

飞龙股份(002536.SZ)

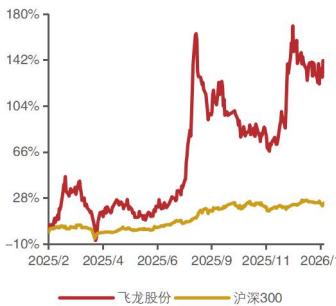
投资评级：买入（首次）

证券分析师

李泽
SAC: S1350525030001
lize@huayuanstock.com
陈佳敏
SAC: S1350525110001
chenjiamin@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年02月04日

| | |
|----------------|-------------|
| 收盘价 (元) | 29.34 |
| 一年内最高 / 最低 (元) | 34.30/10.60 |
| 总市值 (百万元) | 16,864.22 |
| 流通市值 (百万元) | 15,973.20 |
| 总股本 (百万股) | 574.79 |
| 资产负债率 (%) | 39.88 |
| 每股净资产 (元/股) | 6.01 |

资料来源：聚源数据

——深耕汽车水泵多年，AI 液冷泵高弹性可期

投资要点：

- **老牌汽车水泵供应商，正逐步构建“汽车+泛工业”双向驱动的业务格局。**公司1964年开始生产汽车配件，具有60余年生产汽车配件的历史，2009年公司开始研发电子水泵，2011年研发出第一款电子水泵。2025年4月芜湖飞龙进行存续分立，将液冷热管理领域商用液冷泵相关业务的研发、生产、销售从汽车领域剥离，成立新的全资子公司，加大数据中心液冷、低空经济、人形机器人等新兴方向研发力度。
- **我们认为公司的核心看点在于AI液冷泵的高增长、高弹性：**
- **AI液冷行业扩容：**2026年全球液冷市场规模有望从百亿元跃至千亿元级别，其中随着GB300/Rubin出货量有望提升、NV液冷需求有望接近500亿元，CSP厂商ASIC芯片出货量有望提升、我们预计对应液冷市场或将达300–400亿元、尤其谷歌增量或可观，国内液冷需求有望达100–200亿元。
- **液冷泵是AI液冷系统核心组件：**液冷泵多集成于数据中心CDU，通过液冷系统管路将冷却介质输送至服务器机柜。CDU约占液冷系统价值量30–40%，CDU液冷泵的性能直接决定了液冷系统的散热效率与稳定性，且CDU液冷泵安装方式普遍采用N+1冗余，因此在液冷系统价值量占比较高。电子液冷泵是未来CDU主流的技术趋势，相较于传统机械泵的优势在于无泄漏风险、维护成本低、体积小等。
- **飞龙股份作为国内头部供应商份额有望逐步提升：**当前全球数据中心液冷泵主要以格兰富、威乐等外资品牌为主，2026年NV、谷歌等CSP厂商、国内厂商的AI液冷需求有望快速提升，国产供应商有望凭借更低的价格、更快的交期、更迅速的响应速度抢占一定市场份额，随着国内头部供应商逐步积累供货的经验，国内供应商的CDU液冷泵有望逐步实现国产替代。**2025年12月8日，公司L-iBC平台In-Row CDU液冷泵HP22K已正式交付液冷合作伙伴，并将从中国发运至海外，作为全球高性能液冷散热解决方案的关键组件，公司有望充分受益液冷行业需求提升。**
- **盈利预测与评级：**我们认为公司与核心客户深度绑定配套液冷系统关键部件CDU液冷泵，具有竞争优势、订单确定性或较高，中长期市占率有望逐步提升，我们预计公司2025–2027年归母净利润3.9亿、6.1亿、7.1亿元、对应增速+17%、+59%、+16%，对应2026年2月4日PE44、28、24倍，考虑业务相似性，我们选取大元泵业、南方泵业、美湖股份作为可比公司，三家可比公司按Wind一致预期计算的2026年平均PE31倍，考虑飞龙股份在液冷行业的较高弹性及订单确定性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济波动；2) 原材料涨价；3) 行业竞争加剧；4) 核心客户进展低于预期；5) 市场空间测算偏差风险等

盈利预测与估值 (人民币)

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 4,095 | 4,723 | 4,619 | 5,820 | 6,552 |
| 同比增长率 (%) | 25.69% | 15.34% | -2.21% | 26.00% | 12.58% |
| 归母净利润 (百万元) | 262 | 330 | 386 | 613 | 708 |
| 同比增长率 (%) | 211.14% | 25.92% | 17.20% | 58.63% | 15.56% |
| 每股收益 (元/股) | 0.46 | 0.57 | 0.67 | 1.07 | 1.23 |
| ROE (%) | 8.10% | 9.88% | 11.38% | 17.57% | 19.70% |
| 市盈率 (P/E) | 64.42 | 51.16 | 43.65 | 27.52 | 23.81 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润 3.9 亿、6.1 亿、7.1 亿元、对应增速 +17%、+59%、+16%，对应 2026 年 2 月 4 日 PE 44、28、24 倍，考虑业务相似性，我们选取大元泵业、南方泵业、美湖股份作为可比公司，三家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 31 倍，考虑飞龙股份在液冷行业的较高弹性及订单确定性，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

现有业务：公司现有业务主要分为三大类，包括汽车发动机节能降排部件、汽车发动机冷却系统产品、新能源冷却部件及模块，现有业务主要应用在传统燃油车及新能源车，客户覆盖广泛，我们预计整体汽车行业销量增速或趋缓，公司现有业务收入或趋于平稳，我们预计 2025–2027 年公司现有业务实现营业收入 46.1 亿、45.4 亿、44.8 亿元、对应增速-2%、-1%、-1%。具体各核心业务：1) 汽车发动机节能降排部件：预计 2025–2027 年实现营业收入 21.3 亿、20.7 亿、20.1 亿元、对应增速-5%、-3%、-3%，毛利率 28%、25%、23%。2) 汽车发动机冷却系统产品：2025–2027 年实现营业收入 18.2 亿、17.6 亿、16.7 亿元、对应增速-2%、-3%、-5%，毛利率 25%、23%、22%。3) 新能源冷却部件及模块：2025–2027 年实现营业收入 5.6 亿、6.1 亿、7.0 亿元、对应增速+6%、+10%、+13%，毛利率 17%、15%、15%。

AI 液冷泵：1) 营业收入：考虑到公司在 AI 液冷泵市场的竞争力，我们认为公司作为国内头部供应商市占率有望逐步提升，我们预计 2026–2027 年公司 AI 液冷泵有望贡献增量。2) 毛利率：我们认为 AI 液冷泵的行业格局相较于传统汽车业务或更好，随着公司规模提升有望保持较高利润率，我们预计 2026–2027 年实现毛利率 40%。

投资逻辑要点

我们认为 2026 年全球 AI 液冷市场规模有望从百亿元增至千亿元级别，公司与核心客户深度绑定配套液冷系统关键部件 CDU 液冷泵，具有竞争优势、订单确定性或较高，中长期公司作为国内头部液冷泵供应商，市占率有望逐步提升，未来有望充分受益液冷行业的快速增长。

核心风险提示

宏观经济波动、原材料涨价、行业竞争加剧、核心客户进展低于预期、市场空间测算偏差风险等。

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 基本情况：深耕汽车水泵多年，积极拓宽应用领域 | 5 |
| 2. 核心增量：AI 液冷泵高增长、高弹性可期 | 7 |
| 2.1. 2026 年全球 AI 液冷市场有望从百亿增至千亿级别 | 7 |
| 2.2. 液冷泵是 AI 液冷系统核心组件 | 8 |
| 2.3. 飞龙股份作为国内头部供应商份额有望逐步提升 | 9 |
| 3. 盈利预测及投资建议 | 11 |
| 3.1. 业绩复盘：传统汽车业务稳中有升 | 11 |
| 3.2. 业绩展望：AI 液冷泵贡献业绩弹性 | 12 |
| 4. 风险提示 | 13 |

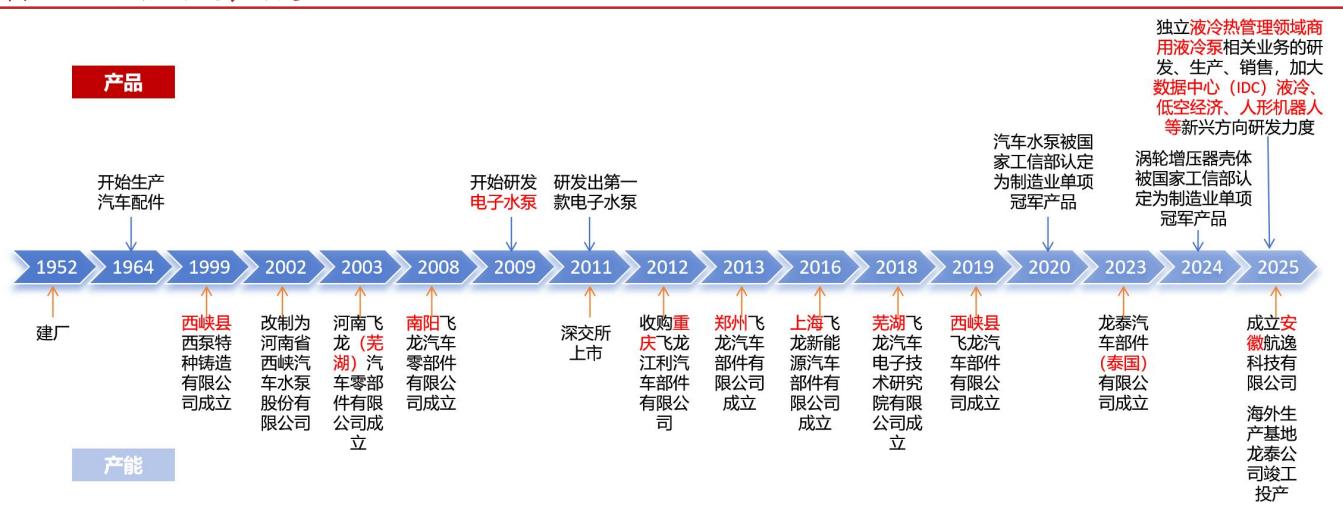
图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 飞龙股份发展历史 | 5 |
| 图表 2: 飞龙股份主要产品情况 | 6 |
| 图表 3: 不同冷却技术的解热能力 | 7 |
| 图表 4: 液冷系统通用架构 | 7 |
| 图表 5: 冷板式液冷系统泵运作图 | 8 |
| 图表 6: 浸没式液冷系统泵运作图 | 8 |
| 图表 7: 传统机械泵 | 8 |
| 图表 8: 电子液冷泵 | 8 |
| 图表 9: CDU 泵普遍冗余方式 | 9 |
| 图表 10: 格兰富 E 泵产品 | 9 |
| 图表 11: 航逸 HydroCool 系列液泵 IDC 各类应用 | 10 |
| 图表 12: 航逸 HydroCool 系列 S/M/L 平台产品液力性能分布 | 10 |
| 图表 13: 航逸科技 HydroCoolHP22K CDU 液冷循环泵正式交付 | 10 |
| 图表 14: 飞龙股份近年营业收入情况 | 11 |
| 图表 15: 飞龙股份近年归母净利润情况 | 11 |
| 图表 16: 飞龙股份近年期间费用率情况 | 11 |
| 图表 17: 飞龙股份近年盈利能力情况 | 11 |
| 图表 18: 飞龙股份 vs 可比公司 PE 估值对比 | 12 |

1. 基本情况：深耕汽车水泵多年，积极拓宽应用领域

老牌汽车水泵供应商，正逐步构建“汽车+泛工业”双向驱动的业务格局。公司成立于1952年，1964年开始生产汽车配件，具有60余年生产汽车配件的历史，2009年公司开始研发电子水泵，2011年研发出第一款电子水泵，截至2025年半年报已形成覆盖13W至40KW功率范围及12V至4KV电压平台的完备产品体系，2020年汽车水泵被国家工信部认定为制造业单项冠军产品，2024年涡轮增压器壳体被国家工信部认定为制造业单项冠军产品，2025年4月芜湖飞龙进行存续分立，将液冷热管理领域商用液冷泵相关业务的研发、生产、销售从汽车领域剥离，成立新的全资子公司，加大数据中心液冷、低空经济、人形机器人等新兴方向研发力度，2025年6月，公司海外生产基地龙泰公司竣工投产，积极拓展东南亚、中亚等海外客户资源，持续扩大全球化业务规模。

图表1：飞龙股份发展历史



资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

公司核心业务聚焦汽车领域、液冷领域和机器人领域热管理部件产品，具体产品品类及应用领域如下：

- 汽车领域热管理部件产品：**1) **汽车发动机热管理部件产品：**是保障发动机高效、稳定运行的关键组件，主要包括机械水泵、排气歧管、涡轮增压器壳体、机油泵等。2) **汽车新能源热管理部件产品：**是针对新能源汽车更复杂、精密的温控需求，主要包括电子泵系列和温控阀系列产品。其中，截至2025年半年报，发动机热管理国内客户包括上汽通用、上海汽车、上海大众、一汽大众、奇瑞、赛力斯、长城汽车、广汽、吉利汽车、长安汽车、长安福特、北京汽车、上汽通用五菱、江铃汽车、东风日产、一汽丰田、一汽红旗、上汽大通、菱特、东风汽车、江淮汽车、潍柴、河南重工、重汽、三一重工、上菲红、康明斯国内合作工厂、理想新晨、北汽动力、东安动力、东风柳汽、柳州菱特、无锡动力、一汽大柴、上海菱重、湖南天雁、河北华柴、集瑞重工、福田发动机、宁波丰沃、华域麦格纳、智新科技、奕森科技、宗申航发等150多家；发动机热管理境外客户包括博格华纳、盖瑞特、通用、康明斯、丰沃、蜂巢蔚领、戴姆勒、福特、道依茨、威茨曼、越南VINFAST、斯堪尼亚、沃尔沃、BOSCH、FUSO、PSI、实用动力、爱科、

丹佛斯、MTU、斯泰兰蒂斯、纳威司达、依维柯集团、博马科技、宝腾、曼、水星海事等 50 多家。

2. **液冷领域热管理部件产品（新业务）：**以电子泵系列产品和温控阀系列产品为主，广泛应用于服务器液冷、充电桩、储能及其他领域。截至 2025 年半年报公司液冷领域主要客户及建立联系的达 80 家，有超 120 个项目正在进行中，部分项目已经量产。
3. **机器人领域（布局中）：**是公司未来发展战略的重要方向。**1) 核心零部件延伸：**发挥公司在电机、控制器等热管理领域的技术积累和庞大优质客户资源优势，加速向机器人产业拓展，提供核心零部件。同时紧密追踪市场需求与技术趋势，逐步延伸至关节模组等关键部件。**2) 液冷方案布局：**针对机器人关节等部位日益增长的液冷散热需求，依托公司在电子泵、温控阀及集成模块等新能源热管理产品上的技术优势，积极布局机器人领域液冷市场。

图表 2：飞龙股份主要产品情况

| 类别 | 产品 | 可应用领域 | | | | | 25H1 | | |
|-------------|------------------------|------------------------|-----|------|-------|-----|----------|--------|--------|
| | | 新能源 | 燃油车 | AI液冷 | 充电桩液冷 | 机器人 | 营业收入（亿元） | 营收同比增速 | 毛利率 |
| 汽车领域热管理部件产品 | 汽车发动机热管理部件产品 | 机械水泵、排气歧管、涡轮增压器壳体、机油泵等 | 混动 | √ | | | 18.9 | -9.87% | 26.70% |
| | 汽车新能源热管理部件产品 | 电子泵系列产品 | √ | √ | √ | √ | 1.9 | 3.56% | 13.11% |
| 液冷领域热管理部件产品 | 服务器液冷领域 充电桩、储能及其他领域 | | | | | | 0.4 | 12.06% | 30.00% |
| 机器人领域业务布局 | 核心零部件 液冷方案 | | | | | | | | |

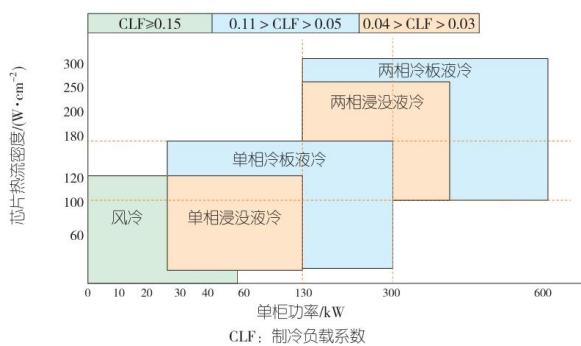
资料来源：公司公告，华源证券研究所，注：截至 2025 年半年报

2. 核心增量：AI 液冷泵高增长、高弹性可期

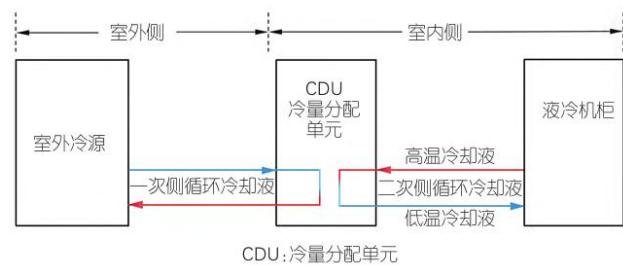
2.1. 2026 年全球 AI 液冷市场有望从百亿增至千亿级别

液冷有望成为全球算力提升背景下的必选方案。背景 1：智算芯片 TDP 功耗提升：目前算力需求逐步由训练算力转向推理算力，作为提供智能算力基石的 GPU、ASIC 芯片在实现更高性能的同时也面临功耗提升的问题，NV GB300 已经开始采用液冷方案，同时谷歌、AWS、微软等 CSP 厂商也开始采用液冷方案为其部署 ASIC 芯片算力集群散热。背景 2：数据中心单机柜功耗持续提升：目前数据中心的功率密度逐步攀升，部分在用的超大型数据中心的单机柜功率密度已超过 30kW，甚至达到 100kW，针对当前高功率密度数据中心的建设要求，液冷相比传统风冷具有显著提升传热效率和降低传热能耗的优势，或将成为数据中心散热的主流解决方案。背景 3：数据中心节能要求提高：相比传统风冷技术，液冷系统能将数据中心的 PUE 值（数据中心能源效率指标）从 1.5 降至 1.1–1.2，节能效果显著。

图表 3：不同冷却技术的解热能力



图表 4：液冷系统通用架构



资料来源：《相变浸没式液冷系统研究》万积清等，华源证券研究所

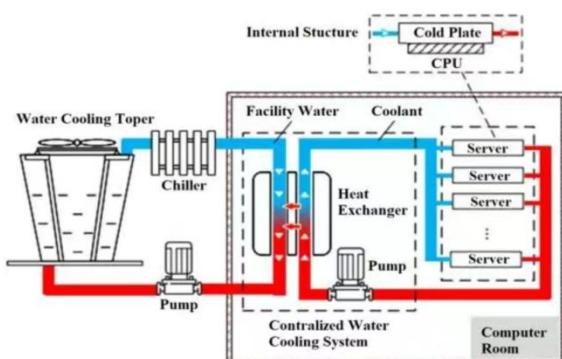
资料来源：《数据中心液冷散热技术及应用》严劲等，华源证券研究所

2026 年全球液冷市场规模有望从百亿元跃至千亿元级别。我们认为 2026 年全球液冷行业需求主要来自于海外 NV (GB 系列/Rubin)、CSP 厂商 (ASIC) 及国内新建数据中心的液冷需求。2025 年量产订单以 NV GB200 为主，2026 年随着 GB300/Rubin 出货量有望提升、NV 液冷需求有望接近 500 亿元，CSP 厂商 ASIC 芯片出货量有望提升、我们预计对应液冷市场或将达 300–400 亿元、尤其谷歌增量或可观，国内液冷需求有望达 100–200 亿元，因此 2026 年全球液冷市场规模有望接近千亿级别。

2.2. 液冷泵是AI液冷系统核心组件

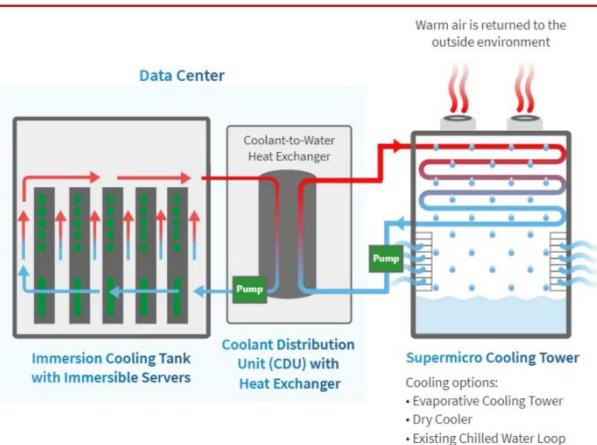
液冷泵是AI液冷系统的核心组件。液冷泵多集成于数据中心的CDU（冷却分配单元），通过液冷系统管路将冷却介质输送至服务器机柜。作为液冷系统的“心脏”，水泵通过精密流体动力学设计，驱动冷却液在封闭管路中强制循环，构建高效的热交换体系。在冷板式液冷系统中，液冷泵负责驱动冷却液循环所需的流量和压力，确保热量从IT设备传递到外部冷却系统，同时通过冗余泵组配置和智能控制提高系统可靠性和能效；在浸没式液冷系统中，液冷泵负责将热液从浸没槽（Tank）抽出送入CDU换热单元，再将冷却后的液体返回槽内，实现闭环循环。

图表5：冷板式液冷系统泵运作图



资料来源：零氪1+1公众号，华源证券研究所

图表6：浸没式液冷系统泵运作图



资料来源：零氪1+1公众号，华源证券研究所

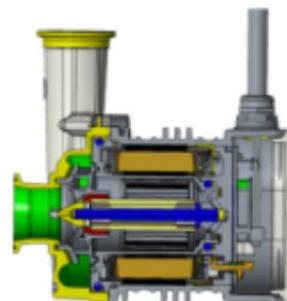
电子液冷泵相较于传统机械泵优势明显。电子液冷泵是未来CDU主流的技术趋势，传统机械泵的尺寸大，运行噪声大，水封容易磨损需定期维护或更换零部件，增加了运维成本。电子泵相较于传统机械泵的优势在于：1) 无泄漏风险：全封闭设计，有效避免冷却液泄漏；2) 维护成本低：整体静密封设计，减少因轴封老化带来的维护成本，寿命更久；3) 体积小：电机水泵高度集成，体积小适于CDU布置使用。

图表7：传统机械泵



资料来源：航逸科技 HydroCool 公众号，华源证券研究所

图表8：电子液冷泵



资料来源：航逸科技 HydroCool 公众号，华源证券研究所

CDU液冷泵安装方式普遍采用N+1冗余，在液冷系统价值量占比较高。CDU是液冷系统核心部件之一、约占液冷系统价值量30-40%，在CDU的成本结构中泵的性能直接决定

为了液冷系统的散热效率与稳定性，所以泵在整个液冷系统的价值量占比较高。采用冗余泵组配置和智能变频控制，CDU 系统可靠性提升 40%、能效比优化达 30%，当前 CDU 普遍采用 N+1 冗余设计，即配置备用泵，用于在主泵故障时接管工作，这是一种常见且成本效益高的冗余方案。

图表 9：CDU 泵普遍冗余方式

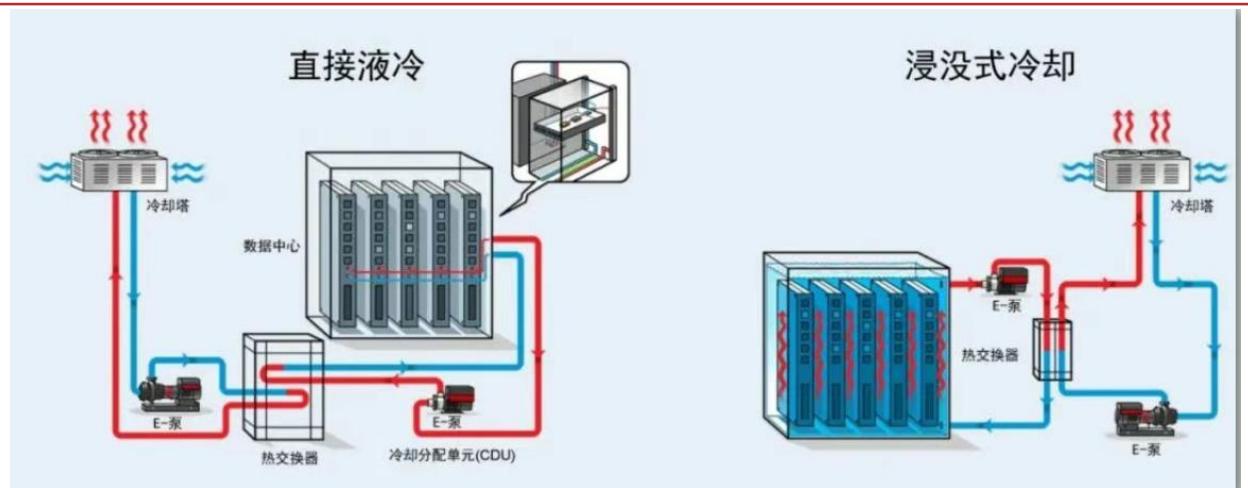
| 维度 | 1+1 冗余 (1-out-of-2) | 2+1 冗余 (2-out-of-3) |
|--------------------------|----------------------|----------------------|
| 泵数量 | 2 台 | 3 台 |
| 系统正常判据 | 至少 1 台泵正常 (允许 1 台失效) | 至少 2 台泵正常 (允许 1 台失效) |
| 系统失效判据 | 2 台泵失效 | 2 台泵均失效 |
| 单泵 5 年运行时间 | 21900h (总负荷的 1/2) | 29200h (总负荷的 2/3) |
| 单泵 5 年可靠度 (无失效) | 98.43% | 96.95% |
| CDU 泵无更换可靠度 (5 年, C=90%) | 96.89% | 91.10% |
| CDU 的 MTBF (泵无更换) | 175, 244h | 112, 572h |

资料来源：航逸科技 HydroCool 公众号，华源证券研究所

2.3. 飞龙股份作为国内头部供应商份额有望逐步提升

国产供应商有望凭借产品、交期、响应优势快速抢占市场份额。当前全球数据中心液冷泵主要以格兰富、威乐等外资品牌为主，外资品牌在全球数据中心及液冷数据中心参与的大型项目较多，尤其是格兰富的 E 泵市场占有率较高，当前头部客户的 CDU 多采用格兰富产品。2026 年 NV、谷歌等 CSP 厂商、国内厂商的 AI 液冷需求有望快速提升，国产供应商有望凭借更低的价格、更快的交期、更迅速的响应速度抢占一定市场份额，随着国内头部供应商逐步积累供货的经验，未来市场开拓的难度有望再降低，因此我们认为国内供应商的 CDU 液冷泵有望逐步实现国产替代。

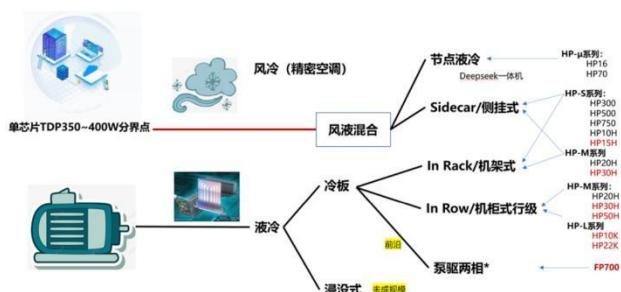
图表 10：格兰富 E 泵产品



资料来源：格兰富工业解决方案公众号，华源证券研究所

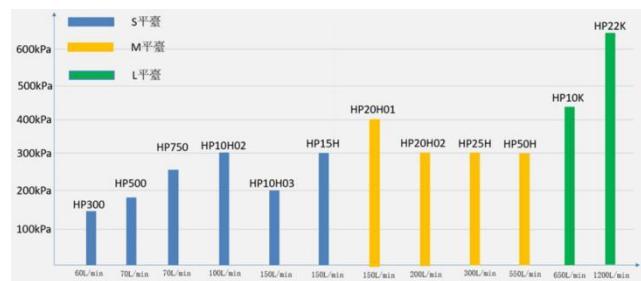
飞龙股份在AI液冷泵产品储备齐全,22KW产品已交付。飞龙股份开发的航逸 HydroCool 系列 IDC 液泵,充分利用飞龙车载泵紧凑的体积优势,结合创新性专利的 i-BC 叶轮转子轴承 RBS 系统和液冷电机等概念为 IDC 应用全新定制设计,介质腔所用材质满足 PG25 和 EG50 介质应用兼容性测试,水润滑轴承寿命大幅提升,设计寿命 (L10) 大于 45000h,有产品最长高达 90000h,产品开发可满足 HW、台湾广运等客户的 CDU 液泵测试基线。飞龙股份航逸 HydroCool 系列各平台液冷泵针对现在 IDC 的各种节点液冷,包括 Sidecar、In Rack、In Row 以及泵驱两相无油氟泵不同配置,提供相应的液泵解决方案配套使用。

图表 11: 航逸 HydroCool 系列液泵 IDC 各类应用



资料来源: 航逸科技 HydroCool 公众号, 华源证券研究所

图表 12: 航逸 HydroCool 系列 S/M/L 平台产品液力性能分布



资料来源: 航逸科技 HydroCool 公众号, 华源证券研究所

2025 年 12 月 8 日,公司举行 L-iBC 平台 In-Row CDU 液冷泵 HP22K 的批量交付仪式,HP22K 产品已正式交付液冷合作伙伴,并将从中国发运至海外。HP22K 是公司 AI 液冷泵的关键产品之一,凭借集成化小体积、高可靠性等技术优势,成为全球高性能液冷散热解决方案的关键组件,公司有望充分受益液冷行业需求提升。

图表 13: 航逸科技 HydroCool HP22K CDU 液冷循环泵正式交付



资料来源: 航逸科技 HydroCool 公众号, 华源证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

3.1. 业绩复盘：传统汽车业务稳中有升

近年收入规模向上，盈利能力逐步恢复。公司围绕汽车业务经营多年，核心产品的客户开拓相对完善，如汽车发动机热管理部件产品机械水泵、排气歧管、涡壳等截至 2025 年半年报已覆盖国内客户 150 多家、国外客户 50 多家，汽车新能源热管理部件产品已覆盖 130 多家客户，近年整体收入规模稳中有升。2019–2022 年公司盈利能力受原材料涨价、产品结构等因素影响下滑，2022 年起随着毛利率更高的新业务导入、原材料涨价影响减弱、公司内部积极降本增效，整体净利率逐步改善。2025 年前三季度，公司实现营业收入 32.4 亿元、同比-7.4%，归母净利润 2.87 亿元、同比+7.5%，对应归母净利率 8.9%、同比+1.2pct。

图表 14：飞龙股份近年营业收入情况



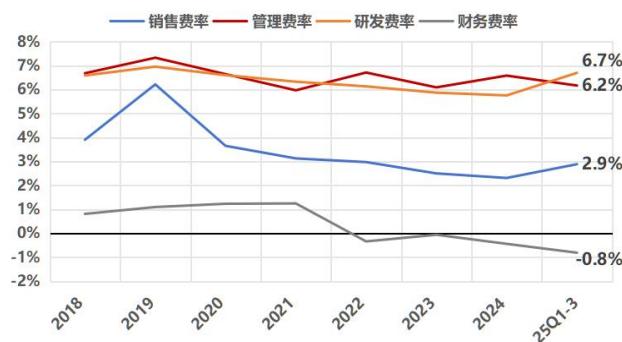
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15：飞龙股份近年归母净利润情况



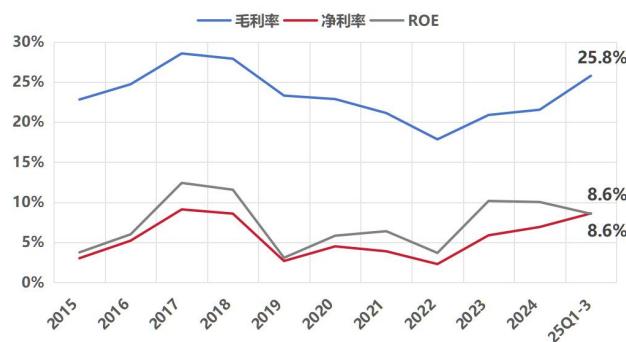
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 16：飞龙股份近年期间费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 17：飞龙股份近年盈利能力情况



资料来源：wind，华源证券研究所

3.2. 业绩展望：AI 液冷泵贡献业绩弹性

我们预计公司 2025–2027 年实现营业收入 46.2 亿、58.2 亿、65.5 亿元、对应增速-2%、+26%、+13%，毛利率 25.4%、26.6%、27.3%，归母净利润 3.9 亿、6.1 亿、7.1 亿元、对应增速+17%、+59%、+16%。

现有业务：公司现有业务主要分为三大类，包括汽车发动机节能降排部件、汽车发动机冷却系统产品、新能源冷却部件及模块，现有业务主要应用在传统燃油车及新能源车，客户覆盖广泛，我们预计整体汽车行业销量增速或趋缓，公司现有业务收入或趋于平稳，我们预计 2025–2027 年公司现有业务实现营业收入 46.1 亿、45.4 亿、44.8 亿元、对应增速-2%、-1%、-1%。具体各核心业务：1) 汽车发动机节能降排部件：预计 2025–2027 年实现营业收入 21.3 亿、20.7 亿、20.1 亿元、对应增速-5%、-3%、-3%，毛利率 28%、25%、23%。2) 汽车发动机冷却系统产品：2025–2027 年实现营业收入 18.2 亿、17.6 亿、16.7 亿元、对应增速-2%、-3%、-5%，毛利率 25%、23%、22%。3) 新能源冷却部件及模块：2025–2027 年实现营业收入 5.6 亿、6.1 亿、7.0 亿元、对应增速+6%、+10%、+13%，毛利率 17%、15%、15%。

AI 液冷泵：1) 营业收入：考虑到公司在 AI 液冷泵市场的竞争力，我们认为公司作为国内头部供应商市占率有望逐步提升，我们预计 2026–2027 年公司 AI 液冷泵有望贡献增量。

2) 毛利率：我们认为 AI 液冷泵的行业格局相较于传统汽车业务或更好，随着公司规模提升有望保持较高利润率，我们预计 2026–2027 年实现毛利率 40%。

我们认为 2026 年全球 AI 液冷市场规模有望从百亿元增至千亿元级别，公司与核心客户深度绑定配套液冷系统关键部件 CDU 液冷泵，具有竞争优势、订单确定性或较高，中长期公司作为国内头部液冷泵供应商，市占率有望逐步提升，未来有望充分受益液冷行业的快速增长。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润 3.9 亿、6.1 亿、7.1 亿元、对应增速+17%、+59%、+16%，对应 2026 年 2 月 4 日 PE 44、28、24 倍，考虑业务相似性，我们选取大元泵业、南方泵业、美湖股份作为可比公司，三家可比公司按 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 31 倍，考虑飞龙股份在液冷行业的较高弹性及订单确定性，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 18：飞龙股份 vs 可比公司 PE 估值对比

| 股票代码 | 公司名称 | 总市值 (亿元) | 营业收入 (亿元) | | | 营收增速 (%) | | | 归母净利润 (亿元) | | | 归母增速 (%) | | | PE (倍) | | |
|------------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 603757.SH | 大元泵业 | 76 | 21.7 | 24.8 | 28.5 | 14% | 14% | 15% | 2.3 | 2.8 | 3.3 | -8% | 19% | 19% | 32 | 27 | 23 |
| 300145.SZ | 南方泵业 | 88 | 55.0 | 60.4 | 67.0 | 9% | 10% | 11% | 3.1 | 4.1 | 4.8 | 44% | 30% | 17% | 28 | 21 | 18 |
| 603319.SH | 美湖股份 | 123 | 23.3 | 27.5 | 32.4 | 18% | 18% | 18% | 2.3 | 2.8 | 3.4 | 36% | 23% | 22% | 54 | 44 | 36 |
| 平均值 | | 95 | 33.3 | 37.6 | 42.7 | 12% | 13% | 13% | 2.6 | 3.2 | 3.8 | 21% | 25% | 19% | 38 | 31 | 26 |
| 002536.SZ | 飞龙股份 | 169 | 46.2 | 58.2 | 65.5 | -2% | 26% | 13% | 3.9 | 6.1 | 7.1 | 17% | 59% | 16% | 44 | 28 | 24 |

资料来源：wind，华源证券研究所，数据截至 2026 年 2 月 4 日，注：飞龙股份盈利预测来自华源证券研究所，可比公司盈利预测来自于 wind 一致预期

4. 风险提示

- 1) **宏观经济波动**: 汽车行业销量与宏观经济有一定相关性, 宏观经济波动可能导致公司传统主业经营不及预期;
- 2) **原材料涨价**: 公司产品以金属材料为主, 若原材料价格持续上涨可能影响盈利表现;
- 3) **行业竞争加剧**: 公司基本盘业务以汽车为主, 若汽车行业竞争加剧可能导致年降幅度较高, 影响公司毛利率表现; 若未来 AI 液冷泵行业竞争加剧, 也将影响公司后续业绩表现;
- 4) **核心客户进展低于预期**: 若核心客户在 AI 领域推进速度低于预期, 可能导致 AI 液冷泵业务延期兑现;
- 5) **市场空间测算偏差风险**: 报告中的市场空间预测基于一定假设条件, 若实际情况与假设存在较大偏差, 存在不及预期的风险。

附录：财务预测摘要

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 508 | 92 | 116 | 131 | 营业收入 | 4,723 | 4,619 | 5,820 | 6,552 |
| 应收票据及账款 | 1,310 | 1,177 | 1,451 | 1,544 | 营业成本 | 3,706 | 3,445 | 4,272 | 4,766 |
| 预付账款 | 15 | 14 | 18 | 20 | 税金及附加 | 32 | 37 | 47 | 52 |
| 其他应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 销售费用 | 109 | 130 | 160 | 200 |
| 存货 | 748 | 1,038 | 1,170 | 1,045 | 管理费用 | 311 | 290 | 310 | 350 |
| 其他流动资产 | 498 | 388 | 478 | 502 | 研发费用 | 272 | 310 | 350 | 400 |
| 流动资产总计 | 3,079 | 2,710 | 3,234 | 3,241 | 财务费用 | -21 | 21 | 37 | 36 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -11 | 10 | 10 | 10 |
| 固定资产 | 1,582 | 2,055 | 2,668 | 2,631 | 信用减值损失 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 266 | 733 | 200 | 100 | 其他经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 155 | 152 | 151 | 148 | 投资收益 | -2 | 39 | 24 | 22 |
| 长期待摊费用 | 4 | 2 | 0 | 0 | 公允价值变动损益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动资产 | 237 | 250 | 257 | 266 | 资产处置收益 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 2,242 | 3,192 | 3,277 | 3,145 | 其他收益 | 40 | 30 | 20 | 20 |
| 资产总计 | 5,322 | 5,902 | 6,511 | 6,386 | 营业利润 | 340 | 466 | 700 | 802 |
| 短期借款 | 34 | 361 | 709 | 503 | 营业外收入 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 应付票据及账款 | 1,538 | 1,652 | 1,873 | 1,959 | 营业外支出 | 17 | 50 | 40 | 40 |
| 其他流动负债 | 146 | 142 | 176 | 197 | 其他非经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 1,718 | 2,156 | 2,758 | 2,658 | 利润总额 | 325 | 417 | 661 | 764 |
| 长期借款 | 220 | 328 | 260 | 148 | 所得税 | -2 | 42 | 66 | 76 |
| 其他非流动负债 | 63 | 50 | 50 | 50 | 净利润 | 327 | 375 | 595 | 688 |
| 非流动负债合计 | 283 | 378 | 310 | 198 | 少数股东损益 | -2 | -11 | -18 | -21 |
| 负债合计 | 2,001 | 2,533 | 3,068 | 2,857 | 归属母公司股东净利润 | 330 | 386 | 613 | 708 |
| 股本 | 575 | 575 | 575 | 575 | EPS(元) | 0.57 | 0.67 | 1.07 | 1.23 |
| 资本公积 | 1,627 | 1,627 | 1,627 | 1,627 | | | | | |
| 留存收益 | 1,134 | 1,193 | 1,286 | 1,393 | 主要财务比率 | | | | |
| 归属母公司权益 | 3,336 | 3,395 | 3,487 | 3,594 | 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益 | -15 | -26 | -44 | -65 | 成长能力 | | | | |
| 股东权益合计 | 3,321 | 3,368 | 3,443 | 3,529 | 营收增长率 | 15.34% | -2.21% | 26.00% | 12.58% |
| 负债和股东权益合计 | 5,322 | 5,902 | 6,511 | 6,386 | 营业利润增长率 | 37.02% | 36.94% | 50.21% | 14.71% |
| | | | | | 归母净利润增长率 | 25.92% | 17.20% | 58.63% | 15.56% |
| | | | | | 经营现金流增长率 | 20.63% | 39.66% | 37.47% | 64.02% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 盈利能力 | | | | |
| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 毛利率 | 21.54% | 25.41% | 26.59% | 27.26% |
| 税后经营利润 | 327 | 357 | 589 | 683 | 净利率 | 6.93% | 8.12% | 10.22% | 10.49% |
| 折旧与摊销 | 222 | 269 | 328 | 345 | ROE | 9.88% | 11.38% | 17.57% | 19.70% |
| 财务费用 | -21 | 21 | 37 | 36 | ROA | 6.19% | 6.55% | 9.41% | 11.09% |
| 投资损失 | 2 | -39 | -24 | -22 | | | | | |
| 营运资金变动 | -188 | -96 | -205 | 153 | 估值倍数 | | | | |
| 其他经营现金流 | 38 | 20 | 5 | 4 | P/E | 51.16 | 43.65 | 27.52 | 23.81 |
| 经营性现金净流量 | 381 | 532 | 731 | 1,199 | P/S | 3.57 | 3.65 | 2.90 | 2.57 |
| 投资性现金净流量 | -204 | -1,034 | -429 | -230 | P/B | 5.05 | 4.97 | 4.84 | 4.69 |
| 筹资性现金净流量 | -206 | 87 | -278 | -954 | 股息率 | 1.36% | 1.94% | 3.08% | 3.56% |
| 现金流量净额 | -24 | -416 | 24 | 15 | EV/EBITDA | 12 | 25 | 17 | 15 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

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

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。