



## 深耕散热细分领域，技术&客户共筑成长潜能

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司深耕功率半导体散热基板领域，以冷锻一体成型工艺为核心技术，攻克模具难题，产品热导率、精度等指标行业领先，2023年全球车规级散热基板市占率约32.7%，位居全球第一。2) 直接液冷为当前车规级功率半导体模块主流液冷方案，受益于全球新能源汽车渗透率提升，预计2030年全球车规级功率半导体模块散热基板需求量约7,447.6万件，对应市场空间约48.4亿元，公司作为行业龙头有望充分受益。3) 公司基于车端积累的技术与客户优势，积极开拓数据中心、低空飞行器、储能等新应用场景，有望打造第二增长曲线。
- 深耕功率半导体散热领域，创新冷锻技术&绑定头部客户构筑公司业绩护城河。** 公司专注于功率半导体模块散热基板领域，主要产品为铜针式散热基板和铜平底散热基板，历经10余年发展，公司散热基板产品被广泛应用于各大主流新能源汽车品牌。1) 技术方面：公司攻克模具难题及创新推出冷锻一体成型工艺，散热基板产品热导率、精度、硬度、表面粗糙度指标均表现优异。2) 客户方面：公司深度绑定英飞凌，同时与博世、安森美、日立、斯达半导、士兰微、芯联集成、汇川联合动力等客户建立了长期稳定的合作关系。此外，公司向上游铜材产业链延伸协同以实现主业降本增效。我们认为，技术优势与客户基础，叠加降本增效举措，传统主业有望构筑公司业绩护城河。
- 液冷方案为功率半导体散热主流方案，2030年行业市场空间有望达到48亿元。** 散热基板作为电控功率模块的重要组成部分与核心散热功能结构，其通过改善功率模块散热性能，提升电机控制器功率密度，最终达到优化电驱动系统性能的效果。目前行业内以日本泰瓦、美国德纳、健策精密、黄山谷捷企业为主，根据国际能源署预测，我们测算2030年全球车载功率半导体散热基板市场空间有望达到48亿元，根据公司招股书数据，公司2023年全球车载IGBT散热基板份额30%左右，后续有望充分受益行业空间向上。
- 内生与外延并举，打造第二增长曲线。** 全球数据中心充分受益于AI产业链爆发式增长，国内方面在当前PUE趋严背景下，液冷方案成为节能目标达成的首选解决方案。当前公司充分发挥车端积累的技术与客户优势，积极开拓数据中心、低空飞行器等应用领域；另一方面，公司成立“谷捷战略新兴产业基金”，充分借助专业投资机构力量与资源优势，打造公司第二增长曲线。
- 盈利预测与投资建议。** 考虑业务与发展阶段的相似性，我们选取英维克（液冷集成方案供应商）、高澜股份（特高压纯水冷却设备供应商积极切入数据中心液冷赛道）、美利信（铝压铸供应商积极切入数据中心液冷赛道）作为可比公司，三家公司2026年平均PE为80.1X。预计公司2026-2028年归母净利润分别为0.57/0.85/1.18亿元，对应2026年4月30日收盘价市盈率分别为66.1x/44.2x/31.8x；考虑公司主营业务绑定全球功率半导体头部企业，后续随着产能爬坡业绩有望逐步兑现；同时公司依托车端长期深耕积累的技术与客户资源，积极开拓数据中心、低空飞行器、储能等应用领域，有望打造公司第二增长曲线，给予公司2026年市盈率80倍PE，目标价56.80元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争风险，原材料价格波动风险，销售价格波动风险，市场开拓不及预期风险。

| 指标/年度         | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 848.05  | 1022.68 | 1372.52 | 1723.98 |
| 增长率           | 17.03%  | 20.59%  | 34.21%  | 25.61%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 55.03   | 56.78   | 84.97   | 118.22  |
| 增长率           | -50.83% | 3.19%   | 49.64%  | 39.13%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.69    | 0.71    | 1.06    | 1.48    |
| 净资产收益率ROE     | 5.84%   | 5.36%   | 7.65%   | 10.02%  |
| PE            | 68      | 66      | 44      | 32      |
| PB            | 3.72    | 3.59    | 3.42    | 3.22    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 郑连声

执业证号: S1250522040001

电话: 010-57758531

邮箱: zllans@swsc.com.cn

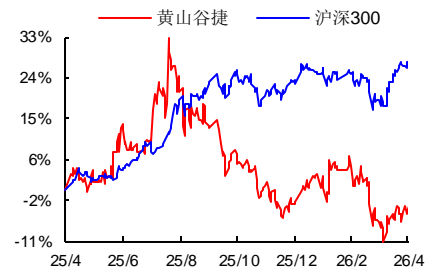
分析师: 刘俊朋

执业证号: S1250526010002

电话: 18838926606

邮箱: ljp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 0.80        |
| 流通A股(亿股)    | 0.42        |
| 52周内股价区间(元) | 43.27-64.72 |
| 总市值(亿元)     | 37.54       |
| 总资产(亿元)     | 11.69       |
| 每股净资产(元)    | 12.72       |

### 相关研究

## 目 录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1 深耕功率半导体模块散热，与大客户共同成长</b> .....     | <b>1</b>  |
| <b>2 新能源持续增长，功率半导体散热基板前景广阔</b> .....    | <b>5</b>  |
| 2.1 IGBT 功率模块热管理较为重要，直接液冷为其主流方案.....    | 5         |
| 2.2 行业格局：公司 2023 年车载散热基板全球份额 30%左右..... | 7         |
| 2.3 行业空间：新能源大势所趋，中期展望 50 亿元市场空间.....    | 9         |
| <b>3 技术优势&amp;客户矩阵并举，树立公司行业地位</b> ..... | <b>11</b> |
| 3.1 以冷锻一体成型工艺为核心，构建差异化竞争优势.....         | 11        |
| 3.2 深度绑定核心大客户，与客户共同成长.....              | 14        |
| 3.3 关键原材料加强成本空间，推动内涵式增长.....            | 15        |
| <b>4 积极拓展新应用场景，打造第二增长曲线</b> .....       | <b>16</b> |
| <b>5 盈利预测与估值</b> .....                  | <b>18</b> |
| 5.1 盈利预测.....                           | 18        |
| 5.2 相对估值.....                           | 19        |
| <b>6 风险提示</b> .....                     | <b>19</b> |

## 图 目 录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 公司发展历程.....                           | 1  |
| 图 2: 公司主要产品.....                           | 2  |
| 图 3: 公司股权结构 (截至 2026Q1) .....              | 2  |
| 图 4: 公司营业收入及增速 .....                       | 3  |
| 图 5: 公司归母净利润及增速 .....                      | 3  |
| 图 6: 公司主营业务成本结构 .....                      | 3  |
| 图 7: 2020 年以来电解铜市场价走势 .....                | 3  |
| 图 8: 公司分产品营收结构 .....                       | 4  |
| 图 9: 公司分地区营收结构 .....                       | 4  |
| 图 10: 公司毛利率与净利率 .....                      | 4  |
| 图 11: 公司分地区毛利率 .....                       | 4  |
| 图 12: 公司期间费用率具体情况 .....                    | 5  |
| 图 13: 公司三项费用率与期间费用率对比 .....                | 5  |
| 图 14: IGBT 功率模块结构图 .....                   | 5  |
| 图 15: 空冷散热两种方案对应的产品 .....                  | 6  |
| 图 16: 液冷散热两种方案对比 .....                     | 7  |
| 图 17: 2019 年全球 IGBT 模块竞争格局 .....           | 8  |
| 图 18: 2020 年全球 IGBT 模块竞争格局 .....           | 8  |
| 图 19: 2021 年全球 IGBT 模块竞争格局 .....           | 8  |
| 图 20: 2022 年全球 IGBT 模块竞争格局 .....           | 8  |
| 图 21: 中国车规级功率半导体模块散热基板行业竞争格局 .....         | 9  |
| 图 22: 全球车规级功率半导体散热模块需求量及公司份额 .....         | 9  |
| 图 23: 2021-2025 年国内新能源汽车销量及新能源汽车渗透率 .....  | 9  |
| 图 24: 2020 年我国 IGBT 应用领域情况 .....           | 10 |
| 图 25: 2025 年预计我国 IGBT 应用领域情况 .....         | 10 |
| 图 26: 全球车规级功率半导体模块散热基板市场空间测算 .....         | 11 |
| 图 27: 英飞凌 HybridPACK™ 系列功率模块散热基板发展历程 ..... | 12 |
| 图 28: 公司铜针式散热基板生产工艺流程 .....                | 13 |
| 图 29: 公司铜针式散热基板良品率 .....                   | 13 |
| 图 30: 公司电镀外协采购占比 .....                     | 13 |
| 图 31: 公司主要客户情况 .....                       | 14 |
| 图 32: 公司功率半导体模块散热基板产量 .....                | 15 |
| 图 33: 公司募投项目情况 .....                       | 15 |
| 图 34: 公司铜排及铜板采购费用占营业成本比重 .....             | 15 |
| 图 35: 公司设立黄山胜捷铜业有限公司公告 .....               | 15 |
| 图 36: 国内数据中心发展阶段 (单位: 亿元) .....            | 16 |
| 图 37: 2021 年全国分地区 IDC 平均 PUE 情况 .....      | 17 |
| 图 38: 数据中心制冷技术对应 PUE 范围 .....              | 17 |
| 图 39: 数据中心温控方案效果评估对比 .....                 | 17 |

## 表 目 录

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 平底散热基板 vs 针式散热基板 .....               | 7  |
| 表 2: 铜针式散热基板主要生产工艺对比 .....                | 12 |
| 表 3: 分业务收入及毛利率 .....                      | 18 |
| 表 4: 可比公司估值 (基于 2026 年 4 月 30 日收盘价) ..... | 19 |
| 附表: 财务预测与估值 .....                         | 20 |

# 1 深耕功率半导体模块散热，与大客户共同成长

公司是一家专业从事功率半导体模块散热基板研发、生产和销售的国家高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业，系车规级功率半导体模块散热基板行业的领先企业。公司主营业务产品主要应用于新能源汽车领域，是新能源汽车电机控制器用功率半导体模块的重要组成部分，同时，公司相关产品在新能源发电、储能、数据中心、低空飞行器、工业控制、轨道交通等领域亦有广泛应用前景。

**公司发展历经三个时期：**1) **成立初期**，公司成立于 2012 年 6 月，前身为黄山谷捷散热科技有限公司，由昆山谷捷金属制品有限公司出资设立。公司成立后确立以冷精锻工艺为核心的技术路线，于 2014 年完成冷精锻工艺技术雏形构建，专注于功率半导体模块散热基板的研发与制造。2) **经营开拓期**，公司依托于技术与成本优势，相继开拓了斯达半导、博世等全球知名半导体客户，并于 2017 年进入英飞凌合格供应商名录；同时公司也持续强化供应链管理。3) **高速发展期**，公司于 2022 年完成股份制改革，并于 2025 年成功在创业板上市；历经 10 余年发展，公司散热基板所配套的功率半导体模块被广泛应用于各大主流新能源汽车品牌，公司在 2023 年全球车规级功率半导体散热基板市占率超过 32%、市占率全球第一。

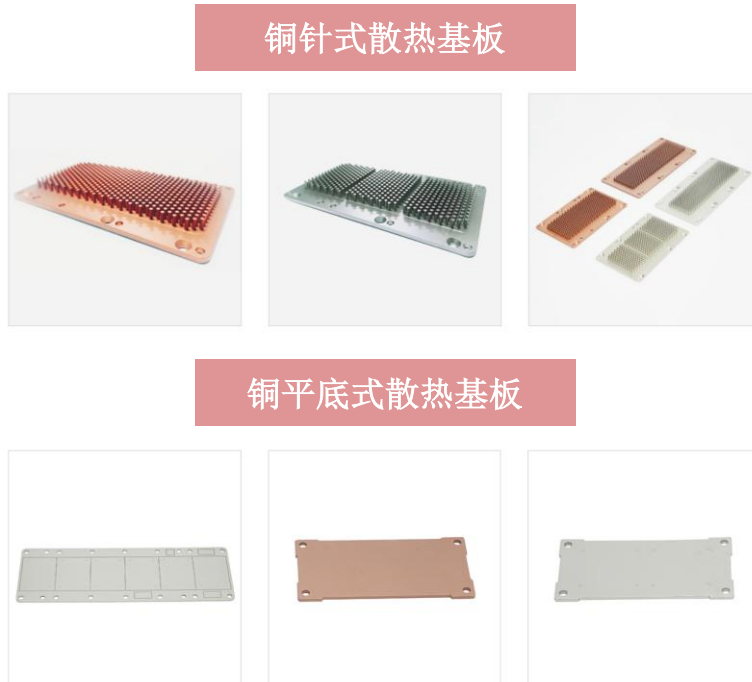
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司招股说明书，西南证券整理

公司专注于研发生产功率半导体模块散热基板产品。公司主要产品为铜针式散热基板和铜平底散热基板两大系列，1) **铜针式散热基板：**具备针翅结构，大幅提高了散热表面积，可使功率模块形成针翅状直接冷却结构，有效提高了模块散热性能，主要应用于新能源汽车电机控制器用功率半导体模块散热。2) **铜平底散热基板：**传统领域功率半导体模块的通用散热结构，主要作用是将模块热量向外传递，并为模块提供机械支撑。该产品传统应用于工业控制等领域，目前也应用在新能源发电、储能等新兴领域。经过多年来的技术积累和快速发展，公司已成为行业领先的功率半导体模块散热基板的研发、制造企业和核心供应商，与国内外知名功率半导体企业建立了长期稳定的合作关系。

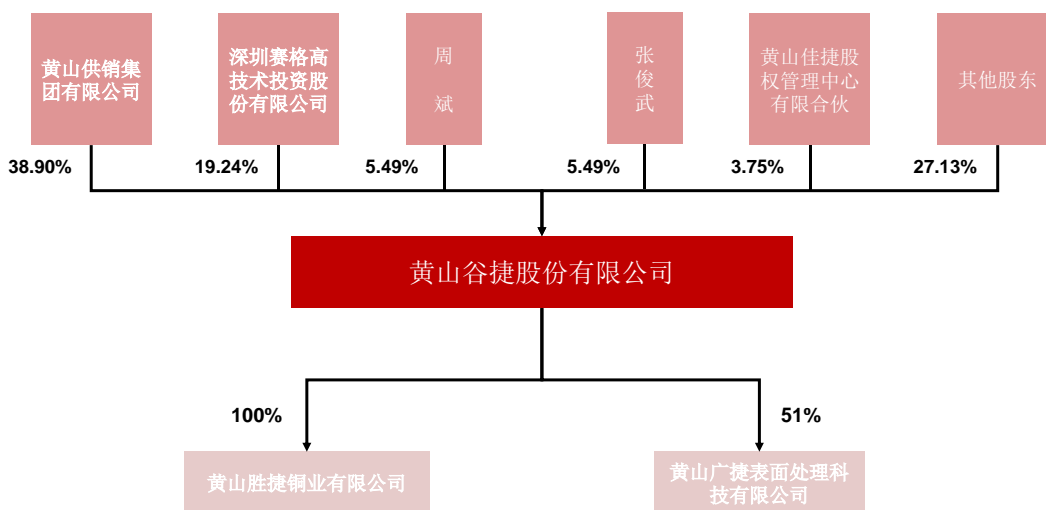
图 2：公司主要产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构清晰，实际控制人持股 38.90%。根据 Wind 数据显示，公司实际控制人黄山市供销合作社通过黄山供销集团有限公司持股 38.90%，第二大股东深圳赛格高技术投资股份有限公司系深圳国资委背景，持有公司股权比例为 19.24%，公司高管周斌、张俊武分别持有公司 5.49% 的股权。整体来看，公司股权结构清晰，依托国资背景有助于更好地确保长期战略稳定执行。

图 3：公司股权结构（截至 2026Q1）

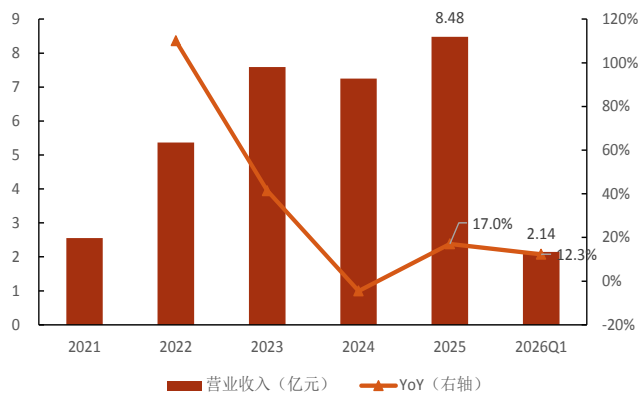


数据来源：公司公告、Wind，西南证券整理

营收基本维持增长, 归母净利润主要受行业竞争加剧、原材料价格大幅上涨等有所拖累。

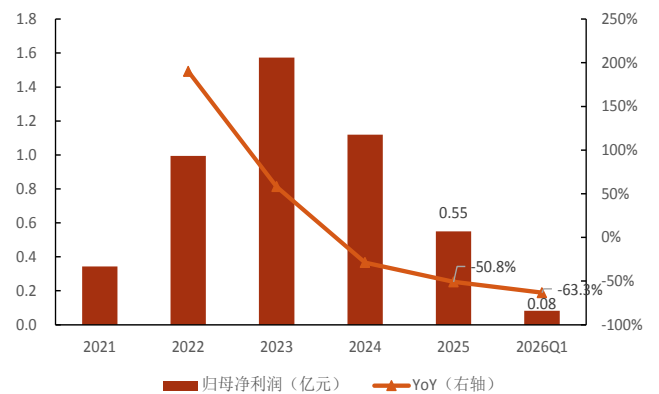
**1) 收入端:** 受益于新能源汽车销量快速增长, 2021 年以来公司营收基本维持增长态势, 2022-2025 年收入年复合增速为 35.0%, 2025 年营收实现 8.48 亿元, 同比增长 17.0%。2026Q1 实现营收 2.14 亿元, 同比增长 12.3%。**2) 利润端:** 2021-2023 年随着公司收入提升带动业绩释放, 归母净利润保持增长; 2024 年以来受海外新能源政策调整及行业竞争加剧拖累, 公司业绩持续下滑, 同时由于公司直接材料费用 (主要为采购铜排、铜板) 占主营业务成本的比例平均在 65% 左右, 2025 年以来受铜涨价因素影响, 公司 2025 年实现归母净利润 0.55 亿元, 同比下降 50.8%, 2026Q1 实现归母净利润 0.08 亿元, 同比下降 63.3%, 短期业绩有所承压。

图 4: 公司营业收入及增速



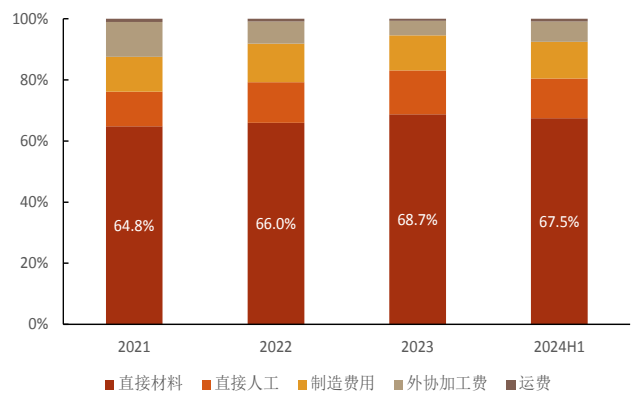
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 公司归母净利润及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司主营业务成本结构



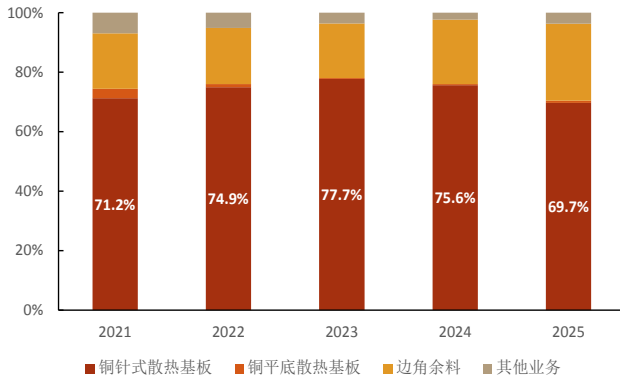
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 7: 2020 年以来电解铜市场价走势

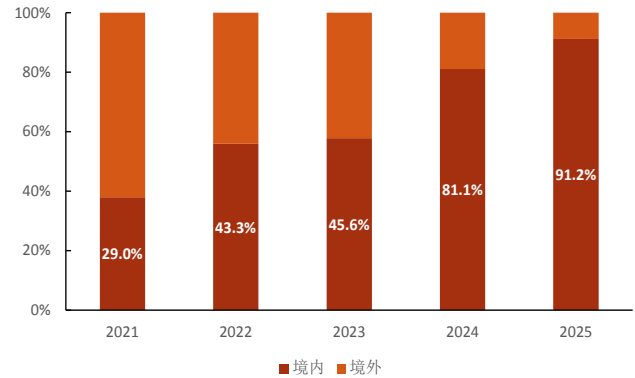


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司主营产品为铜针式散热基板产品, 境内业务占比持续提升。1) 分产品来看, 公司主营业务收入主要来自铜针式散热基板, 近 5 年其营收占比基本在 70% 以上, 其中 2025 年铜针式散热基板产品实现营收 5.91 亿元, 营收占比 69.7%; 由于铜针式散热基板生产过程中需将铜排加工成针翅状, 会产生较多的边角余料, 边角余料主要材料是铜材具备较高的回收价值, 因此边角余料也随之贡献收入, 近 5 年其营收占比均在 18% 以上。2) 分地区来看, 公司境内业务收入占比持续提升, 从 2021 年的 29.0% 逐步提升至 2025 年的 91.2%, 境内业务占比提升主要得益于联合汽车电子、中车时代、斯达半导等境内客户采购量的上升叠加芯联集成等境内新客户的开拓。

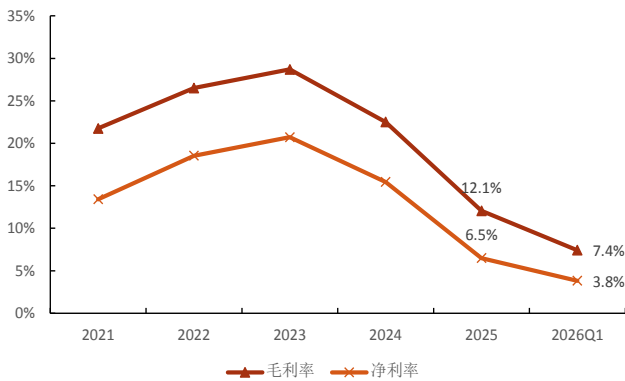
**图 8：公司分产品营收结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

