仅供内部参考，请勿外传！

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

机械设备 | 通用设备

非金融|首次覆盖报告

2026 年 09 月 10 日

五洋自控(300420.SZ)

——收购柯斯宇切入液冷管路领域，或将率先受益于 Rubin 量产

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

李泽

SAC：S1350525030001

lize@huayuanstock.com

戴铭余

SAC：S1350524060003

daimingyu@huayuanstock.com

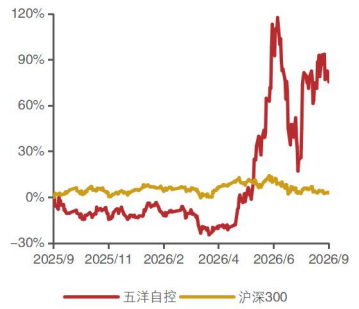
秦梓月

SAC：S1350525070008

qinziyue@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 09 月 09 日
收盘价（元）	7.97
一年内最高/最低（元）	10.39/3.42
总市值（百万元）	8,897.58
流通市值（百万元）	8,896.74
总股本（百万股）	1,116.38
资产负债率（%）	20.67
每股净资产（元/股）	2.13

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **主业：专注于智能装备制造领域，2025 年经营质量有所改善。**公司专注于智能装备的研发、生产、销售及相关服务，主要产品包括智能停车设施、自动化装备与智能物流仓储系统、散料智能搬运装备及管控系统、停车场投资运营等。公司收入以智能停车设施为主，2021 年以来公司营业总收入呈下滑趋势，2025 年实现营业收入 8.5 亿元，同比-16%。但 2022-2025 年公司整体毛利率表现相对稳定，普遍维持在 25.5%~28%。2025 年归母净利润为 0.5 亿元，实现扭亏为盈主要由于：（1）公司自动化装备与智能物流仓储系统业务的市场拓展与项目交付成效显著，整体业务规模稳步扩大，核心竞争力不断增强，2025 年实现收入同比增长 31.83%；（2）公司高度重视应收账款管控，持续强化回款力度与客户信用管理，根据公司会计政策，2025 年的信用减值损失有所转回。同时商誉减值损失同比有所减少；（3）公司坚持精细化管理，全面加强各项费用管控，优化费用结构。

- **液冷行业：新趋势加速迭代，催生供应链机会。1）不锈钢波纹管——液冷管路新趋势。**液冷管路是伺服器液冷系统的核心部件，它充当冷却液在服务器和数据中心各部件之间循环的通道。目前，管路主要分为非金属软管（如 EPDM、FEP、PTFE）和金属管两类。英伟达实现了从 GB200（EPDM）到 GB300（混合材质）再到 Rubin（全不锈钢波纹管）的变化，其选用 316L 不锈钢波纹管，核心是为了适配 GB300/Rubin 架构的超高功率、氟化液冷却、极致可靠性、长寿命四大刚性需求。从供给侧看，EPDM 软管整体门槛较低、厂商较分散；而不锈钢波纹管需精密成型、焊接、氦检，具备一定技术壁垒。目前看，部分相关企业具备较好的盈利能力，例如柯斯宇 2026Q1 净利率达 45%、酷尔芯则为 36%，卓晖金属 2025M1-10 也实现了 23%的净利率水平。**2）分水器——Inner Manifold 为 Rubin 机架标准流体分配部件。**英伟达 Vera Rubin VR NVL144 中，Inner Manifold 被确立为机架标准流体分配部件，内置歧管解决高功率均流核心痛点，可实现冷却液向机柜内各发热设备（如 GPU、CPU）的均匀、高效分配。

- **公司：收购柯斯宇 51%股权切入液冷赛道，液冷业绩有望步入快速兑现期。**公司收购柯斯宇 51%股权切入服务器液冷零部件赛道（柯斯宇为服务器液冷模组的零部件供应商，直接下游客户是液冷散热模组厂商，终端客户主要是国内外云服务厂商）。柯斯宇目前主要产品是不锈钢波纹管、分水器（收入来源目前以不锈钢波纹管为主，分水器预计在今年下半年起量），dimm 冷板已处于开发阶段，同时目前已在布局新产品（比如应用于光模块领域的波纹管）的研发。柯斯宇的竞争力主要在于 1）不锈钢波纹管在生产工艺、产品焊接质量、产品焊合率有效检测等方面具有一定的竞争优势；2）对客户需求的积极响应等。依托较强的产品竞争力等优势，柯斯宇盈利能力较强，2026Q1 毛利率达 70%，净利率达 44.6%。此外，柯斯宇承诺公司在 2026 年度实现的净利润（指扣除非经常性损益前后的净利润孰低者）不低于人民币 0.9 亿元（2025 年净利润为 0.44 亿元），2027 年度和 2028 年度实现的合计净利润不低于 2.7 亿元。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.1/1.7/2.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 82.5/53.1/39.3 倍。我们选取金富科技、强瑞技术为可比公司。五洋自控收购柯斯宇 51%股权切入服务器液冷模组零部件赛道，液冷业绩有望步入快速兑现期，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：订单获取不及预期，液冷产品技术、可靠性等不及预期，商务关系拓展不及预期，盈利能力不及预期等。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,010	849	1,064	1,684	2,304
同比增长率（%）	-25.82%	-15.93%	25.28%	58.26%	36.85%
归母净利润（百万元）	-87	47	108	168	226
同比增长率（%）	-312.73%	154.03%	128.77%	55.51%	34.89%
每股收益（元/股）	-0.08	0.04	0.10	0.15	0.20
ROE（%）	-3.76%	1.99%	4.39%	6.48%	8.18%
市盈率（P/E）	-102.01	188.81	82.53	53.07	39.35

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传！

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.1/1.7/2.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 82.5/53.1/39.3 倍。我们选取金富科技、强瑞技术为可比公司。五洋自控收购柯斯宇 51%股权切入服务器液冷模组零部件赛道，液冷业绩有望步入快速兑现期，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计柯斯宇 2026~2028 年收入分别为 4.0/10.0/16.0 亿元（为并表后收入，其中 2026 年并非全年收入），公司 2026~2028 年总收入分别为 10.6/16.8/23.0 亿元。此外，我们预计 2026~2028 年公司总体毛利率分别为 36.8%/41.7%/42.4%。

投资逻辑要点

液冷行业：新趋势加速迭代，催生供应链机会。1）不锈钢波纹管——液冷管路新趋势。目前，管路主要分为非金属软管（如 EPDM、FEP、PTFE）和金属管两类。英伟达实现了从 GB200（EPDM）到 GB300（混合材质）再到 Rubin（全不锈钢波纹管）的变化，其选用 316L 不锈钢波纹管，核心是为了适配 GB300/Rubin 架构的超高功率、氟化液冷却、极致可靠性、长寿命四大刚性需求。2）分水器——Inner Manifold 为 Rubin 机架标准流体分配部件。英伟达 Vera Rubin VR NVL144 中，Inner Manifold 被确立为机架标准流体分配部件，内置歧管解决高功率均流核心痛点，可实现冷却液向机柜内各发热设备（如 GPU、CPU）的均匀、高效分配。

公司：五洋自控收购柯斯宇 51%股权切入服务器液冷零部件赛道（柯斯宇为服务器液冷模组的零部件供应商，直接下游客户是液冷散热模组厂商，终端客户主要是国内外云服务厂商）。柯斯宇目前主要产品是不锈钢波纹管、分水器（收入来源目前以不锈钢波纹管为主，分水器预计在今年下半年起量），dimm 冷板已处于开发阶段，同时目前已在布局新产品（比如应用于光模块领域的波纹管）的研发。柯斯宇盈利能力较强，2026Q1 毛利率达 70%，净利率达 44.6%。此外，柯斯宇承诺公司在 2026 年度实现的净利润（指扣除非经常性损益前后的净利润孰低者）不低于人民币 0.9 亿元（2025 年净利润为 0.44 亿元），2027 年度和 2028 年度实现的合计净利润不低于 2.7 亿元。

核心风险提示

订单获取不及预期，液冷产品技术、可靠性等不及预期，商务关系拓展不及预期，盈利能力不及预期等

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1. 主业：专注于智能装备制造，2025 年经营质量有所改善 6
2. 液冷行业：新趋势加速迭代，催生供应链机会 8
2.1. 不锈钢波纹管——液冷管路新趋势 8
2.2. 分水器——Inner Manifold 为 Rubin 机架标准流体分配部件 10
3. 公司：收购柯斯宇 51%股权切入服务器液冷模组零部件赛道，液冷业绩有望步入快速兑现期 11
4. 盈利预测与评级 13
5. 风险提示 13



图表目录

图表 1： 公司专注于智能装备的研发、生产、销售及相关服务 6
图表 2： 公司营业收入及同比增速（单位：亿元） 7
图表 3： 公司归母净利润（单位：亿元） 7
图表 4： 公司分业务收入（单位：亿元） 7
图表 5： 公司整体毛利率 7
图表 6： 不锈钢波纹管相较 EPDM 软管具备多重优势 8
图表 7： 英伟达供应商多转向使用不锈钢波纹管 9
图表 8： 液冷波纹管路需经历焊接工序 9
图表 9： 液冷波纹管路需经历氦检工序 9
图表 10： 部分不锈钢波纹管企业具备较强盈利能力 10
图表 11： Manifold 在二次侧回路中的分类 10
图表 12： Inner Manifold 示意图 11
图表 13： Inner Manifold 安装位置 11
图表 14： 波纹管平直段采用一体拉直工艺，可靠度更高 12
图表 15： 波纹管 90 度弯折测试验证可靠性 12
图表 16： 柯斯宇盈利能力较强（单位：亿元） 12
图表 17： 我们预计公司 2026~2028 年总收入分别为 10.6/16.8/23.0 亿元 13
图表 18： 可比公司估值表 13

1. 主业：专注于智能装备制造，2025 年经营质量有所改善

公司专注于智能装备的研发、生产、销售及相关服务，核心业务围绕智能装备制造领域展开，主要产品包括智能停车设施、自动化装备与智能物流仓储系统、散料智能搬运装备及管控系统等，广泛应用于智慧城市建设、商业与产业园区配套、智能家电制造、消费电子及智能终端制造、矿山开采、港口码头、电力等领域。此外，公司主营业务还包括停车场投资运营，主要为停车资源获取及停车场的运营管理。

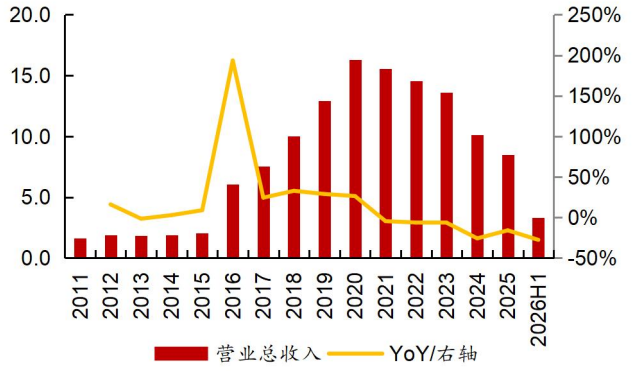
图表 1：公司专注于智能装备的研发、生产、销售及相关服务

业务	具体介绍
智能停车设施	**产品主要为机械式停车设备及配套产品与系统**。机械式停车设备是利用机械搬运的方式实现汽车平面停放或立体停放，集机、电、仪一体化的全成套设备，根据其工作原理，参照国家标准（GB/T26559）可分为：升降横移类、平面移动类、垂直升降类、垂直循环类、简易升降类、巷道堆垛类、水平循环类、多层循环类、汽车升降机九大类。机械式停车设备使用对象，主要分为公共配建、单位自用、住宅小区配套三类。公司的其他智能停车设施产品还包括配套的存取车智能终端一体机、自动收费系统等。 公司产品种类丰富，**是少数可覆盖全品类机械式停车设备产品体系的企业，产品市场占有率位居行业前列**，核心竞争力突出，系行业头部企业。
自动化装备与智能物流仓储系统	**产品主要包括自动化生产线设备、智能物流及仓储系统**。 **自动化生产线设备**根据生产工艺需求，将工业机器人、自动化专机、输送系统及相关配套设施，集成在成套生产线上，通过控制系统实现信号交互与数据交换，从而对工业机器人、自动化专机、输送系统等实行控制，用机器代替人工，以实现智能化、自动化生产。产品主要用于智能家电制造、消费电子及智能终端制造等领域。 **智能物流及仓储系统**综合运用智能感知、自动分拣与智能调度等技术与堆垛机、AGV 机器人、输送设备、提升机等相关设备，对货物的进出、储存、分拣、包装、配送及其信息进行高效管理、执行与控制，是物流仓储、电商、快递行业的核心设备，市场空间广阔、发展前景良好。公司大力开展智能仓储管理系统、智能仓储设备控制系统等核心软件的研发，持续提升物流及仓储自动化成套装备的智能化水平，该等系统采用图形化操作界面，操作简便、切换快捷，可集中管控各类物流仓储设备，覆盖收货、上架、库存、盘点等全流程。
散料智能搬运装备及管控系统	主要包括**散料搬运核心装置与煤矿煤仓防溃、破拱、清仓智能管控系统**。 **散料搬运核心装置是带式输送机、板式输送机、螺旋输送机等散料搬运设备中的关键构成部分。**散料搬运设备主要用于输送线上物料从供料点到卸料点的输送，以及物料搬移、升降、装卸和短距离转运等作业。公司提供的散料搬运核心装置产品主要用于带式输送机，具体包括张紧装置、制动装置、给料机等，可广泛应用于矿山开采、港口码头、电力、制造、钢铁等行业。 目前公司提供的主要散料搬运核心装置均可增设 AI 设备，创建智能电子围栏，为智能化矿井提供安全生产保障。公司散料搬运核心装置以机电液一体化为核心技术基础，并积极研发并推出了集快速防溃、AI 智能监测等多功能于一体的煤矿煤仓防溃、破拱、清仓智能管控系统，该系统可帮助解决煤矿生产过程中的煤仓溃仓、起拱等安全隐患与运营问题。
停车场投资运营	主要系以直接购买或长期租赁等方式获得停车场的所有权或经营管理权后，通过专业的停车场管理团队开展停车场自营管理，为客户提供停车服务及其他停车场相关的增值服务（如充电桩、广告出租、汽车美容场地出租等）。**收入来源主要为停车收费及相关的增值业务收入**。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2025 年归母净利润扭亏为盈，经营质量有所改善。公司收入以智能停车设施为主，2021 年以来公司营业总收入呈下滑趋势，2025 年实现营业收入 8.5 亿元，同比-16%。但 2022-2025 年公司整体毛利率表现相对稳定，普遍维持在 25.5%~28%。2025 年归母净利润为 0.5 亿元，实现扭亏为盈主要由于：（1）公司自动化装备与智能物流仓储系统业务的市场拓展与项目交付成效显著，整体业务规模稳步扩大，核心竞争力不断增强，2025 年实现收入同比增长 31.83%；（2）公司高度重视应收账款管控，持续强化回款力度与客户信用管理，根据公司会计政策，2025 年的信用减值损失有所转回。同时商誉减值损失同比有所减少；（3）公司坚持精细化管理，全面加强各项费用管控，优化费用结构。

图表 2：公司营业收入及同比增速（单位：亿元）



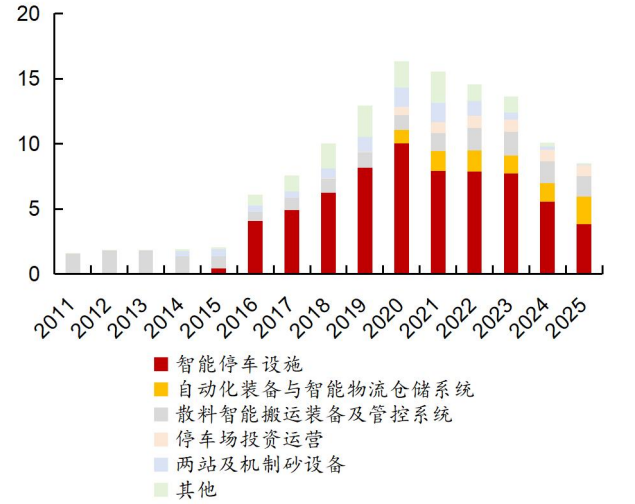
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：公司归母净利润（单位：亿元）



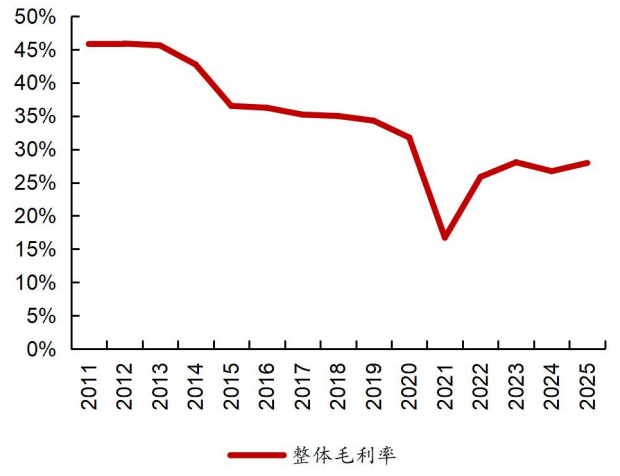
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：公司分业务收入（单位：亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：公司整体毛利率



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 液冷行业：新趋势加速迭代，催生供应链机会

2.1. 不锈钢波纹管——液冷管路新趋势

液冷管路是伺服器液冷系统的核心部件，负责流通工质、分配流量–流阻，并提供外接介面。它充当冷却液在服务器和数据中心各部件之间循环的通道，将热量从发热组件导出，实现精准、高效的温度控制，从而支持高算力、高密度的计算需求。目前，管路主要分为非金属软管（如 EPDM、FEP、PTFE）和金属管两类。

英伟达实现了从 GB200（EPDM）到 GB300（混合材质）再到 Rubin（全不锈钢波纹管）的变化，其选用 316L 不锈钢波纹管，核心是为了适配 GB300/Rubin 架构的超高功率、氟化液冷却、极致可靠性、长寿命四大刚性需求。具体而言，不锈钢波纹管具有如下优势：

1）不锈钢波纹管可减少泄漏风险。EPDM 容易出现接头老化、微渗漏、卡箍松动的问题，泄漏率为 10^{-6} Pa·m³/s 量级。不锈钢波纹管经过氩弧焊/激光焊+氦检，泄漏率≤10^{-9}Pa·m³/s，可实现金属对金属永久密封，杜绝渗漏风险。

2）不锈钢波纹管具备更好的化学兼容性，且洁净度较高。1）化学兼容性：EPDM 的致命缺陷在于 Rubin/GB300 采用氟化液（如 3M Novec）冷却，EPDM 会溶胀 5%–10%、老化、内壁剥落，无法长期兼容。不锈钢 316L 对氟化液完全惰性，年腐蚀率≤0.01mm，寿命达 15 年+，可解决化学兼容性问题。2）洁净度：不锈钢无析出物，可避免 EPDM 硫化物/锌离子污染冷却液、堵塞 GPU 微通道。

3）不锈钢波纹管可支撑高压高流。GB300 单机柜功耗 132–150kW，冷却系统压力>3MPa、流速>5m/s。EPDM 承压上限≈2.5MPa，易冲蚀、蠕变、鼓包、爆裂。而不锈钢波纹管爆破压力 25MPa（是 EPDM 的 10 倍），抗疲劳、抗冲蚀，可长期承受 200L/min 峰值流量。

4）不锈钢波纹管的结构特性可提升整机可靠性及算力密度上限。1）波纹结构可吸收热胀冷缩（45℃高温进水+剧烈温度循环），避免管路应力传递到 GPU 焊点，可有效隔离泵组与机柜振动，保护敏感电子元件，提升整机可靠性。2）不锈钢管径更细、定型性好，在高密度机柜中节省 30%左右布线空间，并且支持更紧凑的液冷环路设计，提升算力密度上限。

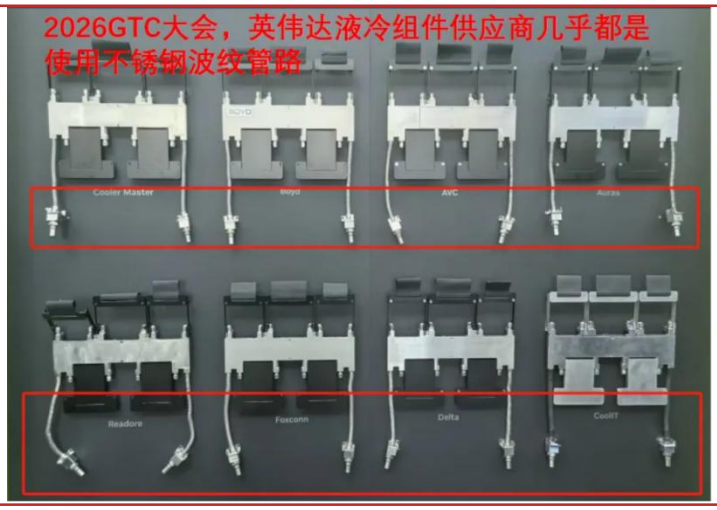
5）不锈钢波纹管全生命周期成本（TCO）更经济。虽然不锈钢初期成本比 EPDM 高，但不锈钢 15 年免维护；EPDM 则需要 3–5 年更换+频繁检漏，停机与运维成本高。

图表 6：不锈钢波纹管相较 EPDM 软管具备多重优势

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%，老化脱落	完全兼容氟化液，腐蚀率≤0.01mm/年	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）	适配单机柜超高功耗
密封等级	易微渗漏	经过氦检，泄漏率≤1x10^{-9}Pa·m³/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，华源证券研究所

图表 7：英伟达供应商多转向使用不锈钢波纹管



资料来源：麦麦网液冷产业链公众号，华源证券研究所

不锈钢波纹管具备一定技术壁垒，且部分相关企业具备较好盈利能力。从供给侧看，EPDM 软管整体门槛较低、厂商较分散；而不锈钢波纹管需精密成型、焊接、氦检，具备一定技术壁垒，预计头部金属管路/液冷厂商有望受益。目前看，部分相关企业具备较好的盈利能力，例如柯斯宇 2026Q1 净利率达 45%、酷尔芯则为 36%，卓晖金属 2025M1-10 也实现了 23%的净利率水平。

图表 8：液冷波纹管路需经历焊接工序



资料来源：麦麦网液冷产业链公众号，华源证券研究所

图表 9：液冷波纹管路需经历氦检工序



资料来源：麦麦网液冷产业链公众号，华源证券研究所

图表 10：部分不锈钢波纹管企业具备较强盈利能力

		2025	2026Q1	公司介绍
柯斯宇	收入/亿元	1.05	0.47	聚焦不锈钢波纹管、分水器、冷板的研发、生产与销售
	净利润/亿元	0.44	0.21	
	净利率	42%	45%	
		2024	2025M1-10	
卓晖金属	收入/亿元	0.6	2.3	主要产品包括液冷铜管及其组件、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，主要应用于液冷散热系统
	净利润/亿元	0.1	0.5	
	净利率	12%	23%	
		2025	2026Q1	
酷尔芯	收入/亿元	1.04	0.51	主要从事液冷散热器件的研发、生产和销售，主要产品包括波纹管、散热管集成模组等
	净利润/亿元	0.32	0.18	
	净利率	31%	36%	

资料来源：祥鑫科技公告，金富科技公告，五洋自控公告，华源证券研究所

2.2. 分水器——Inner Manifold 为 Rubin 机架标准流体分配部件

分水器（Manifold）在二次侧回路中可分为行级分集水器、机柜内分集水器、服务器内部歧管，其中机柜内分集水器将冷却液均匀分配至机柜内各个 U 位的服务器，服务器内部歧管则在服务器内部为 CPU、GPU 等多个冷板分配流量。根据麦麦网液冷产业链公众号，2026 年 5 月 Inner Manifold 单价≈1000 美元（当前实际价格可能有所变化），而机柜级 Manifold 则具备更高单价。

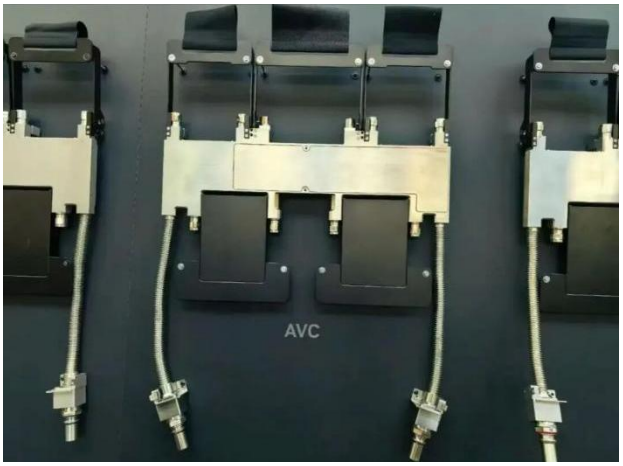
英伟达 Vera Rubin VR NVL144 中，一体化内置歧管（Inner Manifold）被确立为机架标准流体分配部件，内置歧管解决高功率均流核心痛点，可实现冷却液向机柜内各发热设备（如 GPU、CPU）的均匀、高效分配。VR144 单台机架包含 18 组计算托盘，每组托盘搭载多块夹心式微通道冷板，对冷却液分流均匀度要求极高，流量偏差需控制在±5%以内。传统外置歧管管路长、支路压降差异大，易出现局部 GPU 过热降频；VR144 专用内置歧管与机架框架一体化集成，流道采用精密节流腔体设计，就近向每一层托盘均分冷却液，压差稳定、换热一致性大幅提升，是保障 370kW 满功率稳定输出的核心基础部件。

图表 11：Manifold 在二次侧回路中的分类

层级名称	核心组件	主要功能	典型接口技术
行级(Row Level)	行级分集水器(Row-Based Manifold)	管理多机柜间的流量平衡，作为 CDU 出口的母管。	卫生级三夹钳、大型法兰。
机柜级(Rack Level)	机柜内分集水器(In-Rack Manifold)	将冷却液均匀分配至机柜内各个 U 位的服务器。	通用快速接头(UQD)、盲插接口(BMQC)。
服务器级(Server Level)	服务器内部歧管(Internal Manifold)	在服务器内部为 CPU、GPU 等多个冷板分配流量。	软管 barb 接口、小型 QD。

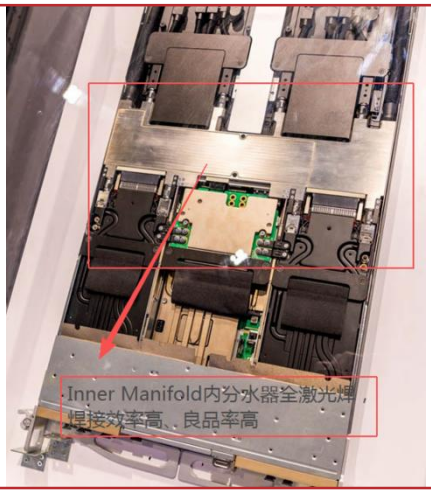
资料来源：艾邦算力资源平台公众号，华源证券研究所

图表 12：Inner Manifold 示意图



资料来源：艾邦算力资源平台公众号，华源证券研究所

图表 13：Inner Manifold 安装位置



资料来源：艾邦算力资源平台公众号，华源证券研究所

3. 公司：收购柯斯宇 51%股权切入服务器液冷模组零部件赛道，液冷业绩有望步入快速兑现期

收购柯斯宇 51%股权，切入服务器液冷模组零部件赛道。2026 年 6 月 3 日，五洋自控与东莞市柯斯宇液冷技术有限公司股东签署《收购协议》，拟以现金方式收购柯斯宇 51%的股权，交易对价合计为 68,085.00 万元。柯斯宇已完成了本次股权收购相关的工商变更登记手续，本次工商变更登记完成后，公司直接持有柯斯宇 51%的股权，柯斯宇成为公司的控股子公司。

柯斯宇主营产品为不锈钢波纹管、分水器，同时拓展 dimm 冷板、光模块波纹管等产品。柯斯宇目前主要产品是不锈钢波纹管、分水器（收入来源目前以不锈钢波纹管为主，分水器预计在今年下半年起量），同时 dimm 冷板已处于开发阶段。未来，柯斯宇将持续丰富产品品类及应用领域，目前已在布局新产品（比如应用于光模块领域的波纹管）的研发。柯斯宇属于服务器液冷模组的零部件供应商，直接下游客户是液冷散热模组厂商，终端客户主要是国内外云服务厂商。柯斯宇目前和客户的合作大部分是代工模式，少部分项目会和客户合作开发，有些则是独家。

柯斯宇的竞争优势主要在于：1）不锈钢波纹管在生产工艺、产品焊接质量、产品焊合率有效检测等方面具有一定的竞争优势。柯斯宇在不锈钢密纹波纹管及**一体成型拉直工艺**、真空钎焊工艺、真空固溶退火工艺、流道清洗氦检工艺、X-RAY 全检工艺等方面具有技术优势，具备较强的核心竞争力，可以实现全流程的生产和全流程检测，尤其在波纹管焊合率的有效检测方面具有较大的优势。具体而言，柯斯宇波纹管两端一体直段成型工艺系全国首创（该工艺不仅增加焊接接触面积、还完整保留不锈钢本体金相组织，从根源降低泄漏与开裂风险，可靠度更高），荣获发明专利、实用新型专利和外观专利；截至 2025 年 10 月，波纹管亦已通过 10380 体系认证以及弯折、爆破等 15 项专业测试，并且 90 度折弯远超同行和客户要求，平均达到 200 次以上；同时柯斯宇率先导入正压氦检+在线 X-ray 实现 100%检测。行业下游客户非常注重产品质量与稳定性，在保证产品质量及交付的前提下，不会轻易更换供应商。

对于终端客户而言，不锈钢波纹管占服务器机柜成本比重较低，相对于价格，客户更关注产品的可靠性。随着未来竞争，预计价格会有下调的可能，但柯斯宇预计将通过持续提升产品品质保持竞争优势。**2）公司对客户需求积极响应。**

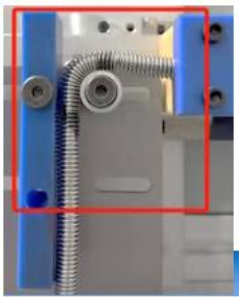
依托较强的产品竞争等优势，柯斯宇盈利能力较强，且 2026~2028 年业绩承诺较 2025 年实现快速增长。柯斯宇 2026Q1 毛利率达 70%，净利率达 44.6%，具备较强盈利能力。此外，柯斯宇承诺公司在 2026 年度实现的净利润（指扣除非经常性损益前后的净利润孰低者）不低于人民币 0.9 亿元（2025 年净利润为 0.44 亿元），2027 年度和 2028 年度实现的合计净利润不低于 2.7 亿元。

图表 14：波纹管平直段采用一体拉直工艺，可靠度更高



资料来源：麦麦网液冷产业链公众号，华源证券研究所

图表 15：波纹管 90 度弯折测试验证可靠性



资料来源：麦麦网液冷产业链公众号，华源证券研究所

图表 16：柯斯宇盈利能力较强（单位：亿元）

		2025	2026 年 1-3 月
一、营业收入		1.05	0.47
减：营业成本		0.35	0.14
	毛利率	66.3%	70.2%
税金及附加		0.001	0.004
销售费用		0.02	0.02
	销售费用率	2.2%	3.9%
管理费用		0.02	0.01
	管理费用率	2.2%	2.2%
研发费用		0.02	0.02
	研发费用率	1.6%	4.3%
财务费用		0.01	0.01
	财务费用率	0.7%	2.2%
	其中：利息费用	0.001	0.001
	利息收入	-0.000003	-0.00003
加：其他收益		0.0001	0.0002
信用减值损失（损失以“-”号填列）		-0.03	0.01
资产处置收益（损失以“-”号填列）			-0.0003
二、营业利润（亏损以“-”号填列）		0.59	0.28
加：营业外收入			
减：营业外支出		0.000005	
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）		0.59	0.28
减：所得税费用		0.15	0.07
	所得税率	25.4%	25.4%
四、净利润（净亏损以“-”号填列）		0.44	0.21
	净利率	42.2%	44.6%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

我们预计柯斯宇 2026~2028 年收入分别为 4.0/10.0/16.0 亿元(为并表后收入，其中 2026 年并非全年收入)，公司 2026~2028 年总收入分别为 10.6/16.8/23.0 亿元。此外，我们预计柯斯宇 2026~2028 年毛利率分别为 56.0%/53.0%/50.0% (为并表后毛利率，其中 2026 年并非全年毛利率)，2026~2028 年公司总体毛利率分别为 36.8%/41.7%/42.4%。

图表 17：我们预计公司 2026~2028 年总收入分别为 10.6/16.8/23.0 亿元

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（亿元）	10.1	8.5	10.6	16.8	23.0
毛利率	26.7%	27.9%	36.8%	41.7%	42.4%
柯斯宇					
收入（亿元）			4.0	10.0	16.0
毛利率			56.0%	53.0%	50.0%
传统业务					
收入（亿元）	10.1	8.5	6.6	6.8	7.0
毛利率	26.7%	27.9%	25.2%	25.2%	25.2%

资料来源：wind，华源证券研究所（注：柯斯宇为并表后收入及毛利率，其中 2026 年并非全年收入及毛利率）

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.1/1.7/2.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 82.5/53.1/39.3 倍。我们选取金富科技、强瑞技术为可比公司，可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年 PE 均值为 66.5X。五洋自控收购柯斯宇 51%股权切入服务器液冷模组零部件赛道，液冷业绩有望步入快速兑现期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 18：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值/亿元人民币	归母净利润/亿元人民币			PE		
		2026/9/9	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
003018.SZ	金富科技	161.9	2.4	4.3	5.8	67.8	37.6	28.0
301128.SZ	强瑞技术	169.9	2.6	4.6	6.7	65.1	37.3	25.3
	均值					66.5	37.5	26.7
300420.SZ	五洋自控	89.0	1.1	1.7	2.3	82.5	53.1	39.3

资料来源：wind，华源证券研究所。金富科技、强瑞技术盈利预测来自 wind 一致预期，五洋自控盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

1）订单获取不及预期：若公司数据中心液冷产品并未获得较多订单，将影响公司未来收入及盈利弹性；

2）液冷产品技术、可靠性等不及预期：若公司液冷产品的技术、可靠性等不及预期，将影响下游客户对公司产品的需求；

3）商务关系拓展不及预期：数据中心液冷行业中商务关系是获取订单的重要抓手，若公司商务关系拓展不及预期，亦将影响其在客户的订单获取；

4）盈利能力不及预期：销量不及预期或其他因素可能导致公司产品盈利能力下滑。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	75	205	324	542
应收票据及账款	658	743	1,061	1,388
预付账款	7	24	37	51
其他应收款	18	22	36	49
存货	238	262	382	516
其他流动资产	888	888	888	888
流动资产总计	**1,883**	**2,144**	**2,727**	**3,434**
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	427	405	382	357
在建工程	1	1	0	0
无形资产	161	151	143	135
长期待摊费用	8	4	0	0
其他非流动资产	560	567	565	564
非流动资产合计	**1,162**	**1,133**	**1,096**	**1,060**
资产总计	**3,046**	**3,277**	**3,823**	**4,494**
短期借款	71	70	69	68
应付票据及账款	209	233	340	460
其他流动负债	301	358	524	699
流动负债合计	**581**	**662**	**934**	**1,227**
长期借款	48	53	58	63
其他非流动负债	44	44	44	44
非流动负债合计	**92**	**97**	**102**	**107**
负债合计	**673**	**759**	**1,036**	**1,334**
股本	1,116	1,116	1,116	1,116
资本公积	844	844	844	844
留存收益	412	496	628	805
归属母公司权益	2,372	2,457	2,589	2,766
少数股东权益	0	61	198	394
股东权益合计	**2,372**	**2,518**	**2,786**	**3,160**
负债和股东权益合计	**3,046**	**3,277**	**3,823**	**4,494**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**849**	**1,064**	**1,684**	**2,304**
营业成本	**612**	**673**	**982**	**1,327**
税金及附加	11	11	18	25
销售费用	58	72	114	154
管理费用	71	92	143	194
研发费用	57	72	114	154
财务费用	3	5	5	4
资产减值损失	-23	-5	-5	-5
信用减值损失	11	5	5	5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	14	16	17	18
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	5	4	4	4
其他收益	14	28	28	28
营业利润	**57**	**187**	**358**	**496**
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**58**	**187**	**359**	**497**
所得税	8	19	54	74
净利润	**49**	**169**	**305**	**422**
少数股东损益	2	61	137	196
归属母公司股东净利润	**47**	**108**	**168**	**226**
EPS(元)	0.04	0.10	0.15	0.20

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	49	125	262	379
折旧与摊销	70	65	67	65
财务费用	3	5	5	4
投资损失	-14	-16	-17	-18
营运资金变动	56	-49	-191	-195
其他经营现金流	14	38	45	46
经营性现金净流量	**179**	**168**	**172**	**283**
投资性现金净流量	**-189**	**-14**	**-16**	**-15**
筹资性现金净流量	**-13**	**-24**	**-37**	**-49**
现金流量净额	**-23**	**130**	**119**	**218**

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-15.93%	25.28%	58.26%	36.85%
营业利润增长率	162.51%	228.20%	91.65%	38.51%
归母净利润增长率	154.03%	128.77%	55.51%	34.89%
经营现金流增长率	30.41%	-6.06%	2.00%	64.46%
盈利能力				
毛利率	27.95%	36.76%	41.70%	42.41%
净利率	5.82%	15.84%	18.10%	18.32%
ROE	1.99%	4.39%	6.48%	8.18%
ROA	1.55%	3.29%	4.39%	5.03%
估值倍数				
P/E	188.81	82.53	53.07	39.35
P/S	10.48	8.36	5.28	3.86
P/B	3.75	3.62	3.44	3.22
股息率	0.13%	0.26%	0.41%	0.55%
EV/EBITDA	29	32	19	15

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。