

高澜股份（300499.SZ）

优于大市

特高压纯水冷却设备龙头，数据中心液冷打造第二成长曲线

核心观点

公司系特高压纯水冷却设备龙头，客户覆盖各应用领域龙头。公司专注热管理技术二十余年，主营液冷设备，业务主要分为大功率电力电子热管理产品（主要应用于特高压、大功率等行业）和高功率密度热管理产品（主要应用于数据中心、储能等行业）。热管理产品达国内领先/国际先进水平，获得国家工信部专精特新“小巨人”企业认定、国家制造业单项冠军示范企业认定。公司客户包括国家电网、南方电网、许继电气、特变电工、东方电气、宁德时代、字节跳动、阿里巴巴、腾讯、万国数据、浪潮、中兴、GE、Siemens、ABB 等国内外知名企业。

公司工业热管理技术领先，充分受益国内特高压景气上行及海外订单突破。电力需求不断增长带动电网改造升级需求，“十四五”特高压建设进度后移拉长整体景气周期。“十四五”期间国家电网规划建设 38 条特高压线路，2021-2022 年仅核准开工 4 条，2025 年特高压建设提速。海外沙特到 2030 年拟建 7 条柔直输电线路，公司已中标 2 条价值量不低于 5 亿元。受益国内外电力系统建设景气上行，公司在手订单从 2024 年 6 月 30 号的 5.62 亿元增长至 2025 年 6 月 30 号的 11.39 亿元。

液冷作为数据中心温控必选项将持续高增，公司覆盖头部客户并积极出海有望同步放量。AI 基建带动服务器需求快速增长，算力中心液冷市场同步爆发，据 Markets and Markets 数据，2025 年全球数据中心液冷市场规模达 28.4 亿美元，到 2032 年市场规模将达 211.4 亿美元，2025-2030 年复合增速达 33.21%。公司可提供液冷板、流体连接部件、CDU、TANK、换热单元等核心部件，并形成了冷板液冷和浸没式液冷整体解决方案，浸没式液冷达国际先进水平。经过多年积累数据中心领域已与字节跳动、阿里巴巴、腾讯、万国数据、浪潮等头部企业形成稳定合作关系，同时设立新加坡、美国子公司承接海外服务器液冷需求，公司高功率密度业务收入已从 2023 年的 1.88 亿元增长 2024 年的 3.28 亿元，后续有望充分受益数据中心液冷加速应用趋势。

风险提示：市场竞争加剧风险；下游需求不及预期；下游客户突破不及预期；应收账款余额较大的风险。

投资建议：公司是国内热管理领先企业，将充分受益于国内电网长景气周期及海外业务持续突破，布局数据中心液冷有望打开更大成长空间。我们预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 0.63/1.37/2.31 亿元，对应 PE 145/67/39 倍，一年期合理估值为 31.39-33.63 元（对应 2026 年 70-75xPE），首次覆盖给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	573	691	1,003	1,273	1,591
(+/-%)	-69.9%	20.6%	45.1%	26.9%	24.9%
归母净利润(百万元)	-32	-50	63	137	231
(+/-%)	-111.1%	58.1%	224.6%	118.3%	68.9%
每股收益(元)	-0.10	-0.16	0.21	0.45	0.76
EBIT Margin	-9.8%	-9.9%	2.8%	8.1%	12.7%
净资产收益率(ROE)	-2.3%	-3.7%	4.4%	8.8%	13.0%
市盈率(PE)	-286.1	-180.9	145.2	66.5	39.4
EV/EBITDA	-269.7	-209.2	186.8	76.8	44.1
市净率(PB)	6.50	6.74	6.44	5.87	5.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

机械设备·专用设备

证券分析师：吴双

联系人：张宇翔

0755-81981362

0755-81981897

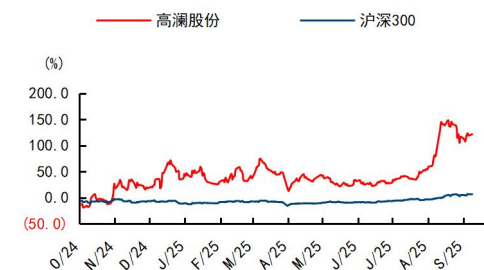
wushuang2@guosen.com.cn zhangyuxiang@guosen.com.cn

S0980519120001

基础数据

投资评级	优于大市（首次评级）
合理估值	31.39 - 33.63 元
收盘价	29.83 元
总市值/流通市值	9106/8096 百万元
52 周最高价/最低价	36.04/9.02 元
近 3 个月日均成交额	1094.64 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：特高压纯水冷却设备龙头	4
主营业务：深耕热管理二十余年，拓展数据中心液冷	4
股权结构：设立新加坡、美国子公司布局海外数据中心业务	6
财务分析：主业专注热管理，数据中心领域开始起量	7
大功率电力电子热管理：下游行业景气上行	10
直流输电：国内特高压建设进度后移拉长景气周期，拓展海外带来新增量	10
核聚变：温控系统是保障设备运行的核心环节	11
高功率密度热管理：数据中心液冷打造第二成长曲线	12
液冷是数据中心温控必选项	12
公司液冷技术行业领先，覆盖头部客户并积极布局出海	14
盈利预测	15
假设前提	15
未来 3 年业绩预测	17
估值与投资建议	18
绝对估值	18
相对估值	20
投资建议	20
风险提示	21
附表：财务预测与估值	23

图表目录

图 1: 高澜股份历史沿革	4
图 2: 公司股东与子公司情况	6
图 3: 高澜股份投资收益情况	7
图 4: 高澜股份历年业绩及增速	7
图 5: 高澜股份历年投资收益（亿元）	8
图 6: 高澜股份历年对联营企业和合营企业投资收益（亿元）	8
图 7: 高澜股份分业务收入（亿元）	8
图 8: 高澜股份分业务收入结构	8
图 9: 高澜股份盈利能力企稳回升	9
图 10: 高澜股份分业务毛利率	9
图 11: 高澜股份期间费用率情况	9
图 12: 高澜股份研发费用情况	9
图 13: 直流输电领域热管理应用	10
图 14: 公司在手订单情况	11
图 15: 当机架功率密度超过 20KW，液冷散热的方式更具高效性	12
图 16: 液冷不同技术路线对比	13
图 17: 2024-2029 年中国液冷服务器市场规模及预测	13
图 18: 2025-2032 全球数据中心液冷市场规模及预测	13
表 1: 高澜股份主要业务情况	5
表 2: 公司部分管理层情况	6
表 3: 公司数据中心液冷产品应用发展历程	14
表 4: 高澜股份业绩拆分	15
表 5: 未来三年盈利预测	17
表 6: 绝对估值法资本成本假设（截至日期：2025/9/15）	18
表 7: FCFF 估值表	19
表 8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	19
表 9: 可比公司估值表（截止 2025 年 9 月 15 日）	20

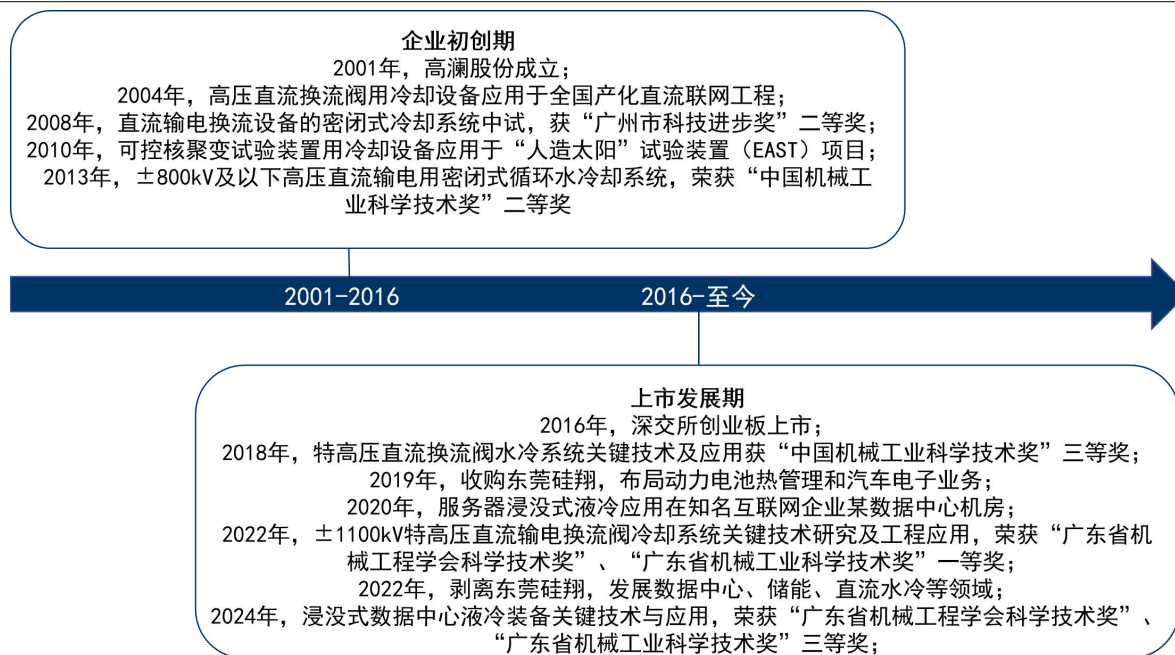
公司概况：特高压纯水冷却设备龙头

主营业务：深耕热管理二十余年，拓展数据中心液冷

高澜股份是国内热管理领先企业。高澜股份成立于 2001 年，于 2016 年在深交所创业板上市，是国内最早聚焦热管理技术创新和产业化应用的企业之一。公司自成立以来一直专注于热管理设备及控制系统产品，经历多年发展成为工业热管理整体解决方案提供商，产品应用领域覆盖由传统的直流输电、柔性交流输配电、大科学、医疗、大功率电气传动拓展至数据中心、电力储能等新场景。公司热管理业务主要产品达到国内领先或国际先进水平，部分产品达到国际领先水平，并获得国家工信部专精特新“小巨人”企业认定、国家制造业单项冠军示范企业认定。

公司拥有自主技术创新优势，客户覆盖各应用领域龙头。公司专注于热管理技术研发，主要产品均拥有自主知识产权并达到业内领先水平。截止 2024 年 12 月 31 日，公司共参加了 9 项国家标准、8 项行业标准、27 项团体标准的起草或修订，拥有专利 364 项（其中发明专利 74 项）、软件著作权 145 项。经历多年发展，公司产品获市场认可与优质客户建立长期稳定合作关系，主要客户包括国家电网、南方电网、许继电气、上海电气、特变电工、中电普瑞、东方电气、国家管网、宁德时代、字节跳动、阿里巴巴、腾讯、万国数据、浪潮、中兴、世纪互联、GE、Siemens、ABB 等国内外知名企业。

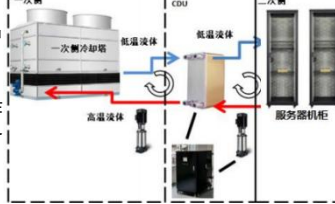
图1：高澜股份历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司主要业务可以分为大功率电力电子热管理产品、高功率密度热管理产品和备品备件及维护服务。大功率电力电子热管理产品主要应用于特高压直流输电、柔性交流输变电、大功率电气传动、医疗、大科学等领域；高功率密度热管理产品主要应用于数据中心和储能；备品备件及维护主要为水冷设备部分的运行维护服务（含常规年检、不定期维修维护）等技术服务、备品备件销售。

表1: 高澜股份主要业务情况

业务板块	主要产品	主要应用领域及功能	图片
大功率电力电子热管理	特高压直流输电: 直流输电换流阀程等 纯水冷却设备	1) 主要应用于高压、超高压、特高压直流输电工程, 背靠背高压直流联网工程, 柔性直流输电工程等 2) 通过冷却介质的流动带走直流输电换流阀晶闸管或 IGBT 等器件由于功率损耗产生的热量, 使器件在正常温度范围内稳定运行	
	柔性交流输电变电: 柔性交流输电设备 晶闸管阀纯水冷却设备	1) 主要应用于静止无功补偿器 (SVC)、静止无功发生器 (SVG)、晶闸管控制串联补偿器 (TCSC)、静止同步补偿器 (STATCOM) 等装置 2) 通过冷却介质的流动带走 SVC、SVG、TCSC、STATCOM、融冰等装置中晶闸管、电阻等器件产生的热量	
	大功率电气传动: 大功率电气传动变频器纯水冷却设备	1) 主要应用于中大功率变频器、高压电机、发电机、电力机车逆变器等电气传动领域 2) 是通过冷却介质的流动带走变频器由于功率损耗产生的热量	
	新能源发电: 新能源发电变流器纯水冷却设备	1) 主要应用于风力发电机组的变流器、变压器、发电机、齿轮箱、光伏发电逆变器核心设备 2) 通过冷却介质的流动带走变流器 IGBT、变压器、齿轮箱、发电机等器件由于功率损耗产生的热量	
	数据中心: 数据中心液冷设备, 包括冷板和浸没式液冷解决方案	1) 应用于各大数据中心机房, 如冷板液冷数据中心、浸没液冷数据中心 2) 机房 CDU 作为二次侧循环流体输送动力源, 驱动二次侧流体在系统中往复循环; 机房管道作为冷却设备的重要组成部分, 均匀分配液体至各数据机房机柜	
高功率密度热管理	储能: 储能温控液冷设备	1) 主要应用于分布式储能和站房式储能电站 2) 通过冷却介质的循环流动, 带走储能电池由于充放电产生的热量, 维持电池在最佳工作温度范围内	

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

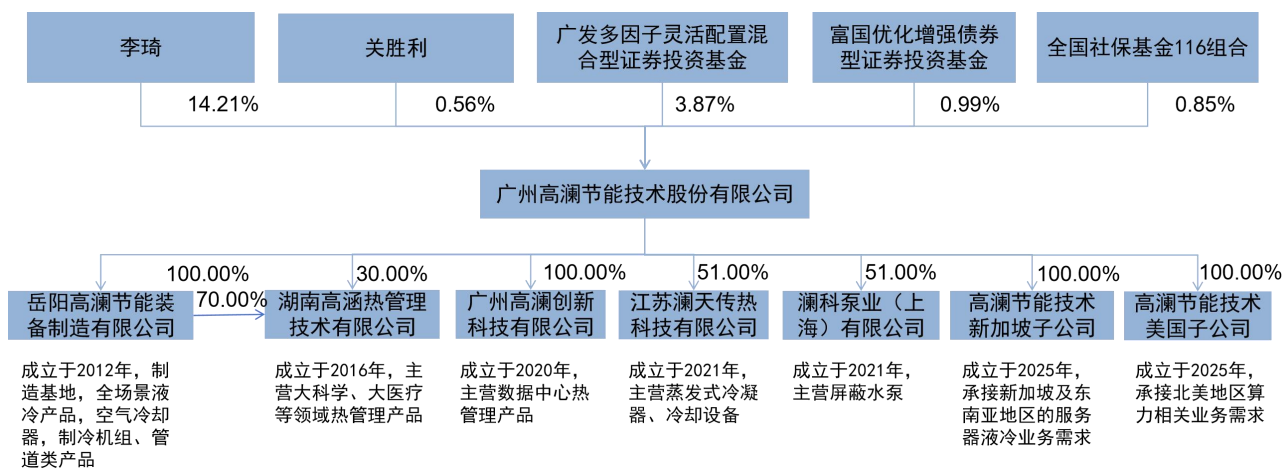
股权结构：设立新加坡、美国子公司布局海外数据中心业务

公司股东以自然人为主，管理层经验丰富。截至 2025 年 6 月 30 日，公司最大股东为公司董事长李琦，持股比例达 14.21%，公司总经理关胜利持有公司股权 0.56%。董事长、总经理等核心管理层均具有多年热管理行业从业经验。

子公司负责不同业务，全面布局温控产业链。全资子公司岳阳高澜主营液冷装备制造及销售，是公司全球制造供应生产基地。全资子公司广州高澜创新主营数据中心和新能车热管理，被评定为广州市“种子独角兽”企业、2024 年“创客广东”100 强，成功入围第五批《国家重点推广的低碳技术目录》与《广州市绿色技术推广目录》。控股子公司澜科泵业主要负责节能屏蔽水泵的研发、生产和销售。

设立境外子公司布局出海。2025 年 8 月，公司先后设立新加坡和美国子公司进行全球产业布局，提高公司对海外项目的服务支持效率与支持力度。新加坡子公司主要承接新加坡及东南亚地区的服务器液冷业务需求，有利于开拓东南亚及全球市场。美国子公司主要承接北美地区算力相关业务的订单需求，有利于搭建海外运营平台，更好开拓北美及全球市场。

图2：公司股东与子公司情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（截至 2025 年 6 月 30 日）

表2：公司部分管理层情况

姓名	职务	履历
李琦	董事长	1972 年生，中国国籍，具有美国居留权，研究生学历，毕业于武汉水利电力大学经济专业。曾任广州广重企业集团技术员，广州高雅实业有限公司总经理，广东振国智慧能源发展有限公司法定代表人。2001 年创立广州市高澜水技术有限公司，2019 年 3 月至 2021 年 3 月兼任广州高澜节能技术股份有限公司总经理，现任公司董事长，为公司的创始人、法定代表人。

关胜利 总经理/财务总监

1976 年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，电机专业。1999 年至 2006 年在顺特电气有限公司从事研发、技术支持和电力电子产品销售工作，2006 年 8 月加入广州高澜节能技术股份有限公司，曾任高澜电气副总经理、广州高澜节能技术股份有限公司副总经理，现任公司董事、总经理、财务总监，现兼任广州高澜创新科技有限公司执行董事、总经理，澜科泵业（上海）有限公司董事，湖南高涵热管理技术有限公司执行董事，如东高澜节能技术有限公司执行董事、总经理。

方水平 董事

1969 年生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，金融学专业。曾任湖南省岳阳市岳阳楼区信用联社副主任、监事长、主任、理事长。2010 年加入广州高澜节能技术股份有限公司，2011 年 4 月至 2021 年 2 月任公司监事会主席，现任公司董事，现兼任湖南高涵热管理技术有限公司监事。

王杨阳 董事会秘书

1990 年生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，获得美国法、商法与金融法双硕士学位，具有基金从业资格证、律师职业资格。曾任职于北京市金杜（广州）律师事务所。2017 年 3 月加入广州高澜节能技术股份有限公司，现任公司董事会秘书，现兼任东莞市硅翔绝缘材料有限公司董事、江苏澜天传热科技有限公司董事长。

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

财务分析：主业专注热管理，数据中心领域开始起量

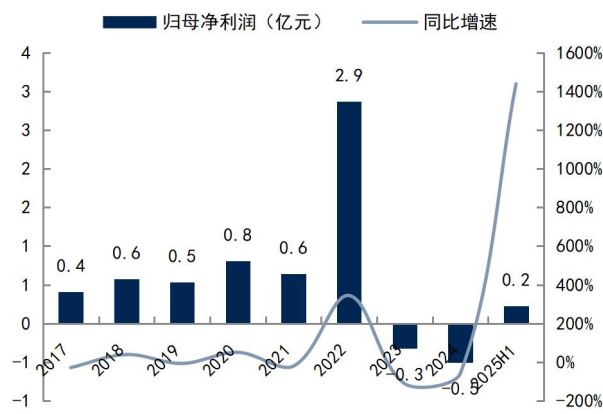
公司 2016–2024 年营收波动主要系子公司收购与剥离等因素影响，现已重回快速增长阶段。公司于 2019 收购东莞硅翔 51% 股权实现营收快速增长，主营业务增加新能源汽车动力电池热管理及汽车电子制造业务。2022 年因自身水冷业务资金需求以及东莞硅翔快速发展对运营资金需求大幅上升，公司于 2022 年转让东莞硅翔 31% 股权，2023 年度东莞硅翔不再纳入合并报表范围内，短期内对公司营业收入、净利润造成一定的不利影响。随下游客户投资恢复、行业政策驱动以及公司新业务数据中心、储能等起量，公司现已重回高速增长阶段，2024 年上半年度公司实现营收 4.18 亿元，同比增长 47.81%，归母净利润 0.23 亿元，同比增长 1438.57%，归母扣非净利润 0.18 亿元，同比增长 336.05%。其中第二季度公司实现收入 2.00 亿元，同比增长 92.09%，归母净利润 0.10 亿元，同比增长 235.49%，扣非归母净利润 0.08 亿元，同比增长 181.46%。

图3：高澜股份投资收益情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

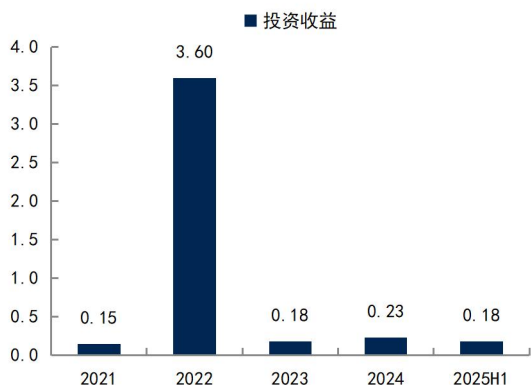
图4：高澜股份历年业绩及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

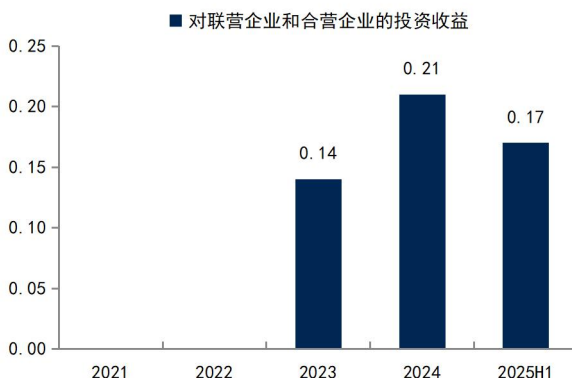
东莞硅翔 2022 年剥离带来股权转让收益，后续作为联营企业贡献投资收益。2022 年公司转让控股子公司东莞硅翔 31% 股权带来投资收益 3.6 亿元，后续仍持有东莞硅翔部分股权。2023 年起东莞硅翔作为公司联营子公司，持续为公司贡献主要投资收益，公司 2023-2025H1 对联营企业和合营企业投资收益分别为 0.14/0.21/0.17 亿元。

图5：高澜股份历年投资收益（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

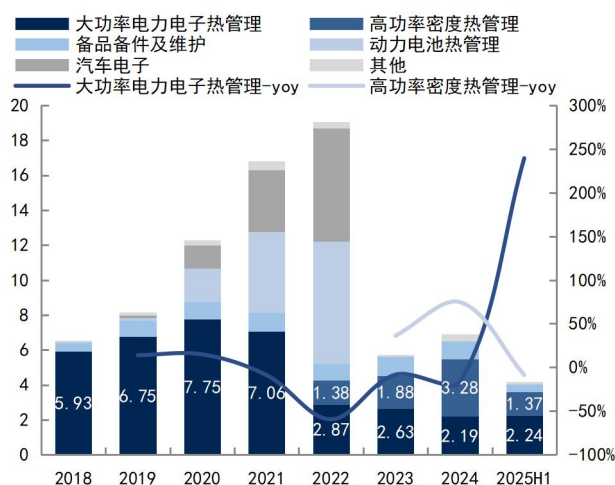
图6：高澜股份历年对联营企业和合营企业投资收益（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

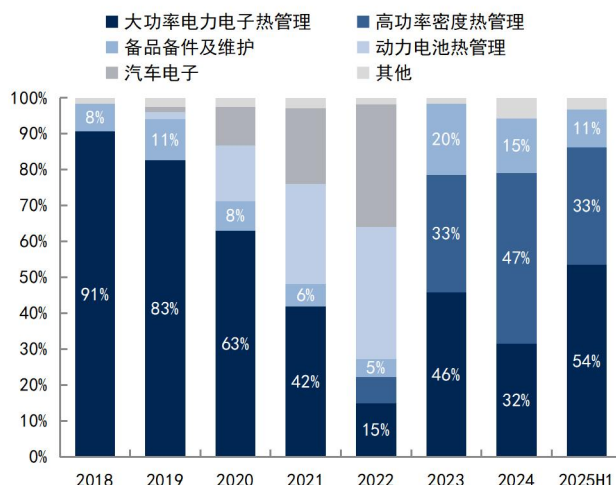
大功率电力电子热管理恢复高增，数据中心及储能收入与占比快速增长。产品结构来看，剥离东莞硅翔的动力电池热管理和汽车电子业务后，公司 2024 年大功率电力电子热管理、高功率密度热管理、备品备件及维护、其他收入占比分别为 31.67%/47.47%/15.19%/5.66%。2021-2023 年公司因受特高压建设放缓、新能源风电行业竞争激烈下游客户压价等因素影响，大功率电力电子热管理中的直流水冷和新能源水冷业务呈下滑趋势。2024 年以来，电网投资恢复正常、下游市场逐步复苏，公司大功率电力电子热管理业务恢复高速增长，2025H1 公司电力电子热管理业务实现收入 2.24 亿元，同比增长 239.39%。剥离东莞硅翔后，公司重点发展高功率密度热管理业务，主要为数据中心和储能领域需求，近两年实现快速增长，2024 年实现收入 3.28 亿元，同比增长 74.66%，占总体收入比例达 47.47%。

图7：高澜股份分业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

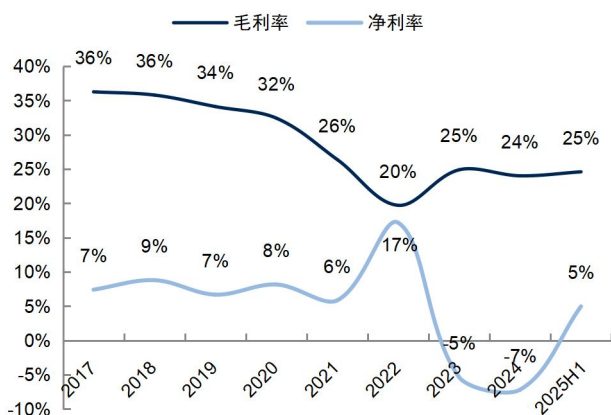
图8：高澜股份分业务收入结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

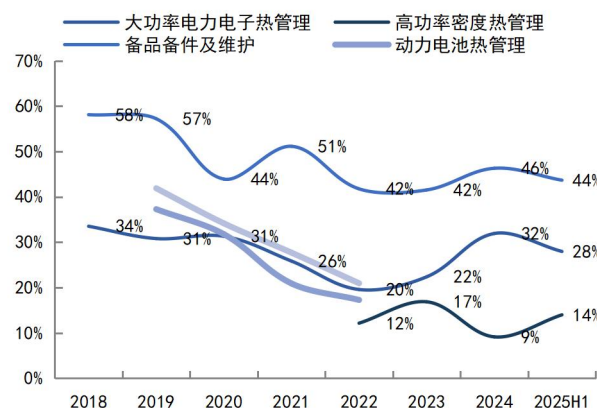
公司盈利能力企稳回升，整体毛利率逐步修复。受风电整体终端价格下降、国内直流产品竞争加剧以及拓展新市场营销，公司 2020 年-2024 年整体毛利率、净利率呈波动趋势。公司 2022 年以来毛利率逐步修复，主要系大功率电力电子下游需求回暖带动收入及毛利率企稳回升。高功率密度热管理业务毛利率水平较低，2022-2025H1 在 9%-17% 区间波动，备品备件毛利率维持在 40% 以上的高盈利能力水平。

图9：高澜股份盈利能力企稳回升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

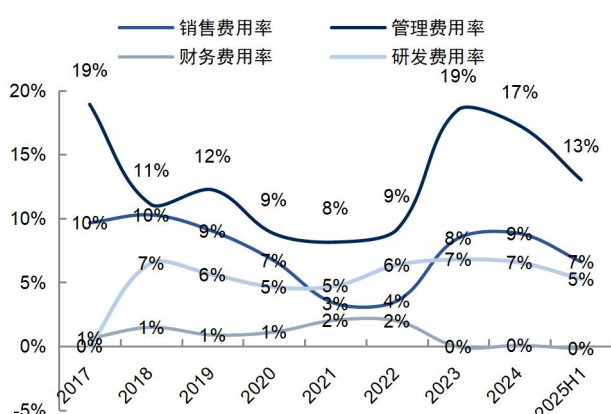
图10：高澜股份分业务毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

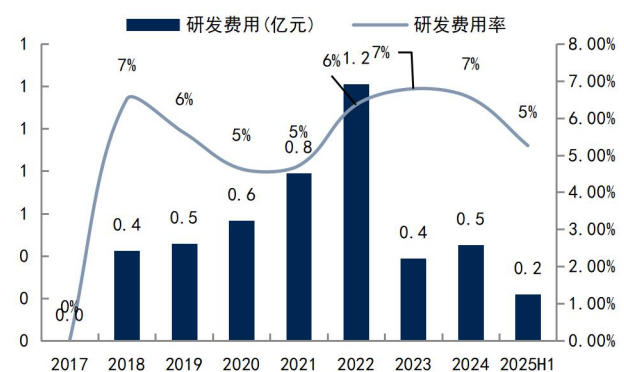
期间费用率整体稳中有降，研发费用投入较为稳定。期间费用率整体呈下降趋势，费用率波动主要系受东莞硅翔收购与剥离、主业营收波动等影响，整体期间费用率从2017年的29.18%下降至2025H1的24.68%。研发费用整体保持较高投入水平，除2020-2022年外，整体保持在0.4-0.5亿元研发支出。

图11：高澜股份期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：高澜股份研发费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大功率电力电子热管理：下游行业景气上行

直流输电：国内特高压建设进度后移拉长景气周期，拓展海外带来新增量

直流输电热管理主要应用于高压、超高压、特高压直流输电工程。直流输电技术是现今世界上最先进节能的输变电技术之一，换流阀是实现交直流电能相互转换的基本设备单元，对直流输电工程安全运行起到关键作用。直流换电阀在运行过程中晶闸管或 IGBT 等高功率密度器件会由于功率损耗产生热量，故需要配备安全可靠的热管理设备如纯水冷却设备，对冷却介质温度、流量、水质等指标精准调控，从而使得换流阀在正常的温度范围内稳定运行。

图13: 直流输电领域热管理应用



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

电力需求不断增长带动电网改造升级需求，“十四五”特高压建设进度后移拉长整体景气周期。发电侧的加强和电力需求持续增长拉动电网改造升级，电网巨头企业新增投资主要用于特高压交直流工程等项目建设，2024 年国家电网投资首次超 6000 亿元，同比增长 15.3%，2025 年国家电网计划投资超 6500 亿元；2024 年南方电网固定资产投资达 1730 亿元，同比增长 23.5%，2025 年进一步提升至 1750 亿元。“十四五”期间国家电网规划建设 38 条特高压线路，其中为 24 交 14 直，总投资高达 3800 亿元，但 2021-2022 年仅核准开工 4 条，整体建设进度后移将拉长行业景气周期。2025 年特高压建设重新提速，2024 年开工 2 条特高压直流，预计 2025 年全年核准开工 4 条直流输电线路，2025 年上半年已核准蒙西-京津冀、藏东南-粤港澳大湾区两条特高压直流输电线路。

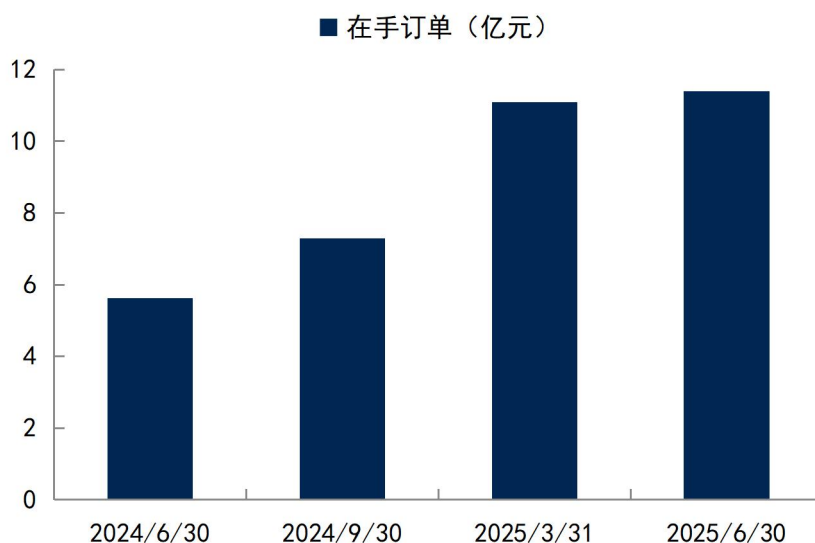
国际市场用电需求扩大带来远距离高效输电需求。据国际能源署（IEA）预测，全

球电网年均投资额在 2023—2030 年有望提升至约 5000 亿美元。一带一路等新兴市场和经济体同样也在大力建设电力系统，沙特阿拉伯计划在 2024 至 2030 年间实施 5,000 亿沙特里亚尔（约合 1 万亿元人民币）的资本支出计划，旨在全面提升其发电、输电及配电能力，以应对日益增长的电力需求。该计划中规模最大的领域为能源传输，拟投入 3510 亿沙特里亚尔（约 7,020 亿元人民币），用于加强电力输送基础设施，预计到 2030 年将建设 7 条柔性直流输电线路。巴西重点推进巴西东北特高压项目，该项目将新建 1468 公里里±800 千伏特高压直流输电线路，为巴西史上最大的输电特许权项目。

公司特高压领域技术实力领先，科研成果达国际领先水平。公司深耕直流输电热管理领域二十余年，早在 2004 年便已参与全国产化背靠背直流联网工程，提供换流阀用纯水冷却设备。2024 年 8 月 10 日，公司特高压两项关键技术经中国电机工程学会组织的鉴定会议评审，“特高压换流阀冷却系统空冷器关键技术研究及应用”科技成果关键性能达到国际领先水平，“特高压换流阀高性能闭式冷却塔关键技术研究及产业化”科技成果综合性能被评为达到国际先进水平。

公司作为直流输电热管理领先企业，受益国内外行业景气上行订单持续增长。2024 年 6 月 30 号，公司在手订单达 5.62 亿元。受益下游行业景气度上行，2025 年上半年公司特高压相关订单较上年同期大幅增长，2025 年 6 月 30 日在手订单已增长至 11.39 亿元。出海也成为公司增长重要增量，据公司公众号，2025 年 4 月公司获得沙特阿拉伯的“±500 千伏柔性直流输电项目”订单，为沙特“中南”“中西”两条柔性直流输电线路提供热管理解决方案，总价值量不低于 5 亿元。

图14: 公司在手订单情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核聚变：温控系统是保障设备运行的核心环节

核聚变产业加速发展，公司多年布局核聚变温控有望深度受益。2025 年 4 月 28 日，国家能源局在新闻发布会中明确提及支持支持核聚变等前沿技术的研发攻关，将其作为未来能源战略的重要方向。2025 年专项财政计划明确将聚变能源等前沿领域作为重点布局方向。热管理是核聚变反应堆温控关键环节，可控核聚变装置在运行中需同时维持等离子体与超导磁体的极低温环境。公司早在 2010 年 12 月

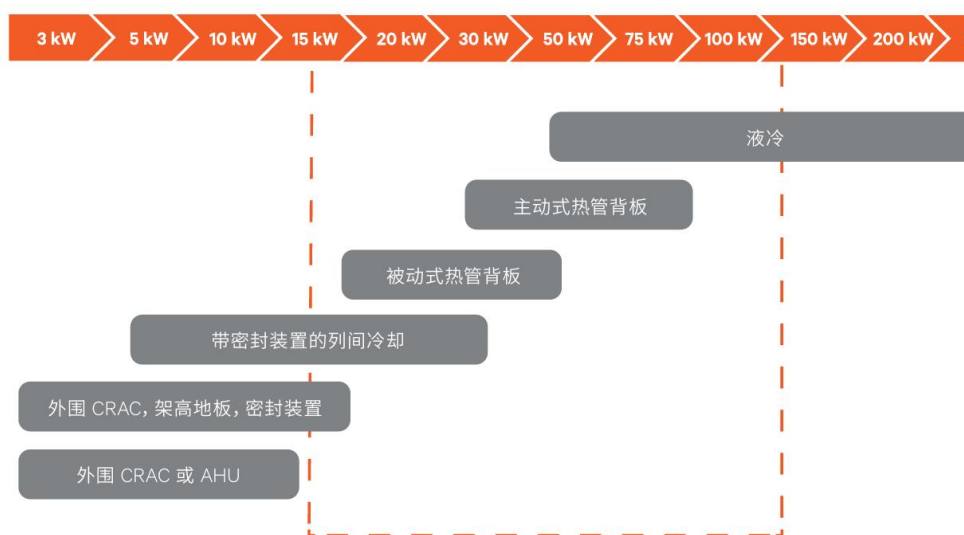
便已开发，可控核聚变试验装置辅助加热设备用纯水冷却设备，现已参与中科院“人造太阳”EAST 全超导托卡马克试验装置项目、中科院散裂中子源项目等核物理实验项目，为其提供热管理产品。

高功率密度热管理：数据中心液冷打造第二成长曲线

液冷是数据中心温控必选项

智算中心功率密度提升带来更高散热需求，液冷成为数据中心温控必选项。数据中心温控系统是保障 IT 设备（服务器、网络设备等）安全稳定运行的核心基础设施之一，主要是调节机房内温度、湿度和气流分布，及时将设备运行产生的热量排出，维持设备在适宜的环境下稳定运行。AI 算力需求爆发带动 GPU 芯片功率、服务器机架功率密度不断提升，随机架功率密度提升到 40KW 以上，液冷凭借其强于气体的高效热传导能力成为散热的必要选择。

图15: 当机架功率密度超过 20KW，液冷散热的方式更具高效性



资料来源：维谛技术《数据中心液冷解决方案白皮书》，国信证券经济研究所整理

数据中心要求提升电能利用效率（PUE），液冷凭借其低 PUE 优势将加速发展。2025 年 2 月，工信部发布《关于组织开展算力强基揭榜行动的通知》，指出 2026 年将建设 5 个以上全国算力枢纽节点的人工智能算力中心；智算中心算力能效提升 30%，用电成本降低 5% 以上；液冷整机柜 100% 采用液冷散热，制冷 PUE 低于 1.15。液冷优势在于低 PUE，其中冷板式液冷 PUE<1.2，浸没式液冷 PUE<1.1，液冷适配产业需求将加速发展。

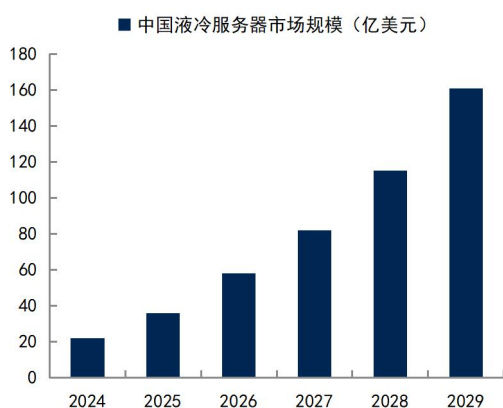
图16: 液冷不同技术路线对比

项目	冷板式液冷	浸没式液冷	喷淋式
示意图			
原理	冷板贴近服务器芯片等高发热元件，利用冷板中冷却液带走热量；同时增设风冷单元带走低发热元件散热	服务器完全浸没在冷却液中，冷却液产生蒸发冷凝相变，并带走热量	冷却液从服务器机箱顶部喷淋下来，通过对流换热为器件降温
技术特点	- 服务器与动力系统改造较小，IT设备维护较简单 - 管路接头、密封件较多，漏液维护复杂	- 散热能力强、功率密度高，IT设备无风扇，静音 - 服务器改为刀片式，专用机柜，管路要求高，控制复杂	- IT设备静音，节省液体 - 需保证冷却液按需分配，运维复杂，排液、补液，维护时破坏服务器原有密封结构
生态	IT设备、冷却液、管路、供电等不统一，服务器多与机柜深耦合，支持厂家较多	IT设备需定制化，普通光模块等兼容性待验证	IT设备需定制化，普通光模块等兼容性待验证
主流厂家	华为、浪潮、曙光、新华三、英维克等	曙光、诺亚等	阿里、绿色云图、云酷等

资料来源：中国移动《电信运营商液冷技术白皮书》，国信证券经济研究所整理

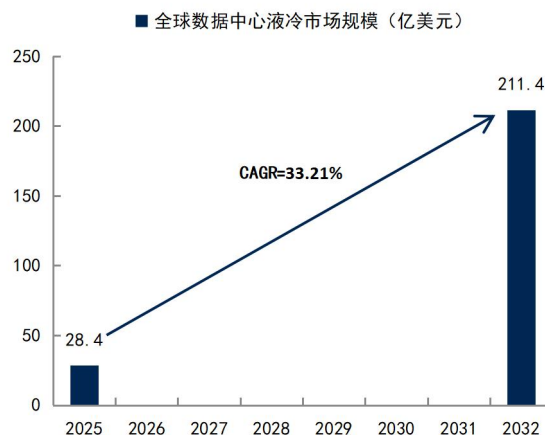
AI 基建带动服务器需求快速增长，算力中心液冷市场同步爆发。据 Gartner 全球服务器市场追踪报告,2024 年全球服务器市场规模达 2164 亿美元,预计 2023-2028 年市场复合增速达 18.8%，2028 年市场规模将达 3329 亿美元，其中 AI 服务器占比超 70%是主要增长驱动。液冷作为算力中心温控必选项全球需求同步爆发，据 IDC 数据,2024 年中国液冷服务器市场规模达 23.7 亿美元,预计 2024-2029 年市场复合增速达 46.8%，2029 年市场规模达 162 亿美元；据 Markets and Markets 数据,2025 年全球数据中心液冷市场规模达 28.4 亿美元,到 2032 年市场规模将达 211.4 亿美元,2025-2030 年复合增速达 33.21%。

图17: 2024-2029 年中国液冷服务器市场规模及预测



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 2025-2032 全球数据中心液冷市场规模及预测



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司液冷技术行业领先，覆盖头部客户并积极布局出海

公司液冷技术行业领先，液冷产品覆盖关键核心零部件以及整体热管理解决方案。数据中心液冷领域，公司产品涵盖服务器液冷板、流体连接部件、歧管（Manifold）、多种型号的冷量分配单元（CDU）、多尺寸和不同功率的浸没腔体（TANK）、流体输送单元等核心部件。围绕核心零部件，公司可提供冷板式和浸没式为基础的多种热管理解决方案，具备从散热架构设计、设备集成到系统调试与运维的一站式综合解决能力。公司自主研发的浸没式液冷技术，经鉴定达到国际先进水平，并自主开发定点浸没液冷系统、泵驱两相液冷系统、液冷设计及模拟工业软件等行业首创数据中心热管理产品。2024 年，公司重点完成首个国内超算中心冷板式二次侧工程分包的交付，海外完成马来西亚数据中心项目冷板式液冷设备及相关配套设备交付。

表3: 公司数据中心液冷产品应用发展历程

时间	数据中心液冷产品应用发展历程
2017 年 11 月	冷板式服务器抽屉式 40KW 液冷系统应用在知名互联网企业服务器 SR4200 机柜
2018 年 8 月	服务器机柜式 300KW CDU 液冷样机完成设计和试运行测试
2018 年 12 月	服务器机柜式 12KW 液冷测试平台应用在知名通信设备上市公司数据中心机房液冷系统测试，包含冷水机组、机柜式 CDU、水分配单元等
2019 年 5 月	服务器机柜式 15KW 液冷 CDU 应用在 5G 基站冷却
2019 年 6 月	服务器抽屉式 6KW 液冷系统应用在知名通信设备上市公司服务器机柜内部，进行高热流密度水-风换热
2019 年 12 月	服务器浸没式液冷 18UTANK 应用在知名互联网企业数据中心机房
2020 年 3 月	服务器抽屉式 12.5KW 液冷系统应用在某科研项目
2020 年 6 月	服务器浸没式液冷 54U TANK 应用在知名互联网企业某数据中心机房
2021 年	6KW/8KW/66KW 浸没式液冷系统投运
2022 年	7KW/15KW/110KW/180KW/250KW 浸没式液冷系统投运，360KW/400KW/484KW 冷板式液冷系统投运
2024 年	浸没式数据中心液冷装备关键技术与应用，荣获“广东省机械工程学会科学技术奖”、“广东省机械工业科学技术奖”三等奖

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司经过多年积累与下游头部客户形成长期稳定合作关系，液冷业务有望同步放量。公司产品及技术应用广泛覆盖各行业头部客户，已与国家电网、南方电网、西安西电、三峡新能源、许继电气、上海电气、特变电工、日立能源、中电普瑞、东方电气、国家管网、宁德时代、GE、Siemens、ABB 等国内外知名客户建立长期稳定的合作关系。数据中心领域，公司客户包括字节跳动、阿里巴巴、腾讯、万国数据、浪潮、中兴、新华三、世纪互联等互联网、服务器、数据中心头部企业。与头部客户形成稳定的战略合作关系，液冷业务有望跟随客户数据中心基建需求同步放量。

设立海外子公司承接海外服务器液冷需求，打开更广阔成长空间。2025 年 8 月，公司先后设立新加坡及美国全资子公司，海外全资子公司的设立可以搭建海外平台，提高对海外项目的支持力度。新加坡子公司主要承接新加坡及东南亚地区的服务器液冷业务需求，有利于开拓东南亚及全球市场。美国子公司主要承接北美地区算力相关业务的订单需求，更好开拓北美及全球市场。海外子公司设立有望为公司带来海外服务器液冷增量需求，打开更大市场。

盈利预测

假设前提

大功率电力电子热管理产品：大功率电力电子热管理主要产品为直流水冷、柔性交流水冷、新能源发电水冷以及电器传动水冷产品，下游需求有望跟随国内特高压建设景气周期以及海外电网建设需求提升持续增长。公司在手订单自 2024 年起持续增长，从 2024 年 6 月 30 号的 5.62 亿元增长至 2025 年 6 月 30 日的 11.39 亿元；2025 年 4 月公司获得沙特阿拉伯的“±500 千伏柔性直流输电项目”订单，总价值量不低于 5 亿元。下游需求向好带来的订单爆发将逐步体现为公司业绩增长，2025 年上半年大功率电力电子热管理产品已实现收入 2.24 亿元，同比增长 239.39%，我们假设 2025-2027 年该业务增速分别为 120%/30%/25%。随公司收入规模增长有望带来规模效应以及产品结构优化带动毛利率提升，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 32.00%/33.00%/34.00%。

高功率密度热管理产品：高功率密度热管理主要产品为数据中心液冷及储能温控液冷产品，数据中心液冷作为温控必选项将跟随下游 AI 算力服务器同步快速放量，同时公司出海布局打开更广阔市场空间，我们预计公司该板块继续保持高速增长，我们假设 2025-2027 年高功率密度热管理产品收入增速分别为 15%/30%/30%。随着公司收入规模增长带来规模效应和后续产品结构优化，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 17.00%/20.00%/22.00%。

备品备件及维护：公司液冷产品主要为定制化产品，客户所需备品备件及技改、维护服务、年检主要依赖于公司，公司与客户粘性较高，随着公司交付产品逐渐积累，该业务会成为公司稳定收入来源，我们假设 2025-2027 年备品备件及维护收入增速分别为 0%/10%/10%。过去公司该业务毛利率整体稳定保持在 40%以上水平，预计未来仍将维持在较高毛利率水平，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 44.00%/44.00%/44.00%。

其他业务：该业务目前收入规模小，我们假设 2025-2027 年该业务增速分别为 0%/5%/5%，毛利率分别为 20.00%/20.00%/20.00%。

表4：高澜股份业绩拆分

报告期（亿元，%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
大功率电力电子热管理					
收入	2.63	2.19	4.82	6.26	7.83
增速	-8.36%	-16.62%	120.00%	30.00%	25.00%
毛利率(%)	22.36%	31.91%	32.00%	33.00%	34.00%
高功率密度热管理产品					
收入	1.88	3.28	3.77	4.91	6.38
增速		74.66%	15.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	16.85%	9.12%	17.00%	20.00%	22.00%
备品备件及维修					
收入	1.13	1.05	1.05	1.16	1.27
增速	16.78%	-7.19%	0.00%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	41.51%	46.29%	44.00%	44.00%	44.00%
其他业务					
营业收入	0.10	0.39	0.39	0.41	0.43
增速	-72.15%	-59.54%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	56.05%	45.14%	20.00%	20.00%	20.00%
营业总收入					
营业收入	5.73	6.91	10.03	12.73	15.91

增速	-69.89%	20.58%	45.13%	26.93%	24.92%
毛利率(%)	24.90%	24.03%	27.63%	29.06%	30.10%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收为 10.03/12.73/15.91 亿元，同比增长 45.13%/26.93%/24.92%，毛利率分别为 27.15%/28.57%/29.61%。

未来 3 年业绩预测

投资收益：2022 年公司转让控股子公司东莞硅翔 31%股权带来投资收益 3.6 亿元，后续仍持有东莞硅翔部分股权。2023 年起东莞硅翔作为公司联营子公司，持续为公司贡献主要投资收益，公司 2023-2025H1 对联营企业和合营企业投资收益分别为 0.14/0.21/0.17 亿元。2025H1 公司实现投资收益 0.18 亿元，较上年同期增加 0.13 亿元，同比增长 231.56%，主要系联营企业东莞硅翔业绩增长，公司投资所得相应增加。我们假设联营企业东莞硅翔保持稳健增长，持续为公司带来投资收益，我们假设 2025-2027 年投资收益分别为 0.40/0.44/0.46 亿元。

根据以上假设，我们预计 2025-2027 年归属母公司净利润分别为 0.63/1.37/2.31 亿元，同比增加 224.6%/118.3%/68.9%。

表5：未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	573	691	1003	1273	1591
营业成本	431	525	731	910	1120
营业税金及附加	6	9	9	12	15
销售费用	48	61	63	65	73
管理费用	106	119	122	128	120
研发费用	39	45	51	55	61
财务费用	(0)	0	(2)	(3)	(5)
投资收益	18	23	40	44	46
资产减值及公允价值变动	(2)	(11)	(2)	(2)	(2)
其他收入	3	7	0	0	0
营业利润	(38)	(49)	68	149	251
营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
利润总额	(38)	(50)	68	149	251
所得税费用	(8)	(1)	6	14	23
少数股东损益	1	1	(1)	(2)	(4)
归属于母公司净利润	(32)	(50)	63	137	231

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

首先对资本成本进行假设。

Beta 值：通过 Wind 选取可比公司英维克、申菱环境、同飞股份作为可比公司，并参考公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 0.80；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 1.85%；

股票风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36% 为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给予一定溢价，假设股票风险溢价 6.00%；

K_d：为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，假设债务成本 4.00%；

永续增长率：公司产品的下游应用广泛，与宏观经济环境相关性较高，假设公司永续增长率为 3.00%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 6.65%，考虑到公司主业较稳定且能未来增长可持续产生现金流，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 34.15 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表6：绝对估值法资本成本假设（截至日期：2025/9/15）

	合理值
无杠杆 Beta	0.80
无风险利率	1.85%
股票风险溢价	6.00%
公司股价（元）	29.83
发行在外股数（百万股）	305
股票市值（百万元）	9106
债务总额（百万元）	10
K _d	4.00%
T	9.33%
K _a	6.65%
有杠杆 Beta	0.80
K _e	6.65%
E/(D+E)	99.89%
D/(D+E)	0.11%
WACC	6.65%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表7: FCFF 估值表

单位: 百万元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
EBIT	27.7	103.5	202.0	237.7	306.3	392.7	488.1	605.9	719.9	854.4	
所得税税率	9.33%	9.33%	9.33%	9.33%	9.33%	9.33%	9.33%	9.33%	9.33%	9.33%	
EBIT*(1-所得税税率)	25.1	93.8	183.1	215.5	277.7	356.0	442.6	549.4	652.8	774.7	
折旧与摊销	24.7	25.9	27.2	28.5	29.8	31.1	32.5	33.8	35.1	36.4	
营运资金的净变动	(22.6)	(25.8)	(88.4)	(106.2)	(87.3)	(177.5)	(175.2)	(204.1)	(204.5)	(221.7)	
资本性投资	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	
FCFF	7.2	74.0	102.0	117.9	200.3	189.7	279.8	359.0	463.3	569.3	16,059.5
PV(FCFF)	6.7	65.0	84.0	91.1	145.1	128.9	178.3	214.5	259.5	299.0	8,434.6
核心企业价值	9,906.8										
减: 净债务	(518.2)										
股票价值	10,425.0										
每股价值(元)	34.15										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 对折现率与永续增长率设置两档分别为 0.20% 的变动幅度, 折现率浮动范围为 6.25%-7.05%, 永续增长率的变化范围为 2.60%-3.40%, 对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 30.38-38.87 元。

表8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		6.25%	6.45%	6.65%	6.85%	7.05%
永续增长率变化	3.40%	43.53	40.41	37.67	35.26	33.11
	3.20%	41.05	38.27	35.81	33.63	31.68
	3.00%	38.87	36.37	34.15	32.17	30.38
	2.80%	36.95	34.69	32.67	30.85	29.21
	2.60%	35.23	33.18	31.33	29.66	28.14

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值

数据中心液冷市场尚处于发展阶段，且具有较高的技术门槛和研发投入，各大厂商均在积极布局数据中心液冷市场，推出各自的产品和解决方案以抢占市场，主要的玩家一类是综合性热管理企业，全面覆盖多行业温控需求，另一类是集中于某一特定领域而后进行拓展。基于此，我们选择英维克、申菱环境、同飞股份、科创新源作为可比公司。

英维克是精密温控节能设备的提供商，产品及服务涵盖数据中心温控、储能温控、全链条液冷及电子散热、机柜空调、数据中心集成、冷链温控、新能源客车及轨交空调、室内空气环境控制等领域。申菱环境主要产品为专业特种空调和温控设备，下游主要包括数据服务产业环境、工业工艺产研环境、专业特种应用环境、公共建筑室内环境等应用场景。同飞股份专业生产工业制冷设备，产品主要应用于数控装备（包括数控机床、激光设备等）、电力电子（包括输变电、电气传动等）、储能、半导体、数据中心、氢能、新能源汽车（充换电）、医疗器械、工业洗涤等领域。科创新源热管理业务主要以控股子公司瑞泰克为实施主体，主要产品为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、数据中心用液冷板等散热器件，可广泛应用于新能源汽车和储能系统、家用电器、数据中心等领域。

我们预计高澜股份 2025 年-2027 年归母净利润分别为 0.63/1.37/2.31 亿元，对应 PE 145/67/39 倍。综合考虑可比公司的估值及公司在热管理领域的技术领先优势和行业成长性：1）公司是国内热管理领先企业，客户覆盖各应用领域龙头；2）直流输电热管理受益国内外行业景气上行，订单持续增长；3）数据中心液冷行业未来将持续爆发增长，公司技术行业领先，覆盖头部客户并积极布局出海。同时考虑到公司主业重回高速增长盈利尚未释放，数据中心液冷收入体量较小但成长空间可期，参考可比公司估值我们给予高澜股份 2026 年 70-75xPE，对应 2026 年目标价格区间为 31.39-33.63 元。

表9：可比公司估值表（截止 2025 年 9 月 15 日）

日期														
序号	分类	证券代码	证券简称	投资评级	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
							2024A	25E	26E	27E	2024A	25E	26E	27E
1	A 股	002837.sz	英维克	无评级	74.47	722	0.61	0.66	0.98	1.33	122	113	76	56
2	A 股	301018.sz	申菱环境	无评级	69.51	185	0.43	1.02	1.34	1.69	162	68	52	41
3	A 股	300990.sz	同飞股份	无评级	84.60	144	0.91	1.70	2.49	3.38	93	50	34	25
4	A 股	300731.sz	科创新源	无评级	45.85	58	0.14	0.66	1.01	1.36	328	70	45	34
										平均值	176	75	52	39
1	A 股	300499.sz	高澜股份	优于大市	29.83	91	-0.16	0.21	0.45	0.76	-181	145	67	39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（除高澜股份外盈利预测均采用 Wind 一致预期）

投资建议

综合以上，我们预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 0.63/1.37/2.31 亿元，对应 PE 145/67/39 倍，一年期合理估值为 31.39-33.63 元（对应 2026 年 70-75xPE），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 31.93-33.63 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.85%、风险溢价 6.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 2026 年 70-75 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

基于数据中心和电力系统行业的高景气度，我们假设公司 2025-2027 年收入增长 45.1%/26.9%/24.9%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果数据中心和电力系统行业下游需求不达预期，公司未来营收增速可能不达预期。

市场竞争加剧的风险

公司热管理产品是电力系统和算力基础设施的关键配套装备，具有定制化设计制造、系统集成等特点。行业整体盈利能力较强，毛利率维持在较高水平，若未来市场竞争加剧，部分企业通过低价策略争取市场份额，存在因产品价格下降、毛利率持续下滑导致的经营风险。

下游需求不及预期的风险

数据中心和电力系统行业需求不及预期的风险。目前行业景气度处于高位，如果整体需求低于预期，将对整体产业链发展造成不利影响

下游客户突破不及预期的风险

数据中心热管理属于快速成长的新市场，公司数据中心业务发展依赖于新客户的导入，若下游客户突破不及预期，公司未来营收增速可能不达预期。

应收账款余额较大的风险

公司应收账款规模较大主要受分阶段收款的货款结算方式、信用期、客户付款审批流程较长、营业收入呈季节性波动、质保金等因素影响。若应收账款规模增长过快，应收账款周转率下降，有可能带来较大的营运资金压力。若下游客户情况发生不利变化，可能导致公司应收账款发生坏账变化或应收账款回收期拉长，从而对公司经营业绩造成影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	289	124	133	208	302	营业收入	573	691	1003	1273	1591
应收款项	301	389	463	536	635	营业成本	431	525	731	910	1120
存货净额	302	360	442	500	617	营业税金及附加	6	9	9	12	15
其他流动资产	82	117	139	191	242	销售费用	48	61	63	65	73
流动资产合计	990	1088	1276	1534	1895	管理费用	106	119	122	128	120
固定资产	178	210	206	200	193	研发费用	39	45	51	55	61
无形资产及其他	51	52	50	48	46	财务费用	(0)	0	(2)	(3)	(5)
投资性房地产	318	177	177	177	177	投资收益	18	23	40	44	46
						资产减值及公允价值变动	(2)	(11)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	282	353	396	439	491	其他收入	3	7	0	0	0
资产总计	1819	1880	2105	2397	2802	营业利润	(38)	(49)	68	149	251
短期借款及交易性金融负债	19	3	10	11	8	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
应付款项	240	311	423	536	663	利润总额	(38)	(50)	68	149	251
其他流动负债	134	173	218	264	318	所得税费用	(8)	(1)	6	14	23
流动负债合计	393	487	651	810	989	少数股东损益	1	1	(1)	(2)	(4)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(32)	(50)	63	137	231
其他长期负债	21	23	21	19	19	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	21	23	21	19	19		2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	413	510	672	830	1007	净利润	(32)	(50)	63	137	231
少数股东权益	4	19	18	16	13	资产减值准备	9	9	(0)	(0)	(0)
股东权益	1402	1352	1414	1551	1782	折旧摊销	21	23	25	26	27
负债和股东权益总计	1819	1880	2105	2397	2802	公允价值变动损失	2	11	2	2	2
关键财务与估值指标						财务费用	(0)	0	(2)	(3)	(5)
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(3)	80	(23)	(26)	(88)
每股收益	(0.10)	(0.16)	0.21	0.45	0.76	其它	(6)	(8)	(1)	(2)	(3)
每股红利	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(10)	64	66	137	168
每股净资产	4.59	4.43	4.63	5.08	5.84	资本开支	0	(50)	(20)	(20)	(20)
ROIC	-3.49%	-6.42%	3%	11%	19%	其它投资现金流	11	(83)	0	0	0
ROE	-2.27%	-3.72%	4%	9%	13%	投资活动现金流	(4)	(204)	(63)	(63)	(72)
毛利率	25%	24%	27%	29%	30%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-10%	-10%	3%	8%	13%	负债净变化	(17)	0	0	0	0
EBITDA Margin	-6%	-7%	5%	10%	14%	支付股利、利息	(41)	(1)	0	0	0
收入增长	-70%	21%	45%	27%	25%	其它融资现金流	(94)	(24)	7	1	(3)
净利润增长率	-111%	58%	225%	118%	69%	融资活动现金流	(210)	(26)	7	1	(3)
资产负债率	23%	28%	33%	35%	36%	现金净变动	(224)	(166)	10	75	94
股息率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	513	289	124	133	208
P/E	(286.1)	(180.9)	145.2	66.5	39.4	货币资金的期末余额	289	124	133	208	302
P/B	6.5	6.7	6.4	5.9	5.1	企业自由现金流	0	(15)	7	74	102
EV/EBITDA	(269.7)	(209.2)	186.8	76.8	44.1	权益自由现金流	0	(39)	16	78	104

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032