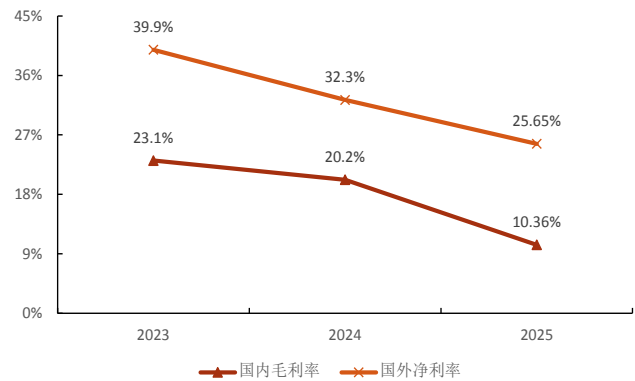
**图 9：公司分地区营收结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

受行业竞争加剧、原材料波动影响，短期盈利能力承压。公司 2021-2023 年毛利率持续提升，从 2021 年的 21.7% 提升至 2023 年的 28.7%，主要受益于产品良品率提升、规模效应释放叠加原材料价格下降、产品结构变动以及边角余料销售折扣率上升等因素，产品单位直接材料成本下降，毛利率大幅提升。2024 年以来，公司受行业竞争加剧、电解铜价格大幅上涨等因素压制，虽然公司与客户之间存在价格传导机制，但调价幅度一方面存在滞后性，另一方面难以完全覆盖原材料价格变化，导致毛利率持续下滑；同时由于公司客户结构调整国内客户营收占比逐渐增加，国内毛利率平均低于海外毛利率 10pp+，继续拖累毛利率下行；2025 年公司毛利率为 12.1%，同比下滑 10.4pp，较 2023 年毛利率最高点下滑 16.6pp；2026Q1 公司毛利率为 7.4%，同比下滑 9.9pp。

**图 10：公司毛利率与净利率**


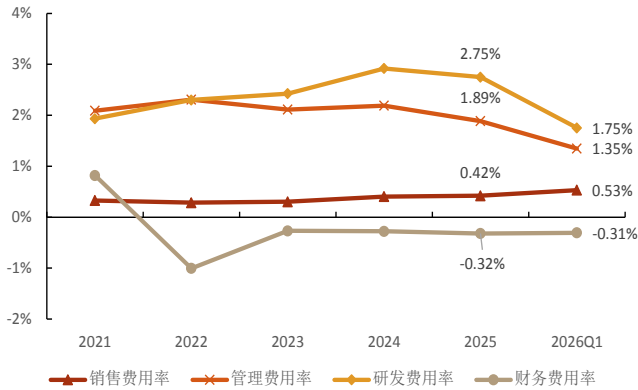
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 11：公司分地区毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

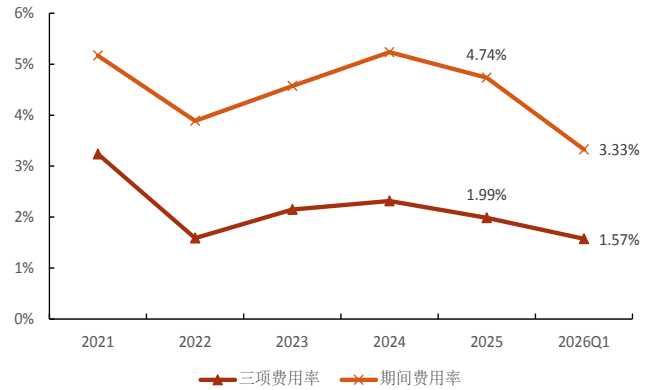
期间费用率开始回落，前期上升主要系研发费用率影响所致。公司 2022-2024 年期间费用率有所上升，主要系研发费用率增长所致。2024 年期间费用率为 5.24%，较 2022 年提升 1.35pp，其中 2024 年研发费用率为 2.92%，较 2022 年提升 0.62pp。2025 年以来，公司逐渐提升费用管控能力，随着规模效应释放，公司费用率开始回落，2025 年公司期间费用率和扣除研发费用率的三项费用率分别为 4.74%/1.99%，同比分别-0.50pp/-0.33pp。受毛利率下降等因素影响，公司归母净利率近两年逐步回落，2025/26Q1 公司归母净利率分别为 6.5%/3.8%，同比分-9.0pp/-7.9pp。我们判断，短期来看公司盈利能力或仍将受制于行业竞争与大宗商品涨价有所承压，后续随着原材料调价机制传导、电解铜价格回落叠加公司海外客户扩张规模效应进一步显现，公司盈利能力有望回暖向上。

图 12：公司期间费用率具体情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 13：公司三项费用率与期间费用率对比



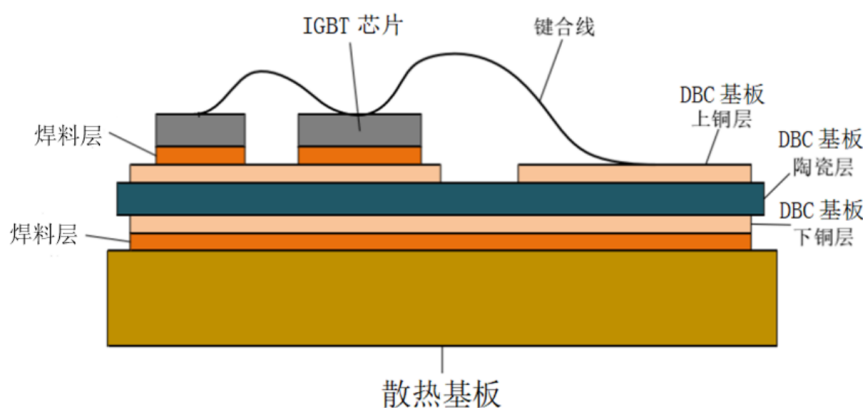
数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 新能源持续增长，功率半导体散热基板前景广阔

### 2.1 IGBT 功率模块热管理较为重要，直接液冷为其主流方案

IGBT 功率模块失效的主要原因是温度过高导致的热应力。首先，如果模块内部散热不均，会导致内部热应力分布不均，容易引起焊料层脱落；其次，芯片在运行过程中会反复经受高温循环带来的热应力冲击，易导致芯片疲劳失效；最后，由于 IGBT 功率模块由不同材料封装而成，芯片、覆铜陶瓷基板、散热基板等具有不同的热膨胀系数，高温条件下具有不同热膨胀系数的材料会在结合界面产生热应力，当热应力超过材料的极限阈值，将会导致材料断裂或损伤。因此，为保障 IGBT 功率模块稳定性和可靠性衍生出了功率半导体模块热管理需求。

图 14：IGBT 功率模块结构图



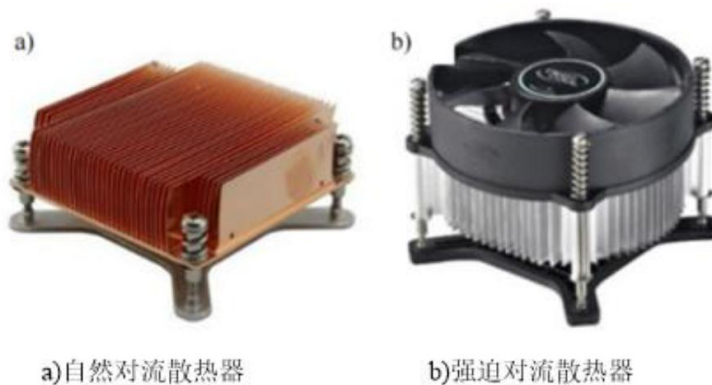
数据来源：公司招股说明书, 西南证券整理

新能源汽车电控系统功率密度提升对功率半导体模块热管理要求持续提升。电控系统是典型的高功率密度部件，且功率密度随着对新能源汽车性能需求的提高仍在不断提升。电机控制器内 IGBT 功率模块长时间运行以及频繁开闭会产生大量热量，伴随着温度的升高，

IGBT 功率模块的失效概率也将大幅增加，最终将影响电机的输出性能以及汽车驱动系统的可靠性。散热基板作为电控功率模块的重要组成部分与核心散热功能结构，通过改善功率模块散热性能，进而提升电机控制器功率密度，最终达到优化电驱动系统性能的效果。

功率模块热管理方式可分为空冷散热和液冷散热，空冷方案具有一定的局限性并未在车规级功率模块散热中广泛应用。空冷散热一般分为自然对流散热和强迫对流散热，其中，1) 自然对流的散热路径主要是芯片将热量传递给散热器上的翅片，热量通过翅片自然对流散发，其优点是结构简单可靠，但由于自然对流冷却的热交换系数较低，无法满足大功率模块的散热需求。2) 强迫对流是在自然对流的结构基础上增加散热风扇，通过加速翅片表面的空气流动性提高散热效率。虽然强迫对流散热在一定条件下可以满足部分大功率模块的散热要求，但因风扇的存在，需要增加额外的通风结构设计，其体积一般较大，且同时会有噪声，因此空冷散热并没有在车规级功率模块中得到广泛使用。

图 15：空冷散热两种方案对应的产品



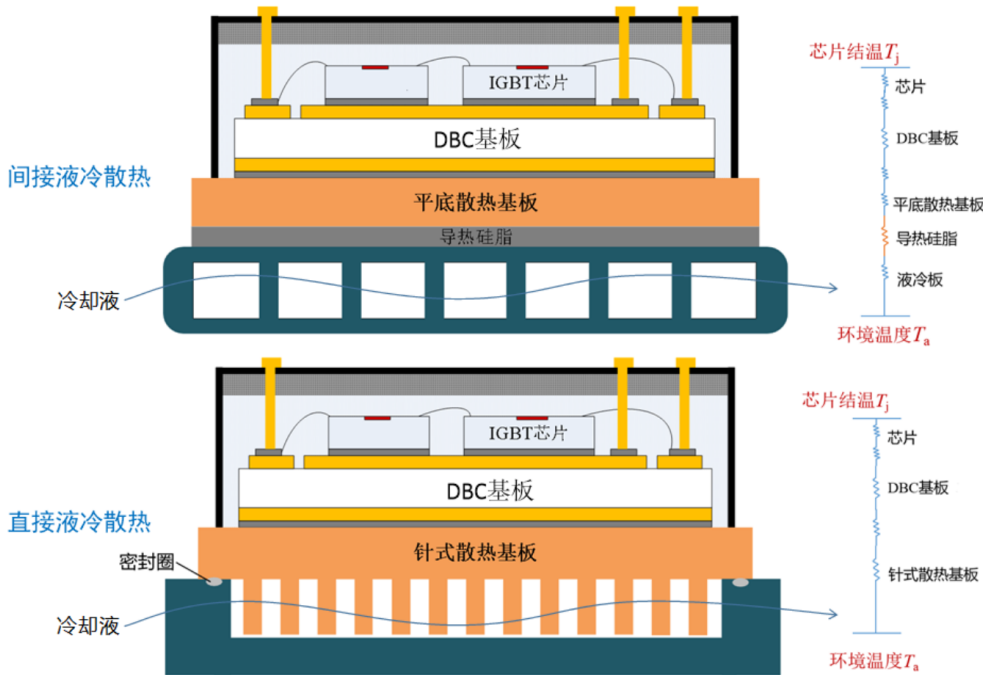
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

车规级功率模块采取的主流散热方式为液冷散热，液冷散热可分为间接液冷与直接液冷。

1) 间接液冷散热采用平底散热基板，其原理是：基板下面涂一层导热硅脂，紧贴在液冷板上，液冷板内通冷却液，散热路径为芯片-DBC 基板-平底散热基板-导热硅脂-液冷板-冷却液。即芯片为发热源，热量主要通过 DBC 基板、平底散热基板、导热硅脂传导至液冷板，液冷板再通过液冷对流的方式将热量排出。2) 直接液冷散热采用针式散热基板位于功率模块底部的散热基板增加了针翅状散热结构，可直接加上密封圈通过冷却液散热，散热路径为芯片-DBC 基板-针式散热基板-冷却液，无需使用导热硅脂。

直接液冷散热效率较高，针式散热基板成为当前车规级功率模块的主要解决方案。间接液冷散热中 IGBT 功率模块不直接与冷却液接触，散热效率不高，也因此限制了功率模块的功率密度提升。相比间接液冷散热，直接液冷散热不需要导热硅脂，也无需使用液冷板，IGBT 功率模块与冷却液直接接触，模块整体热阻值可降低 30%左右，且针翅结构大大提高了散热表面积，散热效率因此大幅提高，IGBT 功率模块功率密度也可以设计的更高。目前直接液冷散热已成为车规级 IGBT 功率模块的主流散热方式，包括英飞凌、博世、安森美、日立、中车时代、斯达半导等在内的知名厂商生产的车规级功率模块均主要采用直接液冷散热，搭配针式散热基板。

图 16：液冷散热两种方案对比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 1：平底散热基板 vs 针式散热基板

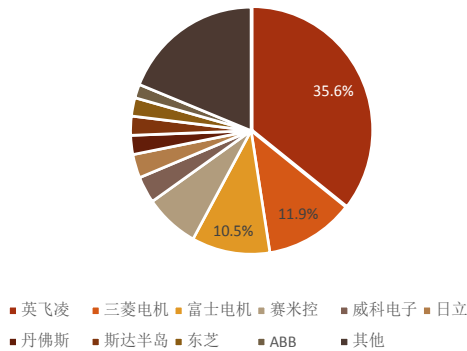
| 散热结构 | 平底散热基板   | 针式散热基板  |
|------|--|---|
| 散热方式 | 间接液冷散热   | 直接液冷散热  |
| 散热效率 | 功率模块通过导热硅脂、液冷板与冷却液间接接触，热阻值较大，散热效率相对较低                                    | 无需使用导热硅脂、液冷板，且功率模块通过翘柱与冷却液直接接触，可将热阻值降低 30%左右，散热效率大幅提高，促进功率模块小型化 |
| 应用领域 | 工业控制和其他传统功率模块应用领域，对散热效率与模块小型化要求不高，平底基板因此得到了广泛应用。此外平底基板在新能源发电、储能等新兴领域亦有应用 | 由于新能源汽车电机控制器用功率半导体模块对散热效率和小型化要求较高，因此针式基板产品在该细分领域占据了主流地位         |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 2.2 行业格局：公司 2023 年车载散热基板全球份额 30%左右

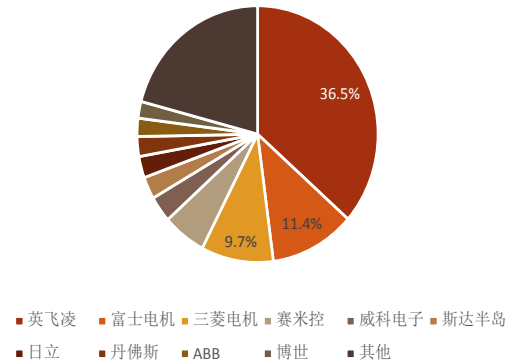
IGBT 模块海外厂商占据主导地位，国内份额持续提升。从 IGBT 模块竞争格局来看，根据英飞凌公司公告，全球 Top 10 中大多数为海外企业，其中英飞凌、三菱电机、富士电机三大海外巨头占据市场主要份额，19/20/21/22 年前三大公司市场份额合计分别为 58.0%/57.6%/56.8%/55.3%，前三大供应商市场占比逐年回落，我们认为主要系国内供应商份额提升所致。2019-2020 年，国内仅斯达半导进入全球前十大 IGBT 模块供应商排名，2019-2022 年斯达半导全球 IGBT 模块市场份额从 2.5%提升至 4.3%；2021-2022 年国内时代电气跻身全球 Top 10 供应商排名，时代电气全球市场份额从 2021 年的 2.0%提升至 2022 年的 4.1%。当前 IGBT 模块里外资企业仍占据主导地位，国内供应商在逐步追赶外资品牌，市场份额开始逐年提升。

图 17: 2019 年全球 IGBT 模块竞争格局



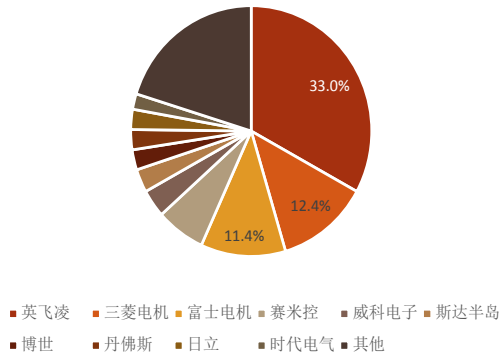
数据来源: 英飞凌公告, 西南证券整理

图 18: 2020 年全球 IGBT 模块竞争格局



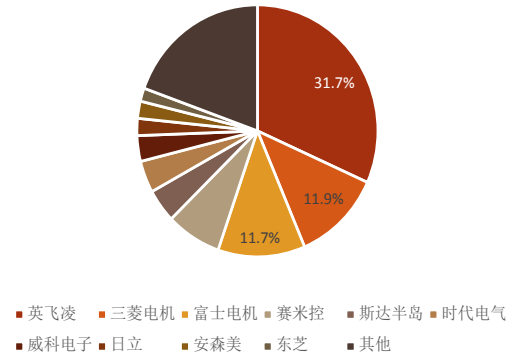
数据来源: 英飞凌公告, 西南证券整理

图 19: 2021 年全球 IGBT 模块竞争格局



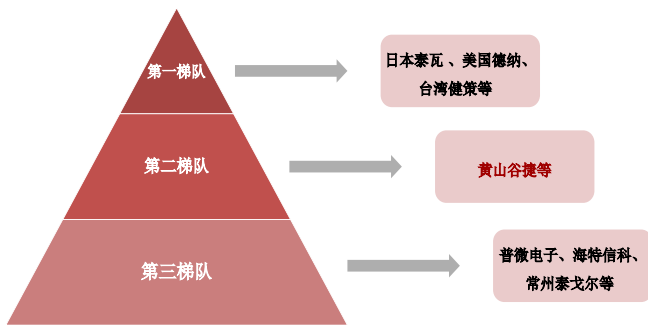
数据来源: 英飞凌公告, 西南证券整理

图 20: 2022 年全球 IGBT 模块竞争格局

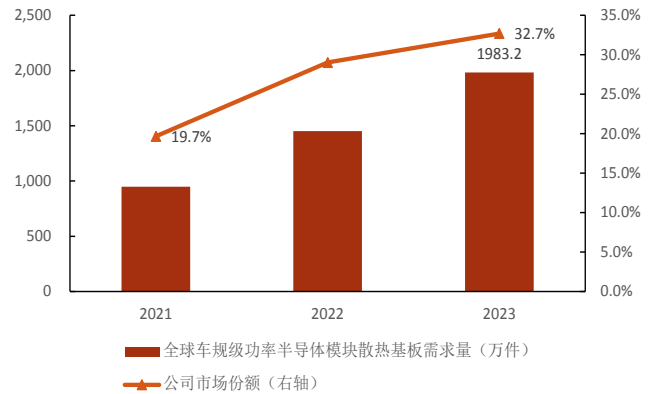


数据来源: 英飞凌公告, 西南证券整理

公司 2023 年车载 IGBT 散热基板全球市场份额 30%左右。根据华经产业研究院统计, 中国车规级功率半导体模块散热基板行业呈现以下竞争梯队情况: 第一梯队为日本泰瓦、美国德纳、健策精密等企业; 第二梯队为: 黄山谷捷等; 第三梯队为: 普微电子、海特信科、常州泰戈尔等。根据公司招股说明书, 公司车规级功率半导体模块散热基板全球市场份额持续提升, 2021 年公司车规级功率半导体模块散热基板市场份额占比为 19.7%, 2023 年全球车规级功率半导体模块散热基板需求量为 1983.2 万件, 其中公司铜针式散热基板销量约 648.5 万件, 公司车规级功率半导体模块散热基板市场份额占比为 32.7%, 相较于 2021 年市场份额提升了约 13pp。公司凭借持续开拓创新, 不断推出适应市场需求的新技术新产品, 市场占有率不断提升, 成为车规级功率半导体模块散热基板行业的领先企业。

**图 21：中国车规级功率半导体模块散热基板行业竞争格局**


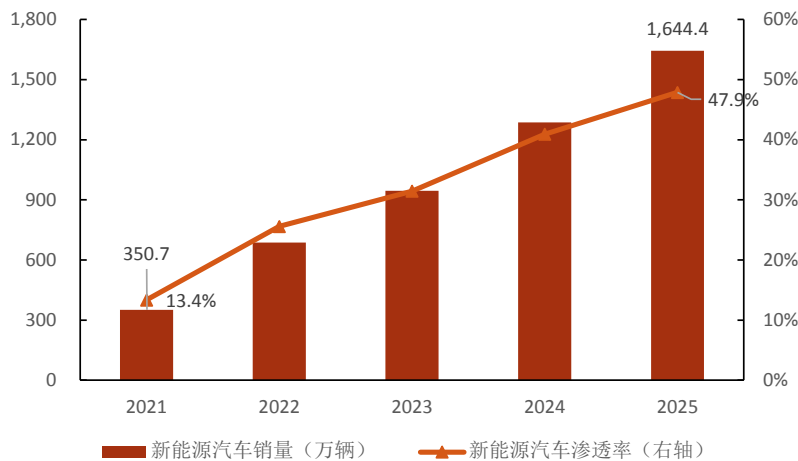
数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

**图 22：全球车规级功率半导体散热模块需求量及公司份额**


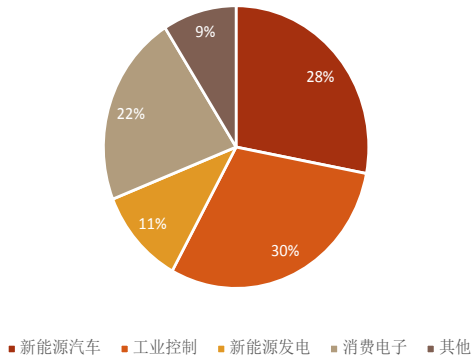
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

