



申菱环境 (301018.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

垂直一体化温控解决商，数据中心+ 电力行业双轮驱动

投资逻辑：

环境调控整体垂直解决方案商，数据服务板块订单带动公司业绩稳健增长：公司深耕环境调节设备25年，产品主要面向数据服务、工业工艺、专业特种、公建及商用四大场景，其中数据服务板块2025H1收入同比增长16.2PCT，1-8月数据服务板块新增订单同比增长200%，为公司业绩持续性提供有力支撑。

预计2025-2027年公司数据服务板块收入分别实现27/46/64亿元，同比+77%/+67%/+39%，为公司后续主要增长点。1) 全球数据中心投资高速增长：2025H1北美四大CSP厂商资本开支合计1700亿元、同比+64%，2025上半年公司海外数据服务业务新增订单2.5亿元，实现有效突破；2) 数据中心冷却方案从风冷向液冷迭代：Semi预测2026年全球数据中心智算需求占比超40%，高算力芯片对散热的需求提高，风液融合架构将成为数据中心重要过渡方案乃至长期解决方案，公司产品及解决方案覆盖国内数据中心风冷及液冷温控全环节；3) 数据中心业务从产品发展到温控垂直一体化解决方案，在保障功能的基础上，提升系统制冷性能、节约项目整体能耗；此外公司凭借技术创新、质量保障及快速交付能力得到众多行业头部客户认可，并在长期合作中培养出较强的粘性。

工业场景催生专业化需求，电力板块温控必不可少：根据Future Market Insights预测，2025年全球工业温控系统市场规模达236亿美元，其中公用及电力领域占比达43%，工业冷却系统在大型项目的基础设施建设中起维护设备寿命、保障稳定输出的重要作用，公司在风电、特高压、水电、核电等项目中具备丰富的热管理系统及产品交付经验，后续有望充分受益于工业特种领域高景气所带来的温控环节需求。

盈利预测、估值和评级

根据全球数据中心投资增速及公司海外业务拓展进展，我们预计2025-2027年公司将实现营业收入分别为43.9/63.8/83.4亿元，同比+45.7%/+45.1%/+30.8%；分别实现归母净利润2.9/4.2/6.7亿元，同比+153.1%/+44.5%/+59.5%，对应EPS分别为1.10/1.59/2.53元，参考2026年可比公司平均PE为62X，给予2026年65XPE，目标价103.2元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

算力需求不及预期，芯片供应能力不及预期，国际贸易摩擦风险，行业竞争加剧风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：80.70元

目标价 (人民币)：103.21元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,511	3,016	4,394	6,376	8,339
营业收入增长率	13.06%	20.11%	45.68%	45.11%	30.78%
归母净利润(百万元)	105	116	292	422	674
归母净利润增长率	-36.91%	10.17%	153.07%	44.45%	59.45%
摊薄每股收益(元)	0.394	0.434	1.099	1.588	2.532
每股经营性现金流净额	0.05	0.51	0.30	1.10	1.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.28%	4.56%	10.35%	13.00%	17.17%
P/E	66.81	88.73	73.41	50.82	31.87
P/B	2.86	4.05	7.60	6.61	5.47

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 二十五年深耕环境调节设备，打造行业垂直应用专家.....	4
1.1 专用性空调领军企业，前瞻布局数据中心机房温控.....	4
1.2 公司营收持续增长，盈利修复向好.....	5
2 三大方向看数据中心业务成为公司近年最大增长点.....	7
2.1 从通算到智算：算力、功率双增长，国内智算中心进入扩张期.....	7
2.2 从风冷到液冷：风液融合为重要过渡技术，公司产品覆盖全链条.....	9
2.3 从设备到解决方案：深层、长效辅助数据中心全生命周期运行.....	11
2.4 卡位龙头客户，创新+专业构筑客户壁垒.....	13
3 工业场景催生专业化需求，公司深耕电力领域多种环节.....	14
3.1 工业温控千亿市场，电力设备为主要需求来源.....	14
3.2 电力能源星辰大海，热管理需求有望增长.....	14
3.3 经营情况行业领先，成本及费用管控能力优异.....	17
4 盈利预测.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.2 投资建议及估值.....	21
风险提示.....	21

图表目录

图表 1：三个十年发展，公司从产品走向整体解决方案.....	4
图表 2：五大基地保障公司四大应用场景订单提升空间大.....	5
图表 3：公司股权结构集中.....	5
图表 4：25H1 公司实现营收 16.8 亿元，同比+29%.....	6
图表 5：数据服务行业收入占比逐年提升.....	6
图表 6：公司数据服务相关收入在行业中处于领先规模（亿元）.....	6
图表 7：公司数据服务行业收入增速优于可比公司（%）.....	6
图表 8：25H1 公司实现归母净利 1.5 亿元，同比+36%.....	7
图表 9：公司费用管控能力逐步提升.....	7
图表 10：公司净利率存在季节性波动.....	7
图表 11：数据服务行业毛利率低于其他行业产品.....	7
图表 12：根据股权激励计划要求，2025 年公司营收有望实现 40.8 亿元.....	7
图表 13：智算中心渗透逐年稳步提升.....	8
图表 14：近几年英伟达 GPU 功耗提升斜率陡峭.....	8
图表 15：各省市出台算力补贴政策推动数据中心产业发展.....	8



图表 16:	公司在数据中心液冷技术上布局有全链条解决方案及产品	9
图表 17:	我国《数据中心设计规范》对于机房内环境温度和湿度均有一定范围要求	9
图表 18:	风液同源与风液独立系统主要区别在于一次侧环节	10
图表 19:	申菱风液同源大液冷系统方案示意图	11
图表 20:	国家层面对数据中心能效要求逐年提高	11
图表 21:	以目标为导向的“系统方案及专业设备定制”	12
图表 22:	冷却系统故障是导致数据中心停摆的第二大原因	13
图表 23:	41%的企业每小时停机损失高达 100-500 万美元	13
图表 24:	腾讯季度资本开支同比高增	13
图表 25:	阿里巴巴季度资本开支同比维持高增速	13
图表 26:	公司参与众多数据中心项目建设	14
图表 27:	专用性空调主要用于满足工业和特殊场景需求	14
图表 28:	预计未来几年，海风装机维持增长态势	15
图表 29:	公司“数字能环”方案保障海风项目稳定运行	15
图表 30:	申菱环境直流输电工程项目典型成果	15
图表 31:	公司为多项国内外大型水电站配套提供专用暖通空调系统设备	16
图表 32:	公司为国内外多个核电站提供专用空调及制冷设备	17
图表 33:	公司毛利率常年优于行业平均水平	17
图表 34:	公司研发支出规模处于行业领先（亿元）	17
图表 35:	公司合同负债保持增长态势（亿元）	18
图表 36:	公司发出商品历年来均处于行业领先（亿元）	18
图表 37:	IDC 预计 2023-2028 年中国智慧城市 ICT 市场复合增速约为 7%	18
图表 38:	温控系统在数据中心基建中成本占比约为 15%-20%	18
图表 39:	公司数据服务板块拆分	19
图表 40:	公司各业务板块收入拆分	19
图表 41:	可比公司估值表	21



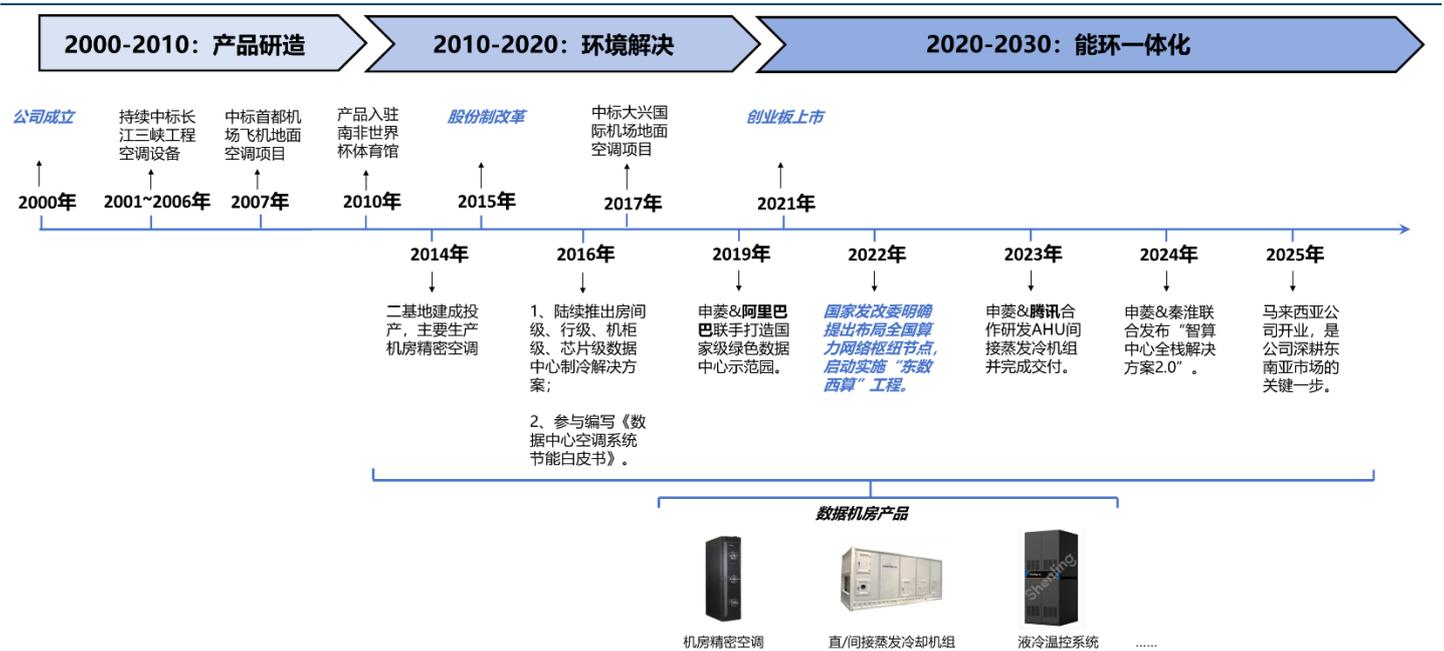
1 二十五年深耕环境调节设备，打造行业垂直应用专家

1.1 专用性空调领军企业，前瞻布局数据中心机房温控

公司成立于 2000 年，经历三个十年发展，企业定位逐步从单机设备销售横向拓展至整体解决方案，并进一步发展成为环境调控制整体垂直解决方案商。

公司成立初期主营以专用性空调为代表的空气环境调节设备，前期先后中标长江三峡工程空调设备、北京首都国际机场飞机地面空调设备项目；2014 年，公司二基地建成投产，主要生产机房精密空调，为数据中心和机房业务客户提供房间级、行级、机柜级、芯片级解决方案，合作华为、阿里巴巴、腾讯等大客户；2021 年公司于创业板上市，打造数字能环垂直一体化解决方案，目标成为数据服务产业环境、工业工艺产研环境、专业特种应用环境、高端公建室内环境四大领域专家。

图表1：三个十年发展，公司从产品走向整体解决方案



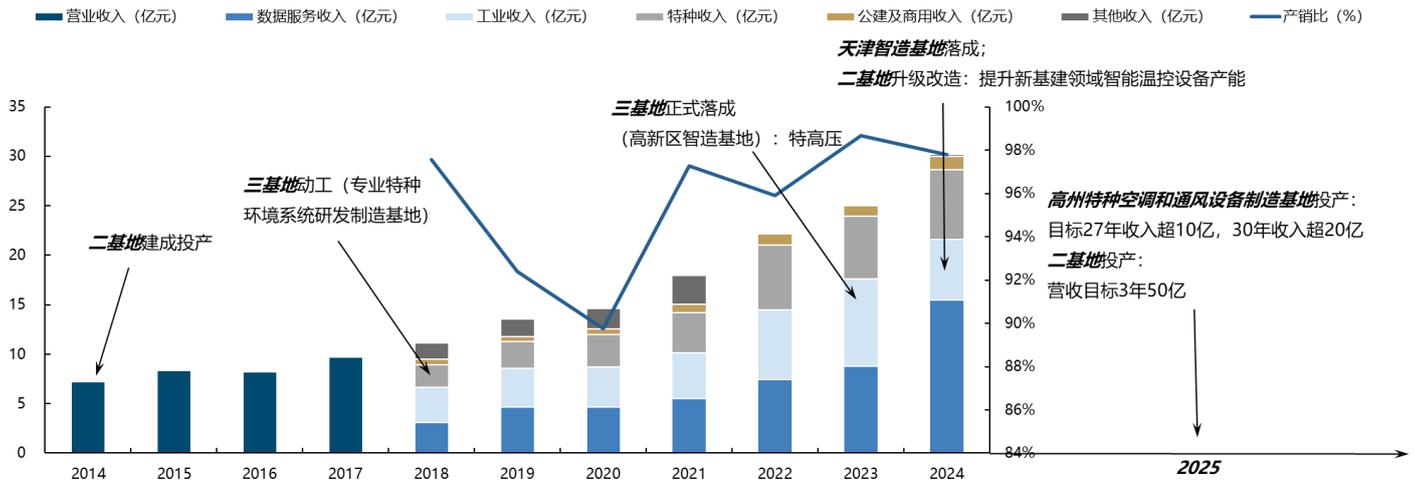
来源：公司官网，公司公众号，中国政府网，国金证券研究所

截至目前，公司建设五大核心生产基地：一二三基地、天津智造基地、高州特种空调和通风设备制造基地。其中，

- 1) 一基地、三基地主要面向电力、化工、交通等行业领域客户。
- 2) 二基地作为联动全集团资源的枢纽，主要面向数据中心和机房业务客户，2024 年进行升级改造、提升新基建领域智能温控设备产能，已于 2025 年 7 月投产，公司目标三年时间在 ICT 和储能领域实现营收 50 亿元。
- 3) 天津智造基地主要承担北方地区空调末端机组的订单生产。
- 4) 高州特种空调和通风设备制造基地主要制造核电、油气循环回收等特种产品，2025 年 6 月投产，公司收入目标到 2027 年实现超 10 亿元，2030 年实现超 20 亿元。



图表2：五大基地保障公司四大应用场景订单提升空间大

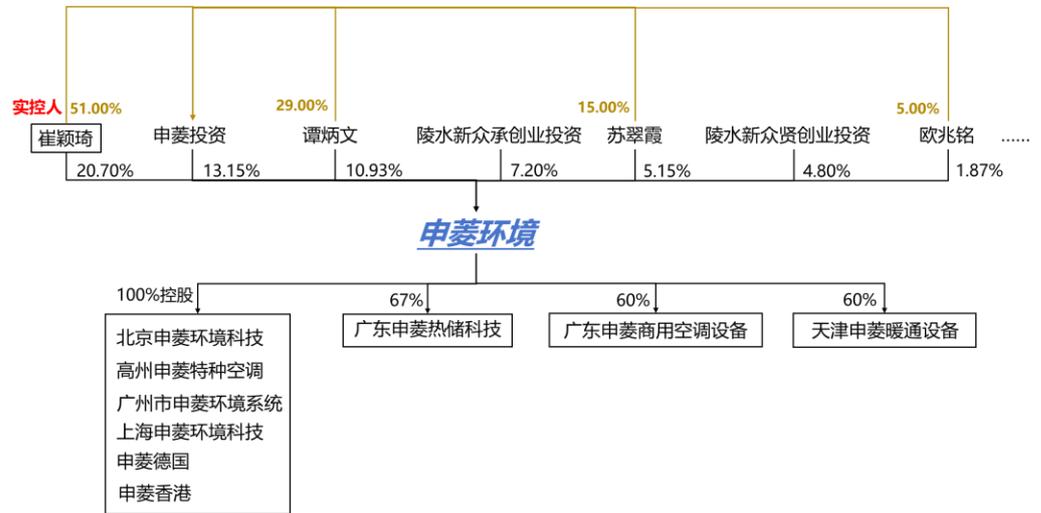


来源：公司公众号，国金证券研究所

公司股权结构相对集中，截至 2025 半年报，公司实际控制人崔颖琦通过直接及间接方式持股 27.6%，且众承投资、众贤投资与崔颖琦为一致行动人。

非全资子公司除天津智造基地、高州特种空调和通风设备制造基地外，2022 年公司成立广东申菱热储科技有限公司，原针对欧洲气候环境和家庭使用场景，研发超低温热泵采暖机组，随着近几年“双碳”及《推动热泵行业高质量发展行动方案》等政策出台，公司开发新一代热泵空调机组矩阵，完善中/高温场景需求，有望成为工业零碳供热核心解决方案。

图表3：公司股权结构集中



来源：ifind，国金证券研究所

1.2 公司营收持续增长，盈利修复向好

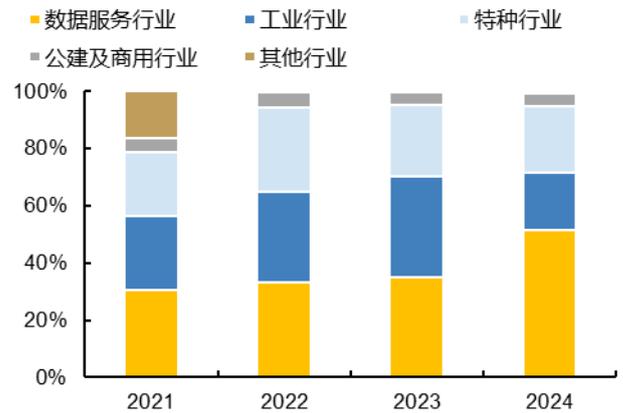
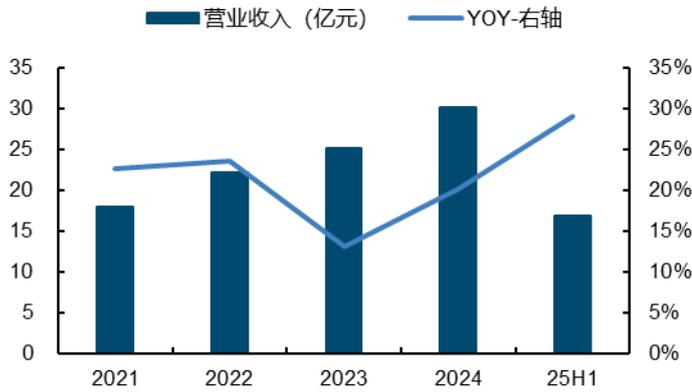
上市以来，公司营收呈现稳增长态势。2024 年公司实现营业收入 30.2 亿元，同比增长 20.1%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 10.2%。细分行业来看，数据服务板块业务规模快速提升，2024 年实现收入 15.5 亿元，占公司总收入的 51.3%，同比增长 16.2PCT，全年新增订单同比增长约 95%。

2025 上半年，公司实现营业收入 16.8 亿元，同比增长 29.0%，实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 36.0%；其中数据服务板块营收同比增长 43.77%，1-8 月新增订单同比增长 200%，为后续业绩的可持续性提供有力支撑。



图表4: 25H1 公司实现营收 16.8 亿元, 同比+29%

图表5: 数据服务行业收入占比逐年提升



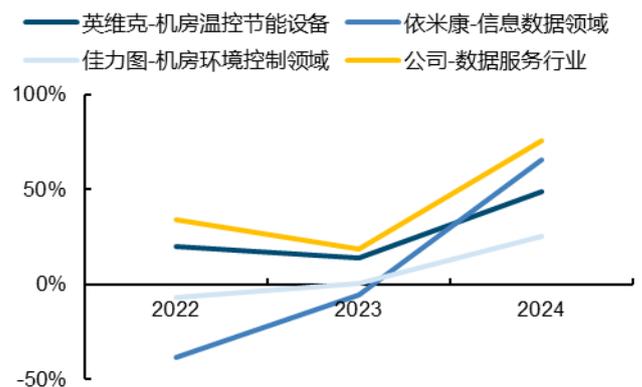
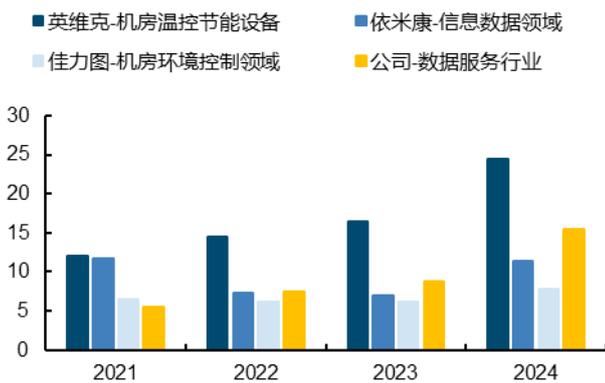
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

根据赛迪顾问发布的《2024-2025 中国液冷数据中心市场研究年度报告》，公司在 2024 年中国智算行业液冷数据中心市场厂商排名第一，ICT 领域收入在行业中处于领先规模，且连续 3 年同比增速优于可比公司。

图表6: 公司数据服务相关收入在行业中处于领先规模 (亿元)

图表7: 公司数据服务行业收入增速优于可比公司 (%)



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

2023 年, 公司积极布局液冷、海外热储、AIoT、新能源等业务, 同时加大海外市场开拓, 研发及销售费用率提升, 进而导致当年归母净利润同比下滑; 2024 年公司加强预算管理, 降本增效, 推进大交付改革, 费用管控能力优化, 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 10.2%。

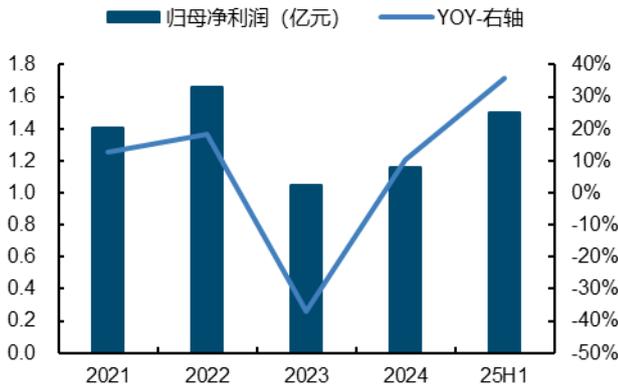
公司业绩存在季节性波动, 2025 年一季度, 公司实现毛利率 22.0%, 同比-4.0PCT, 环比-1.8PCT; 实现净利率 8.6%, 同比-1.2PCT, 环比+4.9PCT, 由于公司的下游客户以大中型国有单位和知名民企为主, 其采购一般在年初进行立项、规划和审批, 在年中进行招投标并签订订单, 下半年进入实质交验、结算程序, 同时公司集中在 Q4 基于谨慎性原则计提信用减值损失, 因此一季度净利率水平较上一年四季度往往有显著提升。

此外, 从细分行业来看, 公司数据服务行业毛利率低于公司其他板块业务, 主要原因是工业、特种行业多为项目型订单, 定制化程度高, 产品复用性低; 数据中心业务项目主要面向固定大客户, 产品标准化程度高且多为批量交付。

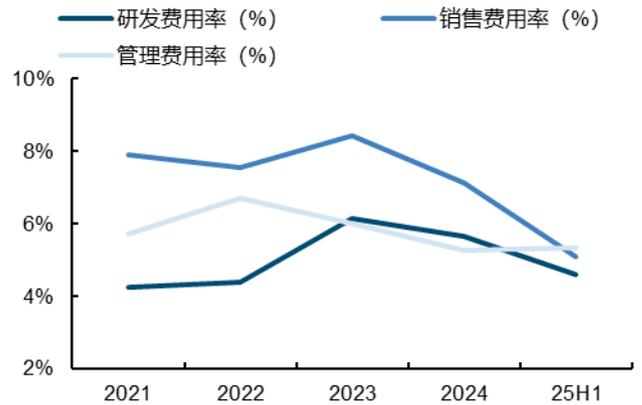
2025 上半年公司费用管控能力进一步提升, 研发/销售/管理费用率较 2024 年下降或持平在 4.6%/5.1%/5.3%, 一季度在整体毛利率水平由于低毛利率数据服务产品占比提升而同比下降的基础上, 净利率同比基本持平。



图表8: 25H1 公司实现归母净利润 1.5 亿元, 同比+36%



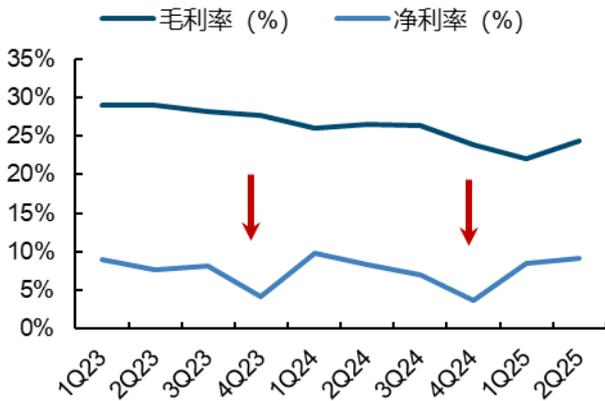
图表9: 公司费用管控能力逐步提升



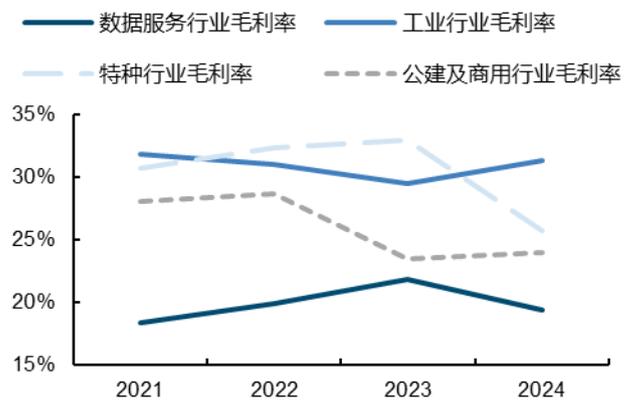
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表10: 公司净利率存在季节性波动



图表11: 数据服务行业毛利率低于其他行业产品



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

2024 年, 公司发布第二期股权激励计划, 拟对包括公司董事、高级管理人员, 以及公司其他核心员工在内的 71 名激励对象授予限制性股票数量 350 万股, 根据本次激励计划考核标准, 当 2025 年营业收入较 2023 年增长率不低于 62.5%, 折合收入 40.8 亿元、净利润增长率较 2023 年不低于 89%, 折合净利润 2.0 亿元, 限制性股票归属比例为 100%, 对应 2025 年营收同比增速为 35%、净利同比增速为 32%。

图表12: 根据股权激励计划要求, 2025 年公司营收有望实现 40.8 亿元

考核指标	考核指标		公司层面可归属比例
	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	
2024 年	≥32.64	≥1.46	100%
	≥32.64	1.35 ≤ x ≤ 1.46	80%
2025 年	≥40.80	≥1.97	100%
	≥40.80	1.69 ≤ x ≤ 1.97	80%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2 三大方向看数据中心业务成为公司近年最大增长点

2.1 从通算到智算: 算力、功率双增长, 国内智算中心进入扩张期

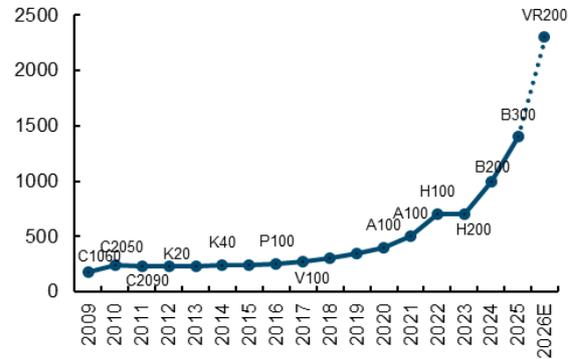
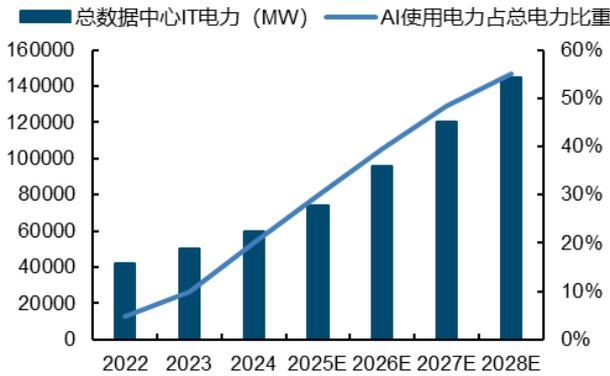
AI 行业的高速发展带来了算力需求的快速增长, 根据 SemiAnalysis 的预测, 2026 年全球数据中心算力总需求达到 96GW, 其中 AI 部分占 40GW; 同时, 随着芯片算力提升, GPU 单



芯片功耗大幅升高，2025 年全球 GPU 龙头企业英伟达最新 B300 芯片单功耗达 1400W，展望 2026 年 Rubin VR200 芯片功耗预计提升至 2300W。

图表13: 智算中心渗透逐年稳步提升

图表14: 近几年英伟达 GPU 功耗提升斜率陡峭



来源: Semianalysis, 国金证券研究所

来源: Semianalysis, ODCC:AI 服务器白皮书, NVIDIA 官网, 国金证券研究所

国内，政策端各省市发放“算力券”补贴，激励国内智算中心产业建设；高端芯片方面，根据路透社，海外企业英伟达正在为中国开发一款基于其最新 Blackwell 架构的新型人工智能芯片，国内 DeepSeek-V3.1 模型使用 UE8MO FP8 Scale 的参数精度，华为、阿里、寒武纪等企业正持续研发高算力国产芯片。

长远来说，在海外高端芯片进口困难的背景下，国内大模型积极适配国产算力芯片，通过减少数据位宽来实现更高的计算效率和更低的内存占用，有望带动国内终端智能算力应用需求大幅提升。

图表15: 各省市出台算力补贴政策推动数据中心产业发展

发布日期	各省市算力券的政策	政策细则
2025 年 7 月	上海市 《上海市进一步扩大人工智能应用的若干措施》	发放 6 亿元算力券。 对租用智能算力的主体，市级给予最高 30% 租金补贴。 对自主智能算力设施部署项目，给予最高 10% 建设支持。
2025 年 3 月	深圳市 《加快打造人工智能先锋城市行动计划（2025-2026 年）》	首批发放近 2 亿元“训力券”，配套“语料券”“模型券”等，全年筹集 45 亿元支持 AI 全链条发展。 算力规划：2026 年智能算力超 80E FLOPS，推动国产算力中心建设。
2025 年 3 月	成都市 2025 年人工智能产业链发展工作要点	每年发放 1000 万元算力券，企业签订合同后可直接抵扣费用。 技术支撑：引入区块链技术实现算力券全流程监管，提升资源调度效率。
2025 年 3 月	宁波市 《2025 年宁波市算力券发放实施细则》	全年分 4 期发放，每期发放合同费用的 50%，年度累计不超过 150 万元。 使用范围：国产算力优先，用户通过云闪付平台核销，逾期未用资金退回财政。 补贴标准：按合同金额的 30% 补贴，单企年度上限 800 万元。
2025 年 4 月	杭州市 《杭州市建设人工智能产业发展高地实施方案（2025 年版）》	实施目标：每年设立 2.5 亿元市级算力券，打造全国算力成本洼地。 创新机制：算力券与数据采购、加工补贴联动，支持模型服务（MaaS）和智能体开发
2024 年 11 月	贵州省 《贵州算力券管理办法》	按合同成交金额的 3% 给予现金券的激励，同一主体年度累计兑现额度最高不超过 200 万元。 单次申领金额不超过智能算力合同额的 20%，单个企业年度累计最高 200 万元。
2024 年	北京市 《北京市算力基础设施建设实施方案（2024-2027 年）》	配套建设亦庄等 E 级智能算力高地，规划算力规模超 10000P。 每年发放 1 亿元算力券和 1 亿元模型券，推动自动驾驶、智能仓储等场景落地。
2024 年	河南省 《河南省发展和改革委员会 河南省财	补贴标准：按算力服务实际金额的 20% 补贴，单个主体年度累计不超过



发布日期	各省市算力券的政策	政策细则
	政厅关于开展 2024-2025 年算力券申	100 万元，总预算 5000 万元。
	请工作的通知》	重点方向：支持人工智能大模型研发主体，优化中西部算力资源对接。

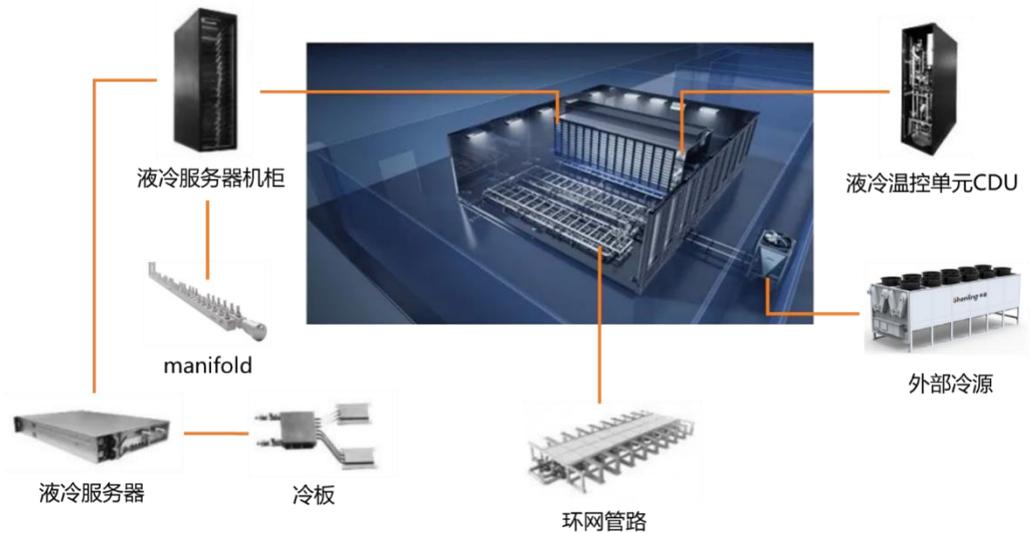
来源：上海国际人才网、深圳市工业和信息化局、四川省人民政府、宁波市数据局、杭州市投资促进局、贵州省人民政府、河南发展和改革委员会、北京经信微信公众号，国金证券研究所

2.2 从风冷到液冷：风液融合为重要过渡技术，公司产品覆盖全链条

AI 算力需求爆发推动服务器功率密度持续攀升，数据中心散热技术正加速从传统风冷向液冷方案迭代。常见的冷板式液冷系统分为机房内和机房外两部分，机房外是以冷源为核心的二次侧液体循环，机房内按从外到服务器内的顺序管路、manifold、快接头、冷板等零部件。

公司早在 2011 年开始研究数据中心液冷散热技术，并搭建了国内较早的商用液冷微模块数据中心。作为在工业、特种等领域具备整体垂直解决方案基因的温控厂商，公司在数据中心液冷领域也建立了包括冷板、Manifold、快速接头、预制化管网、液冷机柜、CDU、外部冷源等具有竞争力和性价比的端到端全链条解决方案和产品。

图表 16：公司在数据中心液冷技术上布局有全链条解决方案及产品



来源：公司公众号，国金证券研究所

然而对于数据中心而言，除了核心 IT 设备 GPU、CPU 有散热需求外，硬盘、电源等器件工作也会产生热量，从而影响数据中心机房内环境的温湿度，数据中心稳定的温湿度环境是保障其工作运转的关键，机房温控的重点是确保冷却一致且均匀、避免热点，因此风液融合的温控系统模式成为国内数据中心当前的主要方案。

图表 17：我国《数据中心设计规范》对于机房内环境温度和湿度均有一定范围要求

项目	技术要求			备注
	A 级	B 级	C 级	
数据中心分级	“容错”系统 可靠性和可用性等级 最高	“冗余”系统 可靠性和可用性等级 居中	满足基本需要 可靠性和可用性等级 最低	
环境要求				
冷通道或机柜进风区域的温度	18°C~27°C			
冷通道或机柜进风区域的相对温度和露点温度	露点温度 5.5°C~15°C，同时相对湿度不大于 60%			
主机房环境温度和相对湿度（停机时）	5°C~45°C，8%~80%，同时露点温度不大于 27°C			不得结露
主机房和辅助区温度变化率	使用磁带驱动时 <5°C/h；使用磁盘驱动时 <20°C/h			
辅助区温度、相对湿度（开机时）	18°C~28°C、35%~75%			



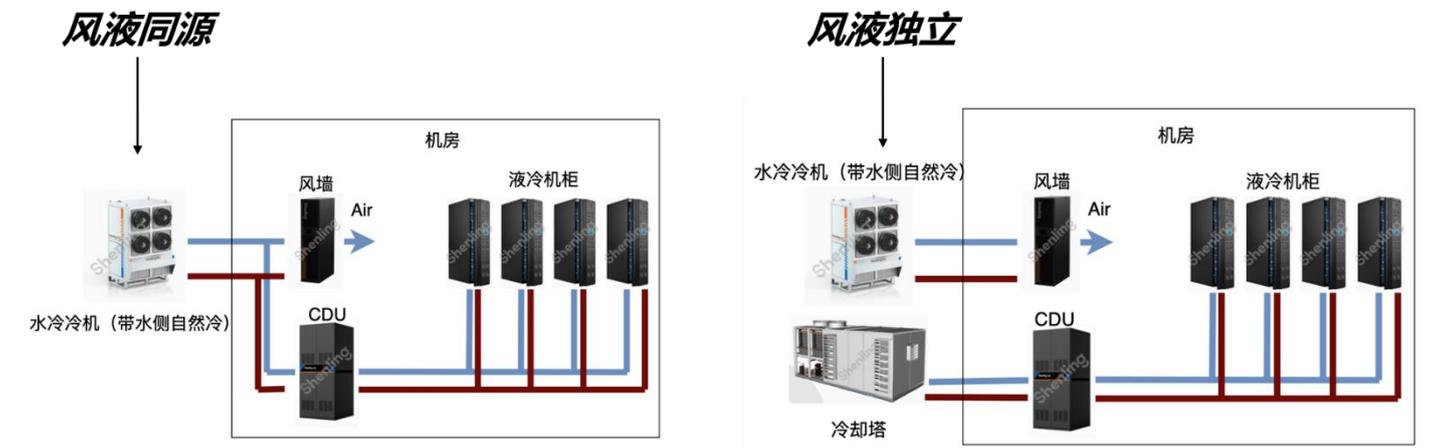
辅助区温度、相对湿度（停机时）	5°C~35°C、20%~80%		
不间断电源系统电池室温度	20°C~30°C		
主机房空气粒子浓度	应少于 17600000 粒		每立方米空气中大于或等于 0.5 μm 的悬浮粒子数
空气调节			
主机房和辅助区设置空气调节系统	应	宜	-
不间断电源系统电池室设置空调降温系统	宜	可	-
主机房保持正压	应	可	-
冷冻机组、冷冻水泵、冷却水泵、冷却塔	N+X 冗余 (X=1~N)	N+1 冗余	N
冷冻水供水温度	7°C~21°C		-
冷冻水回水温度	12°C~27°C		-
机房专用空调	N+X 冗余 (X=1~N) 主机房中每个区域冗余 X 台	N+1 冗余 主机房中每个区域冗余一台	N
采用不间断电源系统供电的设备	空调末端风机、控制系统、末端冷冻水泵	控制系统	-
蓄冷装置供应冷冻水的时间	不应小于不间断电源设备的供电时间	-	-
双冷源	可	-	-
冷冻水供回水管网	双供双回、环形布置	单一路径	-
冷却水补水储存装置	需要	-	-
冷热通道隔离	需要		-

来源：《数据中心设计规范》，国金证券研究所整理

风液融合架构即结合了传统风冷技术和液冷技术的数据中心散热方案，液冷部分正对高功耗部件、如 GPU、CPU 等，风冷部分通过优化气流组织带走剩余器件热量、如内存、电源等，起辅助散热的作用。风液融合架构既能突破纯风冷的散热和能耗瓶颈，又能平衡纯液冷改造成本较高的问题，是现阶段数据中心从通算转向智算的重要过渡方案乃至长期解决方案。

由于数据中心风冷和液冷负荷的占比在发生着变化，风液双系统除了在系统设计方面有特殊要求外，还要考虑散热容量配置的灵活性和弹性，从整体架构上，风液融合系统可以归为一次侧散热系统和二次侧散热系统，二次侧分别由风冷和液冷末端设备进行散热，一次侧根据是否共用一套散热系统分为风液共塔系统和独立系统两大类。

图表 18：风液同源与风液独立系统主要区别在于一次侧环节

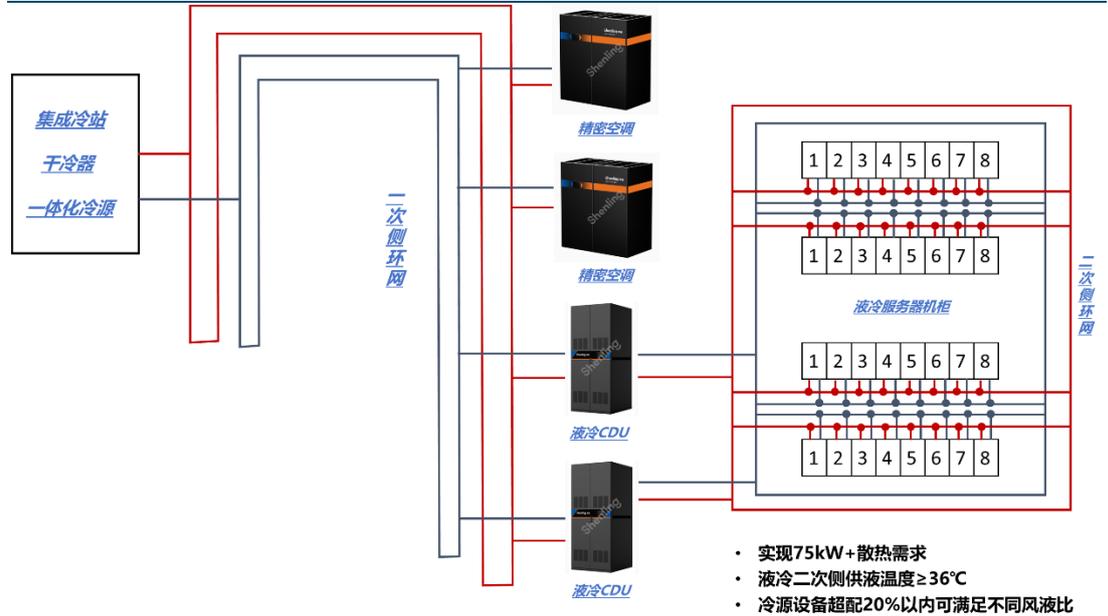


来源：2025 中国信息通信业发展高层论坛，国金证券研究所绘制



公司作为工业特种空调领域龙头，自 2011 年切入数据中心业务以来，在传统风冷产品及解决方案上积累了成熟的经验，2018 年开始应用液冷技术，较早提出风液同源大液冷系统产品，以“高效、节能、可靠”为核心优势，直击 AI 数据中心高热密度散热痛点，风液协同将数据中心 PUE 值降至 1.15 以下，采用环保工质与智能变频技术，较传统风冷方案节能 30% 以上，同时全栈覆盖从芯片级到机房级的散热需求，支持单机柜最高 150kW 散热。

图表19：申菱风液同源大液冷系统方案示意图



来源：2025 中国信息通信发高层论坛，2025 数据中心冷却高峰论坛（长三角），国金证券研究所

2.3 从设备到解决方案：深层、长效辅助数据中心全生命周期运行

PUE (Power Usage Effectiveness) 是评估数据中心效率水平的重要指标， $PUE = \frac{\text{数据中心消耗的所有能源}}{\text{IT 负载消耗的能源}}$ ，其中 IT 负载消耗是指用于计算、存储和网络设备的电力和能源，PUE 越低数据中心的能效水平越好。

根据《中国数据中心综合能耗及其灵活性预测》，数据中心能耗占全球能耗的比例将从 2015 年的 0.9% 上升到 2030 年的 8%。在中国，数据中心已成为继钢铁、化工、水泥、有色金属等八大重能耗行业之后的第九大能耗行业，因此，作为“新基建”的数字底座与核心代表，数据中心在国家“双碳”目标战略框架下被赋予更高维度的绿色发展使命。

国家层面对于大型数据中心 PUE 指标要求逐年提高，根据 2024 年 7 月国家发改委、工信部、能源局、数据局联合发布的《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》，要求到 2025 年底，新建及改扩建大型和超大型数据中心 PUE 降至 1.25 以内，国家枢纽节点数据中心项目 PUE 不得高于 1.2。

图表20：国家层面对数据中心能效要求逐年提高

年份	政策	具体要求
2017	《“十三五”节能减排综合工作方案》	国务院：新建大型云计算数据中心 PUE < 1.5
	《关于加强“十三五”信息通信业节能减排工作的指导意见》	工信部：2020 年，新建大型、超大型数据中心 PUE < 1.4
2019	《关于加强绿色数据中心建设的指导意见》	工信部、国管局、能源局：2022 年，新建大型、超大型数据中心 PUE < 1.4
2020	《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》	发改委、工信部、能源局：大型、超大型数据中心 PUE < 1.3
2021	《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》	工信部：2021 年，新建大型及以上数据中心 PUE < 1.35；到 2023 年，新建大型及以上数据中心 PUE < 1.3，严寒和寒冷地区力争 < 1.25



年份	政策	具体要求
	《绿色数据中心政府采购需求标准(试行)》	财政部、生态环境部：2023年6月起，数据中心 PUE \leq 1.4，2025年起，数据中心 PUE \leq 1.3。
2022	《信息通信行业绿色低碳发展行动计划(2022-2025年)》	工信部、发改委、财政部等：到2025年，全国新建大型、超大型数据中心 PUE $<$ 1.3；改建核心机房 PUE $<$ 1.5
2023	《算力基础设施高质量发展行动计划》	进一步要求“持续提升数据中心的能效、水效、碳排放和资源综合利用水平”，将“水效”与“能效”并列，凸显其重要性。
2024	《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》	发改委、工信部、能源局、数据局：2025年底，全国数据中心平均 PUE $<$ 1.5；新建及改扩建大型和超大型数据中心25；国家枢纽节点数据中心项目 PUE $<$ 1.2。

来源：中国政府网，工信部官网，国金证券研究所

在数据中心运行成本结构中，制冷系统是仅次于 IT 负载的第二大项目，传统风冷方案下制冷系统能耗占比约达到 50%-70%。对于终端客户而言，仅布置风冷或液冷部件难以满足数据中心全生命周期的运行维护及能耗管控需求。

公司基于多年项目经验积累，开发数据中心垂直一体化解决方案，涵盖用能规划、系统设计、设备定制、集成实施、调试验收、智慧总控、智能运维七大环节，在保障功能的基础上，提升制冷散热性能、节约项目整体能耗。

除了自研自产高质量设备外，施工端，公司提出以“工厂”代替“工人”的理念，全过程 BIM 精细化施工，采用工厂预制方案，将负责的现场工程转化为有序、标准、高效、全过程品控的工厂化实施；运维端，公司打造园区综合能源管理平台，适用于大规模集群数据中心园区整体能耗管控及智能运维。

图表21：以目标为导向的“系统方案及专业设备定制”



来源：公司公众号，公司宣传册，国金证券研究所

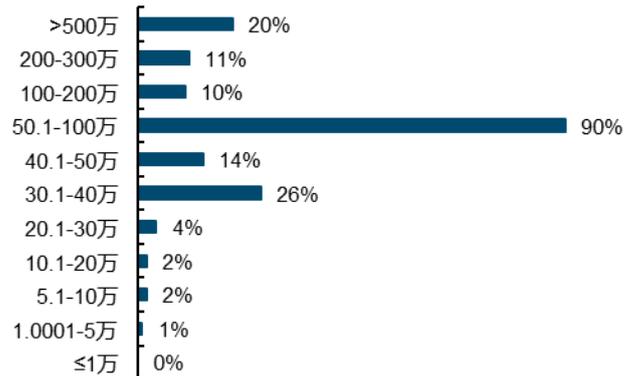
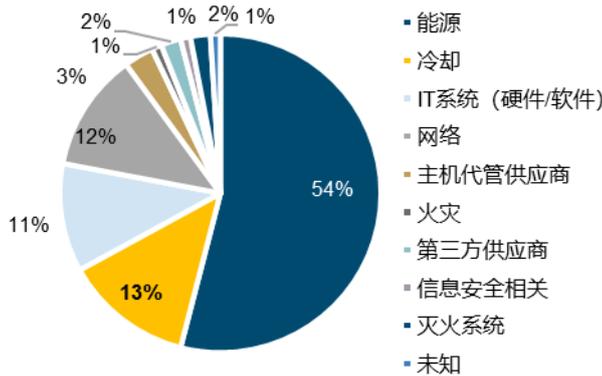


2.4 卡位龙头客户，创新+专业构筑客户壁垒

根据 Uptime Intelligence，冷却系统故障是导致数据中心停摆的第二大原因，而当数据中心中断时，用户需要承担额外的直接成本、间接成本和机会成本，ITIC 2024 年《每小时停机成本》调查发现，97% 的大型企业每小时平均停机损失成 10 万美元，41% 的企业每小时停机损失高达 100-500 万美元，金融、公用等业务基于计算密集型数据交易的公司还需要考虑与诉讼相关的潜在损失，每分钟损失就将高达数百美元。

图表22：冷却系统故障是导致数据中心停摆的第二大原因

图表23：41%的企业每小时停机损失高达 100-500 万美元



来源：Uptime Intelligence，国金证券研究所

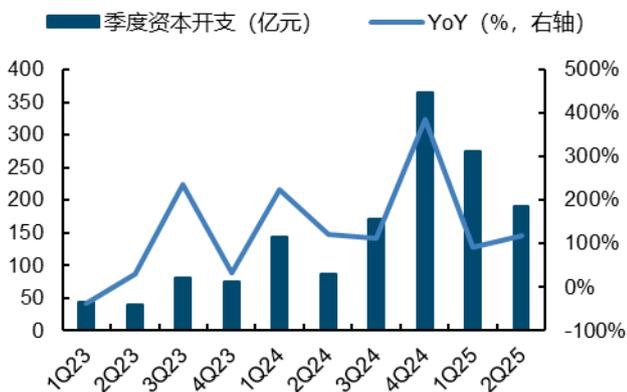
来源：ITIC，国金证券研究所

因此，数据中心客户高度重视基础设施的可靠性，对于供应商有着极为严格的认证标准和较长的验证周期，通常会限定少数核心供应商以确保技术可靠性和服务响应能力。液冷技术涉及复杂的工程设计和运维支持，客户在选择供应商时会深度考察其技术成熟度、项目经验以及长期服务能力，一旦通过认证，供应商将进入客户的短名单，形成较高的壁垒。绑定大客户意味着供应商能够积累标杆案例，强化行业口碑，同时通过与大客户的协同迭代优化产品性能，进一步巩固技术领先地位，这种深度合作还能帮助供应商提前洞察客户未来需求，抢占技术升级的先发优势。

2023 年开始，国内互联网厂商资本开支维持在较高的增速，2025 上半年，腾讯/阿里资本开支分别为 465.8/632.9 亿元，同比+101.8%/+172.2%。历年来，公司参与了众多国内数据中心项目建设，产品广泛服务于中国移动、电信、联通、华为、字节跳动、腾讯、阿里巴巴、百度、美团、快手、京东等知名客户，除 H 公司业务持续增长外，来自互联网头部客户字节、腾讯、阿里等的营收规模也实现了快速增长，基于对公司技术创新能力、质量保障能力、快速交付能力的认可，公司与重要头部客户的合作粘性进一步强化。

图表24：腾讯季度资本开支同比高增

图表25：阿里巴巴季度资本开支同比维持高增速



来源：腾讯官网，国金证券研究所



来源：阿里巴巴官网，国金证券研究所



图表26: 公司参与众多数据中心项目建设

			
阿里云张北数据中心	腾讯南京江宁数据中心园区	中国移动南方基地项目	河北保定移动IDC项目
			
马来西亚MY06项目	湖北孝感某机房液冷项目	河北廊坊某数据中心项目	北京酒仙桥E级智算中心

来源: 公司公众号, 国金证券研究所

3 工业场景催生专业化需求, 公司深耕电力领域多种环节

3.1 工业温控千亿市场, 电力设备为主要需求来源

专用性空调是为满足某些工业工艺和特殊环境需求, 将被控环境的物理、化学、生物参数等严格控制在特定范围内而设计制造的设备, 传统工业温控设备广泛应用于能源设施、精密车间、轨道交通、实验室等场景。

图表27: 专用性空调主要用于满足工业和特殊场景需求

应用领域分类	特种 •核能发电 •VOCs治理 •交通类基建	工业 •海上风电 •特高压电网 •化工、冶金	公建 •公共建筑 •酒店 •会展场馆
产品	核电抗震型风冷冷水机、NMP废气回收处理装置、飞机地面空调、地铁隧道嵌装式全工况高效能空调系统...	屋顶式空调、单元式空调、恒温恒湿空调、洁净式空调、蒸发冷却冷水机组...	商用冷水机组、商用组合式空调、商用末端机组、商用单元式空调...

来源: 公司官网, 国金证券研究所

根据 Future Market Insights, 2024 年全球工业温控系统市场规模约 222 亿美元, 同比增长 6%, 预计 2025 年市场规模提升至 236 亿美元, 其中公用事业及电力领域占比高达 43%, 工业冷却系统在大型项目的基础设施建设中, 起到维护设备寿命、保障稳定输出的作用。

公司工业空调主要产品包括屋顶式空调、单元式空调、恒温恒湿空调、洁净式空调、除湿机、低露点除湿机、冷热水机组、蒸发冷却冷水机组、组合式空调机组、储能用风冷和液冷温控系统等, 产品服务于国家电网、长江三峡水电、富士康、广汽丰田、国电投海上风电、宁德时代等众多知名客户的工业项目。

3.2 电力能源星辰大海, 热管理需求有望增长

2024 年公司工业+特种+公建板块营收 14.54 亿元, 同比-10.3%, 其中工业板块营收由于新能源领域固定投资和投产节奏放缓而同比下滑, 未来几年预期将逐步改善, 主要来自以



下方面驱动：

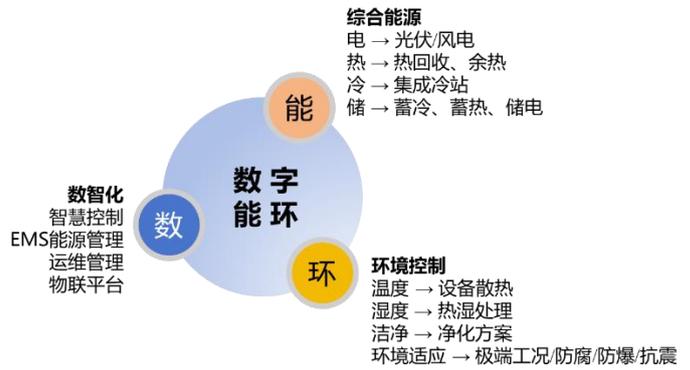
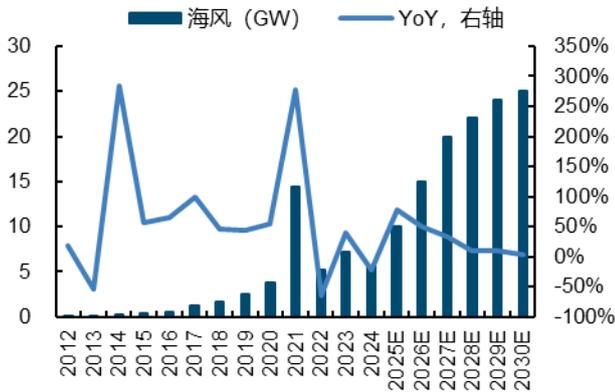
1) 未来几年海风装机规模将保持同比增长态势

根据中国风能专委会，2024 年中国风机吊装规模为 87GW，其中海风规模 5.6GW，占比仅 6.5%；预计 2025 年国内风机新增吊装规模增长至 100GW，其中海风规模约 10GW，同比增长 78%，占比接近 10%，2026-2030 年海风新增装机规模年均复合增速预计将达到 2030 年海风占比提升至 20%。

公司针对海上风电项目面临的特殊环境、运维成本、温湿度精度控制、智能化需求等调整，推出“数字能环”解决方案，核心暖通设备采用特殊材料和防腐工程，保障系统长期稳定高效运行；部署高精度传感器网络，智能感知同时精准调控设备参数；采用全生命周期数字化管理；基于大数据分析构建设备健康模型，精准预测潜在故障，减少非计划停机。

图表28：预计未来几年，海风装机维持增长态势

图表29：公司“数字能环”方案保障海风项目稳定运行



来源：中国风能专委会，国金证券研究所

来源：申菱环境公众号，国金证券研究所

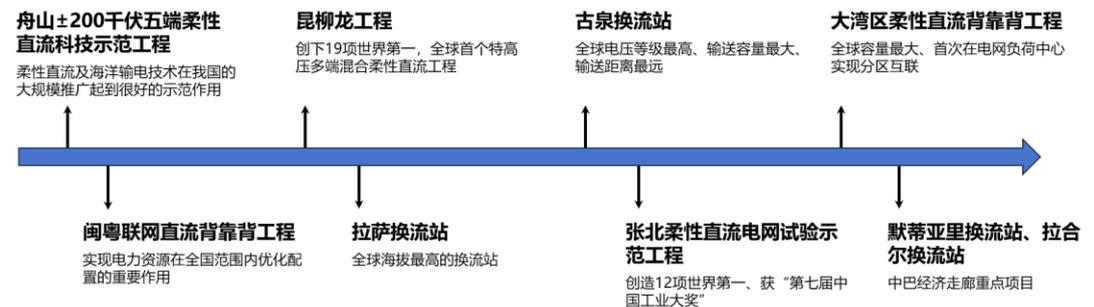
2) 到 2030 年，跨区直流输电规模目标翻倍

“十四五”期间我国特高压工程加快建设，特高压工程总投资超过 3800 亿元，共开工建设 19 条特高压工程，截至 25 年 8 月累计建成投运特高压工程 41 项，跨省跨区输电能力超 3.5 亿千瓦。国家电网方面，截至 2024 年底已建成“22 交 16 直”38 项特高压工程，2025 年在建特高压交流和直流工程 39 项，建设规模是 2024 年的 2 倍。

2024 年 8 月，公司中标阳江三山岛海上风电柔直输电工程项目，该项目采用超大规模海上风电海陆一体直流输电技术方案，将在海上建设一座±500kV 海上换流站，通过 500kV 直流海底电缆及直流架空线方式把阳江三山岛海上风电的风能输送至粤港澳大湾区。

公司在直流输电工程方面具有丰富的经验，参与工程线路数量超 25 条，在国内外直流输电工程中市场份额处于第一梯队。此次项目中，公司主要负责海外换流站及辅助平台通风和空调系统，核心设备海外冷却冷水机组、组合式空气处理机组等均由公司自研生产，项目计划 2026 年 10 月投产，预计将对公司未来三年业绩形成有力支撑。

图表30：申菱环境直流输电工程项目典型成果



来源：申菱环境公众号，国金证券研究所



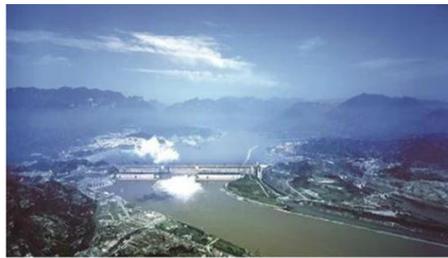
3) 雅下水电万亿工程重构能源版图

根据国家能源局统计，截至 2025 年 7 月，全国累计水电装机容量 441.6GW，2025 年 1-7 月新增水电装机规模 5.9GW，同比基本持平。2025 年 7 月 19 日，雅鲁藏布江下游水电工程正式开工，工程总投资 1.2 万亿元，新建五座梯级电站，装机容量超 6000 万千瓦。雅下水电工程在装机容量、发电量及投资规模上全面超越三峡水电工程，成为继三峡工程后全球最大水电工程。

公司二十年来致力于水电枢纽工程的制冷、空调、采暖、通风、除湿等专业设备的制造、安装和运维服务，已成功为中国大多数水电站提供空调系统解决方案，包括三峡水利枢纽工程、乌东德水电站、溪洛渡水电站等特大型、大型水电站，占据我国水电总装机容量较高的市场份额，是国内外水电电力系统暖通空调设备的主要供应商之一。

公司开发的高效节能的水电空调系统——水电站深层水库水供回水系统和实现水电空调系统功能的空调设备，契合节能减排要求，为电力工业提供专用节能空调产品与技术支持。

图表31: 公司为多项国内外大型水电站配套提供专用暖通空调系统设备



长江三峡水利枢纽工程



向家坝水电站



溪洛渡水电站



葛洲坝水电站



乌东德水电站

来源：申菱环境公众号，国金证券研究所

2024 年，公司特种板块营收同比增长 11%，特种空调主要应用于核电站、机场轨道交通等重大基建投资。

2025 年 4 月，国务院常务会议核准核电机组共十台，其中 8 台采用“华龙一号”技术，至此我国自主三代核电技术在运与核准在建机组总数增至 41 台。

根据上海证券报，2019-2024 年，我国每年核准的核电机组数量分别为 6 台、4 台、5 台、10 台、10 台和 11 台，2025 年核电审批首次开闸，标志着在全球能源转型和碳中和目标下，核电作为稳定、清洁、高效的基荷能源，其建设开始从阶段性审批向常态化推进过渡。

公司自 2006 年为岭澳核电二期工程配套提供暖通产品以来，在核能领域持续高投入，研发出可满足国内各种核电堆型的暖通产品，涵盖核岛（核级/抗震类）、常规岛及 BOP 类空调产品，产品已广泛应用于 M310、CPR1000、CPR1000+、EPR、华龙一号、CAP1000、示范快堆等堆型以及用于核工程项目，为国内外 20 多个核电站累计提供近万台套设备，首批产品已持续运行十余年，获得多位客户的服务表扬信。2024 年 5 月，公司与广东核能产业联盟签署《战略合作意向书》，双方将发挥各自产业优势，为华龙一号核电项目批量化建设提供资源保障；2025 年 6 月底，公司高州新基地投产，主要用于核电领域的研发与生产制造。



图表32: 公司为国内外多个核电站提供专用空调及制冷设备



来源: 申菱环境公众号, 国家原子能机构, 中国核电网, 国金证券研究所

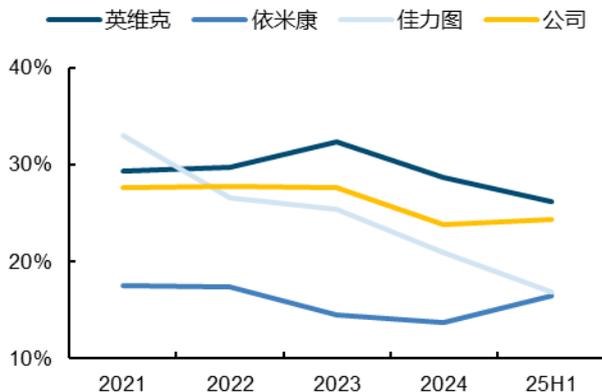
3.3 经营情况行业领先, 成本及费用管控能力优异

公司持续推进流程优化、组织优化、财务和运营体系优化, 推进数字化改善, 建立先进的现代化企业管理制度, 同时凭借规模效应及垂直一体化解决方案提供能力, 公司盈利能力保持行业领先。

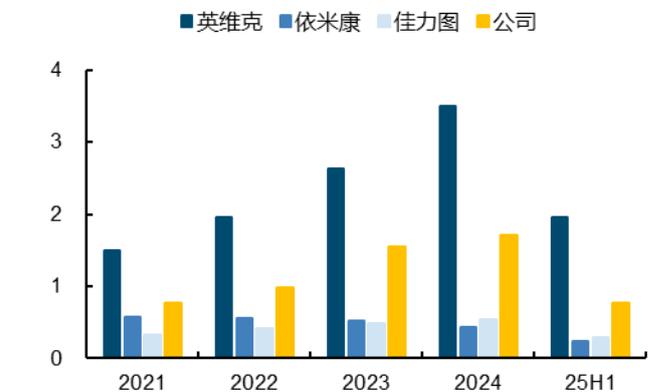
公司在专用性空调行业负责或参与起草多项国家标准和行业标准, 在专用性空调行业具有一定的市场影响力, 主要源于公司对于技术研发的重视, 截至 2025 上半年, 公司拥有专利 676 项, 被国家知识产权局评定为“国家知识产权示范企业”, 液冷产品被国家专利保护协会认定为“专利密集型产品”。

图表33: 公司毛利率常年优于行业平均水平

图表34: 公司研发支出规模处于行业领先 (亿元)



来源: ifind, 国金证券研究所

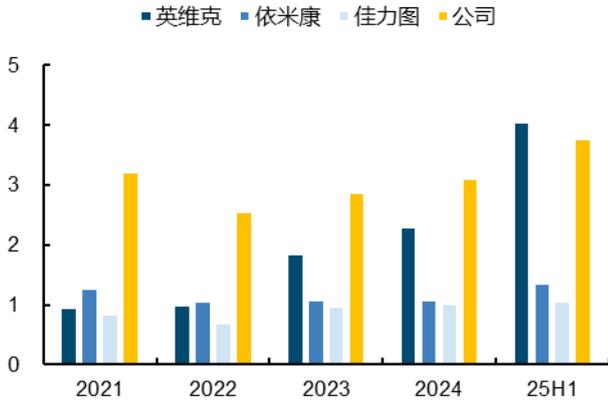


来源: ifind, 国金证券研究所

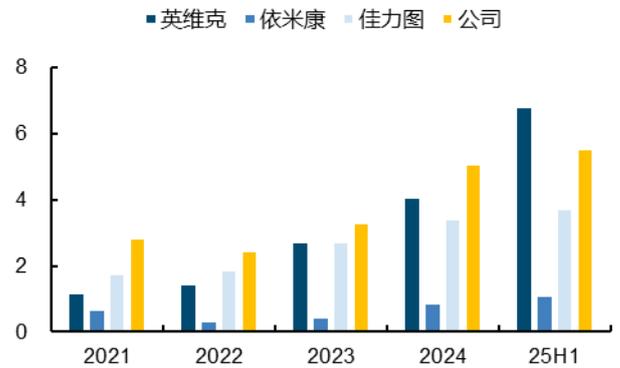
订单角度分析, 公司合同负债及存货规模均处于行业领先水平, 截至 2025 上半年, 公司合同负债较 2024 年底有显著增长, 表明公司在手订单充足; 发出商品项连续四年同比增长且规模历年来均处于行业领先, 公司订单持续稳健兑现。



图表35：公司合同负债保持增长态势（亿元）



图表36：公司发出商品历年来均处于行业领先（亿元）



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

4 盈利预测

4.1 盈利预测

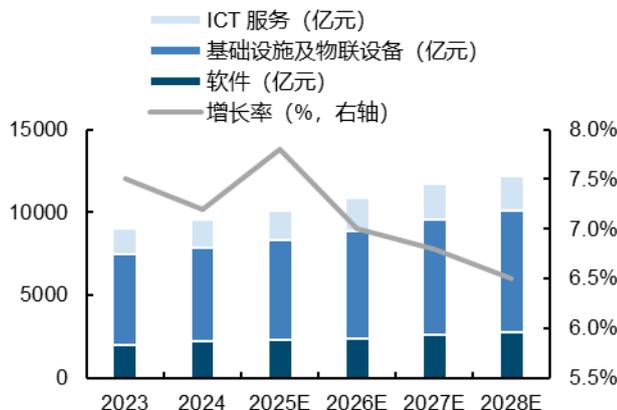
1) 数据服务板块

国内方面，根据 IDC《中国智慧城市 ICT 市场预测》，2024 年中国智慧城市 ICT 市场投资规模为 9397 亿元，预计 2023-2028 年市场年均复合增速为 7%，则 2025-2027 年中国智慧城市 ICT 市场投资规模分别为 10064/10779/11544 亿元。

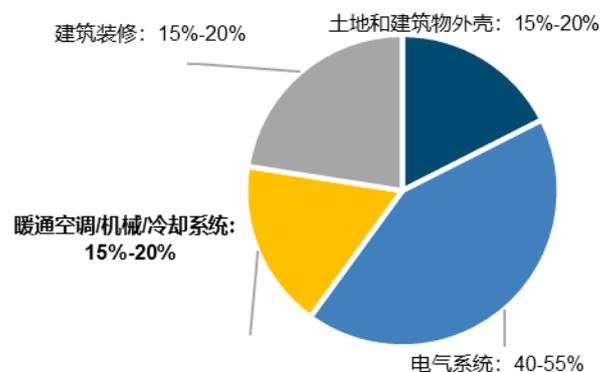
根据 IDC，ICT 市场整体规模中，基础设施及物联网设备投入占比合计约 58%，假设其中基础设施占比 20%，同时根据 Dgtl Infra，温控系统成本在数据中心基建中的占比约为 15-20%。

考虑到后续 ICT 行业中智算中心的占比提升，且公司与中国移动、电信、联通、华为、字节跳动、腾讯、阿里巴巴、百度、美团等行业主要客户均有良好且长期的合作关系，预计 2025-2027 年公司在 ICT 行业温控系统份额占比将逐年提升至 8%/12%/15%，且规模效应下，公司数据服务板块毛利率有望提升至 20%/22%/25%。

图表37：IDC 预计 2023-2028 年中国智慧城市 ICT 市场复合增速约为 7%



图表38：温控系统在数据中心基建中成本占比约为 15%-20%



来源：IDC，国金证券研究所

来源：Dgtl Infra，国金证券研究所

海外方面，2025 上半年亚马逊/Meta/谷歌/微软资本开支分别为 557/307/396/440 亿美元，同比增长 84%/102%/57%/33%，2024 年北美四大 CSP 厂商资本开支合计约 19602 亿元，假设年均增速 50%、四大厂商资本开支在海外占比约 70%，预计 2025-2027 CSP 厂商海外资本开支规模分别为 37805/56707/85060 亿元。

假设在海外大厂资本开支中，数据中心投资占比约 80%，其中配套设备在数据中心投资中



的占比约 20%，温控系统在配套设备中的投资占比约 15%；根据 2025 半年报披露，公司海外业务实现有效突破，新增不含税订单总额（含已中标待签约）约 2.5 亿元，考虑到公司海外订单规模经历从 0 到 1 的增长后有望持续渗透，预计 2025-2027 年数据服务板块海外订单规模分别为 5.4/8.8/14.3 亿元，参考海外液冷公司维谛 2025 上半年毛利率约为 34%，假设 2025-2027 年公司数据服务业务海外毛利率持稳在 25%。

综上，预计 2025-2027 年公司数据服务板块实现营业收入 27.4/45.7/63.7 亿元，随着公司海外业务突破，预计毛利率逐年提升至 20.6%/22.5%/25.0%。

图表39：公司数据服务板块拆分

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	882.28	1547.53	2450.71	3986.24	5433.04
yoy	18.89%	75.40%	58.36%	62.66%	36.29%
成本（百万元）	689.43	1248.23	1957.04	3100.80	4062.87
毛利（百万元）	192.85	299.31	493.67	885.44	1370.17
毛利率	21.86%	19.34%	20.14%	22.21%	25.22%
国内：收入（百万元）	882.28	1547.53	2415.43	3880.39	5194.87
毛利（百万元）	192.85	299.31	483.09	853.69	1298.72
毛利率（%）	21.86%	19.34%	20.00%	22.00%	25.00%
智慧城市 ICT 市场规模（百万元）	877414	939710	1006429	1077886	1154416
yoy		7.10%	7.10%	7.10%	7.10%
配套设备占比（%）			20.00%	20.00%	20.00%
温控设备占比（%）			15.00%	15.00%	15.00%
公司份额（%）			8.00%	12.00%	15.00%
海外：订单（百万元）			544.39	884.63	1429.01
收入（百万元）			326.63	694.09	1177.24
毛利（百万元）			81.66	173.52	294.31
毛利率（%）			25.00%	25.00%	25.00%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

2) 特种板块

根据 2025 半年报，公司特种板块营收同比下降 19.60%，主要由于大项目收入结转时点影响，预期下半年将逐步改善，假设 2025-2027 年公司特种板块收入同比增速为 0%/10%/10%，预计实现收入 7.0/7.7/8.5 亿元，毛利率基本持稳。

3) 工业板块

根据 2025 半年报，公司工业板块营收同比增长 99.15%，主要来自储能液冷温控、锂电池制造、特高压电网、抽水蓄能等业务，假设 2025-2027 年公司工业板块收入保持同比增长趋势，预计实现收入 7.9/8.7/9.6 亿元，随着海风装机向深远海方向发展，预计毛利率将小幅提升至 32%/33%/34%。

4) 公建及商用板块

预计 2025-2027 年公建及商用板块业务收入稳定在 1.4/1.4/1.4 亿元，毛利率为 20%/20%/20%。

图表40：公司各业务板块收入拆分

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入合计（百万元）	2511.20	3016.18	4394.07	6376.32	8338.75
YoY	13.06%	20.11%	45.68%	45.11%	30.78%
成本合计（百万元）	1817.01	2298.28	3358.07	4826.10	6164.91
YoY	13.25%	26.49%	46.11%	43.72%	27.74%



	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利 (百万元)	694.19	717.90	1036.00	1550.22	2173.85
综合毛利率	27.64%	23.80%	23.58%	24.31%	26.07%
数据服务行业					
收入 (百万元)	882.28	1547.53	2742.06	4574.48	6372.11
yoy	18.89%	75.40%	77.19%	66.83%	39.30%
成本 (百万元)	689.43	1248.23	2177.32	3547.27	4779.08
毛利 (百万元)	192.85	299.31	564.74	1027.21	1593.03
毛利率	21.86%	19.34%	20.60%	22.46%	25.00%
特种行业					
收入 (百万元)	633.11	703.73	703.73	774.10	851.51
yoy	-3.50%	11.15%	0.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	424.20	522.54	527.80	580.58	638.63
毛利 (百万元)	208.91	181.19	175.93	193.53	212.88
毛利率	33.00%	25.75%	25.00%	25.00%	25.00%
工业行业					
收入 (百万元)	879.42	611.19	794.55	874.00	961.40
yoy	25.14%	-30.50%	30.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)	620.37	419.91	540.29	585.58	634.53
毛利 (百万元)	259.05	191.28	254.26	288.42	326.88
毛利率	29.46%	31.30%	32.00%	33.00%	34.00%
公建及商用行业					
收入 (百万元)	108.46	138.99	138.99	138.99	138.99
yoy	-5.25%	28.15%	0.00%	0.00%	0.00%
成本 (百万元)	83.00	105.73	111.19	111.19	111.19
毛利 (百万元)	25.45	33.26	27.80	27.80	27.80
毛利率	23.47%	23.93%	20.00%	20.00%	20.00%
其他行业					
收入 (百万元)	7.93	14.74	14.74	14.74	14.74
yoy	38.39%	85.88%	0.00%	0.00%	0.00%
成本 (百万元)	0.01	1.87	1.47	1.47	1.47
毛利 (百万元)	7.92	12.87	13.27	13.27	13.27
毛利率	99.94%	87.29%	90.00%	90.00%	90.00%

来源：公司公告，国金证券研究所测算

费用率假设：考虑到规模效应及公司费用管控能力持续提升，随着海外业务开拓，预计2025-2027年公司销售费用率小幅提升至5.0%/5.0%/5.0%，管理费用率持稳于5.0%/5.0%/5.0%，研发费用率小幅提升至5.6%/5.8%/6.0%。

综合以上假设，我们预计2025-2027年公司分别实现营业收入43.9/63.8/83.4亿元，同比增长46%/45%/31%，实现归母净利2.9/4.2/6.7亿元，对应2025-2027年EPS分别为1.10/1.59/2.53元。



4.2 投资建议及估值

我们选取同样布局智算中心多环节液冷产品的整体解决方案商英维克、同飞股份、高澜股份、东阳光、网宿科技作为可比公司，2025-2027年可比公司平均 PE 为 95/62/44，考虑到公司是国内稀缺的数据中心温控系统垂直整合方案提供商，给予公司 2026 年 65 倍 PE，目标价 103.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表41：可比公司估值表

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)					PE				
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
002837	英维克	793.68	81.88	3.44	4.53	6.42	9.43	12.78	230.72	175.34	123.58	84.17	62.12
300990	同飞股份	143.44	84.50	1.82	1.53	2.88	4.20	5.70	78.65	93.49	49.73	34.15	25.16
300499	高澜股份	101.22	33.16	(0.32)	(0.50)	0.49	0.88	1.44	(318.05)	(201.15)	207.63	115.35	70.17
600673	东阳光	752.99	25.02	(2.94)	3.75	13.34	18.12	23.25	(255.84)	200.80	56.46	41.57	32.39
300017	网宿科技	280.28	11.46	6.13	6.75	7.31	8.24	9.39	45.72	41.55	38.34	34.00	29.83
平均值											95.15	61.85	43.93
301018	申菱环境	214.70	80.70	1.05	1.16	2.92	4.22	6.74	204.68	185.79	73.41	50.82	31.87

来源：ifind，国金证券研究所（相关数据截至 2025/9/22，英维克、同飞股份、高澜股份、东阳光、网宿科技 2025-2027 年归母净利润为 ifind 一致预期）

风险提示

算力需求不及预期：液冷技术作为支撑高密度、高功率数据中心和算力中心的关键散热方案，其渗透依赖于下游应用端对于算力需求的持续增长和部署规模，若全球或国内算力需求增长显著放缓或不及预期，将影响液冷解决方案的市场扩张及公司业绩。

芯片供应能力不及预期：芯片是实现算力的基础，行业芯片短缺将影响市场服务器/机柜供给能力，从而影响液冷系统的装机规模和渗透速率，进而对公司业绩造成影响。

国际贸易摩擦风险：若国际贸易摩擦升级可能导致关键液冷部件或芯片被加征关税或限制进出口，进而对公司海外业务拓展产生消极影响。

行业竞争加剧风险：液冷行业处于快速发展阶段，若涌入过多新玩家，可能导致市场竞争加剧，从而使行业格局发生变化，影响公司盈利能力。


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	2,221	2,511	3,016	4,394	6,376	8,339
增长率		13.1%	20.1%	45.7%	45.1%	30.8%
主营业务成本	-1,604	-1,817	-2,298	-3,358	-4,826	-6,165
%销售收入	72.2%	72.4%	76.2%	76.4%	75.7%	73.9%
毛利	617	694	718	1,036	1,550	2,174
%销售收入	27.8%	27.6%	23.8%	23.6%	24.3%	26.1%
营业税金及附加	-15	-18	-20	-33	-48	-63
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-168	-212	-216	-220	-319	-417
%销售收入	7.5%	8.4%	7.1%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-149	-151	-159	-220	-319	-417
%销售收入	6.7%	6.0%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-97	-154	-171	-246	-370	-500
%销售收入	4.4%	6.1%	5.7%	5.6%	5.8%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	187	159	153	318	495	777
%销售收入	8.4%	6.3%	5.1%	7.2%	7.8%	9.3%
财务费用	-15	-12	-14	-8	-11	-13
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-21	-44	-54	-57	-60	-65
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-1	1	1	1	1
%税前利润	n.a	n.a	0.6%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	184	132	118	293	474	760
营业利润率	8.3%	5.2%	3.9%	6.7%	7.4%	9.1%
营业外收支	-3	-24	-5	0	0	0
税前利润	181	108	113	293	474	760
利润率	8.1%	4.3%	3.8%	6.7%	7.4%	9.1%
所得税	-11	-4	-2	-6	-57	-91
所得税率	6.3%	3.6%	2.0%	2.0%	12.0%	12.0%
净利润	169	104	111	287	417	669
少数股东损益	3	-1	-4	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	166	105	116	292	422	674
净利率	7.5%	4.2%	3.8%	6.7%	6.6%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	169	104	111	287	417	669
少数股东损益	3	-1	-4	-5	-5	-5
非现金支出	75	117	138	107	124	143
非经营收益	14	38	22	73	39	42
营运资金变动	-195	-246	-136	-388	-287	-546
经营活动现金净流	62	14	135	79	292	308
资本开支	-206	-214	-374	-336	-356	-376
投资	0	-338	258	0	0	0
其他	0	1	7	1	1	1
投资活动现金净流	-206	-551	-110	-336	-356	-376
股权募资	0	819	0	0	0	0
债权募资	178	71	21	329	146	130
其他	-90	-91	-71	-34	-39	-43
筹资活动现金净流	88	799	-50	296	107	87
现金净流量	-55	262	-24	39	44	19

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	262	533	507	545	588	606
应收款项	1,152	1,453	1,810	2,390	2,857	3,319
存货	586	696	863	1,104	1,388	1,689
其他流动资产	232	564	346	388	421	469
流动资产	2,233	3,246	3,526	4,426	5,253	6,083
%总资产	61.7%	68.1%	65.8%	68.1%	68.9%	69.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,162	1,287	1,564	1,872	2,165	2,464
%总资产	32.1%	27.0%	29.2%	28.8%	28.4%	28.2%
无形资产	162	161	161	179	180	181
非流动资产	1,386	1,521	1,834	2,078	2,371	2,669
%总资产	38.3%	31.9%	34.2%	31.9%	31.1%	30.5%
资产总计	3,619	4,767	5,360	6,504	7,624	8,752
短期借款	282	309	488	817	963	1,093
应付款项	769	890	1,321	1,755	2,059	2,387
其他流动负债	312	382	446	544	797	799
流动负债	1,363	1,580	2,255	3,116	3,819	4,279
长期贷款	441	488	349	349	349	349
其他长期负债	220	227	209	205	204	203
负债	2,024	2,296	2,813	3,670	4,372	4,832
普通股股东权益	1,586	2,451	2,534	2,826	3,248	3,922
其中：股本	240	266	266	266	266	266
未分配利润	530	570	631	923	1,346	2,019
少数股东权益	9	19	13	8	3	-2
负债股东权益合计	3,619	4,767	5,360	6,504	7,624	8,752

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.693	0.394	0.434	1.099	1.588	2.532
每股净资产	6.610	9.213	9.523	10.622	12.210	14.742
每股经营现金净流	0.259	0.052	0.509	0.298	1.099	1.156
每股股利	0.200	0.160	0.538	0.610	0.700	0.800
回报率						
净资产收益率	10.48%	4.28%	4.56%	10.35%	13.00%	17.17%
总资产收益率	4.59%	2.20%	2.16%	4.50%	5.54%	7.70%
投入资本收益率	7.55%	4.69%	4.42%	7.78%	9.54%	12.75%
增长率						
主营业务收入增长率	23.53%	13.06%	20.11%	45.68%	45.11%	30.78%
EBIT增长率	11.87%	-14.90%	-4.00%	107.78%	55.85%	57.01%
净利润增长率	18.49%	-36.91%	10.17%	153.07%	44.45%	59.45%
总资产增长率	11.89%	31.71%	12.44%	21.35%	17.22%	14.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	152.0	173.5	183.5	190.0	160.0	145.0
存货周转天数	138.1	128.7	123.8	120.0	105.0	100.0
应付账款周转天数	123.3	123.9	130.7	145.0	120.0	110.0
固定资产周转天数	144.8	165.5	142.3	131.6	116.1	107.5
偿债能力						
净负债/股东权益	28.87%	10.65%	9.73%	19.03%	19.76%	19.23%
EBIT利息保障倍数	12.2	12.9	10.8	42.0	45.6	59.6
资产负债率	55.92%	48.17%	52.48%	56.42%	57.35%	55.21%

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	2	5	5	9
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.17	1.17	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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