



算力温控业务放量驱动修复，盈利弹性释放仍需观察

投资要点

- **推荐逻辑：1) 聚焦算力温控主业，精密温控设备放量驱动业绩修复。**2025 年公司实现营业收入 14.52 亿元，同比+26.84%；归母净利润 0.31 亿元，同比扭亏为盈。其中，精密温控设备收入 10.47 亿元，同比+57.87%，成为核心增长动力。**2) 液冷及风液同源打开成长空间。**受益于 AI 服务器功耗提升及数据中心节能需求，公司已形成风冷、风液同源、液冷产品矩阵，产品升级有望带动盈利改善。**3) 盈利修复已现，但经营质量仍需验证。**2026Q1 实现营业收入 4.17 亿元，同比+31.10%；归母净利润 938.46 万元，同比+33.32%。当前毛利率和净利率仍偏低，经营性现金流承压，应收账款增长较快，需持续关注回款及现金流改善。
- **精密温控设备构筑基本盘，算力基础设施建设驱动主业修复。**公司早期以数据中心精密空调等关键制冷设备起家，长期深耕 ICT 温控领域，目前已逐步聚焦数据中心、智算中心、超算中心、边缘数据中心及通信机房等算力基础设施温控场景。公司精密温控设备产品包括精密空调、风墙、AHU、氟泵多联系统、干冷器等，已批量进入三大运营商集采体系，并服务于头部互联网厂商及第三方 IDC 企业。2025 年公司精密温控设备业务收入 10.47 亿元，同比+57.87%，显著高于公司整体收入增速；2026Q1 公司收入同比+31.10%，主要系精密温控设备业务收入同比+87.78%所致。整体来看，公司收入增长驱动力已较为清晰，算力温控主业放量带动经营从亏损承压阶段转向收入利润修复阶段。
- **液冷及风液同源打开成长空间，全生命周期方案能力提升客户粘性。**随着 AI 算力需求扩张，服务器功耗和单机柜功率密度持续提升，传统风冷方案在部分高密度场景下逐渐接近散热能力边界，液冷、风液同源及高效自然冷却方案有望成为智算中心降低 PUE、提升运行稳定性的重要路径。公司围绕风冷、风液同源、液冷三大方向持续布局，产品覆盖 CDU、液冷机柜、干冷器、二次侧预制化环网、Manifold、快速接头等关键环节，并逐步形成“关键设备+智能工程+软件平台+智慧运维”的全生命周期服务能力。相比传统精密空调产品，液冷及风液同源业务具备更强方案属性和更高技术壁垒，若后续实现批量交付和规模放量，有望推动公司产品结构优化、单项目价值量提升及盈利能力改善。
- **盈利修复已初步兑现，但毛利率、现金流与应收仍需持续验证。**2025 年公司实现归母净利润 0.31 亿元，同比扭亏为盈；2026Q1 实现归母净利润 938.46 万元，同比+33.32%，扣非归母净利润 957.34 万元，同比+35.55%，利润端延续修复趋势。但从盈利质量看，公司 2026Q1 毛利率约 16.65%，同比小幅下降，归母净利率约 2.25%，整体盈利厚度仍偏薄；同时，公司 2026Q1 经营活动现金流量净额为-1.18 亿元，期末应收账款 9.19 亿元，较上年度末增长 30.63%，显示收入增长带来一定营运资金占用压力。我们认为，公司当前处于“收入修复已兑现、盈利质量待验证”的阶段，后续核心观察变量包括精密温控设备订单持续性、液冷产品放量、毛利率修复、回款效率及经营现金流改善。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 19.31 亿元、26.07 亿元、35.71 亿元；归母净利润分别为 0.67 亿元、1.38 亿元、2.49 亿元；

西南证券研究院

分析师：叶泽佑

执业证号：S1250522090003

邮箱：yezy@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)	4.40
流通 A 股(亿股)	3.74
52 周内股价区间(元)	12.32-19.78
总市值(亿元)	67.39
总资产(亿元)	19.64
每股净资产(元)	0.72

相关研究

EPS 分别为 0.15 元、0.31 元、0.57 元，对应 PE 分别为 101 倍、49 倍、27 倍。公司卡位算力基础设施温控关键环节，受益于智算中心建设及液冷渗透率提升；但考虑到公司当前盈利能力仍处修复阶段，经营现金流和应收账款压力尚未完全缓解，估值水平亦已反映一定成长预期，首次覆盖给予“持有”评级。

● **风险提示：**算力基础设施建设不及预期风险；液冷及风液同源产品放量不及预期风险；毛利率承压及成本波动风险；回款及经营性现金流承压风险；募投项目推进不及预期风险；行业竞争加剧风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1451.73	1930.80	2606.59	3571.02
增长率	26.84%	33.00%	35.00%	37.00%
归属母公司净利润（百万元）	30.60	66.57	138.15	249.13
增长率	135.11%	117.58%	107.54%	80.32%
每股收益 EPS（元）	0.07	0.15	0.31	0.57
净资产收益率 ROE	9.67%	17.63%	37.85%	45.24%
PE	220	101	49	27
PB	22.13	21.49	17.65	12.41

数据来源：Wind，西南证券



目 录

1 公司概况：聚焦算力温控，打造数字基础设施全生命周期绿色解决方案服务商	1
1.1 深耕 ICT 温控领域，战略聚焦算力基础设施温控主业	1
1.2 实控人家族主导，国资基金与员工持股共同强化长期稳定性	2
1.3 精密温控设备为基本盘，液冷及风液同源打开成长空间	3
1.4 工程软件运维能力延伸，打造全生命周期服务闭环	5
2 行业分析：AI 算力驱动温控需求升级，液冷渗透率有望提升	7
2.1 AI 算力基础设施建设持续推进，数据中心温控重要性提升	7
2.2 高密度机柜推动散热方案升级，液冷及风液同源成为重要方向	7
2.3 行业竞争由单一设备供给转向综合解决方案能力	8
3 公司分析：主业聚焦带动收入利润修复，盈利质量仍需验证	9
3.1 精密温控设备放量，收入端延续修复趋势	9
3.2 利润端实现扭亏修复，但盈利厚度仍偏薄	9
3.3 费用率有所摊薄，减值计提扰动利润释放	10
3.4 经营现金流阶段性承压，回款效率仍是关键变量	10
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	13
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	2
图 2: 公司股权结构 (截至 2026 年一季度末)	3
图 3: 公司精密温控设备产品应用案例 (部分)	4
图 4: 公司精密温控设备产品应用案例.....	5
图 5: 公司数据中心 BIM 交付案例	6
图 6: 2016-2026Q1 公司营收及增速.....	9
图 7: 2016-2026Q1 公司营业总成本 (单位: 百万元)	9
图 8: 2016-2025 公司各项业务收入 (单位: 百万元)	10
图 9: 2016-2026Q1 公司归母净利润及增速	10
图 10: 2016-2026Q1 公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用情况 (单位: 百万元)	10
图 11: 2016-2026Q1 公司销售毛利率、销售净利率.....	10
图 12: 2016-2026Q1 公司经营活动产生的现金流量净额情况 (单位: 百万元)	11
图 13: 2016-2026Q1 公司应收账款状况 (单位: 百万元)	11
图 14: 2016-2026Q1 公司货币资金状况 (单位: 百万元)	11
图 15: 2016-2026Q1 公司预付款项状况 (单位: 百万元)	12
图 16: 2016-2026Q1 公司使用权资产状况 (单位: 百万元)	12

表 目 录

表 1: 风冷与液冷方案比较	8
表 2: 分业务收入、增速、营业成本及毛利率.....	13
表 3: 可比公司估值.....	14
附表: 财务预测与估值	17

1 公司概况：聚焦算力温控，打造数字基础设施全生命周期绿色解决方案服务商

1.1 深耕 ICT 温控领域，战略聚焦算力基础设施温控主业

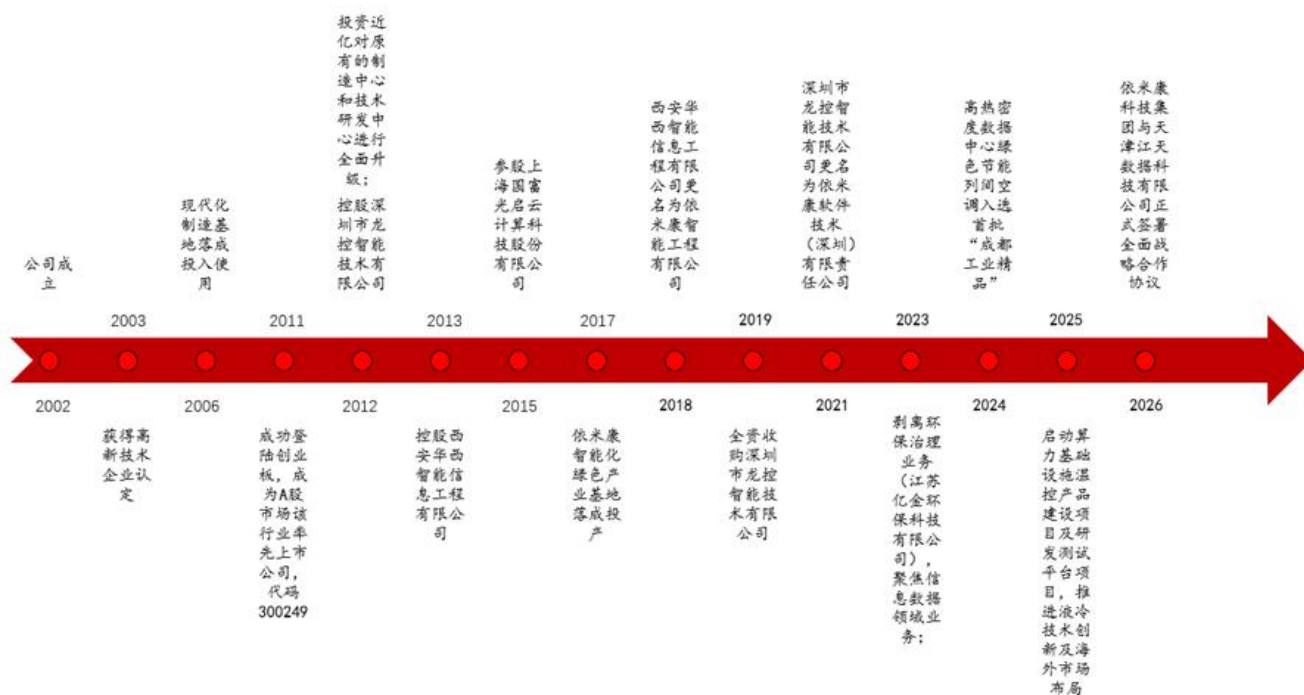
依米康 (300249.SZ) 是国内领先的数字基础设施全生命周期绿色解决方案服务商，成立于 2002 年，并于 2011 年在深交所上市。公司早期以数据中心精密空调等关键制冷设备起家，长期深耕 ICT 温控领域，经过二十余年发展，已从单一设备供应商逐步升级为覆盖数字基础设施规划设计、关键设备供应、系统集成、软件管理及智慧运维服务的一体化解决方案提供商。公司近年来持续推进战略聚焦，分别剥离医疗健康业务及环保治理业务，集中资源深耕信息数据领域，完成由多元化经营向算力基础设施温控主业聚焦的战略转型。2025 年公司实现营业收入 14.52 亿元，同比增长 26.84%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比扭亏为盈，其中精密温控设备业务收入 10.47 亿元，同比增长 57.87%，已成为公司业绩修复的核心驱动力。

公司业务以算力基础设施温控产品及相关解决方案为核心，围绕数据中心、智算中心、超算中心、边缘数据中心等高密度算力场景，形成“关键设备+智能工程+软件平台+智慧运维”的业务体系。关键设备方面，公司构建了风冷、风液同源、液冷全覆盖的制冷产品矩阵，产品包括精密空调、风墙、AHU、氟泵多联系统、干冷器、CDU、液冷机柜、预制化管网及浸没式液冷集装箱等；智能工程方面，公司可提供咨询、设计、工程总包、方案实施和运维优化等数据中心基础设施建设服务；软件及智慧运维方面，公司布局 DCIM/DCOM 数据中心管理平台、动环监控系统、能效优化及运维服务，逐步形成覆盖数字基础设施全生命周期的产品与服务能力。

在技术演进方面，公司正由传统精密空调厂商向算力温控整体解决方案专家升级。一方面，随着 AI 服务器功耗提升及单机柜功率密度上行，智算中心对高效散热、低 PUE 及稳定运行提出更高要求，公司持续强化风墙、氟泵、风液同源等高效风冷产品布局；另一方面，公司加快液冷产品体系建设，已形成冷板式液冷、浸没式液冷及端到端液冷解决方案能力，核心产品覆盖干冷器、CDU、液冷机柜、二次侧预制化环网、Manifold 及快速接头等关键环节。公司 2025 年全年新获授权专利 26 项、软件著作权 6 项，其中发明专利 14 项，技术储备持续向高密度、低碳化、智能化散热方向延伸。

从产业定位来看，公司处于 AI 算力基础设施产业链中的关键温控环节，是保障数据中心稳定运行和降低能耗水平的重要设备与方案供应商。公司客户覆盖三大运营商、头部互联网厂商及第三方 IDC 企业，精密温控设备已批量进入中国移动、中国电信、中国联通等通信运营商集采体系，并深度供货字节、阿里等头部云厂商，广泛应用于万国数据、世纪互联、秦淮数据、光环新网、数据港等数据中心项目。与此同时，公司加速海外布局，2025 年来自海外客户的订单 2.59 亿元，同比增长 182.62%，产品批量落地马来西亚、泰国、印尼等区域。随着 AI 算力基础设施建设持续推进、液冷渗透率提升以及海外市场拓展，公司有望由传统精密温控设备商进一步向“算力温控+液冷+全球化交付”的综合型解决方案服务商升级。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1.2 实控人家族主导，国资基金与员工持股共同强化长期稳定性

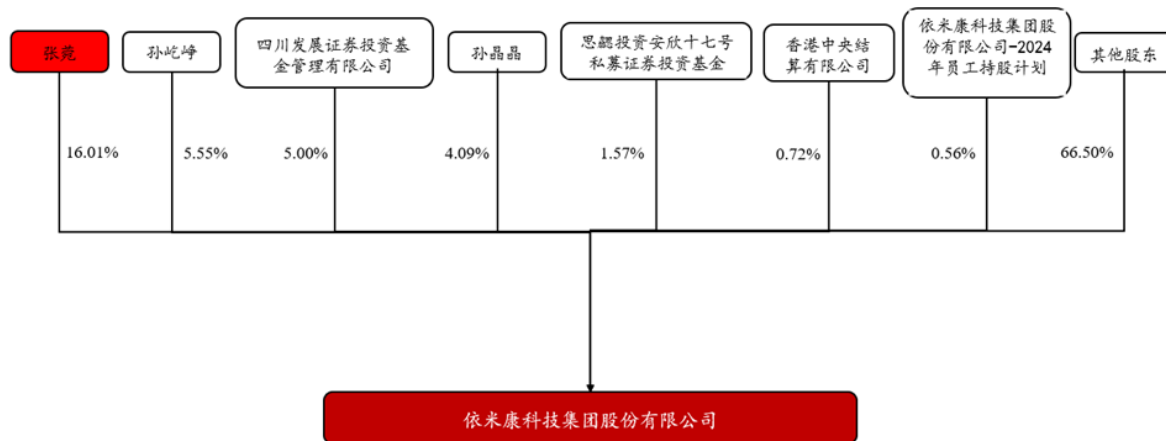
公司股权结构以实控人家族为核心，控制权整体较为稳定。截至 2026 年一季度末，公司前十大股东中，张菀持股 16.01%，为公司第一大股东；孙屹峥持股 5.55%，孙晶晶持股 4.09%。根据公司披露，孙屹峥、张菀为夫妻关系，孙晶晶为孙屹峥夫妇的女儿，孙屹峥、张菀、孙晶晶及上海思懿投资管理有限公司一思懿投资安欣十七号私募证券投资基金为一致行动人。整体来看，公司形成以实控人家族为核心的控制结构，有利于保持战略方向的连续性，尤其是在公司由多元化经营转向聚焦算力温控主业的过程中，稳定的控制权有助于提升战略执行效率。

