

2026 年 07 月 16 日

依米康(300249.SZ)

——液冷或成刚性需求，全生命周期管理充分受益

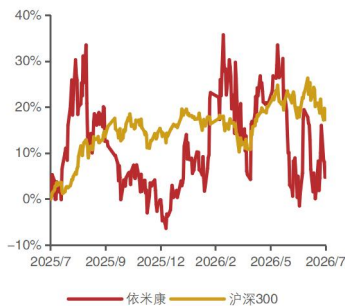
投资评级： 买入（首次）

证券分析师

李宏涛
SAC: S1350526030001
lihongtao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 07 月 16 日
收盘价（元）	15.42
一年内最高/最低（元）	21.20/13.45
总市值（百万元）	7,068.92
流通市值（百万元）	5,768.77
总股本（百万股）	458.43
资产负债率（%）	83.38
每股净资产（元/股）	0.72

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **算力规模持续扩张，coding+agent 打开推理侧需求。**2023 年四大云厂商合计资本开支约 1366 亿美元；2025 年升至约 3565 亿美元，同比增长约 66.67%。2026 年，四大云厂商资本开支指引预计将超 6000 亿美元。据信通院数据，预计未来五年全球算力规模将以超过 60%的速度增长。Agent 写代码的 Token 消耗是普通对话的 1000 倍。相关市场的持续繁荣或将带来旺盛的推理侧需求，进而拉动全球算力规模的持续上行。
- **硬件功率持续提升，液冷或成为数据中心刚性需求。**英伟达单芯片功耗水平已经从 A100 80GB 的约 300W 增长到 GB300 的 1400W，功耗水平提升了 3 倍以上。英伟达的 NVL72 机柜功耗已经到达 120kw。持续散热约束或已从“单芯片能不能压住温度”，转向“整机柜能否稳定释放全部算力”。根据维谛技术，TDP 超过 1000W 的芯片大概率采用液冷方案。在机柜侧/末端空调侧，单机柜 80kW 以上的超高密度场景大概率采用液冷方案。
- **软硬服一体化，公司转为绿色数字基础设施解决方案服务商。**公司已成为行业内产业链布局完善、产品线齐全的数字基础设施解决方案服务商。围绕算力数据中心风冷侧与液冷侧技术方向，持续强化核心温控设备研发与交付；形成风冷、风液同源、液冷全覆盖的全形态制冷产品矩阵，包括 NexLiq2.0 液冷系统、氟泵多联系统及风墙系统等，并构建起涵盖预制化管网、液冷机柜、CDU 及外部冷源的端到端液冷全链条解决方案。同时配套模块化 UPS、精密配电等关键温控辅助设备，为云数据中心、智算/超算中心、边缘数据中心等场景提供高效、绿色的温控硬件支撑，完成从设备提供商到温控解决方案专家的升级，业绩与核心竞争力有望同步增强。
- **参与国家标准编写，知识产权壁垒深厚。**公司已参编 GB/T 44989-2024、GB/T 34982、GB/T 41783 等行业重要标准编制。这意味着公司不仅是标准执行者，也在一定程度上参与了行业规范制定。2025 年新增授权专利 26 项、软件著作权 6 项，其中发明专利 14 项，重点覆盖液冷散热系统控制、液冷服务器控制、浸没式液冷冷却液流量控制等关键领域。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.72/1.28/2.26 亿元，同比增速分别为 136.87%/77.02%/75.86%，当前股价对应的 PE 分别为 97.54/55.10/31.33 倍。我们选取英维克、申菱环境、奕东电子为可比公司，截至 2026 年 7 月 16 日，可比公司 2026 年 iFind 一致预期 PE 均值为 158X。公司已经初步拥有信息基础设施全生命周期管理能力，有望在全球数据中心液冷渗透率爬坡的趋势中充分受益，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。市场需求不及预期；宏观经济与地缘政治风险；行业竞争加剧风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	1,145	1,452	1,960	2,646	3,572
同比增长率 (%)	42.84%	26.84%	35.00%	35.00%	35.00%
归母净利润 (百万元)	-87	31	72	128	226
同比增长率 (%)	59.74%	135.11%	136.87%	77.02%	75.86%
每股收益 (元/股)	-0.19	0.07	0.16	0.28	0.49
ROE (%)	-27.14%	10.05%	10.53%	15.71%	21.65%
市盈率 (P/E)	-81.12	231.05	97.54	55.10	31.33

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 0.72/1.28/2.26 亿元，同比增速分别为 136.87%/77.02%/75.86%，当前股价对应的 PE 分别为 97.54/55.10/31.33 倍。我们选取英维克、申菱环境、奕东电子为可比公司，截至 2026 年 7 月 16 日，可比公司 2026 年 iFind 一致预期 PE 均值为 158X。公司已经初步拥有信息基础设施全生命周期管理能力，有望在全球数据中心液冷渗透率爬坡的趋势中充分受益，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

公司 2023 年正式完成对控股子公司江苏亿金实施剥离，公司仅保留 ICT 领域产品。已成为行业内产业链布局完善、产品线齐全的数字基础设施解决方案服务商。考虑到全球算力需求的持续高企，冷却方案的系统性升级有望成为中长期趋势。同时，公司海外业务持续开拓也有望带来新的收入增长点。我们预计 2026–2028 年公司将维持 35% 的营收增长速度。

投资逻辑要点

（1）算力规模持续增长。A. 云厂商资本开支持续上修；B. 测试时拓展 +Agent+coding→推理侧需求激增。（2）无论从芯片侧还是机柜侧，液冷或已经成为算力基础设施中的刚性需求。（3）公司冷却产品领先，同时以此为基础实现了信息基础设施全生命周期管理能力。此外，公司已经进入了行业内重要客户的供应链清单。在液冷渗透率提升的产业趋势中，公司有望充分受益。

核心风险提示

1. 市场需求不及预期；2. 宏观经济与地缘政治风险；3. 行业竞争加剧风险。

内容目录

1. 非核心业务剥离，聚焦智算液冷	6
1.1. 从多元到聚焦，数据中心温控平台供应商	6
1.2. 股权结构稳定，管理层产业资历深厚	7
1.3. “V型”趋势明确，盈利能力低位反转	8
2. 算力需求增长与液冷渗透率共振增长	10
2.1. 云厂商资本开支上修，算力规模持续扩张	10
2.2. “测试时扩展”成立，Agent+Coding 加速推理需求增长	12
2.3. 算力密度增加热管理需求，液冷渗透率或将加速提升	14
3. 实现全生命周期管理布局，竞争力完备	15
3.1. 四大业务实现闭环，绿色数字基础设施解决方案服务商	16
3.2. 知识产权及标准定义无形壁垒，面向全球多地客户	20
4. 盈利预测与评级	22
4.1. 盈利预测	22
4.2. 投资建议及估值	22
5. 风险提示	23

图表目录

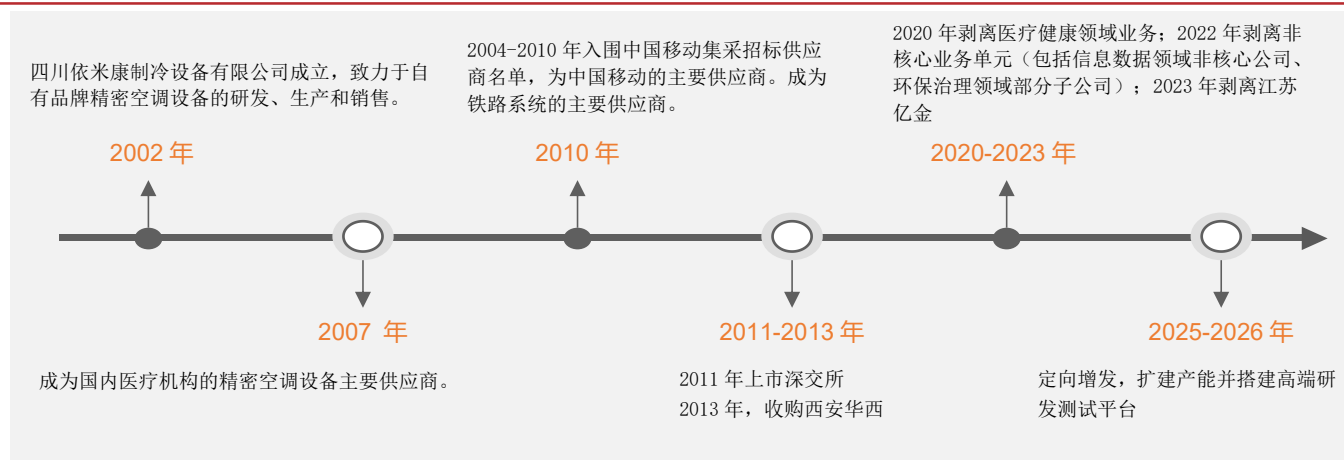
图表 1：依米康历史沿革	6
图表 2：依米康四驱动全产业链布局	7
图表 3：公司股权架构（截至 2026 年 3 月 31 日）	7
图表 4：公司管理层履历	8
图表 5：2021–2025 年公司总营收及归母净利润（亿元）	9
图表 6：2021–2025 年公司存货情况（亿元）	9
图表 7：2021–2025 年公司费用率（%）	9
图表 8：2021–2025 年公司利润率（%）	9
图表 9：2021–2025 年公司资产及负债率情况（亿元/%）	10
图表 10：2021–2025 年公司流动比率	10
图表 11：全球主要云厂商资本开支加速上修情况（亿美元）	11
图表 12：全球算力规模及增速	11
图表 13：我国 AI Agent 市场规模统计数据及预测	13
图表 14：英伟达历代 GPU 功耗及性能参数	14
图表 15：制冷技术演进示意图	15
图表 16：2023–2026 年液冷散热技术于 AI 数据中心渗透率预估	15
图表 17：中国液冷服务器市场规模及预测（百万美元）	15
图表 18：关键制冷产品矩阵	16
图表 19：关键电源及一体化解决方案产品矩阵	18
图表 20：Centralink 数据中心管理平台部署架构	19
图表 21：测试评估服务方案	20
图表 22：盈利预测表（亿元）	22
图表 23：可比公司估值表	23

1. 非核心业务剥离，聚焦智算液冷

1.1. 从多元到聚焦，数据中心温控平台供应商

多元业务剥离，聚焦算力基础设施温控产品。公司前身四川依米康制冷设备有限公司成立于 2002 年，创始阶段主要致力于自有品牌精密空调设备的研发、生产和销售。2004 年—2010 年，依米康连续 7 年入围中国移动集采招标供应商名单，为中国移动的主要供应商。2007 年起，依米康为上海瑞金医院、上海华山医院、天津医院、四川华西医院等 20 多家三甲医院提供精密空调设备，成为国内医疗机构的精密空调设备主要供应商。2009—2010 年度依米康空调成为中央政府采购精密机房空调指定的唯一国内自主品牌。2010 年，依米康成为铁路系统的主要供应商。2011 年，依米康正式上市深交所。自 2020 年开始，公司开始剥离非核心业务聚焦信息数据领域。2023 年完成对江苏亿金的剥离，公司坚定锚定“聚焦战略”，逐步消除前期“多元化发展”带来的不利影响，集中资源，以温控设备为“排头兵”，联动智能工程、物联软件、智慧服务三大板块，持续提升公司盈利能力，支撑公司聚焦信息数据主业的战略规划，提升核心竞争力并更好地满足客户需求。2025 年，通过定向增发建设“算力基础设施温控产品研发测试平台项目”为全面满足产品研发测试、客户订单厂验需求，提高新产品研发进度及产品交付速度。

图表 1：依米康历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

四驱动全产业链布局，打造绿色数字基础设施解决方案专家。经过二十余年的行业深耕，已形成数字基础设施产业的关键设备、智能工程、软件业务、智慧服务的四驱动全产业链布局。

图表 2：依米康四驱动全产业链布局

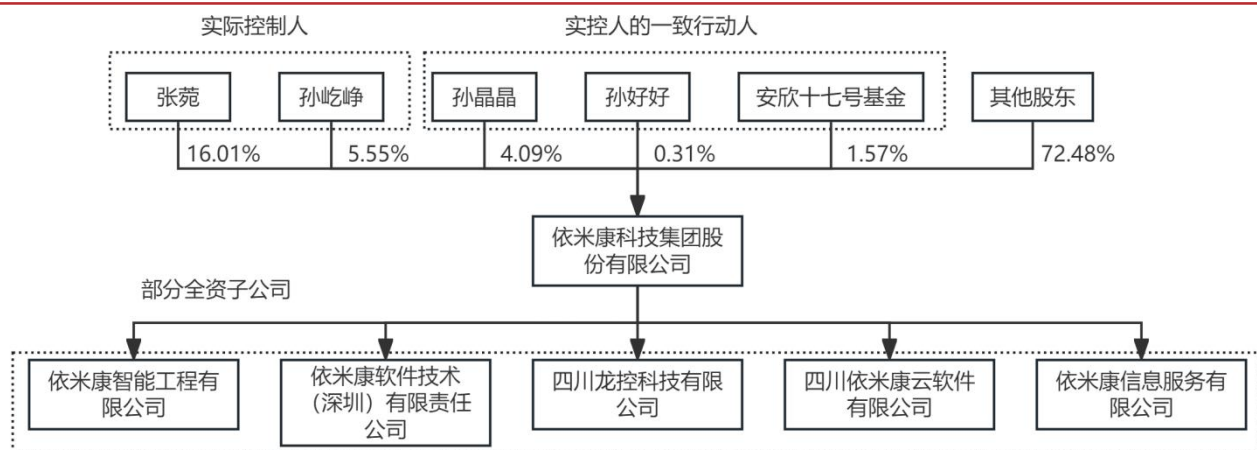
业务领域	产品/服务类型	简介
关键设备	精密空调	云数据中心、智算/超算数据中心、企业级数据中心等关键环境所需的精密空调产品和解决方案，包括风冷、水冷到液冷的制冷系统
	智能一体化机房产品	
智能工程	数据中心建设	数据中心基础设施整体设计、布局、集成与工程施工
	其他项目建设	
软件业务		数据中心动环监控、数据中心基础设施管理系统及软件开发服务
智慧服务		设备级、系统级和场地级的智慧运行维护服务，数据中心能效升级服务

资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 股权结构稳定，管理层产业资历深厚

股权结构稳定，回购+员工持股彰显公司信心。截至 2026 年 3 月 31 日，实际控制人孙屹峥、张菀夫妇合计持股 21.56%；孙晶晶女士、孙好好女士、上海思颀投资管理有限公司－思颀投资安欣十七号私募证券投资基金为其一致行动人，分别持股 4.09%、0.31%、1.57%；实控人及其一致行动人合计持股 27.52%。2024 年公司通过《关于回购公司股份方案的议案》，回购股份全部用于员工持股计划及/或股权激励。回购于 2025 年 11 月实施完毕，累计回购公司股份 4,038,464 股，最高成交价为 15.39 元/股，最低成交价为 14.07 元/股，成交金额约为 5,997 万元（不含交易费用）。

图表 3：公司股权架构（截至 2026 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司管理层履历

姓名	职务	履历
张菀	董事长	女，中国国籍，无境外永久居留权。1962 年生，研究生学历。曾担任中电集团天津第四十六研究所工程师、美国力博特公司成都办事处办公室主任、成都启阳通信设备有限公司副总经理等职。2002 年起连任公司法定代表人；2002 年-2009 年 9 月担任四川依米康制冷设备有限公司董事长（依米康前身），2009 年 9 月-2022 年 5 月 16 日担任公司董事、总经理；2022 年 5 月 16 日-2025 年 6 月 5 日担任公司第五届董事会董事长、总经理；2025 年 6 月 5 日至今担任公司第六届董事会董事长，任期至第六届董事会届满之日止。
孙晶晶	董事兼总经理	女，中国国籍，无境外永久居留权。1988 年生，毕业于英国阿斯顿大学，本科学历。曾在英特尔产品（成都）有限公司任职，2013 年任职依米康总经办经理；2015 年 8 月 31 日-2021 年 1 月 18 日期间任职公司行政总监；2021 年 1 月 18 日至 2023 年 1 月 30 日期间任职公司营销总监；2023 年 1 月 30 日-2025 年 6 月 5 日担任公司副总经理；2022 年 5 月 16 日至今担任公司董事，任期至第六届董事会届满之日止；2025 年 6 月 5 日至今担任公司总经理。
汤华林	财务总监	男，无境外永久居留权。1980 年生，研究生学历，中国注册会计师（非执业）。曾担任金蝶软件（中国）有限公司财务共享服务中心总监、区域财务总监。2014 年起任公司财务经理；2015 年 8 月 31 日-2018 年 11 月 19 日任公司第三届监事会职工代表监事；2023 年 1 月-2023 年 10 月任公司全资子公司四川依米康智云科技有限公司总经理、集团财务中心总监；2022 年 1 月-2025 年 6 月 5 日任公司集团财务中心总监；2025 年 6 月 5 日至今任公司财务总监。
叶静	董事会秘书	女，中国国籍，无境外永久居留权。1982 年生，法学硕士。历任四川华神医院管理有限公司常务副总裁，成都华神集团股份有限公司总监，中共成都华神集团股份有限公司委员会党委书记，中共成都泰合健康科技集团股份有限公司委员会党委书记，成都中医药大学华神药业有限责任公司董事，成都华神生物技术有限责任公司董事，四川华神钢构有限责任公司董事、成都泰合健康科技集团股份有限公司（SZ000790）董事及董事会秘书、成都市第十六届人大代表、成都市十七届人大代表。自 2017 年 11 月至 2022 年 4 月任茂业商业股份有限公司董事会秘书。2022 年 8 月 8 日至今担任公司董事会秘书。

