

2025年06月29日

方盛股份(832662.BJ)

——换热器国家级“小巨人”多元化布局新能源赛道，2025年募投产线投产强化产能

投资评级：增持（首次）

投资要点：

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

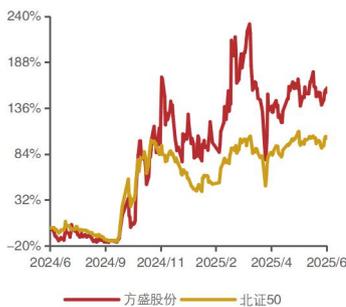
万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年06月27日

收盘价(元)	25.48
一年内最高/最低(元)	36.24/8.18
总市值(百万元)	2,230.77
流通市值(百万元)	626.32
总股本(百万股)	87.55
资产负债率(%)	24.40
每股净资产(元/股)	5.26

资料来源：聚源数据

- **换热器国家级专精特新“小巨人”，2025Q1营业收入同比回升21%**。方盛股份是一家专注于研发换热器和换热系统和提供定制化解决方案的专业换热器公司，产品应用领域涵盖风力发电、余热回收、轨道交通、空压机、工程机械、汽车等传统领域，以及清洁能源、节能减排等新兴领域。公司结合**内部自主研发与市场需求导向**两种研发模式，先后与上海理工大学、东华大学、江南大学、兰州理工大学等高等院校建立了产学研合作关系，始终贯彻“创新驱动、技术先行”的研发理念，是国家级专精特新“小巨人”企业。2024年公司实现营收3.47亿元，同比增加1.10%，其中内销收入同比增长1.51%，外销收入同比下降5.97%，外销收入有所下降主要系海外客户部分新项目的其他核心零部件认证测试滞后，导致该客户2024年整体收入与2023年相比有所下降。2024年公司归母净利润2981万元，略显承压。2025Q1实现营收0.74亿元(yoy+21.02%)、归母净利润701万元。
- **风电、余热回收领域订单有望恢复，储能、氢能、数据中心等新赛道贡献未来增量**。2024年，公司主营产品换热系统营业收入为1.09亿元，板翅式换热器营业收入为2.24亿元。2019-2024年板翅式换热器营业收入占比由82.33%降至64.66%，换热系统营业收入占比由15.96%升至31.26%。在市场应用层面，风电、氢能、储能等或将成为公司核心增长领域。**风电领域**：风电领域市场2025年预计有望呈现增长，订单需求预计会增加，主要系：国家发改委、国家能源局联合发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（“136号文”），提出推动风电、光伏发电等上网电量全面进入电力市场；2020年风电装机高峰以后，风电冷却系统设备质保年限是5年左右，因此2025年有望带来一轮换装的需求；大兆瓦机型的引入、新能源电力系统技术的改进或将促进风电市场改装需求，预计将带动公司相关产品的配套增量。**余热回收领域**：虽然2024年锂电建设项目有所放缓，但2025年度公司相关客户基于国内市场扩建和国外市场拓展需求，余热回收热管理产品的需求有望阶段性的恢复。**储能、氢能、数据中心等领域**：随着公司前期自身新产品研发、客户布局投入以及整体市场需求的稳步提升，公司2025年相关领域订单存在较好预期。公司在储能、氢能等新能源领域已取得突破性进展，在前期试样、小批量供货的基础上，2024年度成功与行业内多家知名客户建立业务合作，业务量呈现较大增量，为公司未来增长开辟了新路径。
- **研发加速锚定多元化领域，多场景“冷却系统”拓宽主营产品版图**。在国家“双碳”目标背景下，换热器起到了非常重要的作用，其中板翅式换热器成为近年来发展最为迅速的新型热交换设备之一，在各工业节能减排等生产环节中得到大量应用。就换热器行业未来发展趋势而言，在**技术革新**层面，换热器行业整体设计方案将进一步优化，可利用AI大模型提升系统设计效率和可靠性，将新型材料投入应用，优化制造工艺，开发新型冷却介质。2024年，公司研发费用投入达1,526.22万元，较2023年增长9.08%，有力推动了公司技术创新与业务多元化拓展。截至2024年末，公司已获得105项专利证书，其中发明专利19项，实用新型专利81项，德国实用新型专利4项，外观设计专利1项。公司研发方向聚焦以下三个方面：**坚持产品集成化方向**，为头部主机厂为主的客户提供集成度更高的热管理产品配套；**坚持领域多元化方向**，摆脱铝制板翅式结构的局限，结合下游产业链客户的需求，为客户配套其他结构的换热器产品以及不同集成度的总成或系统产品；**坚持国家新质生产力战略导向**，重点推进新能源、新基建领域热管理产品市场的开发。根据公司2024年年报，公司拥有9项研发项目，包括高效海水淡化冷却系统、一种储能锂电池用壳体、数据中心冷却集成系统等，其中6项聚焦于不同场景的冷却系统，公司在原有的传统产品应用领域的基础上不断迭代，致力于拓宽新领域产品市场、丰富公司产品种类。

- **2024 年轨交、氢能等多领域合作成果丰硕，2025 年在募投厂区规划新产线布局。**2024 年 1 月，公司与氢能客户联合开发的兆瓦级氢燃料电池固定式发电站冷却系统正式投入使用，双方合作期间共同开发了多款发电站冷却系统产品，公司拥有上述系统产品自主知识产权。2024 年 4 月，公司与阿尔斯通携手承担了国内轨道交通项目牵引变压器冷却系统的联合设计及验证，目前产品已经开始批量交付并投入运营；公司将继续深耕轨道交通领域，积极拓展国内外轨交冷却系统产品市场。2024 年 6 月，全球首套 18 兆瓦半直驱大功率海上机组换热系统在东方电气汕头工厂吊装成功，公司承接了该项目风电机组自然风冷系统的设计及制造。2024 年，公司募投项目主体厂房建筑工程竣工，募投厂区产线设备陆续进场。截至 2024 年末，年产 20 万台（套）节能高效换热系统及换热器生产基地建设项目投入进度为 63.70%，研发中心建设项目投入进度为 29.1%。2025 年公司在募投厂区规划了新结构的换热器单元和热管理系统的产线布局，包括氢能、数据中心、储能等领域相关产品，并配套了先进实验设备和测试平台。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 0.48/0.61/0.74 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/0.69/0.85 元/股，对应当前股价 PE 分别为 46.5/36.9/30.2 倍。我们选取宏盛股份、银轮股份、邦德股份作为可比公司。方盛股份聚焦换热器及系统研发，技术领先且多元化布局新能源赛道。风电换装需求、氢能/储能/数据中心增量订单及余热回收恢复驱动增长，叠加 AI 设计优化与新型材料应用提升产品竞争力。2025 年募投产线投产强化产能，研发持续加码新质生产力领域，政策与市场需求共振下，公司有望凭借技术壁垒与场景拓展实现业绩弹性。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、核心人员流失风险、技术研发及产品开发风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	343	347	435	526	637
同比增长率（%）	-2.71%	1.10%	25.28%	20.89%	21.07%
归母净利润（百万元）	63	30	48	61	74
同比增长率（%）	16.01%	-52.39%	61.02%	26.10%	22.26%
每股收益（元/股）	0.72	0.34	0.55	0.69	0.85
ROE（%）	14.13%	6.57%	9.95%	11.67%	13.14%
市盈率（P/E）	35.63	74.84	46.48	36.86	30.15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	91	97	101	146
应收票据及账款	163	185	223	253
预付账款	1	1	2	2
其他应收款	1	1	1	2
存货	37	44	52	63
其他流动资产	89	75	77	80
流动资产总计	381	403	457	545
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	168	172	185	202
在建工程	0	43	45	25
无形资产	23	23	24	25
长期待摊费用	1	1	1	0
其他非流动资产	24	27	27	26
非流动资产合计	216	266	281	279
资产总计	596	669	738	823
短期借款	2	0	0	0
应付票据及账款	100	129	155	186
其他流动负债	25	41	50	60
流动负债合计	127	170	205	247
长期借款	8	8	6	5
其他非流动负债	6	6	6	6
非流动负债合计	13	14	12	11
负债合计	140	184	217	258
股本	88	88	88	88
资本公积	174	174	174	174
留存收益	192	221	257	302
归属母公司权益	454	482	519	563
少数股东权益	2	3	3	3
股东权益合计	456	485	521	566
负债和股东权益合计	596	669	738	823

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	30	41	52	67
折旧与摊销	16	20	23	25
财务费用	-1	0	0	0
投资损失	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	18	29	-15	-1
其他经营现金流	5	9	9	9
经营性现金净流量	64	94	65	95
投资性现金净流量	20	-67	-35	-19
筹资性现金净流量	-22	-21	-26	-30
现金流量净额	61	6	4	45

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	347	435	526	637
营业成本	269	335	403	485
税金及附加	2	3	4	5
销售费用	8	9	10	11
管理费用	24	24	28	34
研发费用	15	16	18	22
财务费用	-1	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	-1	-2
信用减值损失	-2	-2	-3	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4	4	4	4
公允价值变动损益	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	2	3	3	2
营业利润	32	52	66	81
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	33	54	68	83
所得税	3	6	7	9
净利润	30	48	61	74
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	30	48	61	74
EPS(元)	0.34	0.55	0.69	0.85

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	1.10%	25.28%	20.89%	21.07%
营业利润增长率	-54.51%	63.32%	27.69%	22.93%
归母净利润增长率	-52.39%	61.02%	26.10%	22.26%
经营现金流增长率	1,021.29%	48.06%	-31.57%	46.62%
盈利能力				
毛利率	22.46%	23.05%	23.43%	23.77%
净利率	8.64%	11.06%	11.53%	11.65%
ROE	6.57%	9.95%	11.67%	13.14%
ROA	5.00%	7.18%	8.20%	8.99%
估值倍数				
P/E	74.84	46.48	36.86	30.15
P/S	6.43	5.13	4.24	3.50
P/B	4.92	4.62	4.30	3.96
股息率	0.68%	0.86%	1.08%	1.33%
EV/EBITDA	34	29	23	19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。