



计算机行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

计算机组

分析师：刘高畅（执业 S1130525120005）
liugaochang@gjzq.com.cn

分析师：郑元昊（执业 S1130525120004）
zhengyuanhao@gjzq.com.cn

分析师：孙恺祈（执业 S1130526060005）
sunkaiqi@gjzq.com.cn

继续坚定 RUBIN 链

行业观点

- 英伟达将高增长展望延伸至 FY2028，增速指引 70%-100% 充分给予产业信心，核心矛盾仍在供给而非需求。英伟达 2027 财年第二季度（对应自然年 2Q26）实现收入 962 亿美元，同比+106%、环比+18%；其中 AIDC 收入 890 亿美元，同比+117%、环比+18%；Q3 收入指引为 1,080 亿美元（上下浮动 2%）。展望未来，公司初步预计 FY2028 收入同比+70%，并预计 AIDC 电力与机房壳体可用性、DRAM、晶圆等产能供给瓶颈至少延续至 FY2028 末；管理层同时表示，客户预测指向来年增长翻倍（+100%）。公司当前可见的 27 年需求已显著高于 70%，在无供给约束情形下增长将更加显著。宏观层面，油价、利率与风险偏好仍会放大股价波动，而财报后英伟达股价一度显著上涨，随后在宏观压力中回落并再度反弹，说明产业基本面仍是科技板块最强的 beta 来源之一。我们继续坚定 Rubin 链，重点关注从芯片向精密化机柜、光互联、液冷散热和供电扩散的价值量增量。
- Rubin 机柜级系统复杂度&制造精度同步跃迁，整机柜环节由“组装”升级为“联合研发+系统集成+规模交付”。GB300 NVL72 官方产品形态已是全液冷机柜级系统，集成 72 颗 Blackwell Ultra GPU 与 36 颗 Grace CPU；Vera Rubin NVL72 进一步在单柜集成 72 颗 Rubin GPU、36 颗 Vera CPU、18 个计算托盘及 9 个 NVLink 交换托盘。英伟达披露，Rubin 单柜包含约 130 万颗独立元件、近 1,300 颗芯片，重量约 4,000 磅，NVLink 铜缆总数约 5,000 根、长度超过 2 英里，同时引入新的 PCB 中板、液冷歧管、液冷母排和在线维护设计。系统越复杂，制造商越需要在早期设计、液冷、电源、互联、测试、良率和全球交付之间协同优化。机柜化核心厂商工业富联 2026 年半年报披露，公司与头部客户共同攻克下一代 AI 服务器及液冷技术，业务能力覆盖整机柜设计、液冷散热和电源管理；2026 年上半年云服务商 AI 服务器收入同比增长 2.3 倍、GPU AI 机柜出货量同比增长 3.2 倍。我们认为，联合研发、垂直整合与大规模精密制造共同构成工业富联承接 Rubin 放量的核心壁垒。
- RUBIN 时代液冷从“可选项”到“必选项”，一次侧散热重要性或被低估。液冷二次侧通过 CDU-冷板回路将热量带离 GPU，重点解决机柜内换热；一次侧则通过冷水机组、冷却塔、干冷器及泵组等设施，将热量最终排出数据中心。随着单柜功率和集群规模持续提升，液冷竞争将由机柜内单点部件进一步扩展至园区级排热能力、系统冗余及 PUE/WUE 优化。英伟达 DSX 参考设计明确划分设施水与技术冷却两级回路；Rubin 最高进水温度可达 45℃，有助于扩大自然冷却窗口、降低压缩机制冷能耗，同时也对一次侧系统的因地制宜设计和稳定运行提出更高要求。

相关标的

- 1) 机柜化：工业富联。
- 2) PCB：胜宏科技、生益科技、联瑞新材、德福科技、南亚新材、鹏鼎控股、景旺电子、生益电子、深南电路、沪电股份、奥士康、中钨高新、海亮股份、鼎泰高科、欧科亿、新锐股份、杰美特等。
- 3) 光互联：中际旭创、东山精密、新易盛、光智科技、天孚通信、光迅科技、源杰科技、联讯仪器、华盛昌、云南锗业、先导基电、唯科科技等。
- 4) 液冷：英维克、海鸥股份、东阳光、飞龙股份、大元泵业、领益智造（立敏达）、冰轮环境、蓝思科技（元拾科技）等。
- 5) 电源电容：东阳光、江海股份、麦格米特、欧陆通、火炬电子、海星股份、三环集团、四方股份、阳光电源、天岳先进等。

风险提示

- AI 资本开支及英伟达增长展望不及预期；Rubin 量产与供应链扩产不及预期；机柜精密化带来的制造与交付风险；液冷一次侧技术路线及订单兑现不及预期；海外客户认证、贸易摩擦及出口管制的风险。



内容目录

一、英伟达将增长展望延伸至 FY2028，供给能力决定收入兑现斜率	3
1.1 FY2027Q2 再度高增，Rubin 开始从产品发布进入收入兑现	3
1.2 FY2028 初步预计增长约 70%，客户预测指向下一年增长翻倍	3
1.3 单 GW 收入机会从 180 亿美元升至 400 亿美元，Rubin 推动价值量向完整系统集中	4
1.4 宏观因素影响估值节奏，但不改变 Rubin 产业 Beta	5
二、机柜精密化：复杂度从零部件数量转向全系统协同，工业富联壁垒继续抬升	5
2.1 机柜不再是服务器容器，而是一台需要整体设计和验证的分布式计算机	5
2.2 Rubin 单柜约 130 万颗元件，结构更复杂但装配必须更简单	6
2.3 工业富联从制造承接者转向联合研发者，优势来自深度而非单一份额	6
三、液冷一次侧价值被低估：最终排热决定 AI 工厂能装多少算力	7
3.1 二次侧负责把热量带离芯片，一次侧负责把热量排出数据中心	7
3.2 高温供水扩大自然冷却窗口，冷却塔&室外换热等一次侧排热价值不降反升	7
四、相关标的	8
五、风险提示	8

图表目录

图表 1: NVIDIA FY2027 Q2 实现总营收 962.21 亿美元，同比增长 106%、环比增长 18%	3
图表 2: NVIDIA FY2027 Q2 实现数据中心收入 890 亿美元，同比增长 117%、环比增长 18%	3
图表 3: NVIDIA FY2027 Q2 实现 GAAP/Non-GAAP 毛利率，环比/同比+10/260 bp	3
图表 4: Vera Rubin 已进入全面生产，Q3 预计贡献约 20%的数据中心收入	3
图表 5: 1GW 数据中心成本拆解（TCO 550 亿美元，按照 4 年折旧，单位：亿美元）	4
图表 6: 按照存在/打破供应链约束情况下的 70%/100%增速计算，英伟达 FY28 营收分别可达 6721/7907 亿美元	4
图表 7: Vera Rubin 时代，英伟达在每 GW 数据中心投资中的收入机会提升至约 400 亿美元	4
图表 8: FY 2Q27 业绩会后，英伟达股价盘后多次上涨反弹，虽有宏观因素扰动，股价截至 9 月 4 日周五收盘仍有 9.9%的累计涨幅	5
图表 9: 英伟达 Vera Rubin NVL72 机柜集成 72 颗 Blackwell Ultra GPU、36 颗 Grace CPU、18 个计算托盘和 9 个 NVLink 交换托盘	6
图表 10: NVIDIA MGX 机架主干可容纳数千根线缆，并可配置 NVLink（用于 MGX NVL 机架）、Spectrum-X 以太网或 Groq 3 LPU 芯片间直接链路（用于 MGX ETL 机架）。	6
图表 11: 液冷系统以 CDU 为界，二次侧贴近芯片取热，一次侧向室外拍热	7
图表 12: 英伟达使用 100%液冷的 NVIDIA MGX 的基础设施布局，该自然冷却方案可在 45°C (113°F) 的温水进水温度下运行	8

