

2026 年 04 月 17 日

投资评级：增持（维持）

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 2026 年 04 月 16 日

收盘价（元）	79.70
一年内最高/最低（元）	111.50/50.60
总市值（百万元）	15,940.00
流通市值（百万元）	15,507.40
总股本（百万股）	200.00
资产负债率（%）	60.02
每股净资产（元/股）	3.78

资料来源：聚源数据

曙光数创 (920808.BJ)

——冷板液冷在数据中心领域获得大规模应用，坚持推进新品研发+海外多点部署

投资要点：

- **事件：公司发布 2025 年度报告**，公司实现营业收入 8.82 亿元（yoy+74%）、归母净利润 3690 万元（yoy-40%）、扣非归母净利润 3309 万元（yoy+53%），毛利率、净利率分别为 25.65%、4.18%。2025 年年度权益分派预案：每 10 股派发现金红利 0.37 元（含税），共预计派发现金红利 740 万元。
- **新一代 C8000 产品逐步落地部署以及冷板液冷行业渗透率提升带动收入增长，温控设备出货量连续多年蝉联国内算力中心基础设施液冷（含冷板液冷和浸没液冷）市场榜首**。2025 年，公司浸没液冷产品、冷板液冷产品营收分别为 45793 万元（yoy+371%）、29864 万元（yoy+40%），毛利率分别为 36.49%（yoy-13.52pcts）、10.36%（yoy-15.48pcts）。收入增长得益于公司新一代 C8000 产品逐步落地部署以及冷板液冷行业渗透率提升。区域方面，2025 年公司境内、境外分别营收 87910 万元（yoy+74%）、324 万元。**市场份额**：1）公司为字节跳动、阿里、腾讯、百度、京东、美团、快手等互联网客户提供液冷解决方案，在互联网行业份额领先；2）据中国电子技术标准化研究院颁发的《中国算力基础设施液冷技术发展现状分析》，公司温控设备出货量连续多年蝉联国内算力中心基础设施液冷（含冷板液冷和浸没液冷）市场榜首，市占率超过 50%。
- **2025 年成就：发布多款液冷解决方案针对 AI 数据中心等场景高密度需求，并已完成上千台服务器“风改液”改造案例**。截至 2025 年年末，公司拥有已授权相关专利 197 项（与液冷相关的专利 158 项），软著 48 项，发明专利 54 项（在审发明专利 63 项）；累计主编或参编国标、行标、团标 40 项，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。**技术突破与新品发布**：2025 年公司推出了浸没相变液冷 C8000-V3.0，采用国产自研冷媒，散热能力超 200W/cm²，单机柜功率超 900kW，支撑全球首个单机柜 640 卡的超节点大规模落地；率先在国内发布相变冷板液冷解决方案 C7000-F，依托泵驱排级、无泵自循环池级、模块化柜级三大产品架构覆盖多元场景并解决传统架构设计痛点；针对 AI 数据中心高密度需求，推出新一代 AI 高效高压直流供电系统，可灵活接入多类电源，提供高精度稳定直流输出，大幅优化功率、尺寸、占地及功率密度。此外，公司参与制定的中国首个绿色数据中心评价国家标准《绿色数据中心评价》发布实施，对引导数据中心绿色高质量发展具有里程碑意义。**液冷改造升级**：公司提供从数据中心基建到服务器冷板的一站式“风改液”解决方案，截至 2025 年已完成上千台服务器改造案例。**我们认为，在 AI 算力高增与双碳政策推动下，液冷行业发展提速，公司凭借技术、产品及商业化落地的领先优势，有望充分受益行业红利，持续巩固液冷赛道龙头地位。**
- **2026 年看点：稳步推进北美研发打样落地，深化东南亚、中东核心市场渗透。海外业务发展**：1）公司搭建“新加坡+青岛工厂”协同体系，针对东南亚市场发布海外液冷 CDU-22400W，并通过国际 CE、UL 等权威认证，在东南亚已落地 200MW 液冷项目，助力当地 IDC 厂商突破；2）与中东合作伙伴已签署战略合作协议，或将独家提供冷板及浸没液冷整体解决方案，助力中东主权 AI 实现经济转型与数字主权；3）通过北美合作伙伴供应液冷关键部件，目前处于研发打样测试阶段；4）同时公司与海外核心液冷基础设施供应商达成初步合作，供应液冷二次侧管路组件。**行业驱动**：全球云厂商持续加码下 AI 大模型数量呈高速增长，直接带动数据中心建设需求提升；随着基础大模型参数量从千亿迈向万亿，芯片功耗与机柜功率密度快速攀升，传统风冷方案已无法满足服务器散热需求，液冷技术或成为应对高功率散热挑战、保障系统可靠性的关键基础设施。**我们认为，受益于全球 AI 算力发展带动的液冷刚需，依托公司现有海外布局、技术实力及认证优势，未来有望稳步推进北美市场落地，深化东南亚、中东市场渗透，扩大海外市场份额，实现海外业务高质量发展。**

➤ **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 0.56/0.85/1.11 亿元，对应当前股价 PE 分别为 287/187/143 倍。公司以液冷技术应用为核心，通过拓展海外合作伙伴生态，持续扩大液冷产品及解决方案的海外市场份额，把握全球液冷产业高速增长机遇，有望实现海外业务的规模化、高质量发展，从而进一步提升公司在全球液冷领域的核心竞争力。维持“增持”评级。

➤ **风险提示：**海外市场拓展风险、客户集中度较高的风险、产品质量控制风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	506	882	1,068	1,293	1,577
同比增长率（%）	-22.15%	74.29%	21.05%	21.06%	21.97%
归母净利润（百万元）	61	37	56	85	111
同比增长率（%）	-41.21%	-39.93%	50.49%	53.32%	30.89%
每股收益（元/股）	0.31	0.18	0.28	0.43	0.56
ROE（%）	8.48%	4.88%	6.94%	9.80%	11.64%
市盈率（P/E）	259.51	432.01	287.06	187.23	143.04

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	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	117	107	175	287
应收票据及账款	795	763	782	781
预付账款	36	38	43	48
其他应收款	83	9	10	10
存货	370	388	390	410
其他流动资产	193	235	284	347
流动资产总计	1,595	1,541	1,684	1,883
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	190	189	194	206
在建工程	0	37	34	18
无形资产	19	19	21	24
长期待摊费用	5	5	7	8
其他非流动资产	83	66	73	73
非流动资产合计	297	317	329	328
资产总计	1,891	1,857	2,013	2,211
短期借款	406	399	394	390
应付票据及账款	407	453	520	600
其他流动负债	256	142	172	209
流动负债合计	1,070	995	1,086	1,199
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	66	62	58	54
非流动负债合计	66	62	58	54
负债合计	1,135	1,057	1,144	1,253
股本	200	200	200	200
资本公积	116	116	116	116
留存收益	440	484	552	642
归属母公司权益	756	801	869	958
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	756	801	869	958
负债和股东权益合计	1,891	1,857	2,013	2,211

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	37	42	68	99
折旧与摊销	22	24	28	32
财务费用	2	17	17	16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-514	-24	21	30
其他经营现金流	15	14	18	13
经营性现金净流量	-438	74	151	191
投资性现金净流量	-62	-49	-45	-36
筹资性现金净流量	386	-35	-39	-43
现金流量净额	-114	-10	68	112

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	882	1,068	1,293	1,577
营业成本	656	788	948	1,152
税金及附加	5	7	8	10
销售费用	34	37	43	49
管理费用	34	35	40	47
研发费用	98	107	125	150
财务费用	2	17	17	16
资产减值损失	-7	-3	-3	-4
信用减值损失	-23	-29	-35	-43
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	14	15	17	14
营业利润	38	61	90	119
营业外收入	1	1	2	2
营业外支出	2	3	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	37	59	91	119
所得税	0	4	6	7
净利润	37	56	85	111
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	37	56	85	111
EPS(元)	0.18	0.28	0.43	0.56

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	74.29%	21.05%	21.06%	21.97%
营业利润增长率	-41.13%	59.47%	49.25%	32.18%
归母净利润增长率	-39.93%	50.49%	53.32%	30.89%
经营现金流增长率	-316.29%	116.90%	104.67%	25.84%
盈利能力				
毛利率	25.65%	26.26%	26.67%	26.96%
净利率	4.18%	5.20%	6.58%	7.07%
ROE	4.88%	6.94%	9.80%	11.64%
ROA	1.95%	2.99%	4.23%	5.04%
估值倍数				
P/E	432.01	287.06	187.23	143.04
P/S	18.07	14.92	12.33	10.11
P/B	21.08	19.91	18.35	16.65
股息率	0.00%	0.07%	0.11%	0.14%
EV/EBITDA	238	162	120	96

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）。