金富科技（003018.SZ）

精密制造能力延伸，液冷爆发稳抓先发优势

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	892	760	1,856	2,960	4,582
增长率 yoy（%）	15.4	-14.8	144.2	59.5	54.8
归母净利润（百万元）	141	101	247	501	702
增长率 yoy（%）	27.1	-28.6	145.2	102.7	40.0
ROE（%）	8.9	6.3	16.4	19.0	21.5
EPS 最新摊薄（元）	0.44	0.31	0.77	1.55	2.18
P/E（倍）	94.1	131.8	53.7	26.5	18.9
P/B（倍）	8.4	8.3	6.3	5.3	4.2

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

双主业发展格局确立，2026 年 H1 液冷业绩已显。公司成立于 2001 年，是一家深耕食品饮料包装领域的制造企业，依托长期制造经验积累，通过并购推动液冷散热业务协同发展，下设金富华南、卓晖金属、联益热能三家液冷主体子公司。2026 年 H1 公司液冷业务实现收入 2.76 亿元，包装制品业务收入 4.6 亿元，液冷业务收入占总营收比重达到 37.43%，成为公司第二大收入来源，是业绩高增的核心驱动。

数据中心基建拉动液冷市场扩张，技术路线迭代重塑行业价值。根据中国能源报的数据，2030 年全国数据中心占全社会用电量比例将提升至 6%，液冷相比于风冷散热效率及空间利用率更高，成为能耗优化核心抓手。当前新建数据中心已存在液冷替代风冷的趋势，据 TrendForce 的预测，液冷散热在 AI 芯片的渗透率自 2023 年的 6%快速提升，2027 年有望达到 59%。当前冷板式液冷市场占比约 70%，除散热效率和能耗外，漏液风险和可靠性是各种技术路线均要重点关注的技术要点。未来随着不锈钢波纹管逐步替代 EPDM 橡胶软管，液冷环节扩展至 CX9 网卡、配电板、光收发模块及其他关键零部件，单机柜液冷环节价值量未来也有望持续上升。

公司产能及客户导入先发优势明确，产品技术打造差异化特性。2026 年 Q2 公司液冷业务已实现营业收入 2.76 亿元，毛利 1.37 亿元，毛利已超过卓晖金属、联益热能 2025 年 1-10 月整体水平。子公司长期深耕液冷散热产品的焊接，已形成较为完整的技术和工艺体系。公司已募投 3 亿元用于产能建设，现有产能难以充分满足下游客户订单增长、产品品类拓展及新客户导入需求，具备快速增资扩产的必要性。作为产业链 Tier 2 环节，下游核心客户包括奇宏电子、宝德科技、双鸿电子、CoolIT、富士康、台达电子等，客户粘性较高，后续有望持续形成新的订单增量。

盈利预测与投资评级：考虑到随公司产品延展管路、冷板、分集水器等核心零部件，价值量覆盖有望持续提升；同时算力需求持续带动高性能服务器及数据中心液冷建设，作为产业链 Tier 2 零部件供应商，有望首先受益于需求增长，并为公司业绩增长提供长期稳定支撑。我们预计公司 2026-2028 年营收分别达 18.56/29.60/45.82 亿元，同比分别提升 144%/60%/55%；2026-2028 年归母净利润可分别达 2.47/5.01/7.02 亿元，同比分别提升 145%/103%/40%，EPS 分别为 0.77/1.55/2.18 元/股，公司 PE 分别为 54x/27x/19x，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：数据中心建设进度不及预期、产品渗透率及订单落地不及预期、扩产进度不及预期、市场竞争加剧、测算数据或与实际情况不一致。

买入（首次评级）

股票信息

行业	轻工制造
2026 年 10 月 16 日收盘价(元)	37.69
总市值（百万元）	12,154.18
流通市值（百万元）	10,723.24
总股本（百万股）	322.48
流通股本（百万股）	284.51
近 3 月日均成交额(百万元)	632.45

作者


分析师 张磊
SAC：S1070525100001
邮箱：zhanglei2@cgws.com


分析师 陈子锐
SAC：S1070525110003
邮箱：chenzirui@cgws.com

相关研究

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

包装瓶盖稳态供应，协同布局液冷第二增长曲线 4
公司发展历程与股权架构 4
液冷精密结构件产品成为公司增长新引擎 6
高需求推动液冷行业增长，关键部件提升单柜价值 9
风冷替代关键阶段，数据中心基建拉动液冷环节快速增长 9
冷板式液冷相对成熟，效率及可靠性为技术选择关键驱动 11
焊接工艺支持精密制造，头部客户深绑长期合作 14
并购布局液冷核心零部件 14
产能及客户导入先发优势明确 15
盈利预测及估值 17
风险提示 19

图表目录

图表 1：公司发展历程 4
图表 2：公司股权架构（截至 2026 年 9 月 23 日） 5
图表 3：公司高管及其他核心人员概况 5
图表 4：液冷主要产品 6
图表 5：主营收入构成（按行业） 7
图表 6：主营收入构成（按地区） 7
图表 7：近年公司营业收入及增速 7
图表 8：近年公司归母净利润及增速 7
图表 9：公司近年毛利率、净利率、期间费用率（%） 8
图表 10：公司各业务毛利率（%） 8
图表 11：全国数据中心用电量及占社会用电量比例预测 9
图表 12：数据中心主要能耗环节 9
图表 13：液冷与风冷优势对比 9
图表 14：2023-2027 年 AI 芯片液冷渗透率预测（%） 10
图表 15：2025-2030 年全球区域数据中心规模预测（GW） 10
图表 16：2025-2028 年全球数据中心液冷市场测算（亿美元） 10
图表 17：冷板式液冷、喷淋式液冷、单相浸没式液冷、两相浸没式液冷结构示意图 11
图表 18：液冷技术路线优劣势对比 12
图表 19：冷板式液冷各环节成本占比（%） 12
图表 20：传统橡胶管与不锈钢波纹管性能对比 13
图表 21：采用了不锈钢波纹管的数据中心机柜 13
图表 22：采用了 EPDM 管体的机柜 13
图表 23：公司液冷条线股权结构 14
图表 24：公司液冷相关子公司及业务毛利情况（亿元） 14
图表 25：真空钎焊（左）与激光焊接（右） 15

仅供内部参考，请勿外传！

图表 26：公司募投项目规划 16
图表 27：公司部分下游核心客户 16
图表 28：公司盈利预测 17
图表 29：可比公司估值 17

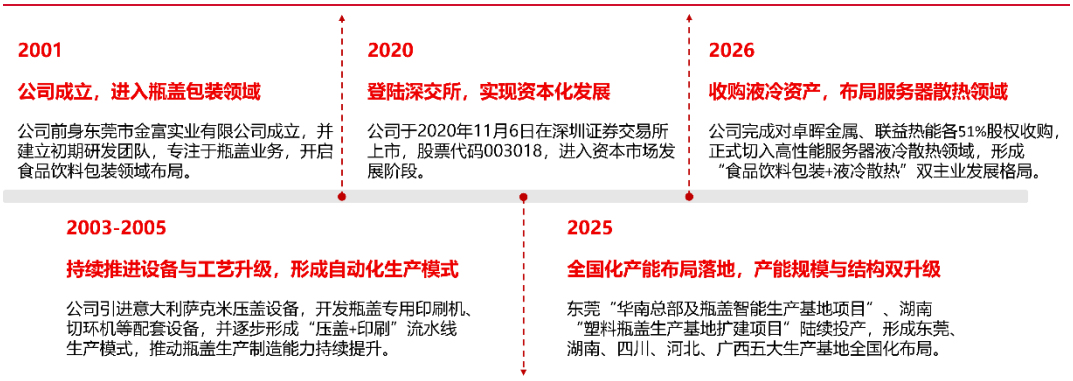
仅供内部参考，请勿外传！

包装瓶盖稳态供应，协同布局液冷第二增长曲线

公司发展历程与股权架构

公司成立于 2001 年，是一家深耕食品饮料包装领域的制造企业，核心业务为应用于饮料、食品等领域用的包装产品的研发、设计、生产与销售。产品体系覆盖饮用水、功能饮料、含气饮料、调味品、奶制品、保健品、日化用品等多元场景，年销量超 200 亿只，长期服务于华润怡宝、景田、可口可乐、燕京集团、达能等知名企业。2026 年，公司通过收购佛山市卓晖金属制品有限公司、佛山市联益热能科技有限公司各 51%股权，切入液冷散热领域。公司液冷散热业务主要从事液冷散热模组精密结构件的研发、生产与销售，产品涵盖液冷流道管路产品、冷板产品以及分集水器。公司依托长期制造经验积累，推动传统包装业务与液冷散热业务协同发展，逐步形成双主业发展格局。

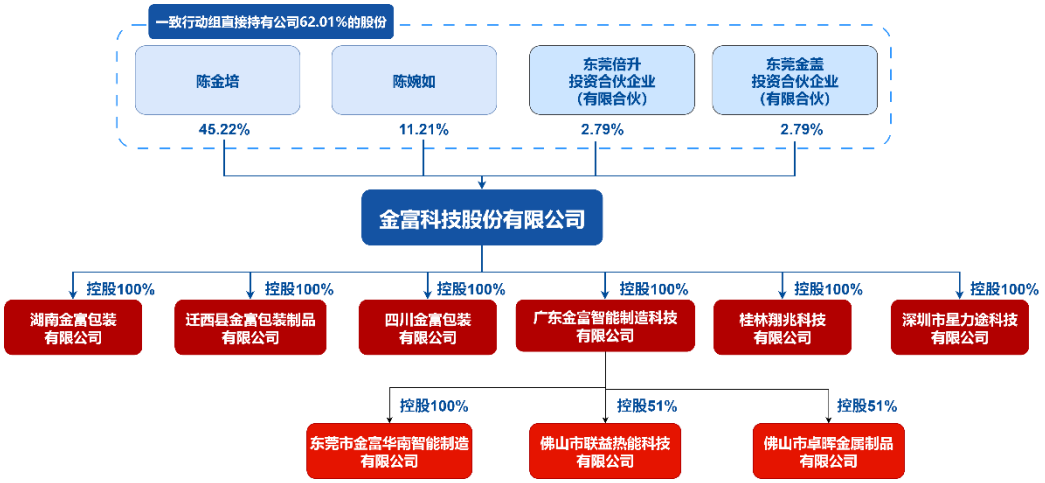
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司 2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

公司股权架构清晰。根据公司 2026 年半年报，公司实际控制人为陈金培、陈婉如和陈珊珊，三人签署《一致行动协议》，其中陈珊珊担任东莞倍升、东莞金盖的执行事务合伙人。根据公司在 2026 年 9 月 23 日发布的《金富科技股份有限公司关于控股股东、实际控制人及其一致行动人持股比例被动稀释的提示性公告》，陈金培、陈婉如分别直接持有公司 45.22%、11.21%的股份，东莞倍升投资合伙企业（有限合伙）、东莞金盖投资合伙企业（有限合伙）分别直接持有公司 2.79%的股份，上述一致行动相关持股主体合计直接持有公司 62.01%的股份。2026 年 9 月向特定对象发行完成后，公司实际控制人未发生变化。公司围绕“食品饮料包装+液冷散热”双轮驱动战略进行业务布局，下设湖南金富包装有限公司、迁西县金富包装制品有限公司、桂林翔兆科技有限公司、四川金富包装有限公司、广东金富智能制造科技有限公司、深圳市星力途科技有限公司等子公司，其中广东金富智能制造科技有限公司作为液冷业务布局平台，下设东莞市金富华南智能制造有限公司，并持有佛山市卓晖金属制品有限公司、佛山市联益热能科技有限公司各 51%股权，进一步拓展液冷散热产品及组件业务。

图表2：公司股权架构（截至 2026 年 9 月 23 日）



资料来源：ifind，金富科技股份有限公司关于控股股东、实际控制人及其一致行动人持股比例被动稀释的提示性公告，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

公司管理团队兼具内部成长经验与专业管理背景。根据公司 2025 年年度报告，董事长兼总经理陈珊珊自 2011 年起在金富有限任职，历任采购员、采购负责人等岗位；董事、副总经理张铭聪历任副总经理助理、总经理助理、董事会秘书兼总经理助理等职务；董事、财务总监熊平津曾任华塑控股股份有限公司财务经理、中国南玻集团股份有限公司高级财务经理等职务。核心管理层覆盖公司经营管理及财务管理等关键领域，为公司持续发展提供管理支持。

图表3：公司高管及其他核心人员概况

姓名	主要职务	履历
陈姗姗	董事长、总经理	1990 年出生，女，中国国籍，本科学历。2011 年 6 月起进入金富有限工作，历任采购员、采购负责人；2016 年起担任金富科技董事，2017 年 5 月至今担任公司董事长兼总经理，同时兼任湖南金富、迁西金富、四川金富、翔兆科技、金富智能、卓晖金属、联益热能等公司相关职务。
陈婉如	董事	1957 年出生，中国国籍。曾任金富包装董事、惠州市百顺得实业有限公司及惠州市祖裕实业有限公司执行董事、经理；2001 年 1 月起在金富有限任职，历任监事、董事、总经理，现任公司董事，采购总监，同时兼任东莞市祖裕物业投资有限公司监事，上海经邦股权投资基金管理有限公司董事。
熊平津	董事、财务总监	1984 年出生，男，中国国籍，本科学历，高级会计师。曾任华塑控股股份有限公司财务经理、中国南玻集团股份有限公司高级财务经理、广州海科电子科技有限公司财务总监。现任公司董事、财务总监。
张铭聪	董事、副总经理	1987 年出生，男，中国国籍，硕士学历。曾任东莞市百思特服饰有限公司外贸业务员、金富包装员工；2012 年 11 月起在金富有限任职，历任副总经理助理、总经理助理、董事会秘书兼总经理助理、监事会主席，现

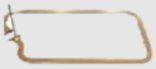
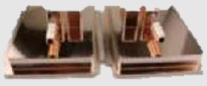
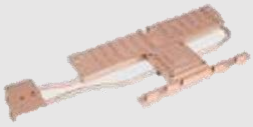
		任公司董事兼副总经理、内审部负责人、翔兆科技董事、金富智能监事。
吴小霜	董事会秘书	1982 年出生，女，中国国籍，本科学历，持有国家法律职业资格证书。2007-2019 年，曾任深圳市皇庭国际企业股份有限公司监事、证券事务部副总经理、证券事务代表。2019 年 5 月起在公司任职，担任证券事务代表兼法务负责人，现任公司董事会秘书兼法务总监。

资料来源：ifind，公司 2025 年年报、公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

液冷精密结构件产品成为公司增长新引擎

公司液冷产品主要聚焦液冷散热模组精密结构件。公司液冷板块主要从事液冷散热模组精密结构件的研发、生产与销售，主营液冷流道管路产品（铜、不锈钢、铝液冷管路组件及配件、波纹管组件等管路产品）、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）的研发、生产及销售，产品具有高度定制化特征，广泛应用于高性能服务器散热场景。

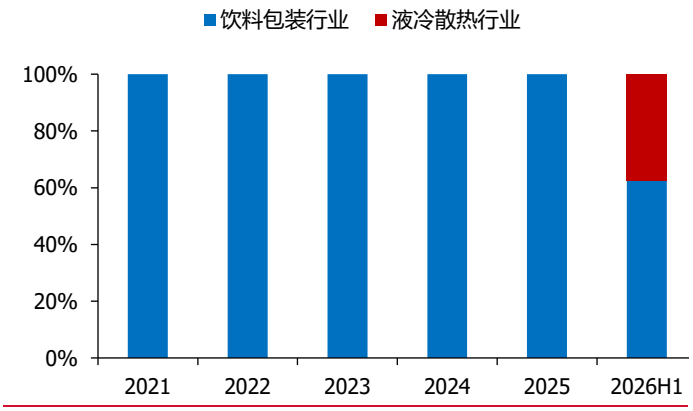
图表4：液冷主要产品

产品名称	产品图片	产品用途
散热铜管组件		适用于服务器散热模组间的连接
波纹管及组件		适用于服务器散热模组的管道连接
水冷头组件		适用于服务器 GPU、CPU 散热
分集水器		适用于服务器散热
铜水冷板		适用于服务器散热
内存条模组		适用于服务器内存条散热

资料来源：公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

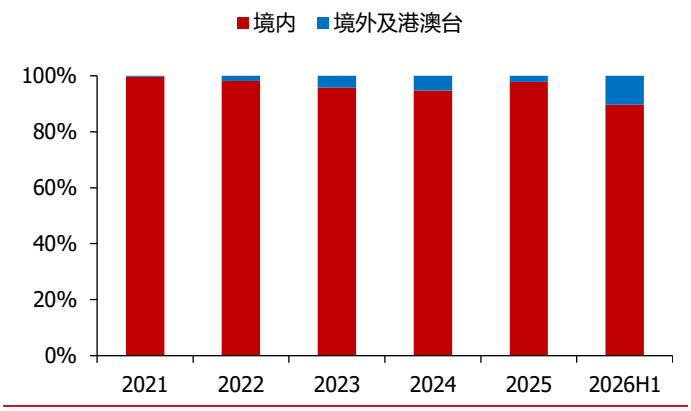
公司主营业务更新，液冷成为强大主力。公司主营业务分为传统包装制品业务与液冷散热产品及组件两大板块。2026 年上半年液冷业务实现收入 2.76 亿元，包装制品业务收入 4.62 亿元；液冷业务收入占总营收比重达到 37.43%，成为公司第二大收入来源。公司业务结构发生明显变化，液冷新业务在收购落地后快速放量，业务从单一包装主业逐步切换为包装+液冷双主业模式。从地区结构来看，公司收入以境内为主，但境外及港澳台收入占比呈持续提升趋势。2025 年境外收入占比仅 2.24%，2026H1 境外及港澳台收入占比已提升至约 10.32%，反映公司产品出海节奏加快。随着液冷散热业务下游客户拓展至海外服务器厂商，预计后续境外收入占比有望进一步上行。

图表5：主营收入构成（按行业）



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

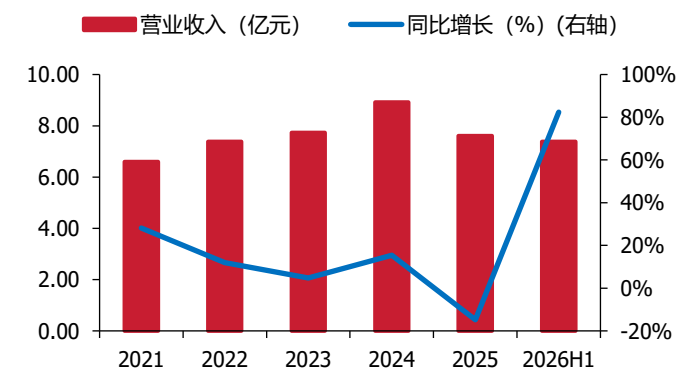
图表6：主营收入构成（按地区）



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

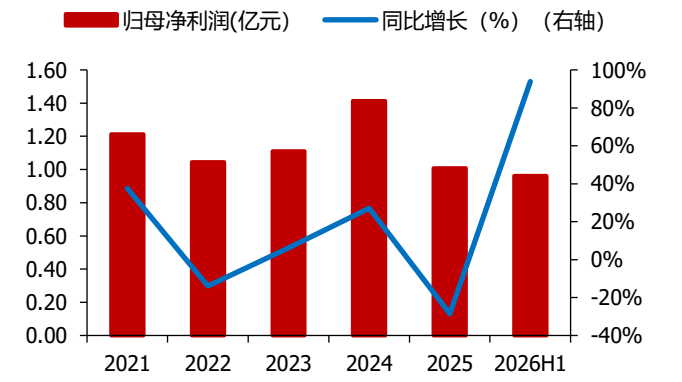
双业务格局成效显著，液冷业务推动营收高增。2021-2025 年公司营业收入维持平稳增长，2025 年营收 7.60 亿元；2026 年上半年公司实现营业收入 7.38 亿元，去年同期仅 4.05 亿元，同比+82.38%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比+93.87%。传统包装业务盈利保持稳健，液冷业务收购并表是 2026H1 公司营收高增的核心驱动。

图表7：近年公司营业收入及增速



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

图表8：近年公司归母净利润及增速

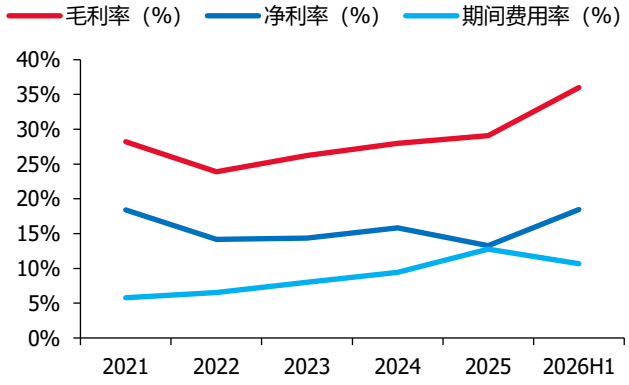


资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

盈利能力层面，2022-2025 年公司整体毛利率由 23.89%提升至 29.09%；2026H1 整体毛利率进一步提升至 36.00%，同比+10.09pct，核心增量来自高毛利液冷业务并入。液冷服务器精密结构件定制化程度高，具备较高的加工工艺壁垒，产品附加值显著高于传统饮料包装件，液冷板块毛利率显著高于原有包装业务，拉动公司整体盈利水平上行。

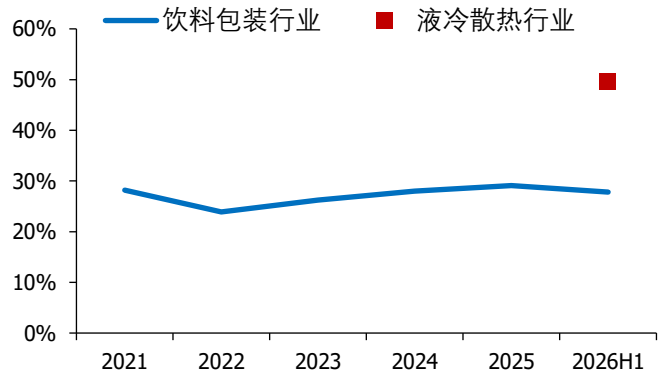
随着液冷业务持续放量，公司盈利结构有望持续优化。

图表9：公司近年毛利率、净利率、期间费用率（%）



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

图表10：公司各业务毛利率（%）



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

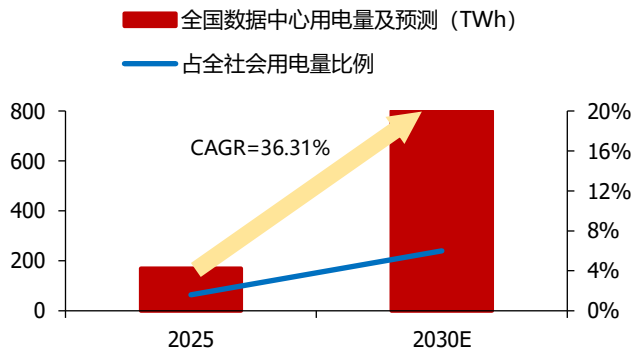
仅供内部参考，请勿外传！

高需求推动液冷行业增长，关键部件提升单柜价值

风冷替代关键阶段，数据中心基建拉动液冷环节快速增长

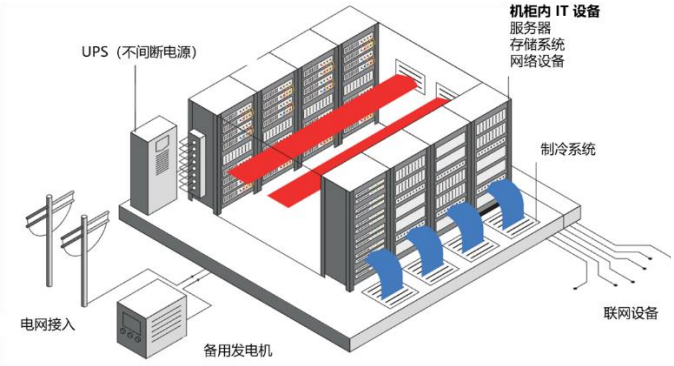
数据中心绿色转型及能耗优化需求迫切。电力能耗是数据中心的基础命题，根据中国能源报的数据，2025 年，全国数据中心用电量约 170 太瓦时，预计到 2030 年攀升至 800 太瓦时，2025 年至 2030 年 CAGR 约 36.31%，占全社会用电量比例由 1.6%提升至 6%，行业始终在寻求算力与电力的高效协同方法。其中，根据 IEA 官网的测算，高效超大规模数据中心冷却系统在总能耗占比约 7%，效率较低的企业数据中心可超过 30%，是除 IT 设备外能耗占比最高的环节，因此液冷系统优化是数据中心低碳发展的核心抓手。

图表11：全国数据中心用电量及占社会用电量比例预测



资料来源：中国能源报，长城证券产业金融研究院

图表12：数据中心主要能耗环节



资料来源：IEA 官网、长城证券产业金融研究院

液冷应用可显著降低数据中心能耗，同时更适合高功率密度 AI 机柜。当前新建数据中心也已存在液冷替代风冷的趋势，其优势一方面在于提升空间利用率，另一方面在于液冷散热效率更高。凭借优异的热学与流体特性，液冷已成为公认的解决方案，在相同温差条件下，水的单位体积输热能力约为空气的 4000 倍，同时水的导热系数大约是空气的 30 倍。谷歌最早在 2018 年上线的 TPU v3 采用液冷技术，服务器的体积仅为风冷机型的近一半，这得益于小巧的冷板替代了笨重的散热片。相比采用风冷的 TPU v2，芯片部署密度提升了一倍，整机规模扩大至原来的四倍。

图表13：液冷与风冷优势对比

对比维度	液冷优势
单位体积输热能力	约为空气的 4000 倍（相同温差下）
导热系数	约为空气的 30 倍
服务器几何体积	约为风冷的一半
芯片部署密度	翻倍（TPU v3 相比于 TPU v2）
超算整体规模	4 倍（TPU v3 相比于 TPU v2）

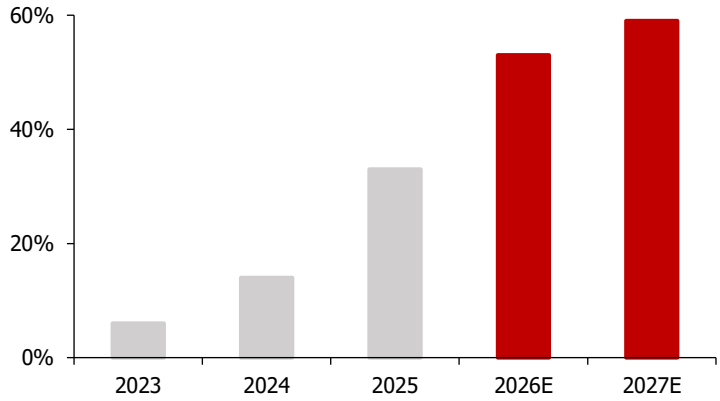
资料来源：Google Cloud，长城证券产业金融研究院

当前 AI 数据中心处于风冷转液冷技术转型的阶段。从技术迭代角度，NVIDIA Rubin 系

仅供内部参考，请勿外传！

列机柜采用 100%液冷架构来降低能耗和运营成本[1]；根据 TrendForce 官网 2026 年 8 月 17 日的文章，Google 超 80%的 AI Server 已采用液冷技术；昇腾 960 超节点同样采用全液冷设计[2]。风冷替代一方面是为了符合国家 PUE 标准，满足长远效益，另一方面也是伴随 AI 机柜功率热密度提升的必然选择。液冷渗透率将随着终端厂商技术选择快速增长，根据 TrendForce 的预测，液冷散热在 AI 芯片的渗透率自 2023 年的 6%快速提升，2027 年有望达到 59%。

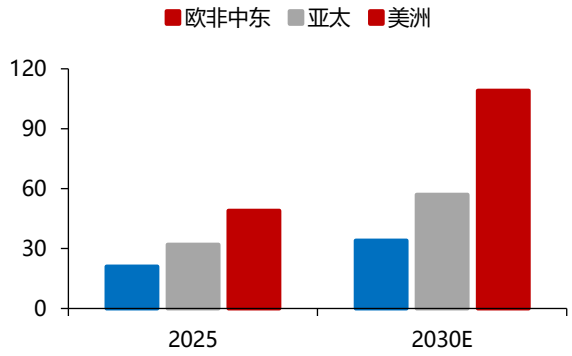
图表14：2023-2027 年 AI 芯片液冷渗透率预测（%）



资料来源：TrendForce 官网，长城证券产业金融研究院

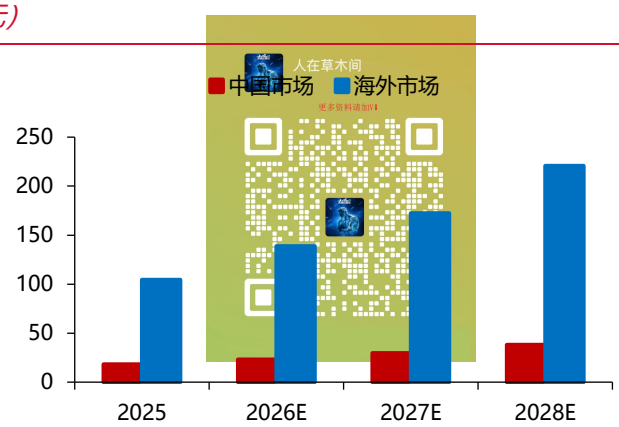
AI 拉动数据中心基础建设，随之拉动液冷市场规模增长。根据 JLL 官网的测算，2025 年 AI 仅占数据中心负载的 1/4，大部分需求集中在模型训练，预计 2027 年推理工作负载可能会取代模型训练成为 AI 的主要需求。伴随 AI 及云计算需求推动，当前仍处于基础设施建设阶段，预计 2025-2030 年间将增加 97GW 的数据中心，2030 年总容量达到 200GW，2025-2030 年 CAGE 为 14.42%。建设需求主要集中在美洲，其次是亚太，根据 CUSHMAN &WAKEFIELD 官网的数据，东南亚又占了亚太建设总量约 50%的份额。装机量扩张拉动上游数据中心液冷市场增长，根据零氪 1+1 公众号的预测，预计 2028 年全球市场规模将达到 258.8 亿美元，2025-2028 年 CAGR 为 28.31%，液冷市场增速高于数据中心容量的增长。

图表15：2025-2030 年全球区域数据中心规模预测（GW）



资料来源：JLL 官网，长城证券产业金融研究院

图表16：2025-2028 年全球数据中心液冷市场测算（亿美元）



资料来源：零氪 1+1 公众号、长城证券产业金融研究院

[1] NVIDIA 官网
[2] 中国经营报

冷板式液冷相对成熟，效率及可靠性为技术选择关键驱动

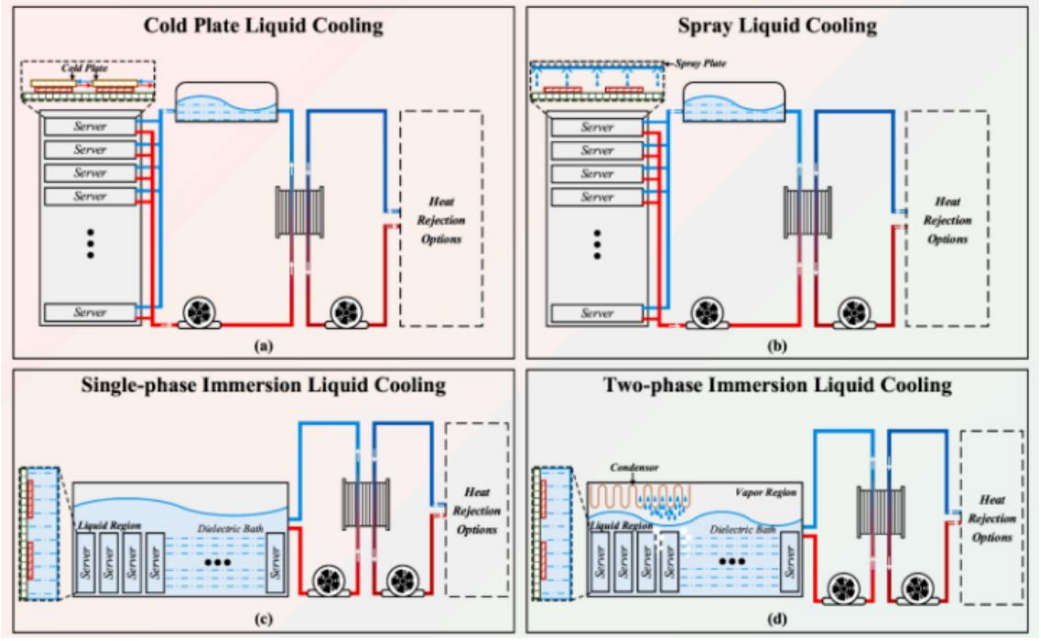
数据中心液冷方案主要分为三种。根据化工学报，液冷技术根据冷却液与芯片是否直接接触可分为间接液冷和直接液冷，间接液冷主要是冷板式液冷，直接液冷主要有喷淋式液冷和浸没式液冷。目前冷板式液冷发展相对成熟，其应用比例与市场规模均远大于浸没式液冷与喷淋式液冷，而直接液冷理论上具有更好的散热效果。

（1）冷板式液冷：冷板通常是由铜、铝等导热金属制成的密封腔体，并在内部配备不同的通道结构用以强化换热。冷板位于服务器内部并与芯片直接接触，芯片的热量通过热传导传递至冷板，再由其中的循环冷却液带走，温度升高后的冷却液通过换热器与冷源间的循环将热量排出。在冷板式液冷的领域中，微通道冷板具备散热能力强、传热阻力低、体积紧凑等优点。

（2）喷淋式液冷：喷淋式液冷系统是将低温冷却液直接喷淋在芯片上，吸热后的高温冷却液通过换热器降低温度而后再次进入服务器喷淋。其与单相浸没式液冷系统相比强化了对流换热且冷却液用量更少，但喷淋过程中冷却液遇到高温的电子部件会出现飘逸，目前在数据中心的应用较少，喷淋式液冷中喷雾冷却技术受关注度较高。

（3）浸没式液冷：浸没式液冷是将 IT 设备浸没于冷却液中并通过其循环进行高效热传递，研究中常用的冷却液主要有电子氟化液、全氟胺、矿物油、合成油和去离子水。根据冷却过程中柜体内浸没液是否发生相变，浸没式液冷可分为单相浸没式液冷和两相浸没式液冷。两相浸没式液冷系统利用冷却液的相变潜热吸收热量，其热通量相较于单相浸没式液冷更高。

图表17：冷板式液冷、喷淋式液冷、单相浸没式液冷、两相浸没式液冷结构示意图



资料来源：《Chemical Engineering Science》，长城证券产业金融研究院

当前冷板式液冷技术最成熟。在主流数据中心液冷方案中，冷板式液冷应用比例与市场规模最大，根据通信电源技术公众号 2026 年 8 月 21 日发布的文章的数据，冷板式液冷市场占比约 70%。除散热效率和能耗外，漏液风险和可靠性是各种技术路线均要重点关注的技术要点。

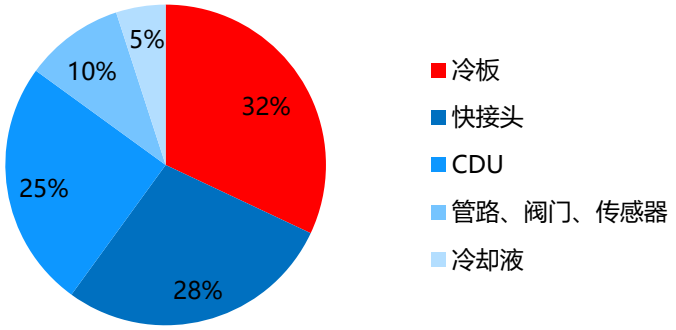
图表18：液冷技术路线优劣势对比

技术类型	核心优势	主要劣势
冷板式液冷	技术最成熟；微通道嵌入式设计散热能力强，最高可达 3190W/cm²；组件体积小，部署改造灵活	仅针对 CPU 等高发热芯片散热，内存、硬盘等仍需风冷，PUE 下降空间有限；微通道结构制造难度大；需高纯净度冷却液以防堵塞
浸没式液冷	PUE 普遍低于 1.1，两相浸没式液冷 PUE 可达 1.05-1.07；支持单柜 100kW 以上高功率密度散热	性能依赖冷却液，电子氟化液成本高；液冷箱重量大，维护难度高。
喷淋式（喷雾）液冷	临界热通量极高，被冷却表面温度均匀性优异；冷却液整体用量少	缺乏服务器端规模化应用案例；喷嘴存在堵塞风险，冷却液易飘逸

资料来源：《化工学报》，长城证券产业金融研究院

冷板式液冷架构中，冷板是价值量占比最高的环节。冷板式液冷主要环节包括冷板、快接头、CDU、管路阀门、冷却液等环节，从成本结构来看，根据中粉热管理公众号 2026 年 9 月 15 日发布的文章测算，冷板是冷板式液冷系统价值最高的部件，占比达 32%，公司产品主要涉及冷板、管路阀门环节。

图表19：冷板式液冷各环节成本占比（%）



资料来源：中粉热管理公众号，长城证券产业金融研究院

液冷管路方面，不锈钢波纹管正取代传统 EPDM 橡胶软管。根据芯片与热管理公众号，传统数据中心液冷管路长期以 EPDM（三元乙丙橡胶）为主要材质，其优势在于柔性好、成本低、安装快，但其诸多短板也导致了不锈钢波纹管的替代趋势。英伟达 Vera Rubin 平台已正式禁用 EPDM 橡胶软管，全面采用不锈钢波纹管。另一方面，不锈钢波纹管相比于 EPDM 软管价值量也显著提升，GB200 平台主要采用 EPDM 软管，对应成本约 1000 至 1500 美元；GB300 平台开始在关键连接点以金属波纹管替代橡胶软管，单机柜成本上升至 2000 至 3000 美元。不锈钢波纹管的渗透率及市场空间有望随其他终端液冷方案设计更新而不断提升。

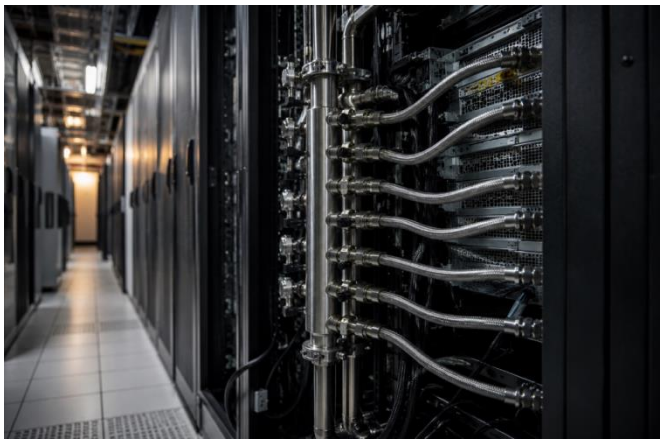
图表20：传统橡胶管与不锈钢波纹管性能对比

性能要求	传统橡胶管	不锈钢波纹管
循环水温已升至 45℃，管路需长期承受高压	仅 3 至 5 年就会出现蠕变和接口密封失效；爆破压力≤2.5MPa	爆破压力高达 25MPa
数据中心运行周期普遍在 10 到 15 年	需要在中期停机更换	生命周期可达 15 年以上
氟化液成为浸没式液冷重要冷却介质	EPDM 遇氟化液会膨胀 5%至 10%并老化剥落	完全兼容氟化液，年腐蚀率不超过 0.01mm
防火和洁净度	高分子软管燃烧会产生熔滴与有毒烟气	不可燃，内壁电解抛光可达半导体级洁净度，无杂质析出

资料来源：芯片与热管理公众号，长城证券产业金融研究院

随液冷架构升级及环节拓展，单机柜液冷价值量有望持续提升。根据零氪 1+1 公众号基于 GB200 架构对液冷系统的价值量拆分，单 GW AI 数据中心液冷系统总价值约 18.61 亿美元。其中机柜侧液冷（包括服务器、交换机、机架、管路）价值量约 5.51 亿美元/GW；CDU 及配套管路系统价值量约 2.85 亿美元/GW，一次侧总价值量整体高于二次侧，但从液冷环节的角度来看，根据 TrendForce 官网，液冷散热配置过去以 GPU/CPU 为主，随着 Vera Rubin 平台导入 Fanless 全液冷架构，液冷环节扩展至 CX9 网卡、配电板（Busbar/Power Board）、光收发模块及其他关键零部件，因此单机柜也冷环节价值量未来也有望持续上升。

图表21：采用了不锈钢波纹管的数据中心机柜



资料来源：LINS VALVE 官网，长城证券产业金融研究院

图表22：采用了 EPDM 管体的机柜



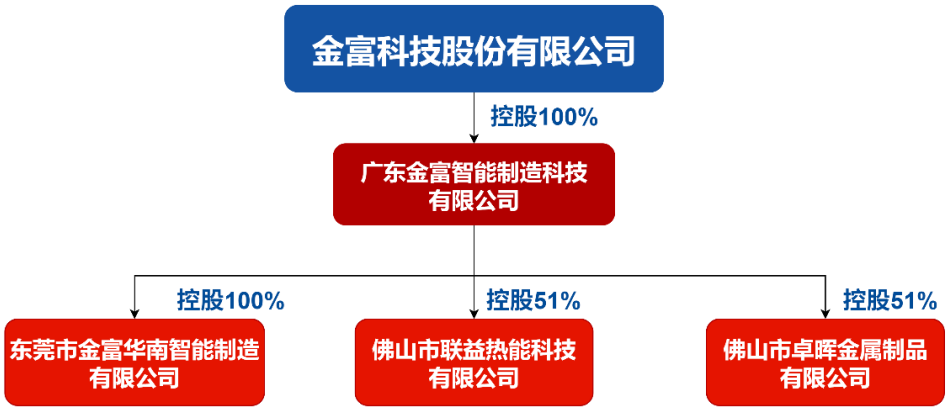
资料来源：Danfoss 官网、长城证券产业金融研究院

焊接工艺支持精密制造，头部客户深绑长期合作

并购布局液冷核心零部件

公司通过三家子公司布局数据中心液冷业务。公司以全资子公司广东金富智能制造科技有限公司作为收购主体，收购了卓晖金属、联益热能各 51%股权，并于 2026 年 4 月份将其纳入公司合并报表范围。同时业绩承诺标的公司 2026 年净利润不低于 1.1 亿元，2027 及 2028 年累计净利润不低于 2.8 亿元，标的公司 2026 年度业绩承诺完成的前提下，公司有权收购标的公司剩余 49%股权。2026 年 Q2 公司液冷散热业务实现营业收入 2.76 亿元、纳入合并报表的净利润超过 4000 万元，因此全年有望完成业绩承诺。2026 年 6 月 11 日，广东金富智能制造科技有限公司又新设立全资子公司东莞市金富华南智能制造有限公司，业务性质为金属制品，布局液冷板生产基地项目，根据公司 2026 年 7 月 31 日投资者关系活动记录表，该子公司主要生产液冷板相关精密加工件，为卓晖金属、联益热能的液冷组件生产提供配套。

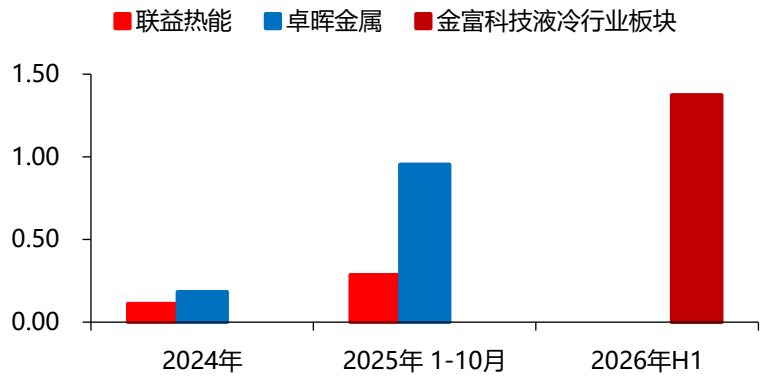
图表23：公司液冷条线股权结构



资料来源：ifind，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

液冷子公司经营情况良好，是公司业绩增长的重要驱动力。受益于液冷赛道高景气度，2026 年第二季度公司液冷散热业务已实现营业收入 2.76 亿元，毛利 1.37 亿元，毛利已超过两家子公司 2025 年 1-10 月整体水平，纳入合并报表的净利润超过 4,000 万元，收入与利润均实现较快增长，有效拉动了公司整体经营表现。

图表24：公司液冷相关子公司及业务毛利情况（亿元）

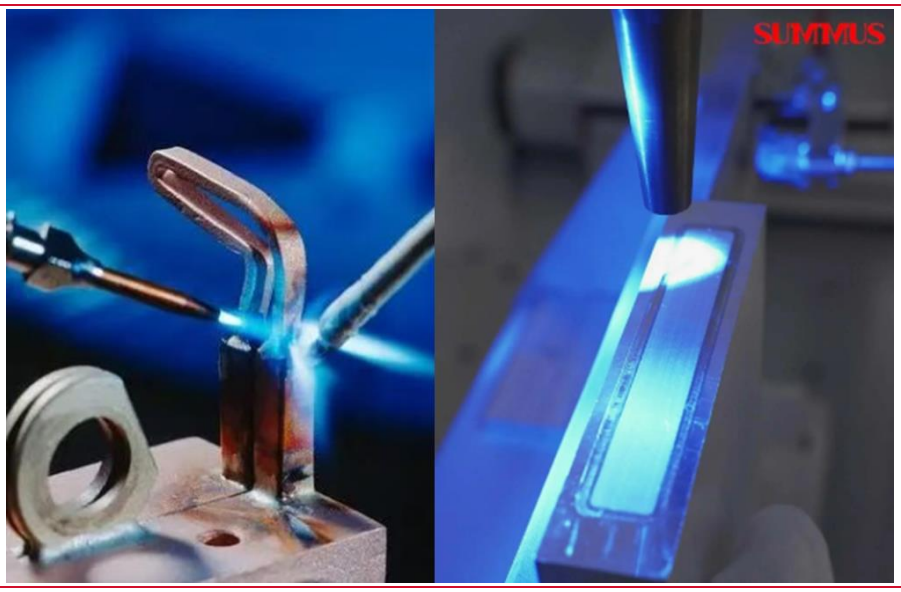


资料来源：金富科技：佛山市卓晖金属制品有限公司财务报表及审计报告 2024 年、2025 年，金富科技：佛山市联

益热能科技有限公司财务报表及审计报告 2024 年、2025 年 1-10 月，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

依靠成熟焊接技术及工艺体系，满足液冷散热产品交付需求。卓晖金属、联益热能长期深耕液冷散热产品的焊接、成型及检测工艺，已形成较为完整的技术和工艺体系。其中，卓晖金属在火焰钎焊、激光钎焊、折弯及精密检测等方面具有较为丰富的技术积累，能够满足液冷管路组件、液冷板及精密辅件等产品对加工精度、密封性能和通流效率的要求；联益热能形成了以连续炉钎焊、真空钎焊和高频钎焊为核心的焊接工艺体系，可适配不同结构、材料及应用场景的液冷散热产品。此外，完整的检测体系也能够较好满足服务器液冷领域对产品精度、可靠性及批量交付能力的要求。

图表25：真空钎焊（左）与激光焊接（右）



资料来源：力星激光精密焊接公众号，长城证券产业金融研究院

产能及客户导入先发优势明确

液冷行业需求起量，积极布局产能建设。2026 年 6 月，公司披露以简易程序向特定对象发行股票预案，拟募集资金总额不超过 3 亿元，全部投向金富科技液冷板生产基地项目、卓晖金属液冷组件改扩建项目、联益热能液冷组件改扩建项目，结合自有资金，产能投资总额约 3.24 亿元，本次定向增发已于 2026 年 9 月 15 日完成募集资金划付，并于 9 月 16 日出具验资报告。各项目拟建设生产车间及配套设施，建设周期为 12 个月。一方面，当前液冷行业正在由少数高功率场景逐步向规模化应用阶段发展，市场需求保持快速增长，公司液冷散热业务仍处于快速发展阶段，现有产能及业务规模尚难以充分满足下游客户订单增长、产品品类拓展及新客户导入需求；另一方面，液冷业务产品以定制化产品为主，不同产品在规格尺寸、性能要求及加工难度等方面存在较大差异，对多工序协同及柔性排产需求较高。因此，在下游需求良好的背景下，公司具备快速增资扩产的必要性。

图表26：公司募投项目规划

项目名称	投资总额（亿元）	募集资金拟投入金额（亿元）
金富科技液冷板生产基地项目	1.48	1.45
卓晖金属液冷组件扩产项目	0.50	0.45
联益热能液冷组件扩产项目	1.26	1.1
合计	3.24	3.00

资料来源：金富科技：光大证券股份有限公司关于金富科技股份有限公司 2026 年度以简易程序向特定对象发行股票上市保荐书，长城证券产业金融研究院

公司已与多个下游核心客户建立了长期稳定的合作。根据浙江省半导体行业协会公众号，液冷产业分工结构较为明确，少数 Tier 1 平台企业负责系统定义、整合与交付，大量专业 Tier 2 企业在冷板、QD、泵阀、换热器、传感器和材料等高可靠环节形成差异化竞争，公司是液冷专业零部件供应商，因此位于产业链 Tier 2 的位置，在产业建设中有望率先起量。公司下游核心客户包括奇宏电子、宝德科技、双鸿电子、CoolIT、富士康、台达电子等。其中，公司与奇宏电子、宝德科技等自 2016 年起即已建立合作关系，具备良好的长期合作基础。当前数据中心液冷行业建设需求紧迫，客户在供应商切换时通常需要重新进行产品适配、可靠性验证及供应链导入，切换成本和验证周期相对较高，因此客户需优先考虑供应商可靠性及稳定性，与供应商粘性较高，同时也有利于公司依靠交付经验持续进行客户拓展，为公司后续业务发展形成新的订单增量。

图表27：公司部分下游核心客户



资料来源：金富科技：2026 年度以简易程序向特定对象发行股票募集资金使用的可行性分析报告，长城证券产业金融研究院

盈利预测及估值

公司通过收购卓晖金属、联益热能快速切入服务器液冷散热领域，随着产品覆盖至管路、冷板、分集水器等核心零部件，价值量覆盖有望持续提升；同时考虑到算力需求持续带动高性能服务器及数据中心液冷建设，作为产业链 Tier 2 零部件供应商，有望首先受益于需求增长，并为公司业绩增长提供长期稳定支撑。

图表28：公司盈利预测

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入（亿元）	7.38	7.73	8.92	7.60	18.56	29.60	45.82
yoy	12%	5%	15%	-15%	144%	60%	55%
总营业成本（亿元）	6.16	6.38	7.32	6.47	11.04	18.37	30.00
毛利率	17%	17%	18%	15%	41%	38%	35%
液冷散热产品及组件							
营业收入（亿元）					10.03	15.05	22.57
营业成本（亿元）					4.99	8.14	13.19
毛利率					50.29%	45.94%	41.59%
包装制品							
营业收入（亿元）	6.98	7.27	8.24	6.84	7.52	8.27	9.10
营业成本（亿元）	5.39	5.43	5.98	4.91	5.44	5.98	6.59
毛利率	22.78%	25.22%	27.36%	28.16%	27.65%	27.75%	27.62%
其他							
营业收入（亿元）	0.40	0.47	0.68	0.77	0.84	0.93	1.02
营业成本（亿元）	0.23	0.27	0.44	0.48	0.52	0.57	0.62
毛利率	43.36%	41.66%	35.69%	37.44%	37.79%	38.48%	38.83%

资料来源：ifind，公司 2022-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

考虑到公司以液冷为主要发展驱动因素，我们选取服务器热管理系统集成及零部件制造领域企业，如五洋自控、申菱环境、奕东电子、英维克、同飞股份作为可比公司，2026-2028 年可比公司 PE 均值分别为 53x/31x/21x，公司 2026 年 Q2 液冷业务兑现情况较好，因此 2026 年 PE 相比于可比公司存在小幅溢价，随着液冷业务持续放量及盈利规模提升，公司估值溢价逐步消化，2027-2028 年 PE 分别回落至 27x/19x，低于可比公司平均水平。

图表29：可比公司估值

股票代码	证券简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300420.SZ	五洋自控	70	1.13	1.77	2.56	62	40	28
301018.SZ	申菱环境	280	4.31	8.97	14.78	65	31	19
301123.SZ	奕东电子	126	2.73	4.55	6.04	46	28	21
002837.SZ	英维克	572	11.50	19.99	30.26	50	29	19
300990.SZ	同飞股份	168	4.02	6.47	9.45	42	26	18
平均值						53	31	21
003018.SZ	金富科技	122	2.47	5.01	7.02	54	27	19

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院；注:可比公司盈利预测为 ifind 机构一致预期，市值及 PE 获取日期 2026 年 10 月 19 日

我们预计公司 2026-2028 年营收分别达 18.56/29.60/45.82 亿元，同比分别提升 144%/60%/55%；2026-2028 年归母净利润可分别达 2.47/5.01/7.02 亿元，同比分别提升 145%/103%/40%，EPS 分别为 0.77/1.55/2.18 元/股，公司 PE 分别为 54x/27x/19x，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

1) 数据中心建设进度不及预期。若下游 AI 数据中心投资建设放缓，公司液冷业务营收及盈利水平或受影响。

2) 产品渗透率及订单落地不及预期。若风冷替代进程放缓、公司液冷产品发生技术迭代、客户验证导入不顺，或影响公司液冷产品销售。

3) 扩产进度不及预期。若募投项目建设、产能释放不及预期，或将制约公司业务扩张与市场竞争能力。

4) 行业竞争加剧。若液冷精密结构件行业竞争加剧，或将导致产品价格下行，压缩公司盈利空间。

5) 测算数据或与实际情况不一致。本报告相关测算基于假设条件，测算结果或与真实经营结果存在差异。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	622	690	1101	1388	2641
现金	226	310	56	89	92
应收票据及应收账款	150	131	471	518	1046
其他应收款	5	3	17	15	35
预付账款	3	2	17	11	29
存货	216	222	520	733	1418
其他流动资产	22	21	21	21	21
非流动资产	1276	1351	2051	2648	2832
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	666	1053	1250	1364	1500
无形资产	155	153	176	200	227
其他非流动资产	455	145	626	1084	1105
资产总计	1899	2041	3152	4036	5473
流动负债	193	252	747	1204	2059
短期借款	55	85	328	669	1113
应付票据及应付账款	103	131	349	451	856
其他流动负债	35	35	69	84	90
非流动负债	128	188	194	195	153
长期借款	106	175	181	182	140
其他非流动负债	22	13	13	13	13
负债合计	321	440	941	1399	2212
少数股东权益	0	0	114	114	114
股本	260	260	322	322	322
资本公积	615	615	852	852	852
留存收益	703	726	903	1141	1481
归属母公司股东权益	1578	1601	2097	2523	3146
负债和股东权益	1899	2041	3152	4036	5473

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	183	211	49	538	96
净利润	141	101	362	501	702
折旧摊销	2	3	119	147	175
财务费用	3	5	18	42	66
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-50	9	-449	-154	-848
其他经营现金流	87	93	0	1	2
投资活动现金流	-352	-139	-817	-741	-354
资本支出	339	149	819	744	358
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-12	10	2	3	4
筹资活动现金流	119	12	195	136	67
短期借款	45	30	243	341	444
长期借款	106	70	6	1	-42
普通股增加	0	0	62	0	0
资本公积增加	0	0	238	0	0
其他筹资现金流	-32	-88	-354	-207	-335
现金净增加额	-53	83	-572	-68	-191

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	892	760	1856	2960	4582
营业成本	642	539	1104	1837	3000
营业税金及附加	5	11	26	41	64
销售费用	6	7	28	44	62
管理费用	46	57	158	252	351
研发费用	29	28	84	133	186
财务费用	3	5	18	42	66
资产和信用减值损失	-4	-1	-2	-4	-5
其他收益	8	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	6	2	3	4
营业利润	165	124	440	610	853
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	164	122	439	608	852
所得税	23	22	77	107	150
净利润	141	101	362	501	702
少数股东损益	0	0	114	0	0
归属母公司净利润	141	101	247	501	702
EBITDA	166	130	571	790	1083
EPS（元/股）	0.44	0.31	0.77	1.55	2.18

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	15.4	-14.8	144.2	59.5	54.8
营业利润（%）	25.6	-24.9	255.8	38.6	39.9
归属母公司净利润（%）	27.1	-28.6	145.2	102.7	40.0
获利能力					
毛利率（%）	28.0	29.1	40.6	37.9	34.5
净利率（%）	15.8	13.3	19.5	16.9	15.3
ROE（%）	8.9	6.3	16.4	19.0	21.5
ROIC（%）	8.0	5.5	14.0	15.4	16.7
偿债能力					
资产负债率（%）	16.9	21.6	29.9	34.7	40.4
净负债比率（%）	-2.3	-1.7	23.1	31.5	37.8
流动比率	3.2	2.7	1.5	1.2	1.3
速动比率	2.0	1.8	0.7	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.7	0.8	1.0
应收账款周转率	6.5	5.5	6.3	6.1	6.0
应付账款周转率	6.2	4.6	5.8	5.5	5.3
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.44	0.31	0.77	1.55	2.18
每股经营现金流（最新摊薄）	0.57	0.65	0.15	1.67	0.30
每股净资产（最新摊薄）	4.89	4.96	6.50	7.82	9.76
估值比率					
P/E	94.1	131.8	53.7	26.5	18.9
P/B	8.4	8.3	6.3	5.3	4.2
EV/EBITDA	80.0	102.0	24.4	18.0	13.5

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES