仅供内部参考，请勿外传





# 欧伦电气（920081.BJ）

2026 年 10 月 12 日

**投资评级：增持（首次）**

| 日期 | 2026/10/9 |
|---|---|
| 当前股价(元) | 40.55 |
| 一年最高最低(元) | 58.88/36.40 |
| 总市值(亿元) | 29.44 |
| 流通市值(亿元) | 6.93 |
| 总股本(亿股) | 0.73 |
| 流通股本(亿股) | 0.17 |
| 近 3 个月换手率(%) | 626.49 |

北交所研究团队

## 环境调节“小巨人”境内家用除湿机市占近 20%，拓展 IDC、液冷温控新方向

## ——北交所首次覆盖报告

**诸海滨（分析师）**
zhuhaibin@kysec.cn
证书编号：S0790522080007

**余中天（分析师）**
yuzhongtian@kysec.cn
证书编号：S0790525050003

● **环境调节“小巨人” 2022-2025 归母净利润 CAGR35.91%，给予“增持”评级**

欧伦电气主营产品包括除湿机、移动空调、车载冰箱及空气源热泵四大系列，是国家高新技术企业和国家级专精特新“小巨人”企业，2022-2025 年营收 CAGR27.97%、归母净利润 CAGR35.91%。考虑到欧伦电气此次募投拓展年产 60 万台除湿机及 4.5 万台空气源热泵项目，同时拓展数据中心液冷、温控等方面新业务，我们预计 2026-2028 年实现营收 26.50/30.49/34.04 亿元，对应归母净利润 2.67/3.28/3.79 亿元，对应 EPS 为 3.68/4.52/5.22 元，当前股价对应 PE 为 10.8/8.8/7.6X，首次覆盖给予“增持”评级。

● **2025 占境内家用除湿机销量比例约为 19.67%，拓展 IDC、液冷温控新方向**

2025 年度公司境内销售家用除湿机数量达 29.12 万台，占境内家用除湿机销量比例约为 19.67%，境外销售家用除湿机数量达 108.06 万台，占中国家用除湿机出口比例约为 11.31%。公司 IDC、液冷温控业务目前处于研发和小批量试点阶段，现阶段主要开展风冷精密空调、CDU 等部件产品参展和业务拓展。公司部分产品已可满足数据中心控湿需求，并取得《CRAA 产品性能认证证书》。此前欧伦电气自主品牌产品广泛应用于工业环境调节设备领域，成功服务于中国人寿上海数据中心、贵州苹果数据中心、百度数据中心等。

● **液冷成为 AI 算力时代刚需底座，从 0-1 迈入 1-N 导入期**

液冷技术凭借超高散热效率，可显著提升机房空间利用率，将 PUE 降至 1.2 以下，有效降低能耗与运维成本。根据 TrendForce2026 年 5 月 6 日数据，预计液冷在 AI 数据中心的渗透率将从 2024 年 14%，大幅提升至 2025 年 33%，2026 年达 40%。我国智能算力建设规模稳步增长，预计 2023-2028 年复合增长率达到 46.2%。根据 IDC《2025 年中国人工智能计算力发展评估报告》数据，2025 年中国智能算力规模将达到 1,037.3 EFLOPS，预计到 2028 年将达到 2,781.9EFLOPS。根据头豹研究院数据 2024 年我国智算中心液冷市场规模达到了 184 亿元，较 2023 年同比增长 66.1%，预计 2029 年我国智算中心液冷市场将达到约 1300 亿元。

● **风险提示：**行业政策变化风险、原材料价格波动风险、境外贸易政策风险。

**财务摘要和估值指标**

| 指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 1,623 | 2,036 | 2,650 | 3,049 | 3,404 |
| YOY(%) | 31.8 | 25.4 | 30.1 | 15.0 | 11.7 |
| 归母净利润(百万元) | 208 | 232 | 267 | 328 | 379 |
| YOY(%) | 48.9 | 11.6 | 15.1 | 22.8 | 15.7 |
| 毛利率(%) | 27.1 | 26.1 | 24.9 | 24.7 | 24.6 |
| 净利率(%) | 12.8 | 11.4 | 10.1 | 10.8 | 11.1 |
| ROE(%) | 30.1 | 26.0 | 14.1 | 14.8 | 14.6 |
| EPS(摊薄/元) | 2.87 | 3.20 | 3.68 | 4.52 | 5.22 |
| P/E(倍) | 13.8 | 12.4 | 10.8 | 8.8 | 7.6 |
| P/B(倍) | 4.2 | 3.3 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



# 目 录

1、 家用除湿机国内市场空间广，欧伦电气境内家用市占 20% ..... 4
1.1、 家用除湿机渗透率提升可期，国内移动空调 2023-2025CAGR10.5% ..... 4
1.2、 行业参与者众多，公司家用除湿机销售数量居行业第一梯队 ..... 6
2、 采暖为国内空气源热泵应用主流，车载冰箱拓展潜力大 ..... 8
2.1、 国内空气源热泵应用主流为采暖，2025 市场规模 283.4 亿 ..... 8
2.2、 我国汽车产销新高，预计 2025 全球车载冰箱市场规模约 14 亿美元 ..... 9
3、 液冷成为 AI 算力时代刚需底座，从 0-1 迈入 1-N 导入期 ..... 11
4、 环境调节设备“小巨人”持续增长，拓展 IDC、液冷温控 ..... 17
4.1、 除湿机与移动空调占比相对较大，2025 年合计营收占比超 80% ..... 19
4.2、 2022-2025 年营收 CAGR27.97%、归母净利润 CAGR35.91% ..... 27
4.3、 募投 60 万台除湿机+4.5 万台空气源热泵/年，拓展 IDC、液冷温控业务 ..... 30
5、 预计 2026-2028EPS 3.68/4.52/5.22 元，给予“增持”评级 ..... 32
6、 风险提示 ..... 33
附：财务预测摘要 ..... 34

# 图表目录

图 1： 2025 年中国家用除湿机出口销量为 955 万台 ..... 4
图 2： 发达国家的家用除湿机的普及率在 30%-45% ..... 5
图 3： 中国大陆家用除湿机普及率为 4.8% ..... 5
图 4： 2025 年北美洲、欧洲市场合计占中国出口销售总量的 63.6% ..... 5
图 5： 2025 年中国移动空调总销量为 703.3 万台 ..... 6
图 6： 空气源热泵机运行基本原理 ..... 8
图 7： 2024-2025 年度中国空气源热泵细分产品销售占比情况 ..... 8
图 8： 2025 年，我国空气源热泵市场规模达 283.4 亿元 ..... 9
图 9： 车载冰箱分类 ..... 9
图 10： 2024 年我国车载冰箱需求总量增长至 304.51 万台 ..... 10
图 11： 预计 2025 年我国车载冰箱市场规模达 20.3 亿元 ..... 10
图 12： 目前数据中心基础设施的制冷方式主要有风冷和液冷两种方式 ..... 11
图 13： 机柜功率密度与制冷方式 ..... 11
图 14： 液冷技术优势 ..... 12
图 15： 数据中心制冷技术对应 PUE 范围 ..... 13
图 16： 传统风冷方案下数据中心制冷能耗占 43% ..... 13
图 17： 液冷方案下数据中心制冷能耗占 24% ..... 13
图 18： 液冷同比风冷散热能力（2MW 机房） ..... 14
图 19： 液冷同比风冷每年收益（2MW 机房） ..... 14
图 20： 云厂商资本开支增长 AI 产业需求强劲，全球九大 CSP 再度上修 2026 年资本支出指引（十亿美元） ..... 15
图 21： 我国智能算力建设规模稳步增长，预计 2023-2028 年复合增长率达到 46.2% （EFLOPS） ..... 15
图 22： 随着液冷技术从早期试点迈向规模化导入，液冷在 AI 渗透率增长空间广阔 ..... 16
图 23： 随着液冷技术趋于成熟可靠，业界对液冷系统的认可度正不断提升，预计我国液冷市场规模稳步增长（亿元） ..... 16
图 24： 欧伦电气发展历程 ..... 17

仅供内部参考，请勿外传



图 25: 公司是国家高新技术企业和国家级专精特新“小巨人”企业 ..... 18
图 26: 除湿机与移动空调产品占比营收相对较大 ..... 22
图 27: 移动空调营收在 2023-2025 年间保持逐年增长（万元） ..... 23
图 28: 2025 年，除湿机及移动空调产品产能利用率 97.8%，产销率 97.41% ..... 23
图 29: 公司除湿机产品整体的平均单价情况 ..... 24
图 30: 2025 年，车载冰箱产品产能利用率 76.57%，产销率 89.85% ..... 24
图 31: 2025 年车载冰箱平均单价 1084.03 元/台 ..... 25
图 32: 2025 年，空气源热泵产品产能利用率 79.55%，产销率 103.27% ..... 25
图 33: 2025 年空气源热泵平均单价 8201.29 元/台 ..... 26
图 34: 2023-2025 年公司主营业务毛利率水平整体平稳（%） ..... 26
图 35: 2025 年，公司 ODM/OEM 业务收入占比 70.48% ..... 27
图 36: 2022-2025 年营收 CAGR 达到 27.97% ..... 28
图 37: 2025 年公司上半年收入占比较高 ..... 28
图 38: 外销收入占比较高，2025 年达到 57.05% ..... 28
图 39: 地域细分上，公司外销营收来自欧洲地区的收入占比较高 ..... 29
图 40: 2025 年公司毛利率、净利率分别为 26.10%、11.30% ..... 29
图 41: 2022-2025 归母净利润 CAGR 达到 35.91% ..... 29
图 42: 2023-2025 年欧伦电气期间费用率小幅上涨 ..... 30
图 43: 研发费用规模保持上涨趋势 ..... 30
图 44: 欧伦电气始终保持较好的经营性净现金流水平，2026H1 达到 19,845.35 万元 ..... 30

表 1: 公司国内主要竞争对手 ..... 6
表 2: 公司的环境调节设备在质量和技术方面均处于行业领先水平 ..... 7
表 3: 欧伦电气共有高级管理人员 4 人具有丰富的经验 ..... 18
表 4: 除湿机方面，欧伦电气提供家用除湿机、商业除湿机、工业除湿机、低温型除湿机及全新风管道除湿机等 ..... 19
表 5: 欧伦电气主要产品包括移动空调 ..... 20
表 6: 车载冰箱方面，欧伦电气提供前装车载冰箱、后装车载冰箱 ..... 21
表 7: 空气源热泵方面，欧伦电气提供超低温变频采暖机、空气源热泵烘干机等产品 ..... 21
表 8: 2025 年，向前五大客户销售金额 39463.86 万元，占营业收入比例为 19.41% ..... 27
表 9: 公司拟投入募集资金 6.54 亿元投入三大项目（万元） ..... 30
表 10: 公司募投扩产项目 ..... 31
表 11: 选择德业股份、海信家电、美的集团、英维克作为可比公司 ..... 32
表 12: 预计欧伦电气 2026-2028 年实现归母净利润 2.67/3.28/3.79 亿元，对应 EPS 为 3.68/4.52/5.22 元 ..... 32

仅供内部参考，请勿外传



# 1、 家用除湿机国内市场空间广，欧伦电气境内家用市占 20%

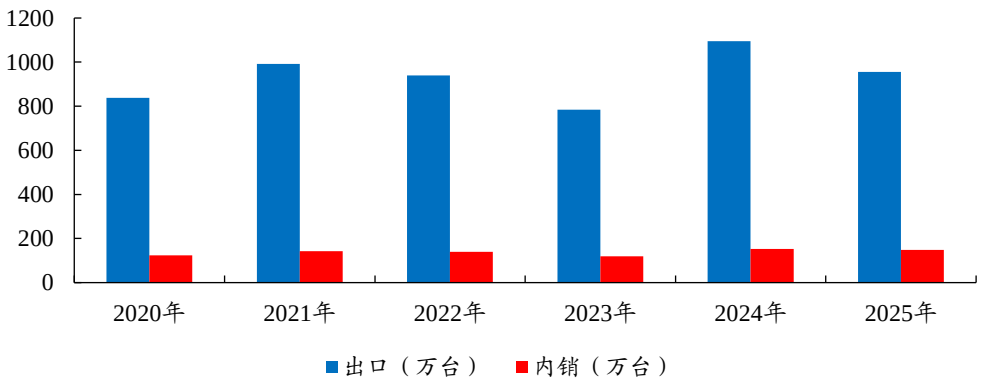
## 1.1、 家用除湿机渗透率提升可期，国内移动空调 2023-2025CAGR10.5%

### （1）除湿机行业

近年来，受益于国内人民生活水平的提高、消费观念的转变以及海外需求的持续上升，中国除湿机行业整体趋势向好，根据产业在线《2025 年家用除湿机年度研究报告》，2019 年-2025 年中国除湿机行业销量年复合增长率为 5.07%，呈现上升趋势。2025 年，除湿机行业销售规模为 1,143.4 万台。从细分产品来看，家用除湿机全年销量为 1,102.9 万台；工业除湿机销量为 40.5 万台。考虑到国内外气候、经济、消费观念等方面的差异，国内除湿机企业销售仍以海外市场为主。

根据产业在线数据，2025 年家用除湿机出口销量为 955 万台，占家用除湿机总销量的 86.58%。从细分区域来看，家用除湿机向亚洲出口量为 338.4 万台，占除湿机出口市场的份额最大，占比为 35.4%，其次为北美洲市场和欧洲市场，占比分别为 30.4%和 28.1%。

**图1：2025 年中国家用除湿机出口销量为 955 万台**



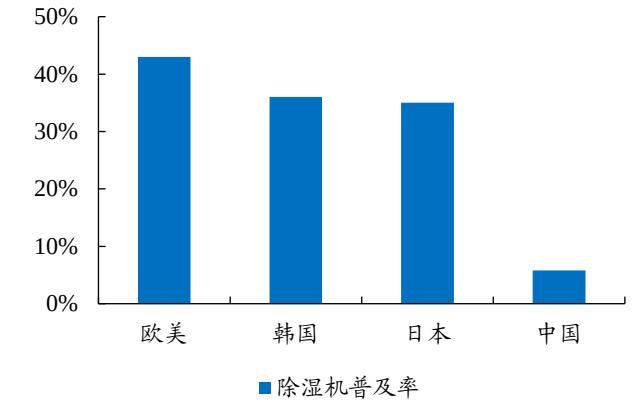

数据来源：欧伦电气招股说明书、产业在线、开源证券研究所

根据产业在线数据，在欧美、日本、韩国等发达国家及地区，家用除湿机产品的家庭普及率在 30.00%-45.00%左右，而中国目前的家用除湿机普及率仅为 5.8%，其中中国大陆普及率为 4.8%，远远低于发达国家水平，可见家用除湿机在中国仍有着较大的市场空间。

