



同飞股份 (300990.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

储能温控业务快速发展，数据中心温控业务未来可期

投资逻辑：

公司是国内领先的工业温控综合解决方案服务商，下游应用场景主要为数控机床与激光设备、半导体制造设备、电力电子装置、储能系统、氢能装备、数据中心等领域。

乘行业东风储能温控业务快速发展：中研世纪预计到2027年中国储能温控市场规模将达到186.3亿元。GGII预测2025年液冷市场占比将达到45%左右。公司自2021年拓展储能温控业务以来，收入快速增长。2022年公司储能温控领域的营业收入约为1.58亿元，2023年已增长至9.04亿元，增速达472%。目前公司瞄准头部客户和腰部客户，主要供应液冷产品，已拓展宁德时代、阳光电源、中国中车、中创新航等业内优质客户。公司已取得头部优势，未来伴随行业高增，公司该部分业务有望持续快速发展。

数据中心温控业务未来可期：AI行业快速发展加速数据中心液冷时代来临。科智咨询预计到2027年中国液冷数据中心市场规模有望达到1020亿元。目前公司正积极拓展数据中心温控业务，已开发了液冷CDU、冷冻水机组、风水换热器等产品。自主研制的板式液冷及浸没式液冷全链条解决方案综合PUE可达1.04。2023年公司完成了从0到1的拓展阶段，2024年有望开始贡献收入。数据中心业务未来有望接力储能业务，成为公司第二增长引擎。

业绩快速增长，客户资源优质：公司正处于快速发展时期，营业收入从2019年的4.19亿元提升至2022年的10.08亿元，CAGR为33.99%。2023年受益于储能温控放量，业绩进一步提升，营业收入同比增长83.13%达18.45亿元。未来随着储能温控行业持续发展、公司龙头地位稳固、数据中心温控业务逐步放量，公司有望持续快速发展，未来空间广阔。此外，经过多年实践，公司已拥有优质的客户资源。下游客户具有领先的市场地位和较高的市场占有率。供货国际/国内头部企业奠定了公司自身较优的市场地位。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为25.73/33.60/43.31亿元，同比增长39.4%/30.6%/28.9%；预计归母净利润分别为2.63/3.48/4.42亿元，同比增长44.5%/32.2%/27.0%；对应EPS分别为1.56/2.07/2.63元。我们给予公司2024年24倍PE，目标价为37.44元。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

大额解禁、市场竞争加剧、AI服务器需求不及预期、锂电池价格下跌的风险。

国金证券研究所

分析师：张真桢 (执业S1130524060002)

zhangzhenzhen@gjzq.com.cn

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：路璐 (执业S1130524050002)

lul@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：31.83元

目标价 (人民币)：37.44元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,008	1,845	2,573	3,360	4,331
营业收入增长率	21.48%	83.13%	39.43%	30.58%	28.92%
归母净利润(百万元)	128	182	263	348	442
归母净利润增长率	6.56%	42.69%	44.47%	32.23%	26.95%
摊薄每股收益(元)	1.366	1.082	1.564	2.068	2.625
每股经营性现金流净额	0.32	0.18	0.95	1.15	1.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.83%	10.34%	13.57%	15.79%	17.25%
P/E	67.28	41.12	20.85	15.76	12.42
P/B	5.27	4.25	2.83	2.49	2.14

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 专注工业温控领域，业绩快速增长.....	4
1.1. 深耕工业温控领域，产品下游应用场景广泛.....	4
1.2. 业绩快速提升，液体恒温设备发展迅猛.....	4
2 液冷在储能温控领域渗透率有望逐渐提升，行业发展空间广阔.....	6
2.1. 理想场景下，预计 2028 年我国新型储能累计装机规模将达到 220.9GW.....	6
2.2. 预计到 2027 年中国储能温控市场规模将达到 186.3 亿元，年复合增长率将超过 30%.....	8
3 预计到 2027 年中国液冷数据中心市场规模有望达到 1020 亿元.....	10
4 温控业务快速发展，客户资源优质.....	12
4.1. 储能温控业务快速发展，数据中心温控业务未来可期.....	12
4.2. 客户资源优质，重视研发投入与创新.....	14
4.3 可比公司情况.....	15
5 盈利预测与估值.....	17
5.1. 盈利预测.....	17
5.2. 相对估值.....	18
6 风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 公司主要产品简介.....	4
图表 2： 2019 年-2024Q1 公司营业收入及增长率.....	5
图表 3： 2019 年-2024Q1 公司归母净利润及增长率.....	5
图表 4： 2019-2023 年公司各产品营业收入（单位：亿元）.....	5
图表 5： 2019-2023 年公司各产品毛利率（单位：%）.....	5
图表 6： 2019 年-2024Q1 公司毛利率与净利率（单位：%）.....	6
图表 7： 2019 年-2024Q1 公司费用率情况（单位：%）.....	6
图表 8： 2019-2023 年公司经营性现金流与净利润情况.....	6
图表 9： 2017-2023 年全球储能市场新增规模.....	7
图表 10： 2019-2023 年中国储能市场新增装机规模.....	7
图表 11： 全球历年储能安全事故次数.....	8
图表 12： 储能温控系统在储能系统中的作用.....	8
图表 13： 储能温控系统技术方案.....	9
图表 14： 中国储能温控市场规模.....	10
图表 15： 《电信运营商液冷技术白皮书》三年愿景.....	10



图表 16:	2021 年中国各密度数据中心结构对比.....	11
图表 17:	2019-2027 年中国液冷数据中心市场规模.....	11
图表 18:	2019-2027 年中国液冷服务器市场规模.....	12
图表 19:	同飞股份新能源储能整机温控产品.....	13
图表 20:	同飞股份数据中心液冷产品配置.....	14
图表 21:	公司部分供应商荣誉.....	15
图表 22:	可比公司营业收入情况.....	16
图表 23:	可比公司营业收入增速情况.....	16
图表 24:	可比公司毛利率情况.....	17
图表 25:	公司 2024-2026 年盈利预测 (单位:百万元).....	18
图表 26:	可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 19 日收盘价).....	19



1 专注工业温控领域，业绩快速增长

1.1. 深耕工业温控领域，产品下游应用场景广泛

同飞股份成立于 2001 年，2021 年 5 月在深圳证券交易所创业板上市。公司自成立以来一直聚焦于工业温控技术创新和专业化发展，致力于为各行业提供专业稳定的温控产品及解决方案。公司的主营业务是工业温控设备的研发、生产和销售，主要产品包括液体恒温设备、电气箱恒温装置、纯水冷却单元和特种换热器四大类。

作为国内领先的工业温控综合解决方案服务商，公司研发创新和技术优势显著，是“国家级专精特新‘小巨人’企业”。公司积累了丰富的工业温控领域客户，并逐渐向半导体、氢能等行业拓展，未来客户覆盖范围有望进一步扩大。公司注重产品质量控制，走精品化产品路线，建立了完善的质量管理体系，制定了涵盖采购、技术研发、生产流程等环节的一系列质量控制制度；同时拥有优秀的供应商体系，以高标准要求选购原材料及部件，生产所用主要原材料及部件大多为同类商品的知名品牌。多方面的优势将有力支撑公司未来持续发展。

股权结构稳定。截至 2024 年 H1，张国山先生和王淑芬女士系夫妻关系；张国山先生、王淑芬女士和张浩雷先生系父母子女关系；张浩雷先生和李丽女士系夫妻关系；张浩雷先生为众和盈的执行事务合伙人。上述境内自然人股东构成一致行动人，持股比例共计 72.7%，股权结构稳定。

深耕工业温控，下游应用场景广泛。公司的主要产品线包括液体恒温设备产品线、电气箱恒温装置产品线、纯水冷却单元产品线、特种换热器产品线。下游应用场景主要为数控机床与激光设备、半导体制造设备、电力电子装置、储能系统、氢能装备、新能源汽车（充换电）、数据中心、工业洗涤设备等领域。其中液体恒温设备和电气箱恒温装置分别为液冷产品与风冷产品，均应用在数控机床、激光设备、储能、半导体领域。纯水冷却单元应用在电力电子领域。

图表1：公司主要产品简介

产品线	主要产品	应用范围
液冷恒温设备	水（油）冷却机、切削液冷却机	数控装备领域，可以用于冷却主轴、电机、液压站、减速箱等部件
	激光水冷却机	冷却激光器、切割头以及激光系统的光学部件等
电气箱恒温装置	电气箱温湿度调节机、电气箱热交换器	CNC 系统电气控制柜、电源柜；通讯、通信设备；程控交换机
	壁挂式、箱内一体式工业空调	储能集装箱、户外电力柜、PCS 等新能源储能领域
纯水冷却单元	纯水冷却单元	新能源发电、交直流输变电、电气传动、油气储运、特种等行业
	不锈钢管换热器	
特种换热器	铜管换热器	工业洗涤剂；可应用于食品、医药、化工、特种机械等特殊场合

来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

1.2. 业绩快速提升，液体恒温设备发展迅猛

2019-2022 年，受下游行业需求复苏影响，公司营业收入保持稳中有升，从 2019 年的 4.19 亿元提升至 2022 年的 10.08 亿元，CAGR 为 33.99%。2023 年，公司下游行业迎来诸多利好的国家政策，市场需求快速增加。公司精准把握机遇，及时针对客户的个性化需求进行研发创新，并持续扩大产能，实现业绩的快速增长。2023 年公司实现营业收入 18.45 亿元，同比增长 83.13%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 42.69%；实现扣非归母净利润 1.7 亿元，同比增长 60.86%。

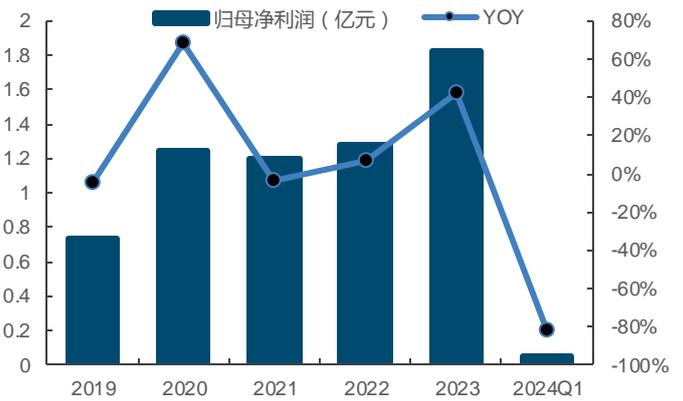
2024 年第一季度，公司实现营业收入 2.74 亿元，同比增长 0.57%；实现归母净利润 514.80 万元，同比下降 81.88%。一季度收入增速放缓主要受项目确认收入节奏影响。一季度利润大幅下滑主要是由于公司不断拓展下游应用市场，员工薪酬增加；积极参加各类专业展会，差旅费用增加；新建储能热管理系统项目陆续投入使用，折旧摊销费用同比增加；产生较大股权激励费用，致使公司销售费用、管理费用、研发费用等期间费用增长较大。



图表2：2019年-2024Q1 公司营业收入及增长率



图表3：2019年-2024Q1 公司归母净利润及增长率



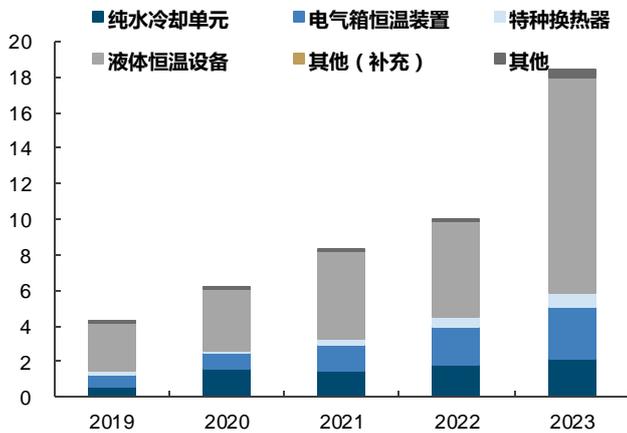
来源：wind, 国金证券研究所

来源：wind, 国金证券研究所

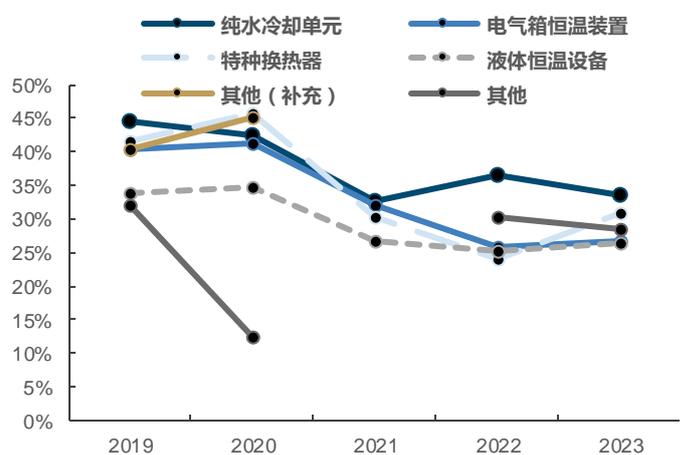
分产品看，公司主营业务分为液冷恒温设备、电气箱恒温装置、纯水冷却单元、特种换热器四大类，其中液体恒温设备一直是营收占比最大的业务。2019-2022年，公司各产品的市场扩张持续推进，各项业务收入均有快速增长：纯水冷却单元从0.62亿元提升至1.81亿元，CARG为42.92%；电气箱恒温装置从0.67亿元提升至2.18亿元，CARG为48.18%；特种换热器从0.19亿元提升至0.51亿元，CARG为38.98%；液体恒温设备从2.65亿元提升至5.39亿元，CARG为26.7%。2023年，公司持续储能温控市场的开拓成果显著，液体恒温设备实现收入12.15亿元，同比增速达125.42%。

2021年，由于原材料价格上涨、新增部分生产人员熟练度较低等因素，公司各业务毛利率均有下滑。2022-2023年，面对全球经济增速趋缓、原材料价格基本处于持续高位波动等挑战，公司灵活调整销售策略，各业务毛利率保持相对稳定。

图表4：2019-2023年公司各产品营业收入（单位：亿元）



图表5：2019-2023年公司各产品毛利率（单位：%）



来源：wind, 国金证券研究所

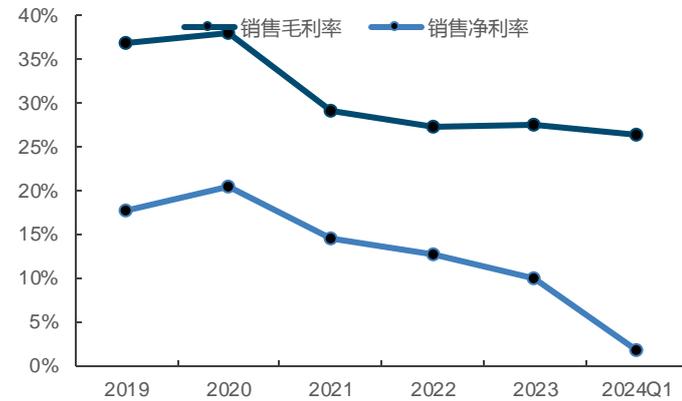
来源：wind, 国金证券研究所

2021年以来，公司面临原材料价格上升、竞争加剧等挑战，同时毛利率相对较低的液体恒温设备业务增速迅猛，收入占比持续提高，使得整体毛利率有所下降；由于公司积极拓展业务板块，相关费用支出增长，净利率有所下滑。2023年公司实现毛利率27.50%，实现净利率9.88%。

2021-2023年，公司积极拓展业务板块，强化新员工培训，加大创新研发投入，积极参加各类国际国内专业展会，深化和完善市场服务体系，叠加股权激励费用摊销等因素，公司管理费用率与研发费用率呈现整体上升趋势。

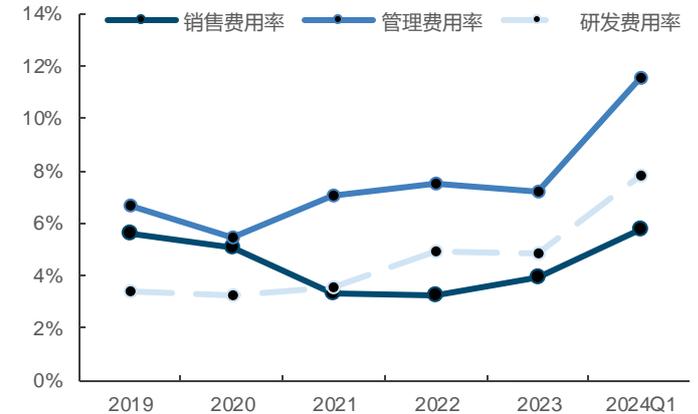


图表6: 2019年-2024Q1 公司毛利率与净利率 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所

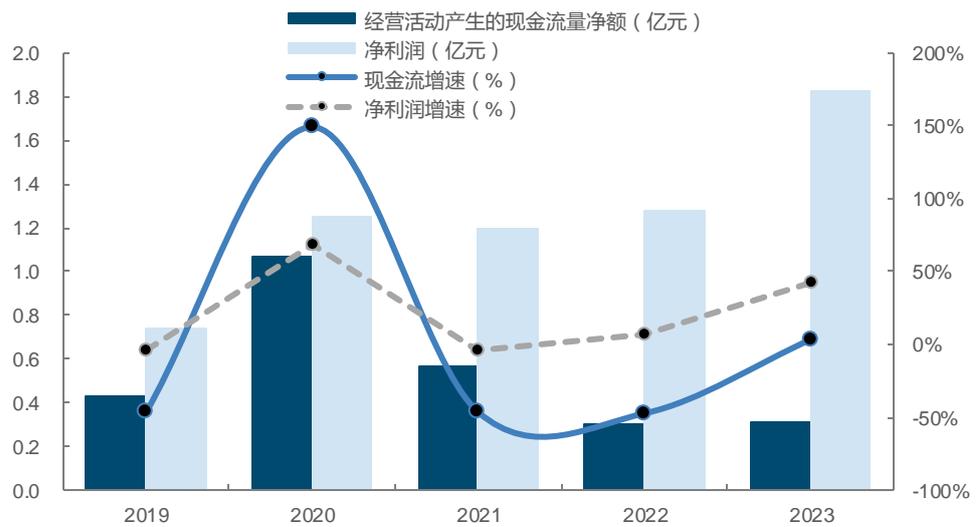
图表7: 2019年-2024Q1 公司费用率情况 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所

