

2024年12月19日

黄山谷捷 (301581.SZ)

新股覆盖研究

◆ 下周一（12月23日）有一家创业板上市公司“黄山谷捷”申购，发行价格为27.50元。

◆ **黄山谷捷 (301581)**：公司专业从事功率半导体模块散热基板的研究、生产和销售。公司2021-2023年分别实现营业收入2.55亿元/5.37亿元/7.59亿元，YOY依次为186.60%/110.08%/41.43%；实现归母净利润0.34亿元/0.99亿元/1.57亿元，YOY依次为126.70%/190.19%/58.12%。最新报告期，公司2024年1-9月实现营业收入4.82亿元、同比下降13.80%，实现归母净利润0.90亿元、同比下降17.36%。根据公司管理层初步预测，公司2024年营业收入同比增长0.12%至1.11%，归母净利润同比变动-17.98%至-16.01%。

- ① **投资亮点**：1、公司创新性运用冷精锻工艺生产针式散热基板、并自主开发出配套的完整工艺模具；依托技术上的领先，公司陆续与英飞凌、安森美等全球功率半导体厂商达成长期稳固的合作关系。铜针式散热基板是新能源汽车电机控制器用功率半导体模块重要组成部件，受益于新能源汽车行业的较快发展，近年来其市场需求稳定向好；同时，由于其属于高精度、高可靠性的复杂形状中小尺寸零部件，采用冷精锻工艺生产要较传统粉末冶金和热精锻工业更具品质及成本优势。公司是业内创新性使用冷精锻工艺生产铜针式散热基板的企业，并基于该工艺，自主开发出配套的完整工艺模具。一方面，公司对原材料铜排毛坯采用冷锻一体成型，在提高生产效率的同时能够降低生产成本；另一方面，公司模具可经受超100万次以上锻造、到期仅需更换小尺寸的易损部件，能够有效降低模具使用成本、缩短模具维修时间，为批量生产提供有力保障。截至目前，公司已获英飞凌、安森美、博世、中车时代、斯达半导等国内外知名功率半导体厂商的广泛认可；公司与上述客户的合作历史均达5年以上，其中，公司产品占全球功率半导体龙头英飞凌同类产品采购份额的65%以上、占安森美采购份额的100%、占博世采购份额的80%。据招股书披露，2023年，公司铜针式散热基板产品的全球市占率已由2021年的19.66%增至32.70%。2、公司募投项目已提前建设，或有效缓解现阶段产能受限的瓶颈。公司募投项目中的“功率半导体模块散热基板智能制造及产能提升项目”、“研发中心建设项目建筑工程”已于2023年提前建设；截至2024年6月末，前述两个项目的在建工程账面价值分别达2926.48万元、1,365.58万元，工程进度则分别为33.57%、51.38%。结合公司现阶段产能情况来看，2023年公司产能利用率已达100%以上，预期新项目的建设将有效缓解公司现阶段产能不足的瓶颈；据招股书披露，“功率半导体模块散热基板扩产项目”达产后，可新增年产功率半导体模块散热基板1,000万件、即在2023全年661.39万件产能的基础上提升150%以上。
- ② **同行业上市公司对比**：根据主营业务的相似性，选取正强股份、豪能股份、兆丰股份为黄山谷捷的可比上市公司。从上述可比公司来看，2023年度可比公司的平均收入为10.56亿元，平均PE-TTM（算数平均）为30.31X，平均销售毛利率为32.89%；相较而言，公司营收规模及毛利率未及同业平均。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内

交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	60.00
流通股本 (百万股)	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙
 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

报告联系人

戴铮铮
 daizhengzheng@huajinsec.cn

相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（林泰新材）-2024年第90期-总第517期 2024.12.9
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（中力股份）-2024年第89期-总第516期 2024.12.7
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（博科测试）-2024年第88期-总第515期 2024.12.6
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（蓝宇股份）-2024年第87期-总第514期 2024.11.29
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（科隆新材）-2024年第86期-总第513期 2024.11.25



容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2021A	2022A	2023A
主营收入(百万元)	255.4	536.7	759.0
同比增长(%)	186.60	110.08	41.43
营业利润(百万元)	39.7	118.7	190.8
同比增长(%)	125.82	199.21	60.82
归母净利润(百万元)	34.3	99.5	157.3
同比增长(%)	126.70	190.19	58.12
每股收益(元)	0.88	1.69	2.62

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、黄山谷捷	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	7
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、黄山谷捷

公司专业从事功率半导体模块散热基板的研发、生产和销售；公司产品主要应用于新能源汽车领域，是新能源汽车电机控制器用功率半导体模块的重要组成部分，同时，公司产品在新能源发电、储能等领域亦有广泛应用前景。

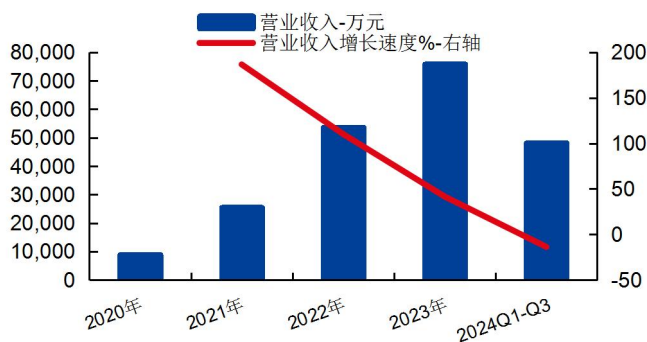
目前，公司是全球功率半导体龙头企业英飞凌新能源汽车电机控制器用功率半导体模块散热基板的最大供应商，同时与国内外知名的功率半导体厂商博世、安森美、日立、意法半导体、中车时代、斯达半导、士兰微、芯联集成等建立了长期稳定的合作关系，市场地位和产品质量均处于行业领先水平；通过下游车规级功率模块制造商间接为新能源整车提供零部件支持，产品广泛应用于各大主流新能源汽车品牌。

（一）基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 2.55 亿元/5.37 亿元/7.59 亿元，YOY 依次为 186.60%/110.08%/41.43%；实现归母净利润 0.34 亿元/0.99 亿元/1.57 亿元，YOY 依次为 126.70%/190.19%/58.12%。最新报告期，公司 2024 年 1-9 月实现营业收入 4.82 亿元、同比下降 13.80%，实现归母净利润 0.90 亿元、同比下降 17.36%。

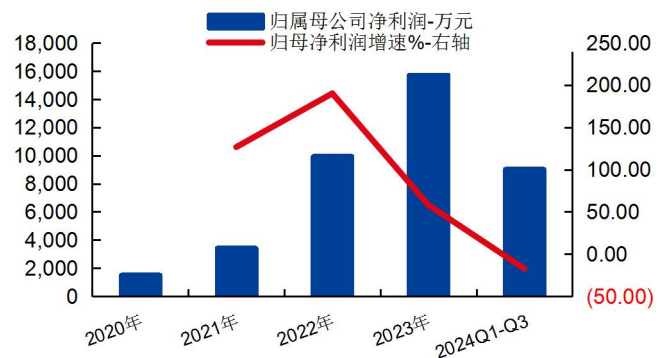
2023 年，公司主营收入按产品类型可分为两大板块，分别为铜针式散热基板(5.90 亿元，98.51%)、铜平底散热基板(0.03 亿元、0.44%)。2021 年至 2024H1 期间，铜针式散热基板始终为公司的核心产品及主要收入来源，占主营业务收入的 90%以上；同时，假设按下游应用领域进行划分，新能源汽车领域是主要的应用场景、占比超过 90%。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



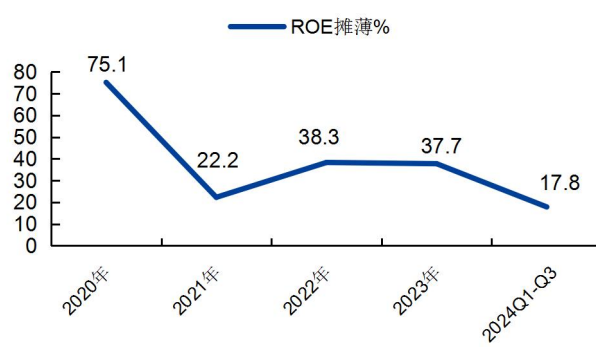
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司专注于车规级功率半导体模块散热基板领域。

1、车规级功率半导体模块散热基板行业

新能源汽车电机控制器用功率半导体模块面临着更为复杂的使用环境和特殊的应用工况：一是车载工况功率等级高、循环波动极其复杂，功率模块温度快速变化，经常处于“极热”或“极冷”状态，消费级半导体温度可承受区间一般为 -20°C — 70°C ，而车规级半导体一般要求温度可承受区间达到 -40°C — 175°C ，此外，在对抗湿度、粉尘、盐碱自然环境、有害气体侵蚀等方面，车规级半导体也有更高要求；二是汽车行驶过程中会存在振动与颠簸，功率模块长期处于高震动的工作环境，要求功率模块各组成部分具有足够的机械强度，能够在强震动环境下正常运行；三是必须确保超长使用寿命和零容错率，整车设计寿命通常在 15 年及以上，远高于消费电子产品的寿命需求；四是装配体积、重量和制造成本有严格限制。

