

飞龙股份(002536)

报告日期: 2025年04月09日

汽车水泵龙头拓展 IDC 液冷市场, 业绩有望超预期

——飞龙股份深度报告

投资要点

□ 核心逻辑

公司为汽车水泵龙头, IDC 液冷市场拓展有望实现业绩超预期。

□ 传统主业: 汽车水泵与增压器涡轮壳隐形冠军, 研发实力深厚、产能充足

(1) **汽车水泵隐形冠军**: 公司深耕汽车零部件 60 年, 主营产品包括汽车水泵 (国内市占率 25%)、涡轮增压器壳体 (国内市占率 20%) 和电子水泵等, 获工信部汽车水泵“制造业单项冠军”认证。(2) **研发实力深厚**: 拥有国家级企业技术中心及 601 项专利, 研发团队 412 人, 博士/硕士占比超 5%。(3) **产能充足**: 年产能达 1100 万只机械水泵, 全球供货能力覆盖美洲、欧洲及东南亚。

(4) **客户资源优质**。根据华经产业研究院, 2021 年公司客户博格华纳、盖瑞特占据涡轮增压器 55% 市场份额, 公司下游资源优质。

□ 新能源车热管理: 新能源车热管理增添新动能, 公司有关业务实现量价齐升

(1) **需求确定性高**: 2024 年中国新能源车销量 1287 万辆, 新能源车的电子水泵用量较燃油车更多、ASP 更高, 公司国内新能源车电子水泵市占率第五

(2023)。(2) **竞争格局优化**: 我国 2024 年电子水泵销量达 2711 万只, 品牌集中度逐年递增, CR5 达 65%。(3) **全球化布局深化**: 泰国龙泰基地投产提升海外产能, DHL 分拨中心实现 6 小时覆盖华东区。(4) **新能源热管理业务实现量价齐升**。2021 至 2024 年营收 CAGR 达 78%, 毛利率提升 4.95pcts 至 18.97%。

□ 第二增长曲线: IDC 液冷赛道爆发, 技术协同驱动第二增长极

(1) **市场空间广阔**: 24H1 中国液冷服务器市场规模近 13 亿美元, 同增 98%, 据 IDC 数据, 2027 年预计超 400 亿元, 冷板式占比超 95%, 与公司技术路径契合。(2) **IDC 液冷需求增加**: NVIDIA 新一代 AI 芯片 Blackwell Ultra 发布, 多款产品搭载液冷, 产业链各参与方共促进技术落地。(3) **客户合作突破**: 公司可联合英维克、曙光数创等合作伙伴开发全链条液冷解决方案, 切入云计算与 AI 服务器头部供应链。(4) **技术复用**: 公司汽车液冷模块研发经验, 如电子泵、温控阀等可复用于 IDC 液冷、人工智能液冷等领域, 形成多元化增长引擎。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 56、68、80 亿元, 同比增速分别为 19%、21%、18%, CAGR 为 19%; 归母净利润分别为 4.4、5.4、6.5 亿元, 同比增速分别为 34%、21%、22%, CAGR 为 25%, 对应 PE 分别为 16、13、11 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

新能源汽车政策变动风险、原材料价格波动风险、国际贸易摩擦风险等

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 周艺轩

执业证书号: S1230524060001
zhouyixuan@stocke.com.cn

研究助理: 顾淳晖

guchunhui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 12.07
总市值(百万元)	6,937.67
总股本(百万股)	574.79

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4723.21	5609.04	6789.28	8035.80
(+)(%)	15.34%	18.76%	21.04%	18.36%
归母净利润	329.62	441.30	535.03	651.01
(+)(%)	25.92%	33.88%	21.24%	21.68%
每股收益(元)	0.57	0.77	0.93	1.13
P/E	21.05	15.72	12.97	10.66
ROE	9.88%	12.70%	14.71%	16.98%

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 公司深耕汽车配件 60 年，为汽车水泵龙头	4
1.1 公司深耕汽车配件 60 年，汽车水泵国内市占率达 25%	4
1.2 公司新能源热管理业务量价齐升，向 IDC 液冷等应用领域延伸	4
2 传统汽车零部件业务：基本盘稳固，电子水泵增添新动能	6
2.1 新能源汽车拉动电子水泵需求攀升	6
2.2 我国电子水泵销量持续增长，品牌集中度逐年递增	6
2.3 公司产线完善，已构建机械水泵、排气歧管等全场景产品矩阵	7
3 IDC 液冷市场拓展：算力爆发下的核心受益者	8
3.1 液冷服务器处于产业链中游，液冷服务器 24H1 市场规模近 13 亿美元	8
3.2 NVIDIA 产品搭载液冷，产业链各参与方共促进技术落地	9
3.2.1 GB200 搭载液冷，产业链各参与方共促技术落地	9
3.2.2 新一代 AI 芯片发布，采用全液冷机架级设计	10
3.3 公司研发体系完善，具备全球供货能力，IDC 液冷等领域客户超 70 家	10
3.3.1 公司技术创新能力较强，专利布局完善	10
3.3.2 公司具备全球供货能力，IDC 液冷等民用领域客户超 70 家	11
4 同业比较：差异化竞争优势，与博格华纳等客户合作	12
5 盈利预测与估值	14
5.1 盈利预测	14
5.2 估值分析与建议	15
6 风险提示	15

图表目录

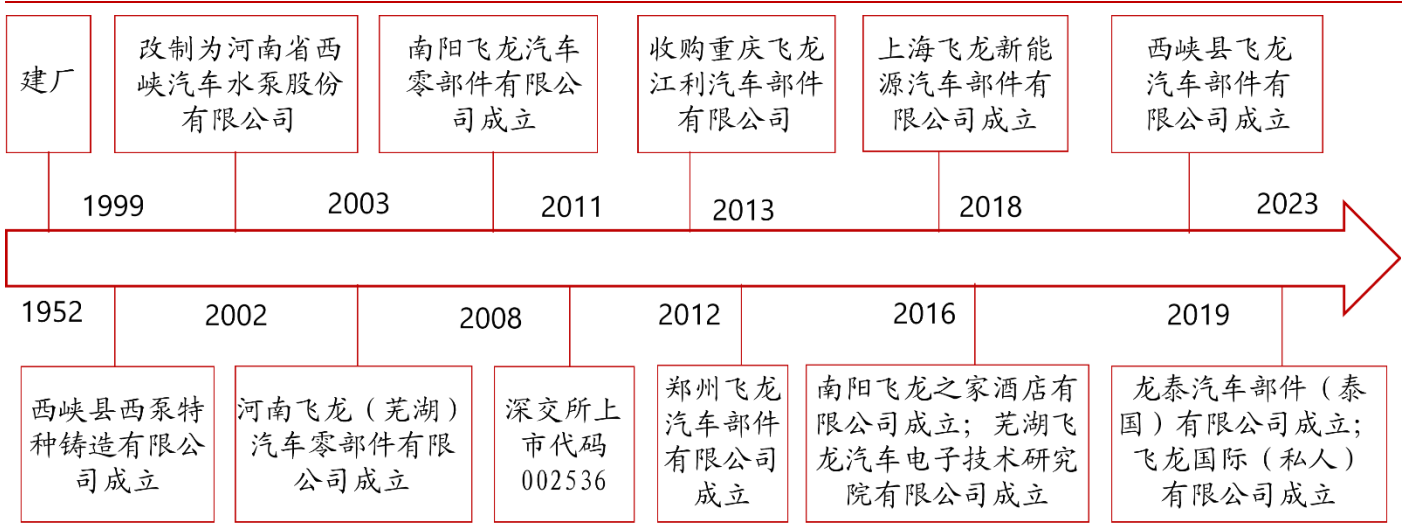
图 1: 公司发展历史悠久, 已建立 70 余年	4
图 2: 公司毛利率与净利率 2020-2022 年持续下降, 往后持续增加	5
图 3: 公司主营业务各板块毛利率自 2022 年起均持续增长	5
图 4: 公司 2022-2024 年归母净利润持续增加	5
图 5: 公司 2024 年 ROE 达 9.9%	5
图 6: 2024 年我国新能源汽车渗透率超 41%	6
图 7: 电子水泵 24Q1-Q4 销量持续增加	6
图 8: TOP 10 品牌集中度逐年攀升	6
图 9: 液冷服务器处于产业链中游	8
图 10: 预计 2028 年中国液冷服务器市场规模达 102 亿美元	8
图 11: GB200 NVL72 架构	9
图 12: GB200 NVL36×2 架构	9
图 13: 公司产品可 6 小时覆盖华东区, 7 天到达欧洲、美洲仓库	11
图 14: 公司 24Q3 营收达 35 亿元, 毛利率达 21%	12
图 15: 2021 年博格华纳、盖瑞特等公司占据涡轮增压器较大市场份额	12
表 1: 公司具备年产 8300 吨各类铝合金铸件生产能力	7
表 2: 公司具备年产 77000 吨各类铁合金铸件生产能力	7
表 3: 公司研发团队人员充足, 热管理集成模块工程师共 98 人	10
表 4: 公司电子水泵、热管理模块分别具备 900 万只/年、680 万只/年的产能	11
表 5: 公司在 2023 年中国市场新能源乘用车热管理系统电子水泵供应商份额排名第 5	13
表 6: 预计营收快速增长, 新能源冷却模块营收稳健提升	14
表 7: 公司 24-26 年估值低于行业平均水平	15
表附录: 三大报表预测值	16

1 公司深耕汽车配件 60 年，为汽车水泵龙头

1.1 公司深耕汽车配件 60 年，汽车水泵国内市占率达 25%

公司深耕汽车配件 60 年，主导产品为汽车水泵、电子水泵等。公司始建于 1952 年，1964 年开始生产汽车配件，具有 60 年生产汽车配件的历史，是国内汽车零部件生产的重要基地，是河南省汽车零部件的重要出口基地。主导产品为汽车水泵，发动机进、排气歧管，增压器涡壳，电子泵系列产品（13-2000W），真空泵、机油泵等，汽车水泵国内市场占有率达 25%，增压器涡壳市场占有率达 20%，2020 年汽车水泵被国家工信部认定为制造业单项冠军产品。

图1：公司发展历史悠久，已建立 70 余年



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

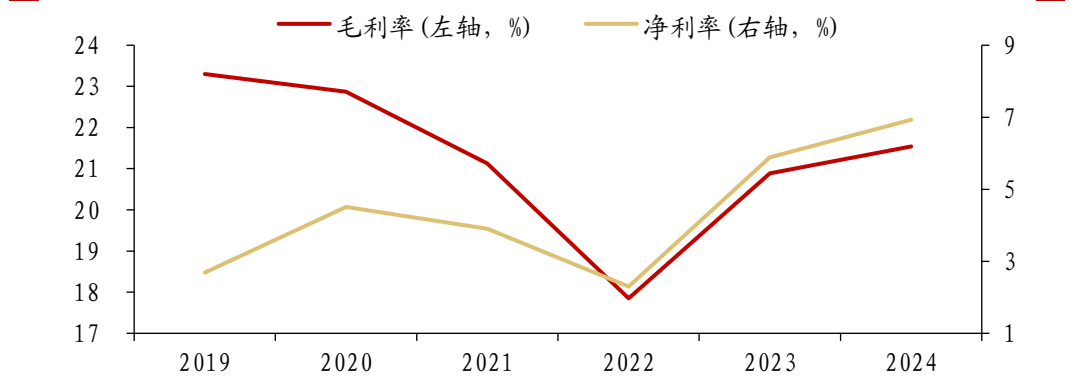
1.2 公司新能源热管理业务量价齐升，向 IDC 液冷等应用领域延伸

营收端，公司总营收自 2021 年持续增长。公司营收自 2021 年持续增长，2024 年实现营收 47 亿元，同增 15%，系公司产品产线增加，应用场景从汽车领域向 IDC 液冷、人工智能液冷等领域延伸。

