

银轮股份：汽车热管理老牌龙头，液冷行业新星

投资要点

► 热管理行业龙头，产品多元化发展

银轮股份深耕热管理行业四十余年，多轮战略精准判断行业趋势，2005-2024 年营业收入复合增速达 19%。公司前身是 1958 年成立的天台机械厂，公司抓住商用车国产化替代需求进入热交换领域；2007 年深交所上市；2010 年后，商用车业务增速放缓，公司进行全球化拓展与多产品领域延伸，从商用车延伸至乘用车、工业换热、尾气处理等领域；2017 年公司成立新能源乘用车事业部，2018 年起公布二次创业计划，大力发展新能源乘用车业务；2023 年公司正式成立数字能源事业部，包含储能和数据中心液冷产品等，作为第三成长曲线。

► 储能+数据中心+超充多点开花，液冷行业“从1到N”放量在即

数据中心液冷：功耗、政策、成本驱动，预计2025年中国市场规模140亿元。单芯片功耗和机柜功率密度持续提升，超过传统风冷上限；政策严控PUE值；芯片端、服务器端、运营商端出于对全生命周期成本的追求，协同推进液冷应用。

储能液冷：渗透率持续提升，预计2025年中国市场规模121.5亿元。随着电池能量密度提升，热管理成为储能系统安全性保障的关键一环，根据CNESA，中国储能市场液冷占比约20%-25%，其中发电侧/电网侧储能的液冷占比约30%-40%。

超充液冷：车桩共同推进液冷技术应用，预计2025年市场规模31.7亿元。高功率快充趋势下，多款新能源汽车如小鹏G9、极氪001FR等采用800V高压架构，推动充电功率向480kW+发展，传统风冷无法满足散热需求，液冷超充逐步渗透，2025年4月22日，华为发布业界首个全液冷兆瓦级超充解决方案。

温控具备底层技术同源性，多赛道企业入局液冷方案供应商，由于液冷下游为大型to B客户，我们认为具备技术积累，且率先进入大客户供应链的液冷企业更有优势。

► 银轮股份：从汽车热管理龙头到液冷龙头

凭借车规级技术，向储能和数据中心液冷拓展。液冷产业链中游尚未形成稳定的竞争格局，我们认为银轮股份作为汽车热管理龙头企业，向液冷领域拓展，具备技术、客户资源优势。公司液冷产品矩阵齐全，有望受益于液冷行业放量，带来业绩释放。

盈利预测：液冷市场空间广阔，公司数字能源业务在手订单充分，第三成长曲线有望快速放量，公司汽车热管理业务提供稳健增长基本盘。预计25/26/27年营业收入156/186/219亿元，同比分别+23%/19%/17%，归母净利润11.0/13.5/16.3亿元，同比+40%/23%/21%，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游客户新车型销售不及预期；中美贸易环境变化风险；汇率、运费、原材料价格波动导致的风险；商用车及非道路业务复苏不及预期的风险；新能源车行业竞争加剧的风险；液冷技术进展不及预期等

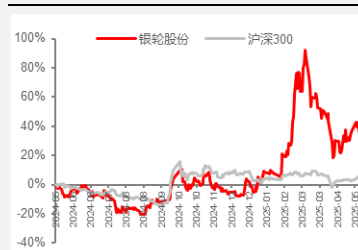
投资评级： 买入

分析师：姜楠宇

执业登记编号：A0190525020001

jiangnanyu@yd.com.cn

股权激励指数与沪深 300 指数走势对比



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

目录

一、深耕热管理行业，产品多元化发展	4
1.1、公司介绍：热管理行业龙头，产品多元化发展	4
1.2、财务数据：营收稳健增长，盈利能力持续回升	5
1.3、股权结构较分散，股权激励调动员工积极性	6
二、液冷行业：储能+数据中心+超充多点开花，“从 1 到 N”放量在即	7
2.1、温控核心技术分为风冷和液冷，液冷占比将逐步提升	7
2.2、液冷产业链：温控底层技术同源，多赛道企业纷纷入局	11
2.3、数据中心液冷：功耗、政策、成本驱动数据中心液冷 2025 年“从 1 到 N”	13
2.4、储能液冷：渗透率持续提升	17
2.5、超充液冷：车桩共同推进液冷技术应用	19
三、银轮股份：从汽车热管理龙头到液冷龙头	20
3.1、凭借车规级技术，向储能和数据中心液冷拓展	20
3.2、汽车热管理业务稳健，提供稳定基本盘	21
四、盈利预测	23
五、风险提示	26

图表目录

图 1：银轮股份主要产品	4
图 2：银轮股份发展历程	5
图 3：公司 2015-2025Q1 营业收入及归母净利润	6
图 4：公司 2020-2024 年营业收入按业务划分（亿元）	6
图 5：公司毛利率及净利率	6
图 6：公司期间费用率	6
图 7：公司股权结构（截至 2025 年一季报）	7
图 8：传统风冷和液冷对比	8
图 9：液冷技术路线	8
图 10：冷板液冷系统结构示意图	9
图 11：单相浸没液冷系统原理	9
图 12：相变浸没液冷系统原理	10
图 13：液冷产业链（包括储能液冷、数据中心液冷及超充液冷）	11
图 14：2024 年中国液冷服务器市场主要厂商市场份额	13
图 15：芯片功耗持续提升	13
图 16：当机柜密度超过 20kW 时，风冷系统会失去有效性，此时可采用液冷方法	14
图 17：2022 年数据中心实际 PUE 与政策要求对比	15
图 18：数据中心能耗消耗占比	15
图 19：运营商发布数据中心液冷白皮书	15
图 20：英伟达 DGXGB200NVL72 计算节点带有液冷模块和不带液冷模块的内部视图	16

图 21：2021-2026 年中国液冷数据中心市场规模 17

图 22：按技术分，2023 年液冷数据中心结构 17

图 23：储能液冷技术路线 18

图 24：华为新一代全液冷超充 19

图 25：银轮股份数字与能源产品 20

图 26：银轮股份数字与能源管理收入 21

图 27：银轮股份全球布局图 23

表 1：公司股权激励各个考核年度业绩目标 7

表 2：不同液冷技术路线对比 10

表 4：液冷方案供应商对比 11

表 5：不同芯片功耗及散热方式对比 16

表 6：中国储能液冷市场规模测算 18

表 7：液冷超充桩市场规模测算 20

表 8：公司主要客户 22

表 9：2024 年以来公司公告的新能源汽车热管理项目定点 22

表 10：银轮股份业绩拆分 24

表 11：银轮股份对比可比公司盈利预测与估值 24

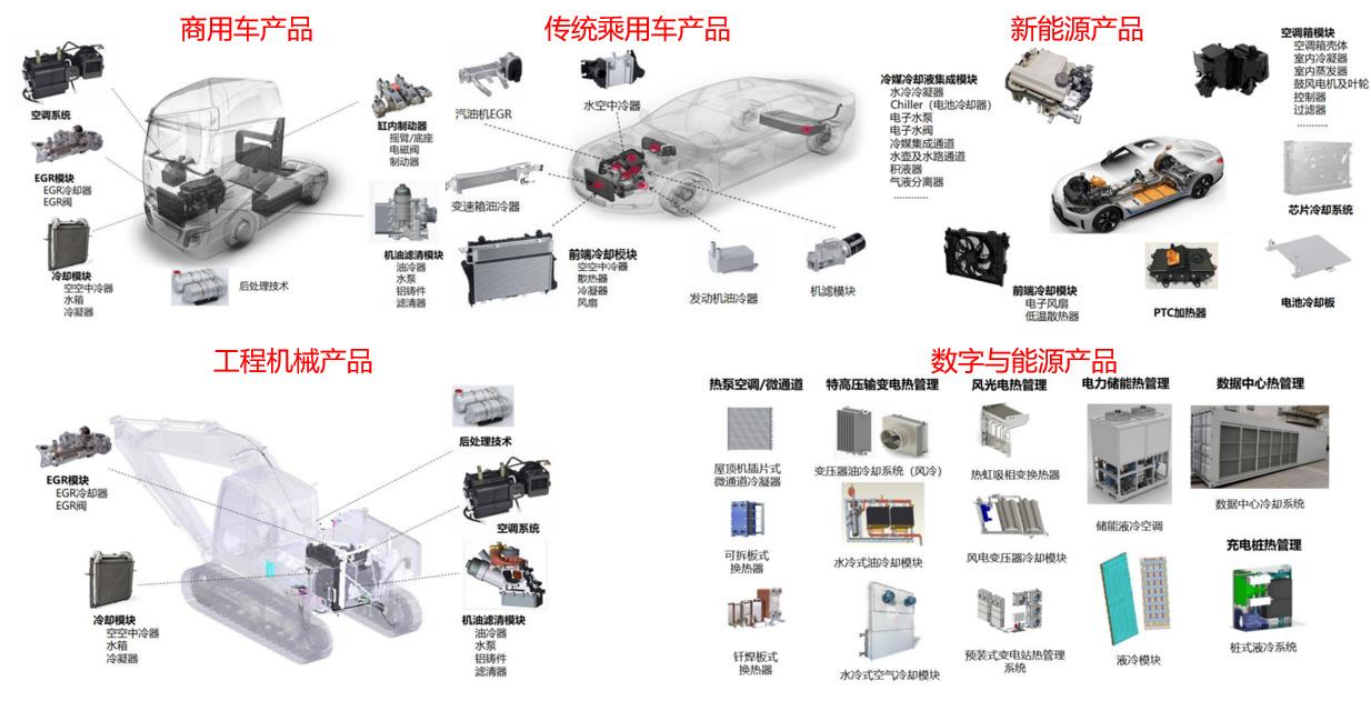
表 12：银轮股份盈利预测 25

一、深耕热管理行业，产品多元化发展

1.1、公司介绍：热管理行业龙头，产品多元化发展

热管理行业龙头，产品多元化发展。银轮股份深耕热管理行业四十余年，前身是天台机械厂，于 1958 年成立。改革开放后，中国汽车产业起步，但核心零部件依赖进口，银轮抓住商用车国产化替代需求，1980 年公司成功研发出板式换热器，进入热交换领域。1999 年公司改制并正式成为民营股份制企业，2007 年在深交所上市，募资扩产，奠定行业地位。公司在发展过程中逐步积累换热器相关经验，先后进入康明斯、卡特彼勒等全球采购体系，配套客户不断增加。公司过往从商用车及工程机械热管理领域切入新能源乘用车领域，又拓展至数字能源业务，在储能、数据中心等方向不断开拓；机器人浪潮之下，公司把握机器人发展机遇，提前进行专利申请及市场研究，有望实现持续高成长。

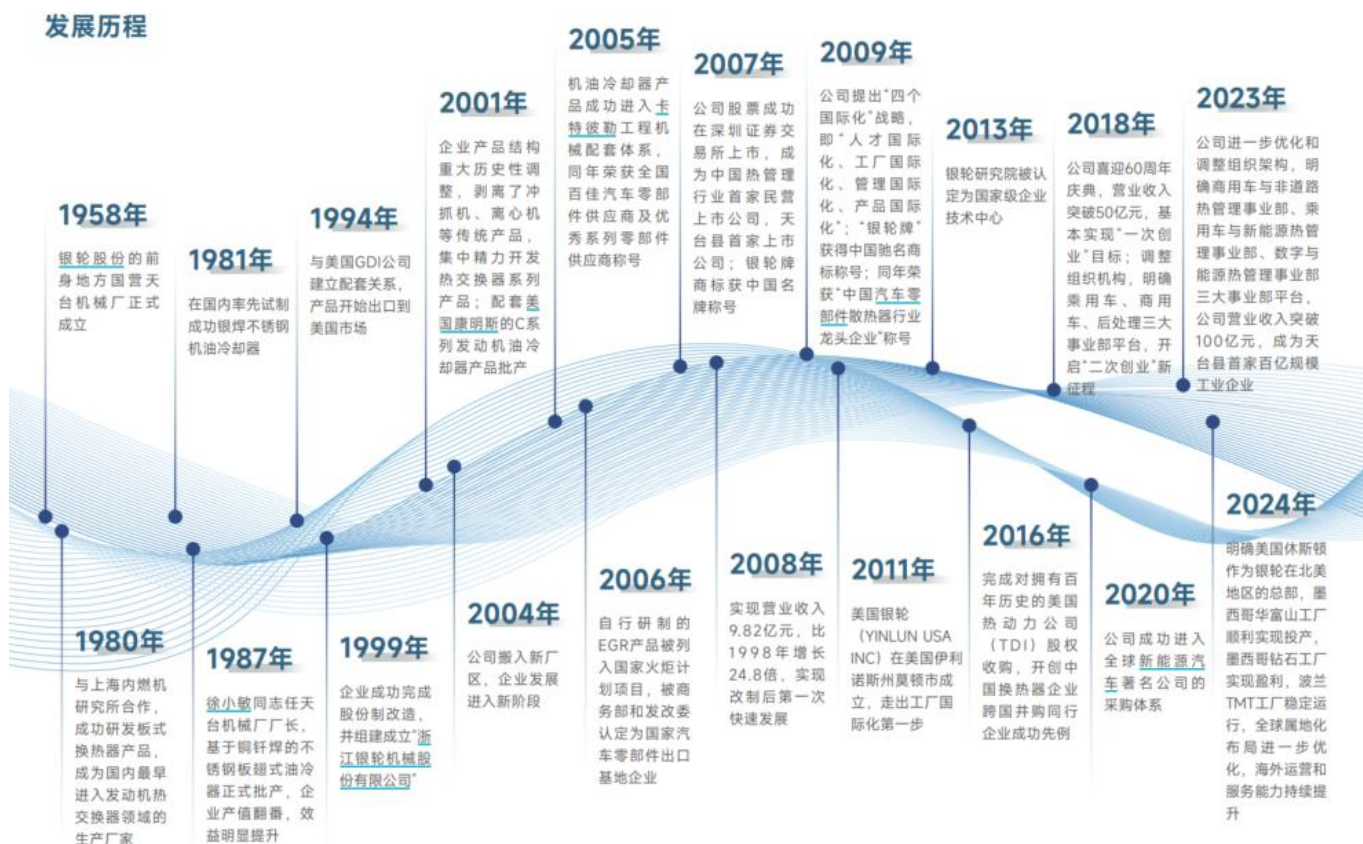
图 1：银轮股份主要产品



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

精准判断热管理行业趋势，不断把握发展机遇，2005-2024 年营业收入复合增速达 19%。回顾公司的发展历程，每一轮战略决策都把握了行业发展趋势，①2010 年后，商用车业务增速放缓，公司进行全球化拓展与多产品领域延伸。全球化方面，2010 年收购美国热动力公司，2015 年成立欧洲分公司，切入卡特彼勒、康明斯等国际供应链；产品方面，从商用车延伸至乘用车、工业换热、尾气处理等领域，同时布局新能源热管理预研。②2017 年公司成立新能源乘用车事业部，大力发展新能源乘用车业务，2018 年起公布二次创业计划，抓住新能源乘用车快速发展机遇；③2023 年公司正式成立数字能源事业部，作为第三成长曲线。

图 2：银轮股份发展历程



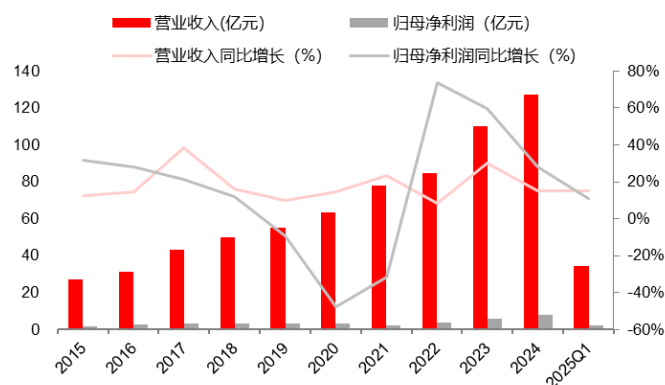
资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

1.2、财务数据：营收稳健增长，盈利能力持续回升

公司营业收入持续稳健增长。2005-2024 年银轮股份的营业收入从 4.85 亿元提升至 127.0 亿元，年均复合增速达到 18.8%。2018 年我国汽车产销量首次出现了负增长，2019-2021 年发生疫情、芯片短缺等外部冲击，对公司的收入和利润产生较大影响。2024 年公司实现总营业收入 127.02 亿元，同比增长 15.28%，实现归母净利润 7.84 亿元，同比增长 28%；2025 年一季度实现总营业收入 34.16 亿元，同比增长 15.05%；归母净利润 2.12 亿元，同比增长 10.89%。

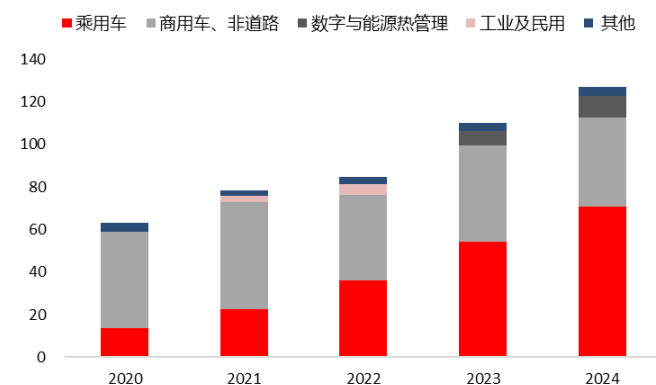
2024 年新兴领域布局取得突破，未来增长潜力巨大。数据中心液冷和储能热管理领域不断拓展，2024 年数据中心液冷业务实现营业收入 10.27 亿元，同比增长 47.44%，占总收入的 8.08%。

图 3：公司 2015-2025Q1 营业收入及归母净利润



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

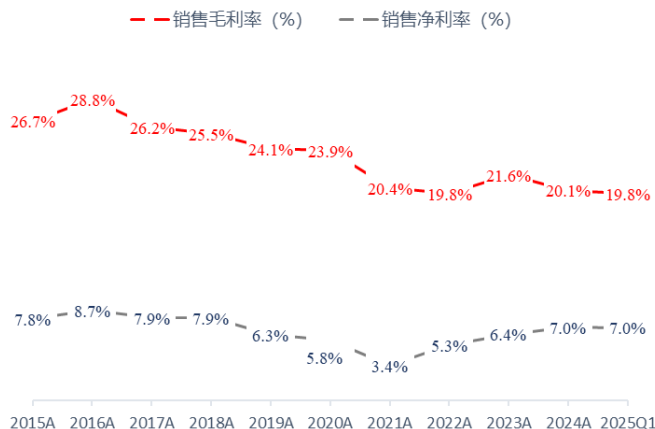
图 4：公司 2020-2024 年营业收入按业务划分（亿元）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

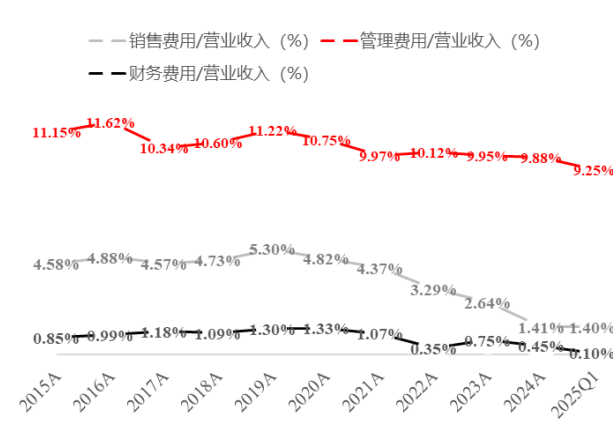
费用管控效果逐步释放，近四年净利率持续提升。2019-2021 年由于汽车行业销量承压、商用车需求疲软，部分年份净利润出现负增长，公司从 2019 年后开始加强内部费用管控，降本增效挖掘利润点，管控效果逐步释放，净利润增速快于收入增速，2022 年起三费呈下降趋势，净利率持续提升，2024 年和 2025 年一季度净利率 7%。

图 5：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

图 6：公司期间费用率

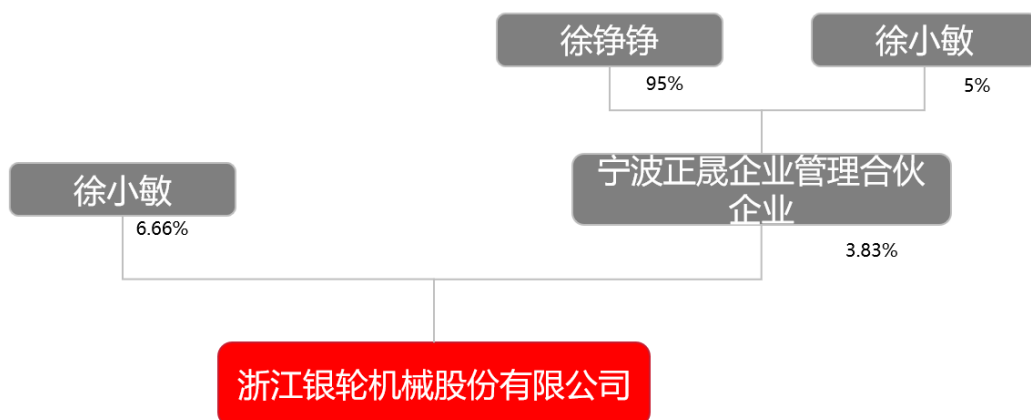


资料来源：Wind，源达信息证券研究所

1.3、股权结构较分散，股权激励调动员工积极性

公司股权结构较为分散。董事长徐小敏是实控人，直接持股比例 6.66%，通过宁波正晟间接持股比例 0.19%，总计持股比例 6.85%；徐小敏之子徐铮铮持有宁波正晟 95% 的股权，间接持有银轮比例 3.64%，两人合计持股 10.30%。

图 7：公司股权结构（截至 2025 年一季报）



资料来源：Wind，公司公告，源达信息证券研究所

股权激励计划充分调动员工积极性。2022 年公司发布股票期权激励计划，授予股票期权数量合计 5130 万份，激励对象包括董事、高级管理人员及核心骨干员工。激励计划的考核年度为 2022-2025 年，分年度对公司收入及利润指标进行考核，2023 年激励计划顺利完成，2024 年归母净利润指标达成。对 2025 年考核目标是归母净利润不低于 10.5 亿元，营业收入不低于 150 亿元。股权激励确保公司经营战略和目标实现，利于公司发展。

表 1：公司股权激励各个考核年度业绩目标

行权期	归母净利润	营业收入
第一个行权期	2022 年归母净利润不低于 4.0 亿元	2022 年营业收入不低于 90 亿元
第二个行权期	2023 年归母净利润不低于 5.4 亿元	2023 年营业收入不低于 108 亿元
第三个行权期	2024 年归母净利润不低于 7.8 亿元	2024 年营业收入不低于 130 亿元
第四个行权期	2025 年归母净利润不低于 10.5 亿元	2025 年营业收入不低于 150 亿元

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

二、液冷行业：储能+数据中心+超充多点开花，“从 1 到 N”放量在即

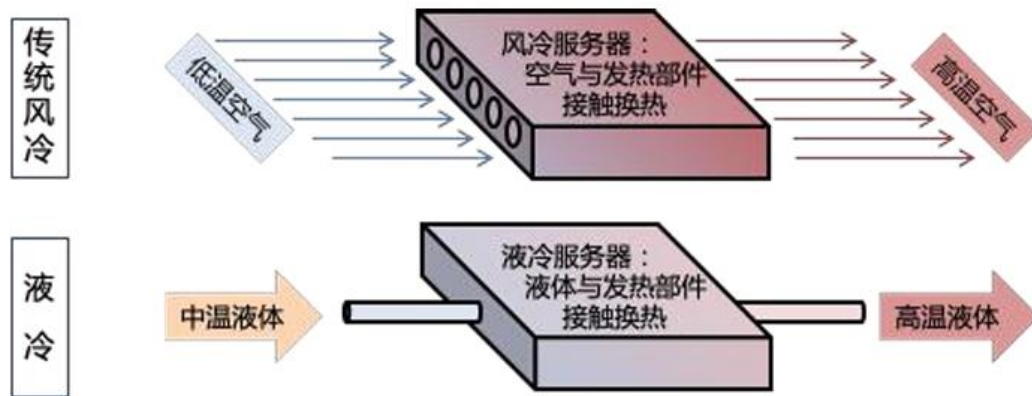
2.1、温控核心技术分为风冷和液冷，液冷占比将逐步提升

温控底层技术主要分为：风冷、液冷两种。

风冷：以空气为冷却介质，利用对流换热降低电池温度的一种冷却方式，主要分为自然风冷和利用风机的强制风冷两大类。

液冷：是指利用液体取代空气作为冷却介质，与服务器发热元器件进行热交换，将服务器元器件产生的热量带走，以保证服务器工作在安全温度范围内的一种冷却方法。根据赛迪顾问，2023 年液冷在数据中心占比约 25%，2025 年预测提升至 40%-50%；预测 2025 年液冷储能占比超 40%。

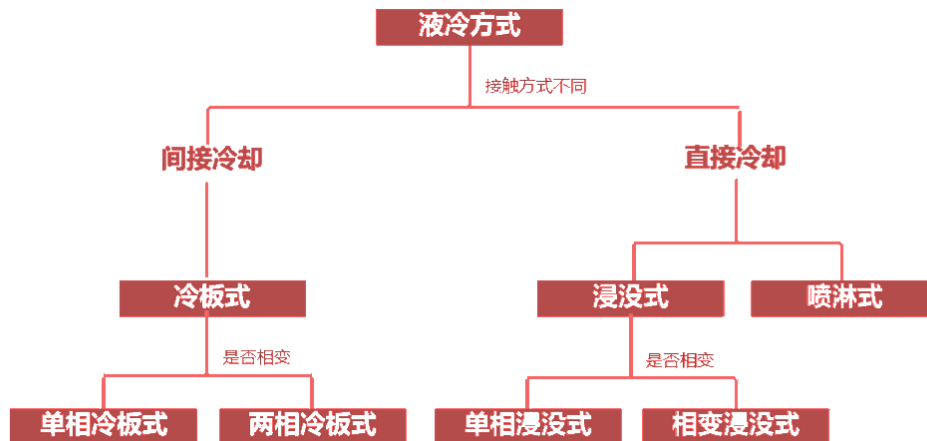
图 8：传统风冷和液冷对比



资料来源：赛迪顾问《中国液冷数据中心发展白皮书》，源达信息证券研究所

根据冷却介质与服务器接触方式的不同，液冷可分为间接冷却和直接冷却两种方式。间接冷却一般为冷板式液冷，根据冷却介质是否发生相变又可分为单相冷板式和两相冷板式。直接冷却包括浸没式和喷淋式，其中浸没式根据冷却介质是否发生相变又可分为单相浸没式和相变浸没式。根据科智咨询，目前液冷技术方案中 91%为冷板式，8%为浸没式，1%为喷淋式。

图 9：液冷技术路线



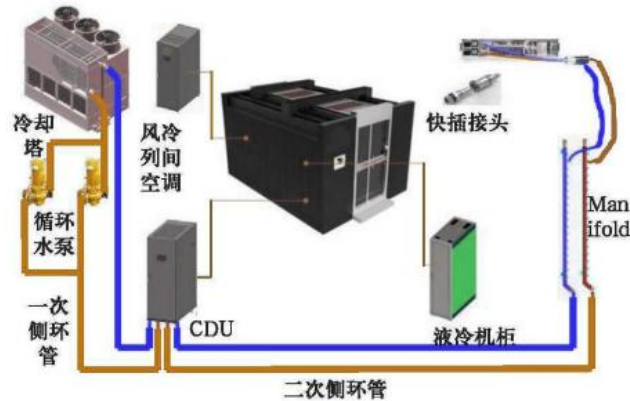
资料来源：《绿色节能液冷数据中心白皮书》，源达信息证券研究所

(1) 冷板式液冷

冷板式液冷原理是将服务器内的主要散热元器件 CPU、GPU、内存等产生的热量通过与冷板内的液体进行热交换并带出服务器，这一部分的热量占服务器总热量的 50%-80%，剩余少部分的热量采用传统的风冷技术，通过空气与服务器进行热交换。冷板液冷系统中的二次侧的中高温液体带走服务器的热量，流经室内热交换单元 CDU，一次侧闭式冷却塔处理的中温循环水流经到 CDU 时，对二次侧液体进行持续性的降温处理，这一过程中的主要

动力装置为循环水泵以及闭式冷却塔中的风机。冷板式液冷方案相比于传统风冷行间空调方案，减少了风冷行间空调中主要能耗部件——压缩机以及室内侧风机的数量，故可以有效降低能耗。**冷板式液冷是普及率最高的液冷制冷方式**，对 IT 设备及机房原有基础资源设施改造幅度相对较小，其可实施性、技术成熟度相对较高。

图 10：冷板液冷系统结构示意图

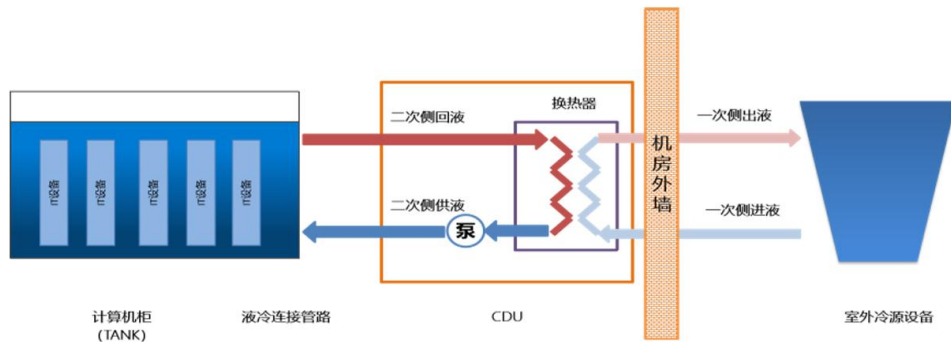


资料来源：《冷板式液冷技术应用于智算中心高密机房的方案分析》，源达信息证券研究所

(2) 浸没式液冷

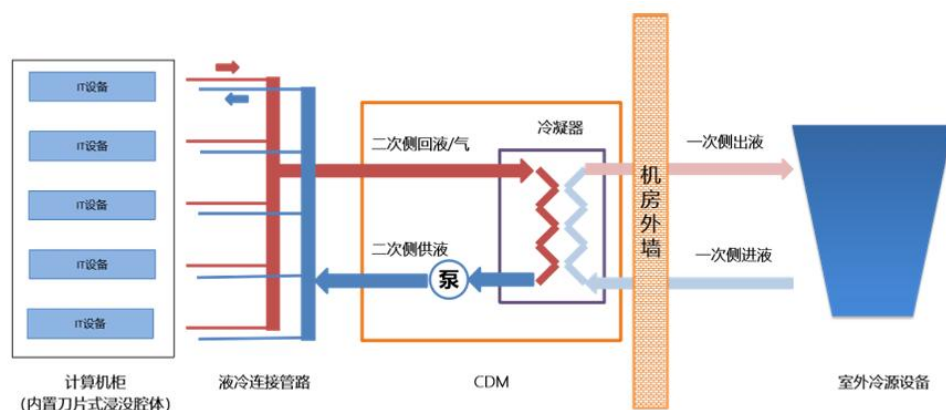
浸没式液冷技术是一种以液体作为传热介质，发热器件浸没于液体中，通过直接接触进行热交换的冷却技术。整个浸没式液冷系统可分为两部分：室内侧循环和室外侧循环。在室内侧循环过程中，冷却液在密闭腔体中与发热器件进行热交换，冷却液吸收发热器件热量升温，沸腾形成冷却液气体。冷却液气体在液冷换热模块（CDM）中与室外侧低温水进行热交换，经过冷凝和降温两个过程成为低温冷却液，重新输入到密闭腔体中，形成循环。相变浸没式液冷室内侧循环中热量转移主要是通过冷却液的相变实现的。在室外侧循环中，低温水在液冷换热模块中吸收气态冷却液携带的大量热量变为高温水，由循环水泵输入到室外冷却塔。在冷却塔中，高温水与大气进行热交换，释放热量，变成低温水再由室外侧进水泵输送进 CDM 中与气态冷却液进行热交换，完成室外侧循环。

图 11：单相浸没液冷系统原理



资料来源：CDCC，源达信息证券研究所

图 12：相变浸没液冷系统原理



资料来源：CDCC，源达信息证券研究所

(3) 喷淋式液冷利用冷却液对发热部件直接进行喷淋，喷淋过程中若产生飘逸等现象将对机房内其它设备造成影响，技术及后续维护难度同样较高，且目前应用局限性较大。

液冷技术的先进优势主要体现在换热效率更高、更节能、成本更低、空间利用更充分。

①**能耗上**，液冷通过降低 PUE 直接减少冷却能耗，节约电费。以 10MW 数据中心为例，PUE 从 1.5 下降至 1.2，年省电量=10MW×24h×365×(1.5-1.2)=26,280MWh，按电价 0.7 元/度计算，年省电费 1,840 万元。

②**液冷可延长设备寿命**，温度每降 10℃，电子元件寿命延长 2 倍，根据谷歌数据，液冷服务器年均故障率仅 0.5%（风冷 2%），维修成本减少 75%。

③**节约空间与土地成本**。液冷机柜功率密度可达 50kW+/柜（风冷≤15kW），同等算力下机房面积减少 60%。根据 UptimeInstitute 研究，液冷数据中心 5 年 TCO 比风冷低 18%-25%，高密度场景下差距更大。

表 2：不同液冷技术路线对比

对比维度	对比指标	风冷	冷板式液冷	浸没式液冷
节能性	PUE（平均）	1.6	1.3 以下	1.2 以下
	数据中心总能耗单节点均摊	1	0.67	0.58
成本	数据中心总成本单节点均摊（量产后）	1	0.96	0.74
节省占地面积	功率密度（kW/机柜）	10	40	200
	主机房占地面积比例	1	1/4	1/20
CPU 可靠性	核温（℃）	85	65	65
机房环境	温度、湿度、洁净度、腐蚀性气体	要求高	要求高	要求低

资料来源：《中国智算中心现状及液冷技术应用展望》，源达信息证券研究所

2.2、液冷产业链：温控底层技术同源，多赛道企业纷纷入局

在液冷产业链中，上游主要为零部件及液冷设备，包括快速接头、CDU、电磁阀、浸没液冷 TANK（仅浸没式液冷需要）、Manifold、冷却液等组件或产品供应商，代表厂商有英维克、3M、云酷、竞鼎、诺亚、广东合一、绿色云图等。

图 13：液冷产业链（包括储能液冷、数据中心液冷及超充液冷）



资料来源：智科咨询，源达信息证券研究所

产业链中游为液冷方案供应商，由于温控的底层技术的同源性，多赛道企业纷纷入局。温控厂商的原始赛道包括数据中心温控、工业温控、汽车热管理、储能温控等，如数据中心温控的主要厂商包括曙光数创等；工业温控的主要厂商包括同飞股份、高澜股份；汽车热管理的主要厂商包括三花智控、银轮股份。

表 3：液冷方案供应商对比

原始赛道	企业名称	液冷业务布局重点	核心客户	主要产品与技术
工业温控企业	高澜股份	新能源车液冷、储能液冷	特来电、国电南瑞、南网储能	储能液冷机组、超充桩液冷系统、车载热管理
	同飞股份	工业设备液冷（激光、半导体）	大族激光、华工科技、中微公司	高精度液冷机、激光器冷却系统

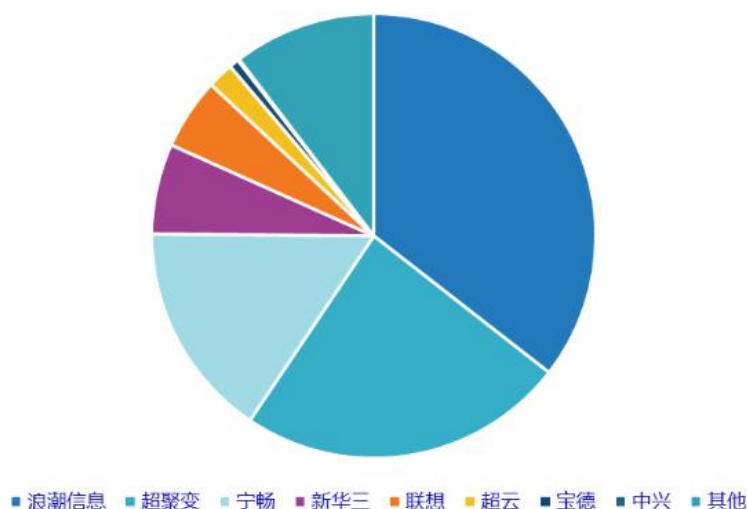
	申菱环境	数据中心液冷、特种行业温控	三大运营商、军工项目	冷通道液冷、蒸发冷却系统
数 据 中 心 温 控	曙光数创	浸没式液冷数据中心	中科系超算中心、金融行业	全浸没式液冷服务器机柜、相变冷却液
	科华数据	数据中心、储能液冷	中国移动、国家电网、阳光电源	液冷 UPS、储能液冷集装箱、数据中心液冷解决方案
汽 车 热 管 理 企 业	飞龙股份	新能源车电子水泵、储能液冷泵	比亚迪、长城汽车、国轩高科	电子水泵、液冷循环系统
	银轮股份	新能源汽车液冷板、储能液冷、数据中心液冷	特斯拉、宁德时代、蔚来	钎焊式液冷板、电池液冷系统、储能液冷模块
消 费 电 子 温 控 企 业	精研科技	消费电子液冷+数据中心液冷模组	苹果、Meta、国内互联网大厂	均热板、液冷散热结构件
	思泉新材	导热材料+液冷辅助组件	小米、OPPO、闻泰科技	纳米碳导热片、液冷密封材料
	英维克	数据中心、储能、机柜温控	阿里云、腾讯云、宁德时代、比亚迪	冷板式液冷机柜、浸没式液冷系统、储能液冷机组
	飞荣达	导热材料+液冷组件（冷板、管路）	华为、中兴、阳光电源	液冷散热模组、复合导热材料

资料来源：各公司公告，源达信息证券研究所

液冷产业链下游为应用方，液冷的应用包含储能、数据中心、热泵、超充等多种细分领域。以储能、数据中心、超充为例，①**储能液冷**的直接下游为储能系统集成商，储能系统集成商下游则为电网、发电集团、风光电站等业主方以及工商业业主方；②**数据中心液冷**产业链下游为头部互联网企业、三大运营商等，代表厂商有华为、中兴、阿里、浪潮、曙光、新华三、联想、超聚变、英特尔等，阿里巴巴以单相浸没式液冷为主要发展方向，其他用户以冷板式液冷试点应用居多；③**液冷超充**产业链下游为超充站、换电站配套、储能超充一体化厂商，如特斯拉、华为、蔚来、宁德时代等。

液冷下游均为大型 toB 客户，较为集中。从厂商销售额角度来看，2024 年液冷服务器市场占比前三的厂商分别是浪潮信息、超聚变和宁畅，占据了七成左右的市场份额。传统服务器厂商本身在风冷解决方案中占有较高份额，因此在液冷服务器的生产和销售布局比较早，更易获得用户的青睐。同时超云、宝德和中兴等服务器厂商也在积极开拓液冷服务器市场。

图 14：2024 年中国液冷服务器市场主要厂商市场份额

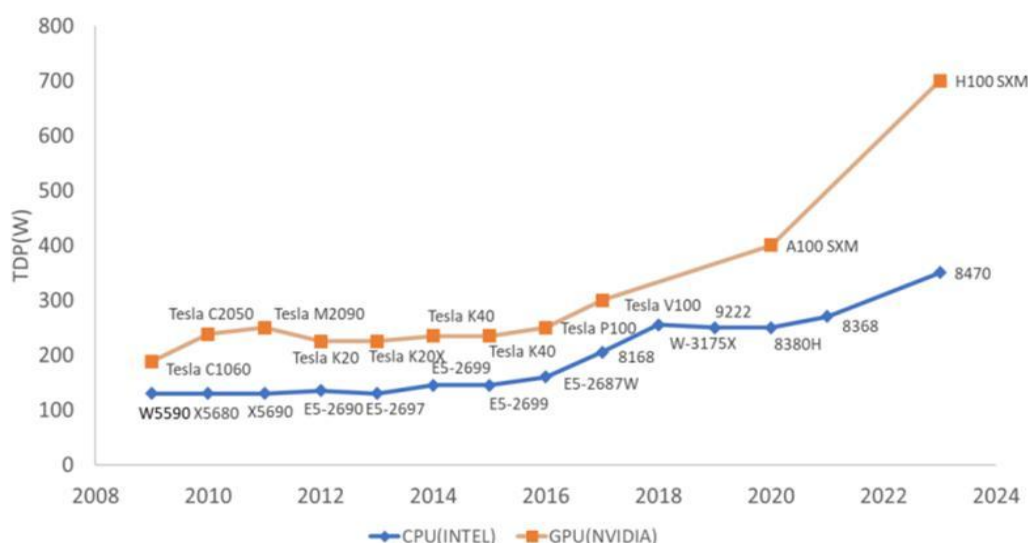


资料来源：IDC 中国，源达信息证券研究所

2.3、数据中心液冷：功耗、政策、成本驱动数据中心液冷放量

单芯片功耗持续提升，超过传统风冷上限，驱动液冷从“选配”转为“标配”。当单芯片功率在 200-300W 以下时，传统风冷通常可以满足需求，而当单芯片功率超过 300-400W 时，如英伟达的 H100GPU 峰值功率达 700W，AMD MI300X 约 750W，风冷散热效率显著下降。相比传统风冷，液冷技术通过用高比热容的液体取代空气作为热量传输的媒介，直接或间接接触发热器件，吸收并带走其产生的热量，满足设备散热需求，具备超高能效、超高热密度等优点，是现阶段及未来长期内电子设备解决散热压力、应对节能挑战的重要途径。