仅供内部参考，请勿外传

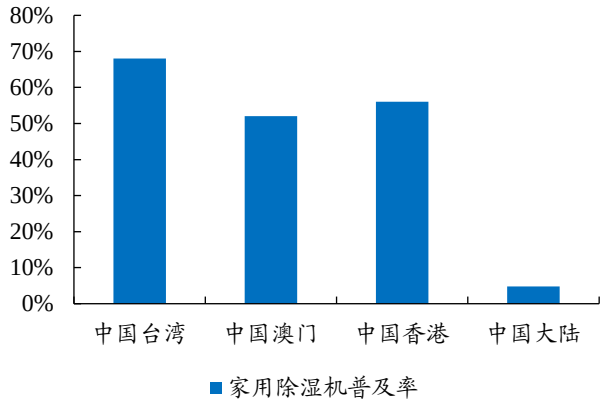


**图2：发达国家的家用除湿机的普及率在 30%-45%**




数据来源：欧伦电气招股说明书、产业在线、开源证券研究所

**图3：中国大陆家用除湿机普及率为 4.8%**



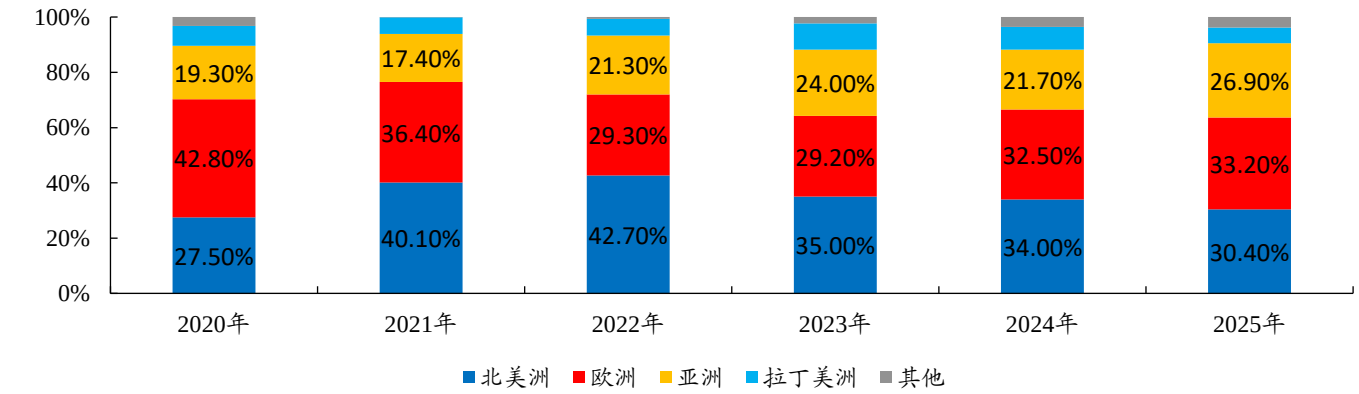

数据来源：欧伦电气招股说明书、产业在线、开源证券研究所

除湿机将与智能家居系统深度融合，实现场景联动和数据共享，用户可通过手机 APP 或语音助手实现智能化管理，同时绿色环保材料和技术的应用成为行业主流发展方向。

**（2）移动空调行业**

海外市场是全球移动空调市场的主要市场。根据贝哲斯咨询数据，2023 年全球便携式空调市场规模为 11.56 亿美元，预计到 2030 年其规模将达到 14.92 亿美元。中国移动空调销售以出口为主。根据产业在线统计数据，2025 年中国移动空调销售总量为 703.3 万台，其中出口销量为 647.8 万台，占销售总量的 92.11%。中国移动空调出口的主要市场为北美洲、欧洲。根据产业在线公开数据，2025 年北美洲、欧洲市场合计占出口销售总量的 63.6%。

**图4：2025 年北美洲、欧洲市场合计占中国出口销售总量的 63.6%**




数据来源：欧伦电气招股说明书、产业在线、开源证券研究所

从国内市场的需求端来看，移动空调的制冷能力和制冷舒适性通常比分体式空调差，噪音更大，而且高性能的移动空调价格与分体式空调相比没有明显优势，导致移动空调的接受程度低。

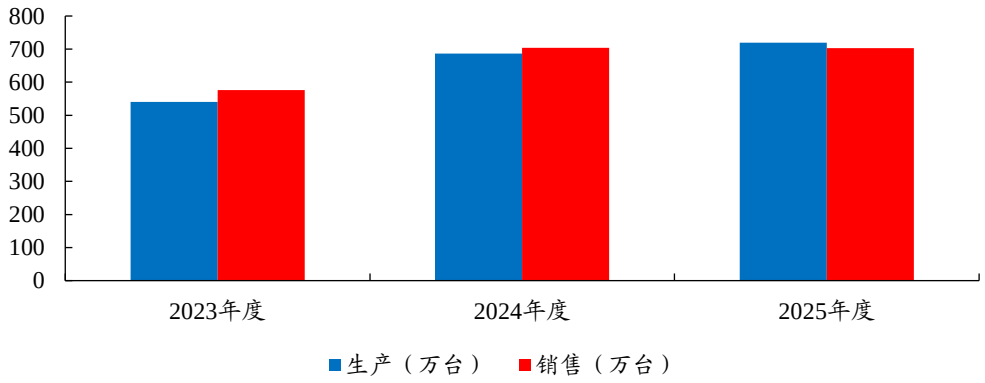
移动空调能够打破传统挂式、柜式、中央空调的空间限制，为露营和户外休闲、出租屋制冷、驻车制冷等场景提供新的解决方案。近年来，随着消费者对空调使用

仅供内部参考，请勿外传



空间的多样性拓展，移动空调增长态势明显。据产业在线统计数据，2025 年中国移动空调总销量为 703.3 万台，与 2024 年度销量基本持平，2023-2025 年度复合增长率达到 10.46%。

**图5：2025 年中国移动空调总销量为 703.3 万台**




数据来源：欧伦电气招股说明书、产业在线、开源证券研究所

## 1.2、 行业参与者众多，公司家用除湿机销售数量居行业第一梯队

我国环境调节设备行业市场参与者众多，结合公司的主营业务及产品情况，公司国内主要竞争对手为格力电器、海信家电、美的集团、德业股份、欧圣电气。

**表1：公司国内主要竞争对手**

| 序号 | 公司名称 | 公司简介 |
|---|---|---|
| 1 | 格力电器（000651） | 珠海格力电器股份有限公司成立于 1989 年，为国家级高新技术企业、制造业单项冠军产品企业。格力电器是一家多元化、科技型的全球工业集团，旗下拥有格力、TOSOT、晶弘三大消费品牌及凌达、凯邦、新元等工业品牌，产业覆盖家用消费品和工业装备两大领域。消费领域覆盖家用空调、暖通空调、冰箱、洗衣机、热水器、厨房电器、环境电器、智能楼宇、智能家居；工业领域覆盖高端装备、精密模具、冷冻冷藏设备、电机、压缩机、电容、半导体器件、精密铸造、基础材料、工业储能、再生资源等。 |
| 2 | 海信家电（000921） | 海信家电集团股份有限公司成立于 1997 年，为国家制造业单项冠军产品企业。海信家电是一家全球超大规模以家电制造为主的企业，主营业务涵盖了电冰箱、家用空调、中央空调、洗衣机、厨房电器、环境电器、商用冷链、模具等领域产品的研发、制造、营销和售后服务，产品涵盖海信、科龙、容声、日本“HITACHI”、美国“YORK”（中国区域）、gorenje 古洛尼、ASkO、三电“SANDEN”八大品牌。 |
| 3 | 美的集团（000333） | 美的集团股份有限公司成立于 2000 年，为国家级技术创新示范企业。美的集团是一家覆盖智能家居、工业技术、楼宇科技、机器人与自动化等业务的全球化科技集团，形成美的、小天鹅、华凌、COLMO、库卡、威灵、合康、科陆、万东和菱王等多个品牌组合，美的集团消费电器业务以空调、冰箱、洗衣机、厨房电器及各类小家电为优势产品。 |

仅供内部参考，请勿外传



| 序号 | 公司名称 | 公司简介 |
|---|---|---|
| 4 | 德业股份（605117） | 宁波德业科技股份有限公司成立于 2000 年，为国家级高新技术企业。德业股份是一家集研发、设计、生产、销售、服务为一体的全球化新能源科技企业，旗下拥有光伏逆变器、储能电池包、除湿机为代表的环境电器及热交换器等核心产业链。 |
| 5 | 欧圣电气（301187） | 苏州欧圣电气股份有限公司成立于 2009 年，为国家级高新技术企业。欧圣电气主营业务为空气动力设备和清洁设备的研发、生产和销售，主要产品为小型空压机、干湿两用吸尘器、家用洗地机和工业风扇，拥有行业内领先的实验设备和产品检测能力，欧圣电气实验室已成为获得 Intertek 认可的卫星实验室，是世界知名零售商 The Home Depot 的认可实验室。 |

资料来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

公司的环境调节设备在质量和技术方面均处于行业领先水平。

**表2：公司的环境调节设备在质量和技术方面均处于行业领先水平**

| 关键性能指标 | 类别 | 公司标准 | 国家标准 | 欧洲/中国香港标准 | 北美标准 |
|---|---|---|---|---|---|
| 除湿性能/kg(h*kW) | 家用 | 1.45-2.30 | ≥1.4-1.70 | ≥1.25-2.0 | ≥1.7-1.85 |
| | 商用 | 1.8-2.30 | ≥1.70-1.9 | ≥1.50-2.3 | ≥2.01-2.2 |
| | 工业 | 2.2-3.5 | ≥2.1 | ≥2.3 | ≥3.4 |
| 噪音/dB(A) | 家用 | 35-54 | ≤40-56 | 无 | |
| | 商用 | 48-58 | ≤60 | | |
| | 工业 | 58-65 | 一般≤60-76 | | |
| 化霜 | | 低温工况下除霜时间不超过完整试验周期的 25%，温湿度传感器上不应有水或冰霜存在 | 具备自动融霜装置的除湿机，其融霜时间不应超过完整试验周期的 30% | | |

资料来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

公司是较早参与环境调节设备研发、设计、制造、销售的企业之一。根据产业在线统计数据，2025 年中国家用除湿机境内销量达 148 万台，出口数量达 955 万台。**2025 年度公司境内销售家用除湿机数量达 29.12 万台，占境内家用除湿机销量比例约为 19.67%，境外销售家用除湿机数量达 108.06 万台，占中国家用除湿机出口比例约为 11.31%**，公司家用除湿机产品外销及内销数量皆与美的集团、德业股份、海信家电等行业内知名电器公司同属第一梯队。

仅供内部参考，请勿外传

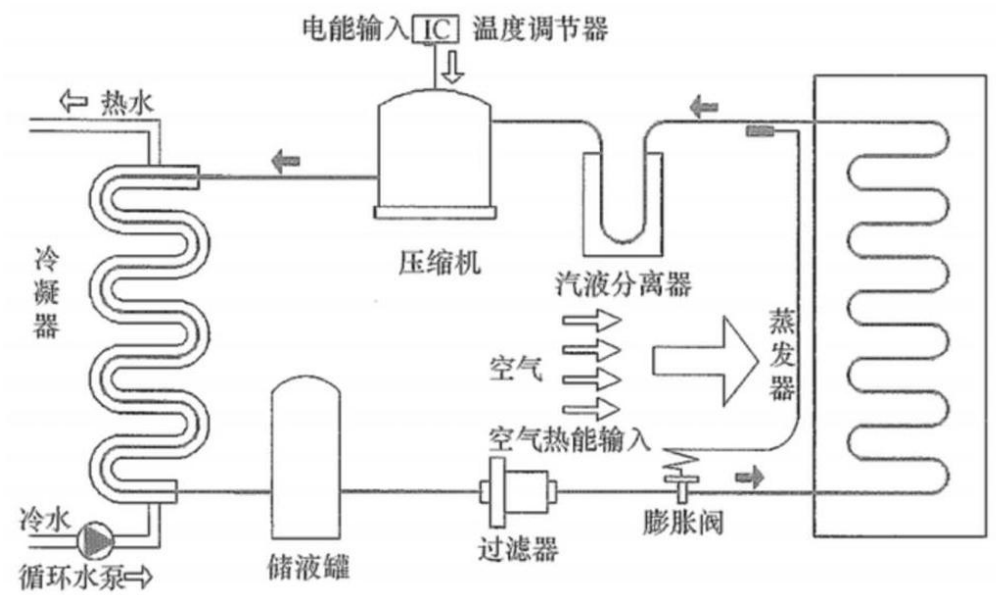


## 2、 采暖为国内空气源热泵应用主流，车载冰箱拓展潜力大

### 2.1、 国内空气源热泵应用主流为采暖，2025 市场规模 283.4 亿

热泵是一种利用逆卡诺循环原理，在高位能（一般为电能、热能）的驱动下，将低位热源的热能转移到高位热源的节能装置，从而为住宅、商业和工农业提供采暖、烘干及热水服务。空气源热泵机组由蒸发器、冷凝器、压缩机、膨胀阀四大主要部件构成封闭系统，其内充注有适量的工质。

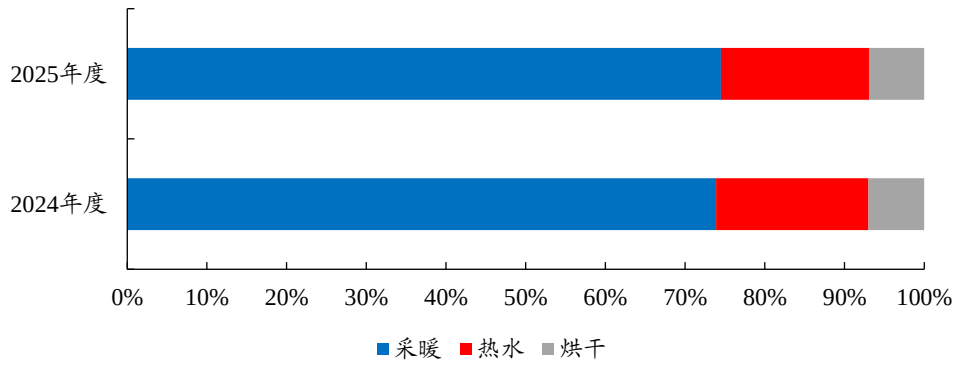
**图6：空气源热泵机运行基本原理**




资料来源：欧伦电气招股说明书

根据中国节能协会热泵专业委员会的相关数据，空气源热泵是热泵行业最主要的细分子行业。根据功能和应用场景不同，空气源热泵产品可进一步分为采暖机、热水机和烘干机等。

**图7：2024-2025 年度中国空气源热泵细分产品销售占比情况**



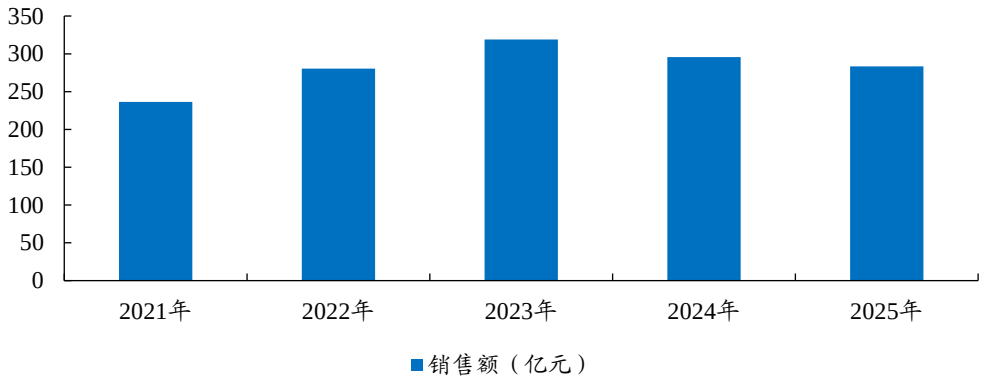

数据来源：产业在线《2025 年中国空气源热泵行业年度研究报告》、欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



2024 年，因为宏观经济下行、消费低迷，空气源热泵市场规模达 295.7 亿元，同比小幅下滑 7.5%，其中出口市场也呈现下滑趋势。2025 年，我国空气源热泵市场规模达 283.4 亿元。

**图8：2025 年，我国空气源热泵市场规模达 283.4 亿元**




数据来源：产业在线《2025 年中国空气源热泵行业年度研究报告》、欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

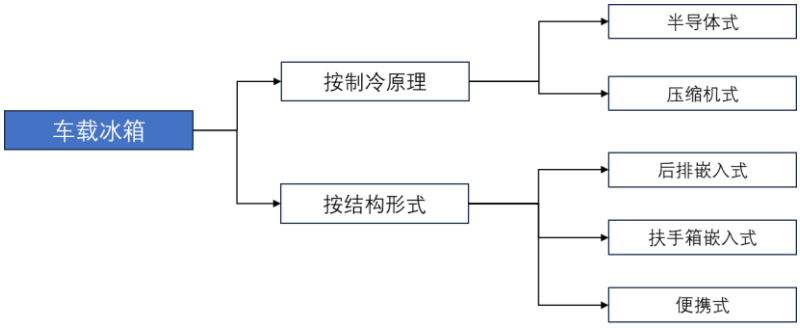
## 2.2、 我国汽车产销新高，预计 2025 全球车载冰箱市场规模约 14 亿美元

中国汽车工业协会数据显示，2025 年，汽车产销量分别为 3453.1 万辆和 3440 万辆，同比分别增长 10.4%和 9.4%，产销量再创历史新高，连续 17 年稳居全球第一。其中，新动能加快释放，新能源汽车产销量超 1600 万辆，其中国内新车销量占比超 50%，成为我国汽车市场主导力量。在对外贸易方面，呈现出较强韧性，汽车出口超 700 万辆，出口规模再上新台阶。其中，新能源汽车出口 261.5 万辆，同比增长 1 倍。

2025 年，我国“两新”政策加力扩围，企业新品密集上市，汽车市场终端需求持续释放，2025 年汽车产销量实现超预期增长。值得注意的是，2025 年，中国品牌乘用车销量占比接近 70%，较 2024 同期上升 4.3 个百分点。2025 年，在政策利好、供给丰富和基础设施持续改善等多重因素共同作用下，新能源汽车持续增长，新能源汽车产销量连续 11 年位居全球第一。

车载冰箱按制冷原理主要分为半导体式和压缩机式两大类；按结构形式可分为后排嵌入式、扶手箱嵌入式、便携式三类。

**图9：车载冰箱分类**




资料来源：智研咨询、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

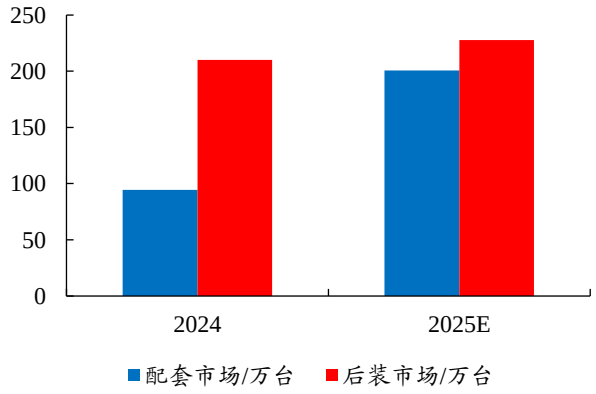


随着家用汽车数量的不断增加，作为汽配套车产品之一，汽车冰箱作为在车内实用的简单便携式冰箱，车载冰箱具有大多数家用冰箱没有的优点。随着自驾旅游的兴起，车载冰箱在汽车消费市场中的知名度也在不断提高。根据智研咨询数据整理，2024 年全球车载冰箱市场规模增至 12.56 亿美元，其中，配套市场规模占比 39.65%，后装市场规模占比 60.35%；预计 2025 年车载冰箱市场规模将达到 13.7 亿美元。

随着我国居民生活水平的不断提高，车载冰箱的应用也逐渐增多，车载冰箱已经在人们的家庭生活中发挥了必要的作用。2024 年我国车载冰箱需求总量增长至 304.51 万台，其中，配套市场需求 94.54 万台，占 31.05%；后装市场需求 209.97 万台，占 68.95%。市场规模增长至 15.25 亿元，其中，配套市场规模 4.44 亿元，占比 29.1%；后装市场规模 10.81 亿元，占比 70.89%。预计 2025 年我国车载冰箱需求总量将达到 428.45 万台，其中，配套市场 200.76 万台，占 46.86%；后装市场 227.69 万台，占 53.14%。市场规模将达到 20.3 亿元，其中，配套市场规模 9.03 亿元，占 44.48%；后装市场规模 11.27 亿元，占 55.52%。

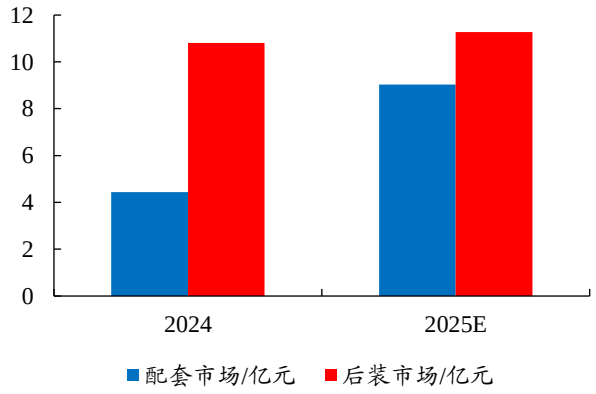
目前，中国已成为全球主要的车载冰箱生产国，根据智研咨询数据整理，2024 年中国车载冰箱产量 485.75 万台，占全球的比重约 43.75%；预计 2025 年中国车载冰箱产量 623.62 万台，占全球的比重约 48.72%。

**图 10：2024 年我国车载冰箱需求总量增长至 304.51 万台**




数据来源：智研咨询、开源证券研究所

**图 11：预计 2025 年我国车载冰箱市场规模达 20.3 亿元**




数据来源：智研咨询、开源证券研究所

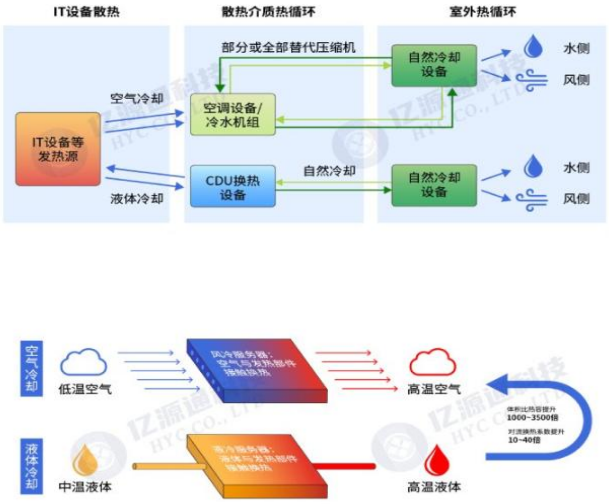
仅供内部参考，请勿外传



## 3、 液冷成为 AI 算力时代刚需底座，从 0-1 迈入 1-N 导入期

**目前数据中心基础设施的制冷方式主要有风冷和液冷两种方式。**液冷技术是指利用液体取代空气作为冷却介质，与服务器发热元器件进行热交换，将服务器元器件产生的热量带走，以保证服务器工作在安全温度范围内的一种冷却方法。风冷技术依赖于风扇和空调系统，通过空气流动带走热量；液冷技术通过液体直接冷却发热器件，液体的导热能力是空气的 25 倍，液体的体积比热容是空气的 1000~3500 倍，液体的对流换热系数是空气的 10~40 倍，同等情况下，液冷的冷却能力远高于空气。

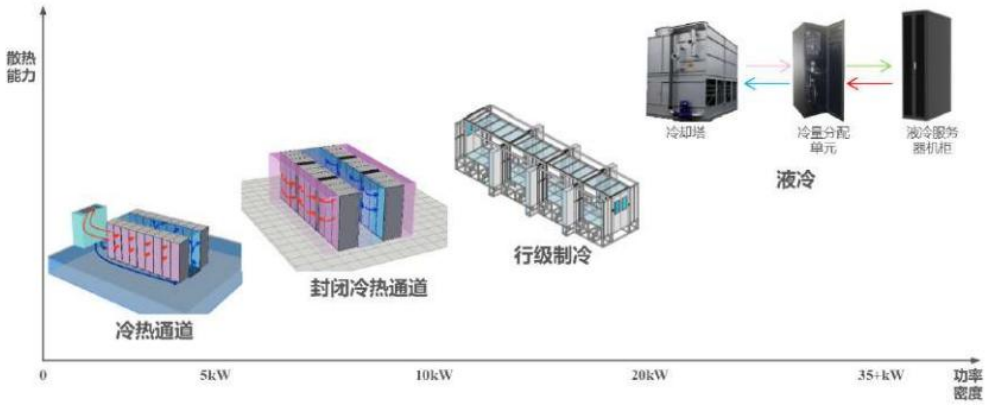
**图12：目前数据中心基础设施的制冷方式主要有风冷和液冷两种方式**




资料来源：亿源通科技官网

**液冷作为数据中心新兴制冷技术，被应用于解决高功率密度机柜散热需求。**算力的持续增加促进通讯设备性能不断提升，芯片功耗和热流密度也在持续攀升，产品每演进一代功率密度攀升 30~50%。当代 X86 平台 CPU 最大功耗 300~400W，业界最高芯片热流密度已超过 120W/cm2；芯片功率密度的持续提升直接制约着芯片散热和可靠性，传统风冷散热能力越来越难以为继。芯片功率密度的攀升同时带来整柜功率密度的增长，当前最大已超过 30kW/ 机架；对机房制冷技术也提出了更高的挑战。

**图13：机柜功率密度与制冷方式**



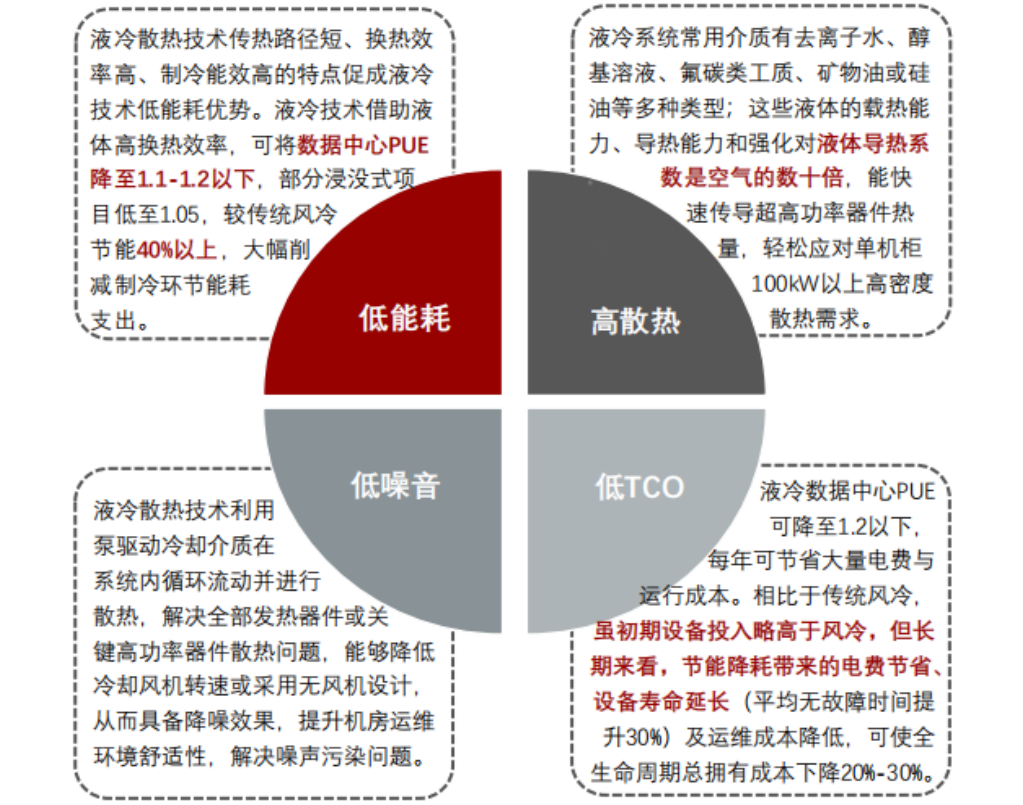

资料来源：《液冷技术白皮书》中兴通讯

仅供内部参考，请勿外传



液冷行业以液冷技术为核心，围绕液体散热相关的设备研发、生产、系统集成及运维服务等形成的产业集群。其中液冷技术是核心支撑，指采用液体取代空气作为冷却介质，通过与发热部件进行热交换，借助液体的温升或相变作用带走热量的技术。该技术核心优势源于液体高导热、高热容特性，相比传统风冷，能解决高密度算力等场景下的散热难题，可大幅降低设备能耗与故障率。

**图14：液冷技术优势**



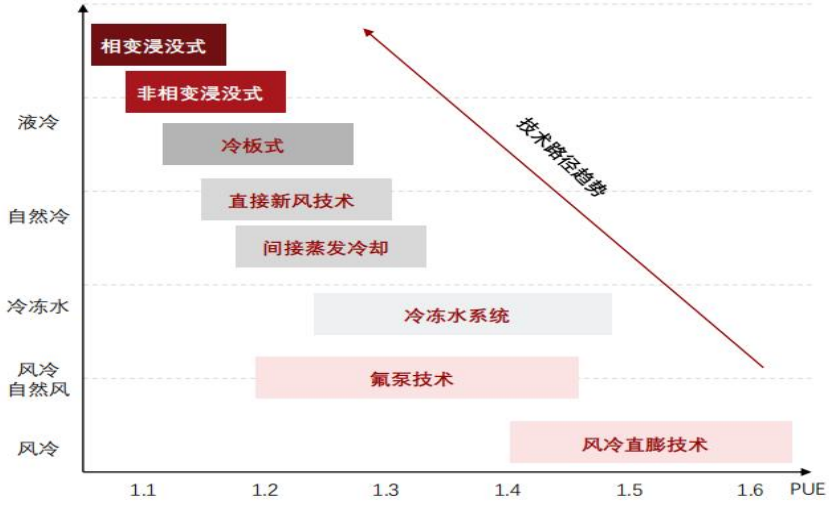

资料来源：头豹研究院

PUE 是评估数据中心效率水平的重要指标，PUE=数据中心消耗的所有能源/IT 负载消耗的能源，其中 IT 负载消耗是指用于计算、存储和网络设备的电力和能源，PUE 越接近 1，数据中心的能效水平越好。作为“新基建”的数字底座与核心代表，数据中心在国家“双碳”目标战略框架下被赋予更高维度的绿色发展使命。国家层面对于大型数据中心 PUE 指标要求逐年提高，根据 2024 年 7 月国家发改委等联合发布《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，要求到 2025 年底，新建及改扩建大型和超大型数据中心 PUE 降至 1.25 以内，国家枢纽节点数据中心项目 PUE 不得高于 1.2。

仅供内部参考，请勿外传



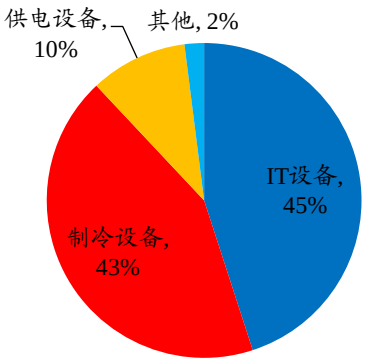
**图15：数据中心制冷技术对应 PUE 范围**




资料来源：头豹研究院

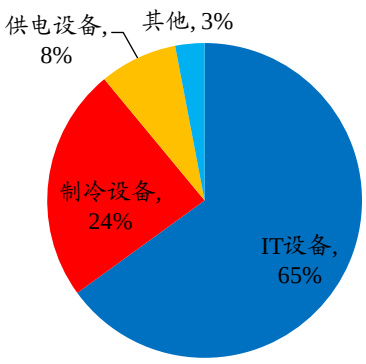
在运行成本结构中，制冷系统一直是仅次于 IT 负载的第二能耗大户，当前数据中心制冷能耗占约 24%，传统风冷方案下能耗可达 43%，因此降低制冷系统的能耗可显著提高数据中心的电能利用效率，相比空气，液体凭借更高的热传导效率，能够在更低的能源消耗下实现更好的散热效果，从而进一步降低 PUE。

**图16：传统风冷方案下数据中心制冷能耗占 43%**




数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

**图17：液冷方案下数据中心制冷能耗占 24%**




数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

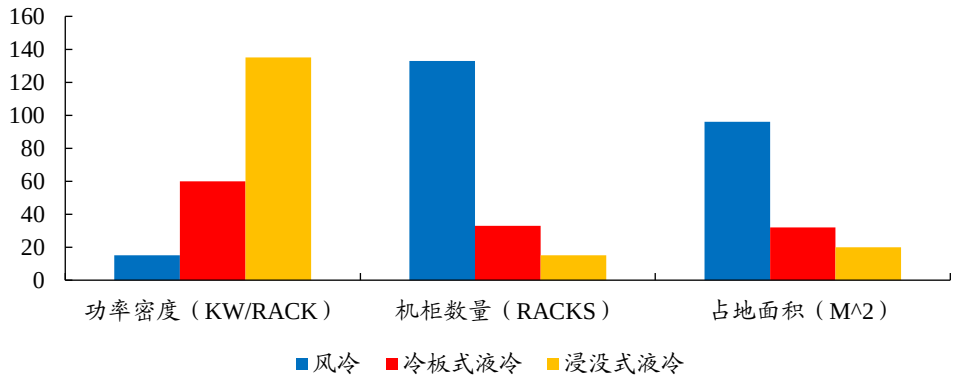
**针对单芯片，液冷相比于风冷具有更高的散热能力，同时能够提高数据中心空间利用率、节省用地面积。**液冷系统常用介质有去离子水、醇基溶液、氟碳类工质、矿物油或硅油等多种类型；这些液体的载热能力、导热能力和强化对流换热系数均远大于空气；因此，针对单芯片，液冷相比于风冷具有更高的散热能力。

同时，液冷直接将设备大部分热源热量通过循环介质带走；单板、整柜、机房整体送风需求量大幅降低，允许高功率密度设备部署；同时，在单位空间能够布置更多的 ICT 设备，提高数据中心空间利用率、节省用地面积。

仅供内部参考，请勿外传



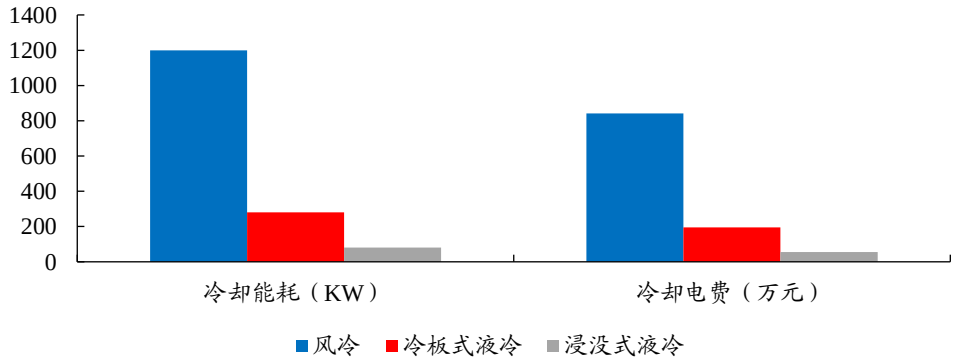
图18：液冷同比风冷散热能力（2MW 机房）




数据来源：《液冷技术白皮书》中兴通讯、开源证券研究所

**液冷技术具有极佳的节能效果，液冷数据中心 PUE 可降至 1.2 以下，每年可节省大量电费，能够较好的降低数据中心运行成本。**相比于传统风冷，液冷散热技术的应用虽然会增加一定的初期投资，但可通过降低运行成本回收投资。以规模为 10MW 的数据中心为例，比较液冷方案（PUE1.15）和冷冻水方案（PUE1.35），预计 2.2 年左右可回收增加的基础设施初投资。

图19：液冷同比风冷每年收益（2MW 机房）




数据来源：《液冷技术白皮书》中兴通讯、开源证券研究所

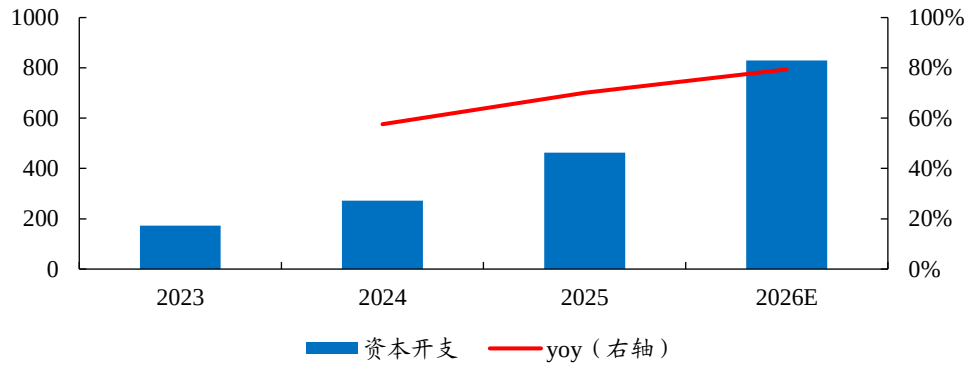
**云厂商资本开支增长 AI 产业需求强劲，全球九大 CSP 再度上修 2026 年资本支出指引。**根据 TrendForce2026 年 5 月 6 日数据，由于多数北美主要云端服务供应商（CSP）再度上修 2026 年资本支出指引，以回应强劲的 AI 需求，全年美系 Google（谷歌）、AWS（亚马逊云科技）、Meta、Microsoft（微软）、Oracle（甲骨文）以及中系 ByteDance（字节跳动）、Tencent（腾讯）、Alibaba（阿里巴巴）、Baidu（百度）等九大 CSP，合计资本支出预估至约 8,300 亿美元，年增率也从原本的 61%提升至 79%。

其中 2026 年 Microsoft 上调展望至 1,900 亿美元，年增率提高为 130%左右，其中约 250 亿美元为反映零部件价格上涨影响；Google 从 1,750-1,850 亿美元上修至 1,800-1,900 亿美元，年成长率也超过一倍；Meta 则将资本支出区间由 1,150-1,350 亿美元上修至 1,250-1,450 亿美元，估计年增率约 85%；AWS 亦因应 AI 云端服务需求，预计 2026 年资本支出逾 2,300 亿美元，年成长 50%以上。

仅供内部参考，请勿外传



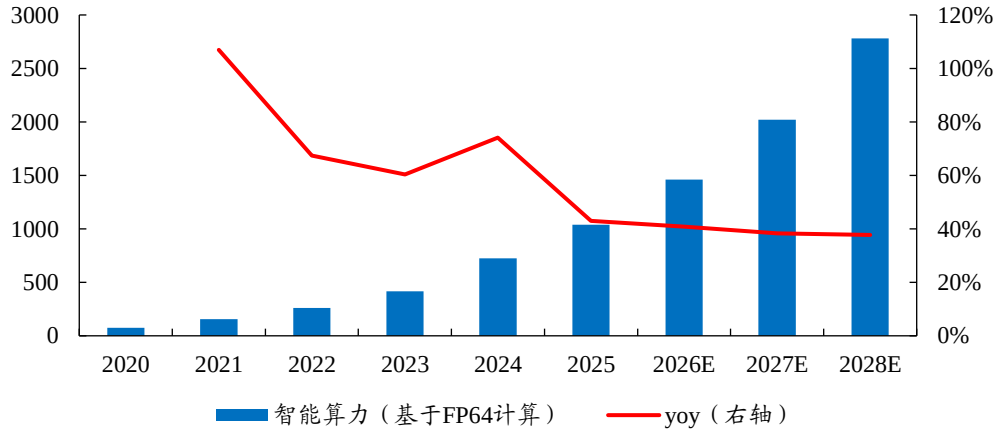
**图20：云厂商资本开支增长 AI 产业需求强劲，全球九大 CSP 再度上修 2026 年资本支出指引（十亿美元）**




数据来源：TrendForce、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 5 月 6 日）

**我国智能算力建设规模稳步增长，预计 2023-2028 年复合增长率达到。**根据 IDC《2025 年中国人工智能计算力发展评估报告》数据，2025 年中国智能算力规模将达到 1,037.3 EFLOPS，预计到 2028 年将达到 2,781.9EFLOPS，预计 2023-2028 年期间，中国智能算力规模的五年年复合增长率达 46.2%。

**图21：我国智能算力建设规模稳步增长，预计 2023-2028 年复合增长率达到 46.2%（EFLOPS）**



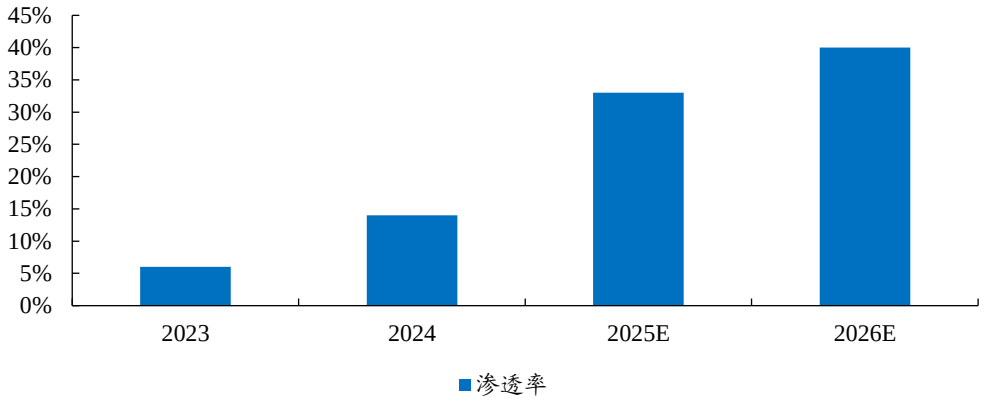

数据来源：《2025 年中国人工智能计算力发展评估报告》IDC、开源证券研究所

**随着液冷技术从早期试点迈向规模化导入，液冷在 AI 渗透率增长空间广阔。**根据 TrendForce 数据，随着 NVIDIA GB200 NVL72 机柜式服务器于 2025 年放量出货，云端从业者加速升级 AI 数据中心架构，促使液冷技术从早期试点迈向规模化导入，预计液冷在 AI 数据中心的渗透率将从 2024 年 14%，大幅提升至 2025 年 33%，2026 年达 40%。

仅供内部参考，请勿外传



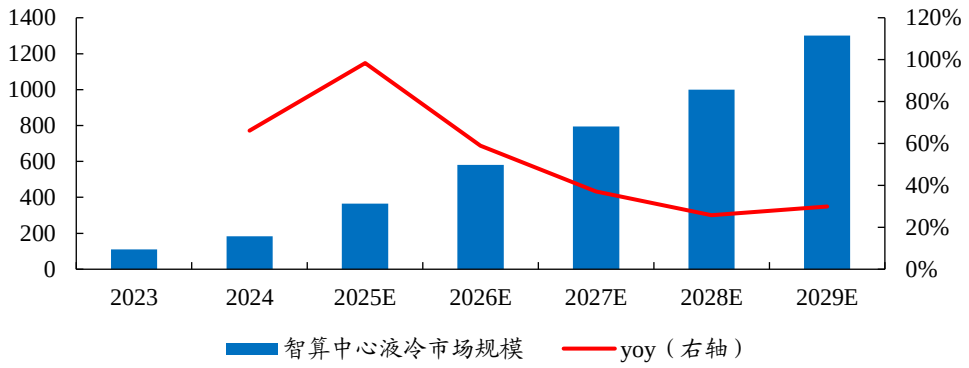
**图22：随着液冷技术从早期试点迈向规模化导入，液冷在 AI 渗透率增长空间广阔**




数据来源：TrendForce、开源证券研究所

**随着液冷技术趋于成熟可靠，业界对液冷系统的认可度正不断提升，预计我国液冷市场规模稳步增长。**根据头豹研究院数据 2024 年我国智算中心液冷市场规模达到了 184 亿元，较 2023 年同比增长 66.1%，预计 2029 年我国智算中心液冷市场将达到约 1300 亿元。

**图23：随着液冷技术趋于成熟可靠，业界对液冷系统的认可度正不断提升，预计我国液冷市场规模稳步增长（亿元）**




数据来源：中国通信院、头豹研究院、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



## 4、 环境调节设备“小巨人”持续增长，拓展 IDC、液冷温控

欧伦电气是一家围绕环境调节设备开展研发、设计、制造、销售和服务一体化业务的综合性企业，主营产品包括除湿机、移动空调、车载冰箱及空气源热泵四大系列。自成立以来，公司始终秉持“创造更舒适的空气环境”的企业理念，以湿度调节、温度控制、空气净化、节能减排为服务方向，致力于为企业、事业单位、家庭等用户提供空气环境调控整体解决方案。目前，公司产品已广泛应用于电力、电子、医药、纸业、食品、农副产品、场馆、仓库、实验室等行业或领域。

**在设备功能类别方面，公司产品主要涵盖除湿、温控、制冷及热泵等功能**。其中，除湿机系列具备高效调节空气湿度的核心功能，按应用场景分为家用、商用、工业三大类；移动空调提供灵活的局部温度控制解决方案；车载冰箱满足移动制冷需求，包括前装和后装两大类；空气源热泵则服务于节能环保的供暖、热水及烘干应用场景，包括采暖机、热水机和烘干机等。

在下游行业及应用方面，公司产品应用领域广泛，覆盖电力、电子、医药、食品、仓储及大型基建等。公司凭借规模化的智能制造优势和非标定制能力，与美的集团、长城汽车、韩国乐天等国内外知名客户建立了稳定的合作关系，并参与了老挝南欧水电站、三峡水电站、北京大兴国际机场、鸟巢、上海世博会、贵州苹果数据中心和杭州亚运会等重点工程项目。

**图24：欧伦电气发展历程**




资料来源：公司官网

**欧伦电气是国家高新技术企业和国家级专精特新“小巨人”企业，建有省级企业技术研究院、省级高新技术企业研究开发中心和杭州市企业高新技术研究开发中心**。公司投资建设了行业内先进的焓差实验室、噪音实验室、工况实验室等。截至 2026 年 5 月 6 日，公司拥有专利 363 项（发明专利 17 项），软件著作权 25 项。此外，公司作为起草单位牵头修订了《除湿机》国家标准（GB/T19411-2024），并参与起草了国家标准《厨房空调器》（GB/T46496-2025）《全新风除湿机》（GB/T20109-2025）两项、行业标准三项，以及团体标准四项。公司及公司产品荣获全国除湿机行业质量领先品牌、浙江名牌产品、电商“奥斯卡”金麦品质奖、全国质量诚信标杆典型企业

仅供内部参考，请勿外传



和 2024 热泵行业最具成长力品牌等。

**图25：公司是国家高新技术企业和国家级专精特新“小巨人”企业**













资料来源：公司官网

目前欧伦电气共有高级管理人员 4 人，具有丰富的产业经验和管理经验。

**表3：欧伦电气共有高级管理人员 4 人具有丰富的经验**

| 职务 | 姓名 | 简历 |
|---|---|---|
| 总经理 | 陈先勇 | 1971 年 10 月出生，汉族，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。1990 年 1 月至 1992 年 12 月，担任开化县桐村中学教师；1993 年 1 月至 1994 年 12 月，任开化建材厂综合厂木制品分厂厂长；1995 年 1 月至 2005 年 5 月，任开化建材木制品公司总经理；2005 年 6 月至今，担任松井电器执行董事、总经理；2009 年 12 月至 2022 年 10 月，担任欧伦有限执行董事、总经理；2022 年 10 月至今，任公司董事长、总经理。 |
| 董事会秘书 | 郑成福 | 1981 年 11 月生，中国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。2003 年 3 月至 2009 年 11 月，历任杭州西湖离合器有限公司科员、办公室主任；2009 年 12 月至 2020 年 2 月，历任浙江铁流离合器股份有限公司办公室主任、证券事务代表、董事会秘书；2020 年 3 月至 2022 年 3 月，任浙江汇隆新材料股份有限公司董事会秘书、副总经理；2020 年 11 月至今，任青蛙泵业股份有限公司独立董事；2020 年 11 月至 2026 年 1 月，任宁波一彬电子科技股份有限公司独立董事；2020 年 11 月至今，任宇星紧固件（嘉兴）股份有限公司独立董事；2022 年 3 月至 2022 年 10 月，任欧伦有限副总经理；2022 年 10 月至今，任公司董事、董事会秘书。 |
| 副总经理 | 张前文 | 1966 年 2 月出生，中国籍，无境外永久居留权，大专学历。1993 年至 2005 年 5 月，任广东中山小榄东泽电机有限公司制造部长；2005 年 5 月至 2005 年 10 月，任广东美的空调三分厂科长；2005 年 11 月至 2020 年 3 月，任江苏省常州市江苏丰润集团副总经理；2020 年 4 月至今，任公司副总经理。 |
| 财务总监 | 黄名超 | 1981 年 12 月出生，中国籍，无境外永久居留权，本科学历。2002 年 7 月至 2007 年 5 月，任杭州东箭贸易有限公司会计；2007 年 5 月至 2012 年 12 月，任浙江星普五星电器有限公司财务主管；2012 年 12 月至 2017 年 1 月，任杭州尚本服饰有限公司财务经理；2017 年 1 月至 2017 年 5 月，任杭州业盛实业有限公司财务经理；2017 年 5 月至 2022 年 9 月，任公司财务经理；2022 年 10 月至今，任公司财务总监。 |

资料来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



## 4.1、 除湿机与移动空调占比相对较大，2025 年合计营收占比超 80%

欧伦电气属于电气机械和器材制造业（C38），主营业务为环境调节设备（除湿机、移动空调等），涉及温湿度控制、高效节能、降噪、智能化等多种核心技术。公司在相关技术的基础上经过深度开发、运用，逐步形成涵盖精准除湿、变频控制、低噪音设计、智能物联的综合技术体系，技术体系通过系统级集成实现功能耦合，共同支撑从家用除湿机到工业空气源热泵的复杂环境调节系统。

**欧伦电气主要产品包括除湿机、移动空调、车载冰箱及空气源热泵四大系列**，主要应用于电力、电子、医药、纸业、食品、农副产品、场馆、仓库、实验室等行业或领域，可实现对空气环境的湿度调节、温度控制、空气净化、节能减排等多种操作，同时可以根据不同行业客户的特殊需求提供非标定制化设计、生产及安装维保，共同组成空气环境调控整体解决方案。

### （1） 除湿机

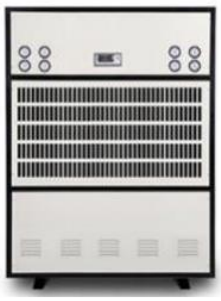
除湿机方面，欧伦电气提供家用除湿机、商业除湿机、工业除湿机、低温型除湿机及全新风管道除湿机等。

**表4：除湿机方面，欧伦电气提供家用除湿机、商业除湿机、工业除湿机、低温型除湿机及全新风管道除湿机等**

| 产品类别 | 产品名称 | 产品图示 | 产品介绍 |
|---|---|---|---|
| 除湿机 | 家用除湿机 |  | 特点：拥有强力除湿、快速干衣、睡眠等多种模式，具备水满警报、自动化霜等功能，同时配备了智能恒温系统，可实现环境湿度的精准控制。部分型号在除湿的基础上，还结合了除尘、除菌、除醛等空气净化功能，能够有效优化居家环境；应用：家庭湿度调节 |
| | 商业除湿机 |  | 特点：整机具有高性能、长寿命、强兼容等特点，满足连续除湿需求，并配有多重保护功能，运行安全稳定；应用：适用于大面积的场所除湿，如写字楼、商场等 |

仅供内部参考，请勿外传



| | | | |
|---|---|---|---|
| 工业除湿机 | 工业除湿机 |  | 特点：以柜立式为设计依托，顶部直立式出风，可加大气流循环，适用于大面积场所；抽湿强劲，能有效抽除物料内部及环境中水分，快速干燥，具有高效、静音、节能的特点；拥有高精度湿度传感器，能够精准控制湿度，10%-95%湿度范围可调；应用：兼容性强，适用于各类工业场景 |
| | 低温型除湿机 |  | 特点：专为低温环境除湿设计（2℃-8℃），采用优化的系统、结构及冷热切换化霜设计，解决了传统除湿机低温使用，霜层分布不均，凝霜、化霜速度慢等问题；应用：适用于医药库房、低温冷藏库、生产车间等低温场景 |
| | 全新风管道除湿机 |  | 特点：采用直流式空气处理系统，依托“小风量大焓差”的设计理念，在除湿量相同的情况下，风量仅为普通除湿机的 1/3 左右，空气处理效率高；兼容性强，能够有效满足不同地域环境或工艺对新风处理的要求；应用：适用于国防工程、人防工程、石化行业、航天领域、净化工程、放射性实验室、动物实验室、存放有毒有害物的仓库或车间等有除湿需求但不允许回风的场所 |

资料来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

### （2）移动空调

欧伦电气主要产品包括移动空调，产品集制冷、除湿、送风功能于一体。主要应用在工厂、商业、住宅等场景。

**表5：欧伦电气主要产品包括移动空调**

| 产品类别 | 产品图示 | 产品介绍 |
|---|---|---|
| 移动空调 |  | 特点：集制冷、除湿、送风功能于一体，采用一体化设计，免安装，可移动；具备自动雾化和定时功能； 应用：可应用于工厂、商业、住宅等场景 |

资料来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



### （3）车载冰箱

车载冰箱方面，欧伦电气提供前装车载冰箱、后装车载冰箱等。

**表6：车载冰箱方面，欧伦电气提供前装车载冰箱、后装车载冰箱**

| 产品类别 | 产品名称 | 产品图示 | 产品介绍 |
|---|---|---|---|
| 车载冰箱 | 前装车载冰箱 |  | （前装）特点：大多数产品采用智能双温区和便捷拉杆滑轮设计，使用便捷，具有微电脑精确控温功能，可快速制冷至-20℃；应用：主要应用于新能源汽车、游艇配套等场景 |
| | 后装车载冰箱 |  | （后装）特点：大多数产品采用智能双温区和便捷拉杆滑轮设计，使用便捷，具有微电脑精确控温功能，可快速制冷至-20℃；应用：主要应用于新能源汽车、游艇配套等场景 |

资料来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

### （4）空气源热泵

空气源热泵方面，欧伦电气提供超低温变频采暖机、空气源热泵烘干机、超高温除湿烘干机、空气源热泵泳池机组、空气能热水机等。

**表7：空气源热泵方面，欧伦电气提供超低温变频采暖机、空气源热泵烘干机等产品**

| 产品类别 | 产品名称 | | 产品图示 | 产品介绍 |
|---|---|---|---|---|
| 空气源热泵烘干机 | 采暖机 | 超低温变频采暖机 |  | 特点：应用了全维度消音超静音设计、EVI 喷气增焓及全直流变频高效制热技术，运行噪音低，制热效率高，输出能力可无级调节，耗电量低且能智能除霜。此外，本设备可利用移动终端远程控制和监控，具备智能自检、自动预警及自动修复能力；应用：酒店与商业场所、工业生产、农牧业养殖、家庭住宅、公共建筑等场景 |
| | 烘干机 | 空气源热泵烘干机 |  | 特点：替代日晒、锅炉、电加热等传统烘干方式，采用自动控温和显热、潜热回收系统，具有安全智能（触屏操作，智能控制）、省时省工（强风对流设计，无需人工翻动）、干净卫生（干燥房采用密闭设计）、节能环保（比传统电加热降低 60%以上能耗）、经久耐用（设计寿命长达 15 年）、品质可控（烘干效果良好）、自动控温、运行宽广（室外运行温度为-10℃-43℃）的特点；应用：适用于农副产品、海鲜、木材等物料的生产加工 |

仅供内部参考，请勿外传

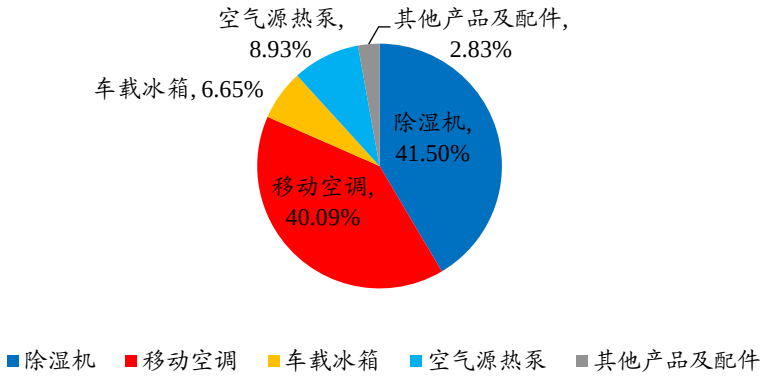


| | | | |
|---|---|---|---|
| | 超高温除湿烘干机 |  | 特点：利用外界空气能做热源，让干燥空气在干燥室与超高温除湿烘干机间进行闭式循环除湿，可以在超高温环境下将 80%水分降到 5-10%，并且除湿过程中放出的潜热能够实现再次利用，高效节能；应用：适用于高温特殊环境 |
| | 空气源热泵泳池机组 |  | 特点：利用压缩机制冷循环，将池水蒸发产生的潜热转移到池水和空气中，同时通过多个冷凝器进行能量分配，从而具备泳池空间制冷制热、除湿和池水加热等多重功能；应用：泳池 |
| 热水机 | 空气能热水机 |  | 特点：高能效低能耗，快速出水，水温恒定，水电分离，无易燃易爆隐患，环保无污染；采用智能控制和精准除霜技术，具备智能化霜、智能恒温、智能故障排除等功能；应用：酒店、宾馆、工业生产等商业场景 |

资料来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

营收上来看，除湿机与移动空调产品占比相对较大，2025 全年，除湿机产品主营占比41.50%，移动空调占比40.09%，车载冰箱占比6.65%，空气源热泵占比8.93%，其他产品及配件占比 2.83%。

**图26：除湿机与移动空调产品占比营收相对较大**



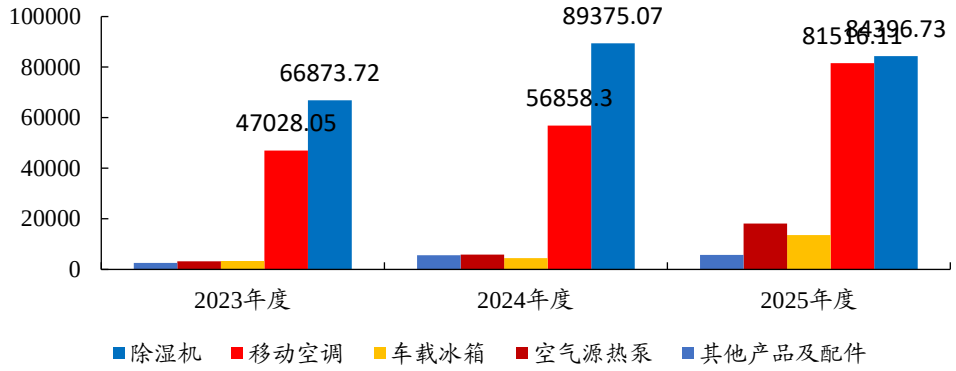

数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

移动空调营收在 2023-2025 年间保持逐年增长，自 4.70 亿元增长至 8.15 亿元。除湿机营收先升后降，2023-2025 年分别为 6.69 亿元、8.94 亿元和 8.44 亿元。车载冰箱收入由 2023 年的 0.33 亿元，增长至 2025 年的 1.35 亿元。空气源热泵收入由 2023 年的 0.32 亿元，增长至 2025 年的 1.82 亿元。

仅供内部参考，请勿外传



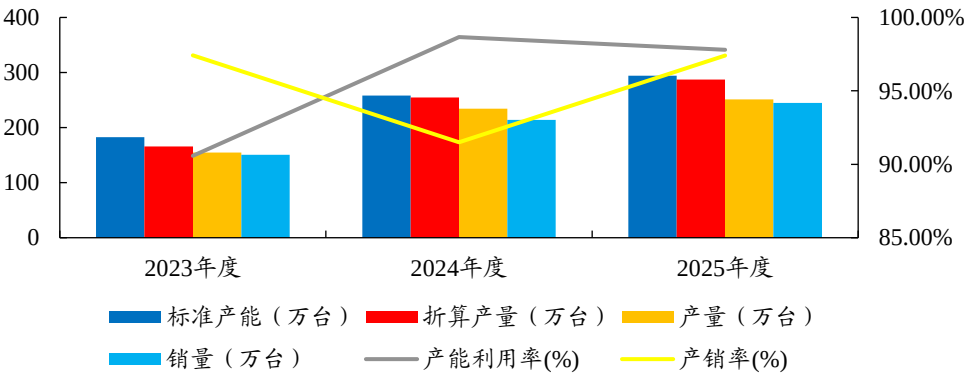
图27：移动空调营收在2023-2025年间保持逐年增长（万元）




数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

除湿机及移动空调产品产能利用率2025年达到97.8%，产销率2025年为97.41%。2025年，除湿机及移动空调产品产能293.96万台，实际产量251.46万台，销量244.95万台。

图28：2025年，除湿机及移动空调产品产能利用率97.8%，产销率97.41%




数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

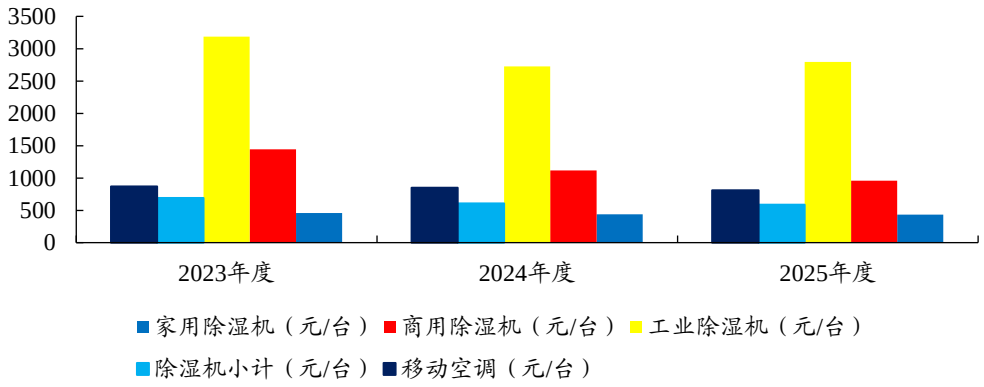
具体价格上，公司除湿机产品整体的平均单价呈下降趋势，主要因为公司主要原材料塑料米、压缩机、电机等价格下降，外加外销出口海运费下降、规模效应摊薄固定成本、公司推行精益管理实现降本增效等因素，使得单位成本逐年下降，公司基于成本加成的定价模式和薄利多销的销售策略，动态调整除湿机产品销售价格。

家用除湿机2025年平均单价433.00元/台，低于2024年的438.64元/台；商用除湿机2025年平均单价959.83元/台，低于2024年的1114.91元/台；工业除湿机2025年平均单价2794.48元/台，高于2024年的2726.43元/台；移动空调2025年平均单价808.71元/台，低于2024年的850.15元/台。

仅供内部参考，请勿外传



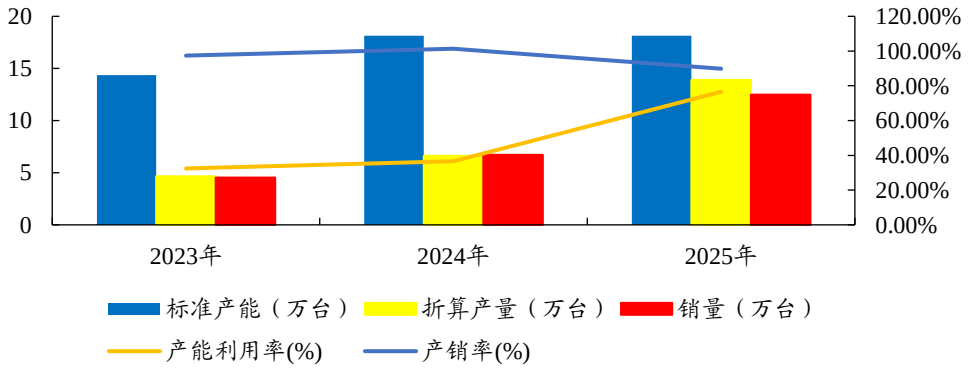
**图29：公司除湿机产品整体的平均单价情况**




数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

车载冰箱产品产能利用率自 2023 年的 32.45%提升至 2025 年的 76.57%，产销率自 2023 年的 97.42%下降至 2025 年的 89.85%。2025 年，车载冰箱产品产能 18.14 万台，实际产量 13.89 万台，销量 12.48 万台。

**图30：2025 年，车载冰箱产品产能利用率 76.57%，产销率 89.85%**



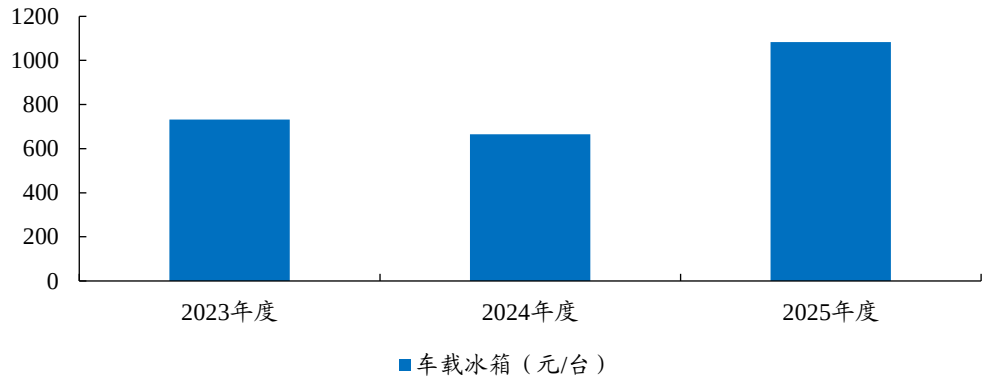

数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

车载冰箱 2025 年平均单价 1084.03 元/台，高于 2024 年的 665.06 元/台。

仅供内部参考，请勿外传



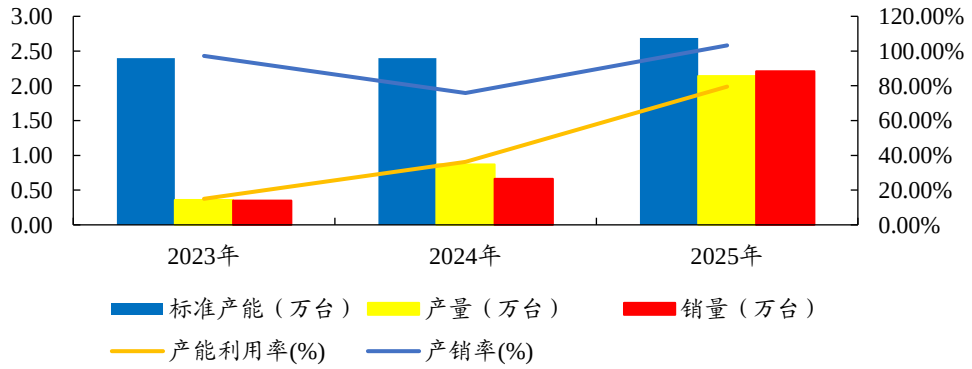
图31：2025 年车载冰箱平均单价 1084.03 元/台




数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

**空气源热泵产品产能利用率自 2023 年的 15.00%提升至 2025 年的 79.55%**，产销率自 2023 年的 97.22%波动至 2025 年的 103.27%。2025 年，空气源热泵产品产能 2.69 万台，实际产量 2.14 万台，销量 2.21 万台。

图32：2025 年，空气源热泵产品产能利用率 79.55%，产销率 103.27%



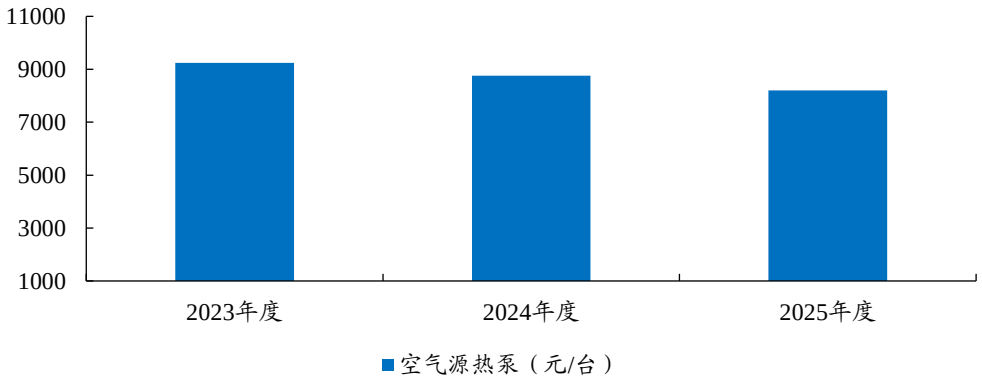

数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

空气源热泵 2025 年平均单价 8201.29 元/台，低于 2024 年的 8761.43 元/台。

仅供内部参考，请勿外传



图33：2025 年空气源热泵平均单价 8201.29 元/台



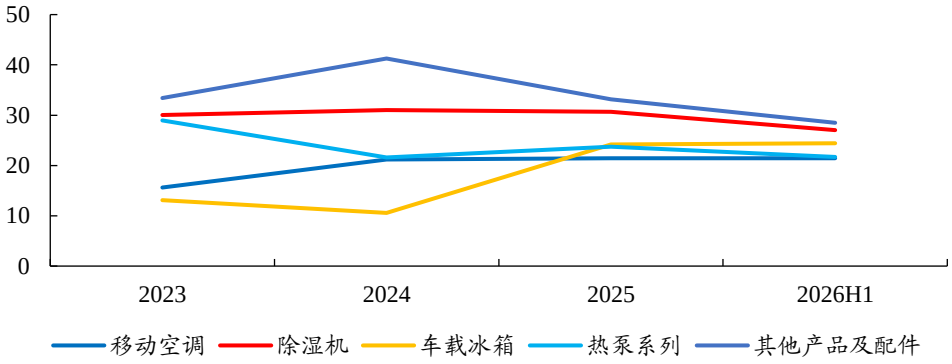

数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

盈利能力方面，公司主营业务毛利率水平整体平稳，2023-2025 年分别为 24.11%、27.02%和 26.00%。其中，除湿机产品毛利率相对较高，2025 年毛利率为 30.69%；移动空调产品毛利率为 21.44%。

2025 年，公司车载冰箱产品毛利率为 24.19%，相较 2024 年上升 13.62pct，主要原因为 2025 年前装车载冰箱销售数量大幅增加，前装车载冰箱单价及毛利率均高于后装车载冰箱，产品结构的变化使车载冰箱整体毛利率大幅上升。

2025 年空气源热泵产品毛利率回升至 23.73%，主要因为热泵采暖机销量大幅提升，规模效应作用下使得空气源热泵产品整体毛利率大幅上升。

图34：2023-2025 年公司主营业务毛利率水平整体平稳（%）




数据来源：Wind、开源证券研究所

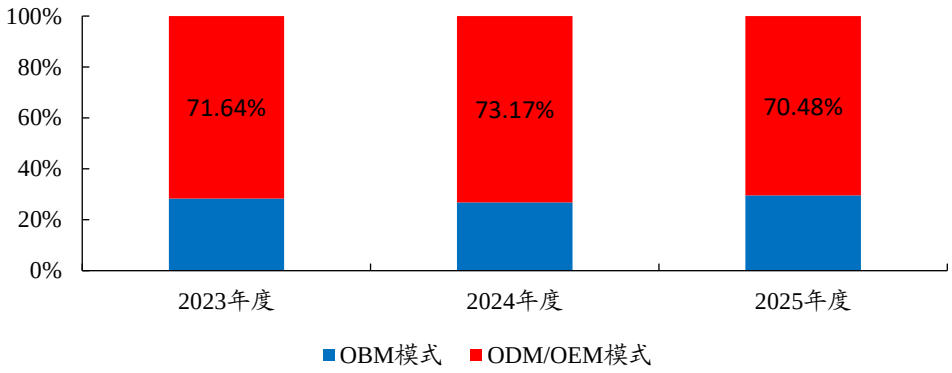
公司业务包括 ODM/OEM 业务和自主品牌 OBM 业务，其中 ODM/OEM 业务销售均为线下直销，根据品牌方客户的生产订单提供产品设计、生产和交付，产品向终端客户的市场推广、品牌宣传和销售服务均由品牌方自行负责。公司自主品牌 OBM 业务采用直销、经销及代销相结合的销售体系，直销通过公司线上直营店铺和线下渠道直接对终端客户销售；经销则通过经公司授权的线上线下经销商进行销售。

**2025 年，公司 ODM/OEM 业务占比主营业务收入 70.48%，自主品牌 OBM 业务占比 29.52%。**

仅供内部参考，请勿外传



图35：2025 年，公司 ODM/OEM 业务收入占比 70.48%




数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

公司主营除湿机、移动空调、车载冰箱、空气源热泵等环境调节设备，产品广泛应用于电力、电子、医药、食品、仓储、场馆、实验室等众多领域。公司前五大客户整体合作稳定，2025 年，公司向前五大客户销售金额 39463.86 万元，占营业收入比例为 19.41%。

表8：2025 年，向前五大客户销售金额 39463.86 万元，占营业收入比例为 19.41%

| 年度 | 序号 | 客户名称 | 金额（万元） | 占比 |
|---|---|---|---|---|
| 2025 年度 | 1 | 曼德电子电器有限公司 | 12140.69 | 5.97% |
| | 2 | 中建材国际贸易有限公司 | 10770.83 | 5.30% |
| | 3 | 豪雅集团 | 6713.18 | 3.30% |
| | 4 | 宁波罗娃 | 5655.87 | 2.78% |
| | 5 | ARGOCLIMA S.P.A. | 4183.31 | 2.06% |
| | 合计 | — | 39463.86 | 19.41% |
| 2024 年度 | 1 | 豪雅集团 | 6937.28 | 4.28% |
| | 2 | 宁波罗娃 | 4673.69 | 2.88% |
| | 3 | ONE RETAIL GROUP LIMITED | 3526.95 | 2.18% |
| | 4 | 芜湖美智空调设备有限公司 | 3296.57 | 2.03% |
| | 5 | MEACO (U.K.) LIMITED | 3219.27 | 1.99% |
| | 合计 | — | 21653.77 | 13.36% |
| 2023 年度 | 1 | 宁波罗娃 | 8622.35 | 7.01% |
| | 2 | 豪雅集团 | 7243.39 | 5.89% |
| | 3 | 駿聯電子商務有限公司 | 2852.13 | 2.32% |
| | 4 | ELECTRO DEPOT FRANCE | 2773.7 | 2.25% |
| | 5 | LOTTE ALUMINIUM CO., LTD. | 2748.69 | 2.23% |
| | 合计 | — | 24240.27 | 19.71% |

数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

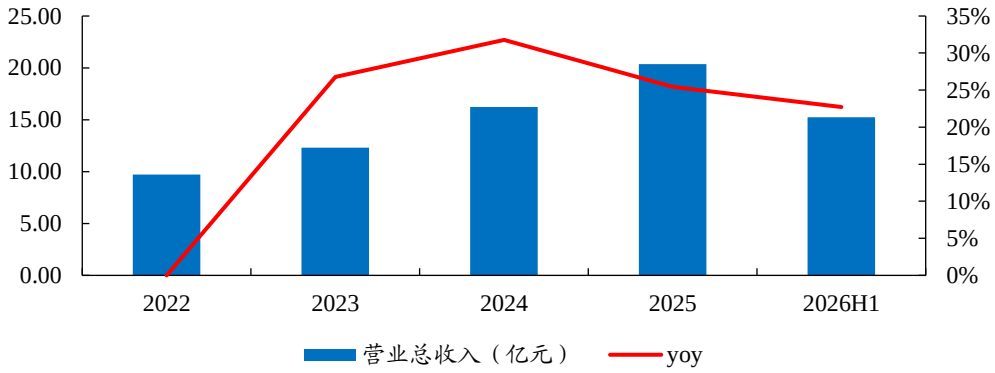
## 4.2、 2022-2025 年营收 CAGR27.97%、归母净利润 CAGR35.91%

公司主营业务收入主要由除湿机、移动空调、车载冰箱、空气源热泵等环境调节电器产品构成。2023-2026H1 实现营业总收入 12.32/16.23/20.36/15.25 亿元，2022-2025 年营收 CAGR 达到 27.97%。

仅供内部参考，请勿外传



**图36：2022-2025 年营收 CAGR 达到 27.97%**

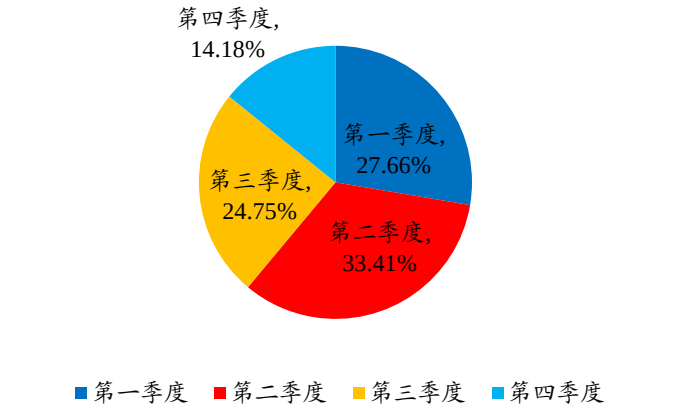



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司主要销售产品为除湿机及移动空调，因独特的功能定位，产品销售随气候变化呈现一定季节性。2025 年第一季度营收占比为 27.66%，第二季度营收占比最高，达到 33.41%，第三季度占比 24.75%，第四季度占比 14.18%。

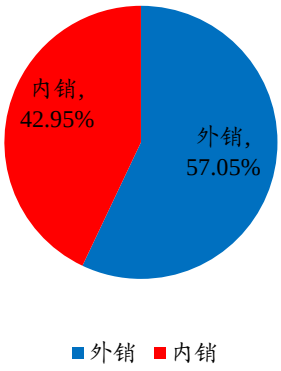
地域分布上，**公司营收分为内销与外销两大板块**，2025 年外销收入占比达 57.05%，内销收入占比为 42.95%；境内营收主要集中在华东、华南及华中地区，三大区域合计占境内收入比重约 30%-35%。

**图37：2025 年公司上半年收入占比较高**




数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

**图38：外销收入占比较高，2025 年达到 57.05%**



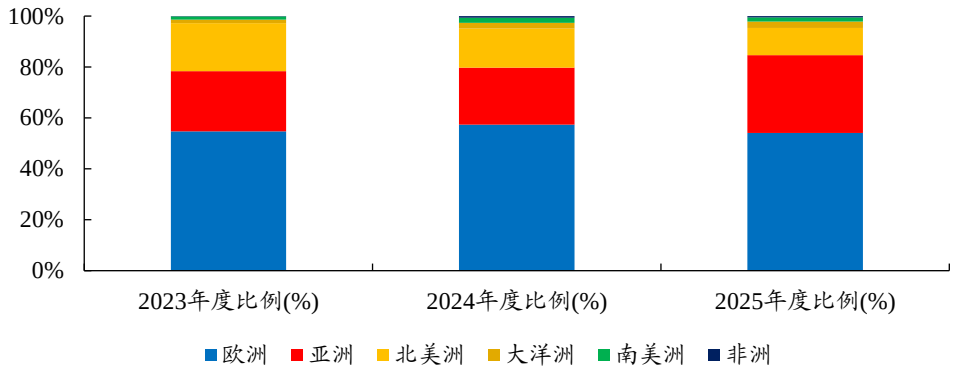

数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

地域细分上，公司外销营收以欧洲地区占比最高，2025 年占外销比例达 54.04%；其次为亚洲地区，占比 30.59%。北美洲位列第三，占比 10.71%。2023 年-2025 年，亚洲地区营收占比呈现明显提升态势。

仅供内部参考，请勿外传



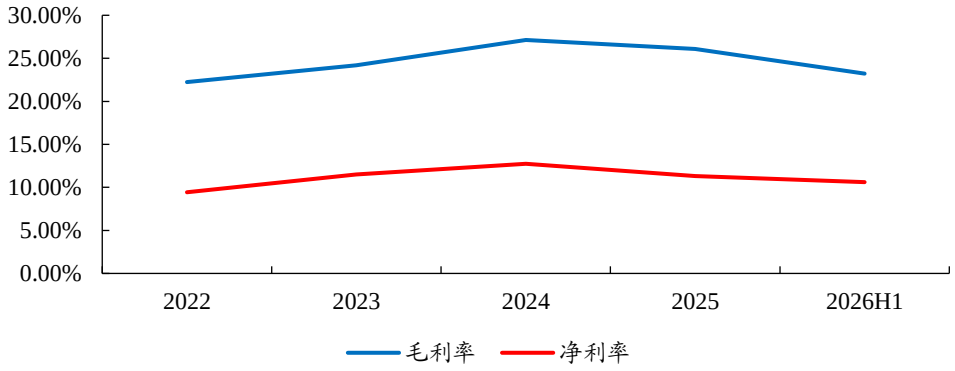
**图39：地域细分上，公司外销营收来自欧洲地区的收入占比较高**




数据来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

盈利能力上，公司毛利率、净利率整体较为平稳。2025 年，公司毛利率、净利率分别为 26.10%、11.30%。2026H1 毛利率、净利率分别为 23.21%、10.61%。

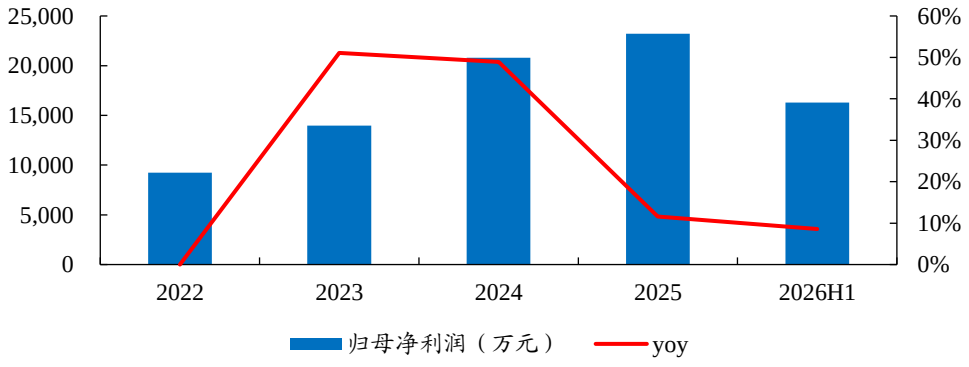
**图40：2025 年公司毛利率、净利率分别为 26.10%、11.30%**




数据来源：Wind、开源证券研究所

2022-2025 归母净利润 CAGR 达到 35.91%。2026H1 实现归母净利润 16,290.63 万元同比增长 8.60%。

**图41：2022-2025 归母净利润 CAGR 达到 35.91%**



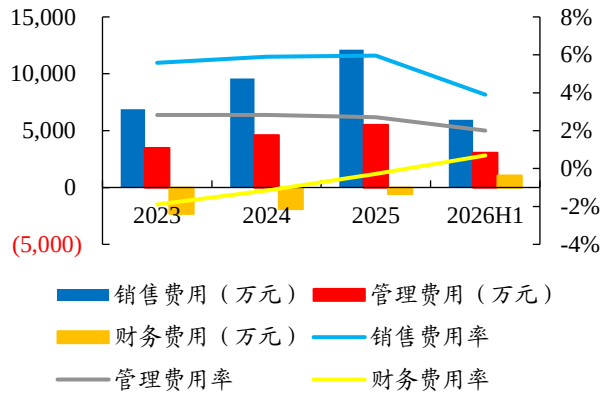

数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



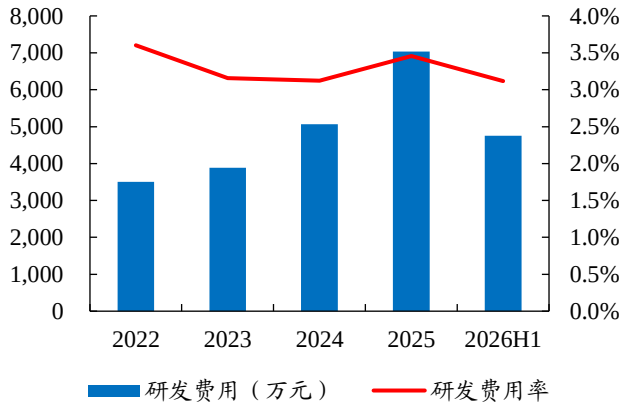
2023-2025 年欧伦电气期间费用率小幅上涨，2025 年为 11.83%；2026H1 降至 9.71%。研发费用规模保持上涨，2025 全年达到 7,037.99 万元。

**图42：2023-2025 年欧伦电气期间费用率小幅上涨**




数据来源：Wind、开源证券研究所

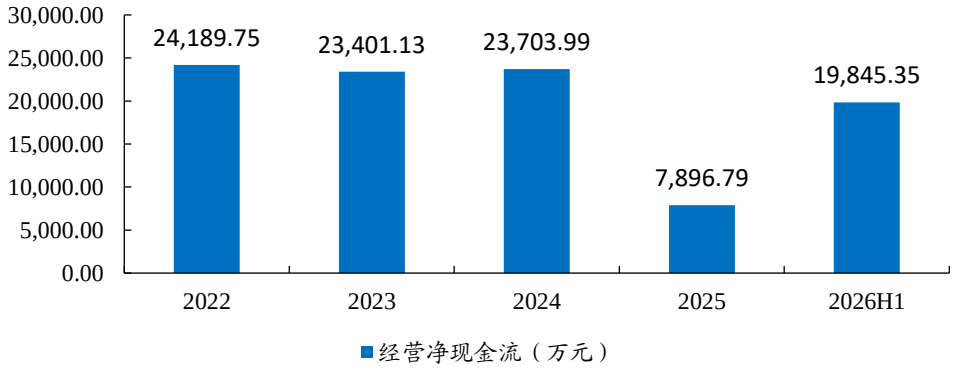
**图43：研发费用规模保持上涨趋势**




数据来源：Wind、开源证券研究所

欧伦电气始终保持较好的经营性净现金流水平，2026H1 达到 19,845.35 万元。

**图44：欧伦电气始终保持较好的经营性净现金流水平，2026H1 达到 19,845.35 万元**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.3、 募投 60 万台除湿机+4.5 万台空气源热泵/年，拓展 IDC、液冷温控业务

公司拟投入募集资金6.54亿元于年产60万台除湿机及1.5万台空气源热泵项目、年产 3 万台空气源热泵项目、研发中心建设项目等。

**表9：公司拟投入募集资金 6.54 亿元投入三大项目（万元）**

| 序号 | 项目名称 | 投资总额（万元） | 拟投入募集资金金额（万元） |
|---|---|---|---|
| 1 | 年产 60 万台除湿机及 1.5 万台空气源热泵项目 | 45942.00 | 45942.00 |
| 2 | 年产 3 万台空气源热泵项目 | 9504.00 | 9504.00 |

仅供内部参考，请勿外传



| 序号 | 项目名称 | 投资总额（万元） | 拟投入募集资金金额（万元） |
|---|---|---|---|
| 3 | 研发中心建设项目 | 9925.00 | 9925.00 |
| 合计 | — | 65,371.00 | 65371.00 |

资料来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

公司计划通过新建厂房、优化生产布局、购置先进生产设备、招募人员以实现公司除湿机产品的产能扩充。项目完全投产后将新增除湿机产能 60 万台，空气源热泵烘干机产能 1.5 万台。其中，鉴于除湿机与移动空调共用总装生产线，相关产线资源统一配置并统一核算产能，公司计划新增 60 万台除湿机合计产能。

**表10：公司募投扩产项目**

| 项目 | 年产 60 万台除湿机及 1.5 万台空气源热泵项目生产的热泵产品 | 年产 3 万台空气源热泵项目生产的热泵产品 |
|---|---|---|
| 产品类型 | 以热泵烘干机为主，多为非标产品 | 以热泵热水机、采暖机为主，多为家用标准化产品 |
| 应用领域 | 适用于农副产品、海鲜等物料的生产加工 | 家庭住宅、北方地区供暖（煤改电）、酒店与商业场所、农牧业养殖 |
| 典型产品图示 |  |  |
| 技术优势分析 | 与传统烘干设备相比，空气源热泵具有高能效比、热量循环利用、环保无污染、精准控温控湿、自动化与智能化、安全可靠、安装灵活与长寿命等技术优势 | 与传统采暖、热水设备相比，空气源热泵具有综合能效提升、精准控温与舒适性优化、超低温运行能力与稳定性、低噪音与长寿命设计、环保与安全特性等技术优势 |
| 对比总结 | 该项目中生产的热泵产品以烘干机为主，多为非标定制化产品，产品体积较大、功率较高、单价较高 | 该项目生产的热泵以采暖机、热水机为主，多为标准化产品，产品体积相对较小、功率较低、单价较低 |

资料来源：欧伦电气招股说明书、开源证券研究所

**公司 IDC、液冷温控业务目前处于研发和小批量试点阶段，现阶段主要开展风冷精密空调、CDU 等部件产品参展和业务拓展。**公司部分产品已可满足数据中心控湿需求，并取得《CRAA 产品性能认证证书》，同时组建研发团队，探索数据中心精密温控设备，发力数据中心环境控制领域。

此前欧伦电气自主品牌产品广泛应用于工业环境调节设备领域，成功服务于多个国家及区域重点项目，其中在数据中心方面包括中国人寿上海数据中心、贵州苹果数据中心、百度数据中心等。

仅供内部参考，请勿外传



## 5、 预计 2026-2028EPS 3.68/4.52/5.22 元，给予“增持”评级

考虑到欧伦电气现阶段产品主要包括除湿机、移动空调、车载冰箱及空气源热泵四大系列，同时已经切入数据中心液冷行业，我们选择德业股份、海信家电、美的集团、英维克作为可比公司。

**表11：选择德业股份、海信家电、美的集团、英维克作为可比公司**

| 公司名称 | 股票代码 | 公司简介 |
|---|---|---|
| 德业股份 | 605117.SH | 目前旗下拥有全系列光伏逆变器、储能电池包以及以除湿机、暖通产品为代表的环境电器三大核心产业链。 |
| 海信家电 | 000921.SZ | 公司主要从事冰箱、家用空调、中央空调、冷柜、洗衣机、厨房电器等电器产品以及模具、汽车空调压缩机及综合热管理系统的研发、制造和营销业务，并提供围绕家电智能化升级为核心的全场景智慧家庭解决方案。公司产品涵盖“Hisense”、“Ronshen”等八大品牌，品牌阵容丰富，拥有良好的品牌美誉度和市场基础。 |
| 美的集团 | 000333.SZ | 美的集团是一家智能家居、新能源及工业技术、智能建筑科技、机器人与自动化及其他创新业务五大板块为一体的全球化科技集团，并已形成了美的、小天鹅、东芝、华凌、COLMO、Clivet、Eureka、GMCC、威灵、高创、合康、科陆、菱王电梯、库卡、安得、万东医疗等在内的多品牌组合。 |
| 英维克 | 002837.SZ | 是技术领先的精密温控节能解决方案与产品提供商，高新技术企业，产品及服务涵盖数据中心温控、储能温控、全链条液冷及电子散热、机柜空调、数据中心集成、冷链温控、新能源客车及轨交空调、室内空气环境控制等领域，广泛应用于数据中心、储能电站、通信、智能电网，冷链运输、新能源车、轨道交通，智慧教育、家居、医疗等行业。 |

资料来源：Wind、开源证券研究所

考虑到欧伦电气募投拓展年产 60 万台除湿机及 4.5 万台空气源热泵项目，同时拓展数据中心液冷、温控等方面新业务，我们预计 2026-2028 年实现营收 26.50/30.49/34.04 亿元，对应归母净利润 2.67/3.28/3.79 亿元，对应 EPS 为 3.68/4.52/5.22 元，当前股价对应 PE 为 10.8/8.8/7.6X，首次覆盖给予“增持”评级。

**表12：预计欧伦电气 2026-2028 年实现归母净利润 2.67/3.28/3.79 亿元，对应 EPS 为 3.68/4.52/5.22 元**

| 公司名称 | 股票代码 | 最新收盘价（元/股） | 最新总市值（亿元） | EPS/元 | | | PE | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| 德业股份 | 605117.SH | 76.96 | 979.92 | 4.51 | 5.89 | 6.94 | 17.1 | 13.1 | 11.1 |
| 海信家电 | 000921.SZ | 26.52 | 328.63 | 2.08 | 2.36 | 2.62 | 12.8 | 11.2 | 10.1 |
| 美的集团 | 000333.SZ | 81.74 | 6,210.05 | 6.13 | 6.61 | 7.08 | 13.3 | 12.4 | 11.5 |
| 英维克 | 002837.SZ | 51.93 | 664.10 | 0.87 | 1.66 | 2.65 | 59.7 | 31.3 | 19.6 |
| 均值 | | | | 3.40 | 4.13 | 4.82 | 25.7 | 17.0 | 13.1 |
| 欧伦电气 | 920081.BJ | 39.68 | 28.81 | 3.68 | 4.52 | 5.22 | 10.8 | 8.8 | 7.6 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2026 年 10 月 8 日，盈利预测均来自开源证券）

仅供内部参考，请勿外传



## 6、 风险提示

行业政策变化风险、原材料价格波动风险、境外贸易政策风险。

仅供内部参考，请勿外传



## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1268 | 1449 | 2002 | 2171 | 2543 |
| 现金 | 653 | 648 | 1139 | 1177 | 1525 |
| 应收票据及应收账款 | 204 | 319 | 321 | 388 | 397 |
| 其他应收款 | 11 | 10 | 17 | 14 | 21 |
| 预付账款 | 10 | 15 | 18 | 20 | 22 |
| 存货 | 350 | 417 | 468 | 531 | 538 |
| 其他流动资产 | 39 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| **非流动资产** | 478 | 583 | 922 | 1202 | 1168 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 210 | 401 | 583 | 801 | 883 |
| 无形资产 | 80 | 78 | 90 | 106 | 116 |
| 其他非流动资产 | 188 | 105 | 249 | 296 | 169 |
| **资产总计** | 1746 | 2033 | 2924 | 3373 | 3711 |
| **流动负债** | 1055 | 1126 | 1020 | 1143 | 1107 |
| 短期借款 | 41 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 812 | 883 | 776 | 898 | 862 |
| 其他流动负债 | 202 | 243 | 244 | 245 | 245 |
| **非流动负债** | 4 | 21 | 17 | 15 | 11 |
| 长期借款 | 0 | 18 | 14 | 12 | 8 |
| 其他非流动负债 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| **负债合计** | 1059 | 1147 | 1037 | 1158 | 1118 |
| 少数股东权益 | 5 | 3 | 2 | 2 | 0 |
| 股本 | 54 | 54 | 73 | 73 | 73 |
| 资本公积 | 236 | 237 | 953 | 953 | 953 |
| 留存收益 | 393 | 593 | 859 | 1187 | 1564 |
| **归属母公司股东权益** | 682 | 883 | 1885 | 2213 | 2593 |
| **负债和股东权益** | 1746 | 2033 | 2924 | 3373 | 3711 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 237 | 79 | 138 | 361 | 362 |
| 净利润 | 207 | 230 | 267 | 328 | 378 |
| 折旧摊销 | 30 | 39 | 28 | 39 | 49 |
| 财务费用 | -19 | -6 | 15 | 3 | -2 |
| 投资损失 | -3 | -3 | -2 | -2 | -3 |
| 营运资金变动 | -17 | -222 | -184 | -20 | -72 |
| 其他经营现金流 | 40 | 40 | 15 | 13 | 12 |
| **投资活动现金流** | -145 | -31 | -364 | -317 | -12 |
| 资本支出 | 115 | 46 | 366 | 320 | 15 |
| 长期投资 | -30 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| **筹资活动现金流** | -20 | -25 | 717 | -5 | -2 |
| 短期借款 | 16 | -41 | -0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 18 | -4 | -2 | -4 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 19 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1 | 1 | 716 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -37 | -3 | -15 | -3 | 2 |
| **现金净增加额** | 81 | 21 | 491 | 39 | 347 |

| 利润表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1623 | 2036 | 2650 | 3049 | 3404 |
| 营业成本 | 1183 | 1505 | 1990 | 2296 | 2566 |
| 营业税金及附加 | 7 | 11 | 13 | 16 | 17 |
| 营业费用 | 96 | 121 | 151 | 168 | 184 |
| 管理费用 | 46 | 55 | 66 | 70 | 75 |
| 研发费用 | 51 | 70 | 90 | 101 | 109 |
| 财务费用 | -19 | -6 | 15 | 3 | -2 |
| 资产减值损失 | -11 | -15 | -12 | -11 | -9 |
| 其他收益 | 4 | 7 | 5 | 5 | 5 |
| 公允价值变动收益 | -4 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3 | 3 | 2 | 2 | 3 |
| 资产处置收益 | 0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 237 | 258 | 305 | 379 | 442 |
| 营业外收入 | 2 | 4 | 2 | 2 | 3 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| **利润总额** | 238 | 261 | 306 | 381 | 444 |
| 所得税 | 31 | 31 | 40 | 53 | 67 |
| **净利润** | 207 | 230 | 267 | 328 | 378 |
| 少数股东损益 | -1 | -2 | -1 | -0 | -2 |
| **归属母公司净利润** | 208 | 232 | 267 | 328 | 379 |
| EBITDA | 262 | 294 | 327 | 411 | 481 |
| EPS(元) | 2.87 | 3.20 | 3.68 | 4.52 | 5.22 |

| 主要财务比率 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 31.8 | 25.4 | 30.1 | 15.0 | 11.7 |
| 营业利润(%) | 48.0 | 8.9 | 18.2 | 24.4 | 16.6 |
| 归属于母公司净利润(%) | 48.9 | 11.6 | 15.1 | 22.8 | 15.7 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 27.1 | 26.1 | 24.9 | 24.7 | 24.6 |
| 净利率(%) | 12.8 | 11.4 | 10.1 | 10.8 | 11.1 |
| ROE(%) | 30.1 | 26.0 | 14.1 | 14.8 | 14.6 |
| ROIC(%) | 27.8 | 24.8 | 13.7 | 14.3 | 14.1 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 60.7 | 56.4 | 35.4 | 34.3 | 30.1 |
| 净负债比率(%) | -88.6 | -70.4 | -59.2 | -52.3 | -58.2 |
| 流动比率 | 1.2 | 1.3 | 2.0 | 1.9 | 2.3 |
| 速动比率 | 0.9 | 0.9 | 1.5 | 1.4 | 1.8 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 10.5 | 9.4 | 9.3 | 9.5 | 9.6 |
| 应付账款周转率 | 5.1 | 4.9 | 6.0 | 6.8 | 7.0 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 2.87 | 3.20 | 3.68 | 4.52 | 5.22 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.27 | 1.09 | 1.90 | 4.97 | 4.99 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 9.39 | 12.17 | 25.97 | 30.49 | 35.71 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 13.8 | 12.4 | 10.8 | 8.8 | 7.6 |
| P/B | 4.2 | 3.3 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 8.6 | 7.6 | 5.3 | 4.1 | 2.8 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（Outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持（Underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（Overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（Underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

仅供内部参考，请勿外传



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn