

科创新源(300731)

报告日期: 2025 年 06 月 30 日

液冷新星，有望业绩与估值双击

——科创新源深度报告

投资要点

□ 聚焦高分子材料+热管理系统双主业，进入高成长周期

公司是国内领先的高分子材料供应商，主要服务于通信、电力、汽车领域；公司拓展热管理业务，尤其高景气度的新能源汽车和数据中心领域。目前公司主要客户包括华为、中兴、电信运营商、宁德时代等龙头企业。

17-23 年公司营收年均复合增速 14.05%，稳健发展，24 年深度布局的新能源电池领域开始放量，实现营收 9.6 亿元 YOY+72%，25Q1 实现营收 2.5 亿元 YOY+86%。我们预计新能源电池领域有望继续加速放量，同时在数据中心领域内生外延双轮成长，公司将进入快速成长期。

□ AI 液冷：智算中心需求爆发，内生外延打造强劲增长极

海外国内共振，液冷有望进入加速放量周期。国内互联网资本开支高增，有望进入 AI 应用驱动算力投入的正反馈循环。海外英伟达 GB200 机柜标配液冷，国内国产算力加速发展叠加数据中心 PUE 管控趋严，液冷渗透率有望加速提升。

内生：有望切入服务器液冷板头部企业供应链。公司 23 年设立创源智热布局数据中心散热（虹吸式散热模组、液冷板等），25 年将采用协同制造+自主产销双轮驱动模式，积极切入头部企业供应链，承接适配订单。

外延：拟收购热界面材料公司，促进协同发展。公司拟收购东莞兆科 51% 股权，其主要产品为热界面材料，应用于产热端和散热端接触面之间，提高热量传递效率，与公司服务器散热器高度相关。东莞兆科已与海内外大客户深度合作，有望助力公司扩大产品应用领域、拓展客户关系及海外市场渠道。

□ 车载冷板：宁德时代麒麟、神行电池放量带来量价齐升机会

新能源业务产品主要为新能源汽车电池液冷板，主要客户包括宁德时代、蜂巢能源等。公司高频焊液冷板适配宁德时代麒麟电池、神行电池，麒麟电池液冷板置于电芯之间使换热面积扩大四倍，带来单车液冷板价值量明显提升。24 年计划投资 9000 万元新建新能源汽车大面积冷却液冷板项目，以满足大客户在高频焊液冷板的产能需求，部分产线已全面投入量产。

□ 盈利预测与估值

新能源电池和数据中心热管理业务有望驱动公司进入快速成长周期，尤其协同东莞兆科，有望切入海外 AI 核心产业链条，公司有望业绩和估值双击，预计 25-27 年实现营收 14.50/24.21/33.71 亿元，YOY 分别 51.3%/67.0%/39.2%，归母净利润分别 0.92/1.57/2.19 亿元，YOY 分别 430.5%/70.8%/39.6%，对应 PE 分别 42/24/17 倍（截至 25 年 6 月 30 日收盘价），给予“买入”评级。

□ 风险提示

行业发展不及预期的风险；原材料价格上涨超预期的风险；行业竞争加剧超预期的风险；公司业务及客户拓展不及预期的风险。

投资评级：买入(首次)

分析师：张建民

执业证书号：S1230518060001
zhangjianmin1@stocke.com.cn

研究助理：邢艺凡

xingyifan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 30.55
总市值(百万元)	3,862.49
总股本(百万股)	126.43

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	958.13	1449.79	2420.74	3370.63
(+/-) (%)	71.53%	51.32%	66.97%	39.24%
归母净利润	17.28	91.67	156.54	218.58
(+/-) (%)	-32.12%	430.54%	70.76%	39.63%
每股收益(元)	0.14	0.73	1.24	1.73
P/E	220.75	41.61	24.37	17.45

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 热管理系统业务有望驱动公司进入快速成长周期	6
1.1 高分子材料+热管理双主业发展	6
1.2 24 年营收增长 72%，拐点或已出现	8
2 AI 液冷：智算中心需求爆发，内生外延打开空间	9
2.1 AI 液冷市场进入加速放量周期	9
2.2 内生外延打造强劲新增长动力	13
3 车载冷板：麒麟/神行电池放量带来量价齐升机会	15
3.1 受益于全球新能源汽车渗透率提升	15
3.2 麒麟/神行电池放量驱动量价齐升	17
4 高分子材料：通信+电力+汽车，整体稳健增长	19
4.1 通信：积极拓展海外市场	20
4.2 电力：电力消费稳定增长	20
4.3 汽车：行业需求持续释放	21
5 盈利预测及估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值分析	23
6 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司业务布局.....	7
图 3: 公司股权结构.....	7
图 4: 2017 年至 2025Q1 公司收入及同比增速	8
图 5: 2017 年至 2025Q1 公司归母净利润及同比增速	8
图 6: 2018 年至 2025Q1 公司毛利率及净利率变化情况.....	8
图 7: 2018 年至 2025Q1 公司费用率变化情况	8
图 8: 2019 年至 2024 年公司收入占比（按行业）	9
图 9: 2019 年至 2024 年公司收入占比（按产品）	9
图 10: BAT 资本开支逐季快速增长（单位：亿元）	9
图 11: 数据中心 IT 设备成本占比	10
图 12: 数据中心非 IT 设备成本占比	10
图 13: 2024-2029 年英伟达主流机柜产品功耗情况.....	10
图 14: 机柜功率密度提升带来的制冷技术演进路线.....	11
图 15: GB200 NVL72 液冷机柜	11
图 16: 移动 23-24 年新型智算中心（试验网）采购（标包 12）	11
图 17: 数据中心制冷技术对应 PUE 范围	12
图 18: 中国液冷数据中心市场规模.....	13
图 19: 中国液冷数据中心细分产品市场规模.....	13
图 20: 导热界面材料使散热器作用充分发挥.....	13
图 21: 导热界面材料生产工艺流程.....	14
图 22: 东莞兆科导热材料系列产品类别丰富	14
图 23: 东莞兆科客户包括较多 500 强企业	14
图 24: 2021 年-2025 年 5 月新能源汽车销量及渗透率走势	15
图 25: 2018 年至 2025 年 1-5 月中国乘用车销量及同比增速	16
图 26: 中国新能源乘用车渗透率快速提升	16
图 27: 新能源动力电池液冷系统结构.....	16
图 28: 动力电池液冷板图示.....	16
图 29: 液冷板行业产业链.....	17
图 30: 中国新能源汽车用液冷板市场规模.....	17
图 31: 宁德时代麒麟电池的多功能弹性夹层.....	18
图 32: 宁德时代麒麟电池重构液冷系统使换热面积扩大 4 倍	18
图 33: 新势力品牌 25 年 5 月交付量（单位：辆）	18
图 34: 25 年 5 月小米汽车交付量（单位：辆）	18
图 35: 24 年公司新能源业务收入大幅增长	19
图 36: 散热金属结构件设计产能、产能利用率及在建产能情况	19
图 37: 高分子材料产业链.....	19
图 38: 2019 年至 2024 年全国基站数量	20
图 39: 2017 年至 2024 年公司通信行业业务收入	20
图 40: 2019 年至 2024 年全国用电量	21
图 41: 2017 年至 2024 年公司电力行业业务收入	21
图 42: 2017 年至 2024 年中国汽车销量及增长率	21

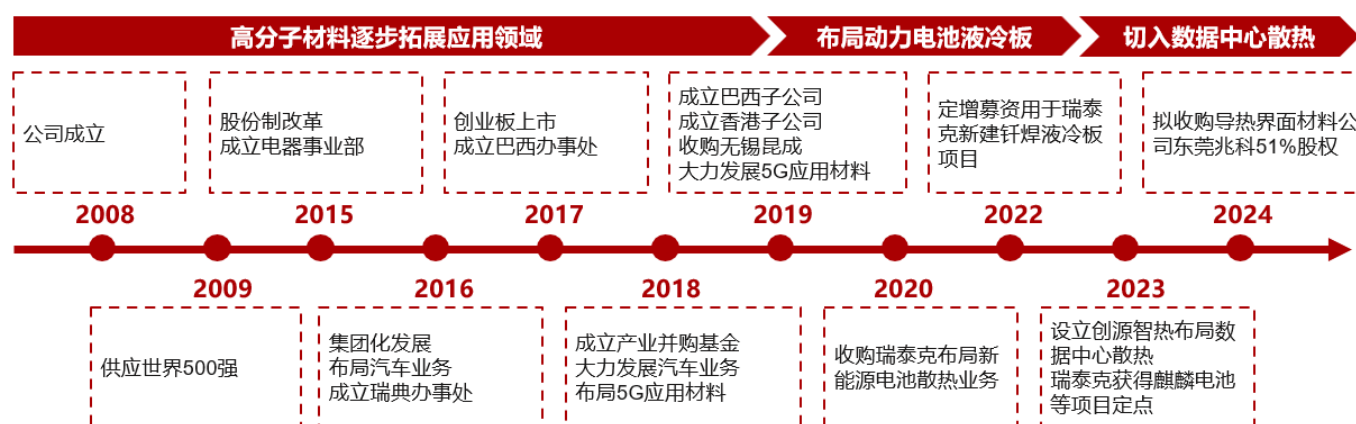
图 43: 2019 年至 2024 年公司汽车行业收入	21
表 1: 近年来国家及各地政府不断提高数据中心能耗要求	11
表 2: 导热界面材料主要种类及用途	14
表 3: 动力电池液冷板工艺分类	16
表 4: 业务拆分及预测 (单位: 百万元)	22
表 5: 同业可比公司估值水平对比	23
表附录: 三大报表预测值	24

1 热管理系统业务有望驱动公司进入快速成长周期

1.1 高分子材料+热管理双主业发展

起家于高分子材料，大力拓展热管理。公司成立于2008年，聚焦于功能型高分子材料应用的研发与制造，由通信领域逐步拓展电力、汽车等应用领域；2017年创业板上市；2020年收购瑞泰克55%股权，切入新能源汽车动力电池液冷板业务，其产品包括新能源汽车、储能系统、家用电器使用的液冷板、冷凝器、散热板、均温板等，进一步丰富公司散热系列产品类别，2022年定增募资用于扩充钎焊液冷板产线；2023年设立全资子公司创源智热布局数据中心领域散热，2024年拟收购导热界面材料公司东莞兆科51%股权，扩大在散热产品领域的应用场景。

图1：公司发展历程



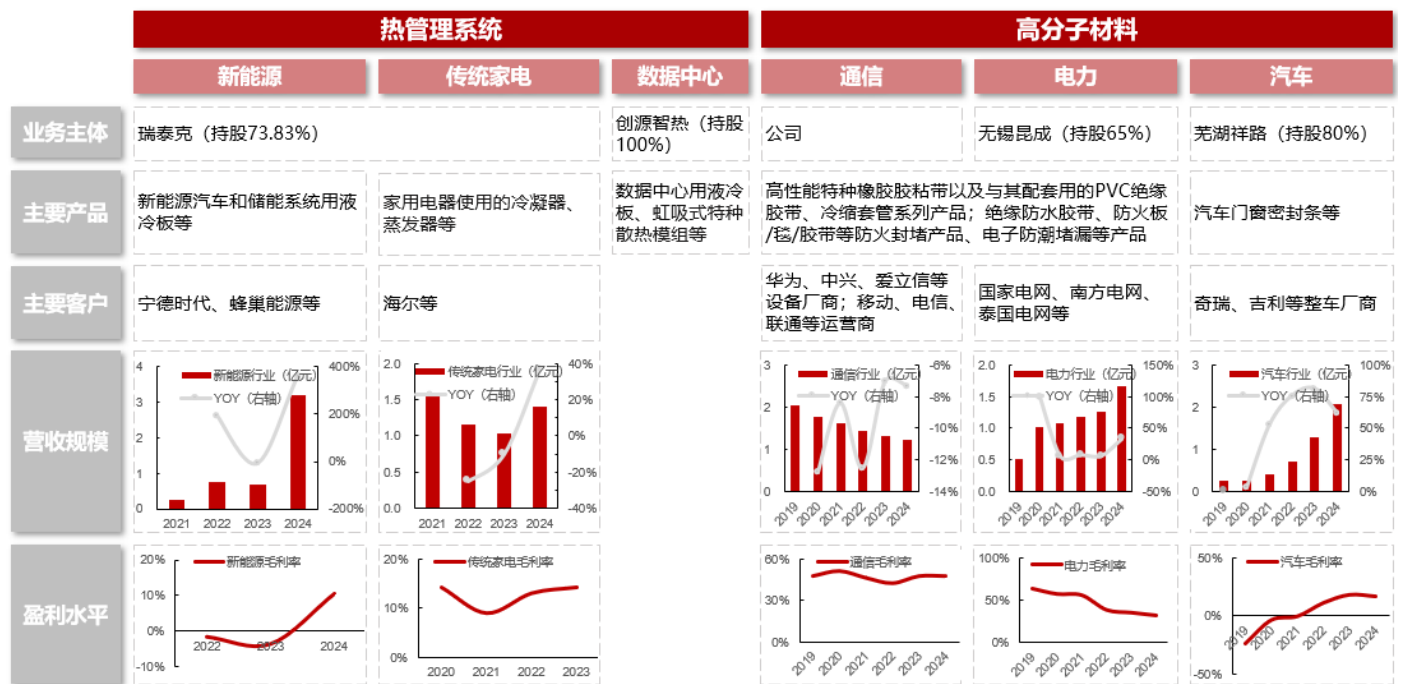
资料来源：公司官网，wind，浙商证券研究所

当前公司已形成高分子材料+热管理系统两大业务领域，覆盖各领域头部客户包括华为、中兴、三大电信运营商、宁德时代等。

（1）高分子材料：主要开展防水密封材料、防火绝缘材料、防潮封堵材料等业务，主要产品为高性能特种橡胶胶粘带以及与其配套使用的PVC绝缘胶带、冷缩套管系列产品；绝缘防水胶带、防火板/毯/胶带等防火封堵产品、电子防潮堵漏等产品；汽车门窗密封条等系列产品，可广泛应用于通信、电力、汽车、轨道交通等领域，目前客户覆盖各领域头部厂商，包括华为、中兴、爱立信、中国移动、中国电信、中国联通、南方电网、国家电网、泰国电网、奇瑞汽车、吉利汽车等。

（2）热管理系统：主要实施主体为子公司瑞泰克和创源智热。瑞泰克主要产品包括新能源汽车和储能系统用液冷板、家用电器使用的冷凝器、蒸发器等散热器件，主要客户包括宁德时代、蜂巢能源、海尔等，2023年成功获得麒麟电池等项目定点；创源智热于2023年设立，主要产品包括虹吸式特种散热模组、液冷板等，2024年公司全力推进其内部建设、市场开拓与研发认证工作，部分产品成功通过客户认证，进入小批量试制阶段，2025年将采用协同制造与自主产销双轮驱动模式，积极切入头部企业供应链以汲取经验，同时提升自主交付能力以拓展市场份额。

图2：公司业务布局

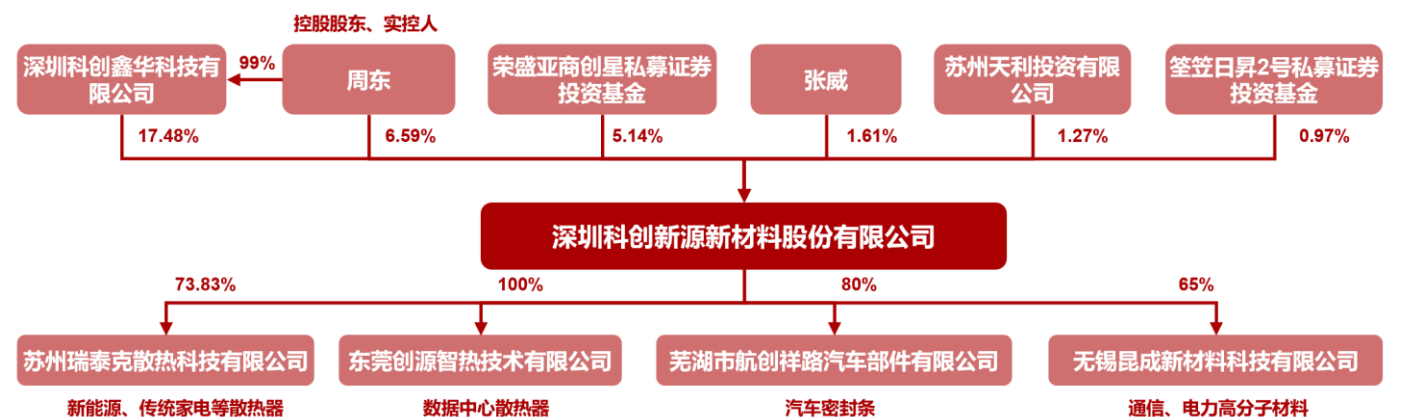


资料来源：公司年报，wind，浙商证券研究所整理

拟收购东莞兆科，赋能数据中心散热业务。为进一步深化在高分子材料产业的业务布局，扩大散热产品领域的应用场景，培育新的营业收入和利润增长点，公司于2024年12月与东莞兆科签署意向协议，拟以现金方式收购其51%股权。东莞兆科主要产品为热界面材料（TIM），应用于产热端和散热端接触面之间，通过驱逐粗糙接触面间的空气来提高热量传递效率，常见的TIM包括导热硅脂、导热凝胶、导热垫片、导热粘接等。东莞兆科产品与公司服务器散热器业务高度相关，同时已与海内外大客户达成深度合作，未来有望助力公司扩大产品应用领域、拓展客户关系及海外市场渠道。

实控人周东持股23.90%，引领公司持续发展。公司控股股东及实际控制人为周东先生，任公司董事长及总经理，直接持有公司6.59%股权，并通过其控股的科创鑫华间接持有公司17.31%股权，合计持有公司23.90%的股权。周东先生曾任真功电子销售经理、思卡帕胶带销售经理、普林摩斯胶带总经理，2008年前瞻性地看到高分子材料国产替代机遇，创立了公司，并引领公司持续进行产品应用领域和品类的拓展，实现快速发展壮大。

图3：公司股权结构



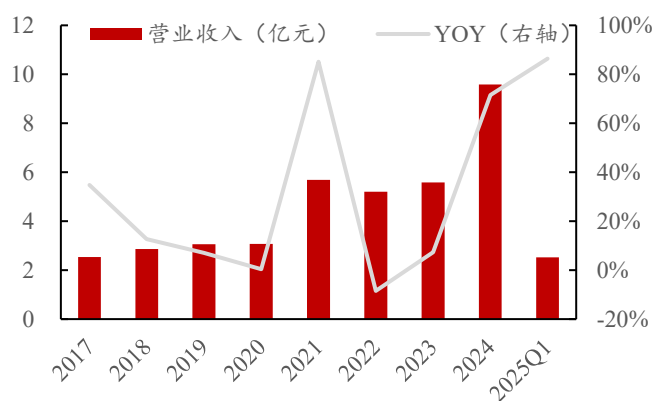
资料来源：wind，浙商证券研究所（截止2025年3月31日）

1.2 24 年营收增长 72%，拐点或已出现

公司近年来营收稳步增长，新能源放量+数据中心拓展带动规模持续扩大。2017-2023 年公司营业收入从 2.54 亿元增长至 5.59 亿元，年均复合增速达 14.05%。2024 年实现收入 9.58 亿元，同比增长 71.53%，增速显著提升，主要得益于新能源业务快速放量。2025Q1 公司继续保持高增长态势，实现营收 2.52 亿元，同比增长 86.39%，业务规模持续扩张，整体延续积极增长势头。

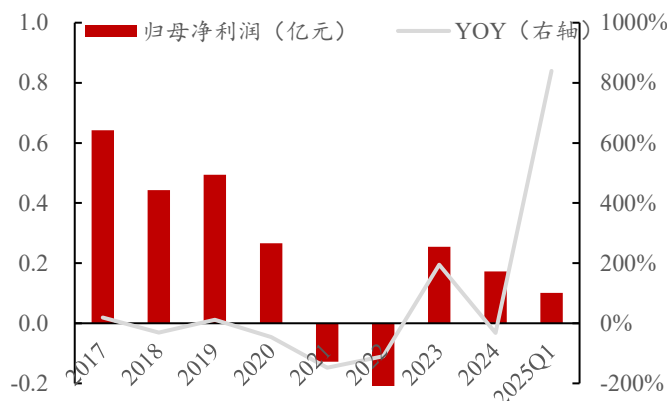
盈利能力持续修复，利润拐点已至。公司 2023 年归母净利润为 0.25 亿元，实现扭亏；2024 年归母净利润为 0.17 亿元，同比下降 32.12%，主要由于低毛利产品占比提升，以及公司收到的与收益相关的政府补助和确认的投资收益同比大幅减少，但 2025Q1 归母净利润达到 0.10 亿元，同比高增 839.66%，主要系新能源汽车动力电池散热液冷板业务及海外通信业务快速增长，带动公司盈利能力大幅改善。随着规模扩大及成本管控优化，公司盈利能力有望持续增强。

图4：2017 年至 2025Q1 公司收入及同比增速



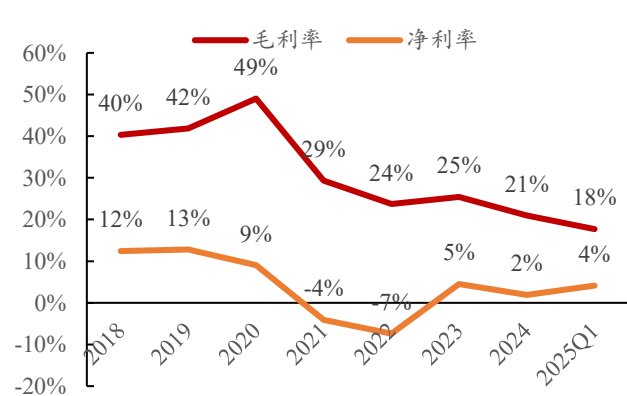
资料来源：wind，浙商证券研究所

图5：2017 年至 2025Q1 公司归母净利润及同比增速



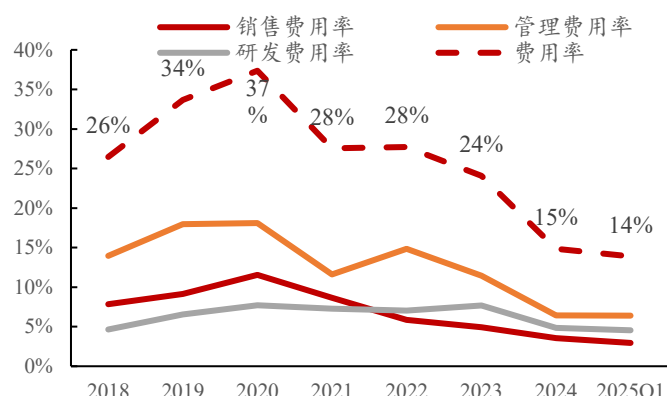
资料来源：wind，浙商证券研究所

图6：2018 年至 2025Q1 公司毛利率及净利率变化情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图7：2018 年至 2025Q1 公司费用率变化情况

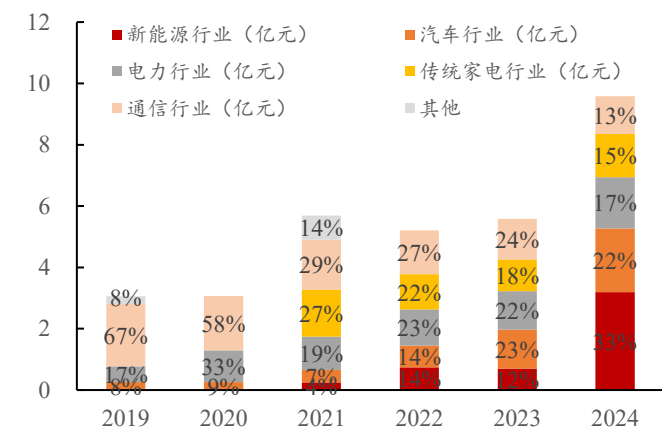


资料来源：wind，浙商证券研究所

新能源动力电池液冷板放量带动收入高增，高分子材料业务整体稳健。2024 年公司新能源业务实现收入 3.20 亿元，同比增长 361.36%，在总营收中占比从 12% 大幅提升至 33%，贡献主要收入增长，主要由适配宁德时代麒麟电池、神行电池的高频焊液冷板需求快速增长所驱动，2024 年公司相关产线已达产放量，对公司收入拉动作用显著。高分子材

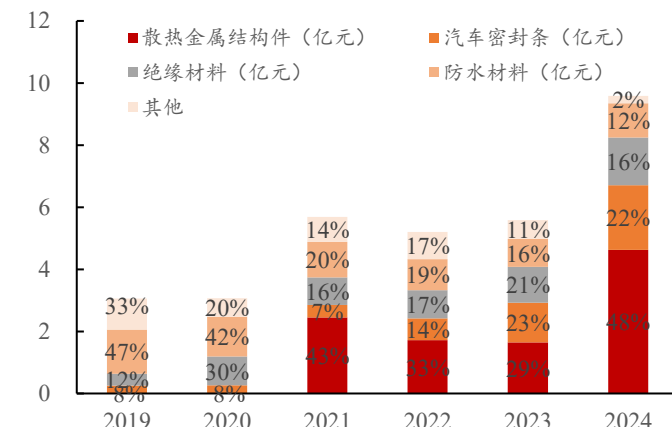
料业务整体稳健，电力业务收入逐年稳步增长，通信业务收入受行业资本开支周期性影响有所下滑，汽车密封条业务逐年快速增长，绑定奇瑞、吉利等核心客户，积极引入欧式导槽、无边框密封条等先进技术，持续推动产品迭代与结构升级。

图8：2019年至2024年公司收入占比（按行业）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图9：2019年至2024年公司收入占比（按产品）



资料来源：wind，浙商证券研究所

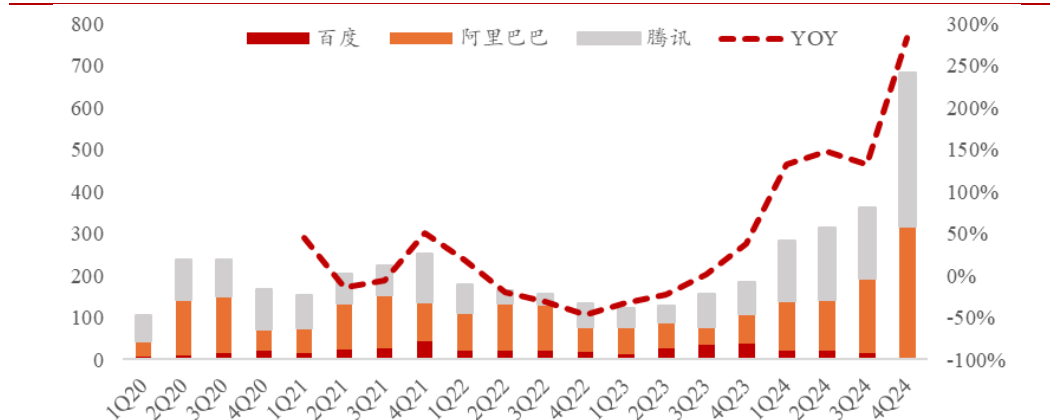
预计随着新能源动力电池业务快速放量，以及在服务器液冷板领域良好进展，公司有望实现收入体量的持续扩大。新能源方面，小米 SU7 MAX 与 Ultra 版本分别搭载 4C 和 5.2C 麒麟电池，小米汽车 25 年交付目标由先前的 30 万台提升至 35 万台，随着极氪 009、问界 M9、理想 MEGA、小米 SU7 MAX、SU7 Ultra 和 SU7 Pro 等车型销量持续增长，以及搭载麒麟、神行电池的车型拓展，公司作为其液冷板供应商有望受益。数据中心方面，24 年公司部分产品成功通过客户认证进入小批量试制阶段，25 年将内生+外延双管齐下，有望在 AI 液冷需求爆发的机遇下实现市场突破和份额提升，进一步贡献增长动能。

2 AI 液冷：智算中心需求爆发，内生外延打开空间

2.1 AI 液冷市场进入加速放量周期

国内互联网资本开支高增，有望进入 AI 应用驱动算力投入的正反馈循环。24Q1-Q4，BAT 资本开支合计分别为 283/314/362/707 亿元，同比+132%/148%/132%/283%，2024 年 BAT 资本开支合计约 1666 亿元，同比+183%，根据彭博一致预期，预计 2025 年将同比提升 12%至 1859 亿元。字节公开称，仅马来西亚数据中心建设就计划投入二十一亿美元。

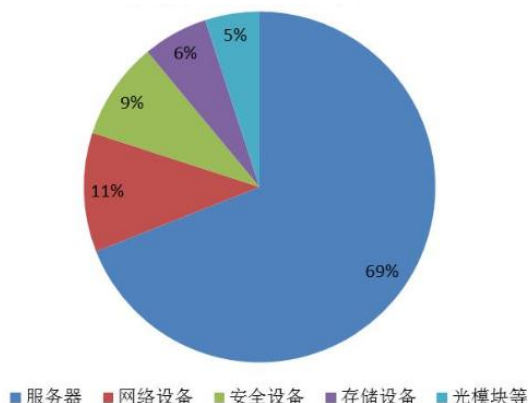
图10：BAT 资本开支逐季快速增长（单位：亿元）



资料来源：彭博，浙商证券研究所

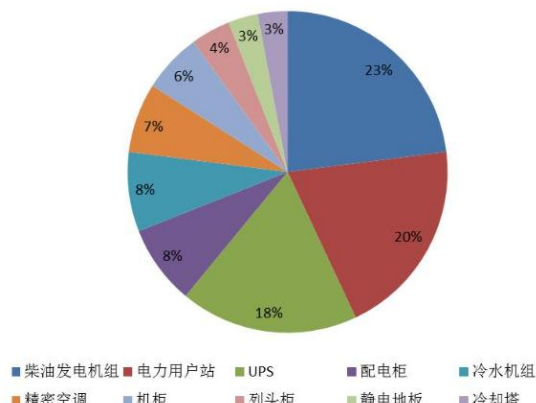
AI 驱动数据中心建设持续加大，温控冷却环节将受益。数据中心建设中，主要的成本包括 IT 设备成本和非 IT 设备成本。其中 IT 设备主要包括服务器、网络设备、存储设备等；非 IT 设备主要包括供配电和温控，温控主要包括冷水机组、精密空调、冷却塔等，占非 IT 设备成本共约 18%。

图11：数据中心 IT 设备成本占比



资料来源：中研普华产业研究院，浙商证券研究所

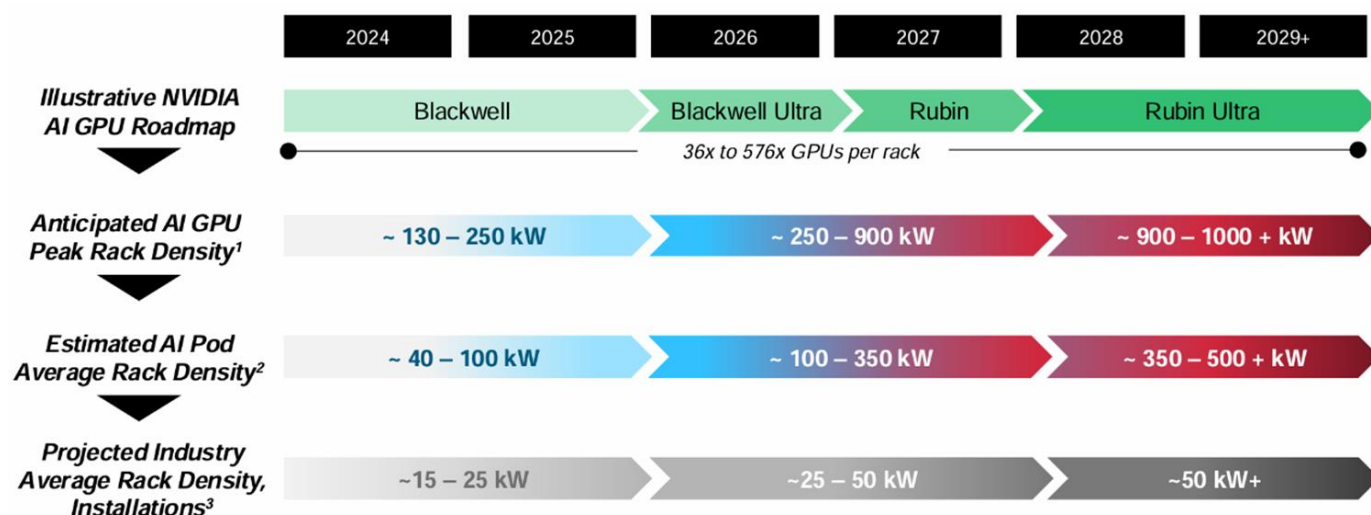
图12：数据中心非 IT 设备成本占比



资料来源：中研普华产业研究院，浙商证券研究所

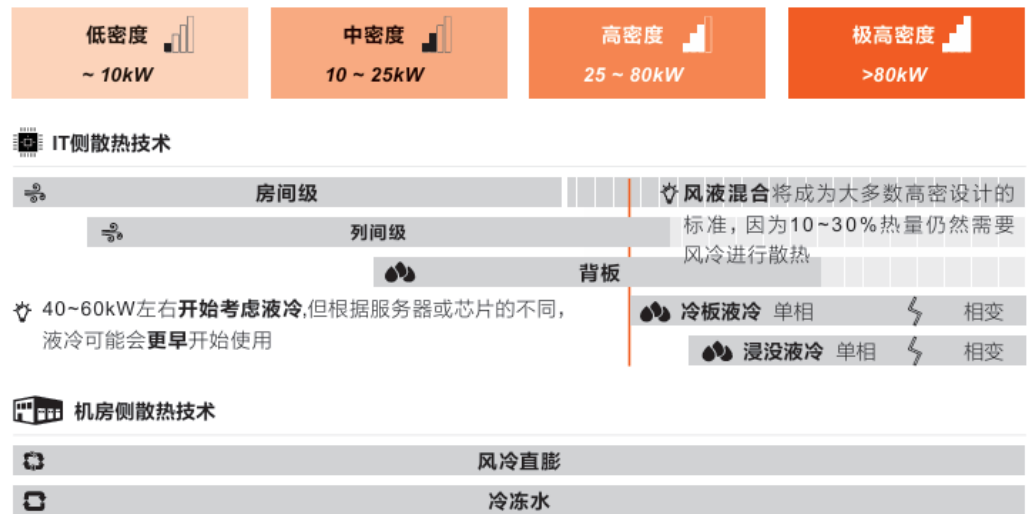
驱动因素一：单芯片 TDP（热设计功耗）提升，单机柜功率密度已达几十千瓦甚至上百千瓦量级，传统风冷散热瓶颈出现，液冷将替代风冷逐步成为 AI 主流散热方式。2024 年 11 月，Vertiv 在 2024 年投资者活动中指出，预计 blackwell 机柜峰值密度 130-250kW，未来 rubin ultra 机柜峰值密度 900-1000+kW，而 24-25 年行业平均机架密度仅 15-25kW，以英伟达为代表的 AI 服务器机柜功耗显著高于普通机架功耗，且未来五年将加速提升。根据《绿色节能液冷数据中心白皮书》，单机柜功率 15kW 基本成为空气对流散热能力的天花板，液冷方案可满足单机柜功耗 20kW-200kW 的散热需求。

图13：2024-2029 年英伟达主流机柜产品功耗情况



资料来源：vertiv 官网，浙商证券研究所

图14： 机柜功率密度提升带来的制冷技术演进路线



资料来源：维谛技术，《智算中心基础设施演进白皮书》，浙商证券研究所

海外和国内需求共振，液冷有望加速进入放量周期。24年3月英伟达发布GB200芯片，GB200 NVL72 机柜功耗高达120kW，标配液冷散热。同时华为昇腾、寒武纪、海光等国产算力芯片快速发展，国产算力芯片同等性能下热密度相对较高，对散热提出更高要求，也有望更多采用液冷散热方式。

图15： GB200 NVL72 液冷机柜



资料来源：Trendforce，浙商证券研究所

图16： 移动 23-24 年新型智算中心（试验网）采购（标包12）

包段	产品名称	需求数量	占比
标包1	特定场景AI训练服务器（卡扣风冷）	106台	8%
标包1	特定场景AI训练服务器（卡扣液冷）	1144台	92%

资料来源：中国移动采购与招标网，通信世界网，浙商证券研究所

驱动因素二：国家 PUE 管控要求趋严，液冷作为新型散热技术性价比凸显。近年来国家及各地政府不断提高数据中心能耗要求，2024年7月《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》提出在数据中心领域推广液冷散热技术，目标25年底新建的大型数据中心 PUE 达到1.25以下。2024年11月北京市提出26年起将对 PUE>1.35 的数据中心征收差别电价，从用户端来看液冷性价比凸显。

表1： 近年来国家及各地政府不断提高数据中心能耗要求

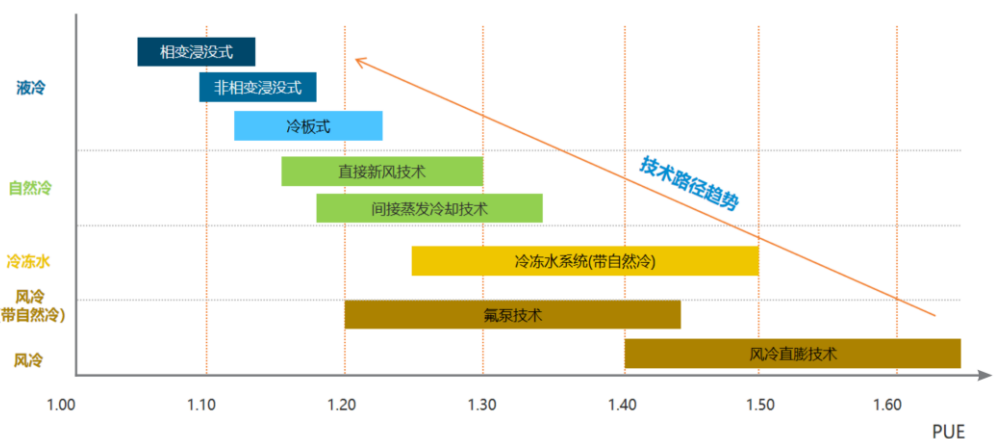
发布时间	文件名称	PUE 要求内容
2024年11月	《北京市存量数据中心优化工作方案（2024-2027年）》	引导存量数据中心完成绿色低碳改造，提出26年起对 PUE>1.35 的数据中心征收差别电价，PUE 超过标准限定值一倍(含)以内的数据中心，超限定值部分执行每千瓦时电价加价 0.2 元；超过标准限定值一倍以上的数据中心，超限定值部分执行每千瓦时电价加价 0.5 元。
2024年7月	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	目标25年底，全国数据中心整体上架率不低于60%，平均 PUE 降至1.5以下，可再生能源利用率年均增长10%；提出新建及改扩建大型和超大型数据中心 PUE 降至1.25以内，国家枢纽节点数据中心项目 PUE 不得高于1.2；推进存量项目制冷架构技术改造及优化升级；因地制宜推动液冷、蒸发冷却、热管、氟泵等高效制冷散热技术，提高自然冷源利用率。

2023 年 12 月	深入实施“东数西算”工程，加快构建全国一体化算力网的实施意见	支持采用合同能源管理等方式对高耗低效数据中心整合改造，推进数据中心用能设备节能降碳改造，推广液冷等先进散热技术。
2023 年 11 月	关于征求《数据中心能源效率限额》北京市地方标准意见的通知	已建成并稳定运行一个自然年以上以及改扩建的数据中心，其 PUE 值应符合 1.3 限定值的要求；新建的数据中心，其 PUE 值应符合 1.2 准入值的要求；数据中心管理者应通过节能技术改造和加强节能管理，使数据中心 PUE 值达到 1.15 先进值的要求。
2023 年	关于印发进一步加强数据中心项目节能审查若干规定的通知	新建、扩建数据中心，年能源消费量小于 1 万吨标准煤（电力按等价值计算，下同）的项目 PUE 值不应高于 1.3；年能源消费量大于等于 1 万吨标准煤且小于 2 万吨标准煤的项目，PUE 值不应高于 1.25；年能源消费量大于等于 2 万吨标准煤且小于 3 万吨标准煤的项目，PUE 值不应高于 1.2；年能源消费量大于等于 3 万吨标准煤的项目，PUE 值不应高于 1.15。
2022 年	东数西算工程	到 2025 年，东部枢纽节点数据中心 PUE < 1.25，西部枢纽节点数据中心 PUE < 1.2。
2021 年	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	数据中心运行电能利用效率和可再生能源利用率明显提升，全国新建大型、超大型数据中心平均电能利用效率降 1.3 以下，国家枢纽节点进一步降到 1.25 以下，绿色低碳等级达到 4A 级以上，逐步对电能利用效率超过 1.5 的数据中心进行节能降碳改造。

资料来源：中国政府网，北京市经济和信息化局，观研天下，北京市人民政府网，中国通信学会，国家发改委，北京市人民政府，浙商证券研究所

液冷可使 PUE 小于 1.25，满足数据中心节能降耗需求。液冷技术革命性地改变传统风冷散热方式，取代了大部分空调系统（压缩机）、风扇等高能耗设备，通过液体流动带走热量的方式进行散热，利用液体的高导热、高传热特性，在进一步缩短传热路径的同时充分利用自然冷源，实现 PUE 小于 1.25，有效提升数据中心能效比。

图 17：数据中心制冷技术对应 PUE 范围



资料来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，浙商证券研究所

受益于 AI 算力爆发，2024 年液冷数据中心规模有望翻倍增长。2024H1 中国液冷数据中心市场规模达到 90.5 亿元，已超过 2023 年全年水平。通过统计目前已公开拟建设的液冷数据中心储备项目发现，2024 年中国液冷数据中心市场规模有望翻番，达到 150.5 亿元。2025 年，由于运营商新建液冷数据中心将进入规模应用阶段，预计市场规模仍将保持高速增长。

图18: 中国液冷数据中心市场规模



资料来源: 赛迪顾问, 浙商证券研究所

图19: 中国液冷数据中心细分产品市场规模



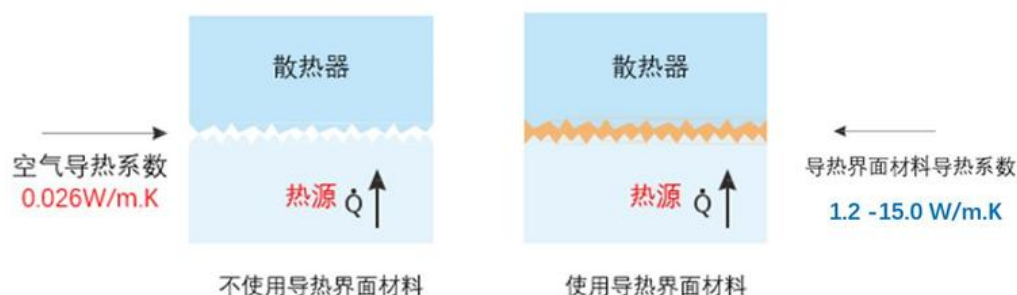
资料来源: 赛迪顾问, 浙商证券研究所

2.2 内生外延打造强劲新增长动力

内生外延持续发展, 协同制造+自主产销有望推动业务快速成长。公司于2023年设立创源智热开展数据中心散热结构件业务, 产品包括虹吸式特种散热模组、液冷板等。2024年推进产能建设及市场开拓、研发认证, 部分产品成功通过客户认证, 进入小批量试制阶段, 然而作为行业新进入者, 创源智热行业资源积累及经验沉淀仍有不足, 2025年将采用协同制造与自主产销双轮驱动模式: 协同制造方面, 积极切入行业头部企业供应链, 整合资源的同时汲取同业先进经验; 自主产销方面, 持续加大内部生产体系建设投入, 完善工艺与质量管控体系, 提升自主交付能力, 拓展市场份额。

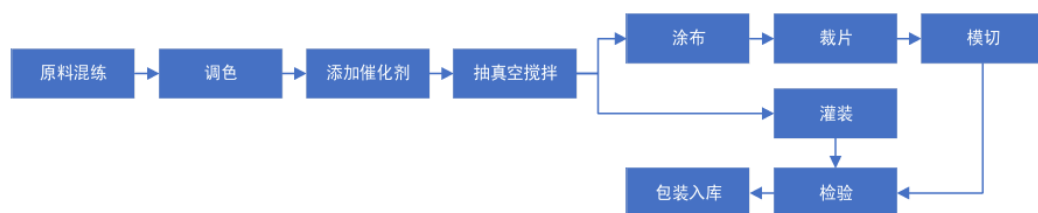
收购热界面材料公司东莞兆科, 与服务器液冷板应用场景高度协同。公司于2024年12月与东莞兆科签署意向协议, 拟以现金方式收购其51%股权。东莞兆科主要产品为热界面材料(TIM), 应用于电子设备散热的产热端和散热端接触面之间。由于表面会存在凹凸不平的空隙, 而空气的导热系数为 0.026W/mK (20°C), 是热的不良导体, 所以刚性界面之间只能通过高点接触进行传热, 造成热阻极大, 在界面加入导热材料, 可以消除空气, 用导热系数高的材料填充, 可以有效地降低热阻。导热界面材料主要包括导热硅脂、导热衬垫、导热相变片、导热凝胶、石墨片等种类。

图20: 导热界面材料使散热器作用充分发挥



资料来源: 苏州天脉招股说明书, 浙商证券研究所

图21: 导热界面材料生产工艺流程



资料来源：苏州天脉招股说明书，浙商证券研究所

表2: 导热界面材料主要种类及用途

种类	图示	用途说明	导热系数 (W/m.K)
导热片		主要应用于智能手机、计算机、路由器、安防设备、新能源汽车电子等领域，用于填补高功耗半导体芯片、传感器、新能源汽车电池等发热器件与导热、散热器件的间隙，降低界面热阻，提高导热效率。	1.2-15.0
导热相变材料		主要应用于智能手机、计算机、网络终端、家用电器、LED等领域，适用于在间隙较小的空间内，提高高功耗半导体芯片的导热效率。	3.5
导热凝胶		主要应用于智能手机、计算机、网络终端设备、LED等领域，用于提高高功耗半导体芯片、电容电阻群发热源、LED照明散热装置等发热器件的导热效率，并可以较好地适应自动化生产的需要。	2.1-10.0
导热膏		主要应用于汽车、电脑、游戏机、LED照明等领域，用于提高半导体芯片、车灯及车载散热装置等的导热效率。	1.5-4.6

资料来源：苏州天脉招股说明书，浙商证券研究所

东莞兆科产品种类丰富，覆盖海内外的 3C 电子、服务器、散热器主流客户。东莞兆科成立于 2006 年，深耕导热、加热、散热材料行业近二十年，满足新能源汽车、智能安防监控、5G 通信、3C 电子等行业需求，产品为专为电子零部件降温设计的导热界面材料，为使用时因产生大量的热而影响其性能及外观的设备提供解决方案，目前已拥有超 1500 家企业的丰富合作经验，配合客户超 5000 家以上，已覆盖富士康、台达、奇宏、英特尔等 AI 产业链头部厂商。

我们认为，东莞兆科导热界面材料与公司服务器散热器业务高度协同，同时东莞兆科已与海内外大客户达成深度合作，未来有望助力公司扩大产品应用领域、拓展客户关系及海外市场渠道。

图22: 东莞兆科导热材料系列产品类别丰富



资料来源：东莞兆科官网，浙商证券研究所

图23: 东莞兆科客户包括较多 500 强企业



资料来源：东莞兆科官网，浙商证券研究所

东莞兆科收购进展顺利，持续稳步推进。截止 2025 年 5 月 16 日，公司对东莞兆科的收购进展如下：（1）为提升东莞兆科对其子公司的股权重组组合效率，东莞兆科成立新加坡兆科，因此此次收购标的公司为东莞兆科，并包含其计划重组后 100%直接或间接持有的子公司昆山兆科、兆科科技、越南兆科、新加坡兆科。（2）由于东莞兆科股权结构调整涉及较为复杂的跨境并购事宜，双方签订《补充协议》，同意延展排他期限，继续就相关事项进一步磋商。

3 车载冷板：麒麟/神行电池放量带来量价齐升机会

3.1 受益于全球新能源汽车渗透率提升

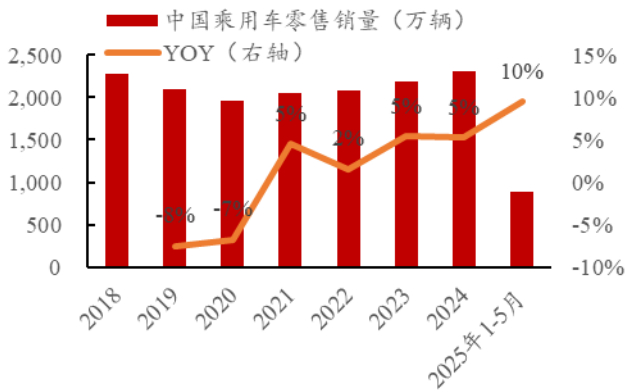
新能源汽车渗透率加速提升，新能源汽车已成为拉动国内乘用车市场增长的核心引擎。汽车热管理从系统和整车的角度出发，统筹调控整车热量与环境热量，保持各部件工作在最佳温度范围。2024 年我国新能源汽车市场增长强劲，全年渗透率高达 47%，同比提升 12pct。25 年 5 月新能源车厂商批发渗透率达 52.6%，同比提升 8.0pct。乘联会秘书长预测 25 年新能源汽车销售量有望达 1614 万台，同比增长 32%，新能源汽车市场渗透率预计将进一步提升至 56%。

图24： 2021 年-2025 年 5 月新能源汽车销量及渗透率走势



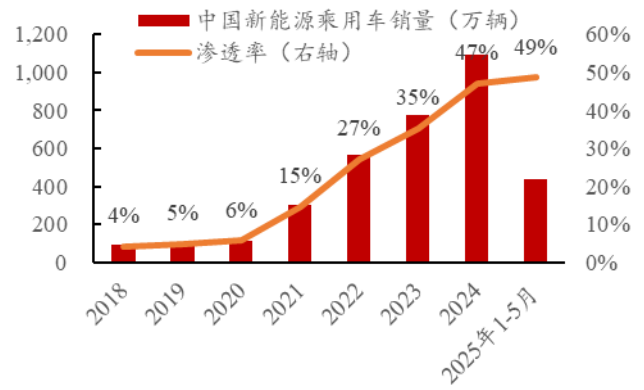
资料来源：乘联分会，浙商证券研究所

图25： 2018 年至 2025 年 1-5 月中国乘用车销量及同比增速



资料来源：wind，乘联会，浙商证券研究所

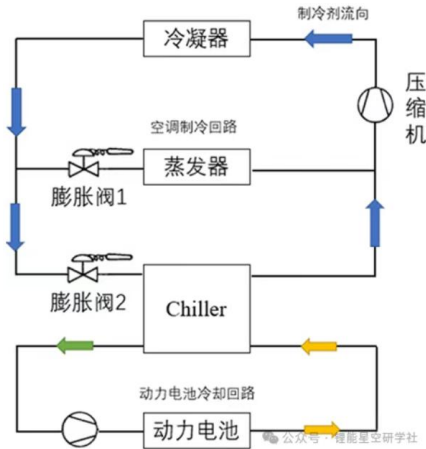
图26： 中国新能源乘用车渗透率快速提升



资料来源：wind，乘联会，浙商证券研究所

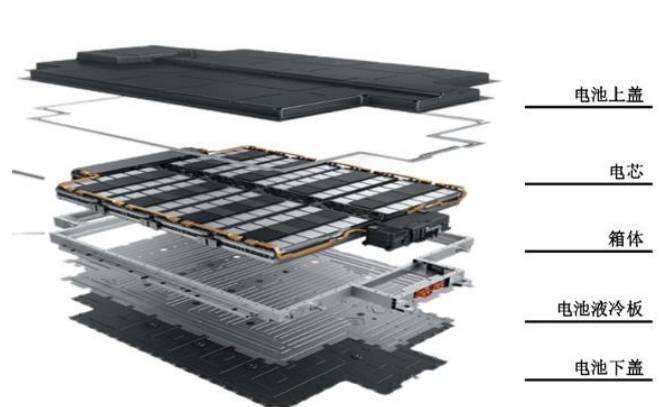
液冷已成为新能源动力电池主要散热方式，液冷板为主要散热器件。动力电池作为电动汽车的核心部件，其性能直接影响着整车性能，而热管理技术是保障动力电池性能与安全的关键技术之一，常见的散热方式包括风冷、液冷、相变材料散热、直冷散热等，液冷已成为目前应用较为广泛、比较主流的散热方式，电池液冷板为电池热管理系统中直接与电池进行热交换的部件，通过液冷板流道中的冷却液将电池产生的热量转移到冷却装置中或通过冷却液将热量输送到电池处，实现将电池温度维持在最适合其工作效率 20℃-35℃ 范围内。

图27： 新能源动力电池液冷系统结构



资料来源：锂能星空研学社，浙商证券研究所

图28： 动力电池液冷板图示



资料来源：纳百川招股书，浙商证券研究所

按照工艺，目前市场上主要有冲压钎焊式液冷板、吹胀式液冷板、铝型材式液冷板三类液冷板。

表3： 动力电池液冷板工艺分类

种类	图示	说明	优点	缺点
冲压钎焊式		采用铝合金板材作为主要材料，通过冲压的方式对液冷板中冷却液流道进行成型加工，凭借铝合金板材较好的延展性和强度，满足动力电池 CTP 技术路线中一体化设计、加工的需要，逐渐成为 CTP、CTC 等技术路线中主流使用的液冷板产品。同时，采用冲压板的加工方式进一步提高了流道设计的自由度，进而提高了液冷板产成品热交换效率和稳定性。	流道可任意设计、接触面积大、换热效果好、生产效率高、耐压与强度好；可以制造较大的液冷板，适用于大型电子设备。	钎焊过程的热应力容易导致表面变形；钎焊制造精度要求较高，对焊接工艺的要求高；钎焊炉体积庞大，能耗较大。

吹胀式



吹胀工艺是在两辊压板之间通入高压气体使其中一块柔性金属板发生塑性变形胀起，进而形成流道的加工方法。

吹胀过程没有高温处理，版面平整度好，接头质量稳定；换热效果好、生产效率高；制造工艺简单，良品率较高，可以制造较大的液冷板。

冷板厚度不够，不能直接用在电池包上，需要通过加强筋或加强板来提高强度，增加材料和工艺制造过程复杂；在抗压与强度方面存在较大的短板。

挤压型材口琴管式



设计思路沿用了燃油汽车散热器的设计思路，其结构较为简单，便于加工，整体重量和加工成本偏低，在 CMP 技术路线上多有使用，但由于其与电芯的接触面积相对较小，流道过于简单，随着动力电池能量密度的增加和散热要求地提高，在 CTP 等技术路线中的运用越来越少。

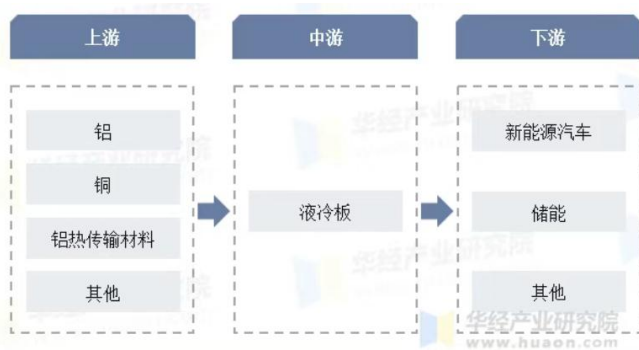
开模成本较低，相比于压铸等工艺，更适合不同批量的生产需求，降低前期投入成本；导热性能好，持久耐用；工艺相对简单，加工方便，生产效率较高。

单独挤出后再装配拼接，焊接工作量大，对焊接质量要求高；流道设计的灵活性相对较差，可能难以满足一些复杂的散热或液冷需求。

资料来源：储能 PACK 教程，森蔚热管理，浙商证券研究所

随着新能源汽车渗透率提升，动力电池液冷板市场空间广阔。根据华经产业研究院，中国新能源乘用车液冷板市场规模从 2017 年的 6.22 亿元上涨至 2023 年的 60.77 亿元，复合增长高达 46%。当前国内新能源汽车渗透率不足 55%，全球新能源汽车渗透率仅为 20% 出头，未来新能源渗透率仍有较大提升空间。预计未来随着汽车出货量持续增长以及新能源渗透率提升，车载动力电池液冷板市场空间广阔。

图29：液冷板行业产业链



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

图30：中国新能源汽车用液冷板市场规模



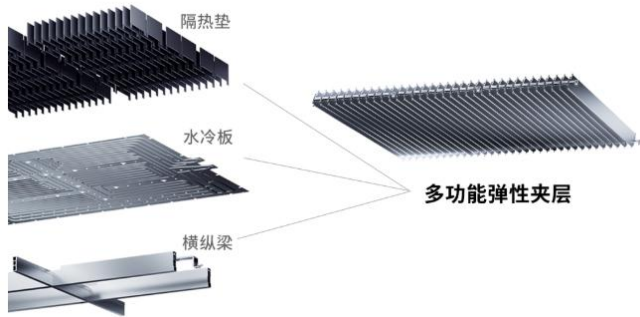
资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

3.2 麒麟/神行电池放量驱动量价齐升

宁德时代麒麟电池首创大面积冷却，单车液冷板价值量有望提升。宁德时代第三代 CTP——麒麟电池于 2022 年 6 月正式发布，并于 2023 年实现量产，使用全球首创的电芯大面冷却技术，基于电芯的变化，将水冷板置于电芯之间，使换热面积扩大四倍，电芯控温时间缩短至原来的一半，冷板用量增加带来单车液冷板价值量的明显提升。

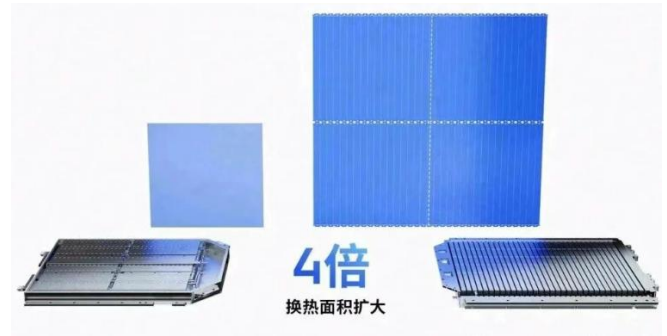
小米 SU7 等相关车型销量增加，有望带动麒麟电池加速放量。小米 SU7 MAX 与 Ultra 版本分别搭载 4C 和 5.2C 麒麟电池，小米汽车 24 年交付量超 13.5 万辆，基于订单旺盛及产能提升顺利，25 年交付目标由先前的 30 万台提升至 35 万台。根据汽车行业关注统计，2025 年 5 月小米汽车销量为 2.80 万辆。2025 年 1-5 月，小米汽车累计交付约 13.2 万辆。同时 5 月小米汽车门店新增 29 家至 298 家，带动了部分区域增量，6 月小米计划新增 37 家门店。除此之外，目前麒麟电池已经搭载于极氪 001、极氪 009、问界 M9、理想 MEGA 等热门车型，随着以上车型销量增长，以及麒麟电池搭载车型不断拓展，有望带动麒麟电池加速放量。

图31: 宁德时代麒麟电池的多功能弹性夹层



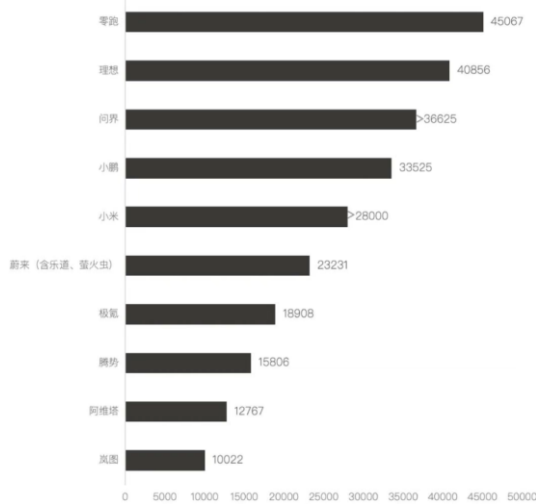
资料来源: 宁德时代, 浙商证券研究所

图32: 宁德时代麒麟电池重构液冷系统使换热面积扩大4倍



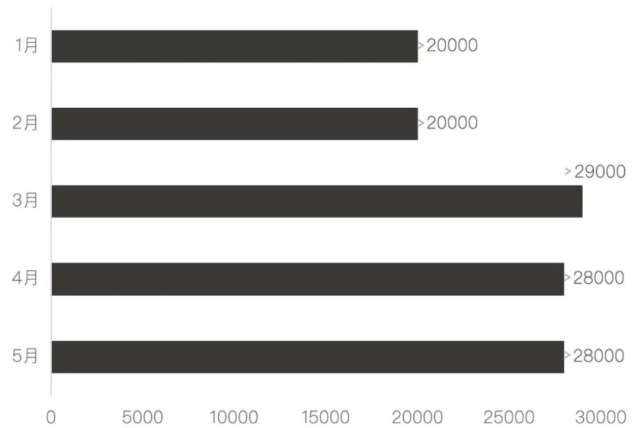
资料来源: 宁德时代, 浙商证券研究所

图33: 新势力品牌25年5月交付量(单位: 辆)



资料来源: 定焦 One, 浙商证券研究所

图34: 25年5月小米汽车交付量(单位: 辆)

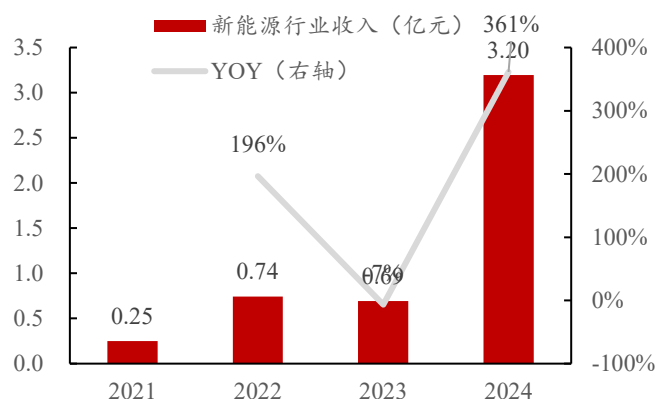


资料来源: 定焦 One, 浙商证券研究所

超快充磷酸铁锂电池市场需求增长, 宁德时代神行电池领先受益。宁德时代2023年发布第一代神行电池, 2025年4月发布第二代神行超充电, 将磷酸铁锂电池性能推向新高度。神行电池已在国内30余款主流车型上搭载应用, 如星纪元ET、极狐阿尔法T5、极氪001、小米SU7 Pro等。随着超快充锂电池逐渐成为新能源汽车的标配, 神行电池凭借其出色的性能, 市场需求有望持续增长。神行电池作为宁德时代主打的磷酸铁锂超充电, 将受益于行业的快速发展。

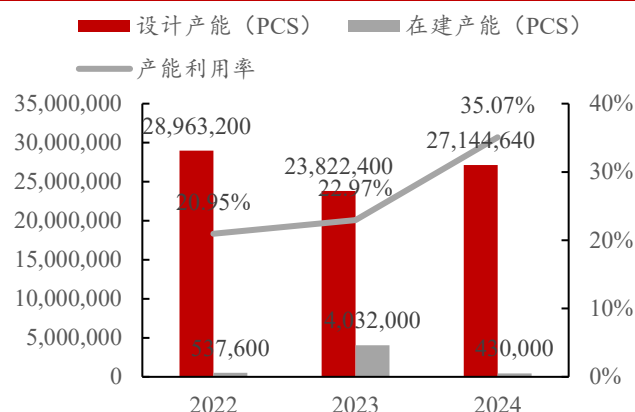
公司技术储备全面, 为麒麟电池、神行电池液冷板供应商。公司工艺布局全面, 针对吹胀、钎焊、高频焊等工艺均有产能储备, 21年瑞泰克已建成1条钎焊液冷板产线和1条吹胀液冷板产线, 22年拟投资8767万元用于新建两条钎焊液冷板产线, 23年获得麒麟电池等项目定点, 24年随着前期定点项目的逐步量产, 以及麒麟电池、神行电池等一批新型电池推广应用, 钎焊产线和高频焊产线产能开始释放, 带动公司新能源汽车动力电池液冷板业务快速增长。2024年公司新能源业务收入3.2亿元, 同比大增361%。

图35：24年公司新能源业务收入大幅增长



资料来源：wind，浙商证券研究所

图36：散热金属结构件设计产能、产能利用率及在建产能情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

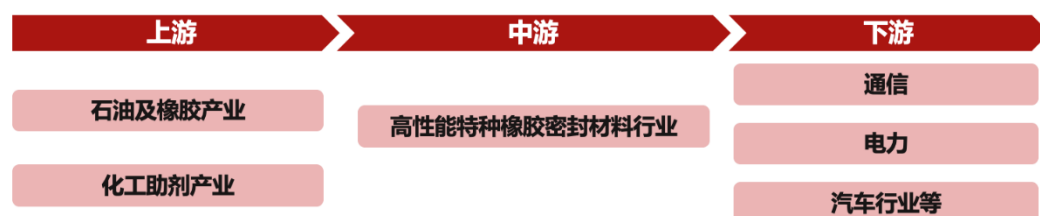
高频焊液冷板适配宁德时代明星电池产品，公司持续扩产推动业绩增长。高频焊液冷板适配宁德时代明星电池，公司积极推动高频焊液冷板技术创新与产业化应用，抢占行业发展先机，2024年计划投资9000万元新建新能源汽车大面积冷却液冷板项目，以满足大客户的产能需求，部分产线已全面投入量产，推动业务高增。截至25Q1末在建工程0.17亿元，比2024年底增加52%，主要为动力电池液冷板设备投资。

预计搭载麒麟电池、神行电池的车型销量增加，以及其配套车型进一步扩展，有望带动麒麟电池、神行电池的规模放量，公司作为其液冷板供应商核心受益，一方面热管理业务收入将快速放量，另一方面将带动产能利用率提升，显著改善盈利能力。

4 高分子材料：通信+电力+汽车，整体稳健增长

高分子材料产品成本及售价依赖原材料价格波动，业务增长与通信、电力、汽车等下游投资周期高度相关。公司高分子材料业务聚焦于高性能特种橡胶材料的研发与生产，核心产品所需原材料包括聚异丁烯、三元乙丙橡胶、丁基橡胶及有机硅等，原材料成本在生产总成本中占比较高，因此原材料价格波动对公司成本端构成直接影响，进而可能传导至产品售价端。从下游行业看，高分子材料主要应用于通信、电力、汽车、矿业、轨道交通等下游行业，下游行业投资强度和景气度对公司业务增长具有较强作用，相关领域固定资产投资增速的变化将影响公司产品的市场需求和出货节奏。

图37：高分子材料产业链



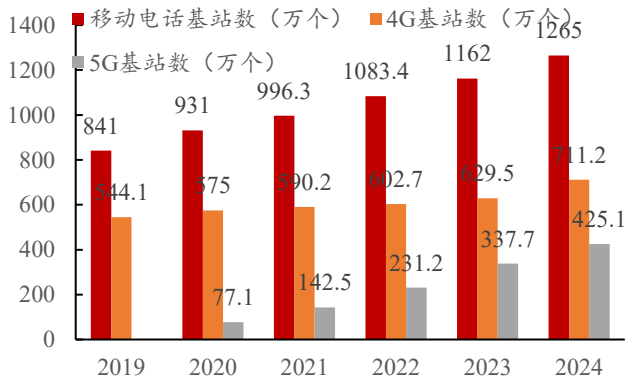
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

4.1 通信：积极拓展海外市场

通信行业持续受益于 5G 基站建设提速与行业应用深化。根据工信部数据显示，截至 2024 年底，全国 5G 基站总数达 425.1 万个，全年净增 87.4 万个，占移动电话基站总数的 33.6%，较上年提升 4.5 个百分点；人均 5G 基站数达 30.2 个，提前完成“十四五”规划中 26 个的建设目标。随着 5G 网络广度与深度不断提升，5G 行业应用已渗透至 80 个国民经济大类，覆盖面持续扩大，带动通信服务需求稳步增长。

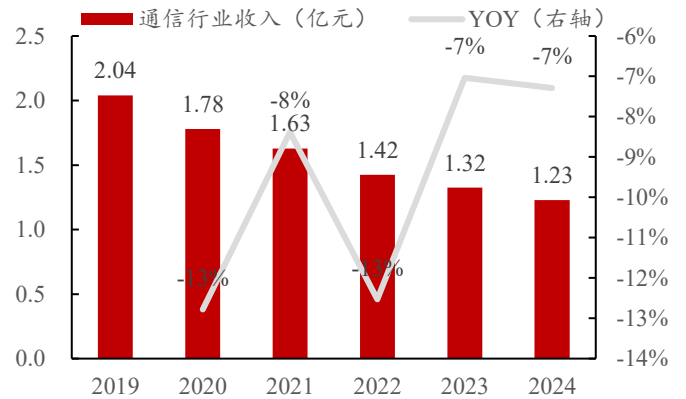
公司强化与头部设备商、运营商合作关系，积极拓展海外市场。公司在通信领域深耕多年，依托优质产品、技术积累与服务能力，持续拓展与华为、中兴、爱立信等通信设备商，以及中国移动、中国联通、中国电信等运营商的合作，主要提供通信基站用防水密封材料及配套解决方案。2024 年国内通信运营商建设重心由传统基建向算力网络与数字化转型方向转移，公司受运营商资本开支结构调整影响，国内通信业务收入出现下滑。公司一方面稳固国内份额，另一方面加大海外市场拓展力度，海外通信业务实现收入增长及利润率提升，一定程度对冲国内业务承压带来的影响，整体通信业务仍保持较强韧性。

图38：2019年至2024年全国基站数量



资料来源：工信部，浙商证券研究所

图39：2017年至2024年公司通信行业业务收入



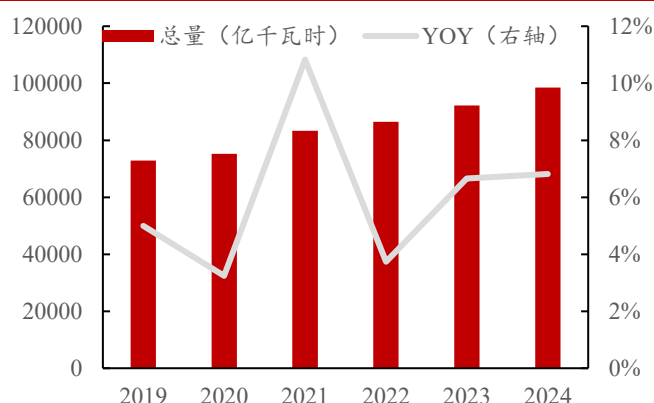
资料来源：wind，浙商证券研究所

4.2 电力：电力消费稳定增长

全国电力消费延续稳定增长态势，电力行业持续高景气。据中国电力企业联合会数据显示，2024 年全社会用电量预计达 9.85 万亿千瓦时，同比增长 6.8%，相较 2020 年增长 29.5%，“十四五”以来年均复合增速 6.7%。受益于宏观经济企稳、电气化水平持续提升以及各行业电力需求扩张，预计 2025 年全国用电量将进一步增长至 10.4 万亿千瓦时。整体来看，电力行业景气度维持在高位，产业需求保持良好弹性。

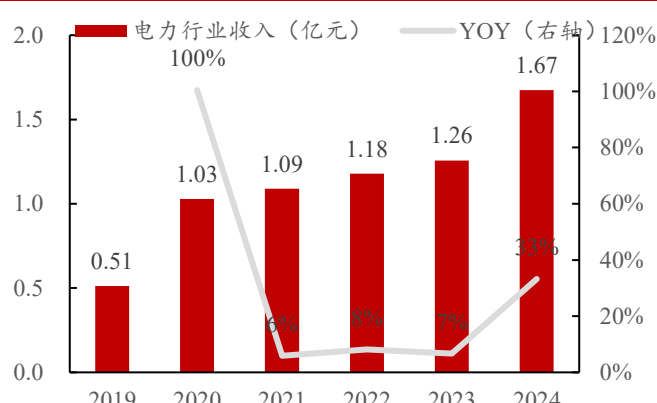
公司绑定电网核心大客户，有望持续稳健增长。由于电力电缆附件生产厂家数量众多，中低压产品市场竞争激烈，高压领域则因技术壁垒较高，格局相对稳定，公司当前电力产品仍面临较大竞争压力，尤其在中低压领域。为应对挑战，公司持续强化技术与供应体系建设，通过与子公司无锡昆成、孙公司安徽晟元形成协同联动机制，提升整体运营效率与响应能力，同时不断加大研发与市场开拓力度，推进高性能材料创新与产品结构优化，获得南方电网、国家电网、泰国电网等核心客户渠道。2024 年公司电力业务实现收入 1.67 亿元，同比增长 33.18%，保持稳健增长。公司卡位核心电网大客户，预计后续随着电力行业持续高景气，以及公司产品在高端市场的应用不断深化，有望保持稳定增长。

图40： 2019 年至 2024 年全国用电量



资料来源：中电联快报，中能传媒研究院，浙商证券研究所

图41： 2017 年至 2024 年公司电力行业业务收入



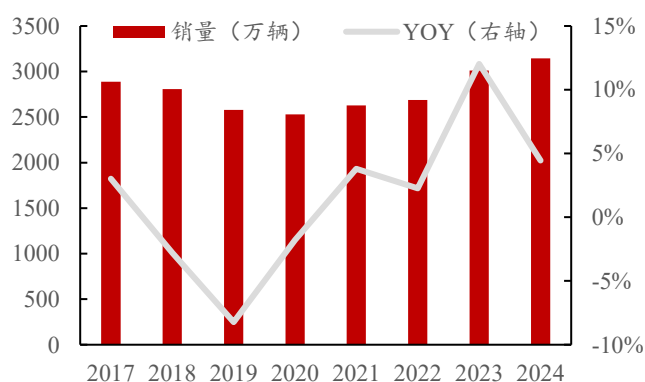
资料来源：wind，浙商证券研究所

4.3 汽车：行业需求持续释放

我国汽车市场保持全球领先地位，产销规模稳步增长。根据中汽协数据，2024 年我国汽车产销量分别达 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7% 和 4.5%，展现出较强韧性与恢复力。随着系列促消费政策陆续落地，汽车市场潜力有望进一步释放。展望 2025 年，宏观经济稳中向好、政策组合拳持续加码，将共同推动汽车产业链向高端化、智能化方向演进，并拉动高性能橡胶材料等关键配套零部件需求增长。

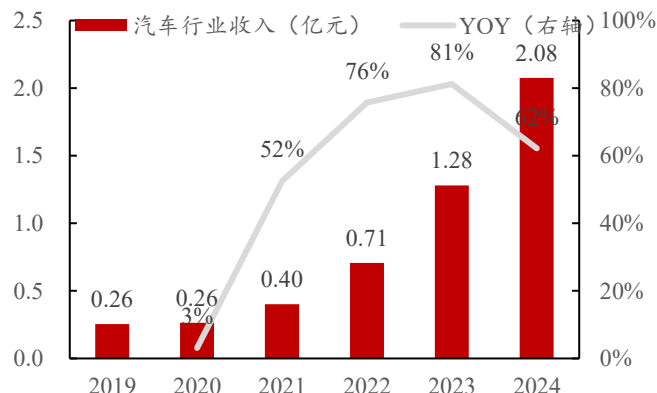
公司汽车业务核心客户包括奇瑞、吉利等头部车企，先进工艺进一步提升竞争力。2024 年，奇瑞年销量首次突破 260 万辆，同比增长 38.4%，成为行业内唯一在新能源、燃油车、出口及内销四大赛道全面增长的企业；吉利销量达 217.7 万辆，同比增长 32%。受益于核心客户需求快速增长，24 年公司汽车密封条业务收入同比大幅提升 62.17%，成为拉动公司整体收入增长的重要驱动。为适应客户对产品多样化与高端化的要求，芜湖祥路持续加大产能布局与工艺升级力度，积极引入欧式导槽、无边框密封条等先进技术，产品性能与结构不断优化。目前，搭载欧式导槽工艺的产品已启动客户端认证流程，若后续顺利通过，将为公司汽车密封条业务打开跨越式增长的新空间，进一步巩固其在新能源汽车供应链中的核心地位。

图42： 2017 年至 2024 年中国汽车销量及增长率



资料来源：中国汽车工业协会，浙商证券研究所

图43： 2019 年至 2024 年公司汽车行业收入



资料来源：wind，浙商证券研究所

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

公司业务可分为高分子材料及热管理系统两大板块，其中高分子材料包括电力行业、通信行业、汽车行业，热管理系统包括新能源行业、传统家电行业、数据中心行业，收入及利润预测关键假设如下：

- 1、**高分子材料：**与下游行业景气度相关，公司业务规模及盈利水平整体稳健。假设电力行业 25-27 年营收同比增速保持 25%，毛利率保持 31%；通信行业 25-27 年营收同比增速保持 20%，毛利率保持 48%；汽车行业 25-27 年营收同比增速保持 20%，毛利率保持 18%。

- 2、**热管理系统：**

新能源行业：24 年随着前期定点项目的逐步量产，以及麒麟电池、神行电池等一批新型电池推广应用，钎焊产线和高频焊产线产能开始释放，带动公司新能源业务大幅增长，收入 3.20 亿元，YOY+361%，预计随着宁德时代麒麟电池、神行电池出货量规模放量，公司新能源动力电池液冷板将持续放量，且产能利用率提升将显著改善盈利能力。假设新能源行业 25-27 年营收同比增速分别为 100%/100%/50%，毛利率分别为 20%/23%/25%。

传统家电行业：瑞泰克传统家电业务投入力度基本保持稳健，假设传统家电行业 25-27 年营收同比增速分别为 10%/0%/0%，毛利率保持 15%。

数据中心行业：25 年创源智热将采用协同制造+自主产销双轮驱动模式，积极切入头部企业供应链，承接适配订单，拓展市场份额，26 年有望实现市场突破及份额扩大。假设 25 年数据中心行业收入为 0.5 亿元，26-27 年同比增速分别为 400%/60%，毛利率保持 20%。

综上，预计 25-27 年实现营收 14.50/24.21/33.71 亿元，YOY 分别 51.3%/67.0%/39.2%，归母净利润分别 0.92/1.57/2.19 亿元，YOY 分别 430.5%/70.8%/39.6%。

表4：业务拆分及预测（单位：百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收	958.13	1,449.79	2,420.74	3,370.63
YOY	71.53%	51.32%	66.97%	39.24%
毛利率	20.94%	23.65%	24.33%	25.11%
电力行业	167.33	209.16	261.45	326.82
YOY	33.18%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	31.42%	31.00%	31.00%	31.00%
通信行业	122.80	147.36	176.83	212.20
YOY	-7.29%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	48.02%	48.00%	48.00%	48.00%
汽车行业	207.58	249.09	298.91	358.69
YOY	62.17%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	17.25%	18.00%	18.00%	18.00%
新能源行业	319.69	639.37	1,278.74	1,918.11

YOY	361.36%	100.00%	100.00%	50.00%
毛利率	10.39%	20.22%	23.16%	24.79%
传统家电行业	140.73	154.81	154.81	154.81
YOY	36.41%	10.00%	0.00%	0.00%
毛利率	14.27%	15.00%	15.00%	15.00%
数据中心行业		50.00	250.00	400.00
YOY			400.00%	60.00%
毛利率		20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

5.2 估值分析

银轮股份主营业务包括新能源汽车电池热管理, 主要产品包含电池液冷板, 同时也拓展数据中心领域, 与公司新能源行业以及数据中心散热业务较为相近; 飞荣达主营业务包括导热材料、数据中心服务器散热器, 与公司数据中心散热业务以及拟收购公司东莞兆科主营业务高度类似, 因此选取银轮股份和飞荣达为公司同业可比公司。

公司 25-27 年 PE 估值分别为 42/24/17 倍, 可比公司的 PE 均值分别为 26/19/15 倍。公司新能源电池业务有望受益于麒麟、神行电池需求快速放量, 数据中心业务内生外延共同发展, 驱动公司进入快速成长周期, 尤其拟收购东莞兆科, 有望助力公司切入海外 AI 核心产业链, 具备较强稀缺性, 有望实现业绩和估值双击, 因此我们认为公司当前被低估。

表5: 同业可比公司估值水平对比

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
科创新源	300731.SZ	38	0.92	1.57	2.19	42	24	17
银轮股份	002126.SZ	203	10.79	13.57	16.47	19	15	12
飞荣达	300602.SZ	123	3.78	5.55	7.20	33	22	17
平均		163	7.29	9.56	11.84	26	19	15

资料来源: wind, 浙商证券研究所 (除公司以外归母净利润预测为 wind 一致预期, 截至 2025 年 6 月 30 日收盘, 平均水平不包括公司)

6 风险提示

(1) 行业发展不及预期的风险。公司高分子材料业务受下游各细分行业景气及固定资产投资影响, 若部分下游行业持续疲软, 将影响公司经营水平。同时若数据中心建设及液冷放量不及预期, 影响公司成长性。

(2) 原材料价格上涨超预期的风险。公司产品成本受上游原材料价格波动影响较大, 若原材料价格持续上涨将影响公司经营利润及现金流。

(3) 行业竞争加剧超预期的风险。若行业竞争加剧, 将对公司市场份额及毛利率水平产生不利影响。

(4) 公司业务及客户拓展不及预期的风险。若公司在液冷等新技术导入阶段, 客户及市场拓展不及预期, 将对公司发展造成不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	718	995	1503	1878
现金	124	152	144	154
交易性金融资产	19	20	19	19
应收账款	365	473	739	958
其它应收款	28	74	148	159
预付账款	6	10	17	22
存货	147	251	417	545
其他	31	16	19	22
非流动资产	527	539	567	599
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	21	19	15	18
固定资产	148	171	192	212
无形资产	14	9	6	3
在建工程	11	13	14	15
其他	334	328	341	350
资产总计	1246	1535	2070	2477
流动负债	480	668	1001	1092
短期借款	111	210	223	50
应付款项	279	345	627	860
预收账款	0	0	0	0
其他	90	113	151	182
非流动负债	102	89	91	94
长期借款	16	16	16	16
其他	87	73	75	78
负债合计	583	757	1091	1186
少数股东权益	61	84	128	222
归属母公司股东权	602	694	850	1069
负债和股东权益	1246	1535	2070	2477

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	14	(3)	27	237
净利润	18	115	201	312
折旧摊销	31	22	22	25
财务费用	7	10	14	11
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	(23)	(50)	(31)	25
其它	(22)	(99)	(179)	(136)
投资活动现金流	(65)	(52)	(34)	(45)
资本支出	(36)	(35)	(35)	(35)
长期投资	(17)	2	4	(4)
其他	(12)	(19)	(3)	(7)
筹资活动现金流	12	83	0	(182)
短期借款	42	99	13	(173)
长期借款	2	0	0	0
其他	(32)	(16)	(13)	(10)
现金净增加额	(39)	28	(7)	9

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	958	1450	2421	3371
营业成本	757	1107	1832	2524
营业税金及附加	3	7	10	13
营业费用	34	51	82	111
管理费用	62	91	150	206
研发费用	46	70	114	158
财务费用	7	10	14	11
资产减值损失	32	6	5	5
公允价值变动损益	4	4	4	4
投资净收益	(1)	0	0	0
其他经营收益	6	9	10	9
营业利润	25	122	229	355
营业外收支	1	(2)	(1)	(1)
利润总额	25	121	228	355
所得税	7	6	27	43
净利润	18	115	201	312
少数股东损益	1	23	44	94
归属母公司净利润	17	92	157	219
EBITDA	61	151	262	388
EPS（最新摊薄）	0.14	0.73	1.24	1.73

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	71.53%	51.32%	66.97%	39.24%
营业利润	-3.96%	394.97%	86.75%	55.49%
归属母公司净利润	-32.12%	430.54%	70.76%	39.63%
获利能力				
毛利率	20.94%	23.65%	24.33%	25.11%
净利率	1.92%	7.90%	8.29%	9.26%
ROE	2.64%	12.72%	17.82%	19.26%
ROIC	2.62%	12.20%	17.89%	25.95%
偿债能力				
资产负债率	46.76%	49.31%	52.73%	47.88%
净负债比率	27.62%	33.55%	24.56%	8.11%
流动比率	1.50	1.49	1.50	1.72
速动比率	1.19	1.11	1.08	1.22
营运能力				
总资产周转率	0.85	1.04	1.34	1.48
应收账款周转率	3.89	3.74	4.35	4.34
应付账款周转率	4.10	4.04	4.35	3.90
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.73	1.24	1.73
每股经营现金	0.11	-0.02	0.21	1.87
每股净资产	4.76	5.49	6.73	8.45
估值比率				
P/E	220.75	41.61	24.37	17.45
P/B	6.34	5.50	4.49	3.57
EV/EBITDA	47.34	26.71	15.68	10.38

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

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，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>