

大客户散热持续受益，光模块+服务器打开新成长曲线

核心观点

- **大客户散热方案持续升级，公司作为热管理方案商持续受益。**此前北美大客户手机以石墨散热为主，部分投资者认为在未来以均热板（VC）和石墨的组合方案成为各主流手机品牌厂商的散热解决方案后，中石作为人工合成石墨材料领域的龙头单机价值量提升幅度受限。但我们认为除石墨产品外，公司产品包括导热界面材料、热管、均热板、热模组、EMI 屏蔽材料、胶粘剂材料及密封材料等，系国内头部热管理整体解决方案供应商而非仅仅是石墨供应商。且公司在北美大客户中不断提升模组组件产品市场份额，新品类 VC 吸液芯已应用于国内大客户新一代 AIPC 中，有望逐步完成 VC 吸液芯及超薄 VC 模组在北美大客户端的验证及批量供货。
- **iPhone17 系列销售表现优异，受益北美大客户创新大周期。**当前 iPhone17 系列首发销售情况喜人，电商平台京东披露截至 9 月 19 日 10 点，iPhone17 以旧换新销量是去年同期 4 倍，且报道称苹果已要求供应链提高 17 系列日产能，我们认为 iPhone17 系列在外观、散热、电池等核心硬件环节的升级将对销量有所刺激。且苹果 AI 进展正在加速，后续其软件及系统端生态优势有望进一步显现。硬件端后续耳机、手机、眼镜、智能家居等多品类硬件创新周期开启，公司将参与多个品类创新，例如在折叠屏中可折叠柔性石墨相较于直板机价值量更高，在智能家居产品中，公司热界面材料也有望实现国产替代应用。
- **切入数据中心散热，光模块、AI 服务器等散热应用场景有望快速放量。**AI 算力演进与基础设施升级推动散热需求全面质变，公司积极推进散热解决方案及高性能 TIM 材料、散热模组在算力设备端的应用，打造新的增长曲线。25H1 公司 VC 模组产品在高速光模块中的市场化应用加速落地，后续有望伴随光模块传输速率从 800G 向 1.6T 提升过程中进一步放量。服务器方面，公司热模组核心零部件、TIM 材料等产品批量供货于服务器厂商，并积极推进液冷散热模组的客户导入、产品认证和量产供货，后续在下一代液冷产品中价值量有望显著提升。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 2.98/4.19/5.50 亿元（原 25-26 年预测分别为 2.81/3.63 亿元，主要上修主业及光模块、服务器等应用收入预测），根据可比公司 26 年 40 倍 PE 估值，对应目标价为 56.00 元，维持买入评级。

风险提示

- 智能手机销量不达预期；产品价格波动的风险；毛利率波动风险；光模块、服务器等新业务收入不及预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,258	1,566	2,309	3,346	4,553
同比增长(%)	-21.0%	24.5%	47.4%	44.9%	36.1%
营业利润(百万元)	93	248	351	493	647
同比增长(%)	-57.3%	167.5%	41.7%	40.5%	31.2%
归属母公司净利润(百万元)	74	201	298	419	550
同比增长(%)	-61.9%	173.0%	48.2%	40.5%	31.2%
每股收益(元)	0.25	0.67	1.00	1.40	1.84
毛利率(%)	25.1%	31.0%	32.0%	31.4%	30.3%
净利率(%)	5.9%	12.9%	12.9%	12.5%	12.1%
净资产收益率(%)	4.1%	10.2%	14.3%	17.8%	19.3%
市盈率	164.5	60.2	40.7	28.9	22.1
市净率	6.4	6.0	5.6	4.7	3.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

投资评级	买入
股价（2025年10月09日）	40.51元
目标价格	56.00元
52周最高价/最低价	48.48/16.54元
总股本/流通A股（万股）	29,951/20,324
A股市值（百万元）	12,133
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年10月11日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.81	16.17	59.3	124.9
相对表现%	-2.29	10.01	41.31	105.85
沪深300%	1.48	6.16	17.99	19.05



证券分析师

韩潇锐	执业证书编号：S0860523080004 hanxiaorui@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320
薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

朱茜	执业证书编号：S0860123100018 zhuqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

业绩预告超预期，端侧、光模块及服务器散热多维成长	2025-01-15
三季度业绩超预期，受益 AI 终端散热升级趋势	2024-10-27
一季度利润改善显著，盈利能力修复	2024-04-27

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 2.98/4.19/5.50 亿元（原 25-26 年预测分别为 2.81/3.63 亿元，主要上修主业及光模块、服务器等应用收入预测），根据可比公司 26 年 40 倍 PE 估值，对应目标价为 56.00 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

