仅供内部参考，请勿外传！

申万宏源研究 SWS RESEARCH

轻工制造

2026 年 06 月 28 日

金富科技 (003018)

——稳固包装基本盘，开启 AI 液冷新引擎

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2026 年 06 月 26 日
收盘价（元）	74.95
一年内最高/最低（元）	81.38/11.13
市净率	12.0
股息率%（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	17,792
上证指数/深证成指	4,027.26/15,782.22

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	6.24
资产负债率%	21.45
总股本/流通 A 股(百万)	260/237
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

-

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com

联系人

黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **金富科技为国内软饮料包装瓶盖头部企业，积极外延切入液冷高景气赛道，开启"包装+液冷"双轮驱动发展新阶段。**公司成立于 2001 年，深耕塑料防盗瓶盖领域二十余年，与华润怡宝、景田、可口可乐、百事可乐、农夫山泉等国内外知名饮料企业建立长期稳定合作关系。2021-2025 年收入稳定在 6.6-8.9 亿元、归母利润稳定在 1-1.4 亿元。2026 年 2 月公司发布收购公告收购卓晖金属、联益热能各 51%股权，并于 4 月并表，正式进军服务器液冷散热赛道。
- **AI 算力需求爆发、服务器功率密度持续攀升，液冷散热成为高算力集群刚需解决方案，行业景气度高企。**英伟达 Rubin 芯片已使用 100%液冷方案，叠加液冷能效及全生命周期成本优势，预计将成为 AI 服务器标配解决方案。根据我们测算，**全球 AI 服务器两大头部企业英伟达、谷歌液冷系统采购需求量保持快速提升，同时受益于 AI 芯片出货量增长，及液冷渗透率提升。我们测算，2026-2027 年两大头部企业液冷采购金额合计为 741、1761 亿元，分别同比增长 249%、138%。**
- **英伟达供应商认证体系收紧，有利头部份额集中。**英伟达 Rubin 平台进一步收紧机柜内液冷等关键部件管控，直接指定核心部件供应商，供应链向头部厂商集中，英伟达 GB300 与 Rubin 两代平台液冷供应商格局呈现台系厂商主导。谷歌通过一级供应商直采方式，2025 年底以来加大中国审厂及供应商筛选。**英伟达与谷歌散热系统重要供应商奇宏科技 2025 年以来业绩爆发式增长，最新股东大会披露液冷市场供不应求，AI 服务器液冷订单已排产至 2029 年。**
- **金富包装主业经营稳健，提供外延并购基础支撑。**塑料瓶盖行业需求平稳，金富为行业内头部企业，我们测算公司 2025 年市占率达到 10%。客户优质，回款情况良好，现金流表现优异，2021-2025 年经营现金流净额持续高于净利润，凭借主业优秀自我造血能力，公司 2021-2025 年资产负债率均不超过 25%。2025 年包装主业产能建设基本完成，构筑全国化供应链支撑中长期发展，资本开支显著下降。
- **包装精益制造经验赋能，26Q1 迅速落地 2 家液冷标的收购。**公司 2026 年 2 月公告收购卓晖金属和联益热能各 51%股权，4 月实现并表。收购方案设计详尽完善，通过业绩承诺、股份绑定、超额奖励、后续收购安排、核心团队服务约定等多重机制，实现对各方利益的深度绑定和有效保护。收购标的主营管路类、冷板等产品，主要客户为奇宏电子、宝德科技等头部液冷集成商，2025 年 1-10 月两家标的公司合计收入达到 3.1 亿元、净利润 6627 万元，较 2024 年全年分别增长 222%、593%。**标的公司焊接相关制造工艺领先，良率、稳定性表现突出，实现与头部客户共研的深度绑定。**
- **利益机制理顺，多渠道融资发展，液冷扩产能、扩客户、扩品类，有望快速放量。**2026 年上市公司控股股东向标的公司创始人 6%股权协转完成，以及首次股权激励授予落地，标的公司及上市公司利益绑定，激发经营活力。上市公司自有资金+融资形成强支撑，叠加上市公司金属加工制造能力补充，将助力液冷业务快速产能扩张。通过产能扩张，在深度绑定已有大客户同时，可加速新客户和新品类拓展布局，**标的公司已为台达和比亚迪电子等客户小批量供货、富士康送样测试。公司此前产品以管路类和冷板为主，获得产能支撑后将加速开拓分集水器、光模块液冷等存在较大发展空间的液冷产品。**
- **双主业发展格局确立，包装贡献稳定现金流支撑，外延切入液冷赛道注入高成长弹性。**我们预计公司 2026-2028 年归母利润为 2.50、5.84、8.18 亿元，同比增长 148%、133%、40%（若并表标的公司 100%股权，2026-2028 年净利润为 3.79、10.24、14.88 亿元）。**参考可比公司 2027 年平均 PE 44X 作为目标 PE 估值，根据我们对公司 2027 年盈利预测 5.84 亿元，对应目标市值 258 亿元，较当前 32%向上空间，首次覆盖给予“买入”评级。**
- **风险提示：**收购整合不及预期的风险、标的公司业绩承诺无法达成及商誉减值风险、标的公司客户集中度较高的风险、液冷行业竞争加剧风险、以简易程序向特定对象发行股票事项不确定风险、包装主业持续下滑风险。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	760	192	2,038	4,838	6,838
同比增长率（%）	-14.8	13.6	168.1	137.4	41.3
归母净利润(百万元)	101	21	250	584	818
同比增长率（%）	-28.6	-19.3	148.2	133.1	40.3
每股收益（元/股）	0.39	0.08	0.96	2.24	3.15
毛利率（%）	29.1	25.7	39.0	44.7	45.7
ROE（%）	6.3	1.3	13.5	24.0	25.2
市盈率	193		78	33	24

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

AI 算力需求爆发、服务器功率密度持续攀升，液冷散热成为高算力集群刚需解决方案，行业景气度高企。全球 AI 服务器两大头部企业英伟达、谷歌液冷系统采购需求量保持快速提升，同时受益于 AI 芯片出货量增长，及液冷渗透率提升。我们测算，2026-2027 年两大头部企业液冷采购金额合计为 741、1761 亿元，分别同比增长 249%、138%。英伟达与谷歌散热系统重要供应商奇宏科技 2025 年以来业绩爆发式增长，最新股东大会披露液冷市场供不应求，AI 服务器液冷订单已排产至 2029 年。

金富科技双主业发展格局确立，包装贡献稳定现金流支撑，外延切入液冷赛道注入高成长弹性。包装主业经营稳健，资本开支回落，贡献稳定现金流。2026 年 2 月公告液冷标的收购、4 月实现并表。标的公司主营管路类、冷板等产品，主要客户为奇宏电子、宝德科技等头部液冷集成商，焊接相关制造工艺领先，良率、稳定性表现突出，实现与头部客户共研的深度绑定。2026 年 6 月股份协转、股权激励落地，理顺利益机制，上市公司自有资金+融资形成强支撑，叠加上市公司金属加工制造能力补充，将助力液冷业务扩产能、扩客户、扩品类，实现业绩高增。**我们预计公司 2026-2028 年归母利润为 2.50、5.84、8.18 亿元，同比增长 148%、133%、40%。参考可比公司 2027 年平均 PE 44X 作为目标 PE 估值，根据我们对公司 2027 年盈利预测 5.84 亿元，对应目标市值 258 亿元，较当前 32%向上空间，首次覆盖给予“买入”评级。**

关键假设点

饮料包装业务：假设 2026-2028 年饮料包装业务收入同比+10%/0%/0%，假设 2026-2028 年毛利率稳定于 29%。**液冷业务：**考虑上市公司资金、制造支持，液冷业务扩产能、扩客户、扩品类实现高增及规模效应释放，假设 2026-2028 年公司液冷业务收入分别为 12、40、60 亿元，毛利率分别为 46%、48%、48%。

有别于大众的认识

市场担心液冷赛道参与者众多，公司作为包装企业跨界进入液冷领域缺乏技术积累和竞争力。**我们认为：**1)液冷散热组件产品具有高度定制化特征，从产品开发到实现稳定量产并进入头部客户体系通常需要较长周期，标的公司已进入奇宏电子、宝德科技等头部客户供应链体系，与客户保持高效响应和共同研发新产品的合作，**先发优势明显，客户认证壁垒高，新进入者难以短期突破。**2)标的公司在液冷产品的泄漏设计、密封可靠性等方面积累深厚，**良率爬坡和批量稳定交付能力构成重要壁垒**，并非简单加工制造。3)上市公司并非简单财务投资，而是**通过资金支持、制造能力补充、管理赋能等方式深度参与液冷业务发展**，定增募投项目补充前端切割、精密加工等工艺环节，提升工序自主可控能力，增强液冷业务整体盈利能力和交付保障能力，双方协同效应显著。

股价表现的催化剂

液冷业务订单超预期，新客户或新品类拓展超预期，AI 算力需求超预期带动液冷行业景气度持续提升。

核心假设风险

收购整合不及预期的风险、标的公司业绩承诺无法达成及商誉减值风险、标的公司客户集中度较高的风险、液冷行业竞争加剧风险、以简易程序向特定对象发行股票事项不确定风险、包装主业持续下滑风险。

目录

1．金富科技：外延并购打造“包装+液冷”双主业 6
2．液冷：AI 算力标配解决方案，热管理基建需求爆发..... 9
3．公司：包装提供现金流基石，外延液冷注入成长弹性 15
3.1 包装业务经营稳健，提供外延并购基础支撑 15
3.2 外延切入热管理赛道，深度绑定头部液冷集成商 17
4．盈利预测和估值分析 22
4.1 盈利预测 22
4.2 估值分析 23
风险提示 25

图表目录

图 1：公司包装主业合作软饮料头部企业，液冷合作全球知名散热系统集成商 6
图 2：2021-2025 年公司收入稳定于 6.6-8.9 亿元 7
图 3：2021-2025 年公司归母利润稳定于 1-1.4 亿元 7
图 4：业务以软饮料包装为主，拓展金属拉环盖等其他品类 7
图 5：2021-2025 年公司软饮料包装销量 CAGR 为 2.2% 7
图 6：公司盈利能力较为稳定 8
图 7：2025 年转固折旧阶段性影响费用率 8
图 8：公司股权结构图 8
图 9：10 兆瓦企业级数据中心运营和资本支出占比 10
图 10：奇宏收入增长驱动主要来自 AI 服务器业务 14
图 11： 奇宏毛利率实现快速提升 14
图 12：奇宏 26Q1 收入同比增长 110%、利润同比增长 137% 14
图 13：国内软饮料产量 2019-2025 年 CAGR 为 0.2%，较为稳定 15
图 14：公司 2025 年软饮料包装销量为 191 亿只、单价为 397 元/万只 16
图 15：公司现金流优异，资产负债率维持低位 17
图 16：包装主业资本开支高峰期已过，2025 年大幅回落 17
图 17：标的公司大客户奇宏提供覆盖芯片、光模块等各环节散热产品 21

表 1：英伟达服务器技术路线迭代，芯片功率密度持续提升 9
表 2：数据中心能效要求相关政策趋严 10
表 3：英伟达 GB300NVL72 服务器液冷系统价值量测算 11
表 4：英伟达液冷系统采购规模预测 12
表 5：谷歌液冷系统采购规模预测 12
表 6：英伟达供应商认证管理体系收紧 13
表 7：谷歌认证体系分为 AVL、R-AVL、RVL 13
表 8：经测算，2025 年金富在国内软饮料瓶盖行业市占率为 10% 16
表 9：2026 年 2 月公告液冷标的收购、4 月实现并表 17
表 10：公司收购液冷标的主营管路类、冷板等产品，服务头部液冷集成商 18
表 ： 标的公司业绩快速增长 .....

表 12：公司拟定增 3 亿元，支持液冷产能扩张、产业链工序补充 20
表 13：股权激励业绩考核目标 20
表 14：公司收入拆分表 23
表 15：可比公司估值表 24

1．金富科技：外延并购打造“包装+液冷”双主业

金富科技为国内软饮料包装瓶盖头部企业，依托主业稳健现金流积极外延并购切入液冷散热高景气赛道。公司成立于 2001 年，深耕塑料防盗瓶盖领域二十余年，是国内最早从事饮料包装研发、生产、销售的专业厂商之一，2020 年 11 月在深交所成功上市。包装主业方面，公司已与华润怡宝、景田、可口可乐、百事可乐、农夫山泉等国内外知名饮料企业建立长期稳定合作关系，客户资源优质且粘性强。2026 年 2 月公司发布收购公告，以合计 5.71 亿元现金收购佛山市卓晖金属制品有限公司、佛山市联益热能科技有限公司各 51%股权，正式进军服务器液冷散热赛道，标的公司已成为奇宏电子、宝德科技、双鸿电子等全球知名液冷解决方案商的核心供应商，绑定英伟达与谷歌核心供应链，切入 AI 算力产业链核心环节，为公司长期成长打开全新空间。本次收购已于 2026 年 4 月初完成股权过户和工商变更登记，标的公司正式纳入合并报表范围。

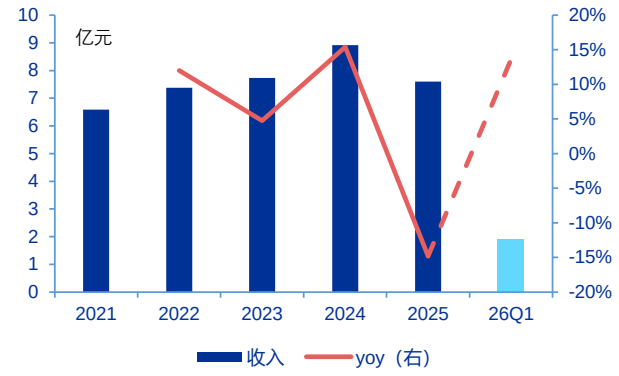
图 1：公司包装主业合作软饮料头部企业，液冷合作全球知名散热系统集成商



资料来源：公司公告，申万宏源研究

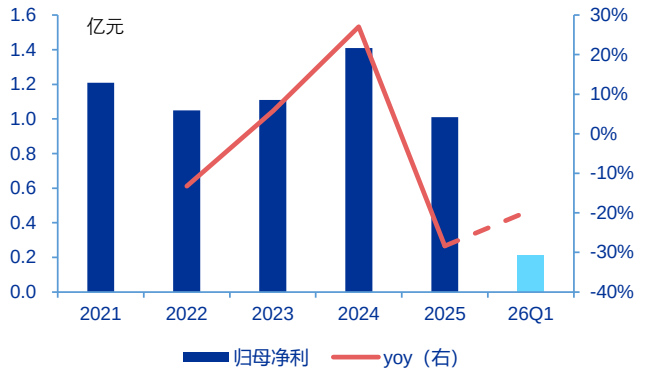
公司包装主业经营稳健，2021-2025 年收入、利润表现平稳。2025 年公司实现营业收入 7.60 亿元，同比下降 14.8%，主要受饮料行业需求疲软影响；实现归母净利润 1.01 亿元，同比下降 28.6%，主要因新增产能转固折旧影响，伴随后期销售起量，盈利有望修复。2021-2025 年公司收入 CAGR 为 3.6%，归母净利润 CAGR 为-4.4%，主业在行业需求波动下展现出较强韧性。26Q1 公司包装主业积极开拓业务，产能利用率获得提升，实现营业收入 1.92 亿元，同比增长 13.6%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比下降 19.3%，主要系非经营性因素影响，26Q1 扣除非经常性损益的净利润 0.20 亿元，同比仅下降 4.1%，主业盈利质量保持稳定。

图 2：2021-2025 年公司收入稳定于 6.6-8.9 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

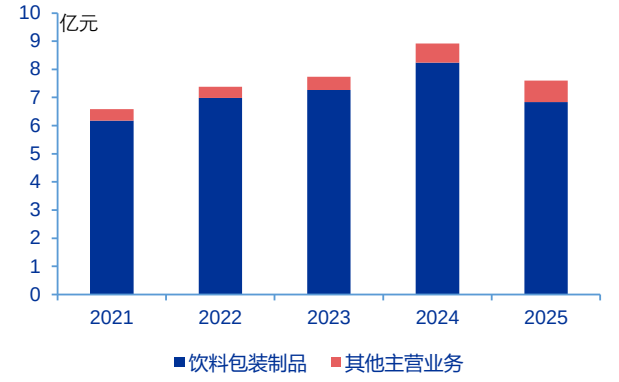
图 3：2021-2025 年公司归母利润稳定于 1-1.4 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

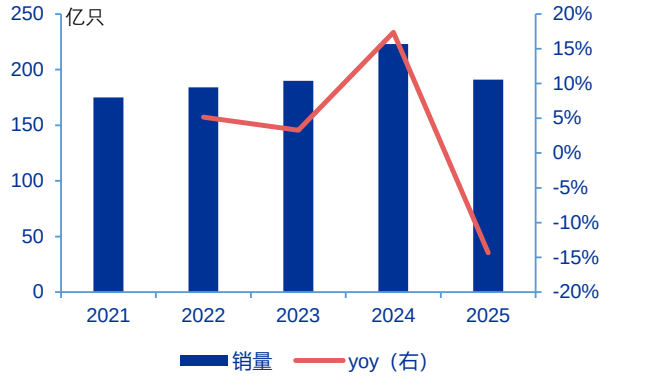
公司传统主业聚焦软饮料包装，瓶盖产品销量保持行业领先水平。2025 年公司软饮料包装业务实现营业收入 6.84 亿元，占主营业务收入比重为 90%，较 2021 年的 93.7%略有下降，主要系公司逐步拓展其他包装品类及金属盖业务所致；2025 年其他主营业务收入 0.77 亿元，占比 10%，主要包括金属拉环盖、调味品盖、异形盖等产品。软饮料包装作为公司核心主业，2025 年实现销量 191 亿只，同比下降 14.3%，主要受下游饮料行业整体需求疲软影响。2021-2025 年公司软饮料包装销量 CAGR 为 2.2%，在行业波动中保持基本盘稳定。公司瓶盖产品广泛应用于饮用水、碳酸饮料、功能饮料等多个领域，凭借稳定的产品质量和快速的响应能力，持续巩固与头部饮料企业的合作关系，市场份额保持稳定。

图 4：业务以软饮料包装为主，拓展金属拉环盖等其他品类



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2021-2025 年公司软饮料包装销量 CAGR 为 2.2%

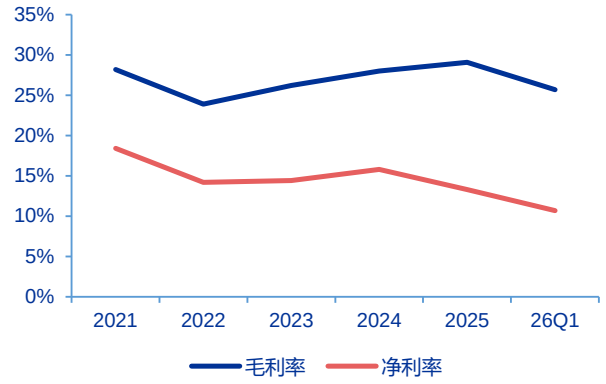


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司盈利能力较为稳定。2025 年公司综合毛利率为 29.1%，同比提升 1.1pct；净利率为 13.3%，同比下降 2.5pct，主要受新基地折旧转固阶段性影响。费用率方面，2025 年公司期间费用率合计为 12.9%，其中销售费用率 1.0%、管理费用率 7.5%、研发费用率 3.7%、财务费用率 0.7%，费用管控保持稳健。

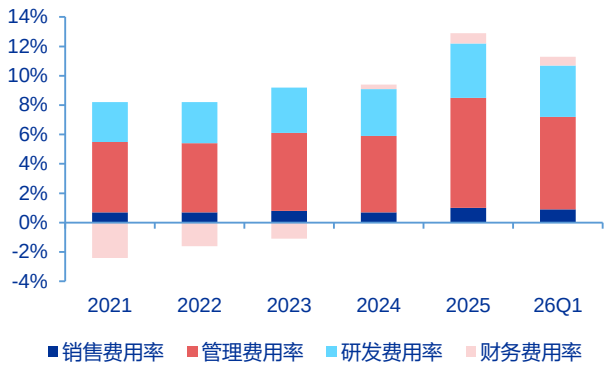
仅供内部参考，请勿外传！

图 6：公司盈利能力较为稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

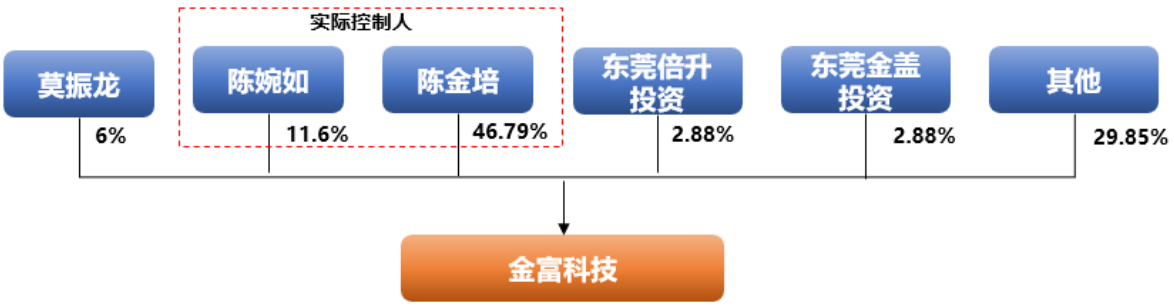
图 7：2025 年转固折旧阶段性影响费用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司股权结构稳定，实际控制人持股比例较高，2026 年 6 月已完成向标的公司创始人 6%股份协转。截至 26Q1 末，公司控股股东、实际控制人陈金培先生直接持有公司 52.79%股份，陈婉如女士持有 11.60%股份，东莞倍升投资合伙企业（有限合伙）持有 2.88%股份，东莞金盖投资合伙企业（有限合伙）持有 2.88%股份。陈金培、陈婉如与担任倍升投资、金盖投资执行事务合伙人的陈珊珊女士为一致行动人，三人合计控制公司 70.15%股份，股权集中度较高，有利于公司战略的稳定执行。2026 年 6 月，控股股东陈金培先生协议转让公司 6%股份给液冷标的公司创始人莫振龙先生已完成过户登记，进一步绑定核心管理团队利益，为液冷新业务发展奠定良好的治理基础。

图 8：公司股权结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究（截止 2026 年 6 月）

2. 液冷：AI 算力标配解决方案，热管理基建需求爆发

AI 大模型训练与推理算力需求呈指数级增长，驱动服务器功率密度持续攀升，传统风冷散热已触及物理极限，液冷散热成为高算力集群的刚需解决方案。随着英伟达 GB200、GB300 等新一代 AI 芯片的规模化落地，单颗 AI 芯片功耗已从 H100 的 700W 提升至 GB300 的 1400W，即将推出的 Rubin 芯片 TDP 将提升至 2300W，下一代 Rubin Ultra 芯片 TDP 提升至 4000W 以上。单机柜功率密度的快速提升使得传统风冷方案面临根本性挑战，传统风冷方案已触及物理极限，液冷方案成为主流选择，英伟达 Rubin 芯片已使用 100%液冷方案。液冷可有效解决高功率芯片散热难题，同时将数据中心 PUE 值降至 1.1 以下，显著提升能效水平。

表 1：英伟达服务器技术路线迭代，芯片功率密度持续提升

	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
架构	Hopper		Blackwell		Rubin	
技术名称	H100	H200	GB200	GB300	VR NVL72	Rubin Ultra NVL144
GPU TDP(W)	700	700	1200	1400	2300	4000+
冷却方案	100%风冷	100%风冷	85%液冷+15%风冷		100%液冷	100%液冷

资料来源：SemiAnalysis（北美半导体研究机构），英伟达，申万宏源研究

政策层面能效约束持续收紧，进一步加速液冷技术的规模化应用。PUE（Power Usage Effectiveness，即电能利用效率）是衡量数据中心能效和绿色性能的核心指标，PUE=总设备能耗（IT 设备能耗+其他设备能耗）/IT 设备能耗，其他设备能耗越少，则其 PUE 值越接近于 1，代表算力中心的绿色化程度越高，所以降低 PUE 关键在于减少除 IT 设备外的其他设备能耗。国家发改委等四部门 2024 年联合发布《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，明确要求新建及改建大型、超大型数据中心(PUE≤1.25)，国家枢纽节点项目(PUE≤1.2)，因地制宜推动液冷等高效制冷技术应用；北京、上海、深圳等其他地方政府也相继对算力中心 PUE 提出了一定的限制要求。

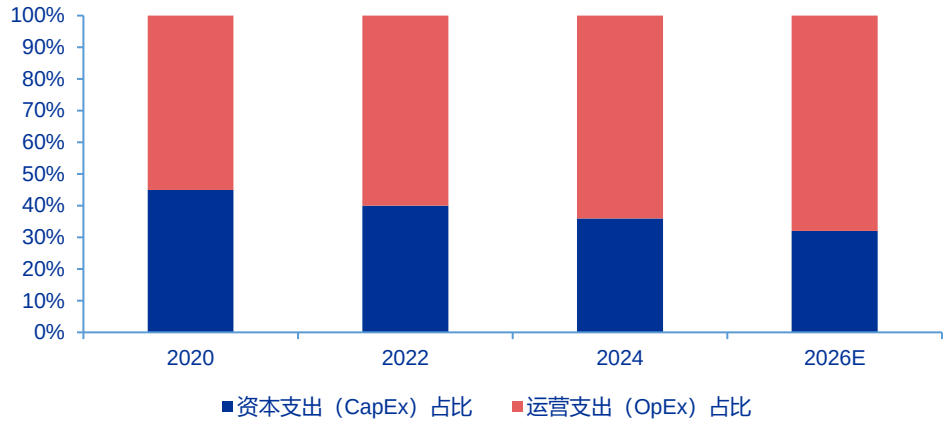
表 2：数据中心能效要求相关政策趋严

发布日期	发布机构	对PUE的具体要求
2021年7月	工信部	到2023年底，新建大型及以上数据中心PUE降低到1.3以下，严寒和寒冷地区力争降低到1.25以下
2022年2月	国家发改委、中央网信办、工信部、能源局	"东数西算"八大枢纽节点：到2025年，国家枢纽节点新建数据中心PUE进一步降到1.25以下
2022年8月	工信部等七部门	到2025年，全国新建大型、超大型数据中心PUE降到1.3以下
2023年7月	北京市发改委	PUE超过1.4的数据中心执行差别电价；PUE>1.4且≤1.8加价0.2元/度，PUE>1.8加价0.5元/度
2024年7月	国家发改委、工信部、能源局、数据局	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PUE不得高于1.2
2024年11月	北京市经信局、发改委	2026年起对PUE高于1.35的数据中心征收差别电价；PUE1.35-1.7加价0.2元/度，PUE>1.7加价0.5元/度

资料来源：工信部、发改委、能源局、数据局，申万宏源研究

从全生命周期经济性角度看，液冷方案的运营成本(OPEX)优势显著，长期 TCO 竞争力凸显。数据中心总拥有成本（TCO）主要包括建设阶段的资本性支出（Capex，土地购置、工程建设、设备采购及安装部署等一次性投入），以及运营阶段的持续性支出（Opex，能耗、水耗、设备维护及日常管理等长期开支）；其中运营成本占比达到 62-68%，而电力成本占到运营成本中的 50%以上。液冷方案通过大幅降低制冷系统能耗，可显著节省运营成本。根据 Uptime Institute 数据，液冷数据中心 5 年总拥有成本（TCO）比风冷低 18%-25%，在高密度场景下差距更为显著。

图 9：10 兆瓦企业级数据中心运营和资本支出占比



资料来源：WUCtechnologies，申万宏源研究

全球 AI 服务器液冷市场正处于爆发式增长阶段：

英伟达 NVL72 预计单芯片对应液冷价值量约 1352 美元。以英伟达 GB300 NVL72 服务器为参考，72 个 GPU 芯片构成的整机液冷模块价值量 97350 美元，对应单 GPU 芯片的液冷价值量约 1352 美元。根据成本拆分，英伟达 GB300 NVL72 服务器液冷系统主要由冷板、CDU、快接头、分流器构成，成本占比分别达到 39%（计算托盘和交换托盘加总）、% 、% 、% 。

表 3：英伟达 GB300NVL72 服务器液冷系统价值量测算

组件名称	ASP（美元）	数量	总价值（美元）	占比
计算托盘冷板	300	6×18 = 108	32400	33%
计算托盘风扇	25	8×18 = 144	3600	4%
交换托盘冷板	300	2×9 = 18	5400	6%
交换托盘风扇	25	6×9 = 54	1350	1%
冷却液分配单元（CDU）	30000	1	30000	31%
分流器（Manifold）	12000	1	12000	12%
通用快速接头（UQD）	50	2 × (108 + 18) = 252	12600	13%
合计			97350	100%

资料来源：零氪 1+1、产品工程技术，申万宏源研究

根据我们测算，全球 AI 服务器两大头部企业英伟达、谷歌液冷系统采购需求量保持快速提升，同时受益于 AI 芯片出货量增长，及液冷渗透率提升。我们测算，2026-2027 年两大头部企业液冷采购金额合计为 741、1761 亿元，分别同比增长 249%、138%。

根据摩根士丹利报告对英伟达机柜出货预测，我们假设 2025-2027 年英伟达 AI 服务器机柜出货量分别为 2.8、8.3、12 万台；根据我们上述测算 GB300 单机柜液冷系统成本为 97350 美元，根据摩根士丹利报告对散热系统 BOM 成本拆解，GB300 机柜液冷系统成本提升 20%，因此假设 GB200 机柜液冷系统成本为 81125 美元，并假设 Rubin 系列成本提升 20%至 116820 美元；GB200/300 假设液冷渗透率为 85%，Rubin 假设为 100%。根据上述假设测算，**2026-2027 年英伟达液冷系统采购成本分别为 494、884 亿元人民币（73、130 亿美元），同比增长 261%、79%。**

根据瑞穗报告对谷歌 TPU 出货预测，我们假设谷歌 TPU 芯片 2025-2027 年出货量为 240、430、1000 万颗；考虑 2025 年以 TPU v5/6 为主，液冷渗透率为 70%，2026 年以 TPU v7 为主，液冷渗透率 100%，因此假设 2025-2027 年液冷渗透率分别为 70%、95%、100%；考虑各代芯片功耗，假设 2025-2027 年单 TPU 功耗分别为 850、950、1150W；假设 2025 年液冷系统单价 5300 元/KW，考虑每代机柜升级对应液冷价值量提升，假设 2026-2027 年单价每年提升 20%。根据上述假设计算，**2026-2027 年谷歌液冷系统采购成本分别为 247、878 亿元人民币，同比增长 226%、256%。**

表 4：英伟达液冷系统采购规模预测

	2025E	2026E	2027E
英伟达机柜出货预期（万台）	**2.8**	**8.3**	**12**
GB200	2.2	0.8	0
GB300	0.6	6	3
Rubin		1.5	9
单机柜液冷成本（美元）			
GB200	81125	81125	81125
GB300	97350	97350	97350
Rubin	116820	116820	116820
英伟达液冷系统成本（亿美元）	**20**	**73**	**130**
GB200	15	6	0
GB300	5	50	25
Rubin	0	18	105
英伟达液冷系统成本（亿人民币）	**137**	**494**	**884**
yoy		261%	79%

资料来源：摩根士丹利，申万宏源研究

表 5：谷歌液冷系统采购规模预测

	2025E	2026E	2027E
谷歌TPU出货量（万颗）	240	430	1000
yoy		79%	133%
液冷渗透率	70%	95%	100%
单TPU功耗（W）	850	950	1150
液冷系统单价（元/KW）	5300	6360	7632
谷歌液冷系统成本（亿人民币）	**76**	**247**	**878**
yoy		226%	256%
英伟达液冷系统成本（亿人民币）	**137**	**494**	**884**
两大客户规模合计（亿人民币）	**213**	**741**	**1761**
yoy		249%	138%

资料来源：谷歌、瑞穗 Mizuho、零氪 1+1、洞见热管理公众号，申万宏源研究

英伟达供应商认证管理体系随架构迭代持续收紧，呈现从开放到标准化管控，有利头部份额集中。H100/GB200 及前代时期，关键液冷配套由官方点名、单一供应商交付，路径短且节奏可控。GB300 时期，英伟达将重心前移至机柜内布局与整机一致性，对柜外环节仅给出参考设计与接口规范，正式发布 AVL/RVL 供应商名录，由 ODM/OEM 在清单内自主选定供应商，外围生态进入空间明显扩大，从"独供"转向"多供方可集成"。Vera Rubin 时期，英伟达进一步收紧机柜内液冷等关键部件管控，直接指定核心部件供应商；柜外部分 CDU 仍由英伟达提前 12-18 个月绑定核心合作伙伴，ODM 在 AVL/RVL 范围内选择，供应链向头部厂商集中。认证体系持续收紧的核心原因包括三方面：1）Rubin 单芯片功耗已大幅提升至 2300W，散热可靠性要求大幅提升；2）液冷泄漏风险可能导致整排 GPU 报废，需通过标准化认证降低质量风险；3）供应链规模快速扩张，需通过分级管理保障交付弹性与产能余量。

英伟达 GB300 与 Vera Rubin 两代平台液冷供应商格局呈现台系厂商主导，核心供应商均具备深厚散热技术积累与大规模量产能力。冷板领域，GB200/GB300 供应商包括奇宏科技（AVC）、酷冷至尊（Cooler Master）、双鸿科技（Auras）、宝德（Boyd），Vera Rubin 平台英伟达进一步收紧供应链管控，GTC2026 大会公布 4 家指定冷板生产商，奇宏科技、酷冷至尊、台达电子、健策。核心供应商台系厂商占据主导地位，多数供应商从消费电子散热领域成功转型至服务器液冷，具备成熟的精密制造与质量管控能力。

表 6：英伟达供应商认证管理体系收紧

对比维度	GB200及前代	GB300	VeraRubin
整体供应链模式	指定供应商	框架管控+ODM自主选择	部分指定+ODM在名单内选择
冷板/Manifold/UQD	英伟达指定，ODM无选择权	英伟达发布AVL/RVL名录，ODM可在名录内自由选择	英伟达直接采购（AVL）
CDU冷却液分配单元	英伟达指定，ODM无选择权	英伟达发布AVL/RVL名录，ODM可在名录内自由选择	英伟达提前12-18个月绑定核心合作伙伴，ODM在AVL/RVL内选择

资料来源：洞见热管理公众号、零氪 1+1，申万宏源研究

谷歌 TPU 自研芯片加速放量，液冷供应链呈现多元化特征，为国内厂商带来更多切入机会。谷歌与英伟达的液冷供应商选择模式不同，谷歌为保障自有数据中心的安全、稳定、可靠，预计其将直接与液冷系统及部件供应商对接并进行认证测试。谷歌直接向液冷系统供应商采购，液冷系统供应商作为一级供应商直接向谷歌提供配套产品，ODM 厂商无法自行选择供应商。为保证供应链及产品供应稳定性，谷歌逐步构建独立于英伟达的供应链体系，2025 年底开始谷歌在中国密集开展审厂活动以筛选关键硬件配套厂商，为国内厂商切入供应链获得市场份额提供机会。认证体系方面，谷歌将供应商分为 AVL（批准供应商）、R-AVL（预留的批准供应商）和 RVL（推荐供应商）三级，其中内部部署的 CDU 仅向 AVL 和 R-AVL 供应商采购，RVL 供应商仅可向其他客户出售；谷歌会对所有 RVL 供应商进行排名，选择两家最优供应商作为 R-AVL 供应商，作为液冷需求增长的预备产能，当 AVL 供应商出现产能不足时，R-AVL 供应商可短期升级为 AVL 供应商。**谷歌液冷供应商体系主要由中国台湾传统电子制造巨头（双鸿、奇宏、台达、健策、酷冷至尊等）、中国大陆的新兴热管理专家以及欧美的基础设施集成商（维谛、宝德等）共同构成。**

表 7：谷歌认证体系分为 AVL、R-AVL、RVL

层级	供应商等级	供应商数量	货期	生产基地数量
系统级	AVL（批准供应商）	2 家	4 周	1-2 个
	R-AVL（预留批准供应商）	2 家	4 周	1-2 个
	RVL（推荐供应商）	6 家以上	4 周	1-2 个
零部件级	AVL（批准供应商）	2-3 家	8 周	1-2 个
	RVL（推荐供应商）	2 家以上	8 周	1-2 个

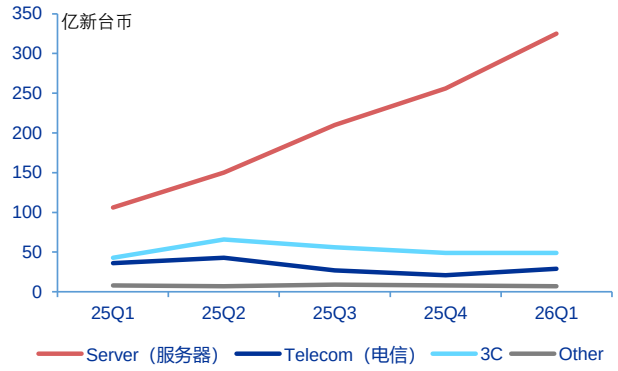
资料来源：洞见热管理公众号，申万宏源研究

奇宏科技(AVC)作为全球热管理龙头企业，充分受益于 AI 液冷需求爆发，2025 年以来业绩实现高速增长。2025 年奇宏科技实现收入新台币 1396.39 亿元(约人民币 299 亿元)，同比增长 95%，其中散热产品(Thermal)收入达到新台币 802.09 亿元(约人民币 172 亿元)，总收入占比达到 57%。奇宏收入增长主要拉动力来自 AI 服务器业务，2025 年收入为新台币 722 亿元（约人民币 155 亿元）；26Q1 为新台币 325 亿元（约人民币 70 亿元），同比增

长 207%、环比增长 27%，保持快速向上。AI 服务器业务高毛利率，伴随收入规模增长，奇宏毛利率持续提升，26Q1 达到 29.8%，同比提升 3.9pct。

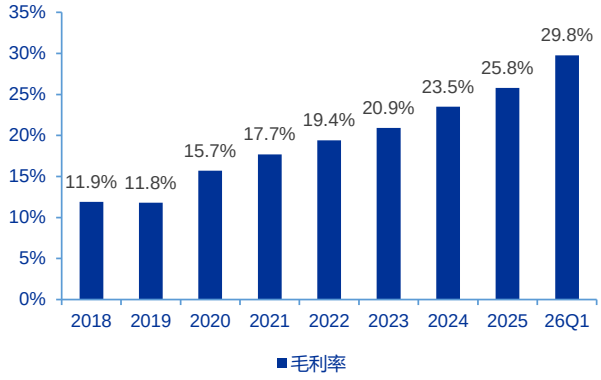
奇宏科技最新股东大会披露液冷市场供不应求，公司 AI 服务器液冷订单已排产至 2029 年。根据奇宏科技股东会披露，英伟达 Vera Rubin 平台已经量产，公司目前基本满产，叠加 26H2 谷歌、AMD 等新订单将陆续出货，预计 26H2 收入有望逐季走高。面对庞大订单需求，公司积极扩充产能，其中冷板模组产能将由 2025 年的 70 万套，大幅提升至 2026 年的 150 万套，2027 年进一步扩增至 270 万套以上，2026-2027 年产能同比增速分别达到 114%、80%；Manifold 产能将从 2025 年的 1000 套提升至 2027 年超过 2.7 万套，增幅超过 27 倍。

图 10：奇宏收入增长驱动主要来自 AI 服务器业务



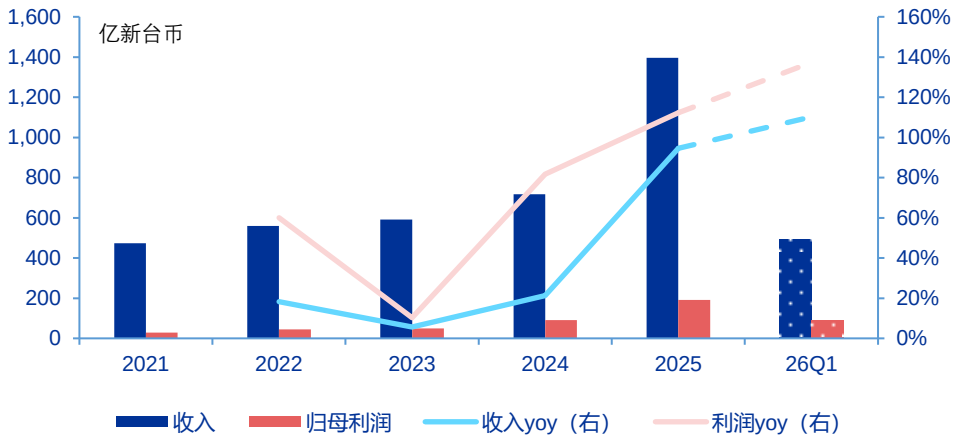
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11： 奇宏毛利率实现快速提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：奇宏 26Q1 收入同比增长 110%、利润同比增长 137%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

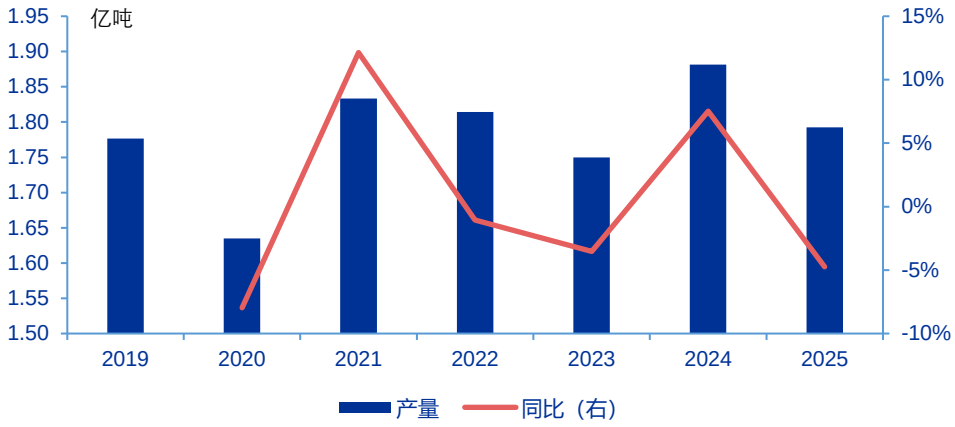
3. 公司：包装提供现金流基石，外延液冷注入成长弹性

3.1 包装业务经营稳健，提供外延并购基础支撑

公司包装业务客户均为国内外知名头部饮料企业，主业基本盘稳固。公司深耕塑料防盗瓶盖领域二十余年，专注于饮料包装产品的研发、设计、生产和销售，已与华润怡宝、景田、可口可乐、百事可乐、农夫山泉等国内外知名饮料企业建立长期稳定合作关系，客户资源优质且粘性强。头部饮料企业对供应商的产品质量、交付能力、响应速度要求极高，认证周期长，一旦进入供应链体系后合作关系稳定，更换成本高。2025 年公司饮料包装总销量为 191 亿只，2021-2025 年 CAGR 为 2.3%，销量较为稳定。2025 年公司软饮料包装单价为 397 元/万只，2021-2025 年 CAGR 为 1.3%，价格同样较为稳定。公司瓶盖产品广泛应用于饮用水、碳酸饮料、功能饮料等多个领域，凭借稳定的产品质量和快速的响应能力，持续巩固与头部饮料企业的合作关系，市场份额保持稳定。

塑料瓶盖作为软饮料行业的核心配套包装，市场需求与下游饮料产量相关，行业整体需求较为平稳。2025 年国内软饮料产量为 1.79 亿吨，2019-2025 年 CAGR 为 0.2%，行业整体需求较为平稳。塑料瓶盖包装行业作为饮料产业链的上游配套环节，需求规模随下游饮料产量波动呈现相对稳定的发展特征。

图 13：国内软饮料产量 2019-2025 年 CAGR 为 0.2%，较为稳定

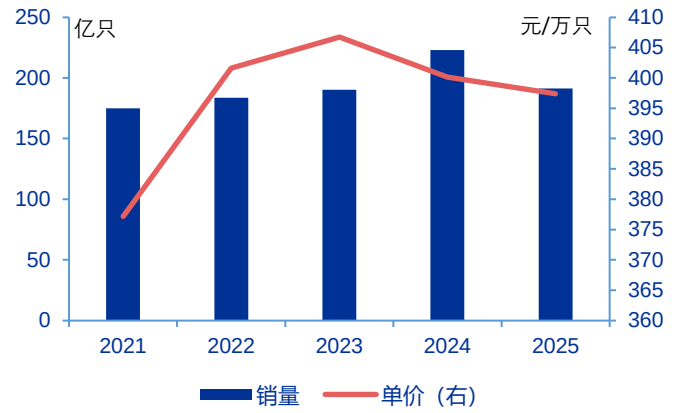


资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究

瓶装水是软饮料中占比最高的细分品类，金富科技作为行业头部企业市场份额领先。根据中国饮料工业协会数据，2025 年软饮料总产量中瓶装水占比为 58.3%；按行业主流 550ml 瓶装水规格加权测算，2025 年国内瓶装水塑料瓶盖总需求量约为 1900 亿只。金富科技 2025 年瓶盖销量为 191 亿只，对应瓶装水领域市场占有率为 10%。

仅供内部参考，请勿外传！

图 14：公司 2025 年软饮料包装销量为 191 亿只、单价为 397 元/万只



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：经测算，2025 年金富在国内软饮料瓶盖行业市占率为 10%

指标	数量	单位
2025年饮料产量	1793	亿升
瓶装水占比	58.3%	
假设单瓶容量	550	毫升
计算总瓶数	1900	亿瓶
2025年金富销量	191	亿个
金富市占率	10%	

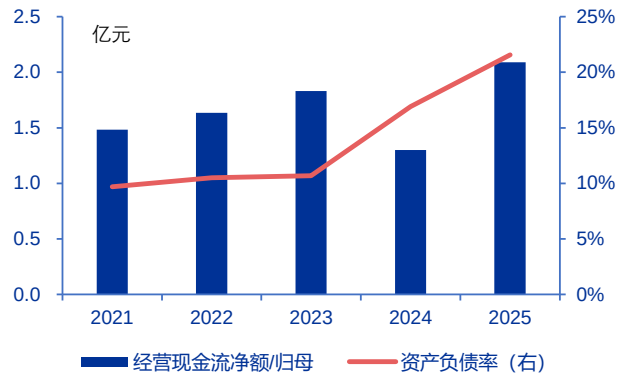
资料来源：中国饮料工业协会、中商产业研究院，申万宏源研究

公司现金流持续表现优异，盈利质量高，财务结构稳健，为第二主业发展提供坚实资金保障。公司包装业务客户优质，回款情况良好，现金流表现优异，2021-2025 年经营现金流净额持续高于净利润，体现公司优异的盈利质量和现金流创造能力。凭借主业优秀的自我造血能力，公司资产负债率长期保持较低水平，2021-2025 年资产负债率均不超过 25%，为公司外延并购和业务扩张提供了充足支撑。

2025 年包装主业产能建设基本完成，构筑全国化供应链支撑中长期发展，资本开支显著下降。根据公司公告，2025 年为公司产能扩张与全国化布局的收官之年，围绕“区域覆盖、品类拓展、智能赋能”推进基地建设，彻底解决产能瓶颈，适配多领域、多区域市场需求。核心基地全面投产，东莞“华南总部及瓶盖智能生产基地项目”、湖南“塑料瓶盖生产基地扩建项目”于 2025 年陆续投产，形成东莞（总部智能基地）、湖南（华中）、四川（西南）、河北（华北）、广西（华南）五大生产基地全国化布局。新产能释放构筑全国化供应链，短期折旧虽然对盈利扰动，中长期维度支撑包装主业订单增长，提升成本领先和规模化优势。2025 年公司资本开支仅 1.49 亿元，同比下降 56.1%。

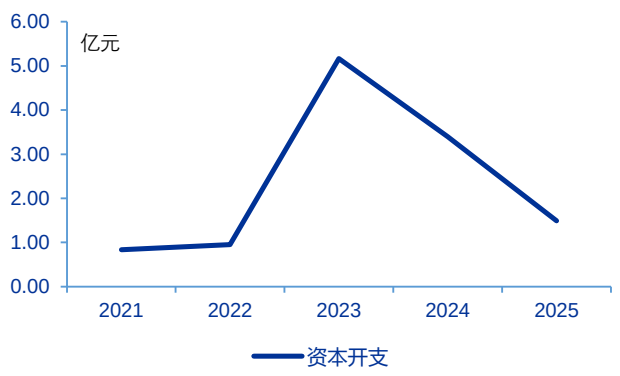
仅供内部参考，请勿外传！

图 15：公司现金流优异，资产负债率维持低位



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：包装主业资本开支高峰期已过，2025 年大幅回落



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 外延切入热管理赛道，深度绑定头部液冷集成商

包装精益制造经验赋能，与液冷业务本质相同，26Q1 迅速落地 2 家液冷标的收购。2026 年 2 月公司与交易对手方莫振龙先生签署《股权收购框架协议》，拟收购卓晖金属和联益热能各 51%股权；2026 年 3 月披露正式交易对价和详细方案，并经股东大会审议通过；2026 年 4 月初，卓晖金属和联益热能各 51%股权完成过户和工商变更登记，正式纳入公司合并报表范围。公司包装主业与液冷业务本质均为精益制造，长期制造业经验赋能外延并购迅速落地，从首次披露到完成并表仅用时约 2 个月。公司收购过程决策高效、推进迅速，体现公司强大执行力和战略落地能力，也反映公司对液冷赛道快速布局决心。

表 9：2026 年 2 月公告液冷标的收购、4 月实现并表

时间节点	关键事件	具体内容
2026年2月4日	签署框架协议	与交易对手方莫振龙签署《股权收购框架协议》，拟收购卓晖金属、联益热能各51%股权
2026年2月6日	发布拟收购公告	首次对外披露收购事项，交易对价合计不超过7.14亿元
2026年3月13日	董事会审议通过	第四届董事会第六次临时会议审议通过正式收购方案
2026年3月14日	发布正式收购公告	披露正式交易对价5.712亿元，详细交易方案和业绩承诺
2026年3月30日	股东会审议通过	2026年第一次临时股东会审议通过收购相关议案
2026年4月初	完成股权过户	卓晖金属、联益热能各51%股权完成工商变更登记，纳入合并报表

资料来源：公司公告，申万宏源研究

收购方案设计详尽完善，通过业绩承诺、股份绑定、超额奖励、后续收购安排、核心团队服务约定等多重机制，实现对各方利益的深度绑定和有效保护，充分保障上市公司及中小股东利益。

收购对价：卓晖金属 51%股权交易对价为 4.08 亿元，联益热能 51%股权交易对价为 1.63 亿元，合计 5.71 亿元，全部以现金方式支付。

业绩承诺：交易对方承诺标的公司 2026 年度净利润不低于 1.10 亿元，2027 年度及 2028 年度累计净利润不低于 2.80 亿元。交易对方承诺现金补偿未实现的承诺净利润并向上市公司质押标的公司剩余 49%的股权保障业绩补偿的实现，若业绩承诺期届满交易对方未足额补偿，公司控股股东、实际控制人陈金培承诺向上市公司补充偿付剩余应补偿款项。

股份绑定：控股股东陈金培先生协议转让公司 6%股份（1560 万股）给标的公司创始人莫振龙先生，转让价格为 15.43 元/股，股份限售期为 36 个月，深度绑定核心管理团队利益，确保标的公司长期稳定发展。

激励机制：方案约定了超额业绩奖励，若标的公司超额完成业绩承诺，超额业绩部分的 20%可用于对核心管理团队的奖励，充分激发团队积极性和创造力。

后续收购安排：在本次交易完成且标的公司 2026 年度业绩承诺完成的前提下，公司有权启动以现金或发行股份购买资产等方式收购标的公司剩余 49%股权，双方约定两家标的公司剩余 49%股权所对应标的公司 100%的股权价值不超过 14 亿元（49%股份对应 6.86 亿元），为后续进一步整合预留空间。

表 10：公司收购液冷标的主营管路类、冷板等产品，服务头部液冷集成商

收购标的	成立时间	主要产品	主要客户	收购股权	交易对价（亿元）
卓晖金属	2015年	液冷流道管路产品（铜、不锈钢、铝液冷管路组件及配件、波纹管组件等管路产品）	奇宏电子、宝德科技等	51%	4.1
联益热能	2022年	冷板产品（水冷头组件、不锈钢波纹管、铜水冷板、内存条模组）以及分集水器（Manifold）	宝德科技、双鸿电子等	51%	1.6
合计				51%	5.7

资料来源：公司公告，申万宏源研究

收购标的公司绑定头部台企液冷集成商，进入北美核心大客户供应链，业绩快速放量。卓晖金属主营液冷流道管路产品（铜、不锈钢、铝液冷管路组件及配件、波纹管组件等管路产品），主要客户包括奇宏电子、宝德科技等；联益热能主营冷板产品（水冷头组件、不锈钢波纹管、铜水冷板、内存条模组）以及分集水器（Manifold），主要客户包括宝德科技、双鸿电子；通过头部客户间接绑定英伟达、谷歌等 AI 芯片巨头供应链。2025 年 1-10 月两家标的公司合计收入达到 3.1 亿元、净利润 6627 万元，较 2024 年全年分别增长 222%、593%，跟随大客户实现收入快速放量，制造优势和规模效应体现，盈利能力快速提升。2025 年 1-10 月两家标的公司净利率 21.3%，ROE 达到 75.0%、ROA 达到 27.6%，资产布局轻，盈利能力强，投资回报能力突出。

标的公司焊接相关制造工艺领先，良率、稳定性表现突出，深度绑定头部大客户。标的公司与奇宏电子、宝德科技等核心客户合作时间较长，自 2016 年起即已建立合作关系，具备良好的长期合作基础。标的公司在液冷产品的泄漏设计、密封可靠性等方面积累深厚，拥有多项核心技术；在焊接、钎焊、气密性检测及一致性控制等核心工艺上拥有丰富经验，良

率爬坡和批量稳定交付能力构成重要壁垒。液冷散热组件产品具有高度定制化特征，从产品开发到实现稳定量产并进入头部客户体系通常需要较长周期，标的公司已进入头部客户供应链体系，与客户保持高效响应和共同研发新产品的合作，先发优势明显。标的公司主要采用直销模式向客户进行销售，能够与客户在产品设计、工艺参数及应用场景等方面建立高效、直接的沟通机制，实现与头部客户共研的深度绑定。

表 11：标的公司业绩快速增长

标的名称	单位：万元	2024年	2025年1-10月
卓晖金属	资产总额	4,857	15,477
	净资产	2,003	7,343
	营业收入	5,845	22,804
	净利润	682	5,340
	净利率	11.7%	23.4%
	ROE	34.1%	72.7%
	ROA	14.1%	34.5%
联益热能	资产总额	2,250	8,508
	净资产	202	1,489
	营业收入	3,793	8,240
	净利润	274	1,287
	净利率	7.2%	15.6%
	ROE	135.7%	86.4%
	ROA	12.2%	15.1%
合计	资产总额	7,107	23,985
	净资产	2,205	8,832
	营业收入	9,638	31,044
	净利润	956	6,627
	净利率	9.9%	21.3%
	ROE	43.4%	75.0%
	ROA	13.5%	27.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

多渠道融资支持液冷突破产能瓶颈、补充产业链工序，定增融资有序推进，产能扩张计划清晰。公司通过全资子公司广东金富智能制造向银行申请并购贷款 3.9984 亿元，用于支付收购卓晖金属和联益热能各 51%股权的对价款。2025 年末公司账面货币资金 3.1 亿元，叠加并购贷款形成充足资金支持。2026 年 6 月公司发布以简易程序定增预案，募资金额不超过 3 亿元，将主要用于金富华南液冷板生产基地、卓晖金属液冷组件扩产、联益热能液冷组件扩产 3 个项目，项目建设期均为 12 个月。其中，金富智能主要定位于液冷组件的研发、生产和销售，为上市公司从事液冷业务板块的子公司，并控股卓晖金属和联益热能。本次募投项目“金富华南液冷板生产基地项目”由金富智能设立的全资子公司实施，主要系满足公司合并范围内主体卓晖金属、联益热能进行精密加工配套需求，**为公司液冷组件产品补充前端切割、精密加工等工艺环节，提升工序自主可控能力。**通过内部消化现有液冷业务订单需求，公司可以减少对外部加工供应商的依赖，缩短生产交付周期，提升产品质量一致性，降低外部加工成本，增强液冷业务整体盈利能力和交付保障能力。

表 12：公司拟定增 3 亿元，支持液冷产能扩张、产业链工序补充

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）	建设周期
1	金富华南液冷板生产基地项目（产品全部用于内部销售，项目相关产品销售价格将按照市场公允价格结算）	14,783	14,500	12个月
2	卓晖金属液冷组件扩产项目	4,981	4,500	12个月
3	联益热能液冷组件扩产项目	12,586	11,000	12个月
合计		32,351	30,000	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

股份协转、股权激励落地，利益机制理顺，乘北美大客户液冷需求增长东风，业绩有望快速放量。根据公司公告，2026 年 6 月 9 日控股股东、实际控制人陈金培将其持有的公司 1560 万股（占总股本 6%）通过协议转让方式转让给标的公司创始人莫振龙，已办理完成过户登记手续，锁定期为 36 个月。2026 年 6 月 17 日公司向激励对象 5 人，首次授予 195 万股（占总股本 0.75%），授予价格 32.51 元/股。激励对象为金富财务总监、董秘，以及液冷子公司 3 名核心管理人员及技术骨干。

表 13：股权激励业绩考核目标

解除限售期	业绩考核指标
第一个解除限售期	满足以下条件之一：1、2026年净利润不低于16,000万元，2、以2025年营业收入为基数，2026年营业收入增长率不低于50%
第二个解除限售期	满足以下条件之一：1、2027年净利润不低于18,500万元，2、以2025年营业收入为基数，2027年营业收入增长率不低于90%
第三个解除限售期	满足以下条件之一：1、2028年净利润不低于20,200万元，2、以2025年营业收入为基数，2028年营业收入增长率不低于120%

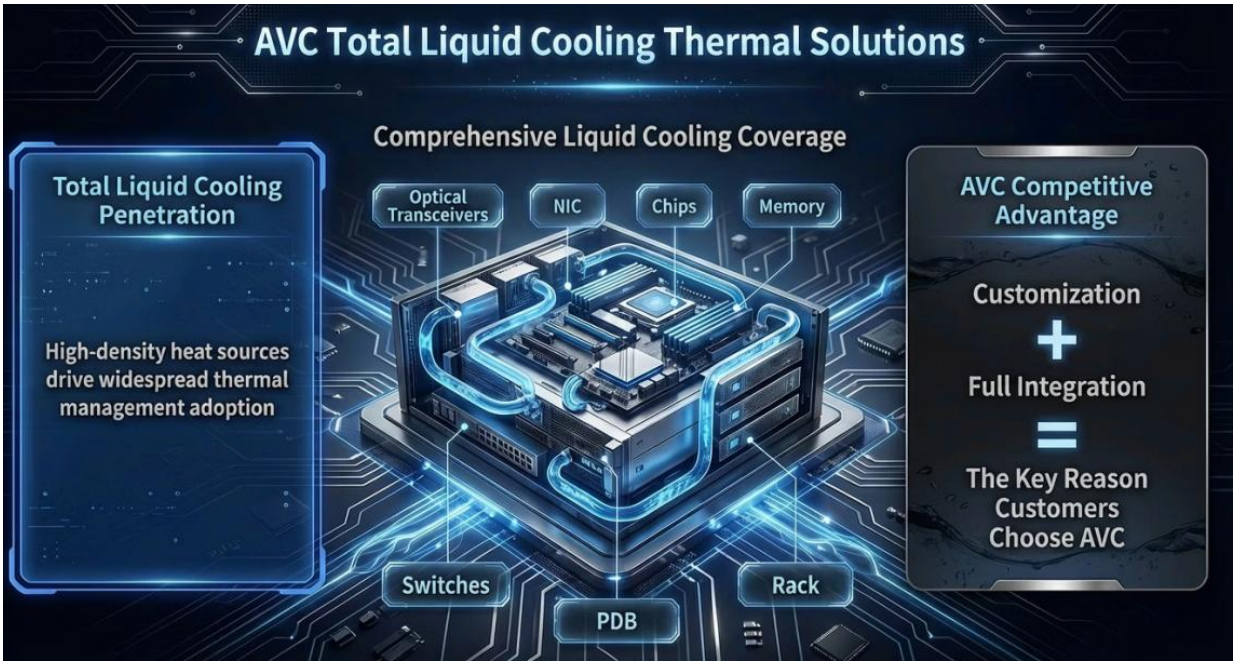
资料来源：公司公告，申万宏源研究

上市公司资金+制造赋能，液冷业务扩产能、扩客户、扩品类有望快速增长。上市公司自有资金+融资形成强支撑，叠加上市公司金属加工制造能力补充，将助力液冷业务快速产能扩张。标的公司 2025 年 1-10 月收入中 80%均来自奇宏电子和宝德科技两大客户贡献，受限于产能瓶颈，标的公司优先供应核心大客户。通过产能扩张，在深度绑定已有大客户同时，可加速新客户和新品类拓展布局，根据公司公告，2026 年以来标的公司已新增台达和比亚迪电子等客户合作，并开始小批量供货；富士康已在送样测试阶段。公司此前产品以管路类和冷板为主，获得产能支撑后将加速开拓分集水器、光模块液冷等存在较大发展空间的液冷产品。以标的公司大客户奇宏电子为例，奇宏具备从芯片级到机柜级全面的液冷热

仅供内部参考，请勿外传！

管理集成方案提供能力，覆盖芯片、光模块、网卡、内存、交换机、配电板、机柜等各环节散热产品。**通过对这类头部液冷集成商深度绑定，公司后续产品扩充空间大，构筑持续增长支撑。**

图 17：标的公司大客户奇宏提供覆盖芯片、光模块等各环节散热产品



资料来源：公司公告，申万宏源研究



4. 盈利预测和估值分析

4.1 盈利预测

饮料包装业务：

考虑包装业务 2025 年扩产落地，全国化供应链布局提升对客户服务能力，假设 2026 年销量同比增长 5%，2027-2028 年持平；考虑 2026 年原材料提价，因此假设 2026 年单价同比增长 5%，2027-2028 年持平；对应 2026-2028 年饮料包装业务收入同比+10%/0%/0%。预计公司饮料包装业务毛利率稳定为主，因此假设 2026-2028 年均为 29%。

液冷业务：

2025 年 1-10 月液冷业务收入 3.1 亿元，较 2024 年全年增长 222%。液冷业务大客户之一奇宏 26Q1 热管理业务收入同比增长 207%，根据股东大会披露预计收入逐季向上，预计将带动公司液冷业务快速增长。同时考虑融资支撑产能瓶颈突破，新客户和产品拓展，因此假设 2026-2028 年公司液冷业务收入分别为 12、40、60 亿元。2025 年 1-10 月液冷业务收入快速增长，带动净利率较 2024 年全年提升 11.4pct 至 21.3%；因此后续液冷收入快速放量，预计规模效应持续体现，假设液冷业务 2026-2028 年毛利率为 46%、48%、48%。

根据业务假设预计公司 2026-2028 年收入 20.38、48.38、68.38 亿元，同比增长 168%、137%、41%；毛利率分别为 39.0%、44.7%、45.7%。根据我们测算 2026-2028 年归母净利润 2.50、5.84、8.18 亿元，同比增长 148%、133%、40%。

根据公司收购协议安排，标的公司完成 2026 年业绩对赌目标 1.1 亿元，上市公司将启动对剩余 49%股权收购，**根据我们测算 2026-2028 年净利润分别为 3.79、10.24、14.88 亿元，同比增长 276%、170%、45%。**

表 14：公司收入拆分表

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入（亿元）	**7.73**	**8.92**	**7.60**	**20.38**	**48.38**	**68.38**
yoy	5%	15%	-15%	168%	137%	41%
营业成本	5.71	6.42	5.39	12.43	26.75	37.15
毛利率	***26.2%***	***28.0%***	***29.1%***	***39.0%***	***44.7%***	***45.7%***
1、饮料包装行业						
收入（亿元）	**7.73**	**8.92**	**7.60**	**8.38**	**8.38**	**8.38**
yoy	5%	15%	-15%	10%	0%	0%
销量（亿只）	190	223	191	201	201	201
yoy	3%	17%	-14%	5%	0%	0%
单价（元/万只）	407	400	397	417	417	417
yoy	1%	-2%	-1%	5%	0%	0%
毛利率	***26.2%***	***28.0%***	***29.1%***	***29%***	***29%***	***29%***
成本	5.71	6.42	5.39	5.95	5.95	5.95
2、液冷						
收入（亿元）				**12**	**40**	**60**
yoy					233%	50%
毛利率				***46%***	***48%***	***48%***
成本				6.5	20.8	31.2

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 估值分析

金富科技双主业发展格局确立，包装贡献稳定现金流支撑，外延切入液冷赛道注入高成长弹性。标的公司深度绑定奇宏、宝德等全球液冷集成商头部，凭借核心技术优势、共研新品获得稳定份额，上市公司与标的公司利益机制理顺，叠加融资和制造赋能，加速扩产能、扩客户、扩品类，液冷业绩有望进入爆发期。

我们选取奕东电子、捷邦科技、川环科技、硕贝德、中石科技作为可比公司，上述企业均布局液冷冷板、或管路类产品，跟金富标的公司主营业务品类接近，具备较强可比性。考虑金富科技于 2026 年 4 月完成标的公司并表，并通过上市公司资金和制造赋能，支撑液冷业务扩张，考虑扩产周期，预计 2027 年液冷业务业绩增长将更为显著，因此**我们选取上述可比公司 2027 年平均 PE 44X 作为目标 PE 估值，根据我们对公司 2027 年盈利预测 5.84 亿元，对应目标市值 258 亿元，较当前 32%向上空间，首次覆盖给予“买入”评级。**

表 15：可比公司估值表

公司代码	公司名称	公司说明	总市值	归母净利润（亿元）			PE		
			（亿元）	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
301123.SZ	奕东电子	液冷冷板类产品	278	2.71	4.00	6.02	103	70	46
301326.SZ	捷邦科技	收购恒钜电子，主营液冷板、分水管	103	1.74	3.41	6.07	59	30	17
300547.SZ	川环科技	液冷管路、快接头产品	71	2.61	3.12	3.68	27	23	19
300322.SZ	硕贝德	液冷板业务、busbar液冷管产品	116	1.26	1.70	2.13	92	68	54
300684.SZ	中石科技	液冷板模组产品	172	4.36	5.72	6.86	39	30	25
行业平均							64	44	32
003018.SZ	金富科技		195	2.50	5.84	8.18	78	33	24

资料来源：Wind，申万宏源研究（数据截至 2026/6/26）

注：除金富外，其他公司盈利预测均为 Wind 一致预期

风险提示

收购整合不及预期的风险。标的公司主要从事液冷散热产品的研发、生产和销售，公司主营业务与标的公司主营业务属于不同的行业，本次交易前公司无相关行业的管理经验，后续运营管理、协调整合存在不及预期的风险。

标的公司业绩承诺无法达成及商誉减值风险。标的公司业绩承诺目标，基于标的公司当前经营情况和未来发展规划，并结合其所在行业的前景趋势等因素制定，后续行业政策、宏观经济环境波动、经营管理和市场等因素可能对业绩产生影响，存在业绩承诺无法达成风险。公司收购卓晖金属和联益热能各 51%股权形成较大金额商誉，若标的公司业绩承诺无法达成，公司将面临商誉减值风险。

标的公司客户集中度较高的风险。由于液冷散热行业下游客户主要为少数具有系统集成能力的液冷解决方案提供商，行业集中度相对较高，因此标的公司客户亦相对集中。2025 年 1-10 月份标的公司向前五大客户的销售收入占主营业务收入比例相对较高，占比超过 80%。若未来主要客户需求发生变化、客户经营情况出现不利变化，或下游行业景气度出现波动，可能对标的公司的经营业绩产生不利影响。

液冷行业竞争加剧风险。液冷散热赛道景气度高，吸引众多厂商加速布局，行业竞争可能加剧，导致毛利率下滑和市场份额分流，从而导致公司液冷业务未来拓展进程、市场布局落地节奏及未来盈利水平均存在较大不确定性的风险。

以简易程序向特定对象发行股票事项不确定风险。公司目前正在筹划简易程序向特定对象发行股票事项，将根据实际情况择机启动，上述事项尚处于前期论证阶段，存在不确定性。

包装主业持续下滑风险。包装主业受下游饮料行业需求波动影响较大，若下游需求持续疲软，包装主业可能继续下滑，对公司整体业绩形成拖累。

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	892	760	2,038	4,838	6,838
营业收入	892	760	2,038	4,838	6,838
营业总成本	732	647	1,597	3,639	5,093
营业成本	642	539	1,243	2,675	3,715
税金及附加	5	11	20	48	68
销售费用	6	7	59	179	274
管理费用	46	57	163	382	540
研发费用	29	28	102	339	479
财务费用	3	5	10	16	17
其他收益	8	5	5	5	5
投资收益		0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-2	2	0	0	0
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
资产处置收益	0	6	0	0	0
营业利润	165	124	446	1,204	1,751
营业外收支	0	-1	0	0	0
利润总额	164	122	446	1,204	1,751
所得税	23	22	67	181	263
净利润	141	101	379	1,024	1,488
少数股东损益	0	0	129	440	670
归母净利润	141	101	250	584	818

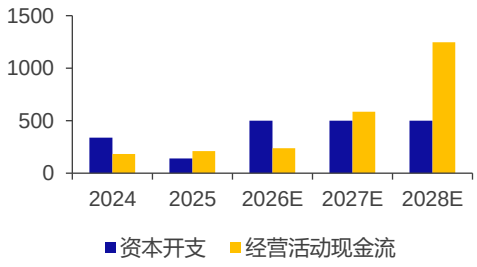
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	141	101	379	1,024	1,488
加：折旧摊销减值	90	5	135	175	195
财务费用	3	5	10	16	17
非经营损失	0	-7	0	0	0
营运资本变动	-50	9	-285	-630	-452
其它	2	96	0	0	0
经营活动现金流	183	211	239	584	1,248
资本开支	338	140	500	500	500
其它投资现金流	-14	1	0	0	0
投资活动现金流	-352	-139	-500	-500	-500
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	169	98	203	250	50
支付股利、利息	53	83	10	16	17
其它融资现金流	2	-3	0	0	0
融资活动现金流	119	12	194	234	33
净现金流	-53	83	-67	319	781

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	622	690	1,111	2,469	3,999
现金及等价物	226	310	243	562	1,343
应收款项	158	137	349	816	1,149
存货净额	216	222	497	1,070	1,486
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	22	21	21	21	21
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,025	1,069	1,434	1,759	2,063
无形资产及其他资产	251	282	282	282	282
资产总计	1,899	2,041	2,826	4,509	6,344
流动负债	193	252	658	1,267	1,564
短期借款	64	97	300	500	500
应付款项	128	153	355	764	1,061
其它流动负债	1	3	3	3	3
非流动负债	128	188	188	238	288
负债合计	321	440	846	1,505	1,852
股本	260	260	260	260	260
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	615	615	615	615	615
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	56	73	116	215	355
未分配利润	648	653	861	1,345	2,023
少数股东权益	0	0	129	569	1,239
股东权益	1,578	1,601	1,980	3,004	4,492
负债和股东权益合计	1,899	2,041	2,826	4,509	6,344

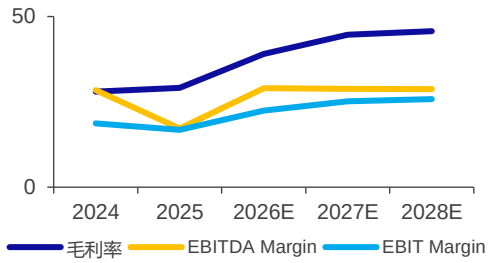
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

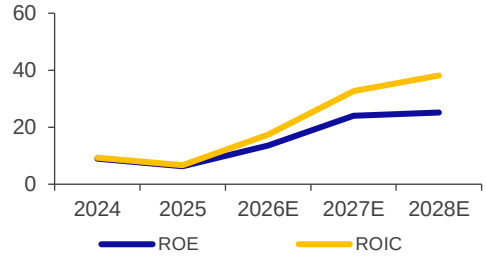
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.54	0.39	0.96	2.24	3.15
每股经营现金流	0.71	0.81	0.92	2.25	4.80
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	6.07	6.16	7.12	9.36	12.51
关键运营指标(%)					
ROIC	9.3	6.7	17.4	32.6	38.2
ROE	8.9	6.3	13.5	24.0	25.2
毛利率	28.0	29.1	39.0	44.7	45.7
EBITDA Margin	28.4	17.2	29.0	28.8	28.7
EBIT Margin	18.7	16.8	22.4	25.2	25.8
营业总收入同比增长	15.4	-14.8	168.1	137.4	41.3
归母净利润同比增长	27.1	-28.6	148.2	133.1	40.3
资产负债率	16.9	21.6	29.9	33.4	29.2
净资产周转率	0.57	0.47	1.10	1.99	2.10
总资产周转率	0.47	0.37	0.72	1.07	1.08
有效税率	14.0	17.6	15.0	15.0	15.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	138.0	193.2	77.8	33.4	23.8
P/B	12.4	12.2	10.5	8.0	6.0
EV/Sale	22.1	26.0	9.9	4.3	3.2
EV/EBITDA	77.7	151.1	34.0	14.9	11.0
股本	260	260	260	260	260

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

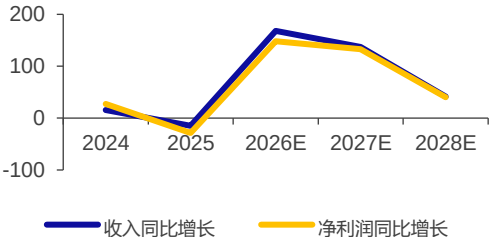
经营利润率(%)



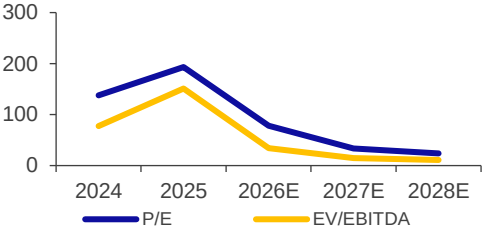
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

版权均属本公司。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。