

依米康 (300249.SZ)

优于大市

智算中心温控方案核心供应商，海外业务打开第二成长曲线

核心观点

依米康：逐步剥离非核心业务，2025年净利润扭亏为盈。公司成立于2002年，2011年在深交所上市，为数字基础设施全生命周期绿色解决方案提供商。公司分别于2020年、2023年剥离医疗健康业务、环保治理业务，**全面聚焦ICT领域，实现多元化战略向聚焦战略转型。**2025年公司实现营业收入14.52亿元，同比+26.8%；归母净利润0.31亿元，扭亏为盈。

机房散热：国内精密空调领先企业，海外业务打开第二增长曲线。一方面，AI拉动智算中心需求快速增长；另一方面，算力芯片TDP持续提升，驱动机房散热市场增长，根据赛迪顾问披露数据，2024年中国机房空调市场规模为99.3亿元，同比+13.5%，预计2027年增长至145.7亿元，对应24-27年CAGR为13.6%。公司为国内精密空调领先企业，根据赛迪顾问披露数据，依米康位居中国机房空调第三名，市占率为9.3%，在民族品牌中位居第二，风墙、氟泵等产品具备竞争力。同时，公司采用“主动出击”战略，积极拓展海外市场，2025年1-9月海外收入合计为7920.18万人民币，全年有望翻倍增长；此外，**海外项目毛利率显著高于国内，随着海外业务收入占比提升，公司整体盈利能力有望大幅增长。**

液冷产品：千亿级别市场空间，CDU、干冷器产品已交付客户使用。随着机柜密度快速提升，液冷散热是大势所需，根据头豹产业研究院披露数据，2025年中国智算中心液冷市场规模约365亿人民币，预计2029年增长至1300亿人民币，对应25-29年CAGR为37.4%，市场规模快速增长。根据公司《依米康2025年度向特定对象发行A股股票-发行人与保荐机构回复意见》披露，目前公司已具备完善的液冷产品线，已经实现液冷CDU、二次侧管路环网、液冷机柜、干冷器等液冷一次侧和二次侧核心产品的试制生产；其中，**产品级干冷器、液冷CDU和系统级液冷集装箱，已经交付客户现场应用，目前公司已经具备除液冷服务器冷板以外的其他液冷系统级和产品级的技术能力和生产施工能力。**

盈利预测与估值：依米康以数据中心精密空调业务为基，横向拓展液冷产品；同时，采用“主动出击”战略，积极拓展海外市场，拉动公司整体盈利能力提升。预计依米康2026-2028年收入分别为19.64、26.68、35.93亿元，归属母公司净利润0.64/1.58/2.85亿元，对应EPS为0.14/0.36/0.65元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：互联网大厂资本开支不及预期的风险、产品价格下行及毛利率下降的风险、部分产品客户集中度偏高的风险等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,145	1,452	1,964	2,668	3,593
(+/-%)	42.8%	26.8%	35.3%	35.8%	34.7%
归母净利润(百万元)	-87	31	64	158	285
(+/-%)	59.7%	135.1%	131.1%	147.9%	80.3%
每股收益(元)	-0.20	0.07	0.14	0.36	0.65
EBIT Margin	-1.2%	4.6%	6.2%	8.4%	9.9%
净资产收益率(ROE)	-27.1%	10.0%	17.3%	30.1%	35.1%
市盈率(PE)	-90.2	257.0	123.1	49.7	27.5
EV/EBITDA	-1579.5	125.3	65.9	39.1	26.8
市净率(PB)	24.49	25.82	21.34	14.93	9.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

计算机·计算机设备

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli1@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：艾宪

0755-22941051

aixian@guosen.com.cn

S0980524090001

证券分析师：库宏彦

021-60875168

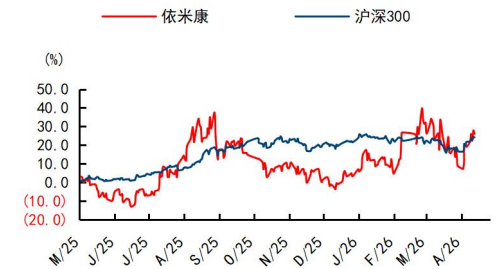
kuhongyao@guosen.com.cn

S0980520010001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	17.85元
总市值/流通市值	7863/6666百万元
52周最高价/最低价	21.20/12.17元
近3个月日均成交额	676.82百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

一、依米康：智算中心液冷方案服务商	5
1.1 公司概况：数字基础设施全生命周期绿色解决方案服务商	5
1.2 主营业务：聚焦算力散热领域，构建全栈式精密散热能力	7
1.3 财务分析：25 财年扭亏为盈，盈利能力有望持续改善	10
二、机房散热：国内精密空调领先企业，海外业务打开第二增长曲线	12
2.1 AI 大模型训练、推理需求爆发，驱动机房散热市场增长	12
2.2 机房空调市场规模稳步增长，公司为国内精密空调领先企业	15
2.3 海外业务收入快速增长，驱动公司盈利能力提升	16
三、液冷产品：千亿级别市场空间，CDU、干冷器产品已交付客户使用	18
3.1 智算中心液冷市场：千亿级别大市场，公司已具备完善的液冷产品线	18
3.2 CDU 产品：液冷核心组件，海外巨头占据主要市场份额	20
3.3 干冷器：相比传统冷却塔具备优势，市场规模稳步增长	22
盈利预测	24
投资建议	26
风险提示	27
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 依米康发展历史	5
图 2: 依米康股权结构	6
图 3: 智微智能产品矩阵	7
图 4: 数据中心 BIM 交付案例	8
图 5: 数据中心预制化	8
图 6: 依米康 Central link 数据中心管理平台	8
图 7: 数据中心可视化平台	8
图 8: 依米康测试评估服务方案	9
图 9: 依米康-中国联通华东云数据中心运维服务项目	9
图 10: 依米康营业收入及增速情况 (单位: 亿元, %)	10
图 11: 依米康归母净利润及增速情况 (单位: 亿元, %)	10
图 12: 依米康各业务收入占比情况 (单位: %)	10
图 13: 依米康各业务产品情况	10
图 14: 依米康毛利率和净利率情况 (单位: %)	11
图 15: 依米康费用率情况 (单位: %)	11
图 16: 依米康经营现金流净额情况 (单位: 亿元)	11
图 17: 依米康应付/应收账款情况 (单位: 亿元\%)	11
图 18: 训练数据大幅提升后, 模型能力“涌现”	12
图 19: 模型参数大幅提升后, 模型能力“涌现”	12
图 20: 全球互联网人口 (截至 2025 年 1 月, 亿人)	12
图 21: 中国智能算力规模及预测 (单位: EFLOPS)	12
图 22: 海外大厂资本开支大幅增长 (单位: 亿美元, %)	13
图 23: 国内大厂资本开支大幅增长 (单位: 亿元, %)	13
图 24: 散热管理约占智算中心总投资的 3.6%	13
图 25: 英伟达 GPU 算力 (TFLOPS) 和 TDP (W) 情况	14
图 26: 中国智算中心 IT 负载情况 (MW)	14
图 27: 数据中心基础设施建设成本情况	14
图 28: 数据中心内部设备情况	14
图 29: 机房空调产业链	15
图 30: 依米康智能运营管理下游客户	15
图 31: 中国机房空调市场规模 (亿元)	16
图 32: 中国风冷型机房市场规模 (亿元) 及占比	16
图 33: 依米康海外业务分区域收入占比情况 (单位: %)	17
图 34: 依米康海外业务分客户收入占比情况 (单位: %)	17
图 35: 依米康海外业务收入情况 (单位: 万人民币, %)	17
图 36: 依米康境内、境外项目毛利率情况 (单位: %)	17
图 37: 机柜功率持续提升	18

图 38: 随着机柜功率提升, 液冷是大势所趋	18
图 39: 中国智算中心液冷市场规模 (亿元)	18
图 40: 冷板式液冷	19
图 41: 浸没式液冷	19
图 42: 喷淋式液冷	19
图 43: 中国液冷技术市场占比	19
图 44: 冷板式液冷价值量拆解 (以英伟达 GB300 为例)	19
图 45: 浸没式液冷价值量拆解 (以 50kw 通用型机柜为例)	19
图 46: 依米康液冷相关产品	20
图 47: CDU 工作原理示意图	20
图 48: 智算中心液冷系统 CDU 示意图	20
图 49: 不同类型冷液分配装置 (CDU) 安装形式对比	21
图 50: 2024 年中国 CDU 产品占比情况 (%)	21
图 51: 全球数据中心 CDU 市场规模 (亿美元)	21
图 52: 全球数据中心 CDU 竞争格局	21
图 53: Vertiv 液冷解决方案	22
图 54: 干冷器结构示意图	22
图 55: 全球干冷器市场规模 (单位: 十亿美金)	23
图 56: 公司液冷系统干冷器	23
表 1: 依米康高级管理人员情况	6
表 2: 依米康定增募投项目	9
表 3: 依米康前五大客户销售收入占比情况 (单位: %, 2024 年)	9
表 4: 依米康业务拆分	24
表 5: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	25
表 6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	25

一、依米康：智算中心液冷方案服务商

1.1 公司概况：数字基础设施全生命周期绿色解决方案服务商

深耕 ICT 温控领域，数字基础设施全生命周期绿色解决方案提供商。公司成立于 2002 年，2011 年在深交所上市，为国家高新技术企业；公司成立之初，为数据中心和精密环境提供关键制冷设备，逐步形成以精密散热产品为核心，整合智能工程、软件平台与智慧运维的全栈式算力精密散热能力，已成功转型为数字基础设施全生命周期绿色解决方案提供商；在业务范围上，对应数字基础设施全生命周期各个节点，从数字基础设施的顶层设计、到总包建设、风冷、液冷、风液同源等精密散热设备供应，再到数字基础设施运维环境监测软件及服务，均可提供全方位的解决方案设计及交付，发展成为数字基础设施全生命周期绿色解决方案提供商，下游覆盖互联网、政府、运营商、金融、能源、军工、交通等行业。

逐步剥离非核心业务，实现多元化战略向聚焦战略转型。依米康分别于 2020 年、2023 年剥离医疗健康业务（实施主体为桑瑞思）、环保治理业务（实施主体为江苏亿金环保科技），全面聚焦信息数据领域。以环境治理业务为例，一方面，环保业务与信息数据业务无法实现业务、资源竞合，且持续亏损，剥离后可有效规避其后续经营不确定性带来的投资风险；另一方面，有利于公司集中资源发展信息数据业务，完成多元化战略向聚焦战略转型。

图1：依米康发展历史



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

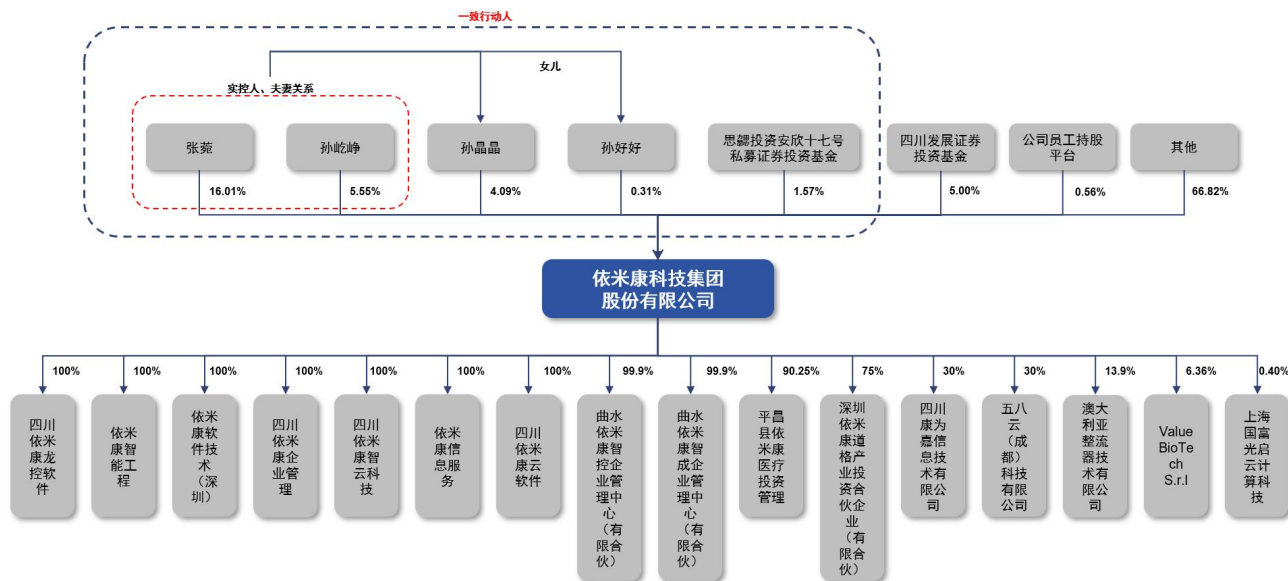
实际控制人孙屹峥、张菀夫妇合计持股 21.56%，公司管理层架构稳定。实际控制人孙屹峥先生、张菀女士系夫妻关系，合计持股 21.56%；孙晶晶女士、孙好好女士（孙晶晶女士、孙好好女士系其女儿）、上海思懿投资管理有限公司一思懿投资安欣十七号私募证券投资基金为其一致行动人，分别持股 4.09%、0.31%、1.57%；孙屹峥先生、张菀女士及其一致行动人合计持股 27.53%。公司高级管理人员多自公司创立之初加入公司，高管流动较低，研发、销售、产品市场等高端人才近几年吸纳较多，高学历、大厂工作经验背书，团队趋于年轻化、高学历化和专业度化。

回购股票，彰显长期发展信心。公司于 2024 年 10 月和 2024 年 12 月分别推出股

份回购方案和员工持股计划，至 2025 年 11 月以 14.07-15.39 元/股的价格回购了约 403.85 万股，约合 5997 万元。并用于员工持股计划，彰显公司长期发展信心。

引入国资战投，实控人质押比例降低。2025 年 10 月，依米康引入四川发展证券投资基金管理有限公司，孙屹崢向川发证券基金转让 2202.44 万股公司股份，占总股本的 5%，本次协议转让股份承诺锁定 12 个月。实控人质押比例持续降低，国资战投的引入，优化了依米康的股权结构，后续有望在市场、资源等方面对公司进行赋能。

图2：依米康股权结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表1：依米康高级管理人员情况

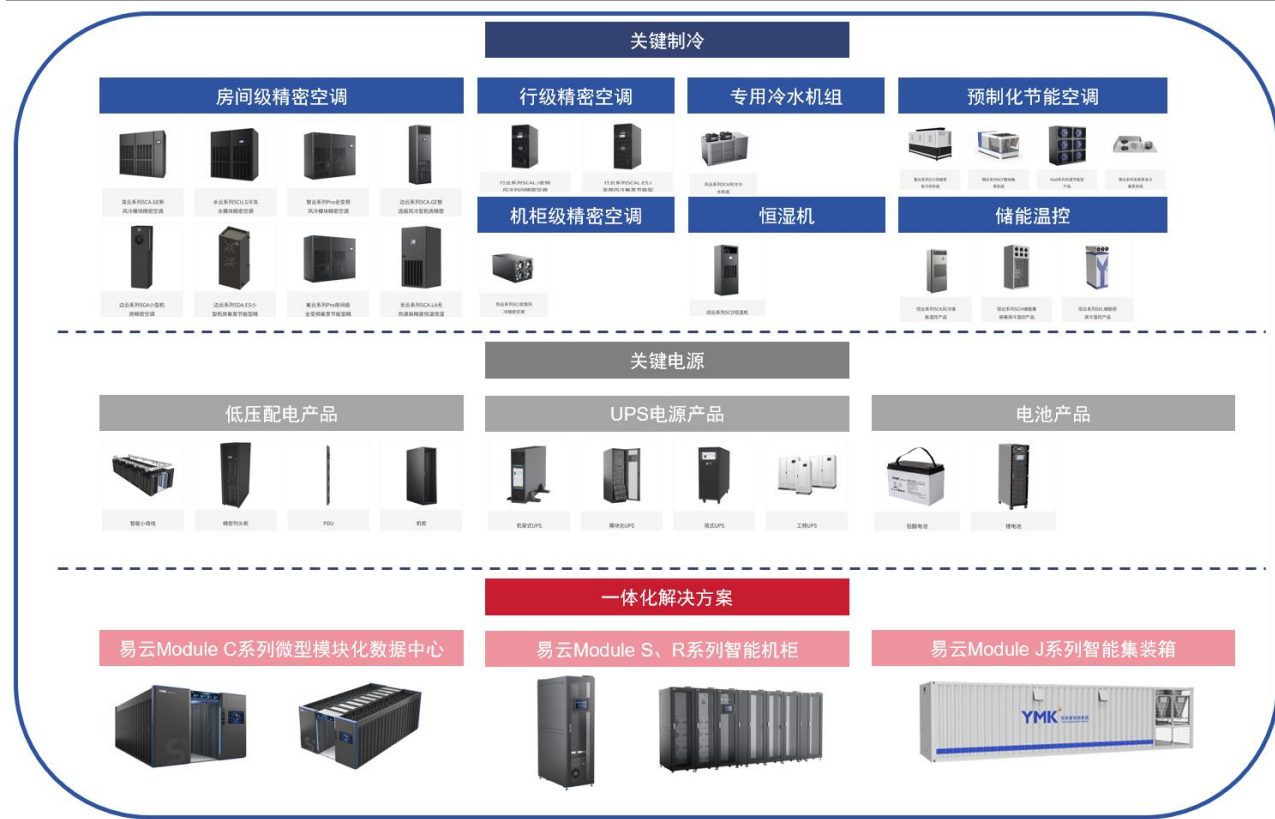
姓名	职位	性别	年龄	履历
张苑	董事长	女	64	<ul style="list-style-type: none"> 中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历； 历任中电集团天津第四十六研究所工程师、美国力博特公司成都办事处办公室主任、成都启阳通信设备有限公司副总经理； 2002 年-2009 年 9 月，担任四川依米康制冷设备有限公司董事长（依米康前身），2009 年 9 月-2022 年 5 月担任公司董事、总经理；2022 年 5 月-2025 年 6 月担任公司总经理；2022 年 5 月至今担任公司董事长。
孙晶晶	董事、总经理	女	38	<ul style="list-style-type: none"> 中国国籍，无境外永久居留权，英国阿斯顿大学学士学位； 曾任职于英特尔产品（成都）； 2013 年加入公司，历任依米康总经办经理、行政总监、营销总监，2022 年起任公司董事，2023 年起任公司副总经理，2025 年 6 月起任公司总经理。
叶静	董秘	女	44	<ul style="list-style-type: none"> 中国国籍，无境外永久居留权，法学硕士； 历任四川华神医院管理有限公司常务副总裁，成都华神集团股份有限公司总监，中共成都华神集团股份有限公司委员会党委书记，中共成都泰合健康科技集团股份有限公司委员会党委书记，成都中医药大学华神药业有限责任公司董事，成都华神生物技术有限责任公司董事，四川华神钢构有限责任公司董事，华神科技董事及董事会秘书，茂业商业股份有限公司董事会秘书；曾为成都市第十六届人大代表、成都市十七届人大代表； 2022 年加入公司，担任董事会秘书。
汤华林	财务总监	男	46	<ul style="list-style-type: none"> 中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历；中国注册会计师（非执业）。 曾担任金蝶软件（中国）有限公司财务共享服务中心总监、区域财务总监。2014 年起任公司财务经理；2015 年 8 月-2018 年 11 月任公司第三届监事会职工代表监事；2023 年 1 月-2023 年 10 月任公司全资子公司四川依米康智云科技有限公司总经理、集团财务中心总监；2023 年 1 月至今任公司集团财务中心总监；2025 年 6 月起任公司财务总监。

资料来源：公司财报、招股说明书，国信证券经济研究所整理

1.2 主营业务：聚焦算力散热领域，构建全栈式精密散热能力

关键设备业务：主要包括关键制冷、关键电源和一体化解决方案。公司以关键设备业务起家，深耕 ICT 温控领域 20 余年，不仅在温控系统的种类和特点上进行了深入研究和开发，而且在可靠性方面持续提升，同时还根据具体环境和条件，如气候、电力、资源和当地政策等因素，对各类温控系统的架构、关键技术和核心产品进行了持续地研发投入。1) **关键制冷：**公司产品包括房间级、行级、机柜级精密空调，专用冷水机组、预制化节能空调、恒湿机、储能温控等产品；2) **关键电源：**包括低压配电产品（包括智能小母线、精密列头柜、PDU 等）、UPS 电源产品（包括机架式 UPS、模块化 UPS、塔式 UPS、工频 UPS、一体化 UPS 等）、电池产品（铅酸电池、锂电池）等；3) **一体化解决方案：**主要包括易云 Module C 系列微型模块化数据中心、易云 Module S、Module R 系列智能机柜和易云 Module J 系列智能集装箱。公司客户主要包括字节跳动、阿里巴巴、三大运营商等。

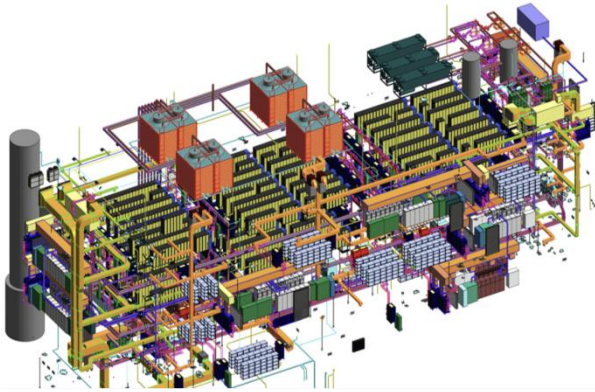
图3: 智微智能产品矩阵



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

智能工程业务：该业务作为依米康数字化战略核心支柱，持续强化全链条服务能力建设，业务依托公司全资子公司依米康智能工程有限公司，具有行业多项甲级资质和专家团队，业务涉及政府、金融、医疗、通信、交通、能源等领域，在 IDC 数据中心、信息系统集成、弱电智能化、建筑智能化、NOC 集成方面拥有大量成功案例，目前已经形成智慧服务、智慧医疗、智慧交通、智慧园区四大解决方案，具体能力包括规划与设计、集成与建设、数据中心 BIM、数据中心预制化、数据中心节能等，根据公司财报披露，2024 年公司成功打造多个具备行业标杆意义的绿色数据中心项目，未来有望承接更多数据中心项目。

图4: 数据中心 BIM 交付案例



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

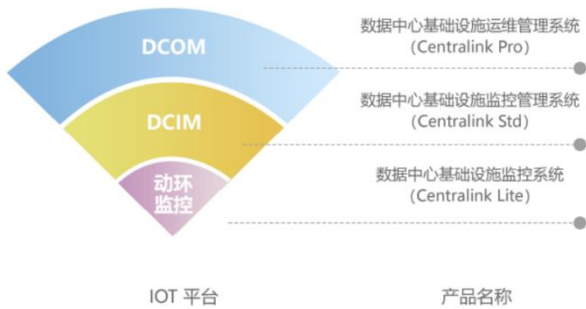
图5: 数据中心预制化



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

软件业务: 公司软件业务依托于全资子公司依米康龙控, 专注于数据中心基础设施监控管理 (DCIM/DCOM)、智慧楼宇及物联网行业领域, 与华为、腾讯、南瑞、华东电脑等数十家厂商建立了战略合作伙伴关系。1) **软件产品中心:** 产品主要包括 Centralink 数据中心管理平台、微模块监控系统、iADU 资产检测单元、iADU-S 资产空间管理单元、数据中心运维机器人等; 2) **监控及管理解决方案:** 大型数据中心运营管理解决方案、联网型监控数据中心、中小型数据中心监控解决方案、AI 节能调优解决方案等。2024 年公司积极拥抱智算需求, 发布了新一代智算中心综合营维管理系统, 通过融合智能运维、资源优化、能效提升技术助力智算运营。

图6: 依米康 Centralink 数据中心管理平台



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

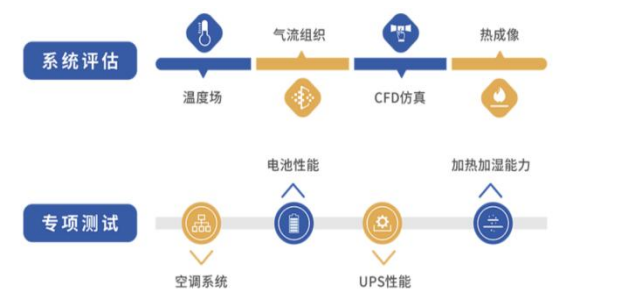
图7: 数据中心可视化平台



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

智慧服务: 在充分满足客户传统服务的基础上, 公司大力拓展数字基础设施智慧运行维护、关键设备云平台服务及整体节能改造组合方案, 提供基于数字基础设施产品级、系统级、场景级的维保服务, 以及设备代维、驻场运维、机房节能改造等解决方案, 助力客户降低数据中心能耗, 提升能效。公司服务方案主要包括测试评估服务方案、驻场运维服务方案、优化升级服务方案等。

图8: 依米康测试评估服务方案



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图9: 依米康-中国联通华东云数据中心运维服务项目



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司拟定增募投温控产品, 夯实主业竞争力。根据公司 26 年 3 月 11 日《依米康: 2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书(注册稿)》披露信息, 公司本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过 31121.92 万元(含本数), 发行股数不超过发行前总股本的 30%(即 1.32 亿股), 募投资金主要用于算力基础设施温控产品建设项目、算力基础设施温控产品研发测试平台、补充流动资金项目, 目前已获得证监会同意批复。

- 算力基础设施温控产品建设项目: 本项目总投资 1.94 亿元, 拟使用本次募集资金 1.78 亿元, 主要用于建设工程费用(生产车间、生产检验室、地下建筑等)、购置设备费用(数控机床等)等, 建设周期拟定为 24 个月, 项目建成达产后可实现营业收入 4.0 亿元。
- 算力基础设施温控产品研发测试平台: 本项目总投资 0.65 亿元, 拟使用本次募集资金 0.53 亿元, 主要用于研发测试实验室建设、设备购买(空气处理系统、水系统等), 建设周期拟定为 18 个月。

表2: 依米康定增募投项目

序号	项目名称	投资总额(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	算力基础设施温控产品建设项目	19,378.15	17,826.72
2	算力基础设施温控产品研发测试平台项目	6,453.16	5,295.20
3	补充流动资金	8,000.00	8,000.00
	合计	33,831.31	31,121.92

资料来源: 《依米康: 2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书(注册稿)》, 国信证券经济研究所整理

客户资源丰富, 前五大客户占比为 38.32%。根据公司《依米康: 2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书(注册稿)》披露信息, 公司主要客户及终端使用/运营方包括阿里巴巴、百度、字节跳动、华为、中国移动、中国联通、中国电信、秦淮数据、万国数据等, 客户资源丰富。根据公司财报披露数据, 2024 年公司前五大客户销售收入占比为 38.32%, 其中第一大客户收入占比为 20.99%, 客户二至客户五销售收入占比分别为 4.58%、4.51%、4.42%、3.82%。

表3: 依米康前五大客户销售收入占比情况(单位: %, 2024 年)

序号	客户名称	销售额(元)	占年度销售总额比例
1	客户一	240,273,459.96	20.99%
2	客户二	52,387,513.03	4.58%
3	客户三	51,633,399.50	4.51%
4	客户四	50,635,354.96	4.42%
5	客户五	43,696,242.04	3.82%
	合计	438,625,969.49	38.32%

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理和预测

1.3 财务分析：25 财年扭亏为盈，盈利能力有望持续改善

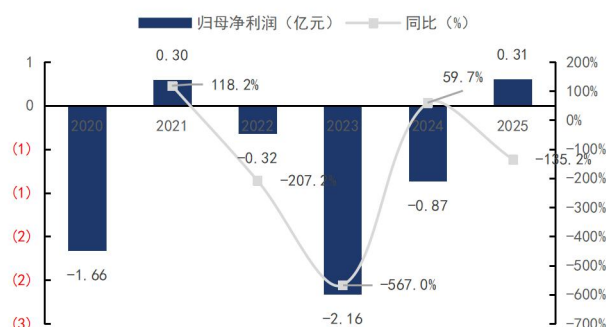
25 年收入同比高增，全年净利润转正。2025 年依米康实现营业收入 14.52 亿元，同比+26.8%；实现归母净利润 0.31 亿元，扭亏为盈。从历史数据来看，2022 年受大环境影响，业务承接和启动延期、客户要求项目延期、现场不具备施工条件以及项目生产交付延迟，导致 2022 年收入大幅下滑；2023 年由于对智能工程业务战略调整，同时加强订单质量把关，业务规划略有下降，全年营收承压，同时正式对环保治理领域业务的承接主体一控股子公司江苏亿金实施剥离，江苏亿金经营及股权转让事项影响归属于上市公司股东的净利润-9,363.45 万元；2024 年集中资源深耕信息数据领域，信息数据领域业务订单快速增长，营业收入开始企稳回升，同时净利润减亏。

图10: 依米康营业收入及增速情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

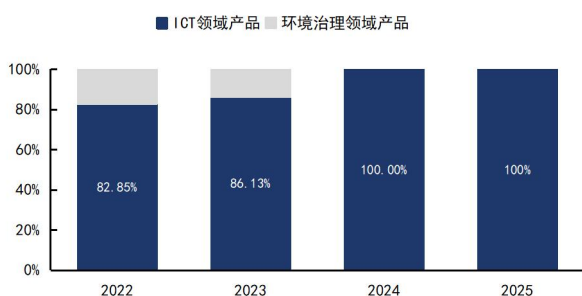
图11: 依米康归母净利润及增速情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

ICT 产品贡献主要收入，精密空调为其核心产品。根据公司财报披露数据，ICT 领域产品贡献公司主要收入，2024 年开始 ICT 领域产品占比为 100%。其中，精密空调其核心产品，主要用于数据中心制冷系统。

图12: 依米康各业务收入占比情况（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

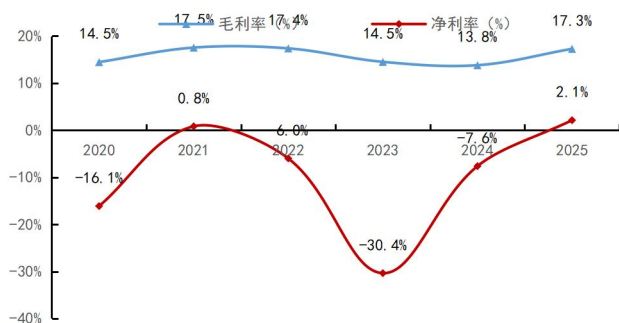
图13: 依米康各业务产品情况

业务领域	产品/服务类型	简介
关键设备	精密空调	云数据中心、智算/超算数据中心、企业级数据中心等关键环境所需的精密空调产品和解决方案，包括风冷、水冷到液冷的制冷系统
	智能一体化机房产品	涵盖关键配电系统、软硬一体化的模块化数据中心产品和解决方案
智能工程	数据中心建设	数据中心基础设施整体设计、布局、集成与工程施工
	其他项目建设	其他项目工程施工
软件业务		数据中心动环监控、数据中心基础设施管理系统及软件开发服务
智慧服务		设备级、系统级和场地级的智慧运行维护服务，数据中心能效升级服务

资料来源：《依米康：2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书（注册稿）》，国信证券经济研究所整理

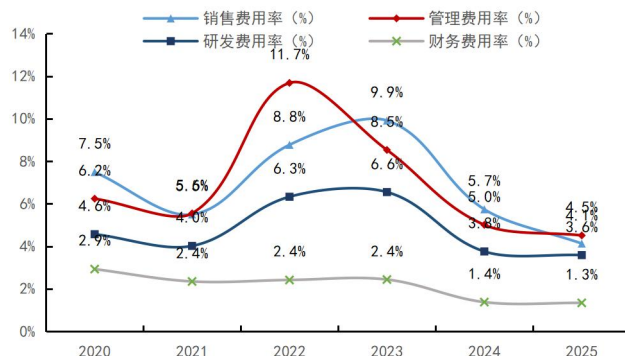
盈利能力同比提升，费用率稳步下降。2025 年依米康毛利率为 17.3%，相较于 2024 年提升 3.5 个 pct；2025 年依米康期间费用率 13.5%，相比于 2024 年下降 2.3 个 pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.1%、4.5%、3.6%、1.3%，费用率稳步下降。

图14: 依米康毛利率和净利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

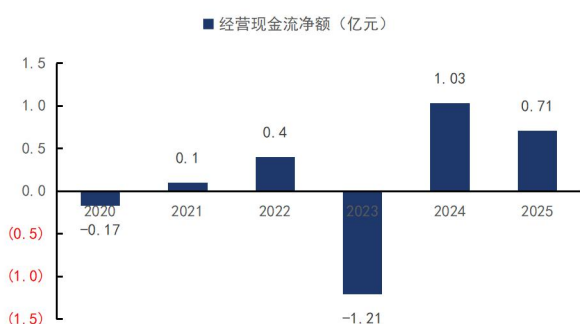
图15: 依米康费用率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

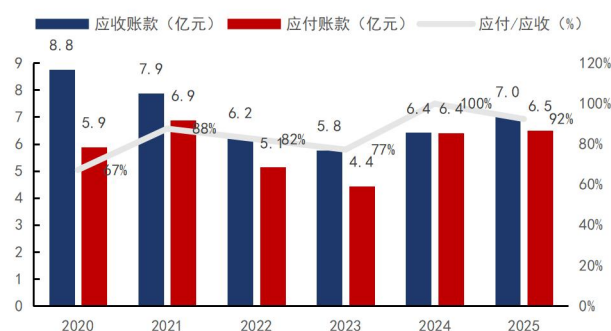
经营现金流波动, 供应链议价能力有所提升。从历史来看, 2023、2024、2025 年公司经营现金流净额分别为-1.21 亿、1.03 亿、0.71 亿元, 2023 年经营性现金流转负, 主要系销售回款延迟及往来款支付所致, 2024 年销售回款增加, 叠加本期销售规模增加, 经营性现金流由负转正, 2025 年经营活动产生的现金流量同比下滑, 主要受本期生产规模扩大影响。公司应付/应收账款比率稳定增加, 从 2020 年的 67% 上升至 2025 年的 92%, 公司在供应链的议价能力有所增强。

图16: 依米康经营现金流净额情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图17: 依米康应付/应收账款情况 (单位: 亿元\%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

二、机房散热：国内精密空调领先企业，海外业务打开第二增长曲线

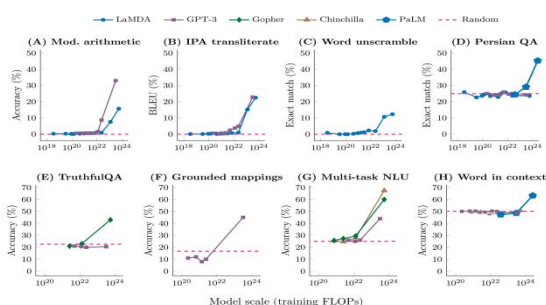
2.1 AI 大模型训练、推理需求爆发，驱动机房散热市场增长

趋势一：AI 大模型训练、推理需求拉动，智能算力需求持续增长

训练侧：1) 模型能力涌现：根据 2022 年谷歌、斯坦福大学和 Deepmind 联合发表的《Emergent Abilities of Large Language Models》，很多新能力在中小模型上线性放大都得不到线性的增长，模型规模必须呈指数级增长并超过某个临界点，新技能才会突飞猛进；2) 参数量+训练数据量，双轮拉动算力需求增长：参数量+训练数据量，双轮拉动算力需求增长模型的参数量和数据量在一定程度上是正相关的，因为：a) 在小规模数据上训练模型时，若模型参数量过大，可能出现过拟合情况；b) 在大规模数据上训练模型时，若不增加模型参数量，可能造成新的知识无法存放的情况。更大的参数量和训练数据量，对应更大的算力消耗，双轮驱动算力需求增长。3) 多模态大模型：从单一的文本模型转向多模态大模型，训练数据从文本数据变为图像、视频数据，拉动算力需求提升。

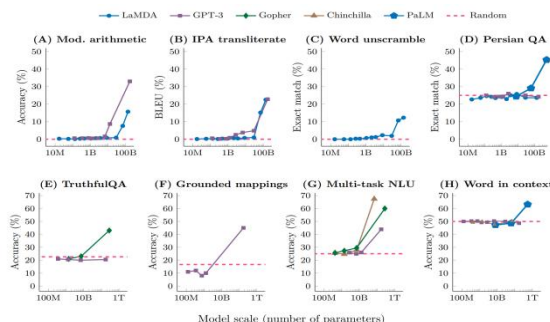
推理侧：各厂商基于 AI 大模型开发各类 AI 应用，随着 AI 应用用户数量爆发，对应推理侧算力需求快速增长。同时，根据 Statista 统计数据，中国互联网用户达 11.1 亿人，中国拥有全球最大的互联网用户群体，推理算力需求潜力巨大。

图18: 训练数据大幅提升后，模型能力“涌现”



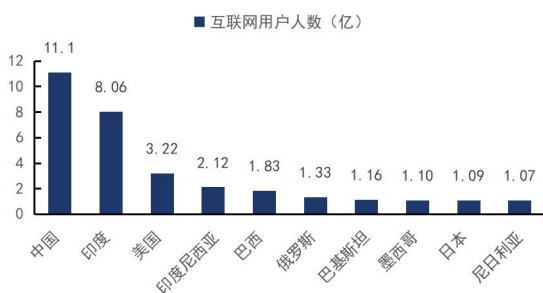
资料来源: Jason Wei 等著-《Emergent Abilities of Large Language Models》-Transactions on Machine Learning Research (2022) -P4, 国信证券经济研究所整理

图19: 模型参数大幅提升后，模型能力“涌现”



资料来源: Jason Wei 等著-《Emergent Abilities of Large Language Models》-Transactions on Machine Learning Research (2022) -P27, 国信证券经济研究所整理

图20: 全球互联网人口（截至 2025 年 1 月，亿人）



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图21: 中国智能算力规模及预测（单位：EFLOPS）



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

趋势二：海内外大厂资本开支持续扩张，智算中心建设加速

1) **海外侧**：2024 年以来，受 AI 基建需求驱动，亚马逊、谷歌等海外大厂加大资本开支投入，2024、2025 年谷歌、微软、Meta、亚马逊四家海外大厂资本开支加总分别为 2478、4039 亿美金，分别同比+67%、+63%。根据海外大厂财报电话会议披露数据，谷歌预计 2026 年资本开支为 1750-1850 亿美金（同比+91%-102%），亚马逊预计 2026 年资本开支为 2000 亿美金（同比+60%），Meta 预计 2026 年资本开支为 1150-1350 亿美金（同比+59%-87%），微软预计 2026 财年资本开支增速将高于 2025 财年，2026 年海外大厂资本开支仍高速增长，IDC 上游设备供应商有望充分受益。

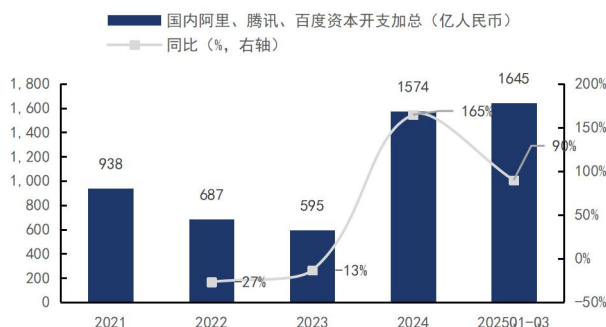
2) **国内侧**：国产 AI 大模型快速发展，大模型训练、推理算力需求快速增长。自 2024 年开始，国内大厂资本开支快速增长，根据财报披露数据，2024 年国内阿里、腾讯、百度三家资本开支为 1574 亿人民币，同比+165%；2025 年前三季度阿里、腾讯、百度资本开支合计为 1645 亿人民币，同比+90%，且阿里宣布未来三年将投入 3800 亿用于云和 AI 硬件基础设施建设。此外，字节跳动资本开支巨大，根据 Global Semi Research 披露数据，字节跳动的资本开支从 24 年的 800 亿人民币，增长至 25 年 1600-1800 亿人民币，26 年资本开支有望进一步提升至 3000 亿人民币。据中国 IDC 圈披露数据，物理基础设施投资约占智算中心总投资的 31.9%，其中散热管理占智算中心总投资的 3.6%，行业有望充分受益。

图22: 海外大厂资本开支大幅增长（单位：亿美元，%）



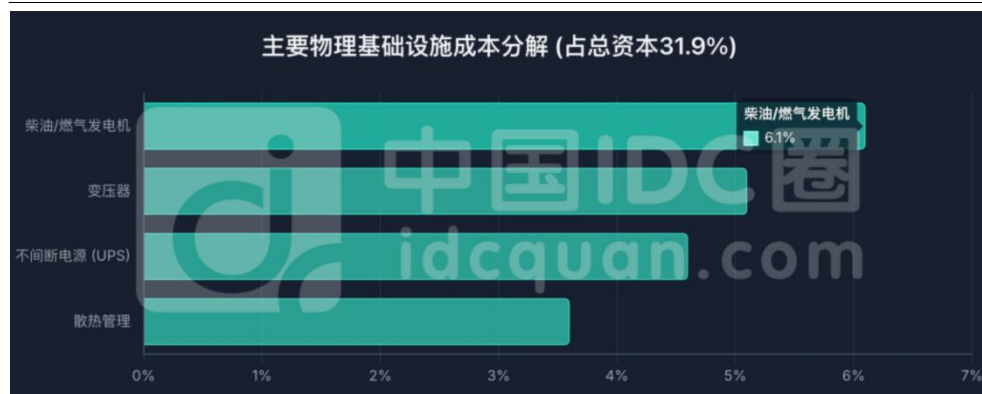
资料来源：谷歌、微软、Meta、亚马逊，国信证券经济研究所整理（注：海外大厂资本开支统计谷歌、微软、Meta、亚马逊四家）

图23: 国内大厂资本开支大幅增长（单位：亿元，%）



资料来源：阿里巴巴、腾讯、百度，国信证券经济研究所整理（注：国内大厂资本开支统计阿里、腾讯、百度三家，字节未披露）

图24: 散热管理约占智算中心总投资的 3.6%

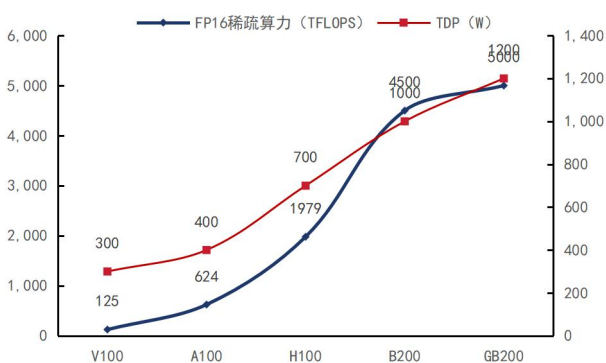


资料来源：中国 IDC 圈，国信证券经济研究所整理

趋势三：算力芯片 TDP（Thermal Design Power，热量设计功耗）持续提升，智算中心 IT 负载快速增长

以英伟达的算力芯片为例，从 V100 逐步迭代到 GB200，单卡算力持续提升，同时算力芯片 TDP（Thermal Design Power，热量设计功耗）亦在持续提升，随着芯片持续迭代，单位面积晶体管数量增长，受限于先进制程的升级，算力芯片 TDP 有望持续提升，进而带动服务器及单机柜功耗大幅增加。此外，国内自研芯片受限于先进制程的获得，同样算力水平下，TDP 可能会高于英伟达算力卡。根据科智咨询披露数据，2023 年中国智算中心 IT 负载为 1205.5MW，预计 2026 年增长至 3040.2MW，对应 23-26 年 CAGR 为 36.12%，智算中心 IT 负载快速增长，智算中心温控侧有望充分受益。

图25：英伟达 GPU 算力（TFLOPS）和 TDP（W）情况



资料来源：英伟达，国信证券经济研究所整理

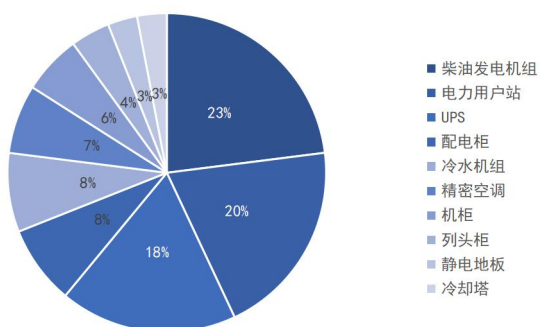
图26：中国智算中心 IT 负载情况（MW）



资料来源：科智咨询，国信证券经济研究所整理

智算中心冷却系统：1) 系统分类：智算中心基础设施一般包括配电系统、不间断电源系统、终端配电系统、电源辅助系统、空调系统等，其中空调系统为服务器提供所需要的冷量，确保服务器正常工作，常用的有风冷机房空调、水冷冷冻水系统、风冷冷冻水系统、水冷机房空调系统和自然冷却系统等。**2) 设备分类：**设备主要包括 IT 设备和配套设备，其中 IT 设备主要包括算力设备（服务器）、连接器（光纤、光模块）、网络设备（交换机、路由器）、存储设备（存储器）等，配套设备包括配电设备（UPS、蓄电池、发电机、配电单元）、温控设备（冷源设备、机房空调、新风系统）等。**3) 成本结构：**根据中商产业研究院披露数据，温控相关设备冷水机组、精密空调、冷却塔成本占比分别为 8%、7%、3%。

图27：数据中心基础设施建设成本情况



资料来源：中商情报网，国信证券经济研究所整理

图28：数据中心内部设备情况

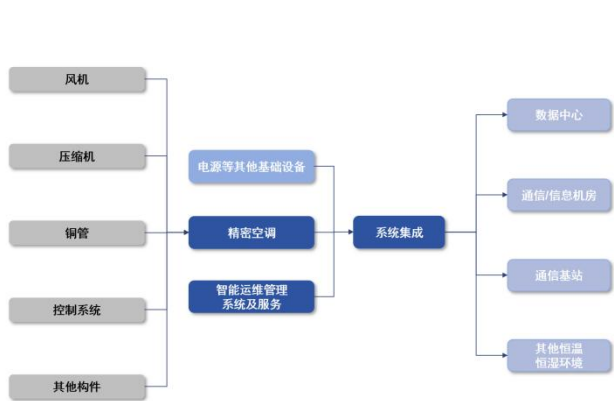
类型	设备种类	名称
IT 设备	连接器	光纤
		光模块
	网络设备	交换机
		路由器
	算力设备	服务器
存储设备	存储器	
配套设备	供配电设备	UPS
		蓄电池
		柴油发电机
	温控设备	配电单元
		冷源设备
		机房空调 新风系统

资料来源：深企投产业研究院，国信证券经济研究所整理

2.2 机房空调市场规模稳步增长，公司为国内精密空调领先企业

公司精密空调业务布局：精密空调上游主要包括风机、压缩机、铜管、控制系统和其他构件，公司业务围绕精密空调设备的研发、生产、销售展开，向产业链上下游延伸，目前公司已布局精密空调设备生产、系统集成以及智能运营管理系统及服务关键环节。1) **精密空调：**精密空调具有温湿度控制精度高、设计使用寿命长、空气净化能力强、运行可靠性好等技术特点，根据用户需求、应用场景环境要求等因素进行产品定制，集成风机、压缩机、冷凝器、蒸发器、铜管、控制系统、机柜等原料构件，结合配套软件管理，经过整体设计、部件生产、整机装配、调试、检验等工序进行产品生产制造。2) **系统集成环节：**主要分为前期咨询、规划设计、方案确定、总包建设等阶段，基于用户需求，依据国家级行业标准和规范为用户提供设计、设备选型、施工组织、项目调试、项目验收等项目具体实施内容。3) **智能运维管理：**主要面对数据中心、机房、通信基站等基础设施的运营维护与系统优化，通过软件维护与硬件巡检等方式，持续改进与优化运营水平，提升运营质量和效率。

图29：机房空调产业链



资料来源：《依米康-2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》，国信证券经济研究所整理

图30：依米康智能运营管理下游客户

分类	行业	应用场景	特点
泛 IDC	互联网、信息技术等	通用型数据中心	面积包括中型到大型，室内设备包括程控交换机、计算机、大型路由器、CPU 服务器、工作站，散热量大，对室内环境要求高。
		智算中心	以 GPU 服务器为主要设备的数据中心，主要服务于人工智能应用场景，支持 AI 训练、推理、高性能存储等相关业务；相较于通用型数据中心具有单机柜功率更高、稳定运行要求的温度更低等特征。
		超算中心	算力核心为基于计算机的高性能计算集群，主要面向尖端科学领域、工程计算等场景；以高精度计算业务为主，对 IT 设备性能要求较高，带来高热密度散热等业务需求。
泛 EDC	通信	专业机房	面积包括中型到大型，室内设备包括程控交换机、计算机、大型路由器、刀片服务器等，散热量大，热密度大，对室内环境要求高。
		基站	面积较小，直接处于外界环境中，室内设备较少，散热量小，对室内环境要求较低。
	金融	中心机房、网点机房	机房规模由小至大，室内设备包括数据交换机、计算机、路由器、服务器、工作站等多种类型，对室内环境的要求视机房规模和散热量而定，总体要求较高。
	医院、高校、政府机关等	信息业务机房、管理机房等	信息化建设用房，面积从小型到大型，室内设备包括计算机、服务器、路由器等，散热量和对环境的要求视情况而定。

资料来源：《依米康-2025 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书》，国信证券经济研究所整理

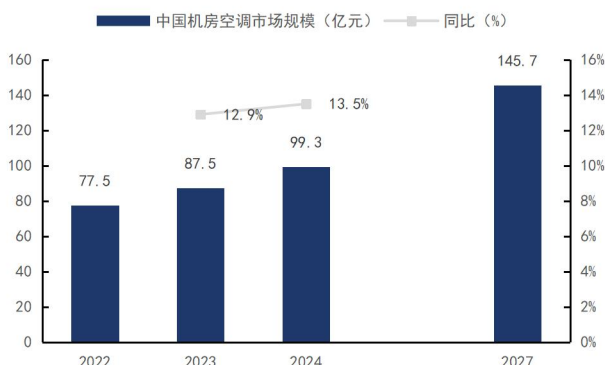
中国机房空调市场规模稳步增长。根据赛迪顾问披露数据，2024 年中国机房空调市场规模为 99.3 亿元，同比+13.5%，增速较 2023 年+0.6 个 pct；随着 AI 算力需求增长，智算中心持续建设，预计 2027 年中国机房空调市场规模增长为 145.7 亿元，对应 24-27 年 CAGR 为 13.6%。

风冷型机房空调占比稳步提升。2024 年中国风冷型机房空调市场规模为 56.8 亿元，占比为 57.2%，相较于 2023 年提升 0.4 个 pct，受限于数据中心水资源管控趋严，以及氟泵、自然新风、热管等技术的不断发展，风冷型机房空调市场规模加速增长，预计 2027 年中国风冷型机房空调市场规模为 84.5 亿元，对应 24-27 年 CAGR 为 14.2%，占比提升至 58.0%。

依米康位居全国机房空调第三。根据赛迪顾问发布的《2024-2025 年中国机房空调市场研究年度报告》，依米康位居中国机房空调第三名，市占率为 9.3%，在民族品牌中位居第二。从细分领域来看，氟泵项目领域，2024 年依米康在中国氟泵机房空调市场中位居第三，与秦淮数据合作开发的“玄冰”系列产品（包括“玄

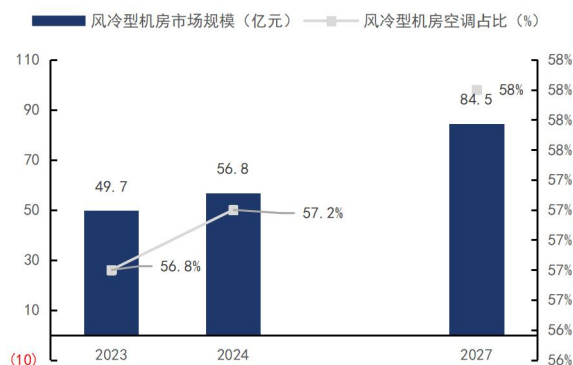
冰” IDEC 间接蒸发冷却空调及“玄冰”WCT 整体式氟泵机组）；风墙产品领域，依米康风墙产品已应用于阿里嘉善数据中心和成都数据中心，位居中国风墙空调机房第一位。

图31：中国机房空调市场规模（亿元）



资料来源：赛迪顾问，国信证券经济研究所整理

图32：中国风冷型机房市场规模（亿元）及占比



资料来源：赛迪顾问，国信证券经济研究所整理

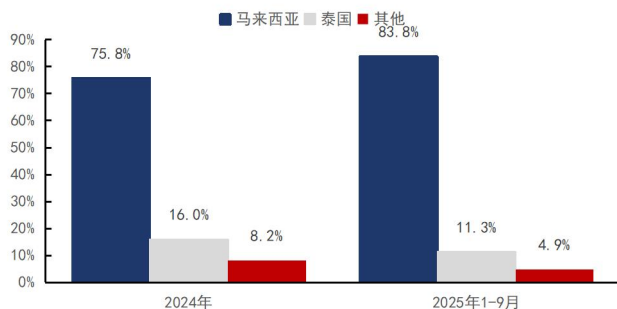
2.3 海外业务收入快速增长，驱动公司盈利能力提升

23年开始海外布局，战略调整为“主动出击”。依米康23年开始海外布局，从策略维度，早期采取“跟随策略”，即跟随阿里巴巴、字节等海外智算中心建设需求，逐步出海；随着调整为“自主出击”战略，逐步拓展海外IDC和当地运营商的合作机会，销售占比主要为精密空调产品，包括主机、外机、风帽、支架等。

地域及客户情况：根据公司《2026年1月29日投资者关系活动记录》披露信息，海外市场布局及订单交付覆盖马来西亚、新加坡、泰国、越南、菲律宾、阿曼等东南亚及中东“一带一路”地区，目前已经在马来西亚设立全资子公司，并派驻海外销售及售后服务人员。同时，在马来西亚、泰国、香港、日本等地区与当地运营商及海外IDC厂商积极构建合作体系，以期拓展远东南亚、北美等海外订单。根据公司《2025年度向特定对象发行A股股票-发行人与保荐机构回复意见》披露信息，2025年1-9月海外收入中，马来西亚、泰国占比较高，分别为83.80%、11.31%，客户主要为BDC和亚洲脉络，占比分别为82.77%、13.43%。

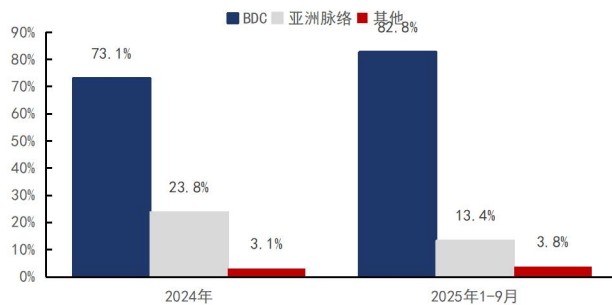
- **BDC：**依米康海外核心客户之一，为泛亚太地区顶尖IDC服务商，前身为秦淮数据旗下海外核心品牌，其在马来西亚、印度、泰国快速部署IDC集群，聚焦全球头部客户（包括微软、亚马逊、谷歌云等）；2023年底，依米康成功中标BDC海外项目（该项目IDC使用方是微软），双方合作区域主要在马来西亚。
- **亚洲脉络：**依米康海外核心客户之一，总部位于香港，提供涵盖IDC基础设施与管理、网络与存储、GPU云服务、人工智能应用以及AIDC托管服务的全栈解决方案，业务网络广泛覆盖亚洲核心区域。2023年开始，依米康同亚洲脉络正式启动海外市场协同拓展，跟随客户重点发力泰国、香港等核心区域的数据中心业务，双方合作区域主要在泰国、香港。

图33: 依米康海外业务分区域收入占比情况 (单位: %)



资料来源:《依米康 2025 年度向特定对象发行 A 股股票-发行人与保荐机构回复意见》, 国信证券经济研究所整理

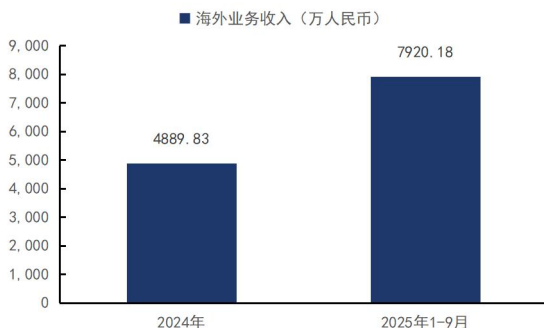
图34: 依米康海外业务分客户收入占比情况 (单位: %)



资料来源:《依米康 2025 年度向特定对象发行 A 股股票-发行人与保荐机构回复意见》, 国信证券经济研究所整理

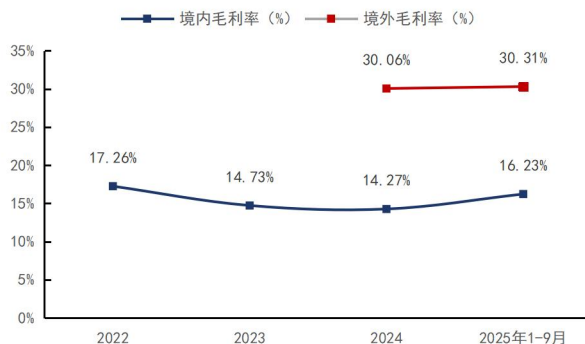
海外业务收入快速增长, 驱动公司盈利能力提升。从收入增速来看, 根据公司《2025 年度向特定对象发行 A 股股票-发行人与保荐机构回复意见》披露数据, 2025 年 1-9 月海外收入合计为 7920.18 万人民币 (2024 年全年为 4889.83 万人民币), 25 全年海外收入有望翻倍增长。从盈利来看, 根据公司《2025 年度向特定对象发行 A 股股票-发行人与保荐机构回复意见》披露数据, 2024 年、2025 年 1-9 月公司境内项目毛利率分别为 14.27%、16.23%, 境外项目毛利率分别为 30.06%、30.31%, 境外项目毛利率显著高于境内项目, 随着海外业务收入占比提升, 公司整体盈利能力有望大幅增长。

图35: 依米康海外业务收入情况 (单位: 万人民币, %)



资料来源:《依米康 2025 年度向特定对象发行 A 股股票-发行人与保荐机构回复意见》, 国信证券经济研究所整理

图36: 依米康境内、境外项目毛利率情况 (单位: %)



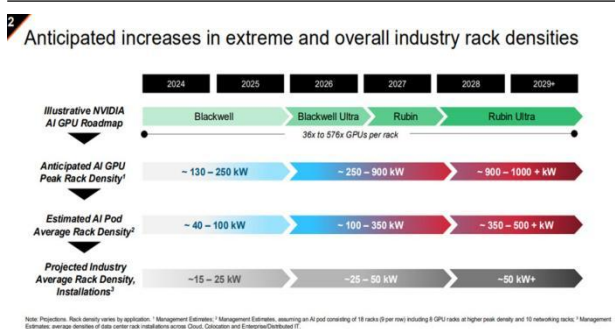
资料来源:《依米康 2025 年度向特定对象发行 A 股股票-发行人与保荐机构回复意见》, 国信证券经济研究所整理

三、液冷产品：千亿级别市场空间，CDU、干冷器产品已交付客户使用

3.1 智算中心液冷市场：千亿级别大市场，公司已具备完善的液冷产品线

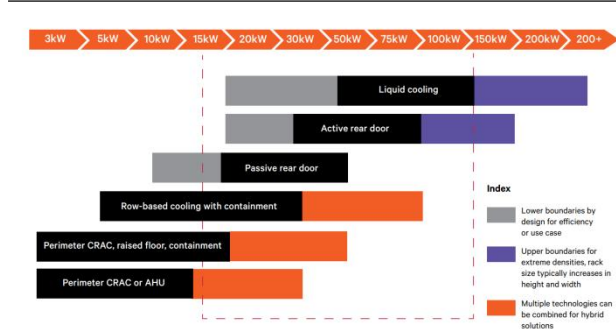
机柜功率密度持续提升，千亿级别液冷市场。1) 单芯片功率持续提升：AI 芯片持续迭代，单芯片功率持续提升，以英伟达 GPU 卡为例，A100、H100、B200 的 TDP（热功耗设计）粉笔为 400W、700W、1000W，持续提升；2) 单机柜芯片数量持续提升：最初的 GPU 服务器通常以 8 颗 GPU 为主，后续英伟达推出了 GB200 NVL72，单机柜内部放置 72 颗 GPU，未来随着 Rubin Ultra 等产品发布，单机柜 GPU 数量将进一步提升至 144 颗，机柜功率密度大幅提升。根据 Vertiv 披露数据，当机柜密度持续提升时，传统的风冷无法满足散热需求，液冷是大势所需。根据头豹产业研究院披露数据，2025 年中国智算中心液冷市场规模约 365 亿人民币，预计 2029 年增长至 1300 亿人民币，对应 25-29 年 CAGR 为 37.4%，市场规模快速增长。

图37：机柜功率持续提升



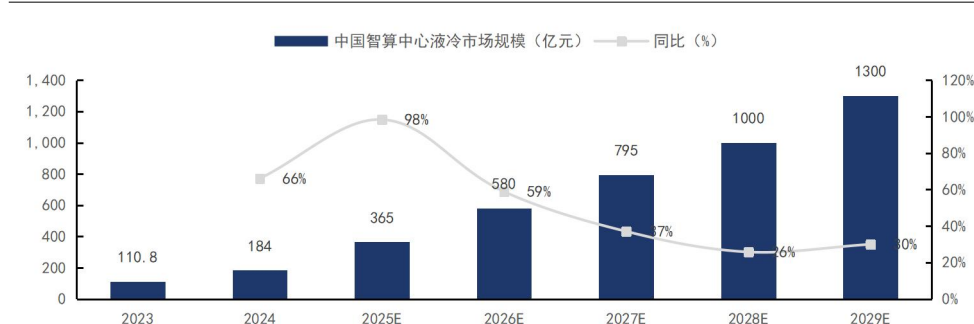
资料来源：Vertiv，国信证券经济研究所整理

图38：随着机柜功率提升，液冷是大势所趋



资料来源：Vertiv，国信证券经济研究所整理

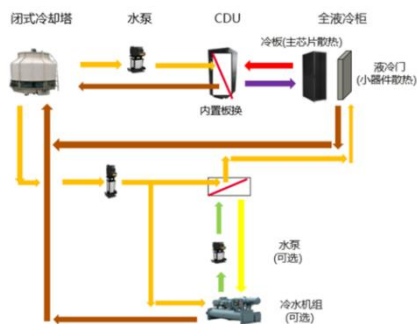
图39：中国智算中心液冷市场规模（亿元）



资料来源：头豹产业研究院，国信证券经济研究所整理

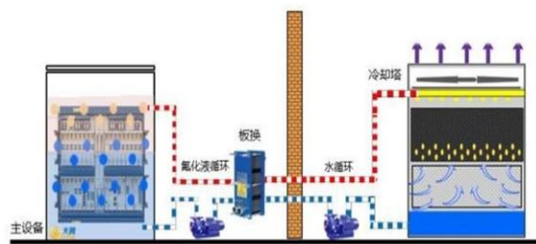
液冷：主要包括冷板式液冷、浸没式液冷、喷淋式液冷。根据冷却液是否与发热器件接触，将液冷划分为直接式液冷技术和间接式液冷技术，其中直接式液冷技术包括浸没式液冷和喷淋式液冷，间接式液冷技术以冷板式液冷为主。根据头豹产业研究院披露数据，目前以冷板式液冷为主，占比约 65%，其次为浸没式液冷，占比约 34%。

图40: 冷板式液冷



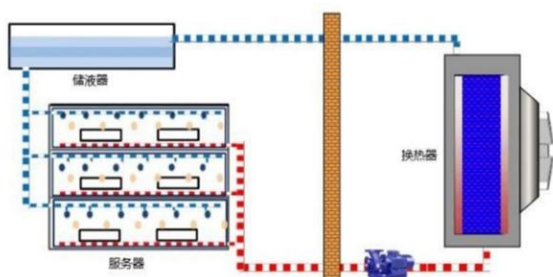
资料来源:《中国数据中心产业低碳发展实践研究(2023年,华信咨询)》,国信证券经济研究所整理

图41: 浸没式液冷



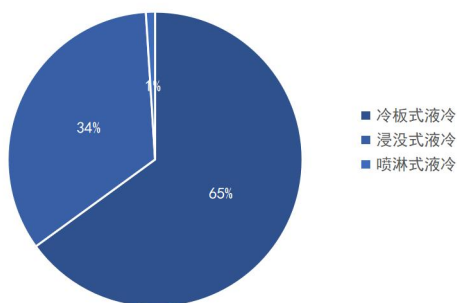
资料来源:《中国数据中心产业低碳发展实践研究(2023年,华信咨询)》,国信证券经济研究所整理

图42: 喷淋式液冷



资料来源:《中国数据中心产业低碳发展实践研究(2023年,华信咨询)》,国信证券经济研究所整理

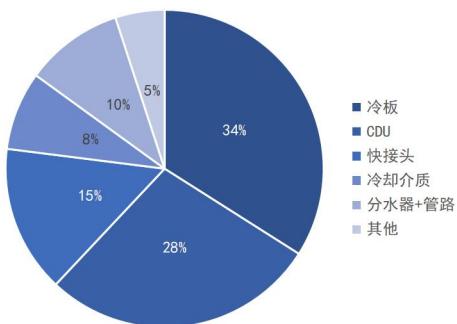
图43: 中国液冷技术市场占比



资料来源:头豹产业研究院,国信证券经济研究所整理

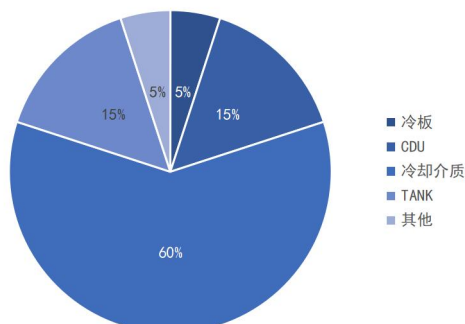
价值量拆解: 1) **冷板式液冷:** 根据头豹产业院披露数据,以英伟达 GB300 为例,冷板、CDU、快接头、冷却介质、分水器+管路、其他的价值量占比分别为 34%、28%、15%、8%、10%、5%; 2) **浸没式液冷:** 根据头豹产业研究院披露数据,以 50kw 通用型机柜为例,冷板、CDU、冷却介质、TANK、其他价值量占比分别为 5%、15%、60%、15%、5%。

图44: 冷板式液冷价值量拆解(以英伟达 GB300 为例)



资料来源:头豹产业研究院,国信证券经济研究所整理

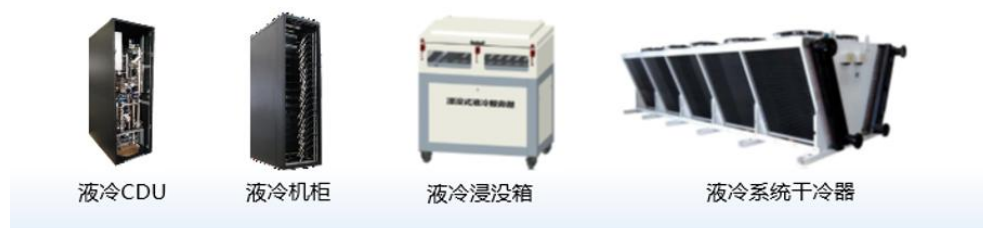
图45: 浸没式液冷价值量拆解(以 50kw 通用型机柜为例)



资料来源:头豹产业研究院,国信证券经济研究所整理

公司已具备完善液冷产品产品线，干冷器、CDU 产品已交付客户使用。根据公司《依米康 2025 年度向特定对象发行 A 股股票-发行人与保荐机构回复意见》披露，目前公司已具备完善的液冷产品线，已经实现液冷 CDU、二次侧管路环网、液冷机柜、干冷器等液冷一次侧和二次侧核心产品的试制生产；其中，**产品级干冷器、液冷 CDU 和系统级液冷集装箱**，已经交付客户现场应用，目前公司已经具备除液冷服务器冷板以外的其他液冷系统级和产品级的技术能力和生产施工能力。

图46: 依米康液冷相关产品

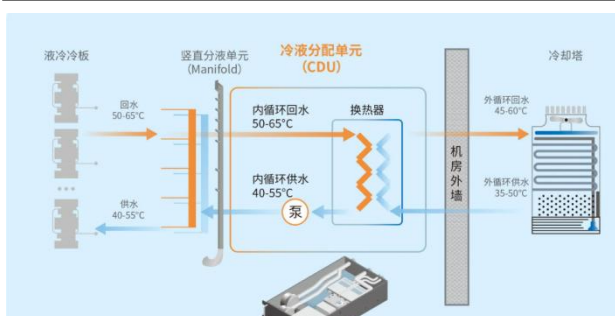


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

3.2 CDU 产品：液冷核心组件，海外巨头占据主要市场份额

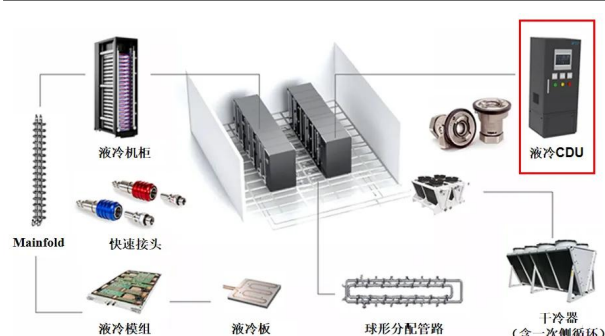
冷却液分配单元 (Coolant Distribution Unit, CDU) 是液冷系统的核心组件，主要集成水泵、换热器、控制器及处理歧管等关键部件，其价值量占整个液冷系统的 20%-25%。CDU 是一个智能化的冷量分配中心，它通过创建与外部冷源 (FWS, 机房冷却水系统) 物理隔离的二级冷却回路 (TCS)，在保证高效热交换的同时，实现了内外循环的水质隔离、压力解耦和精确控温。鉴于液体热传递效率远高于空气，CDU 已成为解决高密度机架热负荷超过风冷极限的最佳热管理方案之一。CDU 具有以下三大核心功能：1) **热量交换与隔离**：负责将靠近 IT 设备的 TCS 回路热量高效转移至 FWS 回路，同时隔离外部水源污染；2) **环境控制**：动态维持次级回路供液温度高于数据中心露点，有效防止冷凝水产生。3) **流体管理**：提供受控、无污染的冷却液，精确调节温度、压力和流速，适配直连芯片或浸没式液冷需求。

图47: CDU 工作原理示意图



资料来源: Huba 传感科技, 国信证券经济研究所整理

图48: 智算中心液冷系统 CDU 示意图



资料来源: AI 芯片与散热, 国信证券经济研究所整理

CDU 可分为机架式 (分布式) 和机柜式 (集中式)，CDU 两种形式分别可以适配于中小型数据中心和大型数据中心。具体产品来看，对于 2~6 台液冷机柜的小型

场景，机架式 CDU 入柜安装是较为合适的选择，这种安装方式可以有效利用有限的空间，同时保证散热效率。对于 20 台以上液冷机柜的大型场景，机柜式 CDU 单独区域安装是最佳选择。这种安装方式可以支持多兆瓦级散热，同时需要强大的二次流体网络（SFN）设计来有效分配冷却液。

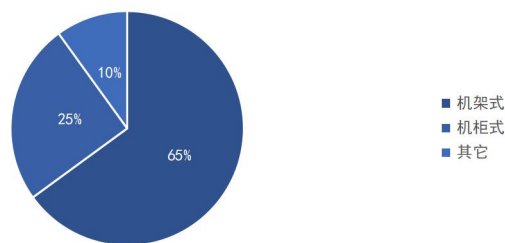
根据观研天下披露数据，2024 年国内市场机架式 CDU 占比约 65%，单柜部署、即插即用，适配 10-40kW/rack 场景；机柜式 CDU 占比 25%；浸没式等其他 CDU 产品占比约 10%。

图49：不同类型冷液分配装置（CDU）安装形式对比

项目	机架式/分布式	机柜式/集中式
安装方式	高度一般为4U，安装于机柜内	入列或者安装在单独的房间
部署方式	只为所在机柜提供制冷能力	为多台机柜提供制冷能力
冷量范围	100kW以内	200kW-1MW+
接管复杂度	二次侧管路简单	二次侧管路复杂
冗余度	低，冗余难度大	高，可N+X冗余
成本/kW	高	低
适用场景	中小型数据中心，快速部署	大型数据中心，规模部署

资料来源：观研天下，国信证券经济研究所整理

图50：2024 年中国 CDU 产品占比情况（%）



资料来源：观研天下，国信证券经济研究所整理

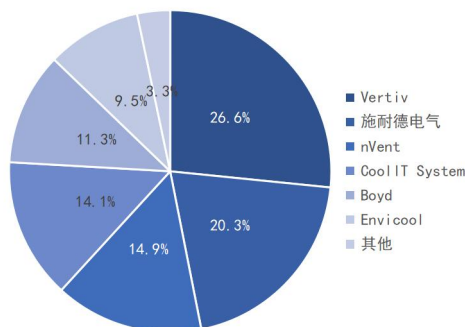
竞争格局：国际巨头占据主要市场份额，国产替代空间巨大。从市场规模来看，根据 MRA 披露数据，2025 年全球数据中心 CDU 市场规模约 12.13 亿美金，预计 2031 年增长至 37.15 亿美金，对应 25-31 年 CAGR 为 12.8%。从全球竞争格局来看，根据 MRA 披露数据，海外巨头 Vertiv、施耐德电气、nVent、CoolIT System、Boyd 占据主要市场份额，市占率分别为 26.6%、20.3%、14.9%、14.1%、11.3%，合计占比为 87.2%；英维克全球市占率约为 9.5%，为国内 CDU 龙头。国内厂商正经历从“元器件制造”向“整体方案提供”的转型。通过自研核心组件和极致成本控制，国内企业正加速在本土大客户中实现国产化替代，国产替代空间巨大。

图51：全球数据中心 CDU 市场规模（亿美元）



资料来源：MRA，国信证券经济研究所整理

图52：全球数据中心 CDU 竞争格局



资料来源：MRA，国信证券经济研究所整理

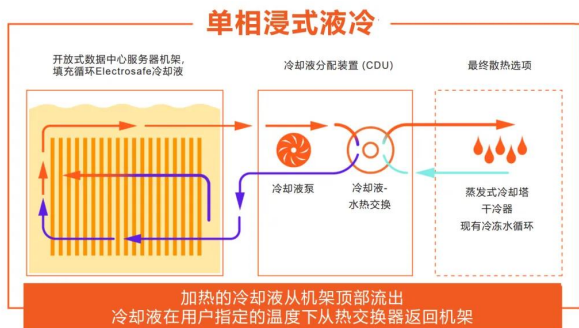
3.3 干冷器：相比传统冷却塔具备优势，市场规模稳步增长

干冷器是一种数据中心散热设备，在液冷系统将芯片产生的热量转移到液体中后，干冷器将液体中的热量转移到空气中，实现热量从数据中心的最终转出。干冷器（DryCooler）作为数据中心热量排出的末端装置，本质是利用空气显热进行交换的闭式传热设备，其工作原理是通过风扇引导自然风流经翅片盘管，将管内载热流体（水或乙二醇溶液）的热量直接排放至大气中。干冷器与依赖水分蒸发散热的传统冷却塔不同，干冷器利用环境干球温度进行物理降温，这一特性决定了其在低温低湿环境下具备卓越的换热效率。

较于传统冷却塔，干冷器具备三大维度的显著优势，正加速推动制冷方案的代际跨越：

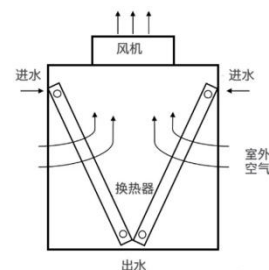
- 1) 水资源维度（合规性）：传统冷却塔年耗水量数以万吨计（蒸发/漂水/排污），面临极大的资源消耗压力，而干冷器完全通过空气换热，实现运行过程零水耗。在政策监管从单一 PUE（能源效率）向 PUE+WUE（水资源效率）双重约束转变的背景下，干冷器成为缺水地区及严苛环保标准下的必然选择。
- 2) 运维维度（经济性）：闭式循环降低 OPEX。干冷器结构简单，无压缩机部件，且闭式循环彻底杜绝了开式冷却塔常见的水垢、菌藻及腐蚀问题，大幅降低了药剂处理与人工维保成本。干冷器设计寿命长达 15-20 年，显著优于传统设备。
- 3) 能效维度（节能性）：充分利用自然冷源。干冷器总耗电量约为传统方案的 1/3。特别是在中高纬度或冬季，干冷器可直接利用室外冷空气为数据中心散热（FreeCooling），替代或减少高能耗冷机的使用时长。

图53: Vertiv 液冷解决方案



资料来源：Vertiv，国信证券经济研究所整理

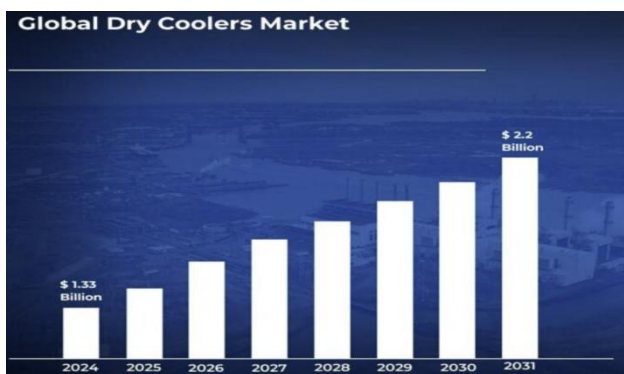
图54: 干冷器结构示意图



资料来源：ASHRAE 编著-《数据通信设备中心液体冷却指南》-中国建筑工业出版社（2010年）-P34，国信证券经济研究所整理

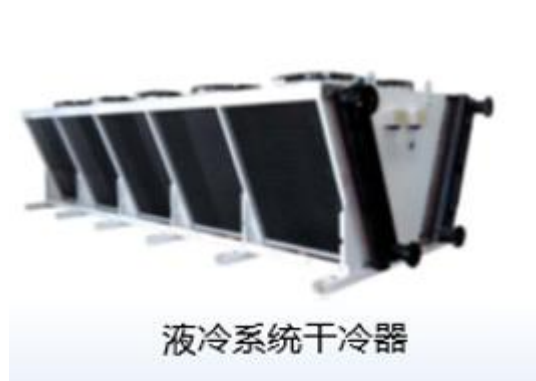
混合组网有望成为主流，市场规模稳步增长。基于上述优势，数据中心制冷策略正从单一依赖转向“干冷器+冷机/冷却塔”的混合组网模式，即在气温较低时启用干冷器利用自然冷源降本，高温时切换辅助冷源保效，这种灵活策略满足了“节水”与“低维保”的行业要求。随着 AI 算力爆发推动高密度液冷需求，作为液冷系统核心散热组件的干冷器将直接受益，根据 Verified Market Research 披露数据，2024 年全球干冷器市场规模为 13.3 亿美金，预计 2031 年增长至 22 亿美金，对应 24-31 年 CAGR 为 6.46%，市场规模稳步增长。

图55: 全球干冷器市场规模 (单位: 十亿美金)



资料来源: Verified Market Research, 国信证券经济研究所整理

图56: 公司液冷系统干冷器



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1) **营业收入**：公司 2023 年正式对环保治理领域业务的承接主体—控股子公司江苏亿金实施剥离，聚焦 ICT 领域，公司在 ICT 领域主要产品为精密空调产品，根据上文所述，预计 2027 年中国机房空调市场规模增长为 145.7 亿元，对应 24-27 年 CAGR 为 13.6%，根据赛迪顾问披露数据，依米康位居中国机房空调第三名，在民族品牌中位居第二，业务增速有望高于行业平均增速；同时，公司在液冷领域，产品级干冷器、液冷 CDU 和系统级液冷集装箱，已经交付客户现场应用，有望贡献增量收入。此外，25 年公司开始拓展海外业务，海外收入有望快速增长，预计公司 26-28 年营收增速为 35.3%/35.8%/34.7%。

2) **毛利率**：随着公司创新研发大型预制化间接蒸发冷却、预制化一体化氟泵技术并在国内大规模交付，以及室外散热形式的冷板、浸没式液冷整体解决方案逐步放量，公司整体毛利率有望提升；此外，根据公司《2025 年度向特定对象发行 A 股股票-发行人与保荐机构回复意见》披露数据，2024 年、2025 年 1-9 月公司境内项目毛利率分别为 14.27%、16.23%，境外项目毛利率分别为 30.06%、30.31%，境外项目毛利率显著高于境内项目，随着海外业务收入占比提升，公司整体盈利能力有望大幅增长，预计公司 26-28 年毛利率为 17.8%/18.3%/18.4%。

3) **费用率及税率**：a) 销售费用率：随着新产品市场的拓展，预计销售费用会稳步增长，但增速预计低于营收增速，销售费用率预计稳步下降，预计公司 26-28 年销售费用率为 3.5%/3.0%/2.5%。b) 管理费用率：公司持续优化管理架构，管理费用将呈现下行趋势，预计公司 26-28 年管理费用率为 3.6%/2.8%/2.2%。c) 研发费用率：公司聚焦 ICT 领域，将持续迭代、升级产品，在液冷 CDU、干冷器领域预计会加大研发投入，研发费用将持续增长，研发费用率有望提升，预计公司 26-28 年研发费用率为 3.3%/3.0%/2.8%。d) 所得税率：根据公司财报披露，公司 2023 年 10 月 16 日取得《高新技术企业证书》，有效期 3 年，按 15% 税率缴纳企业所得税，预计 26/27/28 年所得税率分别为 15%/15%/15%。

表4: 依米康业务拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
ICT 领域产品						
收入 (亿元)	6.90	11.45	14.52	19.64	26.68	35.93
增速	-5.2%	65.8%	26.8%	35.3%	35.8%	34.7%
毛利 (亿元)	1.18	1.58	2.51	3.50	4.88	6.60
增速	-17.50%	34.10%	58.8%	39.8%	39.2%	35.3%
毛利率	17.1%	13.8%	17.3%	17.8%	18.3%	18.4%
环境治理领域产品						
收入 (亿元)	1.11					
增速	-26.3%					
毛利 (亿元)	0.0					
增速	-114.5%					
毛利率	-1.3%					
合计						
总营收 (亿元)	8.01	11.45	14.52	19.64	26.68	35.93
增速	-8.8%	42.8%	26.8%	35.3%	35.8%	34.7%
毛利 (亿元)	1.16	1.58	2.51	3.50	4.88	6.60
增速	-23.9%	35.8%	58.8%	39.8%	39.2%	35.3%
毛利率	14.5%	13.8%	17.3%	17.8%	18.3%	18.4%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表5: 未来 3 年盈利预测表(单位: 百万元)

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1452	1964	2668	3593
营业成本	1201	1614	2180	2933
销售费用	60	69	79	90
管理费用	66	82	85	89
研发费用	52	65	81	102
营业利润	28	74	183	331
利润总额	29	74	183	331
归属于母公司净利润	31	64	158	285
EPS	0.07	0.14	0.36	0.65
ROE	10.0%	17.3%	30.1%	35.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上, 预计公司 26-28 年营业收入分别为 19.64/26.68/35.93 亿元, 增速分别为 35.3%/35.8%/34.7%; 归母净利润分别为 0.64/1.58/2.85 亿元, 增速分别为 131.1%/147.9%/80.3%, 对应当前 PE 为 123/50/28 倍。

表6: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,145	1,452	1,990	2,739	3,736
(+/-%)	42.8%	26.8%	37.1%	37.6%	36.4%
净利润(百万元)	-87	31	147	277	454
(+/-%)	59.7%	-	131.1%	88.0%	64.0%
摊薄 EPS	-0.20	0.07	0.33	0.63	1.03
中性预测					
营业收入(百万元)	1,145	1,452	1,964	2,668	3,593
(+/-%)	42.8%	26.8%	35.3%	35.8%	34.7%
净利润(百万元)	-87	31	64	158	285
(+/-%)	59.7%	-	131.1%	147.9%	80.3%
摊薄 EPS(元)	-0.20	0.07	0.14	0.36	0.65
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,145	1,452	1,939	2,599	3,455
(+/-%)	42.8%	26.8%	33.5%	34.0%	32.9%
净利润(百万元)	-87	31	-16	47	131
(+/-%)	59.7%	-	-	-	176.8%
摊薄 EPS	-0.20	0.07	-0.04	0.11	0.30
总股本(百万股)	440	440	440	440	440

资料来源: 国信证券经济研究所预测

投资建议

依米康以数据中心精密空调业务为基，横向拓展液冷产品，目前干冷器、CDU 产品均已交付客户使用；同时，采用“主动出击”战略，积极拓展海外市场，拉动公司整体盈利能力提升。预计依米康 2026-2028 年收入分别为 19.64、26.68、35.93 亿元，归属母公司净利润 0.64/1.58/2.85 亿元，对应 EPS 为 0.14/0.36/0.65 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 35%/36%/35%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观，对海外市场拓展偏乐观，进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 17.8%/18.3%/18.4%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，以及对海外市场高毛利的持续性判断不足，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司液冷产品（CDU、干冷器等）尚未大规模放量，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

经营风险

互联网大厂资本开支不及预期的风险：公司数据中心精密空调、液冷 CDU、干冷器等产品受益于互联网大厂资本开支扩张，若互联网大厂放缓智算中心建设，公司收入增长存在不及预期的风险。

产品价格下行及毛利率下降的风险：公司精密空调所处产业逐渐进入成熟期，将导致产品价格进一步降低。另外，受原材料价格及人工成本上涨等因素的影响，未来公司产品毛利率存在进一步下降的风险。

部分产品客户集中度偏高的风险：公司关键设备业务以阿里巴巴、字节跳动等大厂客户为主，2024 年公司第一大客户收入占比为 20.99%，若大客户供应商变更，将对公司经营业绩产生不利影响。

技术迭代的风险：液冷技术存在冷板式、浸没式、喷淋式等多种路线，且仍在持续演进。若未来行业统一技术标准或主流路线发生转变，公司可能面临技术过时、设备闲置或资产减值风险。液冷行业需求受益于芯片 TDP 不断提升，若相关厂商更新芯片架构，造成芯片 TDP 下降（例如 LPU 等推理辅助芯片），液冷行业需求存在降低风险，将对公司经营业绩产生不利影响。

股权质押风险：截至 2025 年 4 月 17 日，公司实控人孙屹峥先生累计质押 6409605 股股份，占其持有公司股份总数的 26.23%，占公司当前总股本的 1.46%。张菀女士累计质押 15500000 股股份，占其持有公司股份总数的 21.98%，占公司当前总股本的 3.52%。公司控股股东及其一致行动人合计质押股份 21909605 股，占其合计持有公司股份总数的 18.08%，占公司当前总股本的 4.97%。如果发生相关事件致使公司实际控制人，控股股东强制平仓，将对公司经营产生不利影响。

经营性现金流波动风险：2023、2024、2025 年公司经营现金流净额分别为-1.21 亿、1.03 亿、0.71 亿元，2023 年经营性现金流转负，主要系销售回款延迟及往来款支付所致，2024 年销售回款增加，叠加本期销售规模增加，经营性现金流由负转正，2025 年经营活动产生的现金流量同比下滑，主要受本期生产规模扩大影响。公司经营性现金流受到销售回款节奏，销售规模等多重因素影响，如果销售回款节奏发生不利变化，将有可能导致经营性现金流净额转负，对公司生产经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	148	187	168	168	174	营业收入	1145	1452	1964	2668	3593
应收款项	737	755	1022	1388	1869	营业成本	987	1201	1614	2180	2933
存货净额	280	315	423	571	768	营业税金及附加	5	6	13	17	23
其他流动资产	41	57	77	105	141	销售费用	66	60	69	79	90
流动资产合计	1206	1315	1690	2231	2952	管理费用	57	66	82	85	89
固定资产	98	106	245	345	403	研发费用	43	52	65	81	102
无形资产及其他	292	291	280	269	259	财务费用	16	20	21	30	29
投资性房地产	83	111	111	111	111	投资收益	5	(0)	3	3	3
长期股权投资	0	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	(31)	(9)	(30)	(15)	0
资产总计	1679	1834	2338	2968	3737	其他收入	(83)	(62)	(65)	(81)	(102)
短期借款及交易性金融负债	245	244	584	628	540	营业利润	(94)	28	74	183	331
应付款项	790	869	1166	1572	2115	营业外净收支	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	218	266	70	93	124	利润总额	(96)	29	74	183	331
流动负债合计	1252	1378	1820	2293	2779	所得税费用	(8)	(2)	11	28	50
长期借款及应付债券	92	129	129	129	129	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(2)	(4)
其他长期负债	5	14	14	14	14	归属于母公司净利润	(87)	31	64	158	285
长期负债合计	97	143	143	143	143	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1350	1522	1963	2436	2922	净利润	(87)	31	64	158	285
少数股东权益	8	8	7	6	3	资产减值准备	(26)	(63)	15	9	8
股东权益	321	305	368	527	812	折旧摊销	8	8	27	38	46
负债和股东权益总计	1679	1834	2338	2968	3737	公允价值变动损失	31	9	30	15	0
关键财务与估值指标						财务费用	16	20	21	30	29
每股收益	(0.20)	0.07	0.14	0.36	0.65	营运资本变动	113	(25)	(278)	(103)	(133)
每股红利	0.03	0.03	0.00	0.00	0.00	其它	25	63	(16)	(11)	(11)
每股净资产	0.73	0.69	0.84	1.20	1.84	经营活动现金流	64	22	(158)	106	196
ROIC	-3.50%	7.67%	11%	15%	21%	资本开支	0	58	(201)	(151)	(101)
ROE	-27.14%	10.05%	17%	30%	35%	其它投资现金流	8	(1)	0	0	0
毛利率	14%	17%	18%	18%	18%	投资活动现金流	40	45	(201)	(151)	(101)
EBIT Margin	-1%	5%	6%	8%	10%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-1%	5%	8%	10%	11%	负债净变化	(20)	37	0	0	0
收入增长	43%	27%	35%	36%	35%	支付股利、利息	(15)	(15)	0	0	0
净利润增长率	60%	135%	131%	148%	80%	其它融资现金流	(52)	(74)	339	45	(88)
资产负债率	81%	83%	84%	82%	78%	融资活动现金流	(123)	(29)	339	45	(88)
股息率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(19)	38	(19)	0	6
P/E	(90.2)	257.0	123.1	49.7	27.5	货币资金的期初余额	167	148	187	168	168
P/B	24.5	25.8	21.3	14.9	9.7	货币资金的期末余额	148	187	168	168	174
EV/EBITDA	(1579.5)	125.3	65.9	39.1	26.8	企业自由现金流	0	112	(348)	(25)	115
						权益自由现金流	0	75	(27)	(5)	3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032