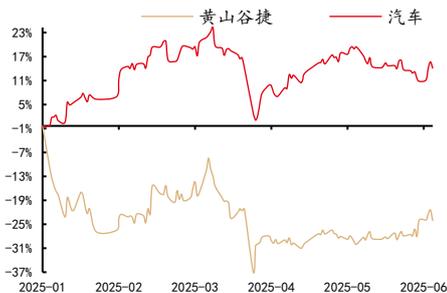


股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	52.68
总股本/流通股本(亿股)	0.80 / 0.20
总市值/流通市值(亿元)	42 / 11
52周内最高/最低价	70.01 / 44.36
资产负债率(%)	16.9%
市盈率	28.17
第一大股东	黄山供销集团有限公司

研究所

分析师: 付秉正
SAC 登记编号: S1340524100004
Email: fubingzheng@cnpsec.com

黄山谷捷(301581)

技术壁垒巩固龙头地位，盈利修复可期

● 投资要点

公司专业从事功率半导体模块散热基板的研究、生产和销售，产品主要应用于新能源汽车领域，是电机控制用车规级功率半导体模块的重要组成部分，并拓展至新能源发电、储能、轨道交通等应用领域。

一、全球市占率领先，冷精锻工艺具备技术壁垒。

公司主导产品为铜针式散热基板，下游绑定英飞凌、博世、安森美等国际龙头功率半导体客户，并覆盖中车时代、斯达半导体等国内头部厂商，产品间接供应主流新能源车企。据招股说明书，2021-2023年，公司在全球车规级功率半导体细分市场占有率为19.7%、29.0%、32.7%，保持领先地位。

公司创新性应用冷精锻一体成型技术，解决了高密度铜针（针距仅1.0-1.6mm）精密加工难题，产品良品率达95%，相比传统粉末冶金和热精锻工艺具备显著优势。此外，公司具备自主设计、制造模具的能力，所生产模具强度、精度、寿命等指标表现优异，为冷精锻工艺的快速批量生产提供了保证。

二、25Q1 营收保持快速增长，利润端存修复动能。

公司25年第一季度实现营收1.91亿元，同比+36.2%，实现归母净利润0.22亿元，同比-14.7%，扣非归母净利润0.20亿元，同比-24.0%。我们认为，公司25Q1营收端实现快速增长一方面验证了行业需求的韧性，另一方面表明公司在快速拓展市占率方面成效显著。公司单季度业绩承压系主要原材料—铜的成本滞后传导效应及客户年降压力导致的单季度毛利率（17.3%，同比-9.3pct）下滑。此外，Q1支付上市费用对该季度管理费用形成一次性影响。

从公司下游景气度看，今年1-5月国内新能源汽车产销分别完成569.9万辆和560.8万辆，同比分别增长45%和44%，继续保持较高增速。我们认为，公司有望受益于新能源汽车的蓬勃发展，继续扩大市占率优势。此外，铜价保持稳定叠加年降压力趋缓，规模效应提升有望带动下半年毛利率逐步修复，继而推动优化公司整体盈利能力。

● 投资建议

预计公司2025-2027年营收分别为9.24/11.16/12.92亿元，归母净利润分别为1.25/1.45/1.75亿元，EPS分别为1.57/1.82/2.19元/股，当前股价对应PE为33.7/29.0/24.0倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● **风险提示：**

新能源汽车销量不及预期；原材料价格上涨；技术迭代风险；行业竞争格局持续恶化。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	725	924	1116	1292
增长率(%)	-4.53	27.45	20.89	15.72
EBITDA（百万元）	149.25	177.92	204.21	243.70
归属母公司净利润（百万元）	111.92	125.25	145.24	175.48
增长率(%)	-28.84	11.91	15.97	20.82
EPS(元/股)	1.40	1.57	1.82	2.19
市盈率(P/E)	37.66	33.65	29.02	24.02
市净率(P/B)	4.17	2.71	2.59	2.46
EV/EBITDA	-4.26	17.09	14.62	11.99

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	725	924	1116	1292	营业收入	-4.5%	27.4%	20.9%	15.7%
营业成本	562	730	890	1024	营业利润	-29.7%	13.0%	15.8%	21.9%
税金及附加	4	5	6	7	归属于母公司净利润	-28.8%	11.9%	16.0%	20.8%
销售费用	3	3	4	5	获利能力				
管理费用	16	20	24	28	毛利率	22.5%	20.9%	20.3%	20.8%
研发费用	21	28	34	38	净利率	15.4%	13.6%	13.0%	13.6%
财务费用	-2	0	0	0	ROE	11.1%	8.1%	8.9%	10.2%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	11.2%	8.4%	9.2%	10.5%
营业利润	134	151	175	214	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	16.9%	12.9%	14.7%	16.6%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	5.01	6.92	6.11	5.50
利润总额	134	151	175	214	营运能力				
所得税	17	20	23	29	应收账款周转率	3.79	4.01	4.19	4.01
净利润	117	132	152	184	存货周转率	9.41	9.25	9.51	9.24
归母净利润	112	125	145	175	总资产周转率	0.81	0.61	0.60	0.64
每股收益(元)	1.40	1.57	1.82	2.19	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.40	1.57	1.82	2.19
货币资金	637	1175	1231	1295	每股净资产	12.63	19.43	20.34	21.43
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	267	284	345	424	PE	37.66	33.65	29.02	24.02
预付款项	1	1	1	1	PB	4.17	2.71	2.59	2.46
存货	70	88	100	122	现金流量表				
流动资产合计	1017	1581	1717	1895	净利润	117	132	152	184
固定资产	189	199	196	179	折旧和摊销	17	26	29	30
在建工程	4	3	3	2	营运资本变动	-85	-1	-27	-51
无形资产	15	15	15	15	其他	3	0	0	0
非流动资产合计	216	228	224	206	经营活动现金流净额	51	158	154	164
资产总计	1233	1809	1941	2101	资本开支	-28	-35	-25	-12
短期借款	0	0	0	0	其他	0	-3	0	0
应付票据及应付账款	138	164	193	235	投资活动现金流净额	-28	-38	-26	-12
其他流动负债	65	64	88	110	股权融资	505	481	0	0
流动负债合计	203	228	281	344	债务融资	0	0	0	0
其他	5	5	5	5	其他	-5	-63	-73	-88
非流动负债合计	5	5	5	5	筹资活动现金流净额	501	418	-73	-88
负债合计	208	234	286	350	现金及现金等价物净增加额	525	538	56	64
股本	80	100	100	100					
资本公积金	603	1064	1064	1064					
未分配利润	294	338	389	450					
少数股东权益	14	21	28	37					
其他	33	52	74	100					
所有者权益合计	1025	1575	1655	1751					
负债和所有者权益总计	1233	1809	1941	2101					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048