曙光数创（872808.BJ）

2025 年 08 月 31 日

投资评级：增持（维持）

日期	2025/8/29
当前股价(元)	82.93
一年最高最低(元)	106.00/25.73
总市值(亿元)	165.86
流通市值(亿元)	161.38
总股本(亿股)	2.00
流通股本(亿股)	1.95
近 3 个月换手率(%)	139.16

北交所研究团队

相关研究报告

《积极布局海外&冷板液冷市场，750kW 突破斩获海外大单—北交所公司深度报告》-2025.7.10

《国内浸没式液冷技术领军者，积极布局海外&冷板液冷市场—北交所信息更新》-2025.5.25

《牵头编制首个液冷国家标准，算力浪潮下市占率第一价值凸显—北交所公司深度报告》-2024.10.6

发布 C7000-F 相变冷板液冷方案，2025H1 营收同比+43%

——北交所信息更新

诸海滨（分析师）
zhuhaibin@kysec.cn
证书编号：S0790522080007

● **2025H1 实现营收 1.40 亿元、归母净利润-4077.23 万元**

曙光数创 2025H1 公司实现营业收入 1.40 亿元，同比+43.23%，其中浸没液冷产品收入同比+212.82%，冷板液冷产品收入同比+42.36%，归母净利润-4077.23 万元。**毛利率/净利率分别为 19.49%/-29.10%。**我们看好公司新一代 C8000 产品逐步落地部署以及冷板液冷行业渗透率提升，维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 105/150/195 百万元，EPS 分别为 0.53/0.75/0.98 元，当前股价对应 P/E 分别为 157.9/110.7/84.9 倍，维持“增持”评级。

● **发布 C7000-F 相变冷板液冷方案，研发新一代 AI 高效供电系统**

公司 2025 年 6 月发布了 C7000-F 相变冷板液冷数据中心整体解决方案，推动国产液冷从实验室快速走向生产线；依托泵驱排级、无泵自循环池级、模块化柜级三大产品架构，覆盖多元化需求场景，有效破解了传统架构在泵驱/自驱选型、集中/分布设计及冗余可维护性无法兼顾的难题。C7000-F 相变冷板液冷解决方案全面突破液冷系统在冷却能力、安全性和系统复杂性方面的限制，并实现多项技术创新。公司针对传统高压直流（HVDC）供电系统电池直挂母线导致电压低、电流大、线缆粗、损耗大，系统不能对单组电池进行核容测试等缺点，研发了新一代 AI 高效供电系统。预计 2025 年完成首个项目部署，合同额超过亿元。

● **2024-2028E 液冷市场 CAGR 有望超过 40%，马来西亚、日本等已有项目落地**

根据 Mordor Intelligence 数据，AI 应用渗透、数据中心规模扩张等因素将在未来刺激液冷市场快速增长，预计到 2028 年该份额有望从 10%增长到 30%。2024-2028E 液冷市场 CAGR 将超过 40%，远高于整体热管理市场的 14%与风冷市场的 9%。截至 2025H1 公司在马来西亚、日本等地已有项目落地，欧美、新加坡、中东、泰国、韩国等地市场也取得了积极进展。截至 2025H1，公司拥有已授权相关专利 176 项（与液冷相关的专利 139 项），软著 48 项，其中发明专利 45 项（在审发明专利 51 项），国内 41 项，国外 4 项；累计主编或参编国标、行标、团标 37 项，其中包括牵头编制国家标准 1 项、行业标准 1 项。

● **风险提示：**毛利率下降风险、新客户开拓不利风险、原材料价格波动风险

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	650	506	856	1,161	1,501
YOY(%)	25.6	-22.1	69.0	35.6	29.3
归母净利润(百万元)	104	61	105	150	195
YOY(%)	-10.6	-41.2	71.1	42.6	30.4
毛利率(%)	31.4	30.1	28.1	28.9	29.7
净利率(%)	16.1	12.1	12.3	12.9	13.0
ROE(%)	15.3	8.5	12.9	16.0	17.6
EPS(摊薄/元)	0.52	0.31	0.53	0.75	0.98
P/E(倍)	158.8	270.0	157.9	110.7	84.9
P/B(倍)	24.3	22.9	20.3	17.7	15.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	874	977	1015	1251	1334
现金	371	245	293	232	120
应收票据及应收账款	381	414	511	650	851
其他应收款	4	5	4	9	10
预付账款	31	47	67	99	101
存货	76	121	85	191	161
其他流动资产	12	145	56	71	91
非流动资产	239	254	313	379	459
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	174	165	229	301	378
无形资产	23	20	17	15	13
其他非流动资产	42	69	67	63	68
资产总计	1114	1230	1329	1631	1793
流动负债	332	454	425	616	611
短期借款	0	22	20	54	75
应付票据及应付账款	283	354	330	496	463
其他流动负债	48	78	76	66	72
非流动负债	100	52	87	80	73
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	100	52	87	80	73
负债合计	432	506	512	695	684
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	200	200	200	200	200
资本公积	115	115	115	115	115
留存收益	351	391	475	595	751
归属母公司股东权益	682	724	817	936	1109
负债和股东权益	1114	1230	1329	1631	1793

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	62	-105	97	19	-11
净利润	104	61	105	150	195
折旧摊销	7	18	12	16	20
财务费用	-8	-5	-5	-6	-5
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-64	-203	-33	-170	-264
其他经营现金流	22	24	17	30	43
投资活动现金流	-40	-22	-71	-82	-99
资本支出	33	22	73	86	97
长期投资	-7	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	2	4	-2
筹资活动现金流	-27	-22	22	-34	-31
短期借款	0	22	-2	34	21
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	120	0	0	0	0
资本公积增加	-120	1	0	0	0
其他筹资现金流	-27	-44	24	-68	-53
现金净增加额	-6	-149	48	-97	-141

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	650	506	856	1161	1501
营业成本	446	354	615	825	1055
营业税金及附加	4	4	6	8	11
营业费用	19	26	25	32	36
管理费用	23	25	27	35	45
研发费用	68	66	81	99	128
财务费用	-8	-5	-5	-6	-5
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	22	49	24	23	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	111	64	112	161	212
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	114	68	116	165	215
所得税	10	7	10	15	20
净利润	104	61	105	150	195
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	104	61	105	150	195
EBITDA	115	83	125	178	236
EPS(元)	0.52	0.31	0.53	0.75	0.98

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	25.6	-22.1	69.0	35.6	29.3
营业利润(%)	-14.1	-41.7	73.8	43.8	31.4
归属于母公司净利润(%)	-10.6	-41.2	71.1	42.6	30.4
获利能力					
毛利率(%)	31.4	30.1	28.1	28.9	29.7
净利率(%)	16.1	12.1	12.3	12.9	13.0
ROE(%)	15.3	8.5	12.9	16.0	17.6
ROIC(%)	12.8	7.4	11.1	13.9	15.6
偿债能力					
资产负债率(%)	38.8	41.1	38.5	42.6	38.1
净负债比率(%)	-40.3	-23.7	-23.5	-11.1	2.1
流动比率	2.6	2.2	2.4	2.0	2.2
速动比率	2.3	1.5	1.9	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	1.9	1.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.3	1.1	3.5	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.31	0.53	0.75	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	-0.53	0.49	0.09	-0.05
每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.62	4.08	4.68	5.55
估值比率					
P/E	158.8	270.0	157.9	110.7	84.9
P/B	24.3	22.9	20.3	17.7	15.0
EV/EBITDA	141.6	198.1	131.5	92.5	70.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn