

英维克 (002837.SZ)

短期业绩波动受确收影响，数据中心在手订单丰富

事件：25 年 4 月 21 日晚间，公司发布《2024 年年度报告》与《2025 年一季度报告》，24 年公司实现营收 45.89 亿元 (yoy+30.04%)、归母净利润 4.53 亿元 (yoy+31.59%)、扣非归母净利润 4.30 亿元 (yoy+35.87%)；25Q1 公司实现营收 9.33 亿元 (yoy+25.07%)、归母净利润 0.48 亿元 (yoy-22.53%)、扣非归母净利润 0.42 亿元 (yoy-23.03%)。

□ **24Q4、25Q1 业绩短期波动，后续订单确收后有望带动增速修复。**24 年公司实现营收 45.89 亿元 (yoy+30.04%)、归母净利润 4.53 亿元 (yoy+31.59%)、扣非归母净利润 4.30 亿元 (yoy+35.87%)，公司充分发挥多领域布局与平台协同优势，总体经营业绩稳步增长。

单季度来看，24Q4 公司实现营收 17.17 亿元 (yoy+17.85%)、归母净利润 1.00 亿元 (yoy-25.31%)，**23Q4 基数较高 (23Q4 营收占全年收入的 41.29%，而 24Q4 营收占全年收入的 37.42%)**；25Q1 营收 9.33 亿元 (yoy+25.07%)、归母净利润 0.48 亿元 (yoy-22.53%)，**主要系订单确收节奏，25Q1 公司存货余额达 11.35 亿元 (yoy+78.73%)，较 24 年末 8.84 亿元出现明显增长。**

在手订单丰富，陆续确收有望带动增速回升。1) 存货明细来看：24 年末公司发出商品账面价值达 4.03 亿元 (yoy+49.25%，24H1 仅为 2.98 亿元)。2) 合同负债侧来看：24 年末余额为 2.29 亿元 (yoy+24.49%)、25Q1 余额为 3.66 亿元 (yoy+107.35%)，**预收客户货款快速增长，再次验证公司在手订单高景气，后续陆续交付有望持续推动业绩增速回升。**

□ **数据中心订单高增，机柜温控稳步增长。**

机房温控领域：24 年营收 24.41 亿元 (yoy+48.83%)，预计超 8 成为风冷配套订单。截至 25Q1，公司液冷链条累计交付量已达 1.2GW，24 年公司来自数据中心机房及算力设备液冷相关收入约为 3 亿元 (预计机房侧产品占比较高)。25 年考虑到国内 CSP 客户持续加大 Capex 投入，**互联网客户侧订单有望持续高景气。**

机柜温控领域：24 年营收 17.15 亿元 (yoy+17.03%)，增速较 24H1 有所提升。24 年公司储能温控收入近 15 亿元 (yoy+22%)，公司持续借助品牌优势与高质量产品加速拓展国内外客户。**公司储能温控业务北美收入占比较小，后续有望通过全球产能与出货布局进一步降低关税影响，满足下游需求增长。**

客车空调领域：24 年营收 1.11 亿元 (yoy+20.71%)，主要系 24 年冷链物流车相关需求显著增长所致。

轨道交通列车空调领域：24 年营收 0.75 亿元 (yoy-29.71%)，公司实现郑州、苏州、上海等多条地铁线路产品交付。

□ **综合毛利率由于会计政策变更短期波动，净利率水平整体保持平稳。**

毛利率、净利率方面：24 年公司实现毛利率水平 28.75% (yoy-3.60pct)、净利率水平 9.90% (yoy+0.01pct)，主要系 1) 24 年公司变更会计政策，将售后服务费用转入产品成本导致毛利率下降约 2.36pct；2) 全年大宗商品价格上涨及 24H2 产品结构变动导致机房温控业务毛利率短期承压所致。

分产品毛利率方面：1) **机房温控方面：**24 年毛利率 26.97% (yoy-2.38pct)，主要由于全年大宗商品价格上涨及 24H2 产品收入组合不利变化所致 (互联

强烈推荐 (维持)