2019-2023年, 公司经营活动现金流量净额持续为正, 且保持平稳趋势, 体现了良好的经营质量。公司经营活动产生的现金流净额变化态势与净利润变化态势匹配, 但现金流增速总体略慢于净利润增速, 主要是由于2021年以来新拓展的储能温控等业务应收账款较多。

图表8: 2019-2023 年公司经营现金流与净利润情况



来源: wind, 国金证券研究所

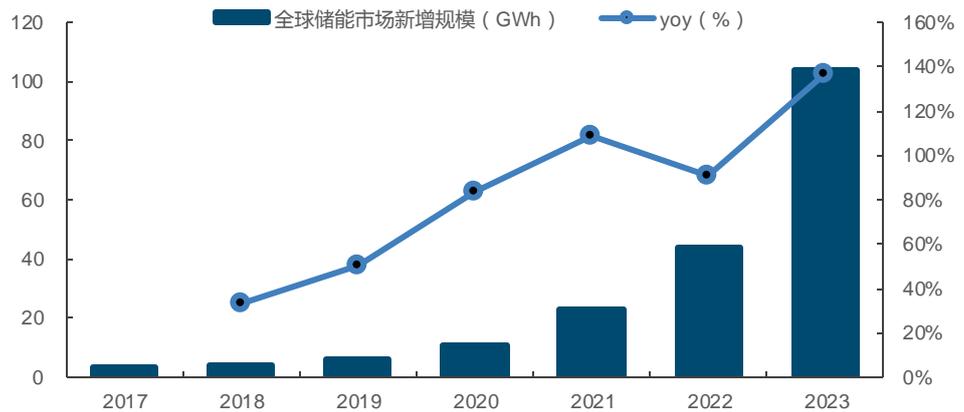
2 液冷在储能温控领域渗透率有望逐渐提升, 行业发展空间广阔

2.1. 理想场景下, 预计2028年我国新型储能累计装机规模将达到220.9GW

在全球碳中和的背景下, 能源转型在世界范围内均为大势所趋。在此基础上, 全球储能市场也步入了飞速发展的阶段。根据 EESA 数据, 2023 年全球储能累计装机功率约 294.1GW, 其中: 新型储能累计装机量约 88.2GW, 占比为 30.0%; 抽水蓄能累计装机量约 201.3GW, 占比为 68.4%; 蓄冷蓄热累计装机量约 4.6GW, 占比为 1.6%。根据 EESA 统计, 2017-2023 全球储能新增装机规模 (GWh) 平均增速超过了 85%, 尤其是在 2020 年后, 呈现出近乎每年翻一番的增长趋势。2023 年全球储能市场新增装机规模达 103.5GWh, 超过全球储能装机的历史累计规模 (101GWh)。中国化学与物理电源行业协会储能应用分会预计到 2025 年, 全球储能累计装机功率约为 440GW; 到 2030 年, 全球储能累计装机功率约为 970GW, 其中新型储能累计装机约为 770GW。



图表9：2017-2023 年全球储能市场新增规模

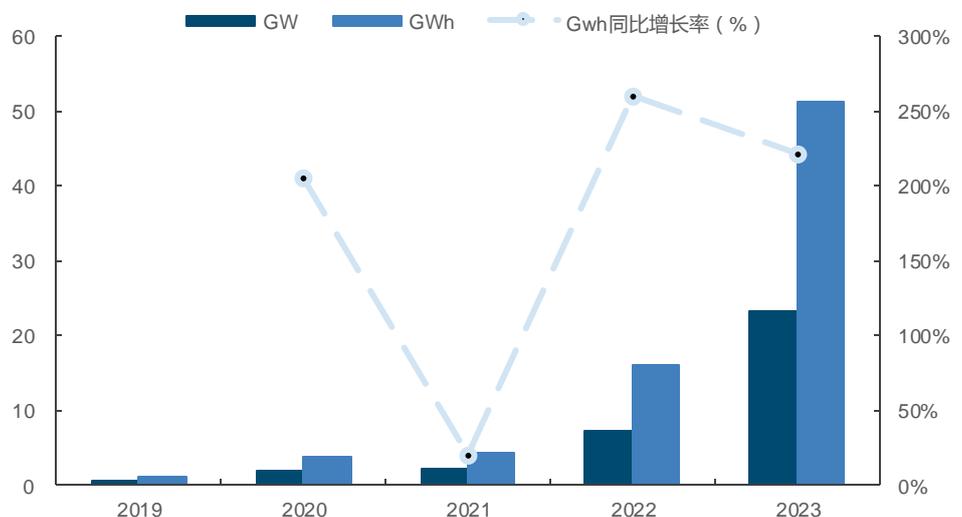


来源：EESA，国金证券研究所

国内方面，从政策端看，除国家发改委、能源局提出的国家层面的《“十四五”新型储能发展实施方案》外，在地方“十四五”规划方面，全国共计 26 个省市规划“十四五”储能装机规模约 70GW。此外，南方电网公司计划“十四五”期间推动新能源配置储能 20GW，目前全国已有二十多个省份发布了鼓励或强制新能源配置储能的政策，配置比例集中在 10-20% 之间，时长 2 小时左右，其中甘肃部分地区达到 4 小时。安徽、甘肃、宁夏等地公布多批竞争性配置项目，新能源配置储能的比例是评分重要权重。补贴政策方面，截至 2024 年 3 月全国各地正在执行的储能补贴政策共 32 项（市/区级）。目前，国内补贴政策主要以用户侧为主；补贴方式主要以容量补贴、放电补贴和投资补贴为主，补贴方向主要与分布式光伏结合为主。浙江、江苏、四川、安徽、广东等地政策出台最为密集，浙江省龙港市、北京市、重庆市铜梁区等地方政策支持力度较大。

根据 EESA 数据，中国储能市场在“十四五”期间增速迅猛，2023 年新增装机规模达到了约 23.22GW/51.13GWh，同比增长 221%。2023 年国内新能源市场规模持续提升，光伏风电的大规模并网拉动源网侧储能配置需求同步上涨。根据中华人民共和国工业和信息化部及其他专业机构统计数据，2023 年国内集中式光伏新增装机 120.014GW，同比增长 148%，风电装机 45.9GW，同比增长 102%。CNESA 预计“十四五”最后两年，新增储能装机仍呈快速增长态势，将超额完成目前各省的规划目标。保守场景下，预计 2028 年新型储能累计装机规模将达到 168.7GW，2024-2028 年复合年均增长率 (CAGR) 为 37.4%。理想场景下，预计 2028 年新型储能累计装机规模将达到 220.9GW，2024-2028 年复合年均增长率 (CAGR) 为 45.0%。

图表10：2019-2023 年中国储能市场新增装机规模



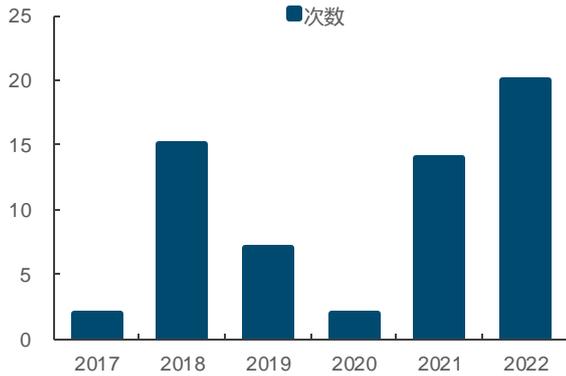
来源：EESA，国金证券研究所



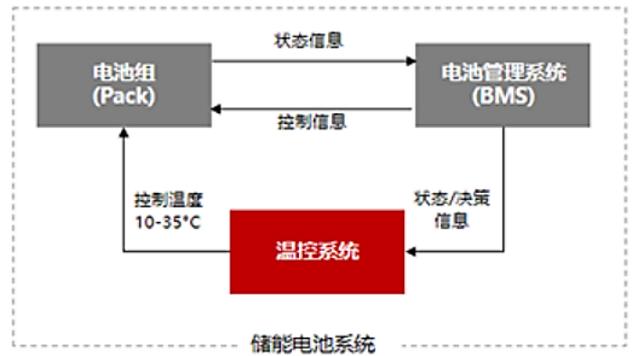
2.2. 预计到 2027 年中国储能温控市场规模将达到 186.3 亿元，年复合增长率将超过 30%

储能温控系统为储能电池提供热管理服务，通过接收来自 BMS 提供的电池控制信息(温度、电压、电流等参数,提供温控管理决策信息)，以维持电池工作温度在合理范围内(10-35°C)，实现储能电池系统的稳定工作。储能温控在储能系统中不可或缺，若温度控制失当，过高或过低的温度刺激均可能造成容量与寿命衰减，严重时可能导致短路并引发安全事故。根据中研世纪数据，据不完全统计，截止 2022 年，全球范围内共发生 59 起以上储能火灾事故，2021 年前事故原因主要是三元锂电池爆炸引发，2021 年后，随着全球储能装机量大幅提升，各国由于监管不严、储能各类技术不成熟等因素导致储能事故频发。

