

供电散热架构升级打开空间，领先财务指标指向放量在即

——AIDC电源&液冷板块2026中报业绩总结

分析师：姚遥 执业S1130512080001 yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 执业S1130522010005 yuwendian@gjzq.com.cn

核心结论：供电散热架构升级打开空间，领先财务指标指向放量在即



- **结论一：领先指标已经开始变化，订单景气逐步向报表端传导。** AI电源方面，800VDC、HVDC、Power Shelf、SST、三次电源等方向多数仍处于客户验证、小批量、备料和产能爬坡阶段，利润表更多反映传统业务景气度、费用投放节奏及汇兑扰动，AI电源贡献仍以订单储备、客户认证、产能建设和备料行为为主，真实弹性需结合订单、存货、产能和费用率观察。液冷方面，海外台系散热厂营收、盈利能力、存货、应收和资本开支已率先验证行业高景气，国内公司则开始在存货、购买商品现金流出、在建工程、固定资产、液冷业务收入和订单展望中体现变化。整体看，产业链已从“有没有订单”逐步走向“能否交付、何时确收、盈利能力如何”。
- **结论二：节奏上，Q3看订单与排产，Q4看交付确收，2027年看利润率和格局分化。** 我们判断，2026Q3国内液冷与电源产业链重点验证订单确认、原材料备货和排产爬坡；2026Q4开始进入批量交付、收入确认和经营杠杆释放阶段，固定资产转固、产能利用率、毛利率和费用率改善将成为核心观察指标；2027年，随着Rubin、ASIC及高压供电架构进一步放量，行业将从普遍景气走向份额和盈利能力分化，客户结构、产能效率、产品迭代和海外交付能力将决定公司中长期竞争地位。
- **结论三：投资上，短期把握订单兑现，中长期关注架构升级。** AI电源短期重点看PSU/HVDC/超容柜订单兑现，中期看三次电源、Power Shelf和800V直降，长期看SST和高压直流化对SiC、高频磁件、电容、直流保护和PCB的系统性拉动。液冷建议沿确定性龙头、高弹性零部件、上游材料升级三条主线配置。2026H1不是业绩释放的终点，而是订单兑现前的验证窗口；后续若海外客户订单和AIDC收入进一步确认，板块有望从主题估值切换至业绩兑现。

中报观察框架：利润表是最后一环，先读前四环

① 客户认证

海外大客户、送样、小批量、批量交付表述

② 订单与备料

在手订单、存货/在产品、合同负债、采购、应付

③ 产能建设

海外基地、高端产线、AIDC测试平台——投向重于规模

④ 费用率

研发强度不降、费用率边际下行——经营杠杆信号

⑤ 利润表兑现

收入/归母/扣非——最后被验证的一环

板块当前位置：多数标的处于①—③之间，头部公司已行至④；⑤尚未集中到来——淡化单季度表观利润波动，重视领先指标

阅读中报的四个关键问题

备料是否为订单服务？

存货（尤其原材料/在产品）↑ + 合同负债↑ + 采购/应付↑ + OCF阶段性承压，组合出现才是订单落地前的准备信号；存货单项上升不等于订单增长

产能投向哪里？

投向海外交付、高端电源、AIDC专用测试、三次电源PCB、HVDC/SST核心部件＝批量交付准备；投向传统低毛利业务则信号意义弱

费用率是否开始下行？

研发费用绝对额维持高位，但收入增速快于费用增速、费用率边际下行，说明前期投入开始被收入端承接——商业化拐点正在临近

表观利润可信吗？

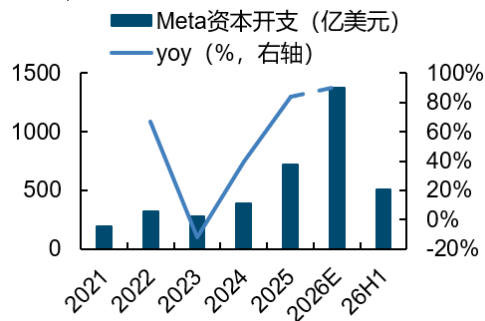
归母与扣非分化时以扣非为准：公允价值变动、出售资产收益是非经常扰动；存货跌价、应收坏账与经营周期相关，不能简单剔除

01 需求端：海外与国内P Capex 上修，高功率AI芯片放量

Capex增长态势不改，高功率AI芯片逐步放量

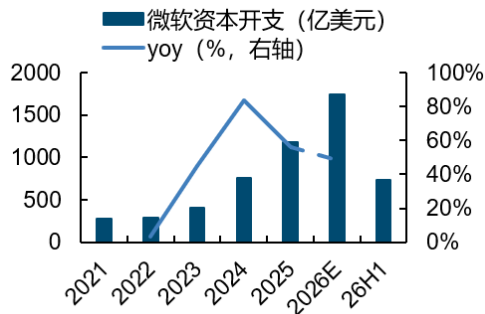
- 谷歌/亚马逊/Meta/微软在26年中报中纷纷上调26年资本开支预期，预计26年资本开支分别为2000/2200/1375/1750亿美元，同比增速分别为119%/71%/90%/48%。26年上半年，谷歌/亚马逊/Meta/微软资本开支分别已达806/963/509/729亿美元，全年预期逐步兑现，头部CSP大厂资本开支的连续上修为AI基础设施扩张提供中长期需求支撑。

图表：Meta预计2026年资本开支1375亿美元，同比+90%



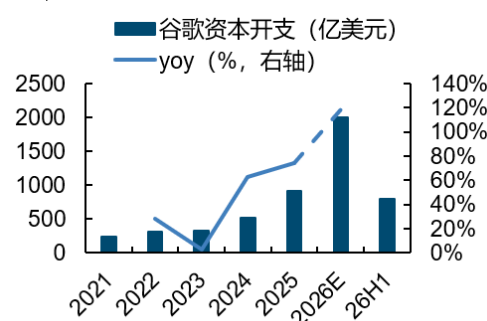
资料来源：meta，国金证券研究所

图表：微软预计2026年资本开支1750亿美元，同比+48%



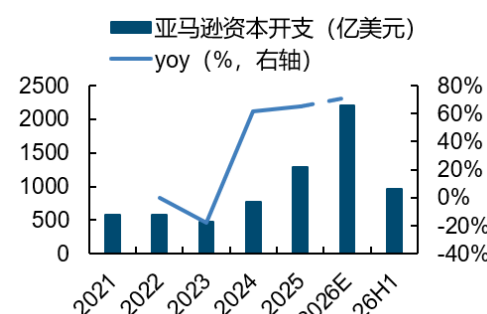
资料来源：微软，国金证券研究所

图表：谷歌预计2026年资本开支2000亿美元，同比+119%



资料来源：谷歌，国金证券研究所

图表：亚马逊预计2026年资本开支2200亿美元，同比+71%

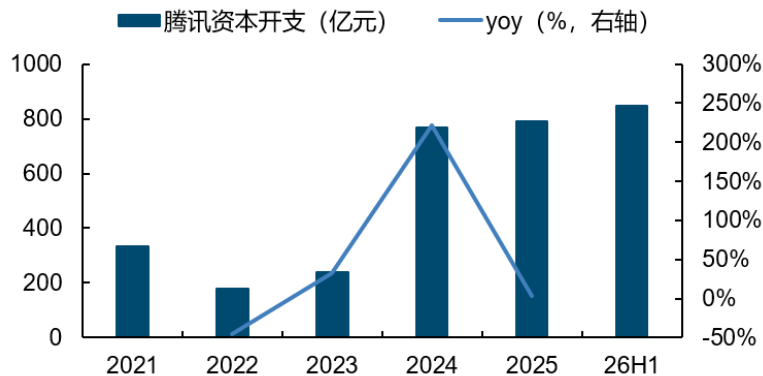


资料来源：亚马逊，国金证券研究所

Capex增长态势不改，高功率AI芯片逐步放量

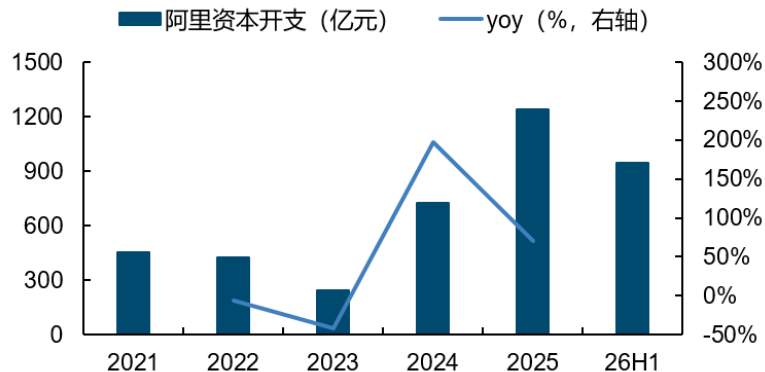
- 国内头部CSP厂商的资本开支自2024年起也有显著扩张，从传统云、常规网络基建向国产算力大模型、千卡/万卡智算中心加速倾斜。2026年上半年，腾讯/阿里资本开支分别为847/946亿元，腾讯2026上半年Capex规模已经超过去年全年，阿里也基本接近去年全年水平，国内CSP厂商正在加快算力部署；字节方面，根据彭博社5月消息，2026年资本支出或超过4000亿元。

图表：26H1腾讯资本开支为847亿元



资料来源：腾讯，国金证券研究所

图表：26H1阿里资本开支为946亿元



资料来源：阿里，国金证券研究所

Capex增长态势不改，高功率AI芯片逐步放量

- 头部芯片设计厂商和北美CSP厂商自研的新一代高功率AI芯片逐步开启规模放量。
- 英伟达Blackwell持续爬坡，成为当前数据中心业务增长的主要驱动力，下一代Vera Rubin平台进入量产交付；谷歌TPU由云端自用向对外销售延伸，二季度首次向客户自有数据中心交付；AWS Trainium2已实现百万颗级部署，Trainium3及Graviton5加速爬坡。

图表：英伟达、谷歌及AWS新一代AI芯片逐步进入放量阶段

公司	型号	出货节奏
英伟达	H200	二季度获得许可后继续向中国客户出货，当前中国H200收入不足数据中心收入的1%
	Blackwell (B200/GB200/GB300)	26Q2超大规模云客户收入490亿美元，增长主要由Blackwell推动
	Vera Rubin	2026年8月开始量产出货，已获得主要云厂商、AI云和服务器OEM订单，预计26Q3贡献约20%的数据中心收入
	Grace CPU	已实现规模化部署，为当前主要数据中心CPU产品，过去12个月收入超过50亿美元，预计27年CPU整体业务收入将翻倍。
谷歌	TPU系统	二季度首次向客户自有数据中心交付，26Q2收入贡献较小，2026年逐步爬坡，大部分收入预计于2027年确认
	Axion CPU	新款面向AI Agent优化的Axion CPU，相较同类产品，每美元可获得的性能高出30%
AWS	Trainium2	截至2025Q4累计落地140万颗，其中Project Rainier部署超过50万颗
	Trainium3	2026Q1披露Uber等客户已开始使用
	Graviton4	已进入成熟部署阶段，2026Q1披露Uber使用Graviton4，Meta将部署数千万个Graviton CPU核心
	Graviton5	2026Q2，Graviton5正式全面可用。Graviton收入承诺环比增至近3倍，Graviton5增长速度接近Graviton4同期的2倍

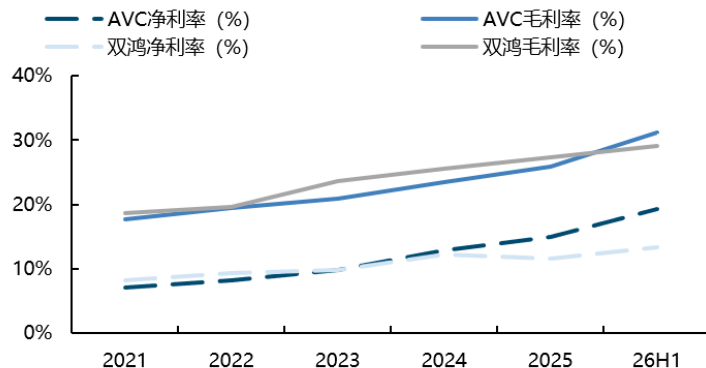
资料来源：英伟达业绩会，Alphabet官网，amazon官网，国金证券研究所

02 液冷：海外景气度率先验证，国内厂商进入订单释放窗口

2.1 台系散热厂商：业绩高速增长，率先验证液冷行业景气度

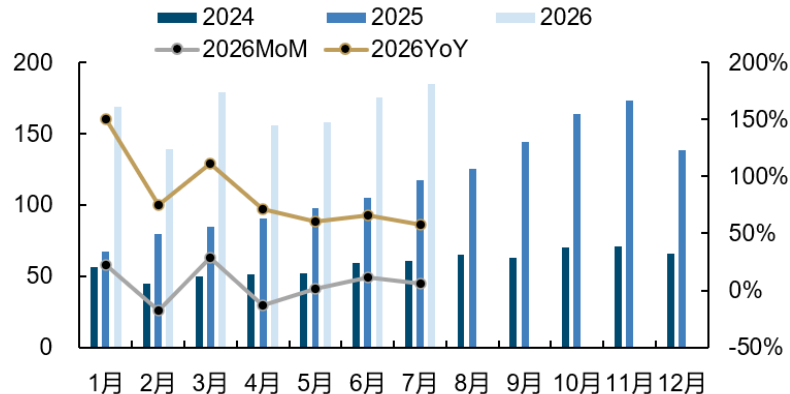
- 从台企散热厂家的财务表现来看，液冷赛道正处于极高变现弹性与超高景气度的黄金上升期。2026年7月，AVC、双鸿单月营收分别达185.90亿、37.65亿新台币，均创历史新高。26H1，AVC毛利率/净利率分别为31.2%/19.3%，较2025全年提升5.4/4.3PCT。双鸿毛利率/净利率分别为29.0%/13.4%，较2025全年年提升1.7/1.8PCT。液冷业务占比提升，推动台系散热龙头收入规模与盈利能力同步提升。

图表：26H1，AVC毛利率/净利率为31%/19%，
双鸿毛利率/净利率为29%/13%



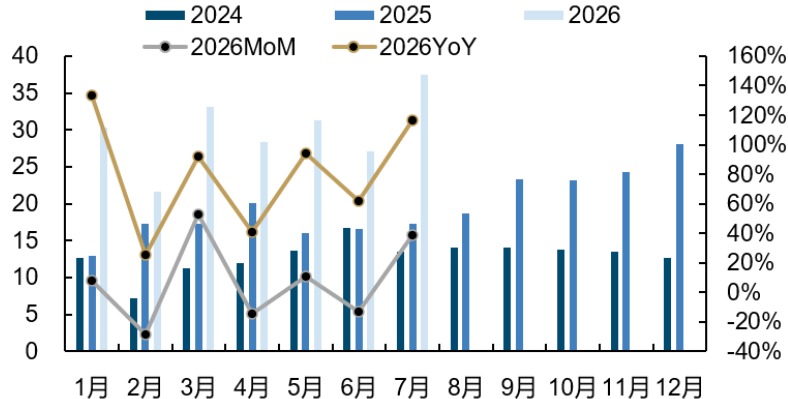
资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：2026年7月，AVC月度营收185.90亿新台币



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：2026年7月，双鸿月度营收37.65亿新台币

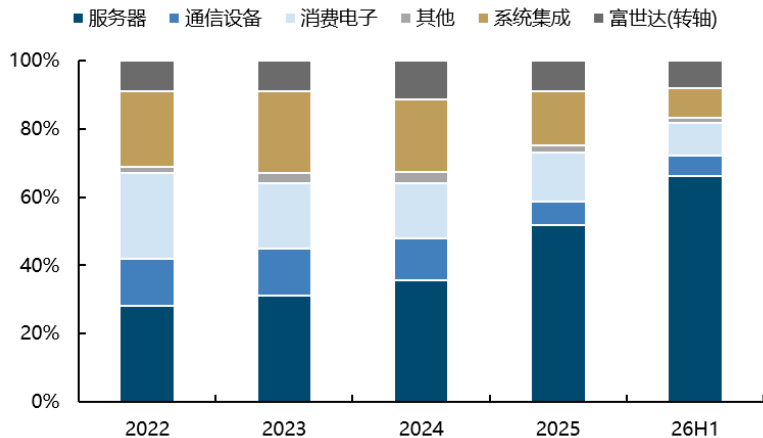


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.1 台系散热厂商：业绩高速增长，率先验证液冷行业景气度

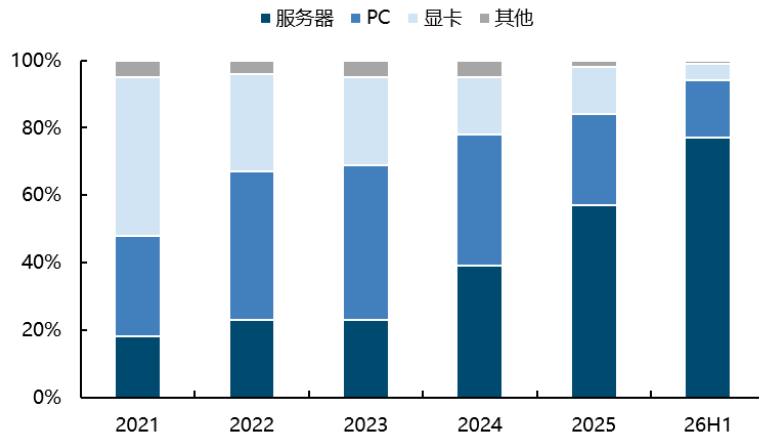
- 收入结构中，AVC、双鸿的服务器业务占比教2025年显著提升，分别达到66%、77%。随着AI服务器液冷需求加速释放，两家公司业务结构持续由消费电子、PC及显卡等传统领域向服务器散热倾斜，高价值量液冷产品占比提升，有望进一步带动收入增长及盈利能力改善。

图表：26H1，AVC服务器业务占比提升至66%



资料来源：公司官网，国金证券研究所

图表：26H1，双鸿服务器业务占比提升至77%

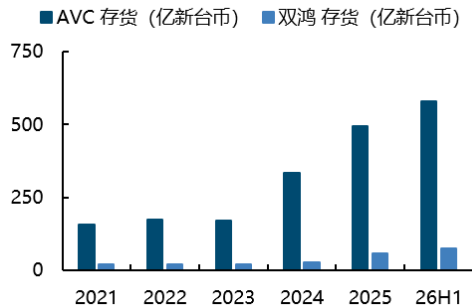


资料来源：公司官网，国金证券研究所

2.1 台系散热厂商：业绩高速增长，率先验证液冷行业景气度

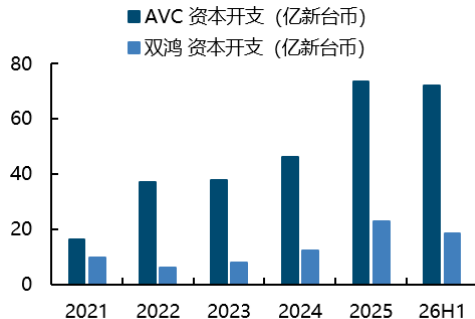
- 台系散热厂商财务数据进一步验证AI液冷景气度。AVC、双鸿存货均处于历史高位，表明零部件订单处于持续备料和排产阶段；两家头部散热企业应收账款规模均接近百亿新台币，侧面反映批量交付已经开始形成收入确认；现金流方面，截至2026上半年，AVC经营性现金流达262.91亿新台币，公司在收入高速增长阶段仍保持较强回款能力，双鸿则在收入放量初期，受存货、应收对营运资金形成占用，经营性现金流相对较低。
- 资本开支方面，台企同样在加紧扩产，AVC、双鸿26H1资本开支均接近2025全年水平。

图表：26H1，AVC存货为578.74亿新台币，双鸿为76.90亿新台币



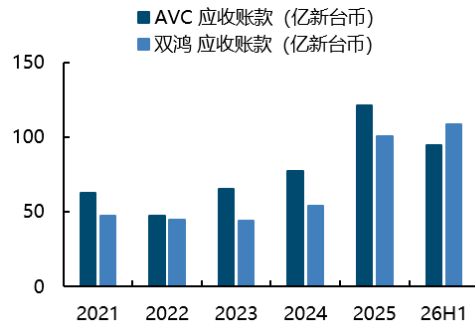
资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26H1，AVC资本开支为71.97亿新台币，双鸿为18.31亿新台币



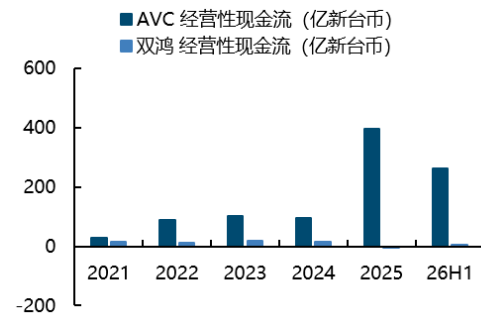
资料来源：iFinD，国金证券研究所

26H1，AVC应收账款为94.88亿新台币，双鸿为109.05亿新台币



资料来源：iFinD，国金证券研究所

26H1，AVC经营性现金流为262.91亿新台币，双鸿为3.76亿新台币

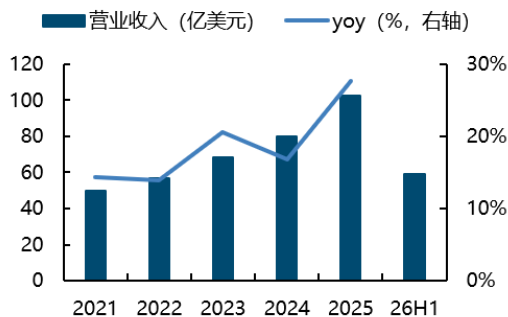


资料来源：iFinD，国金证券研究所

2.1维谛：收入指引上修，盈利能力持续改善

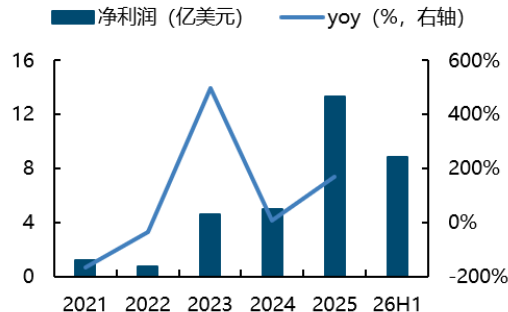
- 2026年上半年，维谛实现营业收入59.24亿美元、同比+27%，其中26Q2收入达到32.74亿美元、环比+23.5%，略低于Q1指引中值，主要受供应链暂时拥堵以及数据中心部署规模和复杂性提升的影响；26Q3收入指引为36.5-38.5亿美元，全年收入预计为138-142亿美元，中位数较Q1指引提高2.5亿美元。
- 2026上半年，维谛实现净利润8.88亿美元，26Q2调整后营业利润7.38亿美元，高于Q1指引；毛利率、净利率分别为37.72%、14.99%，较2025年增长1.96、1.40PCT，主要受益于1) 亚太、欧非中东等地区业务收入占比及毛利率提升；2) 对供应链的控制能力提升。

图表：26H1，维谛营业收入达59.24亿美元



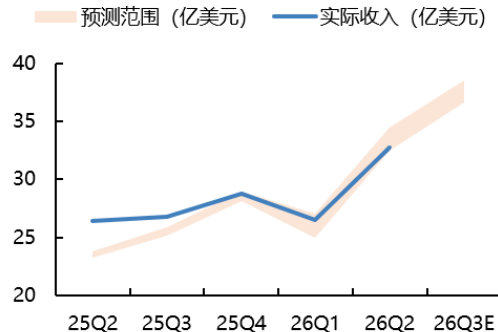
资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26H1，维谛净利润达8.88亿美元



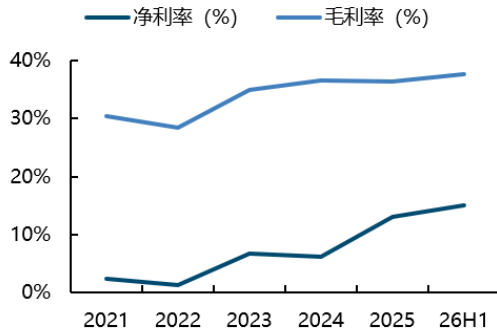
资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26Q2，维谛营业收入达32.74亿美元



资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26H1，维谛毛利率/净利率分别为38%/15%

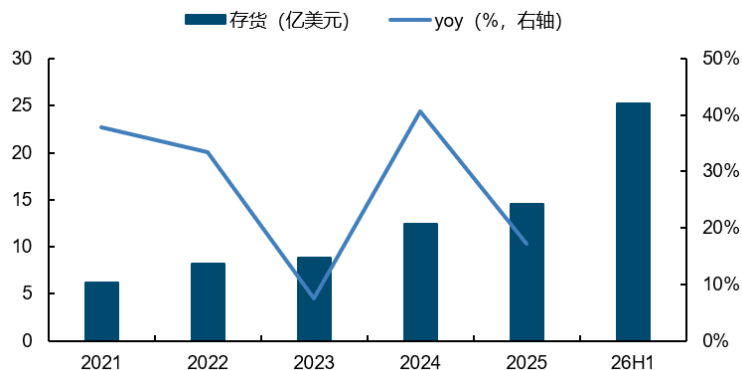


资料来源：iFinD，国金证券研究所

2.1维谛：收入指引上修，盈利能力持续改善

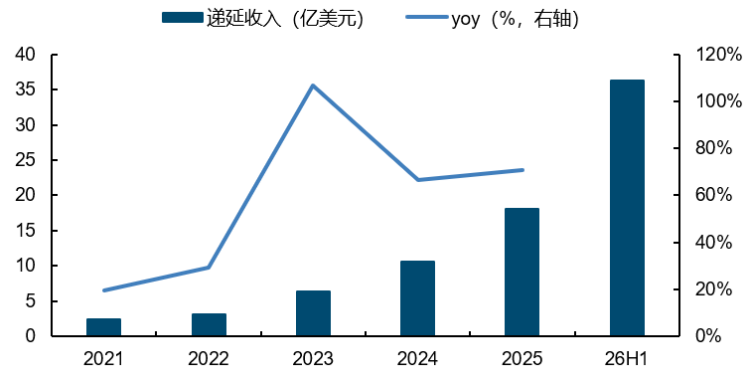
- 2026年上半年，维谛存货规模高达25.23亿美元，较2025年底增长73%；递延收入达36.34亿美元，较2025年底增长100%。考虑到维谛作为热管理系统设计及总包集成商，订单交付和收入确认存在一定周期，存货及递延收入大幅增长反映公司积极备货扩产、在手订单充足，有望为后续业绩增长提供较强支撑。

图表：2026年上半年，维谛存货规模达25.23亿美元



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：2026年上半年，维谛递延收入达36.34亿美元

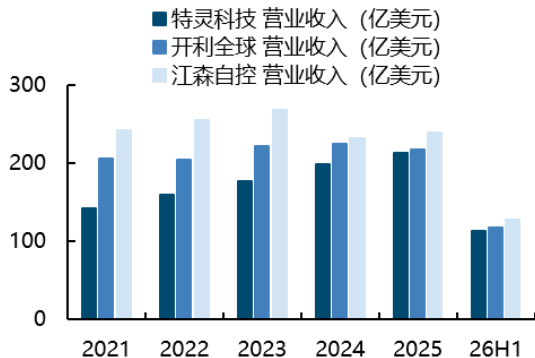


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.1一次侧龙头：盈利趋势向好，合同负债、存货持续增长

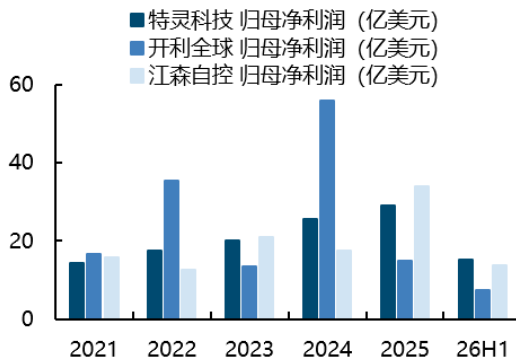
- 26H1，特灵科技/开利全球/江森自控分别实现营业收入113.23/116.92/127.56亿美元，同比增长8.5%/3.2%/8.8%；归母净利润15.10/7.39/13.62亿美元，同比+2.1%/-26.3%/+15.5%，开利归母净利润下跌主要受建筑暖通主业盈利能力下降及部分业务待售减值影响；从盈利能力来看，三家公司的净利率基本呈现小幅提升态势，2026上半年约为10%，其中江森26H1净利率下滑主要由于2025年出售资产获得非经利润，整体趋势受益于液冷放量而提升。
- 三家公司呈现以一次侧冷源设备为基础，向二次侧CDU及柜内散热等环节延伸。特灵在美洲的应用设备订单同比增长130%；开利数据中心订单同比增长超过300%；江森美洲订单同比增长37%，主要由数据中心需求驱动，液冷相关业务正成为传统暖通制冷龙头的重要增长动能。

图表：26H1，特灵/开利/江森营业收入分别达113/117/128亿美元



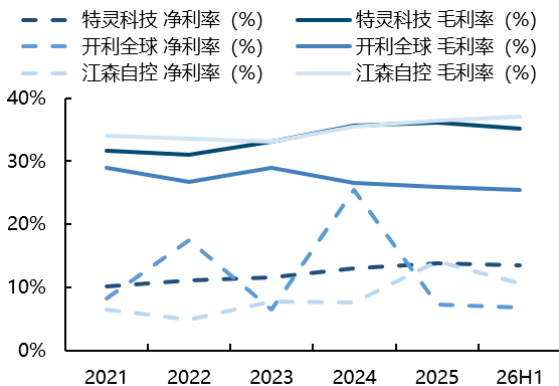
资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：26H1，特灵/开利/江森归母净利润分别达15.10/7.39/13.62亿美元



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：特灵科技、江森自控盈利水平逐步提升

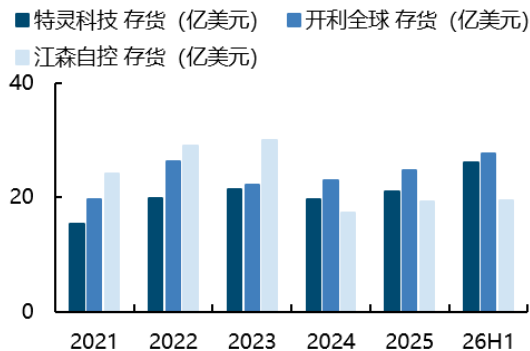


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.1 一次侧龙头：盈利趋势向好，合同负债、存货持续增长

- 26H1，特灵科技/开利全球/江森自控存货分别达到26.17/27.59/19.55亿美元，较2025年末增长24%/11%/1%；合同负债分别达到27.42/10.33/34.11亿美元，较2025年末增长59%/16%/12%；合同负债及存货持续上升，表明行业需求旺盛，订单景气度持续。
- 26H1，特灵科技/开利全球/江森自控资本开支分别为1.56/2.11/1.63亿美元，维持年均稳定投入规模，侧面反映国内可比公司在市场需求旺盛下有望获得充分的外溢需求，从而进一步提升全球市场份额。

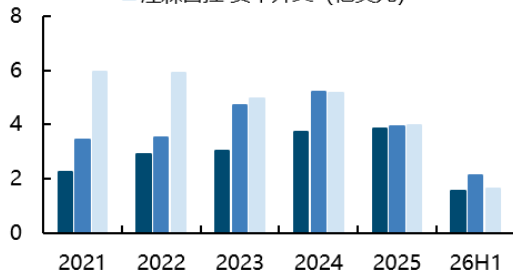
图表：26H1，特灵/开利/江森存货分别为26.17/27.59/19.55亿美元



资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26H1，特灵/开利/江森资本开支分别为1.56/2.11/1.63亿美元

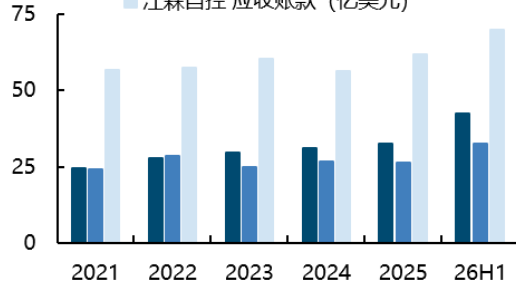
■ 特灵科技 资本开支 (亿美元)
■ 开利全球 资本开支 (亿美元)
■ 江森自控 资本开支 (亿美元)



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：26H1，特灵/开利/江森应收账款分别为42.35/32.46/69.70亿美元

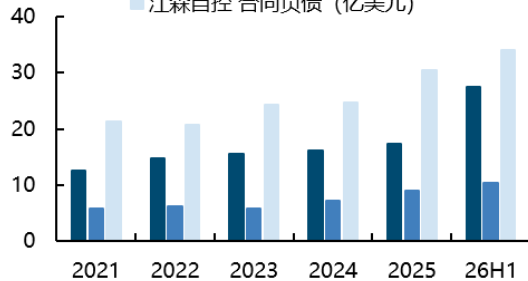
■ 特灵科技 应收账款 (亿美元)
■ 开利全球 应收账款 (亿美元)
■ 江森自控 应收账款 (亿美元)



资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26H1，特灵/开利/江森合同负债分别为27.42/10.33/34.11亿美元

■ 特灵科技 合同负债 (亿美元)
■ 开利全球 合同负债 (亿美元)
■ 江森自控 合同负债 (亿美元)

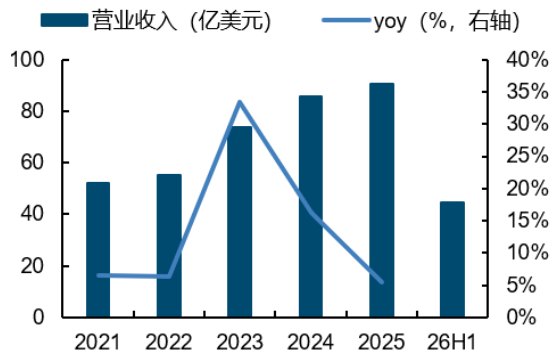


资料来源：iFinD，国金证券研究所

2.1 塞莱默：数据中心成为水泵重要应用场景，液冷订单加速放量

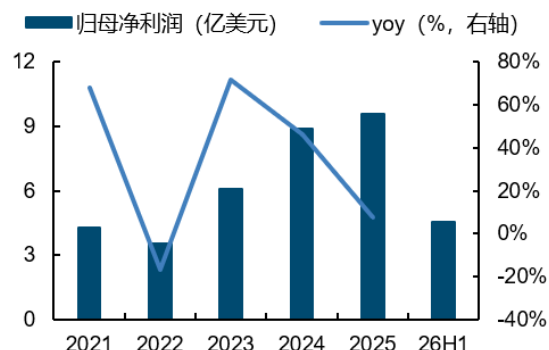
- 全球头部水泵厂商之一赛莱默，以水输配、换热及水质管理为核心，主要覆盖一次侧冷却水循环，并通过小型循环泵向芯片侧二次回路延伸。2026年上半年，公司实现营业收入44.61亿美元，同比增长2.1%；归母净利润4.56亿美元，同比增长15.4%；毛利率、净利率分别为39.59%、10.09%，同比分别提升1.60%、1.14%，主要受益于生产效率改善及价格提升。单季度数据中心订单同比增长超过30%，成为应用水系统业务的重要增长动能。

图表：26H1，赛莱默实现营业收入44.61亿美元



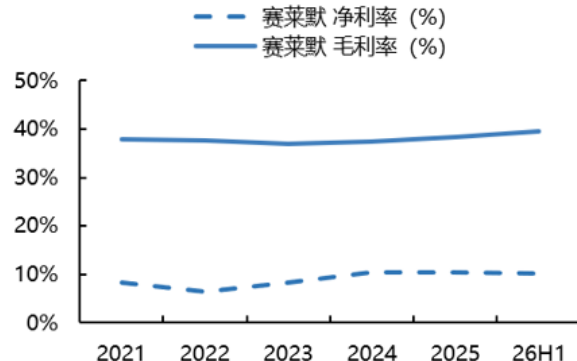
资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：26H1，赛莱默实现归母净利润4.56亿美元



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：26H1，赛莱默毛利率/净利率分别为39.59%/10.09%

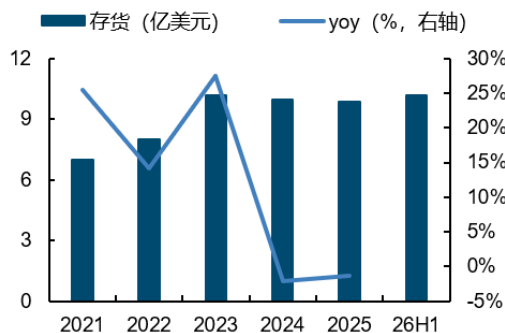


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.1 塞莱默：数据中心成为水泵重要应用场景，液冷订单加速放量

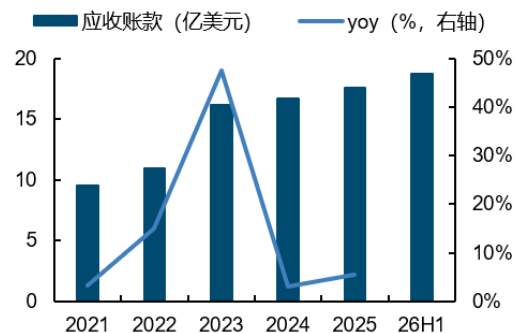
- 26H1，赛莱默存货达到10.16亿美元，较2025年末增长3.4%；应收账款达到18.75亿美元，较2025年末增长6.6%；原材料备货及应收账款的增长反映业务规模扩大及项目交付提速。
- 26H1，资本开支达到1.79亿美元，同比增长5.9%，相当于2025年全年水平的54.1%，整体扩产趋势温和。

图表：26H1，赛莱默存货达10.16亿美元



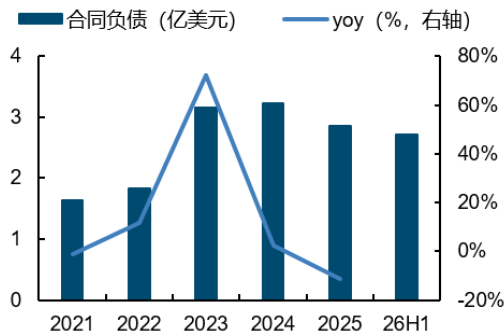
资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26H1，赛莱默应收账款达到18.75亿美元



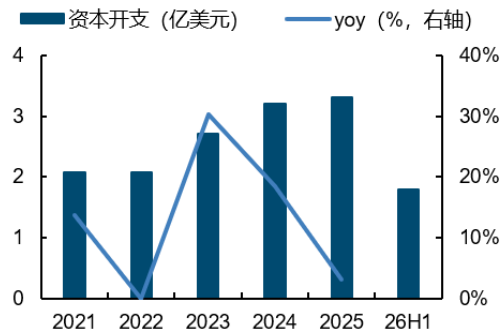
资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26H1，赛莱默合同负债为2.72亿美元



资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26H1，赛莱默资本开支达到1.79亿美元



资料来源：iFinD，国金证券研究所

2.2国内液冷进入订单与业绩释放的拐点

- 考虑到液冷玩家涉及到原有风冷企业产品迭代，消费电子、汽车零部件企业业务延伸，以及其他行业的收并购跨界，因此我们在统计各环节标的是剔除了液冷在公司整体业务中占比较低的大型多元化公司，统计标的如下。

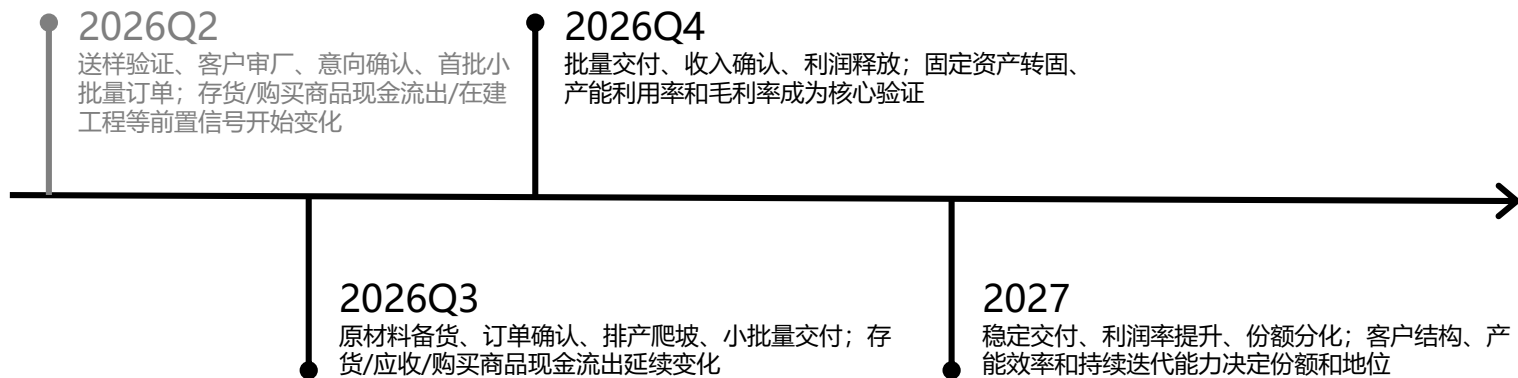
图表：液冷各环节统计标的梳理（被剔除统计的公司：散热模组环节 远东股份、领益智造、裕同科技，CDU环节 银轮股份）

一次侧	冷水机组	000811.SZ	冰轮环境	CDU及零部件	CDU	002837.SZ	英维克
	压缩机	688448.SH	磁谷科技		CDU	301018.SZ	申菱环境
	压缩机	002158.SZ	汉钟精机		CDU	300990.SZ	同飞股份
	压缩机	301317.SZ	鑫磊股份		CDU	002272.SZ	川润股份
散热模组（柜内零部件）	散热模组	002837.SZ	英维克		CDU	300499.SZ	高澜股份
	散热模组	301086.SZ	鸿富瀚		流量计	300259.SZ	新天科技
	散热模组	301489.SZ	思泉新材		板换	603090.SH	宏盛股份
	冷板	300602.SZ	飞荣达		板换	920662.BJ	方盛股份
	冷板	301326.SZ	捷邦科技		泵	603757.SH	大元泵业
	冷板、TIM	300731.SZ	科创新源		泵	002536.SZ	飞龙股份
	冷板	301123.SZ	奕东电子	其他	TIM	300684.SZ	中石科技
	冷板	300322.SZ	硕贝德		TIM	688035.SH	德邦科技
	快接头	002937.SZ	兴瑞科技		设备	301603.SZ	乔锋智能
	inner manifold	301128.SZ	强瑞技术		设备	300083.SZ	创世纪
	管路	300547.SZ	川环科技		铜材	601137.SH	博威合金
	不锈钢波纹管	003018.SZ	金富科技		铜材	601609.SH	金田股份
	不锈钢波纹管	300420.SZ	五洋自控		铜材	603124.SH	江南新材
					铜材	002203.SZ	海亮股份

2.2国内液冷进入订单与业绩释放的拐点

- 展望2026下半年，预计Q3国内液冷厂商进入订单确认和排产爬坡阶段，原材料备货、小批量交付加速，存货、应收账款和采购现金流延续上行；Q4正式开启批量交付和收入确认阶段，固定资产转固、产能利用率和毛利率将成为核心验证指标；2027年，国内液冷厂商有望凭借规模效应、产能效率、产品迭代快速响应等特质逐步提升份额和盈利能力。

图表：液冷板块国内企业节奏预测

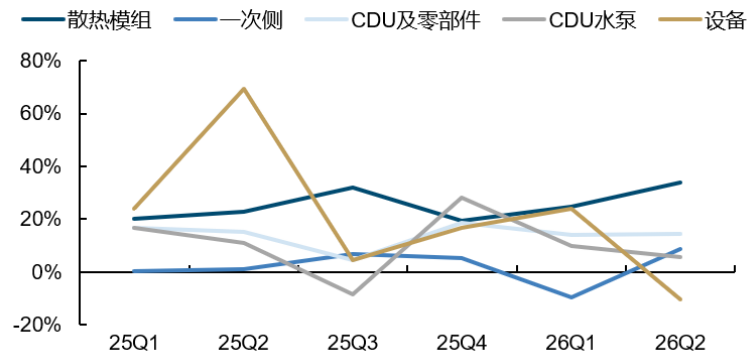


资料来源：国金证券研究所绘制

2.2研发投入：液冷产品存在高频迭代需求

- 散热模组零部件由于需要随着芯片功率提升和产品迭代而持续更新，尤其两相冷板、微通道冷板以及冷板材料的升级是产业比较关注的技术升级方向。
- 其中，英维克、飞荣达Q2研发费用显著领先，金富科技、鸿富瀚环比Q1增幅靠前，金富科技于2026年4月收购卓晖金属和联益热能后，二季度报表端明确显现液冷行业高景气度。

图表：26Q2，散热模组相关标的平均研发投入同比提升趋势强劲



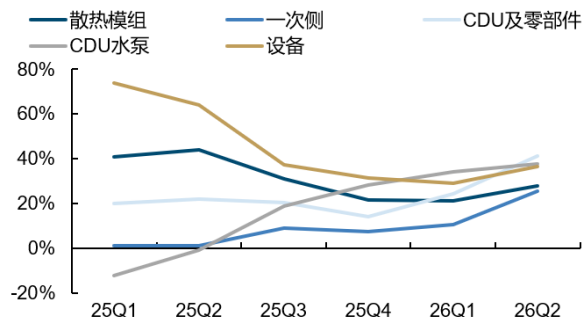
图表：散热模组环节相关标的研发投入变动情况

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	qoq
英维克	65.2	78.0	83.2	123.3	93.4	102.5	101.6	148.5	103.4	123.2	19%
飞荣达	54.8	65.6	65.1	77.6	68.9	87.0	98.7	96.3	92.1	112.7	22%
金富科技	4.9	7.8	7.4	8.9	6.6	8.2	8.2	4.8	6.7	20.2	202%
鸿富瀚	10.0	11.9	14.4	7.2	11.5	12.5	19.1	12.4	16.7	26.5	59%
思泉新材	6.4	8.8	10.5	10.5	11.3	13.7	16.8	14.7	20.0	26.1	30%
捷邦科技	12.8	13.9	14.7	16.6	13.6	24.6	29.5	28.7	22.1	29.6	34%
科创新源	10.0	10.2	11.9	14.4	11.5	13.0	11.7	17.8	10.7	14.3	34%
奕东电子	21.0	31.6	31.9	35.4	29.3	41.8	36.9	48.2	41.4	59.9	45%
硕贝德	35.8	42.2	44.8	41.9	44.3	41.5	55.2	43.5	45.0	45.5	1%
强瑞技术	20.2	23.4	23.6	35.8	23.7	28.5	30.7	50.6	45.0	54.6	21%
兴瑞科技	21.4	17.3	17.2	21.6	17.4	19.4	21.1	18.7	16.4	24.0	46%
川环科技	10.1	12.7	11.8	17.7	12.2	13.9	13.9	17.1	10.7	13.8	28%
五洋自控	19.2	16.9	9.8	22.9	12.9	13.0	12.1	18.6	12.7	16.1	27%

2.2存货：机加工件开启原材料备货，大型设备出货等待确收

- 根据当前国内液冷厂商的量产进度，我们认为存货是业绩爆发前的重要跟踪指标。
- 2026Q2，液冷各环节存货指标环比增长、且增速均提升，散热模组厂商存货指标增加主要来自原材料备货，例如鸿富瀚、奕东电子、金富科技；CDU厂商存货指标增加主要来自发出商品，例如申菱环境。

图表：26Q2液冷各环节存货同比增速均有提升



资料来源：ifind，
国金证券研究所

图表：一次侧、CDU及零部件环节标的存货变动情况

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	qoq
冰轮环境	1175.8	1275.2	1404.2	1450.8	1516.9	1485.2	1840.8	1754.4	1898.5	2134.3	12%
磁谷科技	268.7	279.5	292.5	208.7	235.5	231.2	238.2	212.0	263.2	273.8	4%
汉钟精机	1231.5	1075.8	945.4	818.9	836.6	764.5	718.9	692.2	695.4	710.9	2%
鑫磊股份	282.2	233.5	283.5	378.4	403.8	414.3	388.4	410.5	447.6	516.0	15%
英维克	635.0	692.5	896.1	884.4	1135.0	1239.1	1232.1	983.4	1182.0	1552.3	31%
申菱环境	727.4	801.5	879.8	863.4	886.7	962.0	1065.1	869.0	1292.1	1850.7	43%
飞龙股份	864.7	751.8	726.0	748.5	696.5	715.6	907.1	993.8	998.2	1071.8	7%
同飞股份	222.7	229.7	273.4	317.2	345.5	307.8	293.9	279.1	318.7	353.3	11%
川润股份	500.8	544.0	535.1	448.9	461.5	506.5	558.1	470.0	564.1	608.8	8%
高澜股份	241.4	296.3	425.8	360.3	377.1	427.8	527.8	546.0	651.2	667.4	2%
新天科技	267.4	288.4	299.8	301.5	356.8	332.9	350.3	320.8	329.2	366.8	11%
宏盛股份	166.3	153.9	135.2	120.6	141.7	146.7	144.4	152.1	171.4	193.7	13%
方盛股份	33.0	32.3	39.3	36.6	41.6	39.9	40.1	39.8	50.8	44.8	-12%
大元泵业	355.2	344.8	371.7	292.8	373.8	374.2	396.0	343.4	436.0	430.5	-1%

资料来源：ifind，国金证券研究所

2.2在建工程&固定资产：扩产信号明确

- 2026上半年，散热模组、CDU环节大部分厂商处于扩产阶段，在建工程规模较2025年底普遍增长，散热模组环节鸿富瀚、奕东电子、金富科技、思泉新材增速较高，CDU环节申菱环境、高澜股份扩产信号明确。
- 与此同时，部分公司如英维克、强瑞技术虽然在建工程规模下降，但固定资产较2025年底显著提升，预测为前期产线或设备已完成转固，扩产阶段从“建设中”逐步进入“产能释放期”。

图表：26H1，液冷厂商在建工程&固定资产变化情况

	在建工程			固定资产		
	25Q4	26Q2	26H1变化	25Q4	26Q2	26H1变化
磁谷科技	11.5	9.2	-20%	349.1	346.1	-1%
冰轮环境	63.6	48.4	-24%	1,279.8	1,306.5	2%
汉钟精机	66.4	99.3	50%	1,028.7	982.5	-4%
鑫磊股份	79.8	75.6	-5%	861.3	858.0	0%
强瑞技术	1.4	0.1	-95%	227.1	349.8	54%
思泉新材	25.2	58.8	134%	566.1	575.3	2%
捷邦科技	136.1	168.9	24%	493.1	494.6	0%
科创创新源	12.3	10.0	-19%	164.3	157.9	-4%
飞荣达	574.2	600.9	5%	2,224.8	2,267.4	2%
奕东电子	26.4	92.3	250%	1,408.6	1,428.5	1%
硕贝德	44.6	88.5	98%	651.5	638.9	-2%
鸿富瀚	10.2	987.7	9569%	1,021.5	1,011.4	-1%
汇通能源	0.1	3.0	2859%	10.3	3.7	-64%
兴瑞科技	77.2	105.1	36%	842.6	855.9	2%
英维克	268.1	135.1	-50%	792.2	1,053.9	33%
川环科技	6.9	15.3	124%	338.4	322.9	-5%
金富科技	15.9	40.9	157%	1,053.5	1,042.1	-1%
申菱环境	34.2	121.7	256%	1,729.4	1,717.5	-1%
川润股份	35.0	29.9	-15%	606.7	635.2	5%
高澜股份	1.3	4.3	237%	197.3	192.3	-3%
同飞股份	7.1	13.4	88%	604.7	592.3	-2%
新天科技	5.1	3.5	-31%	713.0	706.3	-1%
银轮股份	835.5	975.6	17%	4,760.6	4,970.6	4%
宏盛股份	11.3	12.8	13%	150.2	198.9	32%
方盛股份	14.5	0.5	-96%	153.6	163.7	7%
大元泵业	96.8	43.9	-55%	888.8	939.6	6%
飞龙股份	158.5	46.2	-71%	2,100.4	2,176.7	4%
中石科技	3.6	103.2	2788%	603.9	585.0	-3%
德邦科技	131.7	186.7	42%	920.7	916.3	0%
乔锋智能	13.9	18.8	35%	574.4	572.3	0%
创世纪	159.2	219.0	38%	1,106.1	1,210.4	9%
博威合金	1,549.1	1,911.1	23%	4,729.9	4,052.6	-14%
金田股份	870.4	742.4	-15%	5,679.2	5,740.3	1%
江南新材	57.0	148.6	161%	215.5	220.8	2%
海亮股份	1,599.4	1,934.1	21%	9,568.9	9,413.8	-2%

2.2在建工程&固定资产：扩产信号明确

- 截至半年报发布日，大量液冷公司通过定增或者可转债方式募资进行扩产。

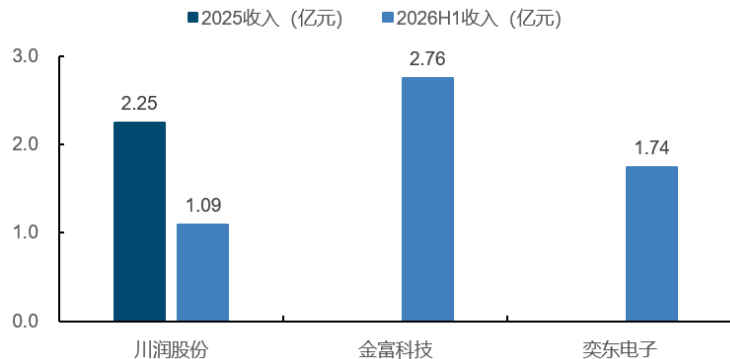
图表：截至半年报发布日，液冷公司募资扩产情况梳理

公司	募资形式	最新公告时间	进度	募资规模 (亿元)	募投项目
乔锋智能	可转债	2026.4.27	草案	11.50	(1) 中高端数控装备生产运营基地项目；(2) 中高端数控机床生产线项目（一期）； (3) 补充流动资金
科创新源	定增	2026.7.11	草案	1.23	(1) 数据中心液冷部件生产建设项目；(2) 创源智热研发中心建设项目； (3) 补充流动资金
思泉新材	定增	2026.7.20	交易所审核通过	4.66	(1) 越南思泉新材散热产品项目；(2) 液冷散热研发中心项目； (3) 信息化系统建设项目；(4) 补充流动资金
江南新材	定增	2026.8.5	草案	16.00	(1) 高纯电子级氧化铜粉建设项目；(2) 液冷散热模组及配件建设项目
强瑞技术	定增	2026.8.12	草案	10.50	(1) AI 服务器精密液冷部件产品及服务器自动化组装、检测设备研发与制造项目； (2) 高端半导体设备精密零部件生产制造项目； (3) 强瑞技术龙华区总部基地建设项目；(4) 补充流动资金
硕贝德	定增	2026.8.13	草案	10.96	(1) 服务器散热模组项目；(2) 智能眼镜轻量化射频组件项目； (3) 低轨卫星通信天线及模组项目；(4) 补充流动资金
川环科技	定增	2026.8.13	交易所审核通过	10.00	(1) 川环科技（华东）智造总部基地项目（一期）；(2) 补充流动资金
川润股份	定增	2026.8.13	正式稿	9.50	(1) 液冷系统扩能及关键零部件产业化建设项目；(2) 储能电站及储能系统集成建设项目； (3) 补充流动资金
申菱环境	可转债	2026.8.20	交易所审核通过	10.00	(1) 液冷新质智造基地项目；(2) 补充流动资金
金富科技	定增	2026.8.24	正式稿	3.00	(1) 金富科技液冷板生产基地项目；(2) 卓晖金属液冷组件改扩建项目； (3) 联益热能液冷组件改扩建项目
同飞股份	定增	2026.8.28	证监会同意	11.40	(1) 南方总部暨工业领域冷却设备及组件项目；(2) 三河同飞制冷股份有限公司液冷温控项目 (3) 补充流动资金

2.3液冷散热业务从0到1，收入增速显著、订单指引积极

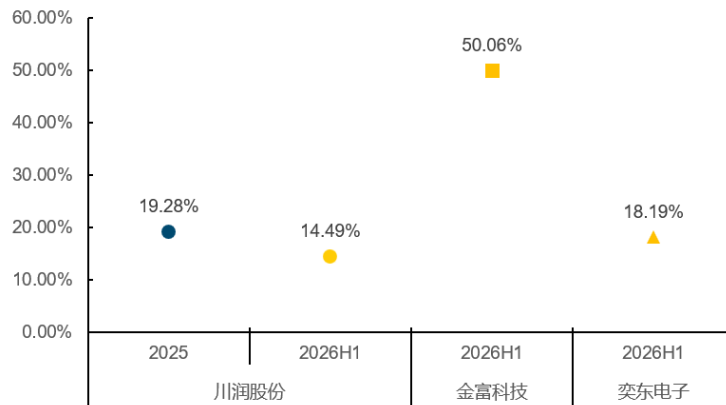
- 2026H1部分公司开始明确披露液冷业务的收入情况，金富科技新增“液冷散热产品及组件”业务、26H1收入2.76亿元，考虑到4月卓晖金属、联益热能并表，液冷收入基本由二季度贡献；奕东电子新增“热管理产品”业务、26H1收入1.74亿元，同比增长712.3%。
- 2026上半年，已披露的液冷业务毛利率约为15%，其中金富科技毛利率显著领先，达到50.1%，公司在液冷业务上的盈利优势主要来自1) 当前节点已经实现批量应用和持续交付的先发优势；2) 卓晖金属、联益热能长期深耕液冷散热产品的焊接、成型及检测工艺，已形成较为完整的技术和工艺体系；3) 与行业头部客户AVC、boyd、双鸿建立了稳定的业务合作关系。

图表：部分公司开始拆分液冷业务收入



资料来源：ifind，国金证券研究所绘制

图表：26H1，国内公司液冷业务毛利率基本在15%以上



资料来源：ifind，国金证券研究所绘制

2.3液冷散热业务从0到1，收入增速显著、订单指引积极

- 考虑到现阶段液冷行业处于订单意向下发，厂商备料备货，等待量产或者批量交付的阶段，虽然二季度业绩端的体现非常稀缺，但在中报的经营描述中，不少厂商给出了积极的经营分析和展望。

图表：2026中报各厂商给出积极的经营分析和订单展望

飞龙股份	截至本报告披露日， μ 、S、M平台液冷泵终端客户订单超50000台；L平台液冷泵终端客户订单近万台。
申菱环境	报告期内公司数据服务板块总体新增订单约为上年同期的2.3倍，其中液冷相关新增订单约18亿元。基于目前的业务情况和订单可见度，预期未来相关业务将实现可持续的良性增长。
英维克	来自海外市场的营收在报告期内同比大幅增长。2025年OCP全球峰会期间，公司展出了为Google定制开发Deschutes 5的CDU产品。
金富科技	第二季度上市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，截至本报告披露日，公司已获得部分新客户的项目订单，并已实现光模块液冷板产品的小批量供货。
思泉新材	公司于2026年6月中标某CSP客户的液冷产品订单，中标产品将按月度滚动下单的形式交付，目前公司已取得该客户正式订单，项目有序推进中；积极推进与CSP客户、服务器客户、光模块客户、GPU客户及其OEM厂商的业务合作和项目落地，部分项目进入送样、小批量送货、量产阶段。
科创新源	创源智热相关业务收入较上年同期增长1239.27%，特别是进入7月份以来，交付规模快速增长，7月份单月交付数量已超上半年整体交付数量。
大元泵业	公司1-15kw区间段In-Rack型配套产品2025年累计交付约3万台，2026年上半年累计交付约2万台；In-Row场景下CDU配套的22kw、37kw永磁同步/异步屏蔽泵完成各项单机测试及认证（含UL认证）。
金田股份	报告期内，公司机架母线铜基材销量3,185吨，同比增长94%；算力散热领域铜基材销量1.27万吨，同比增长68%；再生铜系列相关产品牌号已进入谷歌AI 算力供应链，目前处于量产供货阶段。

2.3液冷散热业务从0到1，收入增速显著、订单指引积极

- 收入端，液冷厂商Q2环比改善比较广泛，尤其是散热模组和CDU及相关零部件环节表现明显。
- 利润端，但考虑到二季度业绩几乎还未反映液冷业务的贡献，且部分公司需要承担产线建设的前期成本投入，虽然单季度利润环比趋势有所分化，但不代表公司业绩后续的发展趋势。

图表：液冷标的季度营收（左）和归母净利润（右）的变化情况（百万元）

	26Q1	26Q2	qoq		26Q1	26Q2	qoq
冰轮环境	1,624.32	2,054.12	26%	冰轮环境	117.2155	193.7915	65%
磁谷科技	42.44	117.91	178%	磁谷科技	-4.8240	6.0331	225%
汉钟精机	688.63	813.55	18%	汉钟精机	121.5828	158.8152	31%
鑫磊股份	196.35	199.20	1%	鑫磊股份	-19.4163	-25.0037	-29%
英维克	1,175.33	1,841.39	57%	英维克	8.6576	176.1099	1934%
鸿富瀚	282.09	306.80	9%	鸿富瀚	38.8303	34.2733	-12%
思泉新材	259.84	260.91	0%	思泉新材	26.5242	7.0882	-73%
飞荣达	1,643.71	2,065.07	26%	飞荣达	77.3570	175.2463	127%
捷邦科技	308.67	294.30	-5%	捷邦科技	-14.9313	-31.8932	-114%
科创新源	224.33	292.31	30%	科创新源	-2.9981	0.2224	107%
奕东电子	608.68	804.35	32%	奕东电子	9.4899	-0.3309	-103%
硕贝德	747.10	808.52	8%	硕贝德	10.4285	14.8558	42%
兴瑞科技	473.00	507.07	7%	兴瑞科技	36.1769	31.8103	-12%
强瑞技术	515.94	858.19	66%	强瑞技术	14.6929	71.4171	386%
川环科技	276.07	349.82	27%	川环科技	39.4873	35.6216	-10%
金富科技	191.97	546.11	184%	金富科技	20.6041	75.5769	267%
五洋自控	166.56	165.47	-1%	五洋自控	4.0585	-7.3215	-280%
申菱环境	617.16	1,138.80	85%	申菱环境	28.3058	25.7396	-9%
同飞股份	698.65	909.39	30%	同飞股份	59.7744	68.1821	14%
川润股份	328.48	547.99	67%	川润股份	-30.8778	-2.3980	92%
高澜股份	211.95	281.65	33%	高澜股份	15.1408	10.5919	-30%
新天科技	178.03	224.51	26%	新天科技	19.4315	1.7735	-91%
宏盛股份	200.95	238.15	19%	宏盛股份	17.2355	13.1217	-24%
方盛股份	81.78	112.33	37%	方盛股份	3.5020	-0.3334	-110%
大元泵业	363.61	533.51	47%	大元泵业	11.4590	20.0385	75%
飞龙股份	1,072.24	1,133.29	6%	飞龙股份	57.8350	17.8749	-69%
中石科技	389.11	438.69	13%	中石科技	64.7787	73.1957	13%
德邦科技	406.39	473.57	17%	德邦科技	34.4133	33.6419	-2%
乔锋智能	725.14	1,002.63	38%	乔锋智能	105.8745	167.4120	58%
创世纪	1,175.74	2,028.90	73%	创世纪	72.1527	228.9219	217%
博威合金	5,660.89	6,974.81	23%	博威合金	-91.3598	485.7983	632%
金田股份	36,475.60	42,824.05	17%	金田股份	170.2660	272.0327	60%
江南新材	3,164.70	3,625.77	15%	江南新材	78.1612	82.0531	5%
海亮股份	24,014.25	24,885.56	4%	海亮股份	435.9805	204.5916	-53%

资料来源：ifind，国金证券研究所整理

2.4投资建议：把握订单释放主线，关注龙头确定性与零部件弹性

- 展望2026下半年，我们认为液冷产业链将从“主题预期”逐步进入“订单兑现、批量交付、利润释放”的验证阶段。需求端看，海外CSP资本开支持续增长，Rubin、ASIC及超节点架构推动单柜功耗和液冷价值量继续提升；供给端看，海外温控龙头、台系散热厂在收入、利润端，国内核心零部件公司在存货、在建工程等财务指标已经开始反映产业景气度。
- 节奏上，我们判断2026Q3重点看订单确认和排产爬坡，2026Q4重点看批量交付、收入确认和毛利率变化，2027年则进入份额提升和盈利回归阶段（短期受到的供给紧缺或者产线利用率低带来的扰动预计都会缓释）；当前行业不是简单看某一季度利润，而是要看订单、扩产、交付和报表或者业绩是否持续接力。
- 投资建议方面，我们建议沿三条主线配置：
 - 第一，在客户认证、系统方案、项目交付和规模化产能方面具备先发优势，在AI数据中心项目大型化、交付复杂度提升的背景下，订单能见度和业绩兑现确定性相对较强的企业，建议重点关注申菱环境、冰轮环境、英维克、飞龙股份等。
 - 第二，受益于Rubin、ASIC和国内液冷机柜放量，部分环节仍处于阶段性供需紧张状态，具备客户卡位、量产经验、产能扩张和良率爬坡能力的公司，订单放量后利润弹性较大，建议重点关注大元泵业、金富科技、五洋自控、鑫磊股份、科创新源、强瑞技术、捷邦科技等。
 - 第三，随着机柜功耗提升和液冷渗透率提高，液冷Busbar、高性能铜材、TIM、VC、石墨/石墨烯材料和光模块散热材料的重要性持续提升，材料端有望从传统供给向高性能、高可靠、定制化方向升级，建议重点关注金田股份、博威合金、中石科技、飞荣达等。

2.4液冷重点标的估值表对比

图表：液冷行业估值表（亿元，倍）

地区	证券代码	名称	货币	股价	总市值	2025年归母净利	2026E		2027E		2028E		PB
							归母净利	PE	归母净利	PE	归母净利	PE	
海外	VRT.N	维谛技术	USD	258.72	996	13.33	24.24	41	33.79	29	43.36	23	20.9
	TT.N	特灵科技	USD	444.40	978	29.19	34.12	29	37.90	26	43.29	23	11.3
	CARR.N	开利全球	USD	58.22	480	14.84	18.10	27	22.54	21	29.71	16	3.7
	JCI.N	江森自控	USD	138.24	837	35.13	-	-	-	-	-	-	6.2
	XYL.N	赛莱默	USD	110.11	257	9.57	10.72	24	12.79	20	13.68	19	2.4
中国台湾	3017.TW	奇鋆	TWD	3425.00	13386	191.86	328.02	41	415.15	32	496.79	27	24.4
	3338.TW	泰硕	TWD	64.10	56	1.56	-	-	-	-	-	-	2.8
	3324.TWO	双鸿	TWD	1250.00	1163	25.72	51.68	23	65.09	18	-	-	8.8
中国大陆	000811.SZ	冰轮环境	CNY	41.76	414	5.64	8.26	50	12.65	33	16.86	25	6.4
	301018.SZ	申菱环境	CNY	108.80	407	2.17	5.04	81	22.01	19	43.91	9	14.9
	002837.SZ	英维克	CNY	68.21	871	5.22	11.53	76	20.39	43	30.72	28	24.3
	300990.SZ	同飞股份	CNY	102.57	176	2.53	4.32	41	6.63	26	9.09	19	8.0
	002536.SZ	飞龙股份	CNY	54.90	316	3.17	4.72	67	7.26	43	9.99	32	9.5
	603757.SH	大元泵业	CNY	69.38	129	1.45	1.92	67	3.10	42	4.48	29	6.1
	003018.SZ	金富科技	CNY	49.38	155	1.01	2.39	65	4.30	36	5.77	27	9.4
	301086.SZ	鸿富瀚	CNY	134.66	169	1.01	4.94	34	10.28	16	15.03	11	8.6
	301489.SZ	思泉新材	CNY	120.60	140	0.60	2.82	50	5.91	24	8.24	17	12.9

资料来源：ifind，国金证券研究所测算（申菱环境估值为国金证券研究所测算，其余采用Wind或ifind一致盈利预期），股价采用2026/8/31收盘价

2.4液冷重点标的Q2基金持仓变化

图表：液冷标的基金持仓占比变化情况

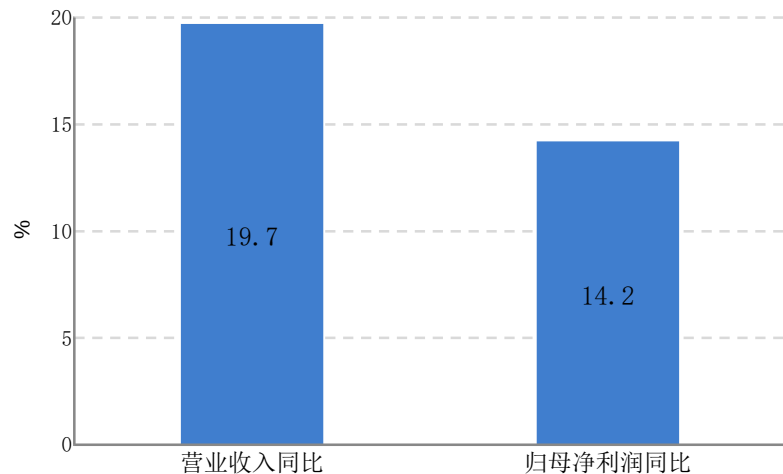
	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
冰轮环境	8.38%	3.52%	3.31%	9.25%	6.78%	18.67%
磁谷科技	5.83%	4.26%	3.84%	1.47%	0.00%	0.28%
汉钟精机	0.31%	1.29%	1.43%	2.64%	1.19%	2.96%
鑫磊股份	0.00%	0.55%	0.00%	0.02%	3.10%	8.95%
英维克	5.77%	13.35%	9.13%	15.87%	7.11%	7.42%
鸿富瀚	0.84%	1.17%	0.00%	1.35%	2.56%	7.99%
思泉新材	0.69%	16.57%	3.03%	22.50%	11.52%	12.84%
飞荣达	0.80%	3.50%	2.50%	11.84%	3.06%	9.82%
捷邦科技	13.50%	10.36%	10.16%	6.98%	1.09%	3.75%
科创新源	0.19%	5.06%	0.07%	5.59%	6.05%	9.09%
奕东电子	0.00%	0.67%	0.18%	1.11%	0.00%	3.97%
硕贝德	0.00%	0.25%	0.00%	0.18%	0.76%	4.42%
兴瑞科技	0.99%	2.08%	0.00%	1.35%	0.91%	0.86%
强瑞技术	0.00%	0.59%	0.01%	2.48%	4.14%	7.71%
川环科技	2.98%	1.81%	0.05%	1.41%	0.27%	0.71%
金富科技	0.05%	0.40%	0.00%	0.03%	0.00%	
五洋自控	0.00%	0.79%	0.01%	0.21%	0.00%	1.80%
申菱环境	5.33%	8.51%	7.79%	6.91%	2.45%	7.84%
同飞股份	5.37%	15.08%	3.56%	10.76%	5.09%	8.57%
川润股份	0.57%	0.45%	0.00%	0.78%	0.00%	4.82%
高澜股份	7.28%	8.98%	0.01%	1.93%	2.18%	1.64%
新天科技	0.14%	0.72%	0.01%	0.54%	0.00%	8.04%
宏盛股份	0.00%	0.96%	0.00%	3.13%	0.00%	0.50%
方盛股份	0.00%	2.44%	2.44%	1.88%	1.76%	1.64%
大元泵业	0.44%	0.60%	0.00%	0.36%	0.12%	4.29%
飞龙股份	0.19%	5.15%	0.34%	6.15%	2.50%	9.98%
中石科技	0.51%	2.84%	1.32%	8.63%	7.23%	7.57%
德邦科技	0.01%	5.00%	0.01%	0.97%	0.80%	1.78%
乔锋智能	0.00%	2.11%	0.85%	3.29%	0.69%	23.08%
创世纪	0.21%	3.24%	1.34%	5.26%	0.00%	6.47%
博威合金	2.15%	6.29%	2.31%	7.00%	2.48%	4.99%
金田股份	0.02%	2.33%	0.00%	2.44%	0.57%	2.36%
江南新材	0.01%	1.61%	17.79%	18.20%	3.39%	8.79%
海亮股份	0.00%	2.57%	0.19%	5.29%	0.71%	8.72%

资料来源：ifind，国金证券研究所整理

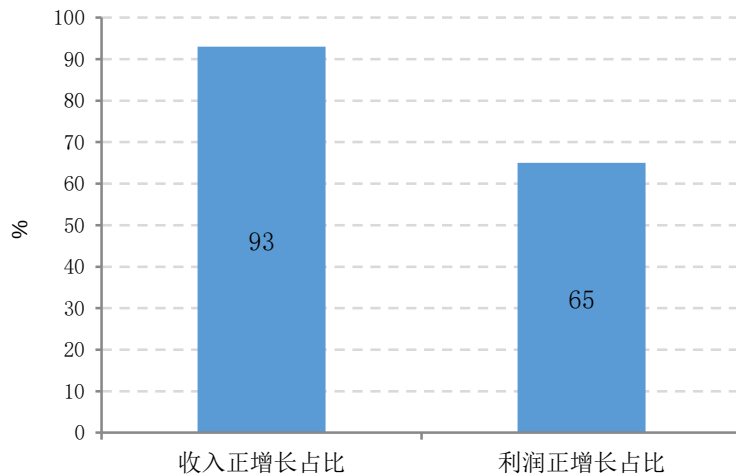
03 AIDC电源：收入端实现0到1突破， 研发与产能仍处投入期

3.1整体表观：收入优于利润，尚未进入集中兑现期

图表：已披露公司同比增速中位数（%）



图表：已披露公司正增长占比（%）



•**收入端具备韧性：**71家已披露公司中约93%收入正增长、中位数+19.7%。增速前列为奥海科技+148.3%、晶丰明源+98.5%、南亚新材+83.2%、火炬电子+75.4%、思瑞浦+69.2%、纳芯微+66.7%——高增长集中在AI收入占比提升快的整机、三次电源芯片与上游材料环节。

•**利润端弱于收入端：**正增长占比65%、中位数+14.2%。高增者多为低基数叠加结构升级/涨价：金安国纪+986.7%、必易微+526.5%、晶丰明源+449.1%、南亚新材+428.8%、思瑞浦+368.5%；下滑者多为“收入增、利润降”（欧陆通-94.0%、奥海科技-80.6%等），主因新品验证、海外产能与研发投入前置，叠加汇兑、公允价值变动与减值扰动，属投入期特征而非需求恶化。

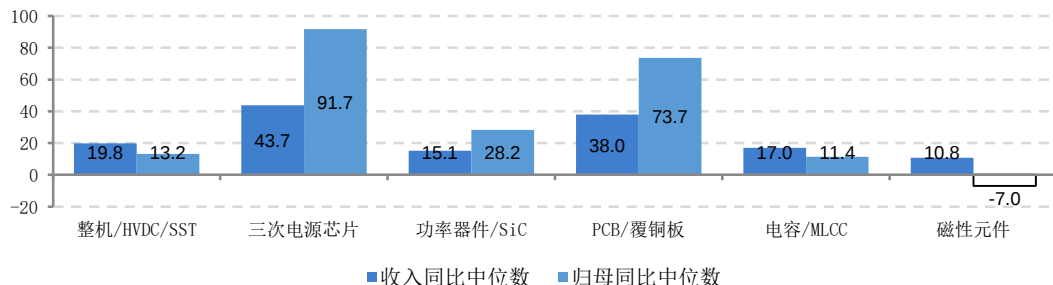
•**我们认为：**“93% vs 65%”的裂口正是投入期的典型画像——需求是真的，但利润表还没到集中兑现时点；若需求是假，裂口会以收入端下滑的形式先出现。当前更应警惕的是对投入期利润表的误读，而非需求证伪。

3.1分环节：PCB/覆铜板与电源芯片率先传导

图表：2026H1分环节财务数据中位数

环节	样本数	收入同比	归母同比	扣非同比	毛利率	净利率
整机/HVDC/SST/保护	15	+19.8%	+13.2%	+8.4%	27.5%	8.4%
三次电源芯片/模拟	10	+43.7%	+91.7%	+39.7%	34.1%	6.5%
功率器件/SiC	9	+15.1%	+28.2%	-82.3%	20.6%	5.1%
PCB/覆铜板	17	+38.0%	+73.7%	+76.9%	21.0%	10.7%
电容/MLCC/材料	9	+17.0%	+11.4%	+12.5%	33.1%	12.2%
磁性元件/材料	11	+10.8%	-7.0%	-6.2%	20.3%	4.3%

图表：分环节收入与归母同比中位数（%）

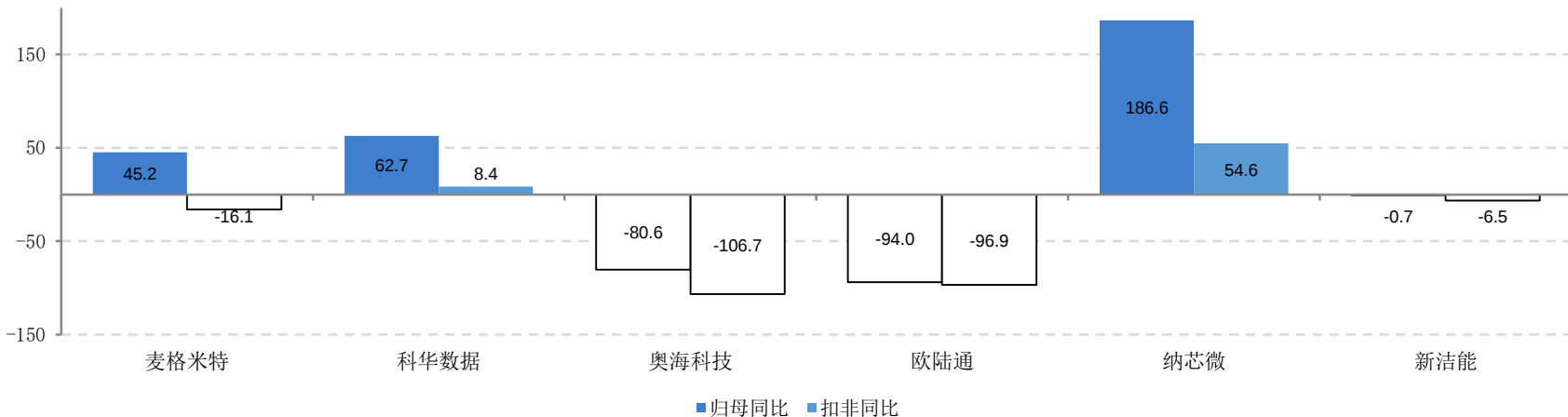


解读：

PCB/覆铜板与三次电源芯片三项同步高增，AI需求已向收入端传导——南亚新材+83.2%/+428.8%、晶丰明源+98.5%/+449.1%、思瑞浦+69.2%/+368.5%，覆铜板涨价与国产平台导入共振；整机“收入先行、利润后置”：麦格米特收入+29.75，扣非净利润-16.1%；欧陆通收入+18.3%，净利润-94.0%；功率器件/SiC归母+28.2%但扣非-82.3%，表观利润多靠非经常性损益，需以扣非为准；磁性元件增收不增利：铂科新材受益AI电感，规格升级红利尚未兑现到报表。

3.1表观观察：归母与扣非分化，两者结合判断

图表：部分公司2026H1归母同比 vs 扣非同比 (%)



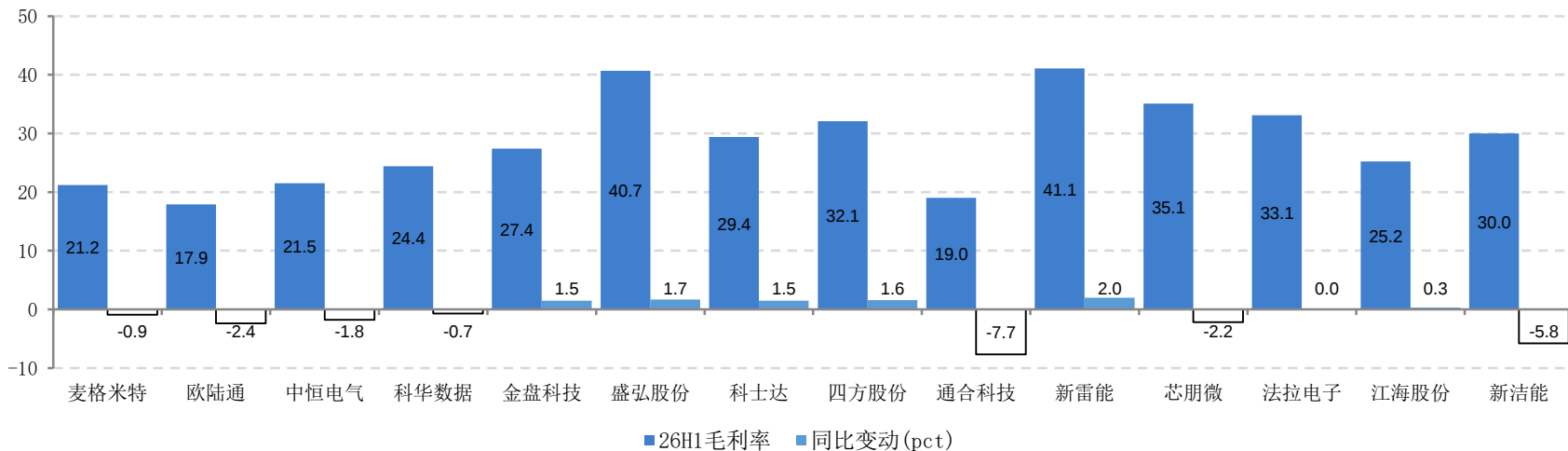
•**归母高增仍要关注扣非：**麦格米特归母+45.2%但扣非-16.1%，非经常性损益增厚约1.3亿元；科华数据归母+62.7%主因出售子公司投资收益，扣非仅+8.4%；纳芯微归母+186.6%扭亏，扣非仍亏0.48亿元。

•**归母大降也未必是需求走弱：**欧陆通归母-94.0%主因股权激励与可转债费用（投入性扰动）；奥海科技营收+148.3%系并购并表，扣非转亏反映整合与投入成本。

•**辨伪原则：**公允价值变动、出售资产收益应视为非经常性扰动；存货跌价、应收坏账等减值与经营周期相关，应结合库存结构、客户回款和订单确定性判断，**不能简单剔除**。收入增速、扣非利润与领先指标三者交叉，才是本轮中报的正确读法。

3.1毛利率：器件与电源环节承压，盈利弹性尚未释放

图表：部分公司2026H1毛利率及同比变动（%，pct）



- 按环节分组看，**整机/HVDC/SST环节14家中6家下滑**：通合科技-7.7pct（竞争加剧）、欧陆通-2.4pct、中恒电气-1.8pct、麦格米特-0.9pct、科华数据-0.7pct（综合口径；其数据中心分部毛利率-6.28pct至23.07%）。
- 结构性改善同样出现**：盛弘股份+1.7pct（工业配套电源毛利率61.9%、占比提升）、新雷能+2.0pct（高毛利数据中心模块占比提升）、四方股份+1.6pct、科士达+1.5pct（海外高毛利订单占比提升）、金盘科技+1.5pct，验证高附加值AI订单对盈利的正向拉动。
- 我们认为，随着Rubin于下半年放量，800V HVDC、SST等高价值量新品占比提升，**2026H2—2027年龙头毛利率有望迎来修复拐点**。

3.2订单：客户认证陆续落地，在手订单开始加速

- **订单是最硬的领先指标。**金盘科技26H1新签订单74.93亿元（+69.31%），在手订单106.97亿元（+41.87%）创历史新高，其中海外在手订单62.39亿元、占比58.3%；深南电路数据中心订单收入突破20亿元。
- 中恒电气、麦格米特、中富电路等公司已出现批量交付、在手订单增长或北美客户项目落地，磁性器件及部分功率器件也开始从送样验证向批量供货过渡。与此同时，800V HVDC、SST等新架构整体仍处小批量、客户认证和项目导入阶段，当前订单信号整体领先于利润表兑现。

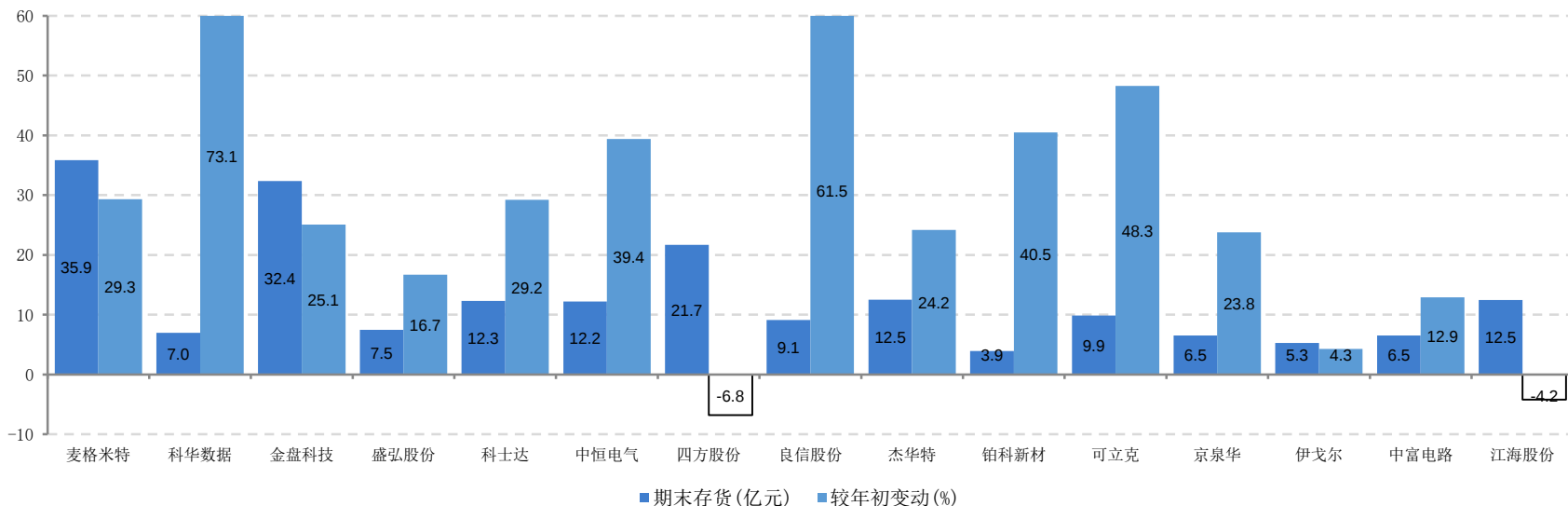
图表：部分重点公司26H1订单与交付情况

公司	相关进展
麦格米特	26H1对北美大客户批量持续交付；获国内大部分头部云厂商突破与多数服务器厂商准入。
欧陆通	H1数据中心电源收入11.36亿元，同比+18.06%，其中高功率服务器电源9.36亿元，同比+41.44%，占数据中心电源收入82.38%；集中式供电等高价值产品出货占比提升。海外已经与Google达成算力设备GPU电源项目合作，同时与AMD、Juniper建立合作。
中恒电气	HVDC和Panama是公司目前数据中心电源业务的核心产品，已多年实现批量化交付；800V系列产品目前处于产业化推进阶段，具体市场进展与数据中心800V供电生态成熟度、客户需求有关。
阳光电源	nerNeo SST已经正式推出并面向市场供货；全套800V DC/DC同步推出；800V HVDC已经完成国内市场小批量交付。
金盘科技	在手107.0亿，+41.9%；AIDC在手订单快速攀升至50.92亿元、占比跃升至47.6%
深南电路	数据中心订单收入突破20亿元
中富电路	泰国工厂已进入批量生产阶段并通过多家海外客户审核，受益AI一次电源、二次电源订单导入认证，在手订单增长较快。公司正与北美头部客户密切合作，埋电容、埋电感等在研项目储备充足。
伊戈尔	数据中心收入2.2亿元、同比+310.3%；提前备料。
新雷能	数据中心电源模块批量交付；与ADI合作二次母线变换批量供货。
铂科新材	AI芯片电感供不应求，TLVR占比超30%

3.2备料：原材料与在产品备货领先利润表

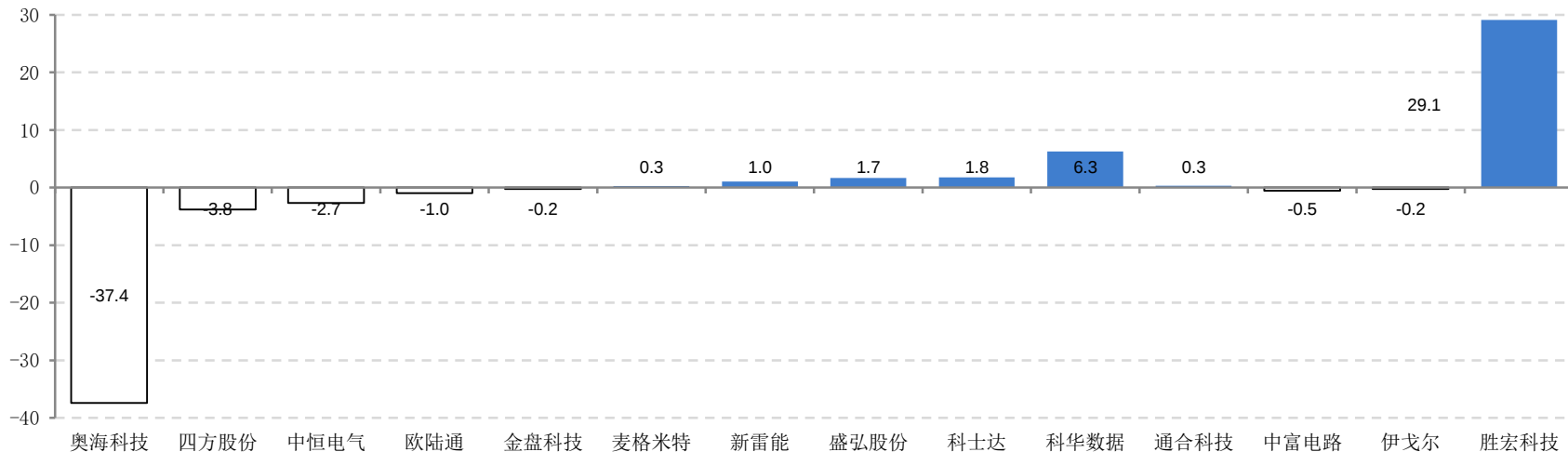
- **备料是订单向收入转化之间的“隐形”领先指标。**26H1多家公司存货显著增加且多以数据中心/AI订单为导向：麦格米特存货35.87亿元（+29.3%，“订单增加扩大生产备货”）、科士达12.34亿元（+29.2%）、中恒电气12.24亿元、中富电路6.52亿元（+12.9%）、伊戈尔提前备料5.3亿元（数据中心收入+310%）。
- **我们提示：存货增长不等于订单增长**——良信股份存货+58.0%主因原材料涨价而非AI订单、杰华特存货12.53亿元但跌价准备5.05亿元（计提28.7%），需结合现金流与订单交叉验证。

图表：重点公司期末存货规模及较年初变动（亿元，%）



3.2现金流：备料与扩产致经营现金流阶段性承压

图表：部分公司2026H1经营活动现金流净额（亿元）



•**扩产备料链条现金流普遍转负：**奥海科技-37.39亿元（并购整合+战略备货）、四方股份-3.82亿元、中恒电气-2.69亿元（备货+应收12.91亿元），金盘科技由+2.35亿元转负至-0.24亿元——现金被订单与存货占用。。

•**同时也有部分企业现金流强劲：**胜宏科技+29.11亿元（+144.6%）、科华数据+6.26亿元转正、盛弘股份+1.66亿元（+36.95%）、新雷能+1.04亿元转正，收入质量高。

•**合同负债与预收随订单增长，但多数公司未单独披露AI口径，当前无法精确判断AI业务对现金流科目的实际贡献。**

3.2资本开支：开支同比+24%，扩产与转固并行

公司	资本开支(亿元)	同比(%)	占营收26H1(%)	占营收25H1(%)	在建工程(亿元)	较年初(%)
欧陆通	1.67	+5.9%	6.7	7.5	2.33	+81.4
科士达	1.10	+44.3%	4.2	3.5	3.23	+27.3
麦格米特	1.90	+9.0%	3.1	3.7	3.52	-11.5
中恒电气	0.12	+107.8%	0.9	0.6	0.04	+130.4
盛弘股份	0.72	+36.7%	4.1	3.8	2.19	+25.0
金盘科技	1.29	-4.7%	3.6	4.3	2.47	-11.4
中富电路	0.87	-18.0%	7.4	12.5	1.22	-33.8
杰华特	1.68	+63.2%	9.8	8.7	0.69	+515.9
可立克	1.76	+446.7%	6.2	1.2	0.54	—
京泉华	0.38	-52.8%	2.0	4.7	0.00	-100.0
铂科新材	1.51	+20.8%	12.8	14.6	2.36	+4.7
江海股份	0.87	+27.5%	2.8	2.5	1.35	+64.0

•**加码与投产互证：**可立克（+446.7%，AI算力磁性元件产线）、中恒电气（+107.8%）、杰华特（+63.2%）、科士达（+44.3%）开支高增；中富电路（-18.0%）、京泉华（-52.8%）开支回落，泰国、河源等基地由建设期转入投产期，与产能页“已批量生产”一致。

•**在建工程看后续：**杰华特（+515.9%）、欧陆通（+81.4%）、江海股份（+64.0%）在建工程较年初大增，后续转固带来折旧压力；麦格米特（-11.5%）、中富电路（-33.8%）在建下降转入收获期；京泉华在建工程已清零转固。

3.2产能建设：验证公司是否具备承接大订单能力

•**中报阶段应重点关注产能投向，而非单纯资本开支规模。**AI电源客户对交付稳定性、海外产能、质量一致性和快速响应要求较高，海外产能投产、AIDC专用测试平台建设、国内高端产线扩张，都是公司从样品验证走向批量交付的前置条件。

•**以麦格米特为例，进入新一轮基建周期：**泰国一期厂房已建成投用，二期、三期按计划推进，国内长沙智能产业中心二期、株洲基地三期及AIDC Power System专用测试实验室同步启动——产能与测试能力的组合投入，更能反映其对AI电源、HVDC、Power Shelf、超容柜订单放量的准备程度。

公司	2026H1产能建设最新进展
欧陆通	越南基地已完成通用及高功率服务器电源产线建设和调试；苏州基地继续建设高功率服务器电源相关产能。
科士达	越南工厂重点承接欧美市场大功率数据中心产品；国内老旧产线可通过改造及跨品类转产提升高功率供给能力。
麦格米特	2026年上半年公司已启动新一轮基建周期，泰国二三期、长沙智能产业中心二期、株洲基地三期、AIDC Power System 专用测试实验室同步推进。
中恒电气	富阳工厂目前整体处于满产状态；HVDC/Panama已多年批量交付。
盛弘股份	已形成惠州、苏州双制造基地，并通过马来西亚槟城、美国洛杉矶代工厂形成海外弹性供应链。
金盘科技	桐乡数据中心电源模块及VPI变压器数字化工厂基础设施完成，进入设备安装调试；非晶合金第二条产线、武汉液浸式变压器一期已经投产。
中富电路	泰国工厂已进入批量生产，通过多家海外客户审核并开始承接电源客户大规模订单；同步布局埋电容、埋电感等AI电源PCB工艺。
伊戈尔	美国德州智能变压器制造工厂 2025 年 10 月投产，2026 年上半年持续爬坡；马来西亚、泰国工厂均已投产；墨西哥产能配套北美市场形成协同。
杰华特	在国内晶圆厂建立55nm中低压BCD、0.18μm高压BCD、0.35μm超高压BCD等工艺平台；55nm BCD新平台已经开发完成。（虚拟IDM经营模式）
可立克	AI服务器/HVDC磁性件订单增长，现有相关产线高负荷运行并出现产能瓶颈；拟建设AI算力电源核心磁性元件智能制造产线。
京泉华	河源新能源磁集成器件、大容量变压器智能化产线以及菲律宾磁集成器件项目。
铂科新材	泰国生产基地持续推进建设；国内惠东高端一体成型电感基地 2026 年上半年投产，处于产能爬坡阶段，惠东基地满产后芯片电感年产能将达 2.5 亿片。
江海股份	新建数据中心用Snap-in/牛角全自动生产线，推进固液混合、MLPC扩产；超级电容针对服务器电源和数据中心需求同步技改扩产、新建产线。

3.3费用率全景：全口径同比未降，研发费率率先回落

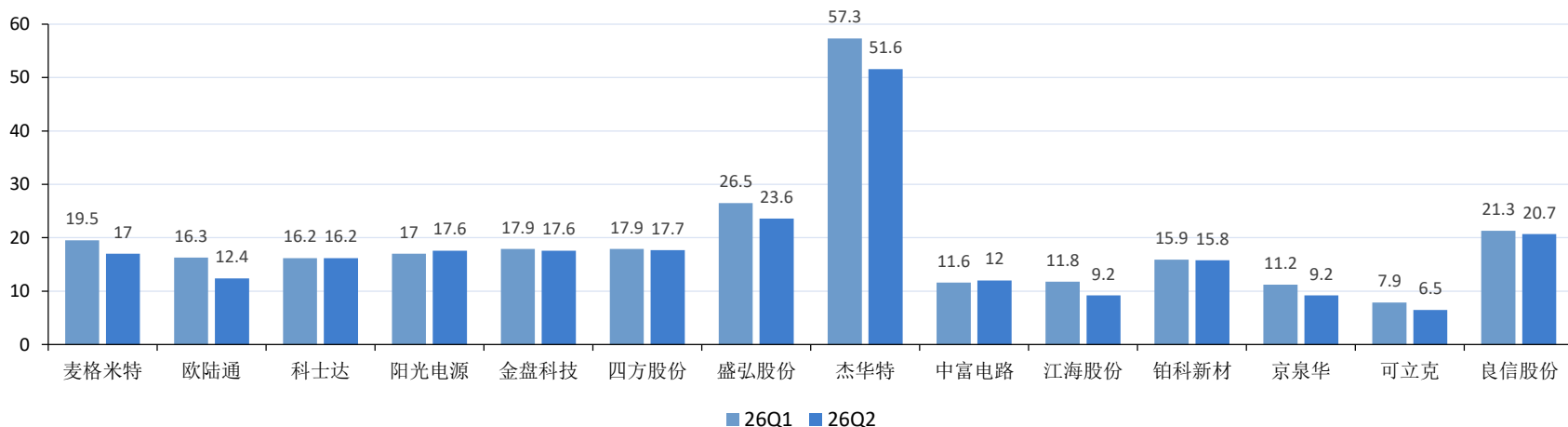
公司	环节	销售费率(%)	管理费用率(%)	研发费率(%)	财务费率(%)	期间26H1(%)	期间25H1(%)	变动(pct)
麦格米特	AI电源整机/系统	3.6	2.8	10.3	1.5	18.1	17.7	+0.44
欧陆通	AI电源整机/系统	2.1	3.7	7.0	1.3	14.0	12.0	+2.00
科士达	AI电源整机/系统	7.1	2.5	5.5	1.1	16.2	13.7	+2.56
阳光电源	AI电源整机/系统	6.9	2.4	6.8	1.2	17.3	11.3	+6.02
金盘科技	SST/电力设备	4.5	6.2	4.5	2.6	17.8	15.3	+2.41
四方股份	SST/电力设备	6.2	3.5	8.4	-0.3	17.8	17.6	+0.21
盛弘股份	电力电子/储能	11.2	3.9	9.0	0.7	24.8	26.6	-1.76
杰华特	电源芯片	6.6	7.9	36.8	2.8	54.2	49.7	+4.49
中富电路	PCB	1.5	3.0	5.2	2.1	11.8	11.0	+0.82
江海股份	电容	1.5	3.2	5.1	0.6	10.4	10.2	+0.16
铂科新材	磁性材料/电感	1.2	4.3	8.7	1.6	15.8	12.7	+3.14
京泉华	磁性元件	1.2	3.4	4.3	1.1	10.1	8.6	+1.43
可立克	磁性元件	1.1	3.1	2.6	0.3	7.1	6.2	+0.90
良信股份	直流保护	7.7	5.8	7.0	0.5	20.9	20.0	+0.92

•**同比口径费用率尚未下行：**13/14家期间费用率同比上行、仅盛弘股份（-1.76pct）回落；上行主因管理费用率（9家上行，新基地投产与股份支付）与销售投入（海外渠道建设），研发费用率是率先回落的科目。

•**分化显著：**杰华特54.2%为板块最高（芯片设计模式），可立克7.1%最低；阳光电源+6.02pct上行最多，主因收入基数走低——同比虽未降，Q2单季环比拐点已现（见下页）。

3.3费用率拐点：Q2单季环比已普遍下行

图表：26Q1 vs 26Q2单季度期间费用率（%）



•11/14家Q2单季期间费用率环比下行、中位数约-1.0pct：杰华特（-5.7pct）、欧陆通（-3.8pct）、盛弘股份（-2.9pct）、江海股份（-2.6pct）降幅居前——同比未降、环比已降，费用率拐点在Q2单季维度得到确认。

•研发费用率Q2环比10/14家下行；例外为阳光电源（+0.6pct，收入基数走低）、中富电路（+0.4pct）；财务费用受汇兑损益扰动（麦格米特H1财务费用0.94亿元、上年同期-0.03亿元），需结合经营性利润交叉判断。

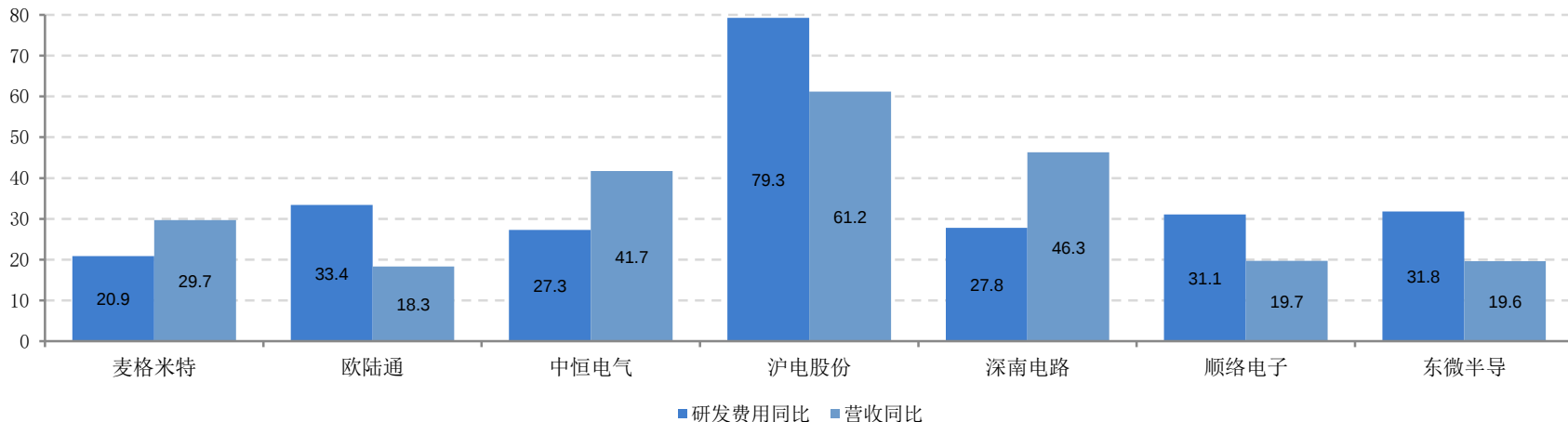
3.3研发费用率：绝对投入保持增长，费率摊薄开始兑现

公司	环节	研发费用(亿元)	同比(%)	费率26H1(%)	费率25H1(%)	变动(pct)
麦格米特	AI电源整机/系统	6.21	+20.9%	10.3	11.0	-0.74
欧陆通	AI电源整机/系统	1.76	+33.4%	7.0	6.2	+0.79
科士达	AI电源整机/系统	1.44	+9.0%	5.5	6.1	-0.55
阳光电源	AI电源整机/系统	20.95	+2.9%	6.8	4.7	+2.10
金盘科技	SST/电力设备	1.59	+9.2%	4.5	4.6	-0.15
四方股份	SST/电力设备	3.77	+10.8%	8.4	8.5	-0.05
盛弘股份	电力电子/储能	1.58	+14.9%	9.0	10.1	-1.12
杰华特	电源芯片	6.33	+50.4%	36.8	35.4	+1.39
中富电路	PCB	0.61	+32.9%	5.2	5.4	-0.20
江海股份	电容	1.60	+9.6%	5.1	5.4	-0.34
铂科新材	磁性材料/电感	1.03	+67.1%	8.7	7.2	+1.54
京泉华	磁性元件	0.83	+11.2%	4.3	4.3	-0.03
可立克	磁性元件	0.74	+3.7%	2.6	2.7	-0.04
良信股份	直流保护	1.78	+18.4%	7.0	6.4	+0.57

- PCB、电容等偏成熟制造环节：费率普遍边际下行（中富电路 - 0.20pct、江海股份 - 0.34pct），技术成熟度高、收入放量快，率先兑现规模效应；
- 电源芯片、高端磁性材料：费率仍在上行，处于技术平台建设期，是后续业绩弹性的核心来源；
- 整机环节内部分化：订单兑现能力强的龙头费率下行，布局前沿架构的公司仍在加码投入。

3.3费用端：研发强度不降，费用率开始降

图表：2026H1研发费用同比 vs 营业收入同比 (%)



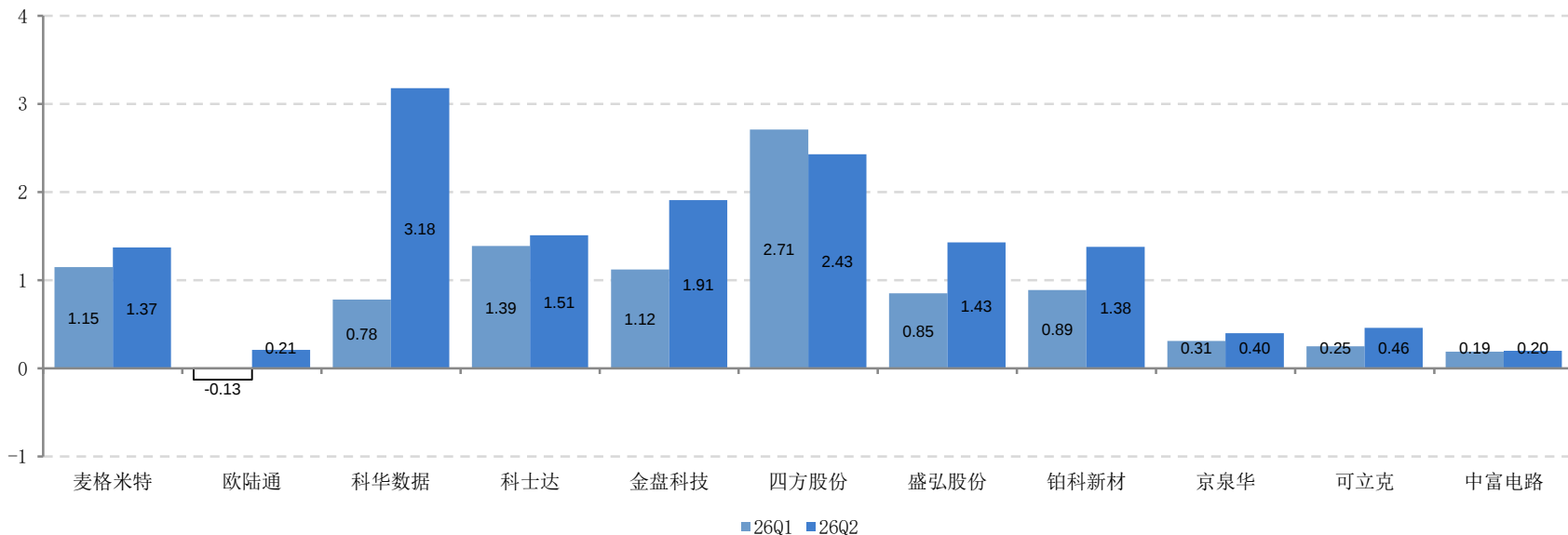
- 研发强度不降：**AI电源仍处技术迭代和客户验证阶段，相关公司在HVDC、SST、Power Shelf、三次电源、超导柜、液冷电源等方向持续投入，研发费用绝对额普遍高增（沪电+79.3%、欧陆通+33.4%、顺络+31.1%）。
- 费用率开始分化下行：**麦格米特（研发+20.9，营收+29.7%）、深南电路（研发+27.8%，营收+46.3%）、中恒电气（研发+27.3%，营收+41.7%）收入增速已快于费用增速，费用率边际下行；沪电、麦格米特等研发投入仍快于收入，处于加码投入期。**研发强度不降、费用率开始降，说明收入端开始接住前期投入。**
- 我们认为：**费用率改善是目前中报里比表观利润更重要的信号之一——前期研发、认证和产能投入被订单承接后，公司无需等待利润大幅释放，费用率改善本身就反映商业化拐点正在临近，板块正从客户验证和研发投入期进入收入兑现与规模放量期。

3.3经营杠杆：收入开始接住前期投入，Q2信号已现

•**26Q2单季度经营杠杆开始显现**：麦格米特Q2归母1.37亿元、同比+107.1%（环比+19%）；金盘科技Q2归母1.91亿元、环比+70%；科华数据Q2归母3.18亿元、环比+307%（含出售科云辰航80%股权的非经常性收益）；欧陆通Q2归母0.21亿元、环比扭亏；铂科新材Q2环比+55%；盛弘股份Q2环比+68%。

•**规模效应+费用率摊薄是主因**：收入放量摊薄前置研发投入，验证“投入期→收获期”切换正在发生。

图表：部分公司26Q1 vs 26Q2单季度归母净利润（亿元）



3.3技术路线：800VDC供电架构演进，单机柜价值量抬升

技术方向	代表公司举例	2026H1进展
800VDC / HVDC	麦格米特、中恒电气	麦格米特已构建覆盖电网输入→稳压补偿→不间断供电→高压转换→机架配电→GPU终端供电的全链路产品矩阵，产品覆盖边柜（单机架1MW以上）、SST（研发中，预期效率超98.5%）、800VDC电源机架、CRPS、PDB、PowerBrick、BBU机架、50V CBS等，可覆盖千瓦级至兆瓦级AI电力需求；中恒电气构建HVDC（240V/336V/800V）+Panama（240V/400V/800V）完整矩阵，订单交付量显著增加
整机柜集中供电	欧陆通、麦格米特	欧陆通高功率服务器电源收入同比+41.4%，配套整机柜的集中式供电出货占比提升，布局33-110kW集中式供电产品，与Google达成算力设备GPU电源项目合作
SST固态变压器	金盘科技	10kV/2.4MW样机及适配HVDC 800V架构样机基础上，首台适配北美电网的13.8kV SST样机完成厂内测试并于上半年发往海外实测
三次电源芯片	杰华特	30A-90A DrMOS及6相/8相多相控制器量产爬坡，形成覆盖PC-服务器-AI的DrMOS+多相完整产品矩阵，为CPU/GPU供电主流方案
芯片电感 / TLVR	铂科新材	AI芯片电感放量，TLVR技术突破、占AI芯片电感收入超30%，惠州高端一体成型电感产能上半年投产

•**架构升级是最大技术变量：**英伟达Rubin平台供电从48V转向800V直流，电源模块功率从5.5kW级跃升至18.5kW级，单机柜电源价值量成倍抬升，率先通过认证并实现批量交付的公司获得卡位红利。

•**国内公司从部件走向系统级方案：**麦格米特“模块—机架—整柜”一体化供电、中恒电气10kV直转Panama、欧陆通集中式供电系统——供电链路整合能力成为下一阶段竞争焦点。

3.4展望：800V直流架构升级，SST打开远期空间

近期可见

英伟达Power Rack预计26Q3起出货；Vera Rubin相关产品需求预计下半年起逐渐放量

架构升级

800V HVDC从试点走向批量交付，供电功率密度持续提升，Power Center形态演进

业绩兑现

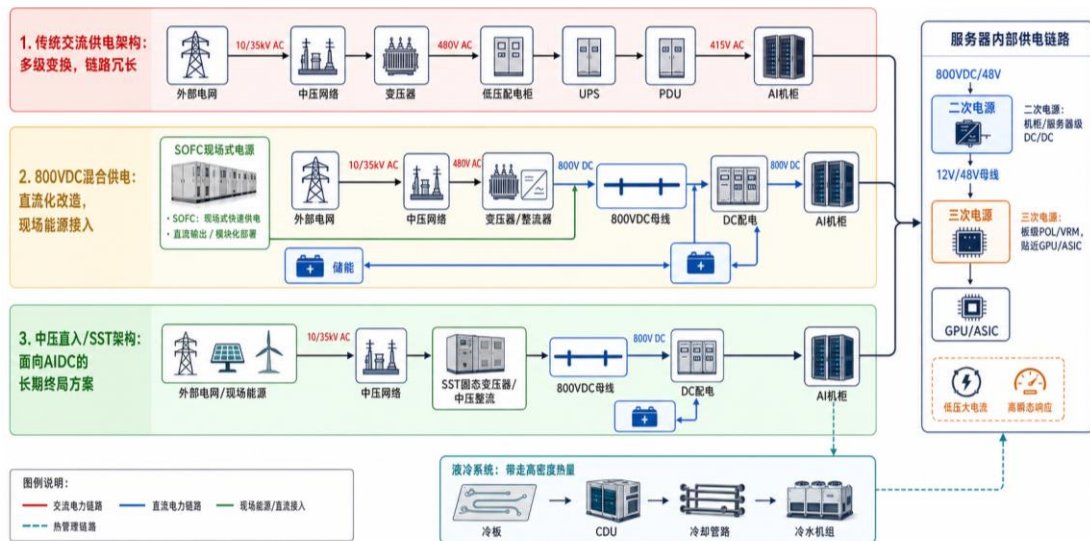
订单转收入、产能转固共振；研发费用率拐点；AI收入口径逐步清晰，利润释放

远期方向

V2.0白皮书定调SST为终局方案；方向明确但产业节奏偏后，渗透率提升需耐心

图表：后续验证节奏的关键跟踪指标

跟踪指标	验证含义
订单/在手订单增速	需求真实性与能见度，领先收入2—4个季度
存货/合同负债/OCF	备料是否转化为交付，现金占用是否收敛
Capex转固与海外爬坡	泰国/北美基地达产节奏决定交付上限
研发费用率拐点	投入期向收获期切换的财务信号
AI收入占比披露	兑现度评级的最终校准依据



3.4投资建议：短期订单兑现 + 中长期架构升级

- **短期：优先关注已有客户和订单基础、业绩确定性较强的标的。** 2026H2 AI电源投资主线将逐步从技术路线预期转向订单与收入验证，建议重点关注已进入英伟达或北美CSP供应链、并具备批量交付及订单兑现预期的麦格米特、欧陆通、中富电路等。随着北美客户项目由认证、小批量向批量交付推进，海外收入占比提升及产能利用率改善有望成为短期业绩弹性的主要来源。
- **中期：关注800V HVDC及机架级供电架构升级带来的系统端价值量提升。** 随着AI机柜功率持续提升，传统及低压供电架构逐步向800V HVDC、Power Rack及二次电源演进，电源系统的功率密度、转换效率和单柜价值量有望同步提升。建议重点关注科士达、新雷能、奥海科技、中恒电气等具备高功率电源技术储备、客户基础及量产能力的公司，核心验证点在于新产品从送样认证向框架订单和规模收入转化。
- **长期：把握SST、三次电源及核心元器件价值量扩散。** 更长期看，AI数据中心供电架构有望进一步向SST、高压直流及垂直供电演进，电能转换环节减少的同时，三次电源、TLVR、高频磁性器件等板级供电环节的重要性持续提升，产业链价值量将由传统整机进一步向核心部件扩散。建议关注阳光电源、金盘科技、四方股份等SST及高压供电方向，以及可立克、京泉华、智光电气等磁性器件及相关增量环节。
- 总体而言，我们认为AI电源板块正在逐步进入“订单与业绩验证驱动”阶段。短期优选订单和客户确定性，中期把握800V HVDC等架构切换带来的系统端价值量提升，长期关注SST及三次电源渗透带来的产业链重构；后续超额收益预计将更多来自客户验证率先完成、海外交付能力领先、产能能够承接订单，并最终实现收入与利润兑现的公司。

3.4重点公司财务概览：收入、利润与扣非

公司	环节	营收(亿)	收入同比	归母(亿)	归母同比	扣非(亿)	扣非同比	毛利率
麦格米特	AI电源整机/系统	60.61	+29.7%	2.52	+45.2%	1.18	-16.1%	21.2%
欧陆通	AI电源整机/系统	25.09	+18.3%	0.08	-94.0%	0.04	-96.9%	17.9%
科士达	AI电源整机/系统	25.91	+19.8%	2.90	+13.6%	2.68	+13.4%	29.4%
阳光电源	AI电源整机/系统	309.12	-29.0%	52.59	-32.0%	42.75	-43.0%	35.9%
金盘科技	SST/电力设备	35.56	+12.7%	3.03	+14.2%	2.87	+16.4%	27.4%
四方股份	SST/电力设备	44.82	+11.5%	5.14	+8.0%	5.00	+8.6%	32.1%
盛弘股份	电力电子/储能	17.59	+29.2%	2.28	+44.1%	2.28	+50.4%	40.7%
杰华特	电源芯片	17.18	+44.7%	-5.20	-76.2%	-5.76	-76.1%	23.9%
中富电路	PCB	11.72	+38.0%	0.39	+130.1%	0.35	+168.7%	19.1%
江海股份	电容	31.51	+17.0%	3.83	+6.9%	3.72	+8.0%	25.2%
铂科新材	磁性材料/电感	11.83	+37.5%	2.26	+18.0%	2.23	+18.7%	38.6%
京泉华	磁性元件	19.32	+12.1%	0.71	+73.1%	0.66	+85.9%	14.8%
可立克	磁性元件	28.09	+5.3%	0.72	-52.4%	0.66	-53.5%	11.4%
良信股份	直流保护	25.38	+8.8%	1.54	-37.5%	1.36	-39.0%	27.5%

- AI算力资本开支不及预期：**若北美CSP或国内智算中心资本开支放缓，AI电源订单转化与交付节奏将低于预期，备料与产能投入可能形成阶段性减值压力。
- 技术路线推进不及预期：**800V HVDC、Power Shelf、SST等方案的标准制定、认证与量产进度存在不确定性，SST当前仍以样机与示范项目为主，产业化时点后移将影响相关公司收入确认。
- 行业竞争加剧：**电源及器件环节新进入者增多，若出现价格竞争，将压制毛利率修复节奏。
- 原材料涨价与汇兑扰动：**铜、金属软磁粉芯等原材料价格波动，以及人民币汇率波动带来的汇兑损益，可能继续扰动表观利润。
- 海外产能与贸易政策风险：**泰国、墨西哥等海外基地建设进度、关税与出口管制政策变化，可能影响北美交付体系的构建节奏。
- 备料转化与减值风险：**若订单落地不及预期，前期存货与采购备料可能转化为存货跌价损失，应收扩张亦带来坏账减值压力，需结合库存结构与订单确定性持续验证。
- 信息披露口径风险：**多数公司未单独披露AI电源收入规模，本报告部分判断基于订单、备料、产能等领先指标的交叉验证及产业链调研，个别公司的AI业务实际贡献存在不确定性，请以公司后续正式披露为准。

04 附录：AIDC电源公司池2026H1财 务数据全览

代码	公司	环节	营收	营收同比	归母	归母同比	扣非	扣非同比	毛利率	净利率
300274	阳光电源	整机/HVDC/SST/保护	309.12	-29.0%	52.59	-32.0%	42.75	-43.0%	35.9%	16.7%
002028	思源电气	整机/HVDC/SST/保护	107.95	+27.0%	14.64	+13.2%	13.98	+13.1%	30.5%	14.3%
002993	奥海科技	整机/HVDC/SST/保护	79.23	+148.3%	0.46	-80.6%	-0.13	-106.7%	7.9%	1.0%
002851	麦格米特	整机/HVDC/SST/保护	60.61	+29.7%	2.52	+45.2%	1.18	-16.1%	21.2%	4.6%
601126	四方股份	整机/HVDC/SST/保护	44.82	+11.5%	5.14	+8.0%	5.00	+8.6%	32.1%	11.5%
002335	科华数据	整机/HVDC/SST/保护	38.84	+4.1%	3.96	+62.7%	2.42	+8.4%	24.4%	10.3%
688676	金盘科技	整机/HVDC/SST/保护	35.56	+12.7%	3.03	+14.2%	2.87	+16.4%	27.4%	8.4%
002518	科士达	整机/HVDC/SST/保护	25.91	+19.8%	2.90	+13.6%	2.68	+13.4%	29.4%	11.3%
002706	良信股份	整机/HVDC/SST/保护	25.38	+8.8%	1.54	-37.5%	1.36	-39.0%	27.5%	6.1%
300870	欧陆通	整机/HVDC/SST/保护	25.09	+18.3%	0.08	-94.0%	0.04	-96.9%	17.9%	0.3%
300693	盛弘股份	整机/HVDC/SST/保护	17.59	+29.2%	2.28	+44.1%	2.28	+50.4%	40.7%	12.9%
603063	禾望电气	整机/HVDC/SST/保护	17.25	-8.4%	1.56	-35.6%	1.24	-45.5%	37.9%	9.9%
002364	中恒电气	整机/HVDC/SST/保护	12.62	+41.7%	0.55	+15.8%	0.50	+11.6%	21.5%	4.1%
300491	通合科技	整机/HVDC/SST/保护	7.88	+34.5%	0.01	-93.0%	-0.06	-144.5%	19.0%	0.1%
300593	新雷能	整机/HVDC/SST/保护	7.24	+31.2%	-0.74	+21.8%	-0.76	+26.2%	41.1%	-11.5%
300661	圣邦股份	三次电源芯片/模拟	25.95	+42.7%	4.20	+109.3%	3.56	+164.6%	51.8%	16.2%
688052	纳芯微	三次电源芯片/模拟	25.40	+66.7%	0.68	+186.6%	-0.48	+54.7%	32.1%	2.6%
688141	杰华特	三次电源芯片/模拟	17.18	+44.7%	-5.20	-76.2%	-5.76	-76.1%	23.9%	-31.5%
688536	思瑞浦	三次电源芯片/模拟	16.06	+69.2%	3.08	+368.5%	2.70	+617.4%	49.0%	19.2%
688484	南芯科技	三次电源芯片/模拟	15.46	+5.2%	-0.45	-136.6%	-0.53	-153.9%	35.3%	-3.1%
688368	晶丰明源	三次电源芯片/模拟	14.52	+98.5%	0.87	+449.1%	0.77	+516.5%	37.2%	6.0%
688798	艾为电子	三次电源芯片/模拟	13.50	-1.4%	0.95	-39.4%	0.11	-91.4%	31.1%	7.0%
688508	芯朋微	三次电源芯片/模拟	6.65	+4.6%	1.58	+74.1%	0.32	-53.3%	35.1%	23.7%
688173	希荻微	三次电源芯片/模拟	5.29	+13.4%	-0.30	+32.0%	-0.35	+24.7%	28.8%	-7.0%

代码	公司	环节	营收	营收同比	归母	归母同比	扣非	扣非同比	毛利率	净利率
688045	必易微	三次电源芯片/模拟	4.52	+59.9%	0.38	+526.5%	0.31	+313.6%	33.2%	8.4%
600460	士兰微	功率器件/SiC	72.62	+14.6%	5.16	+94.8%	2.71	+0.7%	18.6%	5.1%
600703	三安光电	功率器件/SiC	64.68	-28.0%	-0.98	-155.5%	-5.04	-402.5%	14.9%	-1.5%
688396	华润微	功率器件/SiC	61.28	+17.4%	7.22	+113.2%	4.14	+51.5%	26.6%	10.9%
300373	扬杰科技	功率器件/SiC	45.15	+30.7%	7.71	+28.2%	7.24	+29.6%	35.7%	16.8%
603290	斯达半导	功率器件/SiC	19.28	-0.4%	0.65	-76.4%	0.46	-82.3%	20.6%	3.4%
605111	新洁能	功率器件/SiC	11.67	+25.6%	2.33	-0.7%	1.94	-6.5%	30.0%	20.3%
688234	天岳先进	功率器件/SiC	9.14	+15.1%	-0.59	-638.7%	-0.87	-698.0%	22.9%	-6.6%
688711	宏微科技	功率器件/SiC	7.38	+8.5%	0.04	+33.8%	-0.35	—	12.5%	-0.5%
688261	东微半导	功率器件/SiC	7.36	+19.6%	1.06	+285.4%	0.01	-92.9%	17.4%	14.3%
002384	东山精密	PCB/覆铜板	277.98	+63.9%	29.57	+290.1%	24.80	+277.5%	20.2%	10.7%
600183	生益科技	PCB/覆铜板	190.26	+50.0%	32.87	+130.4%	29.08	+111.0%	30.7%	19.5%
002938	鹏鼎控股	PCB/覆铜板	172.17	+5.1%	12.84	+4.1%	8.92	-22.3%	24.0%	7.3%
002916	深南电路	PCB/覆铜板	152.96	+46.3%	22.51	+65.5%	22.39	+76.9%	31.0%	14.7%
002463	沪电股份	PCB/覆铜板	136.89	+61.2%	29.23	+73.7%	27.95	+70.0%	38.7%	21.4%
300476	胜宏科技	PCB/覆铜板	116.29	+28.8%	28.57	+33.3%	24.18	+12.5%	33.2%	24.6%
603228	景旺电子	PCB/覆铜板	86.11	+21.4%	6.02	-7.4%	4.66	-13.3%	20.2%	7.1%
688183	生益电子	PCB/覆铜板	57.84	+53.5%	11.11	+109.4%	11.11	+110.3%	34.3%	19.2%
002815	崇达技术	PCB/覆铜板	43.30	+22.6%	1.52	-31.3%	1.48	-32.0%	20.1%	4.3%
688519	南亚新材	PCB/覆铜板	42.24	+83.2%	4.61	+428.8%	4.53	+457.8%	18.9%	10.9%
002436	兴森科技	PCB/覆铜板	40.38	+17.9%	1.11	+283.3%	1.25	+166.9%	21.0%	-0.1%
002636	金安国纪	PCB/覆铜板	33.99	+65.7%	7.66	+986.7%	7.70	+955.3%	33.1%	22.6%
000823	超声电子	PCB/覆铜板	33.51	+10.0%	1.13	-1.2%	1.10	-2.6%	16.3%	4.0%

代码	公司	环节	营收	营收同比	归母	归母同比	扣非	扣非同比	毛利率	净利率
603920	世运电路	PCB/覆铜板	30.13	+16.8%	0.84	-78.1%	0.52	-85.3%	13.6%	2.3%
603936	博敏电子	PCB/覆铜板	18.64	+9.3%	-0.51	-235.4%	-0.69	-390.8%	15.8%	-2.6%
300814	中富电路	PCB/覆铜板	11.72	+38.0%	0.39	+130.1%	0.35	+168.7%	19.1%	3.3%
603186	华正新材	PCB/覆铜板	—	—	—	—	—	—	—	—
002056	横店东磁	磁性元件/材料	123.42	+3.4%	9.48	-7.0%	8.11	-24.3%	15.7%	7.1%
002138	顺络电子	磁性元件/材料	38.59	+19.7%	4.47	-8.0%	4.34	-6.2%	33.6%	12.8%
002782	可立克	磁性元件/材料	28.09	+5.3%	0.72	-52.4%	0.66	-53.5%	11.4%	2.5%
002922	伊戈尔	磁性元件/材料	26.84	+8.8%	1.12	+6.9%	0.99	+3.1%	19.8%	4.3%
300319	麦捷科技	磁性元件/材料	19.85	+10.5%	1.51	+1.1%	1.29	+36.0%	17.1%	7.7%
002885	京泉华	磁性元件/材料	19.32	+12.1%	0.71	+73.1%	0.66	+85.9%	14.8%	3.7%
600330	天通股份	磁性元件/材料	17.54	+10.8%	-2.82	-636.7%	-3.02	—	21.7%	-16.3%
300811	铂科新材	磁性元件/材料	11.83	+37.5%	2.26	+18.0%	2.23	+18.7%	38.6%	19.1%
002902	铭普光磁	磁性元件/材料	10.63	+31.9%	-0.15	+78.9%	-0.24	+69.8%	21.1%	-1.8%
688190	云路股份	磁性元件/材料	9.98	+1.3%	1.26	-25.8%	1.16	-30.1%	23.5%	12.6%
301577	美信科技	磁性元件/材料	2.79	+35.7%	-0.19	-280.2%	-0.19	-295.3%	20.3%	-6.8%
300408	三环集团	电容/MLCC/材料	64.23	+54.8%	19.32	+56.2%	18.09	+69.7%	44.3%	30.1%
000636	风华高科	电容/MLCC/材料	35.00	+26.3%	2.90	+74.0%	2.88	+68.8%	18.8%	8.3%
002484	江海股份	电容/MLCC/材料	31.51	+17.0%	3.83	+6.9%	3.72	+8.0%	25.2%	12.2%
603678	火炬电子	电容/MLCC/材料	31.07	+75.4%	2.43	-7.2%	1.34	-47.0%	18.7%	7.6%
600563	法拉电子	电容/MLCC/材料	27.64	+10.6%	5.82	+2.2%	5.73	+3.1%	33.1%	21.1%
300285	国瓷材料	电容/MLCC/材料	25.13	+16.6%	3.63	+9.4%	3.61	+12.5%	37.7%	15.4%
603989	艾华集团	电容/MLCC/材料	22.70	+15.4%	1.70	+17.2%	1.54	+14.3%	20.2%	7.5%
002859	洁美科技	电容/MLCC/材料	11.69	+21.4%	1.38	+39.9%	1.01	+6.5%	33.3%	11.4%
300726	宏达电子	电容/MLCC/材料	9.10	+6.3%	2.26	+11.4%	1.96	+13.7%	58.4%	31.0%

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题