



业绩短期承压，AI 浪潮下液冷龙头厚积薄发

2025 年 3 月 7 日

- **事件：**3 月 3 日，公司发布 2024 年年度业绩报告。报告期内，公司实现营业收入 5.06 亿元，较上年同比下降 22.15%，实现归属上市公司股东的净利润 6142.44 万元，较上年同比下降 41.21%。
- **营收端短期承压，冷板式液冷保持强劲增长态势。**报告期内公司核心业务为冷板式液冷与浸没式液冷产品及解决方案：公司冷板式液冷产品由于去年高基数导致增速有所放缓，实现营收 2.13 亿元，同比增长 12.27%，毛利率 25.84%，同比+4.96pct；浸没式液冷产品实现营收 9731 万元，同比下降 74.27%，毛利率 50.91%，同比增长 10.48pct，公司短期营收下降主要原因为要系浸没液冷产品主要应用于先进计算数据中心，随着“东数西算”和国家级先进计算数据中心建设周期逐步结束，新一轮项目从规划到落地需要一定时间周期。报告期末，公司存货同比增长 59.22%，公司是以销定产，根据合同执行进度备货，验证产品核心竞争力；
- **加码研发巩固液冷行业领军地位，互联网客户拓展成效显著。**公司始终坚持依靠技术创新驱动业务发展，结合国家双碳政策及东数西算的战略要求围绕浸没/冷板/模块化数据中心基础设施产品以及围绕上述产品提供系统集成开展业务，是国内数据中心液冷领军企业，目前公司已累计建设超过 400MW 液冷数据中心，涉及科研、能源、政府、金融、互联网、运营商等多个行业，据中国电子技术标准化研究院主编的《液冷数据中心白皮书》数据，公司在 2023 年度液冷基础设施市场份为 61.30%，连续三年蝉联行业榜首。互联网客户是液冷服务器市场较大需求方，根据 IDC 的市场调研数据，2023 年互联网行业占国内液冷服务器市场的 46.3%，报告期内公司互联网行业中标额约为 2.6 亿元，同比 2023 年增长 2 倍以上。同时公司积极拓展海外市场，24 年 7 月在新加坡注册设立全资子公司，目前公司中标客户在马来西亚新建的 2 栋数据中心项目的基础设施建设，总规模合计达到 61MW，未来海外市有望进一步增长。
- **AIDC 高景气度下液冷市场空间广阔，液冷散热将从“可选”向“必选”过渡。**当前全球 AI 军备竞赛进入白热化阶段，AIDC 处在景气度上行周期，有望迎来爆发式增长，大模型对训练、推理算力需求指数级增长推动计算芯片以及单机柜功耗攀升，液冷散热方式有望逐渐替换风冷，成为 AIDC 标配。根据 IDC 数据，预计 2022-2027 年，中国液冷数据中心市场 CAGR 为 59%，预计到 2027 年，市场规模将突破千亿大关，根据企业年报，液冷散热方式在数据中心渗透率不足 10%，且目前以冷板式液冷为主。我们认为，数据中心液冷行业市场仍在发展初期，市场空间广阔且渗透率较低，产业还没有形成规模效应，2024 年 9 月公司牵头编制首部冷板式液冷国家标准暨《数据中心冷板式液冷系统技术规范》正式启动，未来市场将更加标准化、规模化，冷板式液冷产品毛利率有望企稳回升，AIDC 高景气度下，公司作为数据中心液冷全产业链解决方案和全生命周期服务供应商，具有先发优势，有望持续受益，打开成长空间。
- **投资建议：**公司是国内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，受益于 AI 大模型推动算力需求增长以及“东数西算”、“双碳”等政策，数据中心迎来高景气度，互联网对冷板式液冷需求爆发增长，浸没式液冷未来有望加速渗透，公司将持续受益。预计 2025-2027 年公司

曙光数创 (872808.BJ)**推荐 维持评级****分析师****吴砚靖**

☎: 010-66568589

✉: wuyanjing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

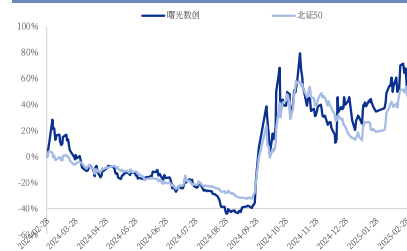
研究助理: 胡天昊

☎: 010-80927637

✉: hutianhao_yj@chinastock.com.cn

市场数据**2025-3-7**

股票代码	872808.BJ
A 股收盘价(元)	71.21
上证指数	3,372.55
总股本(万股)	20000
实际流通 A 股(万股)	19,460.33
流通 A 股市值(亿元)	142.42

相对北证 50 表现图**2025-3-7**

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

归母净利润分别为 1.09/1.53/2.1 亿元，同比增长 76.75%/41.1%/36.99%，EPS 为 0.54/0.77/1.05 元，当前股价对应 PE 分别为 131.1/93/67.9 倍，维持推荐评级。

- **风险提示：**技术研发进度不及预期风险；AI 发展不及预期风险；政策推进不及预期风险；下游企业需求不及预期风险；行业竞争加剧风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	506.25	765.92	1058.15	1403.03
收入增长率%	-22.15	51.29	38.15	32.59
归母净利润(百万元)	61.42	108.57	153.19	209.86
利润增速%	-41.21	76.75	41.10	36.99
毛利率%	30.10	30.88	32.63	33.72
摊薄 EPS(元)	0.31	0.54	0.77	1.05
PE	231.86	131.18	92.97	67.87

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	976.68	1107.99	1459.37	1905.04
现金	245.03	270.77	334.97	381.71
应收账款	413.59	492.31	692.67	961.74
其它应收款	4.95	5.15	7.83	11.18
预付账款	47.00	48.05	69.70	99.62
存货	120.52	156.78	191.61	280.70
其他	145.59	134.93	162.58	170.11
非流动资产	253.70	233.61	221.27	212.77
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	164.93	148.67	139.23	131.27
无形资产	19.96	16.45	12.94	9.41
其他	68.80	68.49	69.10	72.09
资产总计	1230.37	1341.60	1680.64	2117.82
流动负债	453.80	478.79	694.56	964.45
短期借款	22.00	22.00	22.00	22.00
应付账款	354.00	345.47	543.62	748.79
其他	77.80	111.32	128.94	193.66
非流动负债	52.41	52.01	53.01	52.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	52.41	52.01	53.01	52.81
负债合计	506.22	530.80	747.57	1017.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	724.16	810.80	933.06	1100.56
负债和股东权益	1230.37	1341.60	1680.64	2117.82

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-105.16	49.44	103.71	102.13
净利润	61.42	108.57	153.19	209.86
折旧摊销	19.85	24.70	25.29	25.14
财务费用	0.66	0.33	0.33	0.33
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-205.82	-98.89	-90.30	-146.56
其它	18.73	14.73	15.20	13.37
投资活动现金流	-21.72	-1.04	-9.25	-12.51
资本支出	-21.72	1.37	-7.64	-8.31
长期投资	0.00	-1.21	-0.56	-2.10
其他	0.00	-1.20	-1.05	-2.10
筹资活动现金流	-21.91	-22.65	-30.26	-42.89
短期借款	22.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-43.91	-22.65	-30.26	-42.89
现金净增加额	-148.81	25.74	64.20	46.73

资料来源：公司公告，中国银河证券研究

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	506.25	765.92	1058.15	1403.03
营业成本	353.87	529.38	712.86	929.96
营业税金及附加	3.73	4.06	5.40	8.42
营业费用	26.31	35.62	52.48	69.87
管理费用	25.14	31.02	55.02	76.04
财务费用	-5.18	-2.61	-2.92	-3.69
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	64.49	117.30	162.44	217.94
营业外收入	3.70	3.10	3.05	2.98
营业外支出	0.18	0.30	0.41	0.25
利润总额	68.01	120.10	165.08	220.67
所得税	6.58	11.53	11.89	10.81
净利润	61.42	108.57	153.19	209.86
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	61.42	108.57	153.19	209.86
EBITDA	78.65	142.19	187.45	242.12
EPS (元)	0.31	0.54	0.77	1.05

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-22.15%	51.29%	38.15%	32.59%
营业利润	-41.70%	81.89%	38.48%	34.17%
归属母公司净利润	-41.21%	76.75%	41.10%	36.99%
毛利率	30.10%	30.88%	32.63%	33.72%
净利率	12.13%	14.17%	14.48%	14.96%
ROE	8.48%	13.39%	16.42%	19.07%
ROIC	7.09%	12.71%	15.69%	18.32%
资产负债率	41.14%	39.56%	44.48%	48.03%
净负债比率	-30.32%	-30.31%	-33.11%	-32.33%
流动比率	2.15	2.31	2.10	1.98
速动比率	1.54	1.62	1.51	1.41
总资产周转率	0.43	0.60	0.70	0.74
应收账款周转率	1.27	1.69	1.79	1.70
应付账款周转率	1.11	1.51	1.60	1.44
每股收益	0.31	0.54	0.77	1.05
每股经营现金	-0.53	0.25	0.52	0.51
每股净资产	3.62	4.05	4.67	5.50
P/E	231.86	131.18	92.97	67.87
P/B	19.67	17.57	15.26	12.94
EV/EBITDA	168.75	98.43	74.33	57.35
P/S	28.13	18.59	13.46	10.15

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴砚靖 TMT/科创板研究负责人，北京大学软件项目管理硕士，10 年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名 PE 机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn