

2025 年 11 月 18 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 11 月 17 日
收盘价 (元)	83.37
一年内最高/最低 (元)	111.50/43.61
总市值 (百万元)	16,674.00
流通市值 (百万元)	16,221.48
总股本 (百万股)	200.00
资产负债率 (%)	56.97
每股净资产 (元/股)	3.25

资料来源：聚源数据

曙光数创 (920808. BJ)

——数据中心液冷“小巨人”，推动国产液冷走向生产线+探索东南亚海外市场

投资要点：

- **数据中心冷却技术国家级“小巨人”，2025Q1-Q3 营收 2.79 亿元（yoy+61%）。**曙光数创是一家以高效冷却技术为核心竞争力的数据中心基础设施产品和全生命周期服务供应商，是国家级专精特新“小巨人”企业。公司客户涵盖政府、金融、互联网、运营商等领域，主营业务包括浸没相变液冷数据中心基础设施产品、冷板液冷数据中心基础设施产品及模块化数据中心基础设施产品的研究、开发、生产及销售，以及围绕上述产品提供系统集成和技术服务。公司的数据中心基础设施产品也包括数据中心供电系统、监控系统和服务器配套的散热系统等。**2024 年公司实现营业收入 5.06 亿元、归母净利润 6,142.44 万元；2025Q1-Q3 公司实现营业收入 2.79 亿元（yoy+61%）。**
- **液冷产品分为浸没式和冷板式，发布 C7000-F 相变冷板液冷数据中心解决方案推动国产液冷从实验室走向生产线。**（1）**浸没相变液冷数据中心基础设施产品-C8000 系列：**浸没式相变液冷是将整个服务器或其组件直接浸入冷媒中的冷却方式。（2）**冷板液冷数据中心基础设施产品-C7000 系列：**冷板式液冷属于间接式冷却技术，通过液冷板将发热器件的热量间接传递给封闭在循环管路中的冷却液体，通过冷却液体将热量带走的一种散热形式。根据公司 2025 年半年报：（1）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；（2）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。
- **积极推动行业标准化和规模化，截至 2025 年上半年末，公司冷板液冷在手订单同比增长 2.4 倍。**2025 年 6 月，由中国电子技术标准化研究院牵头并归口、公司作为主要参编单位，我国首部绿色数据中心评价领域国家标准《绿色数据中心评价》正式实施，其将作为国家绿色数据中心评价依据。同时公司牵头编制的首个行业标准《液冷数据中心快速接头通用规范》正式启动，该标准的制定将填补行业空白，为液冷数据中心快速接头的生产、应用提供统一规范。我们认为，此举有利于推动行业标准化和规模化，规范市场行为，避免行业内的无序竞争，推动行业的健康有序发展。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%，成为液冷尤其是冷板液冷最主要的需求来源。公司通过扩大销售队伍，在全国主要省份建立区域销售团队，拓宽销售渠道等多种方式，截至 2025 年上半年末，公司冷板液冷在手订单同比增长 2.4 倍。
- **政策对数据中心 PUE 指标要求趋严，冷板液冷（PUE 最低降至 1.15）、浸没相变液冷（PUE 最低降至 1.04）助力实现数据中心和其他高能耗场景的节能减排目标。**根据公司 2025 年半年报信息，对于数据中心而言，IT 和空调制冷设备是数据中心的主要能耗来源，两者通常占数据中心总能耗的 85%以上，而传统风冷的空调制冷设备能耗占比达到 45%，数据中心后期运维成本中电费成本占比到 60%-70%。预计 2025 年数据中心耗电量接近 4000 亿千瓦时，成为全国第九大高耗能产业。液冷系统通常由冷却液、冷却泵、管道、散热器、控制系统等组件组成，协同工作以确保热量的有效传导和散发。由于液冷系统显著降低空调制冷设备的使用，因此不仅提升散热效率，还能够减少设备运行时的噪音，并降低能耗，其中冷板液冷的 PUE 最低降至 1.15，浸没相变液冷的 PUE 最低降至 1.04，远低于传统风冷的 1.5，帮助

实现数据中心和其他高能耗场景的节能减排目标。随着数据中心能效限额标准加严，执行能效阶梯电价的 PUE 值将越来越低。根据国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局、国家数据局联合发布的《数据中心绿色低碳发展专项行动计划》规定，到 2025 年底，新建及改扩建大型和超大型数据中心电能利用效率降至 1.25 以内，国家枢纽节点数据中心项目电能利用效率不得高于 1.2。北京市发布的《北京市存量数据中心优化工作方案（2024-2027 年）》规定自 2026 年起，对 PUE 值高于 1.35 的数据中心征收差别电价，并对 PUE 值不高于 1.35 的数据中心进行公示。

➤ **截至 2024 年末公司已累计建设超过 400MW 液冷数据中心,设立新加坡子公司探索海外市场。**

国内市场：2024 年，公司不断扩大销售队伍，在全国主要省份建立区域销售团队，先后承接了鄂尔多斯、北京、郑州、德州、无锡、杭州、武汉等地多个智算中心项目。截至 2024 年末，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》，公司在 2023 年度液冷基础设施市场份额高达 61.30%，连续三年蝉联行业榜首。**海外市场：**2024 年，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项目总规模合计达到 61MW，以此为契机，公司于 2024 年 7 月在新加坡注册设立全资子公司曙光数创国际（控股）股份有限公司，以东南亚市场为起点，积极探索海外数据中心市场。截至 2024 年末，公司已与日本、韩国、印尼、马来西亚、中东等地客户取得实质性接触，客户高度认可公司在数据中心液冷方面的技术能力和产品，预期海外市场未来会成为公司业务的重要组成部分之一。2025 年 3 月，公司以 SLiquid 品牌亮相泰国 NOVA EXPO 2025，标志着公司液冷技术进军东南亚市场。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.67/1.51/2.01 亿元，对应当前股价 PE 分别为 248/111/83 倍。我们选取浪潮信息、英维克、高澜股份作为可比公司。公司以液冷技术应用为核心，通过研发项目投入和生产基地的建设两个关键动作，有望进一步提高产品附加值和盈利能力。首次覆盖给予“增持”评级。

➤ **风险提示：**客户集中度较高的风险、产品质量控制风险、市场开拓不及预期的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	650	506	794	1,193	1,521
同比增长率（%）	25.63%	-22.15%	56.90%	50.25%	27.47%
归母净利润（百万元）	104	61	67	151	201
同比增长率（%）	-10.62%	-41.21%	9.31%	124.23%	33.57%
每股收益（元/股）	0.52	0.31	0.34	0.75	1.01
ROE（%）	15.32%	8.48%	8.48%	15.98%	17.59%
市盈率（P/E）	159.60	271.46	248.34	110.76	82.92

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	245	141	94	246
应收票据及账款	447	610	818	917
预付账款	47	63	92	104
其他应收款	5	7	9	10
存货	121	162	189	211
其他流动资产	112	119	143	152
流动资产总计	977	1,101	1,345	1,640
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	169	182	208	249
在建工程	7	62	64	37
无形资产	20	21	23	26
长期待摊费用	2	2	2	3
其他非流动资产	56	58	54	55
非流动资产合计	254	324	352	369
资产总计	1,230	1,426	1,697	2,008
短期借款	22	15	10	6
应付票据及账款	354	416	490	562
其他流动负债	78	121	179	228
流动负债合计	454	552	679	796
长期借款	1	0	0	0
其他非流动负债	51	82	76	70
非流动负债合计	52	82	76	70
负债合计	506	634	755	865
股本	200	200	200	200
资本公积	115	115	115	115
留存收益	409	476	626	827
归属母公司权益	724	791	942	1,143
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	724	791	942	1,143
负债和股东权益合计	1,230	1,426	1,697	2,008

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	61	39	118	165
折旧与摊销	20	22	29	35
财务费用	-5	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-203	-123	-158	-23
其他经营现金流	22	31	36	40
经营性现金净流量	-105	-31	24	216
投资性现金净流量	-22	-65	-65	-61
筹资性现金净流量	-22	-8	-5	-4
现金流量净额	-149	-104	-47	151

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	506	794	1,193	1,521
营业成本	354	562	812	1,026
税金及附加	4	6	8	11
销售费用	26	36	49	59
管理费用	25	36	50	61
研发费用	66	95	119	152
财务费用	-5	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-21	-17	-25	-32
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	49	28	33	37
营业利润	64	72	163	218
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	68	74	166	221
所得税	7	7	15	20
净利润	61	67	151	201
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	61	67	151	201
EPS(元)	0.31	0.34	0.75	1.01

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-22.15%	56.90%	50.25%	27.47%
营业利润增长率	-41.70%	10.93%	127.16%	34.28%
归母净利润增长率	-41.21%	9.31%	124.23%	33.57%
经营现金流增长率	-270.95%	70.31%	176.20%	809.65%
盈利能力				
毛利率	30.10%	29.22%	31.93%	32.58%
净利率	12.13%	8.45%	12.61%	13.22%
ROE	8.48%	8.48%	15.98%	17.59%
ROA	4.99%	4.71%	8.87%	10.01%
估值倍数				
P/E	271.46	248.34	110.76	82.92
P/S	32.94	20.99	13.97	10.96
P/B	23.03	21.07	17.70	14.59
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	161	172	86	65

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。