

2026 年 09 月 10 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

散热主业释放盈利弹性，布局液冷打造第二曲线

—中石科技（300684.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：庄宇 S1050525120003

✉ zhuangyu@cfsc.com.cn

分析师：任春阳 S1050521110006

✉ rency@cfsc.com.cn

分析师：何鹏程 S1050525070002

✉ hepc@cfsc.com.cn

联系人：王屿熙 S1050126080010

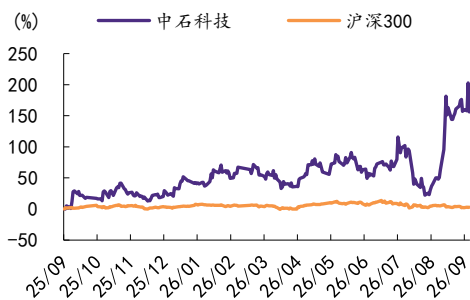
✉ wangyx1@cfsc.com.cn

基本数据

2026-09-09

当前股价（元）	83.66
总市值（亿元）	251
总股本（百万股）	300
流通股本（百万股）	205
52 周价格范围（元）	34.85-104.36
日均成交额（百万元）	1033.68

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《中石科技（300684）：高分子材料及热管理解决方案领导者，数据中心液冷打造新的增长曲线》2025-09-30
- 2、《中石科技（300684）：三季报表现亮眼，散热材料有望持续受益端侧 AI 渗透加速》2024-11-01

中石科技发布 2026 年半年报，上半年公司实现营业收入 8.28 亿元，同比增长 10.66%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比增长 13.59%；实现扣非归母净利润 1.33 亿元，同比增长 19.96%。

投资要点

■ 散热主业量利齐升，Q2 单季环比提速印证经营改善

2026 年上半年，公司实现营业收入 8.28 亿元，同比增长 10.66%；实现归母净利润 1.38 亿元，同比增长 13.59%；实现扣非归母净利润 1.33 亿元，同比增长 19.96%。分季度看，二季度公司实现营业收入 4.39 亿元、环比增长 12.74%，实现归母净利润 7,319.57 万元、环比增长 12.99%，单季经营环比提速。

业绩改善的核心来自散热主业的量利齐升。上半年公司导热材料实现营业收入 80,547.81 万元、同比增长 12.36%，占营业收入比重约 97.30%；在收入放量的同时，该业务营业成本仅同比增长 8.81%，推动导热材料毛利率同比提升 2.16 个百分点至 33.72%，构成利润增速快于收入增速的主要来源。

利润端仍受两笔非经营性因素扰动。受汇率波动影响，公司财务费用由上年同期的-37.98 万元转为 583.57 万元、同比增加 1,636.47%，主要原因为汇兑损失增加所致；营业外支出 224.79 万元，主要系产线搬迁费用等；投资收益 2,272.57 万元、占利润总额 15.13%，主要系已实现的金融产品投资收益。剔除上述扰动，主业盈利能力的改善趋势未变。同期公司研发投入 4,783.18 万元、同比增长 32.19%，主要系公司加快对新兴散热产品领域的研发资源投入所致。

■ 光模块速率跃迁抬升散热门槛，AI 功耗突破催生先进热管理刚需

光模块速率的持续跃迁正把散热推到系统设计的临界点上。随着光模块向 800G、1.6T、3.2T 等更高速率持续演进，CPO、NPO 等新一代光互联技术不断发展，系统功耗密度持续提升，对高效散热提出更高要求，传统风冷散热方案逐步接

近散热能力极限，以均热板（VC）、液冷为代表的先进散热技术加速渗透。

AI 算力侧呈现相同方向。随着 AI 算力需求持续增长，AI 芯片功耗快速攀升，单芯片热设计功耗（TDP）已突破千瓦级，推动导热界面材料（TIM）向高导热、高可靠性方向持续升级，由传统高分子材料逐步向碳基材料、液态金属材料等新一代高性能导热界面材料演进。

■ 旭创战投锚定产业链协同，材料—组件—模组—液冷全栈布局成型

2026 年 8 月 13 日，公司控股股东、实际控制人及其一致行动人吴晓宁、叶露、HAN WU（吴憾）与中际旭创签署《股份转让协议》，拟以 55.70 元/股的价格合计转让 31,372,504 股无限售条件流通股，占公司总股本的 10.47%，转让价款合计 17.47 亿元。转让完成后，转让方合计持股比例由 41.90% 降至 31.42%，仍为公司控股股东及实际控制人，中际旭创成为公司持股 5% 以上股东，公司控制权保持稳定。

产品端，公司围绕光模块“芯片级—模块级—系统级”多层级散热需求，自主构建“材料—组件—模组—液冷”全栈热管理体系，形成覆盖高性能导热界面材料（TIM）、VC 散热模组及液冷散热方案的完整产品矩阵。

2026H1，公司持续推进光模块散热产品的产能建设和交付能力提升，VC 散热模组交付规模持续增长，在核心客户中的供应商地位进一步巩固；同时加快推进高性能 TIM、一体化 VC 模组及新型光模块液冷产品的客户导入与应用，并推进定制化液冷散热产品在 CPO/NPO/XPO 等新架构下的验证与应用。公司数字基建领域客户覆盖 H 客户、中兴、爱立信、诺基亚、思科、高意、索尔思、泰科电子等全球头部通信设备及光通信器件厂商。高性能 TIM 方面，公司自主研发推出垂直取向石墨烯导热垫片、液态金属导热材料等新型高性能产品，可满足 GPU、ASIC 等高功率先进封装芯片的高效热传导需求，持续推进性能优化、可靠性验证及客户送样测试。液冷方面，公司 2025 年度完成对中石迅冷的并购，依托双方协同进入头部连接器客户供应商体系并取得供应商代码，部分散热产品实现量产交付，同时围绕 1.6T 高速光模块及下一代高速互连产品需求，推进新一代连接器液冷板、NPO 液冷散热方案的研发、验证及客户导入。

