

领益智造 (002600.SZ)

收购立敏达，卡位 AI 算力黄金赛道

收购服务器热管理供应商，开拓增长新引擎。2025年12月22日公司发布公告，将以8.75亿元人民币收购立敏达35%股权，并通过表决权委托的形式取得17.78%股权的表决权，合计控制立敏达52.78%表决权，从而取得对其控制权。交易完成后，立敏达将纳入公司合并报表范围。本次收购的立敏达深耕企业级服务器热管理领域，已发展成为以热管理产品为核心的服务器综合硬件解决方案提供商。其主营业务包括服务器液冷快拆连接器(UQD)、液冷歧管(Manifold)、单相液冷散热模组(含服务器液冷板、光模块冷板)、相变液冷散热模组及服务器均热板(VC、3DVC)等热管理核心硬件产品，以及母线排(Busbar)、服务器机架等。立敏达已构建优质客户矩阵，核心客户覆盖海外算力行业头部客户及其供应链相关合作伙伴、相关服务器代工厂、电源解决方案公司。立敏达2025年1-9月实现营收4.86亿元，实现净利润0.21亿元，同比去年盈利能力改善明显。

布局 AI 算力散热电源领域，“内生+外延”双轮驱动。公司紧握 AI 服务器带来的散热、电源等业务机遇，服务器散热和电源产品持续创新，模组级产品实现批量出货。公司与博华芯达在大功率服务器电源等 AI 电源相关领域展开合作，并与铂科电子成立合资公司，主攻服务器电源业务，已形成 AC/DC、DC/DC 等 AI 服务器电源解决方案的能力。本次收购的落地，将助力公司快速获得境内外特定客户服务器液冷散热业务的技术储备与客户认证资质，有效降低服务器电源相关产品的开发成本和产品验证周期。立敏达与公司现有服务器业务可形成显著战略协同，进一步丰富公司服务器板块的产品矩阵，并提升公司 AI 硬件服务器板块的业务规模与盈利水平。

深度布局端侧 AI，电池、散热、快充开启创新周期。公司与全球客户在 GPU、CPU 及 AI 应用(包括服务器、笔记本、PC、显卡、智能穿戴设备、机器人等)的散热产品上均有合作，在散热领域已具备 CDU、液冷模组、液冷板、空冷散热模组、热管、均热板、石墨片等各类产品及系统性散热解决方案的研发、生产能力。在 AI 眼镜领域，公司为全球相关领域头部客户提供软质功能件、注塑件、散热解决方案、充电器等关键零部件，并与终端品牌紧密合作，携手提升行业竞争力。在折叠屏方面，公司为头部客户供应超薄钛合金支撑板等关键零部件，0.1Xmm 超薄钛合金支撑板及折叠 PC 碳纤维支撑板等折叠屏相关产品已实现量产出货。

人形机器人产业化进程加速。根据 IDC 预测，全球机器人市场规模到 2029 年将超过 4000 亿美元，中国市场占据近半份额，复合增长率达 15%。公司提供伺服电机、驱动器、减速器、灵巧手、关节模组、高功率充电、散热模组等核心零部件，并拓展至本体委托开发设计与组装服务，在供应链中卡位好，将深度受益于机器人的量产。今年以来，公司与北京人形、智元机器人、强脑科技、傲意科技、九天创新等官宣了合作或深化合作进展，并获得了海内外人形机器人客户的硬件订单。

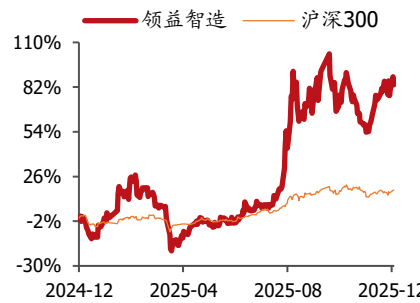
汽车业务 Tier1 转型再升级。基于 AI 终端硬件累积的精密制造和研发设计能力，公司已布局动力电池结构件产品，以及汽车相关精密结构件，在动力锂电池材料成本中，精密结构件占比约为 10%-16%。公司还切入车用刹车系统一线品牌客户体系，并布局车内电子元器件。2025 年 10 月拟收购浙江向隆，推动公司汽车业务实现从 Tier2 向 Tier1 的转型，迎合汽

买入(维持)

股票信息

行业	消费电子
前次评级	买入
12月23日收盘价(元)	15.52
总市值(百万元)	113,390.07
总股本(百万股)	7,306.06
其中自由流通股(%)	98.51
30日日均成交量(百万股)	180.59

股价走势



作者

分析师	郑震湘
执业证书编号:	S0680524120005
邮箱:	zhengzhenxiang@gszq.com
分析师	余凌星
执业证书编号:	S0680525010004
邮箱:	shelingxing1@gszq.com
分析师	钟琳
执业证书编号:	S0680525010003
邮箱:	zhonglin1@gszq.com
研究助理	章旷怡
执业证书编号:	S0680124120004
邮箱:	zhangkuangyi@gszq.com

相关研究

- 《领益智造(002600.SZ): 25Q3 业绩创新高, AI 硬件创新持续赋能》 2025-10-30
- 《领益智造(002600.SZ): 上半年业绩稳步提升, “人眼折服”驱动发展新周期》 2025-08-31
- 《领益智造(002600.SZ): 上半年业绩同比高增, AI 终端硬件持续发力》 2025-07-15

车电动化、智能化发展趋势，进一步完善了覆盖动力电池结构件、新能源汽车饰件及动力传动系统轴件的产品布局。

盈利预测与投资建议：公司持续深耕 AI 终端硬件相关产品，电池、热管理、快充等业务在创新周期中获得新增量，同时人形机器人、AI 眼镜、折叠机、服务器等新业务卡位较好，将拉动中期新一轮成长，预计公司在 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 517/637/759 亿元，同比增长 17.0%/23.1%/19.2%，实现归母净利润 25/38/48 亿元，同比增长 42.8%/52.2%/25.0%。当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 45/30/24X，维持“买入”评级。

风险提示：新品研发进展不及预期，原材料价格波动，行业竞争加剧。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	34,124	44,211	51,741	63,678	75,888
增长率 yoy（%）	-1.0	29.6	17.0	23.1	19.2
归母净利润（百万元）	2,051	1,753	2,505	3,813	4,765
增长率 yoy（%）	28.5	-14.5	42.8	52.2	25.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.28	0.24	0.34	0.52	0.65
净资产收益率（%）	11.2	8.9	11.2	14.4	15.1
P/E（倍）	55.3	64.7	45.3	29.7	23.8
P/B（倍）	6.2	5.7	5.1	4.3	3.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 12 月 23 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	19157	25519	27284	30184	35192
现金	3018	6569	5524	4795	6726
应收票据及应收账款	8896	11533	13105	15512	17321
其他应收款	307	378	431	495	548
预付账款	94	119	130	148	157
存货	5727	5856	6958	8051	9225
其他流动资产	1115	1066	1137	1183	1216
非流动资产	18031	19642	22934	25701	28084
长期投资	525	569	640	690	725
固定资产	10420	11052	11875	12558	13077
无形资产	1099	995	922	931	960
其他非流动资产	5987	7026	9496	11521	13322
资产总计	37188	45161	50218	55885	63276
流动负债	13237	15740	19471	20984	23223
短期借款	1487	929	1329	929	1429
应付票据及应付账款	8027	10402	11397	13102	14620
其他流动负债	3723	4409	6745	6953	7174
非流动负债	5640	9546	8298	8268	8348
长期借款	3986	5827	4377	4527	4577
其他非流动负债	1653	3720	3921	3741	3771
负债合计	18877	25286	27769	29252	31572
少数股东权益	61	67	66	67	72
股本	1756	1756	1756	1756	1756
资本公积	8770	8843	8893	8923	8943
留存收益	7976	9520	12438	16591	21638
归属母公司股东权益	18251	19808	22383	26565	31632
负债和股东权益	37188	45161	50218	55885	63276

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5295	4021	4627	6064	7669
净利润	2047	1759	2504	3814	4770
折旧摊销	2235	2429	2818	3235	3567
财务费用	346	189	347	319	324
投资损失	-102	-4	-62	-96	-152
营运资金变动	-50	-1322	-1582	-1624	-1216
其他经营现金流	819	971	602	416	376
投资活动现金流	-2094	-3745	-6091	-5918	-5806
资本支出	-2201	-3620	-5196	-5508	-5703
长期投资	12	-63	2	-212	29
其他投资现金流	95	-62	-897	-199	-131
筹资活动现金流	-2917	2752	435	-875	68
短期借款	-540	-557	400	-400	500
长期借款	161	1840	-1450	150	50
普通股增加	-8	0	0	0	0
资本公积增加	-61	73	50	30	20
其他筹资现金流	-2470	1397	1435	-655	-502
现金净增加额	380	3136	-1045	-729	1931

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	34124	44211	51741	63678	75888
营业成本	27319	37238	43187	52700	62658
营业税金及附加	204	228	259	318	387
营业费用	332	366	440	535	668
管理费用	1402	1411	1656	2038	2428
研发费用	1808	1975	2484	3152	3794
财务费用	212	42	306	214	196
资产减值损失	-707	-761	-502	-353	-303
其他收益	274	262	259	343	420
公允价值变动收益	-200	-179	-130	-180	-220
投资净收益	102	4	62	96	152
资产处置收益	11	2	16	19	23
营业利润	2553	2210	3170	4771	5978
营业外收入	9	15	11	11	12
营业外支出	40	30	45	39	38
利润总额	2521	2194	3135	4744	5952
所得税	474	436	632	930	1183
净利润	2047	1759	2504	3814	4770
少数股东损益	-4	5	-1	1	4
归属母公司净利润	2051	1753	2505	3813	4765
EBITDA	5386	5033	6260	8193	9715
EPS (元/股)	0.28	0.24	0.34	0.52	0.65

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-1.0	29.6	17.0	23.1	19.2
营业利润(%)	24.3	-13.4	43.4	50.5	25.3
归属母公司净利润(%)	28.5	-14.5	42.8	52.2	25.0
获利能力					
毛利率(%)	19.9	15.8	16.5	17.2	17.4
净利率(%)	6.0	4.0	4.8	6.0	6.3
ROE(%)	11.2	8.9	11.2	14.4	15.1
ROIC(%)	9.7	6.6	7.7	10.1	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	50.8	56.0	55.3	52.3	49.9
净负债比率(%)	27.9	26.8	34.2	30.0	20.9
流动比率	1.4	1.6	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.9	1.2	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	3.8	4.4	4.2	4.5	4.7
应付账款周转率	3.9	4.3	4.2	4.5	4.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.24	0.34	0.52	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.55	0.63	0.83	1.05
每股净资产(最新摊薄)	2.50	2.71	3.06	3.64	4.33
估值比率					
P/E	55.3	64.7	45.3	29.7	23.8
P/B	6.2	5.7	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA	9.7	12.2	19.3	14.8	12.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 12 月 23 日收盘价

内容目录

一、热管理市场空间广阔，液冷方案渗透率提升	5
二、布局 AI 算力散热电源领域，内生外延双轮驱动	7
风险提示	10

图表目录

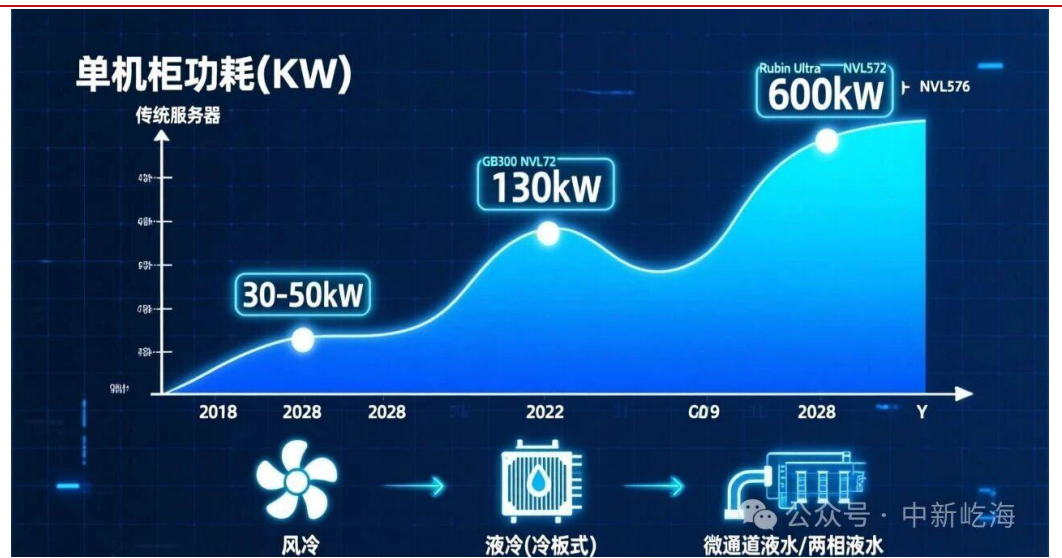
图表 1: 热管理技术演进路线	5
图表 2: 2023-2026F AI 数据中心液冷散热渗透率	6
图表 3: AI 服务器液冷散热方案关键零组件供应商	6
图表 4: 立敏达产品矩阵	7
图表 5: 立敏达业绩情况	8
图表 6: 立敏达客户情况	8
图表 7: 立敏达为英伟达提供核心散热组	9
图表 8: 领益智造热管理业务发展历程	10

一、热管理市场空间广阔，液冷方案渗透率提升

全球热管理市场增长态势强劲，发展前景广阔。随着 AI 算力爆发、新能源汽车加速渗透、数据中心规模扩张、新型储能电站大规模部署以及消费电子产品持续向高性能和轻薄化演进，各大应用场景对热管理的精细化、高效化和智能化要求达到了前所未有的高度，热管理行业正迎来由多领域需求共振驱动的爆发式增长期。根据 Mordor Intelligence，2024 年数据中心热管理市场规模为 165.6 亿美元，到 2029 年预计增长到 345.1 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 15.82%。随着数据中心设备及 AI 服务器功耗日益提升，GPU、CPU 等算力芯片朝着更高性能升级，市场对供电系统、散热系统提出更高要求，核心组件中电源管理系统及散热系统的价值量显著提升。根据 IDC 的预测，2025 年全球 AI 服务器散热市场规模将突破 120 亿元。

单机柜热设计功耗 (TDP) 呈现指数级增长趋势，AI 服务器的快速发展正在推动热管理技术的革新。AI 服务器采用的 GPU 和 ASIC 芯片功耗大幅提升，以 NVIDIA GB200/GB300 NVL72 系统为例，单柜热设计功耗 (TDP) 高达 130kW-140kW，远超过传统气冷系统的处理极限，遂率先导入液对气 (Liquid-to-Air, L2A) 冷却技术。受限于现行多数数据中心的建筑结构与水循环设施，短期内 L2A 将成为主流过渡型散热方案。预计 2027 年推出的 Rubin Ultra NVL576 将达到 600kW 的整机柜功耗，随着新一代数据中心自 2025 年起陆续完工，加上 AI 芯片功耗与系统密度不断升级，预期液对液 (Liquid-to-Liquid, L2L) 架构将于 2027 年起加速普及，提供更高效率与稳定的热管理能力，逐步取代现行 L2A 技术，成为 AI 机房的主流散热方案。

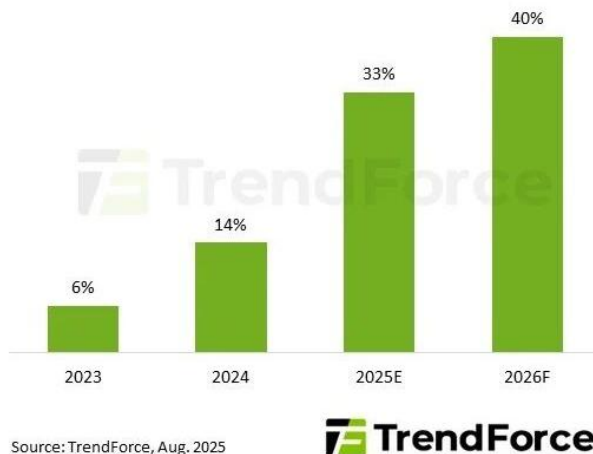
图表1：热管理技术演进路线



资料来源：中新屹海，国盛证券研究所

液冷渗透率持续攀升。根据 TrendForce，随着 NVIDIA GB200 NVL72 机柜式服务器于 2025 年放量出货，云端业者加速升级 AI 数据中心架构，促使液冷技术从早期试点迈向规模化导入，预估其在 AI 数据中心的渗透率将从 2024 年 14%，大幅提升至 2025 年 33%，预计在 2026 年渗透率达到 40%，并于未来数年持续成长。液冷渗透率持续攀升，将带动冷却模块、热交换系统与外围零部件的需求扩张。

图表2: 2023-2026F AI 数据中心液冷散热渗透率



资料来源: TrendForce 集邦, 国盛证券研究所

图表3: AI 服务器液冷散热方案关键零组件供应商



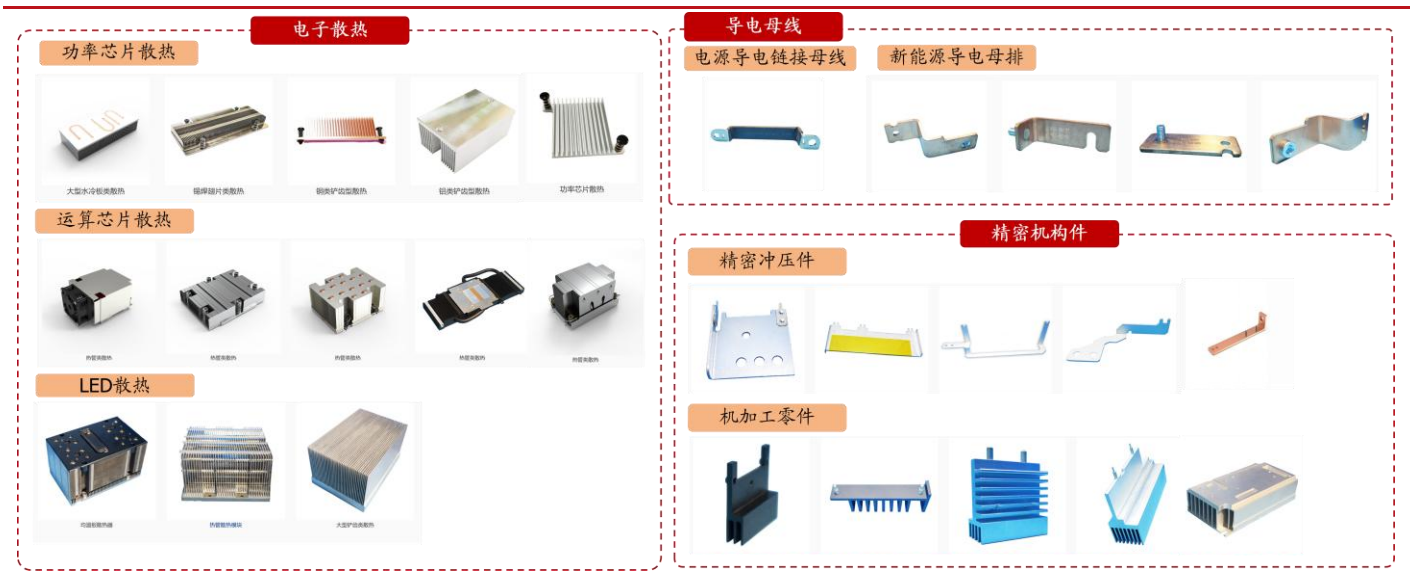
资料来源: TrendForce 集邦, 国盛证券研究所

二、布局 AI 算力散热电源领域，内生外延双轮驱动

2025 年 12 月 22 日，领益智造发布关于公司签订《股权转让协议》的公告。公司将以 8.75 亿元人民币收购立敏达 35% 股权，并通过表决权委托的形式取得 17.78% 股权的表决权，合计控制立敏达 52.78% 表决权，从而取得对目标公司的控制权。交易完成后，立敏达将纳入公司合并报表范围。

立敏达成立于 1997 年，初期生产电源周边散热器；2007 年，和 Apple、Acer、施耐德等建立合作关系；2008 年，成立数控冲压事业部，生产铜排、母线用于光伏风电等清洁能源；2012 年，成立海外工厂，主要生产散热片和铜排；2024 年，扩大风、液、水散热器规模。经过多年发展，公司在企业级服务器热管理领域具备深厚的核心技术积累和丰富的行业经验，其主营业务包括服务器液冷快拆连接器 (UQD)、液冷歧管 (Manifold)、单相液冷散热模组 (服务器液冷板及光模块冷板)、相变液冷散热模组、服务器均热板 (VC 和 3DVC) 等热管理核心硬件产品，以及母线排 (Busbar)、服务器机架等，是一家以热管理产品为核心的服务器综合硬件方案供应商。立敏达 2025 年 1-9 月实现营收 4.86 亿元，实现净利润 0.21 亿元，同比去年盈利能力改善明显。

图表4：立敏达产品矩阵



资料来源：立敏达科技，国盛证券研究所

图表5: 立敏达业绩情况

单位: 万元

项目	2025 年 9 月 30 日	2024 年 12 月 31 日
货币资金	1,895.84	720.72
应收账款	28,192.77	9,425.24
流动资产合计	42,727.68	15,151.61
非流动资产合计	10,617.61	8,697.80
资产总计	53,345.29	23,849.41
流动负债合计	40,765.34	17,725.39
非流动负债合计	5,452.93	5,123.04
负债合计	46,218.27	22,848.44
所有者权益合计	7,127.02	1,000.97
项目	2025 年 1-9 月	2024 年度
营业收入	48,625.72	27,126.16
营业利润	2,477.43	-2,972.21
净利润	2,120.69	-2,462.47
扣除非股权激励摊销费用净利润	3,620.69	-2,462.47
经营活动产生的现金流量净额	-5,519.62	-1,294.91

资料来源: 领益智造《股权转让协议》公告, 国盛证券研究所

立敏达核心客户覆盖海外算力行业头部客户及其供应链相关合作伙伴、相关服务器代工厂、电源解决方案公司, 建立了深厚且长久的客户合作关系。立敏达为英伟达 AVL/RVL 认证供应商, 为英伟达提供液冷板、液冷歧管 (Manifold)、NVQD 系列快接头等核心散热组件。立敏达参与英伟达液冷生态系统的建设, 共同研发适配英伟达服务器架构的液冷技术方案, 例如针对 GB300 系统开发的 NVUQD03 快接头, 实现了更高效、更可靠的液冷连接。2025 年 8 月, 立敏达加入由英特尔牵头的通用快接头互插互换联盟, 与其他品牌的产品实现“互插互换”, 为数据中心客户提供了更大的灵活性和选择空间。

图表6: 立敏达客户情况



资料来源: 立敏达科技, 国盛证券研究所

图表7: 立敏达为英伟达提供核心散热组

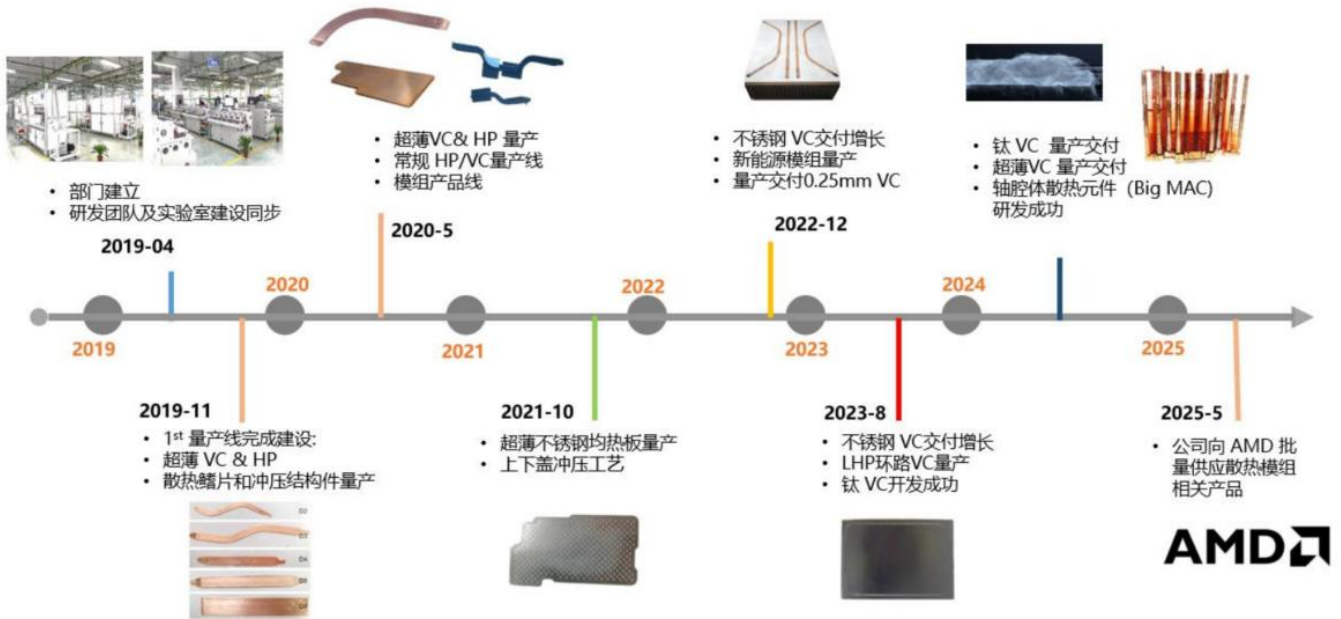


资料来源: 立敏达科技, 国盛证券研究所

领益智造在热管理(散热)领域具备完整的研发与制造能力, 专注于高效散热解决方案, 核心产品涵盖均热板、热管、多轴腔体散热元件 (Big MAC)、AI 算力芯片及服务器散热模组、石墨片、导热垫片、导热胶等关键组件。公司与全球客户在 GPU、CPU 及 AI 应用 (包括服务器、笔记本、PC、显卡、智能穿戴设备、机器人等) 的散热产品上合作, 依托自主研发、核心元件自制与工艺整合优势, 可提供系统化散热解决方案, 产品广泛应用于智能手机、智能穿戴、AI 眼镜及 XR 设备、服务器等各类 AI 终端电子产品, 针对不同应用场景量身定制优化, 满足高性能设备的严苛散热需求, 确保设备在高算力、高负载运行环境下保持卓越散热性能与长期稳定性。

通过本次收购, 将有助于公司快速获得境内外特定客户服务器液冷散热业务的技术储备与客户认证资质, 并降低服务器电源相关产品的开发成本和产品验证周期。立敏达可与公司现有服务器业务形成战略协同效应, 有助于进一步丰富公司服务器板块的产品矩阵, 提升公司 AI 硬件服务器板块的业务规模和盈利能力。

图表8: 领益智造热管理业务发展历程



资料来源: 领益智造 2025 半年报, 国盛证券研究所

风险提示

新品研发进展不及预期: 若公司相应储备的升级不能满足相关募投项目拟生产新产品的生产需要, 相关新产品存在研发失败、研发进程受阻、新产品不能满足客户需求、新产品不能顺利量产等新产品开发风险, 或对公司业绩产生负面影响。

原材料价格波动: 公司采购的原材料主要包括不锈钢、铜、铝、铜箔及其他金属材料等, 如果未来因经济周期的波动、市场供需不平衡、客户指定的供应商产能不足等导致原材料价格大幅波动, 将对公司的原材料采购产生较大影响, 从而对公司的盈利能力产生一定不利影响。

行业竞争加剧: AI 终端是公司主要的下游应用领域, 若未来市场竞争激烈程度进一步提升, 产品价格下降压力较大, 或对公司后续发展产生不利影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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

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

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

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