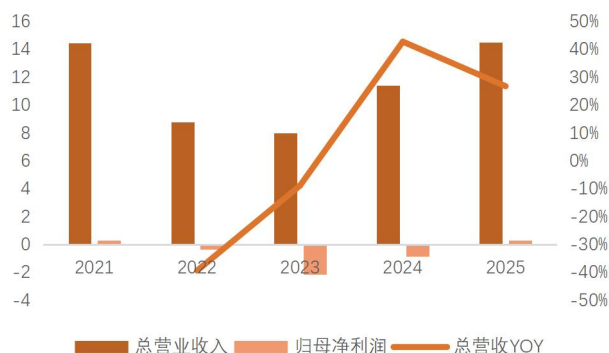
资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.3. “V 型”趋势明确，盈利能力低位反转

2021-2025 年营收“先降后升”V 型修复。2021 年营收 14.49 亿元，尚处多元化经营阶段；2022 年营收骤降至 8.79 亿元（同比-39.3%），受公共卫生安全事件影响项目延期、交付延迟；2023 年继续下滑至 8.01 亿元（同比-8.8%），主要由环保业务剥离，公司进行智能工程业务战略调整并加强订单质量把关所致；2024 年企稳回升至 11.45 亿元（同比+42.8%），聚焦信息数据领域后订单快速增长；2025 年达 14.52 亿元（同比+26.8%），其中精密温控设备业务收入 10.47 亿元（同比+57.9%），为核心增长引擎。2025 年收入已超过 2021 年历史高点，“聚焦战略”的有效性得到持续验证。公司存货水平基本和营收变化同步，这说明 2023 年以来的营收反转确实来源于真实订单的增长，且改善趋势或仍然持续。同时从已披露的项目进展情况来看，由于在手订单增长情况超出预期，公司终止了绿色精密环境产业基地二期项目（不能满足公司生产经营需求）。并增加对算力基础设施温控产品建设项目及算力基础设施温控产品研发测试平台项目的项目投入，以更大程度地提高公司温控产品研发和生产能力，提高公司市场竞争力。公司营收修复或具有持续性。

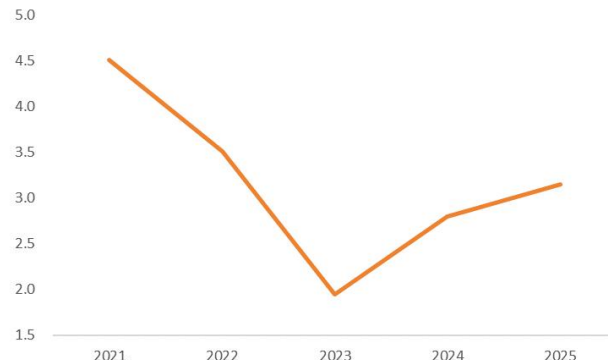
2025 年扭亏为盈，利润率修复至历史中枢。毛利率趋势：从 2021 年高点 17.53%逐年下行至 2024 年的最低水平 13.79%。2025 年毛利率水平回暖至 17.27%。2023–2024 年毛利率下滑至 13–15%区间，主要受环保业务剥离亏损拖累及行业竞争加剧影响；2025 年毛利率回升至 17.27%，同比提升 3.48pct。2023 年净利率为深负（-30.36%），主因江苏亿金剥离产生一次性亏损 9363 万元；2025 年净利率转正至 2.08%，归母净利润 3060 万元，实现扭亏为盈。我们分析公司目前仍处于盈利修复初期。

图表 5：2021–2025 年公司总营收及归母净利润（亿元）



资料来源：iFind，华源证券研究所

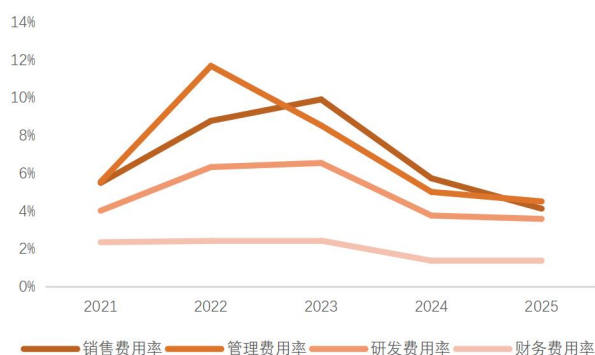
图表 6：2021–2025 年公司存货情况（亿元）



资料来源：iFind，华源证券研究所

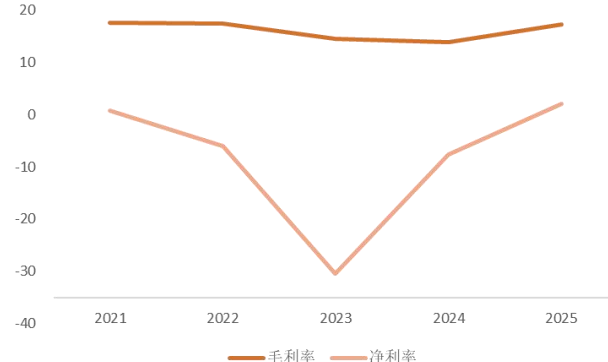
期间费用率持续优化，管理效率显著提升。2021–2023 年销售费用率逐年上升，但费用绝对值没有显著变化，主要原因是营收下滑。2024 年开始营收修复，销售费用率从高点 9.91% 下滑至 2025 年的 4.13%。一定程度上说明公司的销售渠道建设初见成效，规模化效应开始显现。管理费用率整体趋势相似。公司聚焦信息数据主业，持续推动新产品研发进度及产品交付速度的经营策略，2022–2025 年研发费用率有所收缩，但费用支出规模稳定。2024 年和 2025 年期间费用率合计分别为 15.89%、13.57%。费用控制改善趋势显著，如研发投入能实现持续有效的高端产品转化，打开利润空间，则公司盈利能力有望持续上修。

图表 7：2021–2025 年公司费用率（%）



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 8：2021–2025 年公司利润率（%）

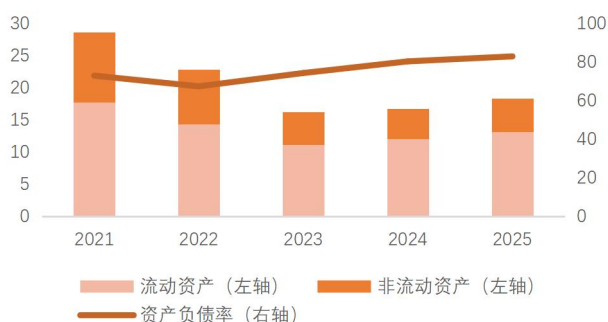


资料来源：iFind，华源证券研究所

总资产先缩后扩，2025 年重回增长轨道。2021 年总资产 28.69 亿元，此后因剥离业务，总资产大幅缩水至 2023 年的 16.24 亿元。2024–2025 年随着 ICT 业务聚焦战略见效、营收企稳回升，总资产逐步恢复至 18.34 亿元，但仍远低于 2021 年峰值。

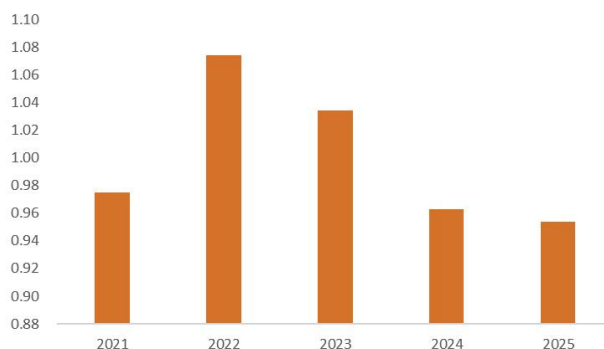
流动资产占比持续走高，资产结构趋轻。流动资产占总资产比例从 2021 年的 61.7% 稳步提升至 2025 年的 71.7%。这一变化主要源于：①非流动资产中固定资产从 2021 年 1.85 亿元缩减至 2025 年 0.81 亿元（-56%），无形资产从 2021 年 4.35 亿元降至 2025 年 2.91 亿元（-33%），反映出剥离非核心业务后的资产瘦身效果；②存货从 2023 年低点 1.95 亿元回升至 2025 年的 3.15 亿元，与 2025 年产能翻倍、有效产值同比增长 58.6% 的经营节奏相匹配。

图表 9：2021-2025 年公司资产及负债率情况（亿元/%）



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 10：2021-2025 年公司流动比率



资料来源：iFind，华源证券研究所

资产负债率处于偏高水平，股东权益持续缩水是核心矛盾。资产负债率五年内从 2021 年的 73% 攀升至 2025 年的 83%。2022 年负债率短暂下降主要受益于长期负债从 20.92 亿元大幅缩减至 15.38 亿元，并在 2023 年继续下行至 12.07 亿元。但 2022-2024 年连续三年亏损直接侵蚀净资产。2025 年虽扭亏为盈（归母净利 0.31 亿元），但利润体量尚不足以显著修复权益。2025 年，公司流动负债约 13.78 亿元，流动比率为 0.95，短期偿债压力可控。

2. 算力需求增长与液冷渗透率共振增长

2.1. 云厂商资本开支上修，算力规模持续扩张

我们认为，从本轮 AI 产业链景气度的源头看，最关键的领先指标并非单一芯片出货，而是全球超大规模云厂商资本开支的边际变化情况。全球算力基础设施已进入新一轮高强度扩张周期，且当前并非短期脉冲，而是由训练、推理、云服务商业化和数据中心重构共同驱动的中长周期上行。资本开支本质上对应数据中心、服务器、网络设备、供配电与冷却系统等固定资产投入，其变化通常领先于设备采购、工程建设与温控交付节奏。

四大云厂商资本开支持续上修。谷歌 2026 年资本开支指引中值约 1800 亿美元，对应同比增长约 97%；Meta 中值约 1250 亿美元，同比增长约 73%；亚马逊约 2000 亿美元，同比增长约 56%。微软 2026 年资本开支指引达到 1900 亿美元，其中约 250 亿美元来自组件成本上升，主要受 GPU、存储和内存价格上涨影响。2023 年四大云厂商合计资本开支约 1366 亿美元；2024 年升至约 2139 亿美元，同比增长约 56.59%；2025 年进一步升至约 3565 亿美元，同比继续增长约 66.67%。行业并未在 2024 年出现“AI 投资透支后的自然回落”，反

而在 2025 年进一步加速。我们认为，这说明 AI 算力投入已从模型训练的前期投入，逐步过渡到训练与推理并举、云服务商业化闭环加速兑现的新阶段。

图表 11：全球主要云厂商资本开支加速上修情况（亿美元）

厂商	2024 年资本开支	2025 年资本开支	2026 年指引/预期
谷歌	525	914	1750–1850
微软	445	646	1900
亚马逊	777	1283	2000
Meta	392	722	1150–1350

资料来源：各公司财报、新浪财经等，华源证券研究所

全球算力市场景气度持续高企，我国算力规模仅次于美国。根据信通院《先进计算暨算力发展指数蓝皮书(2025 年)》，截至 2025 年 6 月，全球计算设备算力总规模为 4495EFlops，大幅增长 117%，其中基础算力规模(FP32)为 597EFlops；智能算力规模(换算为 FP32)为 3846EFlops，占总算力比例达到 85%，同比增加 13 个百分点；超算算力规模(换算为 FP32)为 52EFlops，同比增长 63%。随着智能算力成为绝对主导，预计未来五年全球算力规模将以超过 60%的速度增长，至 2030 年全球算力将超过 50ZFlops，其中智能算力占比将超过 95%。从全球 IaaS 市场来看，AI 算力服务市场取得快速增长，2024 年全球 AI IaaS 市场规模增幅超过 6 倍，达 74.47 亿美元，训练与推理服务规模分别为 40.96 和 33.51 亿美元，预计推理服务将成为未来几年的主要增长点，2025 年增幅或将达到 173.4%，高于训练服务的 123.7%。从全球算力分布来看，2024 年全球 88%的算力集中在美国、中国、欧洲和日本，占比分别为 44%、23%、17%和 4%。2024 年与 2023 年相比，中美算力规模差距持续拉大，美国算力规模占比提高 3 个百分点，中国算力规模占比下降 8 个百分点；欧洲算力占比从 15%提高到 17%。智能算力方面，美国继 2023 年反超中国位列全球第一之后，2024 年继续拉大与中国的算力差距，两国占比分别为 46%和 21%，与 2023 年相比美国占比提高 3 pct，中国占比下降 12 pct。

图表 12：全球算力规模及增速



资料来源：信通院《先进计算暨算力发展指数蓝皮书(2025 年)》，华源证券研究所

2.2. “测试时扩展”成立，Agent+Coding 加速推理需求增长

Test-time Compute Scaling 成立，推理从简单问答向深层发展。推理需求的本质升级，来自于 OpenAI o1 引入的“测试时扩展”概念。AI 的“智能”水平如何随着“计算投入”的增加而提升，不是一条线，而是三条：

- 预训练（Pre-training）：模型通过学习海量数据获得基础知识；
- 后训练（Post-training）：通过强化学习（Reinforcement Learning）等技术，让模型学习特定技能，使其行为与人类期望对齐。
- 测试时扩展（Test-time Scaling）：一种更通俗的说法，就是“思考”（Thinking）。在面对一个具体问题，AI 不再是瞬间给出一个答案，而是可以花更多时间进行实时推理，从而得到更优解。

这表明，无论是模型的初始学习、后续微调还是实际应用，更多的算力都能带来更强的性能，扩展定律依然有效。

推理不再是廉价“播放”，而是昂贵“深度思考”。这一范式变化意味着，推理已不再是训练完成后的低成本调用，而是模型在真实应用中进行“二次思考”的过程，从“播放型算力消费”升级为“思考型算力消费”。通过链式推理（CoT）与思维树（TOT）搜索等机制，部分大模型在数学推理和逻辑推理任务上的准确率可提升 40% 以上。其中，ToT 提示由于需要探索多种推理路径，推理时间相对较长，但在可接受范围内，尤其是在处理复杂问题时，其带来的准确率和质量提升弥补了时间成本的增加。对于 OpenAI o3 高强度推理版本的每个任务，运行费用约为 20 美元。我们认为，在“慢思考”模型和复杂 Agent 任务普及后，推理有望同样成为高成本、高功耗、高并发的核心开支项。未来每一次用户交互，都不再只是一次简单 Token 预测，而更像是一场包含推演、验证、反思、自我博弈的复杂计算过程。

AI Agent——token 消耗能力激增的重要抓手。2025 年，随着 Manus、GenSpark 以及其他海内外大厂 C 端&B 端 Agent 产品的持续涌现，行业对于 AI Agent 在技术架构和产品形态层面正在逐步成型。AI Agent 核心理念是让大模型自主调用各类工具去执行更加复杂的任务，是生成式 AI 的高级形态。根据 IDC 发布的预测，2024 年 AI Agent 全球市场规模约 52.9 亿美元。中国企业级 AI Agent 应用市场在 2028 年的保守规模将超过 270 亿美元，预计到 2030 年可增长至 471 亿美元。到 2028 年，约 33% 的企业级软件应用将内置具备自主功能的 AI Agent 系统，远高于 2024 年时不足 1% 的渗透率，这表明在未来数年内 AI Agent 从辅助工具向业务决策层面的演变或将成为重大趋势。

根据论文《How Do AI Agents Spend Your Money? Analyzing and Predicting Token Consumption in Agentic Coding Tasks》，**Agent 写代码的 Token 消耗是普通对话的 1000 倍**：论文对比显示，Agentic 编码任务的 Token 消耗量是普通代码问答和代码推理任务的约 1000 倍，差了三个数量级。成本主要不是花在“写代码”（输出 Token），而是花在“读代码”（输入 Token）：Agent 需要不断将项目上下文、历史操作、报错信息等喂给模型，每

轮对话上下文呈指数级增长，而模型按 Token 计费，即输入 Token 的指数级增长是驱动成本的主因。

根据融中咨询的信息，2024 年，我国 AI Agent 市场规模约为 695 亿元，2025 年规模有望突破 1,735 亿元，到 2027 年进一步扩张至 5,442 亿元，2023 - 2027 年间的年均复合增长率约为 77%。

图表 13：我国 AI Agent 市场规模统计数据及预测



资料来源：融中咨询，华源证券研究所

AI coding 接力推理侧需求增长。AI 推理需求在 2025 年并未边际放缓，反而呈现典型的“J 型曲线”上行。OpenRouter 数据显示，全球 AI 推理周度 Token 消耗量已从 2025 年 5 月约 2.37T 快速跃升至 2026 年 5 月 25.7T 左右，一年内实现超 10 倍增长。我国词元日均调用量已从 2024 年初的 1000 亿增长至 2026 年 3 月的 140 万亿，两年间增长超千倍。截至 2026 年 3 月，豆包 Token 消耗量已突破 120 万亿/天，相较于 2024 年 5 月首次发布的数据（1000 多亿/天）已经实现了 1000 倍增长。**增长的驱动力发生了根本变化：**不再只是用户量扩张带来的线性放量，而是高复杂度推理任务占比提升带来的单位请求算力消耗上升。截至 2025 年 11 月，具备“慢思考”能力的推理模型流量占比已首次突破 50%，超过传统非推理模型。其中，**AI coding 是本轮推理需求激增的核心变量。**OpenRouter 利用 GoogleTagClassifier 技术，对数十亿次请求进行了抽样分析。结果显示编程类推理需求占比从 2025 年 5 月的 11%，在半年时间内迅速攀升至 50%，成为推理算力消耗的绝对主力，基本重塑了整个推理流量结构。

根据 Anthropic 发布的《2026 Agentic Coding Trends Report》，2025 年，编程辅助工具已经从实验性工具转变为能够真正应用于实际生产环境的工具。2026 年，这些进步预计或将远远超出对现有工具或模型的简单改进。单个智能体或将能够与其它智能体协同工作，形成高效的团队。人类工程师在编程中的角色开始由“执行者”向“战略家和协调者”转变。尽管工作中仅有 0-20% 的内容可以完全委托 AI 交付，但是开发者已经开始在大约 60% 的工

作内容中引入 AI 协助。带来的直接影响：软件开发生命周期（SDLC）发生巨变，传统的、顺序执行的 SDLC（需求→设计→编码→测试→部署→维护）正在被一个流动的、Agent 驱动的循环所取代。Agent 负责实现、测试和生成文档，将周期从数周压缩到数小时。根据 Anthropic 提供的案例，有家企业客户在使用 Claude 技术后，两周内完成了原本由首席技术官估计需要 4 到 8 个月才能完成的项目。

综上，我们认为，AI 应用正从泛娱乐、轻交互的聊天工具，转向代码生成、复杂调试、系统构建、自动化工作流编排等高价值生产力场景。与传统问答相比，编程任务往往需要更长上下文、更复杂的链式思考、更高频的交互迭代，因此单位请求所消耗的推理时长、Token 数量与底层算力资源均显著提升。Gartner 预计 2026 年全球 AI 基础设施支出将达到 1.4 万亿美元。目前行业认知中，推理侧的需求将有望迅速提升。根据联想集团数据，目前，训练与推理两类计算需求的占比约为七成与三成，但这一比例将有望向 2：8 发展。

2.3. 算力密度增加热管理需求，液冷渗透率或将加速提升

我们认为，算力总规模的持续增长可以分为单芯片能力和集群能力两条增长路径。

单芯片能力角度：以英伟达为例，单芯片功耗水平已经从 A100 80GB 的约 300W 增长到 GB300 的 1400W，功耗水平提升了 3 倍以上。目前来看，随着芯片代际演进，单卡发热量有可能会持续抬升，对换热效率、供回水温度、系统可靠性和机柜级散热架构都提出更高要求。

集群能力角度：由于单 GPU 芯片的功耗数据已经到达较高水平，8 卡服务器功耗水平已经锁定在 5-15kW 区间。目前多家厂商均已推出了自己的超节点方案，单机柜功率水平均有显著提升。其中英伟达的 NVL72 机柜功耗已经到达 120kW。与之对应华为 Atlas 900 A3 SuperPoD 计算柜功耗到达 54kW 水平。这一数据未来仍有持续向上的趋势。持续散热约束或已从“单芯片能不能压住温度”，转向“整机柜能否稳定释放全部算力”。

图表 14：英伟达历代 GPU 功耗及性能参数

型号	TDP (W)	显存 (GB) - 带宽 (TB/s)	FP8 Tensor Core (FLOPS)
A100-PCle	300	80-1.94	-
A100-SXM	400	80-2.04	-
H100-SXM	700	80-3.35	3958t
H100-NVL	350-400	94-3.9	3341t
H200-SXM	700	141-4.8	3958t
H200-NVL	600	141-4.8	3341t
B200-HGX	1000	180-7.7	9p
GB200-NVL72	1200	186-8	10p
B300-HGX	1100	270-7.7	9p
GB300-NVL72	1400	279-8	10p

资料来源：英伟达官网，华源证券研究所

根据维谛技术披露的数据，数据中心制冷系统架构可分为芯片侧、机柜侧/末端空调侧、冷源侧。在芯片侧，风冷芯片的解热上限为 TDP<1000W，TDP 超过 1000W 的芯片大概率采用液冷方案，其中单相液冷芯片的解热上限为 TDP<2000W，TDP 超过 2000W 的芯

片需采用相变液冷方案。在机柜侧/末端空调侧，风冷极高密度的散热能力上限为单机柜 80kW，单机柜 80kW 以上的超高密度场景大概率采用液冷方案。当前单相冷板液冷可解决单机柜 132kW 散热，相变冷板液冷可解决单机柜 160kW 散热，而耦合液冷可解决单机柜 200kW 散热。维谛技术明确提出 40–60kW 左右开始考虑液冷，但根据服务器或芯片的不同，液冷可能会更早开始使用。根据前文，目前主流的超节点方案功耗已经开始超出 60kW 这一边界。这意味着液冷或不再是锦上添花，而是决定服务器能否稳定运行、是否降频、是否宕机的底层条件。

图表 15：制冷技术演进示意图



资料来源：维谛技术，华源证券研究所

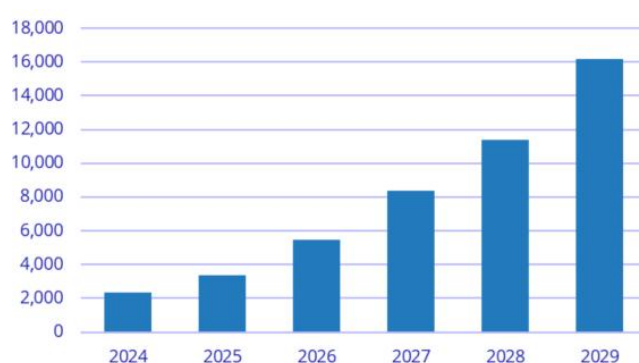
TrendForce 给出预测，2024 至 2026 年 AI 数据中心液冷渗透率将从 14% 增长至 40%。而 IDC 给出中国液冷服务器市场规模预测，预计 2024–2029 年，中国液冷服务器市场年复合增长率将达到 46.8%，2029 年市场规模将达到 162 亿美元。

图表 16：2023–2026 年液冷散热技术于 AI 数据中心渗透率预估



资料来源：集邦咨询，华源证券研究所

图表 17：中国液冷服务器市场规模及预测（百万美元）



资料来源：IDC，华源证券研究所

3. 实现全生命周期管理布局，竞争力完备

我们认为，公司已成为行业内产业链布局完善、产品线齐全的数字基础设施解决方案服务商。围绕算力数据中心风冷侧与液冷侧技术方向，持续强化核心温控设备研发与交付；形成风冷、风液同源、液冷全覆盖的全形态制冷产品矩阵，包括 NexLiq2.0 液冷系统、氟泵多联系统及风墙系统等，并构建起涵盖预制化管网、液冷机柜、CDU 及外部冷源的端到端液冷全链条解决方案。同时配套模块化 UPS、精密配电等关键温控辅助设备，为云数据中心、智算/超算中心、边缘数据中心等场景提供高效、绿色的温控硬件支撑，完成从设备提供商到温控解决方案专家的升级，业绩与核心竞争力有望同步增强。

3.1. 四大业务实现闭环，绿色数字基础设施解决方案服务商

1. 关键设备：风冷筑基、液冷突破，构建 AIDC 温控核心底座

关键设备业务是依米康全生命周期布局的源点，也是公司最强的技术与品牌基础。公司围绕算力数据中心风侧与液侧技术方向，已形成风冷、风液同源、液冷全覆盖的全形态制冷产品矩阵，并配套模块化 UPS、精密配电及一体化产品，构建出从制冷、供配电到微模块部署的关键基础设施体系。从产品矩阵看，公司在关键制冷端覆盖房间级、行级、机柜级精密空调、专用冷水机组、预制化节能空调、恒湿机、储能温控等多类产品；在关键电源端覆盖智能小母线、精密列头柜、PDU、机架式/模块化/塔式/工频/一体化 UPS 以及铅酸/锂电池；在一体化交付端则提供易云 Module C 微型模块化数据中心、Module S/R 智能机柜、Module J 智能集装箱，意味着公司具备从核心设备到场景封装交付的完整能力。

图表 18：关键制冷产品矩阵



资料来源：公司官网，华源证券研究所

(1) 风冷产品矩阵：全场景覆盖，风墙产品跻身第一梯队

在风冷路线方面，依米康的优势不只是传统精密空调，而在于已将产品演进为适配高功率密度数据中心的多形态系统。公司风墙产品已跻身国内第一梯队，形成覆盖冷冻水、风冷氟泵变频、风冷/蒸发冷氟泵多联、动态双冷源、薄壁风墙等多种冷源形式与结构形式的系列化产品，截至 2025 年 12 月 31 日，累计发货量折合 IT 功率已逾 600MW，说明其在头部数据中心客户中的工程化验证和批量交付能力或已成熟。

其中，风墙系列的关键价值在于适配高热密度算力机房的送回风组织与能效优化需求。传统房间级空调在高密度部署场景下容易面临局部热点与气流组织效率不足，而风墙产品本质上是更贴近 AIDC 需求的高风量、高换热、高空间利用率方案。尤其是动态双冷源风墙，公司明确将其定位为风液同源场景下的最佳解决方案，可在实现室外冷源最优 CAPEX 的同时，支持风液比灵活可调，从而精准匹配不同 IT 负载散热需求。这一能力非常关键，因为 AIDC 从通用算力向 GPU/ASIC 密集部署升级后，散热架构往往不是一步到位全面液冷，而是经历风冷—风液协同—液冷深化的过渡阶段，动态双冷源方案天然适合该演进路径。

（2）液冷产品线：冷板+浸没双路线，水+氟双工质，端到端全链条贯通

公司先后发布 NexLiq 水系统冷板式液冷系统与氟系统冷板式液冷系统，并推出覆盖智算中心到边缘计算节点的多形态浸没式液冷方案，形成“冷板+浸没”与“水+氟”协同并进的完整技术布局。同时覆盖当前主流的冷板式液冷和中长期具备更高渗透潜力的浸没式液冷，有助于提前卡位未来更高热流密度场景。面向 AIDC 和超算中心，公司液冷核心产品涵盖室外散热单元（干冷器）、室内冷却液分配单元（CDU）、二次侧预制化环网、液冷机柜、Manifold 及快速接头，具备从室外冷源、配液系统到机柜侧部署的端到端交付能力。

这意味着公司已具备除服务器内部冷板本体之外，液冷系统级几乎全部核心环节的产品与交付能力。对于大型 AIDC 项目而言，液冷真正的难点往往不只是单个器件，而是系统耦合、工程实施、可靠运行和后期维保；依米康凭借其设备+工程+服务一体化布局，在这一点上具备更强落地优势。更重要的是，公司液冷业务已不再停留于研发验证阶段。年报明确披露，液冷专用产线顺利建成投产，进入批量发货阶段；同时新建万级洁净室，覆盖环网、CDU 等产品，表明公司正从技术布局快速切换到规模交付能力建设。2025 年公司新获授权专利 26 项、软件著作权 6 项，其中发明专利 14 项，覆盖液冷散热系统控制、液冷服务器控制、浸没式液冷冷却液流量控制等核心技术；截至 2026 年 4 月累计已获得百余项专利技术与软件著作权。这说明公司在液冷业务上的竞争力不只是“有产品”，而是已形成较系统的知识产权壁垒。

（3）关键电源与模块化产品：补齐核心配套，增强整体解决方案能力

依米康关键设备板块的另一层竞争力，在于其并未局限于制冷，而是同步布局供配电和模块化产品，从而提升整体方案打包能力。公司关键电源产品覆盖低压配电和 UPS 全系列，包括智能小母线、精密列头柜、PDU、机架式 UPS、模块化 UPS、塔式 UPS、工频 UPS、一体化 UPS、铅酸电池及锂电池。

这一配套布局的意义在于，公司能在此基础上提供制冷+配电+模块化封装产品，有利于在智能工程项目中提升单项目货值占比，并增强技术接口主导权。模块化产品方面，公司已形成易云 Module C 系列微型模块化数据中心，集成了机柜系统、通道系统、供配电系统、空调系统和监控系统等数据中心基础设施子系统，能够为客户提供快速部署、高效节能、空间紧凑、灵活扩展的新型数据中心。

图表 19：关键电源及一体化解决方案产品矩阵



资料来源：公司官网，华源证券研究所

2. 智能工程：从 IDC 到 AIDC 升级，强化工程总包与预制化交付能力

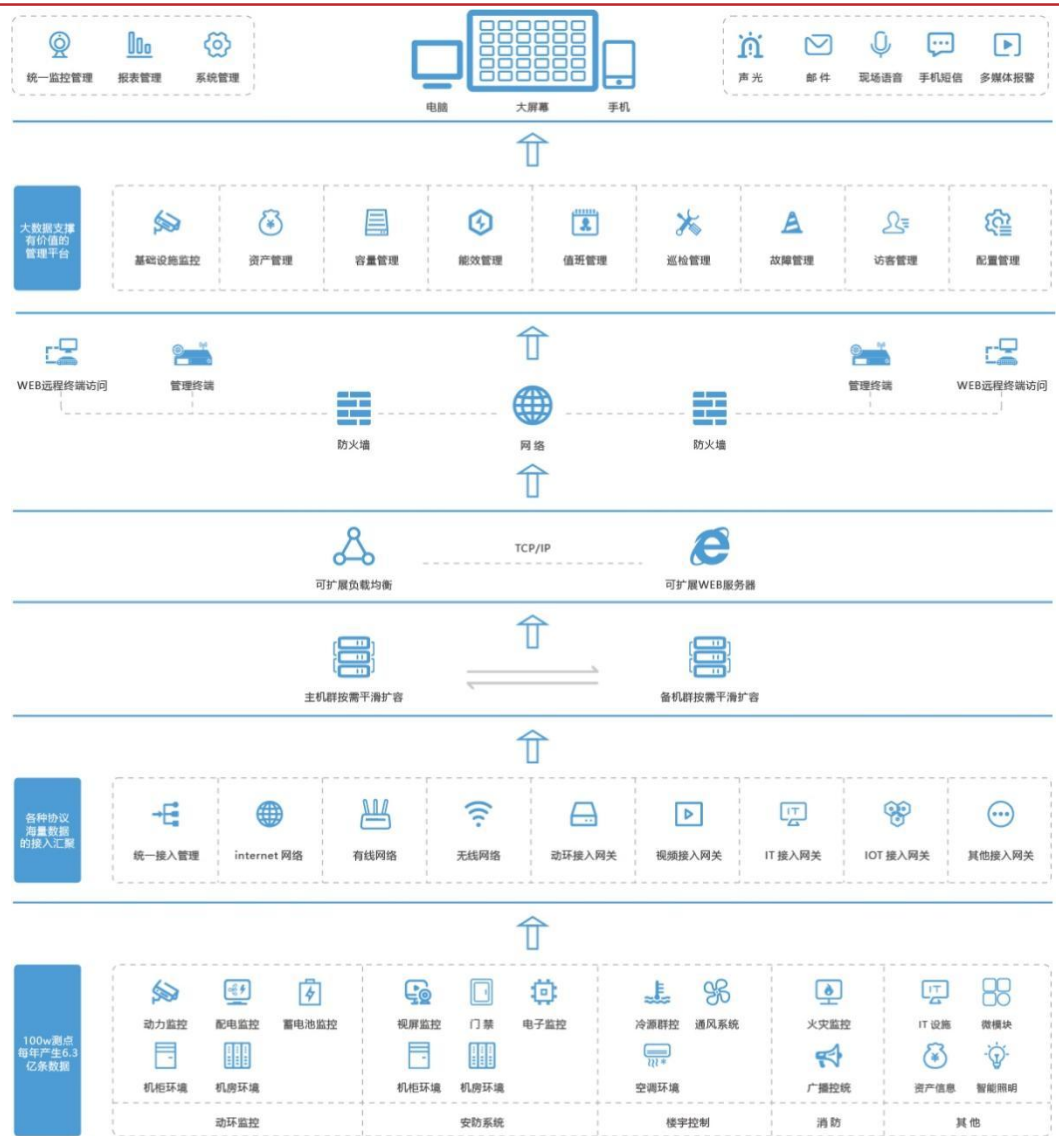
智能工程业务是依米康把设备优势转化为项目收入、把方案能力转化为客户黏性的关键中枢。该业务依托全资子公司依米康智能工程有限公司。依米康智能工程有限公司成立于 1996 年，是依米康科技集团的全资子公司，具有行业多项甲级资质和专家团队，业务涉及政府、金融、医疗、通信、交通、能源等领域，在 IDC 数据中心、信息系统集成、弱电智能化、建筑智能化、NOC 集成方面拥有大量成功案例。此外，作为行业专家，智能工程近年来全面推进智慧+服务，目前已形成智慧服务、智慧医疗、智慧交通、智慧园区四大解决方案。标杆案例方面，公司参与了光环新网天津宝坻总部基地、光环新网长沙数据中心、中国银行总行金融科技中心合肥园区等多个项目建设。

我们认为，公司的智能工程业务对公司整体有两大提振作用：其一，工程业务不是单纯劳务型或施工型收入，而是与公司关键设备和软件产品深度耦合，有望显著抬升公司在单项目中的议价能力和价值量。其二，结合一体化解决方案（预制化），工程项目的复制效率、建设周期和综合毛利率均有望改善。

3. 软件业务：从 DCIM 到 AIoT 平台，打造运维与能效管理“大脑”

软件业务依托全资子公司依米康软件技术（深圳）有限责任公司，成立于 2008 年，是一家专注于数据中心基础设施监控管理（DCIM/DCOM）、智慧楼宇及物联网行业应用的解决方案及综合服务提供商。作为国内第一家同类上市公司的股份合作企业，公司拥有着数据中心领域顶尖的专业技术和服务团队，并与华为、腾讯、南瑞、华东电脑等数十家厂商建立了战略合作伙伴关系。在运营商、IDC、金融、电力、政府、文教卫等行业占据较高市场份额，并且市场占有率逐年增大。

图表 20：Centralink 数据中心管理平台部署架构



资料来源：公司官网，华源证券研究所

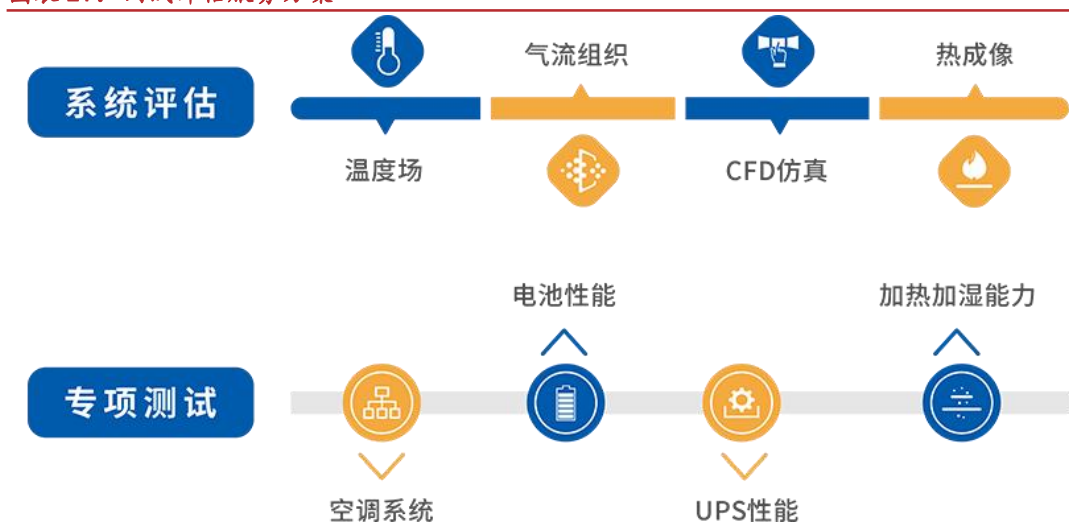
公司已经具备高规格项目交付能力。公司已经参与多个高规格 IDC 项目。包括但不限于川西大数据产业园（四川 5G 建设第一批试点）、上海悦科大数据产业园（整体为腾讯租用）、中金花桥数据中心（华东地区规模最大的高等级第三方专业化数据中心之一）、奥飞廊坊数据中心、润泽国际信息港 A-2 数据中心。

我们认为，公司将 AI 节能方案、智能运维机器人、iADU 智能资产检测单元组合输出，这意味着其软件平台既是交付时的附加价值，也是后续节能改造和运维服务的入口。

4. 智慧服务：三级维保服务，延长客户生命周期价值

智慧服务是依米康全生命周期战略中体现“长期价值”的业务板块。公司以“开拓‘数字链路’中的全面服务价值，争做数字运营服务提供商和能源管理专家”为发展战略，在充分满足客户传统服务的基础上，大力拓展数字基础设施智慧运行维护、关键设备云平台服务及整体节能改造组合方案，提供基于数字基础设施产品级、系统级、场景级的维保服务、设备代维、驻场运维、机房节能改造等解决方案，助力客户降低数据中心能耗、提升能效。节能改造（优化升级服务）是智慧服务的核心抓手之一。公司已形成以设备温控系统改造为核心、以软件能源管理平台为大脑的综合节能改造方案，并已在电信运营商、金融、交通等重点客户落地。

图表 21：测试评估服务方案



资料来源：公司官网，华源证券研究所

5. 协同效应：“4 个 1 或大于 4”的业务机制

从设备供应到系统集成，可以提升智能工程系统集成成本优势以及整体方案优化，软件业务及智慧服务进一步推动产品的持续盈利能力。让项目从“一锤子买卖”升级为可持续收费的长期生意。数据中心客户对低风险、高可用、长周期运行的 AIDC 项目越来越强调高可靠供电核心需求，这也和公司业务机制高度契合。

综合来看，依米康并不是依靠单一产品参与竞争，而是依靠“设备切入—工程放大—软件增值—服务锁定”的链条式经营模式。对于头部客户而言，这类供应商能显著降低多环节协调成本；对依米康而言，则可通过更长的客户触达周期和更深的项目参与度获取更稳定、更高附加值的收入结构。

3.2. 知识产权及标准定义无形壁垒，面向全球多地客户

我们认为，依米康的竞争优势可归纳为四个维度：技术壁垒、标准话语权、客户壁垒、全球化布局。其中，技术壁垒保证其在风冷向液冷演进过程中不掉队，标准与认证提升其进

入高等级项目的可信度，头部客户绑定形成订单护城河，而海外高毛利市场的快速突破则有望增强公司盈利弹性。

1. 技术壁垒：100+知识产权积累，风液协同构筑系统性能力

依米康当前最核心的技术优势，不是某一单设备参数领先，而是形成风冷、风液同源、液冷全覆盖的全形态制冷产品矩阵。年报显示，截至 2026 年 4 月累计已获得百余项专利技术与软件著作权；仅 2025 年就新增授权专利 26 项、软件著作权 6 项，其中发明专利 14 项，涵盖液冷散热系统控制、液冷服务器控制、浸没式液冷冷却液流量控制等关键领域。这一专利结构背后的关键在于，公司专利并非集中于传统精密空调，而是沿着 AIDC 热管理升级路径扩展至液冷系统控制和浸没冷却控制，说明其研发重心已经前移至未来高成长赛道。

规模化交付验证专利变现能力。这种技术布局已经进入批量交付验证阶段。液冷专用产线建成投产并进入批量发货，风墙产品累计发货折合 IT 功率逾 600MW，2025 年风墙系列日均产出提升一倍，AHU 框架、干冷器、液冷等战略新品实现规模化量产与准时交付。这说明公司的技术能力不是停留在样机和测试，而是已经转化为工程交付与制造放量能力。

2. 标准话语权：国标参编与权威认证强化行业准入壁垒

深度参与数据中心国家标准制定。在高等级数据中心和 AIDC 项目中，标准参与能力与权威认证本身就是竞争门槛。依米康在标准端的积累较为突出，已参编国内首部《绿色数据中心评价》国标 GB/T 44989-2024，并于 2025 年正式实施；同时主编/参编《云计算数据中心基本要求》（GB/T 34982）、《模块化数据中心通用规范》（GB/T 41783）等行业重要标准。这意味着公司不仅是标准执行者，也在一定程度上参与了行业规范制定。

能力获得产业多方认可。在产业政策和权威认定方面，公司新型制冷系统项目入围工信部“算力强基揭榜行动”新型制冷系统项目，说明其技术路线已获得国家层面的方向认可；同时公司专精特新“小巨人”企业复审通过，进一步强化其在细分领域的专业化形象。数字化能力方面，公司获得 DCMM 三级（稳健级）认证，且为同行业最早之一，这对其软件平台和数据管理体系形成背书；品牌与制造能力方面，公司连续获评“成都工业精品”，也有利于增强政企与大型客户招投标中的可信度。

可见，依米康的标准与认证体系并非单点式，而是覆盖绿色数据中心、云计算数据中心、模块化数据中心、数字化管理、专精特新认定等多个维度。对于强调合规、能效与可靠性的 AIDC 项目而言，这些资质有助于公司在客户比选中提升中标概率和方案说服力。

3. 客户壁垒：头部互联网、运营商与 IDC 龙头深度绑定

覆盖国内核心客户。依米康的客户壁垒主要体现为三层：头部互联网与科技客户、三大电信运营商、第三方 IDC 龙头客户。招股书披露，主要客户及终端使用/运营方包括阿里巴巴、百度、字节跳动、华为、中国移动、中国联通、中国电信、秦淮数据、万国数据等，客户结构覆盖了当前中国算力基础设施最核心的需求方。这类客户资源的价值在于，一方面订单规模大、需求前瞻，有利于带动新技术导入；另一方面其认证周期长、准入门槛高，一旦进入

体系，后续复购和扩张机会或显著高于普通客户。公司连续多年入围中央政府采购名录，也说明其在政企市场具备稳定准入能力。

4. 全球化布局：海外订单快速增长，有望增厚利润表

海外市场正在成为依米康的重要增长与盈利弹性来源。公司海外战略已由“跟随国内大厂出海”升级为“主动出击、积极拓展”的全球化经营战略，并在马来西亚设立全资子公司 YMK TECHNOLOGY SDN. BHD。2025 年公司海外订单达到 25,949.17 万元，同比增长 182.62%，显示海外业务已从试水阶段进入快速放量阶段。

本地化经营嵌入东南亚市场，向高价值地区持续发展。从区域结构看，公司海外布局已覆盖马来西亚、新加坡、泰国、越南、菲律宾等地区。当前海外放量以东南亚为主，而东南亚恰是全球数据中心建设活跃区域之一，具有电力资源、土地成本及区域枢纽优势。服务网络方面，公司已建立新山、吉隆坡、泰国、中国香港四大服务中心，并连续三年亮相新加坡亚洲数据中心展，说明其并非简单出口设备，而是正构建“子公司+本地服务中心+市场品牌”的本地化经营体系。2025 年公司持续开拓日韩、欧美市场，打造“Yimi Serve”全球品牌，若顺利推进，公司海外业务有望从东南亚单一区域突破扩展至更广市场。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

公司 2023 年正式完成对控股子公司江苏亿金实施剥离，公司仅保留 ICT 领域产品。据前文所述，公司四大产品线的全站布局，目前已经实现数字基础设施全生命周期管理能力。考虑到全球算力需求的持续高企，冷却方案的系统性升级有望成为中长期趋势。同时，公司海外业务持续开拓也有望带来新的收入增长点。我们预计 2026–2028 年公司将维持约 35% 的营收增长速度。

图表 22：盈利预测表（亿元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
ICT 领域产品					
营收	11.45	14.52	19.60	26.46	35.72
YOY	65.84%	26.84%	35.00%	35.00%	35.00%
成本	9.87	12.01	16.07	21.70	29.29
毛利率	13.79%	17.27%	18.00%	18.00%	18.00%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 投资建议及估值

公司主要业务仍然以数据中心温控产品为基石。基于主营业务相似性，我们选择英维克、申菱环境、奕东电子作为可比公司。截至 2026 年 7 月 16 日，上述 3 家可比公司按 iFind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 为 158 倍；考虑到公司已经完成业务聚焦，同时已经基本实

现从产品到数字基础设施全生命周期解决方案商的转型，有望在接下来液冷渗透率爬坡的行业趋势中充分受益。参考可比公司平均 PE 估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 23：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE	
		2026-07-16	26E	27E	28E	26E	27E	28E
002837.SZ	英维克	67.86	0.92	1.58	2.33	73.56	43.08	29.08
301018.SZ	申菱环境	102.91	1.22	1.81	2.72	84.27	56.87	37.80
301123.SZ	奕东电子	91.50	0.29	1.14	1.77	315.52	80.03	51.60
平均						157.78	59.99	39.49
300249.SZ	依米康	15.42	0.16	0.28	0.49	97.54	55.10	31.33

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，依米康盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

- 1. 市场需求不及预期：**液冷渗透率处于爬坡阶段，后续需求具有不确定性。如模型或芯片出现重大突破，或下游资本开支出现调整，均可能导致液冷需求不及预期。
- 2. 宏观经济与地缘政治风险：**公司积极布局海外业务线条，但受国际政治经济格局影响，业务发展进度可能不及预期。
- 3. 行业竞争加剧风险：**数据中心温控并非新兴市场，友商竞争可能导致利润水平不及预期。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	187	196	265	357
应收票据及账款	738	1,206	1,628	2,197
预付账款	6	25	34	46
其他应收款	37	135	183	246
存货	315	445	601	811
其他流动资产	32	53	72	97
流动资产总计	1,315	2,060	2,782	3,755
长期股权投资	12	13	14	14
固定资产	89	102	131	174
在建工程	24	54	66	62
无形资产	291	293	299	304
长期待摊费用	7	6	4	2
其他非流动资产	96	104	104	103
非流动资产合计	519	571	617	660
资产总计	1,834	2,632	3,398	4,415
短期借款	225	64	111	101
应付票据及账款	869	1,232	1,663	2,245
其他流动负债	285	512	688	922
流动负债合计	1,378	1,808	2,462	3,268
长期借款	134	116	96	73
其他非流动负债	9	9	9	9
非流动负债合计	143	125	105	82
负债合计	1,522	1,933	2,567	3,350
股本	440	458	458	458
资本公积	72	366	366	366
留存收益	-208	-136	-8	218
归属母公司权益	305	688	816	1,042
少数股东权益	8	11	15	23
股东权益合计	313	699	832	1,065
负债和股东权益合计	1,834	2,632	3,398	4,415

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	30	66	124	224
折旧与摊销	11	10	12	14
财务费用	20	12	8	8
投资损失	0	-1	-2	-3
营运资金变动	-26	-146	-45	-64
其他经营现金流	35	5	11	12
经营性现金净流量	71	-53	108	191
投资性现金净流量	-14	-58	-58	-57
筹资性现金净流量	-8	121	18	-41
现金流量净额	49	9	69	93

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,452	1,960	2,646	3,572
营业成本	1,201	1,607	2,170	2,929
税金及附加	6	13	17	23
销售费用	60	69	79	71
管理费用	66	69	79	89
研发费用	52	91	123	165
财务费用	20	12	8	8
资产减值损失	-9	-12	-15	-18
信用减值损失	-20	-20	-26	-36
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	1	2	3
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-2	-2	-2
其他收益	11	11	11	11
营业利润	28	79	139	244
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	29	78	138	243
所得税	-2	3	5	10
净利润	30	75	133	234
少数股东损益	0	3	4	8
归属母公司股东净利润	31	72	128	226
EPS(元)	0.07	0.16	0.28	0.49

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	26.84%	35.00%	35.00%	35.00%
营业利润增长率	129.80%	181.46%	76.01%	75.30%
归母净利润增长率	135.11%	136.87%	77.02%	75.86%
经营现金流增长率	-31.57%	-175.31%	303.42%	76.30%
盈利能力				
毛利率	17.27%	18.00%	18.00%	18.00%
净利率	2.08%	3.83%	5.02%	6.54%
ROE	10.05%	10.53%	15.71%	21.65%
ROA	1.67%	2.75%	3.78%	5.11%
估值倍数				
P/E	231.05	97.54	55.10	31.33
P/S	4.87	3.61	2.67	1.98
P/B	23.21	10.27	8.66	6.78
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	114	72	46	27

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

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

信息披露声明

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

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

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

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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

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

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