



科创新源 (300731.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

“材料+部件”垂直整合， 卡位服务器液冷赛道前排

投资逻辑：

冷板是服务器散热核心部件，焊接是冷板制造重要工艺：在全液冷机柜环境中，冷板占整体散热量约 95%，一块完整冷板的生产制造过程包括设计、CNC 加工、焊接、检测四道，其中焊接工艺及密封性、超声无损检测是冷板长期稳定运行的关键保障。

为什么看好公司成为服务器液冷零部件前排供应商？

1) 前瞻布局、业务模式定位清晰：公司 2023 年合作全球领先电子行业材料供应商霍尼韦尔，同年成立子公司创源智热开展数据中心散热结构件业务，采用“代工+直供”双轮驱动模式，2025 上半年已在中国台湾地区开展代工业务，预计 2025-2027 年公司数据中心散热业务有望实现营业收入 0.03/9/20 亿元。

2) 收购优质资产、筑高核心竞争壁垒：2024 年 12 月公司拟以 2.295 亿元收购东莞兆科 51% 的股权，排他期至 2025 年 12 月。东莞兆科是一家专注于导热材料研发生产与定制的企业，公司基于自身冷板制造能力，叠加兆科在导热材料技术上的积累，有望建立“TIM+冷板”的整体散热解决方案，从而提升公司在冷板环节的竞争能力；此外，东莞兆科客户关系与英伟达服务器机柜供应商存在高度重合，兆科的客户资源有助于弥补公司在数据中心散热领域行业资源积累不足的问题，推进大陆外地区从代工转向自主产销。

主业热管理+高分子，经营基本盘持续夯实：热管理与高分子业务作为公司基本盘，均与行业头部客户形成良好合作，热管理方面，受益于汽车电动化升级以及公司与宁德时代定点项目的逐步推进，公司水冷板有望迎来“量增+ASP 提升”双击，预计 2025-2027 年公司新能源行业收入有望实现 6/8/10 亿元；高分子方面，下游电力、通信、汽车行业投资增长有望对公司业务增速起到关键作用。

盈利预测、估值和评级

随着公司数据中心、新能源车液冷板业务陆续进入放量阶段，我们预计 2025-2027 年公司分别实现营业收入 12.9/25.1/39.0 亿元，同比增长 34.7%/94.4%/55.5%；实现归母净利润 0.4/1.5/2.5 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.28/1.18/1.98 元，给予 2026 年 45XPE，目标价 66.86 元，首次覆盖，给予“买入”评级（由于东莞兆科收购尚未完成，盈利预测暂不考虑兆科并表）。

风险提示

算力需求不及预期，新能源汽车销售不及预期，新能源冷板价格降幅超预期风险，芯片供应能力不及预期，行业竞争加剧风险，收购进展不及预期，大股东质押风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：45.60 元

目标价 (人民币)：66.86 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	559	958	1,291	2,509	3,901
营业收入增长率	7.36%	71.53%	34.71%	94.36%	55.51%
归母净利润(百万元)	25	17	36	149	250
归母净利润增长率	-195.30%	-32.12%	106.92%	315.58%	68.03%
摊薄每股收益(元)	0.201	0.137	0.283	1.175	1.975
每股经营性现金流净额	0.53	0.11	1.41	1.34	2.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.15%	2.87%	5.72%	19.52%	25.01%
P/E	104.10	158.12	156.40	37.64	22.40
P/B	4.32	4.54	8.95	7.35	5.60

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、冷板是服务器散热核心部件，焊接是冷板制造重要工艺.....	4
二、为什么看好公司成为服务器液冷零部件前排供应商？.....	5
2.1 主业积累助力数据中心液冷业务发展.....	5
2.2 前瞻布局，“代工+直供”业务模式双轮驱动.....	6
2.3 计划收购优质资产收购，筑高核心竞争壁垒.....	7
2.3.1 东莞兆科：全球领先的导热材料生产商.....	7
2.3.2 TIM 材料+冷板，有望搭建完整的冷板整体解决方案.....	10
2.3.3 东莞兆科客户资源雄厚，有望加速公司市场认可度提升.....	12
三、热管理+高分子，经营基本盘持续夯实.....	12
3.1 踩准热管理需求机遇，业绩弹性大增.....	12
3.2 电动化升级驱动热管理需求，水冷板迎来“量增+ASP 提升”双击.....	13
3.3 高分子业务面向三大行业，合作行业头部客户.....	18
四、盈利预测与投资建议.....	19
4.1 盈利预测.....	19
4.2 投资建议及估值.....	22
风险提示.....	22

图表目录

图表 1：三个传热环节影响芯片散热效果.....	4
图表 2：冷板制造流程梳理.....	4
图表 3：存在焊接缺陷的冷板在长期运行中将出现漏液问题.....	5
图表 4：两大主业共同助力数据中心液冷业务发展.....	5
图表 5：公司股权结构相对集中.....	6
图表 6：数据中心业务领域，公司采用协同制造与自主产销双轮的驱动模式.....	6
图表 7：收购事宜稳步推进.....	7
图表 8：股权整合涉及较为复杂的跨境并购事宜.....	7
图表 9：东莞兆科发展近 20 年，国内外基地均有布局.....	8
图表 10：东莞兆科 TIM 材料产品矩阵丰富.....	8
图表 11：TIM 材料用于固体物质界面间的间隙位置.....	10
图表 12：TIM 材料中，液态金属导热系数最优.....	11
图表 13：TIM 材料位于器件多处起传热导热作用.....	11
图表 14：东莞兆科重点客户与 AI 服务器头部企业供应商具有一定重合度.....	12
图表 15：公司上市以来，营收规模经历两次跃升.....	13



图表 16:	2025H1, 公司归母净利润同比大幅改善	13
图表 17:	2025H1, 公司净利率同比+2.9PCT	13
图表 18:	近年来公司费用管控能力显著优化	13
图表 19:	近年来, 我国新能源车销量呈现增长势头	14
图表 20:	2021 年我国新能源车进入快速渗透阶段	14
图表 21:	动力电池热管理系统分为四种形式	14
图表 22:	冲压钎焊适用于大规模制造新能源汽车电池包液冷板	15
图表 23:	公司布局多类新能源汽车冷板产品	15
图表 24:	双面水冷技术促使冷板需求成倍提升	16
图表 25:	小米车型中基本均搭载麒麟或神行电池	16
图表 26:	2025 年 1-9 月, 新势力车企前五榜单	17
图表 27:	2024 年公司新能源行业销售量大幅提升	17
图表 28:	参考可比公司, 公司新能源冷板毛利率仍有提升空间	17
图表 29:	2022 年起公司散热结构件产能利用率逐步提升	17
图表 30:	公司高分子产品面向防水、绝缘、防火、密封等需求	18
图表 31:	公司高分子材料业务深耕行业头部客户	19
图表 32:	汽车密封条产线接近满产	19
图表 33:	公司新能源行业收入持续提升	19
图表 34:	宁德时代电池出货量稳中有升	19
图表 35:	下半年为新能源车生产旺季	20
图表 36:	公司新能源行业收入增速与宁德时代电池出货量增速、新能源车产量增速存在一定相关性	20
图表 37:	AVC 毛利率逐年升高	20
图表 38:	维谛技术毛利率基本持稳于 30%以上	20
图表 39:	公司收入拆分	21
图表 40:	可比公司估值表	22



一、冷板是服务器散热核心部件，焊接是冷板制造重要工艺

随着芯片和服务器层面的算力提升，机柜或超节点内部热流密度越来越大，液冷散热已经可见地成为智算中心的主要热管理技术。

冷板是服务器液冷系统的核心散热部件，根据《全液冷冷板系统参考设计及验证白皮书》，在全液冷机柜环境中，冷板占整体解热量约 95%，其中三个影响芯片散热效果的传热环节：①发热芯片与导热部件之间的热传导；②热量在导热部件内部的热扩散；③导热部件与液体介质之间的对流换热。

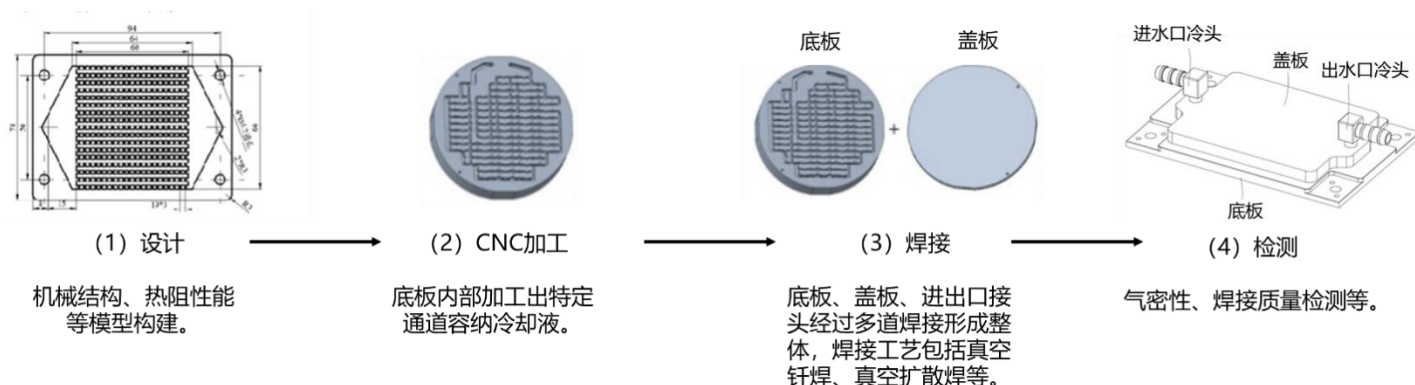
图表1：三个传热环节影响芯片散热效果



来源：《GPU 芯片镀膜水冷系统设计与性能研究》，国金证券研究所

环节①主要依靠界面导热材料（TIM），环节②③与冷板材料、液体回路相关。冷板以铜为主要原材料，含盖板、底板、进出口三个主要零组件，一块完整冷板的生产制造过程从设计→CNC 加工→焊接→检测。

图表2：冷板制造流程梳理



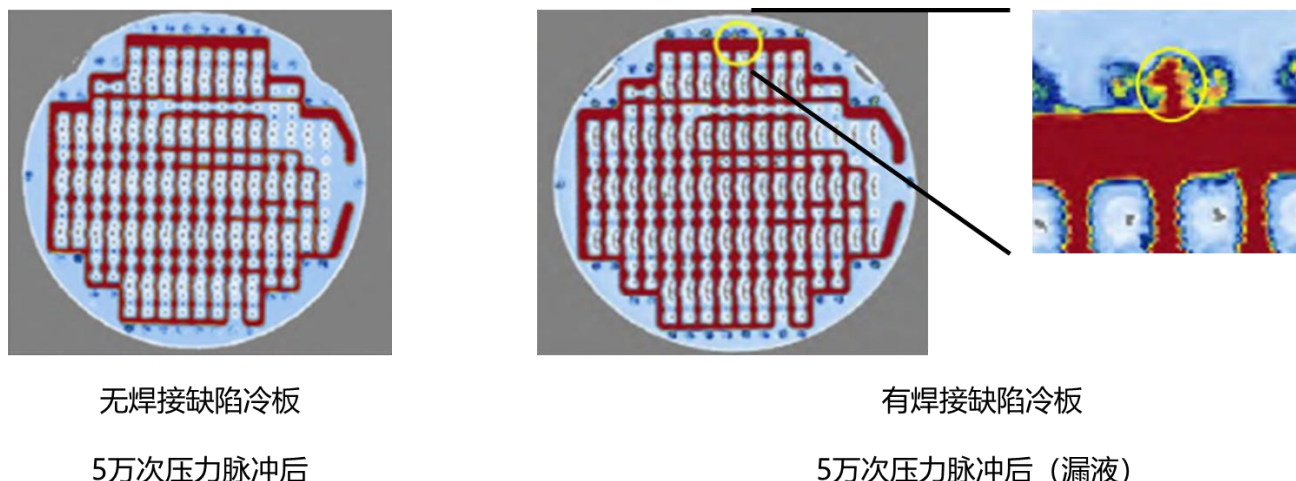
来源：CN120179040A，《面向服务器 CPU 芯片散热的变截面通道液冷板设计及性能分析》，国金证券研究所绘制

除了散热性能的实现外，冷板散热性能的长期保持是液冷系统全生命周期稳定运行的基础，而造成冷板失效的主要原因有：1）超压。冷板内部压力超过要求的安全压力值时，会导致冷板失效；2）冷板内部水未清干。当冷板内部流道的水未清理干净且处于零摄氏度以下温度时，焊缝附近的水结冰会导致焊缝开裂；3）外力冲击。当冷板受到强大的外力冲击时，容易造成焊缝开裂，从而导致冷板失效；4）疲劳开裂。在循环压力的作用下，会对焊缝造成不可逆的疲劳损伤，长时间作用会导致焊缝开裂，从而使冷板失效。

上述冷板失效原因中 2）-4）均与焊接质量相关，从冷板制作来说，焊接工艺涉及盖板与底板、盖板与进出口接头等部件之间的焊接，不同工艺位置、不同部件规格所需的焊接参数不同，因此冷板的焊接工艺及后续密封性、超声无损检测既是形成完整流体通路的难点工序，也是冷板长期稳定运行的关键保障。



图表3：存在焊接缺陷的冷板在长期运行中将出现漏液问题



来源：《液冷产品失效机理及合格判定标准研究》，国金证券研究所

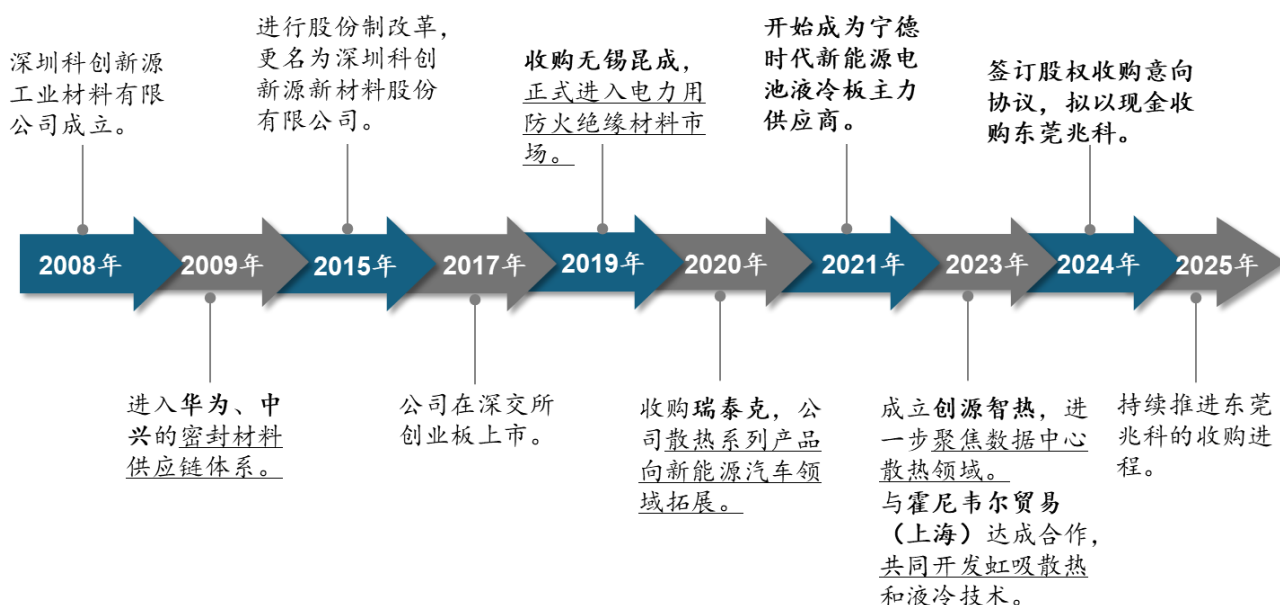
二、为什么看好公司成为服务器液冷零部件前排供应商？

2.1 主业积累助力数据中心液冷业务发展

公司成立于 2008 年，早期专注于高性能特种橡胶密封材料的研发和制造，是国内外领先的高分子材料应用开发整体解决方案商，产品应用于通信、电力、矿业、轨交等领域，2008 年底至 2009 年初，公司用于通信行业的 KC80 胶带先后通过中兴、华为的供应链体系产品认证。

2020 年公司收购瑞泰克进入传统家电、新能源汽车、储能领域散热领域，2021 年公司液冷板进入宁德时代供应链，至此高分子材料业务和热管理业务成为公司两大主线。

图表4：两大主业共同助力数据中心液冷业务发展

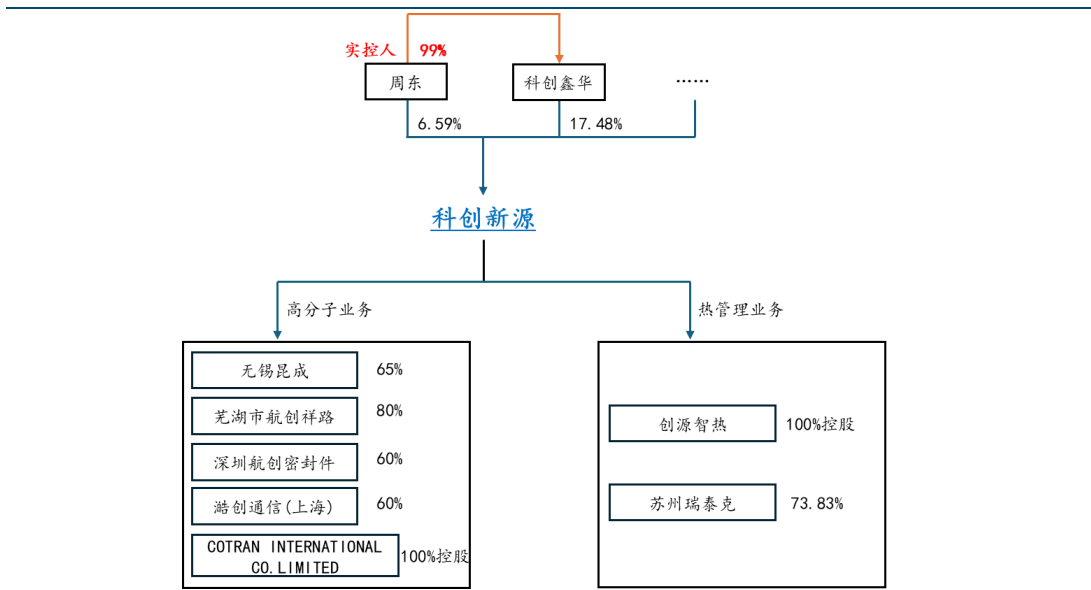


来源：公司公告，国金证券研究所

公司股权结构相对集中，实控人周东直接及间接持有公司股份合计 23.9%，其余均为 5% 以下股东。子公司业务主要围绕高分子材料应用和热管理布局，截至 2025 上半年，高分子材料业务以深圳科创（母公司）、无锡昆成（持股 65%）、芜湖祥路（持股 80%）为主要实施主体，热管理系统业务以瑞泰克（持股 73.83%）、创源智热（持股 100%）为主要实施主体，其中无锡昆成、瑞泰克和芜湖祥路均为高新技术企业。



图表5：公司股权结构相对集中



来源：公司 2025 年度半年报，国金证券研究所

2.2 前瞻布局，“代工+直供”业务模式双轮驱动

2023 年 6 月，国内三大通信运营商联合发布《电信运营商液冷技术白皮书》，提出未来三年液冷应用的愿景：2023 年技术验证，2024 年新建项目 10%规模测试，2025 年以后新建项目 50%以上规模应用。

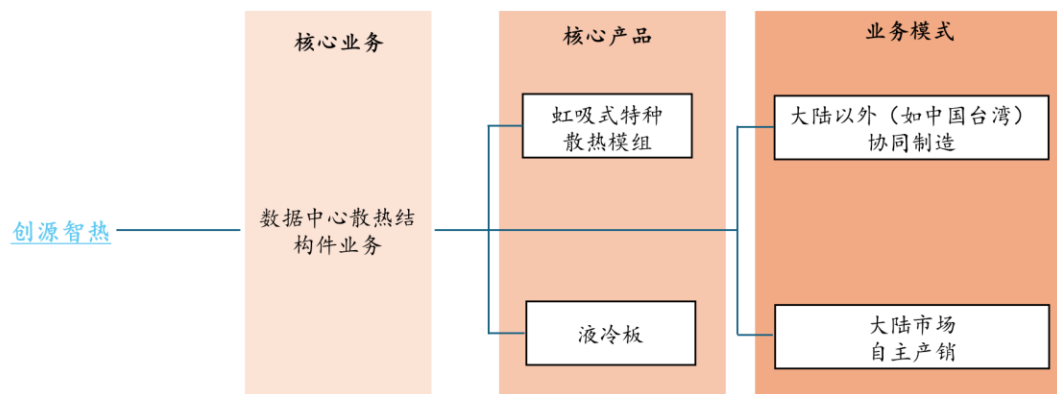
公司早在高分子材料业务上与三大运营商具备长期合作关系，注意到市场需求的变化后，2023 年 7 月，公司与霍尼韦尔就数据中心服务器虹吸散热技术、板换液冷技术、单相/两相浸没式液冷技术的开发签署《合作备忘录》，并于 2023 年 10 月设立创源智热，用于建设板换液冷相关产品的产线并开展客户开拓工作，截至目前，创源智热的产品包括虹吸式特种散热模组、液冷板等。

在数据中心业务领域，公司采用协同制造与自主产销双轮的驱动模式，紧跟下游客户成长步伐：

在大陆外市场区域如中国台湾地区，创源智热主要采用协同制造的方式，积极采取措施切入行业头部企业供应链，承接适配订单，2025 上半年，创源智热已就液冷板的关键环节开展代工业务，并顺利推进液冷板和散热模组在部分客户端的产品认证工作。

在大陆市场区域，创源智热主要采用自主产销的方式，持续提升自主交付能力，拓展市场份额。

图表6：数据中心业务领域，公司采用协同制造与自主产销双轮的驱动模式



来源：公司年报，国金证券研究所绘制



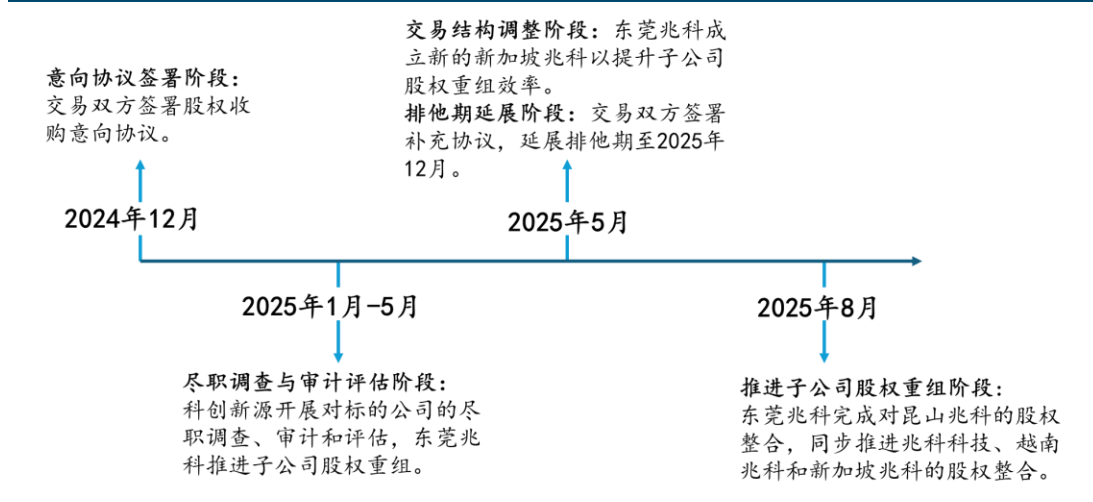
2.3 计划收购优质资产收购，筑高核心竞争壁垒

2024 年 12 月，为深化高分子材料业务布局、扩大散热产品的应用领域，公司与 Thermazig Limited（斯摩格有限）、东莞兆科签署《收购意向协议》，拟以现金方式收购斯摩格持有的东莞兆科 51% 的股权，其中包含计划重组后东莞兆科 100% 直接或间接持有的子公司昆山兆科、台湾兆科、越南兆科。

根据东莞兆科未来三个会计年度“扣非净利润”的 8-9 倍为基准，整体估值不超过 4.5 亿元，此次交易对价不超过 2.295 亿元。

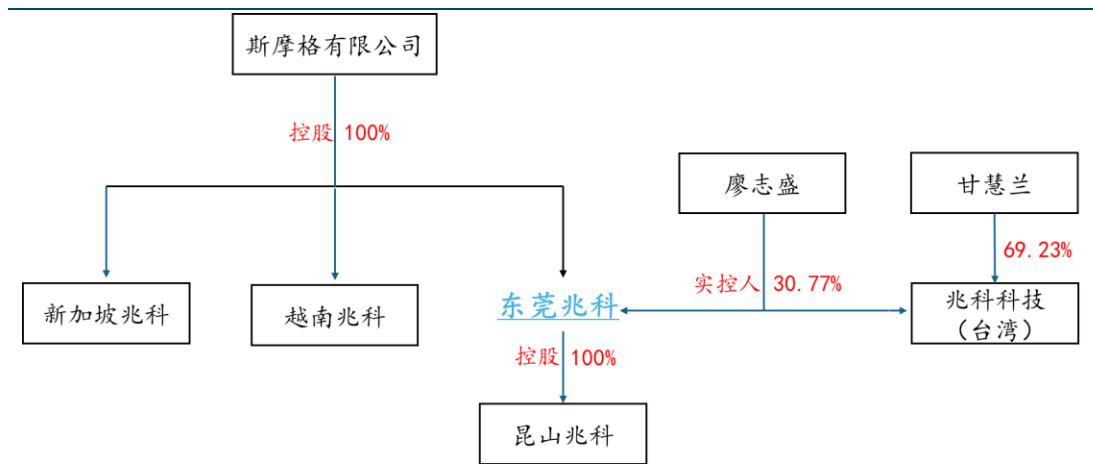
2025 年 5 月，东莞兆科为提升子公司股权重组组合效率，成立新加坡兆科，由于股权结构调整涉及较为复杂的跨境并购事宜，各方协商将排他期延展六个月至 2025 年 12 月。

图表7：收购事宜稳步推进



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：股权整合涉及较为复杂的跨境并购事宜



来源：公司公告，国金证券研究所

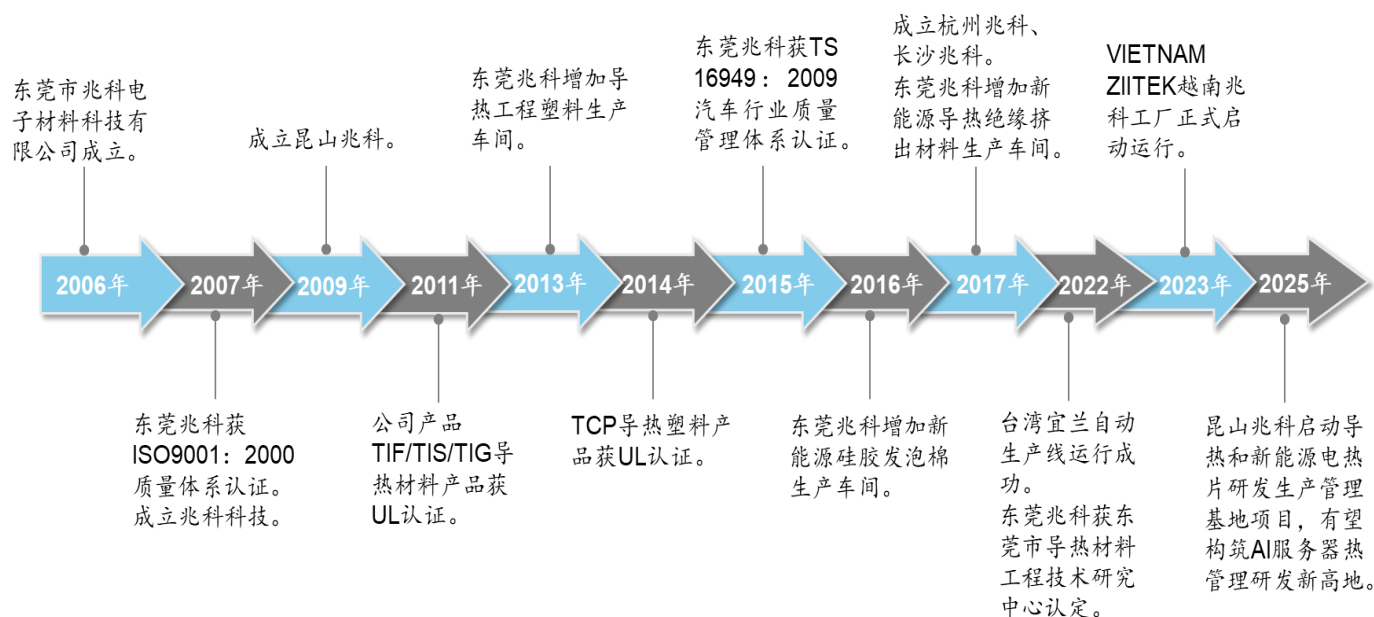
备注：截至 2025/6/30 新加坡兆科、越南兆科、昆山兆科、台湾兆科股权关系

2.3.1 东莞兆科：全球领先的导热材料生产商

东莞兆科电子成立于 2006 年，是一家专注于导热材料研发生产与定制的企业，产品广泛应用于 3C 电子、5G 通信、汽车、电力转换设备等领域，发展至今约二十年时间，公司积极布局国内外子公司及生产基地。



图表9：东莞兆科发展近 20 年，国内外基地均有布局



来源：公司公告，国金证券研究所

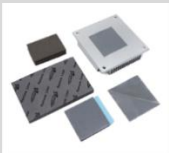
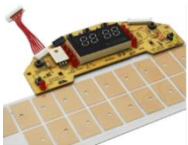
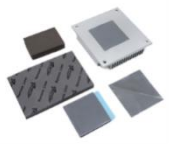
东莞兆科持续完善 TIM 材料方面的产品矩阵，拥有 26 项专利技术，品类包括导热硅胶片、导热硅脂、导热相变化材料、导热石墨片、液态金属等。

尤其是针对 AI 芯片封装制造，公司在相变材料、液态金属两条技术路线上已形成产品布局，推出的 TIC800H 系列智能相变导热材料，相变温度为 50°C，相变后可充分填充器件之间的不规则缝隙，形成低热阻的界面，显著提高散热性能；TS-Ziitek-sharp Matal L01 液态金属产品以镓合金为主要成分，具有不易蒸发、不易泄漏、物理化学性质稳定等优势，保障大功率散热系统的有效、长期稳定运行。

图表10：东莞兆科 TIM 材料产品矩阵丰富

种类	图示	应用场景及特点	导热系数 (W/mK)	其他
导热硅胶片		主要应用于智能手机、平板电脑、LED 电源、车载系统、工业变频器、通信基站设备等领域的散热。导热硅胶片不含有害物质、绝缘、优异的阻燃性能、耐高低温性能、高压缩性能。	1.2-25.0	部分产品要用 FG 玻璃纤维补强
导热硅脂		主要应用于 CPU、显卡芯片、工业计算机、家电等领域的散热。导热硅脂热稳定性好，便于抹除，间隙填充能力强，热阻低。	1-5.6	部分产品建议在 20°C-35°C 下储藏
导热相变化材料		主要应用于电动汽车电池、光伏板、建筑、冷链运输、电脑硬件等领域。导热相变化材料具有独特的相变吸热和放热功能，可用于解决不同场景的热管理问题，有利于提升设备性能、保障系统安全。	0.95-18.9	TIC800P、TIC800Y、TIC800D、TIC800K、TIC800A、TIC800G、TIC800H 系列产品不适用于压敏粘合剂



导热垫片		主要应用于 LED 灯具、充电桩、电源和蓄电池、5G 通信设备、逆变器等领域。导热垫片具有优良的导热性和可压缩性，无表面黏性，可在高压下工作。	1.5-25	N/A
导热绝缘片		主要应用于功率半导体器件、电源设备、工业控制柜、医用监护仪等领域。导热绝缘片较柔软，有良好的导热率和电介质强度，并且能抗撕裂、穿刺。	0.9-2	N/A
导热石墨片		主要应用于 LCD 电视，机顶盒、投影仪、移动电话、笔记本电脑、汽车电子等领域。导热石墨片有非常高的导热系数，性能稳定可靠，质量轻薄，柔软可弯曲。	2-1700	N/A
导热双面胶		主要用于将散热片固定于已封装之芯片、车用控制电路板上，可替代热熔胶、螺丝、扣具等固定方式。导热双面胶具有极强的粘合强度，并且热阻抗小。	0.8-1.6	N/A
导热塑料		主要应用于锂电池外壳、工业传感器外壳、仪表盘、LED 灯泡等领域。导热塑料有优异的热传导效能，在注塑模具下易于成形，在外观机构设计上具有更灵活的弹性及空间。	0.8-5	N/A
导热凝胶		主要应用于散热器底部、LED 液晶显示屏、半导体、通讯硬件等领域。导热凝胶具有良好的热传导性、材质柔软、低热阻抗，可轻松用于点胶系统自动化操作。	1.5-9	N/A
导热环氧灌封胶		主要用于芯片封装、电子元器件固定、电路板防护、瓷砖粘合等。导热环氧灌封胶有良好的操作性、较低的收缩率和优良的耐热冲击性。	1.2-4.5	N/A
无硅导热片		主要应用于充电桩、散热器、机顶盒、蓄电池等。无硅导热片具有高可压缩性、柔软兼有弹性、适合在低压力应用环境使用。	1.5-3	N/A
导热硅橡胶灌封胶		主要应用于点火器灌封、继电器气孔封密、光学及医疗配件粘合、医疗金属针嘴固定。导热硅橡胶灌封胶具备良好的绝缘性能，表面光滑，并且粘度较低，易于气体排放。	1-2.8	N/A
液态金属		主要应用于 CPU、GPU、新能源汽车电池、LED 电视等领域。液态金属在常温下为液态，低表面张力。不易挥发泄漏、安全无毒、物理化学性质稳定，能保证大功率散热系统的长期、有效、稳定运行。	13.07-39	TS-Ziitek-Sharp Metal L01 产品对铝材造成腐蚀，同时材料与镓金属接触将引起不稳定化学反应。

来源：东莞兆科官网，国金证券研究所整理



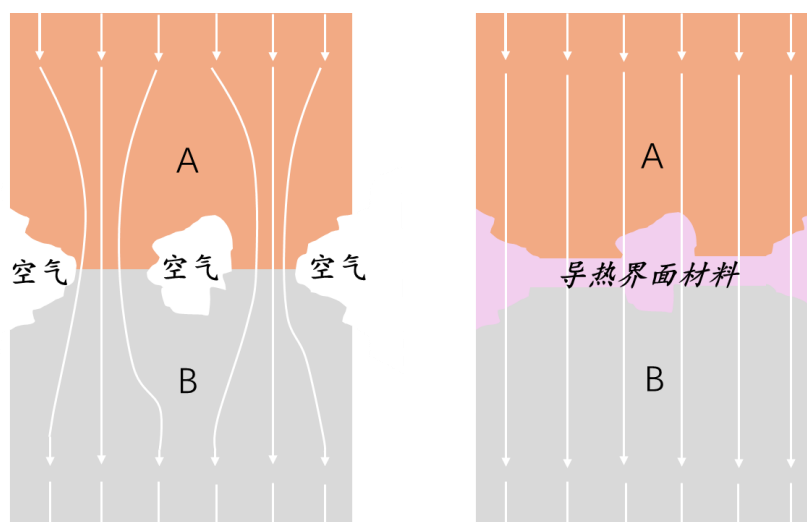
2.3.2 TIM 材料+冷板，有望搭建完整的冷板整体解决方案

TIM (Thermal Interface Material) 导热界面材料是一种以高分子材料为基体，以具有绝缘、导热性能的粉体为填料的聚合物复合材料，通常为有机硅烷类和环氧类化合物，被广泛用于计算机、航空航天、汽车、交换器、电源等领域电子设备中的热传导系统。

由于芯片封装成器件的过程涉及多个接触界面的形成，标状 (20°C) 下，空气的导热系数比金属低 4 个数量级，仅为 0.026W/mK，因此空气间隙的存在会严重阻碍芯片热量向外部散热部件传递，从而形成界面热阻。

TIM 材料主要用于固体物质界面间的间隙位置，通过优异的导热能力消除空气层造成的绝热效应，建立高效的导热路径，保障电子设备在运行时的温度稳定性，从而保证设备性能、延长设备的使用寿命。

图表11：TIM 材料用于固体物质界面间的间隙位置



来源：大川电子公众号，国金证券研究所

常见的 TIM 材料包括导热硅脂、导热垫片、导热粘胶、导热相变材料、液态金属等，其中硅脂、垫片、凝胶、液态金属的导热原理主要基于自身材料的导热特性，相变材料则通过固液相变过程吸收/释放潜热来实现热管理，相变材料在常温下为固体形态，当温度达到 45°C-65°C 时，吸收热量相变为液态填充界面间隙，降低电子器件与散热器件之间的接触热阻；当接触界面的温度降低时，相变材料又由液态转变为固态，释放出热量。

从导热性能来对比，液态金属的导热系数显著高于硅脂、垫片、凝胶及相变材料。不同于其他导热界面材料以高分子材料为基础，液态金属是一类在常温或特定条件下呈现液态的金属或合金材料，常见类型包括镓基、锌基、铋基等合金。液态金属具有良好的流动性、能够更好地填充微小间隙，大幅降低接触热阻，同时液态金属也避免了导热硅脂易干变粉、导热凝胶需固化、相变材料可靠性低的问题，通过调配不同的材料组分和比例，液态金属还可以定制化满足不同的熔点、粘附性、流动性、热导率需求，随着未来芯片集成度的提高，液态金属散热器有望发挥更大的作用。



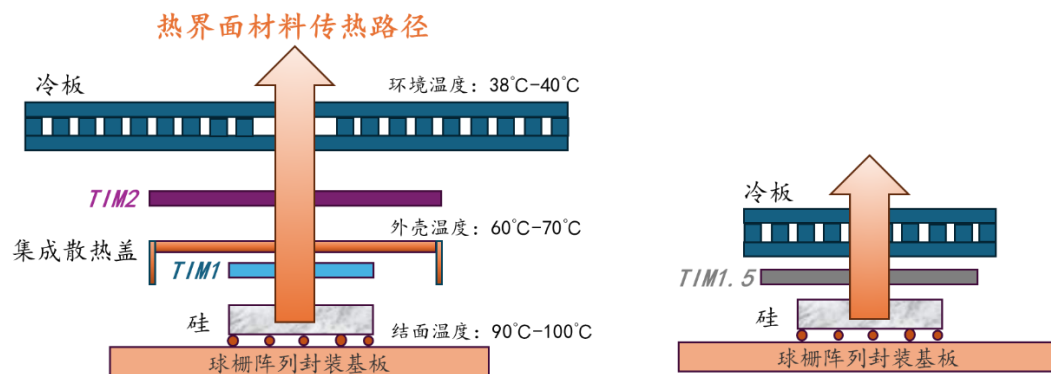
图表12: TIM 材料中, 液态金属导热系数最优

材料	典型成分	优点	缺点	应用场景	厚度 (Mil)	导热系数 (W/mK)	接触热阻
硅脂	硅油基底, ZnO, Ag, AlNi	导热系数高, 易于紧贴表面, 不需同化, 可重用	有泵出效应与相分离, 迁移性, 生产时较脏	CPU、显卡芯片、工业计算机、家电等	2	1-5.6	6.3-19.6
硅胶	Al, Ag, 硅油, Olefin	导热系数较高, 固化前易于紧贴表面, 无泵出效应或者迁移, 可重用	需要固化, 导热系数较硅脂低	智能手机、平板电脑、车载系统工业变频器等	1-1.5	1.2-25	40-80
相变化材料	聚烯烃树脂, 丙烯酸树脂, 铝, 氧化铝, 碳纳米纤维管	易于紧贴表面, 无需固化, 没有分层现象, 易于运用, 可重用	导热系数较硅脂低, 厚度不均匀	新能源汽车电池光伏板建筑等	1.5-2	0.95-18.9	10-50
液态金属	镓、锌、铋	高导热系数, 流动性, 对粗糙度不敏感	易泄漏, 表面湿润性差	芯片、微处理器机顶盒等	N/A	13.07-39	0.5-3.6
导热胶	环氧树脂基底, 铁, 银, 镍	导热系数较高, 无需法向的压力	需要固化, 固化时需要夹具, 导热系数较硅脂低, 有脱落的可能性	芯片封装、电子元器件固定、瓷砖粘合等	N/A	0.8-8	N/A
散热垫片	硅橡胶, 玻纤, 聚酯基材, 硅油填充	易于运用, 可重用, 柔软可变形	导热系数较硅脂低, 厚度较厚来源: 国金证券研究所且不均匀	充电桩、电源和蓄电池 5G 通信设备等	10-100	1.5-25	100-300

来源: 公司官网,《基于液态金属及柔性骨架的界面强化传热研究》, 国际导热散热展公众号, 国金证券研究所

根据 TIM 材料在器件中所处的位置不同, 一般对导热材料的需求和种类选择也不同, 例如芯片和封装盖板之间 (TIM 1) 为第一道热阻区, 直接接触热源, 因为对材料热导率的要求最高, 通常选用高性能的导热硅脂、液态金属等; 封装盖板与散热模组之间 (TIM 2) 则更注重便捷性、绝缘性和可重复性, 因此选用性能相对一般的导热硅脂、垫片、凝胶或直接使用结构材料本身导热; 另外, 对于某些没有封装盖板的芯片封装设计 (TIM 1.5), 芯片与散热模组直接接触, 一般采用高性能导热硅脂、液态金属、相变材料作为 TIM 层。

图表13: TIM 材料位于器件多处起传热导热作用



来源: 大川电子公众号, 国金证券研究所

对于冷板式液冷系统来说, TIM 材料不仅是将热量从内部芯片传递出来的重要一环, 也是保障器件机械稳定性的基础, 尤其对于 TIM2 所处的位置, 冷板和芯片仅依靠 TIM 材料进行贴合, 既要保证在冷板和盖板在热膨胀过程中与两者均保持良好接触以传递热量、在频繁的热循环中保证导热性能的高效运行, 又要在器件长期工作中保持自身结构的完整和机



械稳定。

随着芯片功耗和集成度的提升，TIM 材料的重要性以及性能要求也将有大幅度的提高，公司基于自身冷板制造能力，叠加兆科的 TIM 材料积累，有望建立“TIM+冷板”的整体散热解决方案，从而提升公司在冷板环节的竞争能力。

2.3.3 东莞兆科客户资源雄厚，有望加速公司市场认可度提升

受益于 TIM 材料在 5G 通信、数据服务、消费电子、汽车等领域的广泛需求，东莞兆科积累了超 1500 家企业合作经验，服务过 AVC、台达、富士康、英特尔、华硕等国内外知名企业，其客户关系与英伟达服务器机柜供应商存在高度重合。

兆科的客户资源有助于弥补公司在数据中心散热领域行业资源积累不足的问题。此前在 2024 年时期，创源智热作为新成立的子公司，由于行业资源积累与经验沉淀不足，一度面临客户信赖度较低的困境。根据公司对东莞兆科的收购推进，完成收购后，一方面有望为公司搭建起与服务器机柜核心产业链重要客户的合作桥梁、增进信任度；另一方面在 2025 上半年，创源智热已就液冷板的关键环节开展代工业务，随着公司逐步具备产品生产与交付环节的成熟运作体系，后续在液冷板和散热模组、甚至散热解决方案上的合作推进有望更加顺畅。

图表14：东莞兆科重点客户与 AI 服务器头部企业供应商具有一定重合度



来源：台北国际电脑展，零氪 1+1，公司官网，国金证券研究所

三、热管理+高分子，经营基本盘持续夯实

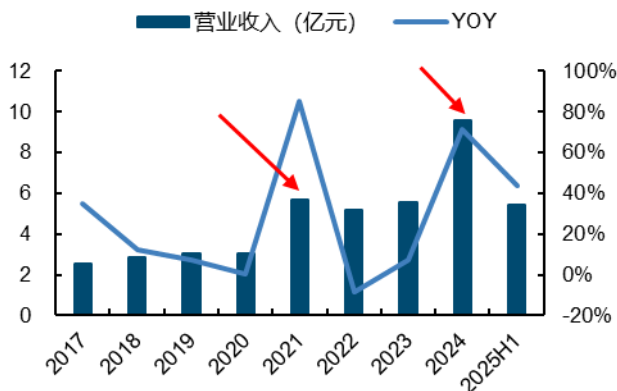
3.1 踩准热管理需求机遇，业绩弹性大增

上市以来，公司营收规模经历两次跃升。2017-2020 年，高分子主业夯实；2021 年，公司通过外延式收购布局新能源、家电等业务领域，收入端开始贡献业绩；2024 年，新能源汽车快速渗透，公司持续深化与电池头部企业宁德时代的合作关系，高频焊液冷板产品收入同比大幅增长，带动公司营收规模迈上新台阶，2024 年公司实现营业收入 9.58 亿元，同比增长 71.5%；2025 上半年公司实现营业收入 5.41 亿元，同比增长 43.9%。

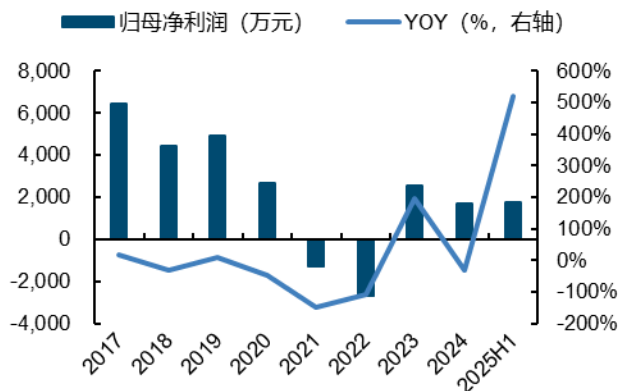
2021-2022 年，全球大宗材料价格大幅上涨，公司产品所使用的主要原材料如橡胶、铜制品、铝材等价格均大幅上涨且持续维持高位，但受国际经济社会形势等因素影响，成本上涨无法及时向客户端传导，对公司净利润产生影响；2024 年公司实现归母净利润 1728 万元，同比下降 32.1%，2024 年公司对良率和盈利能力较低的吹胀液冷板谨慎计提约 367 万元，对竞争力更强的钎焊液冷板产线进行了工艺优化，在业务发展初期，仍面临较高的固定资产折旧分摊和设备维护、生产运行等固定成本，如 2024 年固定资产计提折旧合计约 1948 万元。往后看，公司高频焊液冷板产品已处于市场领先地位、市场份额进入快速渗透阶段，随着既有产线自动化升级、生产流程优化、良率爬坡，公司盈利能力有望得到显著改善。



图表15：公司上市以来，营收规模经历两次跃升



图表16：2025H1，公司归母净利润同比大幅改善

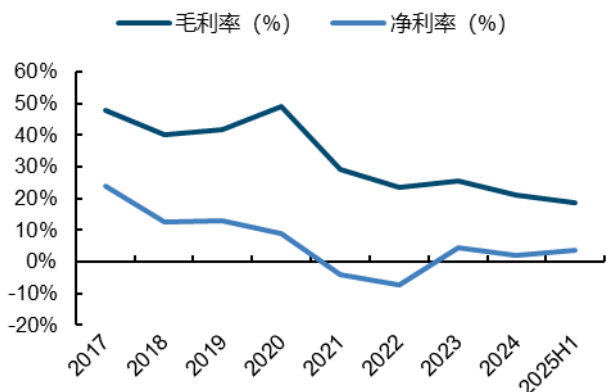


来源：iifnd，国金证券研究所

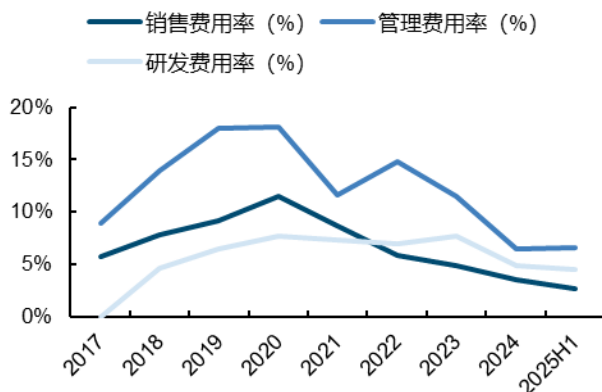
来源：ifind，国金证券研究所

公司费用管控能力优异，在受产线投产爬坡、产品处于市场开拓初期影响，成本相对高位、毛利率有所下滑的情况下，净利率水平仍保持稳定，期间费用率逐年下降，2025 上半年，公司实现毛利率 18.85%，同比下降 2.33PCT；实现净利率 3.49%，同比上升 2.91PCT；研发、销售、管理费用率合计 13.9%，同比下降 5.24PCT。

图表17：2025H1，公司净利率同比+2.9PCT



图表18：近年来公司费用管控能力显著优化



来源：ifind，国金证券研究所

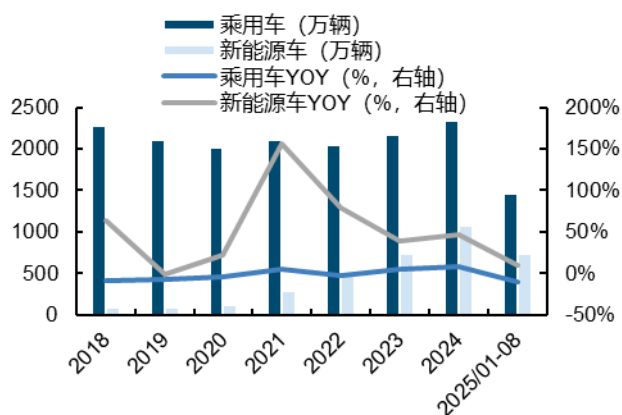
来源：ifind，国金证券研究所

3.2 电动化升级驱动热管理需求，水冷板迎来“量增+ASP 提升”双击

与公司对于新能源汽车热管理产品的前瞻布局和业绩增长相一致的是，2021 年开始，我国新能源汽车进入高速渗透阶段，2024 年我国乘用车销量 2334.9 万辆，同比提升 7.6%，其中新能源车销量 1074.7 万辆，同比 47.1%，渗透率达到 46%；2025 年 1-8 月，新能源汽车销量 734.7 万辆，同比上升 9.6%，渗透率提升至 50%以上。

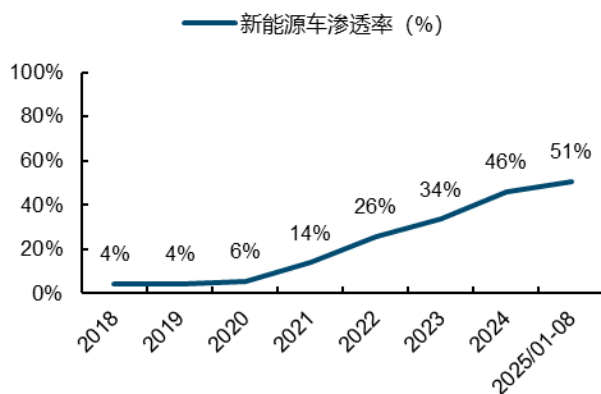


图表19：近年来，我国新能源车销量呈现增长势头



来源：乘联会，国金证券研究所

图表20：2021年我国新能源车进入快速渗透阶段



来源：乘联会，国金证券研究所

新能源汽车相比传统燃油车增加了电池、电机、电控系统，且三电系统为新能源车正常工作的基础，动力电池由于受到体积和重量的限制，具有极高的能量密度和功率密度，在快充、大功率放电或者高温环境下，其内部电化学反应和欧姆内阻会持续产生热量，影响动力电池系统的性能和安全。根据国家要求，锂电池在常规使用环境下的表面温度不应超过60℃，最佳的工作温度一般为25℃~40℃，因此热管理是新能源汽车平衡续航里程和乘员舒适度的重要课题。

根据电池冷却介质不同，热管理系统可以分为风冷、液冷、热管、相变材料四种形式，其中液冷系统由于其结构紧凑、冷却能力优异，应用最为广泛，同时考虑到浸没式液冷对于动力电池而言存在较大的泄露风险性、成本等问题，液冷板散热成为主流路线。

图表21：动力电池热管理系统分为四种形式

散热类型	传热介质	作用机理	特点
风冷	空气	以空气作为传热介质，由空气与电池模组之间的对流换热，带走电模组充放电时表面的热量，从而降低电池模组的工作温度。	空气冷却结构简单、成本低、易于设计和维护，但是由于不规则的空气流动，会导致电池模组温度不均匀。随着新能源车的迭代发展，空气冷却已经难以满足高续航、高密度布置的动力电池模组的冷却需求。
液冷	冷却液	导热率高、热容量大和冷却效率高的冷却液直接或间接将动力电池模组工作时表面产生的热量带走。	液冷系统因其优越的散热性能而被广泛应用，但在冷却效果、减重节能等方面仍有较大提升空间。
热管	热管内部的工质	利用热管内部的工质在蒸发和冷凝过程中吸收和释放热量，实现热量的快速传递。	热管冷却技术导热性高，能够提高电池模组的均温性，但是热管冷却系统加工工艺复杂、成本高昂以及安装位置和整体体积存在限制，因而目前仍处于研发阶段。
相变材料	相变材料	利用相变材料在液态和固态之间转变时吸收或释放热量来进行电池的热管理。	相变材料冷却的过程中往往伴随着体积变化，且相变材料冷却系统整体重量大，一定程度上限制了相变材料冷却的应用和普及，目前相变材料冷却技术尚未商业化。

来源：《新能源汽车动力电池冷却系统设计研究》，国金证券研究所

在新能源汽车中，铝合金凭借其成本、低密度优势，成为液冷板制造的主要原材料。新能源汽车冷板制造工艺有吹胀式冷板、冲压钎焊式冷板、挤出型材式冷板、埋管式液冷板，冲压焊接技术由于良好的加工经济性、技术成熟可靠性和材料适配性，覆盖90%新能源汽车液冷板的需求。



图表22：冲压钎焊适用于大规模制造新能源汽车电池包液冷板

工艺类型	制作工艺	优点	缺点	应用场景
吹胀式	通过金属板材压合，高压气体吹胀金属板在内部形成封闭流道	工艺简单，良品率高，版面平整度高，接头质量稳定，换热效果好，生产效率高。	冷板厚度不够，需要加强筋或加强版来提高强度，需要增加材料和工艺，制造过程复杂；在抗压和强度方面存在短板。	商用新能源车动力电池、储能系统电池包、边缘计算等领域。
冲压钎焊式	将两块金属板通过冲压方式分别形成凸起和凹下的流道半体，然后扣合在一起，通过扩散焊或高压轧制形成牢固的冶金结合。	适合自动化大规模生产、成本相对复杂钎焊有优势、结构强度高。	流道形状受冲压工艺限制，灵活性较差，可能无法实现非常精细的通道。	新能源汽车电池包液冷板、家用空调换热器等领域。
挤出型材式	通过铝合金挤压成型获得内部流道结构，再经后续加工制成高效散热部件。	工艺相对简单，加工方便，生产效率较高且易于修改设计；导热性能耗，持久耐用。	整个焊接工作量大，对接质量要求高；流道设计灵活性较差，难以满足复杂的液冷需求。	中低功率机柜、工业变频器、数据中心服务器集群等领域。
埋管式	在金属基板上铣出或压铸出凹槽，将铜管或不锈钢管嵌入凹槽中，然后通过钎焊、环氧树脂胶粘或压扁金属管的方式使其与基板紧密结合。	成本经济，工艺相对简单，结构坚固，适用于特定结构或大面积均热需求。	接触热阻较大，影响传热效率、承压能力相对较低。	储能系统、新能源汽车电池、工业电子设备、低功率电源等领域。

来源：热管理实战派公众号，国金证券研究所

公司配合客户开发可用于水冷板稳定焊接工序的高频焊接结构，高频焊接是利用高频电流所产生的集肤效应和相邻效应，将金属材料对接起来的新型焊接工艺，具有焊缝热影响小、加热速度快等优点。公司高频焊式液冷板也被称为“大面冷却液冷板、口琴管式液冷板”，适用于新能源汽车中高端动力电池的冷却散热。

图表23：公司布局多类新能源汽车冷板产品

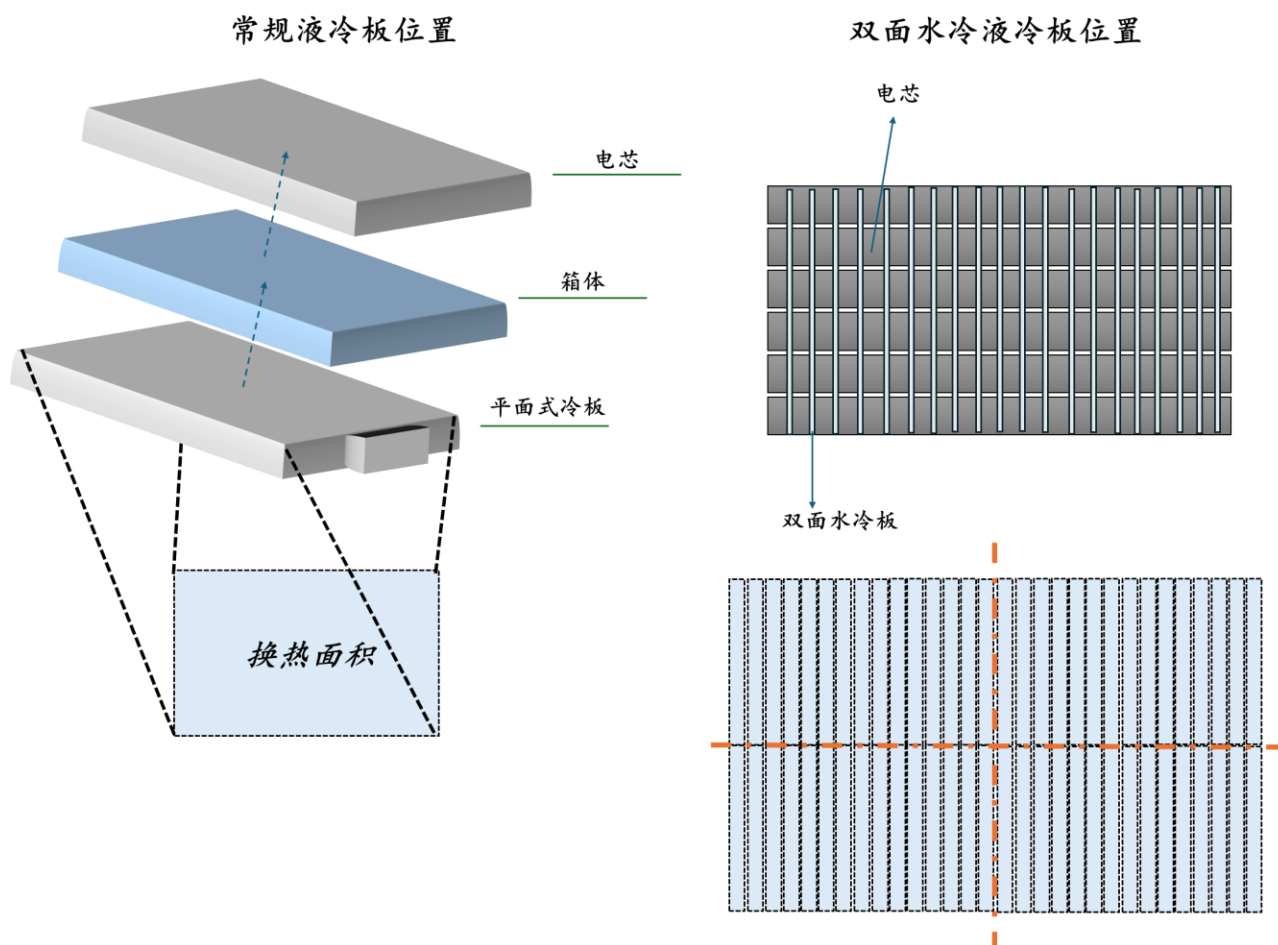


来源：瑞泰克官网，国金证券研究所

在当前锂电池能量密度水平下，为了实现更长的续航里程，CTP 技术得到了广泛的应用。CTP (Cell to Pack)，也被称为无模组动力电池包，核心原理是通过提高体积利用率，尽可能容纳更多的电池以获得更大的电量，更多的电池意味着更大面积的冷却需求以及更优异的散热能力。例如，宁德时代发布麒麟电池，电芯采取双面水冷技术，将传统置于顶部的水冷系统置于电芯和电芯之间（侧面位置），换热面积扩大 4 倍。



图表24：双面水冷技术促使冷板需求成倍提升



来源：宁德时代公众号，纳百川招股书，国金证券研究所

神行&麒麟电池在新势力品牌车型中的占比逐步渗透，且 2025 上半年搭载麒麟、神行电池的新势力品牌车型市场表现较好。如小米 7 款车型中 6 款搭载麒麟、神行电池，2025 年 1-9 月小米汽车销量稳居新势力前三，根据宁德时代公众号，鸿蒙、理想等品牌也有相关车型搭载麒麟、神行电池。

图表25：小米车型中基本均搭载麒麟或神行电池

型号	电池
YU7	神行电池
YU7 Pro	神行电池
YU7 Max	麒麟电池
SU7	N. A.
SU7 Pro	神行电池
SU7 Max	麒麟电池
SU7 Ultra	麒麟电池

来源：宁德时代公众号，EnergyTrend，CNEVPOST，国金证券研究所整理



图表26: 2025 年 1-9 月, 新势力车企前五榜单

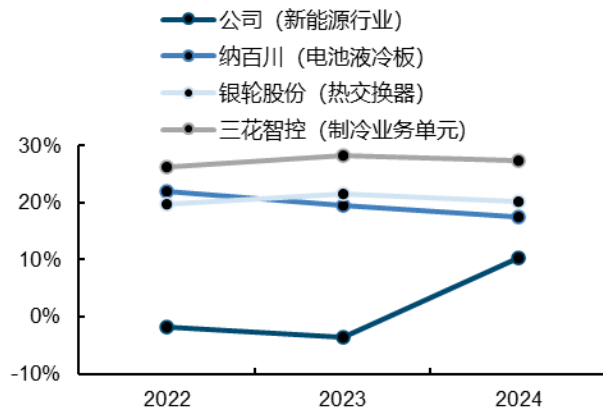
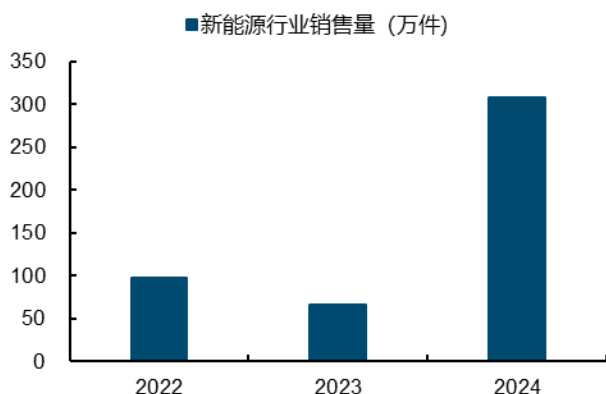
(辆)	2025/1	2025/2	2025/3	2025/4	2025/5	2025/6	2025/7	2025/8	2025/9
1	零跑汽车	零跑汽车	零跑汽车	零跑汽车	零跑汽车	零跑汽车	零跑汽车	零跑汽车	零跑汽车
	23004	22064	33331	28317	41409	44921	45524	51162	59769
2	鸿蒙智行	鸿蒙智行	鸿蒙智行	鸿蒙智行	鸿蒙智行	鸿蒙智行	鸿蒙智行	鸿蒙智行	鸿蒙智行
	30426	21517	22912	5	44448	52585	47375	44561	52916
3	小米汽车	小米汽车	小米汽车	小米汽车	小米汽车	小米汽车	小米汽车	小米汽车	小米汽车
	22897	23728	29244	28585	28013	25459	30452	36396	41948
4	小鹏汽车	小鹏汽车	小鹏汽车	小鹏汽车	小鹏汽车	小鹏汽车	小鹏汽车	小鹏汽车	小鹏汽车
	28342	27951	30102	31343	29439	30753	33717	34691	36577
5	理想汽车	理想汽车	理想汽车	理想汽车	理想汽车	理想汽车	理想汽车	理想汽车	理想汽车
	29927	26264	36674	33939	40856	36279	30731	28529	33951

来源: 车主之家, 国金证券研究所整理

公司高频焊液冷板是适配宁德时代麒麟电池和神行电池的关键散热组件, 2023 年获得麒麟电池等项目定点, 随着相关车型进入密集交付阶段, 公司新能源液冷板业务有望进入 1 到 100 的快速增长阶段, 并带动产能利用率和产品毛利率提升。

图表27: 2024 年公司新能源行业销售量大幅提升

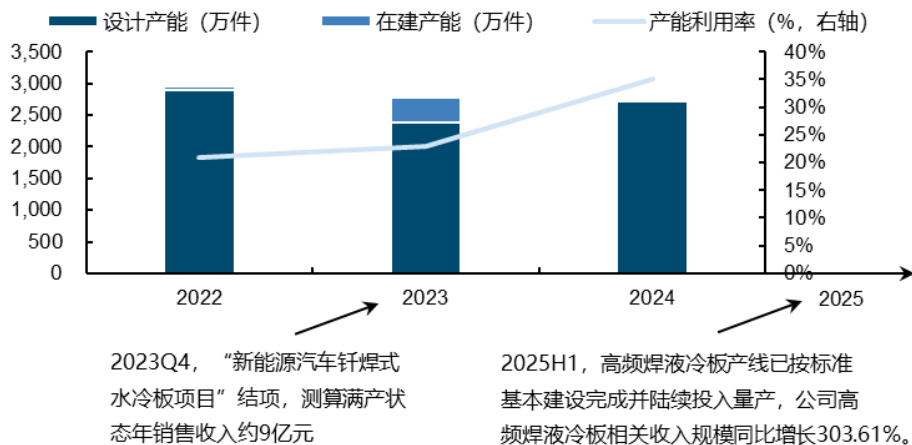
图表28: 参考可比公司, 公司新能源冷板毛利率仍有提升空间



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 纳百川招股书, 公司年报, 国金证券研究所

图表29: 2022 年起公司散热结构件产能利用率逐步提升



来源: 公司年报, 国金证券研究所



3.3 高分子业务面向三大行业，合作行业头部客户

公司高分子材料业务主要产品为高性能特种橡胶材料，致力于为客户提供高端的防水、绝缘、防火、密封等方面的一站式综合解决方案，主要应用场景包括通信基站设备天馈线接头、电线电缆、汽车密封条等。

图表30：公司高分子产品面向防水、绝缘、防火、密封等需求

高 分 子 材 料 产 品	通信领域	防水	KC80 防水绝缘胶带		
			KC97 内置胶泥冷缩套管		
			KC92 硅胶冷缩套管		
		绝缘	KC63 特优型 PVC 绝缘胶带		KC62 普通型 PVC 绝缘胶带
			KC60 特优 PVC 线缆识别绝缘胶带		833 全天候电气绝缘胶带
	电力领域	防水	9228 防水绝缘胶带		KC4000 防凝露调湿片
			龙卷封 X 系列 自固化绝缘防水包材		KC3000 防潮封堵料
			KC1002 防水防火密封胶		
		绝缘	833 全天候电气绝缘胶带		龙卷封 X526 轻型绝缘材料
			龙卷封 Z551 硅橡胶绝缘自融带		KC1001 相色绝缘密封胶
			KC1000 无溶剂绝缘防腐防水涂料		932 耐磨绝缘修补带
		防火	KC70 防火胶带		KC9001 柔性防火防爆毯
			KC06 隔热涂料		KC2000 防火涂料
			KC7000 非凝固型防火泥		KC9000 吸热型防火毯
			KC8000 金属复合防火板		
密封			KC6000 非凝固型密封防潮硅胶泥		
			770 硅橡胶胶带		
		935 防污闪耐磨胶带			
汽车领域		密封	车门密封条	玻璃导槽	内外挡水条
			外部密封条	天窗胶条	三角窗包边密封条
	玻璃包边总成		三角窗总成		

来源：公司官网，航创祥路官网，国金证券研究所整理（斜体为满足多种性能的产品）

公司凭借近 20 年在高分子防水、绝缘、防火、密封材料产品及技术深耕，在通信行业领域持续深化与华为、中兴、爱立信等通信设备龙头，中国移动、中国联通、中国电信等通信运营商的合作关系；在电力行业领域，持续巩固与国家电网、南方电网、泰国电网等大客户的合作关系；在汽车行业领域，子公司芜湖祥路持续深化与奇瑞等大客户的战略合作关系，2025 上半年顺利完成欧式导槽工艺产品的客户技术认证，并实现小批量供货。

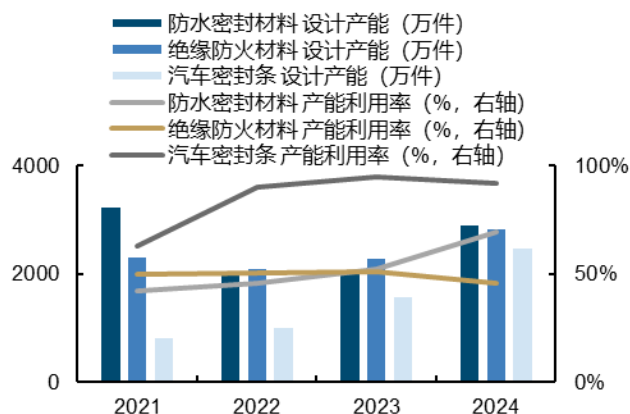
2025 上半年，公司高分子材料业务在通信/电力/汽车领域分别实现营业收入 6432.2/8043.6/8925.1 万元，同比+14.2%/基本持平/+9.8%。公司持续优化高分子材料产线产能，通过自身技术服务口碑和下游客户的积极开拓提升订单获取能力，提高产能利用率，下游三大应用领域正处于高景气发展阶段，高分子材料业务作为公司基本盘，既为公司热管理业务带来坚实的客户基础，也有望保障公司业绩稳健增长。



图表31：公司高分子材料业务深耕行业头部客户



图表32：汽车密封条产线接近满产



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

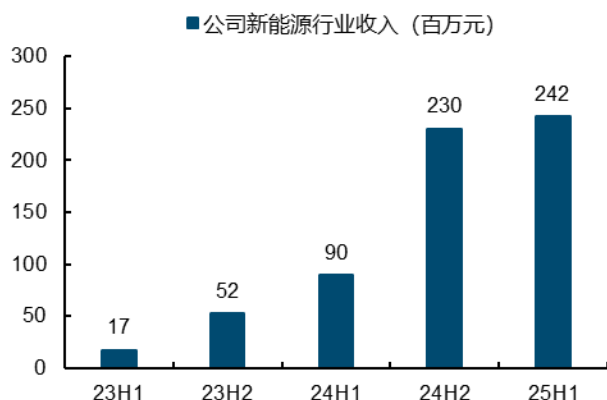
4.1 盈利预测

1) 新能源行业

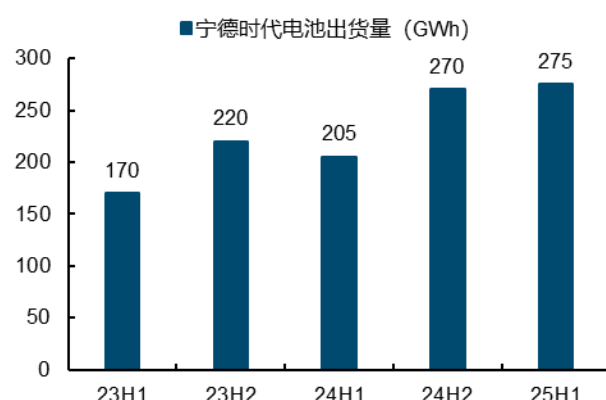
公司新能源行业冷板业绩情况与主要客户电池出货量和新能源车产量相关，从半年度维度来看，下半年为新能源车的生产旺季，例如 2023 下半年、2024 下半年，公司新能源行业收入均有较高增速，与新能源车产量环比增速、宁德时代电池出货量环比增速表现出一致性。

2024 下半年公司新能源行业收入 2.3 亿元，2025 上半年公司新能源行业实现收入 2.4 亿元，在新能源车销量环比下滑、宁德时代电池出货量环比基本持平的情况下，公司凭借优异的产品质量和快速响应能力实现收入环比增长，考虑到下半年为新能源车生产旺季，预计公司 2025-2027 年实现收入 5.7/7.8/9.7 亿元，同比增长 77%/38%/24%；随着公司盈利能力优异的高频焊业务不断渗透，整体毛利率有望小幅提升至 13%/14%/15%。

图表33：公司新能源行业收入持续提升



图表34：宁德时代电池出货量稳中有升

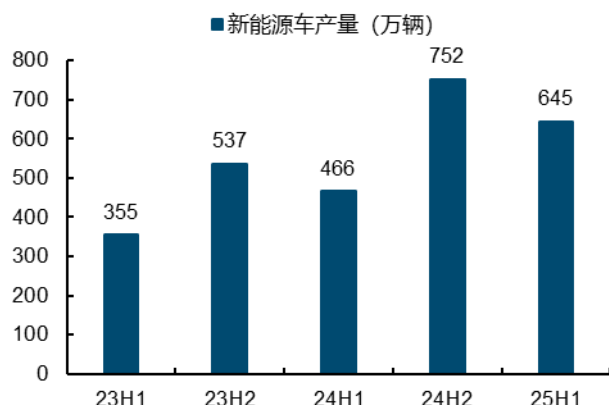


来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

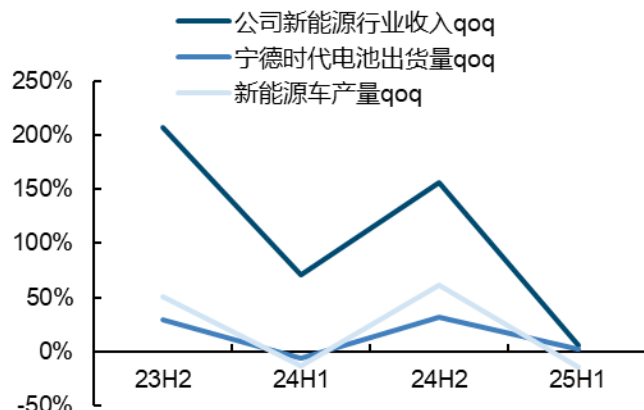


图表35：下半年为新能源车生产旺季



来源：乘联会，国金证券研究所

图表36：公司新能源行业收入增速与宁德时代电池出货量增速、新能源车产量增速存在一定相关性



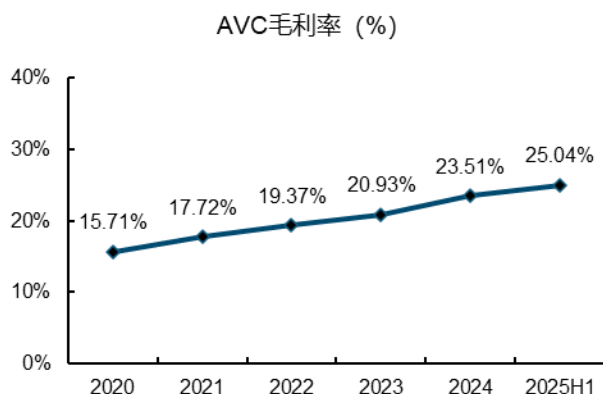
来源：ifind，乘联会，国金证券研究所

2) 数据中心散热行业

2025 上半年，公司已就液冷板的关键环节开展代工业务，但由于 2025 年液冷机柜放量速度较慢，代工需求溢出较少，且与部分客户仍处于产品验证阶段，对业绩贡献尚不明显，随着公司产线逐步爬坡成熟、大客户代工需求释放以及公司的紧密配合，预计 2026-2027 年公司分别实现收入 9.1/20.0 亿元，进入快速放量阶段。

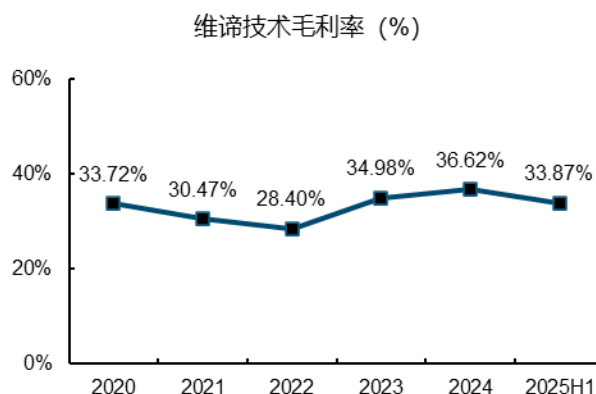
盈利方面，考虑到英伟达机柜迭代速度较快，根据经济日报，2025 年四季度起 GB300 开始出货，预计 2026 年下半年 rubin 平台产品量产出货，并且根据 SemiAnalysis，VR200 NVL144 CPX 机柜功耗较 GB300 NVL72 机柜功耗提升约 106%至 370kW，冷板结构需要进一步迭代，预计未来 2-3 年公司散热产品有望在更新迭代过程中维持相对稳定的盈利能力，参考 NV 液冷板主要供应商奇鋐的毛利率逐年提升，2025 上半年实现 25%左右，全球液冷核心供应商维谛的毛利率稳定在 30%以上，2025 上半年实现约 34%，预计公司代工业务毛利率基本持稳于 20%。

图表37：AVC 毛利率逐年升高



来源：ifind，国金证券研究所

图表38：维谛技术毛利率基本持稳于 30%以上



来源：ifind，国金证券研究所

3) 汽车行业

2025 上半年，公司高分子材料产品在汽车领域实现营业收入 8925.09 万元，同比增长 9.79%，子公司芜湖祥路已顺利完成欧式导槽工艺产品的客户技术认证、并实现小批量供货，预计 2025-2027 年公司产品在汽车行业实现收入 2.4/2.7/3.2 亿元，同比增长 15%/15%/15%，欧式导槽工艺产品作为新产品初期上市，预计初期毛利率较高、后期进入相对稳态水平，预计 2025-2027 年毛利率分别为 15%/20%/18%。

4) 电力行业

2025 上半年，公司高分子材料产品在电力领域实现营业收入 8043.64 万元，同比基本持



平,公司通过技术创新、品牌建设等多元化策略,增强市场竞争力,持续巩固与国家电网、南方电网、泰国电网等大客户的合作关系,预计 2025-2027 年公司产品在电力行业实现收入 2.0/2.4/2.9 亿元,同比增长 20%/20%/20%,预计毛利率维持 30%以上水平。

5) 通信行业

2025 上半年,公司高分子材料产品在通信领域实现营业收入 6432.24 万元,同比增长 14.24%,公司持续深化与华为、中兴、爱立信等通信设备龙头,以及中国移动、中国联通、中国电信等通信运营商的合作关系,满足其在通信基站用防水密封材料相关产品及解决方案方面的需求,预计 2025-2027 年公司产品在通信行业实现收入 6/14/91 亿元,同比增长 15%/15%/15%,预计毛利率维持 50%左右水平。

图表39: 公司收入拆分

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入合计 (百万元)	558.56	958.13	1290.72	2508.58	3901.17
YoY	7.36%	71.54%	34.71%	94.36%	55.51%
成本合计 (百万元)	416.48	757.47	1027.55	1986.50	3095.68
YoY	-0.14%	81.87%	35.66%	93.32%	55.84%
毛利 (百万元)	142.08	200.66	263.16	522.08	805.49
综合毛利率	25.44%	20.94%	20.39%	20.81%	20.65%
新能源行业 (新能源冷板)					
收入 (百万元)	69.29	319.69	566.34	783.09	967.72
yoy	-6.67%	361.38%	77.15%	38.27%	23.58%
成本 (百万元)	71.85	286.47	492.71	673.46	822.56
毛利 (百万元)	-2.56	33.22	73.62	109.63	145.16
毛利率	-3.69%	10.39%	13.00%	14.00%	15.00%
汽车行业 (高分子业务)					
收入 (百万元)	128.00	207.58	238.72	274.52	315.70
yoy	81.23%	62.17%	15.00%	15.00%	15.00%
成本 (百万元)	104.16	171.76	202.91	219.62	258.88
毛利 (百万元)	23.84	35.82	35.81	54.90	56.83
毛利率	18.63%	17.26%	15.00%	20.00%	18.00%
电力行业 (高分子业务)					
收入 (百万元)	125.64	167.33	200.80	240.96	289.15
yoy	6.64%	33.18%	20.00%	20.00%	20.00%
成本 (百万元)	81.89	114.75	136.54	163.85	196.62
毛利 (百万元)	43.75	52.58	64.25	77.11	92.53
毛利率	34.82%	31.42%	32.00%	32.00%	32.00%
通信行业 (高分子业务)					
收入 (百万元)	132.46	122.80	141.22	162.40	186.76
yoy	-7.04%	-7.29%	15.00%	15.00%	15.00%
成本 (百万元)	68.87	63.84	73.43	84.45	97.12
毛利 (百万元)	63.59	58.96	67.79	77.95	89.65
毛利率	48.01%	48.01%	48.00%	48.00%	48.00%
传统家电行业 (散热器件)					
收入 (百万元)	103.17	140.73	140.73	140.73	140.73
yoy	-10.37%	36.41%	0.00%	0.00%	0.00%
成本 (百万元)	89.71	120.65	119.62	119.62	119.62
毛利 (百万元)	13.46	20.08	21.11	21.11	21.11
毛利率	13.05%	14.27%	15.00%	15.00%	15.00%



	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
数据中心行业					
收入（百万元）			2.92	906.88	2001.11
yoy				31000.00%	120.66%
成本（百万元）			2.33	725.50	1600.88
毛利（百万元）			0.58	181.38	400.22
毛利率			20.00%	20.00%	20.00%

来源：ifind，国金证券研究所测算

备注：由于东莞兆科收购尚未完成，盈利预测暂不考虑东莞兆科的并表

费用率假设：考虑到规模效应及公司费用管控能力持续提升，随着数据中心、新能源车液冷板业务陆续进入放量阶段，预计 2025-2027 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率小幅下降至 2.7%/6.5%/4.5%。

综合以上假设，我们预计 2025-2027 年公司分别实现营业收入 12.9/25.1/39.0 亿元，同比增长 34.7%/94.4%/55.5%，实现归母净利 0.4/1.5/2.5 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.28/1.18/1.98 元。

4.2 投资建议及估值

我们选取同样在深耕冷板或 TIM 产品的英维克、飞荣达、中石科技，主营新能源热管理业务的银轮股份、三花智控，主营橡胶密封件和特种橡胶制品的中鼎股份作为可比公司，2025-2027 年可比公司平均数 PE 为 53/40/31，考虑到公司有望成为国内液冷板前排核心玩家，给予公司 2026 年 45 倍 PE，目标价 66.86 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表40：可比公司估值表

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润（亿元）					PE			
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2026E	2027E
002837	英维克	735	75.27	3.44	4.53	6.42	9.43	12.78	213.67	162.38	114.43	77.95
300602	飞荣达	193	33.14	1.03	1.89	3.85	5.50	7.63	186.82	102.09	50.06	35.05
300684	中石科技	140	46.80	0.74	2.01	2.79	3.61	4.53	190.04	69.60	50.20	38.79
002126	银轮股份	309	36.60	6.12	7.84	10.59	13.35	16.22	50.44	39.41	29.16	23.12
002050	三花智控	2147	52.61	29.21	30.99	38.35	45.23	54.12	73.50	69.28	55.99	47.47
000887	中鼎股份	292	22.20	11.31	12.52	16.21	18.74	21.16	25.83	23.35	18.03	15.60
平均数										52.98	39.66	31.04
300731	科创新源	56	44.23	0.25	0.17	0.36	1.49	2.50	219.67	323.63	156.40	37.64

来源：ifind，国金证券研究所（相关数据截至 2025/10/29，英维克、飞荣达、中石科技、银轮股份、中鼎股份 2025-2027 年归母净利润为 ifind 一致预期）

风险提示

算力需求不及预期：液冷技术作为支撑高密度、高功率数据中心和算力中心的关键散热方案，其渗透依赖于下游应用端对于算力需求的持续增长和部署规模，若全球或国内算力需求增长显著放缓或不及预期，将影响液冷解决方案的市场扩张及公司业绩。

新能源汽车销售不及预期：公司液冷板搭载于新能源汽车电池包中，若国内新能源汽车销量增长显著放缓或不及预期，将对公司业绩产生影响。

新能源冷板价格降幅超预期风险：若行业产能加速释放或客户扩充供应商进入名单，将会导致激烈的价格战，从而使冷板产品均价与毛利率面临快速下滑，影响公司营收规模和盈利能力。

芯片供应能力不及预期：芯片是实现算力的基础，行业芯片短缺将影响市场服务器/机柜供给能力，从而影响液冷系统的装机规模和渗透速率，进而对公司业绩造成影响。

行业竞争加剧风险：液冷行业处于快速发展阶段，若涌入过多新玩家，可能导致市场竞争加剧，从而使行业格局发生变化，影响公司盈利能力。

收购进展不及预期：公司收购东莞兆科事项仍在推进中，若东莞兆科股权整合进度不及预期，或将影响公司收购推进，从而影响公司业绩。



大股东质押风险：截至 2025 年 8 月 12 日，公司实际控制人及其一致行动人累计质押公司股份 11.34%，其中科创鑫华质押股份占其所持股份的 64.89%，整体质押比例过高。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	520	559	958	1,291	2,509	3,901
增长率		7.4%	71.5%	34.7%	94.4%	55.5%
主营业务成本	-397	-416	-757	-1,028	-1,986	-3,096
%销售收入	76.3%	74.6%	79.1%	79.6%	79.2%	79.4%
毛利	123	142	201	263	522	805
%销售收入	23.7%	25.4%	20.9%	20.4%	20.8%	20.6%
营业税金及附加	-3	-2	-3	-3	-6	-9
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-30	-28	-34	-35	-68	-105
%销售收入	5.8%	4.9%	3.6%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-77	-64	-62	-84	-163	-254
%销售收入	14.9%	11.4%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	-37	-43	-46	-58	-113	-176
%销售收入	7.0%	7.7%	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	-24	5	55	83	172	262
%销售收入	n.a	0.9%	5.8%	6.4%	6.9%	6.7%
财务费用	-10	-5	-7	-1	2	5
%销售收入	2.0%	1.0%	0.8%	0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-11	-8	-32	-25	-30	-35
公允价值变动收益	8	-4	4	-20	-20	-20
投资收益	-2	22	-1	-3	-3	-3
%税前利润	n.a	85.8%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	-35	26	25	45	137	229
营业利润率	n.a	4.6%	2.6%	3.5%	5.5%	5.9%
营业外收支	-6	0	1	0	0	0
税前利润	-40	25	25	45	137	229
利润率	n.a	4.6%	2.6%	3.5%	5.5%	5.9%
所得税	2	0	-7	-8	14	23
所得税率	n.a	0.4%	27.2%	18.0%	-10.0%	-10.0%
净利润	-38	25	18	37	151	252
少数股东损益	-12	0	1	2	2	3
归属于母公司的净利润	-27	25	17	36	149	250
净利率	n.a	4.6%	1.8%	2.8%	5.9%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-38	25	18	37	151	252
少数股东损益	-12	0	1	2	2	3
非现金支出	55	49	86	80	76	77
非经营收益	4	-12	9	31	31	32
营运资金变动	59	5	-100	30	-88	-96
经营活动现金净流	80	66	14	179	169	265
资本开支	-51	-41	-66	-30	-38	-38
投资	50	-6	20	-20	-20	-20
其他	1	0	-20	-3	-3	-3
投资活动现金净流	0	-47	-65	-52	-60	-60
股权募资	42	2	12	0	0	0
债权募资	-62	-4	42	26	30	19
其他	-43	-38	-42	-19	-19	-21
筹资活动现金净流	-63	-40	12	6	11	-1
现金净流量	19	-19	-38	133	120	204

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	173	158	124	238	344	538
应收款项	190	254	400	371	400	432
存货	89	110	147	141	163	187
其他流动资产	27	26	49	37	43	50
流动资产	479	547	718	786	950	1,207
%总资产	50.6%	54.1%	57.7%	61.1%	66.0%	71.4%
长期投资	135	117	137	137	137	137
固定资产	107	123	159	161	168	175
%总资产	11.2%	12.2%	12.8%	12.5%	11.7%	10.4%
无形资产	137	133	122	119	120	121
非流动资产	468	464	527	500	489	482
%总资产	49.4%	45.9%	42.3%	38.9%	34.0%	28.6%
资产总计	948	1,011	1,246	1,286	1,439	1,689
短期借款	67	96	145	164	194	214
应付款项	99	155	288	276	297	317
其他流动负债	41	35	47	69	47	27
流动负债	207	287	480	508	537	558
长期贷款	45	13	16	23	23	23
其他长期负债	67	65	87	67	53	43
负债	318	365	583	598	613	624
普通股股东权益	612	614	602	625	761	998
其中：股本	126	126	126	126	126	126
未分配利润	67	87	89	112	248	485
少数股东权益	18	32	61	63	65	67
负债股东权益合计	948	1,011	1,246	1,286	1,439	1,689

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.211	0.201	0.137	0.283	1.175	1.975
每股净资产	4.837	4.857	4.762	4.945	6.020	7.895
每股经营现金净流	0.629	0.525	0.108	1.415	1.340	2.096
每股股利	0.000	0.100	0.538	0.610	0.700	0.800
回报率						
净资产收益率	-4.37%	4.15%	2.87%	5.72%	19.52%	25.01%
总资产收益率	-2.82%	2.52%	1.39%	2.78%	10.33%	14.78%
投入资本收益率	-3.12%	0.68%	4.81%	7.69%	17.96%	21.89%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.47%	7.36%	71.53%	34.71%	94.36%	55.51%
EBIT 增长率	N/A	-121.40%	960.95%	50.19%	107.10%	51.79%
净利润增长率	109.54%	-195.30%	-32.12%	106.92%	315.58%	68.03%
总资产增长率	-1.56%	6.72%	23.19%	3.22%	11.90%	17.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.7	94.6	93.9	90.0	50.0	35.0
存货周转天数	83.7	86.9	61.7	50.0	30.0	22.0
应付账款周转天数	58.5	86.8	88.9	90.0	50.0	34.0
固定资产周转天数	54.0	75.3	56.3	36.7	17.1	9.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.40%	-10.24%	2.76%	-10.18%	-17.72%	-30.11%
EBIT 利息保障倍数	-2.4	1.0	7.4	61.8	-84.8	-48.7
资产负债率	33.60%	36.14%	46.76%	46.50%	42.61%	36.93%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	3
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.67	1.67	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究