## 2.3 行业空间：新能源大势所趋，中期展望 50 亿元市场空间

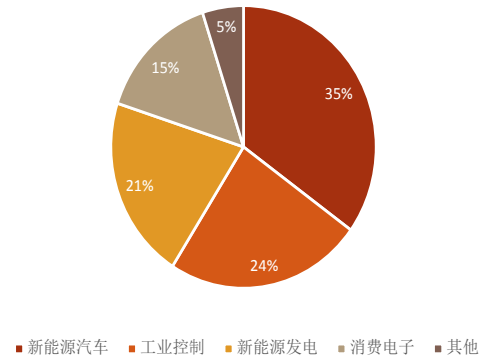
新能源汽车为我国 IGBT 主要应用领域。根据高工产业研究院数据，2020 年我国 IGBT 在新能源汽车的应用占市场价值的 28%，仅次于工业控制领域。2021 年以来我国新能源汽车销量呈现爆发式增长，新能源汽车销量从 2021 年的 350.7 万辆到 2025 年的 1,644.4 万辆，新能源汽车渗透率从 2021 年的 13.4% 提升至 2025 年的 47.9%，随着我国新能源汽车渗透率持续提升，新能源应用有望成为我国 IGBT 需求增长最大的下游驱动力。根据高工产业研究院预测，2025 年 IGBT 在新能源汽车应用市场占比为 35%，占比将超过工业控制应用，成为国内 IGBT 第一大应用市场。

**图 23：2021-2025 年国内新能源汽车销量及新能源汽车渗透率**


数据来源：中汽协，西南证券整理

**图 24：2020 年我国 IGBT 应用领域情况**


数据来源：公司招股说明书、高工产业研究院，西南证券整理

**图 25：2025 年预计我国 IGBT 应用领域情况**


数据来源：公司招股说明书、高工产业研究院，西南证券整理

受益于下游新能源汽车产业发展，车规级功率半导体模块散热基板需求快速增长。目前行业通常采用新能源汽车销量作为测算依据：

**2023 全球车规级功率半导体模块散热基板市场空间约为 18 亿元。**根据公司招股说明书披露，2023 年国际能源署数据显示全球新能源乘用车/商用车销量分别为 1,380/56.94 万辆，其中：1) 乘用车方面：新能源乘用车纯电车型占比 68.8%，其中纯电动车型可分为单电机和双电机，双电机车型占纯电动车比例约为 10%。散热基板用量方面：单电机/双电机分别用 1 个/2 个散热基板；插电混动车型为双电机，单台需要 2 个散热基板。2) 商用车方面：新能源大巴车/新能源重型货车/新能源轻型货车销量分别为 4.94/5.34/46.66 万辆，其中新能源轻型货车中纯电车型占比为 98.6%。散热基板用量方面：电动大巴和重型货车一般采用多电机和多功率模块，单台需要 3 个散热基板；纯电轻型货车单台需要 1 个散热基板；插电混动轻型货车为双电机，单台需要 2 个散热基板。整体来看，上述对应 2023 年全球车规级功率半导体模块散热基板需求量为 1983.16 万件，对应市场空间为 18.04 亿元。

**预计 2030 全球车规级功率半导体模块散热基板市场空间接近 50 亿元。**根据公司招股说明书披露，2030 年国际能源署预测全球新能源乘用车/商用车销量分别为 4,100/457 万辆，基于上述数据，我们假设：1) 乘用车方面，2030 年全球新能源乘用车中纯电车型占比 60%，由于纯电车型中单电机/双电机分别用 1 个/2 个散热基板，假设双电机占纯电车型的比例为 40%，对应纯电车型单车散热基板平均用量 1.4 件。2) 商用车方面，国际能源署预测 2030 年新能源大巴车/新能源重型货车/新能源轻型货车销量分别为 52.4/55.6/349.0 万辆，其中假设新能源轻型货车中纯电车型占比为 90.0%，纯电轻型货车中双电机版本占比 5%。散热基板用量方面：由于新能源大巴车、重型货车一般采用多电机、多功率模块，仍然假设其单车散热基板平均用量 3 个，假设纯电轻型货车单电机版单车散热基板平均用量 1 个、纯电轻型货车双电机版单车散热基板平均用量 2 个、插电混动轻型货车散热基板平均用量 2 个；整体测算 2030 年全球车规级功率半导体模块散热基板需求量为 7,447.6 万件，对应市场空间为 48.4 亿元，2026-2030 全球市场空间年复合增速约为 15.3%。

**图 26：全球车规级功率半导体模块散热基板市场空间测算**

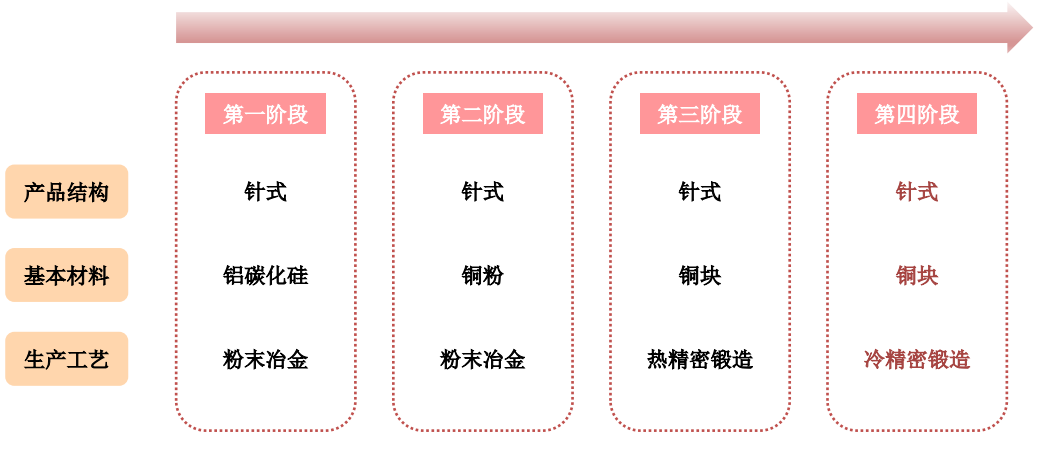
| 项目                               | 2021          | 2022            | 2023            | 2030E           | 单车散热基板用量 (件) |
|----------------------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|
| <b>1.1 全球新能源乘用车销量 (万辆)</b>       | <b>660.00</b> | <b>1,020.00</b> | <b>1,380.00</b> | <b>4,100.00</b> |              |
| 纯电动                              | 470.00        | 730.00          | 950.00          | 2,460.00        | 1.4          |
| 插电式混动                            | 190.00        | 290.00          | 430.00          | 1,640.00        | 2            |
| 其中：纯电车型占比                        | 71.2%         | 71.6%           | 68.8%           | 60.0%           |              |
| <b>1.2 乘用车散热基板需求量 (万件)</b>       | <b>897.00</b> | <b>1,383.00</b> | <b>1,905.00</b> | <b>6,724.00</b> |              |
| <b>2.1 全球新能源大巴车销量 (万辆)</b>       | <b>9.18</b>   | <b>6.54</b>     | <b>4.94</b>     | <b>52.40</b>    | <b>3</b>     |
| <b>2.2 公共汽车散热基板需求量 (万件)</b>      | <b>27.54</b>  | <b>19.62</b>    | <b>14.82</b>    | <b>157.20</b>   |              |
| <b>3.1 全球新能源重型货车销量 (万辆)</b>      | <b>1.42</b>   | <b>5.95</b>     | <b>5.34</b>     | <b>55.60</b>    | <b>3</b>     |
| <b>3.2 货车散热基板需求量 (万件)</b>        | <b>4.26</b>   | <b>17.85</b>    | <b>16.02</b>    | <b>166.80</b>   |              |
| <b>4.1 全球新能源轻型货车销量 (万辆)</b>      | <b>18.59</b>  | <b>30.79</b>    | <b>46.66</b>    | <b>349.00</b>   |              |
| 纯电动                              | 18.00         | 30.00           | 46.00           | 314.10          | 1.05         |
| 插电式混动                            | 0.59          | 0.79            | 0.66            | 34.90           | 2            |
| 其中：纯电车型占比                        | 96.8%         | 97.4%           | 98.6%           | 90.0%           |              |
| <b>4.2 卡车散热基板需求量 (万件)</b>        | <b>19.18</b>  | <b>31.58</b>    | <b>47.32</b>    | <b>399.61</b>   |              |
| <b>全球新能源汽车销量合计 (万辆)</b>          | <b>689.19</b> | <b>1,063.28</b> | <b>1,436.94</b> | <b>4,557.00</b> |              |
| <b>全球车规级功率半导体模块散热基板需求量 (万件)</b>  | <b>947.98</b> | <b>1,452.05</b> | <b>1,983.16</b> | <b>7,447.61</b> |              |
| <b>散热基板价格 (元/件)</b>              | <b>98</b>     | <b>95</b>       | <b>91</b>       | <b>65</b>       |              |
| <b>全球车规级功率半导体模块散热基板市场空间 (亿元)</b> | <b>9.26</b>   | <b>13.85</b>    | <b>18.04</b>    | <b>48.41</b>    |              |

数据来源：公司招股说明书、国际能源署，西南证券

## 3 技术优势&客户矩阵并举，树立公司行业地位

### 3.1 以冷锻一体成型工艺为核心，构建差异化竞争优势

散热基板生产工艺可分为三种，当前主流 IGBT 供应商采取冷精锻技术方案。针翅结构的铜散热基板，是一种成形难度高且精度高的精密结构件，对生产工艺要求严格，目前主要包括粉末冶金技术和精密锻造技术，其中精密锻造又可分为热精锻与冷精锻技术路径。粉末冶金技术与热精锻技术因生产工艺的局限性，影响锻件的精度且原材料成本较高，目前主流技术路径为冷精锻工艺。冷精锻成形是指在常温条件下的锻造加工，利用安装在设备上的模具，在强大压力和一定速度下使金属材料从模腔中挤出，从而获得所需形状、尺寸以及具有一定力学性能的锻造方法。冷精锻技术的成形精度相对较高，英飞凌 HybridPACK™ 系列第四阶段功率半导体散热基板目前采用这种生产工艺。

**图 27：英飞凌 HybridPACK™ 系列功率模块散热基板发展历程**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

**表 2：铜针式散热基板主要生产工艺对比**

| 生产工艺               | 技术原理   | 优点  | 缺点  |
|--------------------|--|---|---|
| 粉末冶金<br>(金属粉末注射成型) | 将现代塑料注射成型技术引入粉末冶金领域而形成的一门新型粉末冶金近净成形技术                                | 原材料利用程度高  | (1) 烧结过程存在变形问题，影响产品精度；(2) 产品内部易产生孔隙，影响热导率；(3) 原材料成本较高；(4) 制程较为复杂，程序繁琐 |
| 热精锻                | 在金属再结晶温度之上，利用高温进行锻造  | 减少金属的变形抗力，因而减少材料变形所需的锻压力，使锻压设备吨位大为减少  | (1) 存在热胀冷缩现象，影响锻件精度；(2) 高温下易产生氧化或烧损缺陷，影响产品表面质量；(3) 能耗高，成本较高           |
| 冷精锻                | 在常温下将金属毛坯放入模具模腔，利用强大的压力和一定的速度冲击，迫使金属从模腔中挤出，从而获得形状、尺寸、力学性能均符合要求的精密锻造件 | (1) 精度高，产品尺寸一致性好，形状和尺寸易控制；(2) 表面质量好，无氧化和烧损等热加工缺陷；(3) 硬化效果可使产品的强度显著提高；(4) 工艺流程简洁高效，能源消耗少，成本低 | (1) 模具设计开发和制造难度较高；(2) 工艺技术难度较高  |

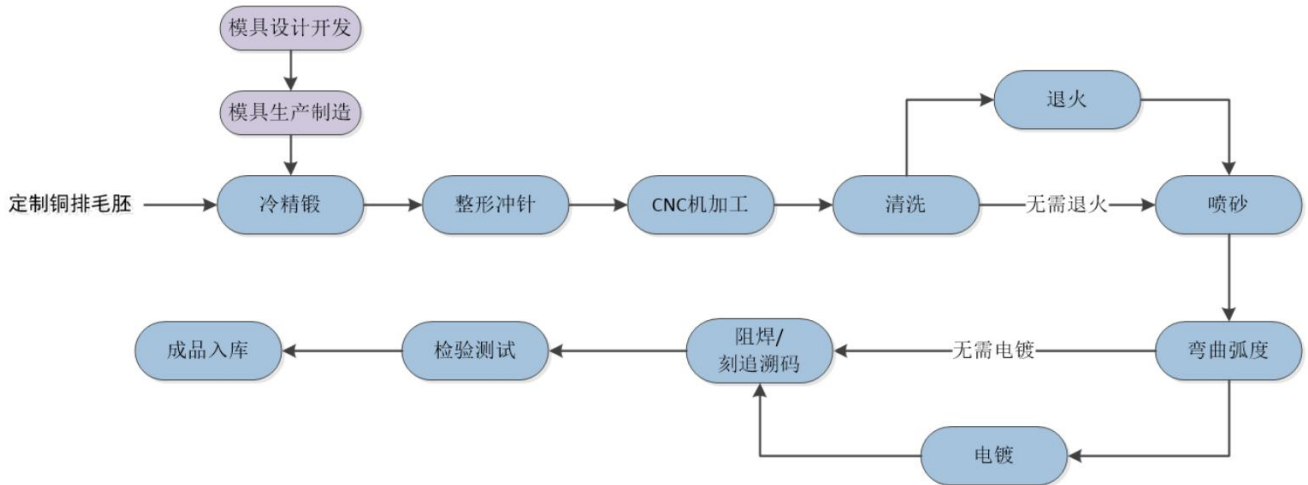
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司通过创新应用冷精锻工艺，成功解决了传统散热基板生产中的多项技术难题。由于基板上的铜针密度高，之间的表面距离一般只有 1.0mm-1.6mm 左右，成百上千的铜针对生产工艺提出了较高的要求，而针翅结构铜散热基板的制造工艺直接决定了产品的最终性能和质量。公司通过创新性运用冷精锻工艺生产铜针式基板，即利用大型锻压机和模具，对原材料铜排毛坯冷锻一体成型，工艺流程简洁高效，在提高生产效率的同时降低了生产成本，且产品热导率、精度、硬度、表面粗糙度指标均表现优异。公司所产铜针式散热基板热导率可达 395W/(m·k)，弧度精度可控制在 ±0.03mm，此外冷锻工艺的加工硬化效果也提升了产品的强度，基板硬度达 90HV-115HV，公司自主研发的冷锻一体成型技术已达到行业领先水平。

公司攻克模具难题，为冷精锻工艺大批量生产散热基板提供保障。模具是冷精密锻造技术的关键节点和难点，好的模具需要在提高产品良品率的同时维持模具的耐用性。纯铜作为一种锻压材料需要比铝高出 2-3 倍的变形压力，使得模具和锻压设备承受非常高的应力。公司持续加大研发，通过总结模具设计的变形规律和薄弱点，较好地解决了成形缺料、脱模变形、模具寿命有限等问题。公司的模具腔体可承受近 2,000Mpa 的压强，快速对铜排毛坯一

体冷锻成型的同时，针翅间距公差可控制在±0.05mm。公司的模具整体耐用性能好，可经受超 100 万次以上锻造，到期仅需更换小尺寸的易损部件，从而有效降低模具使用成本，缩短模具维修时间，为冷精锻工艺大批量生产提供了保障。

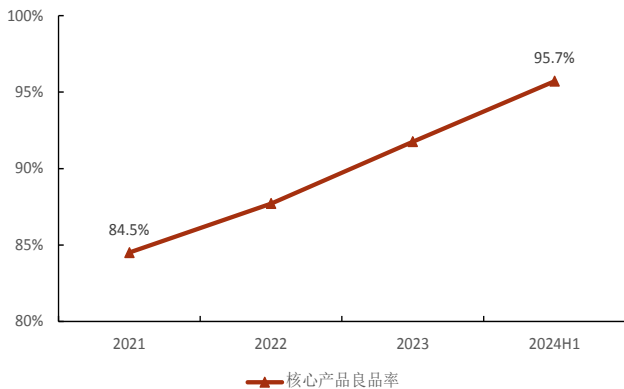
图 28：公司铜针式散热基板生产工艺流程



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

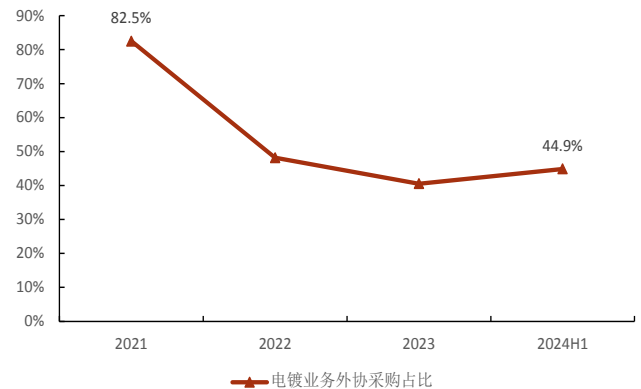
产品良品率持续提升，电镀产能不足问题逐步得到缓解。公司通过生产工艺改进、提高加工熟练度、操作精度等方式，使得核心产品良品率逐渐提高，根据公司招股说明书披露，公司核心产品良品率从 21 年的 84.5% 提升至 24 年上半年的 95.7%。针对自身电镀工序产能不足的问题，公司控股子公司黄山广捷专注于电镀业务，近年来外协加工采购占比开始降低，从 21 年的 82.5% 降至 24 年上半年的 44.9%，公司电镀产能不足问题逐步得到缓解。

图 29：公司铜针式散热基板良品率



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 30：公司电镀外协采购占比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

### 3.2 深度绑定核心大客户，与客户共同成长

车规级半导体重要性突出，认证周期长车企不会轻易变更供应商。车载半导体对汽车的安全性和功能性起到至关重要的作用，其对产品的可靠性、一致性、安全性、稳定性和长效性要求较高，形成了较高的客户认证壁垒，客户端整体认证周期较长。散热基板作为功率模块的核心散热功能结构和重要组成部件，直接关系到汽车电机控制器的可靠性和电驱动系统的性能，一旦出现问题将会给下游企业带来巨大损失，替代成本较高，因此一旦进入供应商体系一般不会轻易发生变更。公司自成立伊始即专注于车规级功率半导体模块散热基板的研发、生产和销售，是行业内较早从事该领域的企业，率先完成了行业头部客户拓展与合格供应商认证工作，先发优势明显。

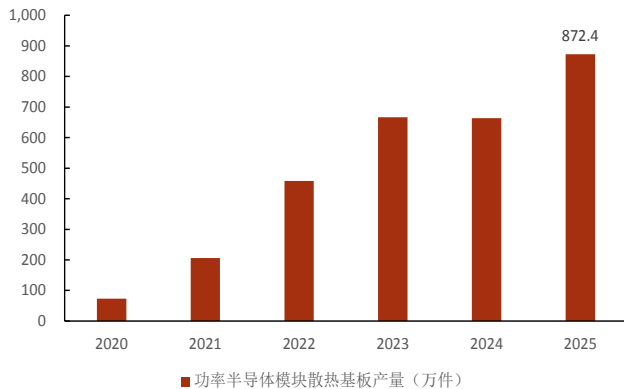
公司客户结构优质，绑定国内外车规级功率半导体行业龙头企业。公司是全球功率半导体龙头企业英飞凌新能源汽车电机控制器用功率半导体模块散热基板的最大供应商，同时与国内外知名的功率半导体厂商博世、安森美、日立、意法半导体、中车时代、斯达半导、士兰微、芯联集成、汇川联合动力等建立了长期稳定的合作关系，市场地位和产品质量均处于行业领先水平。公司通过下游车规级功率模块制造商间接供货新能源汽车，产品广泛应用于各大主流新能源汽车品牌，随着全球新能源汽车渗透率持续提升，公司营收体量有望再上新台阶。

图 31：公司主要客户情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

募投项目助力公司产能扩张，为公司中长期业务增长提供保障。公司持续加大功率半导体散热基板产能建设，公司功率半导体散热基板产量从 2020 年的 73.5 万件提升至 2025 年的 872.4 万件，根据公司招股说明书披露数据显示，公司 2021-2023 年期间产能利用率均在 90% 以上。2025 年公司募集资金 3.28 亿元用于功率半导体模块散热基板智能制造及产能提升项目，该项目拟新建两幢主厂房及配套附属设施，购置先进的生产设备及软件系统，项目的时间周期为 30 个月，项目达产后预计可实现新增年产功率半导体模块散热基板 1,000 万件，当前随着新能源汽车渗透率持续提升，在行业市场空间持续扩大的背景下，公司大幅提升产能以助力公司中长期业务增长。

**图 32：公司功率半导体模块散热基板产量**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 33：公司募投项目情况**

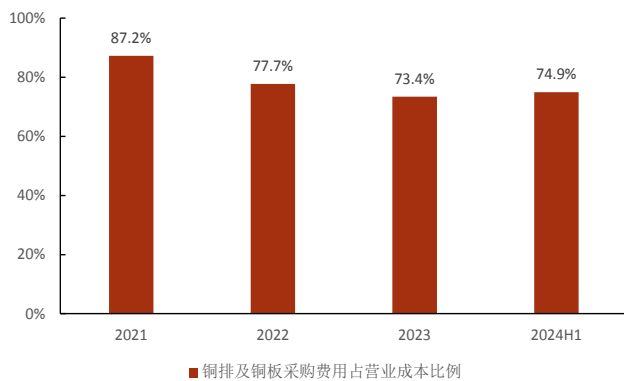
| 序号 | 项目名称                   | 投资总额 (万元) |
|----|------------------------|-----------|
| 1  | 功率半导体模块散热基板智能制造及产能提升项目 | 32,846.78 |
| 2  | 研发中心建设项目               | 7,354.41  |
| 3  | 补充流动资金                 | 10,000.00 |
| 合计 |                        | 50,201.19 |

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

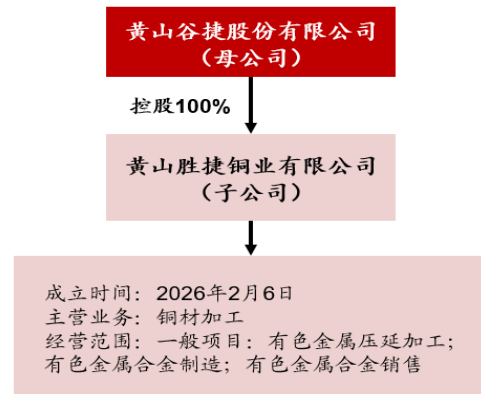
### 3.3 关键原材料加强成本空间，推动内涵式增长

**建立原材料价格传导机制&推进本地化采购策略双管齐下，积极应对行业挑战。**铜材作为公司主要原材料之一，其价格波动直接影响到公司的成本结构。一方面，公司通过强化与主要供应商的合作关系、提升议价能力、拓宽采购渠道等方式，增强对原材料价格波动的抵御能力。另一方面，公司与主要客户建立价格传导机制，在铜价大幅波动时，通过调整产品价格来部分抵消成本上升的压力。同时，为应对国际物流复杂性以及地缘政治带来的潜在供应中断风险，公司正在推进本地化采购策略，在目标市场周边寻找合适的原材料供应商，以缩短供应链路径，提高响应速度，确保供应链安全稳定。

**建立子公司完善产业链布局，降低生产成本提升盈利水平。**为提升公司原材料供应保障能力，有效降低成本，完善产业链布局，增强公司的综合竞争优势和盈利能力，公司着力推动内涵式提升，于 2026 年 2 月份以自有资金出资人民币 3000 万元，在安徽省黄山市徽州区投资设立全资子公司黄山胜捷铜业有限公司，主要从事铜材加工业务，补全公司原材料铜材与铜材加工板块，完善公司原材料端产业链布局。我们认为，本次项目实施并达产后，公司产业布局将进一步完善，有利于公司延链、补链，降低生产成本，增强公司的综合实力，以提升整体盈利水平。

**图 34：公司铜排及铜板采购费用占营业成本比重**


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

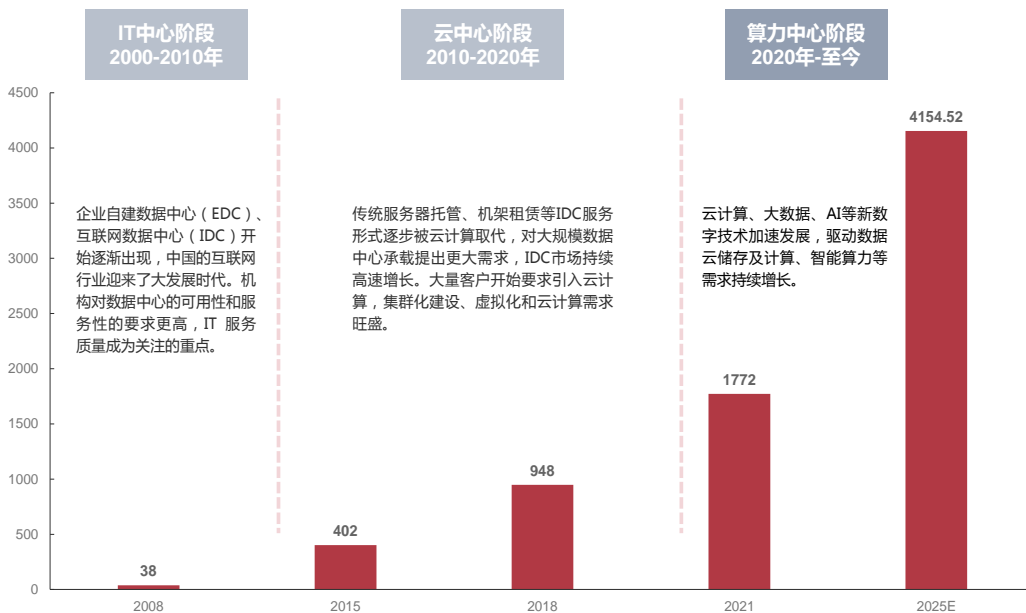
**图 35：公司设立黄山胜捷铜业有限公司公告**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 积极拓展新应用场景，打造第二增长曲线

政策利好、需求提振、技术升级，预计 2025 年国内数据中心产业规模超 4000 亿元。国内数据中心经历了网络中心阶段、IT 中心阶段、云中心阶段，目前进入到了算力中心发展阶段。随着，（1）政策利好：“东数西算”加速构建一体化算力体系；（2）需求提振：IDC 发展、AI 产业进入新阶段；（3）技术升级：算力异构化推动算力升级；国内数据中心产业规模迎来高增长。根据《中国数据中心产业发展白皮书（2023）》，预计 2025 年国内算力中心产业规模将超过 4000 亿元。

图 36：国内数据中心发展阶段（单位：亿元）

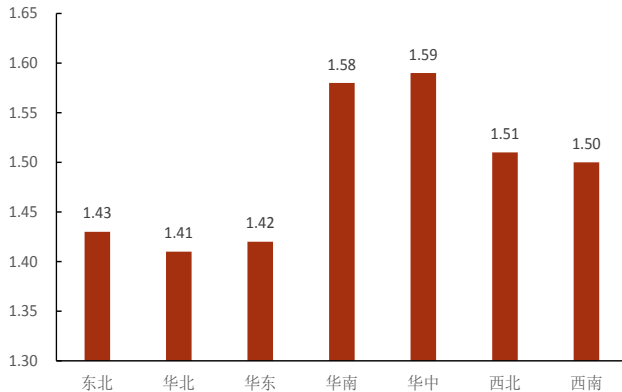


数据中心产业供给从运营商单一主体转向运营商、第三方IDC服务商、跨界方等多主体供给格局

数据来源：《中国数据中心产业发展白皮书（2023）》，西南证券整理

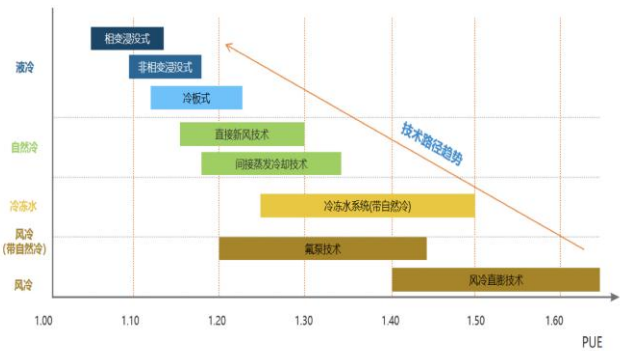
国家及地方政府严格规范 PUE 趋势下，液冷方案成为最优选择。PUE（电能利用效率）= 数据中心总能耗 / IT 设备能耗，根据工信部下发文件要求，到 2023 年底新建大型及以上数据中心 PUE 降低到 1.3 以下，严寒和寒冷地区力争降低到 1.25 以下；各地方省市也进一步要求数据中心 PUE 指标要不断降低。随着算力的持续增加，硬件部分的能耗也在持续提升；在保证算力运转的前提下，只有通过降低数据中心辅助能源的消耗，采用液冷方案替代传统风冷方案，才能达成节能目标下的 PUE 要求。

图 37：2021 年全国分地区 IDC 平均 PUE 情况



数据来源：CDCG，中国通服数字基建产业研究院，西南证券整理

图 38：数据中心制冷技术对应 PUE 范围



数据来源：中兴通讯《液冷技术白皮书》，西南证券整理

图 39：数据中心温控方案效果评估对比

| 指标/类别          | 风冷  | 冷板式液冷 | 浸没式液冷（非相变） | 浸没式液冷（相变） |
|----------------|-----|-------|------------|-----------|
| 节能性（PUE）       | 1.6 | 1.3以下 | 1.2以下      | 1.04      |
| 散热性能           | 低   | 高     | 高          | 极高        |
| 可满足功率密度        | 低   | 高     | 极高         | 极高        |
| 可靠性            | 低   | 高     | 高          | 高         |
| 集成度            | 低   | 高     | 高          | 极高        |
| 总成本单节点均摊（量产后）  | 高   | 较低    | 低          | 低         |
| 空间利用率          | 低   | 较高    | 高          | 高         |
| 机房环境要求（温度、湿度等） | 高   | 高     | 低          | 低         |

数据来源：观研天下，西南证券整理

**内生与外延并举，积极打造第二增长曲线。**一方面，公司充分发挥车端技术与客户资源优势，积极开拓数据中心、低空飞行器、轨道交通等新的应用场景。另一方面，公司与国元基金、安徽产转基金在 2026 年共同成立“谷捷战略新型产业基金”，其中公司出资占比 75%，旨在充分借助专业投资机构的力量及资源优势，深化公司产业协同战略性布局，挖掘产业链上下游优质项目和发展机会。我们认为，公司内生与外延并举，有望在车载功率半导体散热基板领域基础上开拓数据中心、低空飞行器等新应用场景，构筑公司业务第二增长曲线。

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：2026-2028 年，随着公司募投项目推进，公司核心产品产能逐步提升，假设公司铜针式散热基板产能分别为 1,200 万件、1,600 万件、1,900 万件，产能利用率分别为 84%、84%、88%，假设全部转化为销量，对应销量分别为 1,008 万件、1,344 万件、1,672 万件。由于原材料价格维持在较高水平，假设公司铜针式散热基板产品均价分别为 71 元/件、72 元/件、73 元/件；短期受大宗涨价、行业竞争加剧等因素影响毛利率承压，后续随着产能逐步投产规模效应释放、叠加海外客户占比提升，假设公司铜针式散热基板毛利率分别为 12.0%、13.0%、14.0%。

假设 2：随着公司核心产品铜针式散热基板销量增加对应铜排与铜板的使用提升，假设 2026-2028 年边角余料收入增速与铜针式散热基板收入增速一致，对应收入增速分别为 21.1%、35.2%、26.1%；由于铜材价格较高，假设边角余料业务毛利率 1.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元  |     | 2025A  | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------|-----|--------|---------|---------|---------|
| 铜针式散热基板 | 收入  | 591.11 | 715.68  | 967.68  | 1220.56 |
|         | 增速  | 7.86%  | 21.07%  | 35.21%  | 26.13%  |
|         | 毛利率 | 16.37% | 12.00%  | 13.00%  | 14.00%  |
| 边角余料    | 收入  | 219.97 | 266.32  | 360.10  | 454.20  |
|         | 增速  | 40.23% | 21.07%  | 35.21%  | 26.13%  |
|         | 毛利率 | 2.27%  | 1.00%   | 1.00%   | 1.00%   |
| 其他      | 收入  | 36.98  | 40.68   | 44.74   | 49.22   |
|         | 增速  | 87.26% | 10.00%  | 10.00%  | 10.00%  |
|         | 毛利率 | 1.20%  | 2.00%   | 2.00%   | 2.00%   |
| 合计      | 收入  | 848.05 | 1022.68 | 1372.52 | 1723.98 |
|         | 增速  | 17.03% | 20.59%  | 34.21%  | 25.61%  |
|         | 毛利率 | 12.05% | 8.74%   | 9.49%   | 10.23%  |

数据来源：Wind，西南证券

根据上述假设，我们测算出公司 2026-2028 年营业收入分别为 10.23、13.73、17.24 亿元，同比增速分别为 20.6%、34.2%、25.6%。

## 5.2 相对估值

考虑业务与发展阶段的相似性，我们选取英维克（液冷集成方案供应商）、高澜股份（特高压纯水冷却设备供应商积极切入数据中心液冷赛道）、美利信（铝压铸供应商积极切入数据中心液冷赛道）作为可比公司，三家公司 2026 年平均 PE 为 80.1X。

预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.57/0.85/1.18 亿元，对应 2026 年 4 月 30 日收盘价市盈率分别为 66.1x/44.2x/31.8x。考虑公司主营业务绑定全球功率半导体头部企业，后续随着产能爬坡业绩有望逐步兑现；同时公司依托车端长期深耕积累的技术与客户资源，积极开拓数据中心、低空飞行器、储能等应用领域，有望打造公司第二增长曲线，给予公司 2026 年市盈率 80 倍 PE，目标价 56.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值（基于 2026 年 4 月 30 日收盘价）

| 证券代码      | 证券简称 | 股价（元） | EPS（元） |       |       |       | PE（倍）  |        |       |       |
|-----------|------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
|           |      |       | 2025A  | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A  | 2026E  | 2027E | 2028E |
| 002837.SZ | 英维克  | 94.60 | 0.53   | 1.25  | 2.24  | 3.22  | 200.09 | 75.84  | 42.20 | 29.38 |
| 300499.SZ | 高澜股份 | 38.45 | 0.09   | 0.36  | 0.56  | -     | 329.89 | 105.75 | 68.64 | -     |
| 301307.SZ | 美利信  | 46.95 | -2.69  | 0.80  | 1.50  | -     | -12.85 | 58.62  | 31.25 | -     |
| 平均值       |      |       |        |       |       |       | 172.38 | 80.07  | 47.36 | -     |
| 301581.SZ | 黄山谷捷 | 46.93 | 0.69   | 0.71  | 1.06  | 1.48  | 68.98  | 66.12  | 44.18 | 31.76 |

数据来源：Wind，西南证券整理

## 6 风险提示

市场竞争风险，原材料价格波动风险，销售价格波动风险，市场开拓不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 现金流量表 (百万元)       | 2025A   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|---------------|---------|---------|---------|---------|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 848.05  | 1022.68 | 1372.52 | 1723.98 | 净利润               | 59.78   | 56.78  | 84.97  | 118.22 |
| 营业成本          | 745.83  | 933.32  | 1242.23 | 1547.58 | 折旧与摊销             | 25.04   | 19.41  | 19.41  | 19.41  |
| 营业税金及附加       | 3.01    | 3.63    | 4.88    | 6.13    | 财务费用              | -2.71   | -1.80  | -1.67  | -2.08  |
| 销售费用          | 3.56    | 4.29    | 5.49    | 6.72    | 资产减值损失            | -4.02   | -0.40  | -0.40  | -0.40  |
| 管理费用          | 16.00   | 20.45   | 27.45   | 34.48   | 经营营运资本变动          | -62.60  | 60.82  | -75.48 | -83.32 |
| 财务费用          | -2.71   | -1.80   | -1.67   | -2.08   | 其他                | -19.63  | 1.58   | 5.80   | 5.13   |
| 资产减值损失        | -4.02   | -0.40   | -0.40   | -0.40   | <b>经营活动现金流净额</b>  | -4.14   | 136.39 | 32.63  | 56.96  |
| 投资收益          | 3.23    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 资本支出              | -19.88  | -40.00 | -40.00 | -40.00 |
| 公允价值变动损益      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 其他                | -9.82   | -5.52  | -5.52  | -5.52  |
| 其他经营损益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>投资活动现金流净额</b>  | -29.70  | -45.52 | -45.52 | -45.52 |
| <b>营业利润</b>   | 66.45   | 63.18   | 94.55   | 131.55  | 短期借款              | 15.79   | -15.79 | 0.00   | 0.00   |
| 其他非经营损益       | 0.09    | 0.03    | 0.04    | 0.05    | 长期借款              | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>利润总额</b>   | 66.54   | 63.21   | 94.59   | 131.60  | 股权融资              | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 所得税           | 6.77    | 6.43    | 9.62    | 13.38   | 支付股利              | -28.00  | -20.94 | -34.01 | -49.95 |
| 净利润           | 59.78   | 56.78   | 84.97   | 118.22  | 其他                | -33.18  | 0.11   | 1.37   | 1.78   |
| 少数股东损益        | 4.75    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>筹资活动现金流净额</b>  | -45.38  | -36.62 | -32.64 | -48.17 |
| 归属母公司股东净利润    | 55.03   | 56.78   | 84.97   | 118.22  | <b>现金流量净额</b>     | -78.60  | 54.25  | -45.53 | -36.73 |
|               |         |         |         |         |                   |         |        |        |        |
| 资产负债表 (百万元)   | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | 财务分析指标            | 2025A   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| 货币资金          | 558.54  | 612.79  | 567.26  | 530.53  | <b>成长能力</b>       |         |        |        |        |
| 应收和预付款项       | 239.36  | 300.39  | 406.97  | 505.48  | 销售收入增长率           | 17.03%  | 20.59% | 34.21% | 25.61% |
| 存货            | 110.42  | 120.81  | 162.78  | 207.97  | 营业利润增长率           | -50.45% | -4.91% | 49.64% | 39.14% |
| 其他流动资产        | 49.25   | 11.17   | 11.22   | 11.50   | 净利润增长率            | -48.84% | -5.00% | 49.64% | 39.13% |
| 长期股权投资        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBITDA 增长率        | -39.98% | -9.00% | 38.98% | 32.59% |
| 投资性房地产        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>获利能力</b>       |         |        |        |        |
| 固定资产和在建工程     | 212.56  | 234.75  | 256.94  | 279.13  | 毛利率               | 12.05%  | 8.74%  | 9.49%  | 10.23% |
| 无形资产和开发支出     | 14.50   | 12.92   | 11.33   | 9.74    | 三费率               | 1.99%   | 2.24%  | 2.28%  | 2.27%  |
| 其他非流动资产       | 14.29   | 19.80   | 25.31   | 30.82   | 净利率               | 7.05%   | 5.55%  | 6.19%  | 6.86%  |
| <b>资产总计</b>   | 1198.92 | 1312.62 | 1441.81 | 1575.18 | ROE               | 5.84%   | 5.36%  | 7.65%  | 10.02% |
| 短期借款          | 15.79   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROA               | 4.99%   | 4.33%  | 5.89%  | 7.51%  |
| 应付和预收款项       | 141.42  | 215.89  | 283.86  | 344.51  | ROIC              | 11.48%  | 10.37% | 14.31% | 16.31% |
| 长期借款          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | EBITDA/销售收入       | 10.47%  | 7.90%  | 8.18%  | 8.64%  |
| 其他负债          | 17.43   | 36.61   | 46.86   | 51.31   | <b>营运能力</b>       |         |        |        |        |
| <b>负债合计</b>   | 174.64  | 252.50  | 330.72  | 395.82  | 总资产周转率            | 0.70    | 0.81   | 1.00   | 1.14   |
| 股本            | 80.00   | 80.00   | 80.00   | 80.00   | 固定资产周转率           | 4.24    | 5.07   | 7.47   | 10.39  |
| 资本公积          | 602.81  | 602.81  | 602.81  | 602.81  | 应收账款周转率           | 3.74    | 4.05   | 4.13   | 4.03   |
| 留存收益          | 326.65  | 362.49  | 413.46  | 481.73  | 存货周转率             | 8.04    | 7.86   | 8.61   | 8.23   |
| 归属母公司股东权益     | 1009.46 | 1045.30 | 1096.27 | 1164.54 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 95.08%  | —      | —      | —      |
| 少数股东权益        | 14.82   | 14.82   | 14.82   | 14.82   | <b>资本结构</b>       |         |        |        |        |
| <b>股东权益合计</b> | 1024.28 | 1060.12 | 1111.09 | 1179.36 | 资产负债率             | 14.57%  | 19.24% | 22.94% | 25.13% |
| 负债和股东权益合计     | 1198.92 | 1312.62 | 1441.81 | 1575.18 | 带息债务/总负债          | 9.04%   | 0.00%  | 0.00%  | 0.00%  |
|               |         |         |         |         | 流动比率              | 5.69    | 4.24   | 3.53   | 3.22   |
|               |         |         |         |         | 速动比率              | 5.03    | 3.75   | 3.03   | 2.68   |
|               |         |         |         |         | 股利支付率             | 50.88%  | 36.87% | 40.02% | 42.25% |
| 业绩和估值指标       | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   | <b>每股指标</b>       |         |        |        |        |
| EBITDA        | 88.78   | 80.79   | 112.29  | 148.89  | 每股收益              | 0.69    | 0.71   | 1.06   | 1.48   |
| PE            | 68.23   | 66.12   | 44.18   | 31.76   | 每股净资产             | 12.62   | 13.07  | 13.70  | 14.56  |
| PB            | 3.72    | 3.59    | 3.42    | 3.22    | 每股经营现金            | -0.05   | 1.70   | 0.41   | 0.71   |
| PS            | 4.43    | 3.67    | 2.74    | 2.18    | 每股股利              | 0.35    | 0.26   | 0.43   | 0.62   |
| EV/EBITDA     | 35.92   | 38.52   | 28.07   | 21.38   |                   |         |        |        |        |
| 股息率           | 0.75%   | 0.56%   | 0.91%   | 1.33%   |                   |         |        |        |        |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上        |
|      | 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间   |
|      | 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  |
|      | 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上      |
|      | 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  |
|      | 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域  | 姓名  | 职务          | 手机              | 邮箱                   |
|-----|-----|-------------|-----------------|----------------------|
| 上海  | 崔露文 | 销售岗         | 15642960315     | clw@swsc.com.cn      |
|     | 李煜  | 销售岗         | 18801732511     | yfliyu@swsc.com.cn   |
|     | 汪艺  | 销售岗         | 13127920536     | wyfy@swsc.com.cn     |
|     | 戴剑箫 | 销售岗         | 13524484975     | daijx@swsc.com.cn    |
|     | 张方毅 | 销售岗         | 15821376156     | zfy@swsc.com.cn      |
|     | 李嘉隆 | 销售岗         | 15800507223     | ljlong@swsc.com.cn   |
|     | 叶佳缘 | 销售岗         | 15800609605     | yejy@swsc.com.cn     |
|     | 欧若诗 | 销售岗         | 18223769969     | ors@swsc.com.cn      |
|     | 贾文婷 | 销售岗         | 13621609568     | jiawent@swsc.com.cn  |
|     | 张嘉诚 | 销售岗         | 18656199319     | zhangjc@swsc.com.cn  |
| 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |                      |
| 北京  | 李杨  | 北京销售主管兼销售岗  | 18601139362     | yfly@swsc.com.cn     |
|     | 张岚  | 销售岗         | 18601241803     | zhanglan@swsc.com.cn |
|     | 姚航  | 销售岗         | 15652026677     | yhang@swsc.com.cn    |
|     | 杨薇  | 销售岗         | 15652285702     | yangwei@swsc.com.cn  |
|     | 王宇飞 | 销售岗         | 18500981866     | wangyuf@swsc.com.cn  |
|     | 王一菲 | 销售岗         | 18040060359     | wyf@swsc.com.cn      |

---

|    |     |            |             |                      |
|----|-----|------------|-------------|----------------------|
|    | 马冰竹 | 销售岗        | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 刘艳  | 销售岗        | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
|    | 高欣  | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn   |
|    | 龚之涵 | 销售岗        | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
| 广深 | 文柳茜 | 销售岗        | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn      |
|    | 林哲睿 | 销售岗        | 15602268757 | lzs@swsc.com.cn      |
|    | 黄诗洁 | 销售岗        | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn      |