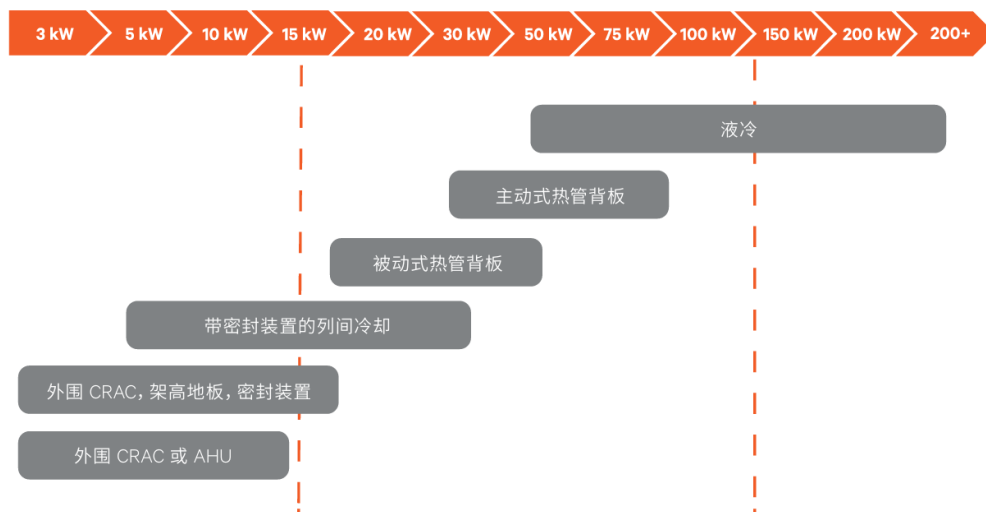
图 15：芯片功耗持续提升



资料来源：阿里云，源达信息证券研究所

单机柜功率密度快速增加，传统风冷难以满足散热需求，液冷技术应运而生。根据 ColocationAmerica 数据，2020 年全球数据中心单机柜平均功率约 16.5kW，2025 年有望达到 25kW。而 Vertiv 数据表明，当机柜密度低于 20kW 时，尚可采用风冷方案；当机柜密度在 20kW-75kW 时，主要利用风冷和液冷相结合的热管背板热交换器技术，来解决数据中心散热问题；当机架密度超过 75kW 时，只有直接式液冷方案能够满足高功率密度机柜的散热需求。

图 16：当机柜密度超过 20kW 时，风冷系统会失去有效性，此时可采用液冷方法

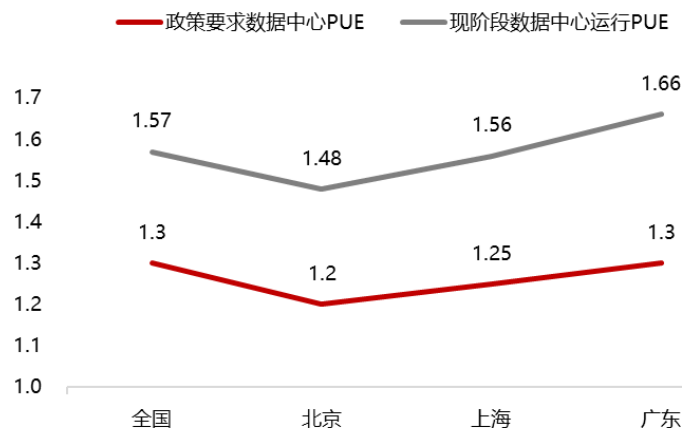


资料来源：《Vertiv 数据中心液冷解决方案白皮书》，源达信息证券研究所

PUE (电能利用效率, PowerUsageEffectiveness) 是 2007 年由美国绿色网格组织提出的用以评价数据中心能源利用效率的一种指标。 $PUE = \frac{\text{数据中心总能耗}}{\text{IT 设备总能耗}}$ ，其中数据中心总能耗包括 IT 设备（服务器、存储、网络等）、制冷系统、供电系统（UPS、配电）、照明等所有能耗，因此现实中 $PUE > 1.0$ ，数值越低代表能源效率越高。

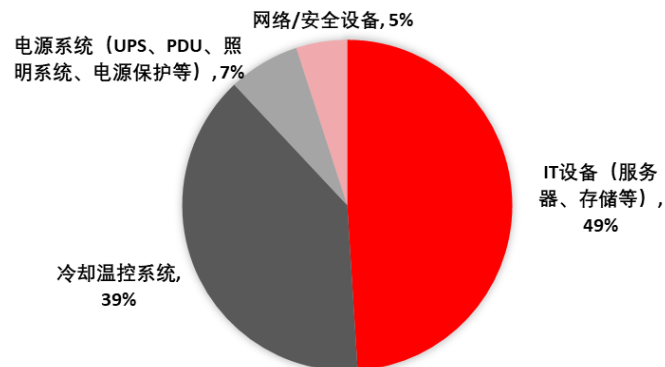
政策严控 PUE 值，催化液冷散热加速应用。全国数据中心耗电量约占全国用电量的 2%-3%，2021 年 11 月，发改委印发《贯彻落实碳达峰碳中和目标要求推动数据中心和 5G 等新型基础设施绿色高质量发展实施方案》，明确“到 2025 年，新建大型、超大型数据中心 PUE 降到 1.3 以下，国家枢纽节点降至 1.25 以下。”2022 年 1 月，发改委进一步明确要求国家算力东、西部枢纽节点的数据中心 PUE 分别控制在 1.25、1.2 以下。根据 IDC 数据，数据中心能源消耗中，冷却温控系统耗电量占比 39%。因此，控制 PUE 值，从优化冷却耗能入手更有成效。

图 17：2022 年数据中心实际 PUE 与政策要求对比



资料来源：科智咨询，源达信息证券研究所

图 18：数据中心能耗消耗占比



资料来源：IDC2023，源达信息证券研究所

大规模采用液冷技术的核心驱动是全生命周期成本（TCO），芯片端、服务器端、运营端协同推进。

运营商发布液冷白皮书。2023 年 6 月，三大运营商联合发布《电信运营商液冷技术白皮书》，提出三年液冷发展愿景：2023 年开展技术验证、2024 年开展规模测试、2025 年及以后开展规模应用。

图 19：运营商发布数据中心液冷白皮书



资料来源：《电信运营商液冷技术白皮书》，源达信息证券研究所

芯片厂商推动液冷市场化，英伟达 GB200 启用液冷方案，华为的液冷探索积极。2024 年 3 月 19 日，英伟达在年度 GTC 上推出了 AI 芯片 GB200，由 1 个 GraceCPU 和 2 个 BlackwellGPU 组成，功耗高达 2700W。GB200NVL72 是一个多节点液冷机架级扩展系统，适用于高度计算密集型的工作负载，整个机柜功率大约 120kW，采用液冷方案。华为研发出了数据中心全液冷方案，即在密闭式液冷机柜中，通过液体带走所有热量，

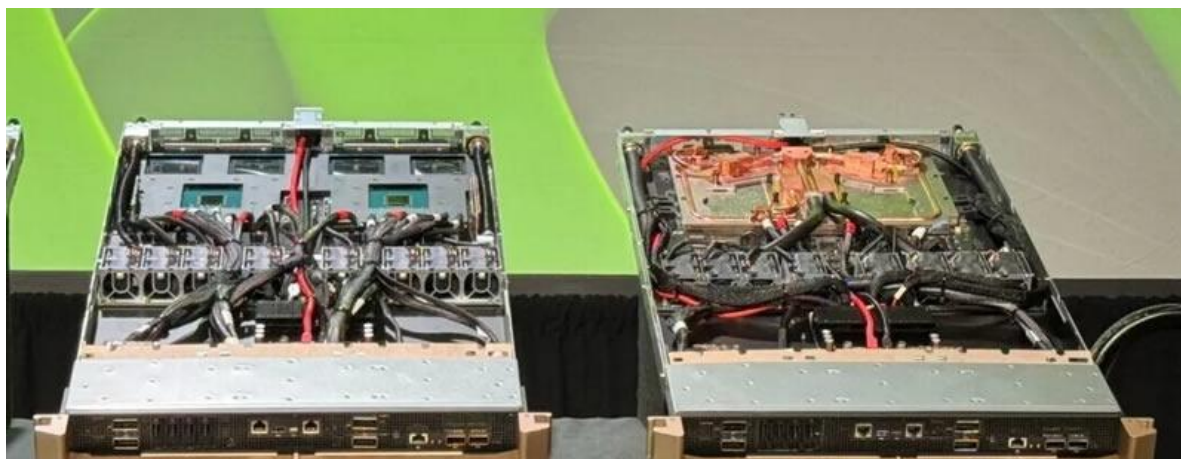
可以将散热功耗下降 96%，能源利用效率 (PUE) 由采用风冷方案的 2.2 降低至 1.1，在 50 千瓦柜功率设备上，每年可节省约 50 万度散热能耗。

表 4：不同芯片功耗及散热方式对比

芯片类型	典型功耗	散热方式	应用场景
英伟达 H100/B100	700W-1200W	冷板式/浸没式液冷	AI 训练、超算
华为昇腾 910/920	310W-500W	风冷-液冷过渡	智算中心、边缘推理
通用服务器 CPU	<300W	风冷为主	云计算、企业 IT

资料来源：英伟达，华为，源达信息证券研究所

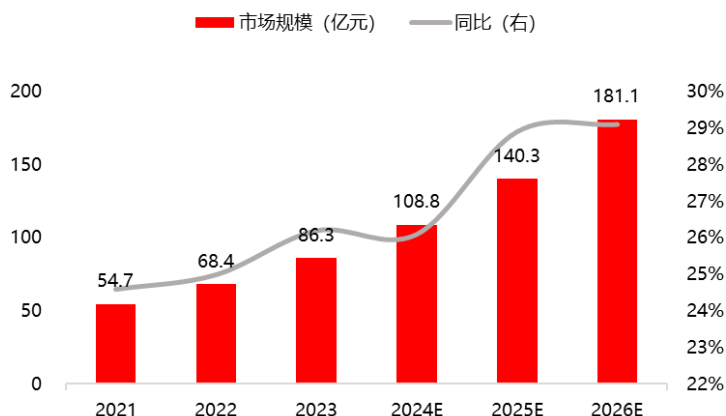
图 20：英伟达 DGXGB200NVL72 计算节点带有液冷模块和不带液冷模块的内部视图



资料来源：2024 台北国际电脑展，源达信息证券研究所

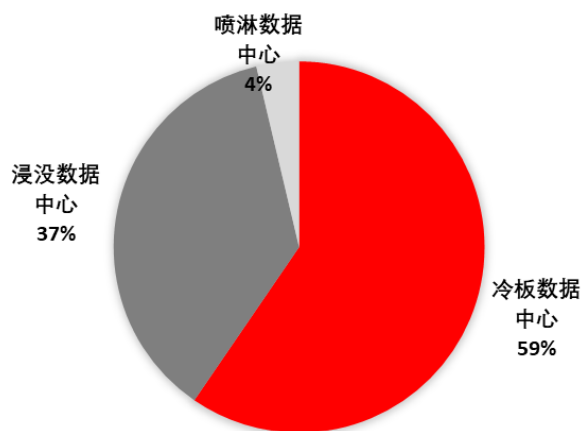
受益于技术和产业链的不断成熟，预计 2025 年数据中心液冷市场规模 140 亿元。据赛迪顾问，2023 年我国液冷数据中心（服务器+基础设施）市场规模为 86.3 亿元，预计 2025 年达到 140.3 亿元，其中服务器规模或占大头。从技术路线来看，2023 年液冷数据中心中，59.6%为冷板数据中心，36.7%为浸没数据中心，3.7%为喷淋数据中心。根据 IDC，中国液冷服务器市场在 2024 年继续保持快速增长，市场规模达到 23.7 亿美元，与 2023 年相比增长 67.0%。其中，冷板式解决方案市场占有率进一步提高。IDC 预计，2024-2029 年，中国液冷服务器市场年复合增长率将达到 46.8%，2029 年市场规模将达到 162 亿美元。

图 21：2021-2026 年中国液冷数据中心市场规模



资料来源：赛迪顾问，源达信息证券研究所

图 22：按技术分，2023 年液冷数据中心结构



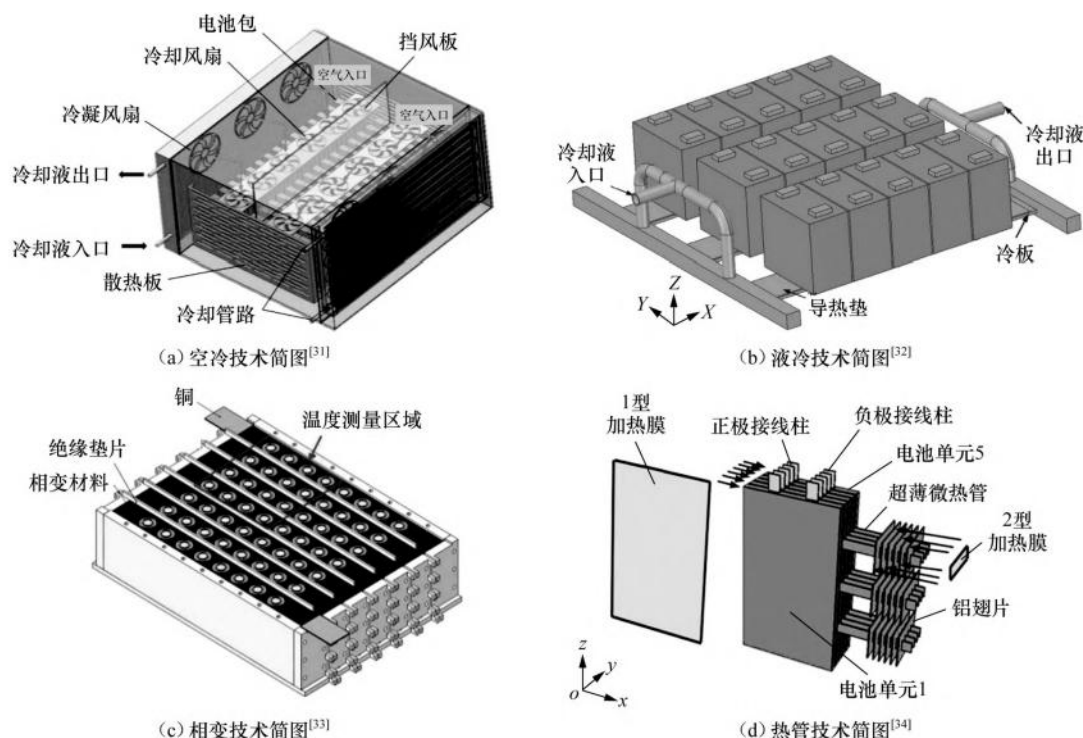
资料来源：赛迪顾问，源达信息证券研究所

2.4、储能液冷：渗透率持续提升

热管理虽仅占储能系统成本的 2-4%，但随着电池能量密度提升，热管理成为储能系统安全性保障的关键一环。储能系统中，电池成本占比约 55%，PCS 占比约 20%，BMS 和 EMS 合计占比约 11%，热管理约占 2%-4%。储能系统能量密度逐渐提升，散热需求激增，也带来了更大的电池热失控风险。目前普遍认为锂电池的最佳温度区间为 10-35℃，温度过低会导致电解液凝固，阻抗增加，温度过高则会导致电池的容量、寿命以及安全性降低。2022 年 4 月，国家能源局发布《关于加强电化学储能电站安全管理的通知》，从政策层面明确要求强化电化学储能电站的安全管理。

储能温控技术包括风冷、液冷、热管冷却和相变冷却四种。风冷是以空气为介质进行热交换。主要特点为结构简单、成本低，但散热速度和效率较低，适用于电池产热率不高的储能项目；液冷以液体为介质进行热交换，主要特点为散热速度和效率更高，但结构更复杂、成本高，同时需要考虑冷却介质泄露的风险，是目前宁德时代、比亚迪储能系统标配；热管冷却依靠管内冷却介质发生相变来实现换热，主要特点为散热速度和效率高于液冷，冷却介质泄露风险低，但成本更高；相变冷却通过相变材料吸收热量，并结合风冷/液冷系统导出热量。主要特点是结构紧凑、接触热阻低、冷却效果好，吸收的热量需要依靠液冷系统、风冷系统等导出，但相变材料占空间、成本高。

图 23：储能液冷技术路线



资料来源：冯杰《储能液冷热管理技术研究进展》，源达信息证券研究所

发电及电网侧的中大型储能项目使用液冷的比例更高。根据 GGII，2023 全球储能系统中液冷技术渗透率约为 15%-20%，主要集中在中大型储能项目如电网侧、新能源电站配储。根据 CNESA 数据，中国作为全球最大储能市场，液冷占比略高于全球平均，约 20%-25%，其中发电侧/电网侧储能因项目规模大（百 MWh 级）、对散热效率要求高，液冷占比最高，约 30%-40%；工商业储能液冷占比约 10%-15%，仅在部分高功率需求场景（如数据中心备电）采用液冷；户用储能液冷渗透率不足 5%，风冷仍为主流。

测算 2025 年中国储能液冷市场空间 121.5 亿元。储能液冷的市场规模（亿元）=电化学储能新增装机量（GWh）×液冷渗透率×液冷系统单位价值量（亿元/GWh），假设 2024-2025 年我国液冷在储能行业的渗透率为 35%、45%，液冷单位价值量逐年下降，测算 2025 年中国储能液冷市场规模为 121.5 亿元。

表 5：中国储能液冷市场规模测算

年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
新增装机（GWh）	1.5	4	7.5	25	80	150
液冷渗透率	3%	5%	10%	25%	35%	45%
单位价值量（亿元/GWh）	4.5	4	3.5	2.8	2.2	1.8
中国市场规模（亿元）	0.2	0.8	2.6	17.5	61.6	121.5

资料来源：GGII、BNEF、CNESA，源达信息证券研究所测算

2.5、超充液冷：车桩共同推进液冷技术应用

高功率快充趋势下，液冷超充逐步渗透。多款新能源汽车如小鹏 G9、极氪 001FR 等采用 800V 高压架构，推动充电功率向 480kW+ 发展，传统风冷无法满足散热需求。而液冷系统散热能力是风冷的 3-5 倍，可支持更大电流（如 600A+），适配 4C/5C 超快充电电池，同时液冷具备更高的安全性和稳定性。政策方面，2023 年《新能源汽车产业发展规划》明确要求“加快大功率充电技术研发和标准制定”，部分省市（如深圳）对超充桩建设给予补贴，液冷桩补贴比风冷高 20%-30%。

华为发布全液冷超充方案。2025 年 4 月 22 日，华为发布业界首个全液冷兆瓦级超充解决方案。该方案搭载自主研发的 SiC 芯片，配合智能功率分配算法，可动态调节输出功率，避免对电网造成冲击。其峰值功率可达 1.5 兆瓦，每分钟可补能 20 度电，双枪持续充电电流达 2400A，重卡 15 分钟即可充电到 90%（约 300 度电池容量），补能效率较传统快充桩提升近 4 倍。该超充不仅适用于电动重卡，还兼容乘用车和工程机械等多车型，支持即插即充，实际测试中充电效率提高 30%，运营成本降低 20%。同时，华为已联合 11 家车企开发 30 余款 4C 超充重卡，覆盖港口、矿山等高频作业场景，并通过 V2G（车辆到电网）技术，实现充电桩与电网的智能互动，还与国家电网合作开发智能调度系统，可动态调配充电功率，将电网负荷峰值降低 40%。在山东，已打造“全球首个兆瓦级超充城际物流干线”，建设 112 个全液冷超充场站。

图 24：华为新一代全液冷超充



资料来源：华为官网，源达信息证券研究所

液冷超充 2025 年市场规模预计 31.7 亿元。液冷超充桩=新能源车保有量 x 超充桩配比 x 液冷渗透率 x 单桩成本。假设液冷超充桩成本从 2020 年的 25 万元降至 10 万元，假设 2025 年超充桩配比每万辆 12 根，液冷渗透率 60%，得到 2025 年液冷超充市场规模 31.7 亿元。

表 6：液冷超充电桩市场规模测算

年份	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
新能源车保有量（万辆）	492	784	1,310	2,041	3,140	4,396
超充电桩（≥150kW） 配比（桩/万辆）	1	2	3.5	5	8	12
液冷渗透率	5%	10%	15%	25%	40%	60%
单桩成本（万元）	25	20	18	15	12	10
液冷超充电桩市场规模（亿元）	0.1	0.3	1.2	3.8	12.1	31.7

资料来源：工信部《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》、EVVolumes、中国充电联盟（EVCIPA）年度报告、高工锂电（GGII）《2023 年充电设施行业调研》、华为超充技术白皮书，源达信息证券研究所测算

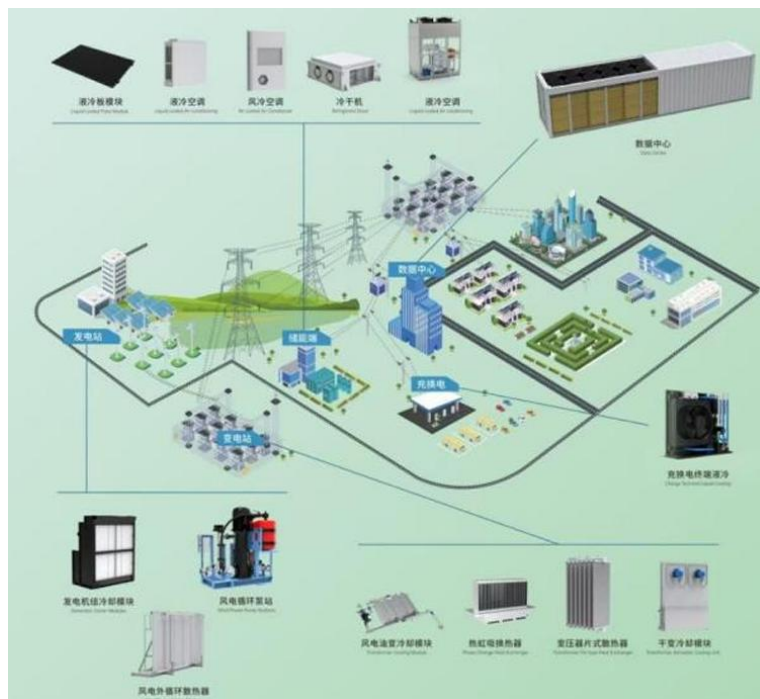
三、银轮股份：从汽车热管理龙头到液冷龙头

3.1、凭借车规级技术，向储能和数据中心液冷拓展

液冷产业链中游的参与厂商众多，尚未形成稳定的竞争格局。由于液冷下游为大型to B客户，我们认为具备技术积累，且率先进入大客户供应链的企业更有优势。银轮股份作为汽车热管理龙头企业，向液冷领域拓展，具备技术积累、大客户资源优势。

液冷产品布局齐全，车规级技术壁垒深厚。温控领域具备底层技术同源性，公司第三曲线板块主要包含储能液冷空调、液冷板模块、数据中心 BTB 算力中心的液冷散热系统、数据中心发电机冷却模块、服务器浸没式液冷装备、变电设备冷却模块等，产品矩阵齐全。

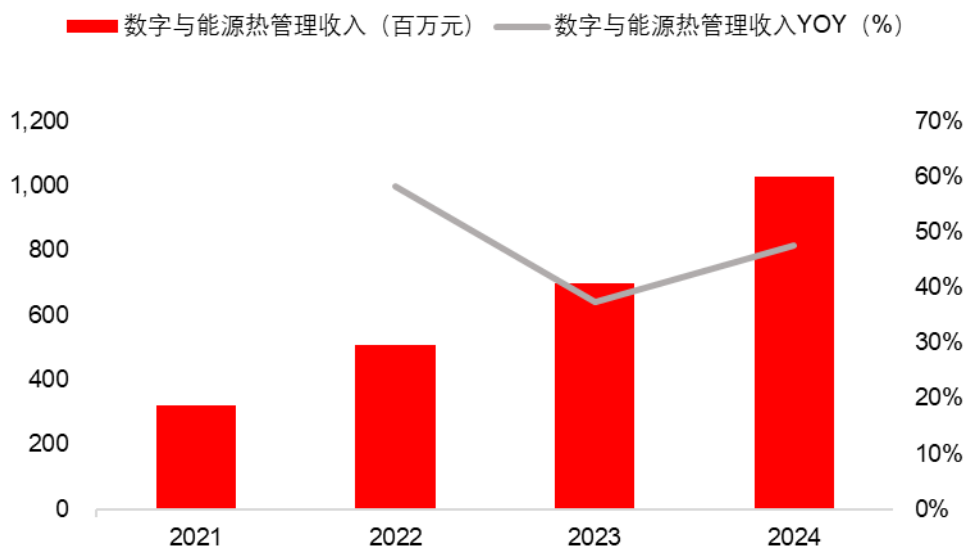
图 25：银轮股份数字与能源产品



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

数字能源业务板块增长迅速，在手订单充足。2024 年，公司在数字能源热管理领域，依托车规级热管理技术，成功拓展至储能系统、超充设备、数据中心等领域，特别是在数据中心液冷解决方案实现里程碑式突破，储能超充液冷机组业务呈现强劲增长态势。根据公司公告，柴油发电机超大型冷却模块、储能液冷空调、重卡超充液冷机组、储能液冷板模块、铜 IGBT 碳化硅冷板、算力中心冷却机组等一大批重大项目相继斩获，子公司浙江开山银轮换热器有限公司获得三家数据中心整体解决方案服务商的采购订单，开山银轮将为客户提供总计 193 套算力中心的液冷散热系统，现有累计订单能为客户解决超过 500 兆瓦算力的高效热管理。2024 年报告期内，累计获得超 300 个项目，达产后将为公司新增年销售收入约 90.73 亿元，其中数字能源业务 9.53 亿元。公司柴油发电机热管理业务已进入产能爬坡，重卡超充冷水机组业务也进入量产阶段，数据中心领域服务器端热管理产品取得积极进展。

图 26：银轮股份数字与能源管理收入



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

绑定储能、数据中心头部大客户。公司数字与能源板块客户包括 ABB、康明斯、卡特、MTU、格力、美的、海尔、海信、三星、LG、天舒等。2022 年 11 月公司同宁德时代签订框架协议合作，产品包括电池冷却板、铝压铸件、CTC 集成模块、储能柜冷却系统等。

3.2、汽车热管理业务稳健，提供稳定基本盘

汽车热管理龙头企业，竞争实力强。公司拥有国内顶尖的热交换器批量化生产能力和国内顶尖的系统化的汽车热交换器技术储备，已在传统商用车、乘用车、工程机械热管理、新能源乘用车热管理领域建立了较强的竞争优势，拥有一批海内外优质的客户资源，是全球众多知名主机厂以及车企的供应商。

表 7：公司主要客户

行业	主要客户
新能源汽车领域	沃尔沃、保时捷、蔚来、小鹏、零跑、通用、福特、宁德时代、吉利、长城、广汽、比亚迪、宇通、江铃、长安等；
燃料电池领域	亿华通、上汽大通等；
乘用车领域	福特、通用、宝马、雷诺、曼胡默尔、捷豹路虎、广汽三菱、东风日产、丰田、吉利、广汽、长城、长安、比亚迪、上汽等；超级跑车领域的主要客户有法拉利、奥迪、奔驰、兰博基尼、宾利、宝马、迈凯伦、福特等；
商用车领域	戴姆勒、康明斯、纳威司达、斯堪尼亚、一汽解放、东风汽车、中国重汽、北汽福田、玉柴、锡柴、潍柴等；
工程机械领域	卡特彼勒、约翰迪尔、住友、徐工、龙工、三一重工、久保田等。

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

具备全领域热管理产品配套能力，在手订单充分。从发动机、电池、电机、电控到车身热管理、尾气处理，公司能够为客户提供价值数百元到数千元的全系列产品，单车配套价值增长空间巨大。获得多个项目定点，支撑未来业绩增长。

表 8：2024 年以来公司公告的新能源汽车热管理项目定点

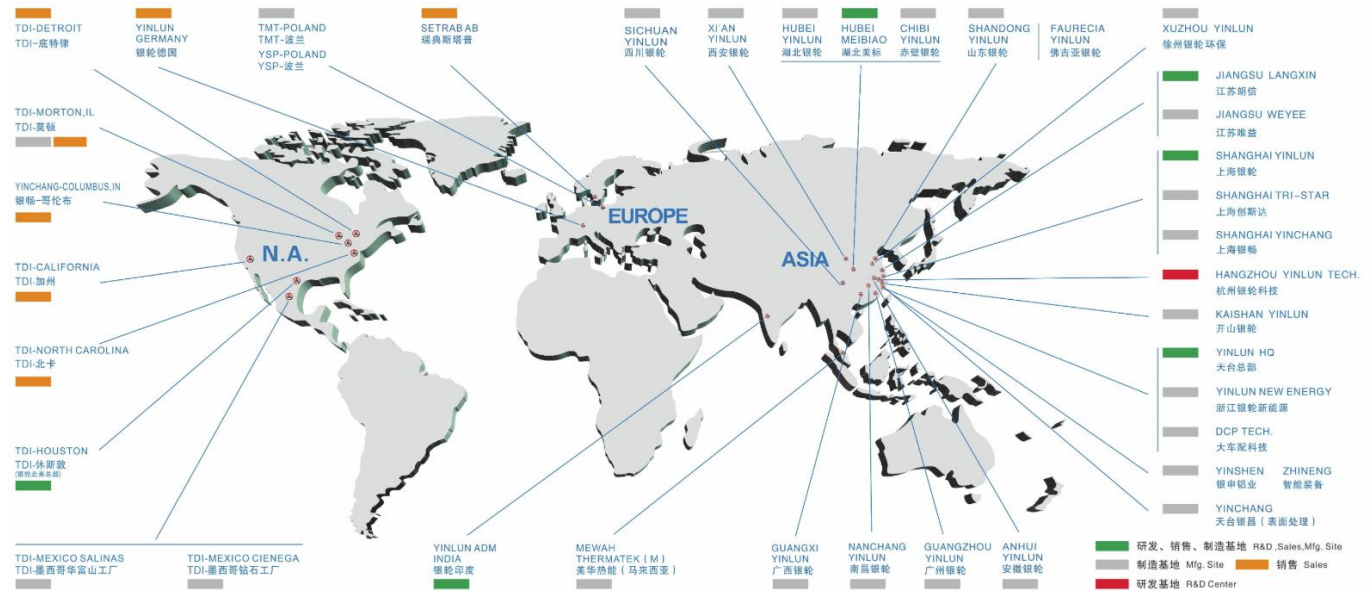
公告日期	定点内容
2025 年 2 月 13 日	全资子公司 YINLUNTDI,LLC 近日收到了某北美著名汽车品牌的定点协议书，公司获得该客户新能源汽车散热器项目定点。项目预计将于 2027 年开始批量供货，生命周期内预计销售额约 6,134.40 万美元
2024 年 12 月 17 日	收到某欧洲著名汽车品牌的定点协议书。公司获得该客户新能源汽车电池冷却板项目定点。项目预计将于 2027 年开始批量供货。根据客户需求与预测，生命周期内预计销售额约 3,915 万欧元。
2024 年 9 月 4 日	下属子公司 ThermalManagementTechnologySP.ZO.O.近日收到了欧洲某汽车制造商的子公司的定点通知书。TMT 获得该客户新能源车热管理产品定点。项目预计将于 2026 年开始批量供货。根据客户需求与预测，达产后预计新增年均销售额约 5,600 万人民币。
2024 年 2 月 19 日	近日收到了欧洲某汽车制造商的定点通知书。公司获得该客户全球电动车平台冷凝器的项目定点。上述项目生命周期 5 年，预计将于 2026 年 12 月开始批量供货。根据客户预测，生命周期内预计销售额约 42,400 万人民币。
2024 年 1 月 17 日	全资子公司浙江银轮新能源热管理系统有限公司近日收到了欧洲著名汽车零部件制造商的定点通知书。公司获得该客户新能源汽车 chiller 项目定点。上述项目生命周期 8 年，预计将于 2026 年 5 月开始批量供货。根据客户预测，生命周期内预计销售额约 1,940.26 万欧元。

