

2024 年 04 月 21 日

公司研究

评级：买入(首次覆盖)

研究所：

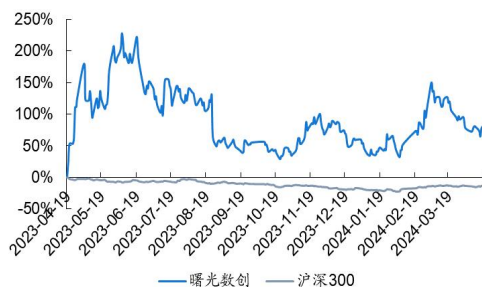
证券分析师：

刘熹 S0350523040001
liux10@ghzq.com.cn

2023 年冷板液冷营收高增，AI 算力推动液冷渗透率提升

——曙光数创（872808）科创板公司动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现				2024/4/18
表现	1M	3M	12M	
曙光数创	-17.34%	23.88%	80.40%	
沪深 300	-0.22%	9.01%	-13.45%	

市场数据		2024/4/18
当前价格（元）		43.00
52 周价格区间（元）		16.57-83.00
总市值（百万）		8,600.00
流通市值（百万）		8,291.52
总股本（万股）		20,000.00
流通股本（万股）		19,282.60
日均成交额（百万）		207.48
近一月换手（%）		13.49

相关报告

《2023Q3 业绩高增，液冷基地启动奠定成长——曙光数创（872808）2023 年三季报点评报告（买入）*计算机*刘熹》——2023-10-30

事件：

2024 年 4 月 17 日，公司发布 2023 年年报：2023 年，公司实现营收 6.50 亿元，同比+25.63%；归母净利润 1.04 亿元，同比-10.63%；扣非后归母净利润 0.91 亿元，同比-13.49%。2023 年第四季度，实现营收 4.03 万元，同比+12.26%；归母净利润 0.80 亿元，同比-24.07%。

投资要点：

■ 产品结构变化引毛利率承压，青岛基地或提升自产率与规模效应

2023 年，公司毛利率 31.37%，同比-8.61pct，主要系毛利率较低冷板液冷产品收入占比提升，公司表示青岛创新基地将提高自产率，随着产业成熟竞争格局稳定，及市场发展带来规模效应，毛利率会显著改善。2023 年，销售/管理/研发费用率 2.87%/3.49%/10.50%，同比+0.94/-0.31/-1.05pct。2023 年，公司研发费用 0.68 亿元，同比+14.19%，公司坚持技术驱动，加强数据中心领域冷板与浸没液冷等新技术储备、完善产品结构。

2023 年，公司信用减值损失 1001 万元、同比+224.56%，主要系重庆项目服务器端验收晚于基础设施 1 年，导致按照会计政策计提信用减值损失所致，公司年报表示该项目资金特定确定，不存在回款风险；其他收益 2164 万元、同比+51.52%，主要系青岛基地投产后，与之相关的政府补助摊销和新增进项税加计抵减税收优惠所致。

■ 公司积极布局冷板液冷市场，浸没式液冷多用于高密数据中心

冷板液冷数据中心基础设施产品：2023 年，营收 1.90 亿元、同比+430.66%，营收占比 29.22%，2022 年占比为 6.92%；毛利率 20.88%、同比-9.24pct。营收快速增长主要系公司认为未来 3-5 年冷板液冷产品迎来快速发展期，积极布局冷板液冷市场；毛利率下滑主要系液冷市场仍处于产业初期阶段，各家厂商以抢占市场份额为目标，尤其是冷板液冷市场竞争较为激烈。我们认为，未来随着冷板液冷市场成熟，公司凭借技术、全栈布局、know-how 等优势，有望不断提升盈利水平。

浸没液冷数据中心基础设施产品：2023 年，营收 3.78 亿元、同比-11.82%，营收占比 58.15%，2022 年占比为 82.85%；毛利率 39.53%、同比-3.89pct。营收下滑主要系浸没基础设施产品当前主要用于高密度部署的数据中心，该类型数据中心单个项目金额较大，规划和建周期较长，

因此项目落地时点存在波动性，并且公司采取终验法确收。

■ AI 发展推动算力需求，冷板式液冷等渗透率持续提升

AI 大模型与应用产品持续发展，推动算力需求增长。大模型方面，4 月 16 日，文心大模型 4.0 的工具版发布，百度创始人李彦宏表示文心大模型的算法训练效率提升到了原来的 5.1 倍。4 月 15 日，OpenAI CEO 山姆·奥特曼表示，GPT-6 或是能够在各个方面提供帮助的通用工具，GPT-8 可完成的任务或更加广泛。应用端，3 月，Kimi 与秘塔 AI 搜索访问量翻倍式增长，国内 AI 应用月活持续提升。

据 IDC，2023 年中国液冷服务器市场规模达 15.5 亿美元、同比增长 52.6%，其中 95% 以上采用冷板式液冷解决方案；IDC 预计，2023-2028 年，中国液冷服务器市场 CAGR 将达 45.8%。从下游行业来看，2023 年，互联网行业占比 46.3%，电信运营商和泛政府用户对液冷数据中心需求保持较快增长。3 月 18 日，英伟达推出 GB200 NVL72 多节点液冷机架级扩展系统，采用冷板式液冷进行散热。随着人工智能企业和组织对智算中心需求提升，我们认为以冷板式液冷为主的液冷技术渗透率有望持续提升。

■ **盈利预测和投资评级：**公司是新一代数据中心冷却技术领先的整体解决方案和全生命周期服务供应商，将受益于算力基础设施投入增加，以及数据中心大功率机柜占比提升。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.39/1.81/2.33 亿元，EPS 分别为 0.69/0.91/1.16 元/股，当前股价对应 PE 分别为 62.07/47.45/36.95 X，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**智算中心建设不及预期、东数西算正常推进不及预期、宏观经济影响下游需求、市场竞争加剧、新产品研发不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	650	860	1166	1518
增长率(%)	26	32	36	30
归母净利润（百万元）	104	139	181	233
增长率(%)	-11	33	31	28
摊薄每股收益（元）	0.52	0.69	0.91	1.16
ROE(%)	15	17	19	20
P/E	73.17	62.07	47.45	36.95
P/B	11.16	10.79	9.01	7.38
P/S	11.70	10.00	7.38	5.66
EV/EBITDA	64.70	39.69	31.78	25.29

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：曙光数创盈利预测表

证券代码:	872808	股价:		43.00	投资评级:	买入	日期:		2024/04/2118
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	15%	17%	19%	20%	EPS	0.52	0.69	0.91	1.16
毛利率	31%	29%	30%	30%	BVPS	3.41	3.98	4.77	5.83
期间费率	5%	5%	5%	5%	估值				
销售净利率	16%	16%	16%	15%	P/E	73.17	62.07	47.45	36.95
成长能力					P/B	11.16	10.79	9.01	7.38
收入增长率	26%	32%	36%	30%	P/S	11.70	10.00	7.38	5.66
利润增长率	-11%	33%	31%	28%					
营运能力					利润表（百万元）				
总资产周转率	0.65	0.70	0.77	0.80	营业收入	650	860	1166	1518
应收账款周转率	1.88	1.93	1.96	1.94	营业成本	446	607	817	1059
存货周转率	4.62	6.79	6.77	6.66	营业税金及附加	4	5	8	10
偿债能力					销售费用	19	21	28	35
资产负债率	39%	41%	43%	45%	管理费用	23	29	38	49
流动比	2.64	2.58	2.48	2.40	财务费用	-8	-6	-6	-7
速动比	2.28	2.23	2.14	2.08	其他费用/（-收入）	68	86	119	150
					营业利润	111	148	197	252
资产负债表（百万元）					营业外净收支	3	3	2	2
现金及现金等价物	371	484	643	876	利润总额	114	152	199	255
应收款项	381	509	683	881	所得税费用	10	13	17	22
存货净额	76	103	139	180	净利润	104	139	181	233
其他流动资产	47	63	81	103	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	874	1158	1546	2040	归属于母公司净利润	104	139	181	233
固定资产	174	123	72	18					
在建工程	0	0	0	0	现金流量表（百万元）				
无形资产及其他	65	63	60	58	经营活动现金流	62	140	137	230
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	104	139	181	233
资产总计	1114	1344	1678	2116	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	50	78	折旧摊销	10	58	60	61
应付款项	283	276	385	551	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-63	-54	-103	-64
其他流动负债	48	172	190	220	投资活动现金流	-40	-2	-4	-2
流动负债合计	332	448	624	849	资本支出	-33	-2	-4	-2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-7	0	0	0
其他长期负债	100	99	100	101	其他	0	0	0	0
长期负债合计	100	99	100	101	筹资活动现金流	-27	-25	26	5
负债合计	432	547	724	950	债务融资	0	-1	51	29
股本	200	200	200	200	权益融资	0	0	0	0
股东权益	682	797	954	1166	其它	-27	-24	-25	-24
负债和股东权益总计	1114	1344	1678	2116	现金净增加额	-6	113	159	233

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。