

鸿富瀚(301086)

报告日期: 2026年02月05日

精密制造平台化延展, 液冷与自动化驱动全新成长极

——鸿富瀚深度报告

投资要点

多工艺精密制造平台夯实基本盘, 终端复苏与规格抬升驱动功能性组件重归成长

鸿富瀚以消费电子精密制造为核心, 围绕模切、贴合、冲压、五金成形与注塑等工艺制程, 构建覆盖导热、光学、绝缘、屏蔽与结构件的全体产品平台。随着智能手机复苏、AI PC 渗透提速、可穿戴与新能源车升级, 终端需求不仅体现在“量价回暖”, 更体现在对散热、屏蔽、贴合精度与可靠性的规格抬升, 使功能性组件从单一的材料件逐步发展为可装机解决方案。公司在高洁净制造、外观缺陷控制与在线检测上的工程化能力, 支撑其在头部客户体系中持续放量, 基本盘增长具备产业趋势与客户结构双重支撑。

功耗密度持续跃升, 液冷成为中长期确定性方向, 公司以模组化与工程能力切入具备放量弹性

AI 服务器与高速交换设备推动功耗密度快速上移, 散热从“保障运行”升级为“决定算力能否规模化部署”的核心瓶颈, 液冷正由小范围导入走向规模化应用。Direct-to-Chip 路线在工程可复制性与系统效率上的优势逐步确立, 渗透率提升叠加单机价值量放大, 使液冷市场具备显著规模弹性。

鸿富瀚并非停留在单一冷板加工, 而是以精密功能件与多工艺制造能力为基础, 向冷板模组、歧管与连接件等模组化产品交付延伸。公司在工程可靠性、批量一致性与交付节拍上相较竞对具备差异化优势, 液冷业务有望成为重要的第二增长极。

技术同源、场景外溢, 自动化业务由内部配套走向独立创收, 成长逻辑进入验证阶段

公司自动化设备业务源于服务头部消费电子客户过程中沉淀的工艺理解力, 围绕贴合、切割、检测等关键工序形成的专机化交付能力。随着制造业需求从“替代人力”转向“赋能工艺”、从“单机设备”走向“智能系统”, 公司将消费电子领域淬炼的微米级精密组装与检测能力外溢至新能源锂电中后段等场景, 在极耳焊接、绝缘辅材贴合、电芯入壳等工序建立差异化定位。相较前段设备的红海竞争, 该路径更强调工艺理解与工程交付, 自动化业务正由内部降本工具向外部盈利单元转变, 具备中期放量潜力。

盈利预测与估值

预计 2025-2027 年营收分别为 10.30、30.41、43.72 亿元, 同比增长 25.79%、195.22%和 43.78%, 对应归母净利润分别为 1.34 亿、4.25 亿、6.89 亿元。当下市值对应的 PE 分别为 85.30、26.91 和 16.60 倍, 给予买入评级。

风险提示

宏观经济及下游需求波动风险; 新业务拓展不及预期风险; 行业竞争加剧风险; 技术迭代与产品升级风险。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 王凌涛

执业证书号: S1230523120008

wanglingtao@stocke.com.cn

分析师: 沈钱

执业证书号: S1230524020001

shenqian01@stocke.com.cn

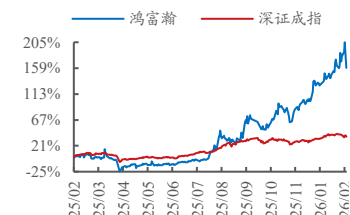
基本数据

收盘价 ¥127.18

总市值(百万元) 11,446.20

总股本(百万股) 90.00

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	818.84	1030.02	3040.79	4371.97
(+/-) (%)	22.10%	25.79%	195.22%	43.78%
归母净利润	109.72	134.19	425.38	689.41
(+/-) (%)	3.65%	22.30%	216.99%	62.07%
每股收益(元)	1.22	1.49	4.73	7.66
P/E	104.32	85.30	26.91	16.60

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 沿革清晰夯实“精密功能件+散热+专机”三线平台，工艺能力与客户导入同步迭代	5
1.1 以消费电子精密制造起步并扩展多工艺平台，从单点零件走向多功能组件与系统化交付	5
1.2 股权集中且结构稳定、治理持续规范，支撑多基地制造体系与跨品类协同扩张	6
1.3 产品与业务布局：功能性组件为基本盘，散热为第二曲线，自动化/新材料为拓延	6
1.3.1 精密功能性组件：多工艺平台承接材料与结构升级	6
1.3.2 散热解决方案：风冷+液冷并线推进，向模块化/方案化交付演进	7
1.3.3 自动化设备与新材料：以工艺理解力切入专机交付，材料体系扩展提供可选项	8
1.3.4 新材料：体量较小但承担“材料体系扩展与新场景导入”的战略角色	8
1.4 经营概览与客户结构：收入增长、散热占比抬升，头部客户合作深化	9
2 终端复苏叠加 AI 与车载升级，规格上移驱动精密功能性组件需求进入向上通道	10
2.1 六大品类覆盖“热/光/电/结构”核心功能位，精密功能性组件从材料件走向可装机解决方案	10
2.2 智能手机复苏、AI PC 渗透提速与可穿戴/新能源车共振，带动功能件用量与规格同步抬升	11
2.3 多工艺平台承接高规格需求、头部客户体系背书，鸿富瀚在功能件赛道具备产业化交付优势	13
3 高功耗与高密度倒逼散热范式升级，液冷成为中长期确定性方向	14
3.1 从风冷到液冷：功耗密度跃升下的必然选择，技术路径逐步收敛	14
3.2 AI 算力与数据中心需求高景气，液冷渗透率进入加速爬坡期	15
3.3 液冷市场空间测算：渗透率提升叠加单机价值量放大，规模弹性显著	17
3.4 以精密功能件与制造能力切入，鸿富瀚在液冷链条中具备可复制的工程化优势	18
4 技术同源、场景外溢从“内部配套”走向“外部创收”，成长逻辑进入加速验证期	19
4.1 从“替代人力”到“赋能工艺”、从“单机设备”到“智能系统”，自动化需求逻辑发生结构性切换	19
4.2 全球稳步扩张、中国成为核心增量，需求由“替代人力”转向“赋能工艺+柔性化”	19
4.3 技术溯源于头部客户量产淬炼，能力外溢切入锂电相关制造环节，自动化由配套走向独立创收	21
5 盈利预测	21
5.1 业务拆分与盈利预测	21
5.2 相对估值	22
5.3 可比公司分析	23
5.4 投资建议	23
6 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 截至 2026 年 2 月 8 日, 公司股权结构.....	6
图 3: 营业收入及同比增长 (单位: 万元).....	9
图 4: 归属母公司股东净利润及同比增长.....	9
图 5: 销售/管理/研发/财务费用变动情况 (单位: 万元).....	9
图 6: 精密功能性组件产业链.....	11
图 7: 全球智能手机市场预测.....	12
图 8: 全球个人电脑季度出货量.....	12
图 9: 全球电动汽车销售量.....	13
图 10: 东莞市鸿富瀚科技有限公司高洁净制造环境下的生产车间.....	14
图 11: Direct-to-Chip 液冷系统的基本组成与换热路径示意.....	15
图 12: Direct-to-Chip 液冷系统中板端回路与机房侧回路的工程架构示意.....	15
图 13: 2023-2026 AI 服务器的出货量和市场份额.....	16
图 14: 全球数据中心收入 (单位: 十亿美元).....	16
图 15: 人工智能集群 (AI 后端网络) 向高速迁移.....	17
图 16: 以太网与 InfiniBand 在人工智能后端网络中的比较.....	17
图 17: 不同散热方式在服务器功耗密度提升过程中的适用区间对比.....	17
图 18: 数据中心液冷市场.....	18
图 19: 工业自动化行业产业链结构示意图.....	19
图 20: 全球工厂自动化市场预测.....	20
图 21: 1990-2015 年美国制造业劳动力成本与机器人价格变化趋势.....	20
图 22: 自动化产线中的机器视觉检测应用示意.....	20
图 23: 锂电智能制造自动化产线.....	21
表 1: 精密功能性组件产品示意图.....	7
表 2: 散热类产品示意图.....	8
表 3: 自动化设备产品示意图.....	8
表 4: 全球主要智能手机厂商出货量及市场份额 (2023-2024) (单位: 百万台).....	11
表 5: AI PC 渗透率与出货量预测 (2024-2026).....	12
表 6: 全球主要可穿戴设备厂商出货量及市场份额 (2023-2024).....	13
表 7: 鸿富瀚分业务板块经营预测 (2024A-2027E) (单位: 百万元).....	22
表 8: 精密功能性器件可比公司盈利预测与估值对比 (25E-27E).....	23
表 9: 可比公司营业收入, 增长率, 毛利率对比 (2022-2025 前三季度).....	23
表附录: 三大报表预测值.....	25

1 沿革清晰夯实“精密功能件+散热+专机”三线平台，工艺能力与客户导入同步迭代

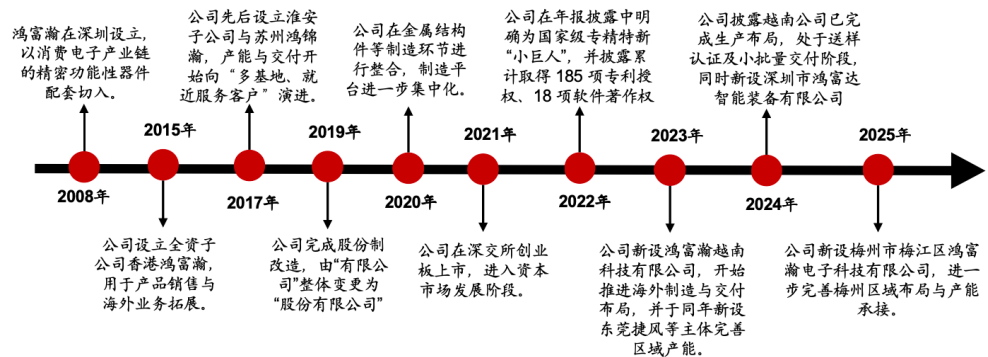
鸿富瀚的发展脉络可以用精密制造平台化来概括，公司自 2008 年起以消费电子精密制造切入，围绕模切贴合冲压五金成形注塑等工艺逐步形成可复制交付能力，并把产品从单点功能件扩展为导热光学绝缘屏蔽等多功能组件体系，上市后进一步沿更高功耗更高集成更高一致性的需求主线外延到散热与自动化，最终形成功能性组件为底盘散热为第二曲线自动化与新材料为外延的三线结构。

1.1 以消费电子精密制造起步并扩展多工艺平台，从单点零件走向多功能组件与系统化交付

鸿富瀚自 2008 年设立以来，以消费电子精密制造为起点，最早围绕手机等 3C 终端的结构与装配需求切入供应链，在模切、贴合、冲压、五金成形与注塑等工艺上逐步形成可复制的交付能力，并把产品形态从单一的功能性零部件，向导热、光学、绝缘、屏蔽等多功能材料件与精密件体系扩展。2018 年通过并购整合补齐冲压等能力边界，公司的产品组合与工艺平台进一步丰富，能够更系统地覆盖从材料选型、结构设计、精密加工到组装验证的多环节配套。2019 年完成股份制改造后，公司在规范治理与制造体系上持续迭代，业务边界也由单一的功能性器件供货，逐步走向以精密制造能力为底座的综合平台，为后续多产品线协同发展奠定基础。

进入上市公司阶段后，鸿富瀚以消费电子功能性器件作为基本盘稳步扩张，同时沿着客户“更高功耗、更高集成、更高一致性”的需求主线延伸能力外沿：一方面，以自动化设备切入下游工序升级，在贴附、切割、贴合等环节形成专机化交付，提高对客户产线节拍与一致性的理解；另一方面，以散热解决方案为第二增长曲线，把风冷与液冷纳入同一产品体系推进，逐步由消费电子散热延伸至数据中心/网通与服务器等更高价值量场景，形成从器件到模组、从单点交付到方案化输出的演进路径。随着算力基础设施功耗密度持续上移，公司在液冷板模组与系统级解决方案等方向加快产品化与客户验证节奏，并依托既有制造平台与客户体系实现协同导入，为后续收入结构向高成长板块倾斜创造条件。

图1：公司发展历程



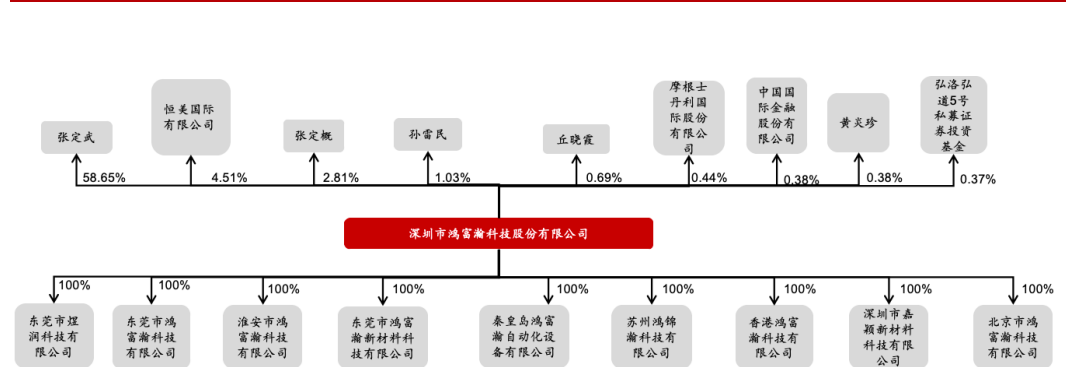
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 股权集中且结构稳定、治理持续规范，支撑多基地制造体系与跨品类协同扩张

截至2026年2月8日，鸿富瀚股权结构整体呈现“高度集中且相对稳定”的特征：控股股东张定武先生直接持有公司约58.65%股份，形成对公司的绝对控制，其余股东持股明显分散，第二大股东恒美国际有限公司持股约4.51%，其后张定概约2.81%、孙蕾民约1.03%、丘晓霞约0.69%等均处于较低比例区间，同时公司亦有摩根士丹利、中金公司等机构及私募基金等参与持股但占比有限。

在组织架构层面，公司已搭建以全资子公司为主的业务载体矩阵（如东莞市捷风电子、烨德实业、淮安市鸿富瀚、海南鸿富瀚、北京市鸿富瀚均为100%持股），并辅以控股子公司（如淮安市鸿锦新材料80%、重庆市鸿富瀚60%）及少量参股平台（如汇芯十五期37.04%、九启科技产业40%、广东鑫潮兴18.37%），形成“控股集中+子公司矩阵清晰”的治理与经营结构，有利于公司在功能性器件基本盘之外推进散热/液冷、新材料等业务的协同落地。

图2：截至2026年2月8日，公司股权结构



资料来源：wind，浙商证券研究所


1.3 产品与业务布局：功能性组件为基本盘，散热为第二曲线，自动化/新材料为拓延

鸿富瀚的产品体系可概括为“功能性组件为基本盘、散热（风冷/液冷）为第二曲线，自动化设备与新材料为拓延”的精密制造平台。

1.3.1 精密功能性组件：多工艺平台承接材料与结构升级

精密功能性组件：以“材料功能化+精密加工”构筑公司基本盘。鸿富瀚的核心业务首先落在消费电子产业链的结构与装配环节，公司并非只提供单一零件，而是围绕终端在贴合、保护、绝缘、屏蔽与热管理等需求，形成可批量交付的功能性组件体系。年报口径下，公司精密功能性组件涵盖导热类、光学类、绝缘类、冲压屏蔽类、五金拉伸类以及手机摄像头注塑类配件等多类型产品，本质是用“多工艺平台”承接客户不断升级的材料与结构需求，并在一致性、良率与交付节拍上形成工程化优势。

表1: 精密功能性组件产品示意图

产品类型	代表产品图
导热类	
光学类	
绝缘类	
冲压屏蔽类	
五金拉伸类	
手机摄像头注塑类配件	

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

1.3.2 散热解决方案: 风冷+液冷并线推进, 向模组化/方案化交付演进

散热解决方案: 风冷与液冷并线推进, 第二增长曲线更偏“模组化交付”。公司将散热业务定位为“产品及解决方案”, 产品形态从单点材料件上升到模块级集成, 强调系统热设计与批量交付能力。披露口径下, 散热业务包含数据中心液冷模组、数据中心风冷模组与消费电子风冷模组三类: 前者面向高功耗算力与网通设备的热管理升级, 后两者分别覆盖数据中心与消费电子场景下的风冷需求。公司以“风冷+液冷”统一体系推进, 有利于在功耗密度上移、散热形态迭代过程中持续扩大可服务的客户与产品边界。

表2: 散热类产品示意图

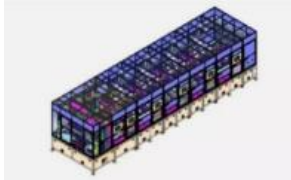
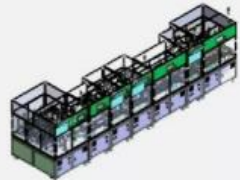
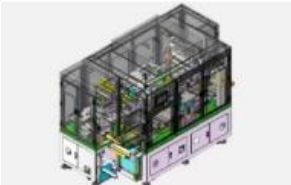
产品类型	产品代表图
数据中心液冷模组	
数据中心风冷模组	
消费电子风冷模组	

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

1.3.3 自动化设备与新材料: 以工艺理解力切入专机交付, 材料体系扩展提供可选项

自动化设备: 围绕关键工序痛点做专机化交付, 体现“工艺理解力”。与器件供货不同, 自动化设备更多是面向客户产线效率、良率与一致性提升的需求, 订单节奏与下游资本开支及工艺导入强相关。公司披露的代表性设备包括液晶模组自动贴 Mylar 机 (集成上料定位、Plasma 清洁、CCD 对位与检测等)、笔记本喇叭金属盖音孔激光切割并贴 mesh 设备 (包含激光加工、贴附与视觉检测等), 以及 CVL 自动贴合机等。整体看, 公司以“懂工艺、能集成、可交付”为主线, 使其在客户制造环节具备更深的渗透能力, 并反向强化对器件/模组需求的理解与协同。

表3: 自动化设备产品示意图

产品类型	代表产品图
液晶模组自动贴 Mylar 机	
笔记本喇叭金属盖音孔激光切割和贴 mesh 设备	
CVL 自动贴合机	

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

1.3.4 新材料: 体量较小但承担“材料体系扩展与新场景导入”的战略角色

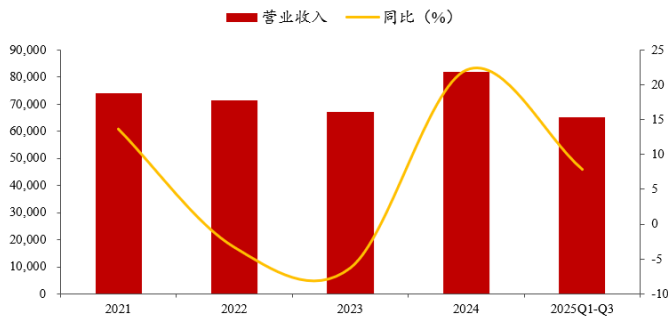
新材料: 体量较小但承担“材料体系扩展与新场景导入”的战略角色。公司在主营业务口径中单列新材料方向, 在财务披露中对应“材料及其他”分类, 更多体现为对既有功能性组件与散热方案能力的补充与延展。该板块通常用于承接新型材料体系的验证与客户

导入，一方面为既有业务提供材料端的升级空间，另一方面也为公司在新能源、车载及更高可靠性场景的拓展提供储备；因此其短期贡献或有限，但对公司中长期产品边界扩张具有“可选项”意义。

1.4 经营概览与客户结构：收入增长、散热占比抬升，头部客户合作深化

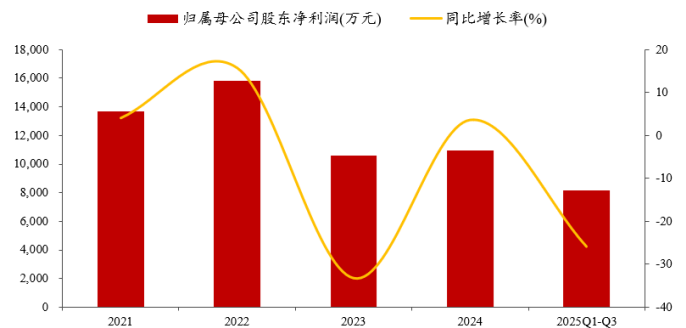
公司收入端保持增长，但利润端阶段性承压：2024 年公司实现营业收入 8.19 亿元、同比 +22.10%，归母净利润 1.10 亿元、同比 +3.65%，扣非归母净利润 0.96 亿元、同比 +2.40%。2025 年前三季度公司营业收入进一步增至 6.50 亿元、同比 +7.87%，但归母净利润 0.82 亿元、同比 -25.79%，扣非归母净利润 0.80 亿元、同比 -20.32%，显示在营收稳步增长的同时，盈利表现仍受到一定挤压。

图3：营业收入及同比增长（单位：万元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

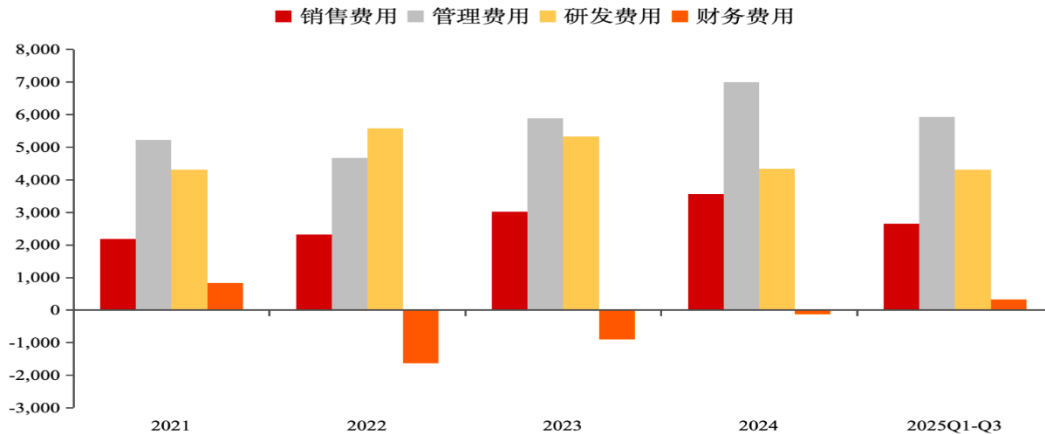
图4：归属母公司股东净利润及同比增长



资料来源：wind，浙商证券研究所

费用与毛利：整体保持稳健，费用端随业务扩张与研发节奏阶段性波动。2024 年，公司实现营业收入 8.19 亿元、营业成本 5.41 亿元，按披露的收入与成本测算综合毛利率约 33.9%；期间费用方面，销售/管理/研发费用分别为 3569 万元 / 6994 万元 / 4343 万元，财务费用为 -130 万元，主要系利息收入对冲利息支出。2025 年前三季度，公司营业收入 6.50 亿元、营业成本 4.24 亿元，综合毛利率约 34.8%，同比基本稳定；销售、管理、研发费用分别为 2661 万元、5930 万元、4311 万元，较上年同期（2097 万元、4777 万元、3626 万元）有所提升，财务费用 338 万元同比提升，主要体现为利息费用增加、利息收入下降带来的净影响。

图5：销售/管理/研发/财务费用变动情况（单位：万元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

产品结构：收入集中于功能性器件，散热板块占比抬升体现“第二曲线”雏形。2024年公司分产品收入结构较为清晰：消费电子产品功能性器件仍是基本盘，收入占比74.44%、同比+29.56%；散热产品占比提升至15.77%、同比高增+118.07%，成为增速最快的板块；自动化设备及相关产品占比8.02%、同比-47.51%，体现项目型交付对下游资本开支节奏更敏感；材料及其他占比1.77%、同比-8.70%，更多承担补充与储备角色。

客户结构：头部客户体系背书明确，项目导入与量产协同能力是公司竞争力的重要体现。公司直接客户主要为消费电子产业链中的制造服务商与组件生产商，并进入富士康、鹏鼎控股、京东方、安费诺集团、立讯集团、正威集团等头部客户供应体系，体现其在质量体系、交付节拍与成本控制方面具备较强的产业化能力。在客户集中度方面，2024年公司前五大客户合计销售金额约5.55亿元，占年度销售总额约67.81%，其中第一大客户销售占比约33.33%。这一结构一方面反映公司与核心客户合作深度较高、放量节奏清晰，有利于新品类与新业务（如散热/液冷）在既有客户体系内实现协同导入；另一方面也与消费电子供应链“头部客户+项目制量产”的行业特征相匹配，短期订单与价格节奏更容易在少数核心客户处集中体现，从而使公司业绩表现对关键客户的产品周期与采购节奏更为敏感。

2 终端复苏叠加 AI 与车载升级，规格上移驱动精密功能性组件

需求进入向上通道

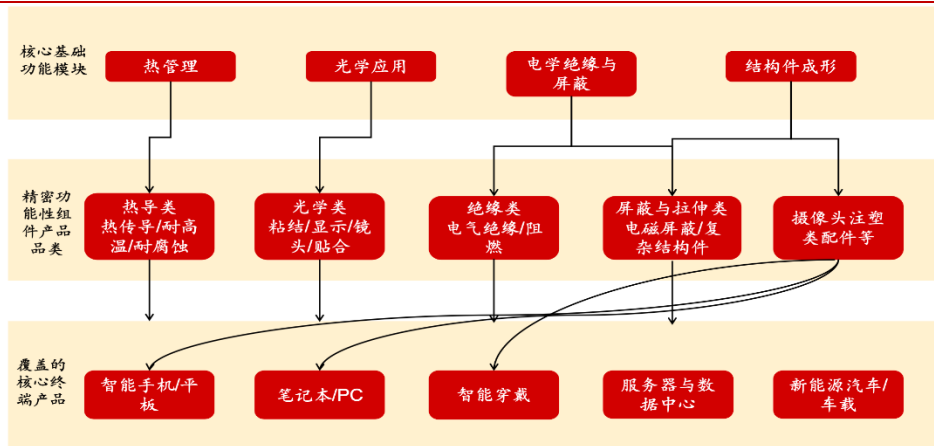
精密功能性组件的需求正在从终端复苏带来的量的修复，叠加 AI 与车载升级驱动的规格上移两条线同时抬升，六大品类覆盖热光电结构等关键功能位，使行业从材料件逐步走向可直接装机的解决方案形态。

2.1 六大品类覆盖“热/光/电/结构”核心功能位，精密功能性组件从材料件走向可装机解决方案

鸿富瀚的精密功能性组件主要包括六类：导热类、光学类、绝缘类、冲压屏蔽类、五金拉伸类、手机摄像头注塑类配件。导热类用于热传导，强调耐高温、耐腐蚀与抗氧化等性能；光学类用于电子纸、透明器件粘接、投影屏与显示器组装、镜头组装等场景，核心在粘接力与光学性能；绝缘类用于电气绝缘与阻燃，强调符合 UL 标准、高耐电压与非卤阻燃；冲压屏蔽类以白铜、不锈钢、马口铁等为主要原料，通过冲压成型并配套清洗、除锈、电镀、刷漆等表面处理，实现电磁屏蔽；五金拉伸类通过拉伸成型将毛坯加工为各类空心金属件，并可与其他冲压工艺组合以满足更复杂的结构需求；摄像头注塑类主要服务手机摄像头配件，对洁净生产与外观缺陷控制要求极高，需要在千级车间生产并进行 10X CCD 检测。

这些精密功能性组件的终端下游应用具有高度共性：本质上围绕消费电子与智能硬件的关键功能位，提供可直接装机的材料与结构件解决方案，典型终端包括智能手机、平板、笔记本、智能穿戴等。同时，公司披露其应用场景还延伸至服务器、显卡及数据中心设备、通讯基站、光伏、新能源汽车等领域，分别对应散热与热管理、光学粘接与显示组装、电气绝缘与阻燃安全、电磁兼容屏蔽、金属结构件成型以及摄像头模组精密注塑配件等需求，并随终端产品迭代与规格升级同步演进。

图6：精密功能性组件产业链



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

2.2 智能手机复苏、AI PC 渗透提速与可穿戴/新能源车共振，带动功能件用量与规格同步抬升

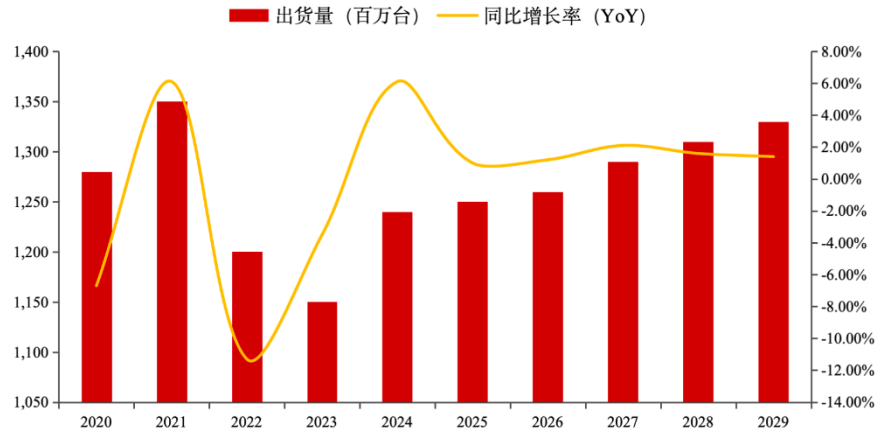
智能手机的复苏正在把量价回温重新拉回产业链主线。IDC 口径下，2024 年全球智能手机出货量约 12.4 亿部，同比约 +6.4%，在经历波动后重新回暖；同时端侧 AI 正在把换机周期从“功能升级”推向“体验升级”，带动高端机型占比提升与单机材料用量上移。公司年报摘要引用 IDC 数据还指出，2025 年生成式 AI 手机出货量将近 4.2 亿部，同比 +82.7%，意味着 AI 手机从导入期快速进入放量区间。进一步看总量预测，IDC 最新预测认为 2025 年全球智能手机出货量将同比 +1.5% 至 12.5 亿部。对精密功能性组件而言，逻辑并不只在“台数”，更在结构：AI SoC 与更高 DRAM 配置、折叠屏与更复杂的光学模组、以及更薄更轻的结构件方案，都会把导热、光学贴合、绝缘阻燃、遮光缓冲、EMI 屏蔽等功能性材料的用量与规格同步抬升。

表4：全球主要智能手机厂商出货量及市场份额（2023-2024）（单位：百万台）

品牌厂商	2024 出货量	2024 市占率	2023 出货量	2023 市占率	2024/2023 年增长率
1. Apple (苹果)	232.1	18.70%	234.3	20.10%	-0.90%
2. Samsung (三星)	223.4	18.00%	226.7	19.50%	-1.40%
3. Xiaomi (小米)	168.5	13.60%	146	12.50%	15.40%
4. Transsion (传音)	106.9	8.60%	94.9	8.20%	12.70%
4. OPPO	104.8	8.50%	103.4	8.90%	1.40%
Others (其他)	402.9	32.50%	358.9	30.80%	12.30%
Total (总计)	1,238.80	100.00%	1,164.10	100.00%	6.40%

资料来源：IDC，浙商证券研究所

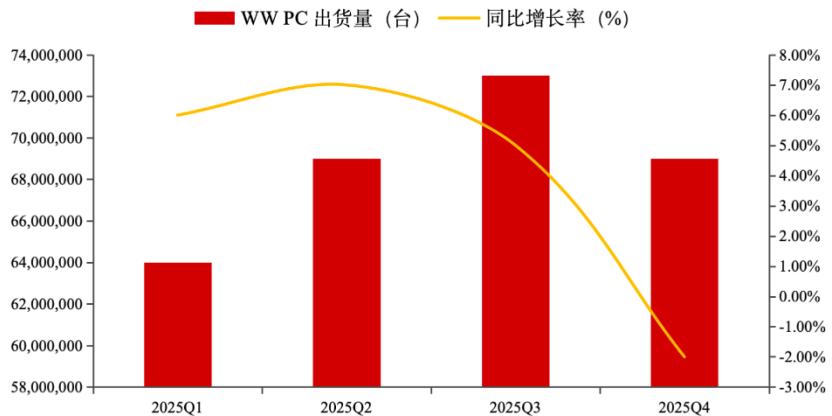
图7: 全球智能手机市场预测



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

PC端同样进入“更新周期+AI化”的再加速窗口。IDC上修后预计2025年全球传统PC出货量约2.74亿台，同比+4.1%。更关键的是AI PC渗透率的上行：Gartner预计2025年AI PC出货量约7,779万台，并在2025年底达到约31%的份额，2026年出货量约1.43亿台、份额约55%。AI PC的硬件定义本质上对应更高算力与更高能效约束，带动散热、屏蔽、结构减薄、键鼠声学等子系统对高精度功能件的需求提升，行业景气的“量增”与“规格升级”会同时传导到精密功能性组件环节。

图8: 全球个人电脑季度出货量



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

表5: AI PC渗透率与出货量预测 (2024-2026)

指标	2024	2025	2026
AI PC 占 PC 市场的份额 (%)	15.6	31	54.7
AI 笔记本电脑占笔记本电脑市场的份额 (%)	19.4	35.7	58.7
AI 台式电脑占台式电脑市场的份额 (%)	3.8	16.4	42.1
AI PC 总出货量 (千台)	38,145	77,792	143,113

资料来源: Gartner, 浙商证券研究所

可穿戴与新业态终端在2024-2025年呈现“分化但整体向上”的结构特征。公司年报摘要引用IDC数据显示，2024年全球智能可穿戴产品出货量约1.9亿部，同比约-1.3%，整体保持平稳；TWS真无线耳机出货量约2.8亿部，同比约+14%；VR/MR/AR设备出货量约760万台，同比约+12%，其中AR与AI智能眼镜成为关注度最高的新兴方向。这类

产品普遍对轻薄化、贴合精度、外观一致性、密封防护与电磁兼容提出更严苛要求，使得光学胶材、绝缘阻燃、缓冲密封与屏蔽件的“单机价值量”更容易随形态创新而上移。

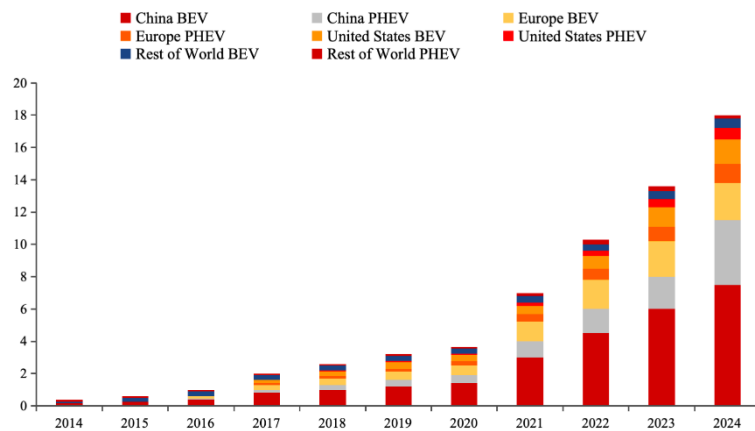
表6: 全球主要可穿戴设备厂商出货量及市场份额 (2023-2024)

公司	2024 年出货量 (单位: 百万台)	2024 年市场份额	2023 年出货量 (单位: 百万台)	2023 年市场份额	出货量同比增长率
1. Apple	34.5	17.90%	35.5	19.20%	-3.00%
2. 小米	29.3	15.20%	20.6	11.10%	42.20%
3. 华为	26.5	13.70%	17.2	9.30%	54.20%
4. 三星	15.6	8.10%	11.8	6.30%	34.90%
5. 诺伊斯	8.8	4.50%	11.8	6.40%	-25.90%
其他	78.4	40.60%	88.8	47.80%	-11.70%
合计	193.0	100.00%	185.4	100.00%	4.10%

资料来源: CANALYS, 浙商证券研究所

新能源车端则提供了更长周期、更高确定性的增量底座。IEA 指出, 2024 年全球电动车销量已超过 1,700 万辆, 2025 年预计将超过 2,000 万辆, 占全球汽车销量超过四分之一。智能座舱大屏化、域控算力提升与车载通信升级, 使车端对导热、绝缘阻燃、金属屏蔽与精密冲压拉伸件的需求更偏“高可靠、长寿命、体系化认证”, 在终端渗透率提升的同时, 也在抬升零部件规格门槛。落到精密功能性组件行业本身, 需求景气已在产业链公司经营数据上体现: 鸿富瀚 2024 年消费电子精密功能性器件实现收入 6.095 亿元, 同比 +29.56%, 反映终端复苏与规格升级正在向上游实现积极传导。

图9: 全球电动汽车销售量



资料来源: IEA, 浙商证券研究所

2.3 多工艺平台承接高规格需求、头部客户体系背书, 鸿富瀚在功能件赛道具备产业化交付优势

在能力层面, 鸿富瀚的优势更集中体现在高洁净制造、外观缺陷控制与在线检测体系对良率和一致性的支撑。以手机摄像头注塑类配件为例, 公司年报摘要明确该产品需要在千级车间生产, 并采用 10X CCD 检查, 表面不得出现脏污、异物、划痕和破损等缺陷, 这对应的是对洁净度、外观质量与过程管控的综合能力。

在自动化与检测体系方面, 公司 2024 年年报披露其通过数据采集与自动化检测实现在线质量监控, AOI 检测准确率达 99.5%, 并实现小于 5 分钟的异常预警与响应, 同时已导入 ERP、MES 与 OA 等系统提升运营与制造协同效率。工艺环境、检测系统与数字化能力的叠加, 决定了公司在高精度功能件上的稳定交付能力。

图10：东莞市鸿富瀚科技有限公司高洁净制造环境下的生产车间



资料来源：东方财富网，浙商证券研究所

在行业地位与客户结构方面，公司一直服务于消费电子产业链的头部制造服务商与核心组件厂，这体现了在质量、交付与认证门槛上公司的多年积累与底蕴。年报摘要披露公司直接客户包括富士康集团、鹏鼎控股、村田公司、安费诺集团、京东方、立讯集团、正崧集团、七彩虹等，并被认定为专精特新小巨人和国家高新技术企业。历史验证层面，公司 IPO 相关披露材料亦体现其对国际头部终端品牌供应链的渗透深度，例如 2018-2020 年按终端品牌口径对苹果品牌的收入占比分别为 59.10%、58.04%、59.34%。这类客户结构通常意味着更严格的过程审核、体系认证与持续降本压力，也侧面验证了公司质量与交付能力绝对符合国际一线供应链标准。

3 高功耗与高密度倒逼散热范式升级，液冷成为中长期确定性方向

随着 AI 服务器与高速交换设备的功耗密度持续跃升，散热问题已从“保障稳定运行”升级为“决定系统能否以更高部署密度释放算力”的核心约束。液冷的本质价值在于以更低热阻、更可控温差将热量从芯片侧直接带走，从而降低机柜层面的风机功耗、噪声与进风温度约束，支撑更高机柜功率密度与更紧凑的部署形态。产业端的技术选择正在从多路径并行逐步走向清晰分工：冷板直液（DLC）成为规模化主线，机柜级换热更多服务于存量改造与混合场景，浸没式则在高换热能力与改造/维护门槛之间权衡推进。

3.1 从风冷到液冷：功耗密度跃升下的必然选择，技术路径逐步收敛

液冷的核心目标，是在单位体积功耗持续上行的背景下，以更强的传热能力与更稳定的温差控制，维持器件结温与热点温差在可控区间，同时将机柜层面的风机功耗、噪声与进风温度约束压到可管理水平。相比传统风冷，液体更高的比热与导热能力使其在高热流密度工况下具备更强的散热冗余，从而成为高功耗服务器/交换设备走向高密度部署时更具确定性的工程选择。

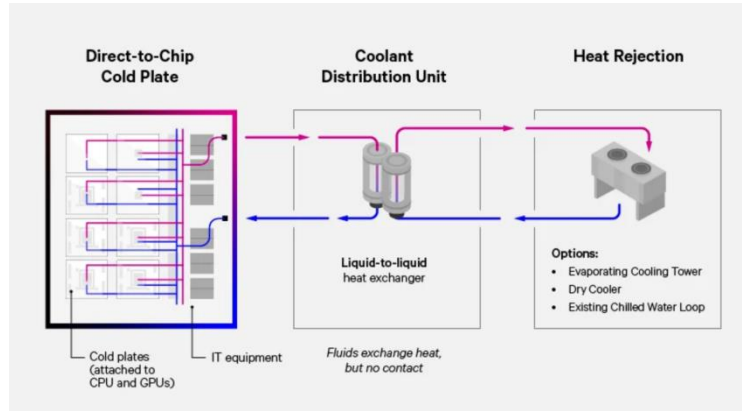
液冷路线的主流分化可概括为三类：

冷板直液：冷板直接贴合 GPU/CPU/加速卡等发热源进行局部换热，是当前最主流、最具规模化可复制性的路径；

机柜级换热：以机柜后门换热器与气流组织优化为主，更多用于存量机房平滑改造与混合散热场景；

浸没式液冷：整体换热能力更强，但对介电冷却液、维护体系与机房改造要求更高，导入节奏通常更谨慎。

图11： Direct-to-Chip 液冷系统的基本组成与换热路径示意



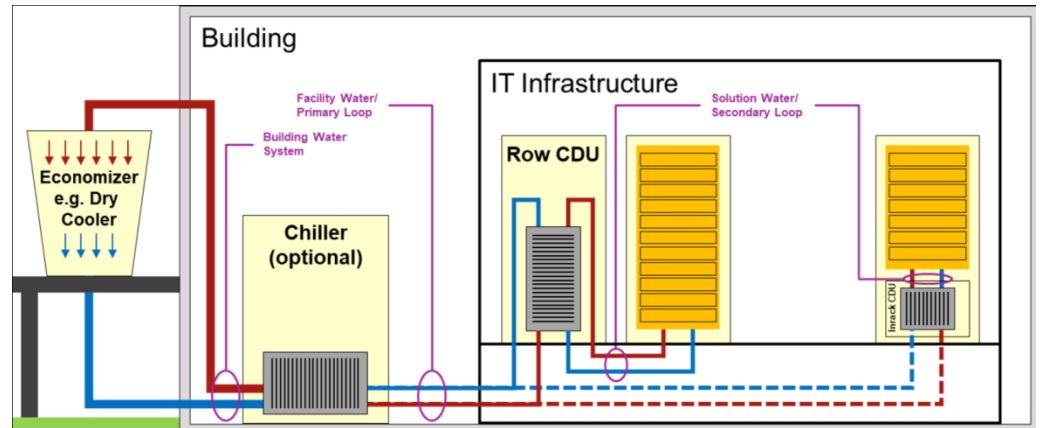
资料来源：VERTIV，浙商证券研究所

在工程实现上，DLC 的典型架构呈现两级回路耦合：

节点/板卡侧二次回路：由冷板、歧管、软管与快接构成，通过泵提供流量，在传感器监测下对流量、压降与进出水温差进行控制；

机柜/机房侧一次回路：由 CDU（Coolant Distribution Unit）完成板端回路与设施水的换热隔离与供液控制，并配套过滤、脱气、补液与告警等子系统，以保障水质与长期可靠性。

图12： Direct-to-Chip 液冷系统中板端回路与机房侧回路的工程架构示意



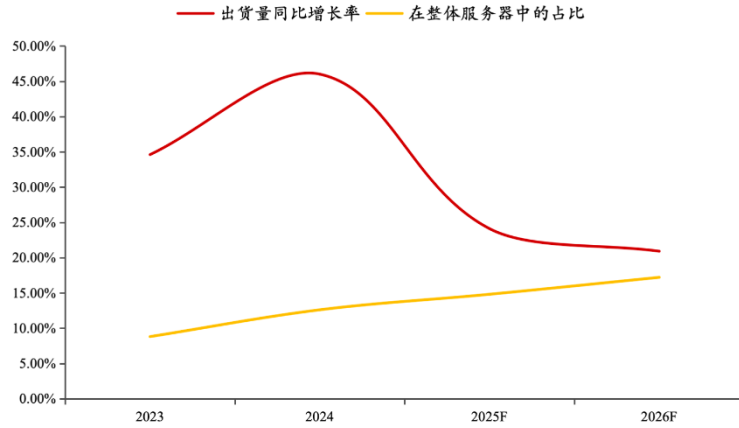
资料来源：Lenovo，浙商证券研究所

液冷从能运作到能规模化的关键难点主要集中在四个方面：一是冷板内部流道与喷淋结构的换热设计，需要在换热效率、压降与可制造性之间取得平衡；二是材料与水质管理，需要控制腐蚀、电化学反应与颗粒污染对长期可靠性的影响；三是密封与泄漏风险控制，涉及压紧结构、密封材料、快接可靠性与在线监测；四是可维护性与一致性交付，要求方案在装配公差、批量一致性、现场维修与可替换性上具备工程闭环。

3.2 AI 算力与数据中心需求高景气，液冷渗透率进入加速爬坡期

液冷渗透提速的前提，是高功耗算力需求持续成长叠加机柜功率密度上移。需求侧看，AI服务器出货量与数据中心基础设施仍在快速成长，直接把散热系统的规格要求与应用意愿推向更高水平。TrendForce 预计 2025 年 AI 服务器出货量同比增长超过 20%，并指出云厂商资本开支明显向高端 GPU 与自研 ASIC 倾斜，通用服务器预算受到挤压，说明算力优先的采购结构仍在延续。同时 TrendForce 进一步判断，在 CSP 与主权云需求推动下，2026 年 AI 服务器出货量仍有望保持 20% 以上增长。

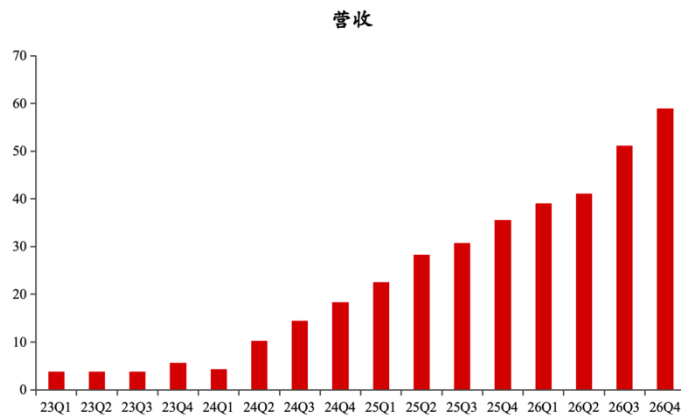
图13： 2023-2026 AI 服务器的出货量和市场份额



资料来源：TrendForce，浙商证券研究所

供应链与价格层面，AI 加速器的放量正在带动服务器与存储系统的组件收入扩张。Dell’ Oro 指出 2025 年 3Q 全球数据中心服务器与存储的组件收入同比增长 40%，主要由 AI 加速器拉动，并进一步带动 HBM、NIC 等配套组件需求。同时该机构预计 2025 年服务器与存储系统组件市场同比增速可达 48%，体现“AI 加速器放量、存储与内存紧缺、价格上行”的组合仍在驱动行业规模扩张。龙头财务表现也形成验证，NVIDIA 在截至 2025 年 10 月 26 日的第三财季披露数据中心收入达 512 亿美元，同比 +66%，反映 AI 加速卡在云端与企业侧的拉动仍然强劲。

图14： 全球数据中心收入（单位：十亿美元）

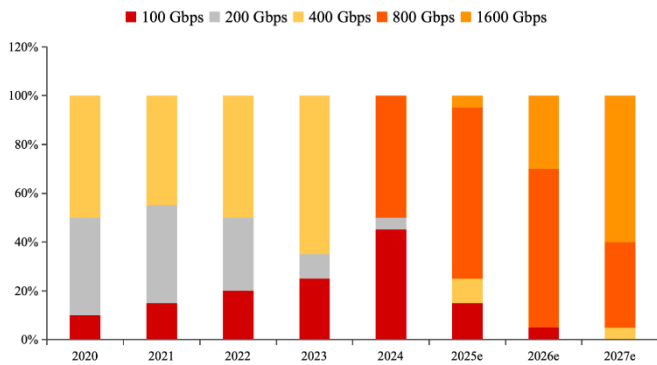


资料来源：I/O FUND，浙商证券研究所

网络设备方向同样由 AI 集群规模化直接拉动，核心增量集中在数据中心交换机与 AI 后端网络。IDC 的季度跟踪数据显示，2025 年一季度全球以太网交换机市场收入达到 117 亿美元，同比 +32.3%，其中数据中心交换机收入同比 +54.7%，明显快于整体，反映 AI 集群对高带宽、低时延网络基础设施的拉动正在加速。速率结构上，在 2025 年第一季度，200/400GbE 交换机收入同比 +189.7%，同时 IDC 也开始单独跟踪 800GbE，其在当季即实

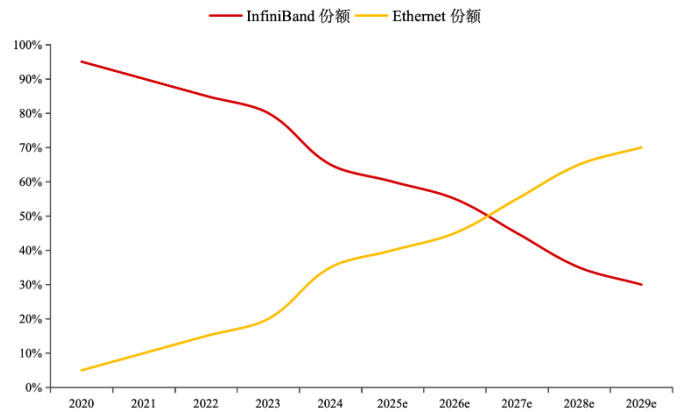
现 3.508 亿美元收入、占市场约 5%，高速端口正在从导入期进入放量期。供给与竞争格局也在围绕 AI 场景重塑，2025 年第一季度 IDC 数据显示 NVIDIA 交换机收入同比 +760.3% 至 14.6 亿美元，Arista 数据中心交换机收入约 16 亿美元（同比 +27.1%），而 Cisco 数据中心交换机收入出现小幅下滑。进一步往 2026 年看，Dell'Oro 判断 AI 后端网络支出仍将保持强劲的双位数增长，并预计 1.6Tbps 交换机将在 2026 年进入规模出货，其端口爬坡速度可能快于 800G，出货后 1-2 年端口量有望超过 500 万。与此同时，头部云厂商也在加速采用面向 AI 的新型以太网平台，例如 NVIDIA 披露 Meta、Oracle 将在其 AI 数据中心网络中采用 Spectrum-X 以太网交换机用于超大规模 GPU 集群互联，进一步强化“高速交换与 AI 后端网络”作为网络设备投资主线的确定性。

图15：人工智能集群（AI 后端网络）向高速迁移



资料来源：Dell'Oro GROUP，浙商证券研究所

图16：以太网与 InfiniBand 在人工智能后端网络中的比较

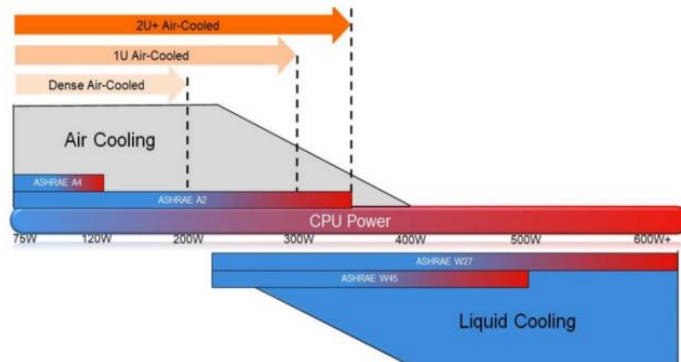


资料来源：Dell'Oro GROUP，浙商证券研究所

3.3 液冷市场空间测算：渗透率提升叠加单机价值量放大，规模弹性显著

在 AI 服务器/高速交换机等高功耗体系中，液冷的价值并不止于降温，而是把系统进一步推上可规模化高密度部署的新平台。ASHRAE 液冷白皮书指出，在 50kW/机柜场景下风机功耗至少约 5kW；大量电力将被用于搬运空气而非计算，同时噪声、冗余与温控复杂度同步上升。与之对应，direct-to-chip（冷板）路线将主要热负载直接捕获到液体回路：OCP 白皮书提到 direct-to-chip 冷板服务器可实现 70%+ 热负载由液体带走，学术综述亦给出冷板系统液体相对空气的换热分担可达 70%–80% 或更高范围。换言之，液冷承担的是“热预算的工程化解决方案”，决定系统能否在更高功率密度下稳定释放算力。

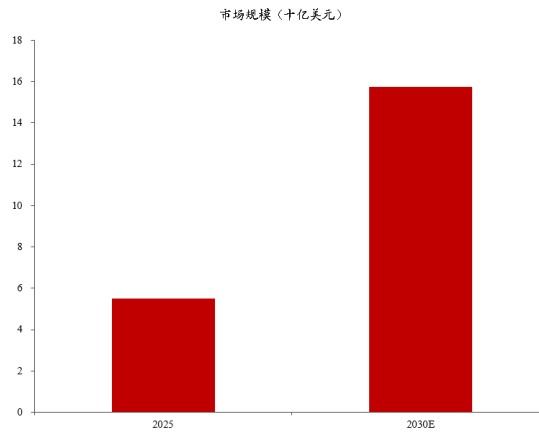
图17：不同散热方式在服务器功耗密度提升过程中的适用区间对比



资料来源: scribd, 浙商证券研究所

行业层面,液冷正在从 HPC 小范围应用走向云厂商与托管机房的规模化导入。Mordor Intelligence 预计全球数据中心液冷市场规模将由 2025 年 55.2 亿美元增长至 2030 年 157.5 亿美元,对应 23.31% 的 CAGR,并将增长驱动归因于机柜功耗密度上移 (>30kW)、AI GPU 加速器使用增加以及可持续性/能效约束强化。与此同时,供给端也在加速形成更清晰的“体系化交付”与工程标准:采购从工程定制向模块化、标准化迁移,围绕 CDU、歧管/快接、冷板/冷头、管路与系统集成逐步形成更明确分工;OCP 等组织持续发布 DLC 相关研究与白皮书,推动互操作与降低集成摩擦,使液冷从“个别项目导入”走向可复制的规模化部署。

图18: 数据中心液冷市场



资料来源: Mordor Intelligence, 浙商证券研究所

3.4 以精密功能件与制造能力切入, 鸿富瀚在液冷链条中具备可复制的工程化优势

在应用落点上,公司散热/液冷业务主要围绕数据中心与网通/服务器两条主线推进导入,对应 AI 服务器、交换机等高功耗设备的关键发热部件与板卡形态。公司在年报披露的客户体系中,已触达安费诺、富士康集团、立讯精密等产业链核心客户,并通过头部客户的项目导入机制,参与高标准交付与快速响应的供应链协同。整体来看,公司在核心客户体系下的项目触达、验证与交付要求匹配能力,反映出其在产品能力、制造一致性以及渠道协同方面具备较强竞争力,同时也为后续在数据中心高功耗场景的持续拓展奠定基础。

在产品形态上,公司以“模组/方案”方式切入液冷,而非停留在单一冷板零件加工:交付内容不仅包含冷板本体,还延伸至与系统连接紧密相关的歧管、快接、管路接口等要素,在整机集成中的供应地位更接近“装模块”而不是“拼零件”。这种模组化交付对结构设计、工艺理解与批量一致性要求更高,也更能体现供应商的工程化价值。

在工程能力上,公司液冷/散热强调“模组化交付+可靠性闭环”。针对液冷规模化最敏感的泄漏风险与长期可靠性,公司披露通过结构设计与压紧密封方案提升密封可靠性来实现,并提及相关项目研发已完成;此类项目的落地有助于公司在样品验证、系统集成与量产爬坡阶段形成更稳固的工程基础。

在交付与量产能力上,公司在消费电子精密制造领域沉淀的模切、贴合、冲压、五金成形与注塑等多工艺平台,可为液冷模组的零部件集成、装配一致性与交付提供支撑。随着未来公司液冷产品从小批导入走向规模化部署,具备“多工艺协同+质量检测体系+项目制快速响应”的供应商更容易进入核心供应链并获得持续订单,公司现有客户基础与项目经验为其在液冷链条中进一步成长提供了扎实保障。

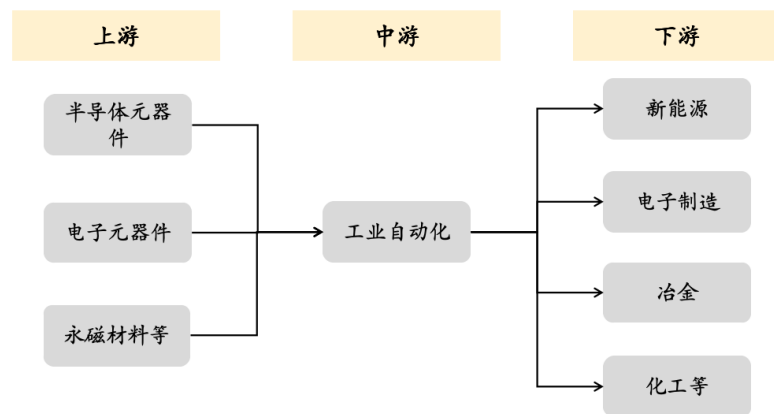
4 技术同源、场景外溢从“内部配套”走向“外部创收”，成长逻辑进入加速验证期

自动化设备是公司基于消费电子精密制造工艺积淀实现技术同源场景外溢的结果，业务正在由内部配套转向独立创收，同时行业需求也在从替代人力转向赋能工艺并从单机设备走向工业智能系统的结构性切换。

4.1 从“替代人力”到“赋能工艺”、从“单机设备”到“智能系统”，自动化需求逻辑发生结构性切换

鸿富瀚的自动化设备业务，源于公司在消费电子精密制造领域长期积累的工艺经验，是其技术同源、场景外溢战略的具体体现。该业务通过纵向深化制造能力和横向拓展下游应用，已从内部配套服务转变为独立创收、推动增长的新引擎。当前，在制造业转型升级、供应链自主可控以及技术范式变革的三重驱动下，自动化设备行业正迎来深刻转变：从单纯替代人力转向为工艺赋能，从提供单机设备迈向构建智能系统。行业景气度持续提升，为拥有独立“设计-制造”闭环能力的企业开辟了广阔的成长空间。

图19：工业自动化行业产业链结构示意图

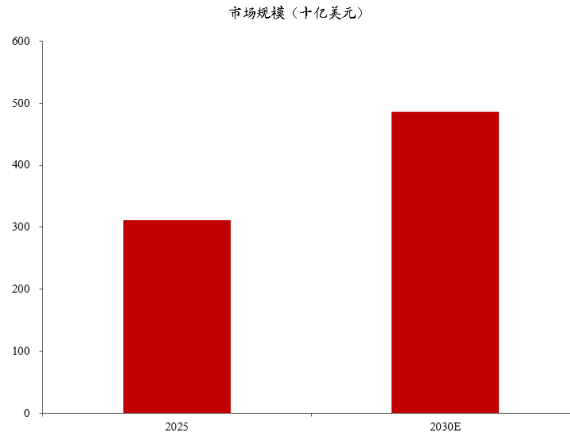


资料来源：华经情报网，浙商证券研究所

4.2 全球稳步扩张、中国成为核心增量，需求由“替代人力”转向“赋能工艺+柔性化”

当前全球工业自动化市场已进入“规模扩张+质量升级”并行的新阶段。多家机构对口径为“industrial automation / industrial control & factory automation”的测算显示，2025年全球市场规模大致在2,290-2,560亿美元区间，并在未来几年维持接近低双位数的年复合增长；其中中国作为制造业大国，是需求增长与技术升级的核心承载地，以“工厂自动化与工业控制”口径测算，中国市场2025年规模预计达到1,644.9亿美元，并保持较快增长。

图20: 全球工厂自动化市场预测



资料来源: Mordor Intelligence, 浙商证券研究所

行业景气度的兑现不仅体现在市场规模预测上,也体现在设备渗透的硬指标上。以工业机器人为例,IFR披露,中国2024年工业机器人新增安装量达29.5万台、占全球部署的54%,并且中国工业机器人运营存量已超过200万台,反映制造业自动化投入仍处于高位、且正在从头部行业向更广泛的制造场景扩散。

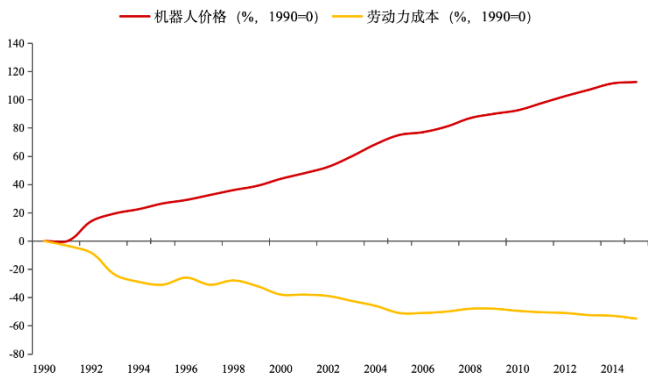
支撑市场持续扩张的驱动力正经历结构性变化:

其一,劳动力紧缺与用工不确定性进一步凸显了自动化的经济价值。OECD基于跨国雇主调查显示,约80%的雇主反映存在招聘困难,其中近三分之一认为多数或全部岗位难以匹配合适人选。与此同时,在多数国家,至少有40%面临用工短缺的企业报告岗位要求发生变化。这意味着企业不仅面临人力短缺,更面临技能适配的挑战,从而推动其采用自动化、数字化与AI工具来应对劳动力与技能双重缺口。

其二,精密制造与工艺升级正推动自动化从单纯替代人力转向深度赋能工艺。在消费电子、新能源等领域,对产品良率、一致性与过程稳定性的要求持续提升,使得在线检测、机器视觉等技术从过去的加分项转变为量产必备条件。目前行业常见的视觉缺陷检测已可实现99%以上的识别准确率,显著降低了人工波动与漏检风险。

其三,柔性化生产渐成常态,产线换型效率成为影响交付节奏与经济性的关键。以SMED(快速换模/换型)方法为代表的精益生产工具,旨在将换型时间压缩至十分钟乃至分钟级别,从而推动模块化、可重构的自动化单元快速适应多品种、小批量的订单结构。

图21: 1990-2015年美国制造业劳动力成本与机器人价格变化趋势



资料来源: Economist Intelligence, 浙商证券研究所

图22: 自动化产线中的机器视觉检测应用示意



资料来源: COBALT, 浙商证券研究所

4.3 技术溯源于头部客户量产淬炼，能力外溢切入锂电相关制造环节，自动化由配套走向独立创收

鸿富瀚自动化业务的核心，并不是仅仅加一条产品线，而是消费电子精密制造能力在更高可靠性、复杂工艺场景中的复用与放大，即“技术同源、场景外溢”的价值兑现路径。

公司长期服务全球消费电子头部客户的高标准制造需求，在配套功能性器件的量产过程中经历了持续的验证与迭代，围绕精密加工、贴合/组装、自动化检测与在线质量控制等关键环节，积累了面向柔性、异形、微小型材料的工艺方法、参数窗口与工程数据。这类“工艺理解+工程化闭环”的沉淀，使公司不仅能做产品制造，也具备将能力抽象为设备/工装与系统方案的基础。

在消费电子内部配套场景中验证成熟的设备、工装与检测方法，具备向外部客户复制的天然优势：一方面能够以“设备+工艺+检测/数据”的组合，解决客户对良率、一致性与节拍的核心诉求；另一方面交付形态也从单机走向系统化，从而打开独立创收空间，自动化业务由内部效率工具转变为对外服务的增长引擎。

在新能源锂电产业链中，制造端对可靠性、过程稳定性与质量追溯的要求同样突出，与公司既有的精密组装、贴合与检测能力具备较强的技术同源性。公司通过锂电相关自动化设备/工装与系统解决方案，向新能源制造环节拓展应用边界，重点切入与其能力禀赋匹配的装配、检测与质量控制等场景，以“工艺赋能”而非单纯“替代人力”的方式参与客户产线升级。相较于竞争更为拥挤的部分前段环节，这一路径更有利于发挥公司工艺理解与工程化数据积累的优势。

图23： 锂电智能制造自动化产线



资料来源：Made in China，浙商证券研究所

5 盈利预测

5.1 业务拆分与盈利预测

(1) 功能性器件：精密制造平台底盘，“用量+规格”双升驱动长期斜率。公司围绕模切、贴合、冲压、五金成形与注塑等工艺，形成导热、光学、绝缘、屏蔽与结构件等全体系产品；需求端受益于智能手机复苏、AI PC 渗透与可穿戴/车载升级，推动用量与性能规格同步上移；产品形态亦由单点材料件逐步向可装机解决方案演进，洁净制造、外观缺陷控制与在线检测等工程化交付能力，支撑在头部客户体系持续放量。基于 2024A 收入 6.10

亿元、毛利率 40.09%、收入占比 74.44% 的基线，预计 2025-2027E 该板块收入分别为 7.71/10.94/15.46 亿元，毛利率约 40.50%/40.50%/40.50%，收入占比约 74.82%/35.99%/35.37%。

(2) 散热：定位“产品及解决方案”，风冷+液冷统一体系，液冷渗透放大单机价值量。公司推进路径为风冷+液冷一体化，产品形态由单点材料件向模块级集成升级，强调系统热设计与批量交付能力；在 AI 服务器与高速交换设备驱动下功耗密度上移，散热由“保障运行”升级为关键瓶颈，液冷渗透带来的单机价值量放大，使该板块具备更强放量弹性。基于 2024A 收入 1.29 亿元、毛利率 16.07%、收入占比 15.77% 的基线，预计 2025-2027E 该板块收入分别为 1.82/18.54/26.97 亿元，毛利率约 16.50%/16.70%/17.00%，收入占比约 17.63%/60.96%/61.69%。

(3) 自动化设备：专机化交付为主，工艺外溢带来中期潜力但波动更强。业务核心并非标准化设备，而是围绕贴合、切割、检测等关键工序痛点进行专机化交付，体现“懂工艺、能集成、可交付”的工艺理解与工程落地能力；同时公司将消费电子沉淀的精密组装与检测能力外溢至新能源锂电 PACK 中后段等场景，自动化业务由内部降本工具逐步转向外部市场化交付，具备中期放量潜力（但订单节奏与下游资本开支及工艺导入强相关，波动属性更高）。基于 2024A 收入 0.66 亿元、毛利率 11.68%、收入占比 8.02% 的基线，预计 2025-2027E 该板块收入分别为 0.62/0.75/1.09 亿元，毛利率约 25.87%/24.34%/23.09%，收入占比约 6.00%/2.47%/2.49%。

表7：鸿富瀚分业务板块经营预测（2024A-2027E）（单位：百万元）

板块	指标	2024	2025E	2026E	2027E
合计	收入	818.85	1,030.02	3,040.79	4,371.97
	YOY	22.10%	25.79%	195.22%	43.78%
	毛利率(%)	33.91%	34.76%	25.36%	25.39%
	业务收入比例(%)	100%	100.00%	100.00%	100.00%
消费电子产品功能性器件	收入	609.53	770.69	1,094.38	1,546.47
	YOY	15.08%	26.44%	42.00%	41.31%
	毛利率(%)	40.09%	40.50%	40.50%	40.50%
	业务收入比例(%)	74.44%	74.82%	35.99%	35.37%
自动化设备以及相关产品	收入	65.63	61.81	75.12	109.02
	YOY	-47.52%	-5.82%	21.53%	45.13%
	毛利率(%)	11.68%	25.87%	24.34%	23.09%
	业务收入比例(%)	8.02%	6.00%	2.47%	2.49%
散热产品	收入	129.17	181.55	1,853.72	2,697.16
	YOY	118.07%	40.55%	921.06%	45.50%
	毛利率(%)	16.07%	16.50%	16.70%	17.00%
	业务收入比例(%)	15.77%	17.63%	60.96%	61.69%
其他	收入	14.52	15.97	17.57	19.33
	YOY	-8.68%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率(%)	33.91%	34.76%	34.70%	34.28%
	业务收入比例(%)	1.77%	2.07%	0.58%	0.44%

资料来源：wind，浙商证券研究所

5.2 相对估值

我们选取达瑞电子、光大同创、捷邦科技、恒铭达作为可比公司，均为国内精密功能性器件/精密制造方向的代表性上市公司，与鸿富瀚在“精密制造平台能力+下游消费电子/泛 AI 硬件”这一商业模式上具备一定可比性。根据 Wind 一致预期，2026-2027 年可比公司平均 PE 分别约为 39.86 倍和 28.15 倍，鸿富瀚对应分别为 45.84 倍和 28.31 倍。考虑到公司在可比公司中盈利增速弹性更强且平台化能力带来的产品结构升级与份额提升具备延续性，我们认为其估值溢价具有一定合理性，给予公司“买入”评级。

表8: 精密功能性器件可比公司盈利预测与估值对比 (25E-27E)

代码	简称	最新价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			归母净利润增速 (%)			P/E (倍)		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
300976.SZ	达瑞电子	65.78	88	305.97	452.36	611.43	26.58	47.84	35.17	28.83	19.5	14.43
301387.SZ	光大同创	58.51	62	23.00	70.00	108.00	12.41	204.35	54.29	271.56	89.23	57.83
301326.SZ	捷邦科技	110.3	80	113.00	219.00	270.00	684.03	93.81	23.29	70.97	36.62	29.7
002947.SZ	恒铭达	47.67	122	665.80	867.60	1146.80	45.74	30.31	32.18	18.34	14.08	10.65
均值										97.43	39.86	28.15
301086.SZ	鸿富瀚	126.96	114	134.44	425.27	688.59	22.53%	216.32%	61.92%	144.99	45.84	28.31

资料来源: wind, 浙商证券研究所

5.3 可比公司分析

从最新披露的 2025 年前三季度财务数据看, 鸿富瀚在可比公司中呈现出“盈利能力领先、增速相对偏稳”的特征: 公司实现营业收入 6.50 亿元, 同比增长 7.87%, 综合毛利率约 34.82%。横向对比来看, 可比公司中 达瑞电子/光大同创/捷邦科技/恒铭达同期收入分别为 22.78/11.59/9.62/19.63 亿元, 对应同比增速 28.59%/37.79%/62.04%/15.51%; 从增长维度看, 鸿富瀚的收入体量相对更小、增速也显著低于多数可比公司, 但其毛利率水平具备明显优势: 鸿富瀚 34.82% 的毛利率高于达瑞电子 (23.11%) 与光大同创 (20.38%), 亦高于捷邦科技 (32.74%), 并与恒铭达 (33.39%) 处于同一较高区间。

需要强调的是, 鸿富瀚当前披露的为综合毛利率, 与可比公司在产品结构、客户结构及订单确认节奏上的差异共同决定了毛利率与增速的组合表现。就阶段性结果而言, 公司盈利质量已处于可比公司前列, 但收入端的边际弹性相对温和; 后续若要在对比中进一步凸显优势, 关键仍在于在保持毛利率韧性的同时, 推动收入端的增长斜率抬升, 从而实现规模与盈利两端的同步改善。

表9: 可比公司营业收入, 增长率, 毛利率对比 (2022-2025 前三季度)

企业	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年前三
鸿富瀚	营业收入 (亿元)	7.15	6.71	8.19	6.5
	营收同比增长率 (%)	-3.28	-6.42	22.1	7.87
	毛利率 (%)	40.53	38.43	33.93	34.82
达瑞电子	营业收入 (亿元)	14.69	13.98	25.66	22.78
	营收同比增长率 (%)	21.01	-4.87	83.55	28.59
	毛利率 (%)	32.9	24.59	25.61	23.11
光大同创	营业收入 (亿元)	9.96	10.07	12.23	11.59
	营收同比增长率 (%)	0.03	1.09	21.47	37.79
	毛利率 (%)	28.89	30.44	22.91	20.38
捷邦科技	营业收入 (亿元)	10.34	6.78	7.93	9.62
	营收同比增长率 (%)	3.32	-34.44	16.9	62.04
	毛利率 (%)	28.5	21.57	26.74	32.74
恒铭达	营业收入 (亿元)	15.48	18.18	24.86	19.63
	营收同比增长率 (%)	36.95	17.48	36.74	15.51
	毛利率 (%)	31.01	30.41	32.47	33.39

资料来源: wind, 浙商证券研究所

5.4 投资建议

鸿富瀚立足消费电子精密制造, 围绕模切、贴合、冲压、注塑等核心工艺, 逐步构建覆盖导热、光学、绝缘、屏蔽及结构件的精密功能性组件平台, 并在高洁净制造、外观缺陷控制与在线检测等关键环节形成稳定的工程化能力。公司在夯实功能性组件基本盘的同时, 顺应终端功耗密度与制造复杂度持续抬升的产业趋势, 前瞻布局液冷散热与自动化设备两条外溢曲线, 业务结构由“单一部件制造”向“多场景解决方案”升级。随着下游需求修复与新业务逐步放量, 公司中长期成长路径清晰。

公司未来的成长驱动在于:

1) 精密功能性组件: 终端复苏叠加规格上移, 基本盘稳中有升。

随着智能手机、AI PC、可穿戴设备及新能源车等终端需求逐步回暖, 精密功能性组件需求不仅体现为出货量修复, 更体现在对散热、屏蔽、贴合精度及可靠性的持续升级。公司依托多工艺平台能力与成熟的质量控制体系, 在导热、绝缘及结构类功能件中具备稳定交付能力, 深度绑定头部客户供应链。终端产品向高功耗、高集成演进, 有望推动单机用量与产品附加值同步提升, 带动功能性组件业务维持稳健增长。

2) 散热业务: 功耗密度跃升催化液冷需求快速成长, 模组化交付释放弹性。

AI 服务器与高速网络设备推动系统功耗密度快速抬升, 散热已由配套需求升级为算力部署的核心瓶颈, 液冷方案正逐步从导入期迈向规模化应用。公司基于精密制造与功能件加工能力, 向冷板模组、歧管及连接件等散热核心部件延伸, 在工程可靠性、批量一致性与交付节拍方面相对国内竞争对手具备差异化优势。随着液冷渗透率提升与单机价值量放大, 散热业务有望成为公司重要的第二成长极。

3) 自动化设备: 技术同源、场景外溢, 由内部配套走向独立创收。

公司自动化设备能力源自服务头部消费电子客户过程中形成的工艺理解与工程经验, 在贴合、切割、检测等关键工序实现专机化沉淀。伴随制造业从“替代人力”向“赋能工艺”转型, 公司将成熟的精密组装与检测能力外溢至新能源锂电 PACK 中后段等场景, 在极耳焊接、辅材贴合及装配检测等环节形成差异化切入。自动化业务正由内部降本工具向外部市场化交付转变, 中期放量具备较强可预期性。

6 风险提示

1. 宏观经济及下游需求波动风险

公司业务与消费电子、新能源等下游行业景气度相关, 若宏观环境或终端需求发生不利变化, 可能对公司经营表现产生影响。

2. 新业务拓展不及预期风险

公司在散热解决方案及自动化设备等新业务领域仍处于推进过程中, 相关业务的市场开拓、客户导入及规模化进展存在不确定性。

3. 行业竞争加剧风险

随着相关行业景气度提升, 市场竞争可能加剧, 行业格局及价格水平变化或对公司盈利能力产生影响。

4. 技术迭代与产品升级风险

若相关领域技术路线或产品形态发生较快变化, 而公司在技术研发或工艺升级方面推进不及预期, 可能对长期竞争力产生影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,418	1,679	3,118	4,032
现金	236	380	302	306
交易性金融资产	497	473	496	488
应收账款	371	583	1,666	2,276
其它应收款	30	18	62	108
预付账款	9	9	33	48
存货	120	143	469	700
其他	157	73	90	107
非流动资产	1,252	1,423	1,680	1,927
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	798	1,010	1,261	1,522
无形资产	72	66	61	56
在建工程	253	241	238	223
其他	128	106	120	127
资产总计	2,670	3,101	4,798	5,960
流动负债	593	888	2,158	2,650
短期借款	116	358	529	234
应付款项	379	431	1,434	2,155
预收账款	0	0	0	0
其他	98	100	195	261
非流动负债	127	128	128	104
长期借款	115	115	115	91
其他	13	13	13	13
负债合计	720	1,017	2,286	2,755
少数股东权益	8	8	10	14
归属母公司股东权	1,942	2,076	2,502	3,191
负债和股东权益	2,670	3,101	4,798	5,960

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	819	1,030	3,041	4,372
营业成本	541	656	2,252	3,243
营业税金及附加	9	10	32	46
营业费用	36	58	72	87
管理费用	70	88	93	109
研发费用	43	84	119	119
财务费用	(1)	14	25	21
资产减值损失	19	(9)	(4)	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	14	14	14	14
其他经营收益	9	9	10	9
营业利润	124	151	474	767
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	122	149	472	765
所得税	12	14	45	72
净利润	110	135	427	693
少数股东损益	1	1	2	3
归属母公司净利润	110	134	425	689
EBITDA	183	228	578	888
EPS (最新摊薄)	1.22	1.49	4.73	7.66

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	22.10%	25.79%	195.22%	43.78%
营业利润	8.54%	21.88%	213.54%	61.75%
归属母公司净利润	3.65%	22.30%	216.99%	62.07%
获利能力				
毛利率	33.93%	36.31%	25.94%	25.83%
净利率	13.46%	13.09%	14.06%	15.84%
ROE	5.67%	6.65%	18.51%	24.12%
ROIC	5.39%	5.80%	14.23%	20.15%

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	113	143	106	664
净利润	110	135	427	693
折旧摊销	52	64	81	102
财务费用	(1)	14	25	21
投资损失	(14)	(14)	(14)	(14)
营运资金变动	70	(45)	(70)	97
其它	(104)	(11)	(344)	(235)
投资活动现金流	(156)	(219)	(334)	(321)
资本支出	(110)	(257)	(325)	(342)
长期投资	0	0	0	0
其他	(46)	39	(9)	21
筹资活动现金流	(49)	221	149	(338)
短期借款	22	242	171	(295)
长期借款	(26)	0	0	(24)
其他	(45)	(21)	(22)	(20)
现金净增加额	(92)	145	(78)	4

偿债能力

资产负债率	26.98%	32.78%	47.64%	46.22%
净负债比率	34.70%	47.68%	28.81%	12.38%
流动比率	2.39	1.89	1.45	1.52
速动比率	2.19	1.73	1.23	1.26

营运能力

总资产周转率	0.32	0.36	0.77	0.81
应收账款周转率	2.12	2.22	2.78	2.27
应付账款周转率	3.87	3.76	5.39	4.07

每股指标(元)

每股收益	1.22	1.49	4.73	7.66
每股经营现金	1.26	1.58	1.18	7.38
每股净资产	21.58	23.07	27.80	35.46

估值比率

P/E	104.32	85.30	26.91	16.60
P/B	5.89	5.51	4.58	3.59
EV/EBITDA	22.50	48.70	19.58	12.39

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>