

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：吴雁宇

执业证书编号：S1410124010015

投资评级： 增持（维持）

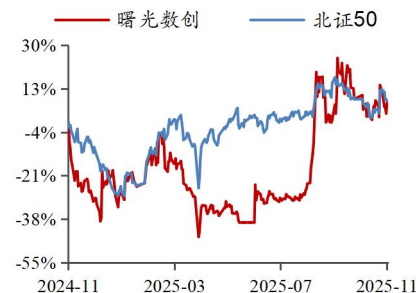
当前价格： 89.50元

市场数据

总股本(百万股)	200.00
A 股股本(百万股)	200.00
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	97.29
12 个月最高/最低(元)	111.50/43.61
第一大股东 曙光信息产业(北京)有限公司	
第一大股东持股比例(%)	62.07
上证综指/沪深 300	3997.56/4678.79

数据来源：聚源 注：2025 年 11 月 7 日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-2.17	36.17	13.89
绝对收益	-2.37	41.79	23.33

数据来源：聚源 注：相对收益与北证 50 相比

相关研究报告

1. 江海证券-公司深度报告（首次覆盖）- 曙光数创-872808：发力冷板和海外市场，下半年业绩有望改善 - 2024.09.06

曙光数创 920808.BJ

通信行业

液冷业务放量，收入快速增长

事件：

公司发布 2025 年三季度报告：2025 年前三季度公司实现营业收入 2.79 亿元，同比增长 61.01%；实现归母净利润-0.70 亿元，同比下滑 1,420.10%；实现扣非归母净利润-0.74 亿元，同比下滑 105.31%。单 2025Q3 实现营业收入 1.39 亿元，同比增长 84.04%；归母净利润-0.29 亿元，同比下滑 2,765.22%；扣非归母净利润-0.30 亿元，同比下滑 204.05%。公司三季度业绩收入增速亮眼，利润端亏损加大；我们认为主要原因系液冷业务放量带来收入快速提升，但公司收入确认多在四季度，费用前置确认导致报表亏损扩大。

投资要点：

◆收入端：增速亮眼源于液冷业务放量。

2025 年三季度公司实现营业收入 1.39 亿元，同比增长 84.04%；而 2025 年二季度公司实现营业收入 1.28 亿元，同比增速为 49.36%。公司三季度收入增速较二季度收入增速继续上行；我们认为主要系公司浸没式液冷产品及冷板液冷产品完工项目增加有关。公司项目确认多在四季度，通常其四季度单季度收入占公司全年收入的 60% 以上；故我们认为公司四季度收入有望继续保持快速增长。

◆盈利端：业绩亏损扩大，主要系费用前置确认。

2025 年三季度实现归母净利润-0.29 亿元，同比下滑 2,765.22%；扣非归母净利润-0.30 亿元，同比下滑 204.05%。；业绩亏损扩大明显。2025 年三季度公司毛利率为 12.35%，而 2024 年三季度公司毛利率为 24.24%；2025 年三季度公司毛利率较 2024 年同期数据减少 11.89 个百分点。2025 年三季度公司毛利率同比下降明显，我们认为主要跟产品结构有关，毛利率较低的冷板液冷产品收入占比提升带来综合毛利率下降；考虑公司高毛利率产品浸没式液冷产品有望在四季度逐步放量，我们认为公司整体毛利率有望回升。

◆估值和投资建议：原预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 8.46、11.93、15.37 亿元，同比增长率分别为 30.13%、40.95%、28.90%；归母净利润分别为 1.00、1.38、1.68 亿元，同比增长率分别为-4.59%、38.17%、21.80%。我们调整公司业绩预测，下调公司 2025、2026 年业绩预测，并引入 2027 年业绩预测。现预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.58、11.89、14.91 亿元，同比增速分别为 69.40%、38.64%、25.43%；归母净利润分别 0.85、1.31、1.79 亿元，同比增速分别为 38.36%、54.36%、36.17%；EPS 分别为 0.42、0.66、0.89 元/股，对应 PE 分别为 210.62、136.45、100.21 倍。考虑公司为稀缺液冷产品供应商，深度受益于 AI 基础设施建设，故维持增持评级。

