下载日志已记录，仅供内部参考

鸿富诚(301716) 元件/电子 发布时间：2026-09-15

证券研究报告 / 公司深度报告

石墨烯导热垫片占领先机，随 AI 高功率芯片应用放量

首次覆盖

报告摘要：

高端热界面材料领军企业，碳基产品率先突破 AI 芯片，业绩进入高速释放期。公司深耕电子功能材料十余年，核心产品垂直取向石墨烯导热垫片、金属碳基复合材料性能领先，是国内极少数实现高端碳基 TIM 规模化量产并批量导入全球头部 AI 芯片厂商供应链的企业。2025 年公司实现总营收 7.07 亿元，同比增长 114.34%；其中热管理材料收入 5.69 亿元，同比增长 184.72%，占总营收比例达 80.5%。2024 年，公司全球热界面材料市占率达 1.36%，位列国内行业第一梯队。

热管理材料：芯片功耗提升，石墨烯和金属碳基产品持续放量。热管理为公司核心主业，产品涵盖高分子基、碳基石墨烯导热垫片、金属碳基复合材料。面对 AI 高功耗芯片散热需求，自研垂直取向石墨烯导热垫片导热系数可达 130W/m·k，适配大芯片翘曲痛点，金属碳基复合材料实现头部客户批量供货。数据中心业务收入占比自 2023 年 5.81%快速提升至 2025 年的 58.87%。高端产品毛利率显著高于传统材料，持续拉动公司盈利中枢上行。

电磁屏蔽材料：消费与通信基本盘，稳步拓展车载、服务器增量需求。电磁屏蔽材料包含导电泡棉、屏蔽器件等成熟品类，长期服务消费电子龙头厂商。2024 年公司电磁屏蔽材料收入为 0.85 亿元，占全球及中国电磁屏蔽材料市场份额为 0.16%和 0.29%，5G/6G 通信、人工智能、新能源汽车等领域的快速发展将带动增长。

吸波材料：前瞻布局射频新型材料，毫米波通信等需求具备长期空间。公司吸波产品主要用于抑制电磁干扰，适配 5G 通信基站、车载毫米波雷达、高速芯片、卫星通信等领域，该业务具备长期放量潜力。

盈利预测：我们认为公司高端 TIM 已进入 AI 芯片核心客户放量阶段，有望持续受益于算力芯片功耗提升及高性能热界面材料需求增长。预计 2026-2028 年营收 11.59/15.01/19.34 亿元，同比增长 64.0%/29.5%/28.9%；预计归母净利润 4.93/6.37/8.24 亿元，同比增长 83.3%/29.2%/29.4%。首次覆盖，建议重点关注。

风险提示：行业竞争加剧，在大客户的份额不及预期

财务摘要（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	330	707	1,159	1,501	1,934
(+/-)%	26.62%	114.34%	64.00%	29.50%	28.88%
归属母公司净利润	71	269	493	637	824
(+/-)%	104.38%	276.51%	83.25%	29.22%	29.36%
每股收益（元）	1.28	4.81	6.58	8.50	11.00
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净资产收益率(%)	18.46%	48.13%	41.76%	35.05%	31.20%
股息收益率(%)	—	—	—	—	—
总股本（百万股）	56	56	75	75	75

发行数据

发行价（元）	76.86
发行规模（百万股）	18.73
发行后总股本（百万股）	74.92
B 股/H 股（百万股）	0
网上申购日期	9.16
上市日期	
主承销商	华源证券

相关报告

《服务器液冷技术趋势三:导热界面材料迭代升级，石墨烯导热垫片前景广阔》

--20260803

《服务器液冷技术趋势二:不锈钢波纹管渗透率提升，替代 EPDM 橡胶管路成为主流趋势》

--20260723

证券分析师：李玖
执业证书编号：S0550522030001
lijiu1@nesc.cn

证券分析师：陈敏佳
执业证书编号：S0550526080002
chenmj@nesc.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1. 鸿富诚：专注导热与屏蔽吸波材料，领先的高端热管理材料提供商 4
1.1. 专注导热与屏蔽吸波材料，产品应用于多行业头部客户终端产品 4
1.2. 公司营收高速增长，盈利水平显著提升 5
2. 热管理材料：AI 算力驱动散热升级，高端 TIM 打开成长空间 8
2.1. 行业层面：热界面材料是电子散热核心，高端化升级为长期主线 8
2.1.1. 导热界面材料种类丰富，适配多种场景 8
2.1.2. TIM 材料市场空间广阔，下游应用广泛 10
2.2. 数据中心热管理：AI 算力爆发驱动高端 TIM 需求提升 11
2.2.1. AI 基建芯片出货量高增，热界面材料需求随之抬升 11
2.2.2. 芯片功耗、封装扩展、翘曲问题提升材料性能要求 12
2.2.3. 导热界面技术迭代，碳基金属基迎来机遇 14
2.2.4. 鸿富诚：石墨烯与金属碳基双产品布局，覆盖 AI 芯片装机与测试 15
2.3. 通信 5G：高功率射频芯片推动散热升级，碳纤维导热垫片稳定应用 18
2.3.1. 5G 通信需求持续增长，功率增加推动散热需求提升 18
2.3.2. 碳纤维优化导热路径，工艺领先打破国外垄断 19
2.3.3. 鸿富诚：碳纤维导热垫片收入稳定，核心客户验证产品竞争力 20
2.4. 消费电子：热管理需求持续升级，导热硅胶垫片应用空间广阔 21
2.4.1. 生成式人工智能电子产品推动散热需求提升，导热硅胶垫片应用持续深化 21
2.4.2. 先进工艺保障产品性能，导热硅胶垫片满足消费电子散热需求 21
2.4.3. 鸿富诚：导热硅胶垫片场景多元，下游应用稳固验证产品竞争力 22
3. 屏蔽吸波材料：成熟客户与工艺平台构筑稳定业务基本盘 22
3.1. 屏蔽吸波材料降低电磁干扰，满足多元应用需求 22
3.2. 屏蔽吸波材料市场需求稳健，公司下游应用领域持续拓展 23
3.3. 鸿富诚：屏蔽吸波材料稳健增长，客户资源优势明显 24
4. 盈利预测 25
5. 风险提示 26

图表目录

图 1：公司发展历程 4
图 2：公司产品矩阵 5
图 3：2022-2025 公司分产品营业收入（亿元） 5
图 4：2022-2025 公司分产品营收占比 5
图 5：2022-2026H1 公司营业收入及增速 6
图 6：2022-2026H1 公司归母净利润及增速 6
图 7：2019-2026H1 公司毛利率和净利率 6
图 8：2022-2026H1 公司期间费用率 6
图 9：公司分业务毛利率情况 7
图 10：公司前五大客户情况 7
图 11：股权架构 8
图 12：2023-2025 年公司研发投入及占比 8
图 13：2023-2025 年公司研发人员及占比 8
图 14：TIM 作用示意图 9
图 15：带盖设计（lidded design） 10
图 16：无盖设计（lidless design） 10
图 17：2024-2031F 全球热界面材料市场规模 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：2024-2031F 中国热界面材料市场规模 10
图 19：2025 年热界面材料市场应用份额（%） 11
图 20：主要 CSP 和 NeoCloud 资本支出（十亿美元） 12
图 21：XPU 市场规模（十亿美元） 12
图 22：2023-2029 中国 AI 芯片市场规模（万亿元） 12
图 23：2025 中国 AI 加速卡在国内数据中心占比 12
图 24：英伟达单芯片 TDP 演进图 13
图 25：英伟达单机柜功耗演进图 13
图 26：CoWoS 封装尺寸持续扩展 13
图 27：翘曲随封装尺寸增加 14
图 28：2024 全球热界面材料厂商排名（%） 14
图 29：2025 中国热界面材料厂商排名（%） 14
图 30：2022-2025H1 公司石墨烯导热垫片营收及增速 16
图 31：2022-2025H1 公司碳基导热垫片分客户营收（万元） 16
图 32：石墨烯导热垫片在光模块的应用 16
图 33：射频芯片应用位置 16
图 34：石墨烯传热示意图 17
图 35：2023-2025 公司金属碳基复合材料收入 18
图 36：2025H1 公司金属碳基复合材料客户份额 18
图 37：金属碳基复合材料生产工艺流程 18
图 38：2020-2025 年中国移动电话基站发展状况（万个） 19
图 39：碳纤维导热垫片在 5G 基站中的应用 19
图 40：碳纤维导热垫片工艺流程 20
图 41：碳纤维导热垫片工作原理 20
图 42：2022-2025H1 公司碳纤维导热垫片营收及增速 21
图 43：2022-2025H1 公司碳纤维导热垫片主要客户营收及占比 21
图 44：2023-2027E 全球 GenAI 手机出货量占比 21
图 45：2025-2027E 全球 AI PC 出货量 21
图 46：导热硅胶垫片在智能手机中的工作原理 22
图 47：2022-2025H1 公司导热硅胶垫片营收及增速 22
图 48：2022-2025H1 公司导热硅胶垫片下游占比 22
图 49：电磁屏蔽材料工作原理 23
图 50：吸波材料工作原理 23
图 51：2016-2028E 全球电磁屏蔽材料市场规模及增速 23
图 52：2022-2025H1 鸿富诚屏蔽材料下游应用占比 24
图 53：2022-2025H1 鸿富诚吸波材料下游应用占比 24
图 54：2022-2025H1 鸿富诚屏蔽材料收入及增速 24
图 55：2022-2025H1 鸿富诚吸波材料收入及增速 24
图 56：2022-2025H1 鸿富诚屏蔽材料主要客户 25
图 57：2022-2025H1 鸿富诚吸波材料主要客户 25

表 1：各主流热界面材料或技术路线对比 9
表 2：热管理材料行业主要公司 15
表 3：鸿富诚石墨烯导热垫片产品和主要行业竞品性能对比 17
表 4：鸿富诚分项业务盈利预测（百万元） 25
表 5：鸿富诚盈利预测（百万元/%） 26

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 鸿富诚：专注导热与屏蔽吸波材料，领先的高端热管理材料提供商

1.1. 专注导热与屏蔽吸波材料，产品应用于多行业头部客户终端产品

导热与屏蔽吸波材料供应商，可量产高端导热材料。公司成立于 2003 年，初期专注于屏蔽材料，分别于 2007 年与 2009 年开始涉足吸波材料和导热界面材料。经过 20 余年的发展，公司形成包括石墨烯导热垫片、碳纤维导热垫片、液态金属、导热凝胶、高导热材料、导电泡棉、吸波材料等产品在内的产品矩阵，产品广泛应用于数据中心（AI 高功率芯片、光模块）、智能汽车、5G 通信及消费电子等领域。公司在配方、工艺有着深厚积累，技术成果转化能力强，客户覆盖入全球头部 AI 芯片企业、纬创资通、鸿海精密、广达电脑、Marian, Inc.、LEADER TECH 等，且正在推进与封测、光伏、智能驾驶、ICT 产业链细分龙头的合作。

图 1：公司发展历程



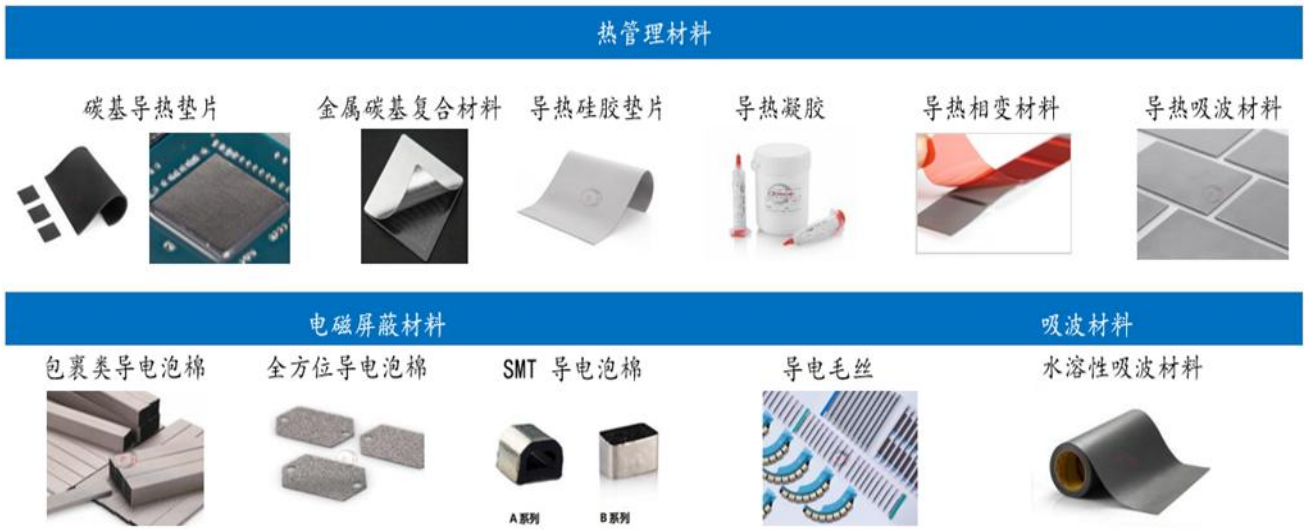
数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