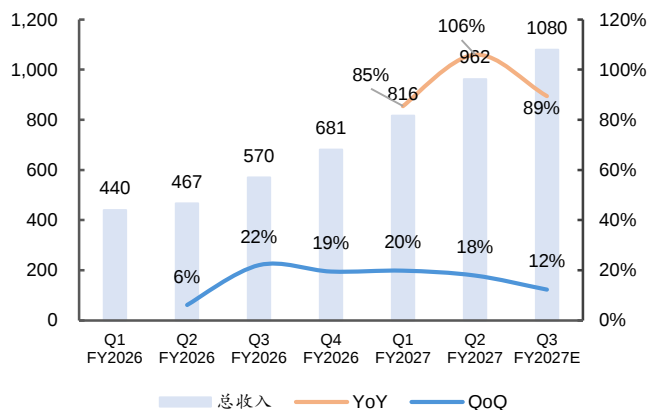


一、英伟达将增长展望延伸至 FY2028，供给能力决定收入兑现斜率

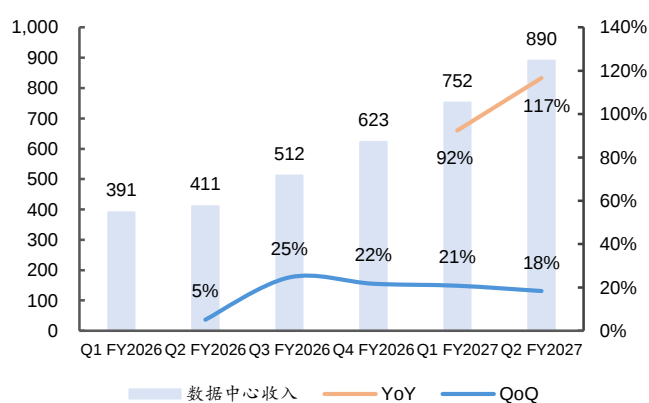
1.1 FY2027Q2 再度高增，Rubin 开始从产品发布进入收入兑现

英伟达本季最重要的信息，是公司将高增长能见度进一步延伸至 FY2028。截至 2026 年 7 月 26 日的 FY2027 第二季度，英伟达收入为 962.21 亿美元，同比增长 106%、环比增长 18%；数据中心收入为 890 亿美元，同比增长 117%、环比增长 18%。GAAP 及 Non-GAAP 毛利率均为 75.0%，第三季度收入指引为 1,080 亿美元、上下浮动 2%，且该指引未计入中国数据中心计算收入。公司在公告中用 “Now, compute is revenue” 概括当前阶段：AI 推理和智能体开始产生可计价、可盈利的 Token，算力投入与客户收入之间的关联正在变得更直接。

图表1: NVIDIA FY2027 Q2 实现总营收 962.21 亿美元，同比增长 106%、环比增长 18%



图表2: NVIDIA FY2027 Q2 实现数据中心收入 890 亿美元，同比增长 117%、环比增长 18%

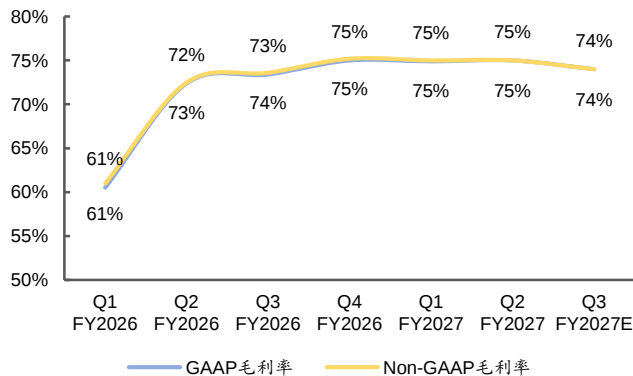


来源: NVIDIA 官网, 国金证券研究所

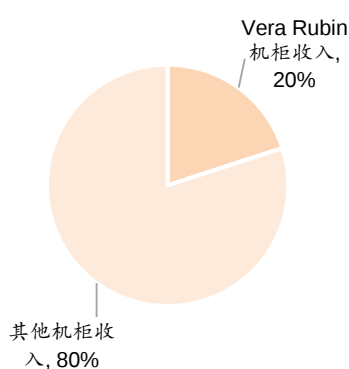
来源: NVIDIA 官网, 国金证券研究所

Rubin 收入贡献已经进入可量化阶段。公司表示 Vera Rubin 已进入全面生产，第三季度预计贡献约 20% 的数据中心收入；10-Q 进一步披露，Vera Rubin 于 FY2027 第三季度开始生产出货，未来将与 Blackwell 并行供应。电话会披露，公司已在 8 月开始 Rubin 生产出货，并获得主要超大规模云厂商、AI 云和系统 OEM 的采购订单。库存升至 320 亿美元，也反映公司正在为 Rubin 放量进行备货。Rubin 由“发布—验证”走向“生产—收入”的切换，是本周继续坚定产业链的直接依据。

图表3: NVIDIA FY2027 Q2 实现 GAAP/Non-GAAP 毛利率，环比/同比+10/260 bp



图表4: Vera Rubin 已进入全面生产，Q3 预计贡献约 20% 的数据中心收入



来源: NVIDIA 官网, 国金证券研究所

来源: NVIDIA 官网, 国金证券研究所

1.2 FY2028 初步预计增长约 70%，客户预测指向下一年增长翻倍

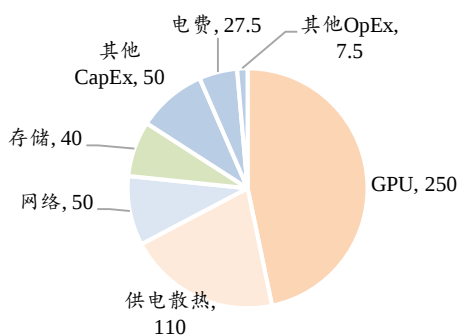
展望 FY2028，英伟达初步预计收入同比增长约 70%，且这一展望受到供给约束。CFO 在电话会中将其定义为 “preliminary expectation”，同时预计供给至少到 FY2028 末仍是瓶颈。管理层在准备发言中表示，客户预测指向公司下一年增长翻倍；黄仁勋在问答中进一步表示，



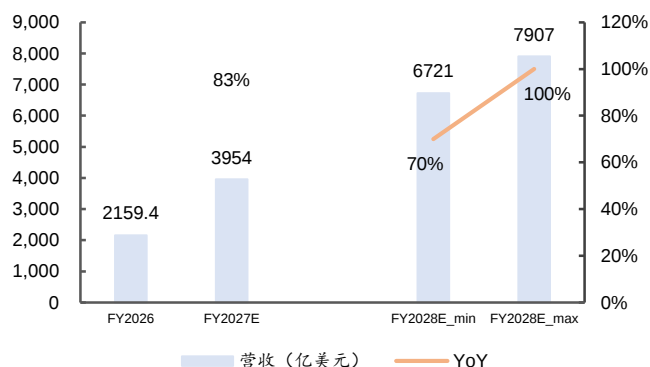
公司看到的需求显著高于 70%，现有供应能力支持公司有把握实现约 70% 的增长，而无供给约束情形下的增长会高得多。

客户需求与当前可交付收入之间的差距，本质上来自土地、电力、机房、晶圆、封装、存储、网络、冷却和制造能力的系统约束。黄仁勋指出，AI 基础设施不能只采购芯片，还需提前两至三年协调土地、电力、建筑、冷却和劳动力。公司 10-Q 披露，为满足未来需求，供应与产能承诺已由上一季度的 1,190 亿美元提高至 2,790 亿美元。需求并未因为供应受限而消失，而是转化为更长的交付周期和更大规模的供应链协调。对于产业链而言，这意味着能够帮助英伟达提升可交付产能的环节具有更高确定性，整机柜制造、液冷、电源和高速互联的战略价值同步提升。

图表5：1GW 数据中心成本拆解（TCO 550 亿美元，按照 4 年折旧，单位：亿美元）



图表6：按照存在/打破供应链约束情况下的 70%/100% 增速计算，英伟达 FY28 营收分别可达 6721/7907 亿美元



来源：半导体产业纵横，国金证券研究所

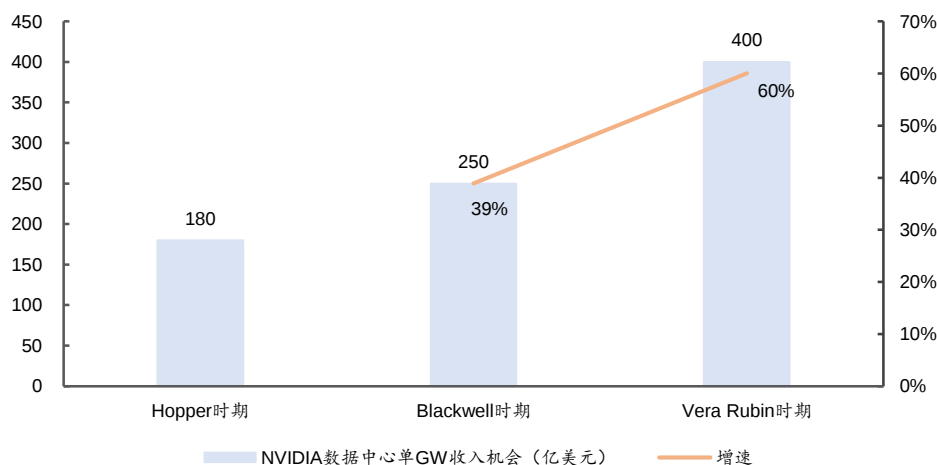
来源：NVIDIA 官网，国金证券研究所

1.3 单 GW 收入机会从 180 亿美元升至 400 亿美元，Rubin 推动价值量向完整系统集中

Rubin 的增长不仅来自 GPU 数量，还来自英伟达在每 GW 数据中心投资中价值捕获的扩大。英伟达电话会披露，其单 GW 收入机会从 Hopper 时期约 180 亿美元，提升至 Blackwell 约 250 亿美元，再提升至 Vera Rubin 约 400 亿美元。Rubin 平台覆盖 CPU、GPU、NVLink、InfiniBand 或 Ethernet 网络以及 Groq LPU，英伟达出售的对象由芯片、加速卡逐步扩展到完整 AI 工厂平台。

单 GW 价值量上升会把增长传导至更多硬件环节。一方面，Rubin 通过更高性能和更低单位 Token 成本刺激客户尽快切换新平台；另一方面，GPU、CPU、网络、存储、液冷、电源和系统软件的协同设计提高了单个项目的复杂度和供应链深度。我们认为，FY2028 约 70% 的收入增长若能兑现，其产业含义并不在 GPU 供应商高增，而是 Rubin 整条机柜链需要在 2027 日历年同步扩充产能和提高交付效率。

图表7：Vera Rubin 时代，英伟达在每 GW 数据中心投资中的收入机会提升至约 400 亿美元



来源：NVIDIA GTC，国金证券研究所



1.4 宏观因素影响估值节奏，但不改变 Rubin 产业 Beta

财报后的股价表现说明基本面向上与宏观扰动可以同时存在。英伟达公布业绩后，盘后股价上涨约 4.1%，8 月 27 日常规交易上涨 8.7%；随后市场受到油价、债券收益率及加息预期扰动，科技股出现波动，但英伟达 9 月 2 日又反弹超过 3%。短期股价并非只由业绩决定，但收入、订单与供给缺口仍为产业链提供了更高能见度。

对 A 股 Rubin 链而言，应把美股波动与产业订单分开判断。估值可能随利率和风险偏好波动，但只要 Rubin 生产出货、机柜交付和客户数据中心建设继续推进，产业链收入确认的方向并未改变。当前更应跟踪 Rubin 收入占比、供应承诺、主要 ODM 出货、机柜良率以及一次侧基础设施交付，而非仅依据单日股价调整产业判断。

图表8：FY 2Q27 业绩会后，英伟达股价盘后多次上涨反弹，虽有宏观因素扰动，股价截至 9 月 4 日周五收盘仍有 9.9% 的累计涨幅



来源：Wind，国金证券研究所

二、机柜精密化：复杂度从零部件数量转向全系统协同，工业富联壁垒继续抬升

2.1 机柜不再是服务器容器，而是一台需要整体设计和验证的分布式计算机

机柜级架构把过去分散采购的计算、互联、电源和散热环节压缩进同一交付单元。GB300 NVL72 采用全液冷机柜级架构，集成 72 颗 Blackwell Ultra GPU 和 36 颗 Grace CPU；完整 DGX GB 机柜包含 18 个计算托盘、9 个 NVLink 交换托盘、2 台管理用 TOR 交换机，并集成无源铜缆背板、电源架、电力母排和液冷歧管。计算托盘内的 CPU 和 GPU 通过冷板液冷，机柜后部集中布置线缆管理系统、液冷歧管进出水口、线缆盒及电力母排。

精密化首先体现在多物理场约束同时收紧。高速信号要求缩短链路并控制损耗；百千瓦级功率要求更高电流密度与冗余供电；液冷要求冷板、管路、接头、流量和漏液监测共同可靠；单柜数十颗 GPU 又要求系统能够完成烧机、固件、网络与散热联调。任何局部误差都可能转化为整柜良率、交付周期或现场稳定性问题。因此，竞争能力不再只是钣金和装配效率，而是设计协同、工艺工程、供应链管理、自动化测试和全球服务的组合。



图表9：英伟达 Vera Rubin NVL72 机柜集成 72 颗 Blackwell Ultra GPU、36 颗 Grace CPU、18 个计算托盘和 9 个 NVLink 交换托盘

NVIDIA Vera Rubin NVL72

Building the Next Frontier of AI



NVIDIA Vera Rubin NVL72

Key Features

- > 36 NVIDIA Vera CPUs
- > 72 NVIDIA Rubin GPUs
- > 54 TB of LPDDR5X memory
- > 20.7 TB of HBM4
- > 75 TB of fast-access memory
- > NVLink domain: 260 Terabytes per second (TB/s) of low-latency GPU communication

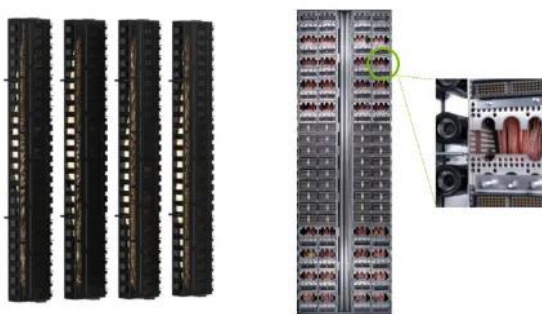
来源：NVIDIA 产品手册，国金证券研究所

2.2 Rubin 单柜约 130 万颗元件，结构更复杂但装配必须更简单

Vera Rubin NVL72 通过极致协同将机柜复杂度进一步推向系统工程。英伟达官方披露，单柜集成 72 颗 Rubin GPU 和 36 颗 Vera CPU，分布于 18 个计算托盘，并配套 9 个 NVLink 交换托盘；整柜包含约 130 万颗独立元件、近 1,300 颗芯片，重量约 4,000 磅。机柜背部 NVLink spine 集成 4 个模块化预装线缆盒，内部包含约 5,000 根铜缆，总长度超过 2 英里；第三代 MGX 机柜同时引入托盘内部歧管、UQD08 机柜歧管及最高支持约 5,000A 的液冷母排。

制造难度上升反而要求设计面向装配和维护进行重构。Rubin 计算托盘采用新的 PCB 中板，减少传统线缆和软管连接，英伟达称其可将计算托盘装配时间由接近两小时缩短至约五分钟。这个变化并不意味着制造变简单，而是复杂度被前移到联合设计、PCB、连接器、液冷接口、公差控制和预集成环节。只有参与早期设计、理解整柜热—电—信号协同，并具备高良率规模制造能力的厂商，才能把“更复杂的产品”转化为“更标准化的交付”。

图表10：NVIDIA MGX 机架主干可容纳数千根线缆，并可配置 NVLink（用于 MGX NVL 机架）、Spectrum-X 以太网或 Groq 3 LPU 芯片间直接链路（用于 MGX ETL 机架）。



来源：NVIDIA 官方技术博客，国金证券研究所

2.3 工业富联从制造承接者转向联合研发者，优势来自深度而非单一份额

工业富联半年报已经给出其参与深度的公司口径。公司称，与全球多家头部客户的战略协同持续，并与客户共同攻克下一代 AI 服务器及液冷技术；在 Vera Rubin 平台已实现前瞻卡位。公司当前能力覆盖整机柜设计、液冷散热、电源管理等关键环节，可提供一体化算力解决方案，同时持续增强液冷关键零组件的自主研发和垂直整合能力。

联合研发构成第一层壁垒。机柜产品需要在客户架构尚未完全定型时同步推进 DFM、散热、电源、互联和产线设计，制造商越早进入设计环节，越能积累规格理解、测试方法和问题闭环经验。工业富联披露，公司与核心客户的合作正从单一产品供应向全栈解决方案和联合研发升级；截至 2026 年 6 月底，公司拥有 37,693 名研发人员、全球专利 7,640 件，2026 年新增授



专利权中 92.7%集中于 AI 算力基础设施、工业大数据与 AI 融合及绿色精益制造。

垂直整合和规模交付构成第二层壁垒。2026 年上半年，工业富联云计算业务收入同比增长 75.7%，云服务商 AI 服务器收入同比增长 2.3 倍，GPU AI 机柜出货量同比增长 3.2 倍，ASIC AI 机柜出货量同比增长 3 倍。公司同期营业收入 5,578.61 亿元，同比增长 54.63%；归母净利润 237.40 亿元，同比增长 95.99%。上述数据说明，AI 机柜放量已经从产业趋势进入财务兑现。随着 Rubin 单柜组件密度、液冷和互联复杂度持续提升，能够同时管理关键零组件、产线、测试和全球供应链的龙头厂商有望获得更强客户粘性。

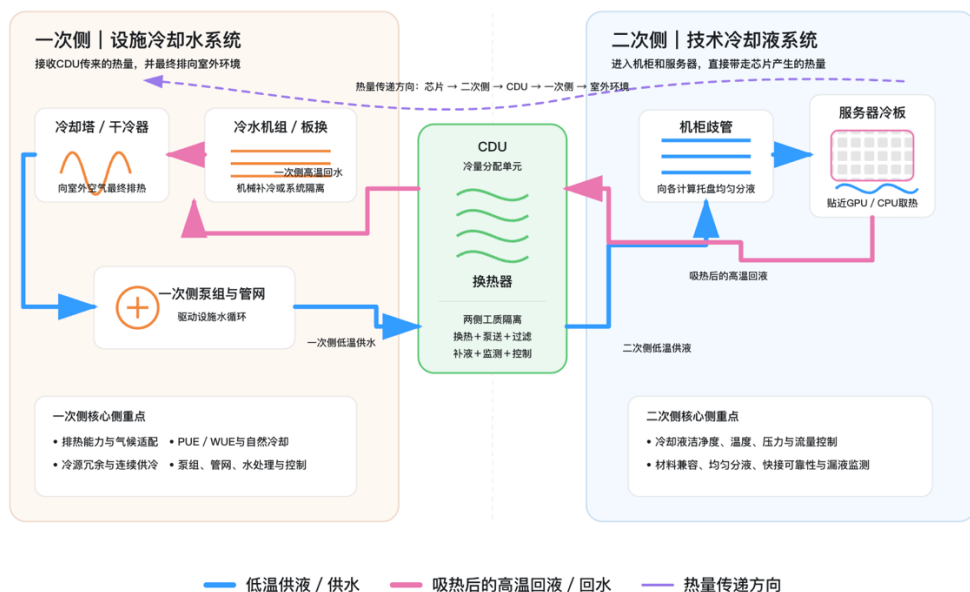
三、液冷一次侧价值被低估：从可选到必选，最终排热决定 AI 工厂能装多少算力

3.1 二次侧负责把热量带离芯片，一次侧负责把热量排出数据中心

液冷系统可以用 CDU 作为边界理解。二次侧又称技术冷却系统，冷却液从 CDU 流向机柜歧管和服务器冷板，直接带走 GPU、CPU 等器件热量，再返回 CDU；这一侧靠近 IT 设备，重点是洁净度、材料兼容性、漏液风险、温度、压力和流量控制。一次侧又称设施水系统，连接 CDU、冷水机组、冷却塔或干冷器、泵组、管网、水处理和控制系统，负责接收二次侧热量并最终排向室外。

一次侧不是二次侧的简单放大，而是数据中心基础设施工程。二次侧通常围绕机柜和机房部署，一次侧则需结合当地气温、湿度、水资源、电价、噪声、冗余等级和项目规模进行定制。CDU 通过液-液换热把两个回路隔离，可以保护服务器侧冷却液质量，也允许设施侧设备检修和扩容。随着 AI 集群从单柜走向数百 MW 乃至 GW 级园区，一次侧的水力平衡、排热能力、冗余和能效将直接限制可安装的算力规模。

图表11：液冷系统以 CDU 为界，二次侧贴近芯片取热，一次侧向室外拍热



注：一次侧具体可采用冷水机组、开式或闭式冷却塔、干冷器及其组合；不同厂商对设备归属的命名可能略有差异，本图以CDU换热器为分界。

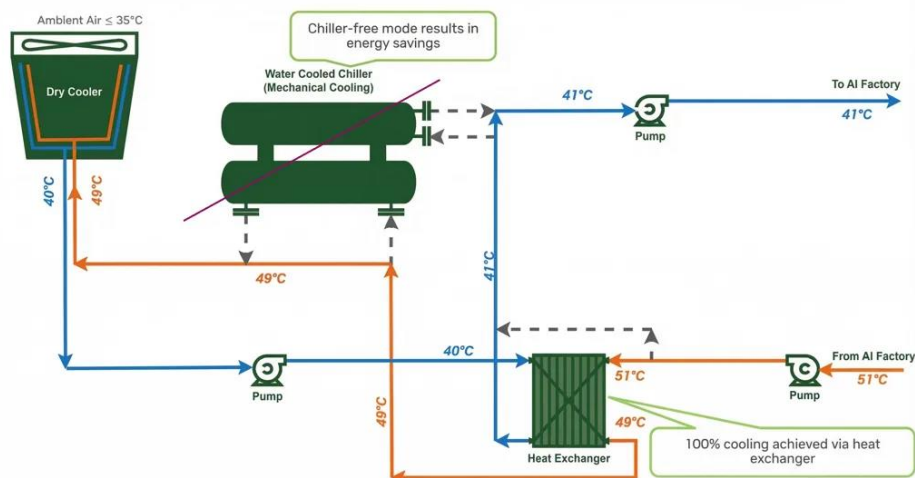
来源：研讯社，国金证券研究所

3.2 高温供水扩大自然冷却窗口，冷却塔&室外换热等一次侧排热价值不降反升

Rubin 提高冷却水温度，改变的是一次侧设备组合与运行方式，而非取消一次侧。英伟达 Rubin 参考架构最高进水温度可达 45℃，在适宜气候条件下可更多利用室外空气和闭式干冷器进行自然冷却，减少冷水机组压缩机运行。英伟达测算，由此带来的设施节电可在相同电力预算下支持额外部署最多约 10%的 Rubin NVL72 机柜。



图表12: 英伟达使用 100%液冷的 NVIDIA MGX 的基础设施布局, 该自然冷却方案可在 45° C (113° F) 的温水进水温度下运行



来源: NVIDIA 官方技术博客, 国金证券研究所

一次侧竞争将由单一设备供给升级为“排热能力、节能、节水与控制”的系统竞争。不同地区需要根据气候和水资源条件,在冷水机组、冷却塔、干冷器及混合方案之间进行组合:高温湿热地区仍需要较强的蒸发冷却或机械制冷能力,缺水地区则更重视闭式循环、干湿联合和低 WUE 方案。随着机柜功率密度持续提升,大型园区还需兼顾 N+1 冗余、分期扩容和智能控制,室外排热系统的可靠性与全生命周期能效正在成为 AI 工厂可用算力的基础条件。

海鸥股份卡位一次侧末端排热环节,数据中心订单已进入放量早期。公司产品覆盖冷却塔、蒸发式液体冷却器和空气冷却式换热器,并将冷却塔定位为影响数据中心 PUE 和 WUE 的一次侧核心设备, FH-S、FX-S 系列已取得 CTI、FM 认证;公司已参与马来西亚柔佛州数据中心园区、泰国 True IDC 等项目。截至 2026 年 6 月底,公司数据中心类在手订单 4.57 亿元,较 2025 年末增长 461.38%,约占全部在手订单的 12.6%;但 2026 年上半年数据中心业务收入占比仍不足 1%。订单结构迁移与收入低基数并存,意味着公司仍处于项目获取向收入确认过渡的早期阶段,后续重点关注项目交付验收、订单持续性及其一次侧产品利润率兑现。

四、相关标的

- 1) 机柜化: 工业富联。
- 2) PCB: 胜宏科技、生益科技、联瑞新材、德福科技、南亚新材、鹏鼎控股、景旺电子、生益电子、深南电路、沪电股份、奥士康、中钨高新、海亮股份、鼎泰高科、欧科亿、新锐股份、杰美特等。
- 3) 光互联: 中际旭创、东山精密、新易盛、光智科技、天孚通信、光迅科技、源杰科技、联讯仪器、华盛昌、云南锗业、先导基电、唯科科技等。
- 4) 液冷: 英维克、海鸥股份、东阳光、飞龙股份、大元泵业、领益智造(立敏达)、冰轮环境、蓝思科技(元拾科技)等。
- 5) 电源电容: 东阳光、江海股份、麦格米特、欧陆通、火炬电子、海星股份、三环集团、四方股份、阳光电源、天岳先进等。

五、风险提示

■ AI 资本开支及英伟达增长展望不及预期的风险

本轮 Rubin 产业链景气的核心驱动力来自海外云厂商、AI 实验室及新云厂商持续扩大算力基础设施投入。若模型商业化回报、融资环境或宏观需求发生变化,下游客户可能放缓资本开支;英伟达 FY2028 约 70%的初步收入增长展望亦可能随需求和供给变化调整,进而影响服务器及配套基础设施的订单兑现。

■ Rubin 量产与供应链扩产不及预期的风险

Rubin 机柜包含 GPU、CPU、网络、存储、供电和液冷等多类组件,整柜交付依赖晶圆、先进封装、DRAM、高速互联及数据中心电力和机房壳体等环节协同。若关键零部件供给、



系统验证、良率爬坡或客户部署进度低于预期，Rubin 收入确认及产业链拉货节奏可能后移。

■ 机柜精密化带来的制造与交付风险

机柜级系统复杂度提升，对联合设计、公差控制、液冷密封、电源管理、整柜测试和全球交付提出更高要求。若整机柜厂商在产品切换、自动化产线、良率或海外产能爬坡过程中出现瓶颈，可能影响订单交付，并导致新增价值量向其他供应商或替代方案转移。

■ 液冷一次侧技术路线及订单兑现不及预期的风险

一次侧排热方案需结合气候、水资源、能效目标和项目规模，在冷水机组、冷却塔、干冷器及混合冷却之间进行选择，具体设备价值量存在项目差异。海鸥股份数据中心业务当前仍处订单向收入转换的早期阶段，若项目建设、交付验收、收入确认或利润率不及预期，相关业绩弹性可能低于预期。

■ 海外客户认证、贸易摩擦及出口管制的风险

海外头部客户对供应商的产品可靠性、长期一致性、质量体系和全球服务能力要求较高，认证与导入周期存在不确定性。同时，贸易政策和出口管制变化可能影响相关公司的客户获取、原材料采购、产能布局及产品交付。



行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
增持: 预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%;
中性: 预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%;
减持: 预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



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。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究