	代码	最新价格(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2025/10/9	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
捷邦科技	301326	126.51	-0.27	1.55	3.01	3.71	-475.42	81.40	42.00	34.07
德邦科技	688035	61.74	0.69	1.06	1.56	2.05	90.13	58.08	39.56	30.07
联瑞新材	688300	62.60	1.04	1.32	1.65	1.95	60.13	47.49	37.95	32.03
思泉新材	301489	238.67	0.65	1.12	1.62	2.26	367.41	213.56	147.13	105.75
信维通信	300136	29.60	0.68	0.77	0.86	0.98	43.29	38.46	34.55	30.18
	最大值						367.41	213.56	147.13	105.75
	最小值						(475.42)	38.46	34.55	30.07
	平均数						17.11	87.80	60.24	46.42
	调整后平均						64.52	62.32	39.84	32.09

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

智能手机销量不达预期；产品价格波动的风险；毛利率波动风险；光模块、服务器等新业务收入不及预期风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	301	338	462	669	911	营业收入	1,258	1,566	2,309	3,346	4,553
应收票据、账款及款项融资	329	483	590	854	1,163	营业成本	942	1,082	1,569	2,296	3,175
预付账款	2	2	5	7	9	营业税金及附加	16	20	29	42	57
存货	151	159	235	344	476	营业费用	50	45	62	87	113
其他	769	857	859	861	863	管理费用及研发费用	180	203	292	413	548
流动资产合计	1,552	1,840	2,150	2,736	3,422	财务费用	(1)	(7)	8	18	15
长期股权投资	5	9	9	9	9	资产、信用减值损失	(0)	9	5	5	5
固定资产	567	549	680	780	856	公允价值变动收益	11	19	0	0	0
在建工程	7	2	76	88	94	投资净收益	3	10	0	0	0
无形资产	72	73	69	66	63	其他	8	3	7	7	7
其他	60	51	41	35	35	营业利润	93	248	351	493	647
非流动资产合计	710	683	874	978	1,057	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	2,262	2,523	3,025	3,714	4,479	营业外支出	0	11	0	0	0
短期借款	0	14	325	367	306	利润总额	92	237	351	493	647
应付票据及应付账款	305	376	471	689	952	所得税	20	36	53	74	97
其他	55	89	68	78	90	净利润	72	201	298	419	550
流动负债合计	360	479	864	1,134	1,349	少数股东损益	(2)	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	74	201	298	419	550
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.25	0.67	1.00	1.40	1.84
其他	7	12	12	12	12						
非流动负债合计	7	12	12	12	12	主要财务比率					
负债合计	367	492	876	1,146	1,361		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)	成长能力					
实收资本(或股本)	300	300	300	300	300	营业收入	-21.0%	24.5%	47.4%	44.9%	36.1%
资本公积	1,154	1,157	1,178	1,178	1,178	营业利润	-57.3%	167.5%	41.7%	40.5%	31.2%
留存收益	441	570	674	1,093	1,643	归属于母公司净利润	-61.9%	173.0%	48.2%	40.5%	31.2%
其他	3	7	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,895	2,031	2,148	2,567	3,117	毛利率	25.1%	31.0%	32.0%	31.4%	30.3%
负债和股东权益总计	2,262	2,523	3,025	3,714	4,479	净利率	5.9%	12.9%	12.9%	12.5%	12.1%
						ROE	4.1%	10.2%	14.3%	17.8%	19.3%
						ROIC	3.8%	10.3%	13.5%	16.0%	17.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	16.2%	19.5%	29.0%	30.9%	30.4%
净利润	72	201	298	419	550	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	71	43	59	66	71	流动比率	4.31	3.84	2.49	2.41	2.54
财务费用	(1)	(7)	8	18	15	速动比率	3.89	3.50	2.21	2.11	2.18
投资损失	(3)	(10)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	18	(43)	(114)	(151)	(171)	应收账款周转率	3.5	3.9	4.4	4.7	4.6
其它	32	57	(6)	1	1	存货周转率	5.5	6.9	7.9	7.8	7.7
经营活动现金流	190	240	245	353	467	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1
资本支出	(14)	0	(250)	(170)	(150)	每股指标(元)					
长期投资	(13)	1	0	0	0	每股收益	0.25	0.67	1.00	1.40	1.84
其他	(208)	(83)	0	0	0	每股经营现金流	0.63	0.80	0.82	1.18	1.56
投资活动现金流	(234)	(82)	(250)	(170)	(150)	每股净资产	6.33	6.79	7.18	8.58	10.42
债权融资	(2)	2	0	0	0	估值比率					
股权融资	274	4	20	0	0	市盈率	164.5	60.2	40.7	28.9	22.1
其他	(291)	(134)	108	24	(76)	市净率	6.4	6.0	5.6	4.7	3.9
筹资活动现金流	(19)	(129)	128	24	(76)	EV/EBITDA	67.9	39.1	26.5	19.2	15.1
汇率变动影响	(3)	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	120.4	46.0	30.8	21.7	16.7
现金净增加额	(67)	31	123	207	241						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。