

金富科技(003018)

报告日期：2026 年 08 月 04 日

收购卓晖和联益切入液冷波纹管等赛道，受益于 AI 液冷需求增长进入业绩快速释放期

——金富科技推荐报告

投资要点

□ 一句话逻辑

主业稳健+液冷业务进入业绩快速释放期，增厚公司盈利能力：主业食品饮料包装业务稳健提供稳定现金流，通过收购卓晖和联益切入液冷波纹管、铜管、液冷冷板、分集水器等赛道，进入奇宏、宝德、双鸿等液冷领域头部厂商供应体系，并最终服务于北美头部科技客户等终端客户，目前进入业绩快速释放期（公司近期发布的上半年业绩预告已体现），液冷业务市值预期尚未充分体现。

□ 超预期逻辑

市场认为

- （1）波纹管业务：市场担心行业进入壁垒不够高，中长期竞争格局恶化，对被收购标的卓晖+联益的订单兑现和客户壁垒认知不足；
- （2）市场对于被收购标的卓晖和联益未来业绩可持续放量有担忧。

我们认为

（1）波纹管业务

- **超高功率机柜场景下，波纹管相较于传统橡胶管可靠性与寿命优势显著。**英伟达 Rubin 服务器切换波纹管，波纹管替代橡胶软管趋势明显，波纹管从 0 到 1 阶段，公司有望充分受益。英伟达 GB200 平台主要采用传统的 EPDM 软管，GB300 开始引入不锈钢波纹管，成本上升到 2000-3000 美金；新一代 Vera Rubin 全液冷平台禁用 EPDM 橡胶软管，采用不锈钢波纹管。除了考虑到不锈钢波纹管耐高压、零渗漏、耐老化的特质之外，还由于该管材可兼容温水冷、氟化液浸没双冷却方案。从 GB200（EPDM）到 GB300（混合材质）再到 Rubin（全不锈钢波纹管），不锈钢波纹管替代橡胶软管趋势明显。

- **卓晖和联益进入下游液冷客户头部供应商体系，订单兑现已在 Q2 体现。**

（1）卓晖金属成立于 2015 年，联益热能成立于 2022 年。自 2015 年起，创始团队开始围绕液冷散热结构件及钎焊加工技术持续深耕，至今已在液冷散热及相关精密制造领域积累近十年的行业经验。创始团队建立了覆盖真空钎焊、连续炉钎焊、高频钎焊、精密折弯及高精度气密检测等在内的完整技术体系，相关核心性能指标已达到较高水平，形成较高的工艺壁垒和技术门槛。同时，凭借长期积累的行业资源与技术能力，具备先发优势，标的公司已进入奇宏、宝德、双鸿等液冷领域头部厂商供应体系，并最终服务于北美头部科技客户等终端。

- （2）公司于今年 4 月收购卓晖金属+联益热能 51%股权并于 Q2 完成并表，并且在签订的《股权收购协议》中约定，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卓晖金属和联益热能剩余 49%股权。根据 Q2 业绩预告，2026 年上半年公司实现归母净利润 0.9-1.0 亿元，同比增长 81.41%-101.57%。公司 Q1 实现归母净利润 0.2 亿元，考虑到饮料包装主营业务发展稳定，上半年归母净利大幅提升的增量来自于液冷订单兑现。

（2） **公司快速推动液冷产线建设，液冷产能和订单销量实现同环比稳步攀升**公司紧抓行业发展机遇，结合近期新发的简易程序定增募投项目及自有资金扩产项目，快速推动液冷产线建设、设备采购、新增厂区装修等，液冷板块扩产工作全力加速推进。依托分批次产线投产落地，公司液冷产能和订单销量实现同比、环比稳步攀升。

投资评级：买入(首次)

分析师：吴婷婷

执业证书号：S1230525110004
wutingting03@stocke.com.cn

分析师：钟凯锋

执业证书号：S1230524050002
zhongkaifeng@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成

执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 31.60
总市值(百万元)	9,920.82
总股本(百万股)	313.95

股票走势图



相关报告

□ 检验指标与催化剂

(1) 检验指标: 卓晖+联益: 逐季度对公司业绩有增量贡献; 完成 2026 年 1.1 亿扣非净利润承诺; 新增下游客户;

(2) 催化剂: 英伟达 Rubin VR200 机柜大规模批量交付; 液冷产能扩建落地; 收购剩余 49% 股权落地。

□ 研究价值

公司作为食品饮料包装龙头企业, 切入布局 AI 液冷领域, 未来有望成长为 AI 液冷上游核心零部件供应商。

□ 盈利预测与估值

公司是国内饮料包材领域的领先企业, 拥有优质客户资源与规模化制造优势。随着前期扩产项目的折旧压力逐步被消化, 主业盈利能力已迈入复苏通道。稳定的现金流有望为公司向液冷赛道转型提供强有力的支撑与业绩安全边际。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 18.25/23.58/28.93 亿元, 分别同比增长 140.06%/29.23%/22.68%, 归母净利润分别为 2.45/4.20/5.50 亿元, 分别同比增长 142.53%/71.47%/31.01%。对应 EPS 分别为 0.78/1.34/1.75 元/股, 对应 PE 分别为 41/24/18 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

跨行业收购标的整合不及预期风险, 液冷业务经营不及预期风险, 传统主业下行风险。

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	760.16	1824.83	2358.26	2893.04
(+/-) (%)	-14.80%	140.06%	29.23%	22.68%
归母净利润	100.88	244.67	419.52	549.63
(+/-) (%)	-28.56%	142.53%	71.47%	31.01%
每股收益(元)	0.32	0.78	1.34	1.75
P/E	98.34	40.55	23.65	18.05

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 全液冷时代开启，不锈钢波纹管开启对橡胶软管的替代周期	5
1.1 功率密度跨越风冷能力极限，液冷从可选变为刚需	5
1.2 Rubin 平台迭代升级，驱动冷板式液冷价值量提升	6
1.3 Rubin 平台切换波纹管，波纹管替代橡胶软管趋势明显	7
2 战略收购切入 AI 液冷赛道，完成由饮料包材到 AI 液冷的跨越	8
2.1 公司收购卓晖金属、联益热能，布局液冷业务开辟第二增长曲线	8
2.2 卓晖金属、联益热能聚焦液冷散热领域，积累技术体系和优质客户资源	8
2.3 深耕包装主业的瓶盖产品头部企业，收购并表后业绩预增	9
2.3.1 主营业务为食品饮料瓶盖，客户涵盖国内外知名企业	9
2.3.2 财务分析：2025 年业绩短期承压，2026H1 业绩预计大幅增长	10
3 盈利预测与估值	11
3.1 业绩拆分与盈利预测	11
3.2 相对估值	12
3.3 投资建议	12
4 风险提示	13

图表目录

图 1: 机柜功率密度与制冷方式.....	5
图 2: 2025 年液冷渗透率预计将提升至 33%.....	5
图 3: 液冷系统通用架构.....	5
图 4: 液冷技术分类与对比.....	6
图 5: 英伟达 Rubin 服务器液冷方案采用不锈钢波纹管	7
图 6: 收购完成后标的公司的股权结构.....	8
图 7: 公司募资 3 亿元用于液冷扩产定增项目扩充产能	8
图 8: 公司营业收入（亿元）及同比增速（%）	10
图 9: 公司归母净利润（亿元）及同比增速（%）	10
图 10: 公司分产品营收占比（%）	10
图 11: 公司分产品业务毛利率（%）	10
图 12: 公司期间费用情况.....	11
图 13: 公司销售毛利率及销售净利率情况.....	11
表 1: 历代 AI 芯片及机柜 TDP（Thermal Design Power，热设计功耗）	6
表 2: EPDM 橡胶软管与不锈钢波纹管性能对比	7
表 3: 卓晖金属、联益热能主营业务协同配合，主要客户为行业头部企业	9
表 4: 公司主要产品为食品饮料瓶盖.....	9
表 5: 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）	12
表 6: 同行业主要公司的业绩预测及估值.....	12
表附录：三大报表预测值.....	14

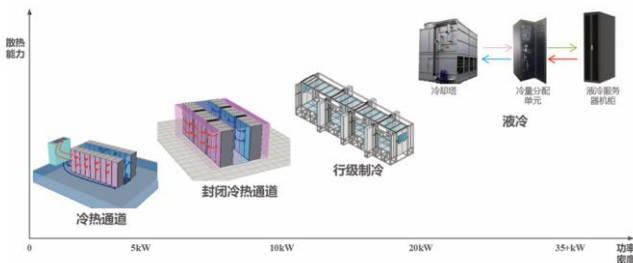
1 全液冷时代开启，不锈钢波纹管开启对橡胶软管的替代周期

1.1 功率密度跨越风冷能力极限，液冷从可选变为刚需

随着算力持续增加推动芯片功率密度攀升，液冷散热在高功率应用场景下的渗透率提升。算力需求不断扩张推动通信设备性能迭代升级，芯片功耗与热流密度上行，产品每演进一代功率密度攀升 30~50%，AI 芯片 TDP（热设计功耗）呈指数级跃升，整机柜 TDP 突破 40kW 后，传统风冷散热技术达到性能上限，难以适配运行需求。为满足散热效率、运行稳定性及能耗控制的高要求，液冷散热技术成为数据中心散热必然选择。根据 TrendForce，液冷渗透率预计将由 2024 年的 14% 提升至 2025 年的 33%。

图1： 机柜功率密度与制冷方式

图2： 2025 年液冷渗透率预计将提升至 33%



2023-2026年液冷散热技术于AI数据中心渗透率预估

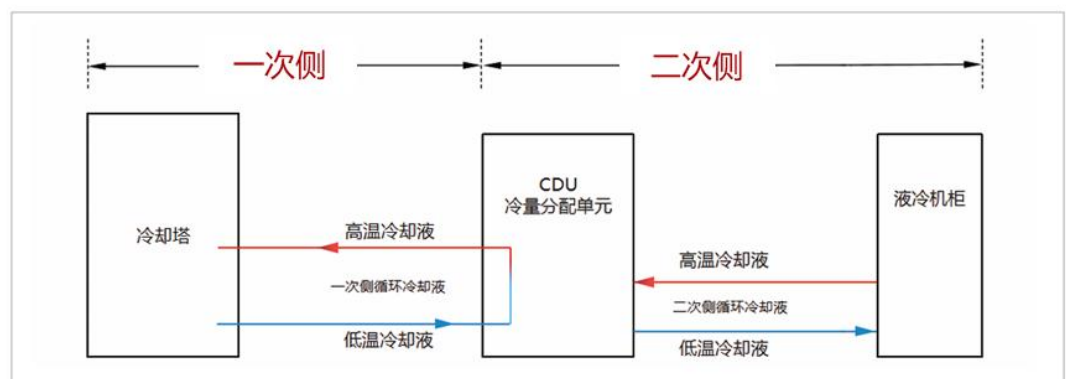


资料来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，浙商证券研究所

资料来源：TrendForce，浙商证券研究所

液冷具有低能耗、高散热、低噪声、低 TCO 等优势，是解决数据中心散热压力和节能挑战的必由之路。相比风冷，液冷利用了液体的高导热、高热容特性替代空气作为散热介质，同传统强迫风冷散热对比，液冷具有低能耗、高散热、低噪声、低 TCO 等优势。低能耗方面，采用液冷散热技术整机能耗预计可降低 5%。高散热方面，在 2MW 机房中，冷板式液冷可承受的最大散热功耗是风冷的 4 倍，浸没式液冷则达到 9 倍，同时，液冷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。低噪声方面，液冷散热技术利用泵驱动冷却介质在系统内循环流动并进行散热，避免冷却风机转速噪声污染问题。低 TCO 方面，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。在 2MW 机房中，冷板式液冷冷却电费是风冷的 1/4。

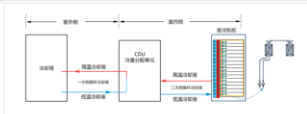
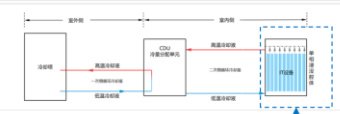
图3： 液冷系统通用架构



资料来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，浙商证券研究所

非接触式冷板液冷为当前主流方案。冷板式液冷凭借兼容性强，改造成本低优势，在当前液冷方案中占据主流地位。冷板式液冷属于间接接触式散热，液体在封闭管路和冷板中循环，不直接接触电子元件，无需对现有的服务器硬件架构和机房基础架构进行大规模重构，只需在现有风冷架构上加装冷板、管路和 CDU（冷量分配单元）即可实现平滑升级。

图4：液冷技术分类与对比

技术路线名称	冷板式液冷	浸没式液冷（单相+两相）	喷淋式液冷
核心散热原理	冷板与芯片贴合，热量通过热传导传递至冷板，冷却介质在冷板内通过强制对流换热带走热量，经CDU、冷却塔将热量排至大气环境	单相：冷却液仅发生温度变化，依靠显热传递热量；两相：冷却液发生相变，依靠潜热变化传递热量；热量经CDU、冷却塔排至大气环境	通过重力或系统压力将冷却液直接喷淋至发热器件或与之连接的导热元件上，冷却液吸热后通过回流箱收集，经泵送至CDU进入下一个制冷循环
PUE	<1.2	≤1.13	介于冷板式与浸没式
优势	可兼容现有硬件架构，适配旧机房改造与新建机房，改造成本低； 可实现在线维护，维护难度低； 液体与IT设备不直接接触，设备可靠性高； 噪声低，无特殊承重要求	节能效果显著，传热效率高，散热效率高； 支持超高功率密度，单机柜散热可达160kW； 设备完全浸没在液体中，可靠性高； 无需配置风扇，可实现极致静音； 机房空间利用率高	实现100%液冷，结构复杂度优于浸没式液冷； 可实现芯片级精准喷淋，设备可靠性高； 无需配置风扇，低噪声； 机房空间利用率高
劣势	未能实现100%液体冷却，低功耗场景节能收益不显著； 冷板设计需匹配现有设备布局，结构复杂度高，标准化难度大	结构复杂度强，需专用封闭式浸没箱体，现有硬件需改造，器件选型限制严格，改造成本高； 维护复杂度高，耗时长，开盖有冷却液挥发成本； 机房有特殊承重要求（>1500kg/m²）	节能效果差于浸没式液冷； 存在与浸没式相同的器件选型、维护、机房承重等局限性
系统原理图			

资料来源：《中兴通讯液冷技术白皮书》，浙商证券研究所

1.2 Rubin 平台迭代升级，驱动冷板式液冷价值量提升

单机柜功率密度持续跃升，散热需求指数级增长。英伟达 GB200 NVL72 整柜功率达 120-130kW，而传统风冷机柜的工程上限为 30~40kW。GB300 NVL72 整柜功耗进一步提升至 130kW，下一代 Rubin 平台更是有望突破 200kW。而传统风冷不仅在散热效率上无法支撑，还会带来高噪声、高能耗、服务器振动损耗等一系列问题，无法实现大规模复制落地。

Rubin 全液冷设计：从“部分覆盖”到“100%移热”的质变。Rubin 之前的液冷服务器为混合式设计，GPU 和 CPU 配备冷板，系统其余部分仍采用风冷，通过翅片散热器向流动空气排热。Rubin 系列则实现了根本性突破——采取 100%全液冷方案，每一颗芯片、每一个网络组件均由封闭式液冷回路冷却，系统内部无任何风扇。全液冷架构显著提升了机架密度，原本需占用六个机架单元的系统现在仅需两个即可容纳，实现算力更强、占地更少、噪音更低。

表1：历代 AI 芯片及机柜 TDP（Thermal Design Power，热设计功耗）

GPU 型号	出货年份	单卡 TDP	整机柜热耗	散热方案
H100	2022~2023	700W	约 30~40kW	风冷勉强
GB200/GB300	2024~2025	1000~1400W	120~130kW	CPU+GPU 液冷，其余部分风冷
VR200 (Rubin)	2026E	1800~2300W	约 190~230kW	100%液冷
VR300 (Rubin Ultra-Kyber)	2027E	/	约 600kW	100%液冷
谷歌 TPU v7	2026	~1000W	/	液冷方案
谷歌 TPU v8	2026	~1300W	/	谷歌第四代液冷方案

资料来源：开放计算项目，英伟达官网，浙商证券研究所

单机柜液冷价值量显著提升，核心液冷部件用量与规格全面升级。GB200 NVL72 单柜液冷价值量约 8 万美元，到 GB300 单柜抬升到约 9.47 万美元，Rubin 级别预计上升至 14 至 16 万美元。相较于 GB200 NVL72，Vera Rubin NVL72 的液冷价值量增长了 213%，增量来

自大容量、高控制精度的 CDU 与柜外二次侧系统，还来源于全液冷无风扇架构带来冷板、波纹管、UQD、分歧管用量与规格全面升级。

1.3 Rubin 平台切换波纹管，波纹管替代橡胶软管趋势明显

超高功率机柜场景下，波纹管相较于传统橡胶管可靠性与寿命优势显著。服务器液冷管路主要承担连接冷板与液冷机架、传输热量等功能。此前液冷服务器主要采用 EPDM、FEP、PTFE 等非金属软管方案。传统的 EPDM 软管具有高柔韧性、轻量化、成本低的优势，是一种高性价比解决方案，但同时具有高温易变形鼓胀、存在渗漏风险等缺陷。随着 AI 服务器功耗持续提升，液冷系统对连接管路的耐高压、耐高温、密封性及使用寿命提出更高要求。相比之下，金属波纹管承压能力高、耐高低温、渗透率低、寿命可达 15~20 年，能够满足高功率 AI 服务器液冷系统对于可靠性和寿命的要求，成为液冷管路升级的重要方向。

表2：EPDM 橡胶软管与不锈钢波纹管性能对比

对比维度	EPDM 软管	不锈钢波纹管(304/316L)	变革影响
耐介质	不耐氟化液，膨胀 5%-10%，老化剥落	完全兼容氟化液，年腐蚀率 ≤0.01mm	支持浸没式液冷规模化落地
耐压能力	≤2.5MPa	爆破压力 25MPa（高 10 倍）	适配单机柜 132~230kW 超高功耗
密封等级	易微渗漏	氦检 1×10 ⁻⁹ Pa·m ³ /s，金属对金属密封	实现“零泄漏”底线，杜绝漏液灾难
寿命	3~5 年，需频繁更换	15 年+ 免维护	全生命周期 TCO 显著降低
抗冲蚀	高流速下易磨损、掉颗粒	金属硬度高，零冲蚀	适配 45℃温水、高流量、微通道冷板
空间效率	管径粗、柔性难定型	细管径、可定型、布线整洁	支撑更高芯片密度与机柜集成度

资料来源：麦麦网液冷产业链公众号，浙商证券研究所

英伟达新一代 Vera Rubin 平台切换波纹管，波纹管替代橡胶软管趋势明显。英伟达 GB200 平台主要采用传统的 EPDM 软管，成本在 1000-1500 美金；GB300 开始引入不锈钢波纹管，成本上升到 2000-3000 美金；新一代 Vera Rubin 全液冷平台禁用 EPDM 橡胶软管，采用不锈钢波纹管。除了考虑到不锈钢波纹管耐高压、零渗漏、耐老化的特质之外，还由于该管材可兼容温水冷、氟化液浸没双冷却方案。从 GB200（EPDM）到 GB300（混合材质）再到 Rubin（不锈钢波纹管），不锈钢波纹管替代橡胶软管趋势明显。

图5：英伟达 Rubin 服务器液冷方案采用不锈钢波纹管



资料来源：麦麦网液冷产业链公众号，浙商证券研究所

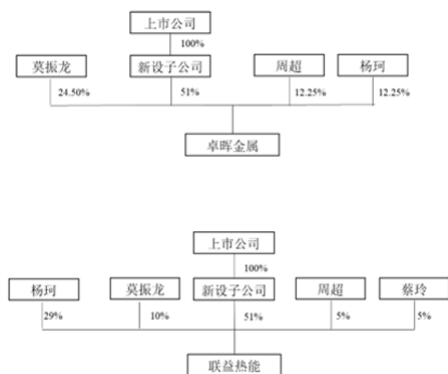
2 战略收购切入 AI 液冷赛道，完成由饮料包材到 AI 液冷的跨越

2.1 公司收购卓晖金属、联益热能，布局液冷业务开辟第二增长曲线

公司完成对卓晖金属、联益热能各 51%股权的收购，推进液冷业务战略布局。金富科技于 2026 年 2 月 4 日签署框架协议，并于 3 月 13 日签署正式《股权收购协议》，拟新设全资子公司以 5.71 亿元现金收购卓晖金属 51%股权和联益热能 51%股权，其中卓晖金属、联益热能 51%股权的交易对价分别为 4.08 亿元、1.63 亿元。公司已于 2026 年 4 月初完成对两家公司 51%股权的收购，自 2026 年 4 月 1 日起正式纳入上市公司合并报表范围。

公司完成收购后，宣布募资 3 亿元用于液冷扩产定增项目以扩充产能。目前标的公司产能利用率较高，核心产线接近饱和，在下游需求抬升的背景下公司的订单承接能力和批量交付能力需要提升。公司于 2026 年 6 月 16 日发布预案，募集资金总额不超过 3 亿元，将用于液冷业务的产能升级，项目具体包括金富华南液冷板生产基地项目、卓晖金属液冷组件扩产项目以及联益热能液冷组件扩产项目。项目达产后公司有望提升液冷散热业务行业竞争力，有利于新业务稳健发展。

图6：收购完成后标的公司的股权结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图7：公司募资 3 亿元用于液冷扩产定增项目扩充产能

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)
1	金富华南液冷板生产基地项目	14783.25	14500.00
2	卓晖金属液冷组件扩产项目	4980.97	4500.00
3	联益热能液冷组件扩产项目	12586.48	11000.00
合计		32350.70	30000.00

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2 卓晖金属、联益热能聚焦液冷散热领域，积累技术体系和优质客户资源

卓晖金属、联益热能均为国内较早布局液冷技术的企业，相互赋能形成协同配合。卓晖金属成立于 2015 年，主营业务聚焦液冷流道管路产品，包括铜、不锈钢、铝液冷管路组件及配件、波纹管组件等；联益热能的主营业务是冷板产品（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）。创始团队持续深耕液冷赛道十年，围绕液冷板、分集水器、波纹管、连接管路等核心散热组件，逐步构建了以连续炉钎焊、真空钎焊及高频钎焊为核心的焊接工艺体系，并配套形成了覆盖气密检测、水超声检测等环节的质量检测能力，形成较高的工艺壁垒和技术门槛，为后续发展奠定坚实基础。

卓晖金属、联益热能凭借先发优势积累优质客户资源，持续拓展新增客户。公司下游核心客户包括奇宏、宝德、双鸿、CoolIT 等国内外知名散热解决方案厂商，并最终服务于北美头部科技客户。其中，公司与奇宏、宝德等核心客户合作时间较长，自 2016 年起即已建立合作关系。在维护已有长期客户的基础上，公司拓展富士康、台达电子等优质客户，有望持续带来新增订单。

表3：卓晖金属、联益热能主营业务协同配合，主要客户为行业头部企业

标的	主要产品	主要客户	2025 年 1-10 月业绩		业绩承诺
			营收(亿元)	净利润(亿元)	
卓晖金属	液冷铜管及其组件、不锈钢管及其组件、波纹管及其组件、铝管及其组件、分集水器等	奇宏、宝德	2.28	0.53	2026 年实际净利润 ≥1.1 亿元；2027-2028 年累计实际净利润 ≥2.8 亿元
联益热能	水冷头组件、不锈钢分水器、不锈钢波纹管、铜水冷板、内存条散热模组等	宝德、双鸿	0.82	0.13	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.3 深耕包装主业的瓶盖产品头部企业，收购并表后业绩预增

2.3.1 主营业务为食品饮料瓶盖，客户涵盖国内外知名企业

公司深耕瓶盖产品二十余年，是行业头部企业。公司成立于 2001 年，2020 年深交所上市，主要从事于饮料、食品等领域用的包装产品，产品涵盖瓶装饮用水盖、桶装水盖、功能饮料瓶盖、新型拉环盖、调味品系列瓶盖、软包装系列塑料组合盖等。公司深耕瓶盖产品市场逾 20 年，是国内最大的塑料防盗瓶盖供应商之一，服务的客户包括华润怡宝、景田、可口可乐、燕京、达能等国内外知名企业，同时积极拓展多元化市场布局，开拓非洲等海外新兴市场。生产基地建设方面，目前公司已形成东莞、湖南、四川、河北、广西五大生产基地的全国化产能格局。生产端持续推进数字化转型，引入智能立体仓库、AGV 自动机器人、高速瓶盖视觉检测等自动化装备，打通 OA、金蝶 K3、WMS 系统，实现全流程数字化管控，生产运营迈向智能高效。

表4：公司主要产品为食品饮料瓶盖

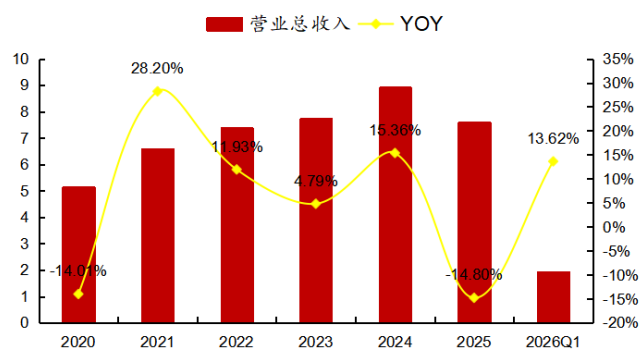
产品名称	图例	具体用途
食品包装用塑料防盗瓶盖		适用于瓶装纯净水、矿泉水系列产品包装； 适用于瓶装功能饮料系列产品包装； 适用于瓶装含气饮料、也适用于豆制饮品、果汁饮品密封包装
食品包装用塑料桶盖		适用于桶装饮用水系列产品包装
新型拉环盖		适用于玻璃瓶装、铝瓶装等含气系列饮料包装
调味品系列瓶盖		适用于调味品系列产品包装

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.3.2 财务分析：2025 年业绩短期承压，2026H1 业绩预计大幅增长

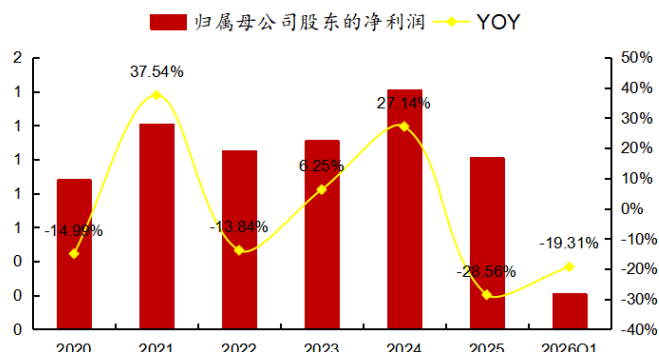
2025 年业绩短期承压，2026H1 业绩预增。2020-2024 年公司营收由 5.14 亿元增长至 8.92 亿元，2025 年回落至 7.60 亿元，主要系生产基础设备需搬迁调试导致产能短期受限，叠加 2025 年下游需求波动产品销量下滑导致公司营收下滑。公司归母净利润由 2021 年的 1.21 亿元高点波动下行至 2025 年的 1.01 亿元，主要系公司生产基地前期折旧、摊销成本影响，随着公司搬迁完毕折旧摊销影响减小。公司发布 2026 年半年度业绩预告，预计上半年实现归母净利润 0.90-1.00 亿元，同比增长 81.41%-101.57%。公司 2026H1 业绩大幅增长的原因因为收购卓晖金属和联益热能并纳入合并报表，受益于液冷市场需求增长，液冷散热业务收入和利润增长较快，同时公司包装业务营收稳健增长。

图8：公司营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：ifind，浙商证券研究所

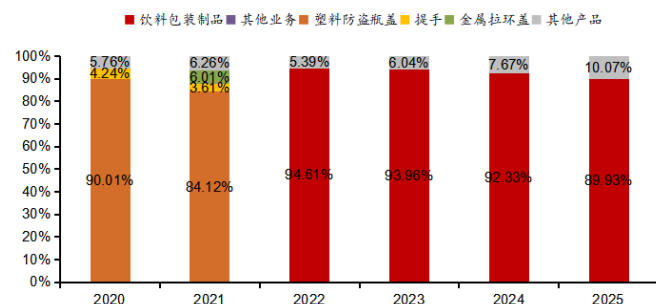
图9：公司归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：ifind，浙商证券研究所

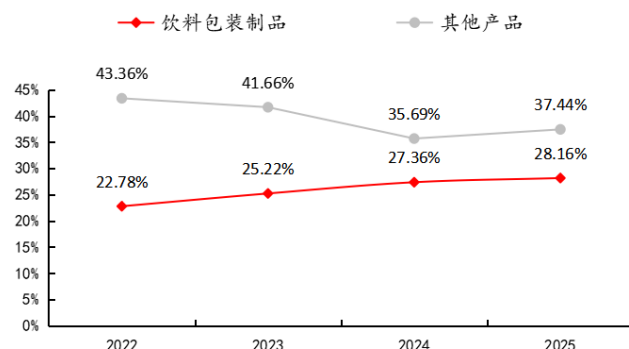
公司营收主要来源于饮料包装制品。自 2022 年起，公司将主营业务业绩披露口径由塑料防盗瓶盖等塑料包装用品调整为饮料包装制品。2022-2025 年饮料包装制品营收占比呈现小幅下降趋势，2025 年饮料包装制品/其他产品分别实现营收 6.84 亿元/0.77 亿元，同比-17.02%/+11.87%，占公司营业收入的比例分别为 89.93%/10.07%。2022-2025 年饮料包装制品毛利率分别为 22.78%、25.22%、27.36%、28.16%，呈逐年提升态势。

图10：公司分产品营收占比（%）



资料来源：ifind，浙商证券研究所

图11：公司分产品业务毛利率（%）

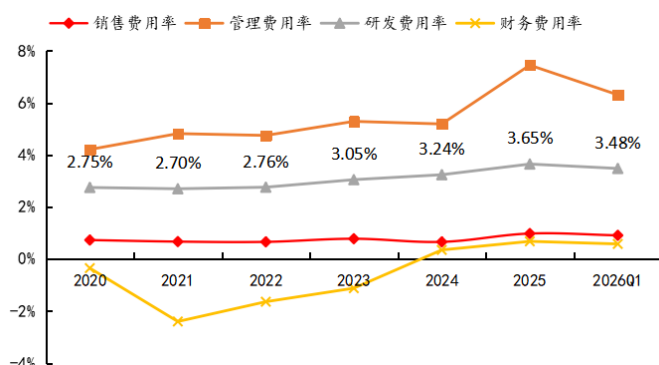


资料来源：ifind，浙商证券研究所

公司期间费用率整体呈现上行趋势。2020-2025 年公司期间费用率分别为 7.34%/5.79%/6.53%/8.00%/9.44%/12.76%，整体呈现上升趋势，其中研发费用率由 2.75%增长至 3.65%，2020-2025 年研发费用 CAGR 达 14.87%。

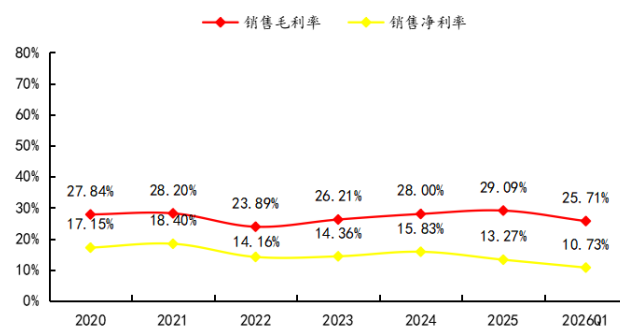
2022 年以来毛利率呈上升趋势，2025 年受新增产能扩产影响净利率短期承压。2020-2022 年公司毛利率下降到低点 23.89%，主要原因为 2022 年原材料价格上涨及市场竞争激烈。2023-2026Q1 公司毛利率先升后降，主要由于 2025 年生产基础设备搬迁调试导致产能短期受限，以及下游部分需求波动影响。净利率方面，2020-2026Q1 净利率整体呈现下降趋势，原因在于公司 2025 年受部分新生产基地投入使用带来的前期折旧及摊销成本增加影响导致净利率下降，2026Q1 净利率下降是由于处置资产收益较去年同期减少。

图12：公司期间费用情况



资料来源：ifind，浙商证券研究所

图13：公司销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：ifind，浙商证券研究所

3 盈利预测与估值

3.1 业绩拆分与盈利预测

- 1) 饮料包装业务：**2025 年公司部分新生产基地投入使用，对公司产能短期造成影响，导致营收、利润出现一定下降，考虑到公司当前产能建设完成，预计 2026、2027 年业务恢复稳健增长。从量价角度拆分，2024-2025 年产品单价逐年下调 3%，由于产品均价较低，假设 2026-2028 年产品单价逐年下调 1%；销量方面，2025 年销售受下游需求影响下滑 14%，2026Q1 公司营收已实现同比 14% 的增长，因此假设 2026-2028 年销量增速分别为 10%、5%、5%。预计公司 2026-2028 年饮料包装业务收入为 7.44/7.73/8.04 亿元。毛利率参考 2025 年水平，假设未来毛利率能够保持稳定，假设 2026-2028 年毛利率均为 28%。
- 2) 液冷业务：**公司 2026 年收购卓晖金属、联益热能 51% 股权，新增液冷业务收入与利润。卓晖金属 2025 年 1-10 月实现营收 2.28 亿元、净利润 5339.77 万元，联益热能 2025 年 1-10 月实现营收 8240.46 万元、净利润 1286.81 万元。AI 液冷头部企业奇鋐科技为卓晖金属的核心客户，受益于 AI 液冷渗透率提升，奇鋐科技收入增速持续向上，2026 年 Q1 营收同比+108.47%，公司液冷业务有望受益于下游客户业绩增长，因此假设 2026-2028 年公司液冷收入分别为 10.00、15.00、20.00 亿元。毛利率方面，随着公司液冷产品线扩张，毛利率预计将略有下滑，假设 2026-2028 年毛利率分别为 47.00%/45.00%/43.00%。
- 3) 其他业务：**预计公司 2026-2028 年其他业务收入分别为 0.80、0.84、0.89 亿元，同比增速分别为 5.00%/5.00%/5.00%，销售毛利率保持在 37.44%。

表5： 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务测算		2025A	2026E	2027E	2028E
饮料包装制品	销量（亿）	191.00	210.10	220.61	231.64
	yoy	-14.35%	10.00%	5.00%	5.00%
	单价（元）	0.04	0.04	0.04	0.03
	yoy	-3.12%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
	收入	683.63	744.48	773.88	804.45
	yoy	-17.02%	8.90%	3.95%	3.95%
	毛利率	28.16%	28.00%	28.00%	28.00%
液冷业务	收入		1000.00	1500.00	2000.00
	yoy			50.00%	33.33%
	毛利率		47.00%	45.00%	43.00%
其他业务	收入	76.53	80.35	84.37	88.59
	yoy	11.87%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	37.44%	37.44%	37.44%	37.44%
合计	收入	760.16	1,824.83	2,358.26	2,893.04
	yoy	-14.80%	140.06%	29.23%	22.68%
	毛利率	29.09%	38.83%	39.15%	38.66%

资料来源：wind，浙商证券研究所测算

3.2 相对估值

我们选取申菱环境、捷邦科技和英维克作为可比公司。考虑到公司收购卓晖金属、联益热能布局液冷为重点业务方向，英维克、申菱环境为国内液冷解决方案与零部件提供商，捷邦科技布局液冷零部件业务。根据wind一致预期，2027-2028年可比公司平均PE为27/18倍，预计公司PE为24/18倍，考虑到公司的PE低于行业平均，给予公司“买入”评级。

表6： 同行业主要公司的业绩预测及估值

代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
301018.SZ	申菱环境	68.66	1.20	1.80	2.71	57	38	25
301326.SZ	捷邦科技	75.87	2.27	4.71	8.34	33	16	9
002837.SZ	英维克	46.45	0.92	1.66	2.56	51	28	18
	平均值					47	27	18
003018.SZ	金富科技	31.60	0.78	1.34	1.75	41	24	18

资料来源：wind，浙商证券研究所

注：可比公司EPS为wind一致预期，股价为2026.08.03收盘价

3.3 投资建议

公司收购优质标的快速切入AI液冷赛道，深度绑定头部散热集成商，直接受益高功率AI服务器液冷升级浪潮。同时，传统瓶盖业务稳健造血，助力液冷产能扩张与新客户开拓，打造第二增长曲线。我们预计公司2026-2028年营收分别为18.25/23.58/28.93亿元，分别同比增长140.06%/29.23%/22.68%，归母净利润分别为2.45/4.20/5.50亿元，分别同比增

长 142.53%/71.47%/31.01%。对应 EPS 分别为 0.78/1.34/1.75 元/股，对应 PE 分别为 41/24/18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

4 风险提示

跨行业收购标的整合不及预期风险：公司跨行业收购卓晖金属、联益热能两家公司，由于液冷业务与原有包装主业分属不同行业，收购完成后在组织管理、业务协同、企业文化融合等方面存在整合效果不及预期的风险。

液冷业务经营不及预期风险：若液冷零部件赛道涌入大量竞争者，竞争加剧可能会造成毛利率下滑、客户拓展进度不及预期的风险。

传统主业下行风险：包装业务受饮料消费需求影响较大，若下游需求疲软，主业业绩存在下滑压力，并压制公司现金流，间接影响液冷新业务持续投入能力。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	690	1,340	1,732	2,262
现金	310	509	646	902
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	131	324	419	514
其它应收款	3	10	14	18
预付账款	2	11	14	18
存货	222	465	618	789
其他	21	21	21	21
非流动资产	1,351	1,618	1,757	1,892
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,053	1,023	986	950
无形资产	153	147	142	136
在建工程	16	306	491	671
其他	129	141	138	135
资产总计	2,041	2,959	3,489	4,154
流动负债	252	529	724	949
短期借款	85	115	145	175
应付款项	131	310	438	592
预收账款	0	0	0	0
其他	35	104	140	182
非流动负债	188	187	187	187
长期借款	175	175	175	175
其他	13	11	11	11
负债合计	440	716	910	1,135
少数股东权益	0	147	147	147
归属母公司股东权	1,601	2,096	2,432	2,872
负债和股东权益	2,041	2,959	3,489	4,154

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	211	274	422	568
净利润	101	391	420	550
折旧摊销	101	78	81	85
财务费用	5	10	11	12
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	9	(205)	(90)	(78)
其它	(5)	(1)	0	0
投资活动现金流	(139)	(345)	(220)	(220)
资本支出	(140)	(345)	(220)	(220)
长期投资	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
筹资活动现金流	12	269	(65)	(92)
短期借款	30	30	30	30
长期借款	70	0	0	0
其他	(88)	239	(95)	(122)
现金净增加额	83	199	137	257

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	760	1,825	2,358	2,893
营业成本	539	1,116	1,435	1,775
营业税金及附加	11	27	94	116
营业费用	7	18	35	43
管理费用	57	128	165	145
研发费用	28	64	94	116
财务费用	5	7	6	5
资产减值损失	(3)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	5	13	17	20
营业利润	124	477	545	714
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	122	477	545	714
所得税	22	86	125	164
净利润	101	391	420	550
少数股东损益	0	147	0	0
归属母公司净利润	101	245	420	550
EBITDA	224	562	632	804
EPS（最新摊薄）	0.32	0.78	1.34	1.75

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-14.80%	140.06%	29.23%	22.68%
营业利润	-24.90%	286.04%	14.18%	31.01%
归属母公司净利润	-28.56%	142.53%	71.47%	31.01%
获利能力				
毛利率	29.09%	38.83%	39.15%	38.66%
净利率	13.27%	13.41%	17.79%	19.00%
ROE	6.30%	11.67%	17.25%	19.14%
ROIC	5.40%	15.60%	14.57%	16.38%
偿债能力				
资产负债率	21.57%	24.19%	26.09%	27.33%
净负债比率	-2.38%	-9.21%	-12.16%	-17.90%
流动比率	2.74	2.53	2.39	2.38
速动比率	1.77	1.59	1.49	1.51
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.73	0.73	0.76
应收账款周转率	5.55	8.46	6.77	6.61
应付账款周转率	4.59	5.06	3.83	3.45
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.78	1.34	1.75
每股经营现金	0.67	0.87	1.34	1.81
每股净资产	5.10	6.68	7.75	9.15
估值比率				
P/E	98.34	40.55	23.65	18.05
P/B	6.20	4.73	4.08	3.45
EV/EBITDA	20.06	17.28	15.20	11.66

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>