产能与交付体系同步扩张。公司已在无锡、宜兴、北京、东莞、泰国等地建有产业基地，在美国设有工程中心，并在新加坡、韩国等海外地区设有分支机构及销售团队；截至 2026H1，在建工程 1.03 亿元，占总资产比重较上年末提升 3.88 个百分点，主要系泰国工厂建设工程项目持续投入所致，公司已建成以泰国为中心的海外生产基地。境外资产方面，泰国子公司 JONES TECH (Thailand) Co., Ltd. 期末总资产

产 60,200.43 万元，上半年实现净利润 5,229.78 万元，境外资产占公司净资产比重达 28.72%。消费电子侧，公司高性能 VC 吸液芯材料已完成北美大客户产品导入验证，具备量产交付能力。

盈利预测

预测公司 2026-2028 年收入分别为 26.22、42.11、60.83 亿元，EPS 分别为 1.47、2.44、3.74 元，当前股价对应 PE 分别为 57.1、34.3、22.4 倍，考虑公司散热主业直接受益于光模块速率跃迁与 AI 芯片功耗抬升催生的先进热管理增量需求，维持“买入”投资评级。

风险提示

高速光模块散热及液冷产品客户导入与产业化进度不及预期；下游需求及国际贸易政策变化的风险；汇率波动及客户集中度较高风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	1,835	2,622	4,211	6,083
增长率（%）	17.1%	42.9%	60.6%	44.5%
归母净利润（百万元）	339	439	730	1,119
增长率（%）	68.1%	29.7%	66.2%	53.4%
摊薄每股收益（元）	1.13	1.47	2.44	3.74
ROE（%）	15.3%	18.1%	26.1%	33.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产：					营业收入	1,835	2,622	4,211	6,083
现金及现金等价物	372	595	790	1,224	营业成本	1,169	1,728	2,750	3,899
应收款	591	718	1,096	1,500	营业税金及附加	14	21	34	49
存货	184	240	343	433	销售费用	32	52	84	122
其他流动资产	735	749	773	801	管理费用	130	157	253	365
流动资产合计	1,882	2,303	3,002	3,957	财务费用	3	-5	-7	-11
非流动资产：					研发费用	102	144	232	335
金融类资产	710	710	710	710	费用合计	268	349	562	811
固定资产	604	614	632	649	资产减值损失	-4	-4	-4	-4
在建工程	4	4	4	4	公允价值变动	-4	8	8	8
无形资产	94	124	155	176	投资收益	24	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8	营业利润	395	529	871	1,330
其他非流动资产	106	106	106	106	加：营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	815	855	904	943	减：营业外支出	16	13	13	13
资产总计	2,698	3,158	3,906	4,900	利润总额	380	517	858	1,317
流动负债：					所得税费用	43	77	129	198
短期借款	7	7	7	7	净利润	338	439	730	1,119
应付账款、票据	358	575	915	1,298	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	67	67	67	67	归母净利润	339	439	730	1,119
流动负债合计	480	721	1,105	1,539					
非流动负债：					主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	8	8	8	8	营业收入增长率	17.1%	42.9%	60.6%	44.5%
非流动负债合计	8	8	8	8	归母净利润增长率	68.1%	29.7%	66.2%	53.4%
负债合计	488	729	1,113	1,547	盈利能力				
所有者权益					毛利率	36.3%	34.1%	34.7%	35.9%
股本	300	300	300	300	四项费用/营收	14.6%	13.3%	13.3%	13.3%
股东权益	2,209	2,429	2,794	3,353	净利率	18.4%	16.7%	17.3%	18.4%
负债和所有者权益	2,698	3,158	3,906	4,900	ROE	15.3%	18.1%	26.1%	33.4%
					偿债能力				
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	18.1%	23.1%	28.5%	31.6%
净利润	338	439	730	1119	营运能力				
少数股东权益	-1	0	0	0	总资产周转率	0.7	0.8	1.1	1.2
折旧摊销	65	65	68	71	应收账款周转率	3.1	3.6	3.8	4.1
公允价值变动	-4	8	8	8	存货周转率	6.4	7.3	8.1	9.1
营运资金变动	-118	44	-121	-87	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	280	555	683	1111	EPS	1.13	1.47	2.44	3.74
投资活动现金净流量	-23	-10	-19	-17	P/E	74.0	57.1	34.3	22.4
筹资活动现金净流量	-34	-220	-365	-560	P/S	13.7	9.6	5.9	4.1
现金流量净额	223	326	300	534	P/B	11.5	10.4	9.1	7.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 中小盘&北交所、电子组介绍

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6 年证券行业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

庄宇：清华大学硕士，金融学&工科复合背景。10 年科技行业研究经验。立足产业，做深入且前瞻的研究，主要覆盖 AI 硬件领域。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于半导体、PCB 行业。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，专注于光通信领域研究。

石俊烨：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

王屿熙：中山大学金融学硕士，5 年计算机研究经验，曾任职计算机新财富上榜团队，2026 年加入华鑫证券，主要覆盖 AI 硬件上游设备/材料和存储领域。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。