产品矩阵多元，应用领域广泛。公司的主要产品及应用领域如下：

- 1）导热材料：包括碳基导热垫片（碳纤维导热垫片和石墨烯导热垫片）、金属碳基复合材料、导热硅胶垫片、导热凝胶，主要应用场景包括 AI 高功率芯片、光模块、智能汽车、5G 通信及消费电子等领域，用于填充芯片等发热元器件与散热器之间的空隙，提升导热效能。
- 2）电磁屏蔽材料：包括包裹类导电泡棉、全方位导电泡棉、SMT 导电泡棉、导电毛丝等，主要应用于消费电子、汽车电子、通信设备、医疗仪器等。
- 3）吸波材料：包括水溶性吸波材料，主要应用于消费电子领域，作用是降低电磁波的干扰和反射。

下载日志已记录，仅供内部参考

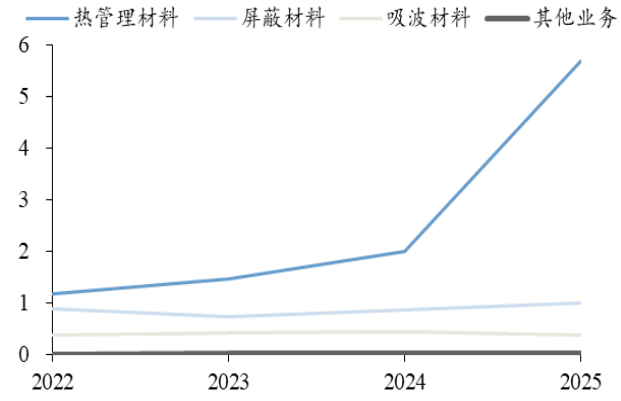
图 2：公司产品矩阵



数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

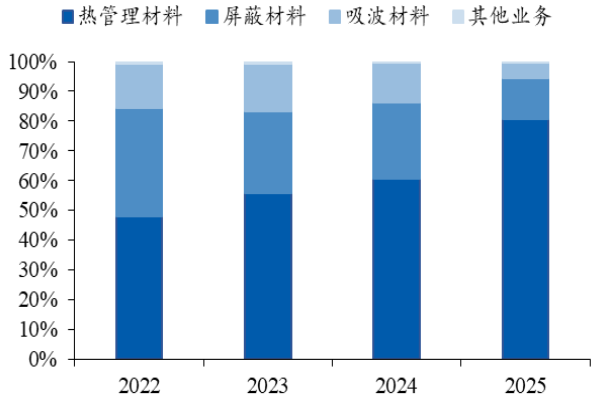
屏蔽吸波材料相对平稳，热管理材料营收迅速提升。分产品来看，公司 2025 收入占比最高的产品是热管理材料，其实现收入 5.69 亿，同比增长 184.72%，主要得益于 AI 算力基础设施爆发式增长，热管理材料的销量大幅提升，产品导入头部客户并实现批量供货。屏蔽材料与吸波材料分别实现营收 0.98/0.37 亿元，YoY+15.40%/-13.41%，5G 基站需求持续增长、汽车电子领域渗透率提升，该板块业务表现稳健。从下游应用看，公司的业绩支柱领域逐渐从消费电子转为数据中心，持续受益于人工智能、智能汽车的高速发展。

图 3：2022-2025 公司分产品营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东北证券

图 4：2022-2025 公司分产品营收占比



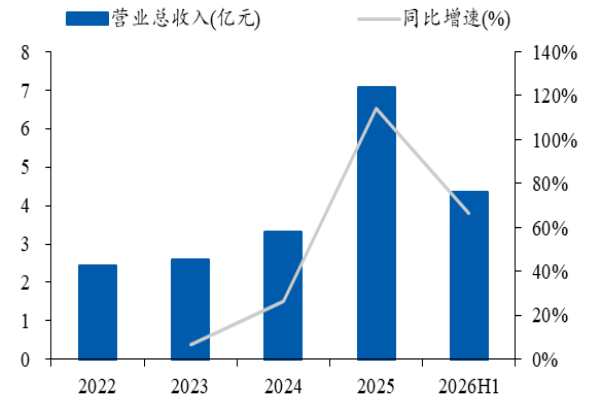
数据来源：Wind，东北证券

1.2. 公司营收高速增长，盈利水平持续提升

公司营收高速增长，盈利能力持续提升。2025 全年公司实现总营收 7.07 亿元，同比增长 114.34%；实现归母净利润 2.69 亿元，同比增长 276.51%。净利润增长幅度显著超过收入增幅，主要是由于石墨烯导热垫片、金属碳基复合材料收入大幅上升。特别是金属碳基复合材料从小批量转为大规模量产，销售额从 2024 年的 41.06 万元增长至 2025 年的 19,175.18 万元。2026 年上半年，公司延续高增长态势，实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 66.29%；归母净利润 1.76 亿元，同比增长 94.6%，受益于数据中心高速发展，高附加值核心产品销量持续增长。

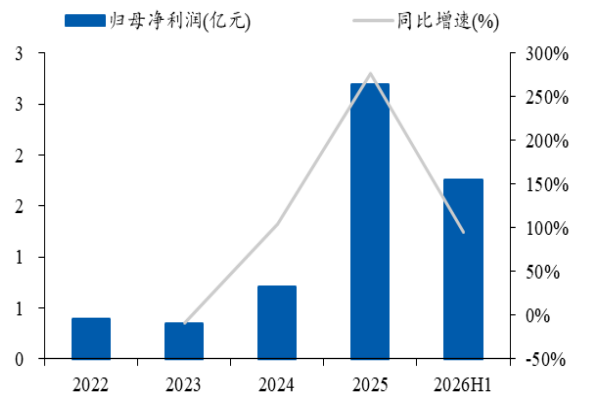
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：2022-2026H1 公司营业收入及增速



数据来源：Wind，东北证券

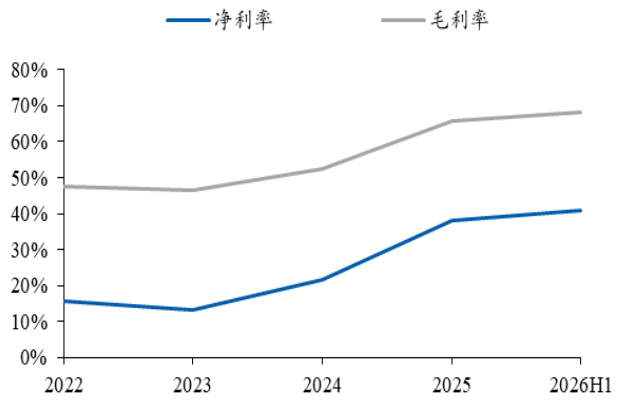
图 6：2022-2026H1 公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，东北证券

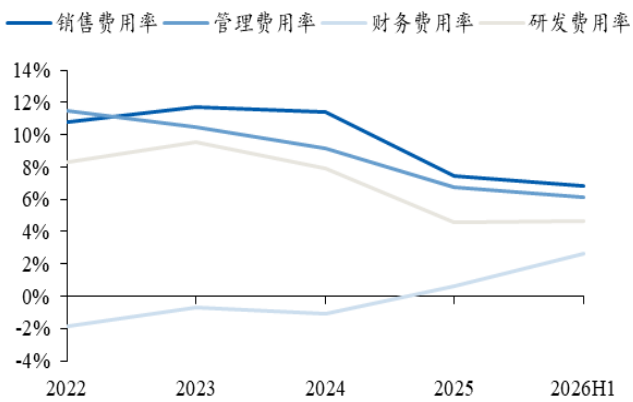
毛利率净利率显著提升，整体费用管控持续改善。2025 公司的毛利率净利率分别为 65.56%/38.25%，同比+13.24pct/16.56pct。公司 2023 年毛利率略微下降因屏蔽材料的毛利率和收入占比均有所下降，之后逐步上升主要是因为热管理材料及器件毛利率快速上涨且收入占比持续提升。公司费用管控能力持续改善，期间费用占营业收入的比例从 2023 年的 31.05%降低至 2025 年的 19.37%，收入规模快速扩大下规模效应显现。2026 年上半年，毛利率进一步提升至 68.15%，净利率提升至 40.93%，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别降至 6.85%/6.16%/4.62%，规模效应持续显现，期间费用率达 20.28%，主要系汇兑损失 1,225.93 万元。

图 7：2019-2026H1 公司毛利率和净利率



数据来源：Wind，东北证券

图 8：2022-2026H1 公司期间费用率

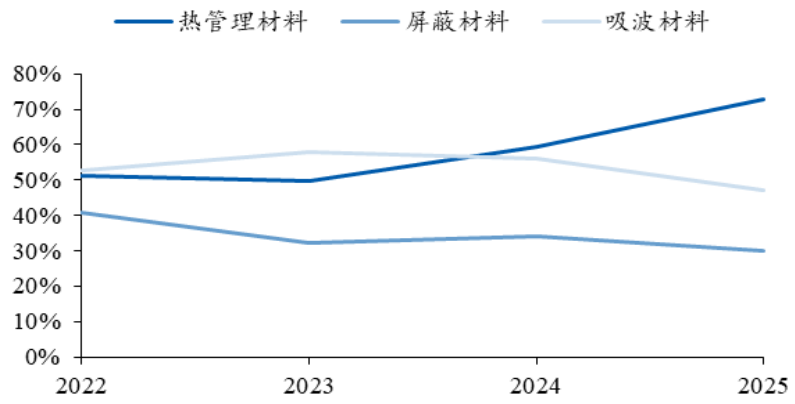


数据来源：Wind，东北证券

分业务看，公司主要产品毛利率快速上升。2025 年公司热管理材料的供货需求快速增长，石墨烯导热垫片、金属碳基复合材料能有效解决高功率芯片热管理问题但行业内具备量产供应能力的厂商较少，公司拥有较强的议价能力，热管理材料毛利率增至 72.93%，同比+13.70pct。

下载日志已记录，仅供内部参考

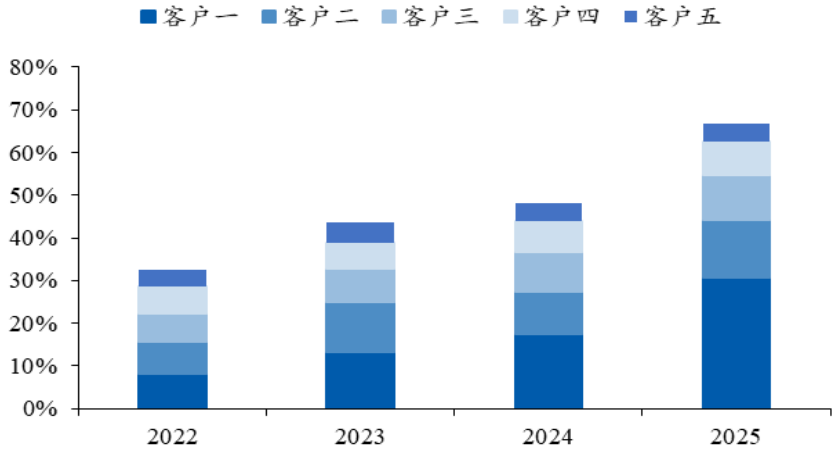
图 9：公司分业务毛利率情况



数据来源：Wind，东北证券

公司客户资源雄厚，与全球 AI 芯片等头部客户合作紧密。公司客户覆盖全球头部 AI 芯片企业、鸿海精密、纬创资通等大型科技公司，同时覆盖广达电脑、Marian, Inc.、LEADER TECH 等消费电子及材料方案厂商。2022-2025 年，公司前五大客户收入占比分别为 32.41%/43.63%/48.23%/66.70%，前五大客户收入规模持续扩张，且合作周期普遍较长，基本拥有 5 年以上合作关系。2025 年前五大客户为纬创资通、鸿海精密、B 公司、C 公司、广达电脑，分别占比 30.73%/13.59%/10.38%/7.88%/4.12%。

图 10：公司前五大客户情况

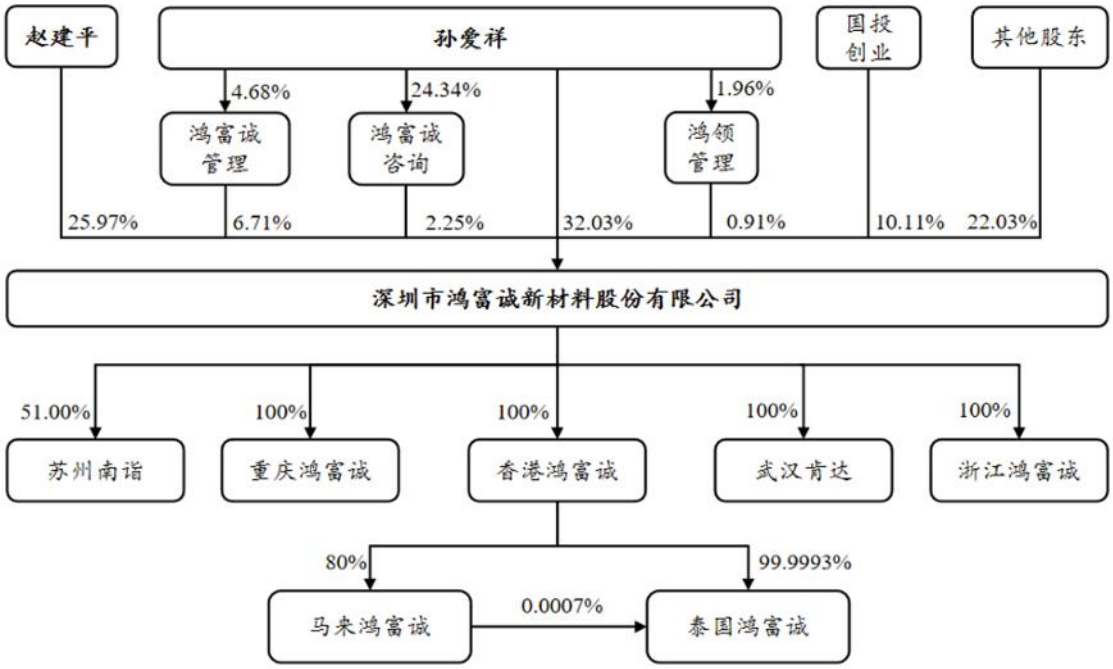


数据来源：Wind，东北证券

股权结构清晰稳固，实控人深度绑定公司长期发展。截至招股说明书签署日，公司实际控制人为孙爱祥和其姐夫赵建平，孙爱祥持有公司 32.03%股份，赵建平持有公司 25.97%股份，同时孙爱祥通过鸿富诚管理、鸿富诚咨询、鸿领管理拥有公司 9.86%表决权，两人合计控制鸿富诚 67.86%的表决权。

下载日志已记录，仅供内部参考

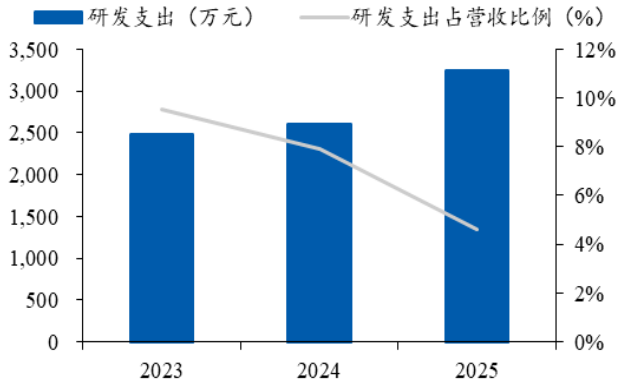
图 11：股权架构



数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

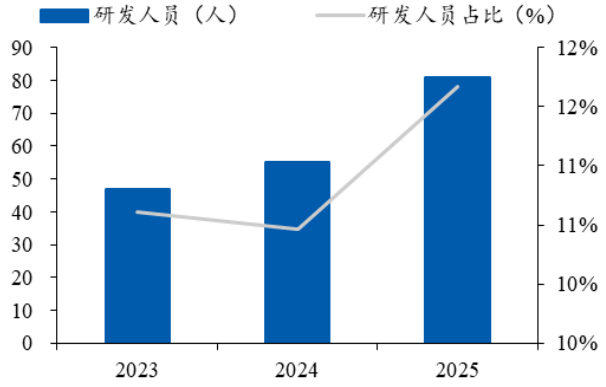
研发投入持续积累，费用率随收入规模扩大逐步摊薄。2023-2025 年，公司研发投入分别为 2487.50 万元、2611.22 万元、3244.02 万元，保持增长态势，为技术迭代与新产品研发提供支撑；研发费用率分别为 9.55%、7.92%、4.59%，占比下降主要系收入规模快速扩张带来的摊薄效应。研发人员数量逐年增加，从 2023 年的 47 人提升至 2025 年的 81 人，进一步增强企业的技术创新和科技成果转化能力。

图 12：2023-2025 年公司研发投入及占比



数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

图 13：2023-2025 年公司研发人员及占比



数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

2. 热管理材料：AI 算力驱动散热升级，高端 TIM 打开成长空间

2.1. 行业层面：热界面材料是电子散热核心，高端化升级为长期主线

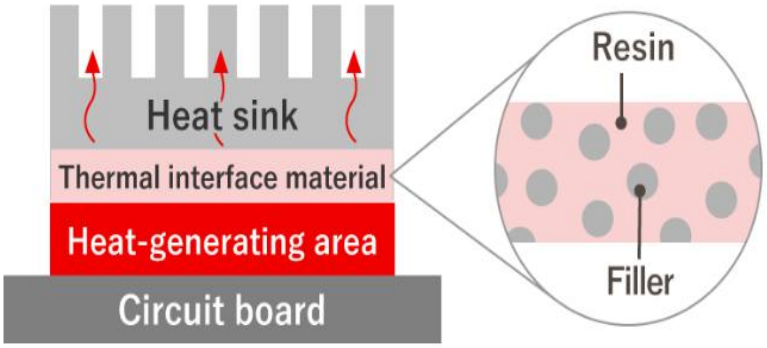
2.1.1. 导热界面材料种类丰富，适配多种场景

TIM 材料用于填隙与降低界面热阻，不可或缺。导热界面材料（Thermal Interface Material，TIM）是一种用于集成电路封装和电子散热的材料，用于填充两种材料接

下载日志已记录，仅供内部参考

触面的微空隙、凹凸不平的孔洞，减小传热的接触热阻。空气导热系数仅约0.026W/(m·K)，传热效率低，采用导热材料可以在发热元器件与散热器建立高效的热传导通路，从而达到降低工作温度、延长使用寿命的效果。

图 14：TIM 作用示意图



数据来源：Murata，东北证券

导热材料特性各异，石墨烯导热垫片适配高端 TIM 需求。传统高分子基材料应用广泛，导热垫片绝缘减震、可重复使用，适配器件与散热器、外壳间的通用散热场景；导热硅脂成本低廉、浸润性好，但长期使用易泵出干涸，多用于常规功率器件接触面；导热凝胶支持自动化点胶，适配消费电子等复杂结构填充需求。金属基与新型碳基材料导热性能更突出，液态金属导热系数极高但存在导电腐蚀风险；碳基材料中，碳纤维、石墨烯等碳基材料低热阻、轻量化且性能稳定，可满足 5G 基站、AI 高功率芯片等高热流密度场景的散热需求。

表 1：各主流热界面材料或技术路线对比

材料名称	导热系数	优点	缺点
导热垫片	常规导热系数 1-10W/m·k	能满足设备小型化、超薄化；形态稳定，便于自动化装配；适用性广。	高温下易应力松弛，界面密封性衰减，降低机械强度。
导热硅脂	通常 1-10W/m·k	填充能力强，能有效润湿界面，降低接触热阻，适应性广。	易溢出污染，清洁困难；多次温度循环后易干涸失效。
导热凝胶	通常 1-8W/m·k，高性能达 12W/m·k	高弹性与变形性，能顺应表面粗糙度，填充效果好。	步骤固化；粘性能较低，长期易出现分层，影响散热。
导热相变材料	通常 1-8.5W/m·k	成本低，室温固态易操作，相变后流动性增强，方便填充。	自身导热能力弱，需添加高导热填料以弥补性能短板。
液态金属材料	通常 20-80W/m·k	导热系数极高，通常，热阻极低，散热性能卓越。	导电性强，易渗漏损坏电路；对基材腐蚀，成本高。
新型碳基材料	石墨烯垫片垂直方向导热系数 130W/m·k 以上	超高导热系数和极低热阻；高回弹与低应力；稳定性好；安装便捷。	成本高；产业化难度大；导电风险。

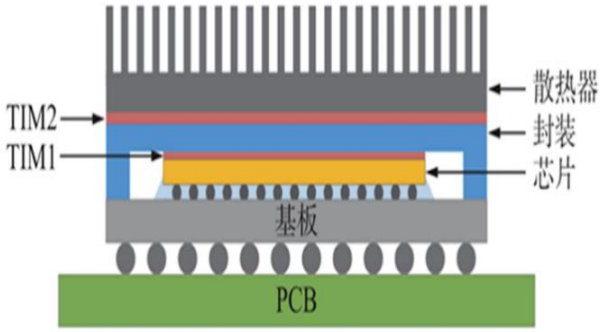
数据来源：鸿富诚招股书，东北证券

按应用部位可划分为 TIM 1/1.5/2，封装演变不改市场空间。当前芯片封装结构上分为带盖设计（lidded design）与无盖设计（lidless design）。带盖设计中，芯片与封装之间为 TIM1，封装外壳与散热器之间为 TIM2；无盖设计中，芯片裸片与散热器之间为 TIM1.5。TIM1 因为更接近芯片裸片，材料通常越需要兼顾高导热、低热阻、绝缘性和热膨胀匹配，一般采用高导热性粉体填充聚合物中，形成复合材料，例如导热膏、导热胶、相变材料等。封装结构向无盖设计的演变也推动热界面材料应用

下载日志已记录，仅供内部参考

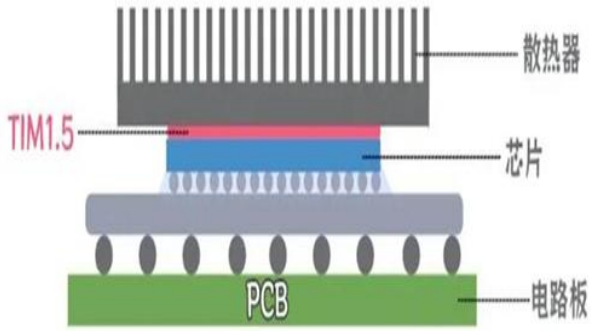
从传统的 TIM1+TIM2 转向单一 TIM1.5 层，但由于 TIM1.5 的高技术要求，价值量通常更高，并不影响到热界面材料的市场空间。

图 15：带盖设计（lidded design）



数据来源：鸿富诚招股书，东北证券

图 16：无盖设计（lidless design）

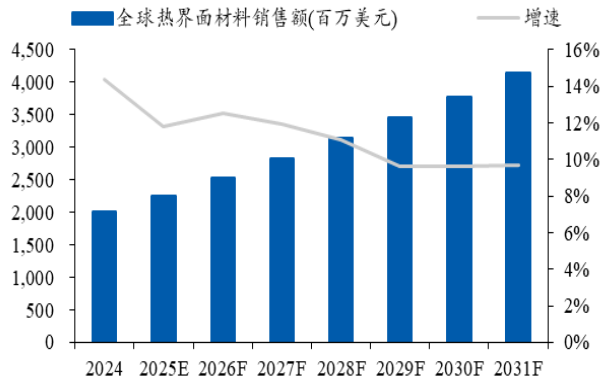


数据来源：未来半导体，东北证券

2.1.2. TIM 材料市场空间广阔，下游应用广泛

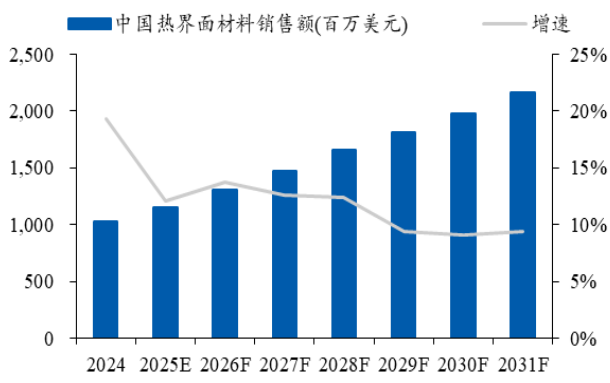
导热界面材料市场规模稳步增长，中国增速高于全球。导热界面材料下游应用广泛，可应用于数据中心、消费电子、5G 通信、汽车电子、工业光伏等领域。伴随全球电子器件向高功率、高集成、轻薄化持续演进，TIM 市场规模稳步扩容，中国市场受益于国产化替代与新兴需求双轮驱动，增速领先全球平均水平。根据 QY Research 统计，全球 TIM 材料销售额 2031 年将增长至 41.48 亿美元，2025-2031 年 CAGR 达 10.74%；中国 TIM 材料销售额 2031 年将增长至 21.64 亿美元，2025-2031 年 CAGR 达 11.09%。

图 17：2024-2031F 全球热界面材料市场规模



数据来源：QYResearch，东北证券

图 18：2024-2031F 中国热界面材料市场规模

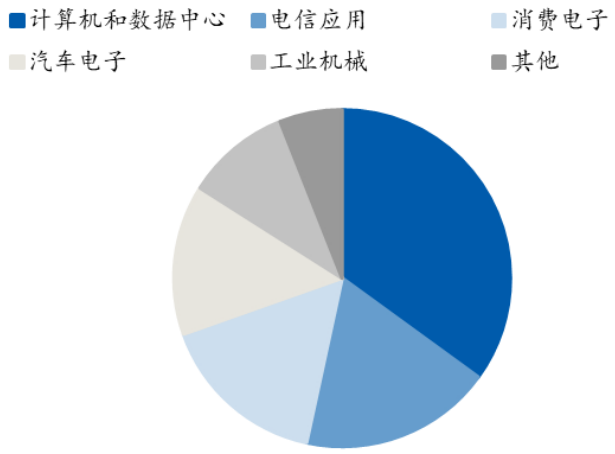


数据来源：QYResearch，东北证券

下游结构多元，高功率场景占比持续抬升。从其中计算机系统与数据中心为第一大应用领域，市场份额达 35.0%，由算力基建与服务器散热需求主导；电信通信、汽车电子分别占比 18.4%、14.4%，5G 基站、新能源三电及智驾芯片等高功耗场景持续释放高端导热需求。消费电子、工业机械分别以 16.2%、10.0%的份额构成需求基本盘；剩余 6.0%为航空航天、国防、医疗电子等专业应用场景。长期来看，AI 算力、汽车智能化等高功率场景占比将持续抬升，推动行业整体向高端化升级。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：2025 年热界面材料市场应用份额（%）



数据来源：Dataintelo Analysis，东北证券

2.2. 数据中心热管理：AI 算力爆发驱动高端 TIM 需求提升

AI 算力密度重构散热需求，三重瓶颈倒逼 TIM 材料升级。预计 2034 年全球计算机系统与数据中心领域 TIM 占整体市场份额将提升至 37.8%，是驱动 TIM 材料升级的核心。AI 算力需求爆发式增长下，芯片功耗、封装尺寸、封装翘曲三大维度挑战，对热界面材料的导热能力、界面适配性、长期可靠性提出更高的要求，传统材料体系已无法满足下一代 AI 芯片散热需求，高端 TIM 升级成为行业确定性趋势。

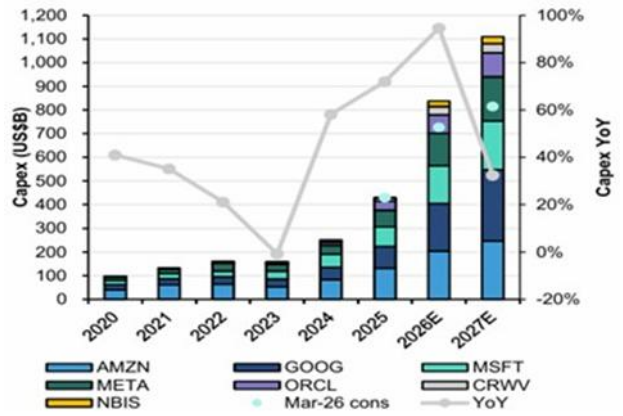
2.2.1. AI 基建芯片出货量高增，热界面材料需求随之抬升

资本支出的急剧上升，数据中心建设势头持续。2026 年第二季度财报期，美国四大超大云服务商（亚马逊、Meta、微软、谷歌）的资本支出预期进一步上调，预计 2027 年的总资本支出将增长至约 9,400 亿美元，2025-2027 年 CAGR 达 58%。结合 NeoCloud 和 Oracle，整体资本支出预计将以 61%的复合年增长率增长，到 2027 年达到约 1.11 万亿美元，相比 2026 年 3 月约 8,220 亿美元上调 35%。预计超大规模云服务商的总资本支出在 2026 年同比增长 95%，2027 年再增长 32%。

AI 加速芯片市场迎来确定性高增长， GPU 与 ASIC 共同扩容。预计 AI 数据中心 XPU 市场规模将从 2024 年的约 1,900 亿美元提升至 2027 年的约 5,000 亿美元，三年复合增速接近 38%，统计口径包含 HBM 芯片价值、不含 XPU 板级附件。当前 GPU 凭借训练场景的性能壁垒与生态优势，仍占据市场绝对主导地位；但随着头部云厂商将 ASIC 芯片从试点部署转向推理工作的大规模推广，ASIC 已升级为 AI 基础设施规划中的重要组成部分。

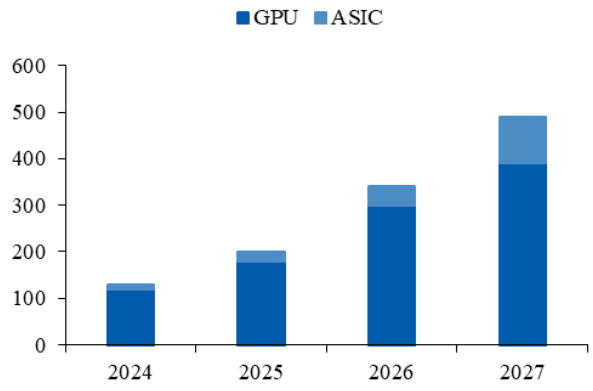
下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：主要 CSP 和 NeoCloud 资本支出（十亿美元）



数据来源：Bernstein analysis，东北证券

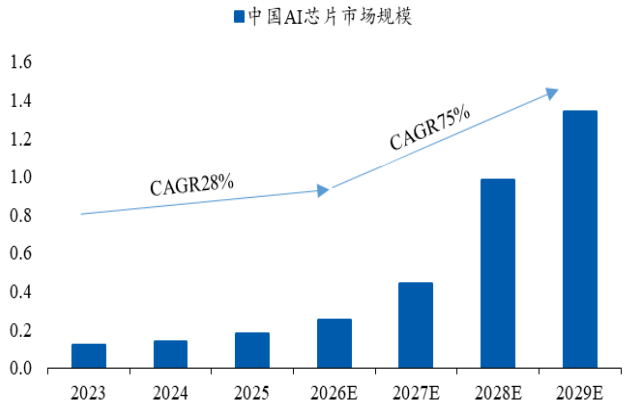
图 21：XPU 市场规模（十亿美元）



数据来源：Bernstein analysis，东北证券

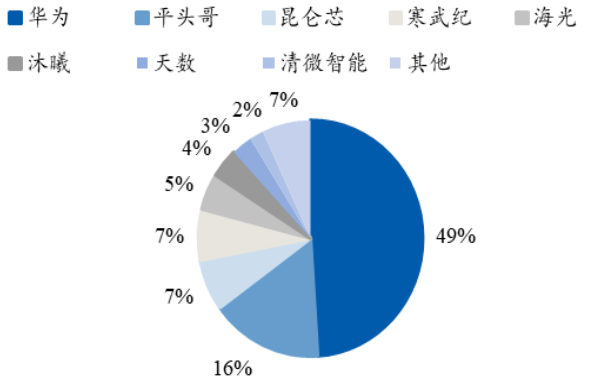
国产 AI 芯片亦处于高速放量周期，高端热界面材料需求扩容。2025 年国内云端 AI 芯片市场中，本土厂商出货量占比已攀升至 41%，较此前实现快速跃升。华为以近 20% 的国内市场份额稳居国产厂商首位，平头哥、昆仑芯、寒武纪等第一梯队企业出货规模同步高速增长，海光、沐曦等厂商也在持续起量。AI 芯片出货量的持续放量，直接促使高端热界面材料需求增长，每颗高功率 AI 芯片的量产装机都对应配套 TIM 的确定性需求。

图 22：2023-2029 中国 AI 芯片市场规模（万亿元）



数据来源：亿欧智库，东北证券

图 23：2025 中国 AI 加速卡在国内数据中心占比



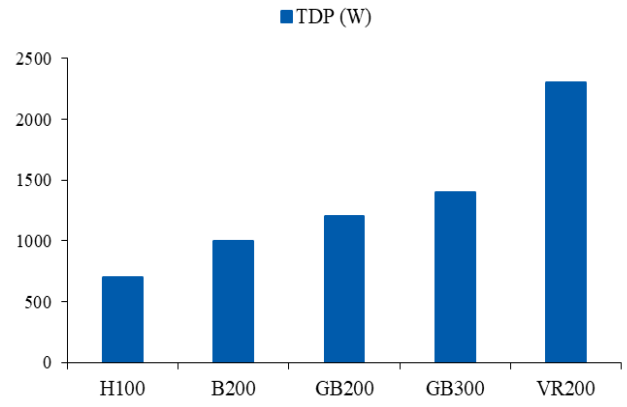
数据来源：IDC，东北证券

2.2.2. 芯片功耗、封装扩展、翘曲问题提升材料性能要求

单芯片 TDP 迈入两千瓦，热流密度逼近材料极限。芯片的性能提升始终伴随功耗的阶跃式增长，英伟达 H 系列的热设计功耗为 700W 量级，B 系列则跃升至 1000W 以上，即将推出的 Vera Rubin 的最大 TDP 预计将达到 2300W。整机层面功耗同样急剧上升，单台英伟达服务器的功耗已从 40kW 攀升至 230kW。功率密度的快速提升，使得界面热阻成为制约散热效率的核心瓶颈，传统导热系数 5-15W/m·k 的高分子基 TIM 已无法满足高热流密度下的热量快速导出需求，材料导热性能必须实现突破。

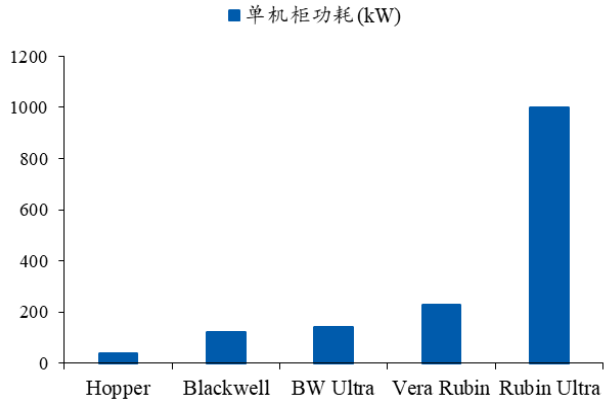
下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：英伟达单芯片 TDP 演进图



数据来源：36Kr，东北证券

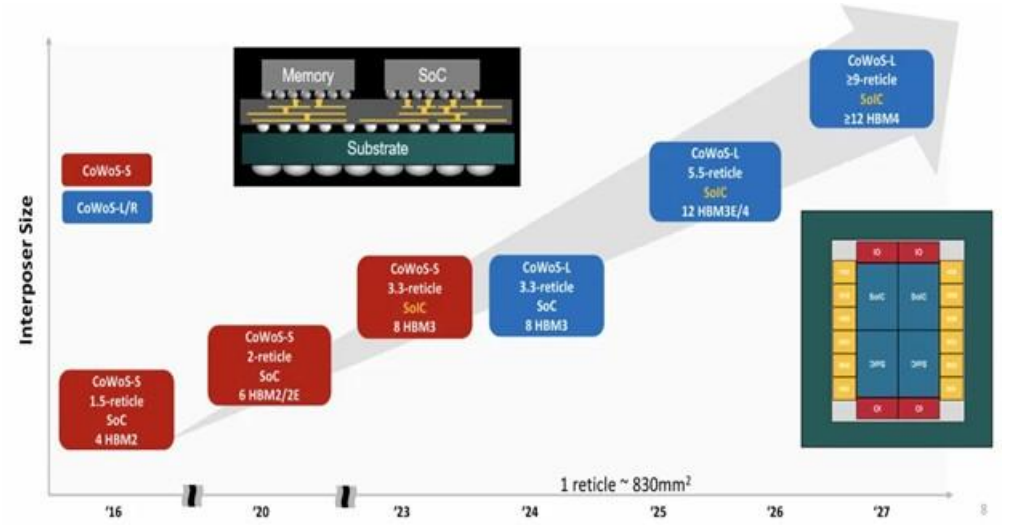
图 25：英伟达单机柜功耗演进图



数据来源：英伟达 2025GTC，三一精工，东北证券

封装尺寸向多倍光罩演进，大面积界面散热难度陡增。AI 芯片普遍采用 2.5D/3D 先进封装技术，封装尺寸与集成度持续提升。根据台积电披露，其 CoWoS 平台尺寸持续扩展：2024 年量产 5.5 倍光罩尺寸封装，可集成 12 颗 HBM3E/4；2026 年将量产 9 倍光罩尺寸封装，并朝着 14 倍光罩尺寸乃至更大规模发展。大尺寸封装容易出现散热盖、芯片与散热器之间的高度差，该差异会导致键合线厚度不均，进而引发热点与可靠性问题。

图 26：CoWoS 封装尺寸持续扩展

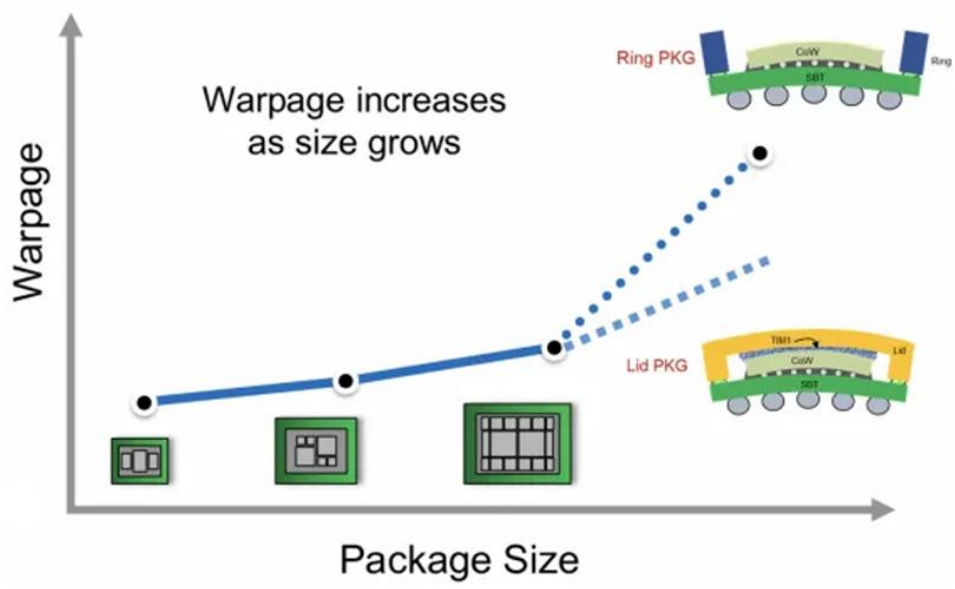


数据来源：TSMC，逍遥科技，东北证券

大尺寸先进封装带来翘曲，热界面材料可靠性成核心约束。以 CoWoS 为代表的先进封装持续扩大封装面积，封装内部硅芯片、模塑材料、有机基板等不同材料的热膨胀系数（CTE）差异显著，在回流焊等高温工艺及服务器运行的冷热循环过程中，不同材料热胀冷缩不同步，随着封装尺寸持续扩大，整体翘曲及局部形变问题进一步放大。翘曲会造成芯片与散热器之间的间隙和接触压力不均，导致 TIM 局部厚度增加、产生空隙，进而推高界面热阻。因此，先进封装对导热材料提出更高要求，必须同时兼顾高导热性与优异的压缩回弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 27：翘曲随封装尺寸增加

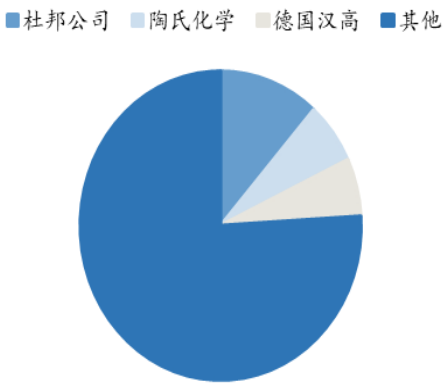


数据来源：TSMC，逍遥科技，东北证券

2.2.3. 导热界面技术迭代，碳基金属基迎来机遇

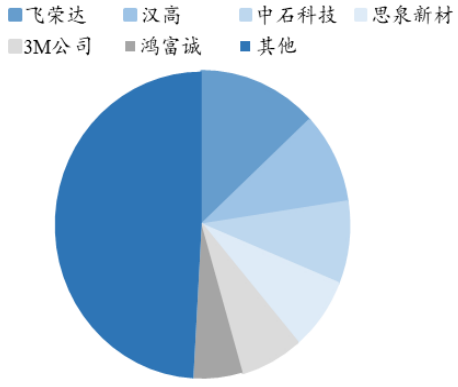
全球热界面材料市场呈现海外巨头主导、国内厂商加速追赶的格局。根据 QY Research 2024 年统计数据，全球市场由国际化工材料企业占据第一梯队，杜邦、陶氏化学、德国汉高分别以 11.5%、6.48%、6.05%的市占率位列前三；鸿富诚 2024 年热界面材料收入约 0.27 亿美元，全球市占率 1.36%，排名全球第十一位。国内市场方面，国产厂商已成为市场核心主力，弗若斯特沙利文 2025 年全口径统计显示，飞荣达、汉高、中石科技分别以 13.1%、9.5%、8.6%的市占率位列前三，思泉新材、3M 公司及鸿富诚分别以 7.6%、6.7%及 5.4%的市场份额位列第四至第六位。

图 28：2024 全球热界面材料厂商排名（%）



数据来源：QY Research，东北证券

图 29：2025 中国热界面材料厂商排名（%）



数据来源：弗若斯特沙利文，鸿富诚招股书，东北证券

导热界面材料技术迭代加速，碳基与金属基方案逐步崛起。传统高分子基 TIM 材料产业化成熟，海外巨头依托材料配方积淀，在半导体封装等高端场景占据先发优势；碳基、金属基凭借超高导热性能，成为面向高算力 AI 芯片的重要技术演进方向。当前全球主流厂商均在布局多元技术路线，海外代表企业有杜邦、陶氏、Resonac、汉高，国内参与者包括中石科技、飞荣达、鸿富诚等。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：热管理材料行业主要公司

公司名称	基材分类	技术路线	相关产品进展	技术指标	供应进展
杜邦	高分子基	AI 芯片封装和电路板散热	导热相变材料热导率 7.5W/m·k，无硅导热界面材料热导率 10W/m·k	7.5W/m·k-10W/m·k	已稳定供货
陶氏	高分子基	有机硅与碳纳米管复合的车用 TIM	① Carbice®SW-90（30psi 下热阻 0.13cm²·K/W）② SA-90（热阻 0.5cm²·K/W 并有粘附力）	0.13cm²·K/W（30psi）	Carbice 产品于 2026 年初供货
铟泰公司	金属基	电子组装与半导体封装	适用于翘曲＞200 微米的大尺寸芯片，20psi 下有效导热率 16W/m·k	16W/m·k（20psi）	2025 年 3 月展出
Resonac	碳基	石墨填料垂直排列	组装封装的导热系数 25-45W/m·k，散装导热系数 90W/m·k	＜90W/m·k	已有批量供货
汉高	高分子基	AI 数据中心与光模块的高性能 TIM	①MicroTIM 涂层，为 800G 光模块，承受 500 次插拔；②高导热相变材料导热系数 8.5W/m·K；③液态为 800G-1.6T，导热 14.5W/m·k	8.5W/m·k-14.5W/m·k	相变材料/液态 2025 年底供货
SMAR THIGH TECH	碳基	专注石墨烯导热垫片技术	实验室原型：2024 年推出 GT200；2026 年 1 月推出 GT300	100W/m·k-300W/m·k	暂无公开披露
中石科技	高分子基	AI 手机、服务器、光模块用散热模组材料	12W/m·k 低挥发单组分凝胶（无需固化）；面向 AI 服务器，7W/m·k 超软导热垫片（＞60%压缩性）	7W/m·k-12W/m·k	新产品均为 2025 年推出
飞荣达	碳基	导热、防护功能、基站天线用方案	2025 年 9 月首次发布 120W/m·k 石墨烯导热垫片	120W/m·k	
鸿富诚	碳基	石墨烯膜垂直取向	垂直取向石墨烯导热垫片	130W/m·k	量产供应 AI 芯片头部客户
鸿富诚	金属基	液态金属及碳基复合	液态金属材料及金属碳基复合材料	80W/m·k	

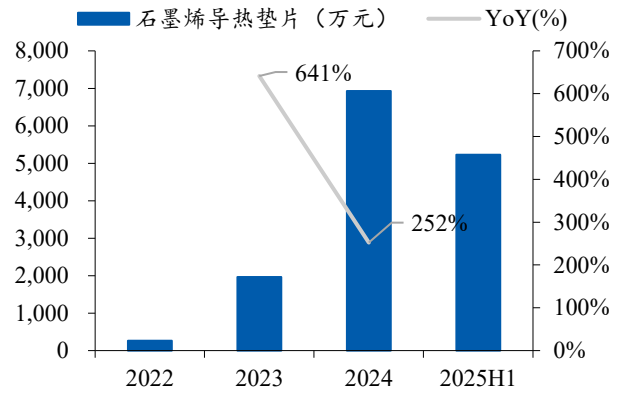
数据来源：鸿富诚审核问询回复函，各公司官网，东北证券

2.2.4. 鸿富诚：石墨烯与金属碳基双产品布局，覆盖 AI 芯片装机与测试

公司石墨烯导热垫片性能突出，配合装机应用，增长势头正盛。公司的石墨烯导热垫片通过创新取向工艺实现石墨烯材料的垂直排列，充分挖掘其在垂直方向的优异导热性能。量产产品导热系数可达 130W/m·K，热阻低至 0.06℃·cm²/W，可实现 70%的最大压缩量，能有效解决高功率大尺寸芯片的翘曲等问题。目前已进入多家全球头部芯片厂商装机产品的 TIM2 层，小批量供应 TIM1。2024 年石墨烯导热垫片实现收入 6931.81 万元；2025 年碳基导热垫片实现收入 2.52 亿元，石墨烯导热垫片是重要组成部分。

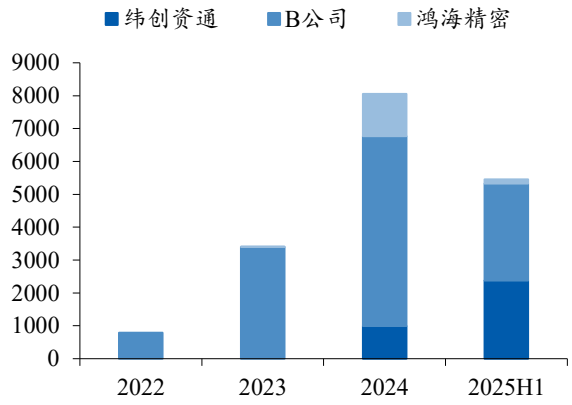
下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：2022-2025H1 公司石墨烯导热垫片营收及增速



数据来源：鸿富诚审核问询函回复，东北证券

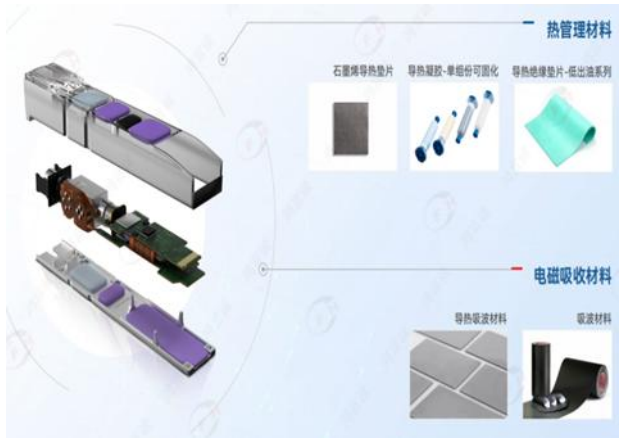
图 31：2022-2025H1 公司碳基导热垫片分客户营收（万元）



数据来源：鸿富诚审核问询函回复，东北证券

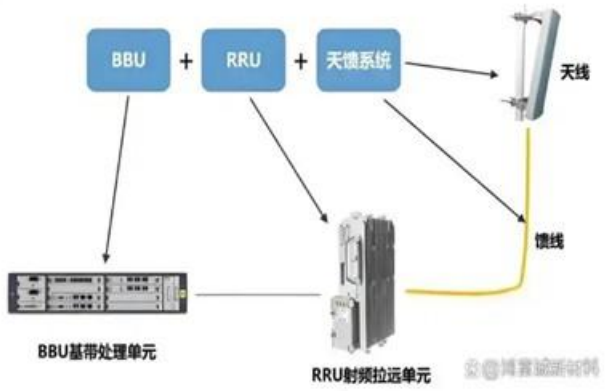
石墨烯导热垫片下游应用广泛，从芯片到光模块、基站等多场景。后续公司将继续坚持大客户战略，聚焦高增长赛道、高附加值应用场景，推进石墨烯导热垫片在 CPU 芯片终端、光模块、智驾芯片、无线基站 AAU 和 RRU、IGBT 模块、交换机 TH6 芯片等场景的应用。

图 32：石墨烯导热垫片在光模块的应用



数据来源：鸿富诚官网，东北证券

图 33：射频芯片应用位置



数据来源：鸿富诚新材料，东北证券

鸿富诚石墨烯导热垫性能领先，应力与先发优势构筑壁垒。横向对比同类产品，公司产品实现了高导热性与高回弹性的最优平衡，导热系数显著优于日本 Resonac 等海外传统厂商，虽略低于瑞典 SMART HIGH TECH，但静态应力指标更优，产品更柔软、界面压合适配性更强，综合性能更适配 AI 芯片散热需求。当前全球仅少数海外厂商实现该类产品规模化出货，国内同行多处于样品送样阶段，公司已实现批量供货，深度绑定全球头部 AI 芯片客户，先发优势显著。

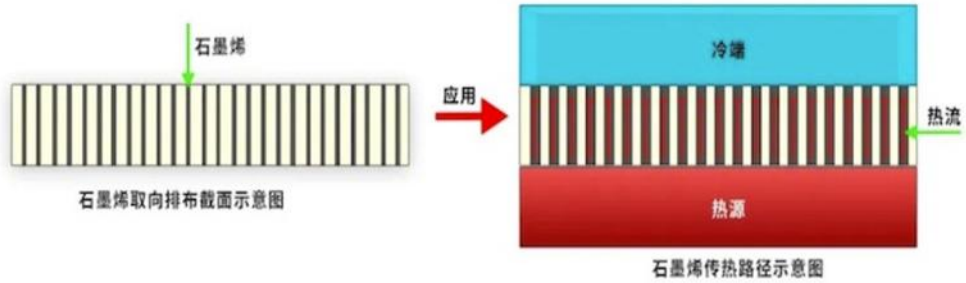
下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：鸿富诚石墨烯导热垫片产品和主要行业竞品性能对比

公司	导热系数 (W/m·k)	热阻 (℃·cm²/W)	厚度 (mm)	静态应力(psi) (压缩 50%)	回弹率	持续工作温度(℃)
鸿富诚	**130**	**0.04-0.06**	**0.3**	**30-50**	**≥70%**	**-40-150**
富烯科技	≥90	0.1	0.1-1.0	未披露	未披露	-55-150
Resonac Coperation	90	未披露	0.15-2	未披露	未披露	未披露
SMART HIGH TECH	200	0.03	0.2±0.01	101.85±7.28	＞70%	-40-200
飞荣达	120	0.05	0.15-1.0	50psi 压缩量 30%	未披露	-50-150
博恩新材料	130	0.055	0.3	77.72	≥70%	未披露
傲川科技	130	未披露	0.3	未披露	未披露	-40-150

数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

图 34：石墨烯传热示意图

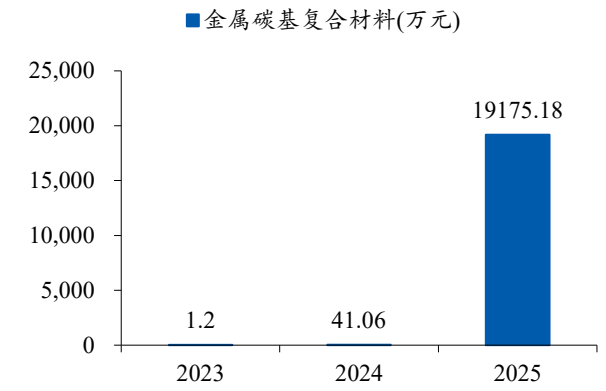


数据来源：iTherM，东北证券

金属碳基复合垫片实现从 0 到 1，液态金属后续有望带来新增长。公司金属碳基复合导热垫片导热率达 80W/m·K 以上，界面热阻低至 0.05℃·cm²/W 以下，突破了传统测试用界面材料低热阻与可复用性难以兼顾的痛点。该产品当前主要用于 AI 高功率 GPU 板卡测试场景，可快速导出芯片热量避免测试过热，且支持多次反复测试、性能衰减小，无需刮涂清理，2025 年已在头部 C 客户处实现批量销售，替代传统导热硅脂方案。同时公司正积极拓展液冷板测试、800G/1.6T 光模块插拔等新兴场景，储备的液态金属产品已向 C 客户送样。

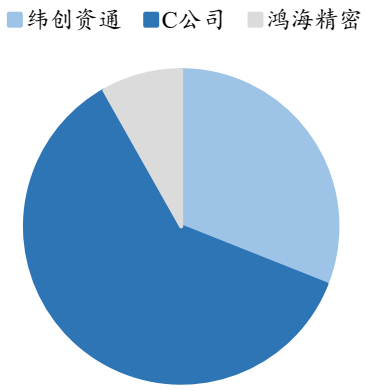
下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：2023-2025 公司金属碳基复合材料收入



数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

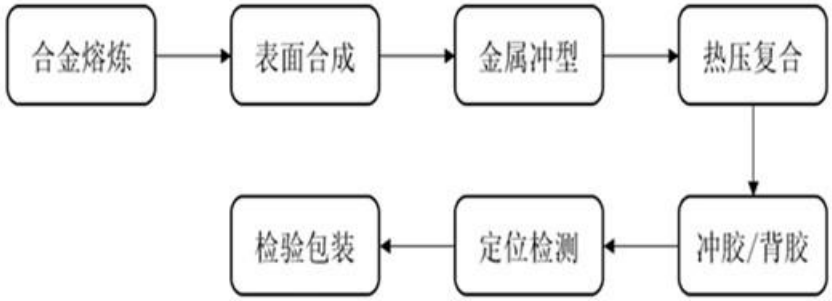
图 36：2025H1 公司金属碳基复合材料客户份额



数据来源：鸿富诚审核问询函回复，东北证券

金属碳基材料技术领先，核心在配方创新。公司依托液态金属界面处理与石墨烯制备两大技术，采用多层复合路线，实现间隙的高效填充。工艺上，先通过高精度熔炼制备成分均匀的低温合金，经真空涂覆实现微米级精准表面合成，避免过氧化；再经金属冲型、与石墨烯垫片热压复合，完成背胶精准贴合；最后辅以定位检测等全流程管控，解决了液态金属易泄漏的行业难题，保障了产品精度与批次一致性。

图 37：金属碳基复合材料生产工艺流程



数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

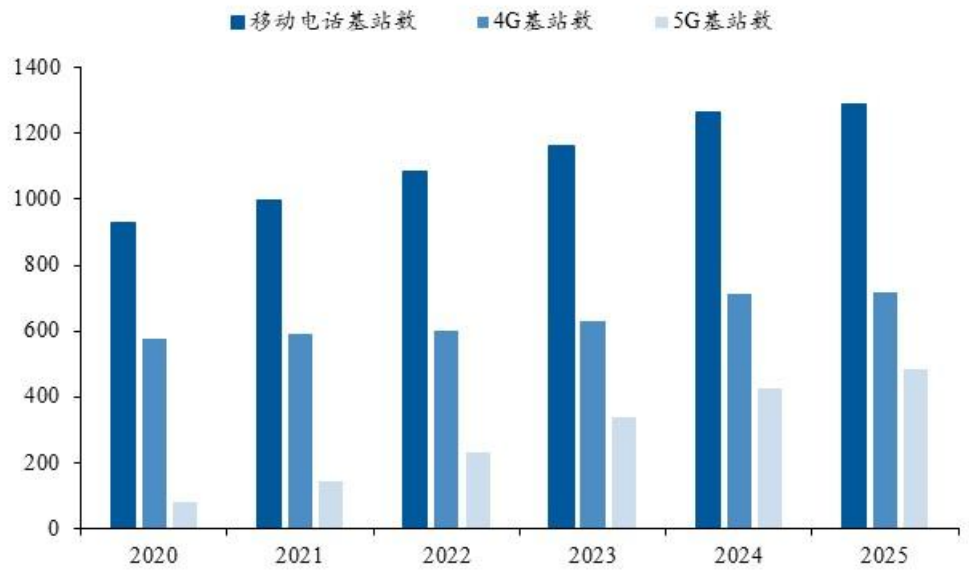
2.3. 通信 5G：高功率射频芯片推动散热升级，碳纤维导热垫片稳定应用

2.3.1. 5G 通信需求持续增长，功率增加推动散热需求提升

5G 通信基础设施持续建设，热管理需求增长。随着 5G 网络由建设期逐步向规模化应用阶段发展，通信设备向高频段方向升级，数据处理量增大，基站运行功耗持续提升，对于散热材料的导热性能和可靠性提出更高要求。根据工信部数据，截至 2025 年底，我国累计建成 5G 基站 483.8 万个，5G 网络覆盖范围持续扩大，通信设备热管理需求保持增长趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考

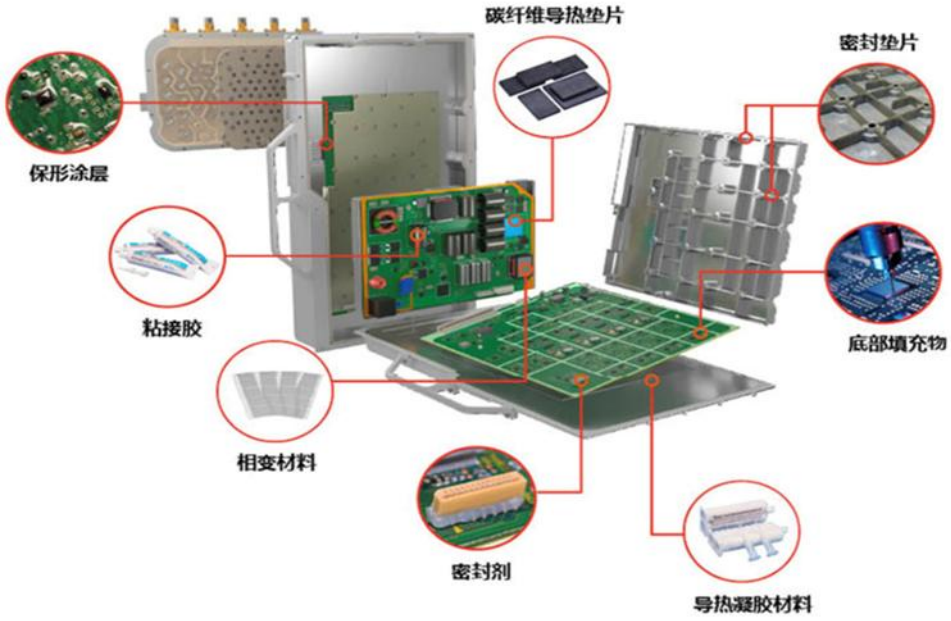
图 38：2020-2025 年中国移动电话基站发展状况（万个）



数据来源：工信部，鸿富诚招股说明书，东北证券

5G 基站功率提升，碳纤维导热垫片快速渗透。与 4G 相比，5G 频率更高、波长更短，基站功耗是 4G 基站的 2.5-3 倍，射频功率放大器、光模块、电源模块等部件产生大量热量，叠加有限的空间，高性能散热材料的需求迫切。其中，碳纤维导热垫片因其在导热效率与可靠性等方面优势而受到广泛应用。

图 39：碳纤维导热垫片在 5G 基站中的应用



数据来源：东莞盛元新材料科技有限公司官网，东北证券

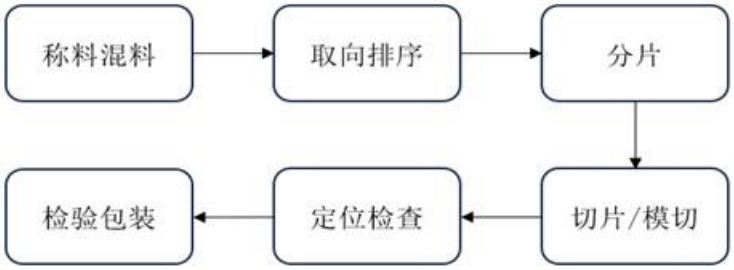
2.3.2. 碳纤维优化导热路径，工艺领先打破国外垄断

碳纤维取向形成高效导热通道，芯片热量实现快速传递。鸿富诚围绕材料配方、取向工艺及精密加工形成碳纤维导热垫片生产能力，导热系数达到 50W/m·K，进入 B 公司碳纤维导热垫片供应链，打破日本公司在中国碳纤维导热垫片市场的垄断。碳

下载日志已记录，仅供内部参考

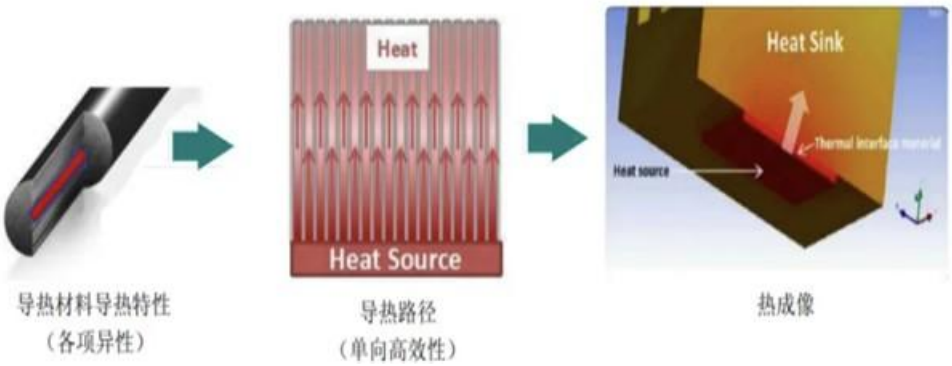
纤维导热垫片通过各向异性导热，可精准引导热量流向散热器，避免热量在局部横向扩散，实现高效散热。

图 40：碳纤维导热垫片工艺流程



数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

图 41：碳纤维导热垫片工作原理



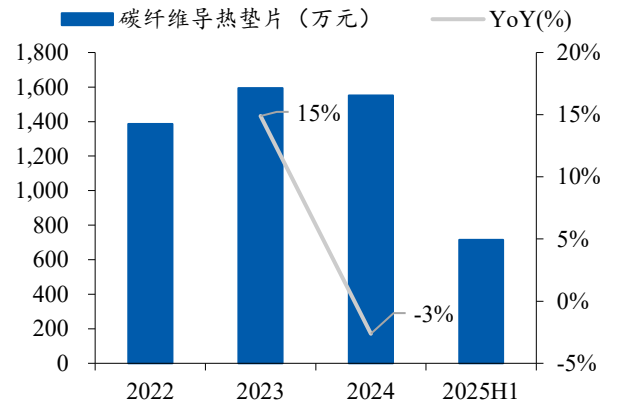
数据来源：Bornsun 博恩，东北证券

2.3.3. 鸿富诚：碳纤维导热垫片收入稳定，核心客户验证产品竞争力

碳纤维导热垫片业务稳定，长期客户验证产品性能。2022 年至 2025H1，公司碳纤维导热垫片收入整体稳定保持较高水平，体现公司产品在 5G 基站射频芯片散热领域的应用稳定性。主要客户为通信设备领域客户 B。2023 年起至今，客户 B 销售收入占碳纤维导热垫片收入比例维持在 80%以上，是公司该类产品收入稳定的重要来源，公司产品性能、交付能力及质量稳定性处于行业领先。

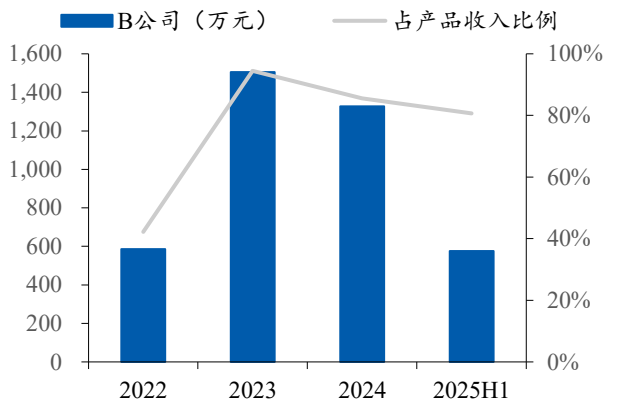
下载日志已记录，仅供内部参考

图 42：2022-2025H1 公司碳纤维导热垫片营收及增速



数据来源：鸿富诚审核问询函回复，东北证券

图 43：2022-2025H1 公司碳纤维导热垫片主要客户营收及占比



数据来源：鸿富诚审核问询函回复，东北证券

2.4. 消费电子：热管理需求持续升级，导热硅胶垫片应用空间广阔

2.4.1. 生成式人工智能电子产品推动散热需求提升，导热硅胶垫片应用持续深化

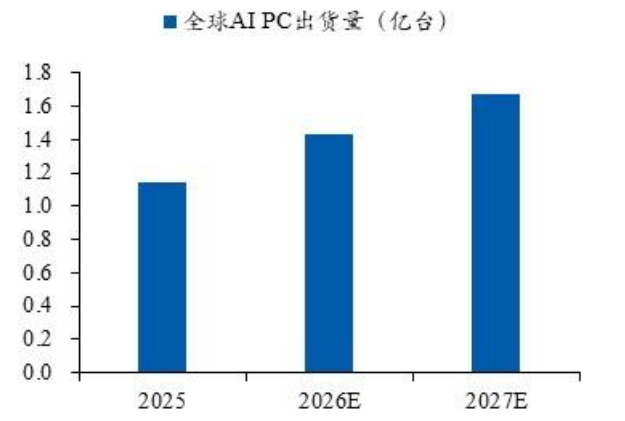
端侧 AI 设备不断渗透，带动导热硅胶垫片需求增长。根据 Counterpoint Research 统计，GenAI 智能手机市场份额快速提升，预计从 2025 年的 35%增长至 2027 年的 52%。同时，全球 AI PC 出货量也在快速增长，IDC 预计 2027 年增长至 1.67 亿台。随生成式人工智能电子产品对芯片功耗要求持续增加，对导热硅胶垫片的需求不断上升。

图 44：2023-2027E 全球 GenAI 手机出货量占比



数据来源：Counterpoint Research，东北证券

图 45：2025-2027E 全球 AI PC 出货量



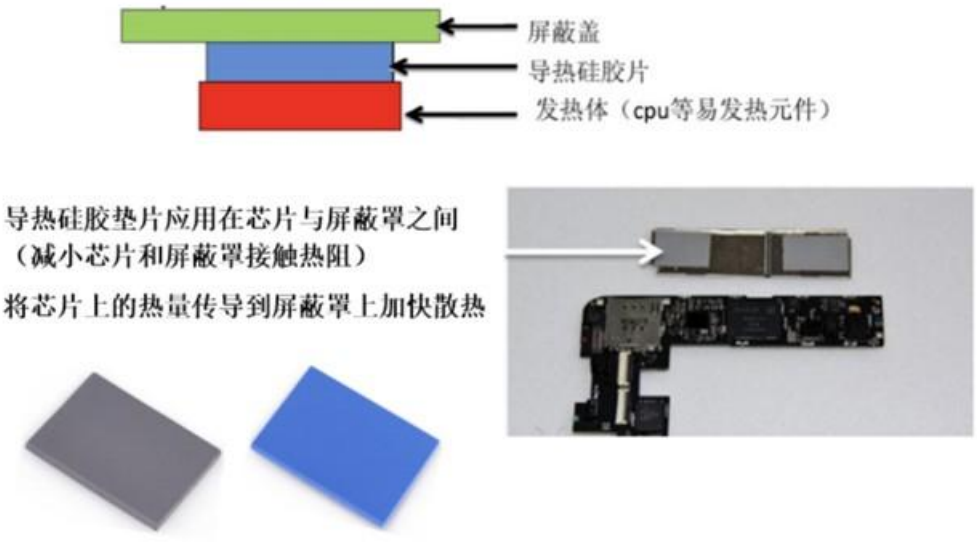
数据来源：IDC，新浪财经，东北证券

2.4.2. 先进工艺保障产品性能，导热硅胶垫片满足消费电子散热需求

先进工艺提升导热性能，硅胶垫片降低界面热阻。鸿富诚导热界面材料主要包括导热硅胶垫片、导热凝胶等产品，通过先进加工工艺，实现产品在导热性能、柔性、可靠性等方面的平衡。其中，导热硅胶垫片能有效填充发热器件与散热器之间的间隙，降低热阻。在智能手机中，导热硅胶垫片通常应用于芯片与屏蔽罩之间，通过挤出空气减少接触热阻，使散热面紧密贴合，实现热量快速传导。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 46：导热硅胶垫片在智能手机中的工作原理

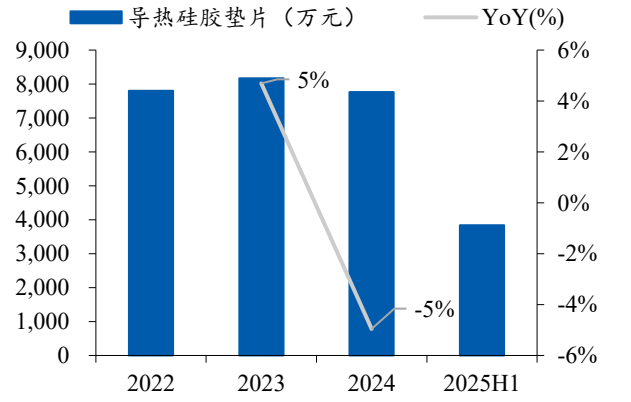


数据来源：东莞市高酷纳米科技有限公司官网，东北证券

2.4.3. 鸿富诚：导热硅胶垫片场景多元，下游应用稳固验证产品竞争力

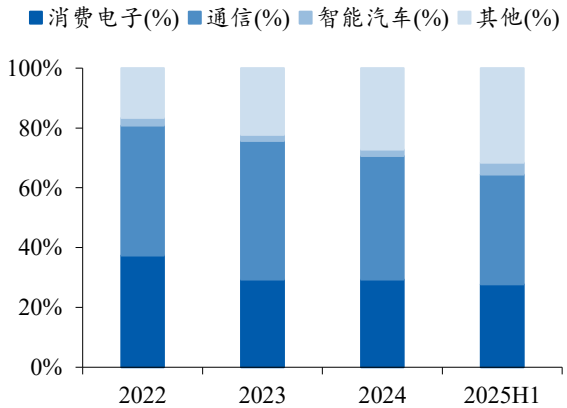
公司整体经营态势平稳，细分产品回暖修复下游稳定。导热硅胶垫片产品整体销量稳定，受消费电子行业景气度影响，导热硅胶垫片消费电子业务占比呈回落态势；公司产品同步拓展至智能汽车、通信等多元领域，丰富下游场景的规模化应用维持整体业务销量、验证公司产品竞争力。

图 47：2022-2025H1 公司导热硅胶垫片营收及增速



数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

图 48：2022-2025H1 公司导热硅胶垫片下游占比



数据来源：鸿富诚审核问询函回复，东北证券

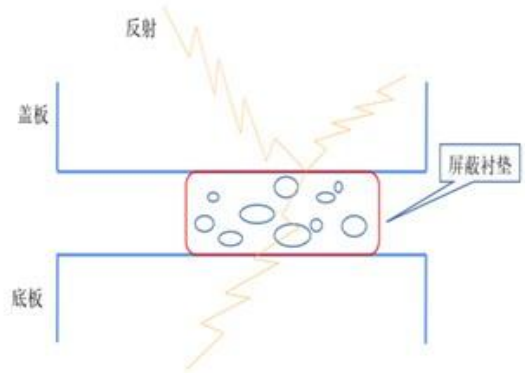
3. 屏蔽吸波材料：成熟客户与工艺平台构筑稳定业务基本盘

3.1. 屏蔽吸波材料降低电磁干扰，满足多元应用需求

电磁屏蔽材料和吸波材料解决电子设备电磁兼容问题。从工作原理上看，屏蔽材料主要通过反射、吸收或多重损耗阻隔电磁波，减少设备内部及设备之间的干扰；吸波材料则通过吸收电磁波能量，降低电磁波反射和透射，提高电子设备运行稳定性。从应用方式看，屏蔽材料主要包括导电橡胶、导电布、导电泡棉等产品，兼具稳定性、压缩回弹性和导电性能，适用于电子设备内部结构件间的电磁防护；吸波材料按损耗机制分为电阻损耗型、电介质损耗型、磁损耗型，分别通过电场相互作用、介质磁滞、介质极化弛豫有效抑制电磁干扰。

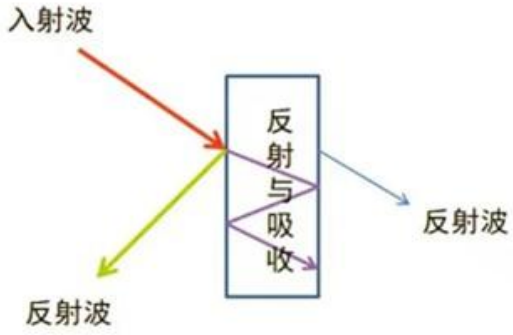
下载日志已记录，仅供内部参考

图 49：电磁屏蔽材料工作原理



数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

图 50：吸波材料工作原理

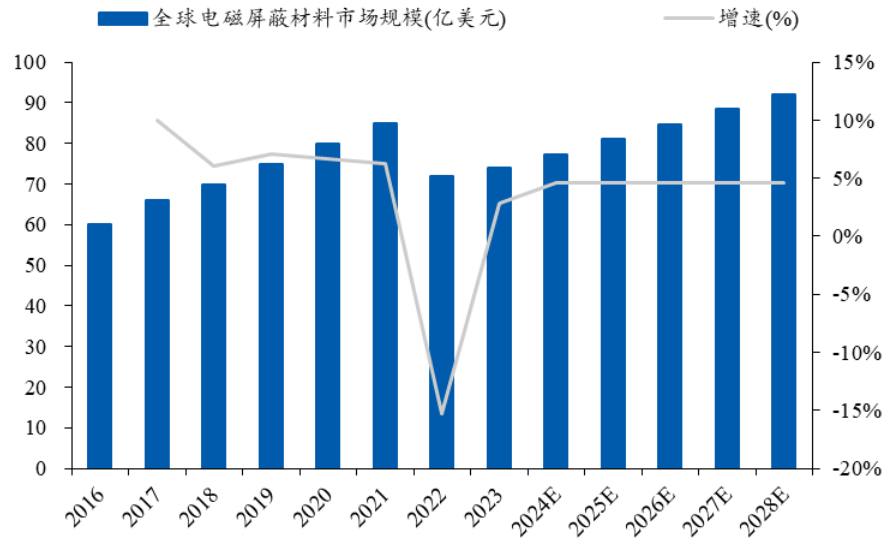


数据来源：鸿富诚招股说明书，东北证券

3.2. 屏蔽吸波材料市场需求稳健，公司下游应用领域持续拓展

全球电磁屏蔽材料与吸波材料市场保持增长趋势。全球电磁屏蔽材料市场规模从 2016 年的 60 亿美元增至 2023 年的 74 亿美元，CAGR 为 3.04%，2028 年预估达 92 亿美元；根据 Business Research Insights 统计，全球电磁波吸收材料 2024 年市场规模约为 90.2 亿美元，2033 年预测值为 199.2 亿美元，期间 CAGR 约为 9.2%。受益于 5G 通信、人工智能、新能源汽车等行业的快速发展，电磁屏蔽及吸波材料市场规模预计在未来几年将继续增长。

图 51：2016-2028E 全球电磁屏蔽材料市场规模及增速



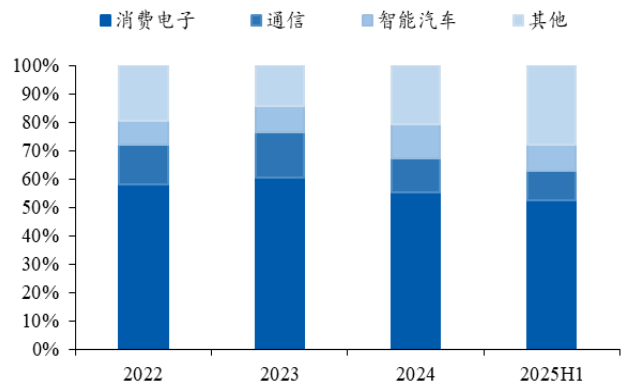
数据来源：BCC Research，东北证券

屏蔽吸波材料行业竞争格局稳定，国内企业依托电子产业链优势持续提升竞争力。屏蔽吸波材料行业具有较高的定制化特点，供应商需要具备材料配方开发、精密加工以及快速响应能力。海外企业凭借长期技术积累和客户资源，在高端电磁屏蔽材料领域具备一定优势；国内企业则依托完善的电子制造产业链和本土化服务能力，逐步进入消费电子、通信设备等应用领域。目前，全球屏蔽吸波材料主要参与者包括陶氏杜邦、德国汉高、3M 等海外企业，以及飞荣达、中石科技、隆扬电子、阿莱德、鸿富诚等国内厂商。

下载日志已记录，仅供内部参考

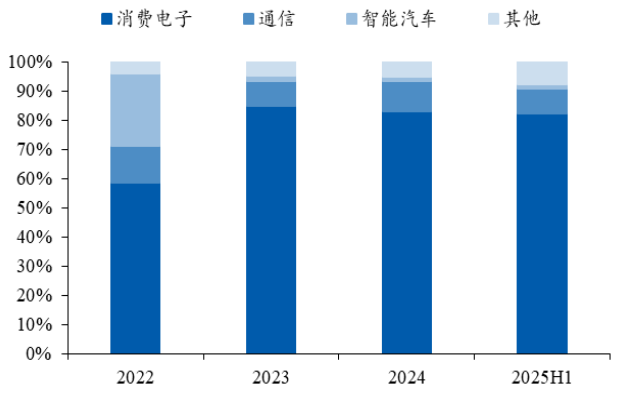
公司屏蔽吸波材料下游应用广泛，消费电子占据主要市场。屏蔽吸波材料主要应用于消费电子、通信设备、汽车电子等领域，其中消费电子由于智能手机、笔记本电脑等设备对于轻薄化和高性能要求提升，占据较高比例。2025H1 公司屏蔽材料收入 4,719.45 万元，吸波材料收入 1,886.30 万元，其中消费电子应用占比分别高达 52%和 82%。

图 52：2022-2025H1 鸿富诚屏蔽材料下游应用占比



数据来源：鸿富诚审核问询函回复，东北证券

图 53：2022-2025H1 鸿富诚吸波材料下游应用占比

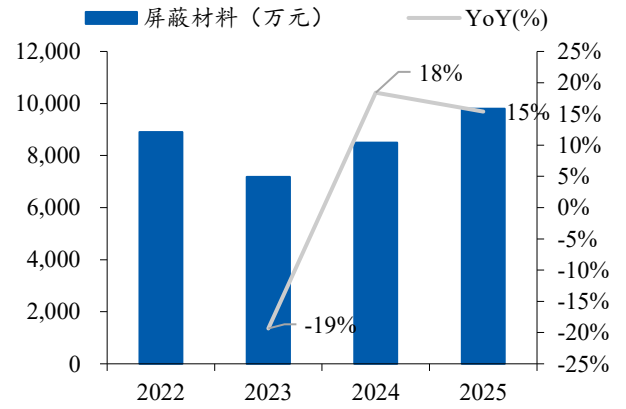


数据来源：鸿富诚审核问询函回复，东北证券

3.3. 鸿富诚：屏蔽吸波材料稳健增长，客户资源优势明显

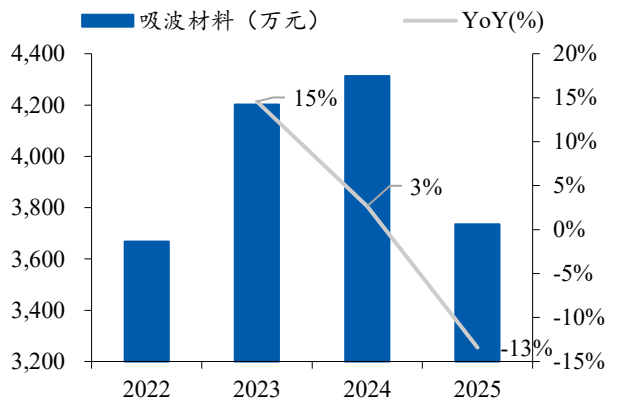
屏蔽材料营收整体增长，吸波材料营收保持稳定。公司屏蔽材料收入持续增长，由 2023 年的 7,176.78 万元提升至 2025 年的 9,806.11 万元；吸波材料收入整体保持稳定，2023 年至 2025 年营业收入均保持在 4,000 万元左右。

图 54：2022-2025 鸿富诚屏蔽材料收入及增速



数据来源：Wind，东北证券

图 55：2022-2025 鸿富诚吸波材料收入及增速

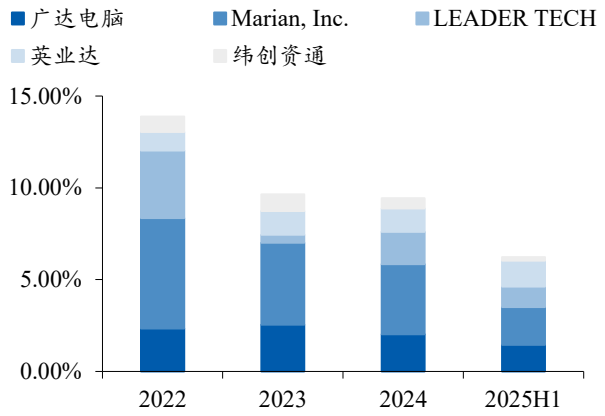


数据来源：Wind，东北证券

鸿富诚屏蔽吸波材料客户资源优质，涵盖多领域领先企业。其主要客户包括纬创资通、广达电脑等全球头部电子厂商，Marian,Inc.、LEADER TECH 等海外客户。分产品维度看，纬创资通、广达电脑，英业达主要采购公司屏蔽与吸波材料；Marian,Inc.、LEADER TECH 则以屏蔽材料为主。

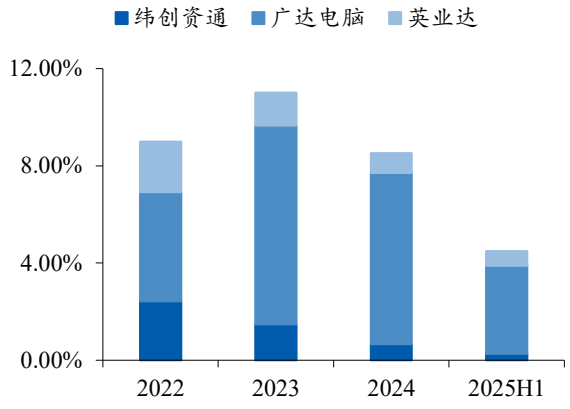
下载日志已记录，仅供内部参考

图 56：2022-2025H1 鸿富诚屏蔽材料主要客户



数据来源：鸿富诚审核问询函回复，东北证券

图 57：2022-2025H1 鸿富诚吸波材料主要客户



数据来源：鸿富诚审核问询函回复，东北证券

4. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 11.59/15.01/19.34 亿元，毛利率分别为 66%/64%/62%。

（1）热管理材料及器件：受益于 AI 高功率芯片功耗提升及封装大型化，高性能 TIM 需求持续增长。公司石墨烯导热垫片已导入核心客户下一代产品装机场景，金属碳基复合材料亦实现批量供货，带动高附加值产品持续放量。我们预计 2026-2028 年收入分别为 10.05/13.26/17.31 亿元，毛利率为 71.17%/67.96%/65.91%，后续随竞争加剧有所回落。

（2）屏蔽材料：业务客户基础较稳定，预计保持温和增长。客户基础较为分散且稳定，存量客户收入占比长期处于较高水平。考虑消费电子等下游需求恢复以及存量客户持续贡献，我们预计 2026-2028 年屏蔽材料收入分别为 1.13/1.32/1.57 亿元，同比增长 15%/17%/19%。由于竞争相对充分、客户降价诉求，预计毛利率分别为 30.0%/29.0%/28.3%。

（3）吸波材料：成熟业务保持稳定，公司已形成近 130 种吸波材料配方，具有一定技术和环保优势。考虑该业务已进入相对成熟阶段，我们预计 2026-2028 年的增速分别为 2.0%/3.2%/4.5%；毛利率分别为 46.0%/45.3%/45.0%，总体保持稳定。

表 4：鸿富诚分项业务盈利预测（百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	329.69	706.66	1,158.95	1,500.81	1,934.28
YoY	26.62%	114.34%	64.00%	29.50%	28.88%
毛利率	52.32%	65.56%	66.30%	63.91%	62.39%
热管理材料	199.79	568.84	1,005.06	1,325.78	1,731.47
YoY	38.03%	184.72%	76.69%	31.91%	30.60%
毛利率	59.23%	72.93%	71.17%	67.96%	65.91%
屏蔽材料	84.98	98.06	112.77	131.94	157.01
YoY	18.41%	15.40%	15.00%	17.00%	19.00%
毛利率	33.98%	30.03%	30.00%	29.00%	28.30%
吸波材料	43.14	37.35	38.10	39.32	41.09
YoY	2.66%	-13.41%	2.00%	3.20%	4.50%
毛利率	55.99%	47.13%	46.00%	45.30%	45.00%
其他	1.79	2.41	3.02	3.77	4.71
YoY	-3.69%	34.94%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	63.74%	57.82%	57.00%	56.00%	55.00%

数据来源：Wind，东北证券

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：鸿富诚盈利预测（百万元/%）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万）	329.69	706.66	1,158.95	1,500.81	1,934.28
同比%	26.62%	114.34%	64.00%	29.50%	28.88%
归属母公司净利润（百万）	71.47	269.08	493.10	637.20	824.29
同比%	104.38%	276.51%	83.25%	29.22%	29.36%

数据来源：Wind，东北证券

我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 11.59/15.01/19.34 亿元，同比增长 64.00%/29.50%/28.88%；预计归母净利润 4.93/6.37/8.24 亿元，同比增长 83.25%/29.22%/29.36%。

5. 风险提示

1、产品或技术路线迭代不及预期：AI 芯片及先进封装技术迭代较快，若未来客户散热方案或 TIM 技术路线发生较大变化，而公司新品研发、验证进度未能及时匹配，将影响核心产品需求及盈利能力；

2、核心客户导入及份额不及预期：公司高端热管理产品收入较为集中于头部 AI 芯片客户，若下一代产品验证、批量导入进度低于预期，或竞争加剧导致供应份额下降，将影响公司业绩增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	223	493	1,026	1,716
交易性金融资产	25	25	25	25
应收款项	309	493	638	822
存货	47	76	83	91
其他流动资产	3	3	3	3
流动资产合计	**686**	**1,205**	**1,898**	**2,789**
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	50	45	39	33
无形资产	3	3	3	3
商誉	2	2	2	2
非流动资产合计	**168**	**186**	**182**	**177**
资产总计	**854**	**1,391**	**2,080**	**2,966**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	74	117	161	214
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	8	9	9	9
流动负债合计	**139**	**196**	**247**	**309**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9
长期负债合计	**9**	**9**	**9**	**9**
负债合计	**148**	**205**	**256**	**318**
归属于母公司股东权益合计	700	1,181	1,818	2,642
少数股东权益	6	6	6	6
负债和股东权益总计	**854**	**1,391**	**2,080**	**2,966**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**707**	**1,159**	**1,501**	**1,934**
营业成本	243	391	542	728
营业税金及附加	8	13	17	21
资产减值损失	-2	0	0	0
销售费用	52	81	90	101
管理费用	48	70	75	87
财务费用	4	-4	-10	-20
公允价值变动净收益	-1	0	0	0
投资净收益	5	8	11	14
营业利润	**316**	**580**	**750**	**970**
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	**316**	**580**	**750**	**970**
所得税	46	87	112	145
净利润	270	493	637	824
归属于母公司净利润	**269**	**493**	**637**	**824**
少数股东损益	1	0	0	0

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	**270**	**493**	**637**	**824**
资产减值准备	12	0	0	0
折旧及摊销	19	6	6	6
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	8	0	0	0
投资损失	-5	-8	-11	-14
运营资本变动	-189	-163	-108	-139
其他	-2	0	0	0
经营活动净现金流量	**114**	**329**	**525**	**679**
投资活动净现金流量	**3**	**-47**	**9**	**12**
融资活动净现金流量	**18**	**1**	**0**	**0**
企业自由现金流	**74**	**303**	**527**	**675**

财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标				
每股收益（元）	4.81	6.58	8.50	11.00
每股净资产（元）	12.46	15.76	24.26	35.27
每股经营性现金流量（元）	2.03	4.39	7.01	9.06
成长性指标				
营业收入增长率	114.3%	64.0%	29.5%	28.9%
净利润增长率	276.5%	83.3%	29.2%	29.4%
盈利能力指标				
毛利率	65.6%	66.3%	63.9%	62.4%
净利润率	38.1%	42.5%	42.5%	42.6%
运营效率指标				
应收账款周转天数	110.06	122.25	132.92	133.19
存货周转天数	49.23	56.57	52.74	42.97
偿债能力指标				
资产负债率	17.3%	14.7%	12.3%	10.7%
流动比率	4.94	6.15	7.68	9.01
速动比率	4.08	5.22	6.90	8.35
费用率指标				
销售费用率	7.4%	7.0%	6.0%	5.2%
管理费用率	6.7%	6.0%	5.0%	4.5%
财务费用率	0.6%	-0.4%	-0.6%	-1.0%
分红指标				
股息收益率	—	—	—	—
估值指标				
P/E（倍）	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B（倍）	0.00	0.00	0.00	0.00
P/S（倍）	0.00	0.00	0.00	0.00
净资产收益率	48.1%	41.8%	35.1%	31.2%

资料来源：东北证券

股息收益率 =（ 年度每股现金红利总和 / 年末收盘价 ）*100%。

下载日志已记录，仅供内部参考

研究团队简介：

李玖：北京大学光学博士，北京大学国家发展研究院经济学学士（双学位），电子科技大学本科，曾任华为海思高级工程师、光峰科技博士后研究员，具有三年产业经验，2019 年加入东北证券，现任电子行业首席分析师。

陈敏佳：北京大学金融硕士，2024 年加入东北证券，现任电子组分析师。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

下载日志已记录，仅供内部参考

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