盈利端，公司毛利率与净利率 2020-2022 年持续下滑，随后持续增加。公司于 2023-2024 年毛利率与净利率持续增加，系受公司调整产业布局，积极开发国际市场等影响。

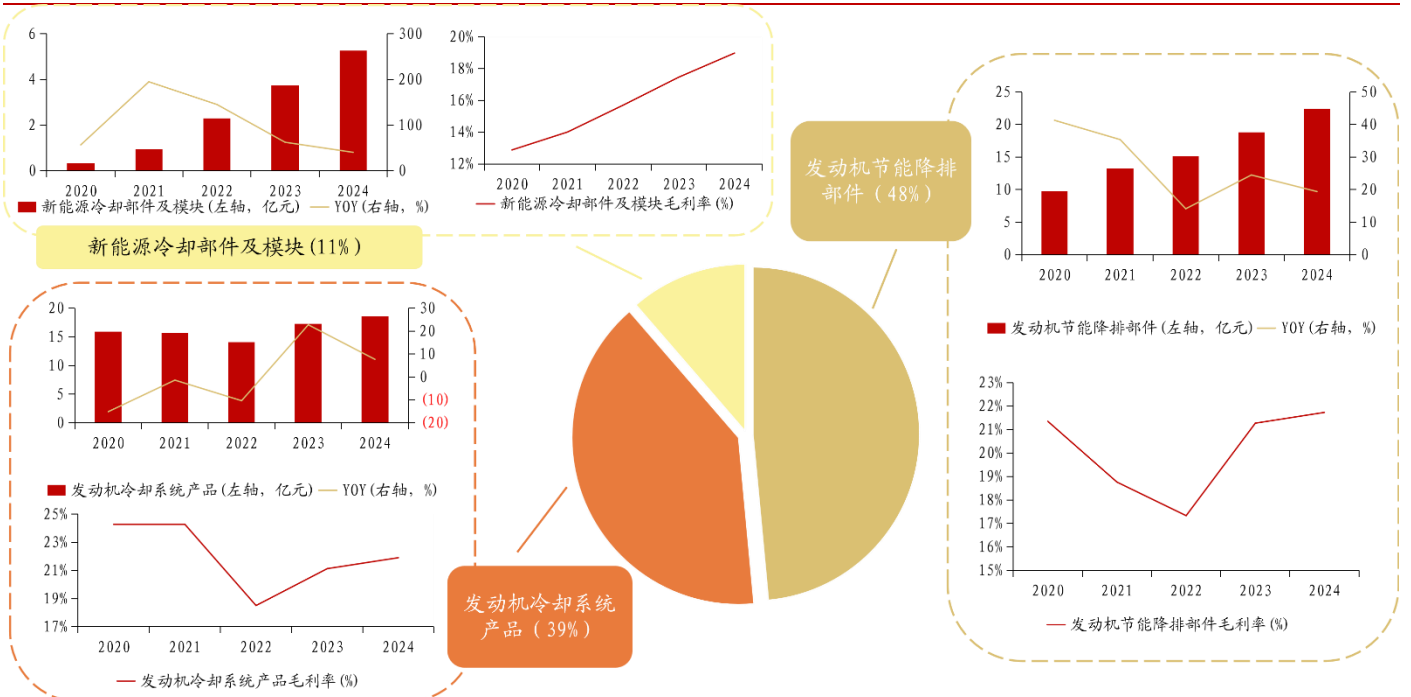
除 2022 年外，公司 2019-2024 年归母净利润与 ROE 均持续提升。公司于 2024 年实现归母净利润 3.3 亿元，同增 26%，ROE 达 10%。公司 2022 年归母净利润与 ROE 略有下滑系美国持续加征关税、原材料价格大幅上涨、芯片缺乏及俄乌冲突等所致。

图2: 公司毛利率与净利率 2020-2022 年持续下降, 往后持续增加



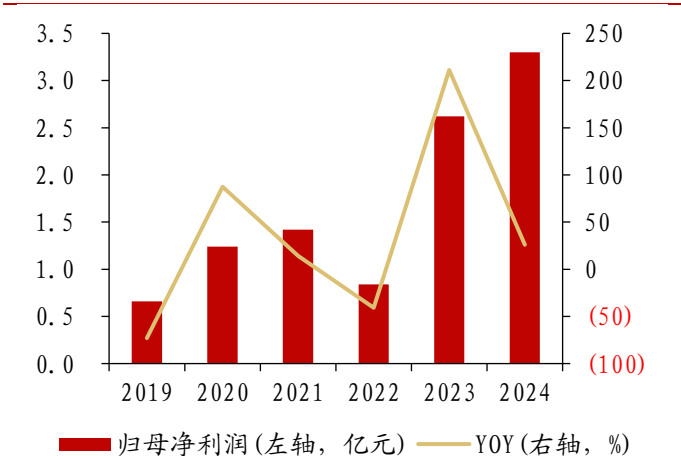
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 公司主营业务各板块毛利率自 2022 年起均持续增长



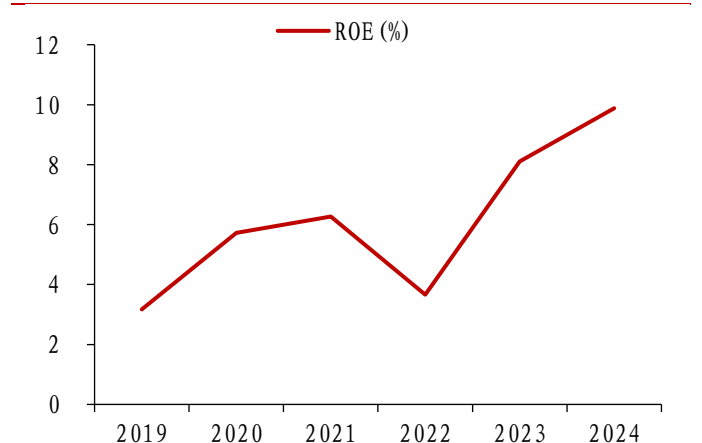
资料来源: 公司年报, Wind, 浙商证券研究所

图4: 公司 2022-2024 年归母净利润持续增加



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 公司 2024 年 ROE 达 9.9%



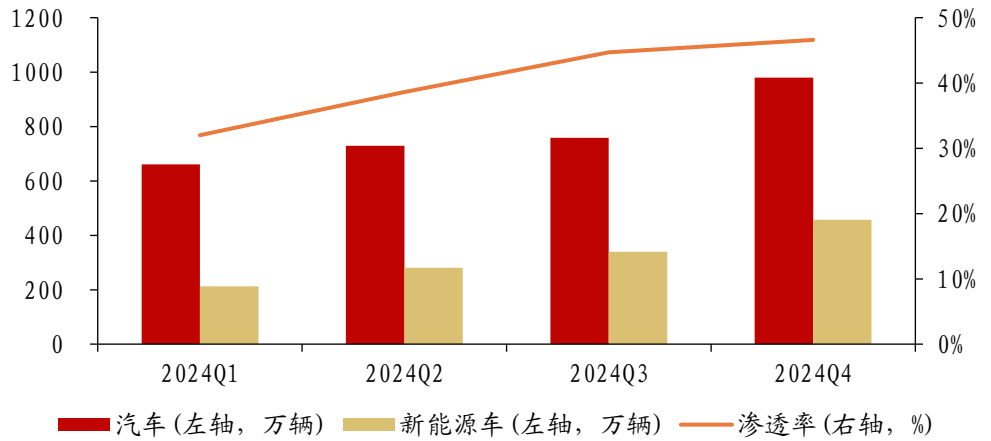
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 传统汽车零部件业务：基本盘稳固，电子水泵增添新动能

2.1 新能源汽车拉动电子水泵需求攀升

新能源汽车持续增长，拉动热管理系统及电子水泵市场需求。根据汽车工业协会数据，2024年中国新能源汽车产量达1289万辆，销量达1287万辆，分别同比增长34%、36%。新能源汽车发展直接拉动了上游热管理系统及其关键部件电子水泵市场需求攀升。

图6：2024年我国新能源汽车渗透率超41%

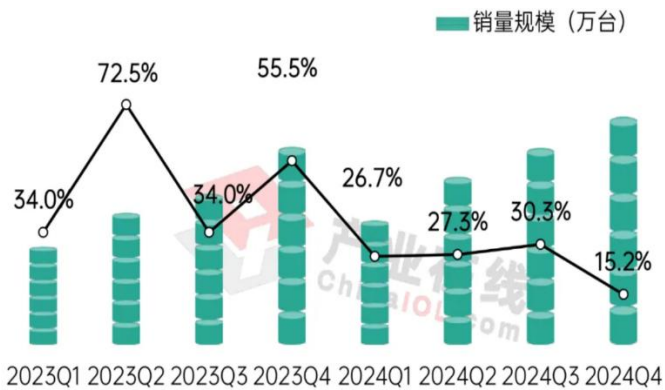


资料来源：产业在线，浙商证券研究所

2.2 我国电子水泵销量持续增长，品牌集中度逐年递增

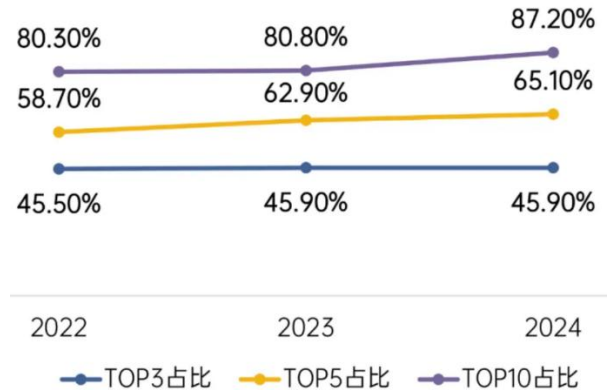
我国2024年电子水泵销量达2711万只，品牌集中度逐年递增，CR5达65%。根据产业在线数据，2024年中国新能源汽车热管理领域中，电子水泵产品销量达2711万只，同比增长24%，市场需求以内销为主导；竞争格局较为集中，CR5达65%。

图7：电子水泵 24Q1-Q4 销量持续增加



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图8：TOP 10 品牌集中度逐年攀升



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

2.3 公司产线完善，已构建机械水泵、排气歧管等全场景产品矩阵

公司产线完善，已构建全场景产品矩阵。公司具备多条产线，具备年产 77000 吨各类铁合金铸件生产能力，主要业务是汽车领域热管理部件和民用领域热管理部件的制造、销售，细分为发动机热管理重要部件；发动机热管理节能减排部件；新能源、氢燃料电池和 5G 工业液冷及光伏系统冷却部件与模块等。公司已构建全场景产品矩阵，拥有传统机械水泵类；排气歧管类；涡轮增压器壳体类；电子产品类；冷却液温控阀、执行器类；热管理集成模块类；机械油泵类；支架、飞轮壳等八大类核心产品。

表1：公司具备年产 8300 吨各类铝合金铸件生产能力

设备	台/条	尺寸/规格	产品	生产效率
ABM 造型线	1	820*820*200-280	飞轮壳、水泵壳、进气歧管	15 型/小时
压铸机	25	800T/650T/630T/500T/400T/300T/280T	水泵壳体、支架	36000 只/天
重力浇铸线	8	可浇铸 ≤ 5 公斤模	水泵壳、支架、进气歧管	280 只/天

具有年产 8300 吨各类铝合金铸件的生产能力。(南阳飞龙 7000 吨，西峡飞龙 1300 吨)

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表2：公司具备年产 77000 吨各类铁合金铸件生产能力

设备	条	砂箱尺寸	产品	生产效率
AMF 造型线	4	700*600*250	高镍排气歧管、涡壳	120 型/小时、80 型/小时
KOYO 造型线	1	700*600*250	硅钼排气歧管、涡壳	108 型/小时
HWS 造型线	2	1000*800*320 1000*800*300	排气歧管、泵体、支架、飞轮壳、高镍排气歧管	60 型/小时、120 型/小时
HVM 负压造型线	1	650*600*600	耐热钢涡壳、耐热钢排气歧管	80 型/小时
铁模覆砂线	2	760*680*150 1160*780*150	高镍排气歧管、涡壳	33 型/小时、25 型/小时
壳型造型线	2	650*600*450	耐热钢涡壳、排气歧管	90 型/小时
KW 静压造型线	1	950*750*280	耐热钢高镍排气歧管、涡壳	120 型/小时

具有年产 77000 吨各类铁合金铸件的生产能力。(南阳飞龙事业部 20000 吨，飞龙特铸 29000 吨，西峡飞龙事业部 28000 吨)

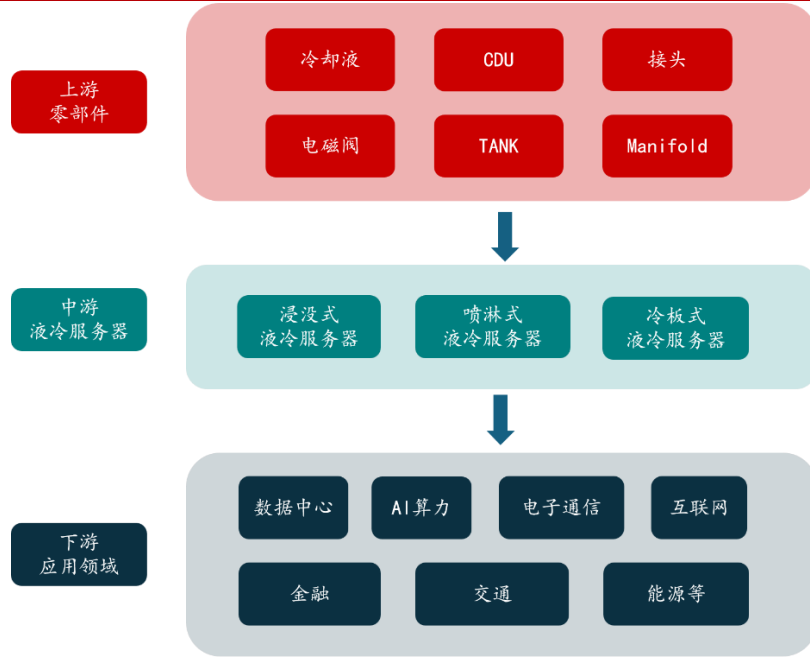
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3 IDC 液冷市场拓展：算力爆发下的核心受益者

3.1 液冷服务器处于产业链中游，液冷服务器 24H1 市场规模近 13 亿美元

产业链完善，液冷服务器处于产业链中游。液冷服务器产业链上游为冷却液、接头、CDU（冷却液分配单元）等零部件；中游为液冷服务器可分为浸没式/喷淋式/冷板式液冷服务器；下游应用于数据中心、AI 算力、电子通信等领域。

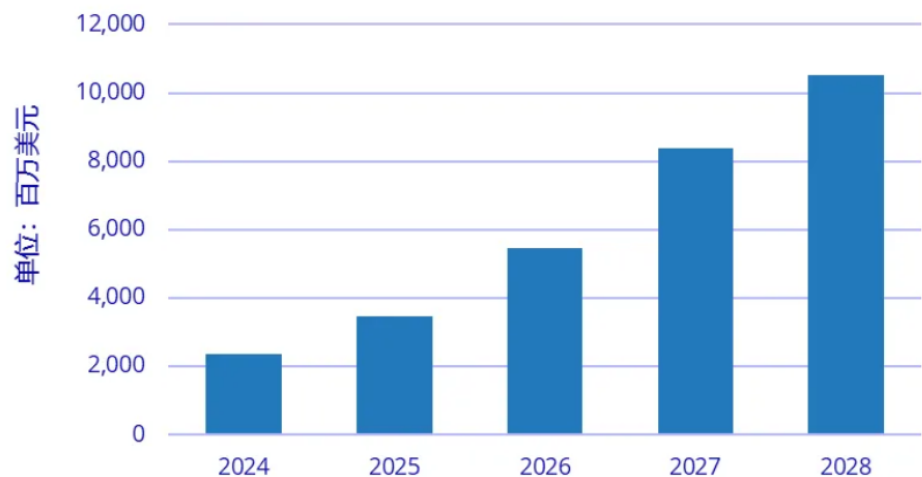
图9：液冷服务器处于产业链中游



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

人工智能发展强劲，我国 24H1 液冷服务器市场规模近 13 亿美元。人工智能发展势头强劲，算力需求旺盛，不断推动液冷服务器成为“刚需”硬件。根据 IDC 数据，中国液冷服务器市场在 2024H1 保持快速增长，市场规模达近 13 亿美元，同比增长 98%，其中液冷解决方案仍以冷板式为主，占 95%以上。

图10：预计 2028 年中国液冷服务器市场规模达 102 亿美元



资料来源：IDC，浙商证券研究所

3.2.2 新一代 AI 芯片发布，采用全液冷机架级设计

2025 年 3 月，NVIDIA 在 GTC 2025 大会上正式发布新一代 AI 芯片 Blackwell Ultra (GB300)，并剧透基于下一代 Rubin GPU 架构的 Vera Rubin 超级芯片等。以下是其产品发布时间线。

- (1) **2025 年 3 月推出 Blackwell Ultra GPU。**
 - ①**Blackwell Ultra 超级芯片 TDP1400w。**产品通过 NVIDIA NVLink Switch 技术和 NVIDIA BlueField@-3 DPU，18 个超级芯片组合；
 - ②**NVIDIA GB300 NVL72 采用全液冷机架级设计。**GB300 采用了独立液冷板设计，每个芯片配备单独的一进一出液冷板，而非大面积冷板覆盖方式。
- (2) **预计 2025 年推出 Quantum-X InfiniBand 交换机，液冷设计。**Quantum-X Photonics 交换机采用液冷设计高效冷却板载硅光子组件与上一代产品相比，为 AI 计算架构提供 2 倍速度和 5 倍可扩展性。
- (3) **预计 2026 年推出 Spectrum-X Photonics 以太网交换机。**Spectrum-X Photonics 以太网交换机具有多种配置，两款硅光网络交换机旨在帮助 AI 工厂实现跨站点连接数百万 GPU，同时显著降低能耗和运营成本。
- (4) **预计 2026H2 推出 Vera Rubin NVL44:** Rubin 的性能将达到 Hopper 的 900 倍，而 Blackwell 相较 Hopper 已实现 68 倍提升。
- (5) **预计 2027H2 推出 Rubin Ultra NVL576，液冷功耗达 600kW 左右:** Vera Arm CPU 具有 88 个定制 Arm 内核、176 个线程和 1.8TBps NVLink C2C。Rubin Ultra 包括前标线大小的 GPU，具有 100 petaflops 的 FP4 和 1TB 的 HBM4e。
- (6) **将于 2028 年推出 Feynman 旗舰芯片:** Feynman (费曼) 平台为 AI 芯片，采用下一代 HBM。

3.3 公司研发体系完善，具备全球供货能力，IDC 液冷等领域客户超 70 家

3.3.1 公司技术创新能力较强，专利布局完善

公司研发体系完善，技术创新能力较强。公司研发团队充足，体系完善，公司构建了覆盖全国的多点研发网络，旗下飞龙南阳、飞龙郑州、飞龙上海、飞龙芜湖等 9 家子公司均获国家高新技术企业认定。公司拥有国家级企业技术中心，并设有博士后科研工作站。

公司有四大研发中心，专利布局完善。公司已建成 4 个专业化研发中心，其中上海和芜湖研发中心重点聚焦新能源产品研发，紧跟行业前沿技术发展趋势。截至 2024 年，公司累计获得专利 601 项，其中发明专利 159 项。在专利布局方面，公司拥有国内专利 599 项，并成功获得 2 项国际专利，为开拓海外市场奠定技术基础。

表3: 公司研发团队人员充足，热管理集成模块工程师共 98 人

	机械水泵	电子水泵	机油泵	排气歧管及涡壳	热管理集成模块
设计工程师	61	48	5	71	56
开发工程师	43	45	10	31	42

工程技术人员 412 人，其中博士 5 人、硕士 16 人、高级工程师 32 人、CAE 工程师 15 人

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.3.2 公司具备全球供货能力，IDC 液冷等民用领域客户超 70 家

产能规划齐全，具备全球供货能力且交付准时，海外生产基地投产将提高产能。公司电子水泵产能 900 万只/年，液冷模块产能 680 万只/年，具备全球供货能力且交付准时，DHL 仓库、Sonima 仓库分拨量可达 100 万件/年，可 6 小时覆盖华东区。同时海外生产基地龙泰公司正在投产中，预计投产完成后，产能将提高。

公司营销网络覆盖全国，主要客户超 200 家，成功开拓海外市场。公司营销网络覆盖全国，并成功开拓海外市场，产品远销美洲、欧洲、东南亚等地区。截至 2024 年，公司国内外主要客户超 200 家，其中新能源供货及建立联系的客户已超 130 家，同时服务全球超 300 个基地工厂。

公司以电子水泵等切入 IDC 液冷，24Q3 营收等均位居前二。公司以电子水泵、温控阀等核心部件供应商角色切入服务器液冷领域，部分项目已经批量供货。与英维克、高澜股份、申菱环境、曙光数创等相比，公司 24Q3 营收、销售净利率、净利润等均位居前二，近一年营业利润增长率位居第一。

公司在 IDC 液冷、人工智能液冷等民用领域供货及建立联系的客户超 70 家。公司与英维克、高澜股份、申菱环境、曙光数创等 70 余家客户在民用领域进行合作，已供货及建立联系。其中英维克提供全链条液冷解决方案，应用于服务器、云计算等领域。

表4：公司电子水泵、热管理模块分别具备 900 万只/年、680 万只/年的产能

	机械水泵	电子水泵	机油泵	排气歧管	涡壳		热管理集成模块、冷却液温控阀
					铸造	加工	
南阳飞龙	360		90	300	300	360	
郑州飞龙	180	160					560
重庆飞龙	200	80					
芜湖飞龙	190	560	70				
西峡飞龙	80			120			
飞龙特铸				80	530	180	
龙泰公司	100	100	200	150		110	120
合计	1110	900	360	650	830	650	680

资料来源：公司官网，浙商证券研究所
注：单位均为万只/年

图13：公司产品可 6 小时覆盖华东区，7 天到达欧洲、美洲仓库

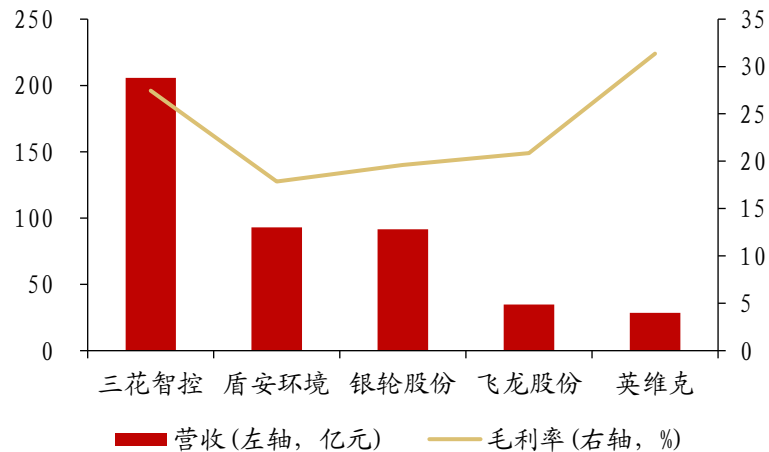


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4 同业比较：差异化竞争优势，与博格华纳等客户合作

公司在新能源汽车热管理和 IDC 液冷市场具有差异化竞争优势，三花智控具备规模效应，英维克毛利率较高。公司在细分领域具有较强竞争力，尤其是在新能源汽车热管理和 IDC 液冷市场拓展方面，凭借技术复用和客户资源，有望实现业绩增长。与同行业公司相比，三花智控在制冷设备和汽车热管理领域具有技术优势，具有规模效应，24Q3 营收 206 亿元，毛利率 27%；英维克专注于温控设备，24Q3 毛利率较高，达 31%。

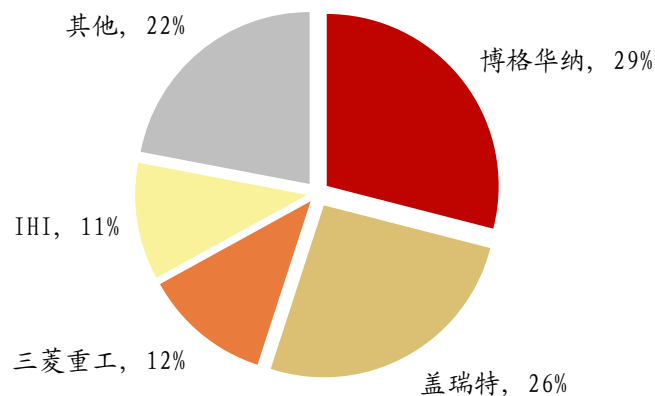
图14：公司 24Q3 营收达 35 亿元，毛利率达 21%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司合作企业博格华纳、盖瑞特占据涡轮增压器 55% 市场份额。涡轮增压器原装配件供应商阵营依托其核心技术壁垒与品牌溢价能力，主导着全球涡轮增压器市场的发展格局。以博格华纳、盖瑞特、三菱重工等为代表的国际巨头占据 2021 年全球市场份额逾 90%，公司凭借其在精密制造领域的先发优势，不仅在前装配套市场形成寡头垄断格局，更通过技术标准制定与全产业链布局持续强化其市场控制力。公司与国际市场的博格华纳、盖瑞特、美国通用、康明斯等 50 多家企业均有合作，客户合作资源优质。

图15：2021 年博格华纳、盖瑞特等公司占据涡轮增压器较大市场份额



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

公司新能源热管理客户超 130 家，在 2023 年中国市场新能源乘用车热管理系统电子水泵供应商份额排名第 5。公司新能源热管理部件产品供货及建立联系的客户超 130 家，其中海外主要客户有越南 VINFAST、麦格纳、康明斯、Bosch 等，在 2023 年中国市场新能源乘用车热管理系统电子水泵供应商份额排名第 5。

表5: 公司在 2023 年中国市场新能源乘用车热管理系统电子水泵供应商份额排名第 5

排名	供应商	市场份额
1	浙江三花	20.6%
2	威晟科技	16.6%
3	弗迪动力	10.4%
4	东南电器	10.1%
5	飞龙股份	9.9%
6	深鹏电子	6.6%
7	富临精工	4.3%
8	皮尔博格	4.1%
9	德昌电机	3.7%
10	博世	3.7%

资料来源: 高工智能汽车研究院, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

我们对公司 2025-2027 年业绩做出如下核心预测:

1、发动机节能降排部件: 据中汽协数据, 2024 年中国汽车销量为 3144 万辆, 同比增长 4.5%, 连续两年规模保持在 3000 万辆以上。公司受益于传统节能减排政策推进及公司产能释放, 预计该业务保持稳定增长。因此预计公司 25-27 年发动机节能降排部件营收为 26/29/34 亿元。

2、发动机冷却系统产品: 发动机冷却系统产品 2024 年营收 18.6 亿元, 占比 39%, 受益于公司产能释放, 预计该业务保持稳定增长。因此预计公司 25-27 年发动机冷却系统产品营收为 20/21/23 亿元。

3、新能源冷却部件及模块: 据产业在线数据, 2024 年中国新能源汽车热管理领域中, 电子水泵产品销量达 2711 万只, 同比增长 24%, 电子水泵品牌集中度逐年递增。因此预计公司 25-27 年新能源冷却部件及模块营收为 9/15/20 亿元。

表6: 预计营收快速增长, 新能源冷却模块营收稳健提升

	2024A	2025E	2026E	2027E
收入/百万元	4,723.21	5,609.04	6,789.28	8,035.80
yoy	15.34%	18.75%	21.04%	18.36%
毛利率	21.54%	21.77%	21.93%	22.18%
发动机节能降排部件				
收入/百万元	2245.23	2,553.11	2936.07	3387.78
yoy	19.40%	13.71%	15.00%	15.38%
毛利率	21.73%	21.50%	21.50%	21.50%
发动机冷却系统产品				
收入/百万元	1,856.21	1,988.37	2,129.94	2,281.59
yoy	7.69%	7.12%	7.12%	7.12%
毛利率	21.91%	22.00%	22.00%	22.00%
新能源冷却部件及模块				
收入/百万元	525.66	908.64	1481.39	2013.46
yoy	40.44%	72.86%	63.03%	35.92%
毛利率	18.97%	20.00%	20.50%	21.00%
其他				
收入/百万元	56.12	58.93	61.88	64.97
yoy	-17.52%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	24.11%	22.00%	22.00%	22.00%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2 估值分析与建议

我们选取银轮股份、曙光数创和申菱环境进行比较分析，公司液冷业务仍处于高速增长期，预期公司未来业绩增长较快，首次覆盖给予“买入”评级。

表7: 公司 24-26 年估值低于行业平均水平

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002126	银轮股份	187.5	8.4	11.2	14.1	1.0	1.3	1.7	22.2	16.7	13.3
872808	曙光数创	104.0	0.6	1.0	1.4	0.3	0.5	0.7	219.7	104.1	73.4
301018	申菱环境	84.2	1.7	2.5	3.0	0.6	0.9	1.1	49.3	34.2	28.2
	行业平均	125.2	3.6	4.9	6.2	0.7	0.9	1.2	97.1	51.7	38.3
002536	飞龙股份	69.4	3.3	4.4	5.4	0.6	0.8	0.9	21.1	15.7	13.0

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 数据截止于 2025 年 4 月 9 日; 除飞龙股份外, 其余公司的预测数据均为 Wind 一致预期

6 风险提示

1、新能源汽车政策变动风险: 若新能源补贴退坡速度快于预期, 或地方政府扶持力度减弱, 可能导致下游车企成本压力传导至上游零部件厂商, 压缩公司利润空间。

2、原材料价格波动风险: 铝、铜等金属价格受国际大宗商品市场影响显著, 若价格大幅上涨且公司未能有效转嫁成本, 将直接拖累毛利率表现。

3、国际贸易摩擦风险: 美国加征关税、欧洲反倾销调查等贸易壁垒可能影响公司海外业务拓展, 尤其是北美及欧洲市场订单交付。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,079	3,719	4,286	4,909
现金	508	476	616	681
交易性金融资产	311	311	311	311
应收账款	1,208	1,409	1,685	2,081
其它应收款	0	8	4	6
预付账款	15	38	33	39
存货	748	1,290	1,451	1,604
其他	289	188	188	188
非流动资产	2,242	2,185	2,120	2,114
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,582	1,455	1,304	1,227
无形资产	155	153	152	149
在建工程	266	337	426	500
其他	241	239	239	238
资产总计	5,322	5,904	6,406	7,023
流动负债	1,718	2,182	2,536	2,979
短期借款	34	34	34	34
应付款项	1,538	1,970	2,297	2,704
预收账款	0	0	0	0
其他	146	177	204	240
非流动负债	283	283	283	283
长期借款	220	220	220	220
其他	63	63	63	63
负债合计	2,001	2,464	2,818	3,262
少数股东权益	(15)	(35)	(49)	(72)
归属母公司股东权	3,336	3,475	3,636	3,833
负债和股东权益	5,322	5,904	6,406	7,023

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	381	475	714	673
净利润	327	422	521	628
折旧摊销	222	244	247	140
财务费用	8	0	0	0
投资损失	(3)	10	9	10
营运资金变动	(188)	(209)	(72)	(114)
其它	15	8	9	10
投资活动现金流	(204)	(204)	(201)	(154)
资本支出	(263)	(194)	(192)	(144)
长期投资	50	0	0	0
其他	9	(10)	(9)	(10)
筹资活动现金流	(206)	(308)	(373)	(454)
短期借款	(190)	0	0	0
长期借款	220	0	0	0
其他	(236)	(308)	(373)	(454)
现金净增加额	(24)	(33)	140	65

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,723	5,609	6,789	8,036
营业成本	3,706	4,388	5,300	6,253
营业税金及附加	32	40	47	56
营业费用	109	123	151	180
管理费用	311	353	429	515
研发费用	272	314	387	458
财务费用	(21)	0	0	0
资产减值损失	(11)	0	0	0
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	(2)	(10)	(9)	(10)
其他经营收益	40	46	59	68
营业利润	340	427	527	634
营业外收支	(15)	(9)	(11)	(12)
利润总额	325	417	516	622
所得税	(2)	(4)	(5)	(6)
净利润	327	422	521	628
少数股东损益	(2)	(20)	(14)	(23)
归属母公司净利润	330	441	535	651
EBITDA	543	661	763	761
EPS (最新摊薄)	0.57	0.77	0.93	1.13

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	15.34%	18.76%	21.04%	18.36%
营业利润	37.02%	25.48%	23.55%	20.19%
归属母公司净利润	25.92%	33.88%	21.24%	21.68%
获利能力				
毛利率	21.54%	21.77%	21.93%	22.18%
净利率	6.98%	7.87%	7.88%	8.10%
ROE	9.88%	12.70%	14.71%	16.98%
ROIC	9.03%	11.41%	13.56%	15.64%
偿债能力				
资产负债率	37.60%	41.74%	44.00%	46.44%
净负债比率	-7.65%	-6.43%	-10.07%	-11.35%
流动比率	1.79	1.70	1.69	1.65
速动比率	1.24	1.01	1.03	1.03
营运能力				
总资产周转率	0.91	1.00	1.10	1.20
应收账款周转率	4.93	4.70	4.99	4.87
应付账款周转率	5.51	5.47	5.49	5.50
每股指标(元)				
每股收益	0.57	0.77	0.93	1.13
每股经营现金	0.66	0.83	1.24	1.17
每股净资产	5.80	6.04	6.33	6.67
估值比率				
P/E	21.05	15.72	12.97	10.66
P/B	2.08	2.00	1.91	1.81
EV/EBITDA	11.80	10.16	8.62	8.55

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>