



浸没液冷爆发增长，海外业务打开市场空间

2026年04月17日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年年报，2025 年全年实现营业收入 8.82 亿元，同比增长 74.29%，实现归母净利润 3689.77 万元，同比下降 39.93%，实现扣非归母净利润 3308.61 万元，同比增长 52.52%。
- 主营业务增长强劲，2025Q4 业绩集中释放。**2025 年全年实现营收 8.82 亿元，同比大幅增长 74.29%，主要受益于新一代产品 C8000 逐步落地布局以及冷板液冷加速渗透，其中 2025Q4 实现营收 6.03 亿元，实现归母净利润 1.07 亿元，强势扭转前三季度亏损局面，业绩集中在第四季度释放。2025 年全年实现归母净利润 3689.77 万元，同比下降 39.93%，主要为 2024 年政府补助所致，扣非归母净利润 3308.61 万元，同比大幅增长 52.52%，显示公司主营业务强劲增长态势。
- 浸没液冷业务爆发增长，冷板液冷业务稳健扩张。**公司是国内唯一实现浸没相变液冷技术大规模商业化部署的企业，受益于 AI 大模型驱动芯片功耗与机柜规律密度急速攀升，液冷逐渐从“可选”向“必选转变”，公司两大核心业务保持增长态势，1) **浸没液冷产品爆发增长：**实现收入 4.58 亿元，同比大幅增长 370.58%，营业收入占比从 19.22%提升至 51.92%，主要受益于新一代液冷产品支撑中科曙光 ScaleX64 超节点万卡集群大规模部署，由于承接项目属于委托开发项目，毛利率为 36.49%，同比-13.52pct，验证公司在浸没相变液冷技术绝对领先地位；2) **冷板液冷产品稳健增长：**实现收入 2.99 亿元，同比增长 40.01%，凭借先发优势以及深厚技术积累为字节、阿里、腾讯国内主要互联网厂商提供解决方案，毛利率为 10.36%，同比-15.48pct，主要为冷板液冷市场快速放量带来的激烈竞争。我们认为，伴随国产算力快速发展，国内数据中心液冷处于规模化落地加速阶段，行业景气度迎来上行拐点，公司核心产品线有望迎来快速增长，预计实现规模化效应后毛利率将有所回升，充分受益于液冷行业爆发趋势。
- 高研发投入保持液冷技术领先地位，布局东南亚打开海外市场。**2025 年全年公司研发投入 9771.93 万元，同比增长 47.16%，研发投入占比为 11.08%，通过持续高强度研发投入推动技术迭代升级，保持行业领先地位，其中浸没相变液冷 C8000-V3.0、相变冷板液冷 C7000-F、高压直流 HVDC 等核心技术行业领先。公司构建“新加坡+青岛工厂”的协同系统，在东南亚地区累计已落地多个液冷项目，项目规模达到 200MW，2025 年海外业务首次实现营收 324 万元，有望打开公司第二增长极。
- 投资建议：**公司是国内数据中心冷却技术领军企业，提供整体解决方案和全生命周期服务，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，当前国内互联网对液冷需求爆发式增长，此外公司积极布局 AIDC 及东南亚海外市场，浸没式液冷未来有望加速渗透，未来成长可期。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 0.54/0.78/1.09 亿元，同比增长 46.42%/44.57%/39.66%，EPS 为 0.27/0.39/0.55 元，当前股价对应 PE 分别为 304/210/151 倍，维持推荐评级。

曙光数创（股票代码：920808.BJ）

推荐 维持评级

分析师

吴砚靖

✉: wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

胡天昊

✉: hutianhao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525070004

市场数据

2026年04月17日

股票代码	920808
A 股收盘价(元)	82.20
上证指数	4,051.43
总股本(万股)	20,000
实际流通 A 股(万股)	19,457
流通 A 股市值(亿元)	160

相对沪深 300 表现图

2026年04月17日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河计算机】公司点评_曙光数创(872808.BJ)_营收快速增长，液冷全产业链龙头蓄势待发
- 【银河计算机】公司点评_曙光数创(872808.BJ)_业绩短期承压，AI 浪潮下液冷龙头厚积薄发
- 【银河计算机】公司点评_曙光数创(872808.BJ)_浸没液冷巩固行业领先地位，冷板液冷有望持续放量

- **风险提示：**技术研发进度不及预期风险；市场不及预期风险；政策推进不及预期风险；需求不及预期风险；行业竞争加剧风险。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	882	1,184	1,525	1,874
收入增长率%	74.29	34.15	28.82	22.87
归母净利润(百万元)	37	54	78	109
利润增长率%	-39.93	46.42	44.57	39.66
分红率%	20.06	20.11	20.12	20.10
毛利率%	25.65	25.25	25.41	26.03
摊薄 EPS(元)	0.18	0.27	0.39	0.55
PE	445.56	304.30	210.48	150.71
PB	21.74	20.48	18.90	17.06
PS	18.63	13.89	10.78	8.77

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)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,595	1,778	1,958	2,320
现金	117	10	-56	60
应收账款	709	895	1,039	1,162
其它应收款	83	91	106	120
预付账款	36	40	37	53
存货	370	387	405	444
其他	279	354	427	481
非流动资产	297	298	289	266
长期投资	28	29	29	30
固定资产	188	192	185	161
无形资产	19	19	19	19
其他	62	58	56	55
资产总计	1,891	2,076	2,248	2,586
流动负债	1,070	1,205	1,310	1,555
短期借款	406	541	484	585
应付账款	407	469	531	578
其他	256	195	295	392
非流动负债	66	68	68	67
长期借款	0	0	0	0
其他	66	68	68	67
负债总计	1,135	1,273	1,378	1,622
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	756	803	870	963
负债和股东权益	1,891	2,076	2,248	2,586

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-438	-212	17	34
净利润	37	54	78	109
折旧摊销	22	27	29	29
财务费用	4	0	0	0
投资损失	0	-1	-2	-1
营运资金变动	-514	-170	-109	-128
其他	14	-122	21	25
投资活动现金流	-62	-25	-15	-3
资本支出	-69	-24	-17	-2
长期投资	7	-1	-1	-1
其他	0	1	2	1
筹资活动现金流	386	130	-68	84
短期借款	384	135	-56	100
长期借款	0	0	0	0
其他	2	-5	-11	-16
现金净增加额	-114	-107	-66	116

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	882	1,184	1,525	1,874
营业成本	656	885	1,137	1,386
税金及附加	5	7	10	12
销售费用	34	44	56	77
管理费用	34	51	65	79
研发费用	98	137	172	215
财务费用	2	-2	0	1
资产减值损失	-7	-3	-5	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	-9	-3	1	10
营业利润	38	56	81	113
营业外收入	1	3	3	2
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	37	58	83	114
所得税	0	4	5	5
净利润	37	54	78	109
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	37	54	78	109
EBITDA	61	82	111	144
EPS (元)	0.18	0.27	0.39	0.55

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	74.3%	34.2%	28.8%	22.9%
营业利润增长率	-41.1%	46.4%	45.9%	39.2%
归母净利润增长率	-39.9%	46.4%	44.6%	39.7%
毛利率	25.7%	25.2%	25.4%	26.0%
净利率	4.2%	4.6%	5.1%	5.8%
ROE	4.9%	6.7%	9.0%	11.3%
ROIC	3.3%	3.9%	5.7%	7.1%
资产负债率	60.0%	61.3%	61.3%	62.7%
净资产负债率	150.1%	158.6%	158.4%	168.4%
流动比率	1.49	1.48	1.49	1.49
速动比率	0.93	0.92	0.95	0.96
总资产周转率	0.57	0.60	0.71	0.78
应收账款周转率	1.57	1.48	1.58	1.70
应付账款周转率	1.72	2.02	2.28	2.50
每股收益(元)	0.18	0.27	0.39	0.55
每股经营现金流(元)	-2.19	-1.06	0.09	0.17
每股净资产(元)	3.78	4.01	4.35	4.82
P/E	445.56	304.30	210.48	150.71
P/B	21.74	20.48	18.90	17.06
EV/EBITDA	273.12	206.93	152.74	117.71
PS	18.63	13.89	10.78	8.77

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。

胡天昊 计算机行业分析师，北京邮电大学信息与通信工程硕士，2023年加入中国银河证券，主要从事计算机行业研究工作，覆盖领域为算力、大模型、AI下游应用端等。

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

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

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

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn