



入局液冷，主业镁合金大有可为

—— 春秋电子（603890.SH）首次覆盖报告

分析师：曾韬、高峰、段尚昌



入局液冷，主业镁合金大有可为

—— 春秋电子（603890.SH）首次覆盖报告

2026年4月14日

核心观点

- **坚定“一体两翼”战略，经营重回历史巅峰。**公司深耕笔电结构件领域十余年，依托自主模具设计制造能力构建一站式解决方案，在精度、良率、交付与定制化能力上具备显著优势，长期深度绑定联想、戴尔、惠普等全球头部客户，是笔电结构件行业领军者。主业基础上凭借高战略站位前瞻布局新能源汽车结构件及通信电子，形成“一体两翼”发展模式，25年经营业绩重回历史巅峰。
- **液冷趋势明确，收购全球优质资产布局。**AI大势所趋下液冷技术前景广阔，25年底公司公告要约收购全球液冷领域先行者Asetek快速切入市场。Asetek聚焦高端PC液冷市场，2012年起即研发D2C服务器液冷技术。借助Asetek在液冷领域的深厚技术积累、品牌口碑及自身制造规模、客户资源等优势，公司有望再次实现战略转型，提升全球竞争力，打开未来发展天花板。
- **镁合金大有可为，具身智能&航空航天打开空间。**镁合金在轻量化、高比强度和电磁性能等方面具备优势，在新能源汽车、人形机器人、低空经济及航空航天等领域的应用空间逐步打开。公司已掌握半固态镁合金成型等相关工艺，叠加大型设备资源优势与模具开发能力，新能源汽车等领域业务放量可期。
- **PC行业回暖叠加AIPC升级，主业核心优势持续体现。**周期换机需求叠加AIPC加速渗透推动全球PC出货量重回增长区间。公司起家于模具环节，强大的模具自主设计制造能力巩固增强了结构件业务的竞争优势，增长弹性或领先行业。公司越南产能直供海外客户，有效规避贸易风险同时提升盈利，未来放量将对业绩形成明显支撑。
- **投资建议：**公司笔电结构件主业周期向上趋势明确。镁合金技术巩固中长期竞争优势及成长性，液冷布局落地将再提估值。我们预计公司2025-2027年营收分别为41/47/53亿元；归母净利润分别为2.9/3.1/4.1亿元，EPS 0.64/0.69/0.92元/股，对应PE 22x/20x/15x。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**布局液冷进度、行业复苏及AIPC渗透、宏观环境及国际贸易环境等不及预期的风险。

主要财务指标预测

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,945 | 4,147 | 4,683 | 5,282 |
| 收入增长率% | 21.11 | 5.13 | 12.90 | 12.79 |
| 归母净利润(百万元) | 211 | 286 | 308 | 413 |
| 利润增长率% | 690.05 | 35.25 | 7.70 | 34.10 |
| 分红率% | 30.52 | 19.28 | 16.60 | 22.13 |
| 毛利率% | 14.66 | 18.70 | 17.15 | 18.54 |
| 摊薄EPS(元) | 0.47 | 0.64 | 0.69 | 0.92 |
| PE | 29.14 | 21.54 | 20.00 | 14.92 |
| PB | 2.12 | 1.95 | 1.80 | 1.64 |
| PS | 1.56 | 1.48 | 1.31 | 1.17 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

春秋电子（股票代码：603890）

推荐 首次评级

分析师

曾韬

☎：010-80927653

✉：zengtao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525030001

高峰

☎：010-80927671

✉：gaofeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040001

段尚昌

☎：010-80927653

✉：

duanshangchang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524090003

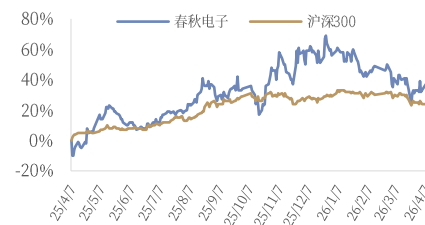
市场数据

2026年04月13日

| | |
|------------|----------|
| 股票代码 | 603890 |
| A股收盘价(元) | 14.19 |
| 上证指数 | 3,890.16 |
| 总股本(万股) | 44,681 |
| 实际流通A股(万股) | 44,681 |
| 流通A股市值(亿元) | 63 |

相对沪深300表现图

2026年04月13日



资料来源：中国银河证券研究院

目录

Catalog

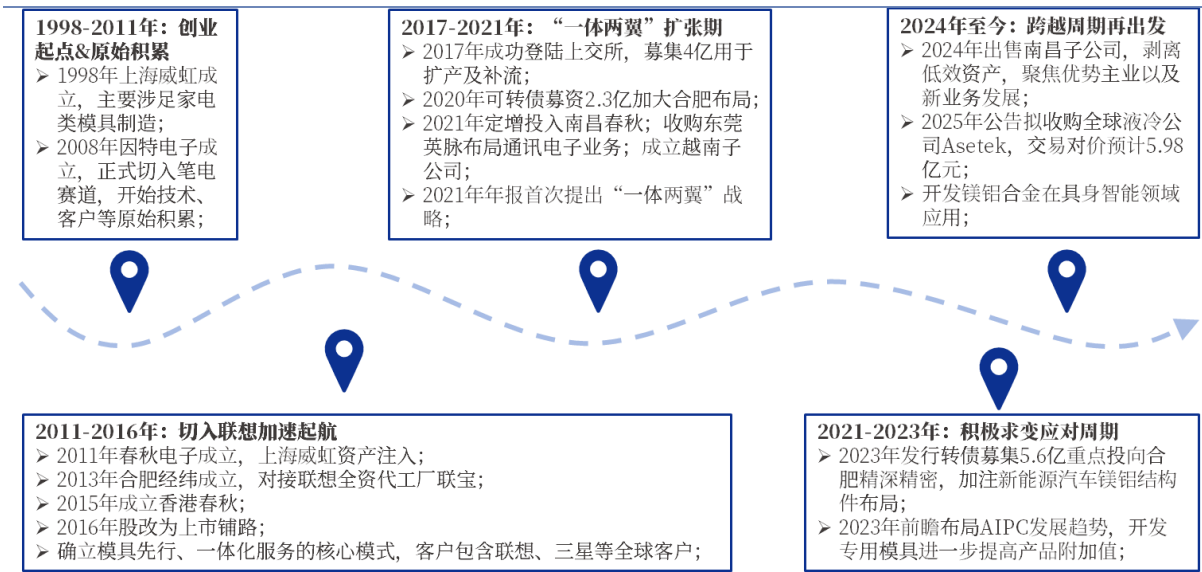
| | |
|------------------------------------|----|
| 一、 笔电结构件领军者布局液冷赛道 | 3 |
| (一) 笔电结构件领军企业, “一体两翼” 战略后再出发 | 3 |
| (二) 财务分析: 业绩持续修复, 盈利重回历史峰值 | 5 |
| 二、 液冷趋势明确, 精选全球优质资产积极布局 | 12 |
| 三、 主业基本面向上, 镁合金大有可为 | 16 |
| 四、 投资建议 | 20 |
| (一) 盈利预测 | 20 |
| (二) 相对估值 | 20 |
| (三) 绝对估值 | 21 |
| (四) 投资建议 | 21 |
| 五、 风险提示 | 22 |

一、笔电结构件领军者布局液冷赛道

(一) 笔电结构件领军企业，“一体两翼”战略后再出发

十年深耕造就笔电龙头。春秋电子前身是成立于1998年的上海威虹，创始人薛革文凭借多年的行业经验积累，正式创业并从事家电模具业务。2008年预判未来消费电子浪潮成立因特电子正式切入笔电结构件赛道。2011年春秋电子正式成立，后续创立上海威泓、合肥经纬等核心子公司，并深刻绑定联想全资代工厂联宝，规模开始快速提升。2017年春秋电子于上交所上市，确立通过自主设计制造高精度模具，实现对结构件产品质量和成本的有效控制，为客户提供从设计到生产的一站式服务模式。2020年起公司开始布局新业务方向，构建了“一体两翼”战略方针：截至2024年，公司在笔电结构市场已形成领先优势，营收规模居行业前列，同时国内新能源汽车结构件与通信电子已初具雏形。**2025年11月公司公告拟收购全球液冷龙头Asetek，正式布局液冷赛道。**

图1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

目前公司主要产品为笔电结构件以及新能源汽车结构件。公司自精密模具生产制造起家，已积累丰富的模具设计、生产经验，成为其典型竞争优势之一，并为后续切入笔记本电脑赛道打下基础。笔记本电脑相关产品包括从精密模具设计到末端模组制造的各个环节，笔电四大结构件为支柱产品。汽车端则顺应镁铝合金轻量化趋势，从车载屏幕切入新能源汽车供应量，覆盖中控系统、转向系统、电控系统以及部分塑胶件。此外，轻量化的镁铝合金结构件在具身智能、低空经济等领域也有较大前景。另外公司收购东莞英脉后新增通信电子产品，完成“一体两翼布局”。

合作客户均为行业龙头领先企业。经多年深耕，公司在笔电结构件领域与联想、戴尔、三星、惠普等全球笔电龙头、华勤等领先代工厂建立稳定合作关系。在新能源汽车结构件方面，已进入小米、蔚来、小鹏、比亚迪、宝马、吉利、大众等车企供应链体系，不断提升市场份额维持高增长态势。

图2：公司主要笔电结构件产品



资料来源：公司半年报，中国银河证券研究院

图3：公司主要新能源汽车结构件产品



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

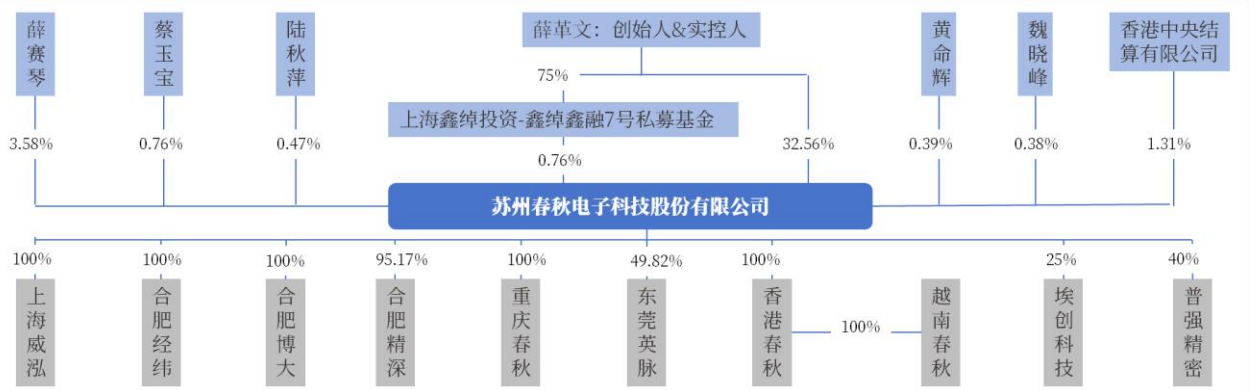
图4：公司客户群



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

创始人行业经验丰富，积极进行战略布局。公司股权结构稳定，截至 2025Q3 公司实控人兼创始人薛革文直接&间接持股 33.13%，近三年来基本不变。创始人薛革文 1988 年进入模具行业，从模具厂职员做到厂长积累了丰富的技术、管理经验，对行业趋势把握精准。公司核心子公司包括上威泓（模具等），合肥经纬、博大精密、精深精密、重庆春秋（结构件等），越南春秋（越南出海），东莞英脉（通信电子业务）。2024 年公司基于对未来行业形势判断以及产销规划将南昌春秋 65% 股权转让给上海摩勤，完成对亏损资产的出清、轻装上阵。

图5：公司股权结构及控股子公司情况



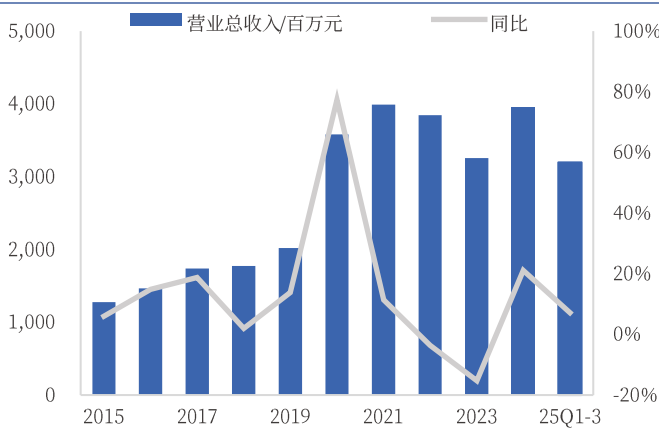
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

(二) 财务分析：业绩持续修复，盈利重回历史峰值

1. 营收及盈利能力

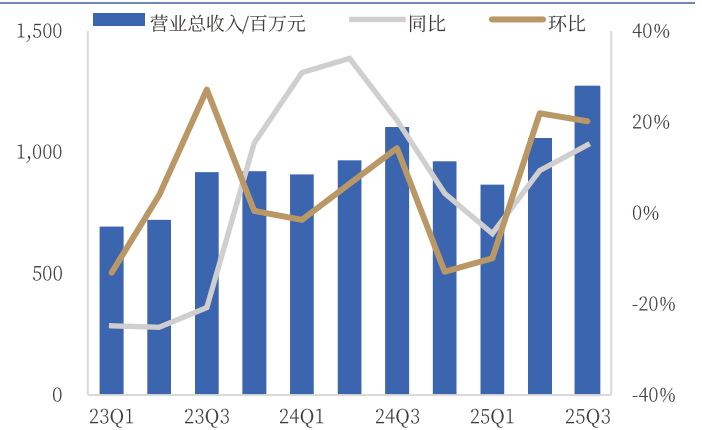
公司营收稳定增长。2025 年前三季度，公司营业收入实现 31.97 亿元，同比增长 7.2%，主要系换机需求、主要客户份额持续提升以及镁合金渗透率持续提升，下游需求保持稳定增长带动公司规模扩张。主营业务中 PC 及智能终端结构件业务仍为核心，其 25H1 占比 84.6%，同比增长 8% 超过同期营收增速 (+2.6%)；通讯电子业务受行业景气度、竞争加剧等影响同比下滑 42%。25Q3 公司营收 12.7 亿元，同比+15%，环比+20%。

图6：公司年度营业总收入情况



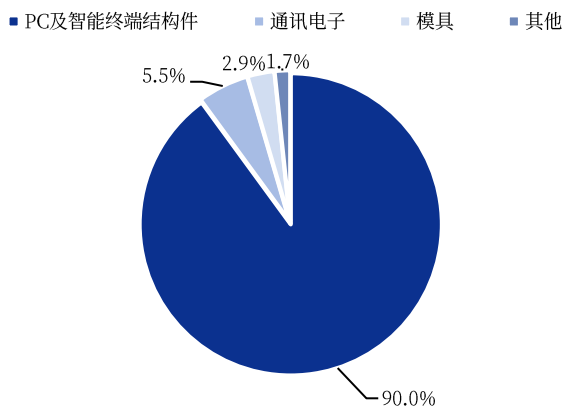
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图7：公司单季度营业总收入情况



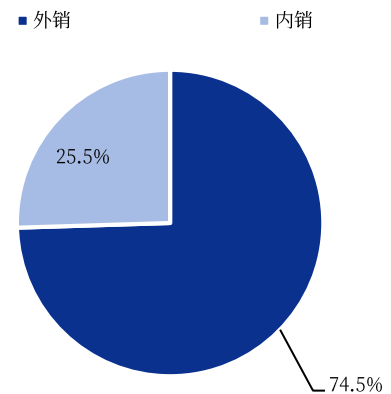
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图8：25H1 公司营收按产品分类拆分



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

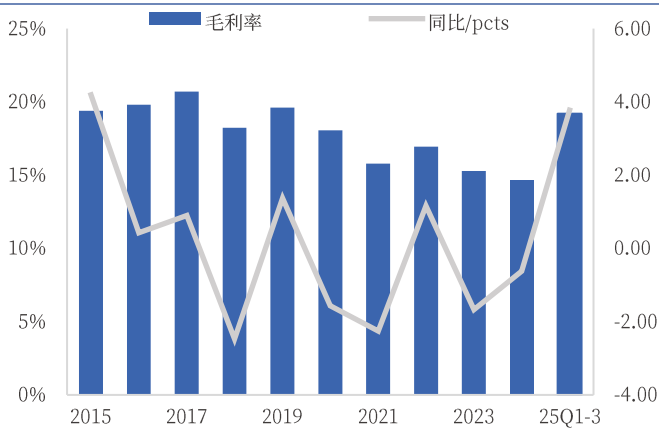
图9：25H1 公司营收按地区分类拆分



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

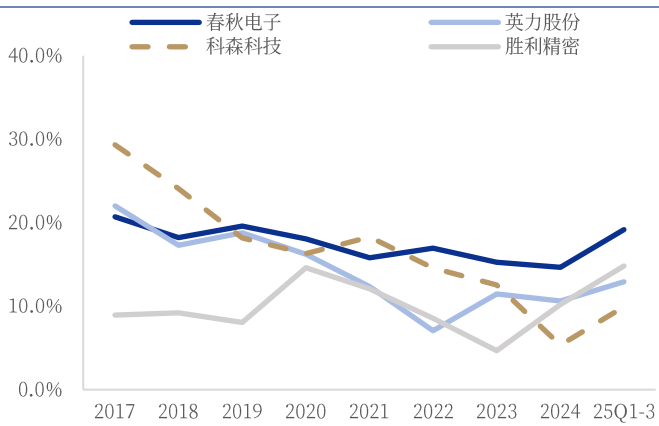
25Q3 公司毛利率快速提升。25Q1-3 公司销售毛利率 19.2%，同比+3.8pcts。25Q3 公司销售毛利率 20.9%，同/环比+4.0/+3.4pcts。一方面，AIPC 等行业趋势下高端机型对结构件美观度等提出更高要求，另一方面公司高毛利客户、海外销售情况向好，带动镁合金等高毛利品类占比提升。横向比较看，公司规模、制造成本优势显著，前三季度毛利率明显领先同行可比公司 7pcts 以上。我们认为 PC、消费电子等升级趋势不改，同时镁价低位运行，公司主营结构件业务向好，同时液冷、具身智能等增长曲线有望贡献新的盈利弹性。

图10: 公司年度毛利率情况



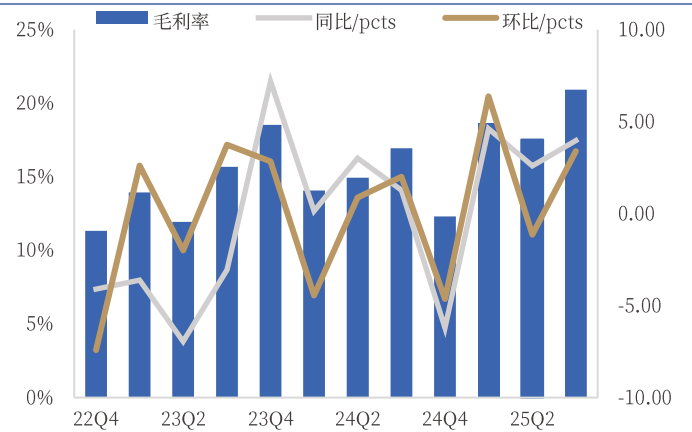
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图12: 可比公司毛利率对比



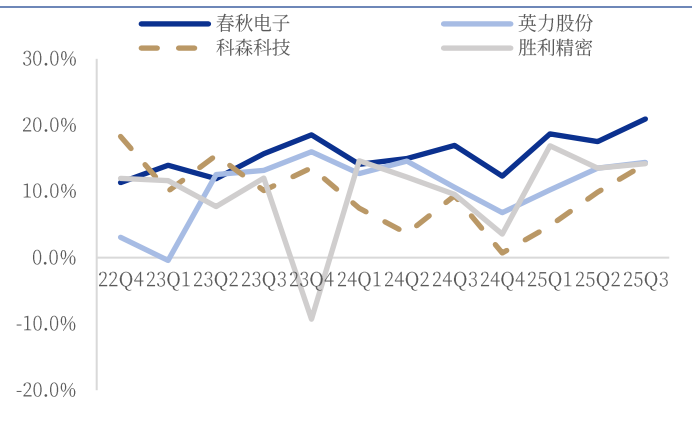
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图11: 公司单季度毛利率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

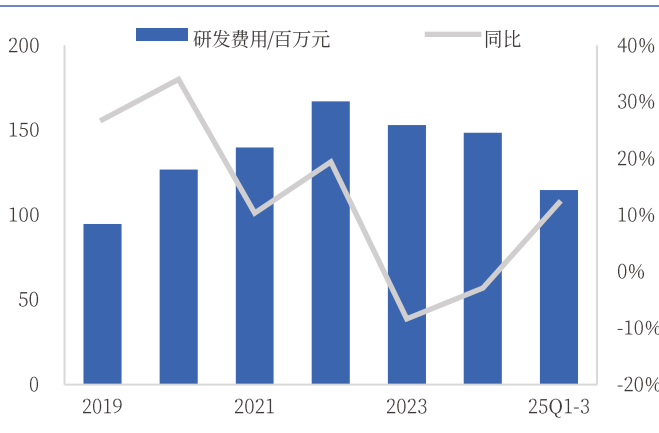
图13: 可比公司单季度毛利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

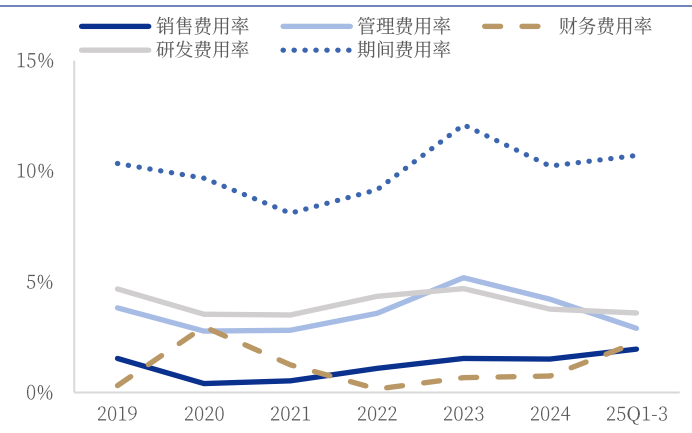
有效降费，期间费用率下行。25Q1-3 公司期间费用率为 10.7%，同比-1.9pcts，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.0%、2.9%、3.6%、2.3%。25Q3 公司期间费用率为 10.4%，同比-3.2pcts 大幅下降，主要系 2024 年剥离南昌子公司带动各项费用均有下滑，同时公司营收规模扩大摊薄费用，环比-0.6pcts。横向上看，公司业务拓展力度加大使销售费用率有所提升，但管理费用率降至最低水平，公司进一步降本增效。

图14: 公司年度研发费用情况



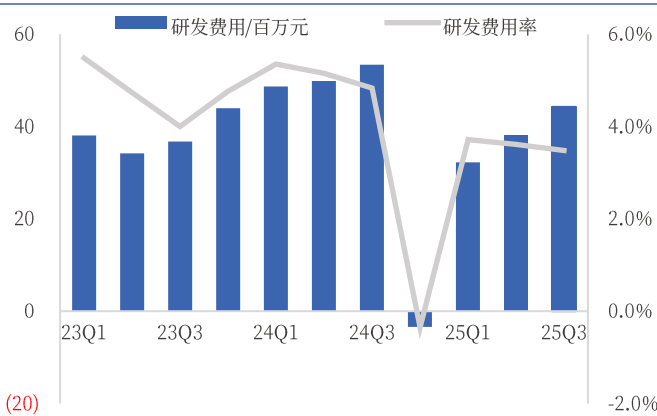
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图15: 公司年度期间费用率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

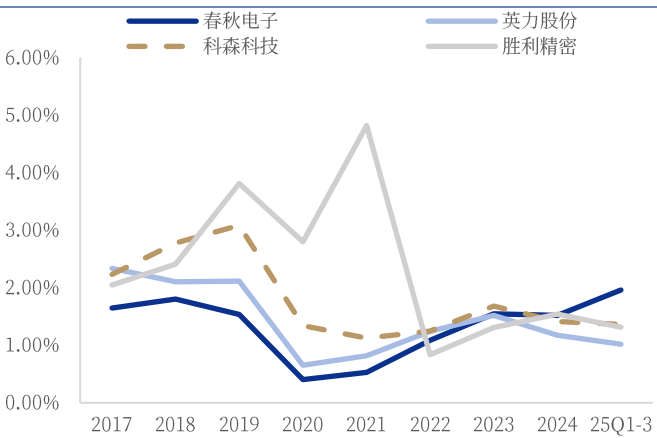
图16: 公司单季度研发费用情况



(20)

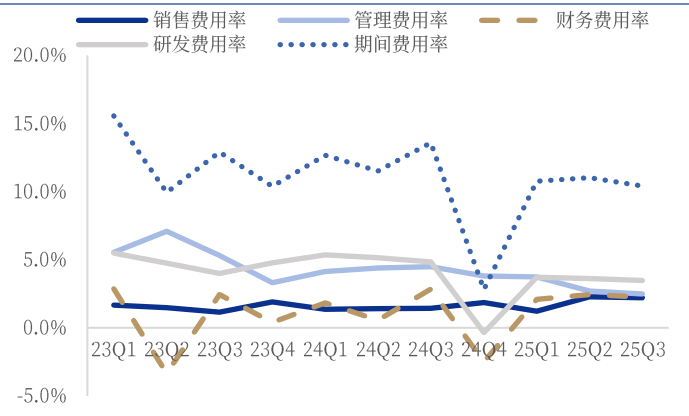
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图18: 可比公司销售费用率对比



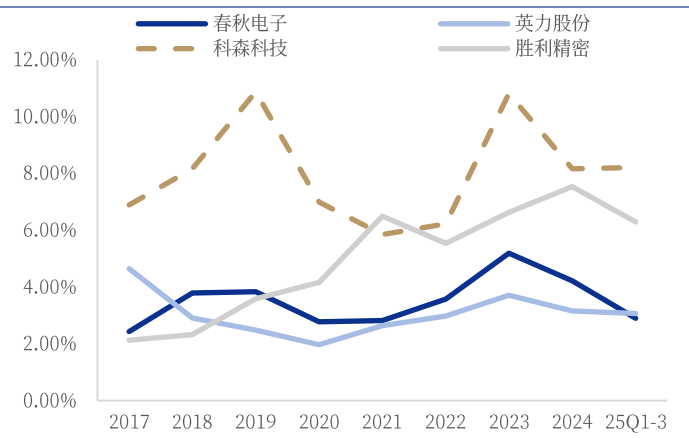
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图17: 公司单季度期间费用率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

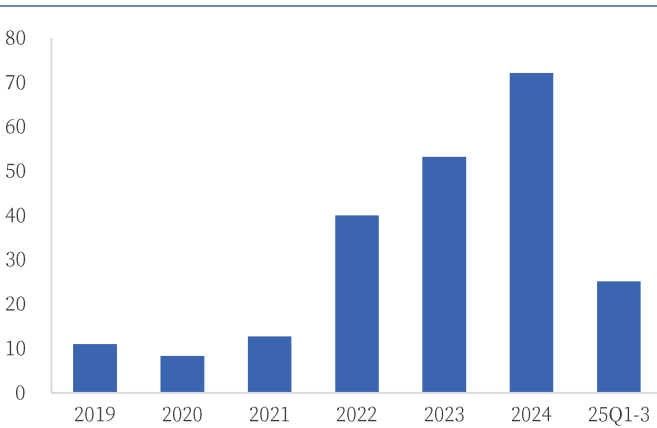
图19: 可比公司管理费用率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

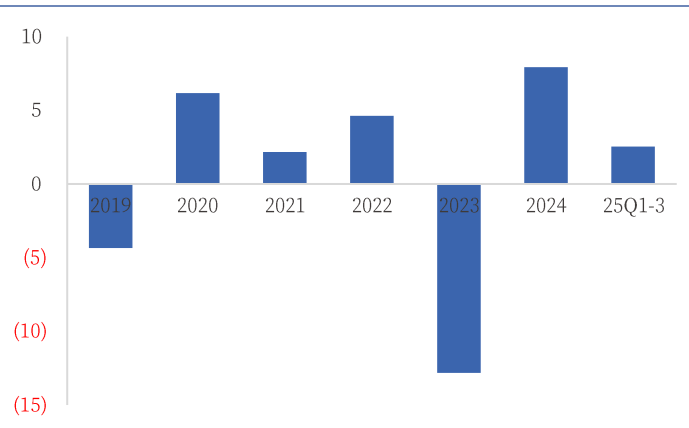
2025Q1-3 公司资产减值损失和信用减值损失分别为 0.25 亿元、253 万元。资产减值同比大幅降低主要系 2025 年已剥离南昌子公司资产, 相应存货资产减值减少, 同时 25Q3 有一定比例冲回。若用信用减值损失/应收账款及应收票据衡量信用风险变化, 公司整体经营依旧稳健。

图20: 公司资产减值损失情况 (单位: 百万元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图21: 公司信用减值损失情况 (单位: 百万元)

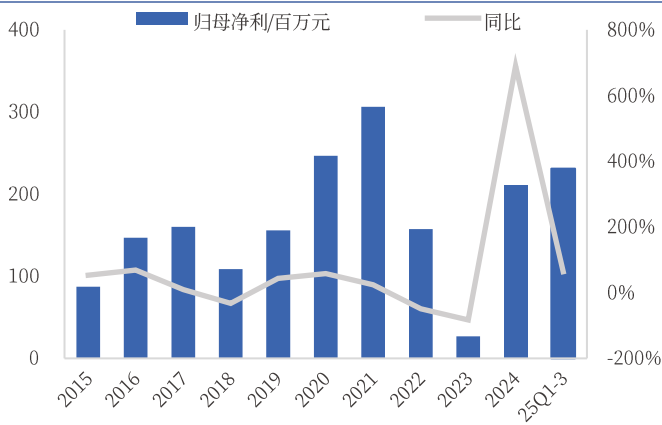


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

公司盈利重回历史峰值上水平。2025Q1-3 公司实现归母净利润 2.31 亿元, 同比+63.9%, 归母净利率 7.2%, 同比+2.5pcts。扣非净利 1.90 亿元, 同比+423%。25Q3 公司归母净利润 1.4 亿

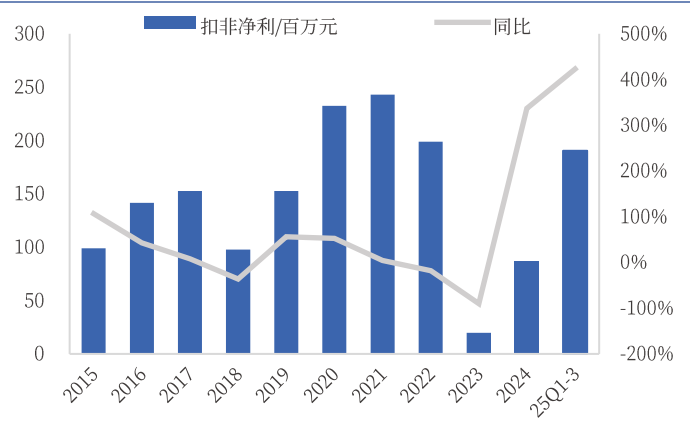
元，同/环比+20%/+160%，归母净利率 10.8%，同/环比+0.5pcts/+5.8pcts；扣非净利 1.1 亿元，同/环比+452%/+158%，扣非归母净利率 9.0%，同/环比+7.1/+4.8pcts。公司盈利能力经历 21-23 年的行业下行周期后，自 24 年触底反转，25 年业绩在产品结构优化、剥离亏损资产助力下实现快速突破，25Q3 达到历史峰值水平。25Q3 归母净利率增速弱于扣非主要系 24Q3 出售南昌子公司，25Q3 投资收益同比-80%。横向上看，公司盈利能力明显领先同行且稳定性更强，龙头优势凸显。

图22：公司年度归母净利润情况



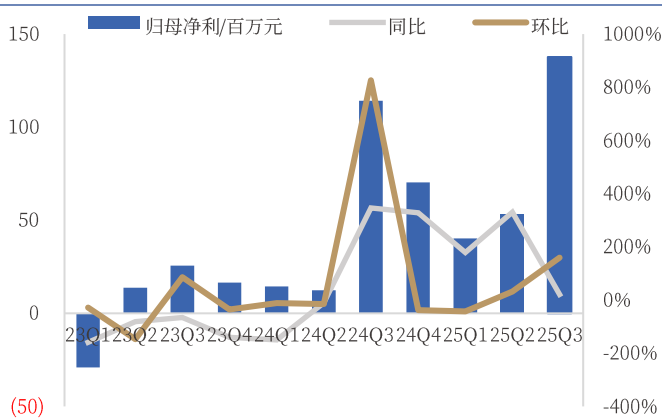
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图23：公司年度扣非归母净利润情况



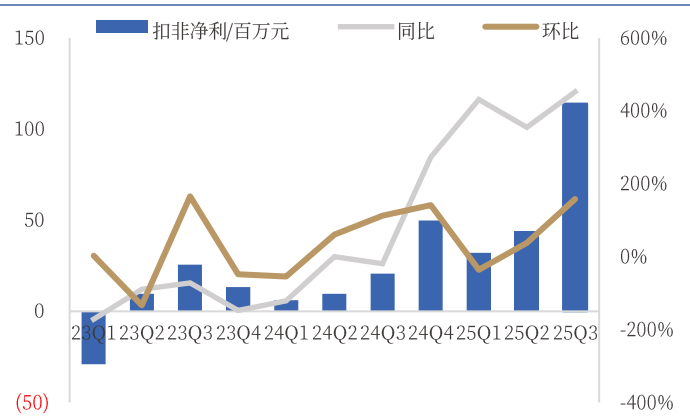
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图24：公司单季度归母净利润情况



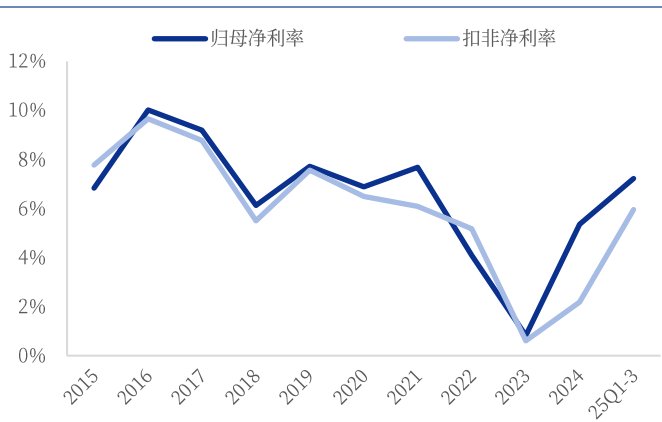
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图25：公司单季度扣非归母净利润情况



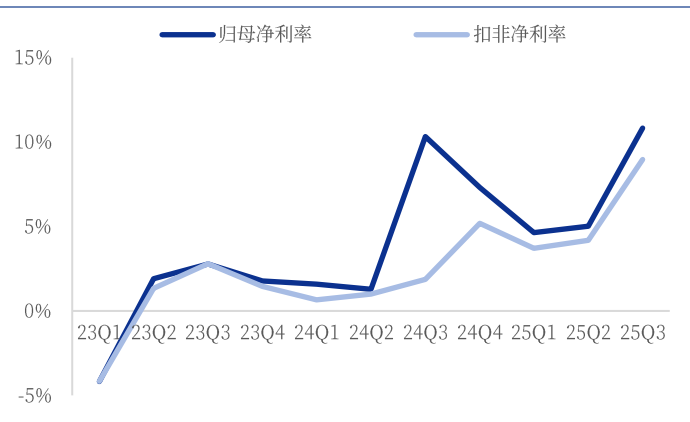
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图26：公司年度归母净利率与扣非归母净利率情况



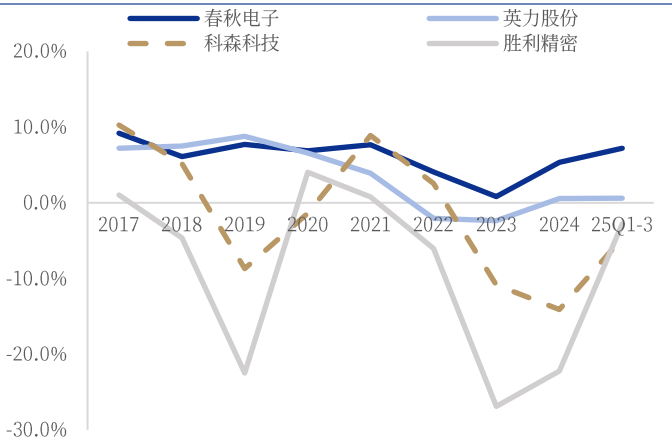
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图27：公司单季度归母净利率与扣非归母净利率情况



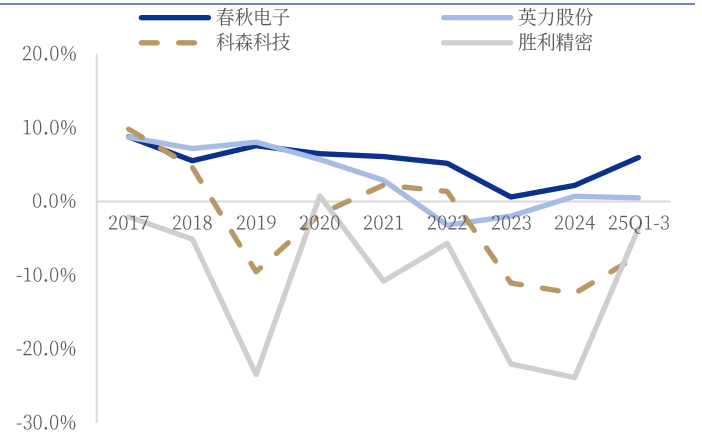
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图28: 可比公司归母净利率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图29: 可比公司扣非归母净利率对比

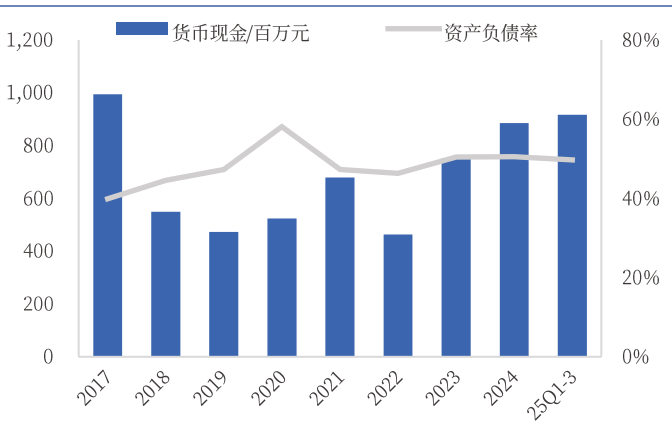


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

2. 资本结构与偿债能力

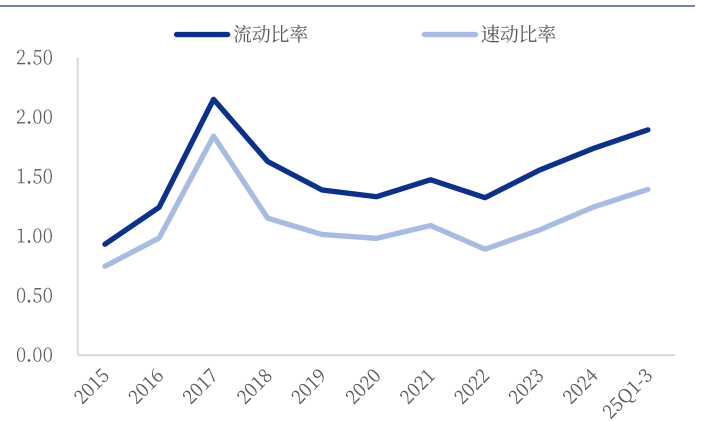
2025Q1-3 公司资产负债率 49.7%，资产结构健康。期末货币现金 9.2 亿元，同比基本维持，公司控制风险、前瞻战略规划能力强，在行业低谷期有效控制在手现金，同时通过可转债融资、出售低效资产进一步增强资金能力。公司流动比率/速动比率分别为 1.33/0.92，偿债能力明显提升。

