

# 飞荣达 (300602.SZ)

优于大市

## 领先的热管理平台型公司，充分受益 AI 服务器及人形机器人产业发展

### 核心观点

公司是热管理、电磁屏蔽等解决方案领域领先企业，绑定海内外龙头客户。公司是国内领先的散热及电磁屏蔽解决方案提供商，产品主要应用在消费电子、数据中心、新能源车、光伏储能等领域。公司凭借技术和产品优势深度绑定国内外各领域龙头企业，消费电子终端客户包括华为、微软、联想、三星、小米、HP、Dell 等，数据中心客户包括华为、中兴、思科、纬创等，新能源客户包括比亚迪、宁德时代、LG 等。

消费电子散热受益 3C 硬件创新周期量价齐升，新能源领域产品结构优化经营改善。AIPC 与 AI 手机持续增长带动消费电子需求回暖与技术升级，公司电磁屏蔽与热管理产品跟随终端同步升级带动量价齐升。新能源领域受益已定点项目订单持续释放及产品结构优化，经营稳步增长的同时盈利能力有望持续改善。

AI 服务器散热技术领先，将深度受益 AI 服务器液冷需求爆发增长。液冷散热应用是 AI 算力需求下产业趋势，正在迎来黄金发展期。根据 Markets and Markets 数据，全球数据中心液冷市场规模将从 2025 年的 28.4 亿美元增长至 2032 年的 211.4 亿美元，2025-2032 年复合增速达 33.21%。公司掌握单相/两相液冷模组、3D-VC 散热模组等核心技术，AI 服务器散热产品已获得批量订单并实现量产交付，深度受益数据中心液冷量价齐升的产业趋势。

人形机器人：领先布局散热解决方案，控股收购灵巧手领先企业。2025 年上半年，公司战略投资控股果力智能，果力智能是业内领先的灵巧手及具身智能机器人专精特新企业，研发的灵巧手拥有业内独创柔软智能单元，具备触觉、本体与柔软智能多模态感知能力，技术领先。公司基于散热、电磁屏蔽领域的核心能力，已开发出应用于机器人灵巧手、关节模组、控制板等部位的散热与电磁屏蔽解决方案，有望深度受益人形机器人产业发展机遇。

投资建议：公司是领先的热管理平台型公司，受益下游消费电子需求回暖和 AI 服务器散热需求爆发增长，拓展人形机器人灵巧手和散热方案打开更大成长空间。我们预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 3.86/5.87/8.70 亿元，对应 PE 54/35/24 倍，一年期合理估值为 40.35-45.39 元（对应 2026 年 PE 40-45x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

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；原材料价格波动的风险。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,346	5,031	6,559	8,071	9,937
(+/-%)	5.4%	15.8%	30.4%	23.0%	23.1%
归母净利润(百万元)	103	189	386	587	870
(+/-%)	7.3%	83.0%	104.3%	52.1%	48.2%
每股收益(元)	0.18	0.33	0.66	1.01	1.50
EBIT Margin	3.9%	5.6%	7.5%	8.9%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	2.8%	4.8%	9.3%	12.8%	16.8%
市盈率 (PE)	198.6	108.9	53.5	35.2	23.7
EV/EBITDA	69.2	51.7	35.1	26.1	20.1
市净率 (PB)	5.50	5.28	4.95	4.51	3.98

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·财报点评

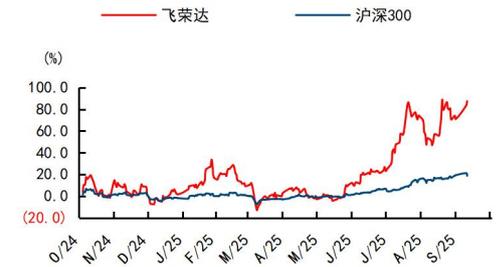
#### 电子·消费电子

证券分析师：吴双 0755-81981362  
wushuang2@guosen.com.cn S0980519120001  
证券分析师：胡剑 021-60893306  
hujian1@guosen.com.cn S0980521080001  
联系人：张宇翔 0755-81981897  
zhangyuxiang@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	40.35 - 45.39 元
收盘价	35.46 元
总市值/流通市值	20633/14021 百万元
52 周最高价/最低价	38.00/15.59 元
近 3 个月日均成交额	1168.98 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

<b>国内领先的热管理解决方案平台型企业</b> .....	<b>5</b>
公司简介：国内领先的散热及电磁屏蔽解决方案提供商 .....	5
财务情况：营收提速，利润加速释放 .....	10
股权结构：股权结构稳定，激励机制完善 .....	12
<b>AI 液冷：服务器散热技术领先，深度受益数据中心液冷产业爆发</b> .....	<b>13</b>
通信领域：AI 基建带动交换机和服务器需求爆发增长 .....	13
<b>人形机器人：领先布局机器人散热，控股收购灵巧手领先企业</b> .....	<b>17</b>
<b>消费电子量价齐升，新能源产品结构优化</b> .....	<b>19</b>
消费电子领域：受益 3C 硬件创新周期量价齐升 .....	19
新能源领域：新能源汽车、充电桩、光伏储能打开成长空间 .....	21
<b>盈利预测</b> .....	<b>23</b>
假设前提 .....	23
未来 3 年业绩预测 .....	24
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>25</b>
绝对估值 .....	25
相对估值 .....	26
投资建议 .....	27
风险提示 .....	28
<b>财务预测与估值</b> .....	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	5
图 2: 散热材料、器件及模组业务情况 .....	6
图 3: 电测屏蔽材料及器件业务情况 .....	7
图 4: 轻量化产品、整机及模组具体情况 .....	8
图 5: 飞荣达 2025 年上半年营业收入同比增长 27.42% .....	10
图 6: 飞荣达 2025 年上半年归母净利润同比增长 118.54% .....	10
图 7: 飞荣达盈利能力自 2022 年后企稳回升 .....	11
图 8: 飞荣达整体费用率稳中有降 .....	11
图 9: 飞荣达持续增加研发投入 .....	11
图 10: 飞荣达整体 ROE 情况 .....	11
图 11: 飞荣达实控人持股情况 (20250630) .....	12
图 12: 飞荣达产品在服务器上的应用 .....	13
图 13: AI 基建带动交换机市场快速增长 .....	14
图 14: 2023-2028 年全球服务器市场规模情况 .....	14
图 15: 随机架功率密度提升, 液冷散热的方式更具高效性 .....	14
图 16: 数据中心制冷技术对应 PUE 范围 .....	15
图 17: 液冷同比风冷散热能力 (2MW 机房) .....	15
图 18: 2024-2029 年中国液冷服务器市场规模及预测 .....	16
图 19: 2025-2032 全球数据中心液冷市场规模及预测 .....	16
图 20: 2025 年 6 月果力智能推出泉尧灵巧手 .....	17
图 21: 泉尧灵巧手产品情况 .....	17
图 22: 飞荣达人形机器人领域布局情况 .....	18
图 23: 飞荣达产品在智能手机上应用 .....	19
图 24: 飞荣达产品在笔记本电脑上应用 .....	19
图 25: 华为 Mate60 机型用微泵液冷手机壳 .....	20
图 26: OPPO K13 Turbo Pro 机型搭载风扇散热 .....	20
图 27: 全球 GenAI 智能手机出货量及增速 .....	20
图 28: 2025 年 AI PC 将占全球总出货量的 35% .....	20
图 29: 飞荣达产品在新能源汽车上应用 .....	21
图 30: 飞荣达产品在光伏逆变器上应用 .....	21
图 31: 2015-2024 年中国新能源汽车销量及增长率 .....	22
图 32: 2024-2033 年全球 PV 逆变器市场规模情况 .....	22

表1: 飞荣达 2025 年限制性股权激励计划业绩考核目标 .....	13
表2: 飞荣达服务器散热相关核心技术情况 .....	16
表3: 飞荣达业绩拆分 .....	23
表4: 未来三年盈利预测 .....	24
表5: 绝对估值法资本成本假设 (20251010) .....	25
表6: FCFE 估值表 .....	26
表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	26
表8: 可比公司估值表 (截止 2025 年 10 月 10 日) .....	27

## 国内领先的热管理解决方案平台型企业

### 公司简介：国内领先的散热及电磁屏蔽解决方案提供商

公司是国内领先的散热及电磁屏蔽解决方案提供商。公司 1993 年创立于深圳，主要产品为电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件和轻量化复合材料等，广泛应用于通信、消费电子和新能源领域，现已成为电磁屏蔽、导热应用等解决方案领域的领先企业。技术研发和产品能力获得市场认可，先后获得“2020 粤港澳大湾区企业创新力榜单——创新成就奖”、“战略性新兴产业领航企业 50 强”等行业荣誉。2017 年，公司于深交所创业板上市。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司客户覆盖国内外各领域龙头企业，拥有全球交付和服务能力。**公司凭借优良的产品技术和多年来行业持续深耕，积累了丰富的行业头部客户。终端类客户包括华为、微软、联想、三星、荣耀、小米、HP、De ll 等；数据中心和通信类客户包括华为、中兴、思科、浪潮、纬创、仁宝等；新能源车、光伏以及储能等领域类客户包括比亚迪、广汽、北汽、宁德时代、LG 新能源、固德威等。公司于深圳、常州、东莞、佛山、昆山、珠海、越南等地拥有制造基地，并在北京、上海、美国圣何塞、芬兰赫尔辛基、日本和韩国等地设立销售网点，为客户提供本地化、高质量服务。

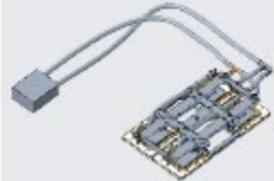
**公司是华为重要合作伙伴，合作范围覆盖全面。**公司自 1997 年开始和华为合作，合作范围包括手机、笔记本、服务器、通信设备、新能源汽车、储能等领域，主要为华为提供电磁屏蔽方案及相关产品和散热解决方案及相关产品，是华为的重要合作伙伴。据公司招股说明书，2013-2016H1 华为均为公司第一大客户，收入占比分别达 17.74%/19.90%/27.62%/22.71%。

**公司主要业务为散热、电磁屏蔽及轻量化产品。**公司产品可以分为热管理材料及器件、电磁屏蔽材料及器件、轻量化材料及器件、基站天线及器件、防护功能器

件、功能组件，2024年上述六项业务占主营收入比例分别为37.05%/26.04%/14.36%/6.14%/10.94%/1.94%。

1) 热管理材料及器件包括导热界面器件、石墨片、导热石墨膜、散热模组、风扇、VC均温板、热管、压铸件及液冷板等；

图2: 散热材料、器件及模组业务情况

类别	主要产品名称	主要功能	产品图片
散热器及模组	散热器（应用于通讯、服务器）	通讯和服务器类设备的整板、高功率、高热流密度的散热应用。公司已配合客户开发了3D VC/VCE等多款特种散热器。	
	服务器/数据中心液冷（应用于服务器、数据中心）	实现服务器、数据中心算力芯片液冷高效率、高可靠性散热，满足日益增长的算力需求，同时降低能耗。	
	储能液冷（应用于光伏储能）	包含 Pack 液冷箱体、DCDC 风液一体散热器、PCS 液冷散热器、超充液冷换热器、超充冷板/箱体等。	
	汽车电子液冷（应用于新能源汽车）	包含动力电池液冷板、电驱电控水冷却器、自动驾驶域控制器液冷等。	
散热器件及模组	热管/VC（应用于通讯、服务器、3C）	依靠自身内部工作液体相变来实现传热的传热元件。热量由高温一端传至低温端，以达到给电子元器件均温或者降温的效果。	
	微泵液冷（应用于手机、平板、笔电）	是一种主动式超薄液冷模组，具有厚度薄、重量轻、无噪音、散热效率高的优势。	
	常规风扇/微型风扇（应用于3C、通讯、服务器、新能源车）	分为轴流风扇和离心风扇，通过空气的对流帮助散热和降温；微型风扇具有体积小、重量轻、功耗低的优势，用于空间有限的电子设备内部风冷散热。	
导热材料	散热模组（应用于笔记本）	运用于系统/装置/设备等散热用途的模组单元，通常集铜管、风扇、散热翅片于一体。	
	导热界面材料（应用于3C、通讯、服务器、新能源车、光伏）	填充发热元件与散热元件之间的空气间隙，用于降低功率电子器件和散热片之间的热阻，提高导热效率，产品导热系数 1W/m.k-13W/m.k。	

相变储能材料（应用于 3C、医疗）

特定温度下发生物理相变，“削峰平谷”控制温度，防止“热失控”。用于间歇性发热设备，如智能手机、充电器、B 超探头、美容仪等，可增强产品使用的安全性或者提高产品使用的舒适性。

石墨片（应用于 3C、汽车电子）

高导热系数，适应任何表面均匀导热，保护敏感电子部件在安全温度下持续工作。

石墨衬垫（应用于无人机）

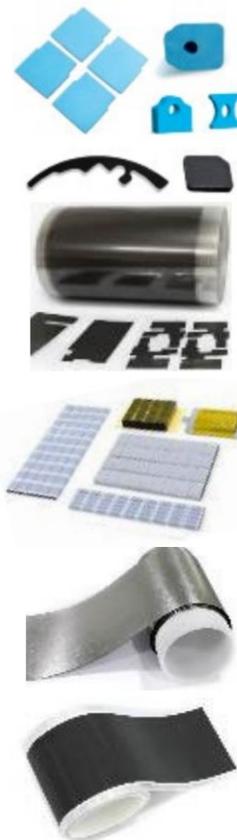
由高导热石墨片包覆泡棉组成，具有优异的传热功能，耐摩擦，用于多次压合（开关）、插拔器件的散热。

石墨烯膜（应用于 3C）

拥有优异均热性能，抗弯折性能，厚度定制性优于石墨片，常用于中高端手机和折叠屏电子产品。

氮化硼绝缘均热膜（应用于 3C）

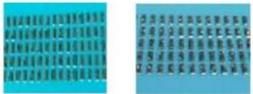
基于二维氮化硼的复合散热膜，具有透电磁波、高导热、高柔性、高绝缘、低介电常数等优异特性。用于电子产品特定场景中的散热。导热系数 40W/m·K、60W/m·K、80W/m·K。

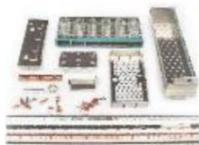


资料来源：公司年报、公司官网，国信证券经济研究所整理

## 2) 电磁屏蔽材料及器件包括导电布衬垫、导电硅胶、导电塑料器件、金属屏蔽器件、吸波器件及软连接等；

图3：电测屏蔽材料及器件业务情况

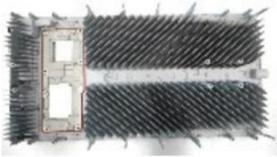
类别	主要产品名称	主要功能	产品图片
电磁屏蔽材料及器件	纳米晶/磁性器件（应用于电源、新能源车、光伏储能、3C）	纳米晶电感和互感器广泛应用于工业电源、智能电表、新能源汽车和光伏等领域，纳米晶带材也应用于超薄无线充电模组。	
	滤波器（应用于电源、牵扯电子）	纳米晶磁芯可实现小尺寸、轻量化和高密度设计，可以做到 13g 满足 250A 的大电流抗饱和和滤波要求。	
	导电拉伸屏蔽膜（应用于 3C）	通过热压及抽真空方式贴合组装使用，可以在一定的拉伸程度下，保持良好的导电性能。一片屏蔽膜可对多个信号元件同时进行包覆，进行隔离信号，能达到金属屏蔽罩同等级别的屏蔽效能。	
	镀金/镀锡 PI 衬垫（应用于 3C）	是一种高端导电屏蔽衬垫，常用于 5G 手机、数据通信终端、音频设备等，降低信号干扰。	

导电布衬垫/导电泡棉（应用于汽车电子/服务器/3C）	适用于低压缩力缝隙填充和电连接,防止电磁波泄露或者元器件之间相互干扰,应用场景包括 IT 设备机箱、笔记本电脑、智能手机等消费电子产品。	
吸波材料（应用于 3C/通讯）	用于电子设备中电磁波的吸收衰减,能达到消除电磁干扰的目的。常用于通信终端、智能手机、笔记本电脑等。	
导电橡胶（应用于通讯/光伏储能/新能源车）	具有优异的导电屏蔽性能和环境密封功能的产品。常用于设备壳体屏蔽密封,如无线通讯,医疗器械,汽车零部件,光伏和储能等领域。	
金属屏蔽件（应用于 3C/通讯/服务器/汽车电子）	金属屏蔽产品包括屏蔽簧片和屏蔽罩。屏蔽簧片用于需要高可靠性、耐插拔的缝隙屏蔽;屏蔽罩一般用于板级电子元器件或者模块的屏蔽。	

资料来源：公司年报、公司官网，国信证券经济研究所整理

- 3) 轻量化材料及器件包括压铸件（端板）、复合材料盖板；
- 4) 基站天线及相关器件包括基站天线、一体化天线振子、天线罩、精密注塑等；
- 5) 防护功能器件包括单双面胶、保护膜、绝缘片、防尘网等；
- 6) 功能组件及其他包括充电组件、电控组件、储能组件等。

图4：轻量化产品、整机及模组具体情况

类别	主要产品名称	产品介绍	产品图片
轻量化产品	HP-RTM 电池包上盖（应用于新能源车）	采用环氧树脂加玻纤高压成型的轻量化复合材料,用在动力电池包上可以实现轻量化。平整度高,配合密封圈易于实现 IP68 防尘防水。	
	轻量化压铸（应用于通讯、新能源车）	高性能合金开发、半固态压铸、搅拌摩擦焊等优势,拓展了铝合金铸件轻量化设计的可能性,并在客户通讯铸件中实现了散热齿顶端壁厚 0.8mm。	
	光伏逆变器外壳（应用于光伏逆变器）	采用铝合金深拉伸工艺制成的逆变器外壳,具有一体成型和轻量化的特点。	

	<p>基站天线（应用于通讯）</p>	<p>通信基站上配置的天线，主要功能就是提供无线覆盖，实现终端与基站之间的无线信号传输。</p>	
<p>整机及模组</p>	<p>充电器（应用于 3C）</p>	<p>基于第三代半导体—GaN 芯片的大功率充电器，体积小、充电效率高。</p>	
	<p>电源/模块（应用于 3C、机器人、服务器、医疗）</p>	<p>针对机器人、电摩等行业产品功能和规格迭代，对配套电源提出了新需求的机会。主打高功率，高密度，高可靠性的电源模块，功率从 200W-2000W。</p>	

资料来源：公司年报、公司官网，国信证券经济研究所整理

## 财务情况：营收提速，利润加速释放

公司营收保持稳健增长，利润自 2024 年加速释放。2019-2024 年公司收入从 26.15 亿元增长至 50.31 亿元，CAGR 达 13.98%，2025 年上半年收入 28.83 亿元，同比增长 27.42%。公司净利润 2019-2021 年下滑，从 2022 年起重回正增长，2025 年上半年归母净利润 1.66 亿元，同比增长 118.54%。2020-2021 年公司业绩下滑主要受多重原因影响：（1）2020 年到 2021 年公司主要原材料铜、铝等金属材料受大宗商品价格涨价影响涨幅明显，对公司经营成本带来压力；（2）受中美贸易冲突及芯片供应紧缺等影响，公司手机等消费电子终端业务有所下滑，2020-2021 年 5G 通信的建设进度也未达预期，导致相关业务收入增长未达预期；（3）2021 年公司常州江苏高导材料科技园区的部分厂房、产线陆续建成并逐步开始投产，相关固定资产的折旧费用增加，同时公司为保障其生产经营加强人力资源储备，导致江苏园区新增人工和折旧费用较高。2022 年后针对上述情况，公司提升内部成本管理，与客户就原材料价格上涨进行产品调价，积极开拓新客户及下游市场，消费电子级通信等市场需求也逐步回升，公司经营从 2022 年起逐步恢复正增长。

2024 年公司实现营收 50.31 亿元，同比增长 15.76%，归母净利润 1.89 亿元，同比增长 83.01%，主要原因系手机及笔记本电脑等终端产品市场份额及盈利能力持续提升、通信业务整体稳定及盈利能力同比提升、新能源车业务订单项目订单持续释放。2025 年上半年度公司实现营收 28.83 亿元，同比增长 27.42%，归母净利润 1.66 亿元，同比增长 118.54%。2025 年上半年度公司业绩实现加速增长，主要增长驱动因素来自于：（1）消费电子市场回暖及需求增长，公司重要客户业务回归，公司市场份额稳健增长；（2）通信业务开展顺利带动收入及盈利能力提升，AI 服务器散热业务和部分重要客户的合作稳步推进，相关营收显著增长；（3）新能源车业务定点项目订单持续释放带来收入增加，同时通过调整产品结构提升毛利水平。

2024 年及 2025 年上半年利润增速高于收入增速，主要系公司收入恢复高增的同时，毛利率企稳回升叠加费用率下行，毛利率恢复受益于产品结构优化、与客户调价减少原材料成本影响和产能利用率提升带来的规模效应。

图5：飞荣达 2025 年上半年营业收入同比增长 27.42%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：飞荣达 2025 年上半年归母净利润同比增长 118.54%

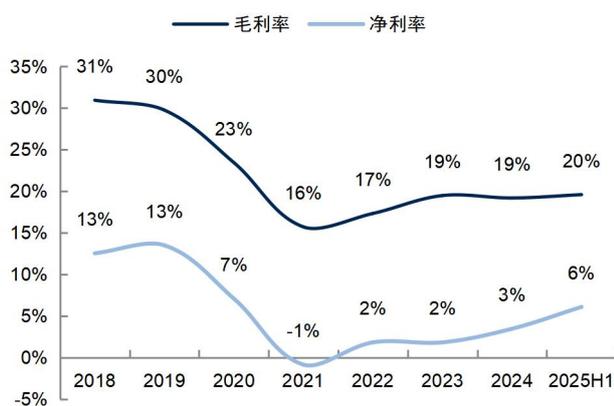


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司盈利能力自 2022 年后企稳回升，期间费用率整体稳步下行。2021 年公司毛利率与净利率下滑较多主要受收入增速放缓、原材料成本上升、下游需求波动、新厂房增加人工与折旧等因素相关。随着公司针对上述情况做出经营优化，公司收入重回较快速增长、与客户调价降低原材料成本影响、厂房投产后产能利用率

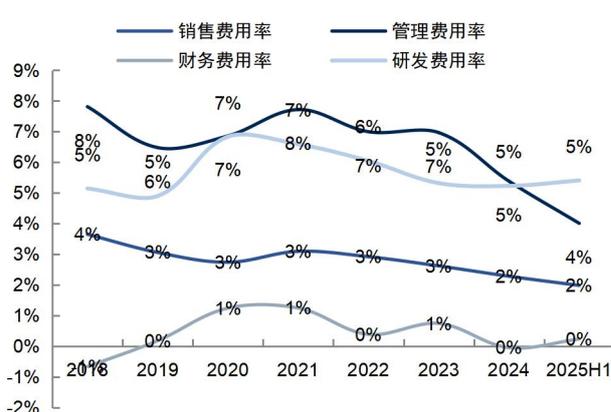
提升带来规模效应，公司整体盈利能力开始修复。2021-2024 年公司整体毛利率从 15.70% 逐年回升至 19.18%，2025 年上半年毛利率进一步提升至 19.58%；2021-2024 年公司净利率从 -0.87% 逐年回升至 3.44%，2025 年上半年净利率进一步提升至 6.07%。公司整体期间费用率呈现稳中有降趋势，从 2021 年的 18.66% 下降至 2024 年的 12.86%，2025 年上半年期间费用进一步下降至 11.64%，主要系销售费用率、管理费用率和研发费用率均有不同程度下降。费用率下降主要原因为 2021-2022 年建设常州厂房和保障生产经营前置进行人员投入，产能投放后人员增长趋缓带动相关费用率下降。

图7：飞荣达盈利能力自 2022 年后企稳回升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：飞荣达整体费用率稳中有降



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

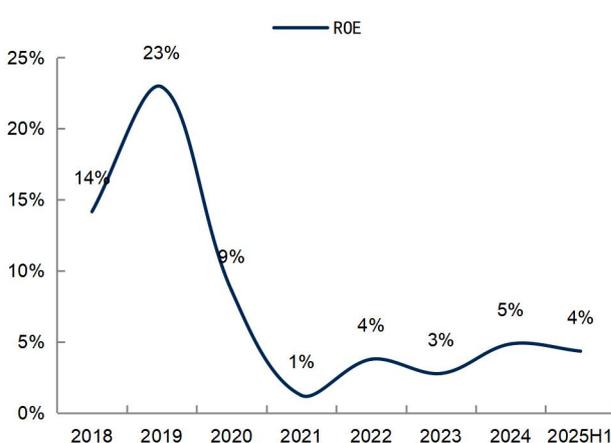
公司研发投入持续增加，ROE 近年来呈现企稳回升趋势。公司的研发投入绝对值整体呈上升趋势，研发费用率整体保持在 5% 以上，研发费用从 2018 年的 0.68 亿元增长至 2024 年的 2.63 亿元。公司 ROE 从 2021 年触底后，2022-2024 年整体维持在 3%-5% 的水平。

图9：飞荣达持续增加研发投入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：飞荣达整体 ROE 情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

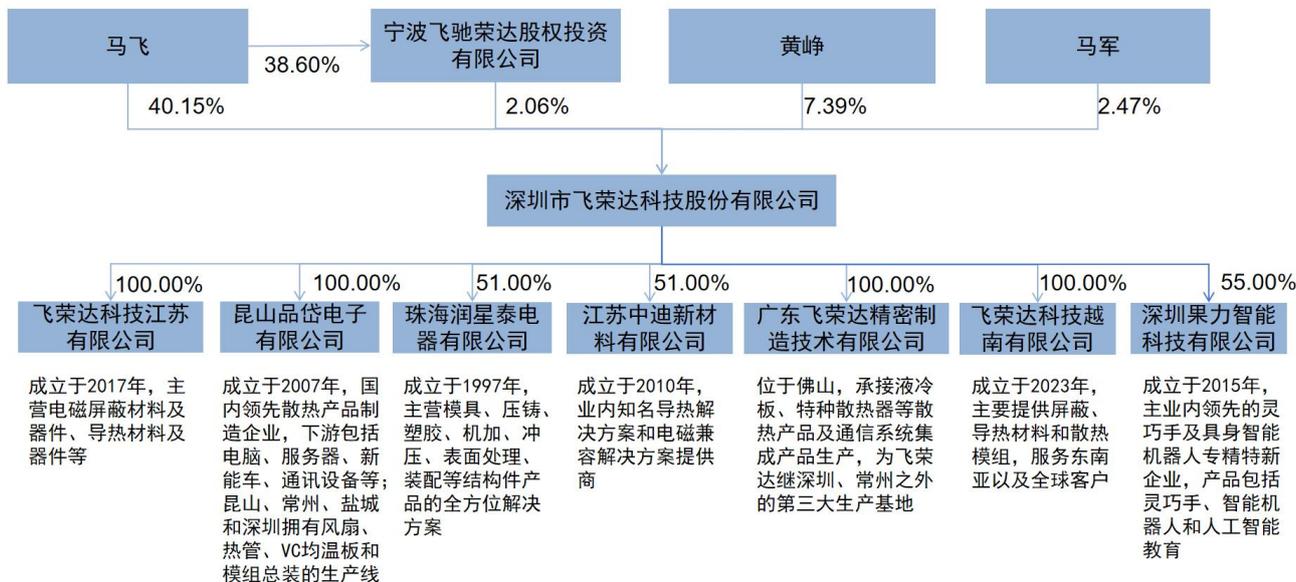
## 股权结构：股权结构稳定，激励机制完善

**公司股权结构稳定。**公司实际控制人为董事长马飞，直接持有公司 40.15% 股权，并通过宁波飞驰荣达股权投资有限公司间接持有公司股权 0.80%，一致行动人为宁波飞驰、黄峥和副总经理马军，分别持有公司股权比例为 2.06%、7.39% 和 2.47%。马飞及一致行动人合计持股比例达 52.07%。

**收并购完善公司产品链条，增强公司解决方案综合能力。**昆山品岱电子有限公司是业内领先的散热解决方案供应商，主要产品为散热模组、散热器及热管、风扇等，下游包括笔记本电脑、服务器、通信设备等领域。其超薄风扇设计生产技术国内行业领先；特种散热器的研发、设计及生产技术获得多家主流通讯设备厂商的认可。2019 年公司通过收购及增资取得昆山品岱 55% 股权，2022 年完成全部收购，昆山品岱成为公司全资子公司，增强公司热管理解决方案的综合能力。江苏中迪新材料有限公司是业内知名的导热解决方案提供商，产品包括导热垫、导热绝缘片、导热凝胶等导热产品，且是国内知名新能源汽车及电池 PACK 企业的合格供应商。公司于 2019 年收购中迪新材料 36% 股权，持股比例达 51%，使其成为控股子公司。深圳果力智能是业内领先的灵巧手机具身智能专精特新企业，公司于 2025 年上半年收购其 55% 股权完成控股，双方将在人形机器人联合研发、全球化量产制造和应用场景深度协同，共同发展。

**布局海外产能，拓展国际市场。**2023 年，公司成立飞荣达科技越南有限公司，并在越南的生产基地进行海外客户认证及产能建设，以满足客户不断增长的海外生产需求。2025 年，公司越南北宁厂已顺利完成海外客户认证并投产，泰国工厂投资可行性评估及规划工作有序推进。

图11：飞荣达实控人持股情况（20250630）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司激励机制完善，发布新一期股权激励彰显发展信心。**2025 年 5 月 20 日，公司发布第三次股权激励草案，计划拟向激励对象授予权益为 1160.00 万股，约占

激励计划草案公告时公司股本总额的 2.00%，覆盖高管、中层管理人员、核心骨干人员合计 315 人，激励方案业绩考核目标位以 2024 年归母净利润为基数，2025/2026/2027 年净利润增长率分别不低于 25%/35%/50% (对应净利润分别为 2.36/2.55/2.84 亿元)。

表1: 飞荣达 2025 年限制性股权激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个归属期	以 2024 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 25%；
第二个归属期	以 2024 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 35%；
第三个归属期	以 2024 年净利润为基数，2027 年净利润增长率不低于 50%。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## AI 液冷：服务器散热技术领先，深度受益数据中心液冷产业爆发

### 通信领域：AI 基建带动交换机和服务器需求爆发增长

通信领域是电磁屏蔽材料及散热材料最重要的使用领域之一。通信领域对电磁屏蔽及导热器件的需求主要是通讯基站、交换机和服务器。以服务器的应用为例，公司可提供热管理类产品如热界面材料（TIM）、轴流风扇、风冷模组以及液冷模组等，电磁屏蔽类产品如波导通风板、金属屏蔽产品、导电布衬垫等。

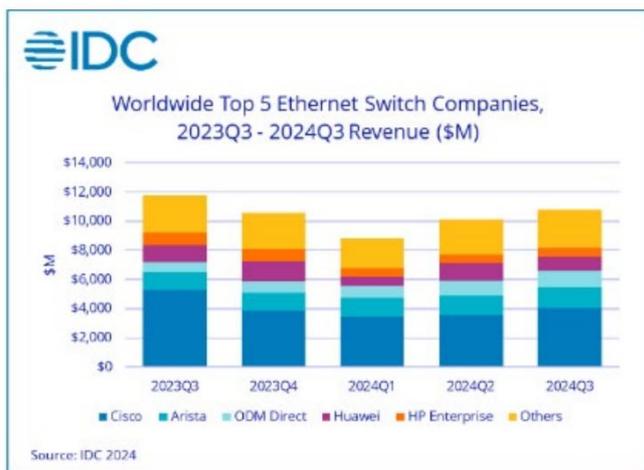
图12: 飞荣达产品在服务器上的应用



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

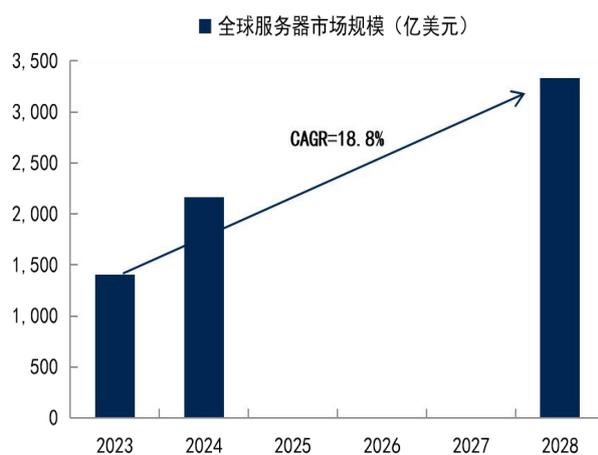
**AI 基建爆发带动交换机和服务器快速增长，同步带动散热及电磁屏蔽材料需求。**据 IDC 数据，2024Q3，以太网交换机市场在数据中心领域增长明显加速，数据中心部分市场收入同比增长 18.0%，环比增长 6.2%。其中 200/400GbE 交换机的总收入同比增长 126.3%，环比增长 23.8%。据 Gartner 数据，2024 年前三季度全球服务器销售额 1515.6 亿美元，同比增长 65.0%，出货量 887.1 万台，同比增长 6.4%，主要驱动因素为 AIGC 技术快速迭代带动 AI 算力基础设施投资持续增长。2024 全球服务器市场规模将达到 2164.0 亿美元，预计 2023 年-2028 年 CAGR 达 18.8%，2028 年市场规模将达 3328.7 亿美元，其中 AI 服务器市场份额将接近 7 成。

图13: AI 基建带动交换机市场快速增长



资料来源: IDC, 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 2023-2028 年全球服务器市场规模情况



资料来源: Gartner, 公司公告、国信证券经济研究所整理

**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应用趋势。**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，功耗提升也对机房制冷技术也提出了更高要求。随机架功率密度提升到 40KW 以上，传统的被动散热如热管、主动式散热风冷难以满足散热需求，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。

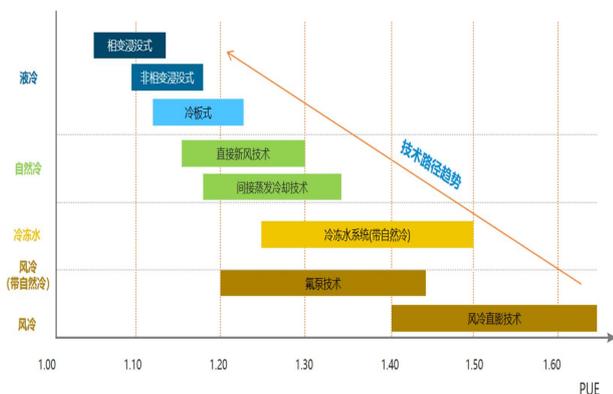
图15: 随机架功率密度提升，液冷散热的方式更具高效性



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

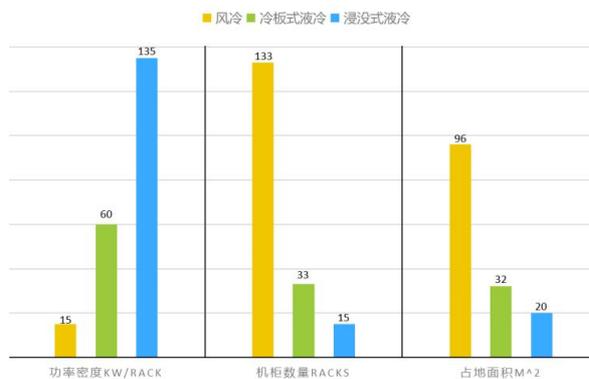
**液冷对比风冷在电能利用效率、散热能力维度均具有优势。**数据中心要求提升电能利用效率（PUE），2025年2月，工信部发布《关于组织开展算力强基揭榜行动的通知》，指出2026年将建设5个以上全国算力枢纽节点的人工智能算力中心；智算中心算力能效提升30%，用电成本降低5%以上；液冷整机柜100%采用液冷散热，制冷PUE低于1.15。液冷优势在于低PUE，其中冷板式液冷PUE<1.2，浸没式液冷PUE<1.1，风冷PUE>1.2，液冷更适配产业需求将加速发展。

图16：数据中心制冷技术对应 PUE 范围



资料来源：中兴通讯《中兴通讯液冷白皮书》、国信证券经济研究所整理

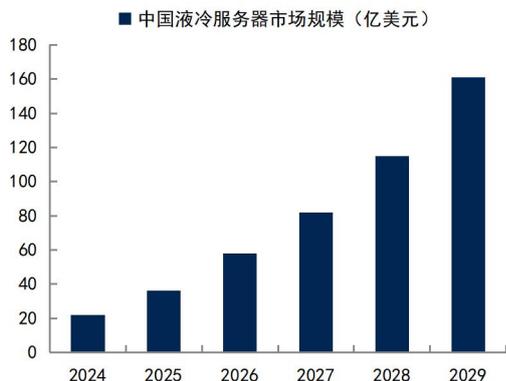
图17：液冷同比风冷散热能力（2MW 机房）



资料来源：中兴通讯《中兴通讯液冷白皮书》、国信证券经济研究所整理

**液冷应用于算力中心温控成为产业趋势，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，2025-2032 年复合增速达 33.21%。

图18: 2024-2029 年中国液冷服务器市场规模及预测



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图19: 2025-2032 全球数据中心液冷市场规模及预测



资料来源: Markets and Markets、国信证券经济研究所整理

**公司 AI 服务器散热绑定头部客户同步迭代。**公司凭借多年散热领域技术积累与战略布局,积极配合客户不断迭代产品,与行业头部客户形成紧密合作关系。数据中心与服务器客户已覆盖华为、中兴、思科、浪潮、大唐移动、宝德、烽火超微、新华三、超聚变、联想、纬创、纬颖、仁宝、华硕、东方通信、神州鲲泰等。

**公司重视 AI 服务器散热研发,已获得批量订单并实现量产交付。**公司重视 AI 服务器散热领域产品研发,在单相液冷模组、两相液冷模组、3D-VC 散热模组、轴流风扇及特种散热器的基础上持续进行新技术及新产品储备,在热虹吸散热器热性能研究、高性能液冷散热模组研发、高性能 3D VC 散热模组产品研发等核心技术方面均取得重要成果。据公司 2025 年半年度报告,目前公司 AI 服务器相关业务已获批量订单并实现量产交付。

表2: 飞荣达服务器散热相关核心技术情况

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标	对公司发展影响
热虹吸散热器热性能研究	热虹吸散热器虽然能够在散热效率以及环保方面做到领先于常规液冷,但是目前该形式的散热器工艺未经过大量终端市场验证,故投入研究是为了面对未来市场需求做技术基础。	已完成	实现高能低噪,可解决大功率芯片散热	国内液冷市场集中,多家公司竞争并存, AI 服务器占比提升,液冷方案更具性价比。本项目热虹吸散热器的焊接技术,是液冷解决方案的核心技术,提高液冷产品的长期可靠性,减少泄露风险,提升 FRD 液冷产品的核心竞争力。
高性能 3D VC 散热模组产品研发	研发一种高性能液冷散热模组,基于钎焊工艺制作高性能液冷散热模组,应用于新能源汽车、储能机箱及服务器液冷。气密性满足氮检 $2.0e-8Pa \cdot m^3/S$ ,可靠性符合工程需求。	按照计划推进中	实现国内外销售	目前国内外市场对液冷散热模组需求的增多,为加强公司在市场中的竞争力,承接不同客户新增的订单需求。同时,液冷散热模组作为行业风向标,开发此类项目可以为公司储备更多优秀技术人才,以应对市场的挑战。
高性能 3D VC 散热模组产品研发	以典型外形尺寸 123mm(长)*102mm(宽)*61.5mm(高)的 3DVC 设计开发为切入点,通过对壳体导热选型、内置毛细结构设计、均温板/齿片 PCI/鳍片钎焊和测试等技术系统研究,掌握 3DVC 设计制造的全套技术,形成自主知识产权,批量生产高性能服务器用 3D VC 产品,满足热效能 $\Delta T \leq 5^\circ C$ ,可靠性符合工程应用场景需求。	按照计划推进中	实现国内外销售	在 3DVC 产生之前,主要是用过热管将热量从 BASE 快速传导至每一片散热器片上。从 BASE(可能是铜板或铝板或均温板)到热管之间,依然存在接触热阻以及铜材料本身的热阻;在不引入外部运动部件强化散热的情况下,3DVC 通过三维结构的热扩散,更高效地将芯片热量传递至齿片远端散热,具有“高效散热、均匀温度分布、减少热点”等散热优势,可满足大功率器件解热、高热流密度区域均温的瓶颈需求,同时通过技术创新,为 AI 服务器和 5G 基站提供热管理产品和服务,大幅提升本公司的产品竞争力,具有十分重要的意义。

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

## 人形机器人：领先布局机器人散热，控股收购灵巧手领先企业

投资控股灵巧手领先企业果力智能，拓展人形机器人领域布局。2025年上半年，公司对深圳果力智能科技有限公司进行战略投资，果力智能成为飞荣达控股子公司。果力智能是业内领先的灵巧手及具身智能机器人专精特新企业，专注深度仿生的具身智能灵巧操作技术，在刚-柔-软耦合多指灵巧手、柔软智能机器人、深度仿生灵巧手建模、触觉-本体-柔软智能多模态感知、大脑-小脑-本体协同灵巧操作算法等方面积累了大量核心技术和成果。战略投资果力智能后，双方将在联合研发、全球化量产制造和应用场景等方面开展全方位深度协同，优势互补。

2025年6月，果力智能推出泉尧灵巧手产品。该产品灵巧性高拥有28自由度，可实现40+灵巧操作，采用刚-柔-软耦合的拓扑优化设计，拥有业内独创的柔软智能单元，具备触觉、本体与柔软智能多模态感知能力。基于强化学习及扩散模型，通过构建大脑-小脑-本体协同灵巧操作系统，实现仿人灵巧操作能力，可广泛应用于工业制造、商用服务、特种环境及家庭消费等场景。

图20：2025年6月果力智能推出泉尧灵巧手



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图21：泉尧灵巧手产品情况

### 产品介绍

泉尧灵巧手是一款刚柔并济的高灵巧性五指灵巧手，具有28个自由度，采用了刚-柔-软耦合的拓扑优化设计，拥有业内独创的柔软智能单元，具备触觉、本体与柔软智能多模态感知能力。基于强化学习及扩散模型，融合多指多关节协同控制算法和本体感驱控一体化设计，构建大脑-小脑-本体协同灵巧操作系统，实现仿人灵巧操作能力，可广泛应用于工业制造、商用服务、特种环境及家庭消费等场景。

### 产品参数

产品型号：GS-13A28D-S01

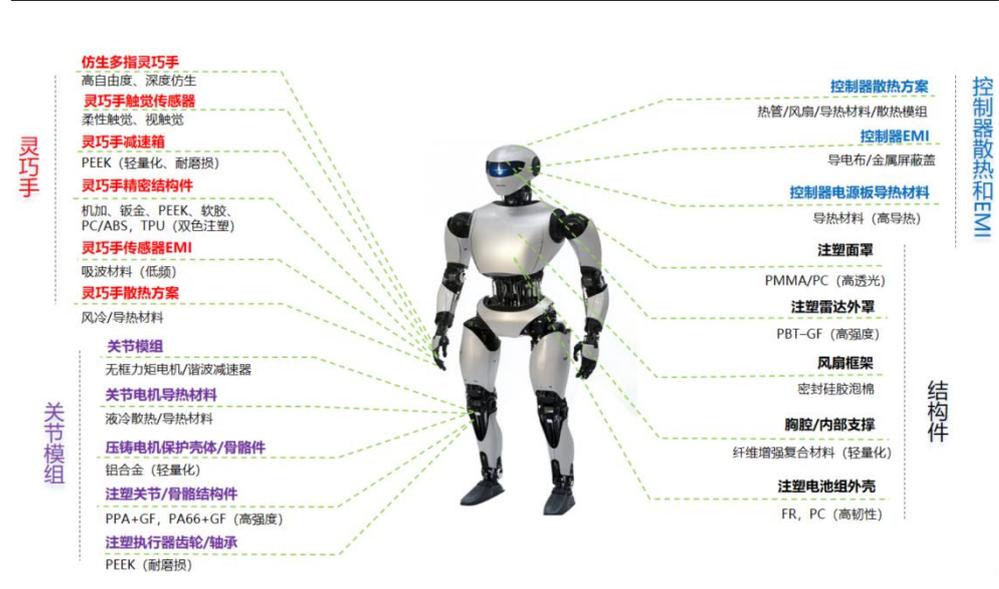
基础参数		负载性能	
自由度	28	最大抓取重量(掌面向左)	5 kg
驱动方式	高能量密度无刷空心杯电机	最大抓取重量(掌面向上)	25 kg
本体构型	刚-柔-软耦合；模块化指尖	整手最大握力	50 N
电气性能		运动性能	
工作电压	DC 24V-60V	开合时间	0.7 s
静态电流	0.7A@24V	大拇指对指	食指、中指、无名指、小拇指
最大电流	5A@24V	感知能力	
通讯接口	RS485/CAN/EtherCAT	触觉阵列数量	6个,分布与指尖及手掌
		异常检测	过流检测、堵转检测、高温检测、干涉检测
软件支持			
SDK语言	Python / C++		
软件功能	位置、速度、电流控制；动作序列；GUI控制；手势控制；触觉力控；虚拟仿真；灵巧操作算法包；		
系统支持	Windows / Linux / ROS		
可靠性			
空载抓握寿命	100万次		
工作温度范围	-20° - 60°		

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

人形机器人领域公司布局全面，覆盖范围包含核心模块及系统级解决方案。公司产品线已全面覆盖人形机器人多个关键子系统，围绕人形机器人核心模块（灵巧手、关节、控制、结构），公司形成了较为完整的产品矩阵，可提供系统级解决方案。

散热及电磁技术领域技术复用于人形机器人，主要应用于人灵巧手、关节模组及控制板。公司基于在散热、电磁屏蔽方面的核心能力和丰富的技术积累，如散热领域的导热材料、热管/VC/风扇、风冷/液冷模组等产品以及电磁屏蔽领域的导电布、磁屏蔽、金属屏蔽产品等方案，开发出专门应用于机器人灵巧手、关节模组、控制板等部位的散热与电磁屏蔽解决方案。灵巧手相关产品有：空心杯电机导热材料、驱动板导热材料及模组、传感器低频磁屏蔽；关节模组相关产品有：高速悬浮泵液冷模组、电机导热界面材料；主控板和电源板相关产品有：风扇模组、导热界面材料，导电布与屏蔽罩。

图22：飞莱达人形机器人领域布局情况



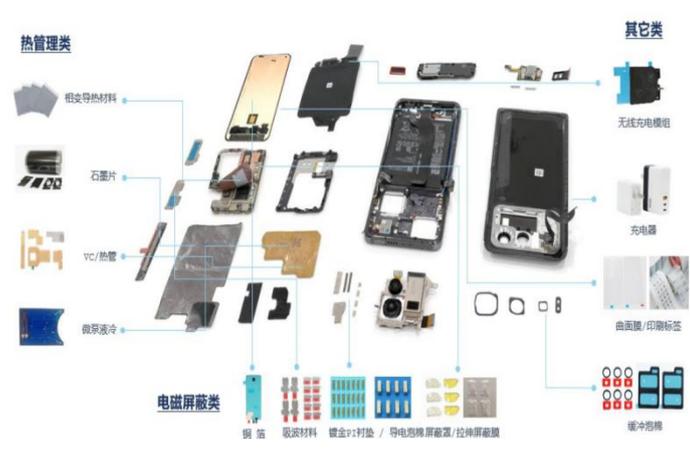
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 消费电子量价齐升，新能源产品结构优化

### 消费电子领域：受益 3C 硬件创新周期量价齐升

公司在消费电子领域布局全面，客户覆盖国内外头部企业。消费电子下游应用领域主要有手机、笔记本电脑以及 VR 设备等，公司热管理、电磁屏蔽等产品均有应用。智能手机的应用，公司可提供热管理类产品如相变导热材料、石墨片、均热板（VC）/热管以及微泵液冷等，电磁屏蔽类产品如铜箔、吸波材料、导电泡棉、屏蔽罩以及拉伸屏蔽膜等。笔记本电脑的应用，公司可提供热管理类产品如导热界面材料、风扇/热管/均热板（VC）以及散热模组等，电磁屏蔽类产品如导电布衬垫以及导电布胶带等。消费电子领域公司客户覆盖海内外头部企业，包括华为、微软、联想、三星、荣耀、小米、HP、Dell 等。

图23：飞荣达产品在智能手机上应用



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图24：飞荣达产品在笔记本电脑上应用



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

手机、笔记本电脑等领域受益 AI 与创新周期，产品性能提升带动电磁屏蔽、热管理需求升级。消费电子领域 5G 终端、AI 终端、折叠屏等新产品渗透率逐步提升，整体终端产品呈现性能要求提升和集成度提高的趋势。伴随 AI 大模型使用带动 CPU\GPU 性能提升、大内存普及、卫星通信功能以及更强大的游戏和视频功能等新应用需求，对于电磁屏蔽、热管理及防护功能器件的要求也随之提高，从而带动电磁屏蔽与散热方案及需求升级。

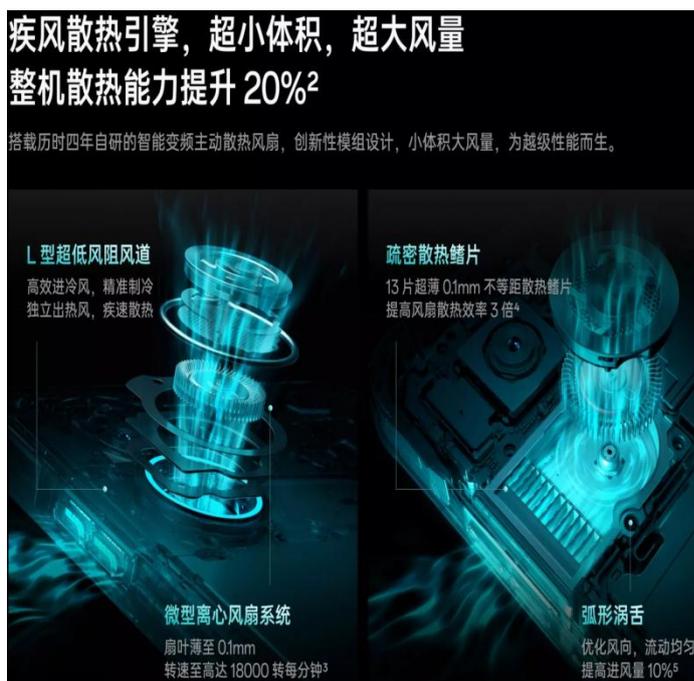
手机和电脑散热需求方案从原先的导热材料逐步往导热器件、风冷、液冷等解决方案进行升级。传统 4G 手机和平板电脑通常采用导热界面材料与石墨膜的组合为散热解决方案。5G 手机和高性能的笔记本电脑工作功率及散热要求更高，采用“导热界面材料+均温板/热管+石墨膜”的组合为解决方案。风冷和液冷作为散热效率更高的主动散热解决方案渗透率有望逐步提升。2023 年 9 月 8 日，华为在 Mate 60 系列发布会上正式推出微泵液冷壳，适配 Mate 60 Pro/Pro+机型，该技术通过微型水泵驱动冷却液循环，有效解决手机高负载发热问题。2025 年 7 月 21 日，OPPO K13 Turbo Pro 正式发布，该机型内置超薄变频主动散热风扇，搭配均热板和导热材料实现高性能散热。

图25: 华为 Mate60 机型用微泵液冷手机壳



资料来源：华为官网、国信证券经济研究所整理

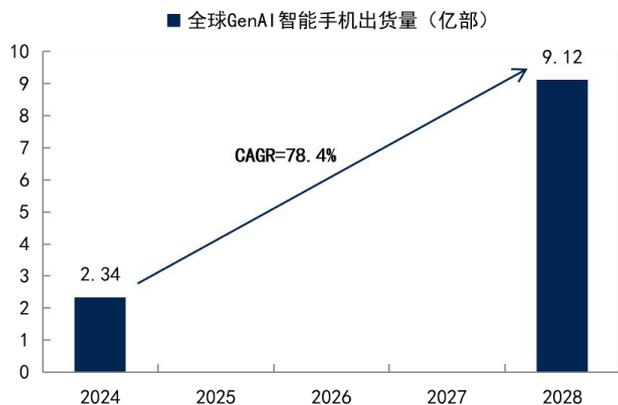
图26: OPPO K13 Turbo Pro 机型搭载风扇散热



资料来源：OPPO 官网、国信证券经济研究所整理

**消费电子市场需求回暖明显。**据 IDC 预测数据，2024 年全球 GenAI 智能手机的出货量达到 2.34 亿部，同比增长 363.6%，占整体智能手机市场比例达 19%；2028 年，GenAI 智能手机出货量将达 9.12 亿部，2024-2028 年的复合增长率达 78.4%。据 IDC 数据，2025 年第二季度，全球智能手机出货量达 2.95 亿部，同比增长 1.0%，实现连续第 8 个季度增长。据 Canalys 数据，2025 年全球 PC 市场将全面复苏，进入商用市场更新周期；AI PC 将成为 PC 市场重要组成部分，2025 年 AI PC 将占全球出货量的 35%。据 Counterpoint Research 数据，2025 年第二季度全球 PC 出货量同比增长 8.4%，主要受益于 Windows10 系统支持将于 10 月终止迫使用户更新设备、AIPC 需求拉动以及关税政策变动带来的下游备货。

图27: 全球 GenAI 智能手机出货量及增速



资料来源：IDC，公司公告、国信证券经济研究所整理

图28: 2025 年 AI PC 将占全球总出货量的 35%



资料来源：Canalys，公司公告、国信证券经济研究所整理

针对消费电子产业趋势公司持续推新，市占率及盈利能力有望持续提升。面对 AI 技术带动消费电子终端市场快速升级变化的产业趋势，公司推出柔性均热板（VC）/微泵液冷，微型风扇，新型电磁屏蔽材料和相变储能材料等新产品，配合客户研发满足客户需求。伴随下游消费电子市场需求回暖，公司重要客户手机业务的市场份额回归以及国产替代加速，AI PC 单机价值量及渗透率提升，公司市场份额及盈利能力将深度受益。

### 新能源领域：新能源汽车、充电桩、光伏储能打开成长空间

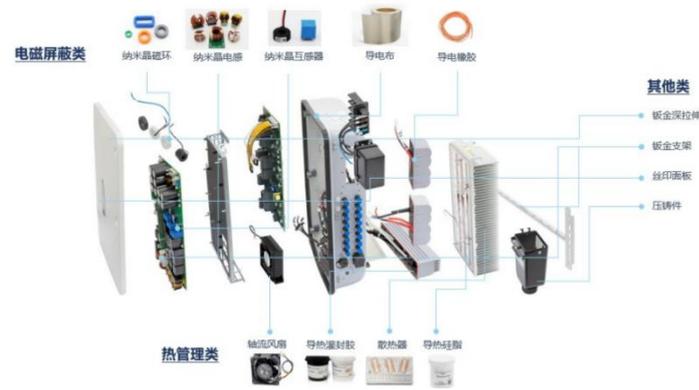
新能源领域下游需求来自新能源汽车、光伏储能及充电桩，公司绑定头部客户同步发展。新能源领域对电磁屏蔽及导热器件的需求主要是新能源汽车、光伏储能和充电桩。新能源汽车的应用，公司可提供热管理类产品如导热材料、风扇、IGBT 散热器、电控水冷壳体等，电磁屏蔽类产品如导电布、导电橡胶等，轻量化产品如压铸件等。公司新能源汽车类客户包括比亚迪、广汽、北汽、中车、中兴新能源汽车、一汽奔腾、一汽红旗、吉利、威迈斯、速腾聚创、宁德时代、欣旺达、国轩及孚能等；光伏及储能等新能源领域类客户包括华为、YG、古瑞瓦特、固德威、富兰瓦时、瑞浦兰钧等。

图29：飞荣达产品在新能源汽车上应用



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

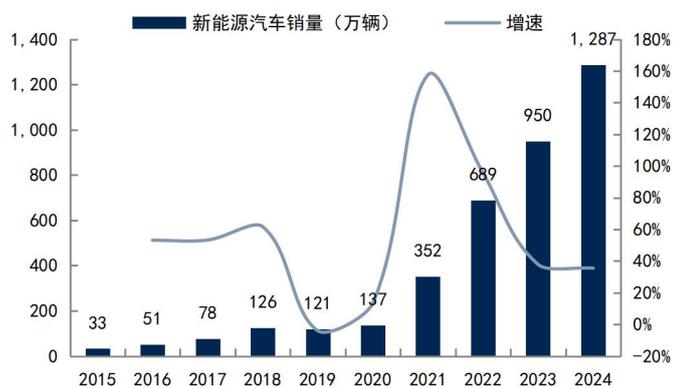
图30：飞荣达产品在光伏逆变器上应用



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

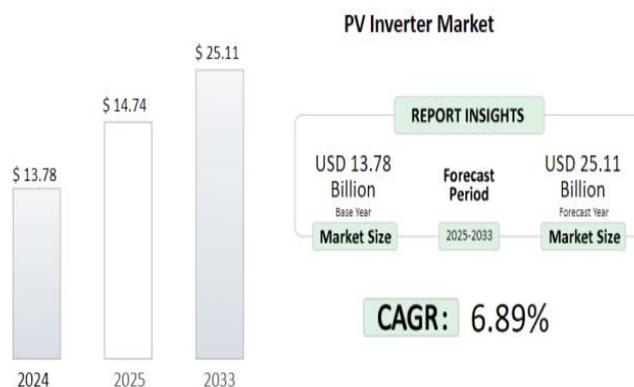
新能源下游各领域市场快速发展，打开电磁屏蔽和散热领域成长空间。新能源汽车快速增长带动电池和超充桩增长，散热是新能源电池增加续航的重要手段，对散热和电磁屏蔽材料提出需求。据中汽协的数据，2024 年，国内新能源汽车产销累计完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%，新能源车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%。据乘联会 2025 年 2 月中旬对 2025 年汽车行业年度预测，新能源乘用车销量预计将达到 1565 万台，同比增长 28%。随着光伏和储能市场的快速发展，大容量和高安全的光伏储能系统逐渐成为发展的重要方向，将直接拉动电磁屏蔽、热管理及防护功能器件的市场需求。据 globalgrowthinsights 数据，全球 PV 逆变器市场规模在 2024 年为 137.8 亿美元，预计 2025 年达 147.4 亿美元，2033 年将达 251 亿美元，2025-2033 年复合年增长率为 6.89%。

图31: 2015-2024 年中国新能源汽车销量及增长率



资料来源: 中国汽车工业协会, 公司公告、国信证券经济研究所整理

图32: 2024-2033 年全球 PV 逆变器市场规模情况



资料来源: globalgrowthinsights, 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**消费电子：**消费电子下游主要应用领域为手机、笔记本电脑、XR 及可穿戴设备等，受益于整体消费电子需求回暖以及 AI 等创新应用驱动，电磁屏蔽及散热方案需求也同步增加。受益于重要客户手机业务的回归以及国产化替代加快，AI PC 的单机价值量及市占率的提升，公司的市场份额及盈利能力得持续提升。我们假设 2025-2027 年该业务增速分别为 35%/25%/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 23.00%/24.00%/25.00%。

**通信：**通信下游主要应用领域为通信基站、交换机以及服务器等。AI 基建爆发带动交换机和服务器快速增长，同步带动散热及电磁屏蔽材料需求。公司 2025 年中报业绩预告中指出，AI 服务器散热相关业务与部分重要客户的合作有序推进中，营业收入显著增长。AI 服务器爆发增长带来的散热需求快速增加，公司有望深度受益。我们假设 2025-2027 年该业务增速分别为 33%/25%/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 20.00%/21.00%/22.00%。

**新能源：**新能源下游主要应用领域为新能源汽车、光伏储能以及充电桩。新能源下游各领域市场快速发展，打开电磁屏蔽和散热领域成长空间。公司新能源汽车业务受益于已定点的项目订单持续释放，光伏储能和充电桩业务公司持续开发新品带动相关收入增长。我们假设 2025-2027 年该业务增速分别为 25%/20%/20%。该业务毛利率相较于其他业务毛利率较低，主要系新能车的铜、铝等大宗原材料价格浮动、新客户导入、部分新项目打样等因素影响，公司已采取调整产品结构，提高生产效率和管理效能等方式降本，后续毛利率有望修复提升，我们假设 2025-2027 年毛利率分别为 17.00%/18.00%/19.00%。

**其他：**电磁屏蔽和热管理器件、轻量化材料等还可广泛应用于具身智能、低空经济、家用电器、医疗等领域。该业务目前收入规模小，后续有望随新应用领域开拓带来增量，我们假设 2025-2027 年该业务增速分别为 10%/10%/10%，毛利率分别为 21.00%/21.00%/21.00%。

表3：飞荣达业绩拆分

报告期（亿元，%）	2024	2025E	2026E	2027E
<b>消费电子</b>				
收入	17.61	23.77	29.71	37.14
增速		35.00%	25.00%	25.00%
毛利率(%)	22.00%	23.00%	24.00%	25.00%
<b>通信</b>				
收入	15.09	20.07	25.09	31.36
增速		33.00%	25.00%	25.00%
毛利率(%)	19.00%	20.00%	21.00%	22.00%
<b>新能源</b>				
收入	15.85	19.81	23.77	28.52
增速		25.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	16.00%	17.00%	18.00%	19.00%
<b>其他</b>				
营业收入	1.76	1.94	2.13	2.34
增速		10.00%	10.00%	10.00%

毛利率(%)	21.04%	21.00%	21.00%	21.00%
<b>营业总收入</b>				
营业收入	50.31	65.59	80.71	99.37
增速	15.76%	30.38%	23.05%	23.13%
毛利率(%)	19.18%	20.21%	21.22%	22.10%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

综上所述, 预计 2025-2027 年公司营收为 65.59/80.71/99.37 亿元, 同比增长 30.38%/23.05%/23.13%, 毛利率分别为 20.21%/21.22%/22.10%。

### 未来 3 年业绩预测

根据以上假设, 我们预计 2025-2027 年归属母公司净利润分别为 3.86/5.87/8.70 亿元, 同比增加 104.3%/52.1%/48.2%。公司利润增速高于营收增速主要原因如下:

(1) 公司产品结构优化、产能利用率提升、规模效应将带动整体毛利率上行; (2) 收入端快速增长, 费用端相对刚性, 整体费用率呈下降趋势。

表4: 未来三年盈利预测

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>4346</b>	<b>5031</b>	<b>6559</b>	<b>8071</b>	<b>9937</b>
营业成本	3500	4066	5233	6358	7728
营业税金及附加	28	33	42	52	64
销售费用	114	115	143	172	207
管理费用	303	271	311	363	424
研发费用	231	263	337	406	490
财务费用	32	(2)	16	21	17
投资收益	(13)	(30)	5	6	6
资产减值及公允价值变动	(59)	(84)	(64)	(69)	(73)
其他收入	24	46	0	0	0
营业利润	89	216	418	635	941
营业外净收支	1	(6)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>90</b>	<b>211</b>	<b>418</b>	<b>635</b>	<b>941</b>
所得税费用	12	37	63	95	141
少数股东损益	(25)	(16)	(31)	(47)	(70)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>103</b>	<b>189</b>	<b>386</b>	<b>587</b>	<b>870</b>

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 2019-2024 年可比公司英维克、高澜股份、思泉新材、银轮股份的无杠杆 Beta 数据，并参考公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 0.85；

**无风险利率：**选取最近发行的 10 年期国债利率 2.65%；

**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，给与一定溢价，得出股票风险溢价 6.30%；

**K<sub>d</sub>：**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，考虑到公司是民企，融资成本较高，给予 2.0% 左右的风险溢价，由此假设债务成本 4.00%；

**永续增长率：**公司的产品主要是热管理、电磁屏蔽等解决方案，产品将跟随下游消费电子、通信、新能源等应用领域发展同步升级放量，故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 8.00%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，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 38.37 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5：绝对估值法资本成本假设（20251010）

	合理值
无杠杆 Beta	0.85
无风险利率	2.65%
股票风险溢价	6.30%
公司股价（元）	35.46
发行在外股数（百万股）	582
股票市值（百万元）	20633
债务总额（百万元）	1519
K <sub>d</sub>	4.00%
T	15.00%
K <sub>a</sub>	8.01%
有杠杆 Beta	0.90
K <sub>e</sub>	8.34%
E/(D+E)	93.14%
D/(D+E)	6.86%
WACC	8.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表6: FCFF 估值表

单位: 百万元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	TV
EBIT	493.0	719.3	1,024.4	1,142.2	1,397.0	1,625.4	1,885.7	2,195.6	2,439.9	2,710.6	
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	419.0	611.4	870.7	970.8	1,187.5	1,381.6	1,602.9	1,866.2	2,073.9	2,304.0	
折旧与摊销	223.0	260.1	275.3	285.5	291.9	295.9	299.2	302.2	305.1	308.0	
营运资金的净变动	(468.4)	(410.0)	(528.4)	(485.3)	(652.9)	(574.7)	(654.4)	(757.7)	(588.3)	(644.8)	
资本性投资	(350.0)	(200.0)	(150.0)	(100.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	
FCFF	(176.3)	261.5	467.5	671.1	776.6	1,052.9	1,197.6	1,360.7	1,740.8	1,917.2	39,484.6
PV(FCFF)	(163.2)	224.2	371.1	493.2	528.5	663.4	698.7	735.1	870.7	887.9	18,286.7
核心企业价值	23,596.5										
减: 净债务	1,272.5										
股票价值	22,324.0										
每股价值(元)	38.37										

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 7.60%-8.40%, 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 34.75-42.63 元。

表7: 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				
		7.60%	7.80%	8.00%	8.20%	8.40%
永续增长率变化	3.40%	46.16	43.58	41.23	39.08	37.11
	3.20%	44.32	41.93	39.74	37.73	35.88
	3.00%	42.63	40.41	<b>38.37</b>	36.49	34.75
	2.80%	41.09	39.01	37.10	35.33	33.69
	2.60%	39.67	37.72	35.93	34.26	32.71

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

### 相对估值

公司聚焦热管理与电磁屏蔽解决方案, 下游应用领域覆盖消费电子、通信以及新能源, 同时积极布局人形机器人灵巧手与散热方案。结合公司主营业务及产品属性, 我们选取英维克、高澜股份、思泉新材、银轮股份作为可比公司。

1、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。高澜股份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)。

2、高澜股份是特高压纯水冷却设备龙头，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）。

3、思泉新材是以热管理材料为核心的多元化功能性材料提供商，主要产品有石墨散热片、导热垫片等导热散热材料和均热板、热管、液冷模组、3DVC、风冷模组等散热器件，下游应用领域包括消费电子终端、新能源汽车、光伏储能、机器人、数据中心等。

4、银轮股份是汽车热管理领先企业，除传统汽车和新能车热管理外，还拓展储能端、充换电、数据中心以及低空飞行器等领域热管理应用，机器人领域布局关节模组、铸件、精密加工件以及热管理方案。

我们预计飞荣达 2025 年-2027 年归母净利润分别为 3.86/5.87/8.70 亿元，对应 PE 53/35/24 倍。综合考虑可比公司的估值及公司在热管理领域的和行业成长性：1) 公司是国内热管理、电磁屏蔽等解决方案领先企业，客户覆盖国内外各应用领域龙头；2) 消费电子受益需求回暖与 AI 等创新应用驱动，公司份额和盈利能力持续提升；3) 数据中心液冷行业未来将持续爆发增长，公司绑定客户持续迭代，AI 服务器散热产品已获得批量订单并量产。4) 布局人形机器人灵巧手与散热解决方案打开更大成长空间。参考同样布局数据中心和机器人散热的银轮股份以及思泉新材，我们给予飞荣达 2026 年 40-45xPE，对应一年期合理估值为 40.35-45.39 元。

表8: 可比公司估值表（截止 2025 年 10 月 10 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	76.53	742	0.61	0.66	0.99	1.35	125	117	77	57
2	A 股	300499.sz	高澜股份	优于大市	32.20	98	-0.16	0.22	0.46	0.76	-201	147	70	42
3	A 股	301489.sz	思泉新材	无评级	246.87	199	0.91	1.12	1.62	2.26	271	221	152	109
4	A 股	002126.sz	银轮股份	无评级	40.00	337	0.96	1.25	1.59	1.93	42	32	25	21
										平均值	-38	132	74	49
1	A 股	300602.sz	飞荣达	优于大市	35.46	206	0.33	0.66	1.01	1.50	109	53	35	24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（除高澜股份、飞荣达外盈利预测均采用 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 3.86/5.87/8.70 亿元，对应 PE 53/35/24 倍，一年期合理估值为 40.35-45.39 元（对应 2026 年 PE 40-45x），公司是领先的热管理平台型公司，受益下游消费电子需求回暖和 AI 服务器散热需求爆发增长，拓展人形机器人灵巧手和散热方案打开更大成长空间，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 40.35-45.39 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 2.65%、风险溢价 6.50%，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 3.0%，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 40-45 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

基于消费电子、通信、新能源等行业的发展趋势和公司自身的业务发展情况，我们假设公司 2025-2027 年收入增长 30.38%/23.05%/23.13%，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。如果相关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

在巨大的市场需求推动下，电磁屏蔽及导热领域的市场容量、需求逐渐增长，生产企业数量迅速增加，导致产品价格下调，利润空间日益缩小，市场竞争逐步加剧。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，或公司不能持续地加大技术研发和市场拓展，存在因产品价格下降、市场份额持续下滑导致的经营风险。

### 下游需求不及预期的风险

公司业务与数据中心、消费电子、新能源汽车等行业的景气度高度相关，若政策补贴退坡或终端需求放缓，公司经营业绩可能承压。

### 下游客户突破不及预期的风险

数据中心热管理和人形机器人属于快速成长的新市场，公司数据中心和人形机器人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。

## 原材料价格波动的风险

公司生产所使用到的原材料主要为铜、铝等金属材料及硅胶、胶带、泡棉、导电布、塑料等，且原材料成本占生产成本比重较高。虽然公司已与客户建立价格联动机制，但若原材料价格持续大幅波动，公司成本可能进一步上升从而对经营业绩造成影响。

## 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	1254	1181	910	915	1011	营业收入	4346	5031	6559	8071	9937
应收款项	1969	2246	2873	3488	4225	营业成本	3500	4066	5233	6358	7728
存货净额	809	939	1214	1477	1803	营业税金及附加	28	33	42	52	64
其他流动资产	198	286	284	351	426	销售费用	114	115	143	172	207
<b>流动资产合计</b>	<b>4230</b>	<b>4664</b>	<b>5291</b>	<b>6242</b>	<b>7477</b>	管理费用	303	271	311	363	424
固定资产	2097	2338	2381	2268	2092	研发费用	231	263	337	406	490
无形资产及其他	342	334	321	307	294	财务费用	32	(2)	16	21	17
投资性房地产	678	519	519	519	519	投资收益	(13)	(30)	5	6	6
长期股权投资	36	6	236	238	241	资产减值及公允价值变动	(59)	(84)	(64)	(69)	(73)
<b>资产总计</b>	<b>7383</b>	<b>7861</b>	<b>8748</b>	<b>9575</b>	<b>10623</b>	其他收入	24	46	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	878	876	1109	1014	877	营业利润	89	216	418	635	941
应付款项	1619	1956	2317	2782	3325	营业外净收支	1	(6)	0	0	0
其他流动负债	262	321	381	476	584	<b>利润总额</b>	<b>90</b>	<b>211</b>	<b>418</b>	<b>635</b>	<b>941</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2759</b>	<b>3153</b>	<b>3807</b>	<b>4272</b>	<b>4786</b>	所得税费用	12	37	63	95	141
长期借款及应付债券	443	409	409	409	409	少数股东损益	(25)	(16)	(31)	(47)	(70)
其他长期负债	373	316	295	273	240	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>103</b>	<b>189</b>	<b>386</b>	<b>587</b>	<b>870</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>815</b>	<b>725</b>	<b>705</b>	<b>682</b>	<b>649</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3574</b>	<b>3878</b>	<b>4512</b>	<b>4954</b>	<b>5435</b>	净利润	103	189	386	587	870
少数股东权益	79	85	69	42	1	资产减值准备	14	17	33	(3)	(9)
股东权益	3729	3898	4168	4579	5188	折旧摊销	178	190	223	260	275
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7383</b>	<b>7861</b>	<b>8748</b>	<b>9575</b>	<b>10623</b>	公允价值变动损失	59	84	64	69	73
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	32	(2)	16	21	17
每股收益	0.18	0.33	0.66	1.01	1.50	营运资本变动	26	22	(468)	(410)	(528)
每股红利	0.09	0.10	0.20	0.30	0.45	其它	(26)	(28)	(49)	(24)	(33)
每股净资产	6.45	6.72	7.16	7.87	8.92	<b>经营活动现金流</b>	<b>353</b>	<b>474</b>	<b>189</b>	<b>479</b>	<b>648</b>
ROIC	2.84%	4.81%	8%	11%	15%	资本开支	0	(345)	(350)	(200)	(150)
ROE	2.77%	4.85%	9%	13%	17%	其它投资现金流	0	(12)	2	(1)	(1)
毛利率	19%	19%	20%	21%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>14</b>	<b>(328)</b>	<b>(578)</b>	<b>(203)</b>	<b>(154)</b>
EBIT Margin	4%	6%	8%	9%	10%	权益性融资	7	22	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	11%	12%	13%	负债净变化	54	(33)	0	0	0
收入增长	5%	16%	30%	23%	23%	支付股利、利息	(51)	(60)	(116)	(176)	(261)
净利润增长率	7%	83%	104%	52%	48%	其它融资现金流	279	(53)	233	(95)	(137)
资产负债率	49%	50%	52%	52%	51%	<b>融资活动现金流</b>	<b>292</b>	<b>(218)</b>	<b>118</b>	<b>(271)</b>	<b>(398)</b>
股息率	0.2%	0.3%	0.6%	0.9%	1.3%	<b>现金净变动</b>	<b>659</b>	<b>(73)</b>	<b>(271)</b>	<b>5</b>	<b>96</b>
P/E	198.6	108.9	53.5	35.2	23.7	货币资金的期初余额	595	1254	1181	910	915
P/B	5.5	5.3	5.0	4.5	4.0	货币资金的期末余额	1254	1181	910	915	1011
EV/EBITDA	69.2	51.7	35.1	26.1	20.1	企业自由现金流	0	99	(176)	261	468
						权益自由现金流	0	12	43	149	316

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 ±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 ±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所提及的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