图表11: 全球历年储能安全事故次数



图表12: 储能温控系统在储能系统中的作用



资料来源：中研世纪，国金证券研究所

资料来源：中研世纪，国金证券研究所

液冷在储能温控领域渗透率有望逐渐提升。储能电池对冷却系统的温度均匀性、环境适应性、可靠性、能效比和寿命有着较高的要求。储能电池系统的稳定与高效运行与温控系统密切相关。2022 年 5 月国家能源局发布了《关于加强电化学储能电站安全管理的通知》，从政策层面明确要求强化电化学储能电站的安全管理工作，加强各单位对储能安全的认知意识、落实各主体的责任，并从设备选型、施工、并网、运维这些环节层层保障落实储能安全。政策驱动市场需求，储能温控等安全管理环节将迎来加速发展期。

储能系统中用于温度控制的技术途径主要分为四种类型：1) 空气冷却技术，使用空气作为热交换介质，通过空气的自然对流来传递热量；2) 液体冷却技术，液体直接与电池接触进行热交换(直接接触式)，或者通过冷却管道中的液体流动来实现热交换(间接接触式)；3) 热管冷却技术，利用压力差和多孔材料的毛细作用来实现非重力方向的热量传递；4) 相变冷却技术，通过无机或有机相变材料在不改变温度的情况下，通过物理状态的变化来实现热量的释放或吸收。

其中空冷结构简单、成本较低，但是空气的低比热容导致空冷散热效率较低，因此更适用于小型电站、通信基站等热流密度相对较低的领域。液体冷却介质的换热系数高、比热容大、冷却速度快，储能液冷具有以下显著优势：

- 1) 提高电池性能与寿命：通过液体在储能系统中的循环，迅速带走电池产生的热量，维持电池在最佳工作温度，从而提升电池的性能和使用寿命。据远景能源的测试数据，液冷储能产品的电池寿命比传统风冷产品延长了 20%。
- 2) 经济性：与风冷技术相比，液冷系统在长期运行中能显著降低能耗，远景能源的智能温控技术使液冷系统的能耗比传统空调风冷系统减少了 20% 以上。同时，电池寿命的延长也增强了其经济性。
- 3) 安全性：液冷技术能够更均匀地控制电池温度，减少热失控的风险，从而提高系统的安全性。
- 4) 环境适应性强：液冷技术对外部环境的依赖较小，能够在恶劣条件下稳定运行，特别适合户外和高负荷的应用场景。
- 5) 节约土地资源：通过优化设计和使用大容量电芯，液冷储能产品在相同容量的情况下，可以节省超过 50% 的土地面积。在大型储能电站的建设中，这种节约土地的效果尤为明显。

随着大型风光电站储能等更大电池容量、更高功率密度、运行工况更为复杂的储能系统的发展，液冷方案有望成为未来储能温控的主流方式。随着大型风光电站储能等更大电池容量、更高功率密度、运行工况更为复杂的储能系统的发展，液冷方案占比有望快速提升。**GGII 预测 2025 年液冷市场占比将达到 45% 左右。**



图表13: 储能温控系统技术方案

空冷	液冷	热管冷却	相变冷却
空气为冷却介质，利用对流换热降低电池温度	液体为冷却介质，利用对流换热带走电池热量	热管是利用压差及多孔材料的毛细力实现非重力方向的热传导，具有高导热、等温、热流方向可逆、热流密度可变、恒温等优点	利用相变材料发生相变来吸热的一种冷却方式，多与其它热管理技术结合使用
结构简单轻便、易维护、成本低	冷却速度较快，散热效率较高，可有效降低电池最高温度，提高温度分布的均匀性	泄露风险低，安全性高	结构紧凑、接触热阻低、冷却效果好
散热速度和效率不高，通常应用于产热率较低场合	结构复杂紧凑、成本较高，在极端低温和缺水环境下受限	适用经常工作于高倍率工况的电池系统，广泛应用于太阳能集热、航天工程、电子设备冷却等领域	相变材料导热性能差，散热速度低，需要依靠液冷、风冷、空调等其他系统导出；相变材料占空间、成本高

资料来源：华经产业研究院，国金证券研究所

储能温控系统定制化程度高，需要充足的项目经验与客户关系积累，头部厂商具备较强的先发优势。储能在电力系统中的应用广泛，不同场景对于储能系统的要求往往存在较大差异。即便是相似的应用场景，不同储能系统集成商的方案要求也可能各不相同。因此，储能温控系统具备定制化设计特点。无论是风冷还是液冷系统，其所采用压缩机、风扇、管路、泵阀等零部件大多为标准化的器件，因此储能温控厂商的核心竞争力在于整体系统的设计与集成能力以及产品的性能与价格。在客户导入阶段，储能温控系统提供商凭借产品技术优势与成本优势抢占市场。同时由于储能系统高安全性要求，下游电池或集成商客户存在较强的粘性，倾向于选择已形成长期合作关系、产品可靠性安全性得到实际项目验证的温控厂商。因此，从技术积累和客户关系的角度出发，起步较早、项目经验丰富的头部储能温控厂商将具有较强的先发优势。

在储能领域，液冷技术的应用正迅速扩展，未来将会展现出以下几个发展趋势：

- 1) 技术进步与智能化：随着人工智能技术的进步，未来的液冷系统将更加智能化。包括实现自适应冷却和预测性维护等功能，这些功能将增强系统的稳定性和运行效率。此外，液冷系统的设计也将更加注重节能，可能会采用更先进的热管技术和热回收技术来降低能耗。为了满足不同用户的需求，液冷系统的设计也将更加模块化，使得用户能够根据实际需求进行灵活配置。
- 2) 渗透率的持续增长：在大型储能项目的实施步伐加快的背景下，液冷技术由于其显著的优势，正在快速成为市场的主导技术。预计未来液冷技术的市场渗透率将继续增长。
- 3) 应用场景的扩展：随着新能源行业的快速发展，液冷技术的应用场景也将更加广泛。预计未来在抽水蓄能等场景中，液冷技术的应用也会增加。同时，随着光伏电站储能标准的提升，液冷技术在这些领域的应用比例也有望进一步提升。

根据中研世纪数据，2022年中国储能温控市场整体规模为46.6亿元，相较2021年增长88.6%。预计到2027年中国储能温控市场规模将达到186.3亿元，年复合增长率将超过30%。

2023年公司储能温控营业收入达9.04亿元，测算得市场份额约为14%。公司作为储能温控领域的核心企业，将充分受益于行业的高速增长，同时份额尚有提升空间。



图表14: 中国储能温控市场规模



资料来源: 中研世纪, 国金证券研究所

3 预计到 2027 年中国液冷数据中心市场规模有望达到 1020 亿元

全国 PUE 要求趋严, 数据中心温控设备需求将不断提升。按照全国一体化数据中心建设要求, 东数西算的东部数据中心集群平均 PUE 值小于 1.25, 西部则小于 1.2, 同时数据中心平均上架率不低于 65%。根据《信息通信行业绿色低碳发展行动计划(2022-2025 年)》, 要求到 2025 年, 全国新建大型、超大型数据中心电能利用效率(PUE)降到 1.3 以下, 改建核心机房 PUE 降到 1.5 以下。2023 年 11 月, 北京市要求已建成并稳定运行一个自然年以上以及改扩建的数据中心, 其 PUE 值应符合 1.3 限定值的要求; 新建的数据中心, 其 PUE 值应符合 1.2 准入值的要求; 数据中心管理者应通过节能技术改造和加强节能管理, 使数据中心 PUE 值达到 1.15 先进值的要求。

以政策推动为契机, 三大运营商首先响应。2023 年 6 月 5 日, 国内三大运营商联合发布《电信运营商液冷技术白皮书》。白皮书提出, 计算型节点、AI 训练、超算等高算力业务需求持续推升芯片性能、功率与服务器功率不断提高, 液冷技术利用液体较高的比热容和换热能力可以支撑更高功率散热, 正在逐步成为新型制冷需求。根据《白皮书》规划, 2024 年三大运营商开展规模测试, 推进产业生态成熟, 降低全生命周期成本, 新建项目 10% 规模试点液冷技术。2025 年开展规模应用, 2025 年及以后 50% 以上项目规模应用液冷技术。

图表15: 《电信运营商液冷技术白皮书》三年愿景



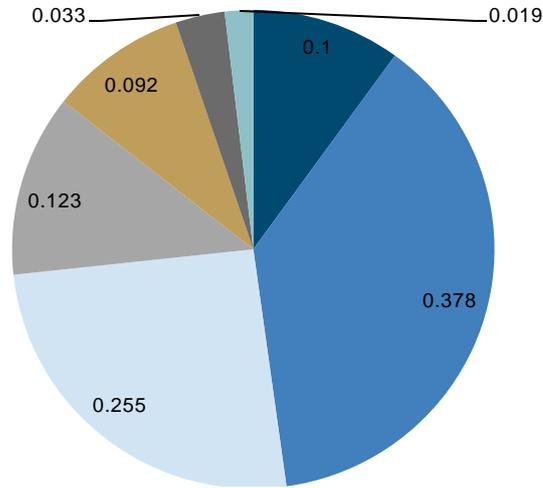
来源: 《电信运营商液冷技术白皮书》, 国金证券研究所

AI 行业快速发展加速液冷时代来临。从芯片端看, 高算力应用场景不断涌现, AI 芯片迭代加速, 芯片功耗迭代提升。NVIDIA 的 H100 GPU 最大功耗可达 700W, B200 性能升级算力较 H100 提升 6 倍, 功耗亦有较大幅度提升。从机柜端看, 根据科智咨询《中国液冷数据中心市场深度研究报告》, 数据中心单机柜功率密度将持续上升, 6-8kW 及 8kW 以上单机柜功率密度将成为目前新建数据中心的主流选择; 存量数据中心为提升市场竞争力也会通过升级改造提高单机柜 IT 负载, 预计到 2025 年单机柜功率密度将向 20kW 演进。AI 行



业快速发展有望加速这一演进速度。根据 Uptime Institute 发布的《2022 年全球数据中心调查报告》，以英伟达 DGX A100 服务器为例，其额定功率为 4KW，单机最大功率为 6.5KW，一个标准的 42U 高度的机柜大约可以放置 5 个 5U 高度的 AI 服务器，单机柜总功率超过 20KW。

图表16: 2021 年中国各密度数据中心结构对比



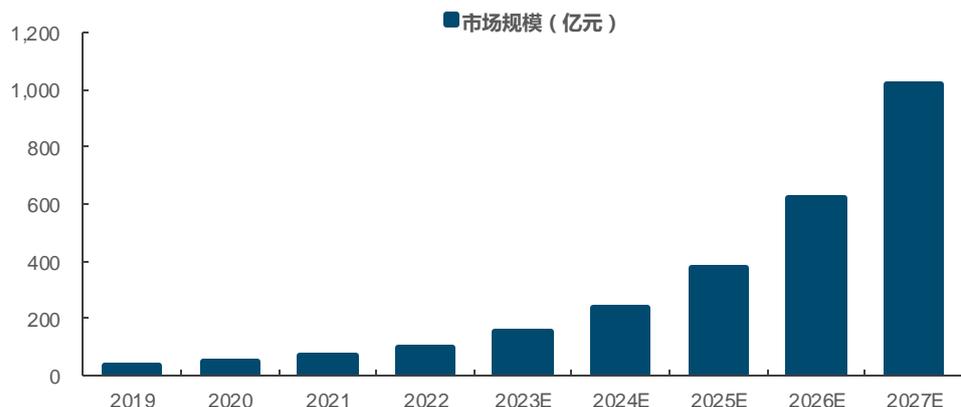
资料来源：华经产业研究院，国金证券研究所

目前数据中心基础设施的制冷方式主要有风冷和液冷两种方式。根据中国储能网数据，液冷技术相对于风冷而言约可节约 20% 的空调电能，同时因取消服务器内部风机，IT 部分电能可节省 13%~25%，总体的节能效果在 40% 以上。液体比热容不受海拔与气压影响，可以保持较高的散热效率，保证数据中心在高海拔地区的运行效率和性能。以液体为载体，可以直接通过热交换接入楼宇采暖系统和供水系统，满足附近居民的供暖、温水供应等需求，为数据中心创造了附加价值。液冷技术可以满足 2.7-30kW/机柜的数据中心散热需求，解决超高热流密度的散热问题，因此液冷数据中心基础设施的快速发展是必然趋势。液冷技术可使数据中心 PUE 达到 1.3 以下。其中浸没式液冷技术可以将 PUE 降到 1.2 以下，联合其他技术，可以趋近于 1。

根据 Omdia 最新研究，2023 年全球数据中心热管理市场的规模已飙升至 76.7 亿美元，超过了之前的预测。这一空前增长势头预计将持续至 2028 年，预计市场规模将达到 168 亿美元，年均复合增长率接近 20%。

近年来，中国液冷数据中心市场快速发展，保持 30% 以上的市场增速。根据科智咨询数据，2022 年液冷数据中心市场规模达到 100.5 亿元，同比增长 47.2%。当前 AI 行业发展如火如荼，产生大量智算需求，带动智算中心建设。智算中心 GPU 服务器单机柜功率密度超过 25kW，传统风冷方案难以满足大规模散热需求，液冷需求将大幅提升。根据科智咨询，2023 年中国液冷数据中心市场将实现 53.2% 的高速增长，市场规模将达到 154 亿元。预计到 2027 年，AI 大模型商用落地，液冷生态趋于成熟，市场规模有望达到 1020 亿元，2022-2027 年 CAGR 达 59%。

图表17: 2019-2027 年中国液冷数据中心市场规模



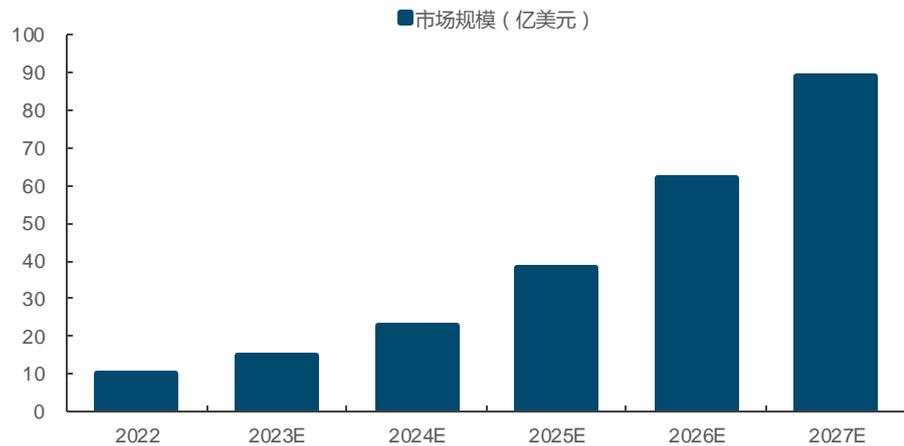
资料来源：科智咨询，国金证券研究所



根据 IDC 发布的《中国半年度液冷服务器市场（2023 上半年）跟踪》报告数据显示，2022 年中国液冷服务器市场规模达到 10.1 亿美元，同比增长 189.9%。2023 上半年中国液冷服务器市场规模达到 6.6 亿美元，同比增长 283.3%，预计 2023 年全年将达到 15.1 亿美元。IDC 预计，2022-2027 年，中国液冷服务器市场年复合增长率将达到 54.7%，2027 年市场规模将达到 89 亿美元。

液冷数据中心与液冷服务器市场空间大，公司当前此业务体量与份额较小，仍有较大成长空间。未来数据中心液冷将作为公司第二成长曲线贡献业绩。

图表 18：2019-2027 年中国液冷服务器市场规模



来源：IDC，国金证券研究所

目前液冷方案中，冷板式是我国最早采用的液冷方式，成熟度较高，由于价格相对较低、可改装、对服务器自身要求较低等优势占据主导地位。IDC 数据显示，2023 上半年，中国液冷服务器市场中，冷板式占到了 90%。

从厂商销售额角度来看，2023 上半年中国液冷服务器市场份额占比前三的厂商是浪潮信息、宁畅和超聚变，占据了七成左右的市场份额。越来越多的主流 IT 设备厂商均已公开表明将加大研发力度并加快液冷产品迭代速度，未来中国液冷服务器市场将持续保持高速增长。

未来，我们预计数据中心液冷将呈现如下发展趋势：

- 1) 高功率机柜占比上升，液冷比重继续提升：随着 AI 行业对高性能服务器的需求增加，将带来单机柜功率大幅提升，进而带来液冷的需求快速增长，液冷渗透率将逐渐提升。
- 2) 存量市场替换空间大：当前数据中心的存量市场中，风冷散热方式占据较大比例，且这些数据中心的 PUE 值较高。政策在逐步推进老旧机房改造、降低 PUE 值，液冷散热技术成为重要的替代方案。2021 年 12 月，国家发改委等发布《贯彻落实碳达峰碳中和目标要求 推动数据中心和 5G 等新型基础设施绿色高质量发展实施方案》，推动老旧基础设施转型升级。逐步对 PUE 超过 1.5 的数据中心进行节能降碳改造。2022 年 8 月，工信部等发布《信息通信行业绿色低碳发展行动计划（2022-2025 年）》，要求加快“老旧小散”存量数据中心资源整合和节能改造。为液冷技术的存量市场替换提供了广阔的空间。
- 3) 冷板式液冷仍是未来五年内液冷主流选择，同时关注浸没式液冷等下一代技术方案：冷板式液冷服务器由于其发热器件不直接接触液体，对现有服务器芯片组件及附属部件的改动较小，因此操作性更强、成熟度最高、应用最广泛，且成本相对较低。浸没式冷却由于其直接与电子器件接触，冷却效果更佳。目前，冷板式液冷方案在中短期内能够满足市场需求，但从长远来看，浸没式液冷方案的渗透率预计将有所提升。2020 年 9 月全球规模最大的全浸没式液冷数据中心——阿里巴巴浙江云计算仁和数据中心正式投入运营，标志着浸没式液冷技术的持续发展。

4 温控业务快速发展，客户资源优质

4.1. 储能温控业务快速发展，数据中心温控业务未来可期

在储能温控领域，公司为储能装置量身定制多款温控整体解决方案，有效应对各类复杂工况、极端环境下的散热挑战。产品主要包括：1) 插箱式变频液冷单元，适用于工商业户



外一体储能柜，储能柜存储电量为 200kW/h-372kW/h。2) 工商业变频液冷单元，适用于工商业户外一体储能柜，储能柜存储电量为 200kW/h-372kW/h。3) 集装箱变频液冷单元，适用于大型储能柜，储能柜存储电量为 3.5MW/h 左右。公司的集装箱变频液冷单元系列产品经过了在多个高海拔、极寒地区的应用现场考验，适用环境温度范围达-45°C~55°C，适用海拔高度可达 4500m，助力客户实现储能系统在各类极端环境下的安全稳定运行与最长服役周期。

公司自 2021 年拓展储能温控业务以来，相关业务收入迎来飞速增长。2022 年公司储能温控领域的营业收入约为 1.58 亿元，2023 年已增长至 9.04 亿元，增速达 472%。目前公司瞄准头部客户和腰部客户，主要供应液冷产品，在激烈的竞争中保持份额及盈利能力，已拓展宁德时代、阳光电源、中国中车、中创新航等业内优质客户。2023 年 12 月，在宁德时代 2023 年度供应商大会上，公司荣获“2023 年度优秀供应商”奖项。2024 年 3 月，在 2024 CIES 第十四届中国国际储能大会暨展览会上，公司荣获 2024 年度中国储能产业最具影响力企业奖、2024 年度中国储能产业最佳液冷技术解决方案奖以及 2024 年度中国储能产业最佳温控技术解决方案奖。

中研世纪数据预计到 2027 年中国储能温控市场规模将达到 186.3 亿元，GGII 预测 2025 年液冷市场占比将达到 45% 左右。我们预计到 2027 年液冷占比有望达到 55%。公司目前与英维克同属储能液冷行业龙头地位，绑定头部客户有助于公司市场份额提升，假设到 2027 年公司储能液冷市场份额约为 30%，风冷份额为 5%，则 2027 年相关业务收入有望达到 35 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 40%，仍有较大成长空间。

图表19：同飞股份新能源储能整机温控产品



资料来源：同飞股份官网，国金证券研究所

目前公司正积极拓展数据中心温控业务，已开发了液冷 CDU、冷冻水机组、风水换热器等数据中心用温控产品。公司自主研发的板式液冷及浸没式液冷全链条解决方案，通过搭配 CDU、浸没液冷 TANK、一次侧冷源、环形管路及 manifold 等模块，实现充分利用自然冷源，系统更加安全可靠，同时，可满足高功率密度换热需求，综合 PUE 可达 1.04。根据公司在投资者互动平台上表示，公司未来三年的业务发展目标之一是：依托《数据中心能效限定值及能效等级》国家标准的实施，拓展液冷解决方案在数据中心温控领域的应用，构建液冷平台，推广多场景液冷技术的应用，助力数据中心行业绿色节能发展。

IDC 预计 2022-2027 年，中国液冷服务器市场年复合增长率将达到 54.7%，行业前景广阔。目前公司数据中心业务体量与市场份额较小，但我们认为公司有望复刻储能液冷成功经验，数据中心液冷业务有望接棒储能温控业务成为公司第二增长引擎。



图表20: 同飞股份数据中心液冷产品配置



资料来源: 同飞股份官网, 国金证券研究所

4. 2. 客户资源优质, 重视研发投入与创新

公司专注于温控领域, 下游涉及数控机床、激光设备、储能、半导体、数据中心、氢能等多个细分领域。产品主要包括液体恒温设备、电气箱恒温装置、纯水冷却单元和特种换热器等四大类。公司产品结构较为丰富, 下游应用领域较广, 且在细分领域的产品布局兼具规模化与差异化的优势。

具体来看, 1) 数控机床和激光设备温控领域是目前公司产品应用占比较大的领域, 公司在国内数控机床和激光设备温控领域具备一定业务规模和产品覆盖面, 是海天精工、纽威数控、德国埃马克集团、浙海德曼、尼得科、锐科激光、海目星等国内外知名企业的良好合作伙伴。2) 在储能领域, 公司的温控技术不仅满足了常规应用需求, 更能在高海拔、高盐雾、高湿度及强腐蚀性等极端环境中稳定运行, 其强大的环境适应性和卓越的密封性能, 确保了储能系统的持续、高效运行。公司凭借现有优势, 成功拓展了宁德时代、阳光电源、中国中车、中创新航等业内优质客户。3) 在半导体制造设备领域, 公司的核心发展逻辑与产值主线在于国产替代和市场份额提升。公司凭借良好的行业口碑, 已逐步拓展了北方华创、芯基微装、晶盛机电、华海清科、上海微电子、中国电子科技集团公司第四十八研究所、连城数控等客户。4) 在电力电子温控领域, 公司的纯水冷却单元产品可应用于输变电、电气传动、新能源发电等场景。公司已成为思源电气、四方股份、新风光、特变电工、河南许继电力电子有限公司等知名企业的供应商。5) 在数据中心领域, 公司推出板式液冷和浸没液冷的配套产品, 未来公司将持续推进数据中心液冷业务。6) 在氢能领域, 上游制氢环节以及下游加氢环节均对温度控制有着极高的要求, 公司产品应用于制氢、加注等环节。随着氢能技术的应用和普及, 目前已拓展客户有海德利森等。7) 在新能源汽车(充换电)领域, 公司的液冷产品可应用于换电站内电池充放电及充电桩的温度控制, 公司已成为吉智新能源、博众精工等知名企业供应商。8) 在工业洗涤领域, 公司深耕行业二十余年, 是工业洗涤行业温控产品核心供应商, 主要客户有简森工业洗涤技术(徐州)有限公司、济南绿洲清洗设备有限公司、江苏海狮机械股份有限公司等。

从公司下游客户角度看, 在数控机床领域, 德国埃马克集团是世界重要数控立式机床生产商, 具有领先的市场地位, 海天精工是国内领先的高端数控机床生产商; 在激光器领域, 锐科激光在 2022 年中国光纤激光器领域市场份额达 26.8%, 位列第一; 在电力电子领域, 新风光在高压 SVG、高压变频器的市场占有率在国内排名前列, 特变电工在高压、超高压、特高压变压器领域市场占有率排名国内前列。供货国际/国内头部企业奠定了公司自身较优的市场地位。



图表21：公司部分供应商荣誉



资料来源：公司官网，国金证券研究所

公司每年综合考虑资本情况、经营状况、下游市场需求及技术发展方向等因素稳步增加研发投入资金规模，形成了自主创新为主、合作创新为辅的创新机制，并且公司参与部分下游客户的产品研发，协同设计技术方案，通过技术创新为客户创造价值，增加客户黏性，提高产品核心竞争力。通过多年的业务实践已形成了涵盖热工、控制、节能等领域的核心技术，核心技术对应的专利覆盖工业温控设备的基础工作环节，并与下游核心运用领域紧密结合。公司的技术先进性体现在个性化解决方案、关键功能部件的自制、控制系统的自研及关键生产工艺于一体的实施能力。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有专利 190 件（其中发明专利 31 件、实用新型专利 159 件）、软件著作权 45 件。公司是“国家级专精特新‘小巨人’企业”和“河北省科技领军企业”。2023 年公司参与起草了《储能电站多级冷却系统技术规范》《储能电池集成式冷却系统技术规范》等团体标准。截至 2023 年，公司拥有研发人员 259 人，占员工总数的 13.34%。

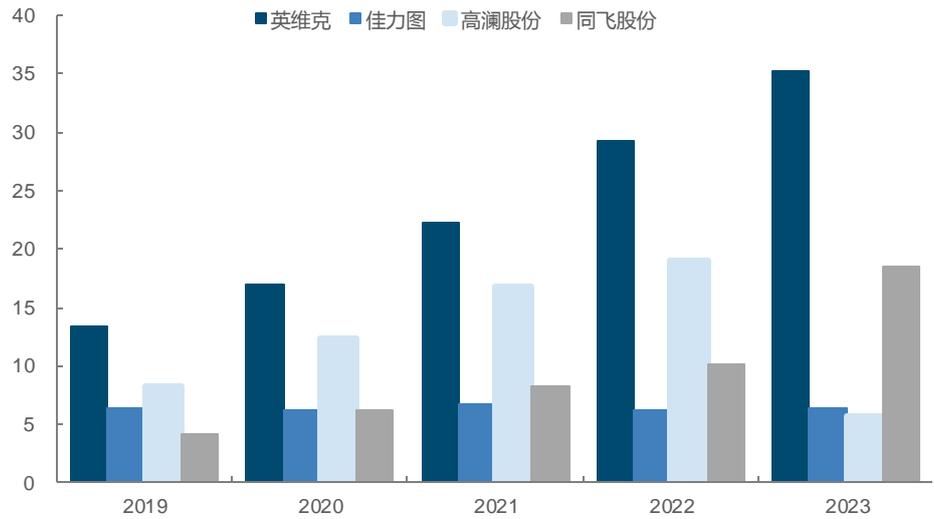
4.3 可比公司情况

我们选取英维克、佳力图、高澜股份作为公司的可比公司。英维克主业为精密温控节能产品和解决方案，应用领域主要为数据中心、算力设备、电化学储能系统、通信网络、电力电网等，与同飞股份下游行业重合度较高。佳力图专注于数据机房等精密环境控制技术的研发，为数据机房等精密环境控制领域提供节能、控温设备以及相关节能技术服务。高澜股份热管理业务主要产品是直流输电换流阀、新能源发电变流器、柔性交流输配电晶闸管阀及大功率电气传动变频器等电力装置和储能电池、数据中心的关键配套设备。

从营业收入方面看，英维克作为行业龙头企业营收规模最大，高澜股份因深耕电力电子温控领域收入体量排名第二，2023 年因剥离汽车电子业务收入出现大幅下降。同飞股份近年来业绩实现快速增长，营收体量逐渐扩大，2023 年在可比公司中排在第二位。佳力图专注于数据中心机房温控这一单一领域，收入体量相对较小。



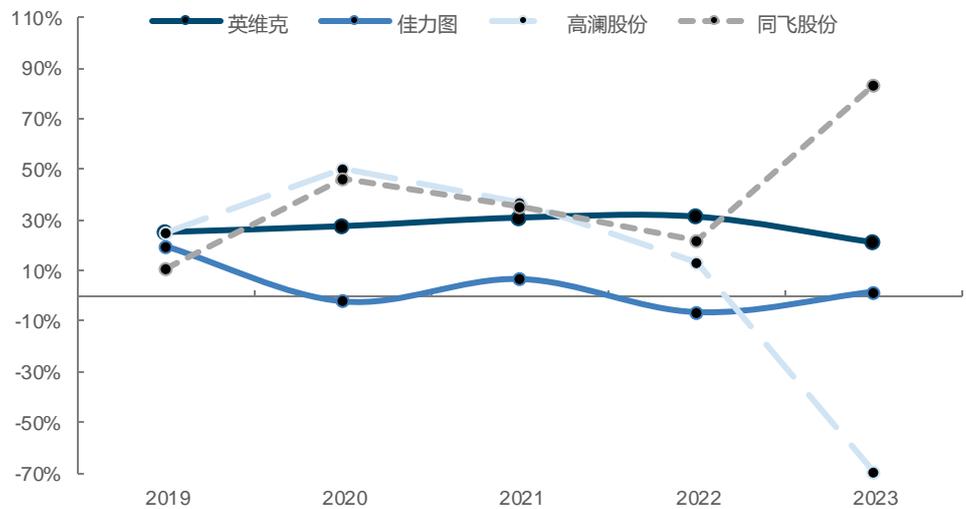
图表22: 可比公司营业收入情况



资料来源: wind, 国金证券研究所

从收入增速看, 高澜股份 2020 年的高增速主要为收购公司所致, 剔除收购因素看, 同飞股份增速在可比公司中较快, 尤其 2023 年在储能温控业务的带动下, 增速远超可比公司。英维克作为行业龙头, 业绩增速相对稳定且维持在较快水平。佳力图受单一行业需求影响整体业绩增速相对较慢。

图表23: 可比公司营业收入增速情况

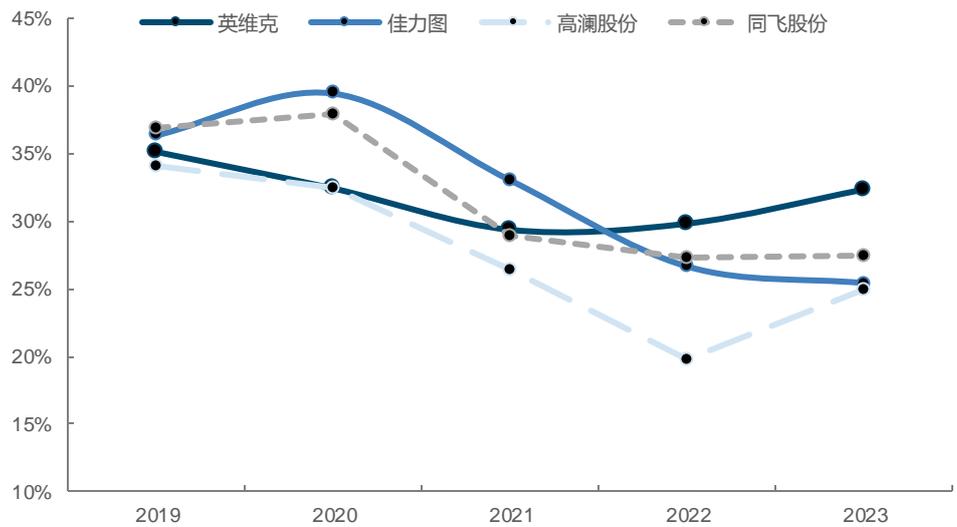


资料来源: wind, 国金证券研究所

从毛利率情况看, 除行业龙头英维克外, 近年来各家毛利率均呈现下降趋势。同飞股份近年来毛利率水平整体在可比公司中位列第二名, 目前毛利率水平已达到相对平稳态势, 2023 年毛利率与 2022 年相比几乎无变化。



图表24: 可比公司毛利率情况



资料来源: wind, 国金证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

1) 收入及毛利率预测:

电力电子装置: 公司电力电子装置产品包括传统的纯水单元以及储能领域的产品, 其中储能领域产品为公司未来增长重点。根据中研世纪数据, 2022 年中国储能温控市场整体规模为 46.6 亿元, 相较 2021 年增长 88.6%。预计到 2027 年中国储能温控市场规模将达到 186.3 亿元, 年复合增长率将超过 30%。公司自 2021 年拓展储能温控业务以来, 相关业务收入迎来飞速增长。2022 年公司储能温控领域的营业收入约为 1.58 亿元, 2023 年已增长至 9.04 亿元, 增速达 472%。目前公司瞄准头部客户和腰部客户, 主要供应液冷产品, 在激烈的竞争中保持份额及盈利能力, 已拓展宁德时代、阳光电源、中国中车、中创新航等业内优质客户。我们预计随着行业快速发展以及公司自身地位巩固, 公司此业务营业收入将实现快速增长。储能温控行业受储能原材料价格下降、竞争激烈、产品成熟度提升等因素影响, 预计温控产品价格将呈下降趋势。但随着公司规模效应显现、降本增效相关措施实施, 预计公司产品毛利率将保持相对稳定。

我们预计公司储能温控业务 2024-2026 年营收分别为 14.18 (+57%)、19.88 (+40%)、26.84 (+35%) 亿元, 毛利率分别为 24.5%、24%、24%。电力电子装置整体 2024-2026 年营收分别为 17.93 (+50%)、24.38 (+36%)、32.43 (+33%) 亿元, 毛利率分别为 25.0%、24.7%、24.7%。

智能数控装备: 主要包含机床、激光, 以及半导体领域相关产品。在传统的数控机床、激光切割等装备领域, 国务院印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》指出推进重点行业设备更新改造, 加快推广能效达到先进水平和节能水平的用能设备, 分行业分领域实施节能降碳改造。国内新能源发电、新能源汽车和储能等新兴行业的快速发展, 亦将带动上游数控机床产业的蓬勃发展。工业温控产品作为数控机床的关键功能部件, 是数控机床安全、高效工作的必要保障, 工业温控产品也将乘着行业发展的东风, 迎来进一步增长。公司在国内数控机床和激光设备温控领域具备一定业务规模和产品覆盖面, 市场份额较高。在半导体制造领域, 逐步实现国产替代已成为国内半导体产业发展的明显趋势, 使得我国半导体制造设备用工业温控设备企业迎来快速发展的契机。公司凭借多年工业温控行业经验, 产品种类覆盖半导体制造工艺流程中严苛的温控需求, 包含氟化液为介质的制冷机组、控温±0.02℃的高精度制冷机组和耐温 800℃高效换热器等先进的半导体行业用温控设备, 助力国内半导体产业发展。

我们预计公司此产品营业收入将跟随行业发展机遇及公司自身实力进一步提升实现较快速发展。我们预计公司此业务 2024-2026 年营收分别为 7.28 (+20%)、8.58 (+18%)、10.13 (+18%) 亿元, 毛利率分别为 31.0%、30.5%、30.5%。

2) 费用率预测:



销售费用率：公司 2022/2023 年销售费用率分别为 3.24%/3.97%，2023 年因销售人员增加，支付薪酬增加，同时差旅费、展会费等增加，导致销售费用率增加。2024 年公司业务仍处于扩张期间，预计销售费用率继续维持在 3.9% 左右，2025-2026 年由于公司规模效应显现，同时公司扩张速度放缓，预计销售费用率将有所下降，分别为 3.7%、3.5%。

管理费用率：公司 2022/2023 年管理费用率分别为 7.49%/7.20%，预计 2024-2026 年受益于规模效应将保持下降趋势，分别为 7.10%/7.00%/6.90%。

研发费用率：公司 2022/2023 年研发费用率分别为 4.94%/4.81%，预计公司继续保持较高研发投入强度，预计 2024-2026 年研发费用率维持在 4.81%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.73/33.60/43.31 亿元，同比增长 39.4%/30.6%/28.9%；预计归母净利润分别为 2.63/3.48/4.42 亿元，同比增长 44.5%/32.2%/27.0%；对应 EPS 分别为 1.56/2.07/2.63 元。

图表 25：公司 2024-2026 年盈利预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,007.57	1,845.13	2,572.75	3,359.62	4,331.36
YoY	21.5%	83.1%	39.4%	30.6%	28.9%
成本	732.03	1,337.67	1,882.25	2,475.42	3,197.27
毛利率	27.35%	27.50%	26.84%	26.32%	26.18%
归母净利润	127.82	182.38	263.49	348.41	442.29
电力电子装置					
营业收入	398.74	1,195.30	1,792.95	2,438.41	3,243.09
yoy	117.15%	199.77%	50.00%	36.00%	33.00%
毛利率	28.85%	25.48%	25.00%	24.70%	24.70%
智能数控设备					
营业收入	571.99	606.28	727.54	858.49	1,013.02
yoy	-2.17%	5.99%	20.00%	18.00%	18.00%
毛利率	25.96%	31.15%	31.00%	30.50%	30.50%
其他业务					
营业收入	36.84	43.55	52.26	62.71	75.25
yoy	-39.73%	18.21%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	32.62%	32.24%	32.00%	32.00%	32.00%

资料来源：Wind，国金证券研究所

5.2. 相对估值

我们选取与公司产品、下游客户、业务模式相似的英维克、佳力图、高澜股份作为公司的可比公司，三家公司均销售各行业温控产品，英维克主要涉及行业为数据中心、储能、通信网络；佳力图主要涉及行业为数据中心；高澜股份主要涉及行业为电力电子、储能。2024 年可比公司平均 PE 为 46.69 倍。综合考虑可比公司估值，以及与公司下游业务领域更为相似的英维克的估值，我们给予公司 2024 年 24 倍 PE，目标价为 37.44 元。首次覆盖，给予“买入”投资评级。


图表26: 可比公司估值 (截至 2024 年 7 月 19 日收盘价)

代码	证券简称	股价 (元)	EPS					PE		
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002837.SZ	英维克	23.45	0.64	0.61	0.72	0.96	1.26	32.60	24.50	18.59
603912.SH	佳力图	5.66	0.12	0.07	0.13	0.16	0.19	44.46	36.52	30.07
300499.SZ	高澜股份	10.53	0.93	-0.10	0.17	0.33	0.49	63.02	32.14	21.43
	平均值							46.69	31.05	23.36
300990.SZ	同飞股份	31.83	0.40	0.26	1.56	2.07	2.63	20.35	15.39	12.12

来源: wind, 国金证券研究所

注: 盈利预测中英维克采用最新研报预测, 其余采用 wind 一致预期

6 风险提示

大额解禁的风险。2024 年 11 月 12 日, 公司将解禁 12499.92 万股, 占总股本的 74.19%, 占解禁后流通股的 74.80%, 占比较大。解禁后可能对公司股价产生一定影响。

市场竞争加剧的风险。工业温控行业覆盖的下游应用领域较广, 在不同应用领域形成了相应的优势竞争企业, 存在市场竞争加剧的风险。

AI 服务器需求不及预期的风险。当前我国服务器液冷行业主要机遇来自于 AI 行业的快速发展带来的芯片功耗加大以及智算中心机柜功率密度提升。若由于芯片供应、应用落地等问题导致 AI 服务器需求发展不及预期, 可能影响公司数据中心液冷业务的发展。

锂电池价格下跌的风险。公司储能液冷产品主要应用于锂电池产品的温控, 若锂电池价格持续下跌, 价格下降趋势可能传导至公司产品导致公司产品价格下跌, 进而影响公司收入与毛利率, 以及可能影响现有存货的减值, 影响公司利润。


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	829	1,008	1,845	2,573	3,360	4,331	货币资金	97	217	203	276	300	427	
增长率	21.5%	83.1%	39.4%	30.6%	28.9%		应收款项	278	377	781	868	1,085	1,360	
主营业务成本	-589	-732	-1,338	-1,882	-2,475	-3,197	存货	107	206	181	204	274	354	
%销售收入	71.0%	72.7%	72.5%	73.2%	73.7%	73.8%	其他流动资产	853	467	239	104	97	97	
毛利	241	276	507	690	884	1,134	流动资产	1,334	1,268	1,404	1,452	1,756	2,238	
%销售收入	29.0%	27.3%	27.5%	26.8%	26.3%	26.2%	%总资产	78.7%	68.2%	64.5%	61.6%	64.2%	68.9%	
营业税金及附加	-4	-5	-11	-13	-17	-22	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	268	426	598	697	739	749	
销售费用	-28	-33	-73	-100	-124	-152	%总资产	15.8%	22.9%	27.5%	29.6%	27.0%	23.1%	
%销售收入	3.3%	3.2%	4.0%	3.9%	3.7%	3.5%	无形资产	88	158	152	187	221	242	
管理费用	-58	-75	-133	-183	-235	-299	非流动资产	360	591	772	903	979	1,009	
%销售收入	7.0%	7.5%	7.2%	7.1%	7.0%	6.9%	%总资产	21.3%	31.8%	35.5%	38.4%	35.8%	31.1%	
研发费用	-29	-50	-89	-124	-162	-208	资产总计	1,694	1,859	2,175	2,355	2,735	3,248	
%销售收入	3.6%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	短期借款	0	1	6	21	20	38	
息税前利润 (EBIT)	121	112	201	271	346	454	应付款项	74	155	274	260	347	444	
%销售收入	14.6%	11.1%	10.9%	10.5%	10.3%	10.5%	其他流动负债	45	46	92	109	137	173	
财务费用	1	4	6	8	11	14	流动负债	120	202	372	390	504	656	
%销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-6	-7	-25	-13	-5	-5	其他长期负债	22	25	40	22	25	27	
公允价值变动收益	10	-9	0	-1	-1	-1	负债	142	227	412	413	529	683	
投资收益	4	23	7	15	16	15	普通股股东权益	1,553	1,632	1,763	1,942	2,207	2,565	
%税前利润	2.9%	16.7%	3.3%	5.1%	4.2%	3.1%	其中：股本	52	94	168	168	168	168	
营业利润	135	131	205	290	380	489	未分配利润	281	344	434	613	877	1,235	
营业利润率	16.2%	13.0%	11.1%	11.3%	11.3%	11.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	2	4	0	2	2	2	负债股东权益合计	1,694	1,859	2,175	2,355	2,735	3,248	
税前利润	137	136	205	292	382	491	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	16.5%	13.5%	11.1%	11.3%	11.4%	11.3%	每股指标							
所得税	-17	-8	-23	-28	-34	-48	每股收益	2.307	1.366	1.082	1.564	2.068	2.625	
所得税率	12.2%	5.9%	11.0%	9.7%	8.9%	9.9%	每股净资产	29.858	17.432	10.465	11.529	13.097	15.222	
净利润	120	128	182	263	348	442	每股经营现金净流	1.090	0.319	0.185	0.949	1.148	1.451	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	1.800	0.800	0.500	0.500	0.500	0.500	
归属于母公司的净利润	120	128	182	263	348	442	回报率							
净利率	14.5%	12.7%	9.9%	10.2%	10.4%	10.2%	净资产收益率	7.73%	7.83%	10.34%	13.57%	15.79%	17.25%	
							总资产收益率	7.08%	6.88%	8.38%	11.19%	12.74%	13.62%	
							投入资本收益率	6.85%	6.43%	10.12%	12.44%	14.15%	15.70%	
							增长							
							主营业务收入增长率	35.46%	21.48%	83.13%	39.43%	30.58%	28.92%	
							EBIT增长率	-15.32%	-7.65%	79.42%	34.70%	27.85%	30.99%	
							净利润增长率	-3.84%	6.56%	42.69%	44.47%	32.23%	26.95%	
							总资产增长率	209.06%	9.73%	17.00%	8.27%	16.14%	18.73%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	75.0	100.5	106.9	112.0	108.0	105.0	
							存货周转天数	52.8	78.0	52.8	42.0	43.0	43.0	
							应付账款周转天数	34.1	56.7	43.1	45.0	44.0	43.0	
							固定资产周转天数	100.6	116.9	77.5	62.6	49.2	36.5	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-60.16%	-40.24%	-23.16%	-16.26%	-14.59%	-16.39%	
							EBIT利息保障倍数	-96.5	-26.3	-35.3	-35.8	-30.2	-33.3	
							资产负债率	8.36%	12.23%	18.94%	17.52%	19.33%	21.03%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	6	11
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究