竞争加剧风险。

相关研究报告：

- 《英维克（002837.SZ）-三季度净利润增长 83%，盈利能力提升》——2023-10-22
- 《英维克（002837.SZ）-盈利能力提升，液冷技术加速导入》——2023-08-23
- 《英维克（002837.SZ）-一季度业绩较快增长，毛利率持续改善》——2023-04-28
- 《英维克（002837.SZ）-22 年经营业绩亮眼，算力及储能散热高速增长》——2023-04-11
- 《英维克（002837.SZ）-发布专用液冷工质，深化液冷全链条布局》——2023-04-04

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	574	666	568	650	650	营业收入	2228	2923	3811	5135	6662
应收款项	1226	1586	1983	2761	3554	营业成本	1574	2052	2578	3474	4564
存货净额	400	439	753	883	1161	营业税金及附加	13	16	25	33	43
其他流动资产	237	423	566	684	947	销售费用	174	212	286	370	470
流动资产合计	2712	3286	4042	5178	6512	管理费用	87	115	171	250	303
固定资产	269	292	289	287	295	研发费用	150	196	272	359	463
无形资产及其他	85	82	80	77	75	财务费用	27	2	13	21	29
投资性房地产	391	383	383	383	383	投资收益	0	4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	6	(21)	(15)	(15)	0
资产总计	3456	4042	4793	5925	7264	其他收入	(141)	(190)	(272)	(359)	(463)
短期借款及交易性金融负债	601	536	600	879	1008	营业利润	218	318	451	613	790
应付款项	663	934	1241	1577	2123	营业外净收支	1	2	0	(3)	0
其他流动负债	248	321	422	560	733	利润总额	219	320	451	610	790
流动负债合计	1512	1792	2263	3016	3864	所得税费用	21	43	68	91	119
长期借款及应付债券	0	49	49	49	49	少数股东损益	(6)	(3)	(4)	(6)	(8)
其他长期负债	94	93	93	93	93	归属于母公司净利润	205	280	388	524	680
长期负债合计	94	142	142	142	142	现金流量表（百万元）					
负债合计	1605	1934	2405	3158	4006	净利润	205	280	388	524	680
少数股东权益	(6)	(9)	(12)	(16)	(21)	资产减值准备	2	35	3	(1)	1
股东权益	1857	2117	2400	2783	3278	折旧摊销	26	28	38	42	45
负债和股东权益总计	3456	4042	4793	5925	7264	公允价值变动损失	(6)	21	15	15	0
关键财务与估值指标						财务费用	27	2	13	21	29
每股收益	0.61	0.64	0.68	0.92	1.20	营运资本变动	(192)	(197)	(444)	(553)	(614)
每股红利	0.25	0.17	0.18	0.25	0.32	其它	(6)	(37)	(6)	(3)	(7)
每股净资产	5.55	4.87	4.23	4.90	5.78	经营活动现金流	30	129	(6)	24	106
ROIC	9.57%	12.29%	15%	17%	18%	资本开支	0	(62)	(51)	(51)	(51)
ROE	11.04%	13.24%	16%	19%	21%	其它投资现金流	(103)	103	0	(28)	0
毛利率	29%	30%	32%	32%	31%	投资活动现金流	(103)	41	(51)	(79)	(51)
EBIT Margin	10%	11%	13%	13%	12%	权益性融资	(3)	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	12%	14%	13%	13%	负债净变化	(48)	49	0	0	0
收入增长	31%	31%	30%	35%	30%	支付股利、利息	(82)	(76)	(105)	(142)	(184)
净利润增长率	13%	37%	38%	35%	30%	其它融资现金流	476	(25)	64	279	129
资产负债率	46%	48%	50%	53%	55%	融资活动现金流	212	(79)	(41)	137	(55)
股息率	0.8%	0.7%	1.0%	1.3%	1.7%	现金净变动	139	92	(98)	82	0
P/E	40.9	38.9	36.7	27.2	21.0	货币资金的期初余额	436	574	666	568	650
P/B	4.5	5.2	5.9	5.1	4.3	货币资金的期末余额	574	666	568	650	650
EV/EBITDA	39.1	35.7	32.2	25.2	21.1	企业自由现金流	0	56	(50)	(11)	76
						权益自由现金流	0	80	3	250	181

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032