国金证券 SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

前瞻财务指标亮眼，Q4有望成为板块业绩释放的重要验证窗口

——AIDC电源&液冷板块2026三季报业绩总结

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

2026/10/31

核心结论：Q4有望成为AIDC电源&液冷板块业绩释放的重要验证窗口

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **AIDC液冷：头部企业已进入交付验证期，Q4业绩拐点可期。**2026Q3，液冷行业整体存货、合同负债和应收账款环比延续上行，重点公司合同负债合计约92.6亿元，环比+24%、同比+40%，经营性现金流转正，反映海外供应链备货启动、国内项目进入稳定交付。柜内部件将率先受益于新一代算力芯片拉货；CDU、冷水机组进入发货、安装调试和验收密集期，收入与现金流弹性取决于履约效率。

- **AIDC电源：收入增长趋势明确，但利润释放仍有分化。**2026年前三季度，72家样本公司中68家收入同比增长，Q3收入同比增速中位数升至+36.9%。PCB及覆铜板等环节已率先体现收入与利润共振；部分电源整机及磁性元件企业仍受产品结构、费用投入和放量节奏影响，收入增长尚未充分转化为盈利改善，需持续观察毛利率、扣非利润和经营现金流。

- **结论：把握Q4订单兑现，2027年转向份额与盈利能力分化。**Q4将是批量交付、高附加值产品占比提升和产能利用率改善能否向利润表传导的关键验证期；2027年，液冷与高压供电产业链竞争将从进入供应链转向稳定交付、产品结构和客户份额。重点关注收入增长能否同步带动毛利率、扣非利润及经营现金流改善，Q4有望成为验证板块业绩兑现的重要窗口。

三季报观察框架：业绩兑现尚未集中到来，重视领先指标

国金证券 SINOLINK SECURITIES

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

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：少部分公司已出现利润端的积极信号，但多数标的仍处①—④；⑤尚未集中到来，关注领先指标的积极变化

阅读三季报的四个关键问题

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；存货单项上升不等同于订单增长

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

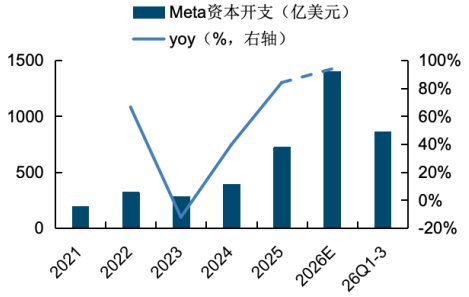
国金证券
SINOLINK SECURITIES

01 海外CSP资本开支：2027年预计维持增长态势

Capex增长态势不改，高功率AI芯片逐步放量

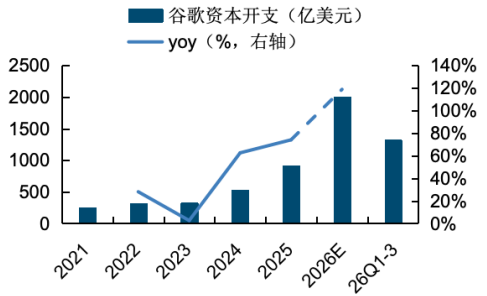
- 谷歌/亚马逊/Meta/微软26年第三季度报告中调整26年资本开支预期，预计26年资本开支分别为2000/2200/1400/1700亿美元，同比增速分别为119%/71%/94%/46%。26年前三季度，谷歌/亚马逊/Meta/微软资本开支分别已达1320/1733/858/1138亿美元，头部CSP大厂资本开支的增长为AI基础设施扩张提供中长期需求支撑。
- 针对2027年资本开支，四大CSP厂商均给出了继续增长的预期。谷歌表示"期待显著增加"；亚马逊预计"进一步增加"；微软预计"下半个财年的资本支出将加速增长，主要来自于CPU和GPU，以及转移到下半年的第三方产能交付"；Meta也表示"将持续加大投入，同时支撑核心业务以及新兴 AI 相关项目。"

图表：Meta预计2026年资本开支1400亿美元，同比+94%



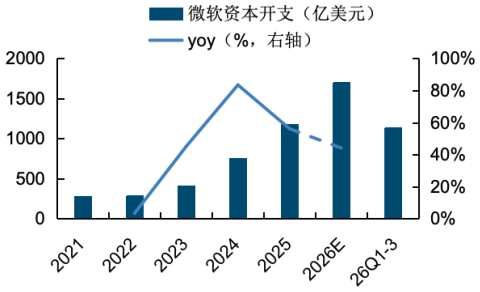
资料来源：meta，国金证券研究所

图表：谷歌预计2026年资本开支2000亿美元，同比+119%



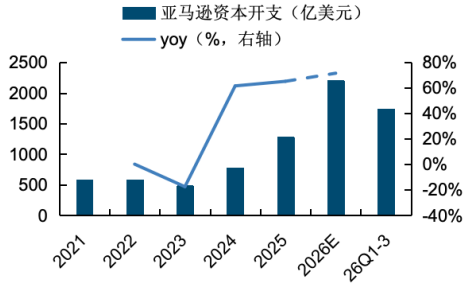
资料来源：谷歌，国金证券研究所

图表：微软预计2026年资本开支1700亿美元，同比+44%



资料来源：微软，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

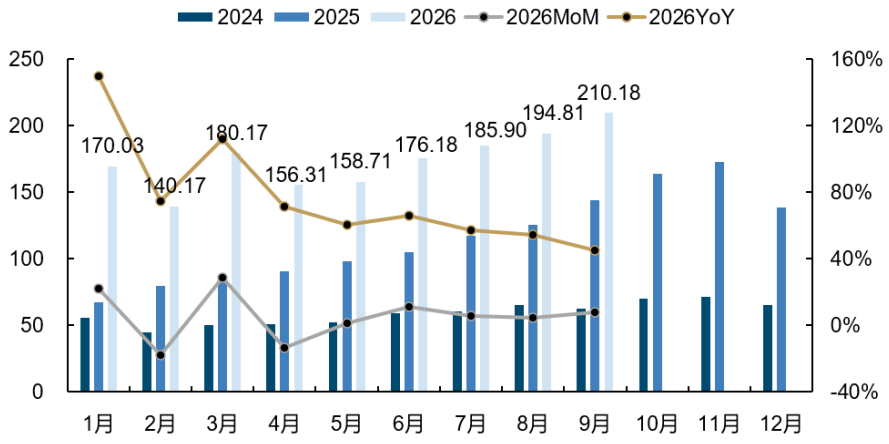
国金证券
SINOLINK SECURITIES

02 液冷：海外头部业绩超预期，国内厂商陆续进入交付周期

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

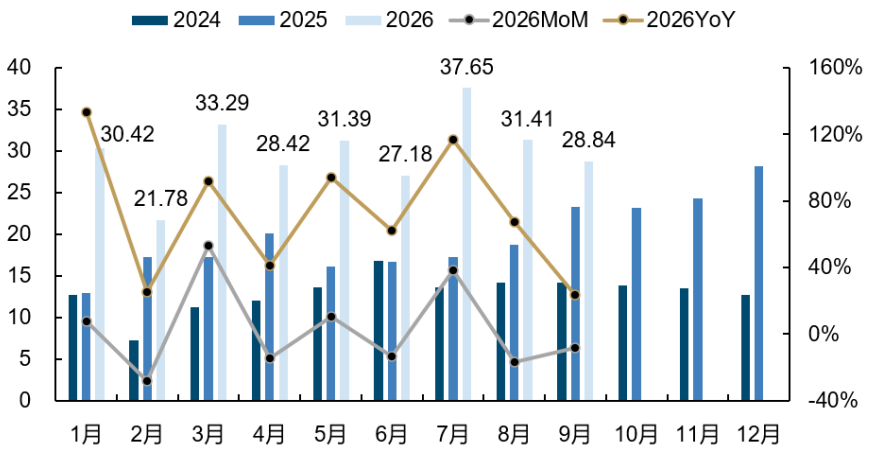
- 从台企散热厂家的财务表现来看，液冷赛道正处于极高变现弹性与超高景气度的黄金上升期。2026年9月，AVC、双鸿单月营收分别达210.18亿、28.84亿新台币，其中AVC创历史新高。液冷业务占比提升，推动台系散热龙头收入规模与盈利能力同步提升。

图表：2026年9月，AVC月度营收210.18亿新台币



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：2026年9月，双鸿月度营收28.84亿新台币

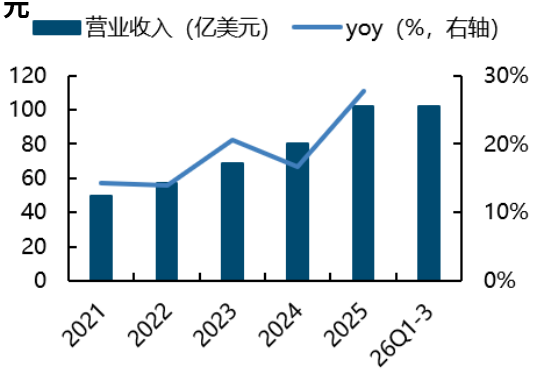


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.1维谛：收入指引上修，盈利能力持续改善

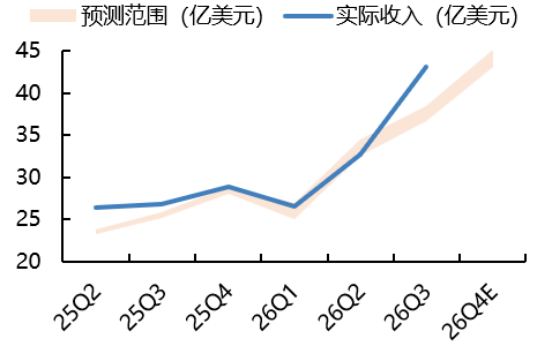
- 2026年前三季度，维谛实现营业收入102.37亿美元，其中26Q3收入达到43.13亿美元、环比+31.7%，高于此前指引上限；26Q4收入预计为43.13-45.13亿美元，全年收入预计为144.50-148.50亿美元。
- 2026年前三季度，维谛实现净利润16.52亿美元；前三季度毛利率、净利率分别为37.88% 、 16.14%，较2025年增长1.56、3.11PCT，主要受益于收入高速增长带来的经营杠杆释放、大型项目执行及产能利用率改善，以及持续的生产率和成本优化。

图表： 26Q1-3，维谛营业收入达102.37亿美元



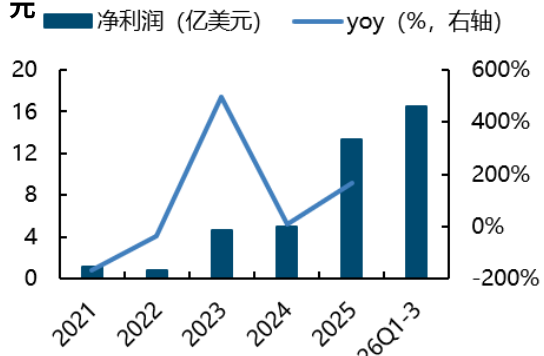
资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表： 26Q1-3，维谛营业收入达43.13亿美元



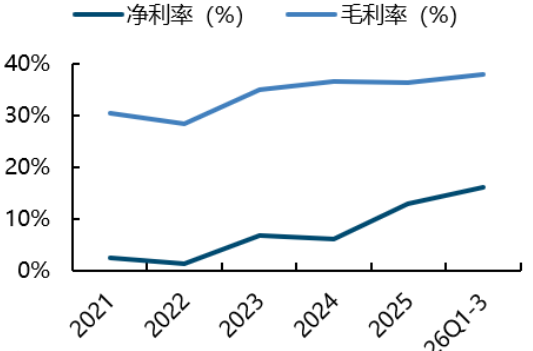
资料来源： iFinD，国金证券研究所

图表：26Q1-3，维谛净利润达16.52亿美元



资料来源： iFinD，国金证券研究所

图表：26Q1-3维谛毛利率/净利率37.88%/16.14%

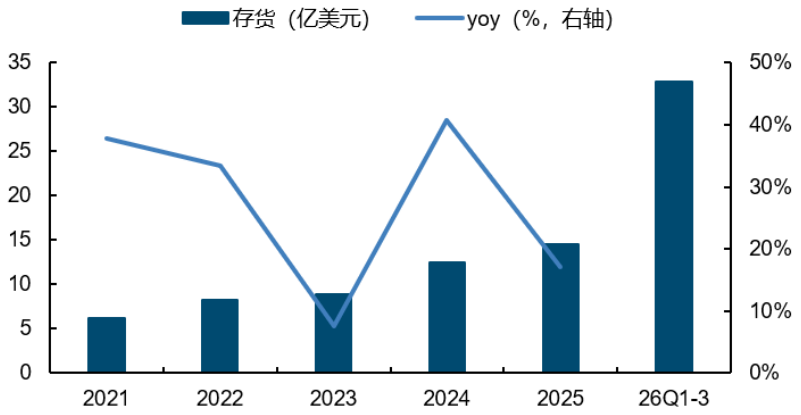


资料来源： iFinD，国金证券研究所

2.1维谛：收入指引上修，盈利能力持续改善

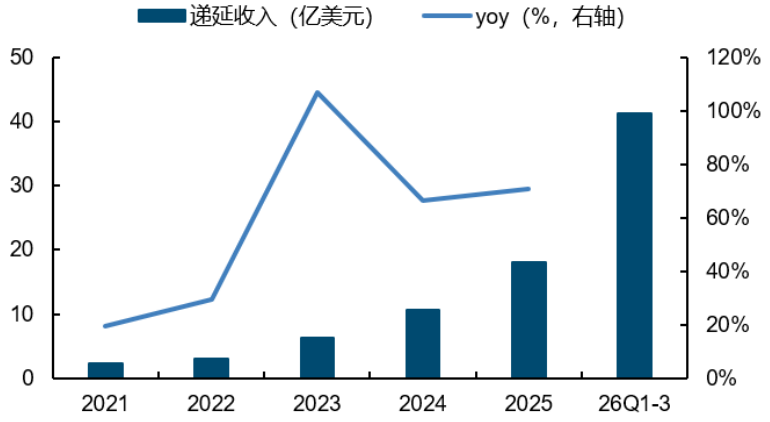
- 截至2026年三季度，维谛存货规模达32.88亿美元，较2025年底增长125.77%；递延收入达41.21亿美元，较2025年底增长127.06%。考虑到维谛作为热管理系统设计及总包集成商，订单交付和收入确认存在一定周期，存货及递延收入大幅增长反映公司积极备货扩产、在手订单充足，有望为后续业绩增长提供较强支撑。

图表：截至26Q3，维谛存货规模达32.88亿美元



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：截至26Q3，维谛递延收入达41.21亿美元



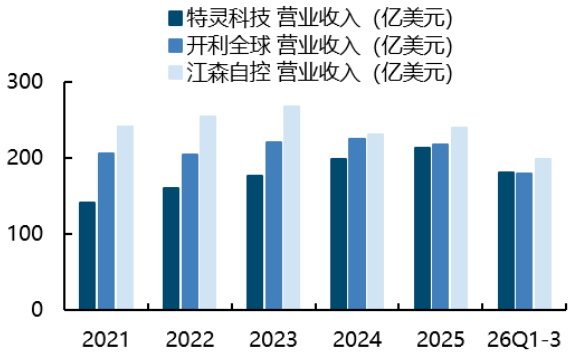
资料来源：ifind，国金证券研究所

2.1一次侧龙头：盈利趋势向好，合同负债、存货持续增长

国金证券 SINOLINK SECURITIES

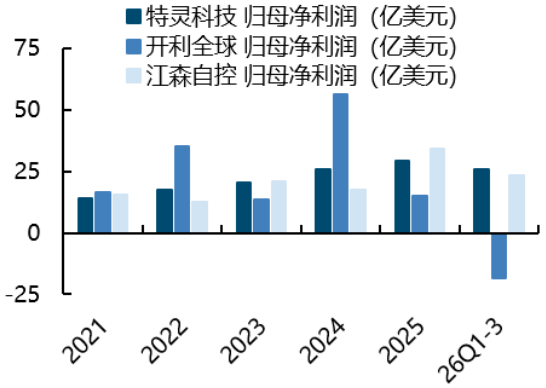
- 26Q1-3，特灵科技/开利全球/江森自控分别实现营业收入180.83/179.55/198.69亿美元；归母净利润25.59/-18.54/23.29亿美元，开利净利润转负主要系欧洲热泵业务预期下调引发31亿美元商誉减值；从盈利能力来看，三家公司净利率分别为14.2%/-10.3%/11.7%，其中开利净利率受减值影响承压，特灵与江森盈利水平保持较高水平。
- 三季度，数据中心需求继续推动全球暖通龙头订单高增长。特灵科技有机订单同比增长20%，期末积压订单达到125亿美元；开利全球订单同比增长约35%，其中商业暖通订单增长约60%、数据中心订单增长约300%，积压订单超过85亿美元；江森自控订单同比增长44%，其中美洲订单增长58%，美洲积压订单同比增长54%至178亿美元，主要受数据中心需求及差异化技术能力推动。

图表： 截至26Q3，特灵/开利/江森营业收入分别达181/180/199亿美元



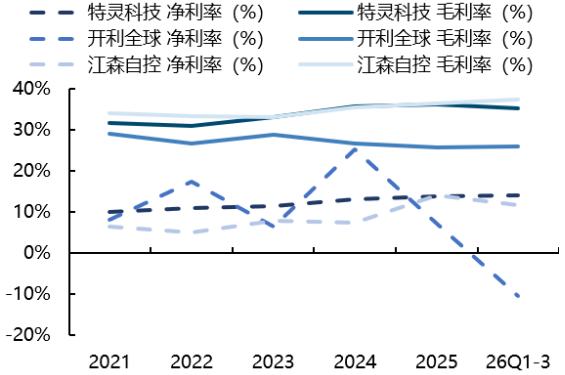
资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：截至26Q3，特灵/开利/江森归母净利润分别达25.59/-18.54/23.29亿美元



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：截至26Q3，特灵科技、江森自控盈利水平保持较高水平

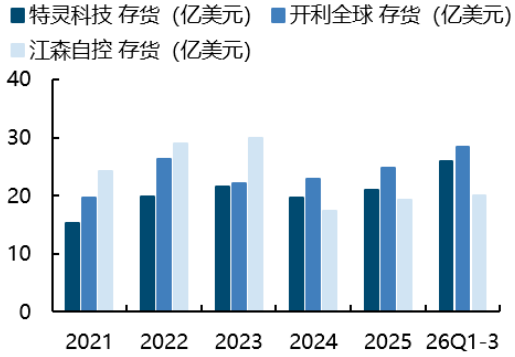


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.1一次侧龙头：盈利趋势向好，合同负债、存货持续增长

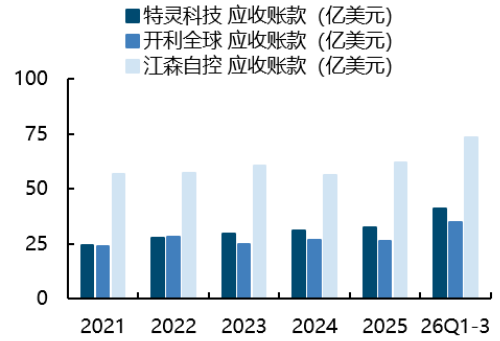
- 截至26Q3，特灵科技/开利全球/江森自控存货分别达到26.03/28.42/19.99亿美元，较2025年末增长24%/14%/3%；合同负债分别达到25.60/11.18/33.70亿美元，较2025年末增长48%/25%/11%；合同负债及存货持续上升，表明行业需求旺盛，订单景气度持续。
- 26Q1-3，特灵科技/开利全球/江森自控资本开支分别为2.64/3.50/3.85亿美元，维持年均稳定投入规模，侧面反映国内可比公司在市场需求旺盛下有望获得充分的外溢需求，从而进一步提升全球市场份额。

图表：截至26Q3，特灵/开利/江森存货分别为26.03/28.42/19.99亿美元



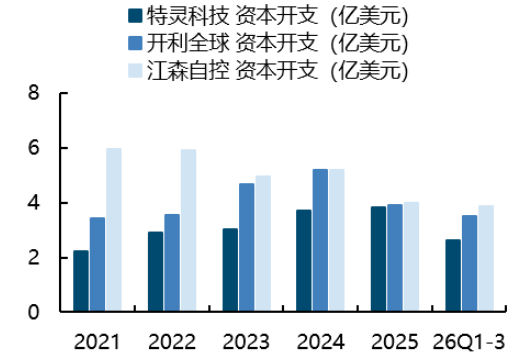
资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：截至26Q3，特灵/开利/江森应收账款分别为40.90/34.99/73.16亿美元



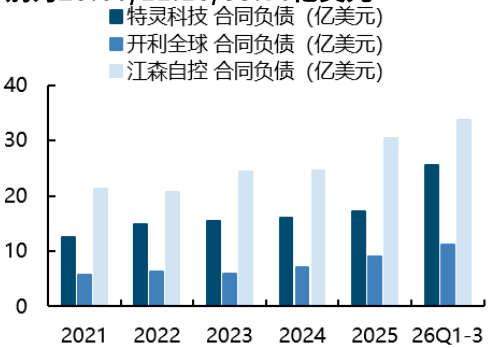
资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：截至26Q3，特灵/开利/江森资本开支分别为2.64/3.50/3.85亿美元



资料来源：Wind，国金证券研究所

图表：截至26Q3，特灵/开利/江森合同负债分别为25.60/11.18/33.70亿美元

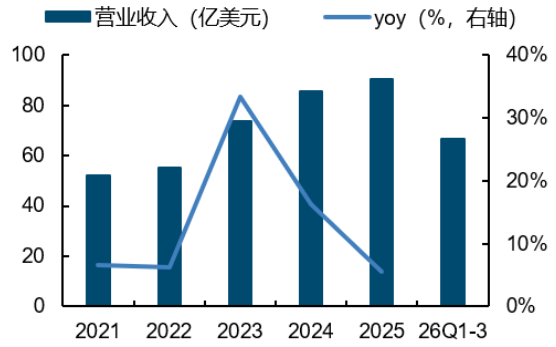


资料来源：iFinD，国金证券研究所
注：江森自控26Q3合同负债仅为流动部分

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

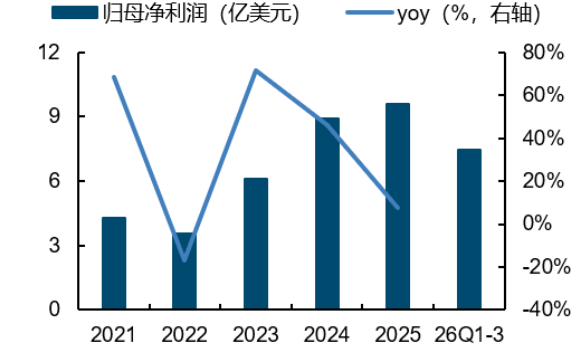
- 全球头部水泵厂商之一赛莱默，以水输配、换热及水质管理为核心，主要覆盖一次侧冷却水循环，并通过小型循环泵向芯片侧二次回路延伸。2026年前三季度，公司实现营业收入66.62亿美元；归母净利润7.47亿美元；26Q3毛利率、净利率分别为40.21%、11.08%，主要受益于生产效率改善及价格提升。26Q3单季度数据中心订单同比增长超过200%，推动应用水系统订单有机增长15%，继续成为该业务的重要增长动能。

图表：26Q1-3，赛莱默实现营业收入66.62亿美元



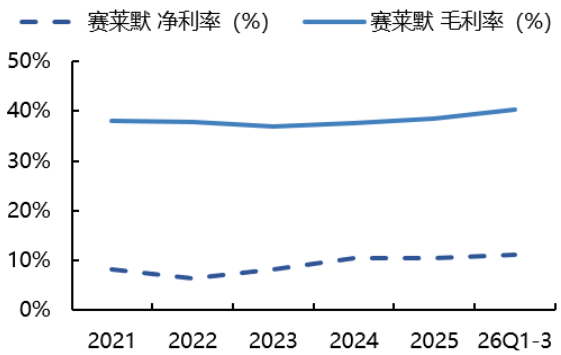
资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：26Q1-3，赛莱默实现归母净利润7.47亿美元



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：26Q3，赛莱默毛利率/净利率分别为40.21%/11.08%



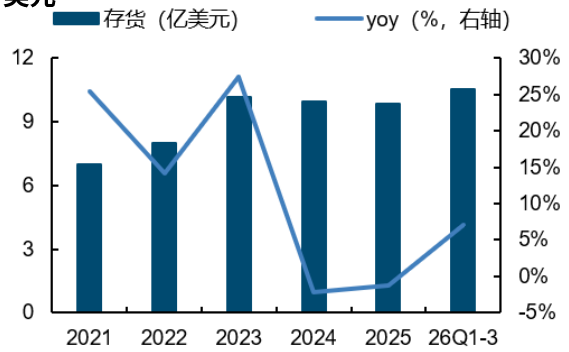
资料来源：ifind，国金证券研究所

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

国金证券 SINOLINK SECURITIES

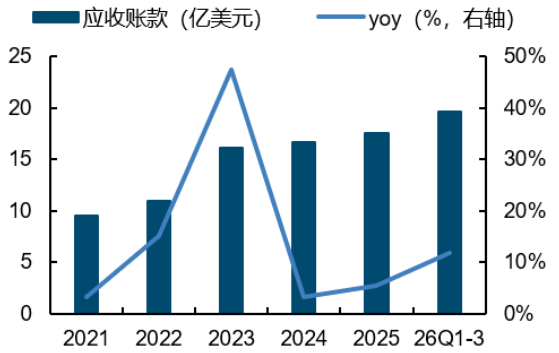
- 截至26Q3，赛莱默存货达到10.52亿美元，较2025年末增长7.0%；应收账款达到19.65亿美元，较2025年末增长11.7%；原材料备货及应收账款的增长反映业务规模扩大及项目交付提速。
- 26Q1-3，资本开支达到2.68亿美元，同比增长8.1%，产能建设稳步推进。

图表：截至26Q3，赛莱默存货达10.52亿美元



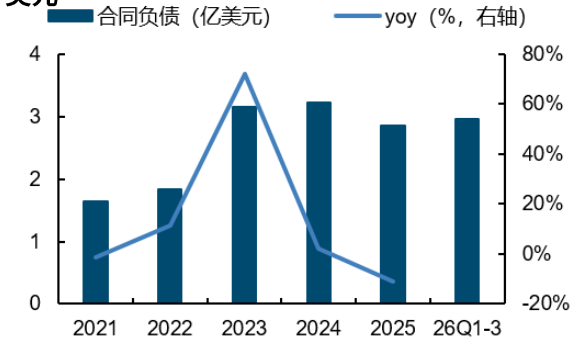
资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26Q3赛莱默应收账款19.65亿美元



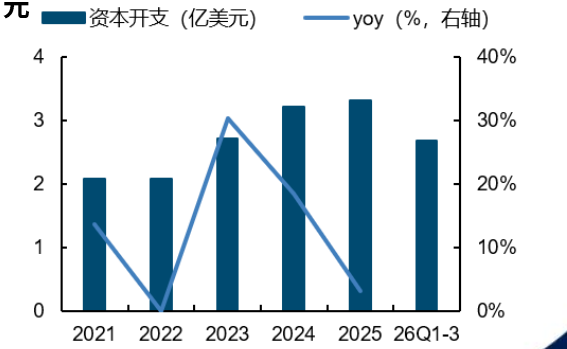
资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：截至26Q3，赛莱默合同负债为2.97亿美元



资料来源：iFinD，国金证券研究所

图表：26Q1-3，赛莱默资本开支达到2.68亿美元



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）

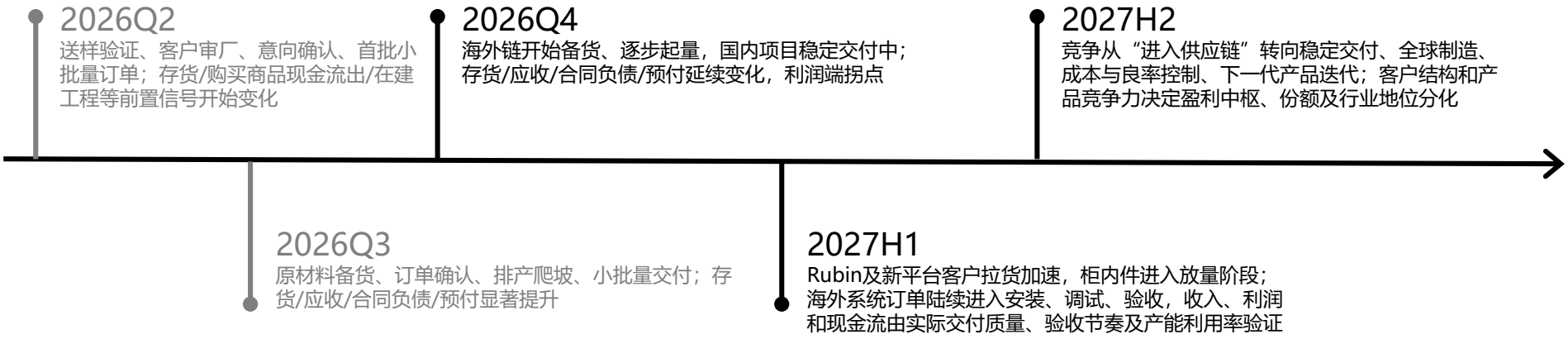
一次侧	冷水机组	000811.SZ	冰轮环境	CDU及零部件	CDU	002837.SZ	英维克
	压缩机	688448.SH	磁谷科技		CDU	301018.SZ	申菱环境
	压缩机	002158.SZ	汉钟精机		CDU	300990.SZ	同飞股份
	压缩机	301317.SZ	鑫磊股份		CDU	002272.SZ	川润股份
散热模组（柜内零部件）	散热模组	002837.SZ	英维克		CDU管路	300499.SZ	高澜股份
	散热模组	301086.SZ	鸿富瀚		流量计	300259.SZ	新天科技
	散热模组	301489.SZ	思泉新材		板换	603090.SH	宏盛股份
	冷板、TIM	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		TIM	301716.SZ	鸿富诚
	inner manifold	301128.SZ	强瑞技术		TIM	300602.SZ	飞荣达
	管路	300547.SZ	川环科技		TIM	300731.SZ	科创新源
	不锈钢波纹管	003018.SZ	金富科技		设备	301603.SZ	乔锋智能
	不锈钢波纹管	300420.SZ	五洋自控		设备	300083.SZ	创世纪
					设备	300553.SZ	集智股份
					设备	603088.SH	宁波精达
					铜材	601137.SH	博威合金
					铜材	601609.SH	金田股份
					铜材	603124.SH	江南新材
					铜材	002203.SZ	海亮股份

资料来源：国金证券研究所整理

2.2液冷产业步入交付期，静待业绩释放

- 国内液冷产业正逐步进入海外链备货起量、国内项目稳定交付的阶段。柜内零部件厂商重点观察月度出货、良率和交期，系统厂商重点观察发货、安装调试进度与验收周期，存货、应收、合同负债及在建工程转固等财务指标将继续提供前瞻线索。
- 展望2027H1，Rubin及新平台客户拉货有望加速，柜内件放量和系统项目验收将共同驱动收入、利润及现金流兑现；2027H2，行业竞争将转向稳定交付、全球制造、成本良率控制与下一代产品迭代，客户结构和产品竞争力将决定盈利中枢及份额分化

图表：液冷板块国内企业节奏预测

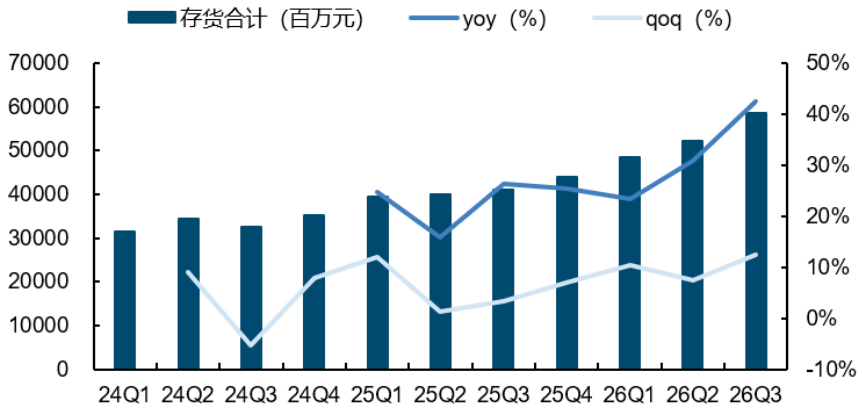


资料来源：国金证券研究所绘制

2.2存货：加速上行，机房侧环节进入交付准备期

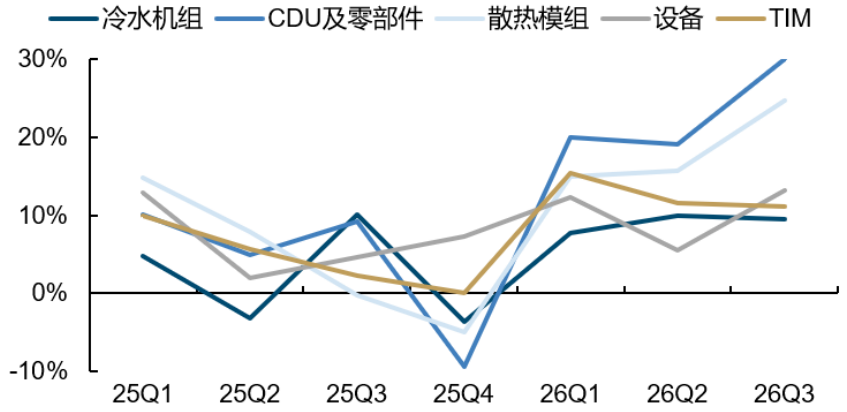
- 26Q3重点液冷公司存货延续上行，CDU、散热模组环节环比增长分别约30%、25%，增速领先。
- 系统厂商中，英维克（环比+62%）、申菱环境（环比+42%）存货增长较快，CDU系统的验收链条较长，存货上升体现核心部件采购、在制品生产以及已发货待验收项目同步增加；零部件厂商的存货增长则主要表现为原材料、在制品和成品备货，对26Q4-27H1的出货节奏具备一定前瞻性，其中三季度五洋自控增速表现突出（环比+46%），主要来自柯斯宇并表。

图表：重点液冷企业存货变动情况（百万元）



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：26Q3液冷各环节平均存货环比变动情况

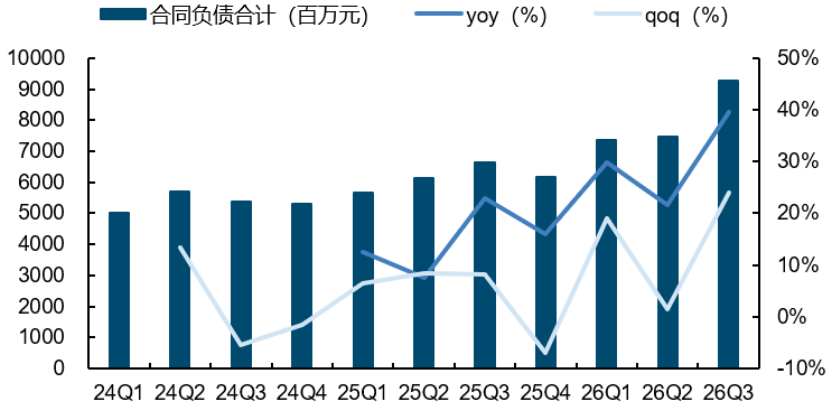


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.2合同负债：加速抬升，订单储备与项目交付排期同步加强

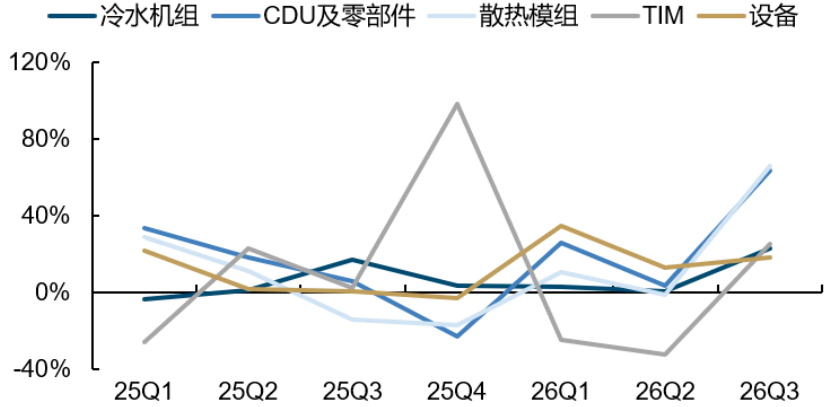
- 26Q3重点液冷公司合同负债合计约92.6亿元，环比+24%、同比+40%，在26Q2短暂平稳后重新加速。
- Q3各环节合同负债环比均有提升，其中散热模组、CDU系统增速最为突出。个体表现来看，截至Q3末英维克合同负债达6.7亿元，环比+136%，同期存货环比+62%，反映海外及国内项目订单、生产备货和发货安排同步加强；申菱环境合同负债达9.0亿元，环比+104%，同期存货环比+42%，体现大型温控系统项目进入更密集的交付准备期。
- 后续行业分化将体现在合同负债向收入和现金流的转化效率上，能够持续获得客户预付款、维持库存与排产节奏，并在交付、安装和验收环节实现高效履约的企业，将率先形成收入增长、产能利用率提升与利润释放的正循环。

图表：重点液冷企业合同负债变动情况（百万元）



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：26Q3液冷各环节合同负债均值环比变动情况



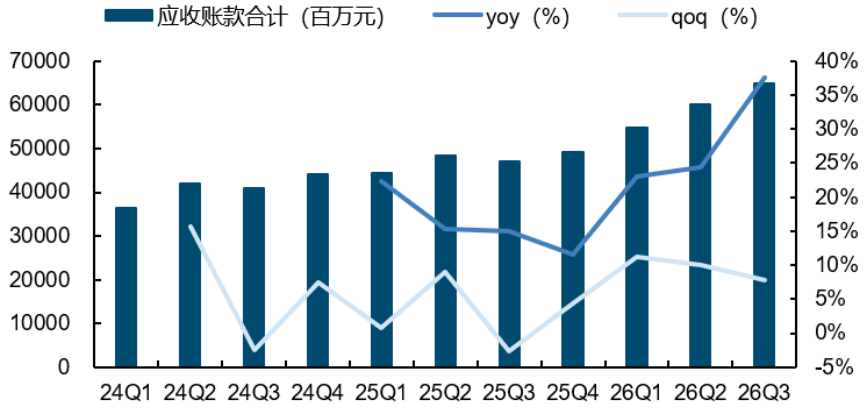
资料来源：ifind，国金证券研究所

2.2应收账款：逐季扩大，支撑行业后续收入释放

- 26Q3重点液冷公司应收账款合计约650亿元，环比+8%、同比+38%，延续26Q1以来的上行趋势。三季度合同负债、存货和应收账款同步改善，已形成"订单储备—排产备货—发货确收"的完整财务传导链条，26Q4至27H1将进入收入、利润与现金流的持续验证期。

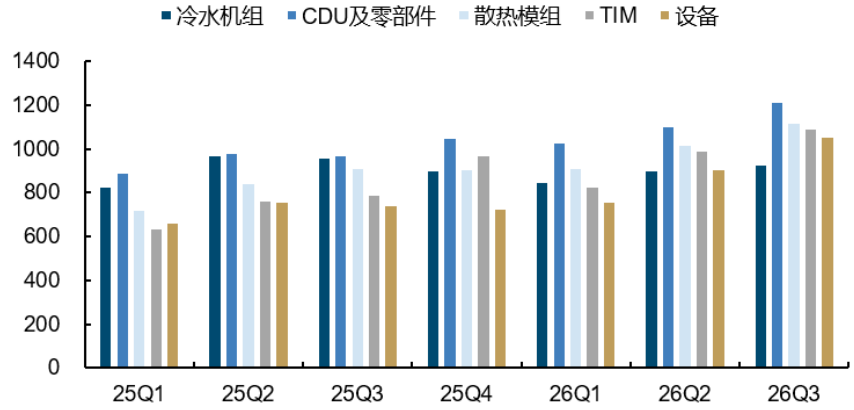
- 分环节看，设备企业应收均值环比增速领先，考虑到年初起全行业进入扩产周期，设备订单经过三个季度确认收入后，应收指标显著提升。机房侧产品供应商中，申菱环境（环比+27%）、英维克（环比+5%）应收账款与合同负债、存货同步上升，体现系统订单已进入生产、发货、安装验收依次推进的阶段；思泉新材、奕东电子、金富科技环比增长约为25%-30%，反映冷板模组等产品的客户交付和结算规模扩大；五洋自控应收环比+42%，与柯斯宇并表后的业务规模扩张相匹配。

图表：重点液冷企业应收账款变动情况（百万元）



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：26Q3液冷各环节应收账款变动情况（百万元）

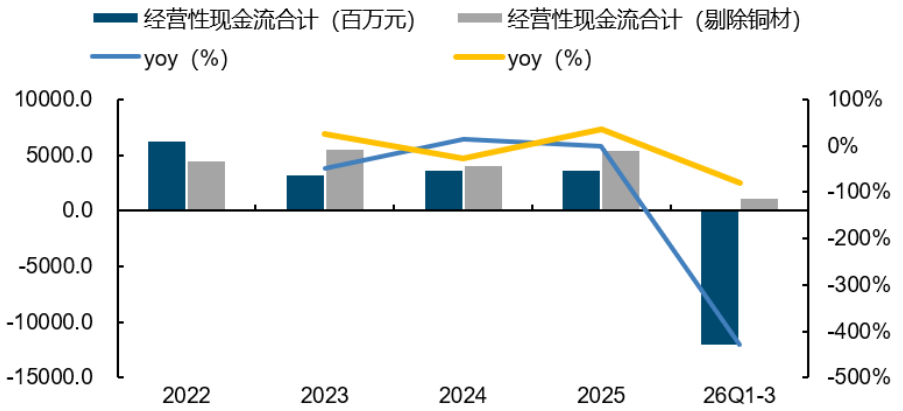


资料来源：ifind，国金证券研究所

2.2经营性现金流：Q3转正，前期备货投入有望流向销售回款

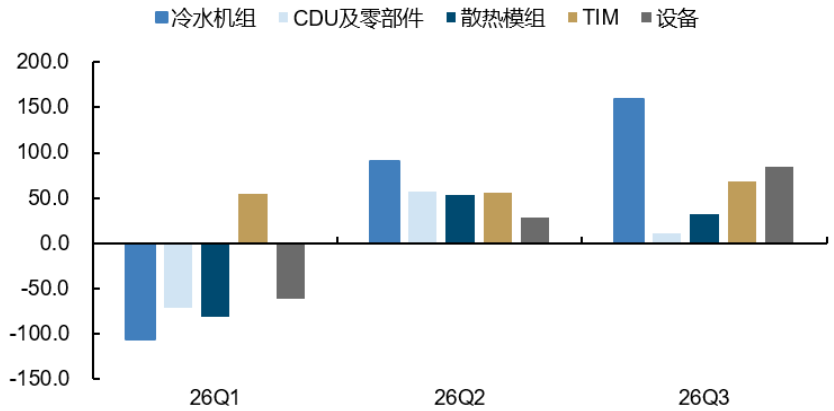
- 2026年前三季度重点液冷公司经营性现金流合计为-121.2亿元，其中Q1/Q2/Q3分别为-102.8/-32.1/13.7亿元，现金流逐季改善。
- Q3为温控企业传统的交付旺季，原材料采购高峰基本过去，产品交付和客户结算开始贡献现金回收，前两季度经营性现金流表现为净流出，主要由于铜材企业在一季度集中采购所形成的大额原材料付款；冷水机组、设备环节实际回款改善趋势明显。

图表：重点液冷企业经营性现金流变动情况（百万元）



资料来源：ifind，国金证券研究所

图表：26Q3液冷各环节经营性现金流变动情况（百万元）



资料来源：ifind，国金证券研究所

2.2在建工程&固定资产：结构件与TIM厂商密集扩产

- 一类企业呈现典型的"在建工程转固"特征。英维克在建工程较2025年末下降50%、固定资产增长36%；强瑞技术在建工程下降95%，固定资产增长62%；大元泵业、飞龙股份在建工程分别下降55%、71%，固定资产仍保持增长，体现电子泵产线扩建已逐步完成并进入产能释放阶段。
- 另一类公司则处于更积极的扩产建设期。申菱环境在建工程较2025年末增长256%、固定资产几乎持平，其温控系统产能仍在建设和导入阶段，后续转固将对应更大规模的项目交付能力；鸿富瀚、思泉新材、奕东电子、金富科技等在建工程增长表现出散热模组、结构件等环节加快新增产能建设。

图表：26Q1-3，液冷厂商在建工程&固定资产变化情况

	在建工程			固定资产		
	2025	26Q1-3	较25年末变化	2025	26Q1-3	较25年末变化
冰轮环境	63.6	48.4	-24%	1279.8	1299.4	2%
磁谷科技	11.5	9.2	-20%	349.1	346.9	-1%
汉钟精机	66.4	99.3	50%	1028.7	1003.1	-2%
鑫磊股份	79.8	75.6	-5%	861.3	856.5	-1%
英维克	268.1	135.1	-50%	792.2	1076.9	36%
鸿富瀚	314.1	987.7	214%	1021.5	1050.4	3%
25.2	58.8		1034%	566.1	580.7	3%
飞荣达	574.2	600.9	5%	2224.8	2313.4	4%
捷邦科技	136.1	168.9	24%	493.1	516.4	5%
科创新源	12.3	10.0	-19%	164.3	185.6	13%
奕东电子	26.4	92.3	250%	1408.6	1465.7	4%
硕贝德	44.6	88.5	98%	651.5	638.4	-2%
兴瑞科技	77.2	105.1	36%	842.6	843.8	0%
强瑞技术	1.4	0.1	-95%	227.1	368.4	62%
川环科技	6.9	15.3	124%	338.4	324.8	-4%
金富科技	15.9	40.9	157%	1053.5	1033.8	-2%
五洋自控	0.8	0.8	6%	289.9	332.9	15%
申菱环境	34.2	121.7	256%	1729.4	1742.0	1%
同飞股份	7.1	13.4	88%	604.7	597.3	-1%
川润股份	35.0	29.9	-15%	606.7	641.5	6%
高澜股份	1.3	4.3	237%	197.3	192.4	-3%
新天科技	5.1	3.5	-31%	713.0	696.2	-2%
宏盛股份	11.3	12.8	13%	150.2	199.3	33%
方盛股份	14.5	0.5	-96%	153.6	163.8	7%
大元泵业	96.8	43.9	-55%	888.8	941.5	6%
飞龙股份	158.5	46.2	-71%	2100.4	2142.3	2%
中石科技	3.6	103.2	2788%	603.9	597.2	-1%
德邦科技	131.7	186.7	42%	920.7	871.0	-5%
鸿富诚	3.9	8.2	111%	50.4	63.8	27%
乔锋智能	13.9	18.8	35%	574.4	590.8	3%
创世纪	159.2	219.0	38%	1106.1	1249.9	13%
集智股份	9.7	20.9	117%	513.1	501.9	-2%
宁波精达	4.1	19.6	374%	326.5	307.2	-6%
博威合金	1549.1	1911.1	23%	4729.9	4087.4	-14%
金田股份	870.4	742.4	-15%	5679.2	5690.8	0%
江南新材	59.5	150.6	153%	215.5	309.4	44%
海亮股份	1599.4	1934.1	21%	9568.9	9187.7	-4%

资料来源：ifind，国金证券研究所

2.2营收&归母净利：营收普遍改善，盈利规模未正式放量

- 26Q3液冷产业链营收环比改善的覆盖面明显扩大，CDU环节，申菱环境、同飞股份营收分别环比+47%、22%；散热模组环节，鸿富瀚环比+68%，思泉新材、捷邦科技、奕东电子、金富科技增速在25%-30%，五洋自控受柯斯宇并表带动增长131%。
- 利润端，头部系统及零部件企业开始体现规模效应，申菱环境归母净利润环比+242%，鸿富瀚+189%，思泉新材+502%，但绝对值来看利润规模并未显著放量，扩产的前置投入以及前期产能利用率较低等问题仍使得盈利未能完全体现。展望2027年，有效产能释放、产品结构升级以及产线良率爬坡将推动盈利转化。

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）

	26Q2	26Q3	qoq
冰轮环境	2,054.1	2,335.5	14%
磁谷科技	117.9	90.6	-23%
汉钟精机	813.5	761.6	-6%
鑫磊股份	199.2	231.3	16%
英维克	1,841.4	1,933.0	5%
鸿富瀚	306.8	515.7	68%
思泉新材	260.9	342.0	31%
飞荣达	2,065.1	2,066.1	0%
捷邦科技	294.3	385.9	31%
科创新源	292.3	354.2	21%
奕东电子	804.4	1,059.4	32%
硕贝德	808.5	817.8	1%
兴瑞科技	507.1	547.1	8%
强瑞技术	858.2	859.2	0%
川环科技	349.8	341.5	-2%
金富科技	546.1	684.8	25%
五洋自控	165.5	381.5	131%
申菱环境	1,138.8	1,677.2	47%
同飞股份	909.4	1,105.5	22%
川润股份	548.0	476.9	-13%
高澜股份	281.7	273.4	-3%
新天科技	224.5	260.8	16%
宏盛股份	238.2	259.6	9%
方盛股份	112.3	104.7	-7%
大元泵业	533.5	514.9	-3%
飞龙股份	1,133.3	1,163.1	3%
中石科技	438.7	670.8	53%
德邦科技	473.6	542.7	15%
鸿富诚	265.9	339.0	27%
乔锋智能	1,002.6	1,140.0	14%
创世纪	2,028.9	2,242.6	11%
集智股份	77.0	101.2	31%
宁波精达	285.0	253.8	-11%
博威合金	6,974.8	7,628.2	9%
金田股份	42,824.1	42,929.3	0%
江南新材	3,625.8	4,389.7	21%
海亮股份	24,885.6	25,903.0	4%

	26Q2	26Q3	qoq
冰轮环境	193.8	307.9	59%
磁谷科技	6.0	-2.7	-145%
汉钟精机	158.8	124.5	-22%
鑫磊股份	-25.0	-28.0	-12%
英维克	176.1	183.9	4%
鸿富瀚	34.3	99.0	189%
思泉新材	7.1	42.7	502%
飞荣达	175.2	170.5	-3%
捷邦科技	-31.9	-22.3	30%
科创新源	0.2	-11.1	-5076%
奕东电子	-0.3	-5.9	-1694%
硕贝德	14.9	17.3	16%
兴瑞科技	31.8	32.2	1%
强瑞技术	71.4	53.4	-25%
川环科技	35.6	44.2	24%
金富科技	75.6	90.7	20%
五洋自控	-7.3	16.4	323%
申菱环境	25.7	88.0	242%
同飞股份	68.2	80.2	18%
川润股份	-2.4	-47.2	-1869%
高澜股份	10.6	34.8	229%
新天科技	1.8	59.7	3265%
宏盛股份	13.1	12.5	-5%
方盛股份	-0.3	9.0	2810%
大元泵业	20.0	18.1	-9%
飞龙股份	17.9	30.8	73%
中石科技	73.2	146.7	100%
德邦科技	33.6	38.4	14%
鸿富诚	114.8	154.7	35%
乔锋智能	167.4	177.2	6%
创世纪	228.9	275.1	20%
集智股份	-5.2	6.8	231%
宁波精达	41.9	39.8	-5%
博威合金	485.8	205.6	-58%
金田股份	272.0	270.9	0%
江南新材	82.1	100.7	23%
海亮股份	204.6	507.1	148%

资料来源：ifind，国金证券研究所整理

2.3总结：头部公司进入交付验证期，Q4有望迎来业绩拐点

- 2026年第三季度，液冷产业链的变化已向"订单释放、排产交付与回款兑现"同步推进。存货、合同负债和应收账款普遍上行，CDU、散热模组环节增速领先；重点公司合同负债合计约92.6亿元，环比+24%、同比+40%，经营性现金流Q3转正。上述指标共同表明海外供应链开始备货、国内项目进入稳定交付，行业正由导入准备期迈向交付验证期。
- 后续节奏上，柜内部件（冷板、散热模组、TIM）将率先受益于新一代算力芯片及其机柜拉货，关注出货、良率与交期；CDU、冷水机组等厂商将进入发货、安装调试和验收密集期，收入与现金流的弹性取决于项目履约效率。业绩端，26Q4营收改善有望随批量交付进一步扩散，2027H1柜内件放量与系统验收将推动收入和利润加速释放，利润中枢仍取决于产品结构、产能利用率、成本良率和客户结构，行业竞争将逐步从进入供应链转向稳定交付和份额分化。

2.4液冷重点标的估值表对比

国金证券 SINOLINK SECURITIES

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	232.50	895	13.33	25.23	35	34.31	26	44.53	20	16.3
	TT.N	特灵科技	USD	410.00	897	29.19	34.12	26	37.90	24	43.29	21	9.9
	CARR.N	开利全球	USD	53.63	439	14.84	18.10	24	22.54	19	29.71	15	4.4
	JCI.N	江森自控	USD	149.03	903	35.13	28.53	32	-	-	-	-	6.7
	XYL.N	赛莱默	USD	92.40	212	9.57	-	-	-	-	-	-	2.1
中国台湾	3017.TW	奇鋐	TWD	3095.00	12096	191.86	-	-	-	-	-	-	24.4
	3338.TW	泰硕	TWD	61.00	53	1.56	-	-	-	-	-	-	2.8
	3324.TWO	双鸿	TWD	1330.00	1237	25.72	-	-	-	-	-	-	8.8
中国大陆	000811.SZ	冰轮环境	CNY	24.38	242	5.64	8.43	29	14.23	17	19.70	12	3.5
	301018.SZ	申菱环境	CNY	59.15	221	2.17	2.91	76	15.75	14	25.37	9	8.1
	002837.SZ	英维克	CNY	37.80	484	5.22	10.75	45	18.93	26	28.69	17	12.7
	300990.SZ	同飞股份	CNY	77.72	133	2.53	3.69	36	6.08	22	8.93	15	5.8
	002536.SZ	飞龙股份	CNY	31.50	181	3.17	4.30	42	6.59	27	9.06	20	5.4
	603757.SH	大元泵业	CNY	44.60	83	1.45	1.81	46	2.92	28	4.12	20	4.0
	003018.SZ	金富科技	CNY	33.15	107	1.01	2.40	45	4.36	25	6.05	18	4.0
	301086.SZ	五洋自控	CNY	6.02	67	0.47	1.13	60	1.77	38	2.56	26	2.8
	301489.SZ	鸿富瀚	CNY	125.00	157	1.01	4.99	32	11.20	14	17.74	9	8.1
	300684.SZ	思泉新材	CNY	74.18	86	0.60	2.57	33	5.46	16	7.92	11	5.5
	301716.SZ	鸿富诚	CNY	430.86	323	2.69	4.31	75	5.68	57	7.42	44	13.9
	300420.SZ	中石科技	CNY	68.36	205	3.39	4.37	47	7.34	28	11.33	18	9.4

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2026/10/30收盘价

2.4液冷重点标的Q3基金持仓变化

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表：液冷标的基金持仓占比变化情况

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q3
冰轮环境	8.38%	3.52%	3.31%	9.25%	6.78%	18.67%	9.65%
磁谷科技	5.83%	4.26%	3.84%	1.47%	0.00%	0.28%	1.35%
汉钟精机	0.31%	1.29%	1.43%	2.64%	1.19%	2.96%	1.58%
鑫磊股份	0.00%	0.55%	0.00%	0.02%	3.10%	8.95%	3.83%
英维克	5.77%	13.35%	9.13%	15.87%	7.11%	7.42%	1.97%
鸿富瀚	0.84%	1.17%	0.00%	1.35%	2.56%	7.99%	3.92%
思泉新材	0.69%	16.57%	3.03%	22.50%	11.52%	12.84%	9.62%
飞荣达	0.80%	3.50%	2.50%	11.84%	3.06%	9.82%	5.55%
捷邦科技	13.50%	10.36%	10.16%	6.98%	1.09%	3.75%	1.81%
科创新源	0.19%	5.06%	0.07%	5.59%	6.05%	9.09%	5.07%
奕东电子	0.00%	0.67%	0.18%	1.11%	0.00%	3.97%	0.14%
硕贝德	0.00%	0.25%	0.00%	0.18%	0.76%	4.42%	1.61%
兴瑞科技	0.99%	2.08%	0.00%	1.35%	0.91%	0.86%	0.01%
强瑞技术	0.00%	0.59%	0.01%	2.48%	4.14%	7.71%	0.99%
川环科技	2.98%	1.81%	0.05%	1.41%	0.27%	0.71%	0.00%
金富科技	0.05%	0.40%	0.00%	0.03%	0.05%	3.98%	1.20%
五洋自控	0.00%	0.79%	0.01%	0.21%	0.00%	1.80%	0.17%
申菱环境	5.33%	8.51%	7.79%	6.91%	2.45%	7.84%	1.13%
同飞股份	5.37%	15.08%	3.56%	10.76%	5.09%	8.57%	2.79%
川润股份	0.57%	0.45%	0.00%	0.78%	0.00%	4.82%	4.81%
高澜股份	7.28%	8.98%	0.01%	1.93%	2.18%	1.64%	3.13%
新天科技	0.14%	0.72%	0.01%	0.54%	0.00%	8.04%	2.80%
宏盛股份	0.00%	0.96%	0.00%	3.13%	0.00%	0.50%	0.00%
方盛股份	0.00%	2.44%	2.44%	1.88%	1.76%	1.64%	0.75%
大元泵业	0.44%	0.60%	0.00%	0.36%	0.12%	4.29%	6.94%
飞龙股份	0.19%	5.15%	0.34%	6.15%	2.50%	9.98%	2.96%
中石科技	0.51%	2.84%	1.32%	8.63%	7.23%	7.57%	9.27%
德邦科技	0.01%	5.00%	0.01%	0.97%	0.80%	1.78%	0.06%
鸿富诚							2.12%
乔锋智能	0.00%	2.11%	0.85%	3.29%	0.69%	23.08%	9.31%
创世纪	0.21%	3.24%	1.34%	5.26%	0.00%	6.47%	1.56%
集智股份	0.00%	2.78%	0.19%	0.77%	0.00%	1.21%	3.12%
宁波精达	0.00%	0.29%	0.02%	0.72%	0.00%	0.64%	0.28%
博威合金	2.15%	6.29%	2.31%	7.00%	2.48%	4.99%	2.66%
金田股份	0.02%	2.33%	0.00%	2.44%	0.57%	2.36%	1.77%
江南新材	0.01%	1.61%	17.79%	18.20%	3.39%	8.79%	0.99%
海亮股份	0.00%	2.57%	0.19%	5.29%	0.71%	8.72%	1.69%

资料来源：ifind，国金证券研究所整理

国金证券
SINOLINK SECURITIES

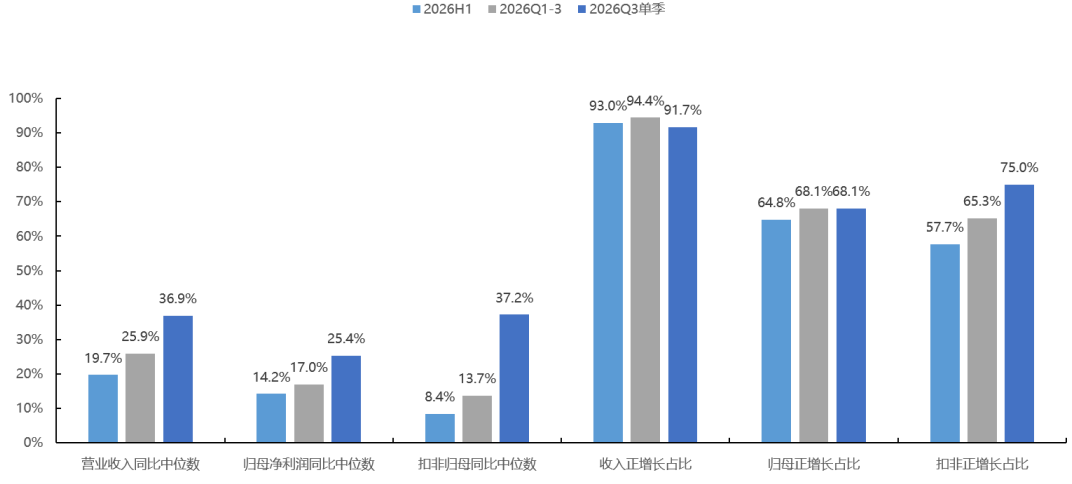
03 AIDC电源：上游季度业绩加速，下游AI收入持续提升

3.1整体表现：Q3收入增长延续，利润兑现呈现结构性分化

收入增长较为普遍，Q3单季增速进一步提升。2026年前三季度，72家样本公司中68家实现收入同比正增长，占比94.4%，收入增速中位数为+25.9%；Q3单季度收入同比增速中位数进一步提升至+36.9%。其中奥海科技、晶丰明源、南亚新材等公司收入增速居前，增长动力涵盖并购整合、AI相关业务拓展及上游材料需求提升，反映产业链整体收入增长态势延续。

利润端有所改善，但不同公司兑现程度仍存在差异。前三季度样本公司归母、扣非净利润同比增速中位数分别为+17.0%、+13.7%；Q3单季度分别提升至+25.4%、+37.2%，扣非净利润正增长公司占比由前三季度的65.3%提升至75.0%。部分PCB、芯片及头部企业已体现较强盈利弹性，但欧陆通、奥海科技等公司收入增长尚未有效转化为利润改善。整体来看，板块收入端增长较为明确，盈利兑现仍以结构性机会为主。

图表：2026Q3整体公司业绩情况



资料来源：Choice，公司公告，国金证券研究所

3.2整体表现：分环节看，不同环节公司存在明显差异

分环节看，前三季度业绩兑现呈现明显梯度：PCB/覆铜板表现最强，收入、归母及扣非同比中位数分别为+44.1%、+107.1%和+105.3%，净利率中位数达13.0%，反映AI相关需求与产品结构升级已形成较强利润弹性；三次电源芯片/模拟收入端景气度最高，收入同比中位数+52.6%，归母、扣非分别+47.5%、+27.6%，但部分公司仍处投入期或亏损阶段，盈利兑现存在分化；功率器件/SiC稳中有升，利润增速略快于收入，但净利率中位数仅3.1%，盈利能力仍待修复；电容环节增长与盈利质量相对均衡，收入、扣非同比中位数分别为+24.2%、+18.0%，毛利率和净利率中位数达33.1%、12.7%；磁性元件及整机环节则呈现"收入增长、利润弹性偏弱"特征，其中整机归母、扣非同比中位数仅+5.9%、+6.2%，表明传统业务、价格竞争、费用投入及非经常性损益仍在影响利润释放。

整体而言，板块收入保持增长，业绩仍未真正兑现，真正的业绩alpha仍来自产品结构升级与盈利质量改善。

图表：2026Q3整体公司业绩情况

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	17.5%	5.9%	6.2%	27.6%	6.2%
三次电源芯片/模拟	**10**	**52.6%**	**47.5%**	**27.6%**	**34.2%**	**6.8%**
功率器件/SiC	9	20.2%	26.7%	19.8%7%		3.1%
PCB/覆铜板	**18**	**44.1%**	**107.1%**	**105.3%**	**25.8%**	**13.0%**
磁性元件/材料	11	17.6%	3.8%	6.3%	19.9%	4.8%
电容/MLCC	9	24.2%	17.2%	18.0%	33.1%	12.7%

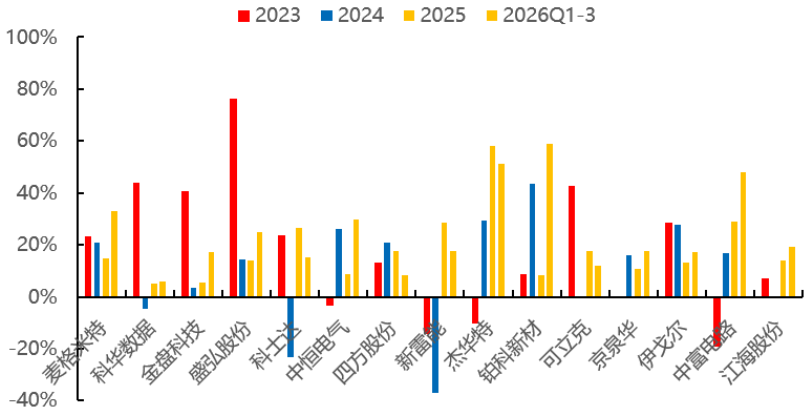
资料来源：Choice，公司公告，国金证券研究所

3.3营收与净利：Q3重点公司收入保持增长，部分企业利润弹性开始体现

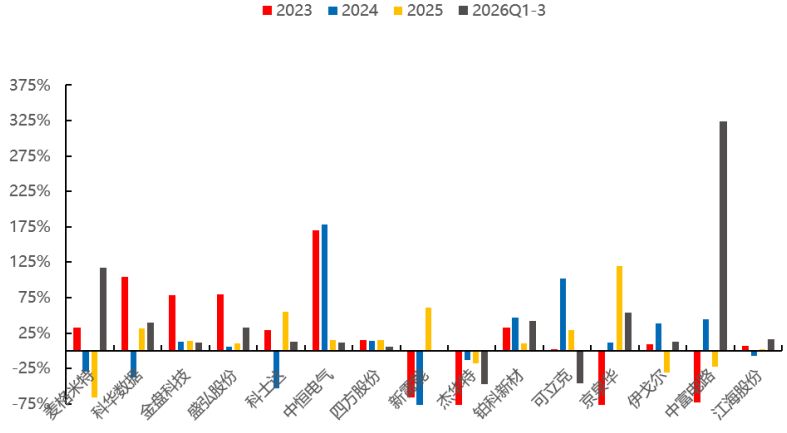
重点公司收入延续增长，环比表现反映交付节奏差异。2026Q3铂科新材、中富电路、杰华特、麦格米特收入分别同比+101.7%、+65.6%、+62.0%、+40.5%，增长表现较为突出；中富电路、杰华特、铂科新材、伊戈尔及金盘科技收入环比均增长25%以上，部分企业业务交付有所提速。相比之下，科华数据、中恒电气、麦格米特收入环比分别-12.0%、-30.9%、-9.1%，反映不同公司收入确认及交付节奏仍存在差异。

部分公司利润改善明显，但表观利润与主营盈利需加以区分。中富电路Q3归母净利润0.80亿元，同比+618.6%、环比+303.4%，收入增长与毛利率提升形成共振；铂科新材归母净利润1.90亿元，同比+85.8%、环比+38.6%，收入及利润均实现较快增长。麦格米特归母净利润同比+438.0%，但扣非净利润仍为负，非经常性收益贡献较大；科华数据利润环比回落，杰华特、新雷能仍处亏损状态但环比减亏。**整体来看，部分公司已进入收入增长向利润兑现的阶段，但板块整体盈利弹性尚未充分体现。**

图表：2026Q3整体公司收入保持增长



图表：2026Q3整体公司归母净利润同比增长



资料来源：Choice，公司公告，国金证券研究所

3.4毛利率：Q3整体公司小幅改善但个股分化显著

2026Q3重点公司毛利率整体小幅改善但个股分化显著。中富电路毛利率升至27.5%，环比、同比分别+14.7pct、+12.3pct，基本回到2Q21水平，低基数修复最为突出；杰华特升至29.5%，环比、同比分别+6.8pct、+4.2pct，扭转二季度回落趋势；科华数据环比+4.2pct至26.5%，盈利明显修复。铂科新材环比+1.8pct至41.4%，维持高位。

高毛利公司整体保持韧性，但部分整机及磁件企业仍然承压。盛弘股份、新雷能、铂科新材Q3毛利率均在40%以上，其中新雷能环比-2.9pct但同比持平，更多体现高位波动；四方股份、科士达分别维持31.7%、29.6%，相对稳健。相比之下，麦格米特毛利率连续两个季度环比回落至20.0%，同比-1.3pct；可立克仅10.9%，同比-2.5pct，仍处低位；金盘科技、伊戈尔环比分别-1.8pct、-1.5pct。整体看，毛利率改善尚未形成板块性共振，后续需重点验证高价值量产品放量能否持续，以及价格竞争、传统业务占比和产能爬坡对盈利的影响。

图表：2026Q3整体公司毛利率小幅改善

公司	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026Q3	环比
麦格米特	23.0%	21.2%	21.3%	23.5%	21.6%	20.9%	20.0%	-0.9%
科华数据	30.1%	22.5%	25.3%	23.3%	27.9%	22.3%	26.5%	4.2%
金盘科技	24.9%	26.6%	26.4%	25.3%	25.7%	28.7%	26.9%	-1.8%
盛弘股份	39.6%	38.5%	41.4%	35.9%	40.6%	40.8%	40.0%	-0.8%
科士达	29.4%	28.7%	27.9%	29.9%	29.7%	29.2%	29.6%	0.5%
中恒电气	24.6%	22.4%	23.8%	27.5%	25.7%	19.4%	21.2%	1.8%
四方股份	31.8%	29.4%	31.2%	28.6%	31.5%	32.7%	31.7%	-1.0%
新雷能	43.7%	35.8%	41.4%	32.7%	37.2%	44.2%	41.4%	-2.9%
杰华特	29.7%	26.9%	25.3%	24.5%	25.3%	22.7%	29.5%	6.8%
铂科新材	37.7%	41.4%	42.0%	46.0%	37.1%	39.6%	41.4%	1.8%
可立克	15.5%	14.0%	13.4%	9.2%	12.0%	11.0%	10.9%	-0.1%
京泉华	10.9%	14.2%	14.1%	11.9%	14.6%	15.0%	16.1%	1.1%
伊戈尔	15.7%	19.0%	20.2%	15.9%	19.8%	19.7%	18.2%	-1.5%
中富电路	18.4%	12.7%	15.2%	14.5%	27.1%	12.8%	27.5%	14.7%
江海股份	24.3%	25.4%	23.7%	22.9%	25.9%	24.6%	26.3%	1.7%

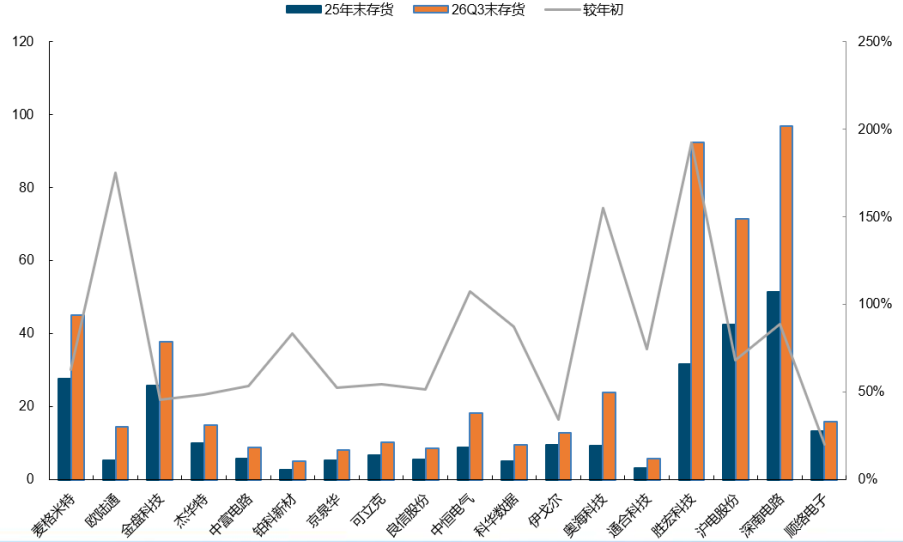
资料来源：Choice，公司公告，国金证券研究所

3.5存货：备料强度继续上行，订单转化与回款能力待验证

重点公司备货规模明显增加，为后续业务交付提供支撑。截至2026Q3末，AI电源及相关产业链重点公司存货普遍较年初增长，其中PCB及电源整机环节增长较为突出。胜宏科技、深南电路、沪电股份存货较年初分别+192.5%、+88.7%、+68.1%；欧陆通、中恒电气、麦格米特分别+175.3%、+107.6%、+62.7%。部分公司存货增长与业务扩张、订单增加及提前备料有关，反映产业链企业正在为后续生产交付进行准备。

备货向收入和利润的转化将是Q4的重要观察点。当前部分企业存货增速明显高于收入增速，意味着备货增加尚未完全体现为当期经营成果。展望Q4，若订单交付顺利推进、库存周转加快，前期备货有望逐步转化为收入增长，并带动产能利用率及盈利能力改善；同时仍需关注库存结构、交付节奏及存货减值风险，判断备货增长能否最终转化为有效业绩。

图表：2026Q3整体公司积极备货，存货较年初增长较大（亿元，%）



资料来源：Choice，公司公告，国金证券研究所

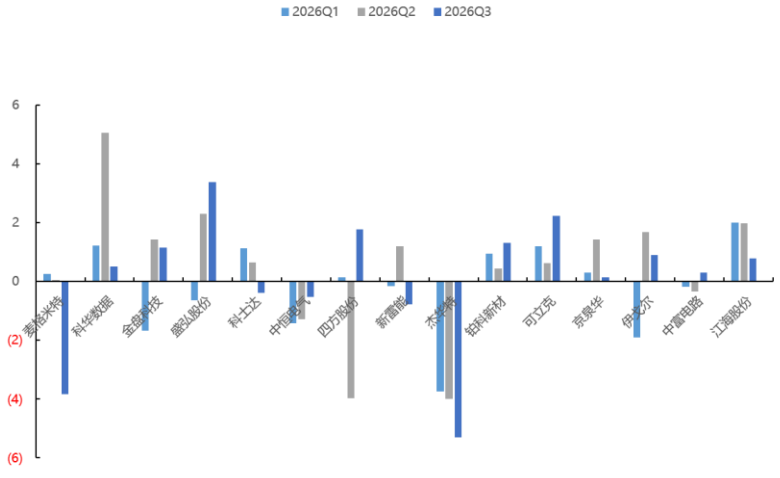
3.6现金流：经营现金流表现分化，备货及营运资金占用影响现金转化

部分公司现金流向好但整体承压。2026Q3，15家重点公司中10家经营现金流为正，中位数为0.52亿元。盛弘股份、可立克、四方股份分别净流入3.39亿元、2.24亿元和1.77亿元，其中四方股份、中富电路实现单季转正；杰华特、麦格米特分别净流出5.31亿元和3.82亿元，中恒电气连续三个季度净流出。累计口径下，PCB龙头现金流与利润匹配度较高，而部分电源整机及芯片公司仍明显承压。

现金流差异本质上来自交付、备料与回款节奏的不同。订单交付和回款较快的公司，利润能够同步转化为现金；而麦格米特、中恒电气等存货较年初明显增长，备货及营运资金占用对现金流形成压制。杰华特仍处投入期且尚未盈利，现金流承压更为突出。因此，利润增长并不必然带来当期现金流改善，需要结合存货、应收账款和合同负债共同判断。

图表：2026Q3大部分公司现金流承压（亿元）

公司	2022	2023	2024	2025	2026Q1-3
麦格米特	-0.21	3.10	1.38	-1.39	-3.53
科华数据	15.95	14.02	15.12	11.62	6.78
金盘科技	-1.04	2.05	-0.37	6.01	0.91
盛弘股份	2.02	4.39	3.64	7.01	5.05
科士达	8.59	5.15	4.91	9.11	1.39
中恒电气	1.56	2.37	4.68	2.43	-3.21
四方股份	7.10	12.33	12.54	12.25	-2.05
新雷能	-3.03	0.38	-0.30	-0.65	0.26
杰华特	-8.23	-2.91	-3.60	-3.24	-13.06
铂科新材	-0.05	1.61	1.12	3.47	2.71
可立克	0.75	3.54	4.76	3.57	4.05
京泉华	0.74	-0.13	1.34	0.84	1.88
伊戈尔	1.86	1.74	1.79	6.41	0.66
中富电路	0.85	0.76	0.62	1.04	-0.23
江海股份	4.17	5.70	6.48	8.68	4.74



资料来源：Choice，公司公告，国金证券研究所

3.7资本开支：产业链产能建设持续推进，不同环节资本投入节奏有所分化

AI电源产业链资本开支持续推进，产能扩张呈现结构性分化。26年前三季度，欧陆通、科士达、铂科新材资本开支分别为4.10/1.84/2.25亿元，同比+82.3%/+34.2%/+22.2%；Q3末在建工程分别为2.00/3.92/4.10亿元，较年初+55.8%/+54.5%/+81.9%，反映相关企业持续推进产能及设备投入。麦格米特资本开支3.54亿元，同比+10.6%，在建工程3.49亿元，较年初-12.4%；科华数据资本开支2.15亿元，同比-12.7%，但在建工程5.82亿元，较年初+74.5%，不同企业扩产节奏有所分化。上游PCB环节扩产更为积极，胜宏科技、沪电股份、深南电路前三季度资本开支分别同比+220.9%/+150.9%/+224.0%，在建工程分别较年初+74.7%/+34.4%/+150.2%。整体来看，AI电源及相关产业链企业持续增加产能布局，部分环节资本投入明显提速，后续需关注新增产能投产、利用率提升及订单转化情况。

图表：2026Q3资本开支持续推进，推进产能扩张（亿元，%）

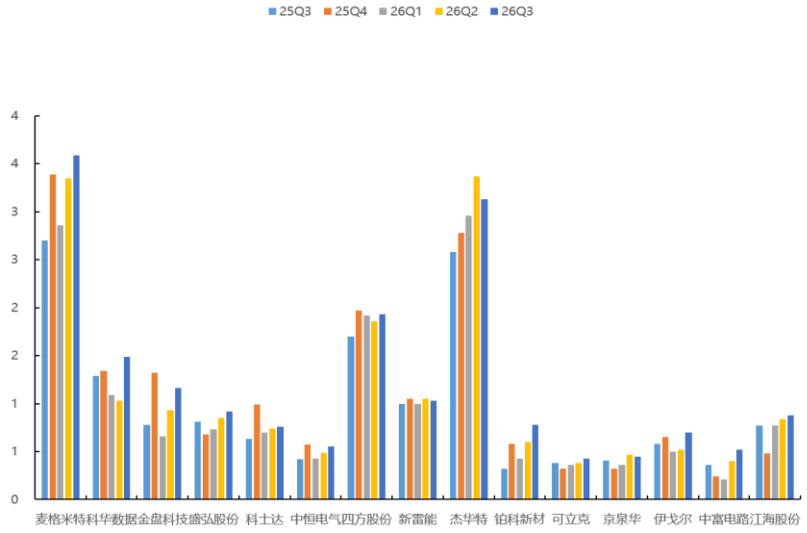
公司	26Q1-3资本开支	25Q1-3资本开支	同比	资本开支/26Q1-3营收	26Q3末在建工程	25年末在建工程	较年初
麦格米特	3.54	3.20	10.6%	3.9%	3.49	3.98	-12.4%
欧陆通	4.10	2.25	82.3%	10.5%	2.00	1.28	55.8%
科士达	1.84	1.37	34.2%	4.4%	3.92	2.54	54.5%
阳光电源	20.37	20.59	-1.1%	4.2%	23.95	28.43	-15.8%
金盘科技	2.36	2.65	-10.7%	3.9%	3.10	2.79	11.0%
四方股份	2.30	1.48	55.3%	3.5%	0.28	0.24	13.8%
盛弘股份	1.31	1.08	22.0%	4.7%	2.53	1.75	44.9%
杰华特	2.38	1.39	70.8%	8.1%	0.52	0.11	365.3%
中富电路	1.22	1.46	-16.6%	6.0%	1.88	1.84	2.2%
江海股份	0.73	2.41	-69.8%	1.5%	1.35	0.82	64.1%
铂科新材	2.25	1.84	22.2%	10.9%	4.10	2.25	81.9%
良信股份	2.13	1.66	27.8%	5.4%	0.46	0.40	16.0%
中恒电气	0.18	0.12	53.5%	1.0%	0.06	0.02	273.6%
科华数据	2.15	2.47	-12.7%	3.6%	5.82	3.33	74.5%
伊戈尔	6.83	7.38	-7.4%	15.3%	6.43	12.42	-48.2%
奥海科技	1.83	2.22	-17.4%	1.3%	0.80	1.09	-26.7%
新雷能	2.07	3.60	-42.6%	18.9%	0.00	4.45	-100.0%
通合科技	1.55	0.33	364.9%	11.6%	0.93	0.67	38.7%
胜宏科技	117.24	36.54	220.9%	63.5%	63.07	36.10	74.7%
沪电股份	52.77	21.04	150.9%	22.7%	33.05	24.60	34.4%
深南电路	76.13	23.49	224.0%	29.5%	46.30	18.51	150.2%
顺络电子	6.44	5.77	11.6%	10.2%	3.89	5.04	-22.8%

资料来源：Choice，公司公告，国金证券研究所

3.8费用端：持续加大研发投入，研发费率摊薄先于期间费用率改善

期间费用率尚未普遍下降，Q3改善范围仍然有限。前三季度，我们统计14家公司中仅盛弘股份、麦格米特期间费用率同比下降，分别下降1.42pct和0.16pct，其余12家均有上行，变动中位数为+0.74pct。Q3单季期间费用率环比下降的公司为6家，变动中位数为+0.99pct，说明收入放量尚未普遍转化为全口径费用摊薄。其中，杰华特、金盘科技、科士达Q3期间费用率环比分别下降9.62pct、3.17pct和2.80pct，边际改善相对突出。

持续加大研发投入，研发费率摊薄先于期间费用率改善。杰华特、中富电路、京泉华、麦格米特Q3单季研发费用率分别下降8.63pct、0.81pct、0.73pct和0.65pct。前三季度，麦格米特、盛弘股份、中富电路等公司的收入增速均快于研发费用增速，表明费率下降主要来自收入承接和规模效应，而非简单压缩研发。销售、管理及财务费用仍受业务扩张、投入节奏和汇兑变化影响，因此全口径费用率改善相对滞后。



图表：26Q3整体公司持续加大研发投入，研发费率摊薄先于期间费用率改善（亿元，%）

公司	26Q1-3销售	26Q1-3管理	26Q1-3研发	26Q1-3财务	26Q1-3期间	25Q1-3期间	同比变动
麦格米特	3.7%	3.0%	10.9%	1.4%	18.9%	19.1%	-0.2%
欧陆通	2.1%	3.6%	7.0%	1.3%	13.9%	12.1%	1.9%
科士达	6.7%	2.4%	5.3%	0.8%	15.2%	13.0%	2.2%
阳光电源	7.0%	2.4%	6.7%	1.0%	17.1%	11.8%	5.3%
金盘科技	4.1%	5.4%	4.5%	2.3%	16.4%	14.5%	1.9%
四方股份	6.6%	3.5%	8.6%	-0.3%	18.4%	17.6%	0.8%
盛弘股份	11.5%	3.8%	9.0%	0.5%	24.9%	26.3%	-1.4%
杰华特	6.1%	8.2%	32.2%	2.7%	49.1%	48.6%	0.5%
中富电路	1.9%	3.9%	5.6%	1.8%	13.2%	11.1%	2.1%
江海股份	1.5%	3.2%	5.0%	0.4%	10.2%	10.2%	0.0%
铂科新材	1.2%	4.5%	8.7%	1.3%	15.7%	12.9%	2.8%
京泉华	1.1%	4.0%	4.2%	1.1%	10.4%	9.7%	0.7%
可立克	1.0%	2.9%	2.5%	0.3%	6.7%	6.4%	0.3%
良信股份	7.9%	5.9%	7.2%	0.4%	21.5%	20.9%	0.6%

资料来源：Choice，公司公告，国金证券研究所

3.9总结：收入增长趋势延续，部分公司盈利改善，Q4有望成为业绩兑现的关键窗口

收入端增长趋势明确，产业链景气度整体持续向好。2026年前三季度，72家样本公司中68家收入同比正增长，占比94.4%，收入同比增速中位数+25.9%；Q3单季度收入同比增速中位数进一步提升至 中富电路、铂科新材、麦格米特等重点公司收入保持较快增长，反映AI相关需求逐步向产业链各环节传导。

部分公司盈利能力改善，但板块整体业绩兑现仍存在分化。Q3中富电路、铂科新材等公司收入增长与利润改善形成共振，毛利率提升带动盈利弹性释放；PCB及覆铜板环节率先体现较强业绩弹性。但部分电源整机及磁性元件企业仍受产品结构、费用投入及业务放量节奏影响，收入增长尚未充分转化为利润改善，板块性盈利拐点仍需进一步验证。

Q4有望进入订单集中兑现的关键观察期，关注收入增长向利润释放传导。Q3末多家企业存货及备货规模明显增长，部分AI相关业务放量偏季度后半段，当季尚未完整体现整季交付贡献。展望Q4，随着相关订单持续交付，高附加值产品占比提升及产能利用率改善有望进一步释放利润弹性。重点关注收入增长能否同步带动毛利率、扣非利润及经营现金流改善，Q4有望成为验证板块业绩兑现的重要窗口。

资料来源：Choice，公司公告，国金证券研究所

3.10未来展望：800V直流架构升级，SST打开远期空间

国金证券 SINOLINK SECURITIES

近期可见
英伟达Power Rack预计于2603起出货；Vera Rubin相关产品需求预计下半年起逐渐放量

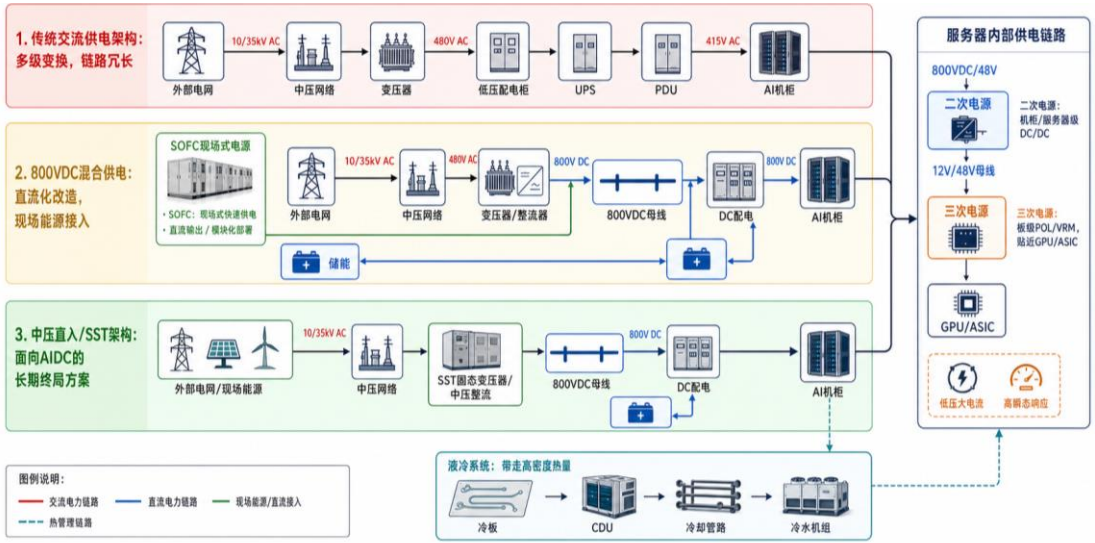
架构升级
800V HVDC从试点走向批量交付，供电功率密度持续提升，Power Center形态演进

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



资料来源：英伟达800VDC V2.0白皮书，各公司公告及投资者关系活动记录，国金证券研究所

3.11AI电源重点标的估值表对比

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图表：AI电源行业估值表（亿元，倍）

地区	证券代码	名称	货币	股价	总市值(亿本币)	2025年归母净利	2026E归母净利	2026E PE	2027E归母净利	2027E PE	2028E归母净利	2028E PE	PB
海外	VRT.N	维谛技术	USD	232.50	895	13.33	26.31	34.0	36.97	24.2	48.22	18.6	16.27
海外	ETN.N	伊顿	USD	369.97	1,437	40.87	48.34	29.7	59.23	24.3	70.37	20.4	7.10
中国台湾	2308.TW	台达电	TWD	1,335.00	34,680	601.10	-	-	-	-	-	-	-
中国台湾	2301.TW	光宝科	TWD	240.50	5,457	151.20	-	-	-	-	-	-	-
中国台湾	6282.TW	康舒	TWD	39.00	334	1.53	-	-	-	-	-	-	-
中国大陆	002851.SZ	麦格米特	CNY	77.72	455	1.46	7.74	58.8	15.99	28.4	24.66	18.4	5.15
中国大陆	002335.SZ	科华数据	CNY	22.80	172	4.18	6.40	26.9	9.18	18.8	12.46	13.8	2.58
中国大陆	688676.SH	金盘科技	CNY	46.23	213	6.60	8.50	25.0	12.65	16.8	16.81	12.6	4.04
中国大陆	300693.SZ	盛弘股份	CNY	29.77	93	4.76	6.10	15.3	7.91	11.8	9.85	9.5	4.07
中国大陆	002518.SZ	科士达	CNY	25.56	149	6.11	7.66	19.4	10.49	14.2	13.47	11.0	2.92
中国大陆	002364.SZ	中恒电气	CNY	22.73	128	1.26	2.22	57.7	3.53	36.3	5.18	24.7	5.12
中国大陆	601126.SH	四方股份	CNY	26.92	224	8.29	9.74	23.0	11.41	19.7	13.87	16.2	4.91
中国大陆	300593.SZ	新雷能	CNY	20.19	110	-1.95	0.36	307.3	3.04	36.1	5.43	20.2	4.72
中国大陆	688141.SH	杰华特	CNY	64.49	293	-7.17	-4.42	亏损	2.27	129.3	9.05	32.4	28.26
中国大陆	300811.SZ	铂科新材	CNY	64.54	263	4.18	5.95	44.3	8.32	31.7	11.78	22.4	7.68
中国大陆	002885.SZ	京泉华	CNY	19.04	52	0.84	1.45	35.6	2.56	20.1	3.70	13.9	3.20
中国大陆	002922.SZ	伊戈尔	CNY	18.63	79	2.00	3.57	22.0	5.85	13.5	8.26	9.5	2.08
中国大陆	300814.SZ	中富电路	CNY	93.10	178	0.29	1.35	131.6	3.45	51.7	5.35	33.3	10.11
中国大陆	002484.SZ	江海股份	CNY	32.29	275	6.75	9.22	29.8	12.32	22.3	16.11	17.0	4.03
中国大陆	300870.SZ	欧陆通	CNY	96.48	147	2.44	3.03	48.7	5.91	24.9	8.36	17.6	5.68
中国大陆	002993.SZ	奥海科技	CNY	25.02	69	4.22	5.43	12.7	7.34	9.4	9.44	7.3	1.49

资料来源：Choice，股价/总市值/PB为2026-10-30收盘数据；2026E/2027E/2028E为Choice一致预测FY1/FY2/FY3（截至2026-10-30）

风险提示

国金证券 SINOLINK SECURITIES

•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。

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

国金证券 SINOLINK SECURITIES



国金证券 SINOLINK SECURITIES

最新研报

会议路演

研究专题