

2025 年 04 月 29 日

需求持续景气，短期利润承压

英维克(002837)

评级:	增持	股票代码:	002837
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	52.53/19.26
目标价格:		总市值(亿)	230.29
最新收盘价:	30.93	自由流通市值(亿)	200.23
		自由流通股数(百万)	647.36

事件:

公司 2024 年实现总营业收入 45.89 亿元，同比增长 30.04%；利润总额达到 5.11 亿元，同比增长 27.26%；实现归母净利润 4.53 亿元，同比增长 31.59%。

2025Q1 实现总营业收入 9.33 亿元，同比增长 25.07%；利润总额达到 0.56 亿元，同比减少 14.87%；实现归母净利润 0.48 亿元，同比减少 22.53%。

1、收入端：液冷拉动需求增长，项目验收进度影响短期波动

机房温控实现营收 24.41 亿元，同比增长 48.83%，毛利率 26.97%，同比下滑 2.38pct。毛利率下滑主要系

(1) 会计准则调整售后服务费用转入成本；(2) 上游大宗商品价格上涨；(3) 以及下半年产品结构和区域组合差异影响。2024 年公司第一份额中标中国电信弹性 DC 舱 2024-2025 年集采，产品应用于“临港智算谷”万卡算力集群等项目实施中。

机柜温控实现营收 17.15 亿元，同比增长 17.03%，毛利率 31.48%，同比提升 0.21pct。其中来自储能应用的营业收入近 15 亿元，较上年度同比增长约 22%。

客车空调实现营收 1.11 亿元，同比增长 20.71%，毛利率 36.32%，同比下滑 3.07pct。冷链物流车相关需求显著增长，弥补传统的新能源客车业务的萎缩。

轨交列车空调及服务实现营收 0.75 亿元，同比减少 29.71%，毛利率 26.37%，同比下滑 13.29pct。受宏观经济及地方政府投资力度影响，地铁轨交业务持续三年建设放缓，2024 年度有所改善，但优势市场上海地铁建设量有限对 2024 年度营收营销较大。

电子散热快速拓展：公司的 3D-TVC 已开始小批量应用于储能 PCS 和基站 AAU 射频单元。公司冷板产品于 2023 年正式被列入 Intel 公司的 Eagle Stream 服务器的 Design Guide 文件。公司作为英特尔中国数据中心液冷创新加速计划的首位合作伙伴，成为英特尔至强 6 平台首位冷板液冷解决方案集成商。Coolinside 全链条液冷解决方案中的快换接头、Manifold、冷板、长效液冷工质、漏液检测等产品已获一些主流的算力芯片厂商、头部算力设备制造商认可并开始被规模采购应用。

分季度看，24Q4、25Q1 分别实现营收 17.17/9.33 亿元，同比分别增长 17.85%/25.07%，同比增速放缓我们预计主要受项目验收进度影响。截止 2024 年报和 2025 一季报，存货分别为 8.8/11.4 亿元，同比分别增长 31.5%/78.7%。

2、成本费用端：毛利率承压，持续加大研发投入

毛利率 24Q4、25Q1 毛利率分别为 23.8%/26.5%，同比分别下降 8.2/3.1pct。主要系报告期内变更会计政策，将售后服务费用转入产品成本导致毛利率下降。

费用率方面，2024 年公司整体费用率 16.4%，同比下降 3.1pct，主要系销售费用中售后费用转移至营业成本项约 1.1 亿元，销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.5%/4.3%/0.0%/7.6%，销售费用率同比下降 3.0pct。

25Q1 整体费用率 20.3%，同比下降 1.4pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.0%/5.3%/-0.1%/10.0%，同比分别变化-2.3/+0.5/-0.8/+1.3pct。

根据 2024 年报，公司研发人员 2024 年达到 1746 人，同比增长 36.51%，并持续加大硕士博士等高端人才队伍，分别同比增长 128.2%/100.0%达到 178/16 人，在液冷连接器、间接蒸发冷却、高能量密度液冷机组和冷冻冷藏车机组等液冷相关产品矩阵持续研发投入。

3、液冷技术布局领先，全链条平台优势明显

公司在液冷技术领域的全链条平台优势明显，从冷板、快速接头、Manifold、CDU、机柜，到 SoluKing 长效液冷工质、管路、冷源等“端到端”的产品覆盖，2024 年 9 月英特尔中国数据中心液冷创新加速计划中，英维克 Coolinside 全链条液冷解决方案，包括 BHS-AP 平台 CPU 液冷冷板、UQD 快速接头、Manifold 机柜级分水器、液冷 CDU 等产品通过英特尔验证。2024 年 OCP 全球峰会期间，英伟达公司在其官网上公布了有关其 Blackwell GB200 系统开发成果的相关资讯新闻，公司的 UQD 产品被列入英伟达的 MGX 生态系统合作伙伴。截止 2025 年 3 月公司在液冷链条的累计交付已达 1.2GW。

相关产品和技术在算力和储能等行业得到广泛应用，成为公司业绩增长的重要推动力。

我们认为，AI 等新技术应用拉动液冷生态快速成熟，伴随行业加速渗透，公司作为液冷技术应用领域技术龙头，在数据中心领域的 Coolinside 和储能 BattCool 全链条液冷解决方案均具备领先优势，公司有望凭借技术平台优势持续受益于算力中心需求拉动。

4、投资建议：

公司作为液冷领域领先布局企业，持续受益需求稳定增长，毛利率受结构变化影响减少，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入由 54.8/70.1/N/A 亿元调整为 57.7/71.9/87.9 亿元，归母净利润由 6.7/8.4/N/A 亿元调整为 6.0/7.7/9.6 亿元，受 2024 年转增股本后股本增加影响每股收益分别由 1.17/1.47/N/A 元调整为 0.80/1.03/1.29 元，对应 2025 年 4 月 29 日 30.93 元/股，公司 PE 分别为 37.6/29.4/23.5 倍，维持“增持”评级。

5、风险提示：

行业竞争加剧导致毛利率下降风险；液冷技术迭代不及预期，下游需求不及预期；原材料价格波动风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,529	4,589	5,773	7,186	8,787
YoY (%)	20.7%	30.0%	25.8%	24.5%	22.3%
归母净利润(百万元)	344	453	597	765	958
YoY (%)	22.7%	31.6%	31.9%	28.2%	25.2%
毛利率 (%)	29.8%	28.7%	28.7%	28.9%	29.2%
每股收益 (元)	0.47	0.61	0.80	1.03	1.29
ROE	13.8%	15.5%	17.0%	17.9%	18.3%
市盈率	64.21	49.48	37.64	29.36	23.45

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：马军

邮箱：majun@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523090003

联系电话：

分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,589	5,773	7,186	8,787	净利润	454	599	768	961
YoY (%)	30.0%	25.8%	24.5%	22.3%	折旧和摊销	87	97	115	134
营业成本	3,270	4,117	5,108	6,219	营运资金变动	-445	-423	-676	-507
营业税金及附加	27	34	42	51	经营活动现金流	200	338	289	686
销售费用	207	295	351	430	资本开支	-353	-225	-250	-256
管理费用	198	246	309	377	投资	0	0	0	0
财务费用	-1	1	-2	-5	投资活动现金流	-332	-222	-247	-253
研发费用	350	428	538	658	股权募资	44	0	0	0
资产减值损失	-54	-20	-30	-40	债务募资	32	-75	-81	-77
投资收益	0	3	3	4	筹资活动现金流	-131	-86	-88	-81
营业利润	503	682	872	1,091	现金净流量	-259	31	-46	353
营业外收支	7	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	511	682	872	1,091	成长能力				
所得税	57	83	104	130	营业收入增长率	30.0%	25.8%	24.5%	22.3%
净利润	454	599	768	961	净利润增长率	31.6%	31.9%	28.2%	25.2%
归属于母公司净利润	453	597	765	958	盈利能力				
YoY (%)	31.6%	31.9%	28.2%	25.2%	毛利率	28.7%	28.7%	28.9%	29.2%
每股收益	0.61	0.80	1.03	1.29	净利率	9.9%	10.3%	10.7%	10.9%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	7.5%	8.6%	9.0%	9.7%
货币资金	728	759	713	1,066	净资产收益率 ROE	15.5%	17.0%	17.9%	18.3%
预付款项	16	25	29	35	偿债能力				
存货	884	973	1,334	1,469	流动比率	1.77	1.84	1.83	1.95
其他流动资产	3,173	3,861	4,967	5,726	速动比率	1.35	1.42	1.39	1.51
流动资产合计	4,802	5,617	7,044	8,296	现金比率	0.27	0.25	0.19	0.25
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	51.6%	49.5%	49.8%	47.1%
固定资产	626	754	889	1,019	经营效率				
无形资产	126	140	154	165	总资产周转率	0.83	0.89	0.93	0.95
非流动资产合计	1,213	1,342	1,480	1,605	每股指标（元）				
资产合计	6,014	6,960	8,523	9,900	每股收益	0.61	0.80	1.03	1.29
短期借款	312	237	156	79	每股净资产	3.92	4.72	5.75	7.03
应付账款及票据	1,805	2,108	2,839	3,177	每股经营现金流	0.27	0.45	0.39	0.92
其他流动负债	589	708	853	1,007	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,706	3,052	3,848	4,264	估值分析				
长期借款	292	292	292	292	PE	49.48	37.64	29.36	23.45
其他长期负债	104	104	104	104	PB	10.31	6.40	5.25	4.29
非流动负债合计	395	395	395	395					
负债合计	3,101	3,447	4,243	4,659					
股本	744	744	744	744					
少数股东权益	-3	-1	2	5					
股东权益合计	2,913	3,512	4,280	5,241					
负债和股东权益合计	6,014	6,960	8,523	9,900					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。