

英维克(002837)

报告日期: 2025年04月28日

AI算力需求高景气, 加大海外市场拓展

——英维克24年年报&25年一季报点评报告

投资要点

□ 24年收入利润双增, 在手订单历史高位水平

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%; 毛利率28.75%, 同比-3.6pct, 主要系会计政策变更, 将售后服务费用转入产品成本, 导致毛利率下降约2.36pct, 还原后毛利率可比口径同比下降1.0pct, 主要受大宗商品价格上涨以及下半年机房温控产品收入组合不利变化的影响; 还原会计政策变更影响后销售、管理、财务费用率分别同比-0.4pct/-0.0pct/-0.2pct, 期间费用率仍持续优化。

已发货未验收商品与备货增加, 在手订单处于历史高位。截止24年末应收账款24.28亿元, 较年初同比增长40.30%, 部分项目实施及验收回款周期较长; 存货8.84亿元, 年初为6.73亿元, 主要系已发货未验收的发出商品与备货库存增加, 其中发出商品4.03亿元。目前公司在手待发货订单数据处于历史高位, 未来公司规模将持续成长。

注重研发投入, 费用及人员数量大幅增长。24年研发费用YOY+32.98%, 研发费用率同比+0.2pct, 主要系研发人员工资费用与研发原材料投入增加所致, 截止24年末公司员工人数达5129人, 比23年末增加33.1%, 其中研发人员数量为1746人, 比23年末增加36.5%。公司在深圳、北京设立了新技术研究院, 聚焦新产品、新技术内部孵化及对外合作。截止24年末, 公司共拥有发明专利102项, 比23年末增加73%。

产能扩充以满足持续增长的行业需求, 完善海外供应链。24年公司在建工程1.64亿元, 主要为精密温控节能设备华南总部基地及中原总部基地, 预计25年华南总部基地首期产能和郑州首期产能将充分利用, 满足数据中心温控、电子散热、液冷、储能配套、压缩机等业务需求, 同时公司将加快推进华南总部基地二期、郑州基地二期的建设, 加快建设和完善海外的服务与供应链平台。

□ 25Q1受确收节奏影响, 存货规模显著增加

25Q1公司实现营收9.32亿元, YOY+25.07%, 收入增长放缓主要受确收节奏影响, 25Q1末存货为11.35亿元, 较24年底的8.84亿元及24Q1末的6.35亿元明显增长; 归母净利润0.48亿元, YOY-22.53%; 股份支付费用为694.51万元, 对归属于上市公司股东的净利润影响为590.33万元; 毛利率26.5%, 还原会计变更影响后同比-0.46pct; 还原会计政策变更影响后销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.3pct/+0.5pct/+1.3pct/-0.8pct。

□ 数据中心持续高增, 加大液冷推广及大海外拓展

24年机房温控业务实现收入24.41亿元, YOY+48.8%, Q4项目验收确认较为集中, 占营收比重进一步同比提升6.7pct至53.2%, 毛利率27.0%, 同比-2.4pct, 主要受大宗商品价格上涨导致成本提升、产品及区域组合差异等影响。

公司液冷全链条优势显著, 24年获众多突破。随着数据中心需求快速增长且液冷技术持续推进, 公司基于“全链条”平台优势及“端到端”的产品布局优势, 与算力芯片、算力设备、机房公司、云厂商主流客户均展开深度合作, 并获规模采购应用, 24年9月公司CPU冷板、快接头、manifold、机架式CDU通过英特尔测试验证, 成为英特尔至强6平台首位冷板液冷解决方案集成商, 24年10月OCP大会期间公司UQD快接头产品被列入英伟达MGX生态系统合作伙伴; manifold、机架式CDU、快接头、冷板产品已进入多家服务器厂商、互联网客户的供应商名录; 3D-TVC开始小批量应用于储能PCS和基站AAU射频单元。截止25年3月公司在液冷链条的累计交付已达1.2GW(截止去年同期为900MW), 24年来自数据中心机房及算力设备的液冷技术相关营业收入约3亿元。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 张建民
 执业证书号: S1230518060001
 zhangjianmin1@stocke.com.cn

研究助理: 邢艺凡
 xingyifan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 30.38
总市值(百万元)	22,616.89
总股本(百万股)	744.47

股票走势图



相关报告

- 《业绩超预期, 海外AI液冷打开局面》2024.10.28
- 《上调盈利预测, 费用率有望进入下行通道》2024.09.17
- 《业绩超预期, 平台型公司优势凸显》2024.07.12

持续加大液冷研发布局,积极拓展海外市场。未来公司将进一步扩大间接蒸发冷却等优势产品的销售规模,充分发挥液冷领域的“全链条”平台优势,在液冷智算中心和液冷服务器两个领域持续进一步拓展,同时积极开拓海外市场,尤其在液冷算力领域加大海外合作与推广力度,预计公司将充分受益于AI数据中心需求持续增长、液冷渗透率提升以及海外市场突破。

□ 储能温控健康可持续发展,积极拓展国内外客户

24年机柜温控业务实现收入17.15亿元, YOY+17.0%, 占营收比重37.4%, 毛利率31.5%, 同比+0.2pct, 尽管大宗商品价格上涨传导成本上升, 但得益于公司市场、研发和供应链的优化, 毛利率实现略上升。其中储能应用收入近15亿元, YOY+22%。

装机量及价格呈向好趋势, 公司份额有望提升。根据CNESA, 预计2025年国内新型储能新增装机超过30GW, 25-30年CAGR高达20.2%-24.5%, 同时国内储能产业链降价幅度趋缓, 预计价格已趋近底部, 同时2025年开始取消强制配储后, 行业开始从“成本优先”到“价值创造”转变, 客户开始关注产品的使用寿命、性能等而非产品价格。除此之外, 国内储能系统厂商加速出海, 24年中国储能企业签约海外储能大单规模超150GWh, 约20%出口北美市场。公司是最早涉足电化学储能系统温控的厂商, 在储能温控行业处于领导地位, 也是众多储能系统厂商的重要温控供应商, 同时持续积极拓展国内外客户, 预计公司将在储能装机持续增长、客户从注重成本到注重产品性能的转变、国内客户出海加速的背景之下, 实现储能行业市场份额的提升。

□ 轨交及客车空调积极把握政策机遇, 新业务加速拓展

24年轨道交通列车空调业务收入0.75亿元, YOY-29.7%, 地铁建设量预计将触底回升, 公司有望受益于上海、苏州、郑州、深圳等重点城市的线路的新建和延寿需求以及新业务拓展。

24年客车空调业务收入1.11亿元, YOY+20.7%, 主要受益于电动大巴改造更新补贴以及新购新能源城市配送冷藏车国补政策的出台, 云南嘉华食品、南京卫岗乳业、麦当劳等客户贡献收入快速增长。公司将积极开展与整机厂深度合作, 抓住电动大巴更换及出口需求机会, 同时大力投入冷链车业务, 有望贡献新增量。

□ 领先的热管理平台型公司, 坚持长期健康发展理念

公司坚持长期持续健康发展的经营理念, 做“有利润的收入”和“有现金流的利润”。自成立以来公司致力于打造“深刻理解客户需求”和“快速交付优质产品”核心竞争力, 基于从热源到冷源完整的设备散热与环境控制的技术平台, 以行业发展趋势下的客户需求为导向, 推出新产品及解决方案, 目前已初步形成基于统一技术和业务平台基础上的汇集多个专业细分领域的业务布局, 兼具差异化门槛与规模效应的双重优势, 未来将在数据中心从风冷向液冷的升级迭代、储能装机的强劲需求以及更多新兴细分领域需求中获得长远健康发展。

□ 盈利预测与估值

预计公司25-27年收入分别为62.7/77.7/92.7亿元, 同比增长37%/24%/19%; 归母净利润分别为7.0/8.8/10.5亿元, 同比增长54%/26%/20%, 对应PE(25年4月25日收盘价)分别32/26/21倍, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

产业发展不及预期; 市场需求不及预期; 材料成本上升影响公司盈利能力等。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4589	6267	7773	9265
(+/-) (%)	30.04%	36.56%	24.04%	19.20%
归母净利润	453	697	875	1053
(+/-) (%)	31.59%	53.99%	25.58%	20.33%
每股收益(元)	0.61	0.94	1.18	1.41
P/E	49.96	32.45	25.84	21.47

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4802	5971	6937	8381
现金	728	765	827	1388
交易性金融资产	30	30	30	30
应收账款	2472	3177	3786	4328
其它应收款	84	114	141	169
预付账款	16	26	29	37
存货	884	1214	1506	1799
其他	588	645	617	631
非流动资产	1213	1438	1530	1561
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	626	815	888	900
无形资产	126	127	128	129
在建工程	164	171	177	182
其他	296	324	337	350
资产总计	6014	7409	8467	9942
流动负债	2706	3564	3895	4477
短期借款	312	594	100	90
应付款项	1805	2420	3160	3678
预收账款	0	0	0	0
其他	589	550	636	710
非流动负债	395	383	386	387
长期借款	292	292	292	292
其他	104	91	95	95
负债合计	3101	3947	4281	4864
少数股东权益	(3)	(2)	2	5
归属母公司股东权益	2916	3464	4183	5073
负债和股东权益	6014	7409	8467	9942

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	200	209	884	838
净利润	454	698	879	1057
折旧摊销	47	60	78	90
财务费用	(1)	20	14	(3)
投资损失	(0)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(105)	(210)	220	2
其它	(194)	(359)	(307)	(306)
投资活动现金流	(332)	(256)	(157)	(107)
资本支出	(375)	(250)	(150)	(100)
长期投资	0	0	0	0
其他	42	(6)	(7)	(7)
筹资活动现金流	(131)	83	(665)	(171)
短期借款	(66)	282	(494)	(10)
长期借款	193	0	0	0
其他	(258)	(199)	(171)	(161)
现金净增加额	(263)	36	62	561

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4589	6267	7773	9265
营业成本	3270	4487	5570	6652
营业税金及附加	27	37	46	55
营业费用	207	260	298	334
管理费用	198	265	302	330
研发费用	350	472	614	767
财务费用	(1)	20	14	(3)
资产减值损失	102	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1
其他经营收益	67	70	73	77
营业利润	503	796	1004	1208
营业外收支	7	6	7	7
利润总额	511	802	1011	1214
所得税	57	104	131	158
净利润	454	698	879	1057
少数股东损益	1	1	4	3
归属母公司净利润	453	697	875	1053
EBITDA	580	893	1114	1311
EPS (最新摊薄)	0.61	0.94	1.18	1.41

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	30.04%	36.56%	24.04%	19.20%
营业利润	27.12%	58.07%	26.13%	20.32%
归属母公司净利润	31.59%	53.99%	25.58%	20.33%
获利能力				
毛利率	28.75%	28.40%	28.34%	28.21%
净利率	9.90%	11.14%	11.31%	11.40%
ROE	16.78%	21.87%	22.89%	22.74%
ROIC	13.26%	16.53%	19.54%	19.36%
偿债能力				
资产负债率	51.56%	53.27%	50.57%	48.92%
净负债比率	20.44%	22.44%	9.14%	7.84%
流动比率	1.77	1.68	1.78	1.87
速动比率	1.45	1.33	1.39	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.93	0.98	1.01
应收账款周转率	2.21	2.25	2.26	2.32
应付账款周转率	2.88	3.00	2.90	2.79
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.94	1.18	1.41
每股经营现金	0.27	0.28	1.19	1.13
每股净资产	3.92	4.65	5.62	6.81
估值比率				
P/E	49.96	32.45	25.84	21.47
P/B	7.76	6.53	5.41	4.46
EV/EBITDA	51.68	25.47	19.93	16.49

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>