

## 外延拟收购液冷标的，加码数据中心业务

### 核心观点

- **外延拟收购液冷标的，加码数据中心业务。**公司公告拟用自有资金 3.57 亿元增资收购中石讯冷散热科技（东莞）有限公司 51% 的股权，中石讯冷系由原东莞市讯冷热传科技有限公司的股东团队新组建而成。中石讯冷专注于液冷散热解决方案，是一家具备热流道设计能力、冷板工程实施能力以及成熟 CNC 加工能力的液冷板及冷板组件、工业类冷板、汽车域控冷板研发、生产、销售企业，目前已与工业类、汽车域控制器类、数据中心类、医疗类头部客户群建立深度业务合作关系。我们认为在数据中心等场景液冷逐渐成为刚需的背景下，本次外延收购将进一步深化公司在散热模组的行业布局。中石热模组核心零部件、TIM 材料等产品已批量供货于服务器厂商，有望借助中石讯冷团队的液冷专业能力延展到公司既有大客户渠道，实现产品价值量的大幅提升。
- **端侧散热需求持续升级，公司深度受益。**此前以手机为代表的端侧产品以石墨散热为主，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、胶粘剂材料及密封胶材料等，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。近期发布的豆包与努比亚合作机型“Nubia M153”的 AI 手机中，高权限、与操作系统深度融合的 AI agent 已能够实现跨 app 级别的复杂任务，未来伴随端侧 AI 功能及应用的拓宽，也将带来功耗及散热的持续升级，公司作为整体解决方案供应商有望深度受益。
- **北美大客户相关业务稳健增长，持续贡献利润增量。**手机端司在北美大客户中不断提升模切组件产品市场份额，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，且在北美大客户折叠屏中可折叠柔性石墨相较于直板机价值量更高。非手机品类方面公司也持续突破，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。

### 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 3.20/4.47/5.83 亿元（原 25-27 年预测分别为 2.98/4.19/5.50 亿元，主要下调收入预测，上调毛利率预测），根据可比公司 26 年 34 倍 PE 估值，对应目标价为 50.66 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	2,088	2,937	3,958
同比增长(%)	-21.0%	24.5%	33.3%	40.7%	34.7%
营业利润(百万元)	93	248	376	526	686
同比增长(%)	-57.3%	167.5%	51.8%	39.8%	30.5%
归属母公司净利润(百万元)	74	201	320	447	583
同比增长(%)	-61.9%	173.0%	58.7%	39.8%	30.5%
每股收益(元)	0.25	0.67	1.07	1.49	1.95
毛利率(%)	25.1%	31.0%	34.0%	33.4%	32.3%
净利率(%)	5.9%	12.9%	15.3%	15.2%	14.7%
净资产收益率(%)	4.1%	10.2%	15.2%	18.6%	20.0%
市盈率	167.4	61.3	38.6	27.6	21.2
市净率	6.5	6.1	5.7	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 买入（维持）

股价（2025年12月05日）	41.88元
目标价格	50.66元
52周最高价/最低价	51.85/16.54元
总股本/流通A股（万股）	29,951/20,430
A股市值（百万元）	12,543
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025年12月07日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.6	-3.06	24.61	93.58
相对表现%	-3.88	-2.14	21.83	76.67
沪深300%	1.28	-0.92	2.78	16.91



### 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

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

### 相关报告

大客户散热持续受益，光模块+服务器打开新成长曲线	2025-10-12
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



**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	418	587	792	营业收入	1,258	1,566	2,088	2,937	3,958
应收票据、账款及款项融资	329	483	533	750	1,011	营业成本	942	1,082	1,378	1,957	2,680
预付账款	2	2	4	6	8	营业税金及附加	16	20	26	37	49
存货	151	159	207	294	402	营业费用	50	45	56	76	98
其他	769	857	858	860	862	管理费用及研发费用	180	203	264	350	459
<b>流动资产合计</b>	<b>1,552</b>	<b>1,840</b>	<b>2,020</b>	<b>2,497</b>	<b>3,074</b>	财务费用	(1)	(7)	5	9	2
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	15	15	15
无形资产	72	73	69	66	63	其他	8	3	7	7	7
其他	60	51	41	35	35	<b>营业利润</b>	<b>93</b>	<b>248</b>	<b>376</b>	<b>526</b>	<b>686</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>710</b>	<b>683</b>	<b>874</b>	<b>978</b>	<b>1,057</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,262</b>	<b>2,523</b>	<b>2,894</b>	<b>3,475</b>	<b>4,131</b>	营业外支出	0	11	0	0	0
短期借款	0	14	233	185	31	<b>利润总额</b>	<b>92</b>	<b>237</b>	<b>376</b>	<b>526</b>	<b>686</b>
应付票据及应付账款	305	376	413	587	804	所得税	20	36	56	79	103
其他	55	89	66	74	84	<b>净利润</b>	<b>72</b>	<b>201</b>	<b>320</b>	<b>447</b>	<b>583</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>360</b>	<b>479</b>	<b>713</b>	<b>847</b>	<b>920</b>	少数股东损益	(2)	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>74</b>	<b>201</b>	<b>320</b>	<b>447</b>	<b>583</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.25	0.67	1.07	1.49	1.95
其他	7	12	12	12	12						
<b>非流动负债合计</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>367</b>	<b>492</b>	<b>725</b>	<b>859</b>	<b>932</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	300	300	300	300	300	营业收入	-21.0%	24.5%	33.3%	40.7%	34.7%
资本公积	1,154	1,157	1,178	1,178	1,178	营业利润	-57.3%	167.5%	51.8%	39.8%	30.5%
留存收益	441	570	695	1,142	1,725	归属于母公司净利润	-61.9%	173.0%	58.7%	39.8%	30.5%
其他	3	7	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,895</b>	<b>2,031</b>	<b>2,169</b>	<b>2,616</b>	<b>3,199</b>	毛利率	25.1%	31.0%	34.0%	33.4%	32.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,262</b>	<b>2,523</b>	<b>2,894</b>	<b>3,475</b>	<b>4,131</b>	净利率	5.9%	12.9%	15.3%	15.2%	14.7%
						ROE	4.1%	10.2%	15.2%	18.6%	20.0%
						ROIC	3.8%	10.3%	14.5%	17.4%	19.3%
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%	25.0%	24.7%	22.6%
净利润	72	201	320	447	583	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	2.83	2.95	3.34
财务费用	(1)	(7)	5	9	2	速动比率	3.89	3.50	2.54	2.60	2.90
投资损失	(3)	(10)	(15)	(15)	(15)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	18	(43)	(87)	(126)	(147)	应收账款周转率	3.5	3.9	4.2	4.7	4.6
其它	32	57	(6)	1	1	存货周转率	5.5	6.9	7.4	7.7	7.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>190</b>	<b>240</b>	<b>275</b>	<b>382</b>	<b>495</b>	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
资本支出	(14)	0	(250)	(170)	(150)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(13)	1	0	0	0	每股收益	0.25	0.67	1.07	1.49	1.95
其他	(208)	(83)	15	15	15	每股经营现金流	0.63	0.80	0.92	1.28	1.65
<b>投资活动现金流</b>	<b>(234)</b>	<b>(82)</b>	<b>(235)</b>	<b>(155)</b>	<b>(135)</b>	每股净资产	6.33	6.79	7.25	8.74	10.69
债权融资	(2)	2	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	274	4	20	0	0	市盈率	167.4	61.3	38.6	27.6	21.2
其他	(291)	(134)	19	(57)	(155)	市净率	6.5	6.1	5.7	4.7	3.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(19)</b>	<b>(129)</b>	<b>39</b>	<b>(57)</b>	<b>(155)</b>	EV/EBITDA	69.2	39.8	25.6	18.7	14.9
汇率变动影响	(3)	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	122.7	46.9	29.6	21.1	16.4
<b>现金净增加额</b>	<b>(67)</b>	<b>31</b>	<b>79</b>	<b>170</b>	<b>204</b>						

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](http://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。