TMT 及中小盘/通信

目标估值：NA

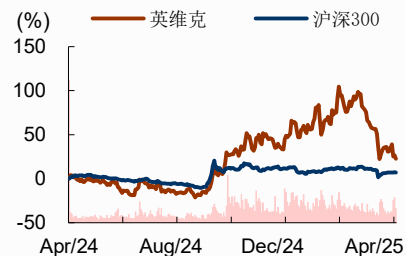
当前股价：30.38 元

基础数据

总股本 (百万股)	744
已上市流通股 (百万股)	647
总市值 (十亿元)	22.6
流通市值 (十亿元)	19.7
每股净资产 (MRQ)	4.0
ROE (TTM)	14.8
资产负债率	52.1%
主要股东 深圳市英维克投资有限公司	
主要股东持股比例	25.32%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-30	-0	36
相对表现	-27	4	28



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《英维克 (002837) —Q3 业绩超预期，多业务曲线助力收入利润高增》2024-10-25
- 2、《英维克 (002837) —算力液冷收入翻倍，机房温控在手订单丰富》2024-08-13
- 3、《英维克 (002837) —Q2 业绩高增，机房业务表现亮眼》2024-07-14

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

孙嘉擎 S1090523040001

sunjiaqing@cmschina.com.cn

朱彦霖 研究助理

zhuyanlin@cmschina.com.cn

网客户大单占比提升)。2)机柜温控方面:24年毛利率31.48%(yoy+0.21pct),整体保持稳定。

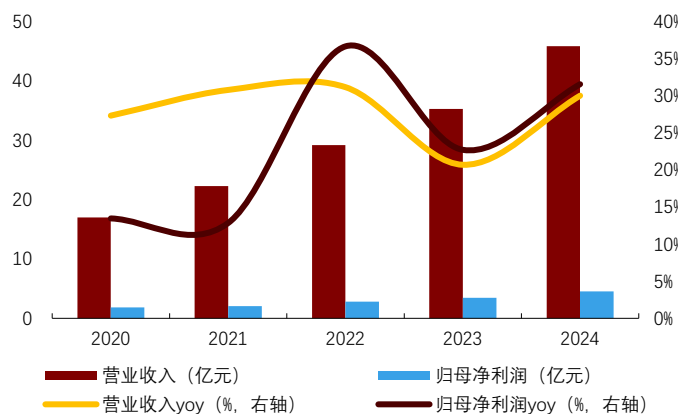
- 24H2起逐步加大费用投入彰显发展信心,高端人才数量快速增长积蓄发展动能。24H2起公司逐步加大费用投入,25Q1公司销售费用率、管理费用率与研发费用率分别为5.01%(yoy-2.30pct)、5.28%(yoy+0.51pct)与10.01%(yoy+1.26pct)。公司持续推进人员扩张与高端技术人才储备,24年公司在职工总数达5,129人(yoy+33.12%),其中研发人员数量达1,746人(yoy+36.51%,24年硕博人员数量皆同比翻倍),彰显公司长期发展信心。
- 投资建议:平台型温控解决方案龙头,“机房+机柜+电子散热”三条成长曲线共振。公司25-27年归母净利润分别为6.09亿元、8.16亿元、10.62亿元,对应EPS分别为0.82元、1.10元、1.43元,对应PE为37.1倍、27.7倍、21.3倍,维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示:原材料价格风险、产业竞争加剧风险、液冷技术进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3529	4589	6278	7953	9937
同比增长	21%	30%	37%	27%	25%
营业利润(百万元)	396	503	685	918	1194
同比增长	24%	27%	36%	34%	30%
归母净利润(百万元)	344	453	609	816	1062
同比增长	23%	32%	35%	34%	30%
每股收益(元)	0.46	0.61	0.82	1.10	1.43
PE	65.7	50.0	37.1	27.7	21.3
PB	9.1	7.8	6.7	5.7	4.7

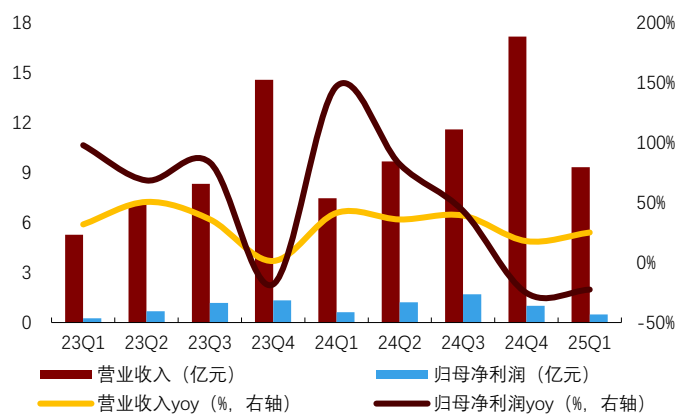
资料来源:公司数据、招商证券

图 1: 20-24 年公司营收、净利润情况 (亿元, %)



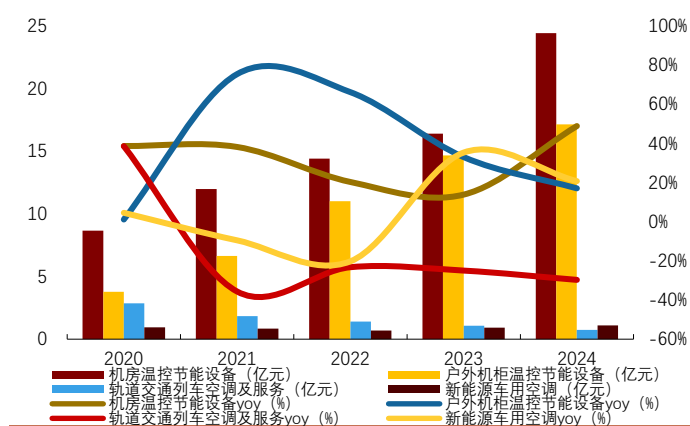
资料来源: iFinD、招商证券

图 2: 23Q1-25Q1 公司营收、净利润情况 (亿元, %)



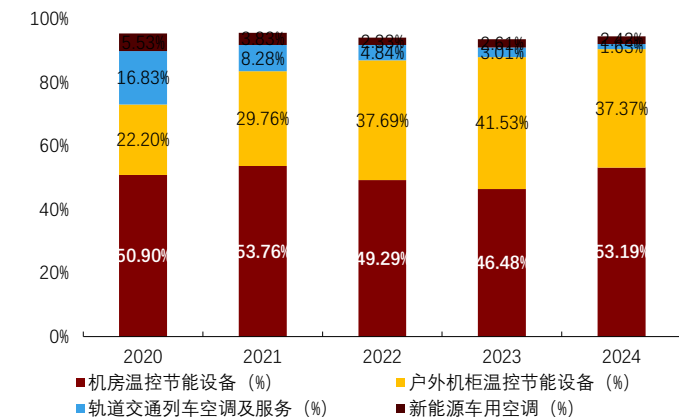
资料来源: iFinD、招商证券

图 3：20-24 年公司分业务营收情况（亿元，%）



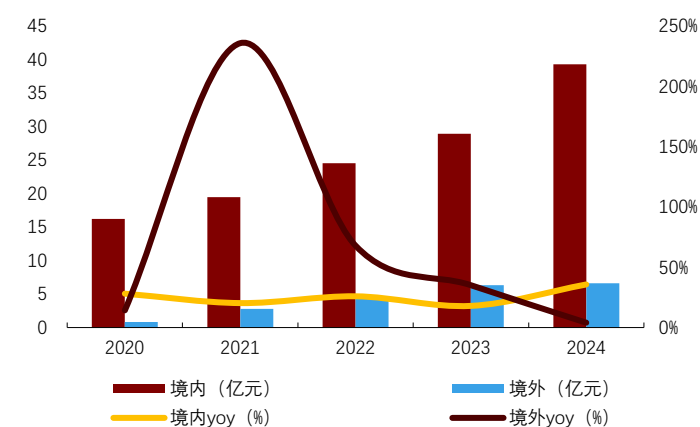
资料来源：iFinD、招商证券

图 4：20-24 年公司分业务营收占比（%）



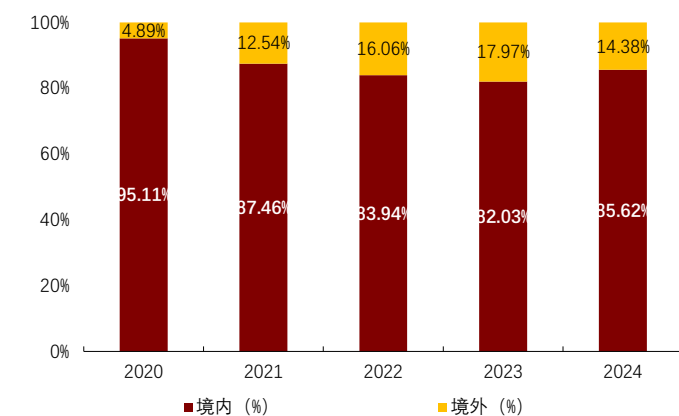
资料来源：iFinD、招商证券

图 5：20-24 年公司分地区营收情况（亿元，%）



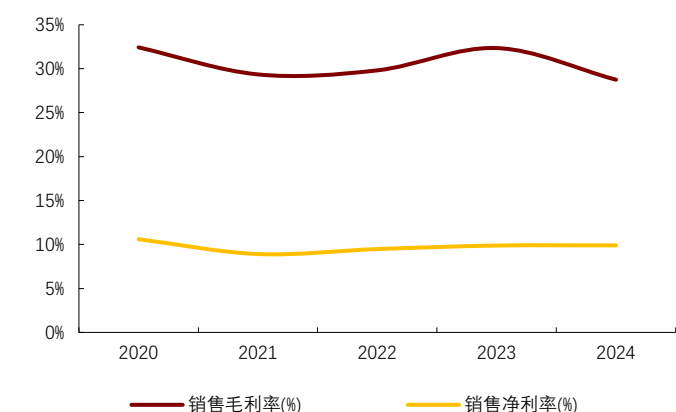
资料来源：iFinD、招商证券

图 6：20-24 年公司分地区营收占比（%）



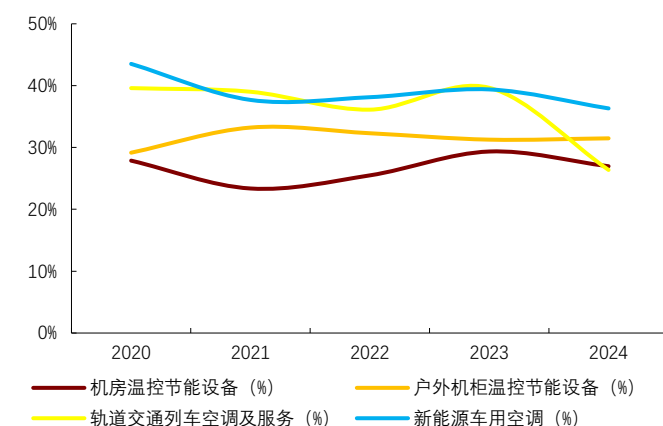
资料来源：iFinD、招商证券

图 7：20-24 年公司毛利率、净利率情况（%）



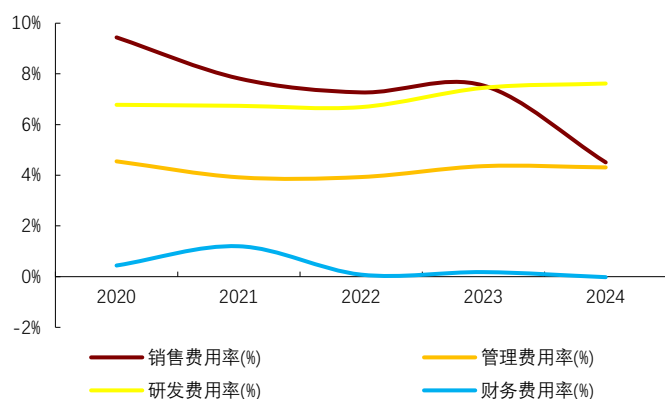
资料来源：iFinD、招商证券

图 8：20-24 年公司分业务毛利率情况（%）



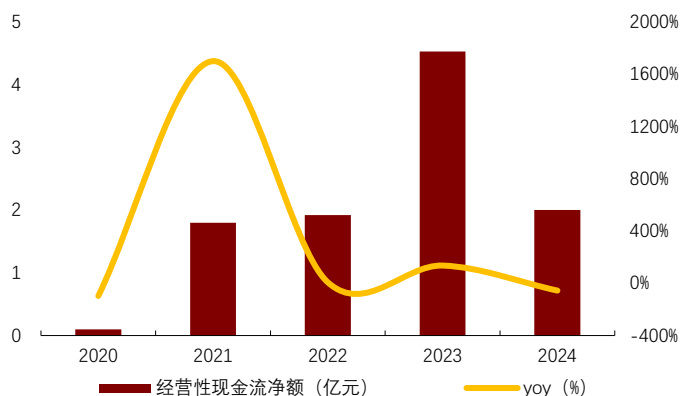
资料来源：iFinD、招商证券（注：23 年机房温控、机柜温控毛利率根据 24 年年报数据进行回溯）

图 9：20-24 年公司费用率情况（%）



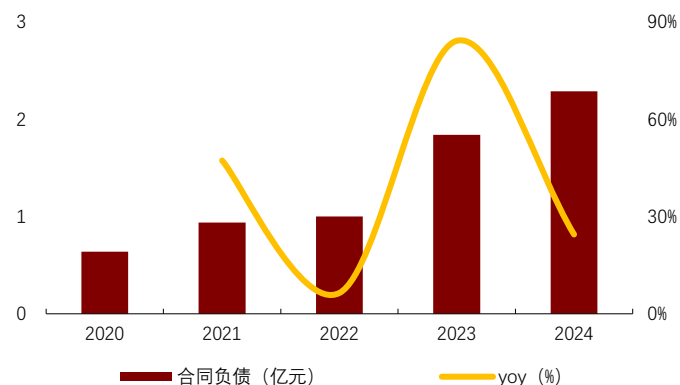
资料来源：iFinD、招商证券

图 10：20-24 年公司经营性现金流情况（亿元，%）



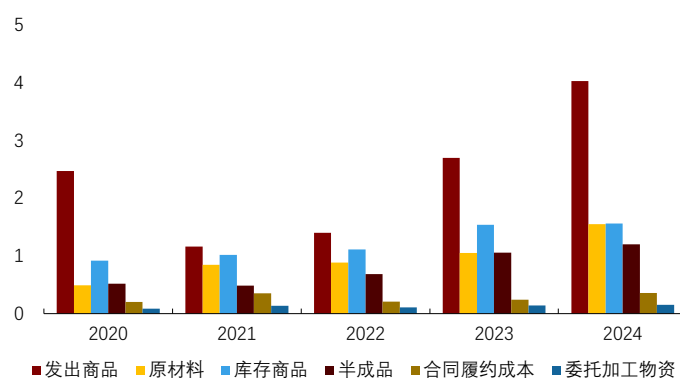
资料来源：iFinD、招商证券

图 11：20-24 年公司合同负债情况（亿元，%）



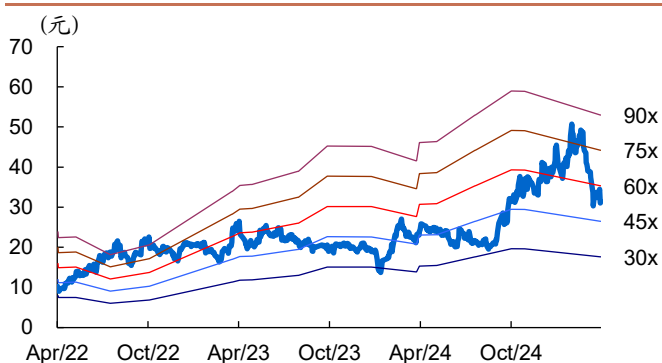
资料来源：iFinD、招商证券

图 12：20-24 年公司存货明细（亿元）



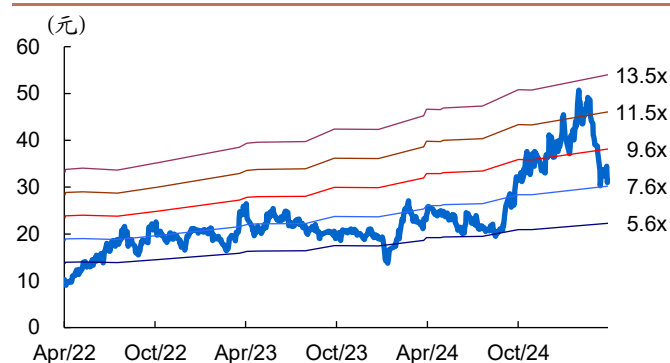
资料来源：iFinD、招商证券（注：以账面价值计算）

图 13：英维克历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 14：英维克历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4229	4802	6132	7786	9688
现金	940	728	556	725	870
交易性投资	50	30	30	30	30
应收票据	30	44	60	76	94
应收款项	1731	2428	3323	4209	5259
其它应收款	85	84	114	145	181
存货	673	884	1224	1555	1946
其他	719	603	826	1046	1307
非流动资产	862	1213	1481	1714	1917
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	287	626	922	1180	1405
无形资产商誉	287	237	214	192	173
其他	288	349	345	342	339
资产总计	5091	6014	7613	9500	11605
流动负债	2400	2706	3842	5112	6421
短期借款	378	312	660	1130	1497
应付账款	1457	1805	2498	3174	3971
预收账款	184	229	317	403	505
其他	380	360	368	405	448
长期负债	209	395	395	395	395
长期借款	98	292	292	292	292
其他	111	104	104	104	104
负债合计	2609	3101	4238	5507	6816
股本	568	744	744	744	744
资本公积金	653	567	567	567	567
留存收益	1265	1604	2064	2680	3472
少数股东权益	(4)	(3)	(1)	2	5
归属于母公司所有者权益	2486	2916	3376	3991	4784
负债及权益合计	5091	6014	7613	9500	11605

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	453	200	28	291	459
净利润	349	454	611	819	1065
折旧摊销	37	47	108	142	173
财务费用	14	18	42	66	90
投资收益	(3)	(0)	(49)	(51)	(54)
营运资金变动	60	(305)	(684)	(685)	(814)
其它	(3)	(14)	0	0	0
投资活动现金流	(93)	(332)	(326)	(325)	(322)
资本支出	(204)	(353)	(376)	(376)	(376)
其他投资	111	21	49	51	54
筹资活动现金流	(116)	(131)	126	203	8
借款变动	(139)	(101)	318	470	367
普通股增加	134	176	0	0	0
资本公积增加	(27)	(86)	0	0	0
股利分配	(83)	(114)	(149)	(201)	(269)
其他	(1)	(6)	(42)	(66)	(90)
现金净增加额	244	(263)	(172)	169	145

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3529	4589	6278	7953	9937
营业成本	2387	3270	4525	5751	7195
营业税金及附加	21	27	37	47	59
营业费用	266	207	257	294	348
管理费用	154	198	251	302	368
研发费用	263	350	446	533	646
财务费用	6	(1)	42	66	90
资产减值损失	(95)	(100)	(84)	(93)	(93)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	56	65	48	49	52
投资收益	3	0	1	2	2
营业利润	396	503	685	918	1194
营业外收入	8	10	5	6	6
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	401	511	687	921	1198
所得税	53	57	76	102	133
少数股东损益	5	1	2	3	3
归属于母公司净利润	344	453	609	816	1062

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	21%	30%	37%	27%	25%
营业利润	24%	27%	36%	34%	30%
归母净利润	23%	32%	35%	34%	30%
获利能力					
毛利率	32.4%	28.7%	27.9%	27.7%	27.6%
净利率	9.7%	9.9%	9.7%	10.3%	10.7%
ROE	14.9%	16.8%	19.4%	22.2%	24.2%
ROIC	12.1%	13.5%	16.4%	18.0%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	51.2%	51.6%	55.7%	58.0%	58.7%
净负债比率	12.0%	10.5%	12.5%	15.0%	15.4%
流动比率	1.8	1.8	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	4.3	4.2	4.3	4.1	4.1
应收账款周转率	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0
每股资料(元)					
EPS	0.46	0.61	0.82	1.10	1.43
每股经营净现金	0.61	0.27	0.04	0.39	0.62
每股净资产	3.34	3.92	4.53	5.36	6.43
每股股利	0.15	0.20	0.27	0.36	0.47
估值比率					
PE	65.7	50.0	37.1	27.7	21.3
PB	9.1	7.8	6.7	5.7	4.7
EV/EBITDA	62.3	49.6	32.1	23.8	18.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。