仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

铝 2026 年 10 月 15 日

东阳光（600673）深度研究报告

材料筑基贯通产算电，AI 全链平台价值重估

- **三十年材料积淀，完成四大阶段产业跃迁。**公司自 1997 年起步，先后完成铝基材料、氟化工全产业链、电子元器件延伸、AI 全产业布局四次升级，剥离医药业务聚焦主业，打造基石业务及 AI 业务两大板块，形成双材料底层底盘，向下游算力、储能、工控等高景气赛道垂直延伸，区别于单一材料或单一 IDC 同业，具备全产业链协同能力。
- **收购秦淮数据切入零碳智算，百亿长单锁定算力增量。**公司分步收购秦淮数据，截至 2026 年 10 月持有其 30%股权。秦淮数据为国内头部 AIDC 运营商，2023 年绿色低碳、集约化指数行业第一，机柜上架率 93%+，净利率持续走高，依托西北低价绿电、规模化液冷集群形成成本优势。公司 2026 年 4 月成立东莞东阳光云智算，落地三笔合计 390-460 亿元五年算力大单，预计年化新增 78-92 亿元算力收入；依托自产积层箔、氟化液、液冷冷板对内配套 IDC，华北地区机房 PUE 降至 1.128，“产-算-电”闭环大幅压缩运营成本，算力业务成为中长期核心增长引擎。
- **积层箔全球独家专利，卡位 AI 服务器供电核心材料。**公司突破传统腐蚀箔工艺，积层箔采用增材烧结路线，比容、材料利用率、环保性优胜于传统产品，牵头行业标准。乌兰察布一期 2000 万㎡产能投产，二期规划 2000 万㎡产能将视一期运行情况推进建设，项目全部建成后总产能可达 4000 万㎡。产品已批量供货 NCC、尼吉康等厂商，与台达共建 SST 直流供电标杆，大幅缩小机房供电设备体积，配套 AI 高功率机柜；叠加超级电容 EDLC/LIC 双路线布局，切入电网调频、场馆储能，打开第二增长曲线。
- **氟化工构筑稳定现金基本盘，配额壁垒弱化周期。**公司拥有完整氯氟一体化产能，截至 2026 年 10 月，公司三代制冷剂拥有近 6 万吨配额，行业供给长期锁定，2024 年起国内停止新增 HFC 产能，配额稀缺性持续抬升。R32/R125 等高毛利产品占比领先，行业进入控量保价稳态周期；公司同步布局 PVDF、电子氟化液、半导体特气等高附加值产品，提升协同供应能力，周期波动大幅平滑，持续贡献稳定经营性现金流。
- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 191.97/231.86/271.64 亿元；归母净利润分别为 14.97/20.73/27.58 亿元。公司依托氟化工配额壁垒形成稳定现金底座，积层箔持续产能爬坡切入 AI 服务器供电赛道，算力业务依托秦淮数据及长期算力订单有望放量，液冷+超级电容协同配套进一步压缩 IDC 运营成本。给予公司 2027 年 55 倍 PE 估值，对应目标价 37.89 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**算力资产并购与整合不及预期、订单结算不及预期、财务与偿债不及预期、氟化工周期与政策不及预期、积层箔技术与产能竞争激烈、行业与宏观需求不及预期、非经常性损益扰动。

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	14,935	19,197	23,186	27,164
同比增速(%)	22.4%	28.5%	20.8%	17.2%
归母净利润(百万)	275	1,497	2,073	2,758
同比增速(%)	-26.5%	443.4%	38.5%	33.0%
每股盈利(元)	0.09	0.50	0.69	0.92
市盈率(倍)	315	58	42	31
市净率(倍)	9	8	7	5

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 10 月 14 日收盘价

推荐（首次）

目标价：37.89 元

当前价：28.81 元

华创证券研究所

证券分析师：孙维容

邮箱：sunweirong@hcyjs.com

执业编号：S0360526020001

证券分析师：李妍

邮箱：liyan3@hcyjs.com

执业编号：S0360526030005

公司基本数据

总股本(万股)	300,955.51
已上市流通股(万股)	300,155.79
总市值(亿元)	980.21
流通市值(亿元)	977.61
资产负债率(%)	71.26
每股净资产(元)	3.48
12 个月内最高/最低价	42.83/19.73

市场表现对比图(近 12 个月)



仅供内部参考，请勿外传

投资主题

报告亮点

本报告以氟、铝材料配套智算的全产业链协同为核心分析主线，区别于市场将制冷剂、电极箔、IDC 业务割裂看待的研究思路，搭建“上游材料—液冷器件—算力运营”完整分析框架。报告横向对比积层箔与传统腐蚀箔各项核心性能，梳理乌兰察布基地分阶段投产计划与头部电源厂商认证落地节奏，明确其 AI 服务器供电核心增量地位；完整复盘秦淮数据分步收购流程，结合信通院行业指标与公司披露的长期算力大单，同时分析 HFC 配额制度下氟化工量价提升逻辑，评估核心业务的业绩贡献。

投资逻辑

公司是稀缺的周期材料+AI 算力一体化平台，三层成长逻辑同步共振。氟化工依托刚性配额形成稳定现金底座，平滑行业周期波动；公司积层箔拥有全球独家自主专利，适配新一代高密度算力电源需求，产能逐步释放；百亿五年算力长单为长期收入提供支撑，依托自产氟化液、铝冷板、供电电容实现机房硬件自给，大幅压低 PUE 与运营成本，打造难以复制的产业壁垒，AIDC 业务开辟长期第二增长曲线，有望持续抬升盈利与估值中枢。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 191.97、231.86、271.64 亿元；归母净利润分别为 14.97、20.73、27.58 亿元；考虑到公司积层箔产能持续释放（现有 2000 万平成熟产能，另有 3000 万平新建产能已于 2026 年 7 月开工建设）、氟化工配额制下制冷剂价格稳升筑牢现金流底座、液冷一体化协同形成“材料-器件-机房”自产闭环，传统铝箔及电子元器件业务维持稳健量增，AI 算力、积层箔、液冷三大方向成为核心增长引擎。参考可比公司估值，给予公司 2027 年 55 倍 PE，对应目标价 37.89 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、公司介绍：材料筑基迭代升级，跨界布局 AI 算力新赛道 6
（一）发展历程：一场围绕核心材料的产业能力跃迁史 6
（二）股权结构：股权集中治理完善，二代接班夯实发展根基 8
1、当前股权架构：高度集中与一致行动人体系 8
2、演变路径：家族平稳代际传承，治理持续优化 8
（三）财务分析：近 3 年营收端体量持续增长，主业景气度稳步上行 8
1、近 3 年营收规模稳步扩张，主业增长逻辑持续强化 9
2、毛利率底部回升，盈利中枢稳步上移 9
二、数据中心：卡位 AI 算力赛道，制造 IDC 协同释放价值 10
（一）东阳光收购秦淮数据：分步推进股权收购，加速布局零碳智算 10
1、发展历程：由参股迈向控股，分步收购秦淮数据 10
2、运营现状：公司算力布局有序落地，制造算力协同优势持续释放 11
（二）秦淮数据：业绩兑现强劲，依托“绿电+液冷”构筑差异化 AI 算力壁垒 12
1、历史成长：从模式验证到生态协同的四阶跃迁 12
2、同业对标：高纯度 AIDC 构筑稀缺壁垒，盈利质量位于行业前列 13
（三）产业链协同价值落地：全链路算力布局与在手订单支撑 15
1、产业协同：贯通“产 算 电”，锻造全链闭环新优势 15
2、订单情况：大单频落锁定长周期增量，业绩高增确定性较强 16
三、积层箔：全球专利壁垒，引领电容器技术变革 18
（一）技术优势：对传统腐蚀箔的全面超越 18
（二）产能建设：乌兰察布基地稳步推进 19
（三）客户拓展：已批量供货全球知名企业 20
（四）超级电容：积层箔赋能双路线，双赛道同步卡位 22
四、氟化工：一体化氟材料底座，赋能液冷与高端新材料成长 23
（一）氟材技术外溢落地，赋能算力液冷赛道 23
（二）配额政策构筑壁垒，行业格局持续优化 24
（三）行业周期属性弱化，稳态现金流持续兑现 24
五、盈利与估值 26
（一）盈利预测 26
（二）投资建议及估值 28
六、风险提示 30

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 公司发展脉络图 7
图表 2 双轮驱动产业格局 7
图表 3 公司股权结构图（截至 26 年 6 月 30 日） 8
图表 4 2026H1 营收同比增速进一步上升 9
图表 5 2019-2026H1 扣非归母净利润趋势图 9
图表 6 2021-2026H1 毛利率及归母净利率变化 9
图表 7 2022-2025 各业务板块毛利占比 9
图表 8 东阳光收购秦淮数据历程 10
图表 9 公司对秦淮数据中国持股情况（截至 26 年 6 月 16 日） 11
图表 10 秦淮数据运营现状分角度示意图 11
图表 11 秦淮数据历史发展图 13
图表 12 秦淮数据财务情况（2021 年—2025 年） 13
图表 13 秦淮数据财务状况指数位居行业第二（2023 年） 14
图表 14 秦淮数据集约国际布局指数位居行业第一（2023 年） 14
图表 15 秦淮数据总体规模指数位居行业第二（2023 年） 14
图表 16 秦淮数据集约发展指数位居行业第一（2023 年） 14
图表 17 秦淮数据能力建设指数位居行业第二（2023 年） 14
图表 18 秦淮数据绿色低碳指数位居行业第一（2023 年） 14
图表 19 秦淮数据综合指数“强势领跑”（2023 年） 15
图表 20 秦淮数据区域资源（中国） 16
图表 21 东阳光与秦淮数据的产业协同 16
图表 22 三笔大额算力服务采购订单 17
图表 23 积层箔表面照片 18
图表 24 腐蚀箔截面结构 18
图表 25 传统腐蚀箔和积层箔对比图 18
图表 26 乌兰察布基地开工仪式 19
图表 27 乌兰察布基地实拍图 19
图表 28 乌兰察布基地两期落地 19
图表 29 乌兰察布积层箔一体化产业链闭环示意图 20
图表 30 海内外算力客户双突破 20
图表 31 东阳光与台达签约仪式 21
图表 32 东阳光与台达合作 21

仅供内部参考，请勿外传

图表 33 超级电容器实物图 22
图表 34 东阳光承建并交付的 5MW 超容储能柜 22
图表 35 东阳光超级电容业务 22
图表 36 氟化工核心产品与产能 23
图表 37 氟化工主要基地 24
图表 38 国际履约与配额机制落地 24
图表 39 2024-2027 年配额总量及同比变化 25
图表 40 2026 年各企业三代制冷剂（HFC）生产配额占比 25
图表 41 2020–2026 年 R32、R125、R134a 价格走势 25
图表 42 营收拆分表 27
图表 43 可比公司估值 28
图表 44 公司历史估值图 29

仅供内部参考，请勿外传

一、公司介绍：材料筑基迭代升级，跨界布局 AI 算力新赛道

（一）发展历程：一场围绕核心材料的产业能力跃迁史

东阳光三十年的发展，是一部依托材料技术持续迭代、逐层延伸产业链的产业跃迁史。每一轮升级均扎根于前序材料技术沉淀，完整历经四大发展阶段，完成从传统材料厂商向“基石材料+AI 全产业链”双轮驱动高科技企业的蜕变。

1997—2010 年：铝基基础材料突围阶段。1997 年东阳光集团成立，立足韶关设立化成箔工厂，深耕铝箔加工领域。随后，企业攻关被日企垄断的化成箔技术，联合高校自研突破，搭建起完整的电子铝材料产业链，实现中高压化成箔市场占有率稳居世界前列。这一阶段企业实现从民用铝加工到电子功能铝材料自研量产的跨越，沉淀核心研发与产线运营能力，并于 2003 年借壳登陆上交所，打通资本扩张通道。

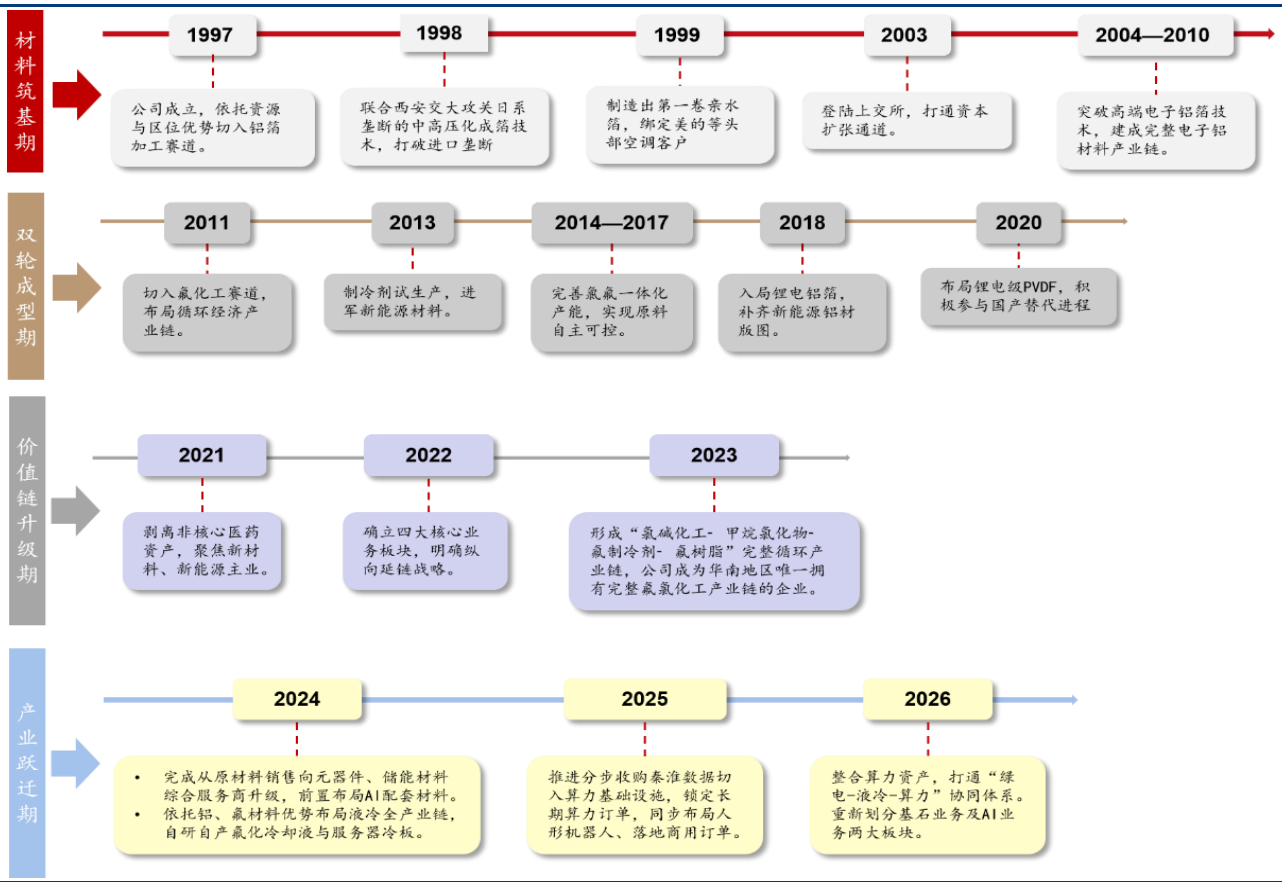
2011—2020 年：氟化工功能材料全链成型阶段。2011 年企业布局氟化工产业，2013 年制冷剂项目试生产，此后公司持续攻关 PVDF 技术，2015 年建成氟树脂工厂，2020 年布局锂电级 PVDF，积极参与国产替代进程。2018 年入局锂电池铝箔领域，逐步建成完整氟氟循环经济产业链。至此，铝基、氟化工双材料底盘成型，为后续新能源、新科技赛道布局筑牢根基。

2021—2023 年：向下游延伸核心器件与能源材料阶段。企业依托双材料底盘垂直整合产业链，2021 年剥离医药资产聚焦主业，2022 年确立四大核心业务板块。产业链从基础电子材料延伸至铝电解电容器，同时布局磷酸铁锂储能材料，完成了从单纯售卖原材料到输出核心元器件、储能材料的关键升级。

2024 年至今：材料赋能 AI 全产业链的终极跃迁阶段。企业全面布局 AI 赛道，推进分步收购秦淮数据深耕算力基础设施，签订百亿级算力长单；联合龙头企业，布局双路线液冷科技，携手企业成立公司，牵头投资成立光谷东智以开展具身智能产品的研发、测试、生产和销售等业务。依托底层材料优势，成功切入算力、液冷、具身智能三大高端赛道，并重新划分基石业务及 AI 业务两大板块，完成产业价值的终极升级。

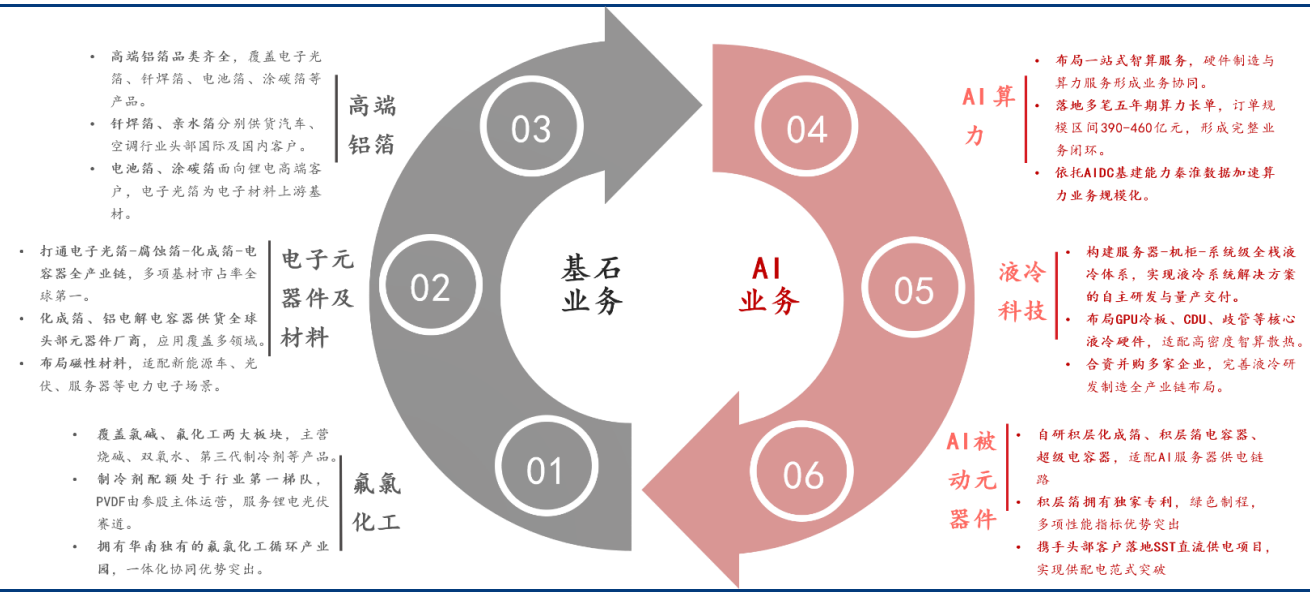
仅供内部参考，请勿外传

图表 1 公司发展脉络图



资料来源：公司官网，公司 2010、2013、2020、2022、2023、2024 年年报，公司 2026 年半年报，东阳光《2011 年公司债券上市公告书》(2011.7.18)，东阳光《关于筹划重大资产出售暨关联交易的提示性公告》（临 2021-58 号，2021-09-01），东阳光《关于控股子公司项目投资的公告》（临 2018-46 号，2008-09-05），中证网《东阳光：披露收购秦淮数据草案 加速算力基础设施布局》，浙江理工大学就业创业网，华创证券整理

图表 2 双轮驱动产业格局



资料来源：公司 2026 年半年报，华创证券

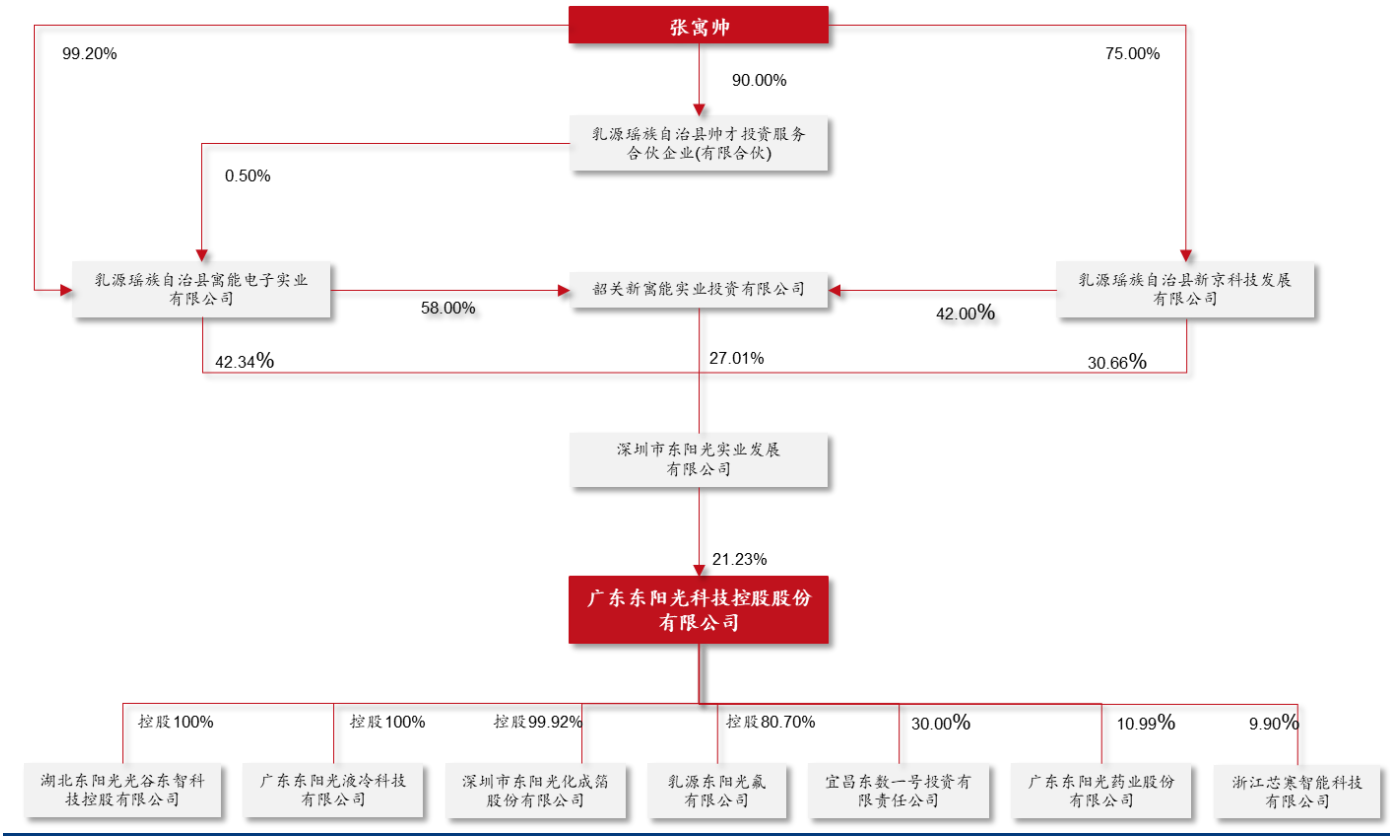
仅供内部参考，请勿外传

（二）股权结构：股权集中治理完善，二代接班夯实发展根基

1、当前股权架构：高度集中与一致行动人体系

东阳光当前股权高度集中且控制权稳固。截至 2026 年 6 月 30 日，控股股东深圳东阳光实业直接持股 21.23%，叠加多家一致行动主体，合计控制超 52%上市公司表决权，通过长期一致行动协议锁定重大决策话语权，避免控制权稀释。同时公司配套落地两期员工持股计划，前十大股东总持股近 61%。

图表 3 公司股权结构图（截至 26 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，华创证券整理

2、演变路径：家族平稳代际传承，治理持续优化

公司股权演变核心为家族平稳代际传承与治理持续优化的过程。公司 2003 年借壳上市奠定控股基础，2020 年张中能逝世后形成母子共治格局；2025 年完成关键股权交接，郭梅兰转让全部核心持股，张寓帅成为唯一实控人，彻底完成二代集权。同时公司通过控股股东持续增持、优化一致行动人主体、落地员工激励机制等一系列操作，实现股权结构净化、公司治理升级，有效提振资本市场信心。

（三）财务分析：近 3 年营收端体量持续增长，主业景气度稳步上行

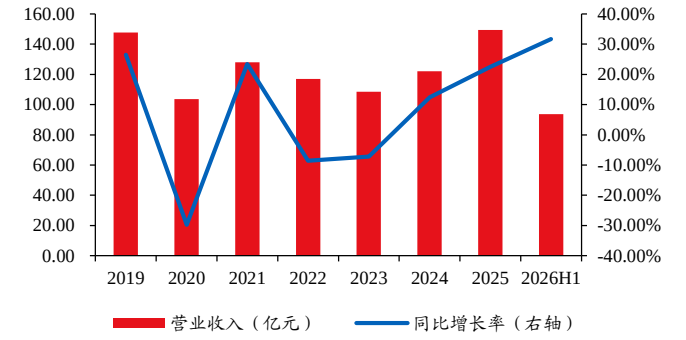
东阳光整体处于“表观利润筑底、主业盈利向上”的修复通道。公司深耕氟化工、电子新材料、高端铝加工等核心赛道，依托核心技术壁垒、行业配额优势及新品市场拓展能力，近年来完成业务结构优化与经营拐点切换，2020-2025 年营收 CAGR 达 7.57%。

仅供内部参考，请勿外传

1、近 3 年营收规模稳步扩张，主业增长逻辑持续强化

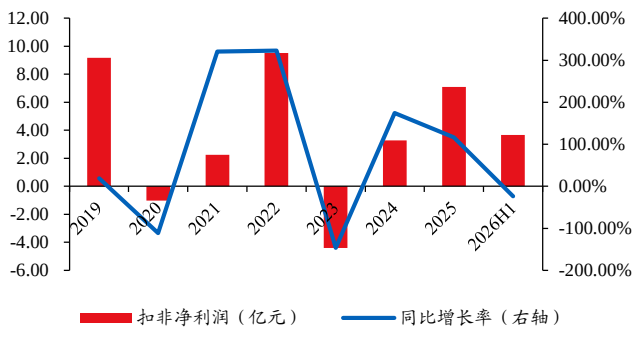
2023-2025 年公司营收由 108.54 亿元增长至 149.35 亿元，复合增速 17.30%，2025 年营收同比增长 22.42%；2026 年上半年营收达 93.76 亿元，同比增长 31.61%，受益于高端铝箔、磷酸铁锂量价齐升，制冷剂高景气以及积层箔新产品加速放量。利润方面，2025 年及 2026 年上半年均受股权公允价值变动亏损、股权激励费用扰动，剔除上述非经常性影响后，2025 年扣非归母净利润 7.10 亿元，同比+116.86%，2026 年上半年调整后归母净利润 7.46 亿元，制冷剂配额制红利叠加高端制造放量，主业景气逻辑进一步强化。

图表 4　2026H1 营收同比增速进一步上升



资料来源：Wind，华创证券

图表 5　2019-2026H1 扣非归母净利润趋势图

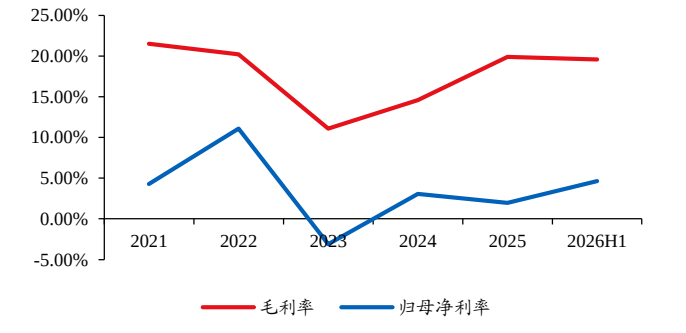


资料来源：Wind，华创证券

2、毛利率底部回升，盈利中枢稳步上移

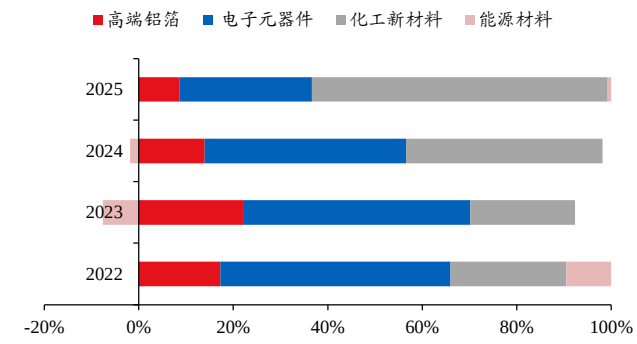
销售毛利率 2023 年触底至 11.11%，2025 年大幅提升至 19.89%，2026 年上半年稳定于 19.57%。2022-2025 年，高端铝箔毛利由 3.82 亿元降至 2.37 亿元后小幅回升至 2.44 亿元；电子元器件毛利从 10.76 亿元回落至 6.00 亿元，后续逐年修复至 7.86 亿元。化工新材料毛利自 5.41 亿元大幅增长至 17.59 亿元，拉动整体盈利。能源材料毛利由 2.10 亿元转负，2025 年修复至 0.20 亿元。

图表 6　2021-2026H1 毛利率及归母净利率变化



资料来源：Wind，华创证券

图表 7　2022-2025 各业务板块毛利占比



资料来源：Wind，华创证券

东阳光财务画像已由前期的“增收不增利”转向“结构性毛利改善、经营现金流显著改善”的健康态势。短期表观净利润受权益资产估值波动、股份支付等因素拖累承压，剔除扰动后主业盈利韧性与现金流造血能力已得到验证。展望后续，制冷剂行业高景气具备支撑，液冷、AI 算力新材料等增量业务有望逐步兑现业绩，公司有望回归基石主业+AI 新曲线双轮驱动的良性增长。

仅供内部参考，请勿外传

二、数据中心：卡位 AI 算力赛道，制造 IDC 协同释放价值

（一）东阳光收购秦淮数据：分步推进股权收购，加速布局零碳智算

公司分两步收购秦淮数据，加速布局零碳算力赛道。AI 算力需求持续扩容，秦淮数据优质 IDC 资产是公司拓展数字业务的核心载体。公司采用分步收购方式（参股、拟控股两大阶段）收购秦淮数据：2025 年启动收购并于 2026 年初完成参股交割，正式切入算力领域；交割后快速推进控制权收购重组,拟配套融资建设智算基地，同期斩获大额算力订单，持续完善算力产业布局。

1、发展历程：由参股迈向控股，分步收购秦淮数据

参股阶段（2025 年 9 月—2026 年 1 月）：东阳光通过下属主体完成秦淮数据中国 100%股权收购，实现间接参股。2025 年 9 月，董事会审议通过相关收购议案，次日正式公告交易方案，以 280 亿元总对价收购秦淮数据中国全部股权。2025 年 11 月，公司完成部分出资。2026 年 1 月 16 日正式交割，东阳光累计出资 34.5 亿元顺利间接参股秦淮数据。

推动控股阶段（2026 年 2 月至今）：完成秦淮数据参股交割后，公司随即推进控股收购。2026 年 2 月公司公告筹划收购相关主体剩余股权并募资，股票停牌；3 月披露交易预案敲定发行价与收购标的；6 月发布重组方案，确定 80.5 亿元收购对价，拟配套募资 80 亿元投向零碳智算基地等项目。与此同时，公司已落地多笔五年期算力服务长期订单，订单总规模区间达 390-460 亿元，算力业务订单端快速兑现，商业化落地提速，但存在验收不及预期风险、收入确认存在不确定性。

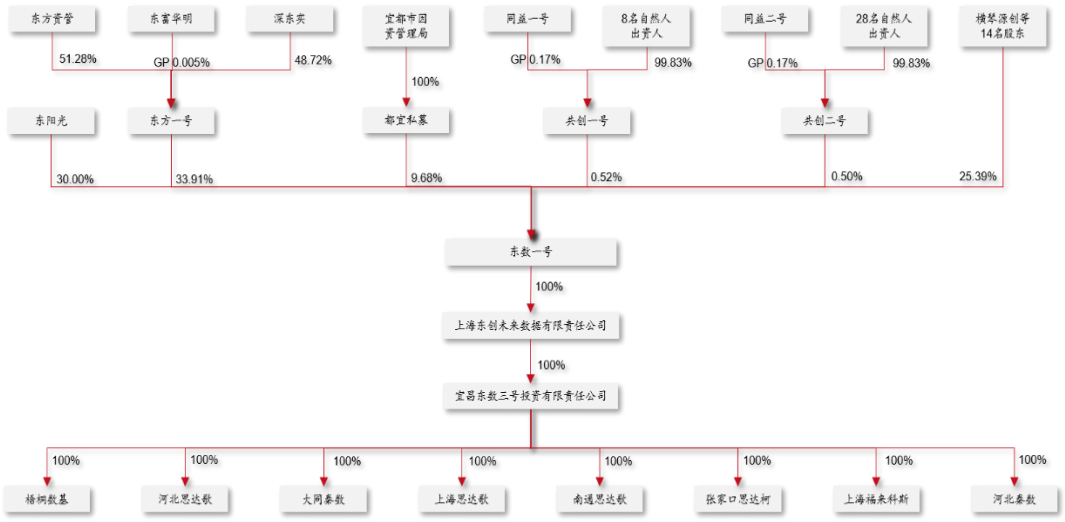
图表 8　东阳光收购秦淮数据历程



资料来源：公司 2026 年半年报，东阳光《关于与关联方共同增资合资公司用于收购秦淮数据中国 100%股权暨关联交易的公告》(25.9.11)，东阳光《第十二届董事会第十七次会议决议公告》(25.9.11)，东阳光《关于与关联方共同增资合资公司用于收购秦淮数据中国 100%股权暨关联交易的进展公告》(25.11.27)，东阳光《关于与关联方共同增资合资公司用于收购秦淮数据中国 100%股权暨关联交易交割完成的公告》(26.1.17)，东阳光《关于筹划发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项的停牌公告》(26.2.25)，东阳光《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（摘要）》(26.3.7)，经济参考网《拟收购东数一号控制权 东阳光持续加码算力产业布局》，华创证券整理

仅供内部参考，请勿外传

图表 9 公司对秦淮数据中国持股情况（截至 26 年 6 月 16 日）

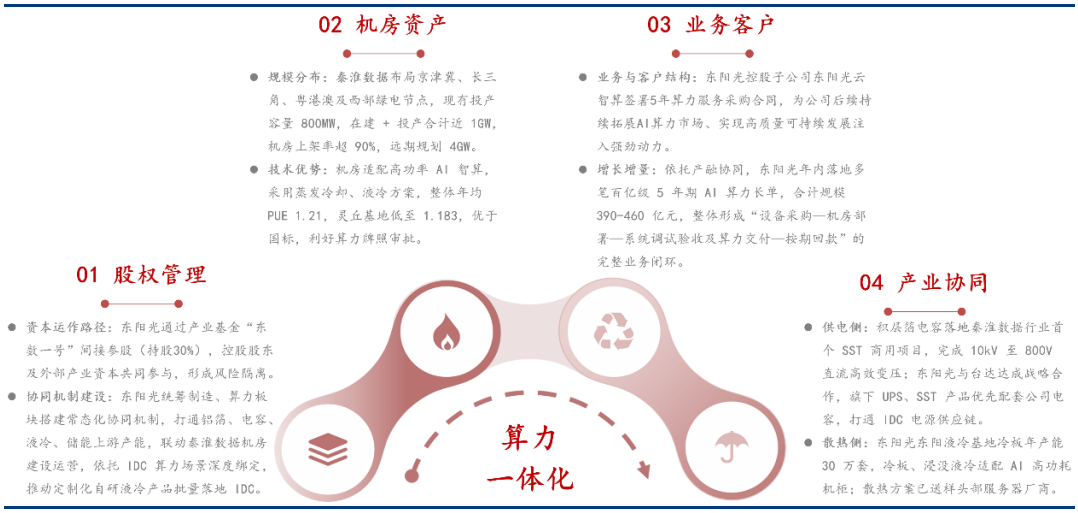


资料来源：东阳光《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》(2026.6.16)，华创证券

2、运营现状：公司算力布局有序落地，制造算力协同优势持续释放

现阶段公司参股秦淮数据，同步推进产融协同打造制造算力一体化业务体系。本次 30%股权交割落地后，上市公司暂未取得秦淮数据控制权，剩余 70%股权收购尚在监管审批阶段，但公司已依托自身制造优势，启动“制造+算力运营”一体化协同布局，在股权管理、机房资产、业务客户、产业协同等多方面布局。

图表 10 秦淮数据运营现状分角度示意图



资料来源：公司 2025 年年报，公司官网，公司公众号，东阳光《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》（2026-06-15），东阳光《关于控股子公司签署算力服务采购合同的公告》（2026-06-02），秦淮数据官网，台达官网，证券时报网《中国 IDC 最大并购案落子：东阳光回应拟并表秦淮数据》，经济参考报《东阳光拟切入算力运营赛道 完善 AI 全产业链布局》，中国日报网《东阳光集团携手秦淮数据激活产业协同新生态》，中证网《AI 大模型催生液冷需求 东阳光掘金氟化冷却液项目》，中宏网《东阳光 2025 年营收 149.35 亿元“液冷+算力”打开长期成长空间》，大同市人民政府门户网站《秦淮数据灵丘基地以极致能效领跑绿色算力赛道》，华创证券整理

仅供内部参考，请勿外传

（二）秦淮数据：业绩兑现强劲，依托“绿电+液冷”构筑差异化 AI 算力壁垒

秦淮数据是国内头部第三方算力基础设施运营商。公司综合规模位居第三方 IDC 赛道第二，绿色低碳、集约化运营水平行业领先，深度受益 AI 算力高景气需求与“东数西算”政策落地，当前处于产能集中释放、业绩加速兑现的成长阶段。依托超大算力集群批量交付、优质绿电资源储备、规模化液冷项目落地三大核心优势，公司构筑一体化算力运营壁垒。业务端以十年期长租合约锁定算力资产，机柜持续维持高位上架率，盈利表现优异，中长期成长动能充沛。

1、历史成长：从模式验证到生态协同的四阶跃迁

网宿控股初创期（2015 年-2019 年 7 月）：公司深耕国内第三方算力基础设施赛道，率先卡位环京优质电力与土地资源，搭建标准化批发型数据中心运营体系，完成核心商业模式验证与早期算力集群落地。通过提前布局怀来、张家口区域算力基地，形成低成本、规模化的算力底座雏形，2019 年贝恩资本完成资产整合，统一国内算力项目开发体系与扩张节奏，为后续全国化算力枢纽建设奠定核心基础。

美股上市扩张期（2019 年 8 月-2023 年 11 月）：2021-2023 年国内营收、归母净利润三年复合增速超 40%，2023H1 单期营收 29.97 亿元、净利润 4.72 亿元，盈利指标同比增幅均超 50%，算力资产规模化投放驱动业绩持续兑现。批量建设区域大型算力园区，2023 年末投运+在建算力规模近 900MW。90%以上算力订单锁定十年以上长租，机柜出租率的稳定保障了中长期收入确定性。

私有化分拆运营期（2023 年 12 月-2025 年 9 月）：2024 年公司实现营收 60.48 亿元、净利润 13.09 亿元，机柜上架率维持 93%高位，算力总规模突破 900MW。退市后公司全面转向 AIDC 智算中心建设，配套液冷、光伏节能方案落地，推进乌兰察布、韶关 GW 级算力节点开发，算力资产结构持续向高附加值 AI 集群倾斜。

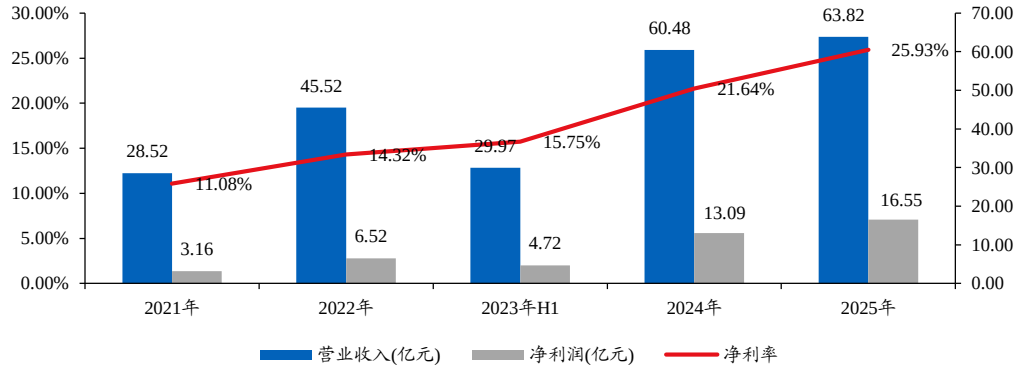
东阳光控股协同期（2025 年 10 月至今）：2025 年全年营收 63.82 亿元、净利润 16.55 亿元，利润增速明显快于营收增速，高端智算业务持续拉动盈利中枢上行。完成首轮股权交割后，依托东阳光绿电、储能产业协同优势集中落地大型液冷智算集群。

图表 11 秦淮数据历史发展图



资料来源：秦淮数据官网，中国金融信息网《秦淮数据登陆纳斯达克 募资5.4亿美元获近20倍超额认购》，中国工业新闻网《为智算中心提供更加高效优质的冷却方案 秦淮数据启动编制四大液冷行标》，大同广播电视台《硬核冷却+AI赋能 秦淮数据环首都太行山能源基地打造绿色算力标杆》，证券时报网《东阳光豪掷280亿跨界 中国IDC史上最大并购案诞生》，中证网《280亿收购落定 东阳光集团携手秦淮数据激活产业协同新生态》，中国日报网《东阳光集团携手秦淮数据激活产业协同新生态》，央视网《东阳光拟控股秦淮数据：携手打造“算电一体化”绿色算力新范式》，华创证券整理

图表 12 秦淮数据财务情况（2021年—2025年）



资料来源：Wind，秦淮数据官网，中国经济网《东阳光关联收购秦淮数据剩余7成股权 标的去年营收增6%》，美股财报，华创证券整理

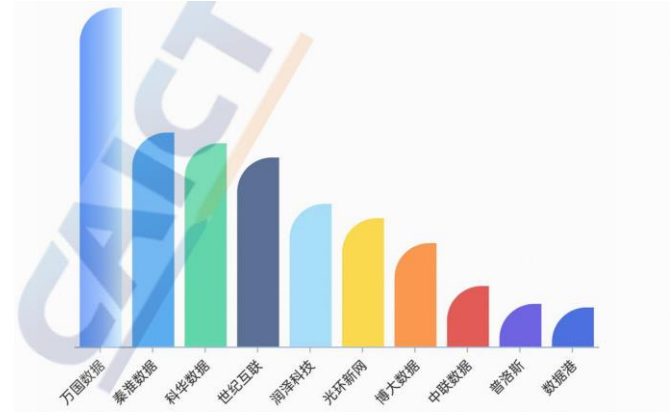
2、同业对标：高纯度 AIDC 构筑稀缺壁垒，盈利质量位于行业前列

秦淮数据依托西北绿电高密智算布局与东阳光产业链协同，凸显差异化优势。公司自研液冷技术将园区 PUE 控制在 1.1-1.21 区间，依托 5-10 年长协深度锁定字节跳动算力订单；绿电资源、散热材料一体化配套实现持续成本优化，同时布局马来西亚海外算力节点；据信通院 2024 年行业指数榜单(24 年为包含秦淮数据的最新版本，后续公司因考虑并购等原因未参评)，公司综合发展指数处于强势领跑梯队，盈利质量与中长期成长弹性

仅供内部参考，请勿外传

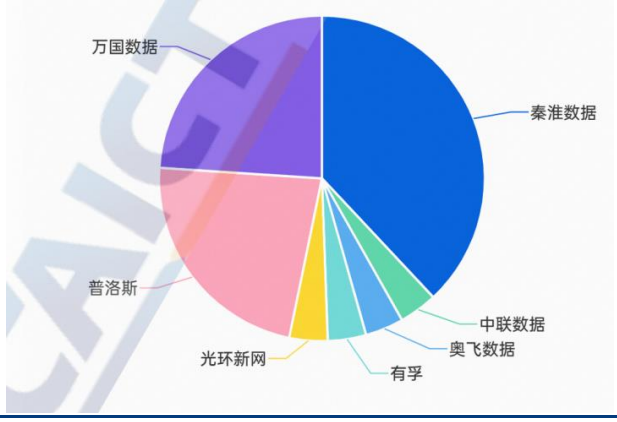
同样领先。

图表 13 秦淮数据财务状况指数位居行业第二（2023 年）



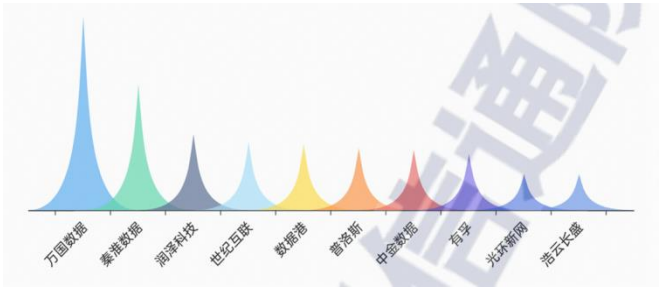
资料来源：中国信通院《中国算力中心服务商分析报告（2024 年）》

图表 14 秦淮数据集约国际布局指数位居行业第一（2023 年）



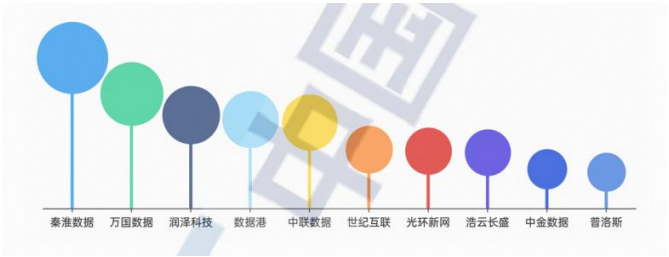
资料来源：中国信通院《中国算力中心服务商分析报告（2024 年）》

图表 15 秦淮数据总体规模指数位居行业第二（2023 年）



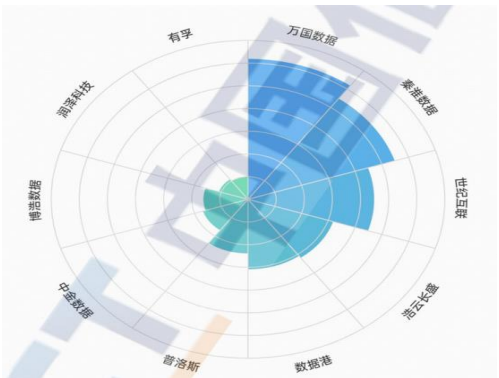
资料来源：中国信通院《中国算力中心服务商分析报告（2024 年）》

图表 16 秦淮数据集约发展指数位居行业第一（2023 年）



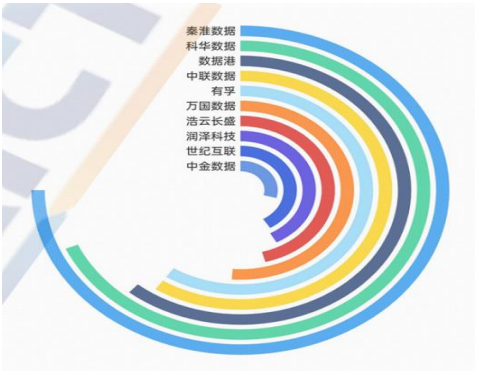
资料来源：中国信通院《中国算力中心服务商分析报告（2024 年）》

图表 17 秦淮数据能力建设指数位居行业第二（2023 年）



资料来源：中国信通院《中国算力中心服务商分析报告（2024 年）》

图表 18 秦淮数据绿色低碳指数位居行业第一（2023 年）



资料来源：中国信通院《中国算力中心服务商分析报告（2024 年）》

仅供内部参考，请勿外传

图表 19 秦淮数据综合指数“强势领跑”（2023 年）



资料来源：中国信通院《中国算力中心服务商分析报告（2024 年）》

（三）产业链协同价值落地：全链路算力布局与在手订单支撑

秦淮数据与东阳光协同打造覆盖电容、液冷、IDC、算力租赁的垂直一体化算力产业链，竞争优势显著。东阳光自产电容、液冷产品内部配套；秦淮数据开创性打造的“液侧冷板液冷和风侧磁悬浮相变”冷却组合系统已大规模商用，大幅降低机房建设与能耗成本，液冷方案将华北地区机房 PUE 优化至 1.128。截至 2026 年 7 月，公司落地三笔五年算力长单，三重收益协同，成本与交付壁垒稳固，长期成长确定性较强。

1、产业协同：贯通“产 算 电”，锻造全链闭环新优势

上游—材料与核心器件：**深耕算力硬件核心环节，构筑液冷与供配电技术、产能双重壁垒。**在液冷板块，公司推进全氟聚醚中试、六氟丙烯低聚体产业化，规划年产冷板模组 30 万套/年。并购大图热控补齐高功率芯片液冷技术短板，2026 年 6 月进一步收购广东合瑞盛，补齐 CDU、Manifold、二次侧管路等液冷核心设备量产能力，与大图热控形成“冷板+CDU/管路系统”部件闭环，一站式交付实力显著增强。于供配电板块，依托全球先进技术材料积层箔电容实现产品小型化，体积较传统产品缩减 30%-40%；携手台达打造 SST 智能直流供电方案，98.5%的高供电效率搭配 50%的占地缩减优势，显著提升机房能效。

中游—液冷设备+AIDC 运营：**聚焦算力基建落地、技术迭代与成本优化，完成核心方案场景验证与规模化布局。**公司与秦淮数据深度绑定，依托其超大规模 IDC 场景迭代液冷、电容一体化方案，可适配 140kW 级高密机柜。同时，秦淮数据落地三大算力基地，规划 GW 级零碳智算园区，搭建低碳高性价比算力集群。另以灵丘基地为例，该基地年耗电 16 亿度，通过自建 220kV 变电站保障供电，年均 PUE1.183（部分机房 1.13），PUE 每降 0.1 省电 1.15 亿千瓦时、省费数千万元，能效与基建协同下运营成本优势显著。

仅供内部参考，请勿外传

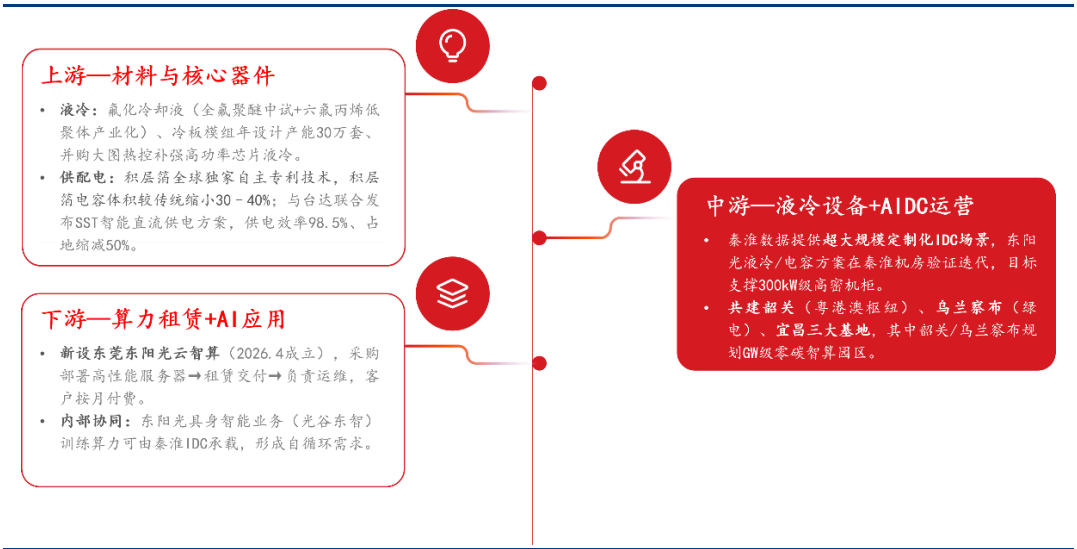
图表 20 秦淮数据区域资源（中国）



资料来源：秦淮数据官网

下游—算力租赁+AI 应用：**完善算力商业化体系，打造对外服务、对内协同的双向业务闭环。**公司 2026 年 4 月成立东莞东阳光云智算，搭建采购部署、租赁交付、运维保障全流程服务模式，以按月付费的灵活模式开展算力租赁业务，降低客户使用门槛。同时实现内部产业协同，旗下光谷东智具身智能业务的训练算力，可依托合作 IDC 资源承载，盘活自有基建资源，形成内部算力需求自循环，打通全产业链闭环。

图表 21 东阳光与秦淮数据的产业协同



资料来源：公司 2025 年半年报，东阳光《关于控股子公司签署算力服务采购框架合同的公告》（临 2026-40 号，2026-05-06），公司官网，台达官网，秦淮数据官网，中国证券网《东阳光披露收购秦淮数据草案，AI 全产业链商业化进程提速》，证券时报网《东阳光豪掷 280 亿跨界 中国 IDC 史上最大并购案诞生》、《中国 IDC 最大并购案落子：东阳光回应拟并表秦淮数据》，中国日报网《东阳光集团携手秦淮数据激活产业协同新生态》，华创证券整理

2、订单情况：大单频落锁定长周期增量，业绩高增确定性较强

算力大单密集落地，云智算平台展现强劲订单获取能力。根据公司 2026 年公告披露，旗下东莞东阳光云智算年内连续落地三笔大额算力服务采购订单，合计含税规模达 390–460

仅供内部参考，请勿外传

亿元，所有订单服务周期均为 5 年，对应年化增量收入约 78–92 亿元，中长期业绩增量确定性较充足。公司采用算力租赁模式，由公司负责服务器采购部署、调试上架，客户验收后按月付费，回款模式稳定，大额在手订单充分印证公司算力服务的市场落地能力，为后续智算园区产能释放提供坚实需求支撑。

图表 22　三笔大额算力服务采购订单



资料来源：东阳光(600673)《关于控股子公司签署算力服务采购框架/采购合同的公告》（临 2026-40 号、临 2026-48 号、临 2026-67 号），华创证券整理

仅供内部参考，请勿外传

三、积层箔：全球专利壁垒，引领电容器技术变革

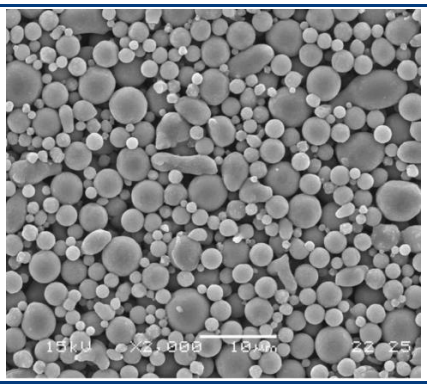
（一）技术优势：对传统腐蚀箔的全面超越

公司在新一代积层电极箔材料有显著优势。传统电极箔存在比容提升触及上限、铝材料损耗超 35%、生产高污染、孔洞结构一致性差、高频阻抗偏高等固有短板，难以适配 AI 服务器电源高功率密度及小型化供电要求。公司积层箔采用铝粉三维烧结增材制造工艺，从底层材料结构实现颠覆性革新，在结构一致性、比容性能、绿色制造与环保等维度优胜于传统腐蚀箔，能够满足下游高端 AI 对电容小型化、高频大功率运行的严苛标准。

高端认证与头部客户验证通过。公司产品取得车规 AEC-Q200 认证并完成振动测试，同步与秦淮数据落地 SST 直流供电商用项目，满足高端算力设备严苛可靠性标准。

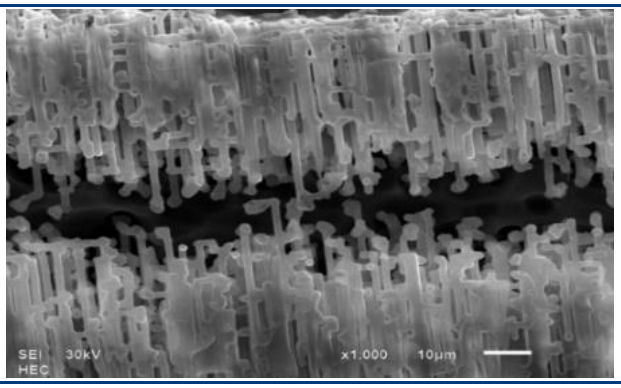
手握专利壁垒与行业标准制定权，构筑长期护城河。公司联合东洋铝业研发，手握一系列核心专利，覆盖材料、方法、结构、设备，形成全球先进技术的护城河。牵头制定两项积层箔行业团体标准，完成从跟随者到规则制定者转变。

图表 23　积层箔表面照片



资料来源：公司官网

图表 24　腐蚀箔截面结构



资料来源：公司官网

图表 25　传统腐蚀箔和积层箔对比图



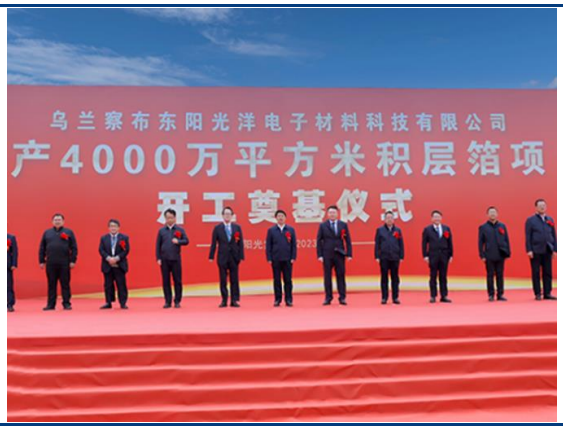
资料来源：公司官网，公司公众号，公司 2025 年年报，中国证券报《东阳光：联合发布 SST 智能直流供电方案》，华创证券整理

仅供内部参考，请勿外传

（二）产能建设：乌兰察布基地稳步推进

内蒙古乌兰察布为正在建设的世界级的化成箔生产基地。该基地由公司与东洋铝业合资设立项目主体，总规划投资 12 亿元，分两期落地 4000 万㎡/年积层箔产能。一期年产 2000 万㎡粉末积层箔项目 2023 年 4 月开工，2024 年 7 月正式投产，截至 2025 年 8 月产能约 50 万㎡/月，已开始向客户批量供货，二期年产 2000 万㎡积层箔为入园协议既定规划，依据一期实施情况推进。

图表 26　乌兰察布基地开工仪式



资料来源：公司官网

图表 27　乌兰察布基地实拍图



资料来源：公司官网

图表 28　乌兰察布基地两期落地



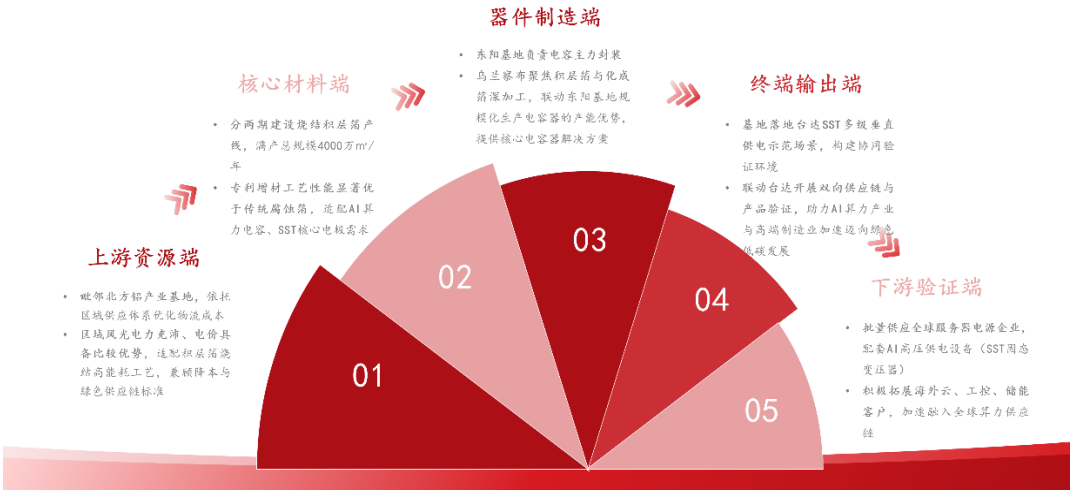
资料来源：公司 2025 年年报，公司官网，公司公众号，中国电子元件行业协会，中宏网《民企风采 | 内蒙古乌兰察布东阳光化成箔有限公司》，中证网《东阳光与台达签署战略合作协议 AI+业务实现常态多元化落地》，东阳光《关于签署项目入园协议的公告》（临 2022-92 号，22.9.23），乌兰察布市发改委《关于乌兰察布东阳光洋电子材料科技有限公司年产 2000 万平方米积层箔生产线项目节能报告的审查意见》，中国企业网《东阳光：提早布局高端元器件为战略支点，抢占人工智能新空间_中国企业网》，东阳日报《企业培育强动能 产能拉满冲开局》，华创证券整理

基地区位与产业协同优势凸显。乌兰察布靠近北方高纯铝原料产区，铝锭运输成本显著下降；当地新能源电力供给充足，匹配积层箔烧结工艺高用电需求；基地同步落地 SST 工业示范产线，可直接联合下游客户开展产品现场验证，缩短新品导入周期，形成“材

仅供内部参考，请勿外传

料—器件—供电设备”的产业链协同，致力打造面向全球算力供应链的重要交付基地。

图表 29 乌兰察布积层箔一体化产业链闭环示意图

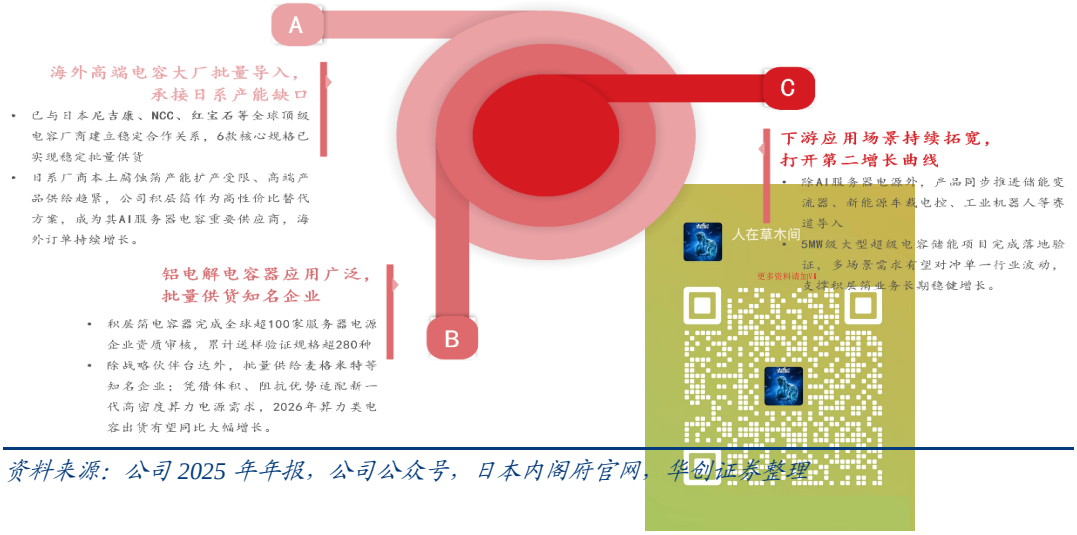


资料来源：公司 2025 年年报，公司官网，公司公众号，内蒙古有色金属促进会官网《蒙西有色金属产业向“新”而行 ---促进会深入会员企业开展产业走访调研》，东阳光《关于签署项目入园协议的公告》（临 2022-92 号，22.9.23），东阳光《关于签订项目投资协议的公告》（临 2017-42 号，2017-07-29），中国证券报《东阳光：联合发布 SST 智能直流供电方案》，中共内蒙古自治区党委网信办《乌兰察布绿色算力引资超 200 亿 助力数字经济发展》，集宁区政府《集宁：栽好营商环境“梧桐树”引来产业发展“金凤凰”》，华创证券整理

（三）客户拓展：已批量供货全球知名企业

公司积层箔电容海内外客户拓展成效显著，算力赛道持续放量且应用边界不断拓宽。依托独家技术与稳定量产能力，产品通过全球头部客户严苛认证，海外已批量供货尼吉康、NCC、红宝石日系电容龙头，填补其高端产能缺口；国内向 TCL、麦格米特等知名企业供货。同时产品延伸至储能、车载电控、工控等领域，多赛道需求对冲行业周期，打开业务第二增长曲线。

图表 30 海内外算力客户双突破



资料来源：公司 2025 年年报，公司公众号，日本内阁府官网，华创证券整理

仅供内部参考，请勿外传

与台达签署战略合作协议，共建 SST 标杆。2026 年 6 月 8 日，公司与全球电源管理及散热解决方案龙头台达在乌兰察布生产基地正式签署战略合作协议，双方围绕电子元器件供应链协同与 SST 多级垂直供电两大领域展开深度合作。

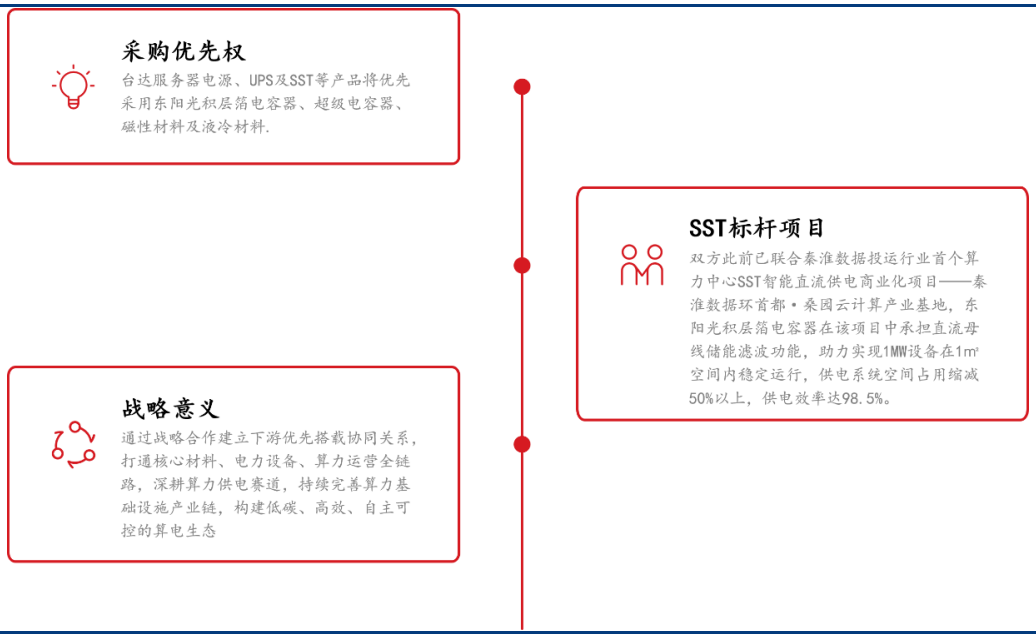
图表 31　东阳光与台达签约仪式



资料来源：公司公众号

双方签订协议锁定双向采购优先权，台达全系服务器电源、UPS、SST 设备优先选用公司积层箔电容、超容、磁性及液冷材料。此前双方联合秦淮数据落地国内首个 SST 算力供电商用标杆项目，公司积层箔电容承担滤波储能作用，实现 1MW 设备仅占地 1 ㎡，机房供电占地缩减 50%、供电效率 98.5%。

图表 32　东阳光与台达合作



资料来源：公司公众号，中证网《东阳光：联合发布 SST 智能直流供电方案》，华创证券整理

仅供内部参考，请勿外传

（四）超级电容：积层箔赋能双路线，双赛道同步卡位

公司超级电容业务依托积层箔核心材料优势，布局 EDLC（双电层超级电容器）与 LIC（锂离子混合型超级电容器）双技术路线，深度契合 AI 服务器电源与新型储能两大高增长场景。全球储能用超级电容装机容量已突破 1GW，且增长迅速，我们预计 2030 年全球储能用超级电容规模将达到 5-10GW。伴随市场需求快速扩容，浙江东阳基地规划建设年产 1300 万只超级电容器生产线，分两期实施：一期建设 300 万只焊柱式 EDLC 及 25 万只螺柱式 EDLC 生产线，二期建设 600 万只焊柱式 EDLC、75 万只螺柱式 EDLC 及 100 万只锂离子超级电容器生产线。

公司 LIC 超级电容能量密度可达 90Wh/kg，微秒级响应可平抑 GPU 瞬时功率波动，适配高端 AI 芯片机柜极高瞬时功率的工况。。旗下广东东阳光超容科技联合国家新型储能创新中心研发，累计交付 30MW 级电力调频储能系统，模组落地十五运场馆保电项目。公司同步布局电网 SVG、柔性直流、算力电源等赛道，依托积层箔、超容、液冷、SST 垂直一体化优势，已逐步构建起“绿色能源—先进制造—算力运营—AI 应用”四位一体的战略生态闭环。

图表 33　超级电容器实物图



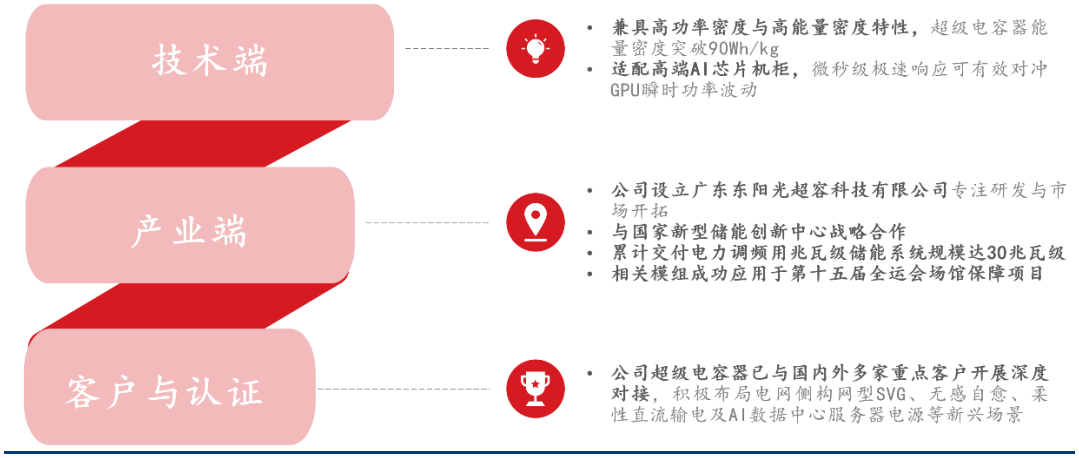
资料来源：公司官网

图表 34　东阳光承建并交付的 5MW 超容储能柜



资料来源：公司公众号

图表 35　东阳光超级电容业务



资料来源：公司 2025 年年报，公司公众号，华创证券整理

仅供内部参考，请勿外传

四、氟化工：一体化氟材料底座，赋能液冷与高端新材料成长

公司依托完整的氯氟一体化产业链布局，实现传统制冷剂业务稳健打底、高端电子氟材料接力成长，并与液冷业务形成产业链协同优势。公司搭建“盐矿—氯碱—制冷剂—氟精细化工”一体化产业体系，三代制冷剂业务稳居国内第一梯队，形成稳定的现金牛基本盘。基于深厚的氟化物合成技术与产业化积淀，公司积极向高附加值领域延伸，重点布局电子氟化液、六氟化钨、三氟化氮、六氟丁二烯等电子特气产品，切入半导体、锂电、光伏等高端制造赛道，开启新材料成长曲线。

（一）氟材技术外溢落地，赋能算力液冷赛道

产业链技术与产能的外溢，进一步赋能公司液冷业务布局。公司 CDU 年产能 4200 台、冷板模组年设计产能 30 万套，同时算力业务为液冷产品提供落地场景、持续释放增量需求，深度把握绿色智算散热赛道发展机遇。自研电子氟化液可精准匹配浸没式液冷核心介质需求，打通“上游氟材料—液冷核心耗材”的垂直配套链路，与公司液冷硬件、整体解决方案形成深度协同，构建材料与部件自产带来的成本与技术优势，持续强化公司算力、新能源双赛道的平台型材料属性。

液冷业务依托氟材料禀赋加速落地。公司前瞻布局“冷板式+浸没式”双技术路线，构建“服务器级—机柜级—系统级”全链条液冷解决方案。2025 年 7 月，浸没式方向独家战略投资芯寒智能，布局气液相变浸没液冷技术，完成从氟化冷却液材料体系、关键工艺到整机系统解决方案的全栈技术储备；与中际旭创合资设立深度智冷公司，已形成以 2MWCDU、冷板为核心的成熟产品矩阵，更高散热功率 CDU、光模块及交换机散热等重点项目稳步推进，并成功对接国内外多个标杆项目。2025 年，公司设立浙江东阳光液冷科技有限公司作为液冷业务核心运营主体，产能端采取“自建+并购”双轮驱动模式；2026 年 6 月完成对广东合瑞盛的收购，进一步提升 CDU、Manifold 等核心产品制造与系统集成能力，液冷核心部件矩阵趋于完整。同时东阳液冷工厂完成冷板模组全工序试生产，规划年产冷板模组 30 万套。自研电子氟化液作为浸没式液冷核心介质，与液冷硬件及系统解决方案形成深度协同，持续强化公司在算力散热领域的材料与部件一体化优势。

图表 36　氟化工核心产品与产能



资料来源：公司 2020 年年报（摘要）、2024 年半年度业绩预告、2025 年年报，公司官网，东阳光《投资者关系活动记录表》（22.11.18–19，22.11.22），华创证券整理

仅供内部参考，请勿外传

图表 37 氟化工主要基地

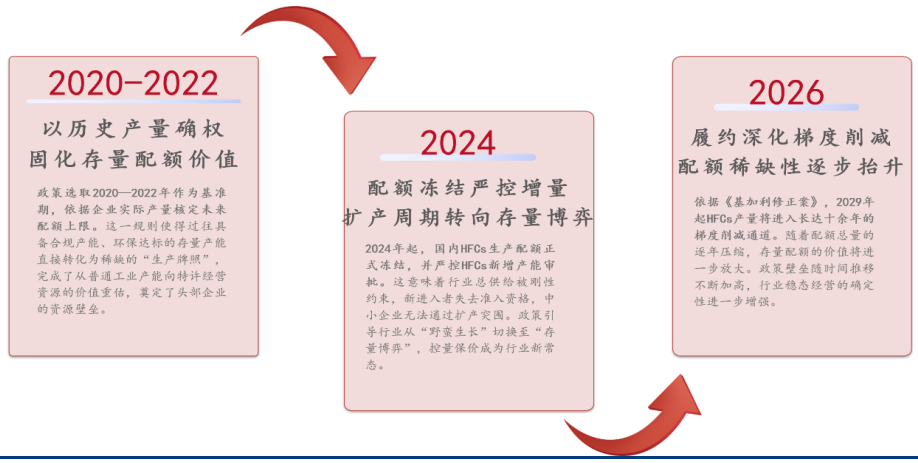


资料来源：东阳光《第十二届董事会第四次会议决议公告》（临 2024-61 号，2024-10-01）、《关于控股子公司增资扩股并引入投资者的公告》（临 2025-71 号，2025-12-26）、《关于签订《战略合作暨投资框架协议》暨放弃子公司增资优先认购权的公告》（临 2021-16 号，2021-03-26），公司官网，中证网《东阳光：上半年归母净利润同比增 170.57% 液冷与机器人业务拓展新增长极》，韶关市生态环境局乳源分局《乳源东阳光电化厂 2020 年度环境信息公开》，华创证券整理

（二）配额政策构筑壁垒，行业格局持续优化

配额管控体系构筑氟化工行业极强的政策壁垒与盈利确定性，是制冷剂业务维持“现金牛”属性的核心制度基石。为践行国际环保履约要求，我国 2024 年正式落地三代 HFCs 制冷剂配额机制，以 2020—2022 年产量为基线核定产能上限，执行 2024 年产能冻结、2029 年梯度削减规则，严控 HFCs 新增产能审批。该政策旨在治理氟化工污染，二代制冷剂破坏臭氧层，三代 HFCs 温室效应极强，通过总量管控实现产业合规有序迭代。

图表 38 国际履约与配额机制落地



资料来源：生态环境部《2024 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，中国证券网《制冷剂配额方案落地在即 行业有望重回景气周期》，中华人民共和国环境生态部官网《生态环境部大气环境司有关负责人就《关于严格控制氢氟碳化物化工生产建设项目的通知》答记者问》，华创证券整理

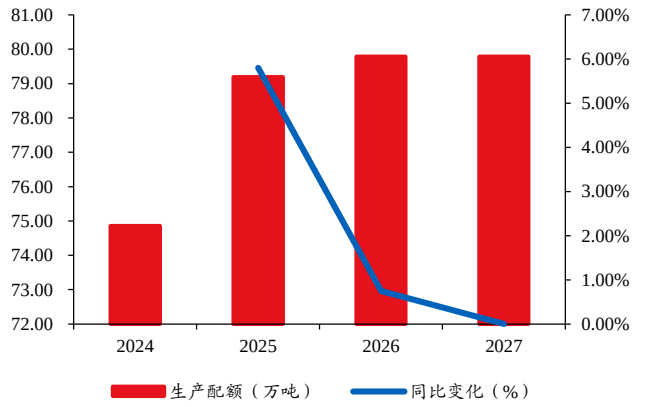
（三）行业周期属性弱化，稳态现金流持续兑现

配额机制彻底重塑行业生态，锁定行业供给总量、弱化周期属性。2026 年国内 HFCs 配额总量仅 79.8 万吨，同比增幅不足 1%，2027 年 HFCs 受控用途生产配额总量与 2026 年

仅供内部参考，请勿外传

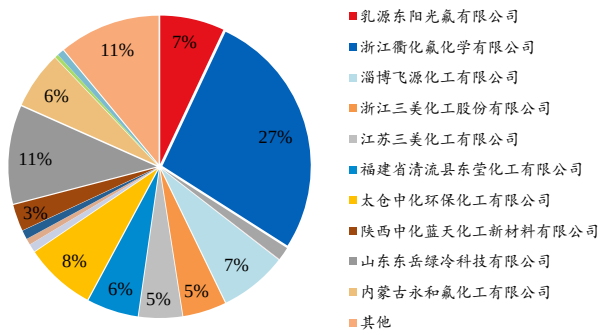
度相同。行业供给增量基本枯竭。配额资源高度集中于头部企业，公司拥有近 6 万吨核心配额。政策终结了行业无序扩产、价格内卷的乱象，行业转入控量保价的稳态经营模式，为公司制冷剂业务带来稳定量价优势与持续现金流。

图表 39　2024-2027 年配额总量及同比变化



资料来源：生态环境部《2024 年度氢氟碳化物生产、进口配额核发表》、《2025 年度氢氟碳化物生产、进口配额核发表》、《2026 年度氢氟碳化物生产、进口配额核发表》、《2027 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案（征求意见稿）》，华创证券整理

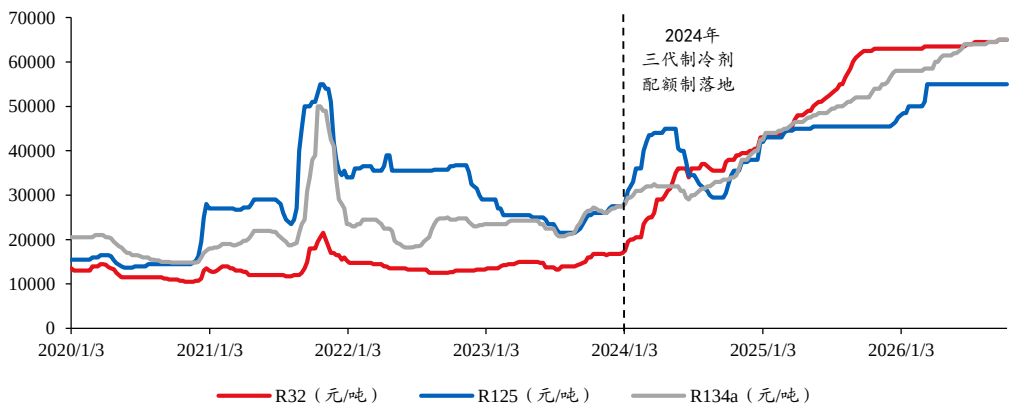
图表 40　2026 年各企业三代制冷剂（HFC）生产配额占比



资料来源：生态环境部《2026 年度氢氟碳化物生产、进口配额核发表》、《2026 年度含氢氯氟烃(HCFCs)和氢氟碳化物(HFCs)生产配额调整情况表》，Wind，华创证券整理（注：东阳光持股乳源东阳光氟有限公司 80.70%，截至 2026 年 10 月 14 日）*

2024 年 HFC 配额制度落地约束供给、优化行业格局，驱动 R32、R125、R134a 价格连年上行，手握配额资源的企业有望显著受益于量价齐升行情。配额管控锁定国内供给增量，制冷剂价格持续抬升：2024 年初 R32 均价仅 1.7-1.8 万元/吨，随后持续上涨；至 2025 年末 R134a R32 分别突破 5.8、6 万元/吨；截至 2026 年 9 月，R32、R134a 均价均达 6.5 万元/吨左右，R125 均价 5.5 万元/吨左右，三大品种价格均创近十年同期新高。国内 2026 年 HFC 总配额仅 79.78 万吨，行业几乎无新增供给，形成控量保价的良性格局；叠加空调、新能源车热泵及海外出口需求支撑，上游厂商定价权持续增强。公司手握大额高毛利 R32、R125 配额，有望收益于配额管控下的行业长期景气，夯实氟化工盈利底座。

图表 41　2020–2026 年 R32、R125、R134a 价格走势



资料来源：百川盈孚，华创证券（注：截至 2026 年 10 月 9 日）*

仅供内部参考，请勿外传

五、盈利与估值

（一）盈利预测

本次盈利预测围绕秦淮数据算力资产（按 30%权益持股，暂不纳入并表）、积层箔高增弹性、氟化工现金底座、液冷一体化协同四大核心业务主线展开。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 191.97/231.86/271.64 亿元，同比增长 28.5%/20.8%/17.2%；综合毛利率分别为 20.8%/22.3%/23.9%；归母净利润分别为 14.97/20.73/27.58 亿元，同比增长 443.4%38.5%/33.0%；对应 EPS 分别为 0.50/0.69/0.92 元。分业务板块假设如下：

1、高端铝箔类

高端铝箔行业长期处于底部，毛利率低，竞争激烈，东阳光凭借质量和市场地位维持稳定量增，收入增长。26 年假设参考 26H1，预计 2026/2027/2028 年收入分别为 70.28/79.66/86.19 亿元，同比增长 18.7%/13.3%/8.2%，毛利率分别为 4.2%/4.2%/4.3%。

2、电子元器件类

电子元器件行业长期竞争激烈，毛利率较低，东阳光凭借质量和市场地位维持稳定量增，收入增长。26 年假设参考 26H1，预计 2026/2027/2028 年收入分别为 37.41/39.17/40.93 亿元，同比增长 5.0%/4.7%/4.5%，毛利率为 18%/18%/18%。

3、化工产品

制冷剂供需受配额影响，价格和利润稳定提升。东阳光氯碱基地位于广东和江西，产业链齐全，利润维持较高位置。预计 2026/2027/2028 年化工产品收入分别为 46.04/49.86/53.65 亿元，同比增长 13.4%/8.3%/7.6%，毛利率分别为 48.0%/48.0%/49.0%，为公司提供稳定经营现金流。

4、能源材料及其他

统计口径调整，2026 年起本类别包括原能原材料板块及其他板块。据公司 2026 年半年报，公司磷酸铁锂量价齐升。东阳光磷酸铁锂 2024 年销量 0.63 万吨；2025 年销量 1.63 万吨，同比约+159%；2026Q1 单季度销量已经达到 0.66 万吨，预计 2026/2027/2028 年收入分别为 15.73/16.90/17.67 亿元，同比增长 99.2%/7.4%/4.5%，毛利率分别为 10%/11%/12%。

5、AI 业务

公司 AI 板块假设涵盖 AI 算力服务、积层箔、液冷三大方向，经测算，预计 2026/2027/2028 年合计收入分别为 15.90/39.00/65.20 亿元，毛利率分别为 35%/35%/37%，成为公司核心增长引擎。

AI 算力服务：公司分两步收购秦淮数据。秦淮数据 2024/2025 年净利润分别 13.09/16.55 亿元，机柜上架率超 93%，长协算力订单锁定 5 年稳定现金流。截至 26 年 7 月，公司已先后落地三笔五年期长期订单，合同总规模约 390-460 亿元，对应平均每年约执行 90 亿元订单，考虑进一步拿单以及订单爬坡，预计 2026/2027/2028 年 AI 算力服务收入分别为 10.00/30.00/50.00 亿元，毛利率分别为 30%/32%/33%。

积层箔及电容器：26H1 AI 业务整体毛利率为 45.39%，其中积层箔及电容器贡献大部分

仅供内部参考，请勿外传

收入。积层箔现有 2000 万平成熟产能，另有 3000 万平新建产能已于 2026 年 7 月开工建设。考虑到下游电容厂商放量，假设 26/27/28 年销量 800 万/1200 万/2000 万平，对应收入 5.60/8.40/14.00 亿元，毛利率分别为 45%/48%/50%。产品独家专利壁垒适配 AI 服务器 SST 直流供电、储能、车载电控，积层化成箔实现向下游高增长应用领域重点客户的批量供货。

液冷：公司液冷组件项目一期于 2025 年 12 月 31 日顺利启动 H200 冷板模组的全工序试生产。该项目一期全面投产后将形成年产微通道水冷板模组 3.1 万套、水冷板模组 3.1 万套、相变冷板模组 7.8 万套、CDU1000 套及 UQD27.1 万套的生产能力，达产后可实现年产值 10 亿元。预计 2026/2027/2028 年液冷收入分别为 0.30/0.60/1.20 亿元，毛利率 25%/28%/30%。自研氟化冷却液、30 万套铝冷板产能对内配套秦淮智算园区，SST 供电方案与超级电容同步落地算力场景，形成“材料-器件-机房”自产闭环，机房 PUE 优化至 1.15 以下，持续拉开与普通 IDC 厂商成本差距。

6、其他业务

预计 2026/2027/2028 年收入分别为 6.62/7.28/8.01 亿元，毛利率为 20%/20%/20%。

图表 42 营收拆分表

单位：百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入								
高端铝箔类	4630.3	4033.8	4411.7	5190.7	5920.9	7028.1	7966.0	8619.2
YoY	33.2%	-12.9%	9.4%	17.7%	14.1%	18.7%	13.3%	8.2%
电子元器件类	3889.6	3586.5	3031.2	3396.5	3562.7	3740.8	3916.6	4092.9
YoY	41.8%	-7.8%	-15.5%	12.1%	4.9%	5.0%	4.7%	4.5%
化工产品	2187.8	2830.2	2278.9	2704.4	4059.8	4603.9	4986.0	5364.9
YoY	67.7%	29.4%	-19.5%	18.7%	50.1%	13.4%	8.3%	7.6%
能源材料及其他	1193.9	1248.4	1131.9	438.2	789.6	1572.9	1689.7	1766.6
YoY	49.1%	-39.1%	7.8%	7.0%	89.0%	99.2%	7.4%	4.5%
其中：能源材料	449	795	643	354	631	1451	1549	1636
其他	745	453	489	84	159	122	140	131
AI 业务						1590	3900	6520
其中：AI 算力服务						1000	3000	5000
积层箔及电容器						560	840	1400
液冷						30	60	120
其他业务	896	0	0	469	602	662	728	801
毛利率								
高端铝箔类	4.8%	9.5%	6.3%	4.6%	4.1%	4.2%	4.2%	4.3%
电子元器件类	28.5%	30.0%	19.8%	21.3%	22.1%	18%	18%	18%

仅供内部参考，请勿外传

化工产品	19.5%	19.1%	12.1%	26.1%	43.3%	48%	48%	49%
能源材料及其他业务		21%	1%	-1%	9%	10%	11%	12%
其中：能源材料		26.4%	-14.8%	-8.9%	3.2%			
其他		10.7%	21.0%	32.1%	30.3%			
AI 业务						35%	35%	37%
其中：AI 算力服务						30%	32%	33%
积层箔及电容器						45%	48%	50%
液冷						25%	28%	30%
其他业务				25.1%	18.7%	20%	20%	20%
总收入	12798	11699	10854	12199	14935	19197	23186	27164
YoY		-9%	-7%	12%	22%	29%	21%	17%
总成本	10045	9332	9648	10419	11965	15172	18035	20678
毛利率	22%	20%	11%	15%	20%	21%	22%	24%

资料来源：Wind，华创证券

（二）投资建议及估值

公司业务较多，我们分业务选取可比公司。AIDC 业务我们选取润泽科技作为可比公司，积层箔业务我们选取国瓷材料、江海股份作为可比公司，AI 电源业务我们选取麦格米特、欧陆通作为可比公司；制冷剂、氟化液等我们选取巨化股份、永和股份作为可比公司；液冷业务，选取英维克、申菱环境作为可比公司。

图表 43 可比公司估值

公司名称	Ticker	收盘价(元)	EPS				P/E			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
润泽科技	300442.SZ	102.90	0.3	1.4	2.9	4.4	n.m.	75.6x	35.5x	23.1x
国瓷材料	300285.SZ	47.3	0.5	0.9	1.6	2.5	115.8x	54.2x	29.6x	19.3x
江海股份	002484.SZ	77.1	0.8	1.2	2.4	4.0	133.1x	66.9x	32.2x	19.5x
欧陆通	300870.SZ	30.6	1.4	2.2	2.6	3.0	21.8x	14.2x	11.8x	10.2x
麦格米特	002851.SZ	29.4	1.2	2.1	2.5	2.9	26.7x	14.3x	11.8x	10.0x
英维克	002837.SZ	64.5	1.2	1.5	2.3	3.2	67.8x	46.9x	28.4x	20.8x
申菱环境	301018.SZ	49.9	0.8	1.4	2.5	3.0	68.6x	54.2x	31.5x	19.5x
巨化股份	600160.SH	58.3	1.1	1.5	2.3	3.1	65.2x	47.4x	28.3x	19.9x
永和股份	605020.SH	102.90	0.3	1.4	2.9	4.4	n.m.	75.6x	35.5x	23.1x
行业平均		47.3	0.5	0.9	1.6	2.5	115.8x	54.2x	29.6x	19.3x
行业中位数		77.1	0.8	1.2	2.4	4.0	133.1x	66.9x	32.2x	19.5x
调整后平均值		30.6	1.4	2.2	2.6	3.0	21.8x	14.2x	11.8x	10.2x

资料来源：Wind，华创证券（注：可比公司盈利数据来自 wind 一致预期，截至 2026 年 10 月 14 日）*

图表 44 公司历史估值图



料来源：Wind，华创证券（注：截至 2026 年 10 月 14 日）*

参考可比公司估值及公司历史估值水平，考虑到公司 AI 算力业务处于高速增长期、积层箔独家技术壁垒有望带来高成长性，我们给予公司 2027 年 55 倍 PE 估值，对应目标价 37.89 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

仅供内部参考，请勿外传

六、风险提示

（一）算力资产并购及整合不及预期

收购秦淮数据剩余 70%股权属于重大资产重组，需股东会、上交所、证监会多环节审核，审批延期会造成秦淮数据无法按期并表；秦淮收入集中头部互联网客户，AI 资本开支下行将冲击 IDC 盈利，制造与算力业务跨板块整合存在磨合风险。

（二）订单结算不及预期

算力订单合同需经交付、验货、验收合格后方计费，若指标不达标整改仍不合格，客户可单方解约，将面临无法结算、前期投入损失风险。

（三）财务与偿债不及预期

截至 2025 年末公司资产负债率超 66%，叠加并购、积层箔、智算园区持续资本开支，付息压力持续上行，融资环境收紧易引发流动性风险；实控人及一致行动人股权质押比例较高，股价大幅波动存在平仓隐患；收购秦淮数据将形成大额商誉，若算力业务盈利不及预期，存在大额商誉减值冲击利润的风险。

（四）积层箔技术与产能竞争激烈

积层箔专利存在保护期限，海外厂商、下游电源企业工艺突破或自研路线将削弱公司技术壁垒；乌兰察布二期积层箔投产存在延期可能性，若 AI 服务器需求放缓，台达、日系电容客户订单不及预期，高毛利积层箔产能利用率与板块毛利率将下行。

（五）氟化工周期与政策不及预期

制冷剂盈利依托配额约束及下游需求共振，家电需求走弱、海外低价货源冲击将压低 R32/R125 产品价格；依据蒙特利尔议定书，2029 年后国内 HFC 配额逐年缩减，叠加四代制冷剂商业化、配额监管政策调整，长期可能压缩三代制冷剂盈利空间。

（六）行业与宏观需求不及预期

若全球 AI 行业缩减资本开支，IDC、液冷、积层箔、超级电容全产业链需求承压；新能源车、储能装机不及预期将拖累能源材料业务；高纯铝、萤石等原料涨价，成本压力难以向下传导，持续压缩公司整体毛利率水平。

（七）非经常性损益扰动

公司持有医药股权，公允价值随股价大幅波动，叠加每年大额股权激励摊销，持续扰动账面净利润，加大估值波动。

仅供内部参考，请勿外传

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,218	7,612	7,130	9,967
应收票据	4	3	4	6
应收账款	3,087	4,446	4,861	5,703
预付账款	297	532	611	745
存货	1,883	2,213	2,623	3,007
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	800	1,260	1,736	1,720
流动资产合计	11,289	16,064	16,965	21,147
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1,039	5,421	5,529	5,640
固定资产	8,080	12,170	13,840	15,509
在建工程	1,180	2,560	3,015	3,296
无形资产	2,104	2,194	2,274	2,347
其他非流动资产	6,299	5,445	4,668	3,917
非流动资产合计	18,702	27,789	29,327	30,709
资产合计	**29,991**	**43,853**	**46,293**	**51,856**
短期借款	8,381	10,681	11,483	11,924
应付票据	168	760	1,015	1,033
应付账款	2,454	3,192	3,661	4,315
预收款项	1	1	1	1
合同负债	96	1,728	2,087	2,445
其他应付款	543	543	543	543
一年内到期的非流动负债	2,338	3,340	2,245	2,385
其他流动负债	305	361	450	546
流动负债合计	14,286	20,605	21,485	23,192
长期借款	3,503	4,469	4,985	5,496
应付债券	485	485	485	485
其他非流动负债	1,541	6,428	5,247	5,636
非流动负债合计	5,529	11,382	10,717	11,617
负债合计	**19,815**	**31,987**	**32,202**	**34,809**
归属母公司所有者权益	9,259	11,203	13,277	16,034
少数股东权益	918	663	814	1,014
所有者权益合计	**10,177**	**11,867**	**14,091**	**17,048**
负债和股东权益	**29,991**	**43,853**	**46,293**	**51,856**

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**1,309**	**8,773**	**2,743**	**5,161**
现金收益	1,600	3,047	4,072	5,017
存货影响	-112	-330	-410	-383
经营性应收影响	-566	-2,117	-987	-986
经营性应付影响	290	3,017	1,173	1,127
其他影响	96	5,155	-1,104	387
投资活动现金流	**-3,835**	**-11,205**	**-3,558**	**-3,522**
资本支出	-912	-6,483	-3,485	-3,453
股权投资	-260	-4,382	-108	-111
其他长期资产变化	-2,663	-341	35	42
融资活动现金流	**3,928**	**4,826**	**333**	**1,197**
借款增加	3,236	4,268	223	1,091
股利及利息支付	-515	-552	-604	-656
股东融资	1,243	0	0	0
其他影响	-37	1,110	714	762

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**14,935**	**19,197**	**23,186**	**27,164**
营业成本	11,965	15,198	18,017	20,661
税金及附加	116	140	168	196
销售费用	304	391	473	554
管理费用	690	883	1,067	1,250
研发费用	565	727	878	1,028
财务费用	532	541	603	673
信用减值损失	-9	-35	-10	-8
资产减值损失	-44	-45	-45	-45
公允价值变动收益	-608	10	10	10
投资收益	188	644	708	779
其他收益	108	108	108	108
营业利润	**392**	**1,993**	**2,747**	**3,642**
营业外收入	2	4	4	4
营业外支出	33	40	40	40
利润总额	**360**	**1,957**	**2,711**	**3,606**
所得税	69	375	520	692
净利润	**291**	**1,582**	**2,191**	**2,915**
少数股东损益	16	85	118	157
归属母公司净利润	**275**	**1,497**	**2,073**	**2,758**
NOPLAT	721	2,020	2,679	3,458
EPS(摊薄)（元）	0.09	0.50	0.69	0.92

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	22.4%	28.5%	20.8%	17.2%
EBIT 增长率	26.3%	180.0%	32.6%	29.1%
归母净利润增长率	-26.5%	443.4%	38.5%	33.0%
获利能力				
毛利率	19.9%	20.8%	22.3%	23.9%
净利率	1.9%	8.2%	9.5%	10.7%
ROE	3.0%	13.4%	15.6%	17.2%
ROIC	4.8%	9.5%	11.7%	12.8%
偿债能力				
资产负债率	66.1%	72.9%	69.6%	67.1%
债务权益比	159.7%	214.1%	173.5%	152.1%
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	65	71	72	70
应付账款周转天数	71	67	68	69
存货周转天数	55	49	48	49
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.50	0.69	0.92
每股经营现金流	0.43	2.91	0.91	1.71
每股净资产	3.08	3.72	4.41	5.33
估值比率				
P/E	315	58	42	31
P/B	9	8	7	5
EV/EBITDA	61	30	22	18

资料来源：公司公告，华创证券预测

仅供内部参考，请勿外传

石化化工新材料团队介绍

组长、首席分析师：孙维容

上海财经大学本科，长江商学院硕士，CPA。曾任职于德勤审计、中金证券、招商证券、国泰海通证券、西部证券，作为团队核心成员，2015 年环保行业新财富入围，2019-2024 年新财富基础化工行业第 1/3/3/2/4/4 名。2026 年加入华创证券研究所。

高级研究员：邹骏程

江西财经大学+麦考瑞大学双学位金融本科，新南威尔士大学金融硕士，4 年化工行业研究经验。曾任职于方正证券、浙商证券、西部证券。2026 年加入华创证券研究所。研究方向：AI 新材料、钾肥、有机硅、农药、食品添加剂、石化等。

高级研究员：李妍

中南大学材料本科，暨南大学金融硕士，3 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券。2026 年加入华创证券研究所。研究方向：AI 新材料（存储、PCB 等）、固态新材料、机器人新材料、聚氨酯、轮胎、化肥等。

研究员：徐思博

华东理工大学本科、硕士，2 年化工行业研究经验。曾任职于中泰证券、西部证券。2026 年加入华创证券研究所。研究方向：AI 新材料（液冷等）、氟化工、聚氨酯、煤化工、氯碱、聚氨酯等。

研究员：王锐

东北财经大学硕士，4 年化工新材料行业研究经验，曾任职于山西证券，2026 年加入华创证券研究所。研究方向：AI 新材料（半导体材料）、人形机器人新材料、消费电子新材料、吸附分离材料、合成生物学、维生素、氨基酸、染料等。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522