

同星科技（301252.SZ）

换热器龙头全面拥抱热管理

优于大市

核心观点

国内头部热交换器供应商。公司成立于1993年，主要产品包括换热器等制冷零部件及产品、汽车空调系统零部件等，下游应用领域涵盖轻商制冷设备、家用制冷设备、热泵干衣机、汽车、数据中心、冷链物流等，与海尔集团、海信集团、美的集团、LG电子、长安汽车、世图兹等建立长期合作关系。2025年进一步切入机器人赛道。公司位于轻商制冷设备热交换器头部地位，2021-2025年收入增速CAGR为13%，归母净利润CAGR为12%。

换热器与热管理行业：传统制冷领域需求稳中有增，AIDC与机器人热管理带来增量。下游制冷行业发展已较为成熟，2020-2025年我国轻商制冷设备销量从1399万台增长至1800万台，复合增速为6.5%；家用制冷设备销量增长至约3亿台，复合增速为5.6%，同时新品类如干衣机、新能源汽车热管理、储能设备等领域需求的持续增长进一步推动了制冷设备行业的发展。

热管理新领域1：AI数据中心(AIDC)液冷。随着全球AI基建新周期开启和高功耗芯片的普及，AIDC的冷却需求持续增长，全球AIDC液冷系统的行业规模有望在2027年超翻倍增长达175亿美元，进而拉动相关换热设备需求；

热管理新领域2：机器人热管理。随着具身智能机器人运动能力、算力的与日俱增，机器人热管理也从过往的辅助功能升级为保障产品稳定性的关键。而当前的被动/主动换热路线预计均会涉及定制化的换热材料和系统模组。

同星科技：轻商制冷换热器龙头，全面向热管理升级。公司在传统领域的优势在1)具备行业领先的产品力和技术；2)生产端柔性化程度高、型号齐全且定制化服务能力强；3)常年与下游龙头企业保持稳定合作。而在新业务领域中，公司IDC温控业务布局较早，并与行业龙头世图兹等实现了长期合作；在机器人热管理领域，公司积极拓展业务和资本运作，2025年10月投资智元机器人旗下境智具身智能科技3.15%的股权。同时与多家专业投资机构和企业成立并购基金，进一步推进二次成长曲线发展。

盈利预测、估值与投资建议。公司传统业务稳中有增，新业务积极拓展，预计2026-28年归母净利润同比+5.9%/+22.4%/+19.6%至1.15/1.41/1.68亿元，对应EPS为0.68/0.83/0.99元，对应PE为54/45/37倍。通过多角度估值，预计公司合理估值33.73-44.38元之间，市值区间为57-75亿元，对应2026年PE为50-61倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：下游行业需求增长不及预期；原材料及汇率大幅波动；新客户拓展不及预期；行业竞争加剧导致利润率不及预期。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,134	1,286	1,409	1,651	1,866
(+/-%)	15.7%	13.5%	9.6%	17.1%	13.0%
净利润(百万元)	127	109	115	141	168
(+/-%)	6.2%	-14.4%	5.9%	22.4%	19.6%
每股收益(元)	1.09	0.64	0.68	0.83	0.99
EBIT Margin	10.7%	8.2%	7.7%	8.4%	9.1%
净资产收益率(ROE)	10.4%	8.2%	8.2%	9.4%	10.5%
市盈率(PE)	33.8	57.7	54.4	44.5	37.2
EV/EBITDA	32.6	49.00	49.77	40.73	34.74
市净率(PB)	3.51	4.71	4.44	4.17	3.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

家用电器·家电零部件II

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606
chenweiqi@guosen.com.cn
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063
wangzk@guosen.com.cn
S0980520120004

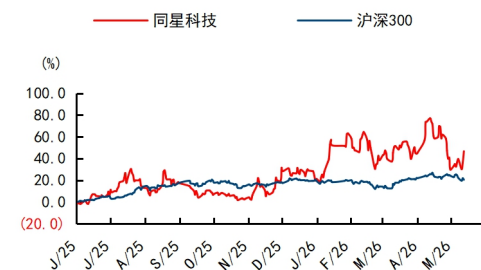
证券分析师：李晶

lijing29@guosen.com.cn
S0980525080003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	33.73 - 44.38 元
收盘价	37.00 元
总市值/流通市值	6261/5021 百万元
52周最高价/最低价	45.50/22.20 元
近3个月日均成交额	160.99 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

同星科技：商用换热器龙头.....	5
以热交换产品为核心，积极发力散热系统.....	5
股权结构集中稳定，核心骨干激励充分.....	5
公司近年收入保持稳增，利润率受业务结构影响有所波动.....	6
换热器和热管理行业：传统制冷领域需求稳中有增，AIDC 与机器人热管理带来增量.....	8
传统领域：制冷细分市场需求兴起，换热器有望稳健增长.....	9
传统领域竞争格局：同星科技在轻商制冷换热器占据头部地位.....	11
新领域 1：AI 数据中心（AIDC）液冷.....	13
新领域 2：机器人热管理.....	16
公司分析：产品+服务夯实传统领域地位，积极拓展新兴应用领域.....	18
掌握换热器等核心技术，保持行业领先.....	18
与头部企业建立长期稳定合作，客户资源优势显著.....	19
积极拓展新兴业务领域形成二次增长曲线.....	20
财务分析.....	21
经营规模和成长性分析：营收利润规模领先，增速位于行业较好水平.....	21
盈利能力分析.....	22
期间费用分析.....	22
盈利预测.....	23
假设前提.....	23
未来 3 年业绩预测.....	25
盈利预测的敏感性分析.....	25
估值与投资建议.....	26
绝对估值：传统业务约为 34-45 亿元市值区间.....	26
相对估值：57-75 亿元市值，股价区间 33.73-44.38 元。.....	27
投资建议.....	29
风险提示.....	30
附表：财务预测与估值.....	32

图表目录

图 1: 同星科技的主要产品.....	5
图 2: 同星科技股权结构较为集中.....	5
图 3: 同星科技 2021-2025 年营收 CAGR 为 13%.....	6
图 4: 公司收入以制冷零部件为主, 2025 车用占比近 20%.....	6
图 5: 公司毛利率先下滑后企稳回升, 净利率稳健向上.....	7
图 6: 公司净利润率近年整体保持稳定.....	7
图 7: 制冷零部件毛利率高于汽车空调系统零部件.....	7
图 8: 公司费用率近年整体维稳.....	7
图 9: 公司毛利率在铜价大幅上涨区间受到负面影响.....	8
图 10: 剔除车载的结构性影响, 铜价稳定区间毛利率回升.....	8
图 11: 制冷设备的原理结构图: 换热器为重要部件之一.....	8
图 12: 我国轻商制冷设备整体保持稳健增长.....	10
图 13: 我国家用制冷设备保持稳定增长.....	10
图 14: 预计我国轻商及家用制冷设备换热器年销量情况.....	11
图 15: 预计我国轻商及家用制冷设备换热器规模.....	11
图 16: 干衣机今年保持较高景气度 (含外销)	11
图 17: 新能源车销量高增同样拉动了热管理领域的需求.....	11
图 18: 数据中心液冷系统原理图 (冷板式液冷为例)	13
图 19: 冷却塔的工作原理和主要结构 (开放式冷却塔为例)	14
图 20: 室内侧液冷循环和主要零部件示意图 (以英伟达 GB200 NVL72 液冷方案为例)	14
图 21: 智算中心产业链参与环节和重点企业.....	16
图 22: 机器人液冷的主要技术路线, 分为被动和主动, 但细分路线依然很多.....	16
图 23: 以芯片、电机的被动散热为例, 主要采用结构和导热材料等将热量导出.....	17
图 24: 以执行器和电机风冷为例, 主要采用风扇+散热器的方式进行散热.....	17
图 25: 同星科技与下游行业内的头部企业建立起稳定的合作.....	19
图 26: 同星科技子公司同为精密落地无锡市高新区.....	20
图 27: 公司相关营业收入 (亿) 体量较小增速略高于同业.....	21
图 28: 公司归母净利润 (亿) 波动相对较小.....	21
图 29: 公司相关业务毛利率保持领先, 仅次于三花智控.....	22
图 30: 公司净利率稳定在行业中上水平.....	22
图 31: 公司销售费率低于可比公司平均水平.....	23
图 32: 公司管理费用率处于行业中间水平.....	23
图 33: 公司研发费用率基本低于可比公司.....	23
图 34: 公司财务费用率处于可比公司中等偏下水平.....	23

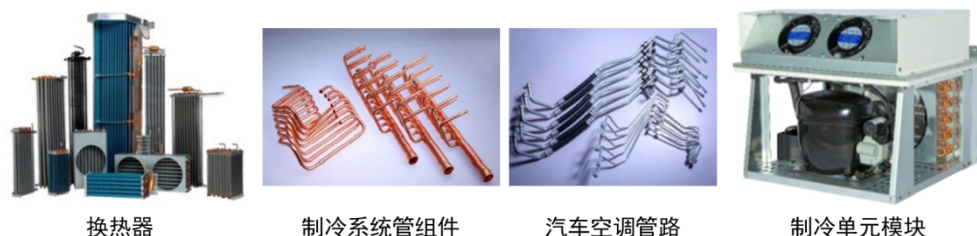
表1：公司管理层均在公司拥有多年任职经历.....	6
表2：换热器具有不同的类型.....	9
表3：行业内的主要企业情况.....	12
表4：三种液冷方案对比.....	13
表5：以 GB200 NVL72 机柜 132kW 额定功率（不考虑冗余）测算液冷一次侧的 BOM 成本.....	15
表6：以 GB200 NVL72 机柜 132kW 额定功率（不考虑冗余）测算液冷二次侧的 BOM 成本.....	15
表7：AIDC 液冷行业规模有望在 2027 年达到 175 亿美元，并有望在 2028 年迎来跃升.....	15
表8：机器人风冷/被动散热的主要模组零部件及价值量预估.....	18
表9：公司对产品的品质要求高于行业标准.....	19
表10：公司与多家专业投资机构成立了并购基金.....	21
表11：同星科技业务拆分及预测.....	24
表12：未来 3 年盈利预测表.....	25
表13：情景分析（在收入变动 5%、成本变动 2.5%、费用和收入同向变动时，乐观、中性、悲观情景）.....	25
表14：公司盈利预测假设条件（%）.....	26
表15：资本成本假设.....	26
表16：同星科技 FCFF 估值表.....	26
表17：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）.....	27
表18：同星科技可比公司基本情况.....	27
表19：同星科技及可比公司经营情况对比（单位：亿元）.....	27
表20：传统业务可比公司估值.....	28
表21：机器人零部件板块可比公司基本情况.....	28
表22：AIDC 液冷板块可比公司基本情况.....	28
表23：新兴业务可比公司估值.....	29

同星科技：商用换热器龙头

以热交换产品为核心，积极发力散热系统

公司成立以来，一直从事制冷设备相关产品的研发、生产和销售，主要产品包括换热器等制冷零部件及产品、汽车空调系统零部件等，下游应用领域涵盖轻商制冷设备、家用制冷设备、热泵干衣机、汽车、数据中心、冷链物流等。公司成立于1993年，其前身为新昌县精工机械厂，主营均为换热器等制冷配件业务。2003年公司切入汽车空调管路，开发出汽车用异型管件；2017年公司开发出自动贩卖机用制冷单元模块，利用自身的换热器及管路技术优势，组装压缩机、换热器等制冷核心部件。经过多年的发展，公司已拥有一批核心稳定的客户，与海尔集团、海信集团、美的集团、LG电子、长安汽车等建立起长期合作关系，是我国轻商制冷设备部件领域的头部知名企业。

图1：同星科技的主要产品



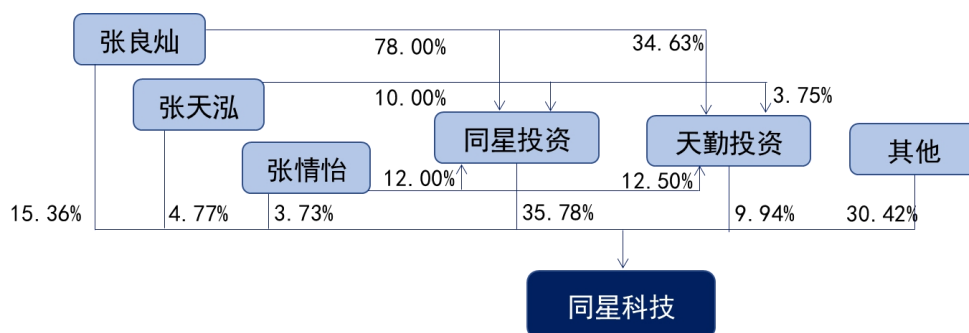
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构集中稳定，核心骨干激励充分

张良灿先生为公司的创始人，现担任公司董事长；张天泓先生（公司总经理）、张情怡女士系其子女，三人合计持有公司控股股东同星投资100%的股权。此外，张良灿、张天泓、张情怡还直接持有公司15.36%、4.77%、3.73%的股权，并持有天勤投资50.88%的股权。

天勤投资为员工持股平台，持股9.94%。公司管理层均在公司有较长任职经历，且公司设立员工持股平台天勤投资对核心员工进行股权激励，共涵盖35人。

图2：同星科技股权结构较为集中



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

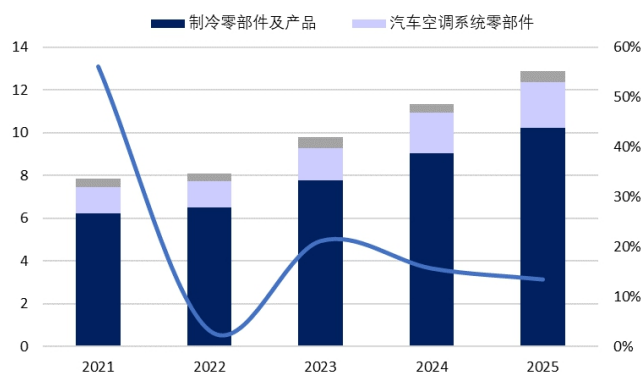
表1：公司管理层均在公司拥有多年任职经历

姓名	职务	简历
张良灿	董事长	1955 年出生，1986 年至 1992 年任新昌县小将镇广播电视管理站站长；1992 年至 2000 年任新昌县精工机械厂（集体企业）厂长；2001 年至 2002 年任新昌县精工机械厂（个人独资）厂长；2001 年至今历任同星制冷及同星科技总经理、董事长。
张天泓	总经理	1982 年出生，研究生学历。2009 年至 2011 年任 Private Property Management Service（澳大利亚）业务经理；2012 年至 2013 年任同星制冷外贸经理；2013 年至 2014 年任同星制冷营销总监助理；2014 年至今任同星制冷及同星科技总经理。
汪根法	副总经理	1976 年出生，1999 年至 2002 年任新昌县精工机械厂技术部长；2002 年至今历任同星制冷及同星科技制造部长、品质部长、技术中心总监、副总经理。
张良初	副总经理	1969 年出生，本科学历，1993 年至 2000 年任新昌县精工机械厂（集体企业）营销员、营销部长；2001 年至 2002 年任新昌县精工机械厂（个人独资企业）营销部长；2001 年至 2003 年任同星制冷营销部长、采购部长；2003 年至今任同星制冷及同星科技副总经理、天津同星总经理。
罗小琴	副总经理	1977 年出生，大专学历。2001 年至 2006 年任昆山佑兴科技有限公司体系工程师；2006 年至 2010 年任昆山好孩子集团高级体系审核员；2010 年至 2012 年任昆山同致电子科技有限公司管理者代表；2012 年至 2016 年任昆山龙筠汽车零部件有限公司运营副总；2016 年至 2024 年 10 月任杭州德凯认证有限公司国家审核员。
顾姮	副总经理、董事会秘书	1989 年出生，理学硕士学历。全球特许管理会计师，澳洲注册会计师。2012 年 12 月至 2015 年 3 月，历任新加坡发展银行团队经理；2018 年 1 月至 2025 年 7 月，历任中国国际金融股份有限公司副总经理、中金财富证券有限公司机构综合业务部总监、分支机构总经理，党支部书记。2025 年 8 月至今，担任浙江同星科技股份有限公司投资部及证券事务负责人。
张情怡	副总经理	1993 年出生，研究生学历。2017 年至 2018 年任埃培智市场咨询（上海）有限公司数字营销组客户经理；2018 年至 2019 年任杭州耕香生物科技有限公司市场营销专员；2019 年至今任杭州招摇文化传播有限公司执行董事兼总经理。

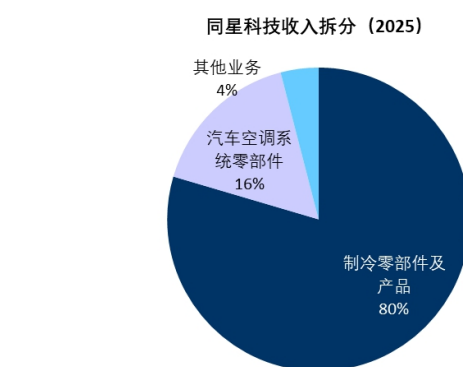
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司近年收入保持稳增，利润率受业务结构影响有所波动

公司收入近年保持稳健增长，2021-2025 年收入增速 CAGR 为 13%，2025 年实现营业收入 12.9 亿元，同比增长 13%，2026Q1 收入增长 16%至 3.44 亿元。从收入构成来看，公司制冷零部件约八成，车用产品业务占比近年持续提升。近年制冷零部件受益于下游应用领域的持续扩张保持持续增长，车用产品则从 2023 年开始实现较高增长。

图3：同星科技 2021-2025 年营收 CAGR 为 13%


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

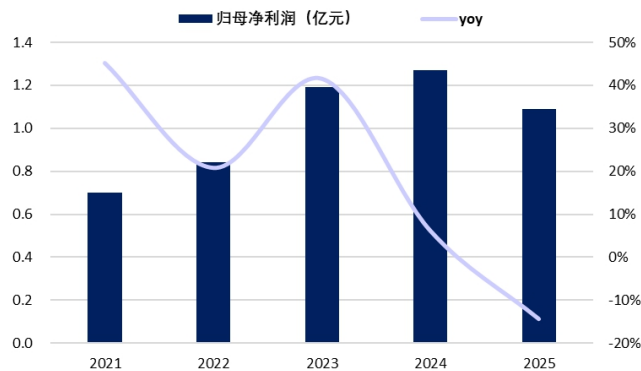
图4：公司收入以制冷零部件为主，2025 车用占比近 20%


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司盈利能力受业务结构影响波动。公司 2021-2025 年归母净利润 CAGR 为 12%，2025 年归母净利润下滑 14%至 1.09 亿元，2026Q1 归母净利润下滑 39%至 0.22 亿元。公司近年毛利率波动大于净利率，一方面公司的毛利率主要受到业务结构和上游原材料成本影响较大，其中制冷零部件及产品毛利率近年稳定在 20%以上的水平，

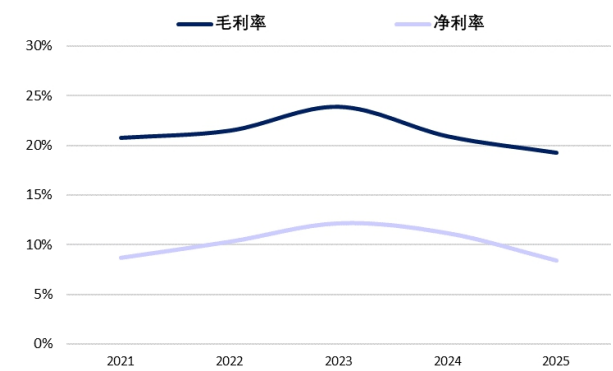
而汽车空调系统零部件毛利率相对较低；另一方面公司在规模效应、内部提效降本拉动下费用率近年整体保持稳中趋降。

图5: 公司毛利率先下滑后企稳回升, 净利率稳健向上



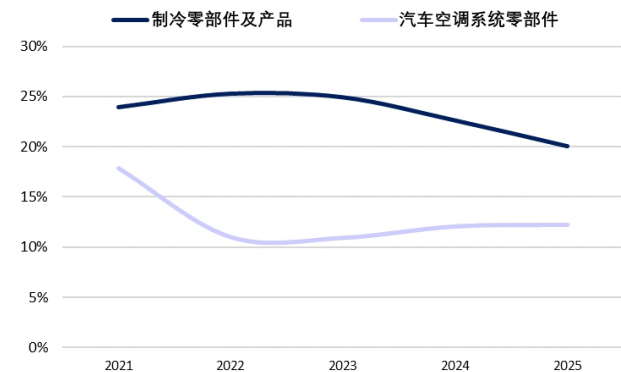
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司净利率近年整体保持稳定



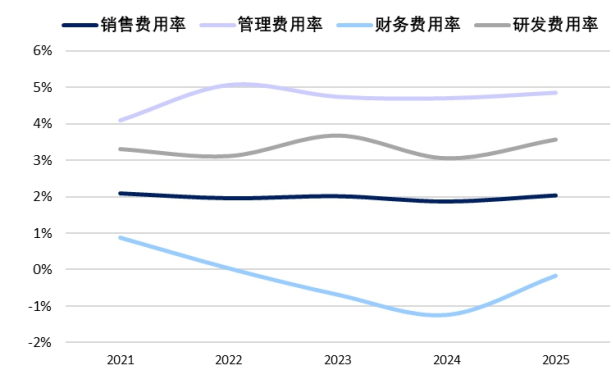
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 制冷零部件毛利率高于汽车空调系统零部件



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

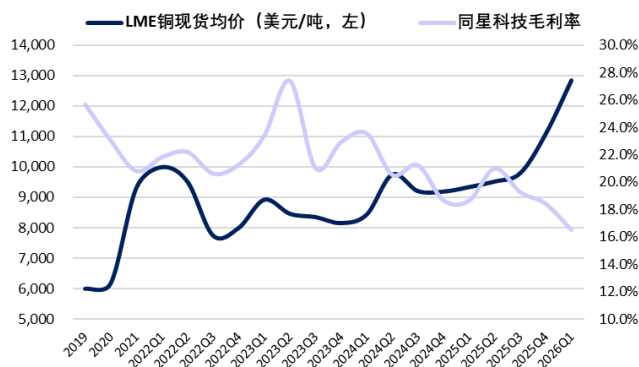
图8: 公司费用率近年整体维稳



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

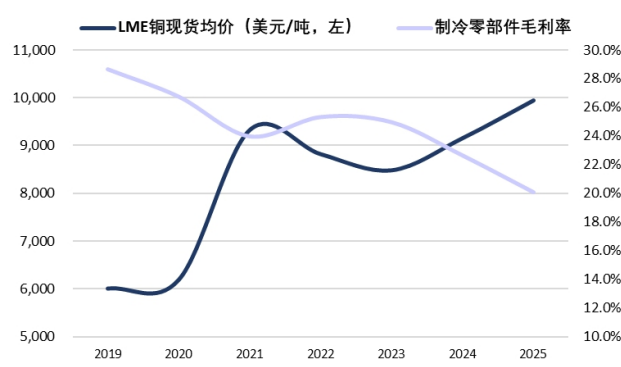
由于公司处于行业中游, 尽管原材料价格可以逐步向下游传导, 但当原材料价格出现较大波动时, 公司毛利率依然会受到较大影响。从历史数据来看, 当铜价短期大幅提升时公司毛利率会有所承压, 但剔除车载业务结构性影响, 在铜价相对温和的区间, 公司制冷零部件业务毛利率会有所恢复。

图9：公司毛利率在铜价大幅上涨区间受到负面影响



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：剔除车载的结构性影响，铜价稳定区间毛利率回升

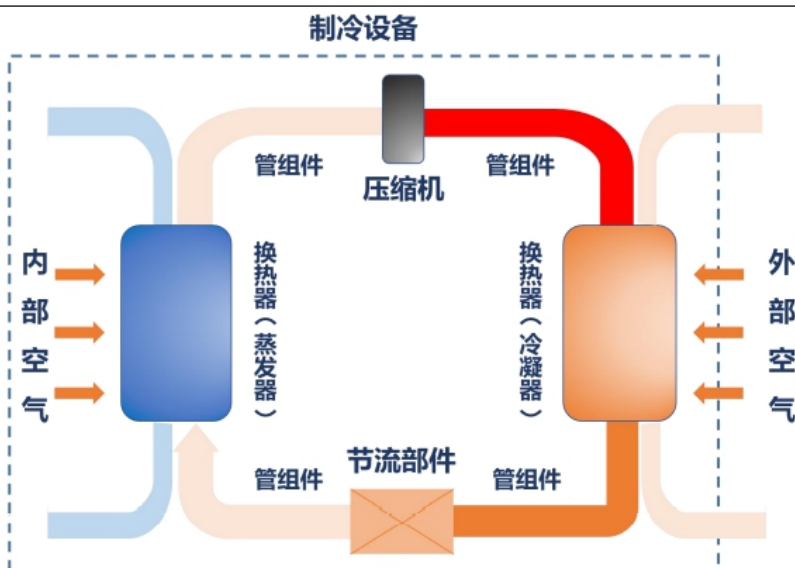


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

换热器和热管理行业：传统制冷领域需求稳中有增，AIDC 与机器人热管理带来增量

制冷系统是利用外界能量使热量从温度较低的物质（或环境）转移到温度较高的物质（或环境）的装置，传统的制冷系统四大部件为蒸发器、冷凝器、压缩机和节流阀。其中蒸发器、冷凝器合称为换热器，主要承担不同物质（或环境）进行热量传递的功能。制冷系统的基本原理为：压缩机排出高压高温的蒸汽排入冷凝器、在冷凝器中向冷却介质（水或空气）放热冷凝为高压液体、经节流部件节流为低压低温的制冷剂、再次进入蒸发器吸热汽化，汽化后的低温低压气体被压缩机吸入，进入下个制冷循环。制冷剂在系统中经过蒸发、压缩、冷凝、节流四个基本过程完成一个制冷循环。

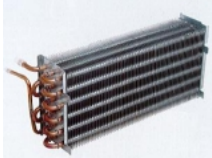
图11：制冷设备的原理结构图：换热器为重要部件之一



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

换热器主要由制冷剂管道和散热部分组成，可分为翅片式换热器、微通道换热器、丝管式换热器等多种类型。不同换热器之间在换热效率、成本、体积等方面存在一定的差异，适用于不同的制冷设备。同星科技的传统业务以翅片式换热器为主，其热交换效率相对更高、运行稳定性更强，但成本也相对较高，一般在商用制冷设备及偏高端家用制冷设备上应用较多。

表2: 换热器具有不同的类型

名称	图片	产品介绍	优缺点及应用
翅片式换热器		翅片式换热器也叫管片式、管翅式换热器，一般由圆管和各种型号的翅片构成，翅片与传热管之间通过胀管联结，使管内制冷剂与管外空气高效换热	优点： 传热性能好、运行可靠，不同材质的翅片式换热器可适应不同的应用场景 缺点： 成本相对较高 主要应用领域： 轻商制冷设备、家用风冷冰箱、家用/商用空调、干衣机等
微通道换热器		微通道换热器一般指通道当量直径在 10-1000 μm 的换热器。这种换热器的扁平管内有数十条细微流道，在扁平管的两端与圆形集管相连。集管内设置隔板，管侧为制冷剂，通过微细管道及翅片与另一侧的空气进行换热。	优点： 换热系数高、结构紧凑、有效减少制冷剂充注量 缺点： 全铝材质在部分需要耐腐蚀性的应用场景相对受限，易积灰、结霜影响换热效率，不利于排水 主要应用领域： 在蒸发器端应用较少，主要应用于汽车空调及其他制冷设备上的冷凝器
丝管式换热器		丝管式换热器是用钢管通过蛇型折弯后与低碳直线钢丝电阻焊接，再通过整体折弯和支架安装成型的换热器。	优点： 结构简单、成本较低 缺点： 换热效率较翅片式换热器低，满足相同制冷量的前提下体积更大，重量更重 主要应用领域： 家用冰箱、小冷量轻商制冷设备等
吹胀式换热器		吹胀式换热器是通过把流道印刷在铝板上，然后以压延的方式把除流道外的铝板轧制成整体铝板，再利用高压气吹出流道的换热器。其垂直安装，以平板的形式安装在冷藏箱后壁上。	优点： 结构简单、加工便捷 缺点： 稳定性相对较差，换热效率较翅片式换热器低，易结霜 主要应用领域： 家用直冷冰箱等
套管式换热器		套管式换热器是用两种尺寸不同的标准管连接而成同心圆套管的换热器，外面的叫壳程，内部的叫管程。两种不同介质可在壳程和管程内流动以达到换热的效果。	优点： 结构简单，形态多样，便于安装 缺点： 长期运行会导致设备被水垢堵塞，影响换热效率 主要应用领域： 制冰机等功能型轻商制冷设备

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

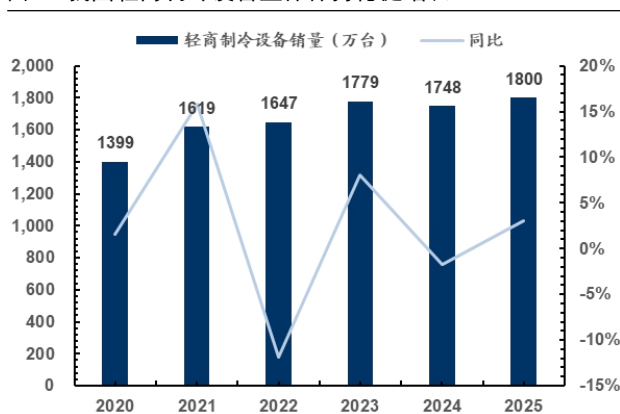
从传统领域的应用上看，制冷系统是一个温度控制装置，可应用于需要高温/低温/温度稳定的大部分领域，包括家用制冷设备如空调、冰箱、干衣机，商用制冷设备如食品展示柜、商用厨房冰箱、冰激凌机等，新能源领域如汽车空调、电池温控等，及数据中心温控等。换热器及组件作为制冷系统的重要部件，下游应用领域与之对应，也有广泛的应用场景。换热器的上游主要为铜管、铝管、铝带等大宗原材料。

传统领域：制冷细分市场需求兴起，换热器有望稳健增长

下游制冷行业发展已较为成熟，近五年维持个位数复合增长。我国作为全球最大

的制冷设备生产国和消费国，生产几乎所有品类的制冷设备产品，其中空调、冰箱冷柜、压缩机、阀件等多个产品的产量位居全球第一。目前来看，我国制冷行业的发展已趋于成熟阶段。以同星科技主要的下游领域——轻商制冷和家用制冷设备来看，根据产业在线和奥维云网的数据，2020-2025 年我国轻商制冷设备销量从 1399 万台增长至 1800 万台（2022 年统计口径有所调整，新纳入车载冰箱进入统计范围），复合增速为 6.5%；家用制冷设备销量（以家用空调、冰箱作为代表）增长至近 3 亿台，复合增速为 5.6%。

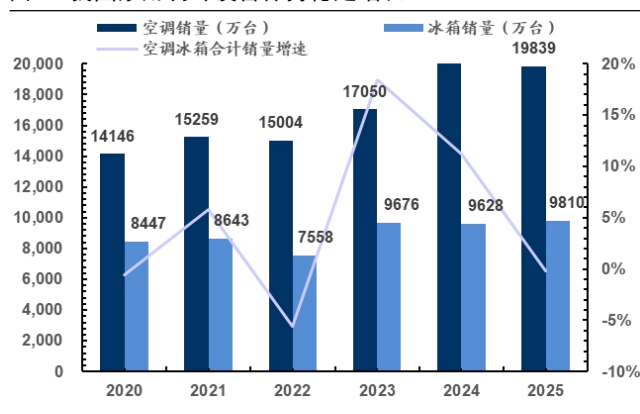
图12：我国轻商制冷设备整体保持稳健增长



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

注：2022 年统计口径有所调整，新纳入车载冰箱进入统计范围，因而存在增速为负、但销量提升的情况；包含内外销量情况

图13：我国家用制冷设备保持稳定增长

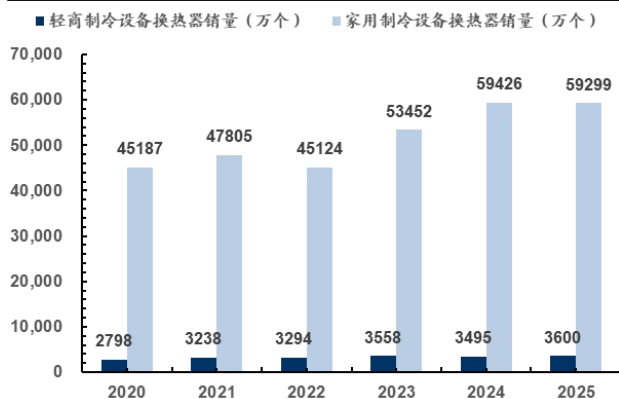


资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

注：包含内外销量情况；空调及冰箱为产业在线数据

作为制冷设备的重要部件，预计我国轻商制冷设备换热器年销量突破 3600 万个，家用换热器年销量近 6 亿个。一个制冷系统至少需要一个蒸发器和一个冷凝器，因而单个制冷系统至少有两个换热器。以一台轻商（家用）制冷设备需要两个换热器来计算，参考产业在线的数据，2025 年我国商用制冷设备换热器销量达到 3600 万个，家用制冷设备（此处仅含空调及冰箱）换热器销量达到 6 亿个。参考 2021 年同星科技轻商制冷换热器销售均价为 85.5 元，若以此价格作为行业均价（由于公司大部分产品为成本较高的翅片式换热器，公司的产品均价或高于行业，下同），则行业规模预计为 31 亿。2021 年公司家用及汽车空调换热器均价为 56.3 元，若以此价格为行业均价（公司产品均价或高于行业均价，此为假设情况），则预计家用制冷设备换热器行业规模为 336 亿。

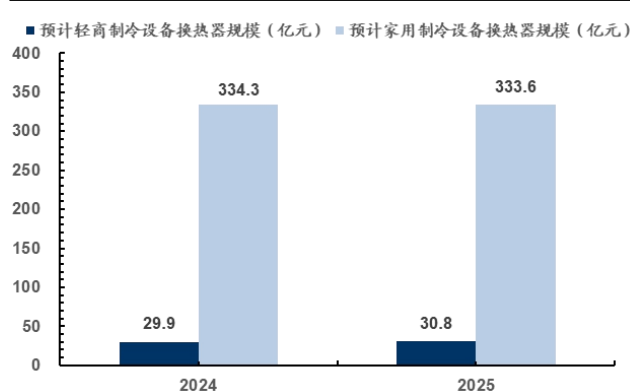
图14: 预计我国轻商及家用制冷设备换热器年销量情况



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

注: 轻商及家用制冷设备均按每个使用两个换热器计算, 其中轻商制冷设备销量数据来自产业在线, 2022 年口径存在调整; 家用制冷设备此处仅包含空调及冰箱, 其他如干衣机、冷柜等尚未包含, 可能存在低估行业规模的情况

图15: 预计我国轻商及家用制冷设备换热器规模



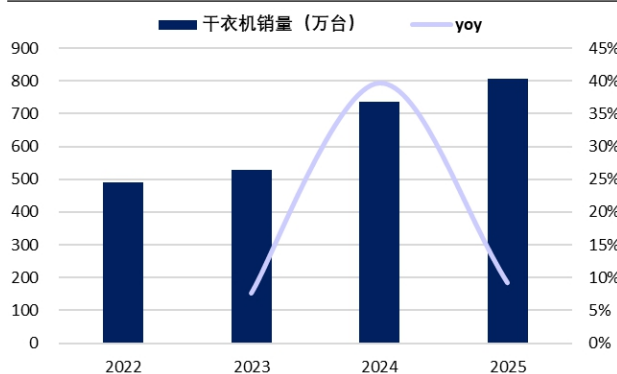
资料来源: 产业在线, 招股说明书, 国信证券经济研究所测算和整理

注: 换热器均价选自同星科技 2021 年数据, 其中轻商制冷换热器销售均价为 85.5 元, 家用及汽车空调换热器均价为 56.3 元。此次假设行业均价与同星科技的均价相同, 可能存在偏差

展望后续来看, 在制冷设备稳健的增长下, 换热器规模有望实现更快的增长。根据产业在线预测, 预计在传统的轻商和家用制冷领域的需求未来保持相对稳定, 而部分新品类如干衣机、除湿机等有望拉动行业增长。

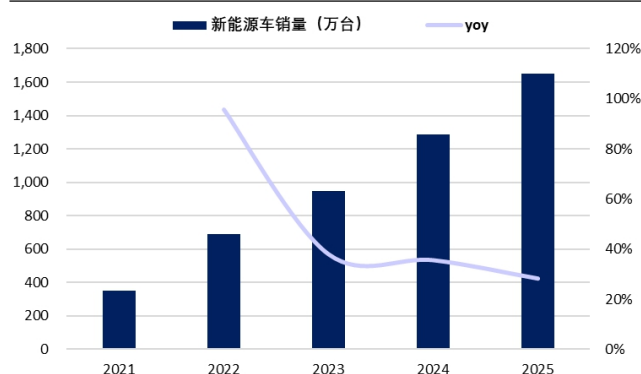
同时, 在新能源汽车热管理、储能设备等领域则是近年崛起的新品类。其中以新能源汽车为例, 2021-2025 年国内新能源车销量复合增速达到 47%, 车用热管理需求的持续增长进一步推动了制冷设备行业的发展。

图16: 干衣机今年保持较高景气度 (含外销)



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

图17: 新能源车销量高增同样拉动了热管理领域的需求



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

传统领域竞争格局: 同星科技在轻商制冷换热器占据头部地位

换热器的下游应用领域广泛, 且存在多种类型, 导致换热器企业较为分散。换热器下游的制冷设备存在数十种, 大小规格不一, 换热等性能要求也不同, 使得换热器本身也存在多种不同的型号。

由于换热器的多品种、多批次、非标准化的特点, 换热器的生产厂商相对较为分散, 若以收入计算, 参考前文轻商领域 2025 年行业约 31 亿元的规模, 预计同星科技在轻商制冷设备换热器中的销额市占率较高(由于公司 2025 年换热器业务收

入 10.2 亿元中包含部分家用收入，因此较难准确计算轻商领域份额）。目前行业内主要的企业有同星科技、浙江康盛股份、常州常发制冷科技有限公司、河南新科隆电器有限公司、无锡宏盛换热器制造股份有限公司等，以及三花智控、盾安环境也具有部分类似业务。

表3：行业内的主要企业情况

名称	主要产品	简介
常州常发制冷科技有限公司	冰箱热交换器、空调热交换器、无缝光亮及内螺纹精密铜管、铝板铝箔、微通道换热器	成立于 2011 年，占地面积 20 万平方米，员工总数约 1100 名，冰箱热交换器产能 3000 多万套/年，空调热交换器 500 多万套/年。公司冰箱、空调热交换器发展了如海尔、海信、美的、伊莱克斯、LG、三星、开利等全球客户。
河南新科隆电器有限公司	冰箱、空调用高效蒸发器、冷凝器	成立于 1993 年，具备年产各类蒸发器、冷凝器 5000 万台套生产能力，在合肥、青岛、中山、扬州、滁州、遵义、沈阳等地均设置有生产基地。现有丝管式、吹胀式、翅片式等多个系列，2000 余种不同型号、规格的蒸发器、冷凝器，是惠而浦、博世、西门子、GE、伊莱克斯、海尔、海信、美的、三菱、新飞等国内外知名企业的战略合作伙伴。
浙江康盛股份有限公司	涵盖家电制冷管路及配件、新能源商用车两大核心业务板块	公司 2002 年，具体产品涵盖制冷铜管、合金铝管、精密铜管、平行流换热器、冷凝器、蒸发器等，并拓展新能源车零部件相关领域，2025 年相关业务收入 28.3 亿元。
无锡宏盛换热器制造股份有限公司	铝制板翅式换热器、深冷设备及相关产品的研发、设计、生产和销售	宏盛股份成立于 2000 年，产品广泛地应用于工业设备、铁路机车和汽车等领域，逐渐成为我国铝合金换热器行业的领导者之一。公司目前有 80% 的产品出口到 20 多个国家和地区，是集设计、制造和测试于一体的换热器供应商。2025 年换热器等相关产品收入 7 亿元。
浙江三花智能控制股份有限公司	阀件（四通换向阀、电磁阀等）、节流部件（电子膨胀阀等）、微通道换热器、Omega 泵等、汽车零部件包含节流部件（热力膨胀阀、电子膨胀阀等）、储液器、电子水泵等	三花智控成立于 1994 年，是全球最大的制冷控制元器件和全球领先的汽车空调及热管理系统控制部件制造商。经过三十多年的发展，公司已在全球制冷空调智控元器件市场中确立了行业领先地位，公司电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵等产品市场占有率位居全球第一。
浙江盾安人工环境股份有限公司	阀件（四通换向阀、截止阀、电磁阀等）、节流部件（电子膨胀阀等）、换热器、管路集成组件、储液器等产品	盾安环境成立于 2001 年，是制冷配件产业龙头企业，主要产品产销均位居全球前列。公司 2025 年制冷配件收入 98 亿，制冷设备收入 12 亿。

资料来源：公司招股说明书，wind，国信证券经济研究所整理

展望后续来看，拥有较强技术实力及客户资源的公司有望抢占更多换热器市场份额。换热器是偏上游的制冷部件配套产业，由于制冷设备存在使用年限长、可靠性要求强、应用范围广等特点，因而换热器存在着生产工艺壁垒、客户开发壁垒及一定的规模壁垒：

1）生产工艺壁垒：制冷设备尤其是轻商制冷设备应用场景多元，对换热器的规格、效能等要求不一，对生产的柔性化有较高的要求，需要具备多品种、多批次的柔性化生产能力。同时，换热器作为制冷设备中的重要部件，行业对其的基本性能要求是低泄漏率、高换热量、高可靠性。固体杂质含量、水分含量、油分含量、泄漏率等指标将直接影响制冷设备的制冷效果与产品质量，因此对生产企业的生产工艺提出了较高的要求。

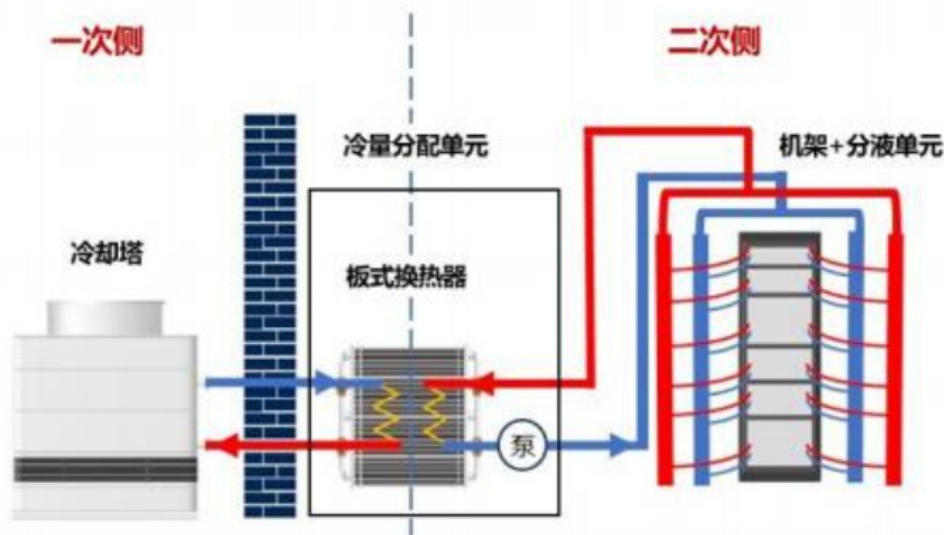
2）客户开发壁垒：换热器作为制冷设备必不可少的重要部件，性能的高低将直接影响产品的表现，且制冷设备一般使用年限较长。因而下游厂商在选择供应商之前需要经过较长时间的测试和验证。下游厂商一般会选择有经验和实力的供应商进行合作，并且不会轻易更换合作商。此外，下游设备厂商的账期相对较长，对供货周期、数量及资金都存在较高的要求，客户服务壁垒较高。

3）规模壁垒：翅片式换热器生产所需的翅片成型生产线、翅片成型模具、胀管机、气密性检测机、脱脂烘干机等设备价格较为昂贵，且往往需要根据厂商的实际需求进行定制，若不能达到一定的生产规模，难以形成规模经济效应，降低自身生产成本。

新领域 1：AI 数据中心（AIDC）液冷

随着全球 AI 基建的新周期开启和高功耗芯片的普及，AI 数据中心的冷却需求持续增长，对比传统成本和效率更低的风冷方案，**更高效的液冷路线从过往的可选项变成了未来 AI 基建的刚需**。服务器的液冷方案架构主要由室外冷源（一次侧）和机房内循环（二次侧）回路组成，即通过冷却液在机房和外界之间形成热交换。

图18：数据中心液冷系统原理图（冷板式液冷为例）



资料来源：中国信息通讯研究院《智算中心液冷产业全景研究报告》，国信证券经济研究所整理

液冷系统根据服务器状态、散热需求、工况和建设运维等要求，一般又分为冷板式、浸没式和喷淋式，三种模式散热的差异主要是在内循环回路（二次侧），分别通过液冷板贴合、冷却液浸没和冷却液喷淋的方式进行热交换。其中冷板式是当前 AI 数据中心相对更主流的路线，其技术相对成熟且成本低于 PUE（电源使用效率）更高的浸没式液冷方案，英伟达 GB300 即采用了冷板式液冷方案。

表4：三种液冷方案对比

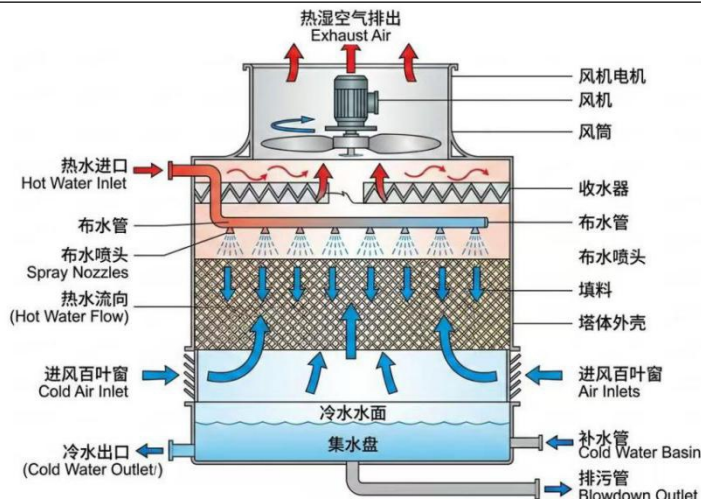
对比	冷板式液冷	浸没式液冷	喷淋式液冷
基本原理	冷却液通过定制冷板与 CPU/GPU 等芯片直接热交换，热量经热交换器传递至外部冷却系统（如冷水机组）。 关键点：仅接触热源，服务器硬件无需改造。	服务器完全浸没在绝缘冷却液（如氟化液）中，热量由液体直接吸收并自然对流/强制循环散热，无需风扇。 关键点：硬件需定制为浸没式兼容设计。	冷却液通过精密喷嘴直接喷洒至芯片表面，利用液体蒸发或强制对流带走热量，液体经收集系统循环使用。 关键点：需高精度喷淋控制，易受环境影响。
PUE（能源效率）	1.10 - 1.20	1.02 - 1.05	1.03 - 1.06
运维难度	中等 需定期维护管道、泵和热交换器，但技术成熟（类似传统冷却系统），操作人员易上手。	低 系统高度封闭，寿命长，故障率低；定期检测液体纯度，运维复杂度显著低于其他方案。	高 喷淋头易堵塞、液体分布不均，需频繁校准和清理；对环境湿度/灰尘敏感，运维依赖专业技能。
投资成本	中等 需新增冷板、管道和泵系统等，但可复用现有服务器机柜。	高 需定制浸没容器、绝缘液体、且需改造服务器，硬件改造成本高。	高 系统最复杂（精密喷淋头、液体回收系统），投资成本最高，需重新设计机柜布局。
其他维度	优点：兼容现有硬件，部署灵活，适合渐进式改造。 缺点：散热效率受限，液冷系统复杂度高	优点：能效最高（PUE 接近 1.02），噪音低，散热均匀，适合高密度计算（如 AI 训练）。 缺点：硬件需定制化（服务器成本增加），液体采购和回收成本高，初期投资门槛高。	优点：散热速度快，适用于超高密度场景（如 GPU 集群）。 缺点：可靠性低（喷淋不均导致局部过热），易泄漏或污染硬件，扩展性差。

资料来源：中国信息通讯研究院《智算中心液冷产业全景研究报告》，国信证券经济研究所整理

根据不同的方案，对应的系统价值量也有所不同，其中室外环节主要包含室外冷

源（冷却塔、冷却器或冷水机组等）和配套的管路、水泵等零部件。根据供水温度等场景的不同，室外侧一般选择自然冷却或添加压缩机等方式的机械供冷，国内大部分的室外侧选择自然冷却。

图19: 冷却塔的工作原理和主要结构（开放式冷却塔为例）

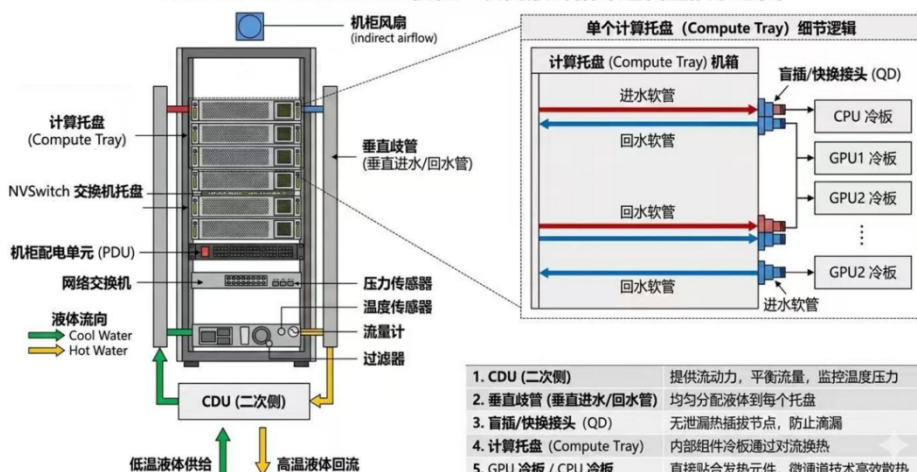


资料来源：88 采购网，国信证券经济研究所整理及绘制

机房内（二次侧）的主要零部件则主要由冷板、冷却液分配单元（CDU）、快接头（UQD）、歧管/集管（Manifold）等组成。冷却液从 CDU 出发，流经机柜内部所有发热组件，并携带热量回到 CDU 进行热交换，换热器也同样是 CDU 的核心零部件。

图20: 室内侧液冷循环和主要零部件示意图（以英伟达 GB200 NVL72 液冷方案为例）

NVIDIA GB200 NVL72 机柜二次侧液冷循环逻辑连接示意图



资料来源：Vertiv Technology 官网，国信证券经济研究所整理及绘制

价值量方面，一次侧的单位价值量整体相对稳定，二次侧价值量取决于机柜的散热需求以及机柜内设备数量和排布设计方案。若以较为成熟的应用案例 GB200 NVL72 机柜为例，室内外两侧整体液冷系统的价值量预计超 12 万美元。

其中一次侧的冷源参考 ASHRAE（美国采暖、制冷与空调工程师学会）数据中心技术委员会对相应工业级散热系统的设备造价约 150-250 美元/kW 的评估，以及工业泵组和管路 50-75 美元/kW 的价格，预计一次侧价值量在 200-325 美元/kW 的价格区间（暂不考虑增加用于机械制冷的冷水机组）。若以 GB200 NVL72 机柜

132kW(暂不考虑冗余)的功耗计算则价值量约为 2.6-4.3 万美元(不含建设成本)。

表5: 以 GB200 NVL72 机柜 132kW 额定功率(不考虑冗余)测算液冷一次侧的 BOM 成本

组件类别	核心构成	数量	预计单价	总价值量预估(美元)
冷源	干冷器、冷却塔等	132kW	\$200/kW	26400
泵系统	变频泵组+流量控制系统	-	\$5000/机柜	5000
管路 & 阀	不锈钢和复合材料等	-	\$3000/机柜	3000
合计				34400

资料来源: ASHRAE 数据中心技术委员会、Vertiv 官网、英伟达官网、国信证券经济研究所整理及测算

而二次侧的价值量随着散热需求的提升而呈现提升的趋势。以英伟达 GB200 为例,参考其核心供应链合作伙伴(如 Vertiv、Boyd、ASUS、Schneider 等)披露的技术白皮书和产品规格书,并综合 SemiAnalysis 及 AVC 等上游厂商的测算,预计 GB200 NVL72 单机柜的二次侧价值量预计约为 8 万+美元(不考虑冗余则约为 600+美元/kW);而 GB300 和 Rubin 架构下由于其更高的热流密度,室内侧的价值量预计会进一步提升至 9 万、10 万+美元。

表6: 以 GB200 NVL72 机柜 132kW 额定功率(不考虑冗余)测算液冷二次侧的 BOM 成本

组件类别	核心构成	数量(每单柜)	预计单价(美元)	总价值量预估(美元)
CDU	变频泵、换热器、控制系统	1 套	25000-30000	27500
冷板	GPU(72 个)+CPU(36 个)	108 块	300	32400
快换接头	UQD 标准(进/出)	约 150 对	80	12000
分配歧管	垂直主管+支管	2	5500	11000
其他附件	软管、传感器等	-	-	800
合计				83700

资料来源: Semi Analysis、Vertiv 官网、英伟达官网、AVC、国信证券经济研究所整理及测算

全球 AIDC 液冷系统的行业规模有望在 2027 年达到 175 亿美元。当前 AIDC 的液冷需求主要来自于训练和推理服务器,其主要需求来源为英伟达及国内外科技企业,因此根据不同类型芯片对液冷功耗的需求,以及主流厂商未来预期的出货量进行测算,其中 2027 年假设各厂商机柜出货量保持较高增长,同时单柜液冷价值量随着芯片功耗的提升而稳步提升。而 2028 年由于英伟达 Rubin 架构下机柜功耗大幅跃升至 300-500kW,其对应的液冷系统的价值量或显著攀升,进而大幅拉动 2028 年行业规模的增长。

表7: AIDC 液冷行业规模有望在 2027 年达到 175 亿美元,并有望在 2028 年迎来跃升

厂商/平台	测算指标	2026E	2027E	2028E
英伟达 (Blackwell/Rubin)	液冷机柜出货量(万台)	4.8	8.5	13.5
	平均单柜液冷价值(万美元/台)	12	15.5	22
Google 系	液冷机柜出货量(万台)	1.2	1.8	2.5
	平均单柜液冷价值(万美元/台)	9.5	11	13
AMD 系	液冷机柜出货量(万台)	0.5	1.2	2.2
	平均单柜液冷价值(万美元/台)	10.5	12.5	15
其他云厂 AISC	液冷机柜出货量(万台)	0.5	1.0	1.8
	平均单柜液冷价值(万美元/台)	7.5	8.5	10
合计液冷系统规模(亿美元)		78	175	381

资料来源: Semi Analysis、Trendforce、英伟达官网、Google Cloud 2026 技术路线图、AVC、国信证券经济研究所整理及测算

注 1: 此处仅考虑主流厂商的主流架构/产品,暂不包含采用部分风冷/液冷以及出货量占比较低的产品

注 2: 各厂商单机柜的液冷价值量为估算值,主要基于上文英伟达 GB200 NVL72 的价值量测算,并根据芯片数量和散热需求做调整或加权平均

AIDC 行业同样形成了零部件供应商（Tier2）和总成解决方案厂商（Tier1）的产业链条。从行业的参与者和产业链格局来看，目前呈现出“欧美主导系统设计，亚洲承载制造”的格局，但国产厂商正凭借全链条能力和成本优势加速突围。部分零部件企业通过深耕垂直领域并逐步拓展产业环节的方式，逐步向热管理系统或模块化方案提供商的方向演进。

图21：智算中心产业链参与环节和重点企业

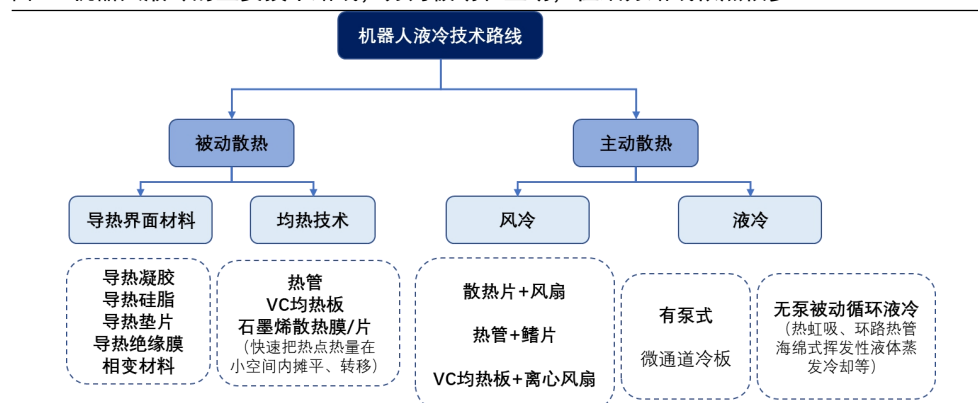


资料来源：中国信息通讯研究院《智算中心液冷产业全景研究报告》，国信证券经济研究所整理

新领域 2：机器人热管理

随着具身智能机器人运动能力、算力的与日俱增，机器人热管理也从过往的辅助功能升级为保障产品稳定性的关键。相比传统的工业机器人具备更稳定的工作环境、工况和固定基座，服务类具身智能机器人对散热系统的效率、尺寸重量和稳定性要求都更高，同时其热源分布在动力系统、控制系统、计算系统、能源系统中（笼统可归结为：关节、芯片/控制器和电池）。从目前的机器人散热实践来看，散热方案较为多元（这也反映出当前机器人散热方案尚未形成唯一的方向），按冷却系统的耗能情况可以大致分为被动和主动两大类解决方案。

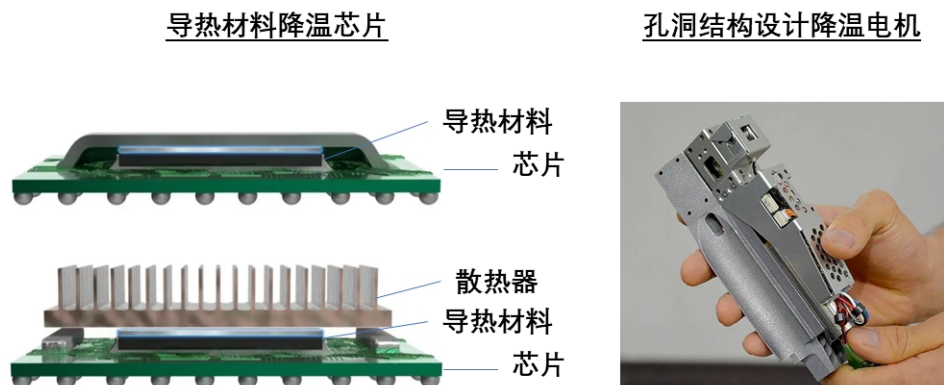
图22：机器人液冷的主要技术路线，分为被动和主动，但细分路线依然很多



资料来源：国际科技创新中心官网、宇树科技招股说明书、同星科技公司公告、飞荣达公司公告、国信证券经济研究所整理

被动散热的核心是不额外消耗能量，主要采用各类结构设计和导热材料使机器人核心部件的热能更高效的导出到空气中，导热材料方面，行业主要采用导热凝胶、硅脂、垫片等材料。尽管当前其散热效率较低，但通过结构和材料即实现散热可尽可能优化机器人的重量、能耗、成本和外观紧凑度。另外更加前沿的被动类技术探索还包括仿生技术等方案。

图23: 以芯片、电机的被动散热为例，主要采用结构和导热材料等将热量导出

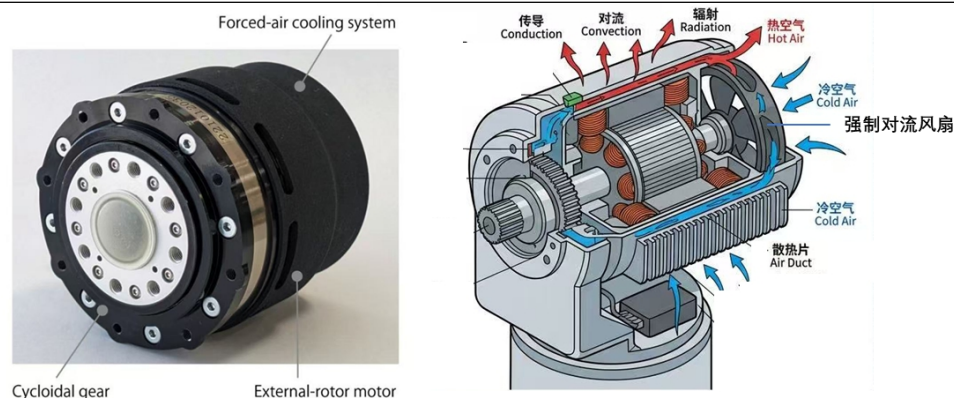


资料来源：Indium Corporation 官网、东京大学官网、国信证券经济研究所整理

主动散热则采用风冷或液冷等方式提升散热效率，但在结构、材料、重量和成本等多方面提出了一定挑战。

风冷：风冷往往和均热技术相结合。通常采用“高转速轴流风扇+定制散热器+高导热界面材料（TIM）”的组合，其技术原理和结构都相对简单，各环节技术也相对成熟，但风冷在机器人上存在几项硬约束：包括空间受限（关节腔体内部往往难以容纳风扇）、封闭外壳/硅胶皮肤和衣物会降低空气流动效率、以及风扇本身也增加能耗、噪声和故障点。因此风冷相对更适合计算单元和躯干集中区域。

图24: 以执行器和电机风冷为例，主要采用风扇+散热器的方式进行散热



资料来源：THK 官网、国信证券经济研究所整理

从价值量来看，风冷/被动散热由于各零部件环节已经相对成熟，材料或模组的单价预计相对稳定，整体价值量预计在低中千元级别，但整体价值量也会随着散热

零部件数量的提升而增长，同时在散热需求提升的过程中，结构设计和瞬时热量传导能力可能是成本之外风冷/被动散热路线需要面临的额外挑战。

表8: 机器人风冷/被动散热的主要模组零部件及价值量预估

主要路线/模组	核心零部件	主要作用和特点	预计价值量	价值量弹性
风冷	风扇	适用于主控/算力单元、大热点关节等	参考工业级散热风扇，预计单价为100-200元；单机器人个位数用量	模组化设计或带来单价提升
	散热器（金属散热器/散热片/鳍片/机壳导热件）	形态灵活、成本低	参考家用/车用散热器，预计单价为几十元；单机器人预计10-20件用量	数量弹性或较大
	胶类、硅脂等热界面材料（TIM）	用于填补芯片与散热器/VC/壳体之间空隙并导热	价值量差异较大	材料类型的改变以提升价格
导热/均热	热管、VC均热板	热量均匀铺展、快速导出。可配合风冷风扇使用，即主控/算力单元、大热点关节等，也可与石墨片配合使用	价值量预计在消费电子几十元和车用小几百元之间，预计用量为个位数	类比液冷路线的冷板，结构的升级会带来单价提升
	石墨片、凝胶类、硅脂类	降低接触热阻、扩散热量，单价低用量广	参考材料属性和用量，预计单价低于散热器，用量多于散热器	数量弹性或较大

资料来源：1688、广东力王新材料官网、思泉新材公告、充电头网、国信证券经济研究所整理及测算

液冷/集成热管理：面对更高功率密度，液冷或同样成为解决方案，但对比数据中心或新能源车的液冷方案，人形机器人的液冷目前产业落地更多围绕“局部高热源区域液冷+风冷/被动”的混合模式，液冷对应的局部高热源区域主要包括**躯干集中式液冷回路、局部模组分布式液冷、关节级液冷组件**。当前主流的尝试形态是微通道冷板式液冷，即以特斯拉为代表的车用热管理能力的迁移（参考特斯拉2024Q1业绩会管理层对机器人散热方案的表述）。

公司分析：产品+服务夯实传统领域地位，积极拓展新兴应用领域

掌握换热器等核心技术，保持行业领先

公司从换热器做起，逐步延伸并掌握换热器、制冷系统管组件、汽车空调管路、制冷单元模块等产品的核心技术。公司从事换热器等部件研发、生产超过20年，拥有了一支具备高技术水平的研发团队。除总部外，公司在国内拥有天津、重庆、大连、合肥、青岛、佛山、无锡等研发基地，并且已布局泰国基地。

公司生产柔性化程度高、产品型号齐全，能更好满足客户定制化的需求。公司从生产线规划入手，在向设备厂商定制设备时便已充分考虑柔性化定制生产的相关需求，通过模具的快速切换，使公司可利用同一条生产线生产不同规格的产品。

公司在多年的生产中逐渐改造换热器等的设计和生产工艺，产品品质优良，性能可靠。公司在产品质量管控中采用产品质量先期策划和控制计划，从研究设计阶段就对产品质量进行先期策划和控制；公司建立了潜在失效模式和后果分析的质量管理库，通过统计过程控制，利用过程控制图对关键工序的产品参数进行监控，对异常的情况进行分析与控制。和行业一般技术水平相比，公司在换热器内部清洁度及泄漏率方面具有更高的技术及制造水准，使得产品的可靠性进一步提高。正是凭借良好的产品品质，公司多次获得下游客户的“优质供应商”等奖项。

表9: 公司对产品的品质要求高于行业标准

技术指标	中国机械行业标准 JB/T7659. 4-2013	同星科技标准
固体杂质含量	不大于 45mg/m ²	不大于 25mg/m ²
水分含量	不大于 45mg/m ²	不大于 25mg/m ²
油分含量	不大于 45mg/m ²	不大于 20mg/m ²
泄漏率	单点漏率不大于 2g/a	整体漏率不大于 2g/a

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

与头部企业建立长期稳定合作, 客户资源优势显著

公司产品的下游主要集中在商冷、汽车、家电等领域, 公司已与这些行业内的头部企业建立起长期供货合作。公司合作的下游制冷企业包括海尔集团、海信集团、美的集团、LG 电子、开利等, 合作历史长且合作稳定; 汽车领域包括法雷奥、星崎电机、长安、奇瑞等。另外与世图兹等温控龙头同样保持了稳定长期的业务合作关系。截至 2024 年公司前五大客户收入占比约为 53.7%, 近年整体保持相对稳定。

图 25: 同星科技与下游行业内的头部企业建立起稳定的合作



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

通过多年的发展, 公司已建立起完善的客户服务体系。公司就近在青岛、天津、重庆、合肥等地建立了管路组件配套子公司, 直接为相关客户提供配套。这不仅有助于满足客户对供货时间、数量、库存的要求, 更有助于提升公司对客户服务的品质和效率。此外, 公司参与部分下游客户的产品研发, 共同设计整机技术方案, 为客户提供“技术降成本”服务, 以公司在翅片式换热器行业内多年的经验和技術积累, 在满足产品换热性能的情况下, 为客户的产品设计提出优化方案。

另外为应对国际贸易政策等风险, 公司 2024 年底布局泰国生产基地, 将作为东南亚和全球市场的重要窗口, 提升本地化服务能力与市场响应速度, 进一步加速海外市场拓展的推进。

积极拓展新兴业务领域形成二次增长曲线

公司在需求崛起的数据中心液冷和机器人领域均积极布局，其中：

数据中心温控：由于在技术、产品等方面的底层原理协同性强，在微通道换热、精密温控、液冷系统设计等方面均积累了多年能力，进而围绕“核心零部件→模块化组件”的路径，产品方面已拥有微通道换热器、板式换热器等，客户方面，早年即与行业龙头如世图兹等企业保持合作，后续有望通过多元方式持续提升液冷业务的客户覆盖率、技术储备及产能保障能力。

机器人零部件及热管理：

在**机器人热管理领域**，针对人形机器人高负载运行下的散热瓶颈，如芯片持续运算、关节电机高速转动及电池能量转换所产生的积热问题，公司依托在轻商制冷领域积累的液冷循环、微通道换热与精准温控等技术，可为机器人关键部位提供高效可靠的定制化散热方案，2025年以来公司加强与国内头部机器人客户深度沟通交流，已进行全方位产品研发、试制、迭代、送样、小批量生产。

机器人零部件方面，公司2026年初收购无锡同为精密机械有限公司51%股权，快速切入机器人精密结构件加工业务。无锡同为2026年5月具身智能核心零部件产业化项目签约落户无锡高新区，高新区已聚集中电海康、大族机器人等龙头企业，同时也已建立起了围绕机器人本体、控制系统、一体化关节、电子皮肤、执行机构等核心环节，产业链体系较为完备。

图26：同星科技子公司同为精密落地无锡市高新区



资料来源：无锡市新吴区人民政府官网，国信证券经济研究所整理

在相关资本运作方面，公司2025年10月以700万元投资境智具身智能科技（北京）有限公司3.15%的股权。境智具身是智元机器人的参股企业（20%），主要研究方向为电力巡查、安防巡检、交通指挥机器狗，以及智能座舱连接等；2026年收购无锡同为精密，进一步布局机器人精密结构件加工，并且与原有机器人相关业务协同推进技术和客户的落地。

另外，公司2025年以来与多家专业投资机构成立了并购基金，其中合伙企业包括地方政府引导基金、科技领域资深投资机构以及具身智能机器人产业企业，有望强化与产业的协同，构建技术、市场及供应链资源的产业生态体系并提升长期可

持续发展。

表10: 公司与多家专业投资机构成立了并购基金

序号	合伙人名称	合伙人类型	认缴出资额（万元）	认缴出资比例（%）
1	上海慕华金誉股权投资管理合伙企业（有限合伙）	普通合伙人	150	2.0690
2	智元创新（上海）科技股份有限公司	有限合伙人	1,500	20.6897
3	中山大洋电机股份有限公司	有限合伙人	1,000	13.7931
4	成都智明达电子股份有限公司	有限合伙人	1,000	13.7931
5	宜春市金控引导一号投资咨询中心（有限合伙）	有限合伙人	1,000	13.7931
6	九江创智产业投资有限公司	有限合伙人	1,000	13.7931
7	浙江同星科技股份有限公司	有限合伙人	500	6.8966
8	广东弘景光电科技股份有限公司	有限合伙人	300	4.1379
9	姜明	有限合伙人	300	4.1379
10	林成栋	有限合伙人	300	4.1379
11	吴志鹏	有限合伙人	200	2.7586
合计			7,250	100.0000

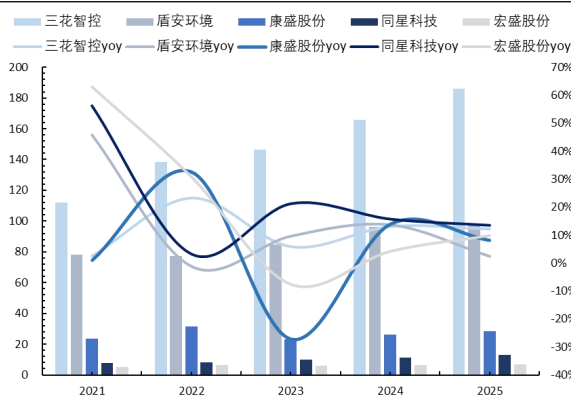
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析

经营规模和成长性分析：营收利润规模领先，增速位于行业较好水平

公司营收业绩体量较小，复合增速略高于行业。收入端，考虑到可比公司的业务并非完全一致，因此以相关业务收入进行比较，在换热器件领域的收入规模相较于可比公司较小，从增速角度来看 2021-2025 年收入复合增速 13%略高于同业公司水平。利润端，由于公司总营收规模与可比公司差异较大，因此归母净利润体量也较小，由于业务结构近年相对稳定，因此从增速角度看公司波动相对较小。

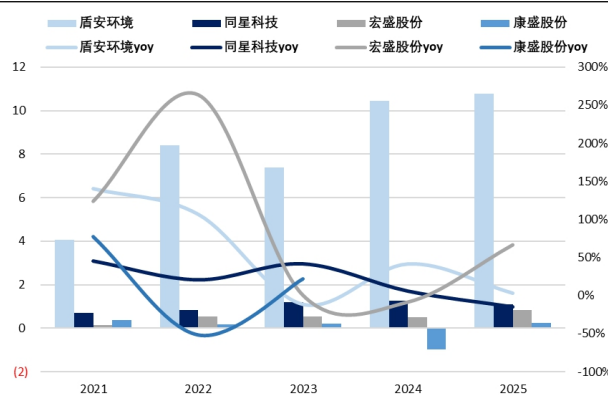
图27: 公司相关营业收入（亿）体量较小增速略高于同业



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：选取宏盛股份换热器分部、三花智控制冷空调电器零部件分部、盾安环境制冷配件分部以及同星科技主营业务收入进行对比

图28: 公司归母净利润（亿）波动相对较小



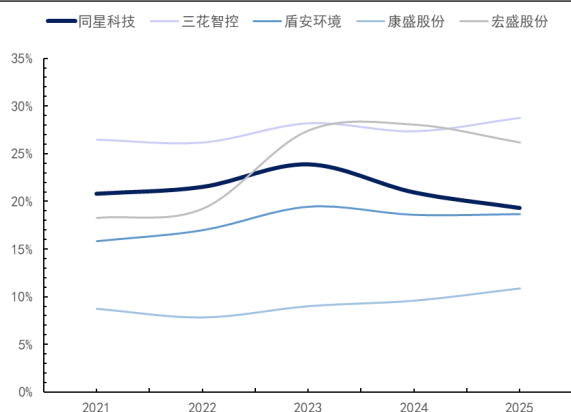
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：由于三花智控整体归母净利润体量较大，在此不做比较

盈利能力分析

公司相关业务毛利率处于行业中等水平，净利率稳定在行业中上水平。公司毛利率基本保持在 20%+，位于可比公司中等水平。公司净利率整体相对稳定在 8%-12%，近年由于车载业务比例提升，净利率结构性有所下降，但净利率整体仍处于行业中等偏上的水平。

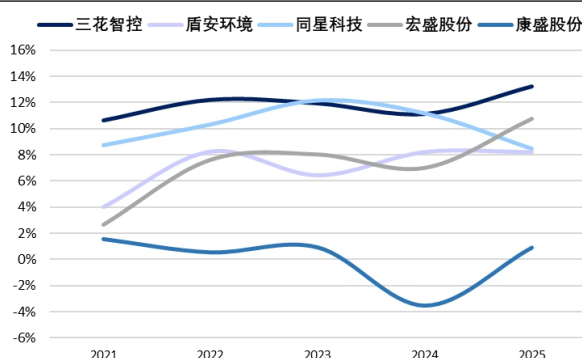
图29：公司相关业务毛利率保持领先，仅次于三花智控



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

注：选取宏盛股份换热器分部、三花智控制冷空调电器零部件分部、盾安环境制冷配件分部以及同星科技主营业务毛利率进行对比。

图30：公司净利率稳定在行业中上水平

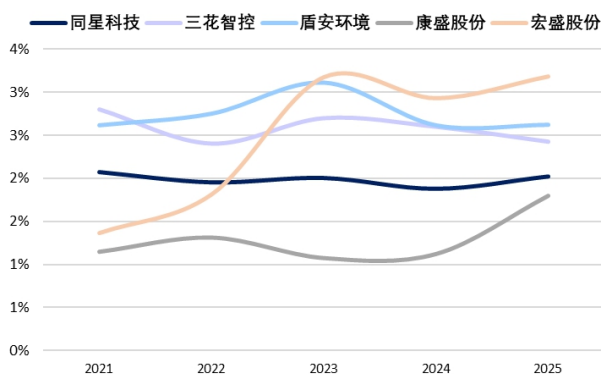


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

期间费用分析

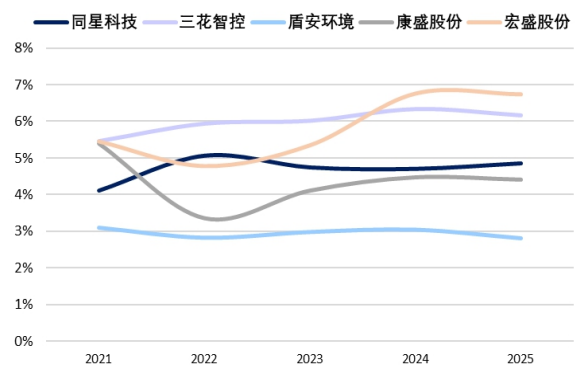
- 1) **销售费率**：公司销售费率在可比公司处于较低水平。2021-2025 年公司销售费率在 2%左右波动，主要系公司较早进入海尔智家、美的集团等知名客户的供应商体系并建立了长期稳定的合作关系，因此在市场推广、新客户开拓等方面的支出相对稳定。
- 2) **管理费率**：2021-2025 年公司管理费率为 4.5%左右波动，处于行业平均水平。
- 3) **研发费率**：2021-2025 年公司研发费率为 3.5%左右，由于公司业务较为聚焦，研发费用率低于可比公司。
- 4) **财务费率**：公司财务费用主要由利息支出和汇兑损益构成，2021-2025 年呈现出下降趋势，在可比公司中，公司财务费用率逐步下降至较低水平。

图31：公司销售费率低于可比公司平均水平



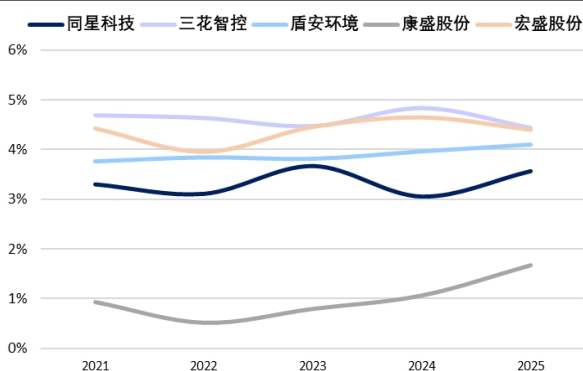
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图32：公司管理费用率处于行业中间水平



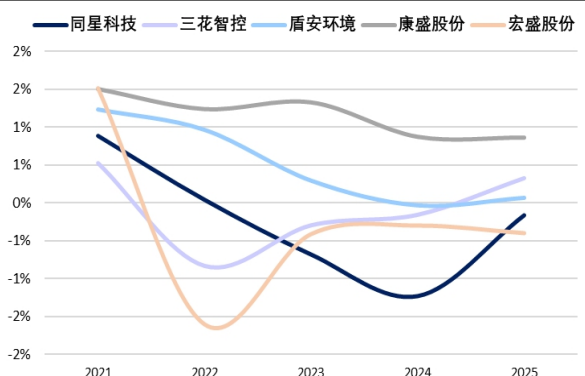
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图33：公司研发费用率基本低于可比公司



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图34：公司财务费用率处于可比公司中等偏下水平



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

制冷零部件产品：公司制冷零部件主要包括换热器、管组件、制冷单元模块等产品，主要的下游需求集中在轻商制冷、热泵干衣机、冷链物流等领域，其中轻商制冷、冷链物流行业需求近年稳中有增，公司具备大客户优势份额稳定；而热泵干衣机随着产品力升级需求持续增长景气度较高，加之公司与下游家用客户在业务和产能等领域合作密切，因此参考下游行业的增速，消费领域业务有望保持稳健增长。

同时，公司在数据中心、机器人热管理等新兴业务领域积极布局，已经和下游客户实现了业务落地，尽管业务规模相对较小，但随着行业需求的高增，新业务领域有望提升制冷零部件业务的增速，贡献 2027-2028 年的收入体量。

因此预计 2026-2028 年制冷零部件产品整体收入增速 10%/20%/15% 至 10.6/12.8/14.7 亿元。毛利率方面，考虑到 2026 年起上游原材料上涨幅度较大，

而成本传导存在一定时间差，同时考虑到新业务领域毛利率预计经历爬坡期，因此预计 2026-28 年毛利率先降后升至 19.6%/20.1%/20.6%。

汽车空调系统零部件：公司与头部车企近年合作稳定，同时持续开拓下游新客户，考虑到下游行业 2026 年面临一定基数压力，因此预计车用业务增速略有收窄，预计 2026-28 年收入增长 10%/7%/5%至 2.3、2.5、2.6 亿元。毛利率方面，规模的持续提升和产品结构的持续提升有望对冲短期成本端的负面影响，预计 2026-28 年毛利率整体稳定在 11.5%的水平。

表11：同星科技业务拆分及预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
制冷零部件及产品					
营业收入（亿元）	9.02	10.2	11.3	13.5	15.5
同比增速	16%	13%	10%	20%	15%
毛利（亿元）	2.04	2.1	2.2	2.7	3.2
毛利率（%）	22.6%	20.1%	19.6%	20.1%	20.6%
汽车空调系统零部件					
营业收入（亿元）	1.93	2.1	2.3	2.5	2.6
同比增速	27%	9%	10%	7%	5%
毛利（亿元）	0.23	0.3	0.3	0.3	0.3
毛利率（%）	12.1%	12.2%	11.5%	11.5%	11.5%
其他					
营业收入（亿元）	0.39	0.52	0.51	0.51	0.51
增速	-27%	35%	0%	0%	0%
毛利（亿元）	0.10	0.15	0.15	0.15	0.15
毛利率（%）	25.8%	32.6%	32.6%	32.6%	32.6%
营业总收入					
营业收入（亿元）	11.34	12.86	14.09	16.51	18.66
增速	16%	13.5%	9.6%	17.1%	13.0%
营业成本（亿元）	8.96	2.5	2.6	3.2	3.7
毛利率	20.9%	19.3%	18.7%	19.2%	19.6%
毛利（亿元）	2.37	2.5	2.6	3.2	3.7

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计同星科技 2026-2028 年营收 14.1/16.5/18.7 亿元，同比 +9.6%/+17.1%/+13.0%，毛利率为 18.7%/19.2%/19.6%。

费用及其他收益假设：

销售费用：公司近年销售费用温和提升，费用率稳中略降，考虑到公司下游客户合作相对成熟稳定，但在业务规模扩大的背景下，预计销售费用率整体维稳，预计 2026-28 年销售费用率 2.0%/2.0%/2.0%。

管理费用：公司管理费用率近三年稳中有降，一方面得益于公司的管理提效，另一方面同样随着规模效应的逐步体现，预计未来三年保持稳定并小幅回落。假设 2026-28 年管理费用率分别为 4.6%/4.4%/4.2%。

研发费用：公司近几年研发费用持续增加，费用率波动上行，预计后续维持在较高水平，假设 2026-28 年研发费用率保持在 3.6%的水平。

财务费用：公司直接外销收入占比不高，近年财务收益主要来自于利息费用，后续预计利息收入略有降低，但考虑到 2026 年人民币升值压力，预计财务收益有所

收窄，2026–28 年假设财务费用分别为 0.00/–0.02/–0.03 亿元。

未来 3 年业绩预测

表12：未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1286	1409	1651	1866
营业成本	1038	1145	1334	1499
毛利率	19.3%	18.7%	19.2%	19.6%
销售费用	26	28	33	38
管理费用	62	65	73	78
研发费用	46	50	59	67
财务费用	–2.1	–3.7	–4.9	–4.7
营业利润	124	130	159	190
归属于母公司净利润	109	115	141	168
EPS	0.64	0.68	0.83	0.99
ROE	8.2%	8.2%	9.4%	10.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2026–2028 年营收为 14.1/16.5/18.7 亿元，归属母公司净利润 1.15/1.41/1.68 亿元，利润年增速分别为 5.9%/22.4%/19.6%；每股收益分别为 0.68/0.83/0.99 元。

盈利预测的敏感性分析

盈利随市场份额及三项费用率变化的敏感性分析（双因素敏感性分析）

考虑到公司的业务属性以及近年相对稳定的费用支出表现，我们主要通过对收入、成本端的变化作为公司盈利预测敏感性的主要变量，结果如下：

表13：情景分析（在收入变动 5%、成本变动 2.5%、费用和收入同向变动时，乐观、中性、悲观情景）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,134	1,286	1,474	1,800	2,124
(+/-%)	15.7%	13.5%	14.6%	22.1%	18.0%
净利润(百万元)	127	109	139	176	217
(+/-%)	6.2%	–14.4%	28.3%	26.3%	23.5%
摊薄 EPS	1.09	0.64	0.82	1.04	1.28
中性预测					
营业收入(百万元)	1,134	1,286	1,409	1,651	1,866
(+/-%)	15.7%	13.5%	9.6%	17.1%	13.0%
净利润(百万元)	127	109	115	141	168
(+/-%)	6.2%	–14.4%	5.9%	22.4%	19.6%
摊薄 EPS(元)	1.09	0.64	0.68	0.83	0.99
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,134	1,286	1,345	1,508	1,629
(+/-%)	15.7%	13.5%	4.6%	12.1%	8.0%
净利润(百万元)	127	109	92	110	128
(+/-%)	6.2%	–14.4%	–14.9%	18.9%	16.1%
摊薄 EPS	1.09	0.64	0.55	0.65	0.75

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。其中当前业务产生的现金流相对稳定，但公司的成长性主要由新业务领域拉动，因此我们采用现金流折现的绝对估值来作为传统主业的参考：

绝对估值：传统业务约为 34-45 亿元市值区间

未来 10 年估值假设条件见下表：

表14：公司盈利预测假设条件（%）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入增长率	15.7%	13.5%	9.6%	17.1%	13.0%	20.0%	15.0%	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
营业成本/营业收入	79.1%	80.7%	81.3%	80.8%	80.4%	79.85%	79.35%	79.35%	79.35%	79.35%	79.35%	79.35%
管理费用/营业收入	4.5%	4.7%	4.6%	4.4%	4.2%	3.9%	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用/营业收入	3.1%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
销售费用/销售收入	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.72%	1.72%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%
营业税及附加/营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
所得税税率	14.0%	12.0%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
股利分配比率	48.7%	27.6%	30.0%	35.0%	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表15：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.99	T	11.36%
无风险利率	1.70%	Ka	7.00%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	0.88
公司股价（元）	32.96	Ke	7.00%
发行在外股数（百万）	169	E/(D+E)	98.84%
股票市值（E，百万元）	6261	D/(D+E)	1.16%
债务总额（D，百万元）	70	WACC	8.56%
Kd	4.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 19.94-26.61 元，对应市值约为 34-45 亿元。

表16：同星科技 FCFF 估值表

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	TV
EBIT	109.0	138.9	169.7	228.7	281.4	324.1	366.5	407.0	447.9	493.0	
所得税税率	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	11.36%	
EBIT*(1-所得税税率)	96.6	123.1	150.4	202.7	249.4	287.3	324.9	360.7	397.0	437.0	
折旧与摊销	30.7	35.3	38.1	40.3	41.9	43.2	44.3	45.4	46.4	47.4	
营运资金的净变动	62.2	(71.4)	(64.9)	(75.1)	(94.7)	(77.9)	(79.9)	(82.2)	(88.6)	(98.0)	
资本性投资	(60.0)	(50.0)	(30.0)	(24.0)	(19.2)	(15.4)	(15.4)	(15.4)	(15.4)	(15.4)	
FCFF	129.5	37.1	93.7	143.9	177.4	237.2	273.9	308.6	339.5	371.0	5,767.9
PV(FCFF)	119.3	31.5	73.2	103.6	117.7	144.9	154.1	160.0	162.1	163.2	2,537.0
核心企业价值	3,766.5										
减：净债务	(87.7)										
股票价值	3,854.2										
每股价值	22.78										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表17: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.6%	8.1%	8.56%	9.1%	9.6%
永续 增长 率变 化	3.0%	32.11	28.55	25.65	23.23	21.19
	2.5%	29.65	26.61	24.09	21.97	20.15
	2.0%	27.62	24.99	22.78	20.88	19.25
	1.5%	25.94	23.62	21.65	19.94	18.46
	1.0%	24.51	22.44	20.66	19.12	17.76

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：57-75 亿元市值，股价区间 33.73-44.38 元。

公司作为轻商领域的细分龙头，目前仍处于下游应用拓展的成长期。由于传统的商用制冷和机器人、AIDC 液冷等新兴业务的增速、商业属性存在差异，因此我们采用分部估值的模式做相对估值。

传统主业：预计市值约为 29-35 亿元。

同星科技的传统业务是制冷设备相关产品的研发、生产和销售，以换热器产品为核心，拓展制冷系统管组件、汽车空调管路、制冷单元模块等制冷设备产品。其主业的同行业中上市公司有：康盛股份、宏盛股份、三花智控、盾安环境，同行业公司主要产品和业务情况如下表所示：

表18: 同星科技可比公司基本情况

序号	公司名称	股票代码	主要产品	应用领域
1	康盛股份	002418.SZ	家/商/车用制冷铜管、合金铝管、精密铜管、平行流换热器、冷凝器、蒸发器	空调、光伏、除湿机和空气源热泵及储能等
2	宏盛股份	603090.SH	铝制板翅式换热器、深冷设备及相关产品	空气压缩机、工程机械、液压器、风力发电、汽车等
3	三花智控	002050.SZ	微通道换热器、四通换向阀、电子膨胀阀、电磁阀等制冷空调电器零部件及热力膨胀阀、储液器等汽车零部件	空调、冷链物流、汽车、数据中心、机器人等
4	盾安环境	002011.SZ	换热器、四通阀、截止阀、电子膨胀阀、电磁阀、管路集成组件、储液器等制冷配件	空调、冷链物流、汽车、数据中心、机器人等
5	同星科技	301252.SZ	换热器、制冷系统管组件、汽车空调管路、制冷单元模块等制冷设备、空调、干衣机、汽车、数据中心、机器人等	空调、冷链物流、汽车、数据中心、机器人等

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表19: 同星科技及可比公司经营情况对比（单位：亿元）

公司名称	主要对比指标			主要下游应用领域产品的收入占比
	2025 年营业收入	2025 年毛利率	2025 年归母净利润	
宏盛股份	7.6	25.68%	0.82	换热器业务占比约 91%，以铝制板翅式换热器为主
康盛股份	28.3	10.90%	0.25	制冷系统管组件业务占比约 77%、汽车业务收入占比 18%

三花智控	310.1	28.78%	40.63	制冷空调电器零部件占比 60%，汽车零部件占比约 40%
盾安环境	130.4	18.48%	10.78	制冷配件占比约 75%、制冷设备占比约 9%、新能源车热管理业务占比约 9%
同星科技	12.86	19.3%	1.09	制冷零部件及产品占比约 80%、汽车空调系统零部件占比约 16%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

从业务属性来看,公司的产品类型与康盛股份、宏盛股份相对更接近,同时回顾行业头部企业三花智控、盾安环境近年的业务结构发展历程,均是由家用/商用制冷逐步转向新能源汽车热管理以及数据中心液冷、机器人相关等业务。

但由于康盛股份、宏盛股份利润体量较小,其市盈率较高且波动较大,因此参考有相对成熟盈利预期的三花智控、盾安环境的市盈率,其或能更好反映市场对于传统业务的估值。因此我们结合 2026 年同星科技的归母净利润和三花智控、盾安环境的市盈率平均水平,给予传统业务 2026 年 PE 为 25-30 倍,对应市值约为 29-35 亿元,这也与上文绝对估值约 34-45 亿元的市值区间在同一水平。

表20: 传统业务可比公司估值

可比公司	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
		2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
三花智控	1,909	310	356	413	40.63	47.5	55.5	47.0	40.2	34.4
盾安环境	115	130	139	150	10.78	11.7	13.1	10.7	9.8	8.8
算术平均								28.8	25.0	21.6

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 盈利预测采用 Wind 一致预期

新兴业务: 预计市值区间为 28-40 亿元

我们主要参考机器人零部件、AIDC 液冷领域的头部企业做相对估值。机器人方面,当前国内机器人上游零部件企业包括飞荣达、长盈精密,可参考公司的基础情况如下:

表21: 机器人零部件板块可比公司基本情况

公司名称	主要产品及应用领域	应用领域	2025 年相关业务收入 (亿元)
飞荣达	主要产品为电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件	通信设备、消费电子、汽车家电等, 近年拓展机器人等新兴领域的热管理	相关产品处于送样、测试或小批量供货阶段, 相关业务目前收入占比较小
长盈精密	消费电子精密零组件、新能源产品及机器人相关零组件	消费电子、新能源汽车、机器人等	机器人及其他收入 1.84 亿元

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

AIDC 液冷的相关企业如上游的康盛股份、宏盛股份(换热器环节)、飞龙股份、大元泵业(液冷泵环节); 以及中游英维克、申菱环境(液冷系统及模组)等。

表22: AIDC 液冷板块可比公司基本情况

公司名称	主要产品、应用领域及下游客户
康盛股份	AIDC 换热器、冷板、分布式 CDU 及机柜; 主要客户为国内通信龙头和智算中心等
宏盛股份	换热器、CDU、数据中心列间空调

飞龙股份	电子屏蔽泵及组件；主要客户包括国内外通信科技龙头以及液冷系统商
大元泵业	液冷屏蔽泵及组件；主要客户包括国内外通信科技龙头以及液冷系统商
英维克	数据中心温控、储能温控、全链条液冷产品及服务；广泛服务于国内外通信、互联网及科技龙头
申菱环境	数据中心液冷的各产品模块、系统及服务；广泛服务于国内外通信、互联网及科技龙头

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

可以看到，目前机器人零部件和 AIDC 液冷两领域的可比公司新兴业务的收入体量也都相对较小，利润则波动更大，因此我们参考相关业务企业的 PS 对未来新兴业务进行估值。

表23：新兴业务可比公司估值

业务板块	可比公司	总市值	营业收入			PS			归母净利润			PE		
			2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
液冷零部件	康盛股份	48	28	-	-	1.7	-	-	0.25	-	-	193	-	-
	宏盛股份	60	8	11	15	7.8	5.4	4.0	0.82	2.0	3.2	73	30	19
	飞龙股份	237	45	55	66	5.2	4.3	3.6	3.17	5.0	6.6	75	48	36
	大元泵业	90	19	22	25	4.7	4.0	3.6	1.45	2.3	2.6	62	40	34
算术平均						5.9	4.6	3.7				69.8	39.1	29.6
液冷模组及系统	英维克	888	61	100	155	14.6	8.9	5.7	5.22	12.1	21.3	170	74	42
	申菱环境	389	42	63	91	9.2	6.2	4.3	2.17	4.6	6.7	180	85	58
机器人零部件	飞荣达	238	65	86	114	3.6	2.8	2.1	3.65	7.8	11.8	65	31	20
	长盈精密	411	188	212	245	2.2	1.9	1.7	5.98	9.3	13.1	69	44	31
算术平均						2.9	2.3	1.9				67.0	37.4	25.8
整体算术平均						6.7	4.8	3.6				98.6	50.1	34.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：除同星科技外，其余公司盈利预测采用 Wind 一致预期

考虑到公司新兴业务同样处于爬坡阶段，收入利润体量较小，这和可比公司的业务属性较为相似，因此参考可比公司整体的平均 PS 估值，同时考虑到公司目前机器人零部件和液冷业务处于起步阶段，因此在 2026 年行业平均 PS 基础上作 50% 折价得到 PS 中枢约为 2.4 倍，因此给予 2026 年约 2.0-2.8 倍 PS，对应市值约为 28-40 亿元。

因此结合传统业务约 29-35 亿、新兴业务约 28-40 亿市值，我们给予相对估值下同星科技 2026 年约 57-75 亿元的市值区间，对应股价为 33.73-44.38 元/股。

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为相对估值能够更好地反映当前市场环境下，市场对于新兴业务的估值定位，传统业务从谨慎性角度出发，估值的下限参考更低的相对估值，因而结合相对和绝对估值对新业务和传统业务的估值，得到公司股票合理估值区间在 33.73-44.38 元之间，市值区间为 57-75 亿元，对应 2026 年 PE 为 50-65 倍。考虑到公司传统业务稳健发展，新业务的外延成长空间较大，成长性较强，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 33.73-44.38 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.7%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的制冷零部件国内龙头如三花智控、盾安环境以及具有换热器业务的宏盛股份、德业股份等的相对估值指标进行比较，同时考虑公司的龙头地位和成长性，最终给予公司 2026 年 50-61 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 8.9%/9.6%/16.9%，可能存在对下游需求表现预测偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 19.7%/19.2%/19.7%，先降后升，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年销售费用率及管理费用率维持小幅下降趋势，可能存在对公司费用率估计偏低，从而高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

新业务拓展不及预期的风险：公司目前处于数据中心液冷、机器人零部件及热管理等新业务的拓展期，收入利润规模较小，且暂未形成稳定的规模化订单，在业务拓展过程中或存在技术、产品、客户推进进展不及预期的风险，进而影响公司新业务规模的增长。而对于公司的投资建议和估值结合了较多新业务的预期和市场环境进行估值，若新业务拓展不及预期则存在对公司未来市值预测过于乐观的风险。

宏观经济增速放缓导致市场需求下降的风险：在公司未来发展过程中，如果下游轻工、冷链物流、制冷等领域的需求受到宏观经济环境制约而下滑，则公司收入端存在订单不足货价格下降带来的增长不及预期风险。

行业竞争加剧导致的价格战风险：自成立以来，公司凭借自身在技术实力、产

品质量、服务能力等方面的竞争优势已与海尔集团、海信集团、美的集团、澳柯玛、星星冷链、长安汽车集团以及乐金电子等知名企业建立了稳定的合作关系。未来，若公司不能紧跟行业发展趋势并通过技术研发、产品更新、服务升级等手段满足客户对于制冷部件产品的要求，或者同行业其他供应商通过先进的工艺生产出更加质优价廉的产品，公司可能存在被同行业其他竞争对手替代的风险，公司经营业绩的稳定性可能将因此受到不利影响。

原材料价格波动的风险：直接材料成本占产品成本的比例约 80%，是产品成本的主要构成部分，原材料的价格对公司主营业务成本和毛利有较大影响。公司主要原材料包括铜管、铝管、铝带、胶管等，其中铜管、铝管、铝带的采购价格与大宗产品市场价格挂钩。公司实际生产销售中产品售价的调整相对于原材料的采购价格存在一定的滞后性，且目前公司采用价格联动机制进行定价的产品范围未能完全覆盖主营业务收入。如果铜、铝的市场价格持续上升或主要原材料的市场价格发生剧烈波动，而公司销售价格不能随之及时调整，或调整不能全部抵消主要原材料价格波动带来的不利后果，则公司需要自行消化这部分原材料成本上涨带来的影响，如公司主营业务毛利率下滑等。

尽管公司与供应商签署协议，对采购的部分铜管、铝带、铝管进行锁价。锁价时，公司综合考虑铜铝当前的价格、未来价格趋势及实际需求，确定合适的时间、价格及数量进行锁定。但若公司锁定价高于采购当月的铜铝市场价格，则也可能存在使公司成本上升、利润下滑的风险。。

海外业务运营和汇率波动风险：尽管公司直接出口比例不高，但公司的下游客户产品包含部分出口至美国的产品，且部分产品在加征关税产品之列。未来若美国等出口地进口政策进一步调整，将会使公司的出口业务面临不确定性，经营业绩产生波动，对公司利润产生不利影响。此外，自 2025 年底以来，人民币兑美元汇率波动较大。若未来人民币持续升值，公司将面临因人民币汇率变动而带来的汇兑损失风险。

财务风险

应收账款风险：公司 2025 末应收账款及票据账面价值为 5.57 亿元，占总资产的比例为 28%。如果宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险。

存货跌价风险：公司 2025 末存货账面价值为 1.72 亿元，占当期总资产的比例为 11%。若未来市场环境发生变化或竞争加剧导致产品滞销、存货积压等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响。

经营性现金流波动风险：公司 2025 年及 2026Q1 经营性净现金流为-0.24 亿、-0.82 亿元，主要由于原材料价格上涨后公司战略性备货，若原材料持续处于高位，则公司的经营性现金流或存在进一步受损的风险。

政策风险

公司的下游轻商制冷、新能源汽车等行业与消费品市场密切相关，宏观经济政策、消费投资政策以及相关的法律法规的变动，都将对产品需求造成影响，进而影响公司产品销售。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	388	446	504	572	647	营业收入	1134	1286	1409	1651	1866
应收款项	535	576	643	757	848	营业成本	896	1038	1145	1334	1499
存货净额	146	161	181	212	236	营业税金及附加	7	8	9	10	12
其他流动资产	80	119	152	149	181	销售费用	21	26	28	33	38
流动资产合计	1284	1382	1572	1780	2001	管理费用	88	108	118	134	148
固定资产	252	286	328	354	360	财务费用	(14)	(2)	(4)	(5)	(5)
无形资产及其他	60	61	58	56	53	投资收益	4	6	4	5	4
投资性房地产	50	95	95	95	95	资产减值及公允价值变动	12	10	14	10	11
长期股权投资	51	51	51	51	51	其他收入	(1)	(1)	0	0	0
资产总计	1697	1874	2104	2336	2560	营业利润	150	124	130	159	190
短期借款及交易性金融负债	21	101	70	141	183	营业外净收支	(2)	(0)	0	0	0
应付款项	342	299	444	471	515	利润总额	148	123	130	159	190
其他流动负债	104	112	128	149	165	所得税费用	21	15	15	18	22
流动负债合计	467	512	641	761	863	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	127	109	115	141	168
其他长期负债	9	33	53	73	94						
长期负债合计	9	33	53	73	94	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	476	545	694	834	958	净利润	127	109	115	141	168
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	(1)	3	1	0
股东权益	1221	1329	1409	1501	1602	折旧摊销	25	33	31	35	38
负债和股东权益总计	1697	1874	2104	2336	2560	公允价值变动损失	(12)	(10)	(14)	(10)	(11)
						财务费用	(14)	(2)	(4)	(5)	(5)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(64)	(150)	62	(71)	(65)
每股收益	1.09	0.64	0.68	0.83	0.99	其它	(1)	1	(3)	(1)	(0)
每股红利	0.53	0.18	0.20	0.29	0.40	经营活动现金流	77	(19)	194	94	130
每股净资产	10.53	7.85	8.33	8.87	9.46	资本开支	(95)	(74)	(60)	(50)	(30)
ROIC	9%	8%	7%	9%	10%	其它投资现金流	(134)	54	(11)	2	(0)
ROE	10%	8%	8%	9%	11%	投资活动现金流	(229)	(20)	(71)	(48)	(30)
毛利率	21%	19%	18.7%	19.2%	19.6%	权益性融资	0	10	0	0	0
EBIT Margin	11%	8%	8%	8%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(62)	(30)	(35)	(49)	(67)
收入增长	16%	13%	10%	17%	13%	其它融资现金流	24	146	(31)	71	42
净利润增长率	6%	-14%	6%	22%	20%	融资活动现金流	(100)	96	(65)	21	(25)
资产负债率	28%	29%	33%	36%	37%	现金净变动	(252)	58	58	68	75
息率	1.0%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	640	388	446	504	572
P/E	33.8	57.7	54.4	44.5	37.2	货币资金的期末余额	388	446	504	572	647
P/B	3.5	4.7	4.4	4.2	3.9	企业自由现金流	(29)	(98)	130	37	94
EV/EBITDA	32.6	49.0	49.8	40.7	34.7	权益自由现金流	(5)	48	102	111	138

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032