

## 业绩预告超预期，端侧、光模块及服务器散热多维成长

### 核心观点

- **业绩预告超预期，主业&新兴业务齐放量。**公司发布业绩预告，预计 24 年归母净利润 1.9-2.2 亿元，同比增长 157%-197%，对应 Q4 单季度归母净利润 0.58-0.88 亿元，同比增长 205%-363%，环比-16%-28%。24 年扣非归母净利润 1.62-1.92 亿元，同比增长 205%-261%，其中 Q4 单季度扣非归母净利润 0.64-0.94 亿元，同比增长 392%-623%，环比 21%-77%。公司北美大客户手机散热需求持续提升，并逐步拓展北美大客户除手机外的其他终端产品业务，新产品和新项目放量、份额提升，驱动 24Q4 延续旺季态势，并有望进一步延续至 25H1。同时产品结构的升级与优化也带动公司盈利能力稳步提升。
- **AI 终端散热方案升级大势所趋，成为端侧硬件重要创新。**随着 AI 的持续渗透，各类 AI 终端功能日益复杂、性能和集成度不断提高，发热量也随之增加。AI 终端的发展带来散热材料不断更新升级，散热器需求增加，拉动散热行业的市场空间增长。在高端智能手机中，以石墨膜等散热材料和 VC 均热板为主的散热设计系统逐渐成为主流趋势。例如在 iPhone 16 新机中，苹果通过对石墨膜用量增加、内部结构优化等方式增强导热性能。伴随苹果 Apple Intelligence 逐步上线，其散热方案有望在 25 年新机型中进一步升级，公司作为其热管理整体解决方案供应商，石墨卷材、石墨模切、热界面材料等多品类供应，有望受益北美大客户各类 AI 终端散热升级趋势。
- **光模块及服务器散热需求旺盛，公司卡位头部客户放量可期。**当前公司散热产品已在光通信领域实现量产，公司均热板产品获得海外头部光通信企业、国内某光通信企业的 800G 高速光模块产品认证并量产，并已在多家客户实现技术导入，有望受益下游客户 800G、1.6T 等方案升级。服务器领域，公司目前已导入风冷模组零部件等产品，间接供货于服务器厂商，后续热界面材料、风冷及液冷模组等产品也有望伴随客户拓展迎来放量。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 1.99/2.81/3.63 亿元（原 24-26 年预测分别为 1.80/2.49/3.24 亿元，主要上调营收及毛利率预测），根据可比公司 25 年 36 倍 PE 估值水平，对应目标价为 33.84 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 智能手机销量不达预期；产品价格波动的风险；毛利率波动风险。

### 公司主要财务信息

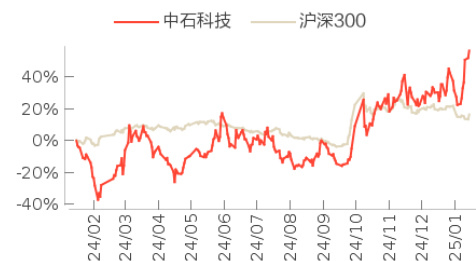
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,592	1,258	1,568	2,057	2,531
同比增长(%)	27.6%	-21.0%	24.7%	31.2%	23.0%
营业利润(百万元)	217	93	234	330	427
同比增长(%)	48.3%	-57.3%	152.9%	41.0%	29.1%
归属母公司净利润(百万元)	193	74	199	281	363
同比增长(%)	46.9%	-61.9%	170.0%	41.0%	29.1%
每股收益(元)	0.65	0.25	0.66	0.94	1.21
毛利率(%)	28.2%	25.1%	32.7%	32.7%	32.7%
净利率(%)	12.1%	5.9%	12.7%	13.6%	14.3%
净资产收益率(%)	11.5%	4.1%	9.9%	12.5%	14.1%
市盈率	41.3	108.4	40.2	28.5	22.1
市净率	4.6	4.2	3.8	3.3	2.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年01月14日）	26.7元
目标价格	33.84元
52周最高价/最低价	27.67/9.96元
总股本/流通A股（万股）	29,951/20,067
A股市值（百万元）	7,997
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年01月15日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	23.61	20.27	41.34	56.33
相对表现%	22.97	23.13	44.89	40
沪深300%	0.64	-2.86	-3.55	16.33



### 证券分析师

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

### 联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

### 相关报告

三季度业绩超预期，受益 AI 终端散热升级趋势	2024-10-27
一季度利润改善显著，盈利能力修复	2024-04-27
一季度小幅承压，受益数字基建散热需求升级	2023-04-29

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 1.99/2.81/3.63 亿元（原 24-26 年预测分别为 1.80/2.49/3.24 亿元，主要上调营收及毛利率预测），根据可比公司 25 年 36 倍 PE 估值水平，对应目标价为 33.84 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

	代码	最新价格(元) 2025/1/14	每股收益(元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
瑞华泰	688323	11.62	-0.11	-0.29	0.18	0.45	-106.70	-40.22	63.39	25.82
德邦科技	688035	38.50	0.72	0.68	1.05	1.47	53.19	56.75	36.59	26.27
联瑞新材	688300	68.83	0.94	1.38	1.80	2.25	73.48	49.80	38.28	30.53
思泉新材	301489	64.00	0.95	1.33	1.89	2.67	67.65	48.01	33.81	23.93
信维通信	300136	23.91	0.54	0.75	0.99	1.16	44.37	31.95	24.23	20.70
	最大值						73.48	56.75	63.39	30.53
	最小值						(106.70)	(40.22)	24.23	20.70
	平均数						26.40	29.26	39.26	25.45
	调整后平均						55.07	43.26	36.23	25.34

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

智能手机销量不达预期；产品价格波动的风险；毛利率波动风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	369	301	314	414	634	营业收入	1,592	1,258	1,568	2,057	2,531
应收票据、账款及款项融资	411	329	401	526	647	营业成本	1,143	942	1,055	1,384	1,704
预付账款	1	2	3	4	5	营业税金及附加	9	16	20	26	32
存货	191	151	158	208	256	营业费用	38	50	55	64	71
其他	590	769	769	770	771	管理费用及研发费用	191	180	209	257	304
<b>流动资产合计</b>	<b>1,563</b>	<b>1,552</b>	<b>1,645</b>	<b>1,922</b>	<b>2,312</b>	财务费用	(2)	(1)	(2)	(3)	(4)
长期股权投资	0	5	5	5	5	资产、信用减值损失	9	(0)	5	5	5
固定资产	610	567	671	751	811	公允价值变动收益	3	11	0	0	0
在建工程	2	7	53	77	88	投资净收益	5	3	0	0	0
无形资产	72	72	69	65	62	其他	5	8	7	7	7
其他	45	60	45	41	41	<b>营业利润</b>	<b>217</b>	<b>93</b>	<b>234</b>	<b>330</b>	<b>427</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>728</b>	<b>710</b>	<b>842</b>	<b>939</b>	<b>1,007</b>	营业外收入	1	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,291</b>	<b>2,262</b>	<b>2,487</b>	<b>2,861</b>	<b>3,319</b>	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	103	0	7	0	0	<b>利润总额</b>	<b>217</b>	<b>92</b>	<b>234</b>	<b>330</b>	<b>427</b>
应付票据及应付账款	375	305	316	415	511	所得税	25	20	35	50	64
其他	73	55	45	46	46	<b>净利润</b>	<b>192</b>	<b>72</b>	<b>199</b>	<b>281</b>	<b>363</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>551</b>	<b>360</b>	<b>369</b>	<b>461</b>	<b>557</b>	少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>193</b>	<b>74</b>	<b>199</b>	<b>281</b>	<b>363</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.65	0.25	0.66	0.94	1.21
其他	3	7	7	7	7	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>		<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>554</b>	<b>367</b>	<b>376</b>	<b>468</b>	<b>564</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	9	(1)	(1)	(1)	(1)	营业收入	27.6%	-21.0%	24.7%	31.2%	23.0%
实收资本(或股本)	281	300	300	300	300	营业利润	48.3%	-57.3%	152.9%	41.0%	29.1%
资本公积	898	1,154	1,174	1,174	1,174	归属于母公司净利润	46.9%	-61.9%	170.0%	41.0%	29.1%
留存收益	548	441	640	920	1,283	<b>获利能力</b>					
其他	(0)	3	0	0	0	毛利率	28.2%	25.1%	32.7%	32.7%	32.7%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,737</b>	<b>1,895</b>	<b>2,112</b>	<b>2,392</b>	<b>2,755</b>	净利率	12.1%	5.9%	12.7%	13.6%	14.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,291</b>	<b>2,262</b>	<b>2,487</b>	<b>2,861</b>	<b>3,319</b>	ROE	11.5%	4.1%	9.9%	12.5%	14.1%
<b>现金流量表</b>						ROIC	10.8%	3.8%	9.8%	12.3%	13.9%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	192	72	199	281	363	资产负债率	24.2%	16.2%	15.1%	16.4%	17.0%
折旧摊销	53	71	72	74	82	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(2)	(1)	(2)	(3)	(4)	流动比率	2.84	4.31	4.46	4.17	4.15
投资损失	(5)	(3)	0	0	0	速动比率	2.49	3.89	4.03	3.72	3.69
营运资金变动	66	20	(79)	(77)	(75)	<b>营运能力</b>					
其它	44	31	(7)	0	0	应收账款周转率	4.3	3.5	4.4	4.5	4.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>349</b>	<b>190</b>	<b>183</b>	<b>275</b>	<b>365</b>	存货周转率	6.6	5.5	6.8	7.6	7.4
资本支出	(202)	(14)	(200)	(170)	(150)	总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
长期投资	0	(13)	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(323)	(208)	1	0	0	每股收益	0.65	0.25	0.66	0.94	1.21
<b>投资活动现金流</b>	<b>(525)</b>	<b>(234)</b>	<b>(199)</b>	<b>(170)</b>	<b>(150)</b>	每股经营现金流	1.24	0.63	0.61	0.92	1.22
债权融资	(2)	(2)	0	0	0	每股净资产	5.77	6.33	7.05	7.99	9.20
股权融资	0	274	20	0	0	<b>估值比率</b>					
其他	(116)	(291)	9	(4)	4	市盈率	41.3	108.4	40.2	28.5	22.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(118)</b>	<b>(19)</b>	<b>29</b>	<b>(4)</b>	<b>4</b>	市净率	4.6	4.2	3.8	3.3	2.9
汇率变动影响	(13)	(3)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	25.9	42.5	22.8	17.2	13.7
<b>现金净增加额</b>	<b>(307)</b>	<b>(67)</b>	<b>13</b>	<b>101</b>	<b>219</b>	EV/EBIT	32.3	75.3	29.8	21.1	16.4

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。