◆风险提示：市场竞争加剧风险、产品质量风险、技术替代风险、客户集中度较高风险、关联交易占比较高风险、毛利率下降风险。

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	650.25	506.25	857.58	1,188.96	1,491.27
增长率（%）	25.63%	-22.15%	69.40%	38.64%	25.43%
归母净利润（百万元）	104.48	61.42	84.99	131.18	178.63
增长率（%）	-10.63%	-41.21%	38.36%	54.36%	36.17%
ROE（%）	15.32%	8.48%	10.67%	14.63%	16.95%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.52	0.31	0.42	0.66	0.89
P/E（倍）	171.33	291.41	210.62	136.45	100.21
P/B（倍）	26.24	24.72	22.47	19.96	16.98

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	874	977	882	1442	1389
现金	371	245	556	772	788
应收票据及应收账款	381	414	4	298	38
其他应收款	4	5	4	10	9
预付账款	31	47	51	79	105
存货	76	121	211	213	358
其他流动资产	12	145	56	71	91
非流动资产	239	254	273	311	350
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	174	165	200	237	275
无形资产	23	20	17	15	13
其他非流动资产	42	69	56	59	62
资产总计	1114	1230	1155	1753	1739
流动负债	332	454	272	777	612
短期借款	0	22	7	10	13
应付票据及应付账款	283	354	189	701	527
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	358	856	685
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	459	564	706
归属母公司股东权益	682	724	797	897	1054
负债和股东权益	1114	1230	1155	1753	1739

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	62	-105	331	296	91
净利润	104	61	85	131	179
折旧摊销	7	18	15	18	22
财务费用	-8	-5	-9	-12	-11
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-64	-203	223	127	-142
其他经营现金流	22	24	17	31	43
投资活动现金流	-40	-22	-34	-56	-61
资本支出	33	22	45	54	59
长期投资	-7	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	11	-2	-2
筹资活动现金流	-27	-22	13	-24	-14
短期借款	0	22	-15	2	3
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	28	-26	-17
现金净增加额	-6	-149	311	216	16

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	650	506	858	1189	1491
营业成本	446	354	594	834	1059
营业税金及附加	4	4	6	8	10
销售费用	19	26	47	57	63
管理费用	23	25	31	35	38
研发费用	68	66	109	128	130
财务费用	-8	-5	-9	-12	-11
资产和信用减值损失	-10	-21	-18	-31	-44
其他收益	22	49	28	33	37
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	91	141	194
营业外收入	4	4	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	114	68	93	144	197
所得税	10	7	8	13	18
净利润	104	61	85	131	179
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	104	61	85	131	179
EBITDA	112	80	100	146	198
EPS (元)	0.52	0.31	0.42	0.66	0.89

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	25.6	-22.1	69.4	38.6	25.4
营业利润(%)	-14.1	-41.7	41.4	54.8	37.4
归属于母公司净利润(%)	-10.6	-41.2	38.4	54.4	36.2
获利能力					
毛利率(%)	31.4	30.1	30.8	29.8	29.0
净利率(%)	16.1	12.1	9.9	11.0	12.0
ROE(%)	15.3	8.5	10.7	14.6	16.9
ROIC(%)	12.5	7.1	8.7	11.8	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	38.8	41.1	31.0	48.8	39.4
净负债比率(%)	-40.3	-23.7	-58.8	-76.7	-67.1
流动比率	2.6	2.2	3.2	1.9	2.3
速动比率	2.3	1.5	2.1	1.4	1.4
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	7.0	8.0	9.0
应付账款周转率	2.3	1.1	2.2	1.9	1.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.31	0.42	0.66	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	-0.53	1.66	1.48	0.45
每股净资产(最新摊薄)	3.41	3.62	3.98	4.48	5.27
估值比率					
P/E	171.3	291.4	210.6	136.4	100.2
P/B	26.2	24.7	22.5	20.0	17.0
EV/EBITDA	156.7	220.6	175.2	118.2	86.6

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 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	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（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。本研究报告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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。