从股东结构来看，公司在创始人及家族股东之外，引入了四川发展证券投资基金管理有限公司—四川资本市场纾困发展证券投资基金合伙企业（有限合伙），截至 2026 年一季度末持股比例为 5.00%，位列公司第三大股东。四川发展相关基金进入公司股东结构，一方面有助于优化公司股权结构，另一方面也体现出地方国资资本对公司发展前景及产业价值的认可。考虑到公司当前聚焦算力基础设施温控方向，后续在产业资源协同、资本支持及区域市场拓展方面或具备一定想象空间，但具体赋能效果仍需结合后续项目落地和经营表现持续观察。

员工持股方面，公司 2024 年员工持股计划进入前十大股东，截至 2026 年一季度末持股 245 万股，占公司总股本约 0.56%。同时，公司于 2026 年 4 月召开董事会审议通过员工持股计划首次受让股份解锁条件成就相关议案，本次公司层面可解锁股数 245 万股，占员工持股计划首次受让股份总股数的 100%。我们认为，员工持股计划有助于将中层管理人员及核心骨干利益与公司长期发展绑定，尤其在公司处于业务聚焦、产能扩张、海外拓展及液冷产品放量的关键阶段，长期激励机制有助于增强核心团队稳定性和组织执行力。

管理层方面，公司仍呈现较强的创始人及核心团队主导特征。董事长张菀长期参与公司经营管理，公司近年来围绕“聚焦信息数据领域”持续推进业务结构调整，逐步剥离非核心业务，并将资源集中投入算力基础设施温控、液冷、风液同源及海外市场拓展。整体来看，公司股权结构兼具“实控人家族稳定控制+国资基金参与+员工持股激励”的特点，有利于保障公司在战略转型期的决策连续性、资本支持能力和团队凝聚力，为公司由传统精密温控设备商向算力温控整体解决方案服务商升级提供组织基础。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年一季度末）



数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 精密温控设备为基本盘，液冷及风液同源打开成长空间

1) 精密温控设备：基本盘稳固，构筑收入增长与客户基础

精密温控设备业务是公司当前最核心的收入来源，主要面向数据中心、智算中心、超算中心、边缘数据中心及通信机房等场景，提供精密空调、风墙、氟泵多联系统、AHU、干冷器等关键温控产品。公司长期深耕 ICT 温控领域，产品已批量进入中国移动、中国电信、中国联通等通信运营商集采体系，并深度供货字节、阿里等头部云厂商，广泛应用于万国数据、世纪互联、秦淮数据、光环新网、数据港等第三方 IDC 企业的数据中心项目。

从经营表现看，精密温控设备已经成为公司业绩修复的核心驱动。2025 年公司实现营业收入 14.52 亿元，同比增长 26.84%；其中精密温控设备业务实现收入 10.47 亿元，同比增长 57.87%，增速明显高于公司整体收入增速。公司 2025 年销售量达到 23125 台，同比增长 41.26%；生产量达到 23155 台，同比增长 39.51%，主要系关键设备订单增长带动产销量提升。

从行业属性看，精密温控设备属于算力基础设施建设中的关键配套环节，受益于 AI 算力需求扩张、数据中心能效约束趋严及高密度机柜部署加速。短期来看，该业务增长主要取决于下游智算中心建设节奏、头部客户订单释放及公司交付能力；中长期来看，随着数据中心从通用算力向智能算力升级，温控设备的价值量和技术要求均有望提升，公司基本盘具备持续扩张基础。

图 3：公司精密温控设备产品应用案例（部分）



数据来源：公司官网，西南证券整理

2) 液冷及风液同源：高密度算力驱动，成为核心成长方向

液冷及风液同源业务是公司当前最具成长性的方向。随着 AI 服务器功耗提升、单机柜功率密度上行，传统风冷方案在部分高密度场景下逐渐接近散热能力边界，液冷、风液同源及高效自然冷却方案逐步成为智算中心降低 PUE、提升运行稳定性的重要技术路径。公司围绕风冷、风液同源、液冷三大方向持续布局，已形成包括 NexLiq 液冷系统、冷板式液冷、浸没式液冷、CDU、液冷机柜、干冷器、二次侧预制化环网、Manifold 及快速接头等在内的产品矩阵。

从产品进展看，公司已实现从传统房间空调向风墙核心品类的跨越，风墙产品已进入国内第一梯队，并覆盖冷冻水、风冷氟泵变频、风冷/蒸发冷氟泵多联、动态双冷源、薄壁风墙等多种冷源形式和结构形式，累计发货量折合 IT 功率超过 600MW。在液冷产品线方面，公司已实现冷板式液冷解决方案全链条贯通，核心产品覆盖室外散热单元、室内 CDU、二次侧预制化环网、液冷机柜等关键环节，液冷专用产线已建成投产，液冷产品进入批量发货阶段。

从产业趋势看，液冷及风液同源产品具备更高技术壁垒和更强方案属性，单项目价值量及客户粘性均有望高于传统精密空调产品。公司在该方向的核心竞争力不只来自单一设备，而在于“设备供应—系统集成—长期运营”的全栈服务能力。未来该业务增长核心取决于高密度智算中心建设节奏、液冷渗透率提升、头部客户验证进展及公司产能释放能力。

图 4：公司精密温控设备产品应用案例



数据来源：公司官网，西南证券整理

1.4 工程软件运维能力延伸，打造全生命周期服务闭环

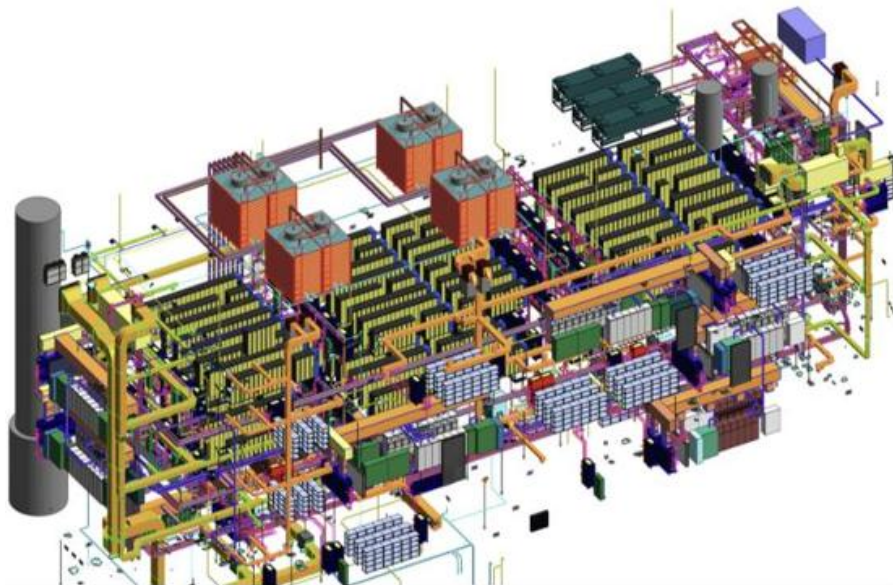
智能工程、软件平台及智慧运维：能力外延，打开全生命周期服务空间

在关键温控设备基础上，公司进一步向智能工程、软件平台及智慧运维服务延伸，构建覆盖数字基础设施全生命周期的解决方案能力。智能工程业务主要依托依米康智能工程有限公司，围绕数据中心基础设施建设提供咨询、设计、工程总包、方案实施和运维优化等服务，覆盖 IDC 数据中心、信息系统集成、弱电智能化、建筑智能化、NOC 集成等场景。该业务有助于公司从单一设备供应商向项目整体解决方案商升级，提高客户服务深度和单项目价值量。