图30: 公司货币现金情况



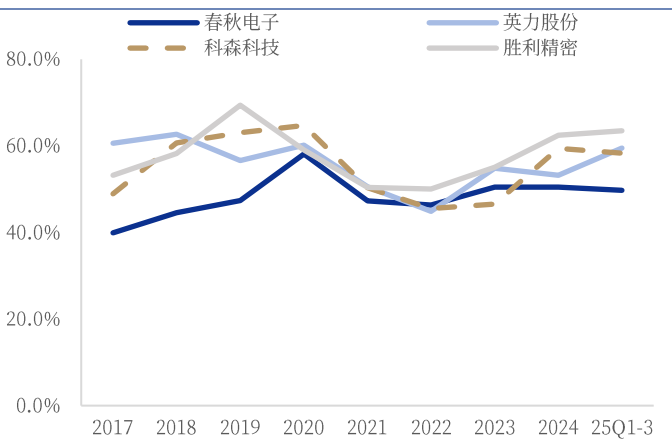
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图31: 公司流动/速动比率情况



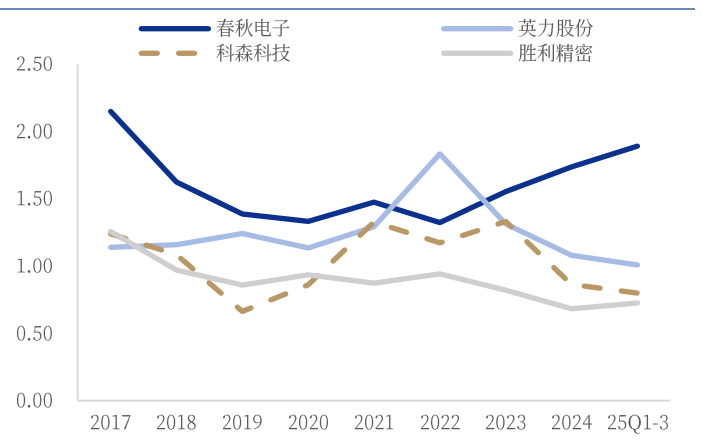
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图32: 可比公司资产负债率情况



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图33: 可比公司流动比率情况

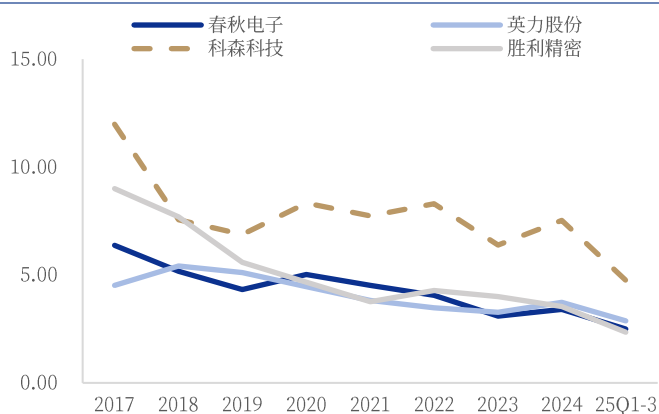


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

3. 营运能力

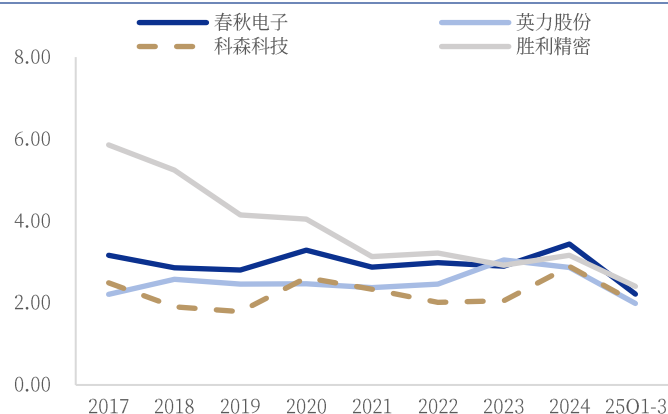
2025Q1-3 公司存货周转率、应收账款周转率、净资产周转率、总资产周转率分别为 2.5 次、2.2 次、1.0 次、0.5 次，基本保持在行业均线水平且差距不大，符合结构件在电子行业内相对定制化、重资产、账期较长的特点。

图34: 可比公司存货周转率对比情况



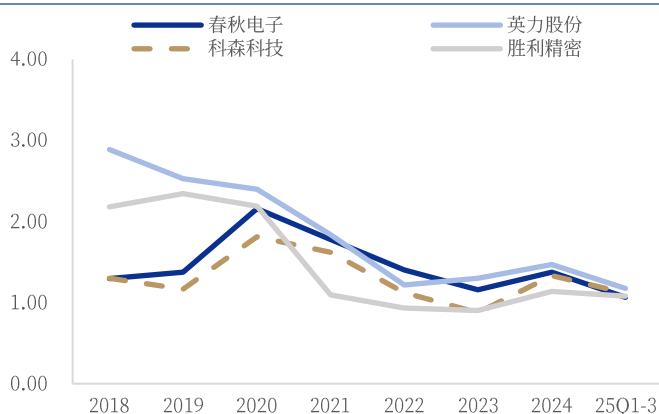
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图35: 可比公司应收账款周转率对比情况



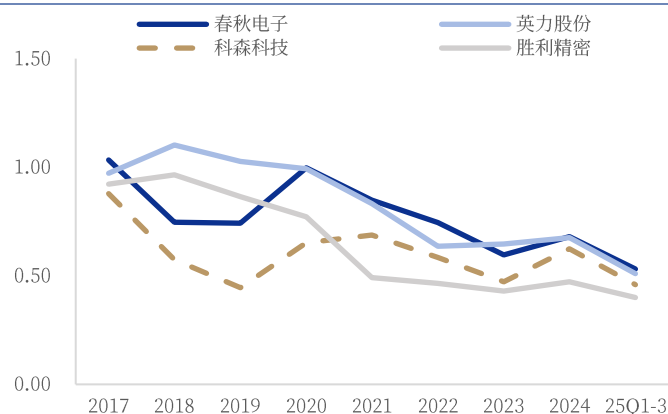
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图36: 可比公司净资产周转率对比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图37: 可比公司总资产周转率对比

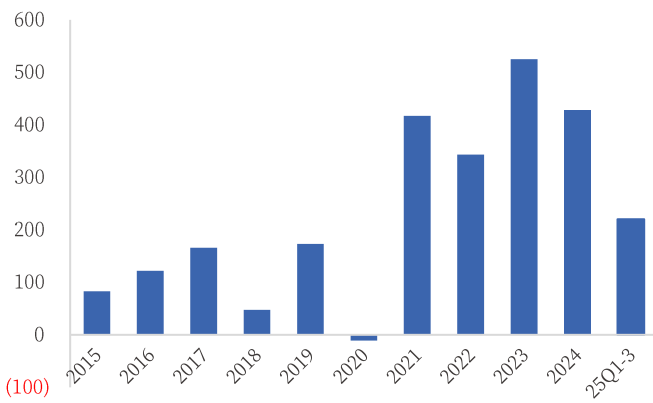


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

4. 现金流情况

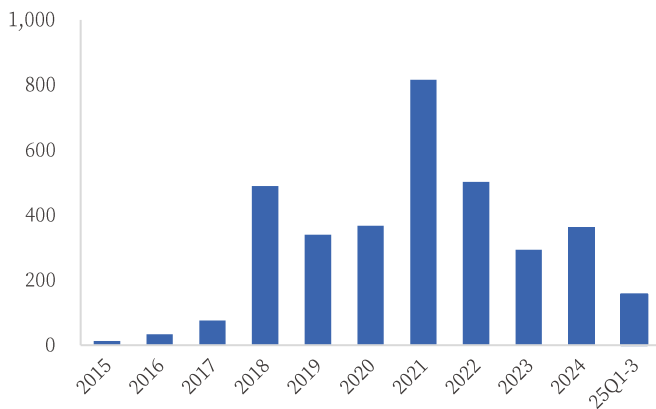
优先控制资本开支，优先布局景气赛道。2025Q1-3 公司经营性现金流净额为 2.2 亿元，同比略有提升，主要系剥离资产后流动性增强，其中 25Q2 逆势转正，25Q3 为 0.8 亿元同比下滑主要系备货+回款略延长。以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为“资本开支”参考，25Q1-3 公司资本开支为 3.0 亿元，资本开支更为审慎，聚焦于液冷等未来高成长景气赛道。

图38: 公司年度经营性现金流净额/百万元



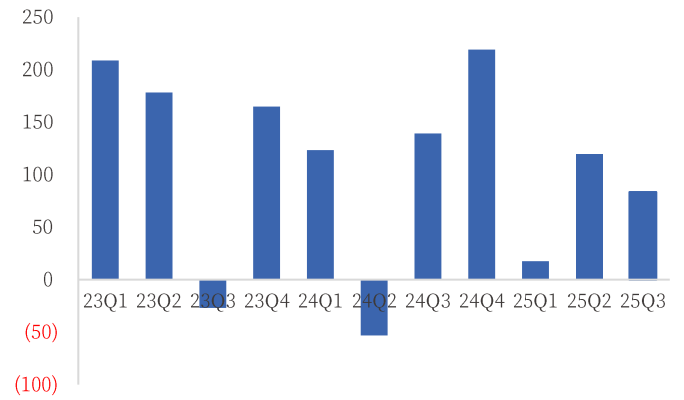
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图40: 公司年度资本开支/百万元



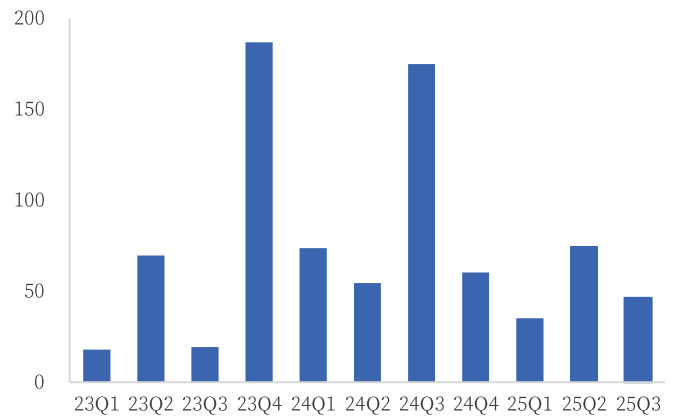
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图39: 公司单季度经营性现金流净额/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图41: 公司单季度资本开支/百万元



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

二、液冷趋势明确，精选全球优质资产积极布局

公司 2025 年 11 月正式切入液冷赛道。2025 年 11 月 25 日公司公告拟通过新加坡全资子公司 CQXA Holdings.PTE.LTD，向纳斯达克哥本哈根交易所上市公司 Asetek 全体股东发起全面现金要约收购，此次交易对价约 5.98 亿元人民币（约 8400 万美元），而按照权益法核算的全部股东权益为 9500 万美元，较账面净资产 5279 万美元（上交所回复函披露）增值率 80%。本次收购全部使用自有（预计占 40%）及自筹资金，资金出境并购；为配合收购公司计划向银行申请不超过 5 亿元的授信。截至 3 月 23 日，公司公告：要约收购所需的全部境内外审批及备案事项已全部完成，按计划 4 月 8 日要约期届满后将持续推进后续事项。

表1: Asetek 最近两年及一期主要财务数据（单位：万美元）

| 报表项目 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年前三季度 |
|------|--------|--------|------------|
| 资产总额 | 10,274 | 7,936 | 8,631 |
| 负债总额 | 3,661 | 3,823 | 3,559 |
| 净资产 | 6,613 | 4,114 | 5,073 |
| 营收 | 7,633 | 5,520 | 3,088 |
| 净利润 | 600 | -2,394 | -627 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

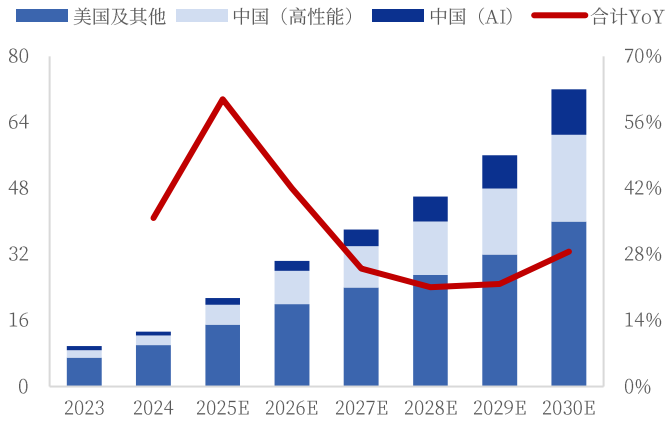
表2: 与 Asetek 可比上市公司的估值对比

| 市场 | 公司 | 地区 | 市值（万美元） | PS | PB |
|--------|------------|------|-----------|-------------|-------------|
| 境外市场 | 罗技国际股份有限公司 | 瑞士 | 1,649,758 | 3.59 | 7.99 |
| | 美商海盗船公司 | 美国 | 69,487 | 0.47 | 1.16 |
| | 龟岛公司 | 美国 | 26,804 | 0.81 | 2.42 |
| | 智晶光电股份有限公司 | 中国台湾 | 160,497 | 2.16 | 2.09 |
| | 迎广科技股份有限公司 | 中国台湾 | 23,549 | 2.36 | 3.64 |
| 国际市场平均 | | | | 1.88 | 3.23 |
| 境内市场 | 深圳长城开发科技 | 中国 | 530,728 | 2.45 | 2.95 |
| | 珠海智迪科技 | 中国 | 42,540 | 2.07 | 2.82 |
| | 深圳雷柏科技 | 中国 | 74,026 | 11.78 | 4.43 |
| 国内市场平均 | | | | 5.43 | 3.40 |
| 本次交易 | | | | 1.74 | 1.60 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

AI 数据中心功率大幅提升，服务器液冷市场前景广阔。AI 大模型的爆发式增长已带来算力需求的指数级放大，AI 服务器市场规模迅速放量，MIR 预计 2024-2030 年全球 AI 服务器出货量 CAGR 约 33%。行业在规模扩张的同时形成了高功率密度趋势，单卡芯片功率快速提升，此时传统的风冷技术已无法满足散热刚需，英伟达于 2026 年 CES 上展示的最新 Rubin 架构将全部采用液冷技术。此外，数据中心绿色化的政策限制要求服务器功耗效率同步提高，实证研究表明 74.9% 占比的液冷系统较风冷（100%）能减少 18.1% 的设施功耗、10.2% 的总数据中心功耗，每年可降低 10% 能源成本。据 TrendForce，AI 数据中心液冷渗透率 2025 年将提升至 33%，同比+19pcts；市场将达到，同比增长。此外，个人电脑伴随着终端算力、办公娱乐需求等升级迭代，液冷技术普及度有望进一步打开。

图42: 2023-2030 年全球 AI 服务器出货量 (机架单位: 万台)



资料来源: MIR, 中国银河证券研究院 (高性能指搭载英伟达芯片服务器)

图43: 2026 年 CES 英伟达展示最新的 Rubin NVL72



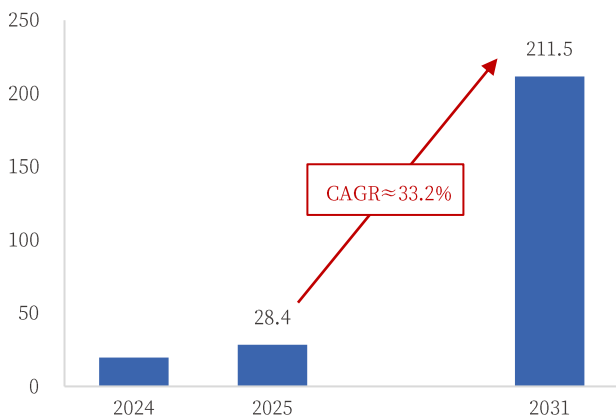
资料来源: StorageReview, 中国银河证券研究院

表3: 下一代数据中心解决方案及其配套电气设备

| 年份 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | |
|------------------|--------------|---------|------------------|-------------|--------------------------|--------------|---------------|
| 架构 | Hopper | | Blackwell | | Rubin | | |
| GPU | H100 (SXM) | H200 | B200/GB200 | G300(Ultra) | B300 (single die, B300A) | VR200 | VR300 (Ultra) |
| GPU 最大功耗 (W) | 700 | 700 | 700/1200 | 1,400 | 600 | 1800 | 3,600 |
| FP4 PFLOPS-Dense | 4* | | 10 | 15 | 4.6 | 50 | 100 |
| GPU 封装数量 | 8 | | 72 | | 16 | 72 | 144 |
| GPU 芯片数量 | 8 | | 144 | 144 | 16 | 144 | 576 |
| 散热方式 | 通常风冷 | 混合风冷、液冷 | 液冷 | | 液冷 | | |
| 背板连接 | UBB (PCB) | | Copper Backplane | UBB (PCB) | Copper | PCB | |
| NVLink 链路数量 | 18 | | 18 | | 18 | 18 | |
| NVLink 链路通道数 | 2 | | 2 | | 4 | 4 | |
| NVSwitch 版本 | NVSwitch 3.0 | | NVSwitch 5.0 | | NVSwitch 6.0 | NVSwitch 7.0 | |
| NVSwitch 端口数量 | 64 | | 72 | | 72 | 144 | |
| 激光器 | VCSEL | | EML, 硅光子器件 SiPho | | 硅光子器件 SiPho | | |

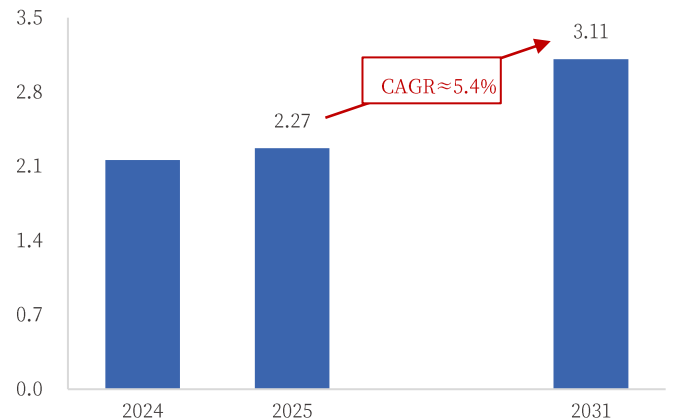
资料来源: 英伟达官网, Semi Analysis, 中国银河证券研究院

图44: 数据中心液冷市场增长趋势预测 (单位: 亿美元)



资料来源: MarketsandMarkets Analysis, 中国银河证券研究院

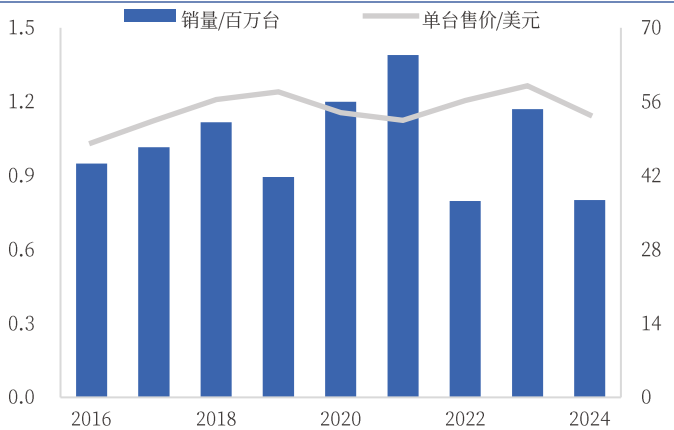
图45: PC 液冷市场 2025-2031 年 CAGR 约 5.4% (单位: 亿美元)



资料来源: QYResearch, 中国银河证券研究院

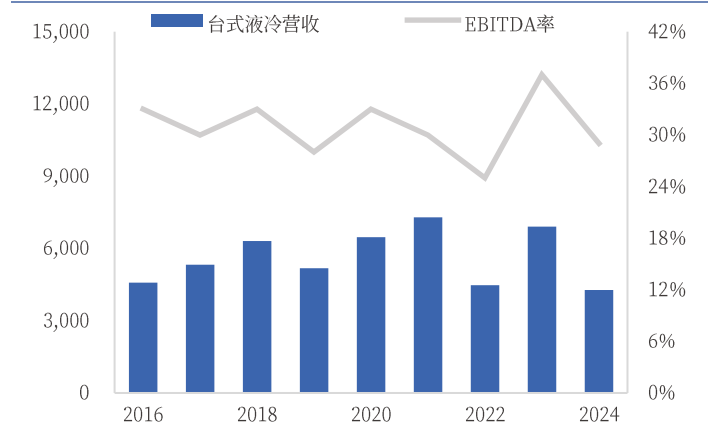
“液冷老兵” Asetek 积累深厚。Asetek 最早始于 1997 年，是一体式液冷技术的先行者，分流式冷板等多项技术与应用开创行业先河。按照公司测算口径，2024 年 Asetek 液冷产品零售销售额约 1.28~1.71 亿美元，占全球市场份额约 10.7%~14.3%。Asetek 客户群覆盖一体式液冷散热器高端供应商，大客户合作十年以上：公司在 TryX 和华硕 ROG 的份额超 80%，在戴尔外星人份额约 50%。由于聚焦高端市场，Asetek 液冷产品 2021-2024 年毛利率 42%~47% 远高于行业平均（23.2%~26.6%）。2022 年收入下滑主要系疫情导致的宏观消费下滑以及供应链问题，2024 年收入下滑主要系两大 OEM 客户改变采购策略；2025 年 10 月 Asetek 与大客户签订了长期保底采购合同，据此其更新指引：未来 3~5 年将逐步回升至历史收入及盈利水平。

图46: Asetek 一体式液冷散热器销量与单价情况



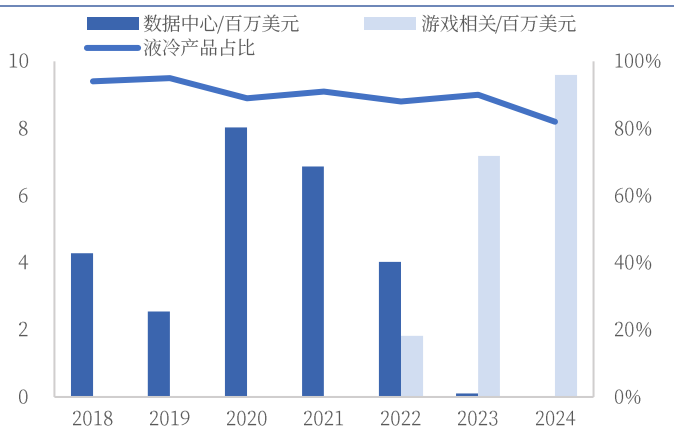
资料来源: Asetek 年报, 中国银河证券研究院

图47: Asetek 一体式液冷散热器财务表现 (单位: 万美元)



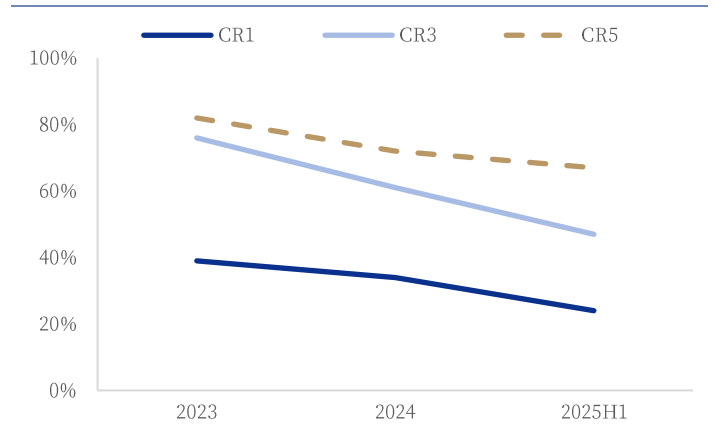
资料来源: S&P Capital IQ, 中国银河证券研究院

图48: Asetek 液冷收入占比及数据中心、游戏业务收入情况



资料来源: Asetek 年报, 中国银河证券研究院

图49: Asetek 液冷产品客户集中度



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

重启服务器领域布局，技术路线与英伟达一致。Asetek 最早于 2012 年布局服务器液冷产品并向包括惠普、富士通等服务器公司成功交付产品，2021 年因财务压力及需求不足逐步退出市场。但公司依旧储备相关技术的底层研发实力，其核心架构为 D2C 技术，与英伟达设计方案一致。Asetek 凭原业务影响力可与英伟达、AMD 等形成研发资源对接，产线、供应链亦可沿用 PC 产品业务。Asetek 与公司已形成一致认识将在数据中心液冷产品方向上开展积极布局。现已推进相关专利注册申请（包括服务器的冷却系统、换热单元的冷却系统、散热器、散热器组件、液体冷却回路、计算系统及生产散热器的方法等）。

图50: Asetek 的 D2C 技术产品

CPU and GPU Cooling

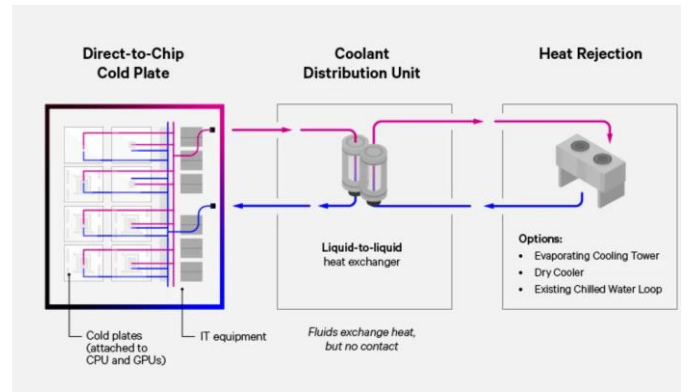
At the heart of Asetek liquid cooling architecture is the D2C Ingredient Cooler, an integrated pump and cold plate assembly used to cool CPUs and GPUs within servers. Ingredient Coolers are available for the latest CPUs from Intel and AMD.

Integration of the cold plate with the pump has several benefits:

- Reduced connections and improved reliability
- Low profile design is a drop-in replacement for air heat sinks and fits in a 1U chassis
- Low-pressure system for high reliability and minimizes stress on connections
- Redundancy built in for servers with multiple processors



图51: D2C 技术工作示意图



资料来源: Asetek 官网, 中国银河证券研究院

资料来源: Vertiv, 中国银河证券研究院

表4: 不同液冷技术对比

| | D2C 冷板式 | 喷淋式 | 浸没式 |
|-------|----------------------------|--------------------------|----------------------|
| 成本 | 冷板要求的规格多, 大多需要单独配置, 成本较高 | 通过改造服务器和机柜, 增加必须装置, 成本较小 | 冷却液用量较多, 与冷板式相比成本居中 |
| 可维护性 | 优秀 | 中等 | 较差 |
| 空间利用率 | 较高 | 最高 | 中等 |
| 兼容性 | 未与主板和芯片模块进行直接接触, 材料兼容性较好 | 直接接触, 材料兼容性较差 | 直接接触, 材料兼容性较差 |
| 安装难度 | 不改变服务器主板原有形态, 安装便捷 | 不改变服务器主板原有形态, 安装便捷 | 改变服务器主板原有形态, 需重新安装 |
| 可循环 | 采用双路环状循环对冷冻液实现二次利用, 降低运营成本 | 采用循环泵, 实现资源的再利用, 降低运营成本 | 通过室外冷却装置进行循环, 降低运营成本 |

资料来源: 兰洋科技, 中国银河证券研究院

双向协同, 锚定“电子+液冷”的长期战略。本次收购完成将有助于公司拓展产品组合和市场份额, 进一步有望增强公司业绩表现; 长期看, 通过整合 Asetek 在液冷领域的领先技术和国际客户资源, 公司可实现从电子制造向“电子+液冷解决方案”的战略转型, 显著增强在全球市场的综合竞争力, 打开未来发展的天花板。

表5: 公司与 Asetek 未来协同规划

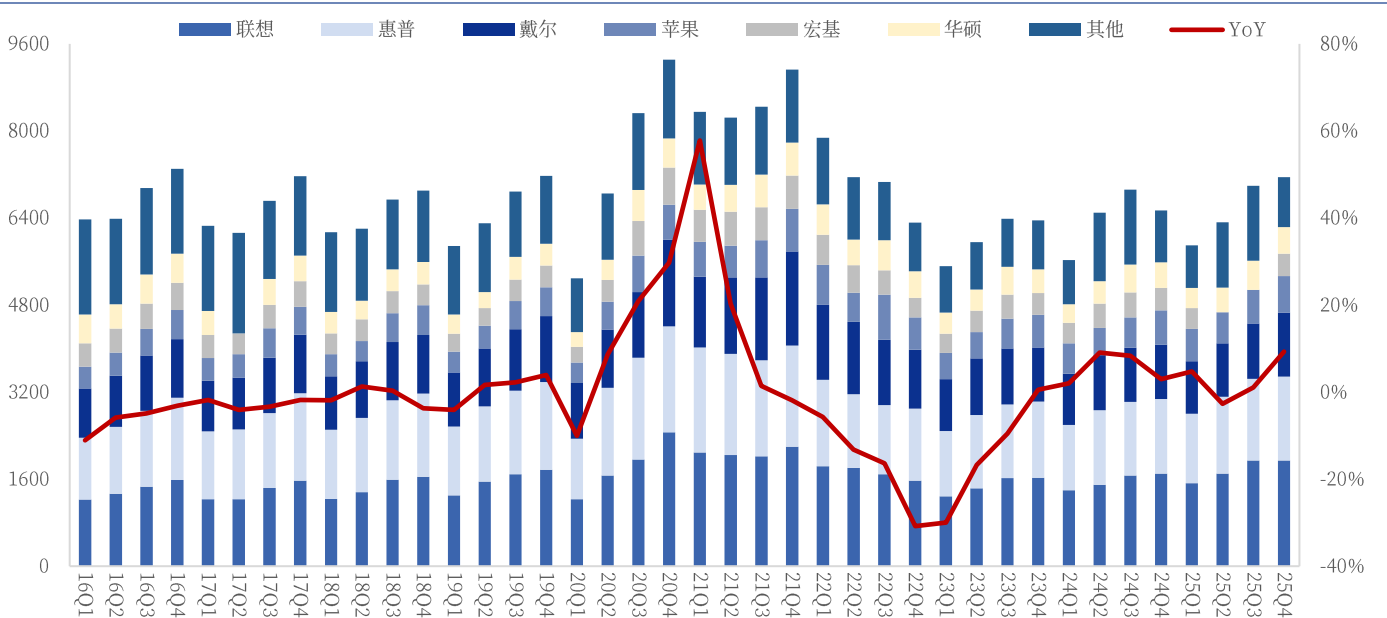
| | |
|----------|--|
| 主业协同 | 公司在中国、日本、韩国及北美主要消费电子品牌客户中具有较高渗透率; Asetek 则与戴尔外星人、华硕、NZXT、惠普等全球中高端 PC 品牌和 DIY 品牌保持长期合作。双方可利用客户及产品结构互补优势, 形成对单一客户跨品类的供应关系, 提升综合服务能力和客户粘性, 最终实现拓展客户覆盖范围, 提升高客户供应份额。 |
| 数据中心液冷协同 | Asetek 具备基础液冷底层能力, 公司具备制造规模和客户资源, 计划扩大丹麦研发团队, 购买相关研发和测试设备, 重启数据中心产品研发, 预估年投入约 1,000~1,500 万元人民币; 对接潜在客户并启动业务和产品验证工作, |
| 技术协同 | Asetek 在冷板流道与热管理结构设计方面具备领先优势, 而春秋电子在精密注塑及铝镁合金结构件的高一致性量产能力, 有机会在规模化制造中稳定实现复杂流道、关键接触面的高精度要求, 助力 Asetek 的热处理与热交换结构设计在量产阶段得到完整落地, 从而在性能一致性、生产良率及制造效率上形成实质性技术协同。 |
| 市场协同 | Asetek 以高性能/高端定位著称, 可助力提升公司在高端 PC 与电竞生态领域的技术品牌形象, 便于拓展新客户。同时, 公司将借助自身渠道优势 (尤其国内) 帮助 Asetek 扩展亚太市场的份额。 |

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

三、主业基本面向上，镁合金大有可为

全球 PC 出货量回暖，AI 驱动主业基本面向上。由于 Windows10 终止服务带来设备更新潮，同时考虑到自然换机需求（PC 换机需求周期一般在 3~5 年，上一轮换机高峰期出现在 2020/2021 年）2024 年起行业增长重回上行周期，据 Gartner 统计，2024、2025 年全球 PC 出货量同比增速分别为 6%、3% 进入正增长区间，同期公司营收触底回升，业绩自 24 年起进入修复期并在 25Q3 回到历史峰值盈利水平。更重要在结构上，人工智能技术的不断进步和应用场景的日益丰富带动 AIPC 市场需求不断扩大，各大整机厂商纷纷发布多款 AIPC 新品。我们认为 AI 带来的技术迭代速度要远超过去历史依赖硬件优化的阶段，随着 AI Agent 在 PC 领域取得突破性进展，笔电市场有望迎来增长逻辑的重塑而维持增长态势，甚至走出超预期增长曲线。AI 催化直接对应公司结构件业务扩容，此外 AIPC 往往定位高端，更高的性能需求也对轻量化、散热、电磁屏蔽等提出更高要求，从而推升公司产品单位价值量。

图52：全球 PC 出货量增长情况（单位：万台）



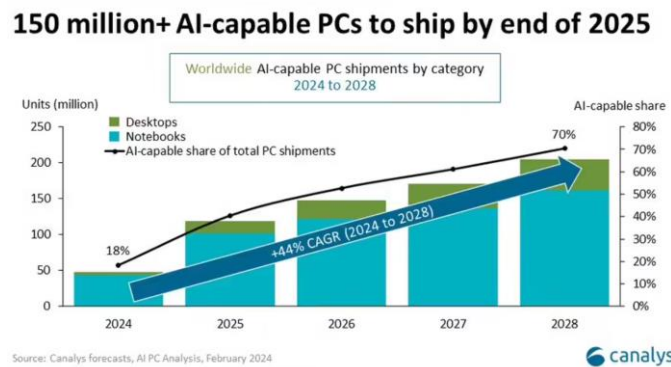
资料来源：Gartner, iFinD, 中国银河证券研究院

图53：2024 年联想首次发布搭载个人智能体“小天”的 AIPC 产品



资料来源：联想, 中国银河证券研究院

图54：2024-2028 年 AIPC 年复合增长率有望达 44%

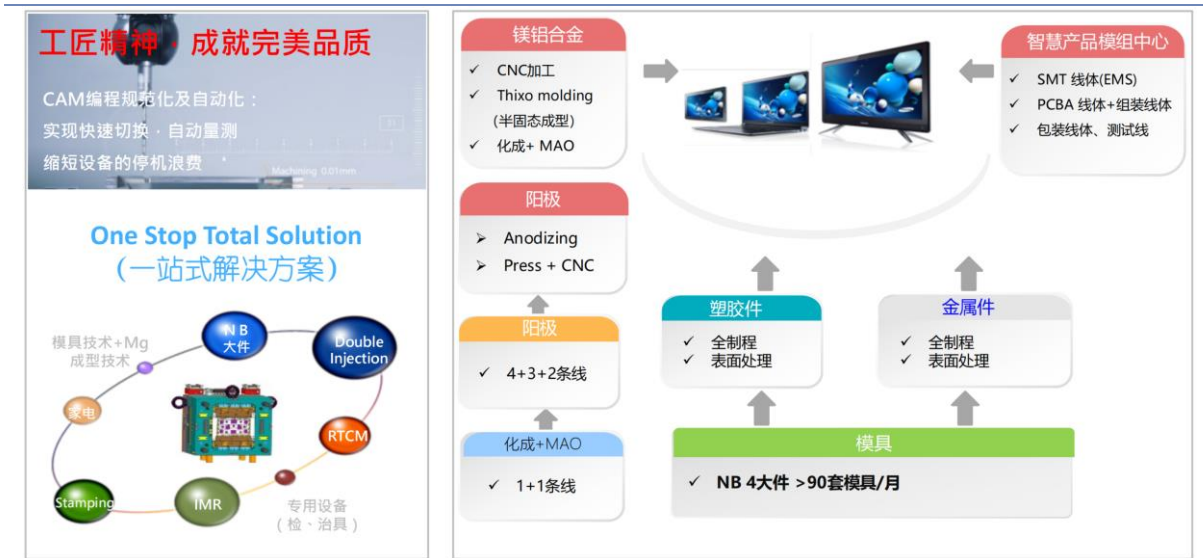


资料来源：Vertiv, 中国银河证券研究院

始于模组的一站式解决方案能力。公司从模具环节起家向下游布局至结构件模组环节，是笔记本电脑结构件供应商中较少的拥有自主模具设计生产能力的企业，并形成规模化收入，模具开发精度可达 0.008-0.015mm，而结构件的精度、成本、交付周期、良率和定制化能力均取决于模组水平，因此公司能与客户形成更紧密的研发-生产合作关系，需求响应、迭代能力更强，能为客户提供全制程一站式解决方案。

越南工厂加速客户导入，26 年贡献可期。2020 年 10 月 29 日公司公告通过全资子公司春秋春秋在越南设立越南生产基地，投资总额 4.5 亿元，配有注塑、冲压、CNC、阳极、喷漆、Bonding、组装等完善的制造制程，主要为供应惠普、三星等海外客户需求。2024 年末相关资产全部转固，公司出海战略初步成型，前瞻布局海外产能也有效避免了贸易壁垒等非市场因素带来的风险扰动。目前正处于客户加速导入阶段，产能利用率较低，预计 2026 年收入规模明显提升并改善盈利。

图55: 春秋电子一站式解决方案



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

镁合金材料拥有诸多优势，轻量化为核心优势。镁是实用金属中最轻的，同时具有高比强度和高比刚度，高效传热，加工性能好等诸多优势，因此镁合金是很多高端化、高性能场景下的最优材料选择。另外，镁金属近年价格不断下行并低位运行，性价比进一步提升。从战略意义角度，截至 2022 年底，中国镁储量占全球 30% 排名世界第一，全球镁产能占比超 85%，我国具有自主供应、定价等权利，可有效对抗国际供应量风险。政策端，2025 年 8 月工信部等八部门联合发布《有色金属行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，明确提出拓展镁合金应用，目标需求增速超 8%，并通过统筹超长期特别国债等资金渠道支持项目建设，为镁合金产业提供了清晰的双轮驱动路径。

公司已具备丰富的镁铝制程工艺积累，“半固态射出成型”技术方面亦已熟练掌握设备使用与配套技术，与传统镁铝结构件生产技术相比，其具有安全性高、产品良率高、作业时间周期短、人工成本低等优势，公司还可以借助大型半固态镁合金射铸成型设备（3000T）的资源优势以及模具研发能力尝试新能源汽车大型部件以及其他新兴领域零部件的验证与开发。

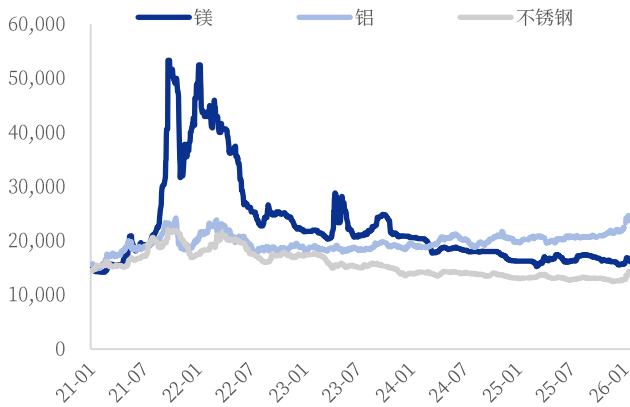
表6: 不同金属材料特性比较分析

| | 镁合金 | 铝合金 | 钢（以碳钢为例） | 工程塑料 |
|---------------------|-------------|-----------|-----------|---------|
| 密度 g/m ³ | 1.75 - 1.85 | 2.63-2.85 | 7.7 - 8.1 | 1.0-1.6 |
| 比强度 | 很高 | 高 | 较低 | 低 |
| 弹性模量 GPa | 41 - 45 | 69 - 79 | 190 - 210 | 2 - 10 |

| | | | | |
|------|----------------------|---------------|------------------|--------------------|
| 耐腐蚀性 | 差 | 较好 | 差 | 好 |
| 加工性能 | 切削性好, 压铸速度快 | 铸造、塑性加工性好 | 焊接性好, 切削性一般 | 可注塑成型复杂零件 |
| 导热系数 | 51 - 77 | 120 - 160 | 11.2 - 48.3 | 较差 |
| 电磁性能 | 优良电磁屏蔽, 非磁性 | 良好导电与屏蔽 | 铁磁性, 导电 | 优良绝缘体, 无屏蔽 |
| 阻尼性能 | 极佳 | 差 | 差 | 好 |
| 成本 | 降价后性价比高 | 中等 | 较低 | 低 |
| 典型应用 | 笔记本外壳、航空航天部件、汽车轻量机构件 | 散热器、汽车轮毂、飞机框架 | 设备结构架、轴承、齿轮、建筑钢筋 | 齿轮、轴承、外壳、绝缘件、轻载结构件 |

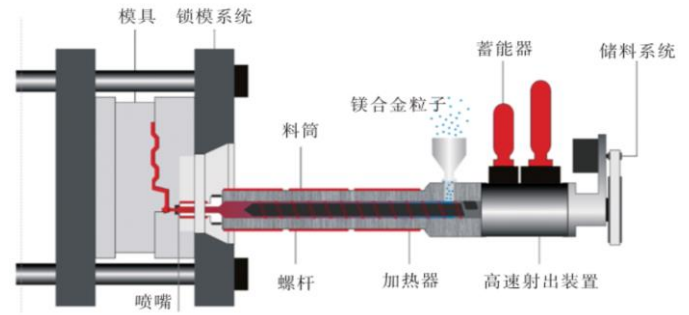
资料来源: 元镁体, 材易通, 中国银河证券研究院

图56: 镁价正处于低位运行区间 (单位: 元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图57: 半固态镁金属注入技术原理图



资料来源: 《镁合金半固态注射成型技术的发展现状与应用前景, 谷立东等》, 中国银河证券研究院

表7: 镁合金不同制造工艺对比

| 成型方法 | 主要工艺 | 优点 | 缺点 |
|-------|-----------|------------------------------|-------------------------------------|
| 液态成型 | 压铸法 | 产品尺寸稳定、生产率高 | 夹杂和气孔多、成型后难热处理、尺寸净成型差, 不适用薄壁壳体零件类加工 |
| 半固态成型 | 触变注射成型 | 铸造缺陷少, 产品的力学性能、尺寸精度、表面和内在质量高 | 技术复杂、对设备要求高 |
| 塑性成型 | 轧制、热挤压、冲压 | 变形镁合金的二次成型, 对技术和设备的要求不高 | 无法进行镁合金的二次塑性深加工 |

资料来源: 元镁体, 材易通, 中国银河证券研究院

新能源汽车市场广阔, 人形机器人、低空经济、航空航天等打开远期空间:

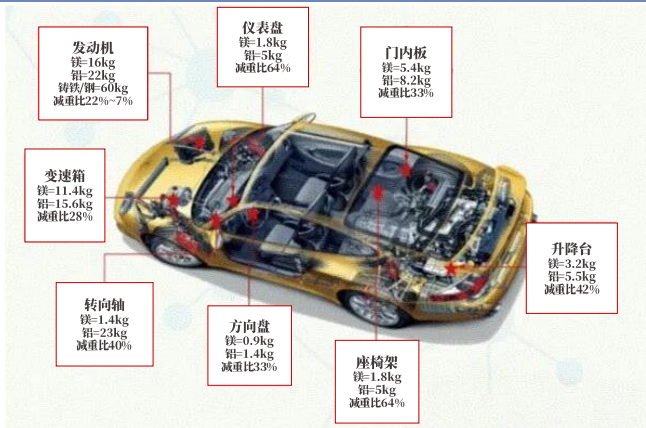
1) **新能源汽车: “镁代铝”趋势下成为应用核心市场。**新能源车由于电池、电机等零部件的装入, 整车重量较燃油车提升 50%~100%, 重量提升对续航能力、安全性、操控性影响重大; 而整车重量每减少 10%, 续航里程可提升 5%~8%, 整车全生命周期的减碳效果也得到显著提升。目前, 镁合金在我国汽车领域渗透率仅约 20%, 预计 2030 年中国汽车单车镁合金用量将达到 45kg, 对镁合金压铸件需求量将达 131 万吨, 2020-2030 年 CAGR 达 13.2%, 全球需求有望达 200 万吨。

2) **减重是人形机器人应用落地关键之一:** 目前人形机器人续航时间短 (仅约 2h) 的缺点严重限制了其进入现实生产场景, 而通过轻量化显著降低基础能耗成为核心解决思路, 减重 40% 后续航可从 2h 大幅提升至 6h, 此外轻量化还有助于提升灵活性等。轻量化主要依赖结构优化设计以及材

料更新，目前镁合金、PEEK 成为重点方向，而其中镁合金还兼具高导热效率、高强度等优势，有望依托成熟的镁工业基础快速打开市场空间。按照 OptimusV3 预期约 50kg 单机重量、20%质量占比测算 100 万台出货量背景下对应约 1 万吨空间。

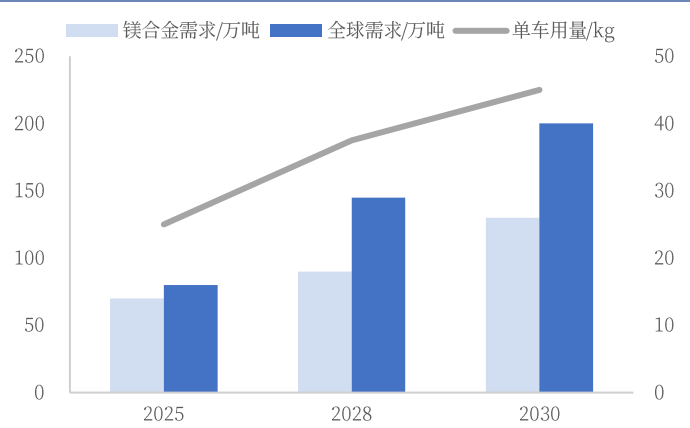
3) **低空经济、航空航天等领域大有可为**：镁合金的轻量化优势在飞行器领域极其明显（商业航空中减重带来的燃油成本节省是汽车 100 倍，战斗机是商用飞机的 10 倍，运载火箭发射质量每减少 50kg 地面设备的结构质量可减少 100kg），而在更高要求的航空航天领域，镁合金的电磁性能优势再次凸显，广泛应用于卫星结构件、航天器有效载荷和能源系统，成为未来航空航天金属材料的重要选型方向。2024 年 12 月工信部《低空航空器用镁合金材料发展指南》明确要求“2027 年前实现航空镁合金自主化率 95% 以上”，并设立 30 亿元专项基金支持镁回收技术研发。粉体网预计，2030 年全球 eVTOL 带动的镁合金需求有望增至 20 万吨。

图58：镁合金在汽车应用上的减重效果显著



资料来源：府谷镁，中国银河证券研究院

图59：镁合金在汽车领域应用市场展望



资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中国汽车工程学会，中国银河证券研究院

图60：镁合金在工业机器人上已取得应用突破



资料来源：宝武镁业，中国银河证券研究院

图61：意优科技发布镁合金关节模组最高可减重 29%



资料来源：意优科技，中国银河证券研究院

四、投资建议

(一) 盈利预测

公司未来的各主要业务预测如下：

表8：分业务预测（单位：百万元）

| 产品名称 | 项目 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|------|----------|----------|----------|----------|
| PC 及智能终端结构件 | 营业收入 | 3,336.73 | 3596.99 | 3595.55 | 3926.35 |
| | YOY | 19.65% | 7.80% | -0.04% | 9.20% |
| | 毛利率 | 17% | 21% | 19% | 20% |
| 通信电子 | 营业收入 | 182.71 | 269.29 | 276.02 | 297.07 |
| | YOY | 38.13% | -24.00% | 2.50% | 7.62% |
| | 毛利率 | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 模具 | 营业收入 | 183.96 | 197.02 | 211.01 | 223.78 |
| | YOY | 8.17% | 7.10% | 7.10% | 6.05% |
| | 毛利率 | 0.1% | 2% | 5% | 5% |
| 营业收入合计 | | 3,945.04 | 4,147.33 | 4,682.52 | 5,281.59 |
| YOY | | 21.11% | 5.13% | 12.90% | 12.79% |
| 归母净利润合计 | | 211 | 286 | 308 | 413 |
| YOY | | 690.1% | 35.3% | 7.7% | 34.1% |
| EPS (元) | | 0.47 | 0.64 | 0.69 | 0.92 |

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 相对估值

由于全市场主业为笔电结构件业务的上市公司均无未来机构一致预期，而胜利精密/英力股份/科深科技/巨腾国际/等公司 PE TTM 分别为-20x（亏损）/280x/-22x（亏损）/-2.8x（亏损），估值水平差异较大。结合公司业务情况，我们选取旭升集团（镁合金汽车结构件等业务）、英维克（服务器液冷等业务）和飞荣达（PC 液冷等业务）作为可比公司。计算可得可比公司 2025-2027 年 PE 均值为 70x/45x/32x。结合公司业务发展情况及未来战略，我们给予公司 26 年 25~40xPE，首次覆盖，给予推荐评级。

表9：与可比公司估值（股价截至 2026 年 4 月 7 日，可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期）

| 股票代码 | 股票名称 | EPS (元/股) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 603305.SH | 旭升集团 | 0.45 | 0.42 | 0.56 | 0.67 | 29.5 | 37.0 | 27.8 | 22.9 |
| 002837.SZ | 英维克 | 0.61 | 0.77 | 1.22 | 1.78 | 66.4 | 129.1 | 81.7 | 56.7 |
| 300602.SZ | 飞荣达 | 0.33 | 0.69 | 1.18 | 1.72 | 59.0 | 42.6 | 24.8 | 17.1 |
| | 平均值 | | | | | 51.6 | 69.6 | 44.8 | 32.3 |

| | | | | | | | | | |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 603890.SH | 春秋电子 | 0.47 | 0.64 | 0.69 | 0.92 | 29.1 | 21.5 | 20.0 | 14.9 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

(三) 绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值, 折现率采用加权平均资本成本 WACC。加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 2%, 永续增长率 (g) 正负波动 0.5%, 进行 FCFF 的敏感性分析, 可得每股合理估值区间为 23~35 元。

表10: FCFF 估值及参数说明

| | 假设数值 | 假设数值依据说明 |
|---------------|--------|--|
| 无风险利率 Rf | 1.83% | 参考中国 10 年期国债收益率 6 个月平均值 |
| 市场预期收益率 Rm | 15% | 沪深 300 的 10 年年化收益率 4.4%, 近一年为 25%, 结合市场环境取合理值; |
| 贝塔值β | 1.13 | 以月为周期计算近一年春秋电子相对沪深 300 指数 Beta |
| 税率 T | 15% | 高新技术企业减按 15% 税率征收企业所得税 |
| 加权平均资本成本 WACC | 14.03% | 通过公式计算可得 |
| 永续增长率 g | 2% | 假设公司永续增长率为 2.00% |

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表11: 绝对估值敏感性分析

| 估值区间 | | 加权平均资本成本 (WACC) | | | | | | |
|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | 8.03% | 10.03% | 12.03% | 14.03% | 16.03% | 18.03% | 20.03% |
| 永续增长率 | 0.50% | 52.32 | 39.74 | 31.70 | 26.18 | 22.18 | 19.17 | 16.84 |
| | 1.00% | 54.86 | 41.08 | 32.49 | 26.67 | 22.50 | 19.39 | 16.99 |
| | 1.50% | 57.77 | 42.58 | 33.35 | 27.20 | 22.85 | 19.62 | 17.15 |
| | 2.00% | 61.18 | 44.27 | 34.30 | 27.78 | 23.22 | 19.87 | 17.33 |
| | 2.50% | 65.20 | 46.18 | 35.35 | 28.40 | 23.62 | 20.14 | 17.51 |
| | 3.00% | 70.01 | 48.37 | 36.51 | 29.09 | 24.04 | 20.42 | 17.70 |
| | 3.50% | 75.90 | 50.89 | 37.81 | 29.84 | 24.51 | 20.72 | 17.91 |

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

(四) 投资建议

公司笔电结构件主业周期向上趋势明确。镁合金技术巩固中长期竞争优势及成长性, 液冷布局落地将再提估值。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 41/47/53 亿元; 归母净利润分别为 2.9/3.1/4.1 亿元, EPS 0.64/0.69/0.92 元/股, 对应 PE 22x/20x/15x。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

五、风险提示

1)液冷业务布局不及预期的风险。若 AI 服务器及高端 PC 液冷渗透节奏低于预期，或 Asetek 并购整合过程中在客户导入、产品验证及新应用场景拓展方面进展缓慢，可能导致液冷业务放量节奏及盈利修复不及预期。

2)PC 行业复苏及 AIPC 渗透不及预期的风险。若全球 PC 换机需求回暖力度不足，或 AIPC 在终端应用、消费者接受度等方面推进不及预期，公司主业结构件需求及产品价值量提升空间可能受到影响。

3)新兴应用场景拓展不及预期的风险。镁铝合金在新能源汽车、人形机器人、低空经济等领域的应用仍处于逐步推进阶段，若相关产业发展节奏放缓或公司产品验证、客户导入进度低于预期，或将影响中长期成长空间兑现。

4)宏观环境及国际贸易不确定性风险。若全球宏观经济波动加大、海外贸易政策变化或地缘政治风险上升，可能对下游客户需求、公司海外业务拓展及供应链稳定性带来不利影响。

图表目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 图 1: 公司发展历程..... | 3 |
| 图 2: 公司主要笔电结构件产品 | 4 |
| 图 3: 公司主要新能源汽车结构件产品 | 4 |
| 图 4: 公司客户群..... | 4 |
| 图 5: 公司股权结构及参控股子公司情况..... | 4 |
| 图 6: 公司年度营业总收入情况 | 5 |
| 图 7: 公司单季度营业总收入情况 | 5 |
| 图 8: 25H1 公司营收按产品分类拆分 | 5 |
| 图 9: 25H1 公司营收按地区分类拆分 | 5 |
| 图 10: 公司年度毛利率情况..... | 6 |
| 图 11: 公司单季度毛利率情况..... | 6 |
| 图 12: 可比公司毛利率对比..... | 6 |
| 图 13: 可比公司单季度毛利率对比..... | 6 |
| 图 14: 公司年度研发费用情况..... | 6 |
| 图 15: 公司年度期间费用率情况..... | 6 |
| 图 16: 公司单季度研发费用情况..... | 7 |
| 图 17: 公司单季度期间费用率情况..... | 7 |
| 图 18: 可比公司销售费用率对比..... | 7 |
| 图 19: 可比公司管理费用率对比..... | 7 |
| 图 20: 公司资产减值损失情况（单位：百万元） | 7 |
| 图 21: 公司信用减值损失情况（单位：百万元） | 7 |
| 图 22: 公司年度归母净利润情况..... | 8 |
| 图 23: 公司年度扣非归母净利润情况 | 8 |
| 图 24: 公司单季度归母净利润情况..... | 8 |
| 图 25: 公司单季度扣非归母净利润情况 | 8 |
| 图 26: 公司年度归母净利率与扣非归母净利率情况 | 8 |
| 图 27: 公司单季度归母净利率与扣非归母净利率情况..... | 8 |
| 图 28: 可比公司归母净利率对比..... | 9 |
| 图 29: 可比公司扣非归母净利率对比 | 9 |
| 图 30: 公司货币现金情况..... | 9 |
| 图 31: 公司流动/速动比率情况..... | 9 |
| 图 32: 可比公司资产负债率情况..... | 9 |
| 图 33: 可比公司流动比率情况..... | 9 |

| | |
|---|----|
| 图 34: 可比公司存货周转率对比情况 | 10 |
| 图 35: 可比公司应收账款周转率对比情况 | 10 |
| 图 36: 可比公司净资产周转率对比..... | 10 |
| 图 37: 可比公司总资产周转率对比..... | 10 |
| 图 38: 公司年度经营性现金流净额/百万元 | 11 |
| 图 39: 公司单季度经营性现金流净额/百万元 | 11 |
| 图 40: 公司年度资本开支/百万元..... | 11 |
| 图 41: 公司单季度资本开支/百万元 | 11 |
| 图 42: 2023-2030 年全球 AI 服务器出货量 (机架单位: 万台) | 13 |
| 图 43: 2026 年 CES 英伟达展示最新的 Rubin NVL72 | 13 |
| 图 44: 数据中心液冷市场增长趋势预测 (单位: 亿美元) | 13 |
| 图 45: PC 液冷市场 2025-2031 年 CAGR 约 5.4% (单位: 亿美元) | 13 |
| 图 46: Asetek 一体式液冷散热器销量与单价情况..... | 14 |
| 图 47: Asetek 一体式液冷散热器财务表现 (单位: 万美元) | 14 |
| 图 48: Asetek 液冷收入占比及数据中心、游戏业务收入情况 | 14 |
| 图 49: Asetek 液冷产品客户集中度 | 14 |
| 图 50: Asetek 的 D2C 技术产品..... | 15 |
| 图 51: D2C 技术工作示意图 | 15 |
| 图 52: 全球 PC 出货量增长情况 (单位: 万台) | 16 |
| 图 53: 2024 年联想首次发布搭载个人智能体“小天”的 AIPC 产品 | 16 |
| 图 54: 2024-2028 年 AIPC 年复合增长率有望达 44%..... | 16 |
| 图 55: 春秋电子一站式解决方案..... | 17 |
| 图 56: 镁价正处于低位运行区间 (单位: 元/吨) | 18 |
| 图 57: 半固态镁金属注入技术原理图 | 18 |
| 图 58: 镁合金在汽车应用上的减重效果显著 | 19 |
| 图 59: 镁合金在汽车领域应用市场展望 | 19 |
| 图 60: 镁合金在工业机器人上已取得应用突破 | 19 |
| 图 61: 意优科技发布镁合金关节模组最高可减重 29% | 19 |
| | |
| 表 1: Asetek 最近两年及一期主要财务数据 (单位: 万美元) | 12 |
| 表 2: 与 Asetek 可比上市公司的估值对比..... | 12 |
| 表 3: 下一代数据中心解决方案及其配套电气设备..... | 13 |
| 表 4: 不同液冷技术对比..... | 15 |
| 表 5: 公司与 Asetek 未来协同规划 | 15 |
| 表 6: 不同金属材料特性比较分析 | 17 |
| 表 7: 镁合金不同制造工艺对比 | 18 |
| 表 8: 分业务预测 (单位: 百万元) | 20 |
| 表 9: 与可比公司估值 (股价截至 2026 年 4 月 7 日, 可比公司盈利预测选取 iFinD 机构一致预期) | 20 |

| | |
|--------------------------|----|
| 表 10: FCFE 估值及参数说明 | 21 |
| 表 11: 绝对估值敏感性分析 | 21 |

附录:

公司财务预测表

| 资产负债表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 3,591 | 3,852 | 4,390 | 4,998 |
| 现金 | 885 | 1,098 | 1,296 | 1,568 |
| 应收账款 | 1,251 | 1,311 | 1,479 | 1,668 |
| 其它应收款 | 36 | 37 | 42 | 48 |
| 预付账款 | 12 | 12 | 14 | 15 |
| 存货 | 991 | 950 | 1,104 | 1,224 |
| 其他 | 416 | 444 | 454 | 476 |
| 非流动资产 | 2,262 | 2,231 | 2,163 | 2,076 |
| 长期投资 | 172 | 172 | 172 | 172 |
| 固定资产 | 1,843 | 1,779 | 1,754 | 1,703 |
| 无形资产 | 71 | 67 | 63 | 59 |
| 其他 | 176 | 213 | 175 | 142 |
| 资产总计 | 5,853 | 6,083 | 6,553 | 7,074 |
| 流动负债 | 2,068 | 2,049 | 2,258 | 2,435 |
| 短期借款 | 609 | 582 | 582 | 582 |
| 应付账款 | 1,214 | 1,216 | 1,399 | 1,551 |
| 其他 | 245 | 251 | 278 | 302 |
| 非流动负债 | 888 | 885 | 885 | 885 |
| 长期借款 | 63 | 53 | 53 | 53 |
| 其他 | 825 | 832 | 832 | 832 |
| 负债总计 | 2,956 | 2,933 | 3,143 | 3,319 |
| 少数股东权益 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 归属母公司股东权益 | 2,899 | 3,152 | 3,413 | 3,757 |
| 负债和股东权益 | 5,853 | 6,083 | 6,553 | 7,074 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 428 | 667 | 558 | 645 |
| 净利润 | 169 | 286 | 308 | 413 |
| 折旧摊销 | 304 | 341 | 348 | 359 |
| 财务费用 | 48 | 33 | 36 | 40 |
| 投资损失 | -89 | -4 | -5 | -5 |
| 营运资金变动 | -48 | -51 | -172 | -208 |
| 其他 | 44 | 61 | 42 | 47 |
| 投资活动现金流 | -193 | -356 | -276 | -266 |
| 资本支出 | -359 | -245 | -281 | -271 |
| 长期投资 | 170 | -50 | 0 | 0 |
| 其他 | -4 | -61 | 5 | 5 |
| 筹资活动现金流 | -107 | -98 | -84 | -108 |
| 短期借款 | -15 | -27 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 63 | -10 | 0 | 0 |
| 其他 | -156 | -60 | -84 | -108 |
| 现金净增加额 | 144 | 213 | 198 | 271 |

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

| 利润表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 3,945 | 4,147 | 4,683 | 5,282 |
| 营业成本 | 3,367 | 3,372 | 3,880 | 4,302 |
| 税金及附加 | 23 | 24 | 27 | 31 |
| 销售费用 | 60 | 57 | 69 | 77 |
| 管理费用 | 166 | 166 | 140 | 158 |
| 研发费用 | 149 | 156 | 176 | 199 |
| 财务费用 | 29 | 14 | 13 | 12 |
| 资产减值损失 | -72 | -42 | -38 | -43 |
| 公允价值变动收益 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益及其他 | 119 | 20 | 23 | 25 |
| 营业利润 | 208 | 336 | 362 | 485 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 199 | 336 | 362 | 485 |
| 所得税 | 30 | 50 | 54 | 72 |
| 净利润 | 169 | 286 | 308 | 413 |
| 少数股东损益 | -42 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 211 | 286 | 308 | 413 |
| EBITDA | 532 | 691 | 722 | 855 |
| EPS (元) | 0.47 | 0.64 | 0.69 | 0.92 |

| 主要财务比率 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入增长率 | 21.1% | 5.1% | 12.9% | 12.8% |
| 营业利润增长率 | 354.4% | 61.7% | 7.7% | 34.1% |
| 归母净利润增长率 | 690.1% | 35.3% | 7.7% | 34.1% |
| 毛利率 | 14.7% | 18.7% | 17.1% | 18.5% |
| 净利率 | 4.3% | 6.9% | 6.6% | 7.8% |
| ROE | 7.3% | 9.1% | 9.0% | 11.0% |
| ROIC | 4.5% | 6.6% | 6.7% | 8.3% |
| 资产负债率 | 50.5% | 48.2% | 48.0% | 46.9% |
| 净资产负债率 | 102.1% | 93.1% | 92.2% | 88.4% |
| 流动比率 | 1.74 | 1.88 | 1.94 | 2.05 |
| 速动比率 | 1.24 | 1.41 | 1.45 | 1.54 |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.69 | 0.74 | 0.78 |
| 应收账款周转率 | 3.44 | 3.24 | 3.36 | 3.36 |
| 应付账款周转率 | 2.88 | 2.78 | 2.97 | 2.92 |
| 每股收益(元) | 0.47 | 0.64 | 0.69 | 0.92 |
| 每股经营现金流(元) | 0.96 | 1.49 | 1.25 | 1.44 |
| 每股净资产(元) | 6.49 | 7.06 | 7.64 | 8.41 |
| P/E | 29.14 | 21.54 | 20.00 | 14.92 |
| P/B | 2.12 | 1.95 | 1.80 | 1.64 |
| EV/EBITDA | 12.53 | 9.30 | 8.62 | 6.96 |
| PS | 1.56 | 1.48 | 1.31 | 1.17 |

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

曾韬，2025年3月加入银河证券，曾任职于中金公司。《亚洲货币》新能源行业2018-2023年连续第一名，《机构投资者》2020年全球最受欢迎十位分析师，锂电池2020年第一名，新能源2018年第一名，2019-2020年第二名，2021-2024年第一名。2017年新财富分析师第二名，水晶球第二名，金牛奖第一名，IAMAC保险最受欢迎分析师第一名。2016年新财富分析师第三名。

高峰，北京邮电大学电子与通信工程硕士，吉林大学工学学士。2年电子实业工作经验，6年证券从业经验，曾就职于渤海证券、国信证券、北京信托证券部。2022年加入中国银河证券研究院，担任电子团队组长，主要从事硬科技方向研究。

段尚昌，北京大学本科。2022年8月加入银河证券。曾任职于网易有道、字节跳动，从事互联网教育产品的研发工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

| 评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|-----------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 |
| | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上 |
| | | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 | |

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：

上海地区：

北京地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn