



东阳光 (600673.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

全链 AI 算力领军平台扬帆

投资逻辑:

- **化工新制造龙头, 目标打造全链 AI 算力领军平台。**公司成立于 1997 年, 起步于铝箔产业, 擅长跨界拓局与产业链纵向延伸, 不断发展电子元器件、化工新材料及能源材料产业。张寓帅当前为公司唯一实际控制人, 在承接家族制造底盘的基础上, 带领公司二次创业迈向“智造”, 战略聚焦液冷科技、AI 算力、电源与智能机器人产业。主业方面, 公司传统业务已于 2023 年完成深度出清, 在配额红利驱动的制冷剂高景气背景下, 2024 年起进入盈利修复通道; AI 算力方面, 公司延续全产业链打通基因, 自研液冷核心材料与积层箔电容, 收购字节系 AIDC 龙头秦淮数据, 打通 AI “产算电” 闭环。
- **收购字节系 AIDC 领军秦淮数据, “电算协同” 打开新局面。**公司已于 2026 年 1 月 16 日完成对秦淮数据 30% 股权的首轮收购, 出资 34.5 亿元 (总对价 280 亿元)。2026 年 3 月 6 日公司公告, 拟通过发行股份 (发行价 19.68 元/股) 收购剩余 70% 股份, 并同步募集配套资金。秦淮数据系国内 AIDC 龙头, 截至 25 年底运营中的数据中心总 IT 容量达 799MW, 远期规划容量约 4GW; 业务规模近年来实现快速扩张, 25 年实现收入 64 亿元且利润率提升至 26% 的较高水平, 与字节深度绑定, 24 年字节收入占比 80%。公司与秦淮数据将实现电算协同, 公司自研液冷材料与电容量应用场景, 而秦淮数据则可以获得性能更优、成本更低的园区能耗及硬件支撑。
- **液冷&超级电容: 基于上游材料禀赋, 延伸 AI 算力高价值环节。**液冷方面, 公司天然具备冷却液及冷板禀赋, 原先产品线中的氟化冷却液布局是浸没式液冷的“血液”, 钎焊箔及冷板是冷板式液冷的“骨骼”, 基于上游禀赋公司外延并购补齐产品方案及客户渠道能力, 投资掌握双相浸没液冷技术的芯寒科技、专注设计的大图热控, 并与中际旭创共同成立深度智冷。超级电容方面, 公司手握全球独家专利的积层箔材料和电容器全产业链, 凭借积层箔电容器实现了对传统产品的全面超越, 携手台达、秦淮数据等企业联合发布了全球首个基于 SST 的智能直流供电系统方案。

盈利预测、估值和评级

- 因秦淮数据收购尚未完成, 本次盈利预测暂未考虑秦淮数据并表。我们预测, 25-27 年公司实现营业收入 143.14/180.75/220.31 亿元, 同比+17.3%/+26.3%/+21.9%; 归母净利润 3.41/19.15/25.94 亿元, 同比-8.94%/+460.88%/+35.44%, 采用市盈率法, 给予公司 2026 年 80 倍 PE 估值, 目标价 50.90 元, 给予“买入”评级。

风险提示

- AI 业务拓展不及预期的风险, 市场竞争加剧的风险, 技术更新迭代的风险, 政策性风险, 大股东质押比例高的风险, 投资收益导致业绩大降的风险。

计算机组

分析师: 刘高畅 (执业 S1130525120005)

liugaochang@gjzq.com.cn

分析师: 陈芷婧 (执业 S1130525120008)

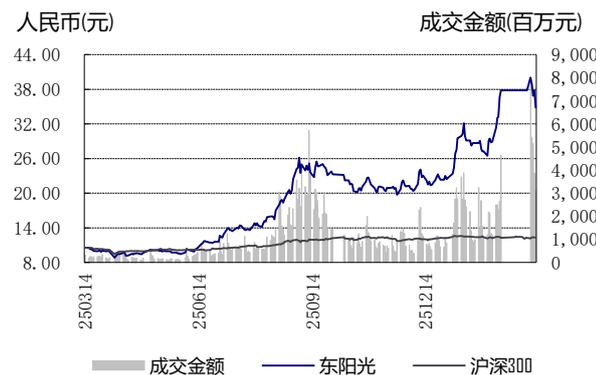
chenzhijing@gjzq.com.cn

分析师: 鲍淑娴 (执业 S1130526020002)

baoshuxian@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 34.82 元

目标价 (人民币): 50.90 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,854	12,199	14,314	18,075	22,031
营业收入增长率	-7.23%	12.40%	17.34%	26.27%	21.89%
归母净利润(百万元)	-294	375	341	1,915	2,594
归母净利润增长率	-123.67%	-227.41%	-8.94%	460.88%	35.44%
摊薄每股收益(元)	-0.098	0.124	0.113	0.636	0.862
每股经营性现金流净额	0.14	0.19	0.72	1.02	1.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	-3.00%	4.10%	3.46%	16.27%	18.06%
P/E	-75.06	90.74	306.90	54.72	40.40
P/B	2.25	3.72	10.63	8.90	7.29

来源: 公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、东阳光：化工新制造龙头，打造全链 AI 算力领军平台	5
1.1 “化工+电子”三十年历史，产业链上下游延伸能力强	5
1.2 股权结构：张寓帅为公司唯一实控人，“二次创业”迈向“智造”	6
1.3 财务分析：化工材料经历多轮周期，2024 年起正式确立复苏	7
1.4 业务结构与主业分析：配额红利驱动制冷剂高景气，电子元器件需求修复回暖	9
1.5 延续全产业链打通基因，构建“产-算-电”协同闭环的 AI 算力布局	11
二、秦淮数据：字节系 AIDC 领军，“电算协同”打开新局面	12
2.1 秦淮数据系国内 AIDC 顶尖厂商，深度绑定字节	13
2.2 训推共驱下国内算力需求极速释放，字节龙头地位突出	16
2.3 电算深度耦合：构建“绿电+液冷+智算”全栈生态	19
三、液冷：从上游材料延伸至终端解决方案，客户渠道能力或被低估	20
3.1 液冷技术：算力发热突破物理极限与 PUE 监管倒逼下的必然选择	20
3.2 冷却液&冷板：公司在液冷上游核心价值环节具备禀赋	24
3.3 液冷产品方案、客户渠道及产能逐步补齐	25
四、积层箔技术国内领先，与台达共同发布 SST 方案	28
4.1 SST 及积层箔电容器，数据中心供电架构演进的“钥匙”	28
4.2 积层箔电容器突破算力供电瓶颈，与台达共同发布 SST 方案	30
五、盈利预测与投资建议	31
5.1 盈利预测	31
5.2 投资建议及估值	33
六、风险提示	34

图表目录

图表 1：公司发展历程：擅长跨界拓局与产业链纵向延伸	5
图表 2：公司五大产业集群产品总览：电子元器件、高端铝箔、化工新材料、新能源材料、液冷科技	6
图表 3：公司五大产业集群简介	6
图表 4：公司最新股权结构图：实控人张寓帅累计间接持股 38.70%（截至 25 年 12 月）	7
图表 5：收入在 2023 年触底后逐步复苏	8
图表 6：2024 年确认进入盈利修复通道	8
图表 7：公司主业利润率自 2024 年起显著好转	8
图表 8：分产品毛利率情况，化工新材料为公司盈利核心高弹性来源	8
图表 9：2024 年起费用率管控良好	9
图表 10：历史现金流表现优异	9



图表 11:	分业务收入情况: 2024 年起整体确立收入增长复苏趋势	9
图表 12:	收入构成: 25H1 高端铝箔收入占比接四成	10
图表 13:	毛利构成: 25H1 化工新材料贡献接近六成毛利	10
图表 14:	制冷剂价格走势 (单位: 元/吨)	11
图表 15:	第三代制冷剂配额占比情况	11
图表 16:	公司“产-算-电”协同闭环 AI 算力布局	12
图表 17:	公司当前对秦淮数据中国持股情况 (截至 26 年 3 月 6 日)	13
图表 18:	秦淮数据发展历程	13
图表 19:	秦淮数据对外提供全栈超大规模数据中心解决方案	14
图表 20:	秦淮数据数据中心容量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日数据)	14
图表 21:	秦淮数据数据中心产能持续释放, 收入利润处在快速增长通道	15
图表 22:	秦淮数据盈利能力持续优化	15
图表 23:	盈利能力强, 近年净利率 20%+	15
图表 24:	深度绑定核心大客户 (字节)	15
图表 25:	可比 IDC 公司 2022-2024 年收入情况 (单位: 亿元)	16
图表 26:	可比 IDC 公司 2022-2024 年归母净利润情况 (单位: 亿元)	16
图表 27:	可比 IDC 公司 2022-2024 年毛利率情况	16
图表 28:	Seedance 2.0 生成视频展示 (1)	17
图表 29:	Seedance 2.0 生成视频展示 (2)	17
图表 30:	在各项评测中, Seedance 2.0 的综合表现达到行业领先水平	17
图表 31:	Seedance 2.0 暂不支持真人人脸	18
图表 32:	Seedance 2.0 排队页面	18
图表 33:	2020-2028 年中国智能算力规模及预测 (EFLOPS, 基于 FP16 计算)	19
图表 34:	2020-2024 年, 中国整体 IDC 行业市场规模以约 30% 的年化复合增长率高速增长	19
图表 35:	预计 2025 至 2029 年期间, 中国整体 IDC 行业年化复合增长率将达约 32%	19
图表 36:	乌兰察布数据中心签约仪式	20
图表 37:	宜昌数据中心签约仪式	20
图表 38:	机柜功率密度与制冷方式: 液冷作为新兴制冷技术, 被应用于解决高功率密度机柜散热需求	20
图表 39:	数据中心制冷技术对应 PUE 范围: 液冷可实现 PUE 小于 1.25 的极佳节能效果	20
图表 40:	我国智算中心液冷产业规模逐年扩大, 预计到 2029 年将达到约 1300 亿元	21
图表 41:	智算中心液冷产业全景	22
图表 42:	液冷系统通用架构原理图	22
图表 43:	冷板式液冷系统原理图	23
图表 44:	单相浸没液冷系统原理图	23
图表 45:	公司液冷产业链全景布局图	23



图表 46:	冷板式液冷/浸没式液冷各环节价值占比, 冷板/CDU/冷却介质均为高价值环节	24
图表 47:	不同类型氟化液综合性能对比	24
图表 48:	冷板制作工艺流程	25
图表 49:	水冷板仿真设计	25
图表 50:	真空钎焊水冷板工艺	25
图表 51:	大图热控产品矩阵表	26
图表 52:	芯寒 CDU 产品展示	27
图表 53:	中际旭创&东阳光液冷项目合作签约仪式	27
图表 54:	浙江东阳光液冷组件项目一期	28
图表 55:	AI 芯片到数据中心用电需求	28
图表 56:	传统数据中心 54V、UPS 供电架构: 存在空间限制、铜缆过载、低效转换等问题	29
图表 57:	数据中心供电系统演变	29
图表 58:	GB300 电源结构: 需要 5 个 BBU 模块和超过 300 个超级电容器	30
图表 59:	相较传统电容器, 积层箔电容器比容提升 20%+, 同等容量下体积缩小 20%-40%	30
图表 60:	不同于传统 AI 机柜, 台达 Power Rack 把“供电+备电”拧成了一个能源管家	31
图表 61:	盈利预测: 制冷剂高景气带动主业利润提升, 液冷业务放量拉升整体盈利能力	33
图表 62:	可比公司 26 年 PE 平均数约为 77X	34



一、东阳光：化工新制造龙头，打造全链 AI 算力领军平台

1.1 “化工+电子”三十年历史，产业链上下游延伸能力强

以材料制造为根基，擅长跨界拓局与产业链纵向延伸。公司成立于 1997 年，公司起步于铝箔产业，不断发展电子元器件、化工新材料及能源材料产业，构筑稳固的基本盘，在人工智能发展浪潮下，战略聚焦液冷科技、AIDC 与智能机器人产业，开启新一轮成长周期。回溯其 30 余年发展历程，可以清晰看到公司经历了传统制造、多元化扩张、深度聚焦、AI 新布局四个阶段。

第一阶段（1996-2003 年）：材料起家，奠定电子新材料制造基础。公司以铝加工与电容器材料为切入点，逐步布局化成箔、电极箔等核心材料环节，构建早期制造能力与客户资源，并于 2003 年完成借壳上市，正式进入资本市场。该阶段的核心意义在于完成原始资本积累与产业根基搭建，为后续产业链纵向延伸奠定基础。

第二阶段（2004-2017 年）：纵向打通产业链，多元化延展能源与化工体系。公司围绕铝加工主业持续向上游高纯铝、向下游电子元器件延伸，构建较为完整的铝电子产业链；同时切入氟化工与能源材料领域，形成“铝加工+能源化工”的复合业务结构。该阶段体现出公司鲜明的产业方法论——围绕核心材料做深做透，通过上下游延伸强化成本、技术与供应链协同能力。

第三阶段（2018-2021 年）：战略摇摆后的回归，重新确立制造主业核心地位。公司曾通过资产运作形成“药+铝”双轮驱动格局，但医药业务的资本属性与制造主业的经营逻辑存在差异，估值体系与资源配置出现阶段性错配。2021 年前后，公司完成重大资产重组，剥离医药资产，重新聚焦电子新材料、氟化工新材料与合金材料，标志着战略重心回归制造本源。

第四阶段（2022 年至今）：聚焦新材料主线，与 AI 算力时代形成需求共振。在第三代制冷剂、PVDF、电池与储能材料等领域完成产能卡位后，公司顺势切入液冷与算力基础设施材料方向，把握 AI 服务器高性能散热与新材料需求提升的产业机遇，实现传统材料能力与新兴算力场景的耦合，进入新一轮成长周期。

图表 1：公司发展历程：擅长跨界拓局与产业链纵向延伸

1.0 阶段 创业与上市期：铝业起家	2.0 阶段 产业链延伸与多元化尝试，进军电子与能源	3.0 阶段 从“药+铝”双轮到回归制造	4.0 阶段 新材料聚焦与 AI 算力时代
<p>1997 年，张中能先生创立东阳光集团；电容器-自主开发、生产电极箔和电解液两大核心材料；</p> <p>1998 年，化成箔-全球规模最大，第一家实现高端化成箔国产替代；</p> <p>2003 年，东阳光 A 股借壳上市；氟碱化工-配套电容器产业，华南规模最大氟碱化工产业园。</p>	<p>2005 年，研究院-打造最完善的新能源材料开发平台；</p> <p>2007 年，电子新材料资产注入东阳光 A 股；</p> <p>2008 年，开启制剂国际化进程；</p> <p>2011 年，制冷剂-延伸氟碱化工环保型制冷剂催化剂技术全球领先；</p> <p>2013 年，定向增发，扩建中高压化成箔项目、高比容腐蚀箔项目；PVDF-打破国外技术垄断，国内唯一实现国产替代；</p> <p>2017 年，内蒙古乌兰察布基地启动建设，投资近 20 亿元，主要生产研发销售铝电解电容器关键原材料——化成箔、积层箔。</p>	<p>2018 年，港股上市公司东阳光药成为公司控股子公司，从 2018 年 7 月起列入公司合并范围。公司形成电子新材料、合金材料、化工产品与医药制造业务多产业并行的业务格局；</p> <p>2020 年，张寓帅先生接任东阳光集团董事长，成立东阳光集团新一届董事会，东阳光正式进入 2.0“共创、共担、共享”新时代；</p> <p>2021 年，电池箔-与日本 UACJ 合作；东阳光电容器-规模技术双一流生产基地；</p> <p>2021 年，向广药及其控股子公司香港东阳光出售公司所持有的东阳光药 51.41% 股份，东阳光药 2021 年 12 月 29 日起不再为公司合并报表范围内的子公司。</p>	<p>2022 年，发力新能源赛道，布局湖北电池箔工厂，贵州遵义锂矿；</p> <p>2024 年，布局新领域-储能、AI、液冷；</p> <p>2025 年 3 月，东阳光与中际旭创设立合资公司——广东深度智冷科技有限公司；</p> <p>2025 年 6 月，公司与宁波东阳光创投共同增资慧慈芯光。</p> <p>2025 年 7 月，芯寒智能宣布完成数千万元人民币种子轮融资，由东阳光独家战略投资；</p> <p>2025 年 9 月，东阳光与关联方深圳东阳光实业共同增资东数一号，东数一号通过全资孙公司东数三号以 280 亿元收购泰准数据中国 100% 股权；2026 年 2 月，公司公告表示正在筹划通过发行股份的方式收购东数一号控制权；</p> <p>2025 年 12 月 5 日，东阳光宣布，旗下专注液冷业务的子公司浙江东阳光液冷科技有限公司已与大同热控实际控制人完成并购框架协议签约。</p>
1996-2003 年	2004-2017 年	2018-2021 年	2022 年至今

来源：公司官网，公司公众号，公司公告，中国证券报，光源资本，国金证券研究所整理

公司具备围绕核心材料向上下游延展的产业整合基因。截至目前，公司围绕电容器产业链和电池材料产业集群发展核心产业，已打造电子元器件、化工新材料、高端铝箔、能源材料、液冷科技五大事业部。电子元器件方面，公司是全球唯一拥有“铝锭-电子光箔-电极箔/积层箔-电容器”全产业链的企业；化工新材料方面，公司是华南地区唯一拥有完整氟氯化物产业链的生产企业，具有从氟碱化工、甲烷氯化物、第三代新型氟制冷剂到 PVDF 的氟循环经济产业链；液冷科技方面，公司正逐步构建涵盖“系统级—机柜级—服务器级”的全链条液冷解决方案；高端铝箔方面，公司涵盖电子光箔、电池铝箔、涂碳箔、钎焊箔、亲水箔等主要产品；新能源材料方面，公司是国内少数同时掌握磷酸铁锂、三元材料、磷酸铁、三元前驱体量产技术和能力的企业之一。



图表2: 公司五大产业集群产品总览: 电子元器件、高端铝箔、化工新材料、新能源材料、液冷科技



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表3: 公司五大产业集群简介

五大产业	产业布局
电子元器件	拥有“铝锭-电子光箔-电极箔/积层箔-电容器”全产业链。其中电子光箔全球市场占有率居于第一; 中高压化成箔市场占有率稳居世界前列; 积层箔作为新一代电极箔, 公司拥有全球独家专利。
化工新材料	华南地区唯一拥有完整氟氯化工业产业链的生产企业, 从氯碱化工、甲烷氯化物、第三代新型氟制冷剂到 PVDF 的氟循环经济产业链。
液冷科技	从冷板式液冷和双相浸没式液冷两大方向进行布局, 对液冷板核心部件、浸没式核心材料(氟化冷却液)以及液冷方案供应商进行产业整合, 逐步构建涵盖“系统级—机柜级—服务器级”的全链条液冷解决方案。
高端铝箔	涵盖电子光箔、电池铝箔、涂碳箔、钎焊箔、亲铝箔等主要产品。电子光箔市场占有率居世界前列, 与日本 UACJ 在高端铝箔领域进行持续深入合作。在电池铝箔领域, 产品已通过松下、村田等头部企业认证。
新能源材料	国内少数同时掌握磷酸铁锂、三元材料、磷酸铁、三元前驱体量产技术和能力的企业之一, 布局了配套新能源汽车使用的磁性材料, 东阳光、遵义市政府、广汽集团三方达成战略合作, 共同开发锂矿资源。

来源: 公司官网, 公司公告。国金证券研究所

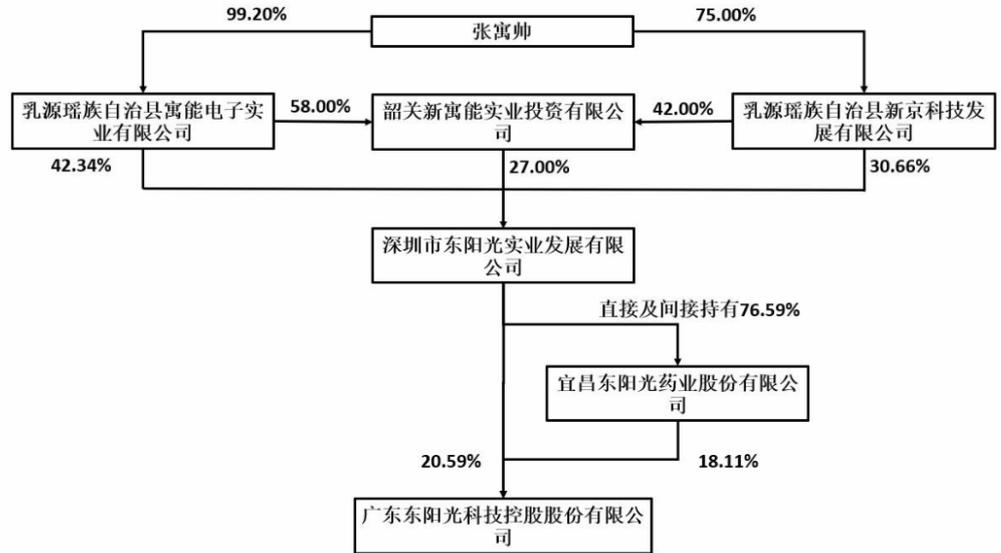
1.2 股权结构: 张寓帅为公司唯一实控人, “二次创业”迈向“智造”

公司实际控制权长期稳定于张中能家族内部, 整体股权结构延续性强。随着两次家族成员之间的股权重整完成, 控制权由分散走向集中, “创二代”张寓帅当前成为公司唯一实际控制人。2020年11月, 公司原实际控制人之一张中能先生因病逝世, 其持有的乳源瑶族自治县寓能电子实业有限公司 27.59% 股权由其子张寓帅先生继承; 2025年12月, 郭梅兰女士因年事已高, 与其儿子张寓帅先生签署了《股权转让协议》, 将其所持有的乳源寓能电子 71.75% 股权、乳源新京科技 74.63% 股权全部转让予张寓帅先生, 本次股权比例调整后, 张寓帅先生直接持有乳源寓能电子 99.20% 的股权、持有乳源新京科技 75.00%



的股权，并通过乳源寓能电子和乳源新京科技间接持有深圳东阳光实业 100% 股权，从而间接持有公司 38.70% 的股份。

图表4: 公司最新股权结构图: 实控人张寓帅累计间接持股 38.70% (截至 25 年 12 月)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

“二次创业”迈向“智造”，张寓帅在承接家族制造底盘的基础上，果断推动业务结构重塑与新兴赛道布局。2020 年接手公司以来，张寓帅一边稳固核心业务基本盘，一边推动战略转型落地，核心举措包括：1) 主导推动公司切入锂电池铝箔、PVDF 粘结剂等高附加值材料赛道。2025 年，公司在乳源基地投建的全球首条全绿电 PVDF 生产线正式投产，利用当地水电资源实现生产环节 100% 可再生能源供电。2) 与中科院合作开发固态电池用新型聚合物电解质，力争在下一代电池技术中占据先发优势。3) 在生物医药板块，张寓帅重点发力创新领域，推动公司从仿制药向创新药转型，聚焦糖尿病、抗病毒、肿瘤三大治疗领域，计划未来五年投入不低于 50 亿元用于临床前研究与 IND 申报，并完成上市公司东阳光与医药资产的剥离。4) 前瞻性布局新兴科技赛道，主导公司密集落子 AI 与具身智能领域。25 年 3 月，公司与中际旭创合资成立深凛智冷科技，切入智算中心液冷赛道；25 年 6 月，公司出资 9000 万元增资光芯片企业纵慧芯光，强化液冷技术核心竞争力；25 年 12 月，公司携手智元机器人成立光谷东智公司，推动具身智能技术在工业、医疗场景落地；25 年 9 月，东阳光集团携手上市公司东阳光及其他联合投资人以 280 亿元现金收购秦淮数据中国区全部业务，创下中国 IDC（互联网数据中心）行业史上规模最大并购案纪录。张寓帅表示，此次收购，是东阳光集团主动融入国家“东数西算”战略布局、服务构建全国一体化算力网络的关键一步。

1.3 财务分析：化工材料经历多轮周期，2024 年起正式确立复苏

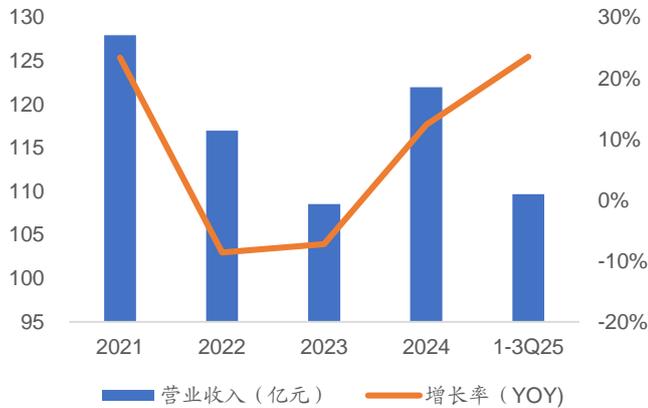
公司传统主业已在 2023 年完成深度出清，2024 年确认进入盈利修复通道，后续有望在三代制冷剂长景气+电极箔/积层箔技术迭代双轮驱动下，呈现业绩高弹性+景气延长的周期特征。

- 2023 年收入、利润均为底部：由于消费电子市场整体持续低迷，叠加锂电池企业去库存等影响，市场需求下滑明显，对电子元器件和高端铝箔类的需求同步减少，导致电极箔、电容器、电子光箔等核心产品销量下降；受行业需求放缓影响，市场供需关系影响导致 PVDF 等化工产品价格大幅下滑；此外，公司对两处探矿权全额计提减值准备 1.6 亿。
- 2024 年消费电子去库存结束叠加制冷剂产品价格中枢上移，确立迈入复苏趋势：1) 电子消费行业景气度得到明显改善，行业整体增势明显，叠加数据中心以及储能行业快速发展等带动影响下，电子元器件行业需求持续回暖；2) 第三代制冷剂配额方案正式落地，第三代制冷剂供需格局得到了根本性的扭转，供求关系导致第三代制冷剂价格持续上涨，根据氟务在线，第三代制冷剂主流产品 R32 价格，已由 2024 年初 1.7-1.8 万/吨涨至截至 24 年底的 4.7-4.8 万/吨。
- 2025 年 H1 制冷剂价格持续上涨叠加电子元器件复苏，收入利润触底后实现高增：

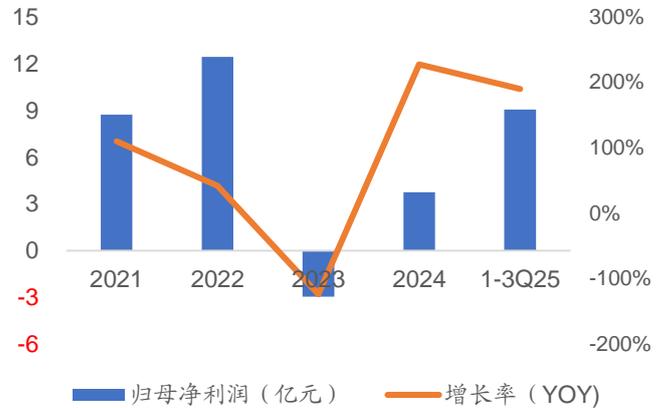


1) 电子元器件行业需求持续回暖, 公司凭借在电容器和电极箔领域的深厚积累, 持续受益于行业的复苏与升级; 2) 第三代制冷剂供给实行配额管控, 而下游市场需求同比显著增长, 导致价格持续上涨, 根据氟务在线, 第三代制冷剂主流产品 R32 价格, 已由 2024 年初 1.7-1.8 万元/吨涨至截至 25 年中的 5.7-5.9 万元/吨。

图表5: 收入在 2023 年触底后逐步复苏



图表6: 2024 年确认进入盈利修复通道

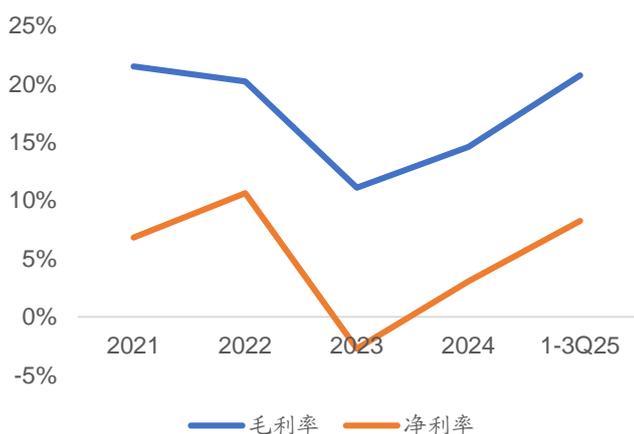


来源: iFind, 国金证券研究所

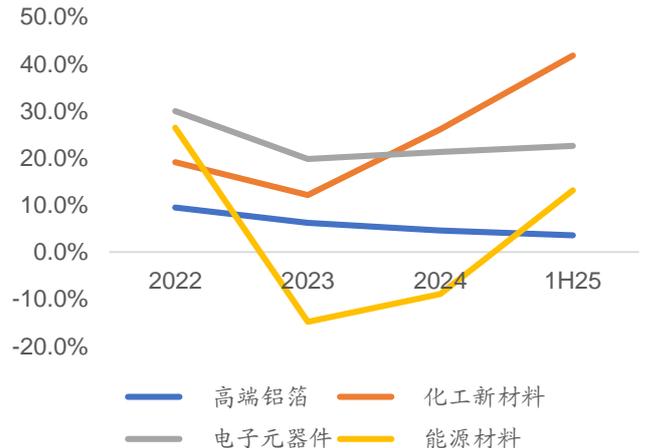
来源: iFind, 国金证券研究所

主业利润率自 2024 年起显著好转, 主要得益于化工新材料贡献利润高弹性及能源材料减亏。自 2024 年起公司主业利润率显著好转, 整体毛利率自 2023 年的 11% 提升至 2025 前三季度的 21%, 整体净利率自 2023 年的 -3% 提升至 2025 前三季度的 8%。1) 主业毛利率显著改善主要由化工新材料贡献, 得益于第三代制冷剂配额方案落地、价格快速上涨, 公司化工新材料业务毛利率从 2023 年 12.15% 飙升至 2025H1 的 26.11%, 同比提升 13.96pct, 制冷剂景气是目前公司盈利的核心高弹性来源。2) 在能源材料板块, 公司正极材料业务正在逐步减亏, 通过建立上下游联通机制, 有效规避了价格波动风险; 同时, 通过精细化管理及技术改进, 生产成本得以逐步降低, 叠加出货量的稳步增长, 亏损情况显著改善。

图表7: 公司主业利润率自 2024 年起显著好转



图表8: 分产品毛利率情况, 化工新材料为公司盈利核心高弹性来源



来源: iFind, 国金证券研究所

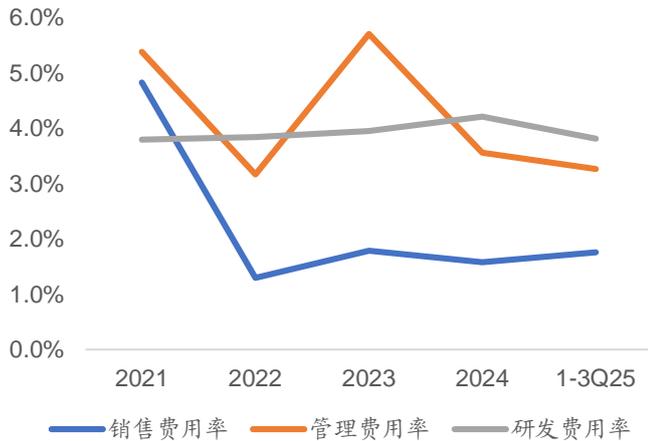
来源: iFind, 国金证券研究所

2024 年起费用率管控良好。2023 年公司管理费用率较高, 主要是因限制性股票激励计划和员工持股计划等待期内分摊确认相关的费用较高, 2023 年股权激励费用发生额 2 亿元。2024 年起随化成箔产能逐步释放并形成规模效应, 以及公司通过技改等方式降本增效, 三费费用率控制在较低水平。

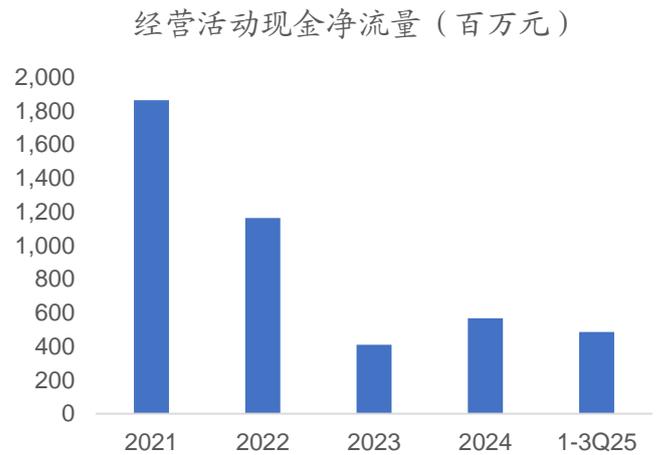
现金流逐步改善。公司 2023 年经营性现金流为低点, 但 2024 年起已呈现显著回升态势, 并于 2025 年第一季度延续增长。



图表9: 2024年起费用率管控良好



图表10: 历史现金流表现优异



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

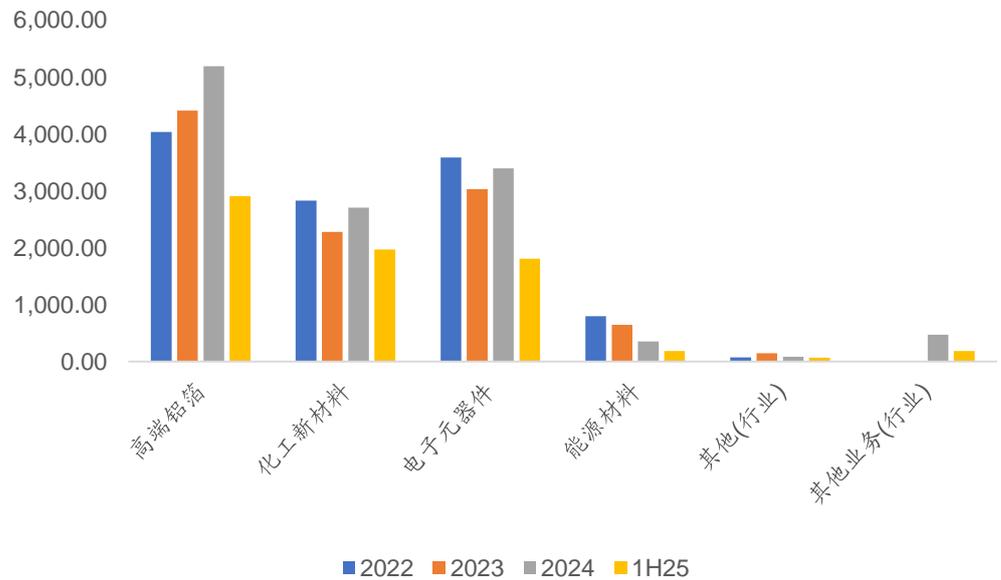
1.4 业务结构与主业分析: 配额红利驱动制冷剂高景气, 电子元器件需求修复回暖

从收入构成看, 25H1 高端铝箔/化工新材料/电子元器件收入占比分别为 41%/28%/25%, 且 24 年起三块业务均处于收入上升通道, 25H1 高端铝箔/化工新材料/电子元器件收入分别同比增长 9.20%/47.59%/13.91%, 为公司收入增长的主要贡献来源。

从毛利构成看, 25H1 高端铝箔/化工新材料/电子元器件毛利占比分别为 7%/57%/28%, 其中化工新材料在配额红利下实现量价齐升, 为当前公司毛利主要贡献来源, 占比接近六成。

综上, 我们认为, 公司主业修复持续回暖将主要得益于配额红利驱动制冷剂高景气, 以及电子元器件需求修复。

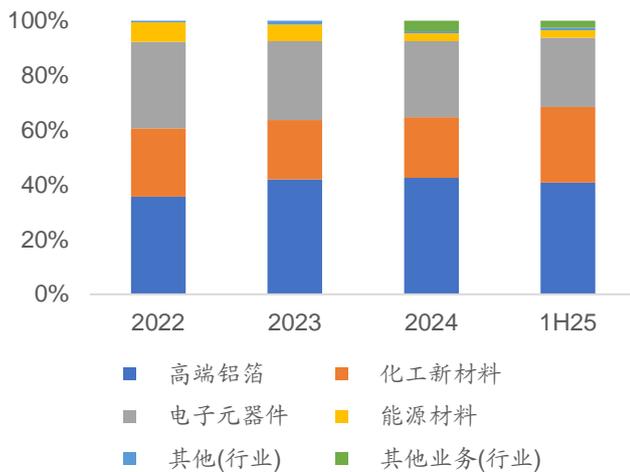
图表11: 分业务收入情况: 2024年起整体确立收入增长复苏趋势



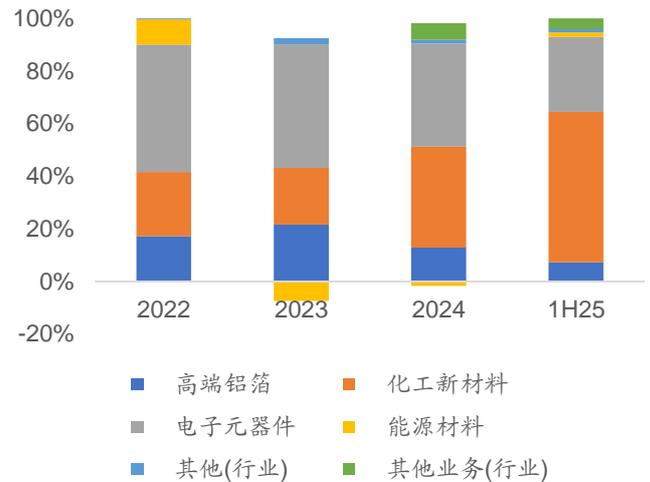
来源: 公司公告, 国金证券研究所



图表12: 收入构成: 25H1 高端铝箔收入占比接四成



图表13: 毛利构成: 25H1 化工新材料贡献接近六成毛利



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

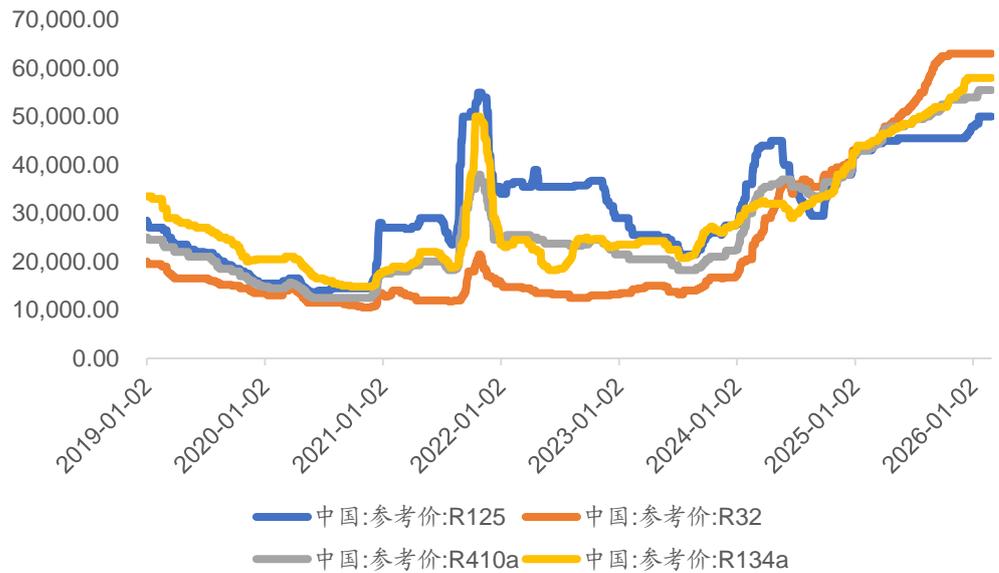
制冷剂: 配额红利驱动长景气, 价格持续上涨

配额制实施前的“跑马圈地”阶段, 制冷剂价格曾一度出现暴跌。根据《环境经济杂志》, 《基加利修正案》于 2021 年对我国正式生效后, 我国将以 2020 年-2022 年三代制冷剂使用量的平均值作为 2024 年配额的参考依据。对于氟化工企业而言, HFCs 的配额分配决定着未来的行业地位。为此, 三代制冷剂产商“跑马圈地”扩产, 几乎是不计成本拼销量, 为后续配额争取主动权。由此带来的结果是, 产能严重过剩, 价格甚至跌破成本线。如三代制冷剂主要产品二氟甲烷(R32), 各企业报价一度集中在 1.2 万元/吨-1.4 万元/吨, 而成本价一般在 1.8 万元/吨。

得益于配额管控政策和下游需求扩容, 制冷剂自 2024 年起行业景气度上行, 价格持续攀升。供给端看, 随着行业有效供给从产能转向配额, 供给端持续收紧, 行业竞争格局趋向集中, 制冷剂供需格局或持续优化; 需求端看, 下游需求持续扩容, 制冷剂广泛用于家用空调、冰箱(柜)、汽车空调等, “国补”政策的施行进一步推动了制冷剂需求增长, 驱动市场持续增长。总结来看, 配额管控奠定了供给端的刚性约束, 而家电更新与新兴领域需求打开了增长空间。在龙头企业主导、集中度持续提升的背景下, 以《国家方案》出台为契机, 制冷剂行业有望步入量价稳增的新周期。从制冷剂价格来看, R32 价格已从 2024 年年初的 1.7-1.8 万元/吨攀升至 6.3 万元/吨; R125 价格自 2024 年年初的 2.8 万元/吨攀升至 5 万元/吨; R410a 价格自 2024 年年初 2.5 万元/吨攀升至 5.5 万元/吨; R134a 价格自 2024 年年初 2.8 万元/吨攀升至 5.8 万元/吨。



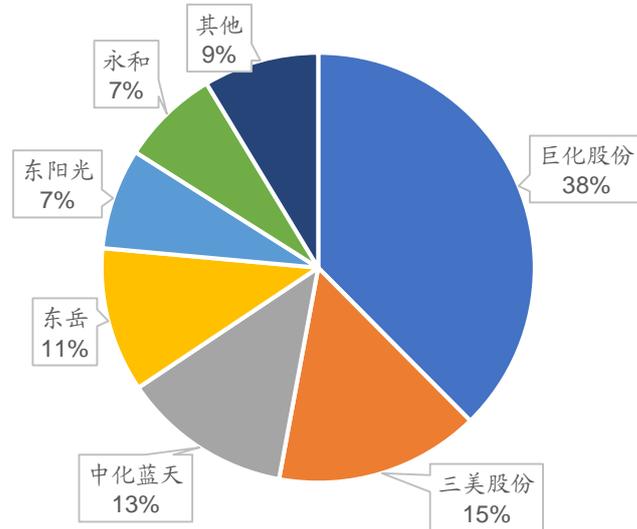
图表14: 制冷剂价格走势 (单位: 元/吨)



来源: Wind, 百川盈孚, 国金证券研究所 (截至 2026 年 2 月 27 日数据)

配额头部集中度高, 公司稳居第一梯队。自 2024 年起正式对三代 HFCs 制冷剂实施配额管理以来, 行业集中度提升, 头部龙头具备更强议价与协同能力。2024 年 12 月 27 日, 生态环境部发布了《关于核发 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额的通知》。根据该通知, 公司 2025 年度获得的三代制冷剂配额约为 5.3 万吨, 其中 R32/R125/R134a 配额分别为 28,871/19,232/4,564 吨。此外, 公司通过跨品种转换、同品种转让、合作交易和购买等方式进一步增加配额额度, 最终拥有约 6 万吨配额, 占整体生产配额比例约 7.6%, 稳居国内第一梯队, 这一配额优势巩固了公司在制冷剂市场的领先地位。

图表15: 第三代制冷剂配额占比情况



来源: 生态环境部, 公司公告, 国金证券研究所整理

1.5 延续全产业链打通基因, 构建“产-算-电”协同闭环的 AI 算力布局

依托原有材料产品底座, 2025 年起公司在 AI 算力相关方向完成了多层次布局, 并通过整合秦淮数据中国业务, 正式构建“产-算-电”一体化新模式。

- 液冷: 上游核心材料 (如自研氟化冷却液) - 中游关键部件 (冷板、CDU 等) - 下游全场景解决方案 - 市场渠道全方位布局。1) 公司本身在氟化冷却液、冷板组件等液冷核心材料及部件领域方面具备技术壁垒与产能优势; 2) 产品方案方面, 公司从冷板式液冷和双相浸没式液冷两大方向进行了系统化布局, 2025 年 7 月, 公司通过对芯寒



- 智能完成数千万元人民币种子轮独家战略投资，实现对相变浸没液冷服务器业务版图的补充；2025年12月，公司完成与大图热控的并购签约，使得公司在冷板结构设计、液冷模块开发等环节的能力显著增强。3)渠道方面，2025年3月，公司与中际旭创设立合资公司智冷科技，合资公司旨在整合双方优势资源，聚焦液冷散热整体解决方案的全球市场推广，打造从技术标准制定到商业化落地的全链条竞争力。
- 超级电容：材料-器件-系统-场景全链条布局。1) 公司是全球唯一一家拥有“铝锭-电子光箔-腐蚀箔/积层箔-化成箔-电容器”全产业链的企业，集关键材料研发与电容器制造于一体，手握全球独家专利的积层箔材；2) 2025年11月，公司携手台达、秦淮数据等企业联合发布了全球首个基于SST的智能直流供电系统方案，并落地秦淮数据中心产业园中。
 - AIDC：2025年9月起，公司领投收购秦淮数据中国业务，实现“上游材料-中游组件-下游运营”的闭环。在这种模式下，公司自研的液冷材料和积层箔电容器有了最大规模的应用场景，而秦淮数据的算力基地则获得了性能更优，成本更低的硬件支撑。
 - 算力应用：公司旗下具身智能机器人业务处于高速发展期，对算力的需求呈指数级增长，秦淮数据可为公司具身智能机器人业务提供定制化数据中心设计、建造和运营服务，通过部署液冷机柜与智能配电系统，满足机器人算法训练对高密度算力的弹性需求，加速机器人算法迭代与场景落地。

图表16：公司“产-算-电”协同闭环AI算力布局



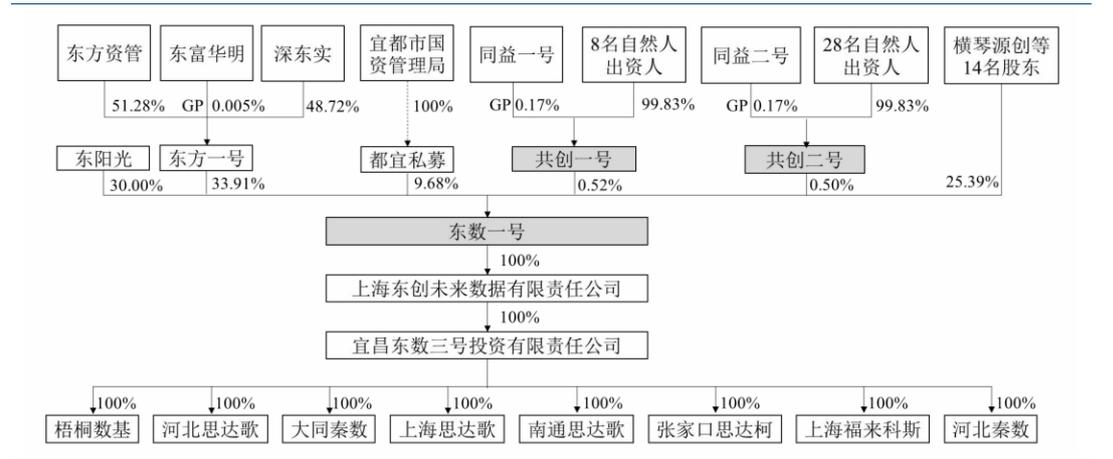
来源：国金证券研究所绘制

二、秦淮数据：字节系 AIDC 领军，“电算协同”打开新局面

公司拟对秦淮数据实现 100% 控股。2025 年 9 月，公司与关联方深圳东阳光实业分别与东数一号签署《增资协议》，拟对东数一号增资 35 亿元、40 亿元，增资完成后分别持有东数一号 46.6654%、53.3332% 的股权，东数一号通过全资孙公司东数三号以 280 亿元收购秦淮数据中国 100% 股权；2026 年 1 月 16 日，公司已合计向东数一号出资 34.5 亿元，履行完毕本次增资的出资义务，同时，东数三号已按照协议约定，完成向卖方支付合计 280 亿元的交易价款；2026 年 2 月，公司公告表示正在筹划通过发行股份的方式收购东数一号控制权；2026 年 3 月 6 日，公司发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》的公告，拟通过发行股份的方式直接及间接取得东数一号 70.00% 股权，并向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金，发行价格为 19.68 元/股，募集配套资金总额不超过发行股份购买资产交易价格的 100%，发行股份数量不超过本次募集配套资金股份发行前上市公司总股本的 30%。



图表17: 公司当前对秦淮数据中国持股情况 (截至 26 年 3 月 6 日)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.1 秦淮数据系国内 AIDC 顶尖厂商, 深度绑定字节

中国市场领先的中立第三方超大规模算力基础设施解决方案运营商。秦淮数据专注于超大规模算力基础设施的设计、规划、开发和运营。在“高效地将电力转化为算力”的业务使命引领下, 已在环首都、长三角、珠三角大湾区以及西北地区等“东数西算”的枢纽节点和算力核心圈形成超大规模算力基础设施集群布局, 并重点拓展内蒙古乌兰察布、广东韶关、甘肃庆阳等绿电富集区项目资源, 为客户提供全栈式、高性能、高稳定性、低碳绿色的算力部署解决方案, 帮助客户和各个区域挖掘算力潜能, 已成为各区域数字经济的重要推动力量。

秦淮数据提供全栈超大规模数据中心解决方案, 服务从规划、投资、设计、建设到运营运维全生命周期。1) 土地选址: 在环大都市圈的核心节点进行精准选址, 并在规划初期与客户深度对接, 通过匹配现有场地或按需定制收购, 为客户提供兼顾能源、网络与业务需求的最佳物理空间; 2) 基础设施与设备: 基于模块化设计理念, 提供高灵活性、可扩展且节能的定制化机柜及设施。结合智能楼宇管理、精密制冷与严密的安防消防系统, 全方位保障客户设备的稳定运行。3) 电力供应: 依托专有电气架构, 提供支持大功率运行且计费灵活的综合电力服务, 以优化能效并降低客户运营成本。4) 运营与维护: 专业工程师团队提供 7x24 小时全天候驻场运维, 涵盖从基础设施到服务器监控、安全与灾备的全套管理服务。

图表18: 秦淮数据发展历程

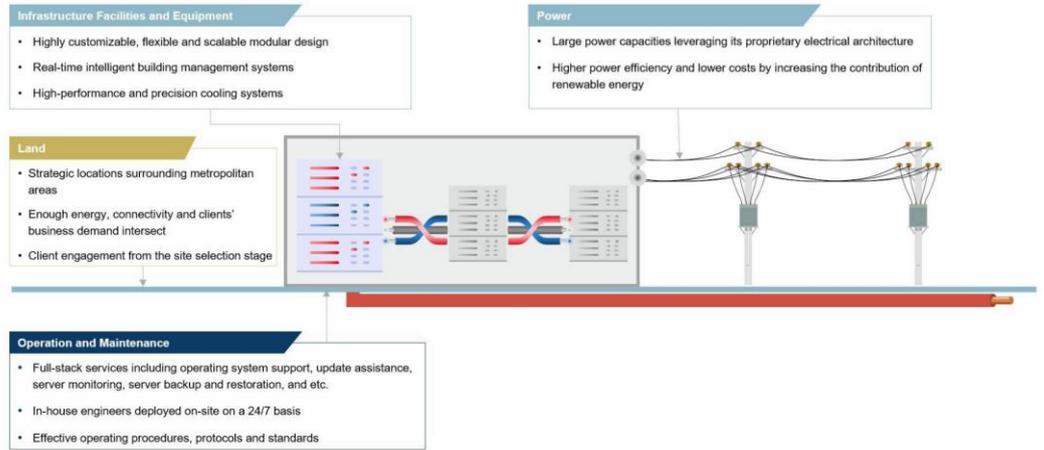
时间	发展历程
2015	秦淮数据成立
2016	布局北上广, 创立新一代超大规模数据中心模式
2017	战略落地新一代超大规模数据中心首都解决方案; Bridge Data Centres 成立; 北京望京信息技术产业基地投运
2018	运营环首都、建设长三角、布局粤港澳
2019	合并 Bridge Data Centres, 成立泛亚太数据中心平台秦淮数据集团(目前已更名 WinTriX DC Group)
2020	NASDAQ 上市。纳入 MSCI 中国全流通指数。河北桑园、存瑞云计算产业基地开园。山西太行山能源信息技术产业基地一期开园
2021	并购泰国数据中心项目
2022	把握东数西算机遇, 扩大亚太地区算力布局; 甘肃庆阳国家级零碳数据中心产业基地项目启动; 印度 BBY01 数据中心投运; 亚洲最大单栋超大规模数据中心—总部基地开园; 马来柔佛超大规模数据中心 (MY06) 一期开园; 马来吉隆坡武吉加里尔地区数据中心 (MY03) 一期交付
2023	庆阳基地一期封顶; 首发 AIGC 数据中心全栈解决方案
2024	发布“智算中心全栈解决方案 2.0”



2025 东阳光集团牵头收购秦淮数据中国区全部业务;布局宁夏中卫、内蒙古乌兰察布、广东韶关等重要节点, 拟建设 GW 级集群

来源: 公司官网, 国金证券研究所

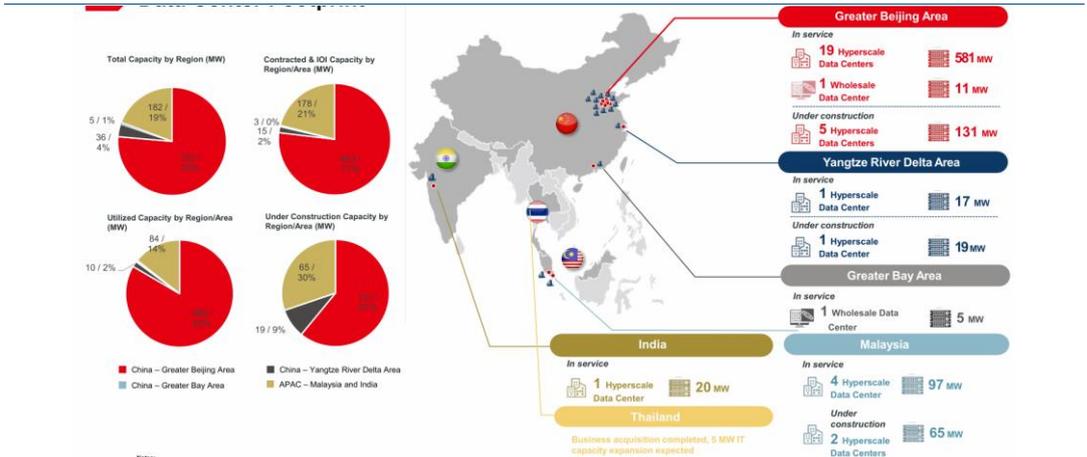
图表19: 秦淮数据对外提供全栈超大规模数据中心解决方案



来源: 公司 2022 年年报, 国金证券研究所

秦淮数据中心规模及市场份额领先。秦淮数据主要运营以北京、上海、深圳为核心的环首都、长三角、粤港澳超大规模信息技术基础设施基地集群, 在光电、风电等可再生能源丰沛的华北地区有大量优质项目资源, 其中最大的资源布局地区为环首都区域, 是中国最大、全球第二大的数据中心集群。截至 2025 年 12 月 31 日, 秦淮数据拥有园区及超大规模/批发零售数据中心 37 个, 运营中的数据中心总 IT 容量达 799MW, 在建及短期储备容量约 690MW, 远期规划容量约 4GW; 秦淮数据 2024 年度 PUE (数据中心消耗的所有能源与 IT 负载使用的能源之比) 为 1.21, 低于行业平均水平 (行业平均 PUE 约为 1.54), 且秦淮数据 6 个月即可交付 36MW 级数据中心。

图表20: 秦淮数据数据中心容量情况 (截至 2023 年 6 月 30 日数据)



来源: 公司 2023 年中报, 国金证券研究所

秦淮数据业务规模近年来实现快速扩张。从数据中心容量来看, 2018 年秦淮已建成数据中心容量仅约 30MW; 截至 2025 年 12 月末, 秦淮运营中的数据中心总 IT 容量达 799MW, 期间规模实现显著扩张, 亦带动收入利润体量实现扩张。在 2019-2022 年间秦淮经历了爆发式的产能扩张与业绩增长, 2021 年确认为跨越盈亏平衡点的关键年份, 后续在超大规模园区模式的规模经济效应驱动下, 呈现出营收高增长、利润率极具弹性以及与头部大客户深度绑定的业务特征。

- 2019-2020 年处于产能扩张与营收爆发期: 随着早期数据中心项目的集中交付和上架率提升, 公司营收实现跨越式增长。2019 年公司营业收入由 2018 年的不足 1 亿元人民币激增至约 8.5 亿元, 同比增速高达 700% 以上。这一阶段虽然净利润仍处于



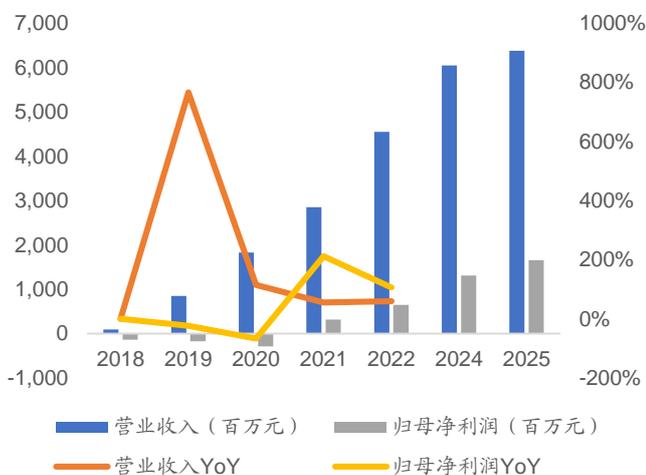
亏损状态，但大规模的资本开支与产能储备为后续的规模化盈利奠定了坚实基础。

- 2021年规模效应显现，净利润迎来历史性拐点：随着前期投入的超大规模数据中心产能大规模上架计费，公司在2021年迎来了盈利能力的根本性扭转。全年净利润首次转正，达到约3.16亿元人民币，净利润率达到了11.1%。
- 2022年迈入高质量盈利期，营收与EBITDA均创历史新高：2022年公司核心财务指标表现极其强劲，全年营收达到45.5亿元，同比增长59.6%；净利润达到6.52亿元，同比实现翻倍增长（105.9%）。数据中心高上架率带来的运营杠杆彻底释放，公司已步入内生的高速增长通道。

大客户（字节跳动）深度绑定，贡献业绩绝对基本盘。公司对第一大客户字节的依赖度极高，2019年至2021年，字节跳动贡献的收入分别占公司总营收的68.2%、81.7%和83.2%，并在2022年进一步攀升至86%以上，锚定客户定制化拿地的模式大幅降低了空置率，为秦淮在行业需求爆发期提供了极高的现金流确定性和订单能见度。

图表21：秦淮数据数据中心产能持续释放，收入利润处在快速增长通道

图表22：秦淮数据盈利能力持续优化

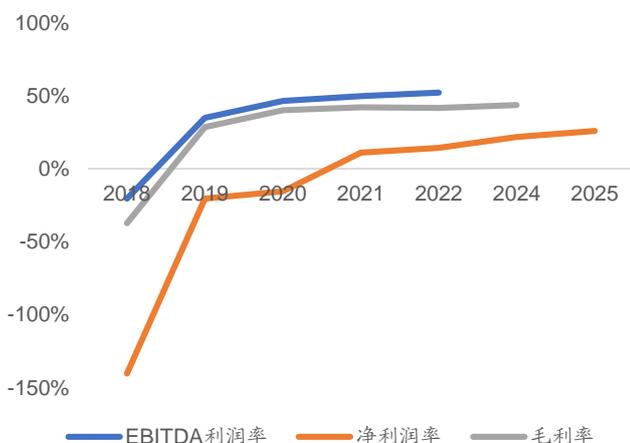


来源：Bloomberg，公司公告，国金证券研究所

来源：Bloomberg，公司公告，国金证券研究所

图表23：盈利能力强，近年净利率20%+

图表24：深度绑定核心大客户（字节）



来源：Bloomberg，公司公告，国金证券研究所（24-25年EBITDA利润率及25

来源：Bloomberg，公司公告，国金证券研究所

年毛利率公司尚未披露）

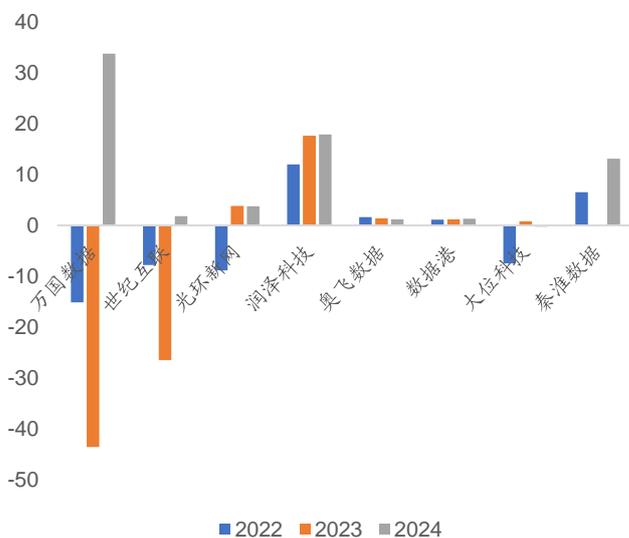
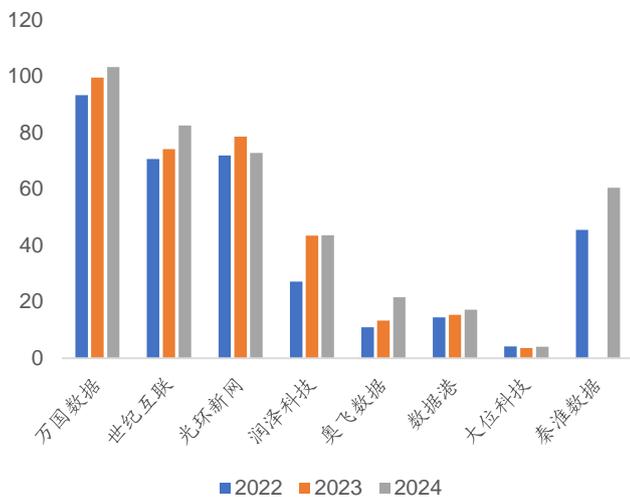
秦淮数据业务规模、盈利能力相比于可比IDC公司均处在领先地位。通过对比万国数据、世纪互联、光环新网、润泽科技等可比IDC公司的收入、利润和毛利率情况，秦淮数据业



务规模整体处于领先水平，且业务规模扩张速度领先；盈利能力方面，秦淮数据 2024 年归母净利润仅次于万国数据和润泽科技，毛利率仅略低于润泽数据。

图表25: 可比 IDC 公司 2022-2024 年收入情况 (单位: 亿元)

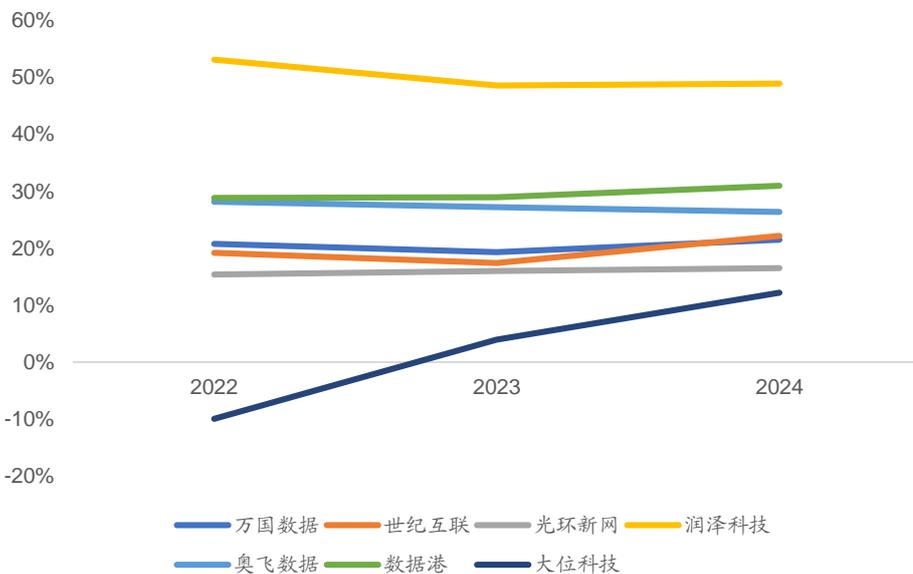
图表26: 可比 IDC 公司 2022-2024 年归母净利润情况 (单位: 亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表27: 可比 IDC 公司 2022-2024 年毛利率情况



来源: iFind, 国金证券研究所

2.2 训推共振下国内算力需求极速释放，字节龙头地位突出

大模型“军备竞赛”并未降温，向更高质量、更多模态加速进步。头部互联网厂商的护城河效应日益显著，字节跳动（豆包系）、阿里巴巴（通义系）、腾讯（元宝系）近期密集发布了万亿参数级的新一代主力模型，以智谱 AI、DeepSeek（深度求索）、Minimax、科大讯飞为代表的“AI 新势力”亦在快速迭代其 MoE 架构。更为关键的是，Scaling-law 在多模态领域也已展现出延续性，多模态视频生成是典型的“算力吞噬兽”，进一步显著利好算力基础设施。

字节 AI 全栈革新，Seedance 2.0 达业界 SOTA 水平。据字节跳动官方公众号，2 月 12 日豆包视频生成模型 Seedance2.0 正式发布，现已全面接入豆包和即梦产品，并上线火山方舟体验中心。Seedance 2.0 在运动场景下的生成可用率达到业界 SOTA 水平，其在人物动作建模方面，有着自然连贯、遵循现实世界运动规律的显著优势。它能高保真地合



成时序精密的复杂交互场景，也能在特写镜头中展现出高度逼真的细节与严密的物理逻辑，宛如实拍。且 Seedance 2.0 能精准还原复杂脚本，保持稳定的主体一致性。模型还具备一定的编导思维，分镜设计和运镜贴合叙事逻辑。此外，Seedance 2.0 新增了视频编辑和视频延长能力，每位用户都能像导演一样掌控全场。在各项评测中，Seedance 2.0 的综合表现达到行业领先水平。

图表28: Seedance 2.0 生成视频展示 (1)

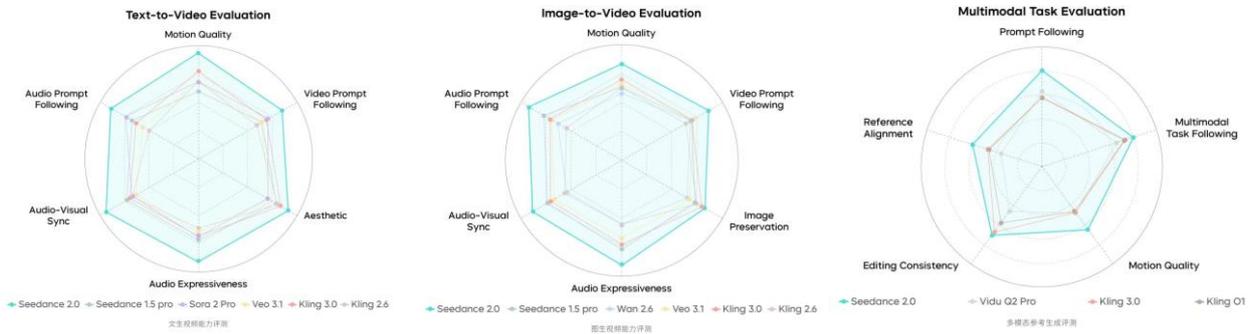
图表29: Seedance 2.0 生成视频展示 (2)



来源：字节跳动官方公众号，国金证券研究所

来源：字节跳动官方公众号，国金证券研究所

图表30: 在各项评测中，Seedance 2.0 的综合表现达到行业领先水平



来源：字节跳动官方公众号，国金证券研究所

Seedance 开年即熔断，确立算力刚需。2026 年春节复工首周，Seedance 2.0 模型展现出超预期的用户粘性与算力消耗强度。多名用户反映，使用即梦 AI Seedance2.0 模型出现视频生成延时、排队时间长：使用网页版即梦 Seedance2.0 生成 10 秒以内视频，普通会员 2 月 24 日、25 日连续两天都等了 6 个小时以上，排队人数有上万人；春节期间用户人数较少、生成速度快，但节后生成视频要 8 小时起步。我们观察到，这并非单纯的流量营销事件，而是视频生成作为高算力密度场景落地的标志性信号。

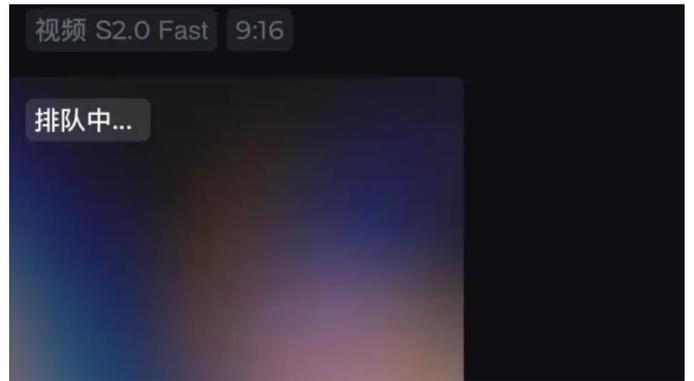
多模态高并发，或击穿头部大厂算力储备。视频生成的底层逻辑基于 DiT (Diffusion Transformer) 架构，其对显存带宽 (Memory Bandwidth) 与并发计算量 (FLOPs) 的需求相比文本生成呈指数级跃升。字节跳动作为国内领先的大厂之一，依然在短期内面临供给熔断，这直观地验证了我们在年度策略中关于“2026 年国内算力需求斜率高”的判断。这种“排队”现象揭示了一个产业现实：在向视频/3D 等多模态演进的过程中，推理侧的算力缺口正从逻辑推演转化为实质性的产能短缺，且这种短缺将随着多模态应用的普及而常态化。



图表31: Seedance 2.0 暂不支持真人人脸



图表32: Seedance 2.0 排队页面



来源：江南都市报，国金证券研究所

来源：江南都市报，国金证券研究所

推理算力需求正以超预期的斜率上升，以字节、阿里、腾讯三家大厂为例，随着大厂围绕 AI 入口展开高强度竞争，流量获取与生态打通形成合力，推动 AI 从工具属性向高频服务入口跃迁。在用户规模与使用深度双提升的背景下，推理侧算力需求正以超预期斜率快速抬升。除了模型本身的入口流量，AI 漫剧、AI 编程等原生应用的快速爆发，AI 医疗、智能制造等垂类模型的蓄势待发。

- 字节：QuestMobile 数据显示，豆包 2025 年用户规模持续增长，第四季度月均活跃用户高达 2.3 亿户，连续两个季度登顶行业榜首，月均下载用户数也连续 3 个季度位居行业第一，而在豆包 APP 强势登陆央视春晚后，凭借全民级曝光，其推广程度有望再上台阶。
- 阿里：千问借助阿里巴巴生态的资源优势，打通了淘宝闪购、飞猪、盒马、大麦、高德、支付宝等多款应用，融合生态内的交易体系、地理位置服务、出行资源、电商资源等能力，让 AI 能够丝滑地实现点外卖、购物、订机票等相对复杂的操作，真正化身为用户身边的“全能管家”。数据显示，上线两个月，千问 C 端（消费者端）月活跃用户数已突破 1 亿，在学生和白领人群中增长迅猛。
- 腾讯：2026 年开年以来，腾讯在 AI 领域动作频频：先是启动社交 AI“元宝派”内测，接着狂撒 10 亿元红包为元宝派拉新，引发 AI 圈红包大战。

在供需双侧强逻辑的挤压下，我们预判 2026 年算力产业链将进入“全链通胀”周期，行业景气度将从核心芯片向 AIDC、云与算力服务、配套电力设备及服务器等环节全面外溢。

AIDC 投建力度持续高景气：1) 海内外大厂 CapEx 持续高增，硅谷四大科技巨头 2026 年 CapEx 将高达 6500 亿美元，AI 军备竞赛进一步加剧，具体看：亚马逊成为四家中投入规模最大的企业，将 2026 年资本支出目标定在 2000 亿美元；Alphabet 的资本支出计划高达 1750 亿美元-1850 亿美元，同比接近翻倍；Meta 预计全年资本支出将增至 1350 亿美元，同比增幅或达 87%；微软同期公布其第二季度资本支出同比增长 66%，预计其截至 6 月的财年资本支出将逼近 1050 亿美元。2) 智算中心持续扩容，国产替代加速。根据 IDC 数据，2020 年中国智能算力规模为 75.0EFLOPS，到 2028 年预计将达到 2,781.9EFLOPS，预计 2020-2028 年复合增长率达到 57.1%。在多维度数据与产业动态的交叉印证下，AI 算力基础设施投建力度维持高位，AIDC 环节呈现持续高景气扩张态势。3) 根据公司公告援引科智咨询数据，预计 2025 至 2029 年期间，中国整体 IDC 行业年化复合增长率将达约 32%，驱动市场规模加速扩容，2029 年将攀升至 25,207.8 亿元。

Token 消耗加剧，字节 AI 投入力度持续加大。字节跳动旗下火山引擎披露，截至 2025 年 12 月，豆包大模型日均 Token 调用量已经超过 50 万亿，半年内增长 200%，比去年同期增长了 10 倍，在全球仅次于 OpenAI 和 Google。Token 的消耗大战，也让字节更激进地在算力和资本开支上布局。2025 年 12 月 23 日，《金融时报》报道，字节计划在 2026 年豪掷 1600 亿元加码 AI，其中一半预算将用于采购 AI 芯片。

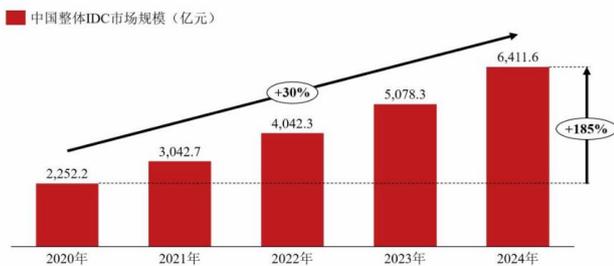


图表33: 2020-2028 年中国智能算力规模及预测 (EFLOPS, 基于FP16 计算)



来源: 沐曦招股说明书援引 IDC 数据, 国金证券研究所

图表34: 2020-2024 年, 中国整体 IDC 行业市场规模以约 30% 的年化复合增长率高速增长



图表35: 预计 2025 至 2029 年期间, 中国整体 IDC 行业年化复合增长率将达约 32%



来源: 公司公告引用科智咨询《2024-2025 年中国 IDC 行业发展研究报告》, 国金证券研究所

来源: 公司公告引用科智咨询《2024-2025 年中国 IDC 行业发展研究报告》, 国金证券研究所

2.3 电算深度耦合: 构建“绿电+液冷+智算”全栈生态

数据中心与智算产业是典型的“电老虎”, 电力指标与用电成本成为制约算力节点扩张的瓶颈。公司作为高端铝箔与化工新材料巨头, 其传统主业化成箔等属于典型的高耗能产业, 历经多年深耕, 积累了强大的电力调配基数与指标获取能力。截至 2024 年末, 公司共有 7 个生产基地, 其中包括内蒙古乌兰察布基地-世界级的化成箔、积层箔生产基地; 湖北宜都基地-化成箔、电池箔生产基地; 广东韶关基地-电子新材料产品生产基地、华南地区最大的化工生产基地等。

公司收购秦淮数据后, 将实现“上游材料—中游组件—下游运营”的闭环。公司自研的液冷材料和积层箔电容器有了最大规模的应用场景, 而秦淮数据的算力基地则获得了性能更优, 成本更低的硬件支撑。双方也将共同构建“产-算-电”一体化新模式, 深度聚合区域绿色能源优势、东阳光集团全产业链硬核实力以及秦淮数据超大规模算力运营能力, 一举打通绿电供给、核心材料与技术、智算服务到终端 AI 场景应用的全产业链条。该模式已在内蒙古乌兰察布、广东韶关、湖北宜昌逐步落地。

- 韶关: 2025 年 11 月 28 日, 韶关市人民政府、深圳市东阳光实业发展有限公司、北京秦淮数据有限公司合作框架协议签约仪式。东阳光计划联合秦淮数据在韶关打造超大规模 GW 级别的绿色智算中心。同时, 首期启动项目将落地曲江开发区, 计划用地面积 198 亩, 将建设约 6 万个标准机架, 建成 150MW IT 容量。
- 乌兰察布: 2025 年 12 月 3 日, 乌兰察布市人民政府、深圳市东阳光实业发展有限公司、北京秦淮数据有限公司合作框架协议签约仪式。未来, 东阳光计划联合秦淮数据在乌兰察布打造 GW 级规模的零碳智算园区。
- 宜昌: 2026 年 1 月 4 日, 宜昌市人民政府、深圳市东阳光实业发展有限公司、北京秦淮数据有限公司合作框架协议签约仪式。根据协议, 东阳光集团、秦淮数据集团将在宜昌打造中部地区具有重要影响的绿色智算融合园区, 在宜都投资建设零碳智算



产研基地。此外，东阳光集团还将在宜都布局新材料产业项目。

图表36: 乌兰察布数据中心签约仪式

图表37: 宜昌数据中心签约仪式



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

来源: 公司公众号, 国金证券研究所

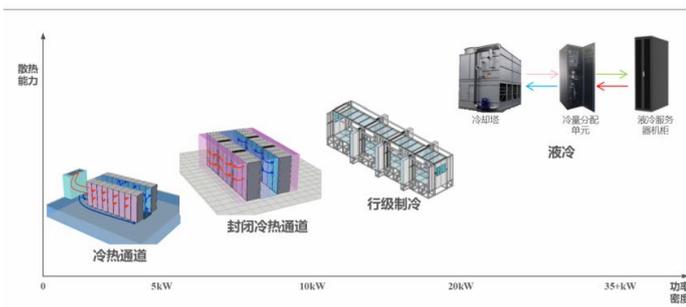
三、液冷: 从上游材料延伸至终端解决方案, 客户渠道能力或被低估

3.1 液冷技术: 算力发热突破物理极限与 PUE 监管倒逼下的必然选择

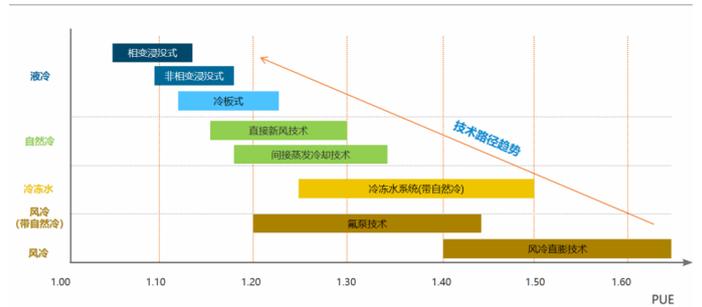
液冷技术是算力发热突破物理极限与 PUE 监管倒逼下的必然选择。1) 随着数字时代数据量的爆炸式增长和 AI 大模型的发展, 单机柜功率密度与芯片热流密度持续飙升。当高算力服务器的发热量达到特定临界点时, 传统风冷技术的散热能力已彻底触及物理天花板, 无法有效保障设备的稳定运行, 必须依靠比热容更大、换热效率极高的液体介质来破局。根据实验数据, 当芯片功率超过 300W 时, 传统风冷系统散热能力便已失效, 芯片热失控风险急剧升高。液冷技术利用液体比热容高于空气的优势, 通过与发热元器件紧密结合, 实现对芯片精准散热, 芯片结温可降低约 15°C 至 25°C, 充分满足了高密部署场景下的芯片散热需求。2) 在“双碳”目标与能耗双控的宏观背景下, 国家对数据中心 PUE (电能利用效率) 指标的限制日益收紧。液冷利用液体的高导热、高传热特性, 在进一步缩短传热路径的同时充分利用自然冷源, 实现了 PUE 小于 1.25 的极佳节能效果; 还能有效优化数据中心的长期 TCO (总体拥有成本), 在假设算力规模相同时, 对于单个机架功率为 20kW 的场景, 使用液冷技术可以比传统的风冷方案节省大约 10% 的投资成本; 而当单个机架功率增加到 40kW 时, 这一比例上升到了 14%。

图表38: 机柜功率密度与制冷方式: 液冷作为新兴制冷技术, 被应用于解决高功率密度机柜散热需求

图表39: 数据中心制冷技术对应 PUE 范围: 液冷可实现 PUE 小于 1.25 的极佳节能效果



来源: 中兴通讯液冷白皮书, 国金证券研究所

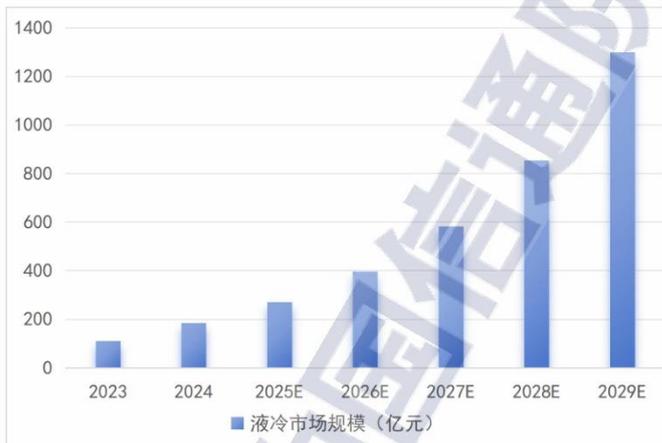


来源: 中兴通讯液冷白皮书, 国金证券研究所

我国液冷市场规模逐年扩大。根据中国信息通信研究院测算, 2024 年我国智算中心液冷市场规模达到了 184 亿元, 较 2023 年同比增长 66.1%。预计未来经过 5 年增长, 到 2029 年我国智算中心液冷市场将达到约 1300 亿元。



图表40: 我国智算中心液冷产业规模逐年扩大, 预计到2029年将达到约1300亿元



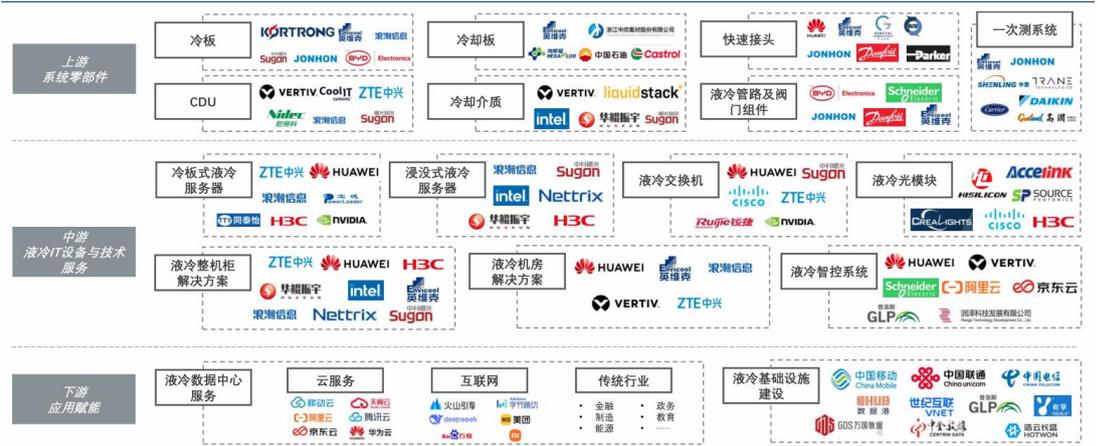
来源: 中国信息通信研究院, 国金证券研究所

智算中心液冷产业链可系统划分为以关键零部件和冷却介质为主的上游, 以液冷 IT 设备与整体解决方案为主的中游, 以及以智算中心建设与算力应用实践为主的下游。公司的液冷布局主要涉及液冷板核心部件、浸没式核心材料(氟化冷却液)以及液冷方案供应商。

- 上游液冷系统涉及多类零部件。冷板和快速接头是冷板式液冷系统在机房侧(即二次侧)的特有组件; 冷却介质槽是浸没式液冷系统在二次侧的重要组成单元; 冷却液、冷量分配单元、一次侧冷源、管路及阀门组件是两类液冷系统的通用组成部分。1) 冷板: 通过界面材料与发热器件直接接触实现换热。2) 冷却液: 核心热交换介质, 按化合物类型可分为水基冷却液和非水基冷却液。冷板式液冷系统的冷却液在冷板流道中流动, 不与主板和芯片等电子器件直接接触, 因此除两相冷板系统外, 多采用水基冷却液。对于浸没式液冷系统, 由于冷却液直接和电子器件接触, 需保证冷却液在最不利工况下, 仍然能够保持绝缘特性, 故全部采用不含水的非水基冷却液。非水基冷却液包括油类物质(碳氢化合物、有机硅类化合物)和电子氟化液(碳氟化合物); 3) 冷量分配单元 CDU: 在液冷系统中起到环路热交换以及冷却液流量分配两个关键作用。
- 中游为液冷系统技术服务。中游聚焦系统的分层设计与协同管理, 旨在降低液冷应用门槛。1) 液冷机柜系统解决方案: 通过整机柜交付降低系统部署难度。2) 液冷机房级解决方案: 在机柜方案基础上整合配电与冷源等基础设施, 具备从一次侧冷源到二次侧计算节点的端到端交付能力。3) 液冷智控系统: 作为系统的神经中枢, 通过各类智能传感器, 实现对机房环境温度、CDU 负载、液体渗漏等运行数据的实时监控与动态调优。
- 下游为液冷应用场景。下游涵盖各类智算中心的建设与服务主体, 是拉动中上游技术迭代与产能释放的绝对驱动力。1) 互联网企业: 拥有最庞大、最前沿的智算需求, 是高功率服务器散热革新的核心拉动者。目前服务于该领域的液冷设备规模已占市场总规模一半以上。2) 电信运营商: 为应对 AI 算力需求并满足日益趋严的能耗监管(PUE 指标), 正积极稳步推进液冷智算中心的全国布局。3) IDC 运营商: 面对智算需求的爆发, 第三方数据中心服务商正抢先谋划液冷机房建设, 以抢占算力红利。4) 传统行业: 液冷智能算力正加速向金融、制造、交通、医疗等全行业渗透, 成为其数字化、智能化转型的关键支点。



图表41: 智算中心液冷产业全景

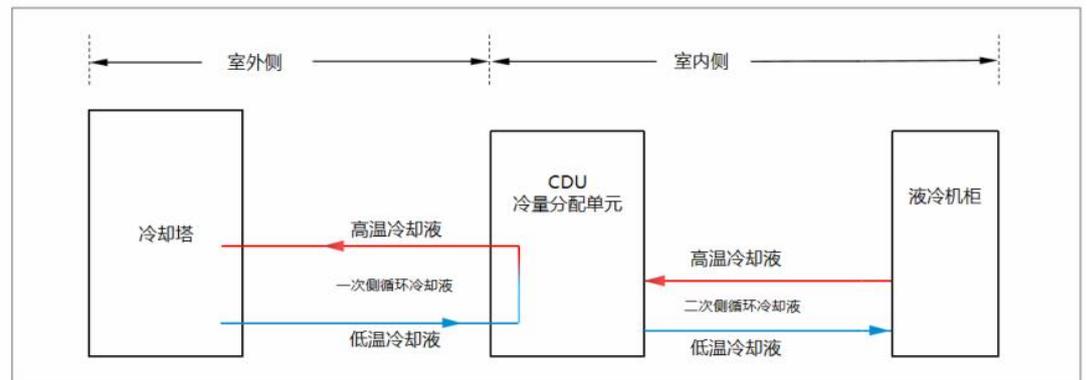


来源: 中国信息通信研究院, 头豹研究院, 国金证券研究所

液冷散热技术主要分为冷板式液冷、浸没式液冷和喷淋式液冷。其中，冷板式液冷因其技术成熟度高、兼容性强、改造成本低等优势；浸没式液冷因其高效散热性能和环境友好性，逐渐成为市场关注的焦点。浸没式液冷主要使用电子氟化液作为冷却介质，其透明、无味、不可燃、低毒性、无腐蚀性、运行温度范围广、热稳定性和化学稳定性高，且具有优异的介电常数、理想的化学惰性的优良的导热性能，因其对环境友好，兼容性强而广泛用做 5G、物联网、大型数据中心及人工智能超算中心等服务器散热用途。

液冷系统通用架构及原理如下图所示；室外侧包含冷却塔、一次侧管网、一次侧冷却液；室内侧包含 CDU、液冷机柜、ICT 设备、二次侧管网和二次侧冷却液。

图表42: 液冷系统通用架构原理图

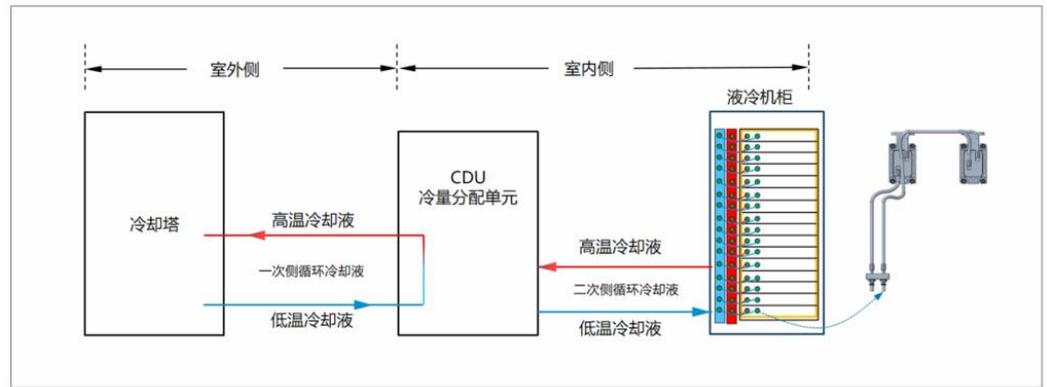


来源: 中兴通讯液冷白皮书, 国金证券研究所

- 冷板式液冷散热原理: 1) 液冷板与芯片贴合; 2) 芯片设备热量通过热传导传递到液冷板, 工质在 CDU 循环泵的驱动下进入冷板, 之后在液冷板内通过强化对流换热吸收热量温度升高, 高温工质通过 CDU 换热器将热量传递到一次侧冷却液, 温度降低; 3) 低温的工质再进入循环泵, 一次侧冷却液最终通过冷却塔将热量排至大气环境中。
- 浸没式液冷是以冷却液作为传热介质, 将发热器件完全浸没在冷却液中, 发热器件与冷却液直接接触并进行热交换的制冷形式。以单相浸没液冷系统原理为例: 1) CDU 循环泵驱动二次侧低温冷却液由浸没腔体底部进入, 流经竖插在浸没腔体中的 IT 设备时带走发热器件热量; 2) 吸收热量升温后的二次侧冷却液由浸没腔体顶部出口回流回 CDU; 3) 通过 CDU 内部的板式换热器将吸收的热量传递给一次侧冷却液; 4) 吸热升温后的一次侧冷却液通过外部冷却装置(如冷却塔)将热量排放到大气环境中, 完成整个制冷过程。

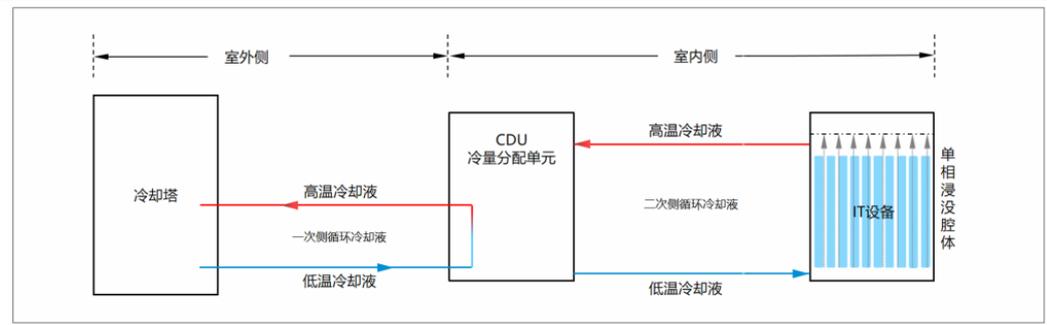


图表43: 冷板式液冷系统原理图



来源: 中兴通讯液冷白皮书, 国金证券研究所

图表44: 单相浸没液冷系统原理图



来源: 中兴通讯液冷白皮书, 国金证券研究所

公司从冷板式液冷和双相浸没式液冷两大方向进行布局, 构建起从上游核心材料(如自研氟化冷却液)、中游关键部件(冷板、CDU等), 到下游全场景解决方案的垂直产业链。1) 产品范围广泛, 包括冷板式液冷核心部件及相关服务。通过参股掌握双相浸没液冷技术的芯寒科技、专注设计的大图热控以及国内 VCSEL 芯片领域的头部企业纵慧芯光公司完善了从技术到生产的全产业链布局。2) 在市场拓展方面, 公司与韶关市政府合作, 融入“东数西算”战略, 同时, 公司与中际旭创共同成立深度智冷, 致力于推广液冷散热方案。3) 公司积极储备技术, 具备冷板及浸没式液冷部件的设计、生产及组装能力, 为未来的市场拓展和产业可持续发展做好了充分准备。

图表45: 公司液冷产业链全景布局图



来源: 国金证券研究所绘制

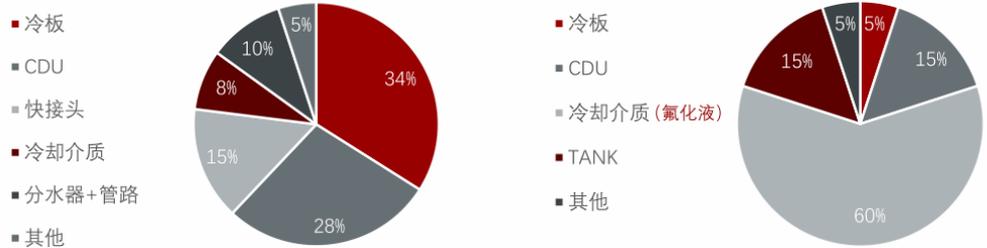


3.2 冷却液&冷板：公司在液冷上游核心价值环节具备禀赋

液冷产业链上游是整体产业链的核心基础支撑。根据头豹研究院，以冷却液、冷板、快接头、CDU 等高价高壁垒环节直接决定系统散热效率、安全性与可靠性，亦是液冷全产业链的利润核心。

图46：冷板式液冷/浸没式液冷各环节价值占比，冷板/CDU/冷却介质均为高价值环节

冷板式液冷各环节价值占比（英伟达GB300液冷机柜为例） 浸没式液冷各环节价值占比（50kW通用型机柜为例）



来源：头豹研究院，国金证券研究所

冷却液：从“制冷剂”到“电子氟化液”，浸没式液冷的“血液”

浸没式液冷中，电子氟化液是核心材料，被誉为冷却系统的“血液”。根据信通院，对于浸没式液冷系统，由于冷却液直接和电子器件接触，需保证冷却液在最不利工况下，仍然能够保持绝缘特性，故全部采用不含水的非水基冷却液。非水基冷却液不仅要求具备优秀的绝缘能力，同时还应满足严苛的性能及可靠性指标。在非水基冷却液的产品序列中，以全氟聚醚、全氟烯烃为代表的电子氟化液因其卓越的性能和广泛的适用性，持续受到业界的关注。氟化液作为非导电冷却介质，可直接浸没主板与芯片，实现高效热传导（导热系数约为水的 1/3，但比空气高数十倍），降低 PUE 值至 1.05 以下。其应用亦面临多重挑战：首先，冷却液长期冲刷可能对器件表面性能造成潜在影响；其次，冷却液成本高昂（为单相浸没式液冷的 10 倍，国产化后仍达 5 倍，单价超 50 美元/L）；需对服务器进行专门改造以适应浸没环境，部分硬件如光纤光模块可能因浸没失效，通用性受限；最后，含全氟和多氟烷基物质(PFAS)成分的冷却液(如 3M Novec)具有环境持久性和生物毒性，维护过程中释放的 PFAS 蒸气亦会增加环境监管风险。

公司前瞻性地布局了氯碱化工业务，具有氟化冷却液全产业链布局。公司逐步拓展并发展出一条完整的氯氟循环经济产业链，涵盖氯碱化工、甲烷氯化物、氟化工（主要聚焦新型环保制冷剂）以及氟精细化工等多个关键环节，且进一步着手打造“盐矿/萤石矿-氯碱/氢氟酸-甲烷氯化物-R22-TFE-HFP-氟化冷却液”的液冷科技产业链。在主流氟化冷却液方面，公司已储备全氟聚醚的中试技术以及六氟丙烯低聚体的商业化工艺技术。

图47：不同类型氟化液综合性能对比

类型	全氟饱和化合物	全氟不饱和化合物	氢氟饱和化合物	氢氟不饱和化合物
沸点范围/°C	55 ~ 270	45 ~ 128	55 ~ 167	大部分高于 110, 少部分为 33
介电常数	<2	<2	6	5.48
稳定性	高	高	中等	中等
全球变暖潜数值 (GWP)	>5 000	<500	氢氟烃: 1 600 氢氟醚: <530	极低
材料兼容性	与大多数电子材料(如塑料、金属)兼容, 但需注意在高温或高压下的稳定性, 可能导致微空化		与大多数硬塑料和有限的弹性体兼容, 溶解性略高于全氟化合物, 需要根据具体应用确认兼容性	
市场应用评估	GWP 值限制使用, 其他性能优越	全氟烯烃: 易于合成 全氟烯基胺、全氟烯基醚: 难以合成	分子极化能力强, 介电常数大, 浸没应用受限	介电强度、体积电阻率较低, 物化性质可调, 适用间接冷板液冷

来源：中兴通讯《相变浸没式液冷系统研究》，国金证券研究所

冷板：从“钎焊箔”到“冷板”，冷板式液冷的“骨骼”

在冷板式液冷系统中，冷板通过与发热元件接触实现换热。冷板主要由冷板基板、流道盖板、流体通道构成。冷板基板为冷板的底层部件，通过界面材料与发热器件直接接触。流道盖板为冷板的顶层部件，与基板密封形成封闭的腔体。冷板整体预留有配管或连接口，冷却液流过流体通道，并通过与流体通道的接触实现换热。冷板的设计形态、加工工艺多样，主要分为冲压冷板、CNC 加工(CNC machining, 计算机数字化控制精密机械加工)冷板以及圆管冷板。冷板内部流道可根据发热元件的功率采用不同方案，小功率元件冷板可直接采用 CNC 流道、金属管嵌管等方案，大功率元件的冷板多采用铲齿工艺。



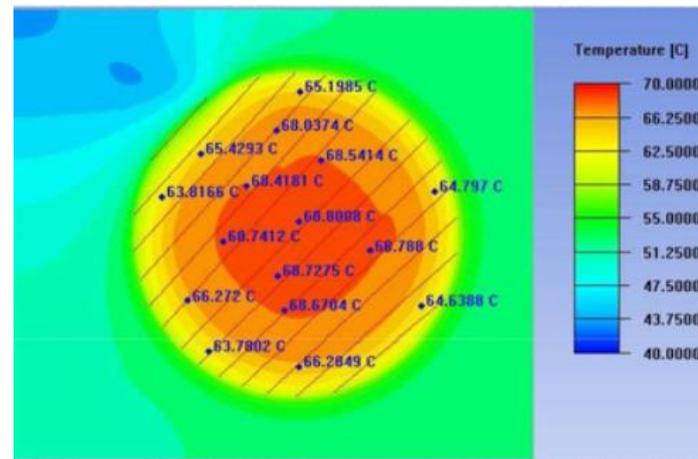
公司具备冷板制造过程中的钎焊箔原材料优势及流道设计、真空钎焊工艺优势。液冷板工艺流程来看，液冷板的生产工艺流程主要包括原材料准备、流道成型加工、清洗与预处理、焊接工艺、后处理与精加工以及质量检测与测试等步骤。冷板质量管控的核心在于严防漏液风险，而突破这一瓶颈的工艺要点包括：1) 复合材料准备环节，公司高端铝箔产品线涵盖电子光箔、亲水箔、钎焊箔、电池铝箔、包装铝箔等，引进日本钎焊箔先进技术，产能规模和技术水平领先，具备上游材料优势；2) 流道设计环节，水冷板的流道设计不仅要满足散热要求，还要考虑水冷板的温度均匀性和流动阻力。所以要实现冷板温度的均匀，每个流道的流量均匀是必要条件；3) 真空钎焊环节，真空钎焊是通过两块母板之间填入钎料再放置到真空钎焊炉中进行加热焊接，十分适合焊接水道较密集的散热板。但真空钎焊所需时间比较长，钎料容易流失，容易导致水道漏水，成品率受到工艺熟练程度影响。针对第 2 和 3 点，公司战略并购签约的大图热控，是国内大功率高热流密度芯片液冷相变冷却元件设计制造商，在流道设计、真空钎焊等环节工艺上具有深厚的技术积累。

图表48: 冷板制作工艺流程



来源：热管理网，国金证券研究所

图表49: 水冷板仿真设计



来源：大图热控官网，国金证券研究所

图表50: 真空钎焊水冷板工艺



来源：大图热控官网，国金证券研究所

3.3 液冷产品方案、客户渠道及产能逐步补齐

并购专注设计的大图热控，强化前端研发与客户定制能力。2025年12月5日，公司宣布，旗下专注液冷业务的子公司浙江东阳光液冷科技有限公司已与苏州大图热控实际控制人完成并购框架协议签约。大图热控是行业内高功率芯片液冷技术领导者，通过本次并购，公司在液冷技术与高性能散热领域的战略布局迈入关键阶段，将进一步提升其在数据中心与AI服务器散热领域的核心竞争力。

大图热控：在仿生流道、微通道结构设计等关键技术方向具备深度积累。大图热控致力于CPU、GPU、AISC、IGBT等高功率芯片液冷板的设计和生 产，创始人 为清华热能系博士毕业，曾任职于台湾散热企业AVC，具有三十年散热经验；核心团队长期深耕电子散热领域，在仿生流道、微通道结构设计等关键技术方向具备深度积累。大图热控已累计向100余家客户提供液冷板样品及定制化开发服务，产品性能已通过国际一线服务器厂商测试并



进入审厂阶段，在行业内具备良好的口碑。大图热控现具备约 40 万片/年的液冷板设计与生产能力，可为公司液冷板进入规模化量产奠定基础。

大图热控结合自身技术开发出散热解决方案，经测试满足客户需求的方案进入量产。设计研发、样品交付、量产交付，公司均能做到敏捷交付，提供优质的售后服务，提供线上和现场的高效服务响应。公司提供以下产品：1) 芯片液冷板：CPU、GPU、DPU、光模块、ASIC、IGBT 芯片、LED、射频芯片液冷板，可以做英伟达（4090、5090、H100 和 GB200 都有液冷板产品）、AMD、Intel 全系列芯片液冷板，可以做摩尔线程、沐曦、壁仞、龙芯、昆仑芯、申威、飞腾、海光等信创芯片液冷板。2) 液冷模组：液冷板、分水器、管路、快接头、漏液检测线。3) 显卡风改液：可以做显卡风冷改液冷的改造。

图表51：大图热控产品矩阵表

行业	客户范围	应用场景	发热元件
大计算	数据中心	服务器、工作站	CPU、GPU、电源、风改液
	服务器	服务器、工作站	CPU、GPU、DPU、ASIC、光模块、内存、硬盘、电源
	交换机	交换机	ASIC、光模块
	显卡	显卡	GPU
	芯片	测试设备	CPU、GPU、TEC

来源：大图热控公众号，国金证券研究所

战略投资芯寒智能，补齐双相浸没式液冷领域能力。2025 年 7 月，芯寒智能宣布完成数千万元人民币种子轮融资，由东阳光独家战略投资。芯寒智能成立于 2025 年，是国内掌握自适应双相液冷智能调控核心技术的创新企业，已开发双相流态感知与智能控制融合技术，并成功应用于下一代双相浸没和双相冷板热管理系统。公司依托高校实验室多年技术积累，由热管理领域的资深教授担任首席科学家，创始团队为全浙大硕博阵容，核心成员拥有华为云、阿里云、浪潮信息等一线企业背景，兼具研发与产业化交付能力。芯寒掌握的双相浸没式液冷技术，具备良好的结构密封性、高效的冷媒筛选测试能力，以及自研相变换热控制系统等突破性优势，支持单机功率密度达 400kW、PUE 低于 1.1，在多家头部企业实现了样机应用和产业化验证。

芯寒三款 CDU 核心产品成功交付，全面实现液冷核心部件冷板模组与 CDU 系列产品的产业化突破。芯寒于 2026 年 2 月 5 日实现 160kW 冷板式 CDU（L2A）、2MW 冷板式 CDU（L2L）、50kW 单相浸没式 CDU（L2L），三款核心产品圆满交付成功，标志着芯寒智能已全面实现液冷核心部件冷板模组与 CDU 系列产品的产业化突破。



图表52: 芯寒 CDU 产品展示



来源: 芯寒智能公众号, 国金证券研究所

合作中际旭创成立深凛智冷合资公司, 拓展客户渠道能力。2025年3月8日, 公司与中际旭创在苏州举行液冷项目合作签约仪式, 设立合资公司广东深凛智冷科技有限公司。合资公司旨在整合双方优势资源, 聚焦液冷散热整体解决方案的全球市场推广, 打造从技术标准制定到商业化落地的全链条竞争力。此次签约, 标志着双方将在液冷这一战略新兴产业进一步深化全面合作, 开启全方位、深度合作新篇章。通过合作, 双方将携手为保障液冷产业链、供应链的稳定提供坚实支撑, 为液冷产业的高质量发展注入新动力。

图表53: 中际旭创&东阳光液冷项目合作签约仪式



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

液冷一期试生产成功, 产能迈入释放期。浙江东阳光液冷组件项目一期自2025年10月1日动工, 经三个月高效建设, 于12月31日顺利启动H200冷板模组的全工序试生产。首批产品经多轮严苛测试, 散热效率、密封性等关键指标均达到设计标准, 完全满足高密



度算力场景需求,标志着公司在液冷核心组件领域实现了从技术储备到产业落地的关键跨越。该项目一期总投资 3 亿元,占地 2.1 万平方米,全面投产后将形成年产微通道水冷板模组 3.1 万套、水冷板模组 3.1 万套、相变冷板模组 7.8 万套、CDU 1000 套及 UQD 27.1 万套的生产能力,达产后可实现年产值 10 亿元。产品具备散热高效、密封可靠、适配广泛等特点,可广泛应用于智算中心、超算中心、边缘计算节点及智能驾驶算力平台等领域。项目二期计划于 2026 年启动。

图表54: 浙江东阳光液冷组件项目一期



来源: 公司官方公众号, 国金证券研究所

四、积层箔技术国内领先, 与台达共同发布 SST 方案

4.1 SST 及积层箔电容器, 数据中心供电架构演进的“钥匙”

AI 工作负载的指数级增长正在增加数据中心的功率需求。算力提升推动机柜的功率密度越来越高, 英伟达 GB200NVL72 单机柜功率 120kW, GB300 NVL72 单机柜功率 132kW, 未来基于 Rubin 架构的 VR200 NVL 系列, 以及基于 Rubin Ultra 架构的 VR300 NVL 系列, 单机柜功率将会达到数百千瓦甚至 1MW。而根据现有电网转供电方案, 连“从区域主流中压(如 13.8kV 或 10kV)到 GPU 0.65V”的转换链路都要经过 6 级, 高额能耗成本与资源损耗问题令人忧心。传统供电架构就像“小水管供大水田”——铜材堆得越多, 损耗越大; 转换环节越繁, 故障风险越高。

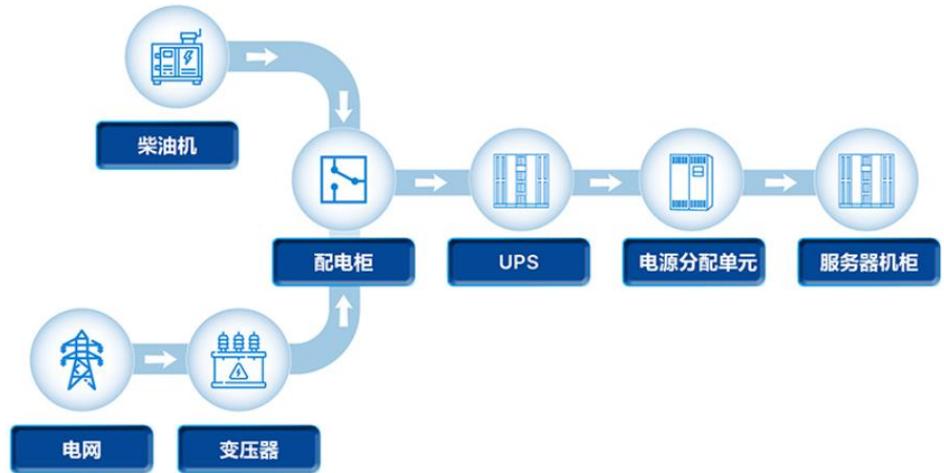
图表55: AI 芯片到数据中心用电需求



来源: 台达官网, 国金证券研究所



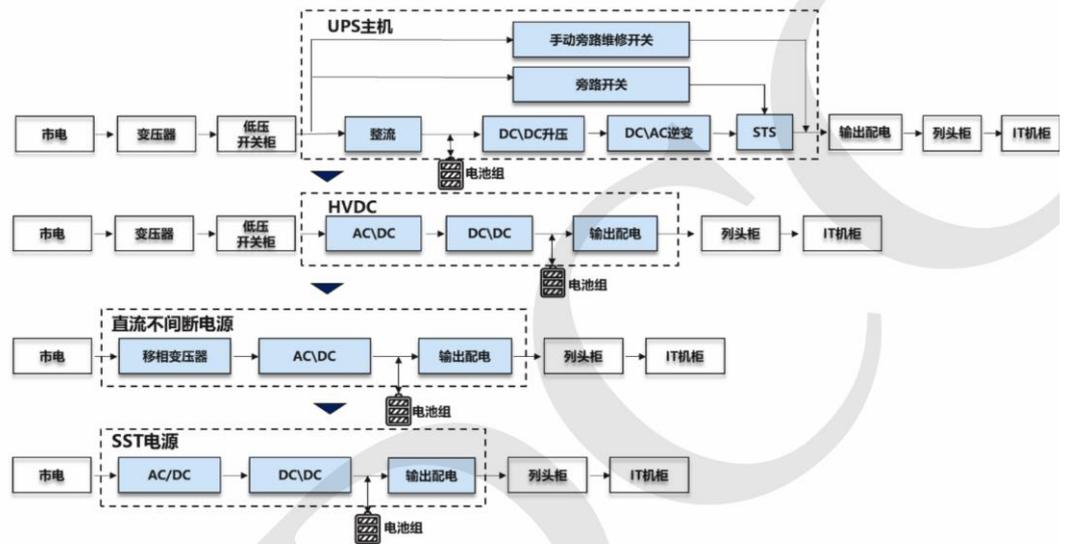
图表56: 传统数据中心 54V、UPS 供电架构: 存在空间限制、铜缆过载、低效转换等问题



来源: 台达官网, 国金证券研究所

供电制式由传统低压交流向高压直流及 SST 固态变压器方向升级。为应对高功率密度挑战, 供电技术路线逐步向高压直流演进, 从基于 UPS 的传统交流供电系统, 演变到输出 DC240V 或 DC336V 的高压直流 (HVDC) 系统, 再到采用移相变压器的 10kV 交流输入直流不间断电源系统, 最终升级为采用高效率的第三代功率半导体器件取代传统变压器设备的 SST (固态变压器) 电源系统。SST (固态变压器) 电源系统作为进阶版, 采用高效率的第三代功率半导体器件取代传统的变压器设备进行调压和整流。SST 系统具备链路更短、效率更高、体积更小、重量更轻、控制更方便的特征, 代表了当前数据中心直流供电系统的主要发展方向。从 2027 年开始, NVIDIA 正在率先向 800V HVDC 数据中心电力基础设施过渡, 以支持 1 MW 及以上的 IT 机架。

图表57: 数据中心供电系统演变



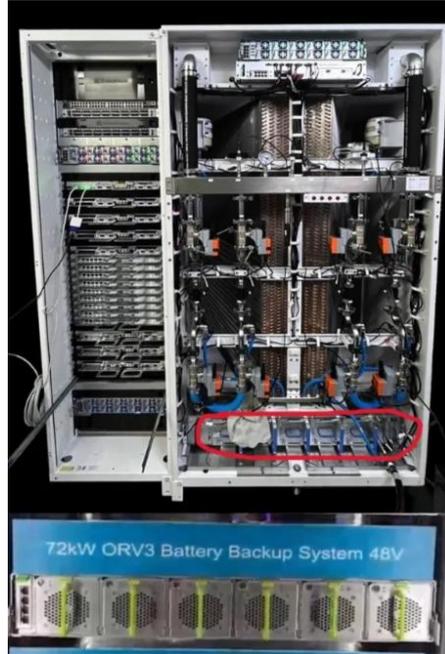
来源: 数据中心 800V 直流供电技术白皮书 V2.0, 国金证券研究所

AIDC 中为什么需要超级电容? AI 服务器领域, 随着英伟达 GB300 等顶尖芯片的部署, AI 机柜在运行时会产生极高的瞬时功率需求, 这种毫秒级的波动常让传统 UPS 响应不及。AIDC 中引入超级电容主要是为了解决高能耗、瞬时电力需求和能源稳定性等关键问题。超级电容在 AI 数据中心中的主要应用场景包括: 1) AI 突发性负载, AI 训练和推理任务常伴随突发性算力需求, 导致电力负载瞬间飙升。超级电容可在瞬间响应电力波动, 避免传统 UPS 因响应速度慢导致的电压暂降或宕机。2) GPU/TPU 的供电稳定性, AI 芯片在并行计算时可能因瞬时电流激增引发供电不稳定, 超级电容可作为“缓冲器”平滑电流波动, 保护硬件免受损害。3) 无缝切换备用电源, 当主电源故障时, 超级电容可无缝接管供电, 为柴油发电机或燃料电池启动争取时间, 避免因微秒级断电导致的数据丢失或硬件损伤。4) 辅助电池工作, 超级电容器可以与传统电池配合使用, 作为电池的补充。在短时间的功率需求高峰期间, 超级电容器承担主要的放电任务, 从而减轻电池的工作负担,



延长电池的使用寿命。据悉，一台 GB300 NVL72 机架约需配置 300 个超级电容器，市场空间极具想象力。

图表58: GB300 电源结构: 需要 5 个 BBU 模块和超过 300 个超级电容器



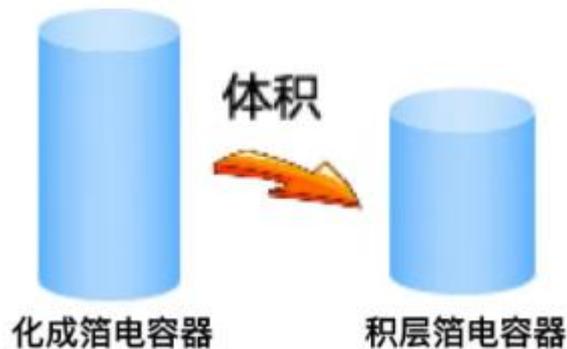
来源: 芝能智芯公众号, 国金证券研究所

4.2 积层箔电容器突破算力供电瓶颈，与台达共同发布 SST 方案

积层箔电容器: 突破 SST 核心瓶颈的“钥匙”。正如前文提及的, 固态变压器 (SST) 则是打通芯片端“微循环”的钥匙, 对应这巨大的市场需求, 公司快速协同产业布局 SST 领域, 切入 SST 系统中技术门槛最高、性能制约最明显的核心组件: 电容器, 并凭借积层箔电容器实现了对传统产品的全面超越。这一突破源于材料与工艺的双重革新: 其一, 采用全球独家专利的积层箔作为阳极材料; 其二, 创新采用粉末烧结工艺替代传统腐蚀工艺。正是这根本性的革新, 使产品性能获得显著跃升: 相较于传统电容器, 积层箔电容器比容提升 20% 以上, 同等容量下体积缩小 20%-40%, 阻抗显著降低, 完美适配服务器电源高功率密度的设计需求。

积层箔技术积累及全产业链模式构筑公司护城河。公司能实现如此突破, 并构建起深厚的技术护城河, 关键在于其“独家技术”与“全产业链”的双重驱动模式。在技术端, 公司不仅手握全球独家专利的积层箔材料, 还实现生产过程无“三废”排放和减少高纯铝用量 40% 以上, 将高性能与环保可持续融为一体。在产业端, 公司是全球唯一一家拥有“铝锭-电子光箔-腐蚀箔/积层箔-化成箔-电容器”全产业链的企业, 这种垂直整合能力确保了从源头创新到终端应用的快速贯通。

图表59: 相较传统电容器, 积层箔电容器比容提升 20%+, 同等容量下体积缩小 20%-40%



来源: 公司公众号, 国金证券研究所

与台达共同发布 SST 方案, 从实验室到数据中心规模化应用已验证。技术的价值需要市



场的验证。2025年11月，公司携手台达、秦淮数据等企业联合发布了全球首个基于SST的智能直流供电系统方案，并落地秦淮数据中心产业园中，公司积层箔电容组助力该系统实现1兆瓦（MW）在1平方米空间内的稳定运行，将供电系统空间占用缩减了50%以上。这一成果不仅验证了技术的可行性，更展示其在高端数据中心场景的可靠性、适配性，以及兼具提高能效与降低空间成本的经济价值。截至目前，公司积层箔电容器已获得全球超过100家服务器电源企业的认可，完成送样验证的规格超过280种，其中6款核心规格已实现稳定批量供货。

台达SST智能直流供电系统方案中，超级电容模块起到关键作用。台达的Power Rack，直接把“供电+备电”拧成了一个“能源管家”：它既是800V直流母线的配电中枢，能稳定输出570kW的高密度功率（相当于2.2米机柜里装下3个传统电源柜的容量）；又是“毫秒级备用电源”——内置的超级电容模块，电网波动时能0.1毫秒内补电，配合锂电池BBU，就算市电断了，也能支撑GPU完成当前任务再停机；且省掉了传统的“自动转换开关+配电单元”，整个链路从“电网→SST→Power Rack→GPU”，只剩3级，维护环节少了70%。从实际落地效果来看，某头部CSP的800VDC测试机房里，台达的设备已经稳定运行了6个月：以13.8kV为输入的中压系统进入SST，出来就是800V直流；Power Rack直接给20个GPU机柜供电，端到端效率稳定在92%以上，比传统方案省了近30%的能源成本。更关键的是，这套架构还能灵活扩容——未来算力加一倍，只需要再添一套SST，不用重构整个供电链路。

图表60：不同于传统AI机柜，台达Power Rack把“供电+备电”拧成了一个能源管家



来源：台达官网，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

因秦淮数据收购尚未完成，本次盈利预测暂未考虑秦淮数据并表。

收入及毛利率方面，我们认为，公司25/26/27年收入有望达143.14/180.75/220.31亿元，综合毛利率有望达21.0%/25.3%/25.8%：

1) 高端铝箔：公司通过突出差异化特色，打造核心竞争力，与客户形成深度绑定，12μ



m 高强度电池箔、减薄高强度光翅片、MB 翅片销量实现了大幅增长；乳源东阳光优艾希杰精箔有限公司产能提升项目建设，当前已具备年产铝及铝合金板带箔 15 万吨的生产能力；公司在宜都市建设的电池铝箔及相关材料项目中，电池铝箔一期工程（年产 6 万吨）已顺利建成投产，该工厂是国内少数全新设计的专业化电池铝箔生产基地，配备了德国阿亨巴赫铝箔轧机、赫克里斯磨床等行业内顶尖生产设备，目前正处于产能爬坡阶段；建设的年产 1.2 万吨涂炭铝箔工厂已全面完工，并已实现对国内动力及储能电池头部企业的批量供应。我们预计高端铝箔 2025-2027 年收入为 57.10/61.67/66.60 亿元，毛利率相比于 2024 年保持稳定，2025-2027 年保持在 4.5%。

2) 化工新材料: i) 第三代制冷剂市场需求不断提升，行业供需结构得到深度改善。一方面，第三代制冷剂供给实行配额管控；另一方面，下游市场需求同比显著增长，供求关系导致第三代制冷剂价格持续上涨，根据氟务在线，第三代制冷剂主流产品 R32 价格，已由 2024 年初 1.7-1.8 万元/吨涨至目前 5.7-5.9 万元/吨。公司作为行业内领先的第三代制冷剂企业，报告期内制冷剂业务利润快速攀升，显著增强了公司整体盈利能力。公司 2025 年度直接取得及通过购买同行配额等方式，最终拥有约 6 万吨配额，配额情况位居国内第一梯队。这一配额优势不仅巩固了公司在制冷剂市场的领先地位，更为公司未来的业绩增长提供了坚实保障。ii) 同时，为了驱动化工产业链纵深发展和升级，全力打造盐矿-氯碱-制冷剂-氟精细化工全产业链，公司子公司乳源东阳光电化厂参与了蓝恒达破产重整，取得其 100% 控制权，并获取了蓝恒达化工年产 17 万吨的折百碱生产指标及相关装置。报告期内，蓝恒达运营情况良好，盈利水平同比大幅提升，公司整体烧碱生产规模增加，经营业绩同步上升。考虑到配额红利下制冷剂将保持高景气，我们预计化工新材料 2025-2027 年收入为 47.33/75.72/106.01 亿元，25-26 年毛利率因景气周期上升至 36%，27 年周期因素影响下或小幅回落至 34%。

3) 电子元器件: i) 下游需求方面，随着电子信息制造业呈现持续恢复、结构向优的发展态势，叠加在数据中心以及储能行业快速发展的带动下，电子元器件行业需求持续回暖，公司凭借在电容器和电极箔领域的深厚技术积累、强大的研发实力、完善的产业链布局、先进的环保治理措施以及卓越的抗风险能力等核心竞争力，将持续受益于行业的复苏与升级。ii) 产能方面，随着公司积层箔产线的逐步放量，为配套积层箔及电容器产能，夯实全产业链布局，公司在乌兰察布稳步推进新建年产能 2,000 万平方米积层化成箔项目；在浙江东阳新建的超级电容器生产基地建设工作推进顺利，同时新设浙江东阳光储能科技有限公司，用于承接超级电容器产业化落地，为公司未来业务增长提供坚实支撑，进一步提升公司在电容器领域的综合竞争力。我们预计电子元器件 2025-2027 年收入为 38.72/43.37/47.70 亿元，毛利率保持稳定在 23%。

4) 能源材料: 25H1 公司能源材料板块整体经营表现稳健，公司通过客户开发和市场拓展、新产品升级、全价值链降本增效等措施，有效推动业务发展，提升经营效益。后续，公司将继续强化能源材料板块的技术创新与市场竞争力，优化资源配置，进一步提升运营效率。我们预计能源材料 2025-2027 年收入体量保持相对平稳，毛利率有望有所提升至 3.0%。

5) 液冷科技: 浙江东阳光液冷组件项目一期自 2025 年 10 月 1 日动工，经三个月高效建设，于 12 月 31 日顺利启动 H200 冷板模组的全工序试生产。首批产品经多轮严苛测试，散热效率、密封性等关键指标均达到设计标准，完全满足高密度算力场景需求，标志着公司在液冷核心组件领域实现了从技术储备到产业落地的关键跨越。该项目一期总投资 3 亿元，占地 2.1 万平方米，全面投产后将形成年产微通道水冷板模组 3.1 万套、水冷板模组 3.1 万套、相变冷板模组 7.8 万套、CDU 1000 套及 UQD 27.1 万套的生产能力，达产后可实现年产值 10 亿元。产品具备散热高效、密封可靠、适配广泛等特点，可广泛应用于智算中心、超算中心、边缘计算节点及智能驾驶算力平台等领域。项目二期计划于 2026 年启动。考虑产能建设情况，我们预计液冷科技将于 2026-2027 年实现收入 12/15 亿元；根据头豹研究院，公司产品所涉及的冷板、CDU、冷却液为液冷产业链中核心价值环节，行业平均冷板毛利率在 20%-30%，CDU 在 40%-60%，氟化液冷却介质在 40%-60%，此外，海外液冷龙头厂商维谛技术 Vertiv 4Q25 毛利率为 38.9%，因此我们预计公司液冷科技业务 2026-2027 年毛利率在 35%。

费用率方面，我们认为：

1) 研发费用率：公司积极拓展液冷、超级电容等 AI 算力业务，研发费用投入将会有所增加，我们预计 25/26/27 年公司研发费率分别为 4.2%/4.3%/4.3%。

2) 销售费用率：我们预计 25/26/27 年公司销售费率保持相对稳定，分别为 1.6%/1.6%/1.6%。

3) 行政费用率：2023 年公司股权激励费用较高，2024 年起预计将保持在相对较低水平，



我们预计 25/26/27 年公司管理费率为 3.2%/3.1%/3.1%。

投资收益：根据公司 2024 年年报，截至 2024 年 12 月 31 日，公司持有的广东东阳光药业股份有限公司股权公允价值约 27.43 亿元人民币；截至 2025 年 12 月 31 日，公司持有东阳光药 8.84% 股权，按照东阳光药收盘价 45.6 港币、5.77 亿总股本、以及 1CNY=1.1290 HKD 汇率测算，公司持有的股权公允价值为 20.6 亿人民币，东阳光药股价下跌带来的交易性金融资产公允价值计提约 6.8 亿元。

利润端，我们预计 25/26/27 年归母净利润分别为 3.41/19.15/25.94 亿元，归母净利率分别达 2.4%/10.6%/11.8%。

图表61：盈利预测：制冷剂高景气带动主业利润提升，液冷业务放量拉升整体盈利能力

(百万元, %)	2022	2023	2024	1H2025	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,699	10,854	12,199	7,124	14,314	18,075	22,031
YoY		-7.2%	12.4%	18.5%	17.3%	26.3%	21.9%
1、高端铝箔	4,034	4,412	5,191	2,907	5,710	6,167	6,660
YoY		9.4%	17.7%	9.2%	10.0%	8.0%	8.0%
毛利率	9.5%	6.3%	4.6%	3.6%	4.5%	4.5%	4.5%
2、化工新材料	2,830	2,279	2,704	1,968	4,733	7,572	10,601
YOY		-19.5%	18.7%	47.6%	75.0%	60.0%	40.0%
毛利率	19.1%	12.2%	26.1%	41.8%	36.0%	36.0%	34.0%
3、电子元器件	3,587	3,031	3,396	1,810	3,872	4,337	4,770
YOY		-15.5%	12.1%	13.9%	14.0%	12.0%	10.0%
毛利率	29.99%	19.80%	21.31%	22.59%	23.0%	23.0%	23.0%
4、能源材料	795	643	354	186	354	354	354
YOY		-19.1%	-45.0%	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	26.44%	-14.82%	-8.93%	13.16%	3.0%	3.0%	3.0%
5、液冷科技					0	1,200	1,500
YOY					-	-	25.0%
毛利率					35.0%	35.0%	35.0%
6、其他业务	453	489	554	253	554	554	554
YOY		7.8%	13.3%	8.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	34.95%	30.27%	26.08%	29.89%	26.0%	26.0%	26.0%
综合毛利率	20.2%	11.1%	14.6%	20.1%	21.0%	25.3%	25.8%
销售费用率	1.29%	1.79%	1.58%	1.80%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用率	3.17%	5.71%	3.56%	3.08%	3.2%	3.1%	3.1%
研发费用率	3.84%	3.95%	4.21%	3.67%	4.2%	4.3%	4.3%
归母净利润	1,243	-294	375	613	341	1,915	2,594
归母净利率	10.6%	-2.7%	3.1%	8.6%	2.4%	10.6%	11.8%

来源：公司财报，国金证券研究所（注：表格中标紫部分为预测值。）

5.2 投资建议及估值

对于制冷剂、氟化液等主业，我们选取巨化股份作为可比公司；对于液冷业务，我们选取英维克、申菱环境、高澜股份作为可比公司；对于 AI 电源业务，我们选取麦格米特、欧陆通作为可比公司；对于 AIDC 业务，我们选取光环新网、数据港作为可比公司。

上述公司 2026 年的估值中位数水平约为 77XPE。考虑到公司化工材料-液冷-AIDC-超级电容全产业链布局，具备成本优势和协同优势，给予公司 2026 年 80XPE，对应估值 1532



亿元人民币，目标价 50.90 元，给予“买入”评级。

图表62：可比公司 26 年 PE 平均数约为 77X

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600160	巨化股份	38.72	1.65	2.17	2.53	23.51	17.87	15.32
002837	英维克	97.22	0.75	1.18	1.74	129.52	82.10	55.95
301018	申菱环境	101.02	0.90	1.42	2.00	111.92	71.12	50.49
300499	高澜股份	38.27	0.13	0.34	0.66	287.10	112.56	57.98
300870	欧陆通	263.64	3.05	4.19	5.39	86.47	62.89	48.89
002851	麦格米特	117.64	0.61	1.65	2.67	194.32	71.16	44.07
300383	光环新网	15.17	0.01	0.21	0.28	1,920.25	71.09	54.35
603881	数据港	35.52	0.24	0.28	0.35	150.96	124.94	101.37
平均数						363.01	76.72	53.55
600673	东阳光	34.82	0.11	0.64	0.86	306.90	54.72	40.40

来源：公司财报，国金证券研究所（注：①截至 2026 年 3 月 13 日收盘；②可比公司盈利预测来自 Wind）

六、风险提示

■ AI 业务拓展不及预期的风险

公司花费大量的人力、物力、财力投入液冷、超级电容、AIDC 等 AI 算力方向，若 AI 业务拓展不及预期，或对公司未来业绩增长造成影响。

■ 市场竞争加剧的风险

数据中心、液冷、超级电容等属于算力基础设施，随着云计算和人工智能产业的快速发展，市场对这类基础设施的需求将进一步增加，从而吸引更多的资本进入该行业，市场竞争将更加激烈，或导致相关业务的整体毛利率下降。

■ 技术更新迭代的风险

技术创新是数据中心行业发展的重要驱动力，但新技术的研发和应用需要大量的资金投入和时间成本，技术创新的成果存在不确定性。在当前数字化浪潮汹涌与 AI 技术日新月异的背景下，算力基础设施市场需求显著变化。一方面，市场需求急剧增长；另一方面，对规模、能效、智能化水平及安全性提出了前所未有的高标准要求。行业竞争者若在技术创新与应用落地方面未能紧跟行业步伐，将可能陷入技术滞后的困境，从而对盈利能力构成潜在威胁。

■ 政策性风险

公司所处的电极箔及铝电解电容器行业和新能源相关产业，作为新一代功能材料领域，目前正受到国家政策的积极鼓励和支持。然而，若相关政策出现不利变动，或支持力度不及预期，可能对公司主要产品的生产和销售造成负面影响。特别是，为落实碳中和目标和能耗双控政策，国内若推行限制高电耗产业等政策，将直接影响公司生产过程中耗电量较高的化成箔产品。此外，制冷剂行业也面临着环保政策的严格监管，如对含氢氟氯烃（HCFCs）制冷剂的逐步淘汰，以及对新型环保制冷剂的推广要求，这可能改变制冷剂市场的供需格局和产品结构。

■ 大股东高比例质押的风险

根据 Wind 数据，公司第 1、2、4、6 大股东所持股份的质押比例极高，其累计质押的 12.44 亿股占其合计持股的 89.9%。若公司股价出现大幅波动，可能引发质押股份的平仓风险，并对公司股权结构的稳定性和市场信心造成负面影响。

■ 投资收益导致业绩大降的风险

公司持有香港上市公司东阳光药（6887.HK）8.84%的股权，根据会计准则，该部分权益法核算的投资收益受东阳光药经营状况及二级市场估值波动影响较大。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,699	10,854	12,199	14,314	18,075	22,031
增长率		-7.2%	12.4%	17.3%	26.3%	21.9%
主营业务成本	-9,332	-9,648	-10,419	-11,309	-13,500	-16,351
%销售收入	79.8%	88.9%	85.4%	79.0%	74.7%	74.2%
毛利	2,367	1,205	1,780	3,006	4,575	5,681
%销售收入	20.2%	11.1%	14.6%	21.0%	25.3%	25.8%
营业税金及附加	-89	-80	-79	-93	-118	-143
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-151	-194	-193	-229	-289	-353
%销售收入	1.3%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-371	-620	-434	-458	-560	-683
%销售收入	3.2%	5.7%	3.6%	3.2%	3.1%	3.1%
研发费用	-449	-429	-514	-601	-768	-947
%销售收入	3.8%	3.9%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	1,307	-116	560	1,624	2,840	3,555
%销售收入	11.2%	n.a	4.6%	11.3%	15.7%	16.1%
财务费用	-185	-365	-339	-598	-591	-518
%销售收入	1.6%	3.4%	2.8%	4.2%	3.3%	2.4%
资产减值损失	-7	-113	-41	0	0	0
公允价值变动收益	274	101	11	0	0	0
投资收益	71	98	79	-680	-1	10
%税前利润	4.7%	-28.9%	21.4%	n.a	n.a	0.3%
营业利润	1,520	-321	388	412	2,253	3,052
营业利润率	13.0%	n.a	3.2%	2.9%	12.5%	13.9%
营业外收支	-23	-20	-20	-10	0	0
税前利润	1,497	-341	368	402	2,253	3,052
利润率	12.8%	n.a	3.0%	2.8%	12.5%	13.9%
所得税	-198	1	7	-60	-338	-458
所得税率	13.2%	n.a	-1.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,299	-339	375	341	1,915	2,594
少数股东损益	55	-45	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,243	-294	375	341	1,915	2,594
净利率	10.6%	n.a	3.1%	2.4%	10.6%	11.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,299	-339	375	341	1,915	2,594
少数股东损益	55	-45	0	0	0	0
非现金支出	602	695	684	685	708	730
非经营收益	-216	67	183	1,597	708	650
营运资金变动	-520	-13	-674	-464	-257	-472
经营活动现金净流	1,164	410	568	2,159	3,074	3,501
资本开支	-1,440	-1,596	-1,144	-769	-800	-800
投资	1,033	222	-110	0	0	0
其他	-285	-130	359	-680	-1	10
投资活动现金净流	-692	-1,505	-896	-1,449	-801	-790
股权募资	0	0	0	377	0	0
债权募资	892	1,597	607	363	-401	-664
其他	-113	-735	-1,251	-695	-707	-660
筹资活动现金净流	779	863	-644	45	-1,108	-1,324
现金净流量	1,270	-222	-958	756	1,165	1,387

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,193	4,958	4,252	5,002	6,163	7,548
应收款项	3,368	3,292	2,901	3,710	4,635	5,650
存货	1,933	1,495	1,772	1,859	2,219	2,688
其他流动资产	838	548	725	568	649	755
流动资产	11,332	10,293	9,650	11,139	13,667	16,640
%总资产	46.3%	41.3%	38.0%	41.7%	46.6%	51.4%
长期投资	3,615	3,871	3,921	3,921	3,921	3,921
固定资产	6,731	8,138	9,089	9,259	9,406	9,529
%总资产	27.5%	32.6%	35.8%	34.7%	32.1%	29.4%
无形资产	2,208	2,044	2,351	2,342	2,289	2,238
非流动资产	13,157	14,659	15,711	15,556	15,648	15,718
%总资产	53.7%	58.7%	62.0%	58.3%	53.4%	48.6%
资产总计	24,488	24,952	25,361	26,695	29,314	32,358
短期借款	7,573	7,845	8,705	8,043	7,392	6,628
应付款项	3,672	3,136	2,985	3,202	3,824	4,632
其他流动负债	492	227	305	353	983	1,292
流动负债	11,738	11,207	11,995	11,598	12,199	12,552
长期贷款	1,720	2,564	2,766	3,666	3,766	3,816
其他长期负债	848	1,037	1,144	1,258	1,261	1,308
负债	14,306	14,808	15,904	16,522	17,226	17,675
普通股股东权益	9,753	9,802	9,140	9,857	11,773	14,367
其中：股本	3,014	3,014	3,014	3,014	3,014	3,014
未分配利润	5,281	4,825	4,202	4,544	6,459	9,053
少数股东权益	429	341	316	316	316	316
负债股东权益合计	24,488	24,952	25,361	26,695	29,314	32,358

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.413	-0.098	0.124	0.113	0.636	0.862
每股净资产	3.236	3.252	3.033	3.275	3.912	4.774
每股经营现金净流	0.386	0.136	0.188	0.717	1.020	1.162
每股股利	0.810	0.336	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.75%	-3.00%	4.10%	3.46%	16.27%	18.06%
总资产收益率	5.08%	-1.18%	1.48%	1.28%	6.53%	8.02%
投入资本收益率	5.77%	-0.56%	2.69%	6.14%	10.12%	11.74%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.59%	-7.23%	12.40%	17.34%	26.27%	21.89%
EBIT 增长率	50.35%	-108.90%	-581.59%	189.91%	74.85%	25.16%
净利润增长率	42.25%	-123.67%	-227.41%	-8.94%	460.88%	35.44%
总资产增长率	10.53%	1.89%	1.64%	5.26%	9.81%	10.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.8	73.5	68.8	71.0	70.0	70.0
存货周转天数	63.7	64.8	57.2	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	61.5	64.5	70.1	67.0	67.0	67.0
固定资产周转天数	175.8	202.3	230.9	188.4	142.0	110.3
偿债能力						
净负债/股东权益	37.18%	53.31%	76.03%	68.58%	43.55%	21.56%
EBIT 利息保障倍数	7.1	-0.3	1.7	2.7	4.8	6.9
资产负债率	58.42%	59.35%	62.71%	61.89%	58.76%	54.62%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	5	5	11
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	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