

英维克 (002837)

证券研究报告
2025年05月09日

存货高增发货节奏影响短期业绩，温控龙头 AI 时代空间广阔

事件

公司发布 2024 年度报告及 2025 年一季报。2024 年实现营业收入 45.89 亿元，同比增长 30.04%；实现归母净利润 4.53 亿元，同比增长 31.59%。2025 年一季报实现营业收入 9.33 亿元，同比增长 25.07%；实现归母净利润 0.48 亿元，同比下滑 22.53%。

近两个季度受结算影响致业绩承压，关注存货高增

公司 24Q4 单季度实现营收 17.17 亿元，同比增长 17.85%；实现归母净利润 9991 万元，同比下滑 25.31%。营收增速有所放缓主要与结算导致收入确认节奏有关，关注公司存货高增，24 年存货 8.84 亿元，较期初（6.73 亿元）显著增长，同时 25Q1 存货 11.35 亿元，较期初（8.84 亿元）提升明显，同时较去年同期（6.35 亿元）增长 5 亿元，同比增长近 80%。其中重要原因为已发货未验收的发出商品增加以及销售增长带动原材料储备增加。

会计政策变更致使毛利率波动，看好整体企稳回升

公司 24 年毛利率 28.75%，较 23 年下滑 3.6pct，主要是会计政策变更，将售后服务费用转入产品成本导致毛利率下降约 2.36pct。机房温控业务毛利率 26.97%，同比下降 2.38pct，主要是大宗商品价格上涨以及销售结构影响；机柜温控业务毛利率 31.48%，同比提升 0.21pct。25Q1 方面，公司毛利率 26.45%，考虑会计政策影响，还原 24Q1 毛利率后，同比下滑约 0.46pct。

AI 时代下公司发展空间广阔，竞争优势强

AI 浪潮下，AIDC 持续发展，随着算力密度的提高，算力设备、数据中心机柜的热密度都已显著提高，加快了液冷技术的导入。行业内互联网厂商资本开支增长有望拉动 IDC 订单需求提升，也将带动公司业务有强劲发展，从目前存货以及合同负债方面也能看到，我们预计后续季度公司增速有望持续体现强劲增长。同时我们认为随着行业持续发展推进，液冷应用将逐渐渗透提升，公司液冷领域布局早竞争力强，截止 25 年 3 月液冷链条的累计交付已达 1.2GW，并拥有全链条方案，深受客户的信赖。

国内客户优质，海外逐步突破可期

国内业务方面，公司与运营商和华为等大客户合作紧密，同时在数据中心领域已为腾讯、阿里巴巴、秦淮数据、三大运营商等用户的大型数据中心提供了大量高效节能的制冷系统及产品。

海外业务方面，公司突破英特尔，未来算力大客户突破可期。2023 年 7 月 29 日公司作为液冷领域的唯一企业和另外 5 家企业一起在英特尔大湾区科技创新中心开幕典礼上与英特尔签署项目合作备忘录，海外逐步突破。2024 年 6 月，公司联合英特尔、宝德发布首款兼容多平台的液冷铝冷板系统，电子散热业务值得期待；同时公司的 UQD 产品被列入英伟达的 MGX 生态系统合作伙伴，后续有望持续突破。

盈利预测与投资建议：

公司是制冷解决方案及设备龙头厂商，不断加码研发迭代，拓展下游应用领域及国内外知名客户，有望受益于 AI 浪潮以及液冷渗透趋势。由于公司 24 年经营情况以及会计政策的变更，我们调整公司 25-26 年归母净利润至 6.4/8.5（原值为 7.1/9.5 亿元），预计 27 年归母净利润为 10.8 亿元，对应 25-27 年 PE 估值为 41/30/24 倍。维持“增持”评级。

风险提示：产品研发迭代节奏低于预期、行业竞争超预期的风险、渗透率提升节奏不及预期的风险、下游需求不及预期等

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	34.59 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	744.83
流通 A 股股本(百万股)	647.63
A 股总市值(百万元)	25,763.54
流通 A 股市值(百万元)	22,401.37
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	52.12
一年内最高/最低(元)	52.53/19.26

作者

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

袁昊 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524050002
yuanhao@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《英维克-季报点评:收入快速增长盈利能力延续向上趋势，AI 液冷有望拉动持续高增长》2024-10-27
- 《英维克-半年报点评:业绩亮眼高增，AI 液冷需求有望拉动持续高增长》2024-08-22
- 《英维克-公司点评:业绩持续高增，算力有望驱动液冷持续高增长！》2024-07-13

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,528.86	4,588.82	6,191.47	8,053.76	10,129.67
增长率(%)	20.72	30.04	34.93	30.08	25.78
EBITDA(百万元)	817.61	982.63	906.00	1,163.69	1,444.05
归属母公司净利润(百万元)	344.01	452.66	635.22	845.12	1,075.52
增长率(%)	22.74	31.59	40.33	33.04	27.26
EPS(元/股)	0.46	0.61	0.85	1.13	1.44
市盈率(P/E)	74.89	56.92	40.56	30.49	23.95
市净率(P/B)	10.36	8.84	7.65	6.51	5.47
市销率(P/S)	7.30	5.61	4.16	3.20	2.54
EV/EBITDA	18.43	30.28	27.66	21.37	17.02

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	940.34	728.19	1,547.87	2,013.44	2,532.42	营业收入	3,528.86	4,588.82	6,191.47	8,053.76	10,129.67
应收票据及应收账款	1,761.22	2,471.99	2,687.56	3,486.99	3,941.44	营业成本	2,387.25	3,269.64	4,392.17	5,704.01	7,187.06
预付账款	16.13	15.62	40.50	22.88	49.00	营业税金及附加	20.57	27.10	30.96	40.27	50.65
存货	672.73	884.36	945.71	1,019.00	1,296.83	销售费用	265.92	206.74	272.42	346.31	425.45
其他	740.74	570.83	742.41	737.71	794.10	管理费用	153.78	198.00	263.14	334.23	415.32
流动资产合计	4,131.16	4,670.99	5,964.06	7,280.02	8,613.79	研发费用	263.01	349.74	464.36	595.98	749.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	6.49	(0.85)	14.05	15.85	18.12
固定资产	287.36	626.40	772.85	862.80	912.26	资产/信用减值损失	(96.21)	(102.42)	(65.00)	(71.50)	(78.65)
在建工程	128.36	164.24	107.12	78.56	64.28	公允价值变动收益	0.19	0.21	19.79	0.00	0.00
无形资产	129.47	126.28	122.16	118.03	113.91	投资净收益	2.58	0.48	3.00	3.00	3.00
其他	316.68	295.87	273.69	276.19	286.21	其他	129.24	136.73	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	861.87	1,212.79	1,275.82	1,335.58	1,376.66	营业利润	396.03	503.43	712.16	948.61	1,207.83
资产总计	5,091.06	6,014.41	7,239.88	8,615.60	9,990.45	营业外收入	8.18	10.18	7.14	7.86	8.64
短期借款	378.00	312.00	577.44	822.45	1,153.15	营业外支出	2.74	2.70	2.33	2.59	2.54
应付票据及应付账款	1,457.49	1,804.81	2,099.34	2,558.94	2,831.36	利润总额	401.47	510.92	716.97	953.88	1,213.94
其他	379.96	359.71	737.14	803.46	908.57	所得税	52.73	56.80	79.71	106.04	134.95
流动负债合计	2,215.45	2,476.52	3,413.92	4,184.85	4,893.08	净利润	348.75	454.12	637.26	847.84	1,078.98
长期借款	98.40	291.68	338.66	334.77	230.98	少数股东损益	4.74	1.46	2.04	2.72	3.46
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	344.01	452.66	635.22	845.12	1,075.52
其他	111.06	103.57	120.00	135.00	150.00	每股收益(元)	0.46	0.61	0.85	1.13	1.44
非流动负债合计	209.46	395.25	458.66	469.77	380.98						
负债合计	2,609.12	3,101.10	3,872.58	4,654.62	5,274.07	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(4.14)	(2.57)	(1.14)	0.76	3.18	成长能力					
股本	568.42	744.36	744.83	744.83	744.83	营业收入	20.72%	30.04%	34.93%	30.08%	25.78%
资本公积	653.15	567.27	575.43	575.43	575.43	营业利润	24.43%	27.12%	41.46%	33.20%	27.33%
留存收益	1,263.14	1,602.03	2,046.68	2,638.26	3,391.13	归属于母公司净利润	22.74%	31.59%	40.33%	33.04%	27.26%
其他	1.36	2.24	1.50	1.70	1.81	获利能力					
股东权益合计	2,481.93	2,913.32	3,367.30	3,960.98	4,716.38	毛利率	32.35%	28.75%	29.06%	29.18%	29.05%
负债和股东权益总计	5,091.06	6,014.41	7,239.88	8,615.60	9,990.45	净利率	9.75%	9.86%	10.26%	10.49%	10.62%
						ROE	13.84%	15.52%	18.86%	21.34%	22.82%
						ROIC	20.50%	23.07%	24.85%	32.13%	35.60%
						偿债能力					
						资产负债率	51.25%	51.56%	53.49%	54.03%	52.79%
						净负债率	-13.31%	-3.24%	-14.31%	-17.20%	-20.40%
						流动比率	1.76	1.77	1.75	1.74	1.76
						速动比率	1.48	1.45	1.47	1.50	1.50
						营运能力					
						应收账款周转率	2.17	2.17	2.40	2.61	2.73
						存货周转率	6.35	5.89	6.77	8.20	8.75
						总资产周转率	0.77	0.83	0.93	1.02	1.09
						每股指标(元)					
						每股收益	0.46	0.61	0.85	1.13	1.44
						每股经营现金流	0.61	0.27	1.03	0.80	0.98
						每股净资产	3.34	3.91	4.52	5.32	6.33
						估值比率					
						市盈率	74.89	56.92	40.56	30.49	23.95
						市净率	10.36	8.84	7.65	6.51	5.47
						EV/EBITDA	18.43	30.28	27.66	21.37	17.02
						EV/EBIT	19.19	31.59	29.79	22.79	18.00

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	348.75	454.12	635.22	845.12	1,075.52
折旧摊销	36.64	46.82	64.80	72.73	78.94
财务费用	13.71	17.73	14.05	15.85	18.12
投资损失	(2.58)	(0.48)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(408.21)	(289.72)	36.89	(337.95)	(444.28)
其它	464.77	(28.64)	21.83	2.72	3.46
经营活动现金流	453.07	199.84	769.78	595.47	728.76
资本支出	110.69	373.97	133.57	115.00	95.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(203.75)	(706.42)	(318.60)	(241.00)	(201.00)
投资活动现金流	(93.06)	(332.45)	(185.03)	(126.00)	(106.00)
债权融资	18.58	24.61	418.21	250.26	219.80
股权融资	(6.33)	90.94	(183.28)	(254.15)	(323.58)
其他	(127.92)	(246.31)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(115.67)	(130.76)	234.93	(3.89)	(103.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	244.34	(263.38)	819.68	465.57	518.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com