软件平台方面，公司围绕数据中心基础设施监控管理、智慧楼宇及物联网领域，布局 Centralink 数据中心管理平台、微模块监控系统、资产检测单元、资产空间管理单元及数据中心运维机器人等产品，并在 2024 年发布新一代智算中心综合营维管理系统，通过融合智能运维、资源优化、能效提升等能力，助力智算中心运营管理升级。智慧运维方面，公司提供测试评估、驻场运维、优化升级、节能改造等服务，推动业务由设备交付向持续服务延伸。

从商业模式看，智能工程、软件平台及智慧运维业务虽然不一定是短期收入弹性最大的板块，但它们是公司提升客户粘性、增强方案能力、打造全生命周期服务闭环的重要支撑。随着智算中心对高可靠、低能耗、可视化运维和快速交付要求提升，公司有望通过“温控设备+工程交付+软件管理+长期运维”的组合能力，提高客户综合服务价值，推动商业模式由“硬件交付驱动”向“设备+方案+服务驱动”升级。

图 5：公司数据中心 BIM 交付案例



数据来源：公司官网，西南证券整理

产业定位与竞争逻辑：卡位算力基础设施温控关键环节。公司位于 AI 算力基础设施产业链中游，是连接“算力设备”与“数据中心稳定运行”的关键温控设备及解决方案供应商。随着 AI 服务器功耗提升、单机柜功率密度上行，数据中心温控系统已由传统配套设备逐步升级为保障算力稳定运行、降低 PUE 和提升运营效率的核心基础设施。公司长期深耕 ICT 温控领域，已形成覆盖风冷、风液同源、液冷的产品矩阵，并围绕精密空调、风墙、氟泵、CDU、液冷机柜、干冷器及预制化管网等关键环节构建全栈式温控解决方案能力，正由传统精密温控设备商向算力温控整体解决方案服务商升级。

从竞争维度看，算力温控行业竞争核心正在由单一设备供给能力，转向“产品矩阵完整度、头部客户验证、快速交付能力和全生命周期服务能力”的综合竞争。公司已批量进入三大运营商集采体系，并深度供货字节、阿里等头部云厂商，同时产品广泛应用于万国数据、世纪互联、秦淮数据、光环新网、数据港等第三方 IDC 项目，客户基础和场景积累较为丰富。随着智算中心向高密度、低能耗方向演进，公司在风墙、风液同源及液冷方向的产品升级，有望带动单项目价值量和客户粘性提升。

2 行业分析：AI 算力驱动温控需求升级，液冷渗透率有望提升

2.1 AI 算力基础设施建设持续推进，数据中心温控重要性提升

国内算力基建仍在扩容，但行业目标已不再只是“多建机房”。国家数据局局长刘烈宏在 2024 中国国际大数据产业博览会上表示，截至 2024 年 6 月底，“东数西算”八大国家枢纽节点直接投资超过 435 亿元，拉动投资超过 2000 亿元，机架总规模超过 195 万架，整体上架率达 63% 左右。2025 年 1 月，国家发展改革委、国家数据局、工业和信息化部三部门近日联合印发《国家数据基础设施建设指引》，提出到 2029 年，国家数据基础设施建设和运营体制机制基本建立。《国家数据基础设施建设指引》将数据基础设施体系划分为四部分：算力设施，流通设施、网络设施和安全设施。网络设施提供高速泛在的连接能力，算力设施提供数据深加工的关键计算能力，流通设施提供跨域数据高效流转的流通能力，安全设施保障数据要素关联计算和共享流通过程的安全。四个设施共同支撑数据要素能够“供得出、流得动、用得好、保安全”，这意味着行业重心正由“增量建设”转向“建设+调度+提效”并重。海外方面，Meta 2025 年资本开支指引为 600-650 亿美元，Amazon 2025 年资本开支超过 1000 亿美元且大部分用于云和 AI 基础设施，说明全球 AI 算力基础设施仍处高投入周期。

与投资增长同时发生的，是服务器功耗和机柜功率密度快速抬升。行业媒体 ChannelPro 援引 Deloitte 称，AI 服务器机架平均功率密度已达 36kW，预计 2027 年将超过 50kW，部分下一代训练机架已进入 60-120kW 区间；行业媒体 techradar 报道也指出，传统数据中心机架通常在 10-15kW，而 AI 部署中 40kW 以上机架已越来越常见，部分实验性训练环境甚至超过 100kW。对温控设备商而言，功率密度上行意味着单位机柜冷却价值量、系统复杂度和交付门槛同步抬升。

2.2 高密度机柜推动散热方案升级，液冷及风液同源成为重要方向

传统风冷在中低密度场景仍具成熟度和成本优势，但面对 40kW 以上 AI 机架，既有房间级送风、热通道封闭和列间空调方案正逐步接近经济性与物理边界。AI 部署正在快速转向液冷：一项 2025 年的 H100 集群对比研究表明，液冷系统满载时可将 GPU 温度维持在 41-50℃，显著低于风冷的 54-72℃，并带来约 17% 的单 GPU 性能提升 (ArXiv:2507.16781 (2025))；与此同时，数据中心冷却在部分场景下可占总能耗约 40%，散热效率已成为影响 PUE、可用功率和单机柜产出的关键变量。

从技术路径看，液冷并非对风冷的简单替代，而更像是从“全风冷”走向“风液协同”。行业通常将此类路径概括为风液同源或混合冷却，即在同一机房内以冷板、CDU 等液路系统优先带走 CPU/GPU 热点热量，再由风侧承担其余部件及房间余热管理，以兼顾高热流密度承载能力与存量机房改造成本。AWS 为适配 NVIDIA GB200 NVL72 开发 IRHX，本质上就是通过冷板、供液单元与行级热交换协同，提升高密度 AI 机柜在既有数据中心中的可部署性。对国内厂商而言，先从风冷切入、再向风液协同和全链液冷延伸，仍是更现实的商业化路径。该判断属于基于公开技术路径的归纳。

表 1：风冷与液冷方案比较

维度	风 冷	液 冷
初始成本	相对较低，适合传统通用机房与中低密度 IDC，改造路径较成熟	相对较高，需新增冷板、CDU、液路、监控与配套部件，高功率 AI 机架成本抬升明显
散热效率	适合中低密度负载；当机柜密度持续提升时，气流组织和送风效率约束增强	更适合高热流密度场景，可更稳定控制热点温度，并改善性能/能效表现
适用场景	传统云、企业 IT、边缘及中低功率机柜	AI 训练、高密度推理、HPC、40kW 以上机柜，尤其是 60 - 120kW 区间场景
技术门槛	以房间级设计、热通道组织、末端空调和控制策略为核心	涉及冷板/CDU/快接/液路控制/材料兼容/漏液管理，系统工程属性更强
客户粘性	以设备替换和常规维保为主，粘性相对一般	与机柜、电力、软件监控、后运维深度耦合，认证和替换成本更高
典型演进路径	可继续通过热通道封闭、列间制冷、精密空调优化延寿	往往与风侧协同部署，形成“风液同源/混合冷却”，以降低一次性改造难度

数据来源：techradar，西南证券整理

2.3 行业竞争由单一设备供给转向综合解决方案能力

竞争格局上，行业正在从单一设备供应，演进到“热管理核心部件+机房/微模块集成+监控运维服务”的组合竞争。英维克官网已覆盖常规热负荷数据中心制冷、高热密度数据中心制冷、数据中心集成以及全链液冷，并进一步延伸到维护、升级、工程和 O&M 服务；科华数据则将数据中心电源保护、模块化数据中心、集装箱数据中心、远程监控管理和技术支持并列展示，体现“供配电+微模块+服务”一体化思路；申菱环境在数据中心场景布局 ICT 系列、机房冷源系列和机房温湿度调节系列，强调面向行业场景的专业化方案能力。国际龙头也在深化同一路径，Vertiv 2025 年以约 10 亿美元收购 PurgeRite 以补强液冷服务能力，说明服务链条已成为高密度冷却竞争的重要组成部分。

这意味着未来行业壁垒不再只取决于单台精密空调的制造能力，而更取决于四类能力的叠加：一是高热密度场景下的液冷器件和系统设计能力；二是与供配电、机柜、机房工程的集成协同能力；三是监控、告警、远程运维和节能优化能力；四是交付后持续服务能力。对于依米康这类厂商，收入弹性仍首先来自精密温控设备放量，但中长期估值抬升的关键，更可能来自液冷与风液协同产品渗透率提升，以及由设备销售向方案与运维延展带来的客户粘性增强。

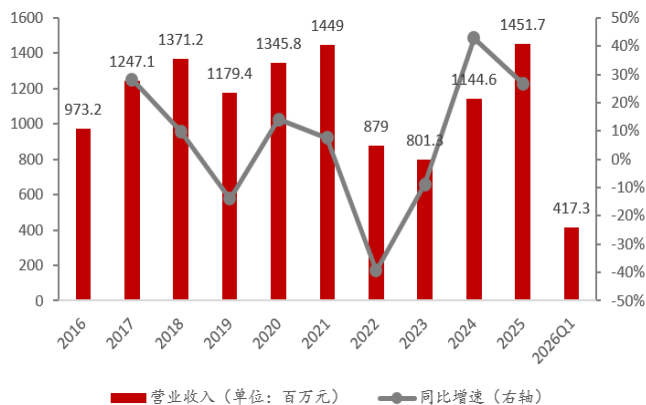
整体来看，AI 算力基础设施建设、高密度机柜部署及能效约束共同推动数据中心温控行业升级。短期看，传统精密温控设备仍是行业需求基本盘；中长期看，液冷、风液同源及智能化运维将成为行业成长弹性的重要来源。行业竞争也将从单一硬件设备竞争，逐步转向“核心设备+系统集成+软件管理+持续运维”的综合能力竞争。对于依米康而言，精密温控设备构成收入基本盘，液冷及风液同源产品提供成长空间，智能工程与软件运维则有望增强客户粘性和单项目价值量，公司处于行业升级路径中的关键环节。

3 公司分析：主业聚焦带动收入利润修复，盈利质量仍需验证

3.1 精密温控设备放量，收入端延续修复趋势

公司近年来经营状态正在发生明显变化，核心在于由过去多元业务拖累逐步转向“聚焦算力温控主业、收入利润同步修复”的阶段。2025 年，公司实现营业收入 14.52 亿元，同比增长 26.84%；实现归母净利润 3059.53 万元，较 2024 年扭亏为盈；扣非归母净利润 2955.58 万元，同样实现回正。公司业绩改善的核心来自信息数据领域业务订单增长及精密温控设备放量。2025 年，公司精密温控设备业务实现收入 10.47 亿元，同比增长 57.87%，明显高于整体收入增速，成为收入修复和利润回正的主要驱动力。整体来看，公司已经从“非核心业务拖累、利润持续承压”的阶段，逐步切换至“主业聚焦、温控设备放量、盈利修复兑现”的阶段。

图 6：2016-2026Q1 公司营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2016-2026Q1 公司营业总成本（单位：百万元）

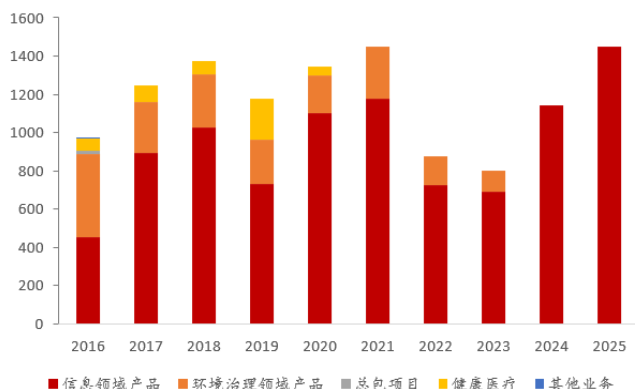


数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 利润端实现扭亏修复，但盈利厚度仍偏薄

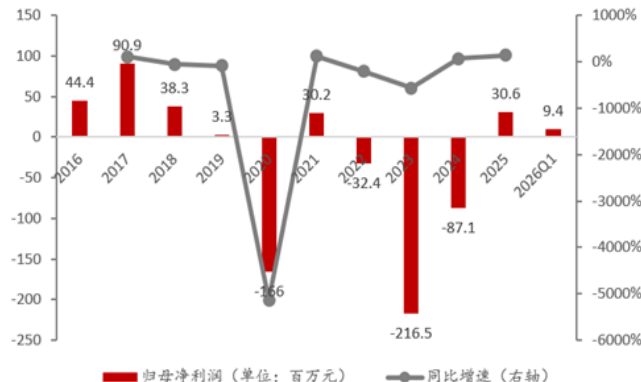
利润端看，公司已从亏损修复进入盈利兑现阶段，但盈利厚度仍处于较薄水平。2026Q1，公司实现归母净利润 938.46 万元，同比增长 33.32%；实现扣非归母净利润 957.34 万元，同比增长 35.55%，利润增速略快于收入增速，体现经营修复趋势。但从利润率水平看，公司 2026Q1 归母净利率约 2.25%，仍处于较低水平，说明公司当前收入增长已较为明确，但尚未完全转化为较强利润弹性。进一步拆解来看，2026Q1 公司营业收入同比增长 31.10%，营业成本同比增长 31.91%，成本增速略高于收入增速，对应毛利率约 16.65%，较 2025Q1 约 17.15% 小幅下降约 0.50 个百分点。整体来看，公司收入放量已兑现，但产品结构、项目交付结构及成本控制仍会影响毛利率表现，盈利能力仍处于验证阶段。

图 8：2016-2025 公司各项业务收入（单位：百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2016-2026Q1 公司归母净利润及增速

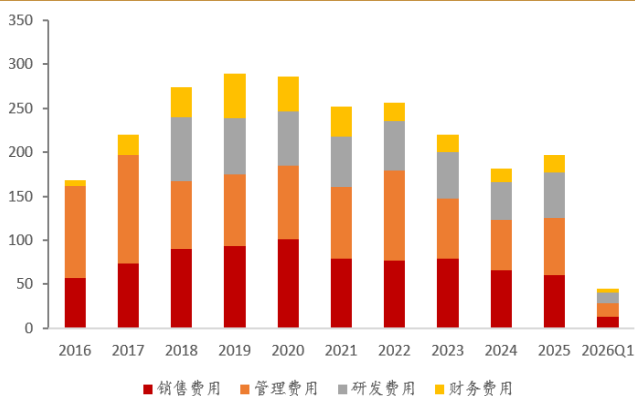


数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 费用率有所摊薄，减值计提扰动利润释放

费用端看，收入规模扩大带来一定费用摊薄，经营杠杆开始体现。2026Q1，公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用合计约 4513 万元，对应期间费用率约 10.82%；2025Q1 期间费用合计约 4128 万元，对应期间费用率约 12.97%，费用率同比下降约 2.15 个百分点。费用率下降说明收入规模扩张对利润端形成一定支撑，也是公司净利润同比增长的重要原因之一。但与此同时，公司 2026Q1 信用减值损失 1777.35 万元，同比扩大，主要系计提应收账款坏账准备增加；资产减值损失 91.36 万元，主要系计提合同资产坏账准备及存货跌价准备所致。减值损失对营业利润形成扰动，也反映出公司在收入增长过程中仍面临回款和资产质量压力。

图 10：2016-2026Q1 公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用情况（单位：百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2016-2026Q1 公司销售毛利率、销售净利率



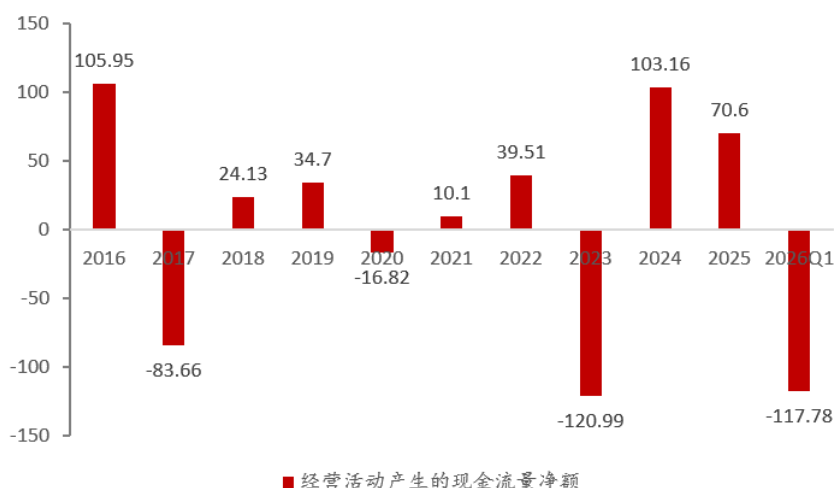
数据来源：Wind，西南证券整理

3.4 经营现金流阶段性承压，回款效率仍是关键变量

现金流方面，公司经营恢复带来备货与生产投入增加，短期经营性现金流阶段性承压。2025 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 7059.60 万元，同比下降 31.57%，主要系生产规模扩大所致。进入 2026Q1，公司经营活动产生的现金流量净额为 -1.18 亿元，较 2025Q1

的-4460.73万元进一步承压，主要系生产规模扩大、支付供应商备货款较多所致。该变化需要辩证看待：一方面，备货及生产投入增加反映公司订单交付和生产规模扩张，说明收入增长具备一定产业基础；另一方面，经营性现金流转弱也说明公司增长对营运资金占用较高，收入增长尚未充分转化为现金流改善。后续若公司回款效率提升，经营现金流有望成为验证收入增长质量的重要指标。

图 12：2016-2026Q1 公司经营活动产生的现金流量净额情况（单位：百万元）



数据来源：公司官网，西南证券整理

从资产负债结构看，公司当前呈现典型的“收入扩张—营运资金占用上升—融资及备货匹配”的成长型特征。2026Q1 末，公司应收账款为 9.19 亿元，较 2025 年末增长 30.63%，主要系收入增加带动应收账款增加；货币资金为 1.22 亿元，较 2025 年末下降 34.55%，主要系生产规模扩大、支付供应商备货款较多；预付款项为 876.79 万元，较年初增长 54.23%，主要系预付供应商款项增加；使用权资产较年初增长 56.44%，主要系生产规模扩大、新增厂房租赁。上述指标共同反映，公司当前并非单纯账面收入增长，而是伴随备货、产能及交付能力的同步扩张。但与此同时，应收账款快速增长和现金流承压也意味着公司增长质量仍需回款验证，后续应重点关注应收账款周转、经营现金流改善及坏账计提压力变化。

图 13：2016-2026Q1 公司应收账款状况（单位：百万元）



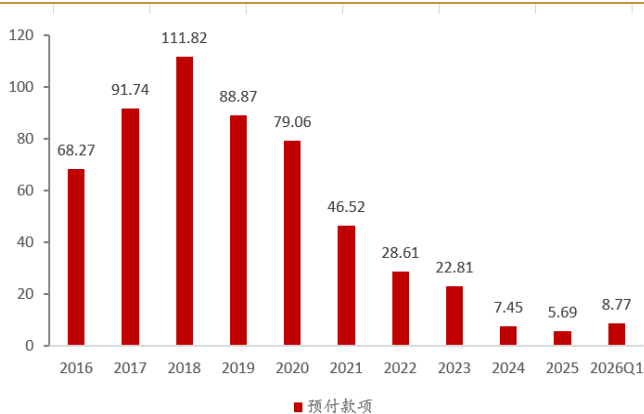
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：2016-2026Q1 公司货币资金状况（单位：百万元）



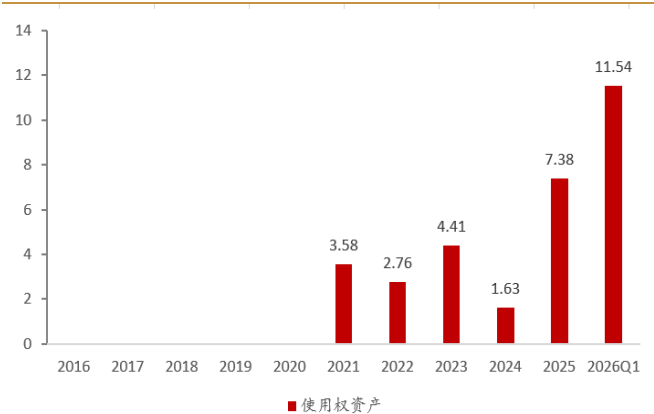
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15: 2016-2026Q1 公司预付款项状况 (单位: 百万元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 2016-2026Q1 公司使用权资产状况 (单位: 百万元)



数据来源: Wind, 西南证券整理

整体来看, 依米康当前已经出现较为明确的经营变化: 收入端由精密温控设备业务放量驱动, 利润端由亏损转向盈利修复, 费用率随收入扩张有所摊薄, 主业聚焦效果逐步体现在财务报表中。但公司仍处于“收入修复兑现、盈利质量验证”的阶段, 毛利率水平仍偏低, 信用减值损失对利润形成扰动, 经营性现金流和应收账款压力仍需持续跟踪。后续公司基本面进一步改善的关键, 在于精密温控业务订单持续性、液冷及风液同源等高附加值产品占比提升、费用率继续优化, 以及回款效率改善带来的现金流修复。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

基于公司当前业务结构、算力基础设施建设需求及公司精密温控设备、液冷与风液同源产品推进节奏, 我们对 2026-2028 年收入与盈利能力作出如下假设。整体判断, 公司已完成由多元化经营向信息数据领域聚焦的战略转型, 当前收入增长主要由算力基础设施温控产品放量驱动。短期来看, 公司信息领域产品仍以精密温控设备为核心基本盘; 中长期随着智算中心建设推进、液冷及风液同源产品渗透率提升, 公司收入规模有望保持较快增长, 盈利能力逐步修复。

关键假设:

假设 1: 信息领域产品持续放量, 构筑公司收入增长核心基本盘

信息领域产品为公司当前绝对核心业务, 主要包括面向数据中心、智算中心、超算中心、边缘数据中心及通信机房等场景的精密温控设备、风墙、氟泵系统、AHU、干冷器、液冷及风液同源产品等。公司近年来持续聚焦算力基础设施温控方向, 信息领域产品收入由 2023 年的 6.90 亿元提升至 2025 年的 14.52 亿元, 其中 2024 年同比增长 65.8%, 2025 年同比增长 26.8%, 收入规模快速扩张。随着 AI 算力基础设施建设持续推进, 高密度机柜对高效散热、低 PUE 及稳定运行的要求不断提升, 公司信息领域产品有望延续较快增长趋势。结合公司历史增长情况、2026Q1 精密温控设备业务高增以及募投项目建设规划, 我们预计 2026-2028 年信息领域产品收入分别为 19.31 亿元、26.07 亿元和 35.71 亿元, 对应同比增速分别为 33.0%、35.0%和 37.0%。

假设 2：产品结构升级与规模效应释放，推动毛利率逐步修复

盈利能力方面，信息领域产品毛利率 2023 年为 17.1%，2024 年受项目结构及交付节奏影响下降至 13.8%，2025 年修复至 17.3%，反映公司业务聚焦后盈利能力已有边际改善。展望 2026–2028 年，随着精密温控设备收入规模扩大、液冷及风液同源等高附加值产品占比提升，以及产能利用率和供应链管理效率改善，公司信息领域产品毛利率有望逐步修复。我们预计 2026–2028 年该业务毛利率分别为 18.0%、19.0%和 20.0%，对应营业成本分别为 15.83 亿元、21.11 亿元和 28.57 亿元。整体来看，公司当前仍处于收入放量与盈利质量验证并行阶段，后续毛利率改善核心取决于液冷产品放量节奏、高附加值产品占比提升、项目交付结构优化及成本控制能力。

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 2：分业务收入、增速、营业成本及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	1,451.7	1,930.8	2,606.6	3,571.0
	增速	26.8%	33.0%	35.0%	37.0%
	营业成本	1,201.0	1,583.3	2,111.3	2,856.8
	毛利率	17.3%	18.0%	19.0%	20.0%
信息领域产品	营业收入	1,451.7	1,930.8	2,606.6	3,571.0
	增速	26.8%	33.0%	35.0%	37.0%
	营业成本	1,201.0	1,583.3	2,111.3	2,856.8
	毛利率	17.3%	18.0%	19.0%	20.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计 2026–2028 年公司营业收入分别为 19.31 亿元、26.07 亿元、35.71 亿元，同比增长 33.00%、35.00%、37.00%；归母净利润分别为 0.67 亿元、1.38 亿元、2.49 亿元，同比增长 117.58%、107.54%、80.32%，对应每股收益（EPS）分别为 0.15 元、0.31 元和 0.57 元，对应当前股价的动态 PE 分别为 101 倍、49 倍和 27 倍。

4.2 相对估值

综合依米康在算力基础设施温控领域的产业链定位，公司核心价值不仅体现在传统精密空调及数据中心温控设备能力，更体现在向液冷、风液同源及全生命周期温控解决方案升级的潜力。因此，我们从数据中心温控设备、精密空调及专用环境控制解决方案三个维度出发，选取英维克（002837.SZ）、科华数据（002335.SZ）及申菱环境（301018.SZ）作为可比公司。

英维克（002837.SZ）

英维克是国内领先的精密温控节能解决方案提供商，主营业务涵盖机房温控节能设备、户外机柜温控节能设备及相关温控解决方案。公司产品广泛应用于数据中心、通信网络、储能及新能源等领域，其中数据中心温控业务与依米康精密温控设备业务具有较高可比性。

从产业链位置看，英维克与依米康均处于数字基础设施温控设备环节，产品形态均包括精密空调、机柜温控及数据中心节能解决方案，下游客户均覆盖通信运营商、互联网厂商及数据中心运营商。与依米康相比，英维克在数据中心温控、液冷及储能温控等领域布局更早，

业务规模及市场关注度更高，可作为评估依米康算力温控业务成长空间、产品升级路径及估值水平的重要参考。

科华数据 (002335.SZ)

科华数据是国内数据中心基础设施及智慧电能综合解决方案厂商，业务涵盖数据中心产品、IDC 服务及新能源产品等方向。其中，公司数据中心产品及 IDC 服务与依米康下游应用场景高度重叠，均服务于数据中心、云计算、运营商及大型政企客户等领域。

从可比角度看，科华数据与依米康并非完全同类设备厂商，其业务结构中新能源业务占比较高，且同时具备 IDC 服务属性；但在数据中心基础设施建设环节，公司数据中心产品与依米康的精密温控设备、机房环境控制及算力基础设施配套业务存在较强映射关系。相比单纯温控设备公司，科华数据更能体现数据中心基础设施综合解决方案厂商的估值水平，也有助于观察依米康未来由单一温控设备向“温控设备+工程交付+系统解决方案”延伸后的估值空间。考虑到科华数据具备较好的盈利预测覆盖度，可作为依米康估值比较中的重要参考标的。

申菱环境 (301018.SZ)

申菱环境主要从事专用性空调及环境控制解决方案业务，产品涵盖机房专用空调、恒温恒湿空调、冷热水机组及工业环境控制设备等，下游应用覆盖通信、数据中心、电力、轨道交通及工业制造等领域。虽然申菱环境业务范围较依米康更宽，但其在机房专用空调、恒温恒湿控制及环境调节整体解决方案方面与依米康具备较强可比性。

从产业定位看，申菱环境代表专用环境控制设备厂商向多场景解决方案延伸的路径，与依米康从传统精密温控设备向“设备+工程+软件+运维”全生命周期服务升级的方向具有一定相似性。相比英维克和科华数据，申菱环境更能反映专用空调及环境控制解决方案企业在不同应用场景中的成长弹性，可作为依米康业务外延及综合方案能力的辅助参考标的。

综上，英维克、科华数据及申菱环境分别代表算力温控产业链中的“温控节能龙头—数据中心基础设施综合服务商—专用环境控制解决方案厂商”三个维度。尽管三家公司与依米康在业务规模、产品结构及收入来源上存在差异，但在“数据中心温控设备—数据中心基础设施—专用环境控制解决方案”的产业链位置上具有较强映射关系。

相较于单纯选取 IDC 运营商或通信设备厂商，上述可比公司更能反映依米康所处算力基础设施温控及数据中心基础设施配套环节的行业竞争格局与估值水平。需要说明的是，公司当前仍处于由传统精密温控设备商向算力温控整体解决方案服务商升级阶段，盈利能力和现金流质量仍在验证过程中，因此估值比较需结合公司收入增长、毛利率修复、液冷产品放量及回款改善情况综合判断。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				25A/E	26E	27E	28E	25A/E	26E	27E	28E
002837.SZ	英维克	888.48	69.72	0.53	0.95	1.67	2.63	200.10	73.73	41.65	26.51
002335.SZ	科华数据	282.50	37.80	0.81	1.01	1.41	1.72	68.47	37.48	26.78	21.95
301018.SZ	申菱环境	389.25	104.00	0.81	1.22	1.80	2.71	77.96	85.48	57.75	38.35
平均值								115.51	65.56	42.06	28.94
300249.SZ	依米康	67.39	15.30	0.07	0.15	0.31	0.57	220	101	49	27

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截至 2026 年 6 月 9 日）

从估值方法选择来看，公司当前已实现扭亏为盈，2026–2028 年归母净利润有望随收入增长、毛利率修复及规模效应释放逐步提升，因此 PE 估值具备一定参考意义。但需要注意的是，公司当前仍处于盈利修复初期，利润基数相对较低，PE 指标受分母影响较大，短期估值水平容易被放大。因此，PE 更适合用于观察公司盈利释放趋势及估值消化节奏，而不宜简单作为绝对估值水平的直接比较依据。

从 PE 角度来看，公司 2025–2028 年 PE 分别为 220 倍、101 倍、49 倍和 27 倍，呈现随盈利快速增长而明显下行的趋势。相比之下，可比公司 2025–2028 年平均 PE 分别为 115.51 倍、65.56 倍、42.06 倍和 28.94 倍，公司 2025–2027 年 PE 均高于可比公司平均水平，主要系公司当前仍处于盈利修复初期，利润基数较低，PE 指标被阶段性放大；但从趋势上看，公司与可比公司平均估值的差距持续收敛。到 2028 年，公司 PE 已下降至 27 倍，略低于可比公司平均 28.94 倍，反映若后续收入放量、毛利率修复及利润释放逐步兑现，公司估值消化路径较为清晰。整体来看，公司当前估值水平仍高于可比公司平均，但随着盈利规模提升，估值有望由“成长预期驱动”逐步向“业绩兑现驱动”过渡。

我们认为，公司中期成长看点主要来自三方面：第一，AI 算力基础设施建设带动数据中心温控需求增长；第二，液冷及风液同源产品升级带来产品结构优化和单项目价值量提升；第三，募投项目落地后有望增强产能、研发测试及资金实力。但考虑到公司当前估值高于可比公司平均水平，盈利能力仍处修复阶段，经营现金流和应收账款压力尚未完全缓解，审慎起见，首次覆盖给予“持有”评级。

5 风险提示

1) 算力基础设施建设不及预期风险：公司当前收入增长主要受益于数据中心、智算中心、超算中心及边缘数据中心等算力基础设施建设需求释放。若 AI 算力投资节奏放缓、互联网及运营商资本开支不及预期，或数据中心建设进度出现波动，可能影响公司精密温控设备订单获取及交付节奏，从而对收入增长形成压力。

2) 液冷及风液同源产品放量不及预期风险：公司中长期成长逻辑依赖于液冷、风液同源等高附加值产品占比提升。若下游高密度智算中心液冷渗透率提升不及预期，或公司液冷产品客户验证、批量交付、产能释放进度低于预期，可能导致公司产品结构升级和盈利弹性释放节奏不及预期。

3) 毛利率承压及成本波动风险：公司当前仍处于收入放量与盈利质量验证阶段，毛利率水平受产品结构、项目交付结构、原材料成本及价格竞争等因素影响较大。若低毛利项目占比提升、关键原材料价格上涨，或行业竞争导致产品价格承压，可能对公司毛利率修复及利润释放形成不利影响。

4) 回款及经营性现金流承压风险：公司业务具有一定项目制和设备交付属性，收入增长通常伴随应收账款、备货及营运资金占用增加。若客户回款节奏不及预期、应收账款规模持续上升，或坏账准备计提增加，可能导致经营性现金流持续承压，并对公司盈利质量和资金周转形成影响。

5) 募投项目推进不及预期风险：公司向特定对象发行股票募集资金拟用于算力基础设施温控产品建设、研发测试平台及补充流动资金。若募投项目建设进度、产能释放、研发测试平台落地或客户订单转化不及预期，可能影响公司在算力温控及液冷领域的扩张节奏。

6) 行业竞争加剧风险：数据中心温控及液冷赛道景气度提升，吸引英维克、申菱环境、科华数据等厂商持续加大布局，同时传统空调、机电工程及数据中心基础设施厂商也可能加速切入。若行业竞争加剧，公司在价格、客户获取、产品迭代或交付能力方面未能保持竞争力，可能对市场份额及盈利能力造成影响。

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	1451.73	1930.80	2606.59	3571.02	净利润	30.22	54.62	146.02	246.01
营业成本	1201.07	1583.26	2111.33	2856.82	折旧与摊销	8.77	41.49	41.69	41.86
营业税金及附加	5.95	11.47	14.57	18.96	财务费用	19.50	44.50	26.58	30.19
销售费用	59.97	120.33	153.01	200.60	资产减值损失	-9.23	-16.14	-12.68	-14.41
管理费用	65.51	103.28	130.70	180.06	经营营运资本变动	51.62	-359.01	-160.13	-416.73
研发费用	52.09	50.00	58.00	69.00	其他	-30.30	144.10	122.11	186.89
财务费用	19.50	44.50	26.58	30.19	经营活动现金流净额	70.60	-90.44	163.59	73.81
资产减值损失	-9.23	-16.14	-12.68	-14.41	资本支出	-3.78	-8.83	-8.66	-8.82
投资收益	-0.02	2.68	1.33	2.01	其他	-10.07	-0.15	9.50	2.72
公允价值变动损益	0.00	-2.80	-2.70	-2.28	投资活动现金流净额	-13.85	-8.97	0.83	-6.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	1.89	183.70	-238.10	92.73
营业利润	28.11	54.59	144.04	242.63	长期借款	37.23	29.00	33.00	35.00
其他非经营损益	0.45	-0.53	-1.75	-1.67	股权融资	-10.14	-1.48	0.34	0.45
利润总额	28.56	54.06	142.29	240.97	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-1.66	-0.56	-3.74	-5.05	其他	-36.71	-105.64	-100.98	-120.25
净利润	30.22	54.62	146.02	246.01	筹资活动现金流净额	-7.74	105.59	-305.75	7.92
少数股东损益	-0.37	-11.95	7.87	-3.11	现金流量净额	49.01	6.18	-141.33	75.64
归属母公司股东净利润	30.60	66.57	138.15	249.13					
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	186.90	193.08	260.66	357.10	成长能力				
应收和预付款项	760.67	1174.31	1516.20	2080.74	销售收入增长率	26.84%	33.00%	35.00%	37.00%
存货	315.35	447.14	605.63	839.95	营业利润增长率	129.80%	94.25%	163.83%	68.45%
其他流动资产	52.26	46.41	59.02	81.72	净利润增长率	134.55%	80.73%	167.35%	68.47%
长期股权投资	12.08	12.08	12.08	12.08	EBITDA 增长率	180.05%	149.34%	51.02%	48.22%
投资性房地产	10.94	29.97	18.73	17.84	获利能力				
固定资产和在建工程	105.51	96.57	87.43	78.12	毛利率	17.27%	18.00%	19.00%	20.00%
无形资产和开发支出	293.44	261.63	229.83	198.03	三费率	9.99%	13.89%	11.90%	11.51%
其他非流动资产	96.94	78.25	77.89	75.04	净利率	2.08%	2.83%	5.60%	6.89%
资产总计	1834.10	2347.27	2674.71	3535.43	ROE	9.67%	17.63%	37.85%	45.24%
短期借款	225.20	408.91	170.80	263.53	ROA	1.65%	2.33%	5.09%	6.58%
应付和预收款项	898.81	1153.43	1547.70	2097.49	ROIC	9.30%	15.32%	21.42%	27.58%
长期借款	128.94	157.94	190.94	225.94	EBITDA/销售收入	3.88%	7.28%	8.14%	8.81%
其他负债	268.56	317.26	379.51	404.70	营运能力				
负债合计	1521.51	2037.54	2288.95	2991.67	总资产周转率	0.83	0.93	1.00	1.08
股本	440.49	440.49	440.49	440.49	固定资产周转率	17.61	24.55	35.72	53.62
资本公积	72.31	69.83	69.83	69.83	应收账款周转率	1.63	1.66	1.61	1.65
留存收益	-171.22	-104.65	33.50	282.63	存货周转率	3.46	3.68	3.67	3.70
归属母公司股东权益	304.52	313.61	381.76	542.89	销售商品提供劳务收到现金营业收入	1.07	—	—	—
少数股东权益	8.07	-3.88	3.99	0.87	资本结构				
股东权益合计	312.59	309.73	385.75	543.76	资产负债率	0.83	0.87	0.80	0.80
负债和股东权益合计	1834.10	2347.27	2674.71	3535.43	带息债务/总负债	0.23	0.28	0.16	0.16
					流动比率	0.95	0.99	1.17	1.21
					速动比率	0.73	0.75	0.88	0.91
					股利支付率	0.00	0.00	0.00	0.00
					每股指标				
					每股收益	0.07	0.15	0.31	0.57
					每股净资产	0.69	0.71	0.87	1.23
					每股经营现金	0.16	-0.21	0.37	0.17
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	56.38	140.58	212.31	314.69					
PE	220.28	101.24	48.78	27.05					
PB	22.13	21.49	17.65	12.41					
PS	4.64	3.49	2.59	1.89					
EV/EBITDA	120.67	49.60	31.71	21.51					
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00					

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。

本报告及附录版权为西南证券所

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	yflyu@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
	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	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	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	lzt@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn