英维克（002837.SZ）

从芯片侧向 CSP 侧全面突破

事件：公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度实现营业收入 40.3 亿元，同比增长 40.2%；归母净利润 4 亿元，同比增长 13%。其中 Q3 单季度实现营业收入 14.5 亿元，同比增长 25.3%；归母净利润 1.8 亿元，同比增长 8.4%。

收入确认节奏或影响单季表现，全年增长趋势不改，盈利能力环比提升。Q3 公司营收同比增长 25.3%，主要是机房及机柜温控节能产品收入增加所致，环比小幅下滑 11%，我们认为主要跟确收节奏相关，如国内部分 IDC 建设节奏阶段性放缓等，短期节奏波动不影响全年增长趋势。此外，公司整体毛利率为 29.4%，环比提升 3.4pct；净利率 12.9%，环比提升 2.5pct，盈利能力逐季度提升。从资产端看，公司存货 12.3 亿元，同比增长 39%，反映在手订单充足、项目储备丰厚，为后续业绩增长提供扎实支撑。

液冷突破：从芯片侧到 CSP 全面卡位，公司的强产品力+强商务能力再次得到验证，海外液冷市场空间庞大。公司在液冷产业链布局全面领先，公司产品覆盖冷板、接头、CDU 等核心环节，形成 Coolinside 全链条解决方案，实现从部件到系统的完整布局。在算力芯片侧，公司液冷产品已经被英特尔等主流的算力芯片厂商、头部算力设备制造商认可并规模采购；而在 CSP 云厂商侧，公司再度迎来突破——2025 年 10 月 OCP 大会官网显示，公司发布适配谷歌的 2MW Google Deschutes 5 CDU 产品，标志公司液冷方案实现从芯片侧到云厂商侧的全方位突破，具备技术、产品、商务、交付“四维一体”综合竞争力。

【我们怎么看液冷的未来：复杂化趋势与龙头逻辑正在强化】

站在当前时点，我们认为液冷产业的确定性不仅在于市场空间，更在于“复杂性”的不断提升。

1、会走向何方？——液冷只会更复杂、更重要

AI 集群功耗持续攀升，液冷系统从芯片冷板到整机柜 CDU 的设计协同正变得前所未有的复杂。未来液冷不再是替代风冷的单点技术，而是贯穿设备内部、基础设施、系统控制的协同“作战”，涉及 CSP、基础设施商、ODM 等多方合作，复杂性显著提升。

2、液冷公司究竟是否有护城河？——护城河在于综合方案能力

随着液冷系统解耦趋势上升，客户对售前设计与售后运维的依赖同步加深，真正具备全链条自研与系统协同能力的厂商将持续扩大话语权。**拥有完整方案能力的液冷厂商，即使客户仅采购部分产品，也能通过方案验证与系统兼容性绑定形成长期粘性。**

3、为什么选龙头？——液冷竞争并非价格战，而是可靠交付+运维

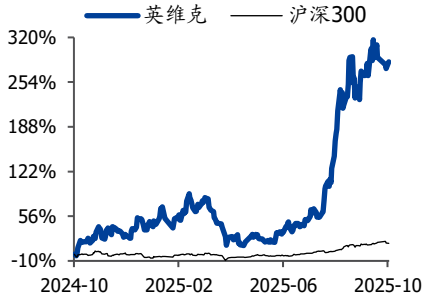
液冷系统的后期运维与技术支持成本远超传统散热模式，龙头企业在全球

买入（维持）

股票信息

行业	专用设备
前次评级	买入
10 月 13 日收盘价（元）	78.60
总市值（百万元）	76,164.88
总股本（百万股）	969.02
其中自由流通股（%）	86.96
30 日日均成交量（百万股）	85.06

股价走势



作者

分析师 宋嘉吉
执业证书编号：S0680519010002
邮箱：songjiaji@gszq.com
分析师 黄瀚
执业证书编号：S0680519050002
邮箱：huanghan@gszq.com
分析师 石瑜捷
执业证书编号：S0680523070001
邮箱：shiyujie@gszq.com

相关研究

1、《英维克（002837.SZ）：经营业绩再创新高，机房散热稳步推进》 2025-05-01
2、《英维克（002837.SZ）：业绩增速持续高企，重视液冷后续机遇》 2024-10-25
3、《英维克（002837.SZ）：机房温控超预期，液冷加速落地》 2024-08-13

交付经验、认证体系、客户协同等方面具备天然优势。我们认为，英维克正是兼具产品力、方案力与交付力的稀缺标的，其成长逻辑不止于“赶上趋势”，而在于“定义标准”。

投资建议：因海外液冷市场空间庞大，公司营收有望获得新的增长动力，我们调整盈利预期，预计公司 2025-2027 年收入为 62/89/119 亿元，归母净利润为 6.0/9.4/12.9 亿元，对应 PE 分别为 126/81/59 倍。公司上一轮的增长由储能驱动，而散热作为 AI 算力的重要一环，能耗管控将成为核心议题，液冷技术有望加速落地，公司营收有望获得新的增长动力，维持“买入”评级。

风险提示：价格战的风险、原材料价格上涨的风险、AIGC 进展不达预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,529	4,589	6,202	8,935	11,860
增长率 yoy（%）	20.7	30.0	35.1	44.1	32.7
归母净利润（百万元）	344	453	603	937	1,291
增长率 yoy（%）	22.7	31.6	33.2	55.4	37.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.36	0.47	0.62	0.97	1.33
净资产收益率（%）	13.8	15.5	18.2	23.8	26.9
P/E（倍）	221.4	168.3	126.4	81.3	59.0
P/B（倍）	30.6	26.1	23.1	19.4	15.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 10 月 13 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4229	4802	6215	8508	11100
现金	940	728	763	682	749
应收票据及应收账款	1761	2472	3341	4813	6389
其他应收款	85	84	113	163	216
预付账款	16	16	21	31	42
存货	673	884	1195	1749	2327
其他流动资产	753	618	782	1069	1378
非流动资产	862	1213	1274	1250	1240
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	287	626	648	643	621
无形资产	129	126	123	120	117
其他非流动资产	445	460	502	487	503
资产总计	5091	6014	7489	9757	12340
流动负债	2400	2706	3569	4966	6424
短期借款	378	312	262	217	177
应付票据及应付账款	1457	1805	2469	3620	4814
其他流动负债	564	589	838	1130	1433
非流动负债	209	395	616	852	1104
长期借款	98	292	502	747	1007
其他非流动负债	111	104	115	106	98
负债合计	2609	3101	4185	5819	7528
少数股东权益	-4	-3	0	5	11
股本	568	744	968	968	968
资本公积	653	567	344	344	344
留存收益	1263	1602	1990	2620	3487
归属母公司股东权益	2486	2916	3304	3934	4801
负债和股东权益	5091	6014	7489	9757	12340

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	453	200	107	109	368
净利润	349	454	605	942	1297
折旧摊销	76	87	122	106	104
财务费用	14	18	0	0	0
投资损失	-3	0	-1	-2	-2
营运资金变动	-74	-445	-565	-950	-1044
其他经营现金流	92	87	-55	14	12
投资活动现金流	-93	-332	-86	-73	-88
资本支出	-204	-353	-71	-69	-81
长期投资	0	0	10	5	3
其他投资现金流	111	21	-25	-9	-10
筹资活动现金流	-116	-131	32	-117	-213
短期借款	-127	-66	-50	-45	-40
长期借款	49	193	210	245	260
普通股增加	134	176	224	0	0
资本公积增加	-27	-86	-224	0	0
其他筹资现金流	-145	-348	-128	-317	-433
现金净增加额	252	-259	35	-81	67

利润表（百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3529	4589	6202	8935	11860
营业成本	2479	3270	4472	6557	8722
营业税金及附加	21	27	36	49	65
营业费用	174	207	304	402	515
管理费用	154	198	272	340	439
研发费用	263	350	476	643	842
财务费用	6	-1	-6	-4	-3
资产减值损失	-81	-54	-21	-15	-14
其他收益	56	65	62	134	202
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	0	1	2	2
资产处置收益	1	2	0	2	2
营业利润	396	503	689	1070	1472
营业外收入	8	10	0	0	0
营业外支出	3	3	0	0	0
利润总额	401	511	689	1070	1472
所得税	53	57	84	128	175
净利润	349	454	605	942	1297
少数股东损益	5	1	3	5	6
归属母公司净利润	344	453	603	937	1291
EBITDA	550	633	805	1172	1573
EPS（元/股）	0.36	0.47	0.62	0.97	1.33

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	20.7	30.0	35.1	44.1	32.7
营业利润(%)	24.4	27.1	36.9	55.3	37.5
归属母公司净利润(%)	22.7	31.6	33.2	55.4	37.8
获利能力					
毛利率(%)	29.8	28.7	27.9	26.6	26.5
净利率(%)	9.7	9.9	9.7	10.5	10.9
ROE(%)	13.8	15.5	18.2	23.8	26.9
ROIC(%)	13.1	13.6	14.4	18.7	21.2
偿债能力					
资产负债率(%)	51.2	51.6	55.9	59.6	61.0
净负债比率(%)	-11.7	-2.4	3.4	9.8	11.0
流动比率	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
速动比率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	3.1	2.9	2.9	2.9	2.8
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.47	0.62	0.97	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.21	0.11	0.11	0.38
每股净资产(最新摊薄)	2.57	3.01	3.41	4.06	4.95
估值比率					
P/E	221.4	168.3	126.4	81.3	59.0
P/B	30.6	26.1	23.1	19.4	15.9
EV/EBITDA	27.9	47.4	94.7	65.3	48.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 10 月 13 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com