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

公司坚持国际化布局，属地化生产响应能力强。公司在美国，墨西哥，波兰，马来西亚，印度，瑞典均有生产基地布局。2025 年，公司将进一步完善全球属地制造布局，其中：在北美，以美国休斯顿总部为核心，提升美国本土研发、销售、生产制造能力，完成墨西哥第三工厂建设并投产；在东南亚，马来西亚乘用车工厂建成

投产，马来西亚商用车工厂完成建设规划；在欧洲，波兰新工厂（TMT）完成现有项目产能扩产，满足客户新增订单需求，完成新客户、新项目产线建设；积极做好其他海外区域建立生产基地的调研策划。

图 27：银轮股份全球布局图



资料来源：公司官网，源达信息证券研究所

四、盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

乘用车业务：随着公司在新能源乘用车客户的份额提升，配套价值量增加，有望获得更多新项目及订单，预计乘用车业务将保持较快增长，假设公司乘用车业务 2025/2026/2027 年收入同比+27%/+20%/+15%，规模效应下，假设营业成本逐年下降，2025/2026/2027 年乘用车业务毛利率分别为 17.0%/17.5%/17.8%。

商用车及非道路业务：考虑到商用车国内更新需求，有望带来周期向上，叠加电动化带来的单车 ASP 提升以及海外客户品类拓展，商用车及非道路业务有望恢复小幅增长，假设公司商用车及非道路业务 2025/2026/2027 年收入同比分别为+10%/+8%/+7%，规模效应下，假设 2025/2026/2027 年商用车及非道路业务毛利率分别为 23.5%/24.0%/24.5%。

数字与能源热管理业务：2025 年起储能液冷、数据中心液冷行业有望放量，公司在手订单充裕，预计持续释放业绩，假设收入增速分别为 55%/50%/50%。

整体来看，公司 2025/2026/2027 年整体收入有望达 156/186/219 亿元，同比分别增长 23%/19%/17%。

表 9：银轮股份业绩拆分

业务	项目	2023/12/31	2024/12/31	2025E	2026E	2027E
1、乘用车	乘用车收入（百万元）	5,428.11	7,090.48	9,004.9	10,805.9	12,426.8
	乘用车收入YOY（%）	51.24%	30.63%	27.0%	20.0%	15.0%
	乘用车收入占比（%）	49.27%	55.82%	57.7%	58.0%	56.9%
	乘用车毛利率（%）	17.28%	16.42%	17.0%	17.5%	17.8%
	乘用车毛利润（百万元）	937.98	1,164.3	1,530.8	1,891.0	2,212.0
2、商用车、非道路	商用车、非道路收入（百万元）	4,515.7	4,176.3	4,593.9	4,961.4	5,308.7
	商用车、非道路收入YOY（%）	11.7%	-7.5%	10.0%	8.0%	7.0%
	商用车、非道路收入占比（%）	41.0%	32.9%	29.4%	26.6%	24.3%
	商用车、非道路毛利率（%）	24.4%	23.2%	23.5%	24.0%	24.5%
	商用车、非道路毛利润（百万元）	1,102.7	970.6	1,079.6	1,190.7	1,300.6
3、数字与能源热管理	数字与能源热管理收入（百万元）	696.21	1,026.51	1,591.1	2,386.6	3,580.0
	数字与能源热管理收入YOY（%）	37.4%	47.4%	55.0%	50.0%	50.0%
	数字与能源热管理收入占比（%）	6.32%	8.08%	10.2%	12.8%	16.4%
4、其他	其他业务收入（百万元）	377.96	408.78	429.2	472.1	543.0
	其他业务收入YOY（%）	11.4%	8.2%	5.0%	10.0%	15.0%
	其他业务收入占比（%）	3.4%	3.2%	2.7%	2.5%	2.5%
合计	营业收入（百万元）	11,018.01	12,702.07	15,619.14	18,626.11	21,858.43
	营业收入YOY（%）	29.93%	15.28%	23.0%	19.3%	17.4%
	销售毛利率（%）	21.57%	20.12%	19.1%	19.4%	19.6%
	销售毛利润（百万元）	2376.1	2555.4	2990.0	3620.2	4290.5
	销售净利率（%）	6.36%	7.04%	7.0%	7.2%	7.4%
	归母净利润（百万元）	612.1	783.5	1099.5	1348.4	1626.1
	归母净利润YOY（%）	59.71%	28.00%	40.3%	22.6%	20.6%
	非经常性损益（百万元）	31.2	100.7	100.7	100.7	100.7
	扣非归母净利润（百万元）	580.9	682.8	998.8	1247.7	1525.4
	扣非归母净利润YOY（%）	90.36%	17.54%	46.28%	24.92%	22.26%

资料来源：Wind，源达信息证券研究所预测

盈利预测与估值：

我们选取热管理领域的可比公司三花智控、拓普集团，以及液冷领域的可比公司英维克进行分析，上述公司均具备热管理业务，有一定的可比性。

随着公司在新能源乘用车客户的份额提升，配套价值量增加，有望获得更多新项目及订单；商用车及非道路业务有望保持稳健发展；数字能源业务下游空间广阔，在手订单充分，第三成长曲线有望快速放量。预计25/26/27年净利润11.0/13.5/16.3亿元。参考可比公司估值，考虑到公司数据中心液冷、机器人等新领域有望较快放量，未来成长性强，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：银轮股份对比可比公司盈利预测与估值

公司	代码	股息率	PB	归母净利润（亿元）			PE			总市值（亿元）
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
三花智控	002050.SZ	1.3	5.1	37.3	43.5	52.2	27.6	23.7	19.7	1,029.0
拓普集团	601689.SH	1.0	4.1	36.5	45.3	54.8	25.3	20.4	16.9	925.9
英维克	002837.SZ	0.6	8.5	6.2	8.1	10.1	40.8	31.4	25.2	253.8
均值			5.9				31.2	25.2	20.6	
银轮股份	002126.SZ	0.4	3.6	11.0	13.5	16.3	20.4	16.6	13.8	224.1

资料来源：Wind，源达信息证券研究所注：数据截至2025年5月13日收盘，银轮股份盈利预测来自源达信息证券研究所预测，其他来自Wind一致预期

表 11：银轮股份盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,187	2,655	3,753	5,341	营业收入	12,702	15,619	18,626	21,858
应收票据	402	495	590	692	营业成本	10,147	12,629	15,006	17,568
应收账款	4,637	5,586	6,522	7,592	税金及附加	78	78	93	109
预付账款	76	94	112	131	销售费用	179	219	242	271
存货	2,273	2,829	3,362	3,936	管理费用	681	828	917	1,049
合同资产	63	77	92	108	研发费用	573	694	844	996
其他流动资产	1,918	2,265	2,622	3,006	财务费用	57	36	25	26
流动资产合计	11,494	13,924	16,960	20,698	信用减值损失	-70	-60	-60	-55
其他长期投资	30	30	30	30	资产减值损失	-120	-80	-60	-80
长期股权投资	365	365	365	365	公允价值变动收益	39	40	0	0
固定资产	3,857	4,122	4,368	4,378	投资收益	46	70	0	0
在建工程	789	889	739	639	其他收益	117	98	100	80
无形资产	803	798	794	790	营业利润	1,009	1,208	1,480	1,783
其他非流动资产	1,025	1,027	1,028	1,030	营业外收入	2	3	3	3
非流动资产合计	6,869	7,231	7,324	7,232	营业外支出	9	10	10	10
资产合计	18,362	21,154	24,284	27,930	利润总额	1,002	1,201	1,473	1,776
短期借款	2,064	2,172	2,500	2,843	所得税	108	120	147	177
应付票据	2,651	3,300	3,921	4,590	净利润	894	1,081	1,326	1,599
应付账款	4,035	5,022	5,968	6,987	少数股东损益	111	-19	-23	-28
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	783	1,100	1,349	1,627
合同负债	51	62	74	87	NOPLAT	945	1,113	1,348	1,622
其他应付款	25	25	25	25	EPS（按最新股本摊薄）	0.94	1.32	1.62	1.95
一年内到期的非流动负债	348	348	348	348					
其他流动负债	736	850	948	1,068	主要财务比率				
流动负债合计	9,909	11,779	13,783	15,948	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
长期借款	129	159	106	135	成长能力				
应付债券	479	479	479	479	营业收入增长率	15.3%	23.0%	19.3%	17.4%
其他非流动负债	772	772	792	812	EBIT增长率	21.7%	16.8%	21.0%	20.4%
非流动负债合计	1,381	1,411	1,378	1,427	归母公司净利润增长率	28.0%	40.3%	22.6%	20.6%
负债合计	11,290	13,190	15,161	17,375	获利能力				
归属母公司所有者权益	6,213	7,124	8,306	9,765	毛利率	20.1%	19.1%	19.4%	19.6%
少数股东权益	859	840	817	790	净利率	7.0%	6.9%	7.1%	7.3%
所有者权益合计	7,072	7,964	9,123	10,555	ROE	11.1%	13.8%	14.8%	15.4%
负债和股东权益	18,362	21,154	24,284	27,930	ROIC	11.8%	12.3%	13.0%	13.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	61.5%	62.4%	62.4%	62.2%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	债务权益比	53.6%	49.3%	46.3%	43.7%
经营活动现金流	1,205	1,436	1,776	2,021	流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
现金收益	1,544	1,767	2,038	2,349	速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
存货影响	-211	-556	-532	-574	营运能力				
经营性应收影响	-470	-979	-989	-1,112	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
经营性应付影响	998	1,636	1,566	1,688	应收账款周转天数	122	118	117	116
其他影响	-657	-431	-307	-331	应付账款周转天数	131	129	132	133
投资活动现金流	-906	-902	-782	-632	存货周转天数	77	73	74	75
资本支出	-1,092	-1,010	-780	-631	每股指标（元）				
股权投资	-41	0	0	0	每股收益	0.94	1.32	1.62	1.95
其他长期资产变化	227	108	-2	-1	每股经营现金流	1.44	1.72	2.13	2.42
筹资活动现金流	-130	-65	104	199	每股净资产	7.44	8.53	9.95	11.70
借款增加	-295	138	275	372	估值比率				
股利及利息支付	-200	-333	-393	-464	P/E	29	20	17	14
股东融资	345	0	0	0	P/B	4	3	3	2
其他影响	20	130	222	291	EV/EBITDA	200	175	151	131

资料来源：Wind，源达信息证券研究所预测

五、风险提示

下游客户新车型销售不及预期；中美贸易环境变化风险；汇率、运费、原材料价格波动导致的风险；商用车及非道路业务复苏不及预期的风险；新能源车行业竞争加剧的风险；液冷技术进展不及预期等

投资评级说明

行业评级	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，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下
公司评级	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，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于沪深 300 指数表现 + 20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区峨山路 91 弄 100 号陆家嘴软件园 2 号楼 701 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。