新能源汽车电机控制器复杂严苛的使用工况对功率模块散热基板的性能和可靠性提出了很大的挑战，散热基板需在热传导性能、热膨胀系数、硬度、耐用性、体积、成本等诸多方面满足车规级使用场景的需求。

目前，车规级功率模块采取的主流散热方式为液冷散热，其体积较小且性能稳定可靠。而液冷散热又分为间接液冷与直接液冷相比间接液冷散热，直接液冷散热不需要导热硅脂，也无需使用液冷板，模块整体热阻值可降低 30%左右，因而已成为车规级功率模块的主流散热方式，包括英飞凌、博世、安森美、日立、中车时代、斯达半导体在内的知名厂商生产的车规级功率模块均主要采用直接液冷散热，搭配针式散热基板。

受益于下游新能源汽车产业的蓬勃发展，车规级功率半导体模块散热基板需求快速增长，但目前尚无该细分领域市场规模的公开统计数据；考虑到散热基板终端配套为新能源汽车，两者具有直接相关性，故采用新能源汽车销量测算散热基板的需求量。

表 1：全球车规级功率半导体模块散热基板市场规模测算

项目	2023 年度	2022 年度	2021 年度	单车散热 基板用量 (件)
1.1 全球新能源乘用车销量 (万辆)	1,380.00	1,020.00	660.00	-
纯电动	950.00	730.00	470.00	1.1
插电式混动	430.00	290.00	190.00	2
1.2 乘用车散热基板需求量 (万件)	1,905.00	1,383.00	897.00	-
2.1 全球新能源大巴车销量 (万辆)	4.94	6.54	9.18	3
2.2 大巴车散热基板需求量 (万件)	14.82	19.62	27.54	-
3.1 全球新能源重型货车销量 (万辆)	5.34	5.95	1.42	3
3.2 重型货车散热基板需求量 (万件)	16.02	17.85	4.26	-
4.1 全球新能源轻型货车销量 (万辆)	46.66	30.79	18.59	-
纯电动	46.00	30.00	18.00	1
插电式混动	0.66	0.79	0.59	2
4.2 轻型货车散热基板需求量 (万件)	47.32	31.58	19.18	-
全球新能源汽车销量合计 (万辆)	1,436.94	1,063.28	689.19	-
全球车规级功率半导体模块散热基板需求量 (万件)	1,983.16	1,452.05	947.98	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

备注：1、新能源汽车销量数据来源于国际能源署。根据国际能源署统计口径，新能源汽车按驱动模式可分为纯电动汽车和插电式混合动力汽车；按照用途可分为乘用车、电动大巴、重型货车和轻型货车。2、单车散热基板用量：①乘用车：纯电动车单电机车型按单车搭配 1 件计算，双电机车型按单车搭配 2 件计算，双电机车型占纯电动车比例约 10%；插电式混动车型为双电机，按单车搭配 2 件计算；②电动大巴和重型货车：一般采用多电机和多功率模块，按单车搭配 3 件计算；③轻型货车：纯电动按单车搭配 1 件计算；插电式混动为双电机，按单车搭配 2 件计算。

（三）公司亮点

1、公司创新性运用冷精锻工艺生产针式散热基板、并自主开发出配套的完整工艺模具；依托技术上的领先，公司陆续与英飞凌、安森美等全球功率半导体厂商达成长期稳固的合作关系。铜针式散热基板是新能源汽车电机控制器用功率半导体模块重要组成部件，受益于新能源汽车行业的较快发展，近年来其市场需求稳定向好；同时，由于其属于高精度、高可靠性的复杂形状中小尺寸零部件，采用冷精锻工艺生产要较传统粉末冶金和热精锻工业更具品质及成本优势。公司是业内创新性使用冷精锻工艺生产铜针式散热基板的企业，并基于该工艺，自主开发出配套的完整工艺模具。一方面，公司对原材料铜排毛胚采用冷锻一体成型，在提高生产效率的同时能够降低生产成本；另一方面，公司模具可经受超 100 万次以上锻造、到期仅需更换小尺寸的易损部件，能够有效降低模具使用成本、缩短模具维修时间，为批量生产提供有力保障。截至目前，公司已获英飞凌、安森美、博世、中车时代、斯达半导等国内外知名功率半导体厂商的广泛认可；公司与上述客户的合作历史均达 5 年以上，其中，公司产品占全球功率半导体龙头英飞凌同类产品采购份额的 65% 以上、占安森美采购份额的 100%、占博世采购份额的 80%。据招股书披露，2023 年，公司铜针式散热基板产品的全球市占率已由 2021 年的 19.66% 增至 32.70%。

2、公司募投项目已提前建设，或有效缓解现阶段产能受限的瓶颈。公司募投项目中的“功率半导体模块散热基板智能制造及产能提升项目”、“研发中心建设项目建筑工程”已于 2023 年提前建设；截至 2024 年 6 月末，前述两个项目的在建工程账面价值分别达 2926.48 万元、1,365.58

万元，工程进度则分别为 33.57%、51.38%。结合公司现阶段产能情况来看，2023 年公司产能利用率已达 100%以上，预期新项目的建设将有效缓解公司现阶段产能不足的瓶颈；据招股书披露，“功率半导体模块散热基板扩产项目”达产后，可新增年产功率半导体模块散热基板 1,000 万件、即在 2023 全年 661.39 万件产能的基础上提升 150%以上。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目，以及补充流动资金。

- 1、功率半导体模块散热基板智能制造及产能提升项目：**该项目拟新建两幢主厂房及配套附属设施，购置先进的生产设备及软件系统，项目达产后可实现新增年产功率半导体模块散热基板 1,000 万件。
- 2、研发中心建设项目：**项目计划新建研发中心，同时购进先进的研发、试验及测试设备，以“超大尺寸散热基板”、“超密针铜底板散热器”、“激光刻蚀和 DMC 码融合的多功能设备”、“锻压自动化项目”、“冲针、整形自动化项目”及“喷砂自动化项目”等课题的研究开发为主。

表 2：公司 IPO 募投资项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	功率半导体模块散热基板智能制造及产能提升项目	32,846.78	32,846.78	30 个月
2	研发中心建设项目	7,354.41	7,354.41	30 个月
3	补充流动资金	10,000.00	10,000.00	-
	总计	50,201.19	50,201.19	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2023 年度，公司实现营业收入 7.59 亿元，同比增加 41.43%；实现归属于母公司净利润 1.57 亿元，同比增加 58.12%。根据管理层初步预测，公司预测 2024 年度营业收入 75,990.00 万元至 76,740.00 万元，较 2023 年度同比上涨 0.12%至 1.11%；归属于母公司所有者的净利润 12,900.00 至 13,210.00 万元，同比下降 17.98%至 16.01%；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 11,950.00 万元至 12,260.00 万元，同比下降 17.75%至 15.62%。

公司专注于车规级功率半导体模块散热基板领域，目前尚无与公司从事相同业务和产品的 A 股上市公司；根据主营业务的相似性，选取正强股份、豪能股份、兆丰股份为黄山谷捷的可比上市公司。从上述可比公司来看，2023 年度可比公司的平均收入为 10.56 亿元，平均 PE-TTM（算数平均）为 30.31X，平均销售毛利率为 32.89%；相较而言，公司营收规模及毛利率未及同业平均。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2023 年营业收 入(亿元)	2023 年营 收增速	2023 年归 母净利润 (亿元)	2023 年归 母净利润 增速	2023 年 销售毛利 率	2023 年 ROE (摊薄)
301119.SZ	正强股份	29.91	37.59	4.17	-2.43%	0.97	-1.15%	33.40%	10.15%
603809.SH	豪能股份	73.16	29.39	19.46	32.20%	1.82	-13.92%	31.06%	8.10%
300695.SZ	兆丰股份	31.95	23.96	8.06	52.66%	1.84	11.60%	34.23%	7.29%
	平均值	45.01	30.31	10.56	27.48%	1.54	-1.16%	32.89%	8.51%
301581.SZ	黄山谷捷	/	/	7.59	41.43%	1.57	58.12%	28.70%	37.70%

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 12 月 18 日），华金证券研究所

（六）风险提示

技术升级迭代的风险、客户集中度较高的风险、原材料价格波动的风险、产品销售单价下滑和毛利率波动风险、外协供应商管理风险、业务规模扩大带来的管理风险、汇率波动风险等风险。

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn