仅供内部参考，请勿外传

机械设备 | 通用设备

非金融|首次覆盖报告

2026 年 09 月 09 日

同飞股份(300990.SZ)

——液冷产品布局广泛，或将受益于 CDU 大功率化、液冷基建预制化&模块化趋势

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

李泽

SAC：S1350525030001

lize@huayuanstock.com

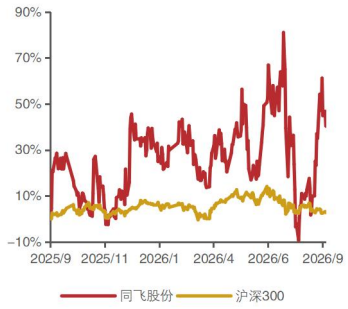
秦梓月

SAC：S1350525070008

qinziyue@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 09 月 08 日
收盘价（元）	93.35
一年内最高/最低（元）	125.99/59.81
总市值（百万元）	15,983.07
流通市值（百万元）	7,734.05
总股本（百万股）	171.22
资产负债率（%）	25.64
每股净资产（元/股）	12.79

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **同飞股份：工业温控领域整体解决方案综合服务商，储能温控领域收入快速增长带动公司整体收入增长。**公司为工业温控领域整体解决方案综合服务商，主要产品为液体恒温设备、电气箱恒温装置、纯水冷却单元和特种换热器四大类，下游应用场景主要为数控装备、电力电子、储能、半导体、数据中心等。2022 年来储能温控领域收入快速增长（2022-2025 年 CAGR 为 120%），带动公司总收入由 2022 年的 10.1 亿元提升至 2025 年的 28.7 亿元，CAGR 为 42%。受电力电子装置温控产品行业竞争加剧影响，2024 年公司毛利率同比下滑，2024、2025、2026H1 毛利率由 2023 年及此前的 27%+下滑至 22%~23%，归母净利率亦从 9.8%+下滑至 7%~9%。

- **液冷行业趋势一：CDU 向大功率、适配 800V 架构等方向演进。**CDU 是间接液冷系统的核心枢纽，承担一次侧冷却塔设施水与二次侧服务器绝缘冷却液隔离换热、介质循环、温度调控、流体监测等关键功能。目前 CDU 的发展呈现两大趋势：1）伴随机柜功率密度的提升，CDU 呈现向大功率及机柜式行间 CDU（相比机架式 CDU 具备更大的制冷容量）转变的趋势。我们从英伟达和谷歌的 CDU 产品中也能验证上述趋势。2）800V 架构或将推动“电源+散热”一体化集成设计。将电源柜纳入液冷回路，有助于整合整体热管理架构，降低系统复杂度。头部企业通过垂直整合将散热冷板、CDU、电源模块与监控软件打包交付，例如光宝与云达已联合展出 800VDC 液冷电源机柜。此外，对 CDU 而言，800V 架构或将提升对 CDU 中高压直流电子屏蔽泵的需求，考虑到屏蔽泵相较传统机械密封泵的价格有所提升，CDU 价值量或有所提升。

- **液冷行业趋势二：预制化、模块化建设或逐步成为液冷产业趋势，集成后的产品价格或明显提升。**算力需求提升背景下，数据中心建设项目不断增加，不仅带动了相关技术工人需求的增加，也对交付周期提出了一定要求。预制化、模块化有望降低现场劳动力需求、压缩交付周期及提高可靠性，或逐步成为液冷产业趋势。目前液冷一次侧、二次侧均已有相关预制化、模块化产品/应用，并且液冷后续或还有望向一二次侧全栈方案演进。目前 Meta 和亚马逊云（AWS）等在内的科技巨头、以及国内阿里等部分企业在数据中心中已采用模块化设计，Semi Analysis 预计到 2028 年底，模块化建设的渗透率将占到全球在线运营数据中心总容量的 30%以上。集成的模块化产品价格有望较此前明显提升，相应厂商的营业收入有望提升。此外，过去数据中心的竞争力取决于选址、土地、电力资源，未来其竞争力可能越来越取决于设计能力、供应链管理和制造效率。中国厂商具备完善的制造业供应链的全球竞争优势，或有望受益于数据中心预制化、模块化的趋势。

- **公司：数据中心领域制冷产品布局广泛，与台企的商务关系较稳固。**在数据中心领域，公司产品涵盖一次侧及二次侧，并推出了冷板式液冷和浸没液冷全套解决方案，产品包括液冷分配装置（CDU）、冷液分配管（Manifold）、预制化管路、室外干冷器、集成冷站以及浸没液冷箱体（TANK）的全系列产品。同时公司也配备了 Mini

仅供内部参考，请勿外传

风墙、冷冻水风冷背板产品等风冷产品，以满足不同数据中心的冷却需求。**公司在数据中心制冷领域具备产品、客户资源等优势：**1）产品方面，以 CDU 为例，公司目前拥有 2.6MW 机柜 CDU 以及 150kW 液-液机架式 CDU，且 2.6MW 机柜 CDU 未来可支持 HVDC 高压 800V 直供电。此外，公司一次侧及二次侧较广泛的产品布局或将较好受益于液冷模块化等趋势。2）客户资源方面，2018-2020 年公司境外销售中，中国台湾客户收入占比多位于 6.5%-13%间，我们预计公司此前与中国台湾厂商有较多的合作和较稳固的关系，或有助于数据中心领域客户开拓。依托公司在产品、技术、商务领域等方面的优势，目前公司在数据中心领域已拓展了科华数据、中兴通讯、东莞泰硕电子有限公司等业内优质客户。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.3/7.0/10.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 37.3/22.9/15.2 倍。我们选取英维克、冰轮环境为可比公司，可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年 PE 为 57.3X。同飞股份数据中心领域产品布局广，或将受益于 CDU 大功率化、液冷基建预制化&模块化趋势，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）	2,160	2,867	4,521	6,551	8,907
同比增长率（%）	17.07%	32.75%	57.66%	44.90%	35.97%
归母净利润（百万元）	153	253	429	698	1,055
同比增长率（%）	-15.87%	64.84%	69.64%	62.65%	51.12%
每股收益（元/股）	0.90	1.48	2.51	4.08	6.16
ROE（%）	8.12%	12.12%	18.31%	25.59%	31.90%
市盈率（P/E）	104.17	63.20	37.25	22.90	15.16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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 4.3/7.0/10.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 37.3/22.9/15.2 倍。我们选取英维克、冰轮环境为可比公司，可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年 PE 为 57.3X。同飞股份数据中心领域产品布局广，或将受益于 CDU 大功率化、液冷基建预制化&模块化趋势，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计公司 2026~2028 年储能温控领域收入分别为 22.8/29.6/37.0 亿元，2026~2028 年总收入分别为 45.2/65.5/89.1 亿元。此外，我们预计 2026~2028 年公司总体毛利率分别为 23.5%/24.7%/25.9%。

投资逻辑要点

公司数据中心领域产品布局广泛，与台企的商务关系较稳固。在数据中心领域，公司产品涵盖一次侧及二次侧，并推出了冷板式液冷和浸没液冷全套解决方案，产品包括液冷分配装置（CDU）、冷液分配管（Manifold）、预制化管路、室外干冷器、集成冷站以及浸没液冷箱体（TANK）的全系列产品。同时公司也配备了 Mini 风墙、冷冻水风冷背板产品等风冷产品，以满足不同数据中心的冷却需求。公司在数据中心制冷领域具备产品、客户资源等优势：1）产品方面，以 CDU 为例，公司目前拥有 2.6MW 机柜 CDU 以及 150kW 液–液机架式 CDU，且 2.6MW 机柜 CDU 未来可支持 HVDC 高压 800V 直供电。此外，公司一次侧及二次侧较广泛的产品布局或将较好受益于液冷模块化等趋势。2）客户资源方面，2018–2020 年公司境外销售中，中国台湾客户收入占比多位于 6.5%–13%间，我们预计公司此前与中国台湾厂商有较多的合作和较稳固的关系，或有助于数据中心领域客户开拓。依托公司在产品、技术、商务领域等方面的优势，目前公司在数据中心领域已拓展了科华数据、中兴通讯、东莞泰硕电子有限公司等业内优质客户。

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. 同飞股份：工业温控领域整体解决方案综合服务商 6
2. 液冷行业趋势：CDU 大功率化、液冷基建预制化&模块化 8
2.1. CDU：向大功率、适配 800V 架构等方向演进 8
2.2. 预制化、模块化建设或逐步成为液冷产业趋势，集成后的产品价格或明显提升 10
3. 公司：数据中心领域产品布局广泛，与台企的商务关系较稳固 13
4. 盈利预测与评级 15
5. 风险提示 16

图表目录

图表 1： 公司主要产品可分为液体恒温设备、电气箱恒温装置、纯水冷却单元和特种换热器四大类 6
图表 2： 公司不断进行产品及市场拓展 6
图表 3： 营业总收入（单位：亿元） 7
图表 4： 归母净利润（单位：亿元） 7
图表 5： 分产品收入（单位：亿元） 7
图表 6： 分产品毛利率 7
图表 7： 分行业收入（单位：亿元） 7
图表 8： 分行业毛利率 7
图表 9： 公司储能温控领域收入增速较快 8
图表 10： 公司储能温控领域收入占比提升 8
图表 11： 机架式 CDU 示意图 8
图表 12： 机柜式行间 CDU（In-row CDU）示意图 9
图表 13： CDU 安装形式对比 9
图表 14： 申菱环境装配式预制冷冻站 11
图表 15： 艾克森室外预制化集成冷站 11
图表 16： 贵州首个浸没式液冷数据中心算力方舱外观 12
图表 17： 贵州首个浸没式液冷数据中心算力方舱内部机柜 12
图表 18： 公司数据中心产品布局较广泛 13
图表 19： 公司 CDU 产品具备竞争力 14
图表 20： 2018-2020 年公司境外销售中，中国台湾客户收入占比多位于 6.5%~13%间 14
图表 21： 公司全球布局广泛 15
图表 22： 我们预计公司 2026~2028 年总收入分别为 45.2/65.5/89.1 亿元 15
图表 23： 可比公司估值表 16

仅供内部参考，请勿外传

1. 同飞股份：工业温控领域整体解决方案综合服务商

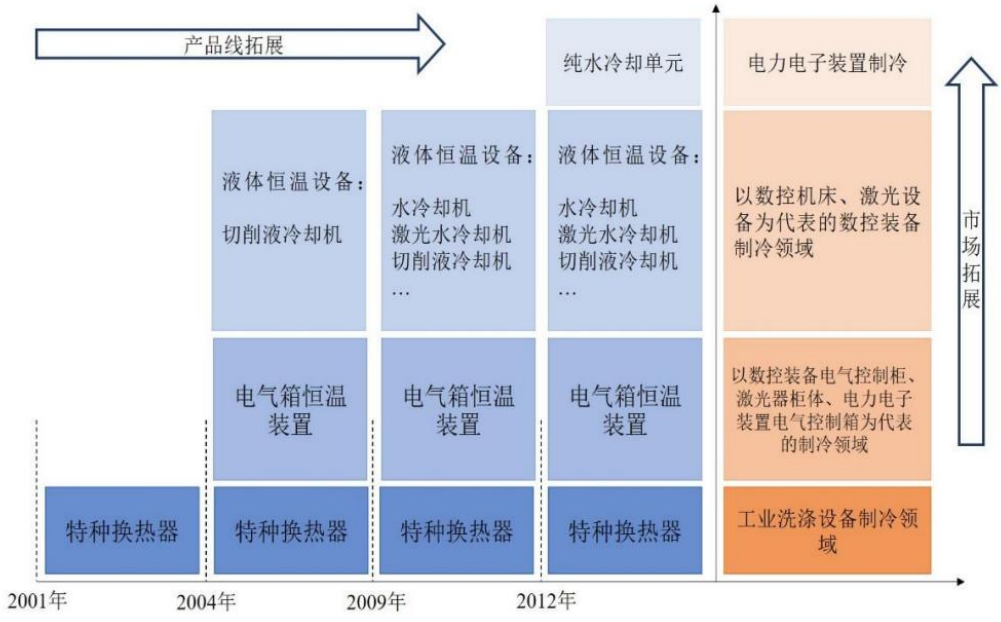
同飞股份为**工业温控领域整体解决方案综合服务商**，主要产品可分为液体恒温设备、电气箱恒温装置、纯水冷却单元和特种换热器四大类，下游应用场景主要为数控装备（包括数控机床、激光设备等）、电力电子（包括输变电、电气传动等）、储能、半导体、数据中心、氢能、新能源汽车（充换电）、医疗器械、工业洗涤等领域。

图表 1：公司主要产品可分为液体恒温设备、电气箱恒温装置、纯水冷却单元和特种换热器四大类

产品类别	主要产品	产品图例	主要应用领域	数据中心领域应用
液体恒温设备	水冷却机、激光水冷却机、MateCool 激光水冷却机、油冷却机、切削液冷却机、工商业变频液冷单元、集装箱变频液冷单元、氟化液冷却机等		数控装备、电力电子、储能、半导体制造设备、数据中心、氢能、医疗器械等	主要应用于冷板式液冷和浸没式液冷的冷站，**为液冷分配装置（CDU）、浸没液冷箱体（TANK）提供冷源**
电气箱恒温装置	工业空调、空气水热交换器、壁挂式工业空调、一体式工业空调等		数控装备、储能、数据中心等	电气箱恒温装置作为空冷设备，也广泛应用于数据中心领域，例如**精密空调、背板空调、风墙**等产品。
纯水冷却单元	纯水冷却单元、液冷分配装置（CDU）等		电力电子、数据中心等	纯水冷却单元在数据中心领域，作为冷板式液冷的分配装置（CDU），**主要应用于液冷服务器 GPU 主要发热部件的温度控制**。
特种换热器	翅片换热器、风水换热器、干冷器等		电力电子、数控装备、半导体制造设备、工业洗涤、数据中心等	

资料来源：公司财报，华源证券研究所

图表 2：公司不断进行产品及市场拓展



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

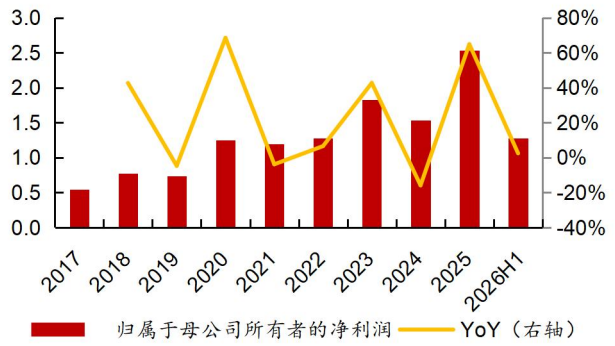
储能温控领域收入快速增长带动公司整体收入增长，受行业竞争加剧等影响 2024、2025 年公司盈利水平较 2023 年及此前有所下滑。公司收入以液体恒温设备、电力电子装置温控设备为主，2022 年来储能温控领域收入快速增长（2022-2025 年 CAGR 为 120%），带动公司总收入由 2022 年的 10.1 亿元提升至 2025 年的 28.7 亿元，CAGR 为 42%。受电力电子装置温控产品行业竞争加剧影响，2024 年公司毛利率同比明显下滑，2024、2025、2026H1 毛利率由 2023 年及此前的 27%+下滑至 22%~23%，归母净利率亦从 9.8%+下滑至 7%~9%。

图表 3：营业总收入（单位：亿元）



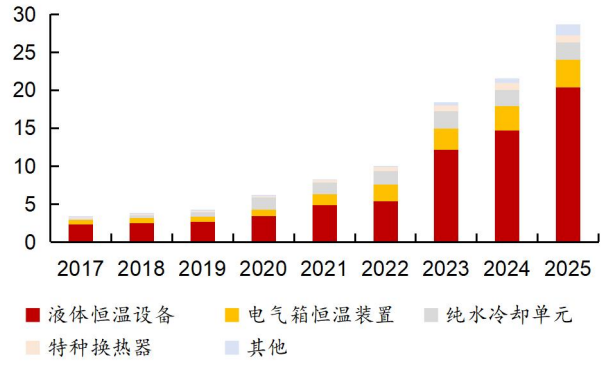
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：归母净利润（单位：亿元）



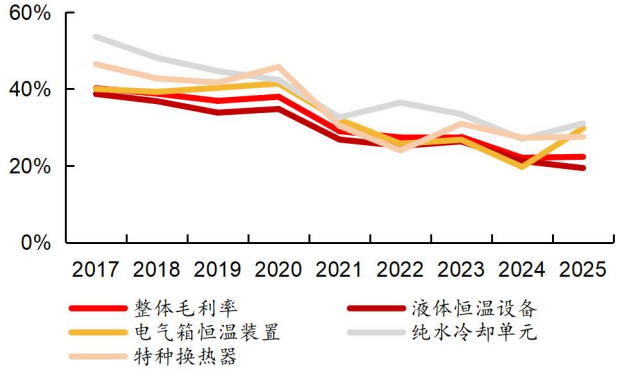
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：分产品收入（单位：亿元）



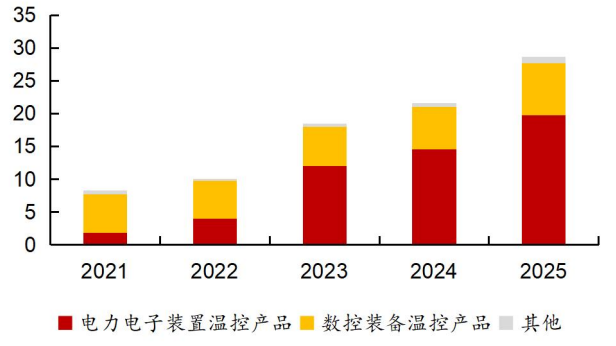
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：分产品毛利率



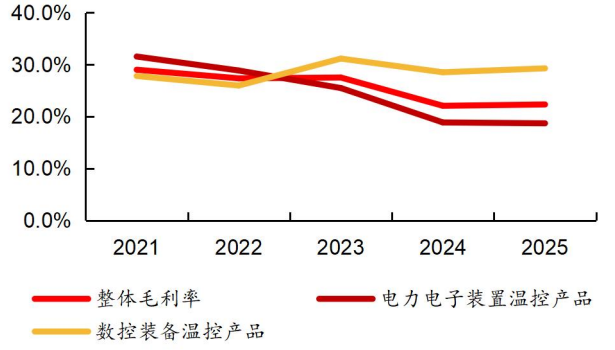
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 7：分行业收入（单位：亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

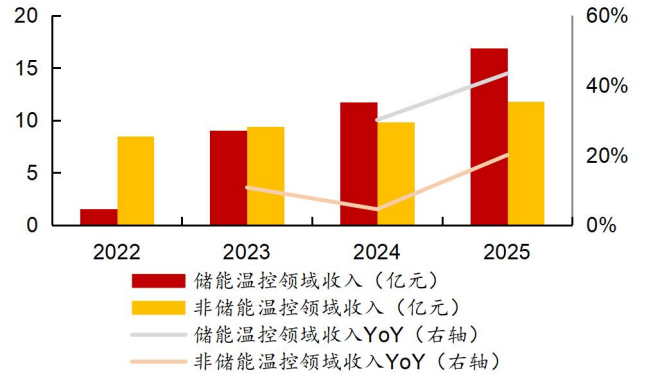
图表 8：分行业毛利率



资料来源：wind，华源证券研究所

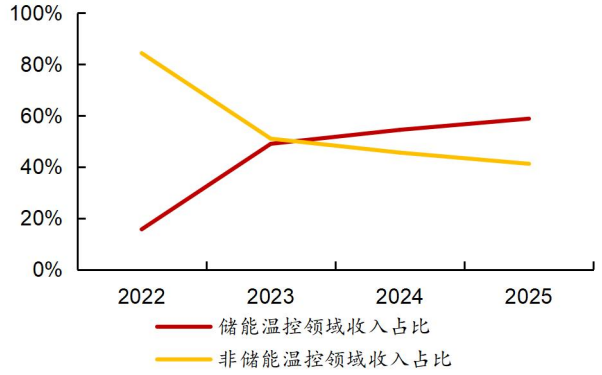
仅供内部参考，请勿外传

图表 9：公司储能温控领域收入增速较快



资料来源：wind，公司财报，华源证券研究所

图表 10：公司储能温控领域收入占比提升



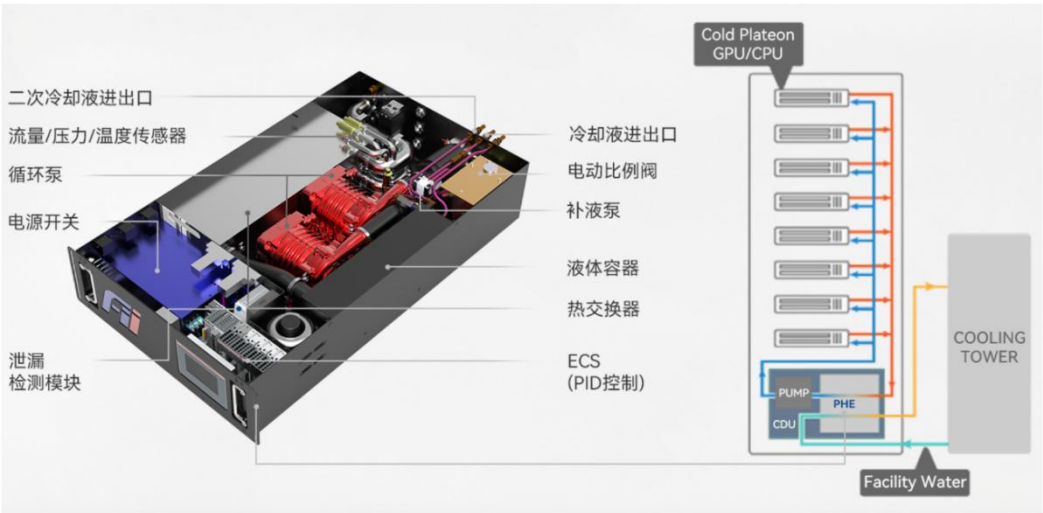
资料来源：wind，公司财报，华源证券研究所

2. 液冷行业趋势：CDU 大功率化、液冷基建预制化&模块化

2.1. CDU：向大功率、适配 800V 架构等方向演进

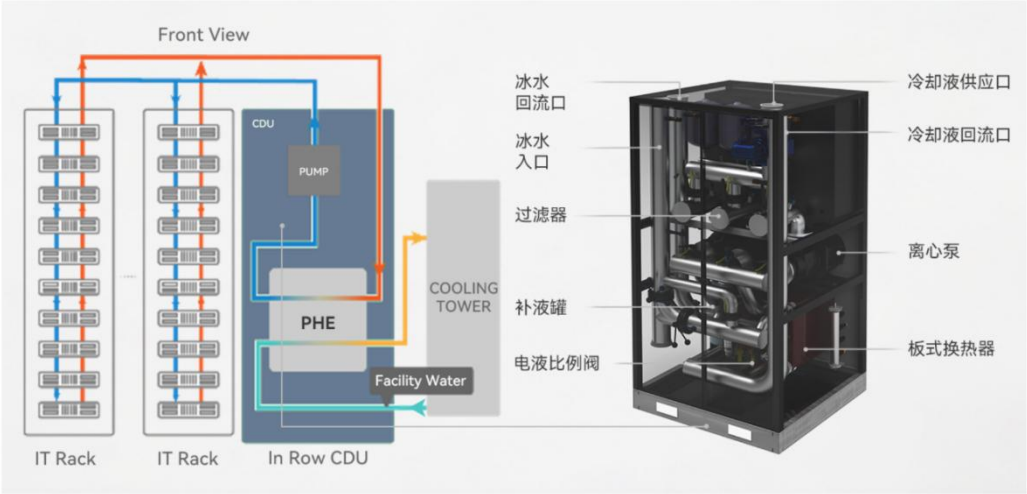
CDU（Cooling Distribution Unit，冷却分配单元）是间接液冷系统的核心枢纽，承担一次侧冷却塔设施水与二次侧服务器绝缘冷却液隔离换热、介质循环、温度调控、流体监测等关键功能。根据物理形态、部署位置，CDU 主要分为机柜式行间 CDU（In-row CDU）、机架式 CDU 两大类。1）机柜式 CDU 为独立标准机柜一体化设备，布置在服务器机柜行间（In-row），属于集中式换热方案。单台行间 CDU 可同时为多台 IT 算力机架提供二次冷却液，是大型智算中心广泛应用的方案。2）机架式 CDU 为标准机架单元设备（2U/4U 规格），直接安装于算力服务器机柜内部机架槽位，属于分布式机柜级换热方案。一机柜配置一台机架式 CDU，仅服务本机柜内部服务器，机柜之间液冷回路相互独立，这类 CDU 非常适合渐进式部署或试点项目。

图表 11：机架式 CDU 示意图



资料来源：艾邦笔电论坛（作者 808，ab），华源证券研究所

图表 12：机柜式行间 CDU（In-row CDU）示意图



资料来源：艾邦笔电论坛（作者 808，ab），华源证券研究所

图表 13：CDU 安装形式对比

项目	机架式/分布式	机柜式/集中式
安装方式	高度一般为 4U，安装于机柜内	入列或者安装在单独的房间
部署方式	只为所在机柜提供制冷能力	为多台机柜提供制冷能力
接管复杂度	二次侧管路简单	二次侧管路复杂
冗余度	低，冗余难度大	高，可 N+X 冗余
成本/kW	高	低
适用场景	中小型数据中心，快速部署	大型数据中心，规模部署

资料来源：零氪 1+1 公众号，华源证券研究所

目前 CDU 的发展呈现两大趋势：

趋势一：伴随机柜功率密度的提升，CDU 呈现向大功率及机柜式行间 CDU 转变的趋势。1）CDU 功率呈提升趋势：传统列级 CDU 功率多为 500kW-1MW，当前头部厂商已量产 2.6MW、3MW 超大功率 CDU，远期目标 5MW 级，可匹配 GB200/Rubin 千瓦级 GPU 集群、单机柜 80-200kW 超高密度算力；分布式柜内 CDU 则从 20-40kW 迭代至 60-120kW 单柜独立换热单元；**2）CDU 部署由机架式 CDU 向机柜式行间 CDU（In-row CDU）演进：**伴随海外 AI 算力集群规模持续扩大、液冷渗透率迅速提升，机架式 CDU 方案的散热能力相对有限，而 In-row CDU 因具备更大的制冷容量等特性，有望在液冷市场获得更多应用。

我们从英伟达和谷歌的 CDU 产品中也能验证上述趋势：

英伟达：1）机架式 CDU 向机柜 CDU 演进：Rubin 单机柜功耗已攀升至 300kW 以上，前代机架式 CDU 已无法满足超高功率密度下的散热需求，且机架式 CDU 占用空间较大，与 Rubin 架构高密部署的核心需求相冲突，因此后续规模化部署预计将全面**采用 MW 级机柜式 CDU**。MW 级机柜式 CDU 作为整机柜液冷系统的核心动力单元，具备超大制冷容量，可精准匹配 300kW 以上单机柜的散热需求，解决机架式 CDU 散热能力不足的痛点。同时其机柜式设计大幅节省单机柜空间，适配 Rubin 架构高密的空间需求。**2）CDU 功率要求较高：**英伟达的 CDU 技术标准（《CDU Requirements Document Rev 1》）亦要求 L2L 型 CDU 要在 4℃的温差下做到最低 1MW 的散热能力，L2A 也需要 135kW 起步。

谷歌：CDU 功率呈提升趋势。谷歌 4.0 CDU 为 1MW 方案，谷歌第五代 CDU 单机可支持高达 2MW 的散热能力。根据零氪 1+1，Google 已经启动下一代 5MW 级 CDU 平台规划，以适配未来更高密度 AI Cluster 及更大规模 TPU Pod 部署需求。

趋势二：800V 架构或将推动“电源+散热”一体化集成设计。2025 年 10 月，英伟达在北美 OCP 全球峰会上正式发布《下一代 AI 基础设施的 800 伏直流架构》白皮书，明确 800V 高压直流（HVDC）将成为未来 AI 数据中心供电主流方案，标志着行业从传统 UPS 交流架构向高压直流架构转型。800V 架构或将推动“电源+散热”一体化解决方案趋势，也即电源模块可直接与液冷 CDU 配合：随着 GPU 负载急剧攀升，数据中心供电架构正朝向 800VDC 与集中式 Busbar 发展，电源模块亦面临着较大的散热挑战，白皮书明确下一代 Power Rack 将转向 100%液冷设计。因此，将电源柜纳入液冷回路，有助于整合整体热管理架构，降低系统复杂度，并提供未来废热回收的设计基础。头部企业通过垂直整合将散热冷板、CDU、电源模块与监控软件打包交付，例如光宝与云达已联合展出 800VDC 液冷电源机柜。

此外，**对 CDU 而言，800V 架构或将提升对 CDU 中高压直流电子屏蔽泵的需求**（我们曾在报告《大元泵业：国内屏蔽泵领军企业，有望受益于全球数据中心大功率液冷泵需求高增》中详细分析），**考虑到屏蔽泵相较传统机械密封泵的价格有所提升，我们预计 800V 架构下 CDU 价值量或有所提升。**

2.2. 预制化、模块化建设或逐步成为液冷产业趋势，集成后的产品价格或明显提升

算力需求提升背景下，数据中心建设项目不断增加，不仅带动了相关技术工人需求的增加，也对交付周期提出了一定要求。1）工人：以美国为例，随着美国各地数据中心建设项目增加，对技术工人，尤其是电工和暖通空调技术人员的需求持续增长，相关岗位主要负责数据中心供电系统、制冷系统以及其他基础设施建设工作。美国目前已经面临光纤技术员、焊工、管道工、电工以及其他建设数据中心所需技术工人的短缺问题。2）交付时间：传统上，数据中心的建设需要数千人在现场工作，且每一项施工都依赖上一步的完工，比如先安装供配电，再接空调。为了建造一座数据中心，国内的传统交付周期为 6 至 12 个月，美国为 12 至 18 个月——交付周期跨度为基础厂房或集装箱建好之后，到服务器与网络设备进场之前。在算力需求提升的背景下，对交付速度的要求亦有所提升。

预制化、模块化有望降低现场劳动力需求、压缩交付周期及提高可靠性，或逐步成为液冷产业趋势。模块化是将数据中心的供电、冷却、安防、智能化和消防等内部系统拆分为独立模块，预制化则是将这些模块在供应商的工厂同步组装，随后以集装箱的形式运抵数据中心现场，由吊车安置在合适位置，从而实现现场的快速部署。预制化、模块化具备如下优势：**1）降低现场劳动力需求：**对电气模块、冷却单元和电力间进行预制化处理，可将现场劳动力需求降低 20%至 40%。**2）压缩交付周期：**据公开案例，已有项目通过预制化方案将整体交付周期较传统模式缩短 50%–70%。**3）提升可靠性：**液冷系统的现场交付，远比风冷时代复

仅供内部参考，请勿外传

杂。一套完整的液冷系统涉及冷源主机、干冷器、一次侧管网、CDU、Manifold、二次侧管网、快接头、控制系统等大量设备和管路。现场施工需要完成管路焊接、密封性测试、冷媒灌注、系统联调等多道工序，每一道都对施工条件和人员技能有较高要求。在传统模式下，这些工序全部在施工现场完成，质量高度依赖一线工人的技能和现场管理水平。当项目规模从单体机房走向数百兆瓦的大型园区，交付节奏从按年计划走向“边建边投产”，传统模式在效率和质量上都面临压力。海外项目的挑战则更大。当地劳工的专业技能、施工管理的规范程度、物料的跨境调配，每一个环节都增加了交付的不确定性。全预制模式的核心逻辑，就是把不确定性留在工厂，把确定性带到工地。将冷源模块、水力模块、管网系统在工厂内完成预制、集成和检测，以模块为单位运至现场快速拼装。管路焊接、密封性测试、系统联调这些关键工序前置到工厂产线上完成，一致性和可控性显著优于现场施工。

目前液冷一次侧、二次侧均已有相关预制化、模块化产品/应用。

一次侧：1）申菱环境：装配式预制冷冻站通过将设备、管道及冷却塔等模块在工厂预制完成，运输至现场快速拼装，大幅缩短工期（可缩短 50%以上）、保障工程质量，并提供稳定高效的系统冷源，专为场地受限、工期紧张的项目设计。**2）艾克森：**室外预制化集成冷站将制冷系统关键部件（包括冷水机组、板式换热器、泵、冷却塔、阀门、智能控制系统和辅助部件）进行结构优化和高度集成。所有设备和结构元件均在工厂制造和预组装，然后将模块运送到现场进行组装，大大降低了现场施工和安装的复杂性，从而确保了项目的快速部署。

图表 14：申菱环境装配式预制冷冻站



资料来源：申菱环境官网，华源证券研究所

图表 15：艾克森室外预制化集成冷站



资料来源：艾克森官网，华源证券研究所

二次侧：目前我国已有部分算力方舱建成投运。2026 年 8 月 7 日，贵州首个浸没式液冷数据中心算力方舱建成投运，集装箱约 40 英尺，方舱内整齐排列 4 台浸没式液冷机柜，服务器直接浸泡在氟化液、合成油等特制冷却液中，热量被液体带走，再经由箱外的闭式冷却塔自然消散。整体建设周期压缩到 3 个月以内，工期缩短 80%以上。

图表 16：贵州首个浸没式液冷数据中心算力方舱外观



资料来源：贵州电网公众号，华源证券研究所

图表 17：贵州首个浸没式液冷数据中心算力方舱内部机柜



资料来源：贵州省电力行业协会公众号，华源证券研究所

此外，液冷后续或还有望向一二次侧全栈方案演进。一次侧（冷源端）负责将热量从机房侧传递到室外散出，包括冷源主机、干冷器 / 蒸发冷干冷器、一次侧管网等。二次侧（设备端）负责将冷量精确分配到每个机柜和服务器，包括 CDU、Manifold、二次侧管网、快接头等。在当前的实际项目中，一次侧和二次侧往往是分开采购、分开施工的。原因在于，目前国内大多数项目采用的是风液同源架构，同一套冷源和输配系统同时服务风冷和液冷两条散热路径。在这种架构下，一次侧不仅要满足液冷需求，还要兼顾机房风冷侧的需求，因此通常被纳入机电总包的范围。液冷企业更多的是在二次侧交付 CDU、Manifold 和管网系统。但这个格局正在发生变化。随着 AI 芯片功耗持续攀升，液冷侧对冷却水温的要求正在不断降低。当前风液同源架构下，一次侧供水温度通常在 30–40 度区间，但随着芯片功耗的增长，液冷侧进水温度需要进一步降低。此时风侧和液侧对水温的需求将不再一致，风液解耦或将成为趋势。一旦解耦，一二次侧将自然而然地合并为一个完整的液冷系统。液冷企业的交付边界将从二次侧设备扩展为一二次侧全栈系统，冷源、管路、CDU、控制系统打包交付。

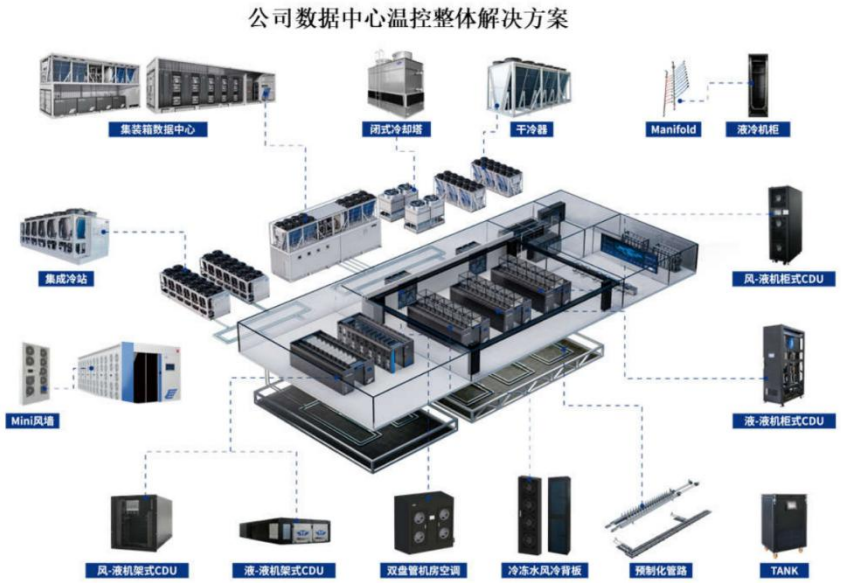
目前 Meta 和亚马逊云（AWS）等在内的科技巨头、以及国内部分企业已采用模块化设计，SemiAnalysis 预计到 2028 年底，模块化建设的渗透率将占到全球在线运营数据中心总容量的 30%以上。1）海外方面，根据 Semi Analysis，AWS 正在大规模推进代号为“SAMDC”的模块化设计，其内部项目“Project Houdini”将数据中心的白空间建设拆解为可在工厂预制的标准化机架，把服务器入驻前的准备时间从最长 15 周压缩至 2 至 3 周，单个模块可减少超过 5 万工时的现场电气安装工作量；Meta 则在俄亥俄州 New Albany 的 Prometheus 园区部署铝框架织物结构“帐篷”厂房，卫星图像显示，自 2025 年 7 月宣布建设至 2026 年 4 月，已有 8 座主体结构完工，而园区此前五栋永久建筑耗时长达两至三年。**2）国内方面，**阿里云旗下位于内蒙古乌兰察布、宁夏中卫等地的数据中心已试点跑通模块化建设方案。供电、**冷却**、IT 等设备均以独立模块的形式排列，所有模块都是在工厂加工好后运到现场，只有线缆、桥架等设施需要现场施工，整个数据中心的模块化率达到 90%。基于这种全模块化设计架构，阿里云已将大型 AIDC 的交付工期缩短至 100 天。在大幅缩短工期的同时，阿里云数据中心整体建设成本反而降低 10%以上；华为的全预制化、模块化解决方案已将建设周期缩短至 6 个月甚至更短；腾讯的第四代 T-Block 技术采用“工厂预制+现场拼装”的模块化架构；字节跳动在 2025 年也发布了华东和华北区域自建数据中心模块化机房单元项目寻源公告。

集成的模块化产品价格有望较此前明显提升，相应厂商的营业收入有望提升。此外，中国供应商依托完善的制造业供应链全球竞争优势，有望受益于数据中心预制化、模块化趋势。若数据中心液冷等基建建设后续向模块化等方向发展，数据中心或从“土建工程”变成“工业产品”。过去数据中心的竞争力取决于选址、土地、电力资源，未来其竞争力可能越来越取决于设计能力、供应链管理和制造效率。中国厂商具备完善的制造业供应链的全球竞争优势，或有望受益于数据中心的“工程产品化、工地工厂化”趋势。

3. 公司：数据中心领域产品布局广泛，与台企的商务关系较稳固

公司在数据中心领域产品布局较广泛，包含一次侧及二次侧产品。在数据中心领域，公司推出了冷板式液冷和浸没液冷全套解决方案，产品包括液冷分配装置（CDU）、冷液分配管（Manifold）、预制化管路、室外干冷器、集成冷站以及浸没液冷箱体（TANK）的全系列产品。同时公司也配备了 Mini 风墙、冷冻水风冷背板产品等风冷产品，以满足不同数据中心的冷却需求。

图表 18：公司数据中心产品布局较广泛



资料来源：公司财报，华源证券研究所

公司在数据中心制冷领域具备技术、产品、客户资源等优势。

优势一：依托多年的非数据中心制冷产品的布局经验，公司数据中心制冷技术及产品具备竞争力。技术方面，公司深耕液冷技术多年，创新优势体现在个性化解决方案、关键功能部件自制、控制系统自研及关键生产工艺于一体的实施能力。通过多年的业务实践已形成了涵盖热工、控制、节能等领域的核心技术，核心技术对应的专利覆盖工业温控设备的基础工作环节，并与下游核心应用领域紧密结合。产品方面，**以 CDU 为例，公司目前拥有 2.6MW 机柜 CDU 以及 150kW 液-液机架式 CDU，且 2.6MW 机柜 CDU 未来可支持 HVDC 高压 800V 直供电。此外，公司一次侧及二次侧较广泛的产品布局或将较好受益于液冷模块化等趋势。**

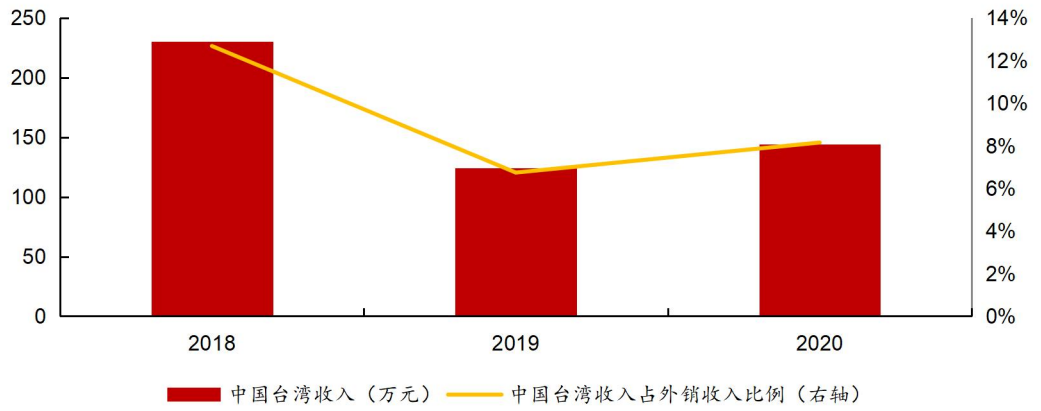
图表 19：公司 CDU 产品具备竞争力



资料来源：公司官方微信公众号，华源证券研究所

优势二：公司此前与中国台湾厂商有较多的合作和较稳固的关系，或有助于数据中心领域客户开拓。2018-2020 年公司境外销售中，中国台湾客户收入占比多位于 6.5%-13%间，我们预计公司此前与中国台湾厂商有较多的合作和较稳固的关系。依托公司在产品、技术、商务领域等方面的优势，目前公司在数据中心领域已拓展了科华数据、中兴通讯、东莞泰硕电子有限公司等业内优质客户。

图表 20：2018-2020 年公司境外销售中，中国台湾客户收入占比多位于 6.5%~13%间



资料来源：公司财报，华源证券研究所

优势三：全球化布局广泛，具备完善快速的售后服务。公司积极拓展海外数据中心市场，已在德国、新加坡（依托新加坡子公司辐射东南亚市场）建设了全资子公司；并且根据 2025 年年报，公司在泰国成立了首个海外生产基地，通过当地生产制造，大幅提升客户响应速度与粘性，持续提升全球品牌影响力。此外，公司在北美多地、日韩、澳大利亚、欧洲、东南亚、中东等地都建有全球服务网点，有助于公司海外客户的开拓。

仅供内部参考，请勿外传

图表 21：公司全球布局广泛



资料来源：公司官方微信公众号，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

我们预计公司 2026~2028 年储能温控领域收入分别为 22.8/29.6/37.0 亿元，2026~2028 年总收入分别为 45.2/65.5/89.1 亿元。此外，我们预计 2026~2028 年公司总体毛利率分别为 23.5%/24.7%/25.9%。

图表 22：我们预计公司 2026~2028 年总收入分别为 45.2/65.5/89.1 亿元

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	21.6	28.7	45.2	65.5	89.1
YoY		33%	58%	45%	36%
毛利率	22.1%	22.3%	23.5%	24.7%	25.9%
其中：储能温控领域收入	11.76	16.86	22.8	29.6	37.0
YoY		43%	35%	30%	25%
其中：其他领域收入	9.84	11.81	22.4	35.9	52.1
YoY		20%	90%	60%	45%

资料来源：wind，公司财报，华源证券研究所

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 4.3/7.0/10.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 37.3/22.9/15.2 倍。我们选取英维克、冰轮环境为可比公司，可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年 PE 为 57.3X。同飞股份数据中心领域产品布局广，或将受益于 CDU 大功率化、液冷基建预制化&模块化趋势，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 23：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		
		2026/9/8	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002837.SZ	英维克	804.6	11.3	20.9	32.1	70.9	38.5	25.0
000811.SZ	冰轮环境	365.3	8.4	13.3	18.0	43.6	27.5	20.3
	均值					57.3	33.0	22.7
300990.SZ	同飞股份	159.8	4.3	7.0	10.5	37.3	22.9	15.2

资料来源：wind，华源证券研究所。注：英维克、冰轮环境盈利预测来自 wind 一致预期，同飞股份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，亦将影响客户订单的获取；

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。

仅供内部参考，请勿外传

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	476	607	698	1,038
应收票据及账款	1,164	1,632	2,186	2,728
预付账款	20	23	33	45
其他应收款	5	5	7	10
存货	279	379	540	723
其他流动资产	1	1	1	1
流动资产总计	**1,945**	**2,647**	**3,465**	**4,545**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	617	600	615	624
在建工程	7	42	40	38
无形资产	144	139	135	130
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	22	22	22	22
非流动资产合计	**789**	**803**	**811**	**813**
资产总计	**2,734**	**3,450**	**4,276**	**5,358**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	423	805	1,148	1,537
其他流动负债	201	278	378	491
流动负债合计	**624**	**1,084**	**1,526**	**2,027**
长期借款	6	6	6	7
其他非流动负债	17	17	17	17
非流动负债合计	**23**	**23**	**23**	**25**
负债合计	**647**	**1,107**	**1,549**	**2,052**
股本	171	171	171	171
资本公积	1,205	1,224	1,224	1,224
留存收益	712	947	1,331	1,911
归属母公司权益	2,087	2,343	2,726	3,306
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**2,087**	**2,343**	**2,726**	**3,306**
负债和股东权益合计	**2,734**	**3,450**	**4,276**	**5,358**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**2,867**	**4,521**	**6,551**	**8,907**
营业成本	**2,228**	**3,458**	**4,932**	**6,599**
税金及附加	18	29	41	56
销售费用	73	111	154	201
管理费用	169	264	379	510
研发费用	122	193	280	380
财务费用	-4	-2	-2	-3
资产减值损失	-5	-4	-4	-4
信用减值损失	-1	-10	-10	-10
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2	4	4	4
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	18	17	17	17
营业利润	**276**	**476**	**775**	**1,171**
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**277**	**477**	**775**	**1,171**
所得税	24	47	77	117
净利润	**253**	**429**	**698**	**1,055**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	**253**	**429**	**698**	**1,055**
EPS(元)	1.48	2.51	4.08	6.16

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	253	410	678	1,035
折旧与摊销	63	62	67	72
财务费用	-4	-2	-2	-3
投资损失	-2	-4	-4	-4
营运资金变动	-146	-112	-285	-238
其他经营现金流	26	22	22	22
经营性现金净流量	**189**	**375**	**476**	**884**
投资性现金净流量	**176**	**-73**	**-73**	**-73**
筹资性现金净流量	**-58**	**-171**	**-312**	**-471**
现金流量净额	**310**	**131**	**91**	**340**

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	32.75%	57.66%	44.90%	35.97%
营业利润增长率		72.51%	62.68%	51.13%
归母净利润增长率	64.84%	69.64%	62.65%	51.12%
经营现金流增长率	70.39%	97.77%	27.03%	85.69%
盈利能力				
毛利率	22.31%	23.51%	24.71%	25.91%
净利率	8.82%	9.49%	10.65%	11.84%
ROE	12.12%	18.31%	25.59%	31.90%
ROA	9.25%	12.44%	16.32%	19.68%
估值倍数				
P/E	63.20	37.25	22.90	15.16
P/S	5.57	3.54	2.44	1.79
P/B	7.66	6.82	5.86	4.83
股息率	0.53%	1.21%	1.97%	2.97%
EV/EBITDA	45	30	19	13

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

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）。