

## 钢铁智造加速，AIDC 布局领先

## ——杭钢股份（600126.SH）首次覆盖报告

2025 年 03 月 23 日

## 核心观点

- 杭钢股份：传统主业经营营收增长，费用控制良好。**公司传统主营业务为钢铁及其压延产品的生产和销售，另外进行部分原燃材料以及钢材的贸易。主要产品为热轧卷板，提供给冷轧压延、建筑用钢（钢结构）、集装箱制造、管线制造、汽车制造、造船、刀模具等行业。2024 年前三季度杭钢股份营业收入 482.6 亿元，同比增长 22.27%；期间费用控制良好，销售费用率 0.03%，管理费用率 0.77%，财务费用率-0.41%，三大期间费用率合计 0.39%，与 2023 年持平。
- AI 推动算力需求提升，杭钢 AIDC 布局卡位。**IDC 数据显示，2025 年中国智能算力规模将达 1,037.3 EFLOPS，到 2028 年将达 2,781.9 EFLOPS。2025 年中国通用算力规模将达 85.8 EFLOPS，预计到 2028 年将达到 140.1 EFLOPS；2023-2028 年期间，中国智能算力规模的五年复合增长率预计达到 46.2%，通用算力规模预计达到 18.8%。DeepSeek 通过先进的算法优化和高效的模型性能，拉动人工智能算力在数据中心、端侧及边缘侧的发展。杭钢部署卡位 AIDC 优势显著，布局数字经济业务领先。
- 联手阿里推进数字业务，开拓算力第二增长曲线。**2020 年 9 月，全资子公司浙江云计算数据中心成立，杭钢与阿里联手打造浙江云计算数据中心项目，总投资 158 亿元，采用阿里最新的设计、建设、运营标准体系，配备高可靠性的供配电系统、低碳高效的制冷系统、智能化多元化的控制系统，计划建设拥有 10 栋数据中心、10800 个机柜、20 万台服务器的数据中心。协同世联云科技负责北区 B 栋机柜上架运维，已上电机柜数 1069 个，可运行服务器 21000 台；C 栋通过终验，属于最小化运维阶段；A 栋处接维阶段，已通过三方测试。
- 投资建议：**参考公司预告及业绩情况，我们预计公司 2024-2026 年公司整体营业收入分别为 678.82/822.45/1010.21 亿元，同比增速 21.59%/21.16%/22.83%；归母净利润分别为 -6.11/2.23/3.22 亿元，同比增速 -435.08%/136.44%/44.60%。公司钢铁业务优势显著，且积极布局 AIDC 数字经济业务，我们认为公司未来业绩修复可期，估值可给与一定溢价，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：**下游地产基建等需求不及预期的风险；铁矿石、煤炭等原料价格不确定性风险；钢铁冶炼技术革新的风险；国内外政策的不确定性风险等。

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	558.27	678.82	822.45	1010.21
收入增长率%	28.86	21.59	21.16	22.83
归母净利润(亿元)	1.82	-6.11	2.23	3.22
利润增速%	-62.14	-435.08	136.44	44.60
毛利率%	1.51	1.00	2.10	2.10
摊薄 EPS(元)	0.05	-0.18	0.07	0.10
PE	221.46	—	181.37	125.43

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 杭钢股份（600126.SH）

谨慎推荐 首次评级

## 分析师

赵良毕

☎：010-8092-7619

✉：zhaoliangbi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

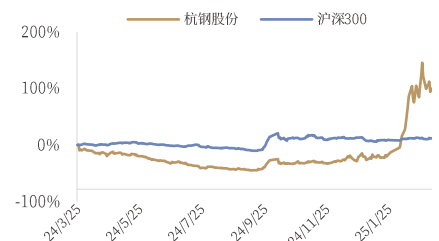
## 市场数据

2025-03-21

股票代码	600126.SH
A 股收盘价(元)	11.95
上证指数	3,364.83
总股本	337,719
实际流通 A 股(万股)	337,719
流通 A 股市值(亿元)	404

## 相对沪深 300 表现图

2025-03-21



资料来源：中国银河证券研究院

## 相关研究

- 【银河钢铁】行业周报\_钢价震荡回升，政策预期有望向好

## 目录

### Catalog

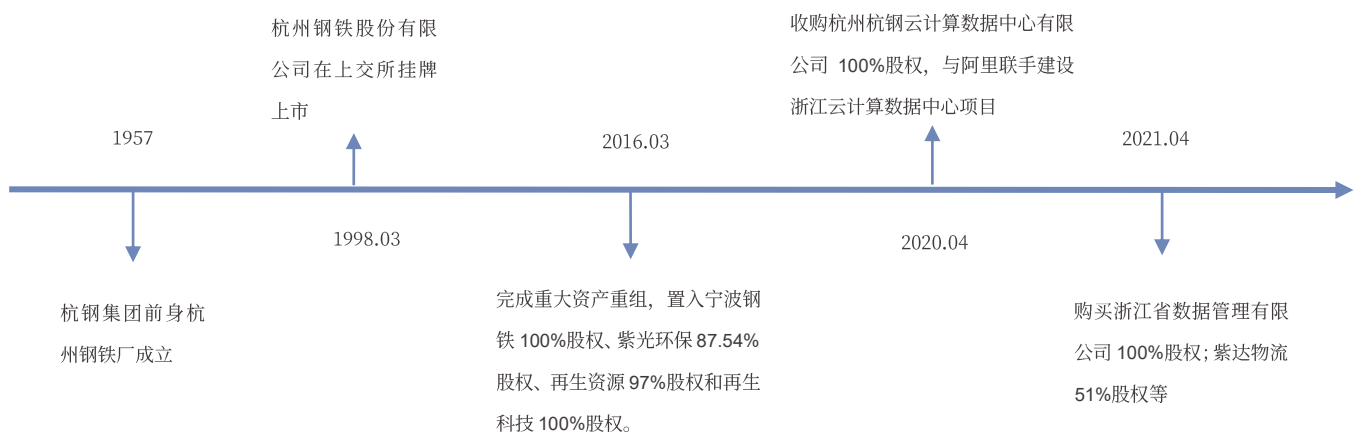
一、 杭钢股份： 股东实力雄厚， 数字业务布局加速.....	3
(一) 股本结构： 股东实力雄厚， 实际控制人浙江省国资委.....	3
(二) 业务布局： 钢铁业务优势显著， 数字经济业务布局加速.....	4
(三) 财务数据： 成本控制成效显著， 营收增速行业领先.....	5
二、 AI 加速算力发展， “钢铁智造+数字经济” 并行.....	6
(一) AI 推动算力需求提升， 杭钢 AIDC 优势显著.....	6
(二) 联手阿里推进数字业务， 开拓算力第二增长曲线.....	7
三、 盈利预测与投资建议.....	8
(一) 盈利预测.....	8
(二) 估值模型与投资建议.....	9
四、 风险提示.....	10

## 一、杭钢股份： 股东实力雄厚， 数字业务布局加速

### （一）股本结构： 股东实力雄厚， 实际控制人浙江省国资委

**钢铁+数字经济业务并行， 控股型钢企完善产业布局。**杭州钢铁股份有限公司于1998年3月上交所挂牌上市， 前身为杭州钢铁厂， 创建于1957年。2016年3月底公司完成重大资产重组， 成功置入宁波钢铁100%股权、 紫光环保87.54%股权、 再生资源97%股权和再生科技100%股权。2020年4月， 杭钢股份收购杭州杭钢云计算数据中心有限公司100%股权， 并对其增资投资建设运营杭钢云计算数据中心项目一期。2021年4月， 公司向杭钢集团购买其持有的浙江省数据管理有限公司100%股权； 公司全资子公司宁波钢铁向浙江钢联控股有限公司购买其持有的紫达物流51%股权、 向浙江新世纪金属材料现货市场开发有限公司购买其持有的电商公司20%股权。公司属于控股型企业， 报告期内所从事的业务由下属宁波钢铁、 杭钢云计算、 浙江云计算、 数据公司、 再生资源等子公司开展， 业务以宁波钢铁所从事的钢铁业务为主， 以数字经济业务为辅。现已发展形成节能环保、 钢铁制造及金属贸易、 智能健康、 教育与技术服务等产业格局的大型企业集团。主营业务为钢铁及其压延产品的生产和销售， 经营模式以自产自销为基础， 另外进行部分原燃材料以及钢材的贸易。公司主要产品为热轧卷板， 消费行业为冷轧压延、 建筑用钢(钢结构)、 集装箱制造、 管线制造、 汽车制造、 造船、 刀模具等行业。宁波钢铁拥有一套与生产流程高度匹配、 高度集成的信息化系统(ERP)， 该系统保证了线上设计与线下流程、 工艺的高度匹配， 实现管理流程的全透明、 全数字化。

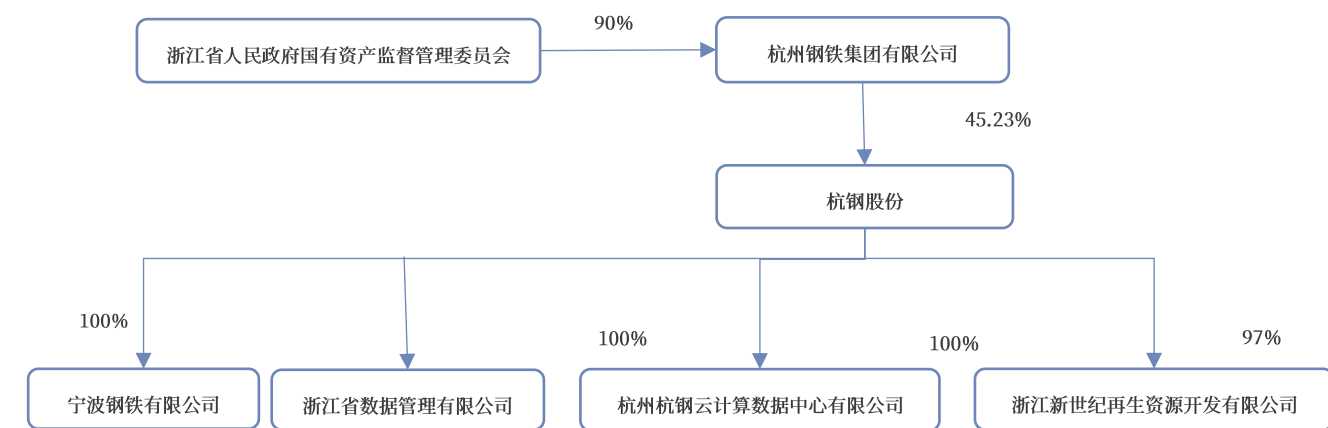
图1： 杭钢股份发展历程



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**由浙江省国资委实际控制， 子公司杭钢云计算承载 IDC 业务。**截止2024Q3， 公司前十大股东合计占总股本比例70.33%， 公司第一大股东杭钢集团持股比例约45.23%， 股权结构较为集中。浙江省国资委90.00%持股杭钢集团， 为公司实际控制人。公司拥有5家全资子公司， 其中， 浙江云计算数据中心有限公司和杭州杭钢云计算数据中心有限公司主要提供大数据服务、 数据处理和储存支持服务、 云计算等服务； 浙江省数据管理有限公司提供数据处理技术服务、 数据库技术服务； 宁波钢铁有限公司主要业务为黑色金属冶炼及压延加工； 浙江德清杭钢富春再生科技有限公司主营为贸易流通和废旧物资回收。此外， 公司以97.0%持股比例控股浙江新世纪再生资源开发有限公司。公司转型业务布局丰富， 涵盖钢铁、 贸易、 再生资源及IDC数字经济等多个领域。

图2：截至 2024Q3 杭钢股份股权结构

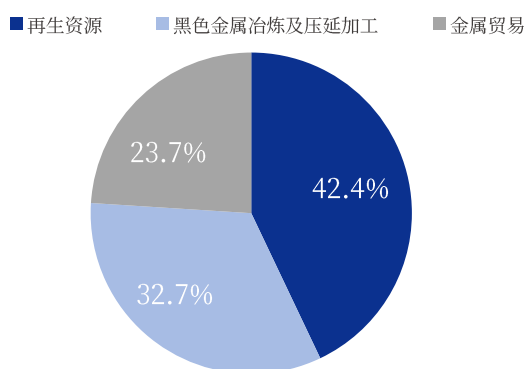


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## （二）业务布局：钢铁业务优势显著，数字经济业务布局加速

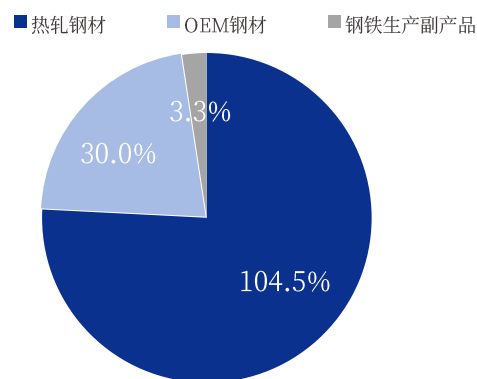
**杭钢股份钢铁品类丰富, 区位竞争优势明显。**公司主营业务为钢铁及其压延产品的生产和销售, 经营模式以自产自销为基础, 另外进行部分原燃材料以及钢材的贸易。公司主要产品为热轧卷板, 提供给冷轧压延、建筑用钢(钢结构)、集装箱制造、管线制造、汽车制造、造船、刀模具等行业。2024 年 H1 分产品营收中, 再生资源占比 42.4%, 金属贸易占比 23.7%, 热轧钢材占比 24.8%, OEM 钢材占比 7.1%。宁波处于我国经济发展最具活力和潜力的长三角经济圈长三角是中国第一大经济区、全球重要的先进制造业基地。通过宁钢技术改造项目, 将提供该地区经济发展所需要的钢铁产品, 并面向海外市场。浙江省是产钢小省、需求大省, 宁钢 70% 以上产品在浙江省内销售, 销售半径小(200 公里内)、交货周期短, 区位优势十分明显。

图3：2024H1 公司主营业务收入结构



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图4：2024H1 公司钢铁业务收入结构



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

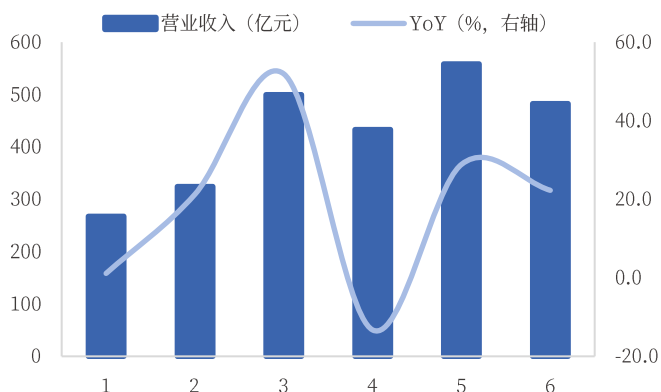
**公司积极布局数字经济产业，IDC 业务作为未来新增长点。**作为集团公司的战略主攻产业, 数字科技产业是杭钢集团新旧动能转换的突破口、产业发展的新动能。2019 年 7 月, 公司以 9.5 亿元募集资金收购、增资建设杭州杭钢云计算数据中心有限公司, 其中 2.2 亿元建设运营杭钢云计算数据中心项目一期(4000 个 5kw 机架规模)。2020 年 9 月, 全资子公司浙江云计算数据中心成立, 注册资本 10 亿元整。杭钢与阿里联手打造的浙江云计算数据中心项目, 总投资 158 亿元, 总用地面积约 310 亩, 采用阿里巴巴最新的设计、建设、运营标准体系, 配备高可靠性的供配电系统、低

碳高效的制冷系统、智能化多元化的控制系统，计划建设成拥有 10 栋数据中心、10800 个机柜、共计 20 万台服务器的高标准绿色数据中心。杭钢股份还通过积极开拓数字化业务，成功中标浙江省健康大脑项目—省级健康数据高铁项目、之江实验室云设施改造项目、浙江省担保集团国资云服务项目、浙江省财开国资云服务项目。

### (三) 财务数据：成本控制成效显著，营收增速行业领先

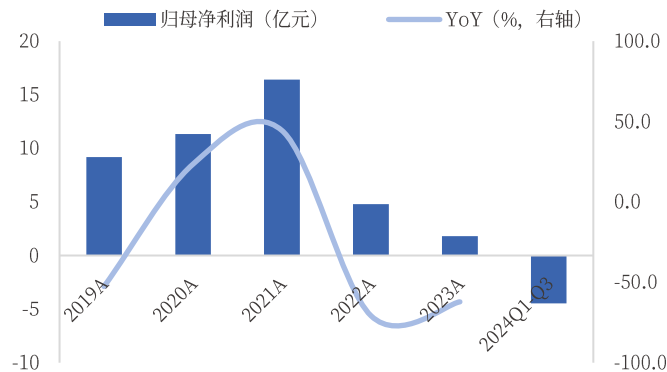
**公司降本增效稳步推进，期间费用控制良好。**2024 年前三季度杭钢股份营业收入 482.6 亿元，同比增长 22.27%；前三季度实现归母净利润-4.47 亿元。按单季度数据看，公司第三季度营业收入 147.2 亿元，同比增长 7.03%，第三季度归母净利润-4.10 亿元。2024 年前三季度期间费用控制良好，公司销售费用率为 0.03%，管理费用率为 0.77%，财务费用率-0.41%，三大期间费用率合计 0.39%，与 2023 年持平。公司积极应对全年供强需弱的市场行情，强化联合研判和风险防范，全力稳住经营基本盘。全年采购工作围绕供应链安全和物流链稳定，着眼提升资源组织和保障能力，强化策略采购，有效平衡低库存与稳定保供矛盾；打通验证干熄焦“散改集”全流程稳定供应和紫金废钢基地直供通道，建立多体系保供模式；实施废钢“1+X+Y”采购新方式，实现降本 8565 万元。坚持市场导向和效益导向，精准施策差异化策略，促进优质特色产品量效齐增，全年销售特色产品 276.62 万吨。

图5：2019-2024Q3 公司营业收入及同比增速



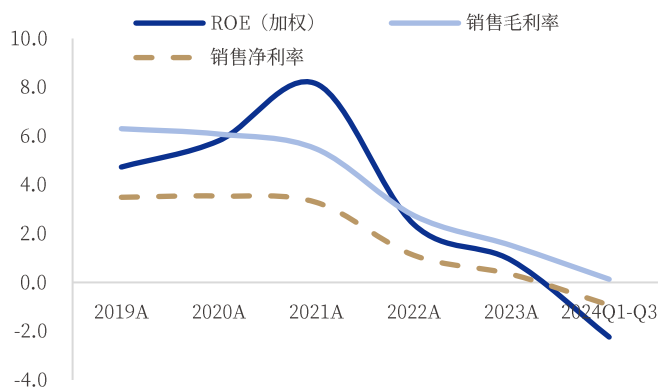
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：2019-2024 Q3 公司归母净利润及同比增速



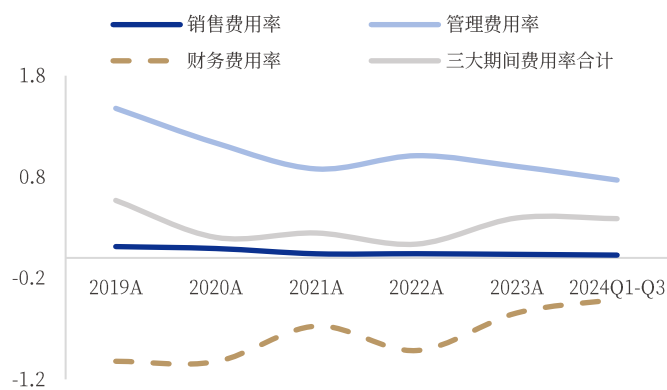
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：2019-2024Q3 公司盈利能力（单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：2019-2024 Q3 公司三大期间费用率（单位：%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

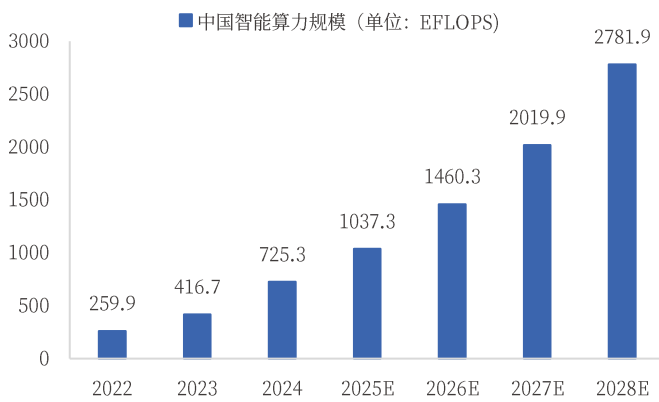
## 二、AI 加速算力发展，“钢铁智造+数字经济”并行

### (一) AI 推动算力需求提升，杭钢 AIDC 优势显著

**Deepseek 推动算法效率，加速数据中心算力建设。**规模法则（Scaling law）在 AI 发展中仍然占主导地位，目前正在从预训练扩展到了后训练和推理阶段，基于强化学习、思维链等算法创新在后训练和推理阶段更多的算力投入推高人工智能算力需求。DeepSeek 带来算法效率的提升并未抑制算力需求，反而因更多的用户和场景的加入，推动大模型普及与应用落地，重构产业创新范式，带动数据中心、边缘及端侧算力建设。IDC 数据显示，2024 年全球人工智能服务器市场规模预计为 1,251 亿美元，2025 年将增至 1,587 亿美元，2028 年有望达 2,227 亿美元，其中生成式人工智能服务器占比将从 2025 年的 29.6% 提升至 2028 年的 37.7%。DeepSeek 通过先进的算法优化和高效的模型性能，促进人工智能技术在 C 端和 B 端用户中更广泛的应用，拉动人工智能算力在数据中心、端侧及边缘侧的发展。在数据中心侧，DeepSeek 提高了训练和推理效率，降低了能耗，还因其高性能吸引了更多企业部署复杂人工智能解决方案。

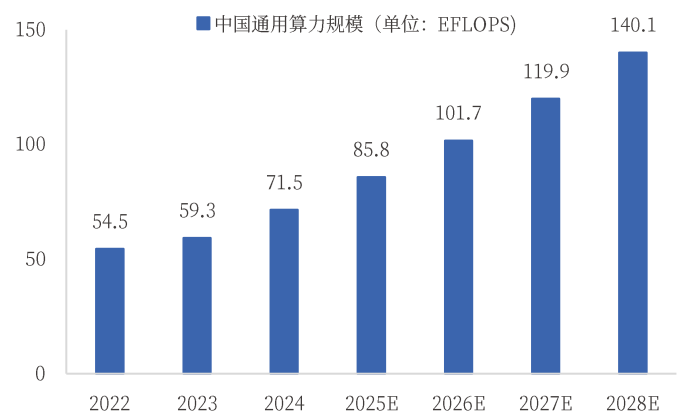
IDC 测算数据显示，2025 年中国智能算力规模将达到 1,037.3 EFLOPS，预计到 2028 年将达到 2,781.9 EFLOPS。2025 年中国通用算力规模将达到 85.8 EFLOPS，预计到 2028 年将达到 140.1 EFLOPS。预测显示，2023-2028 年期间，中国智能算力规模的五年复合增长率预计达到 46.2%，通用算力规模预计达到 18.8%。

图9：中国智能算力规模逐年提升



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

图10：中国通用算力规模逐年提升



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

**杭钢部署 AIDC 优势显著，加速发展数字经济业务。**（1）区位优势：公司于杭州半山投资建设数字经济产业，杭州作为浙江的省会城市，被国家发改委和工信部列入全国先行开展云计算创新发展试点示范工作的城市之一，浙江省政府先后出台《杭州市建设全国云计算和大数据产业中心三年行动计划》、《浙江省促进大数据发展实施计划》等一系列文件，对公司发展数字经济产业具有政策支持。杭州在数字经济总量上全国领先，互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合，周边地区具有大批量潜在的用户群体，具有近用户、近产业链、近人才等多方面的区位优势。杭州在人工智能领域的持续创新举措巩固了其作为全国人工智能技术和应用中心的地位，通过政策、应用和基础设施的协同发展，加速经济数字化转型，强化在科技革命中的领先地位，成为中国人工智能创新的标杆城市。政策方面，“521”人才引进计划和《浙江省“人工智能+”行动计划（2024—2027

年)》成为发展核心,推动基础研究、技术应用、人才培养和政策优化。在项目应用上,杭州在智能医疗、金融科技、智慧交通等领域成果显著,此外,智能零售和智能制造领域的技术突破,助力杭州在多个行业树立人工智能应用典范。基础设施建设方面,杭州智算中心和云计算平台取得新进展,云计算与大数据中心的升级增强了数据处理能力和安全性。(2)规模优势:杭钢股份顺应国家发展规划,投资建设杭钢云项目一期、浙江云项目,产业发展潜力大,规模化、集中化不断提升,有利于形成规模效应,优化资源结构,降低采购成本、运营成本和管理成本,提高土地利用率,提升利润水平。(3)资源优势:发展数据中心需要一定的能耗指标以及土地资源,公司控股股东在能耗、供电及土地厂房等方面拥有竞争优势,努力打造钢铁及数字经济的资本平台,充分利用自身及股东资源优势,有效降低项目运行成本,加快产业布局。

## (二) 联手阿里推进数字业务, 开拓算力第二增长曲线

**与阿里联手打造浙江云计算数据中心项目, 开拓算力第二增长曲线。**2020年9月,全资子公司浙江云计算数据中心成立,注册资本10亿元整。杭钢与阿里联手打造的浙江云计算数据中心项目,总投资158亿元,总用地面积约310亩,采用阿里巴巴最新的设计、建设、运营标准体系,配备高可靠性的供配电系统、低碳高效的制冷系统、智能化多元化的控制系统,计划建设成拥有10栋数据中心、10800个机柜、共计20万台服务器的高标准绿色数据中心。公司持续加快浙江云项目建设、交付、开服。浙江云公司对接阿里需求,协同世联云科技负责北区数据中心B栋机柜上架和运维,截止目前B栋已投运,已上电机柜数1069个,可运行服务器21000台;C栋已通过终验,属于最小化运维阶段;A栋处于接维阶段,已通过三方测试。

表1: 杭钢云计算数据中心超算项目(一期)创新点

亮点	优势	效益
技术引领	采用高性能计算采用分布式存储、计算和机器学习等先进技术与应用模式	统筹考虑各分系统间及与其他项目的关系,避免交叉重复
资源整合	利用杭钢云现有机房基础设施资源,加大数据、计算、算法和服务资源整合力度	实现集成应用,结合区块链、云计算等技术特点,构建高效的业务系统
架构兼容	系统采用开放性架构体系,兼容通用设备及主流操作系统、虚拟化软件、应用程序	降低开发、运营、维护成本。高性能计算系统考虑冗余,避免单点故障,确保资源按需动态调度,保证可靠稳定运行

资料来源:杭钢股份公司公告,中国银河证券研究院

**打造半山基地数字科技核心区, 杭钢云计算数据中心上柜率持续提高。**2014年底,根据浙江省委、省政府决策部署,公司决定关停半山基地全部产能。2015年,半山钢铁基地正式关停,杭钢股份与杭州网银互联科技有限公司签订合作协议,在IDC及其增值服务、云主机业务等业务上进行合作,以杭州半山基地为核心载体,形成“一镇两园三区”发展格局。2018年,杭钢云计算数据中心一期项目正式开工;2019年,公司耗资9.5亿元收购杭州杭钢云计算数据中心有限公司;2020年,宣布投资39.79亿元建设浙江云计算数据中心项目,是国内首个通过中央网信办安全审查评估的信创超算项目。杭钢云计算数据中心超算项目(一期)结合国家算力枢纽节点建设,基于杭钢云计算数据中心已有机房改造,稳步推进超算业务。截至2023年末,该项目已完成32余款气象应用软件上线,集群上量使用。截至2024年6月,杭钢云项目已启用机柜2897个,在架服务器约22442台,杭钢云计算数据中心(东区)成功入选2023年度国家绿色数据中心名单。2025年3月12日,杭钢云计算数据中心项目(三期)EPC总承包工程招标公告发布,估算金额为55367.72万元(含税),机房单列机柜平均功率13.33kW,需用系数0.9,每台机柜可允许最大运行至20kW,机柜产出数

量不小于 3125 个。

完善“钢铁智造+数字经济”双主业协同发展，全资子公司浙江省数据管理公司搭建算力集群，推进信创云、浙江国资云等项目建设。2021 年，收购浙江省数据管理公司 100% 的股权，以进一步壮大公司数字经济产业。2024 年 7 月，全资子公司浙江省数据管理有限公司中标算力服务采购项目，拟采购 AI 服务器、网络存储等配套设备，搭建整体算力不低于 68 Pflops 算力集群。项目总投资约 37,436.00 万元（含税），建成后将对对外提供算力服务，服务期为四年，税后内部收益率约为 6.89%。数据公司成功引入浙江九州量子安全密码云公共服务平台等新客户新平台入驻信创云（国资云），完成与衢州市国有资本运营有限公司、浙江省金融控股有限公司等老客户续签工作，国资云扩容与优化设计项目一阶段工作已全面完成，目前国资云已支持 25 个国资监管系统的平稳运行。投资建设之江实验室新型算力中心环境基础设施升级改造工程项目，5 个机房正式全部移交给实验室，项目竣工初验完成。数据公司承接建设浙江省充换电基础设施智能监管平台，积极配合浙江省新能源车下乡行动，推进全省充电桩运营商与平台数据对接。截至 2023 年末，省充电桩基础设施监管平台已接入运营企业 1,328 家、充电站 8,700 座、充电枪 102,185 个，成交 1,500 多万笔充电订单和 3.4 亿度充电电量。

图11: 浙江省数据管理公司充换电基础设施智能监管平台



资料来源：杭钢股份公司公告，中国银河证券研究院

图12: 浙江省数据管理公司“水生态健康在线”应用系统



资料来源：杭钢股份公司公告，中国银河证券研究院

## 三、盈利预测与投资建议

### （一）盈利预测

**钢铁业务优势显著，数字经济业务布局加速。**公司主营业务为钢铁及其压延产品的生产和销售，主要产品为热轧卷板，提供给冷轧压延、建筑用钢（钢结构）、集装箱制造、管线制造、汽车制造、造船、刀模具等行业。宁波处于我国经济发展最具活力和潜力的长三角经济圈长三角是中国第一大经济区、全球重要的先进制造业基地。公司提供该地区经济发展所需要的钢铁产品，销售半径小（200 公里内）、交货周期短，区位优势十分明显。同时，公司积极布局数字经济产业，IDC 业务作为未来新增增长点，以数字科技产业作为新旧动能转换的突破口、产业发展的新动能。公司与阿里联手打造浙江云计算数据中心项目，开拓算力第二增长曲线。

我们预计公司 2024-2026 年公司整体营业收入分别为 678.82/822.45/1010.21 亿元，同比增速 21.59%/21.16%/22.83%；归母净利润分别为 -6.11/2.23/3.22 亿元，同比增速 -435.08%/136.44%/44.60%。



表2: 杭钢股份盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	558.27	678.82	822.45	1010.21
增速 (%)	28.86	21.59	21.16	22.83
归母净利润 (亿元)	1.82	-6.11	2.23	3.22
增速 (%)	-62.14	-435.08	136.44	44.60

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

## (二) 估值模型与投资建议

### 相对估值法

从行业类别、业务相似度、下游应用、经营规模、财务数据可比性等角度综合考量，我们选取首钢股份、沙钢股份作为可比公司。公司 2025-2026 年 PE 分别为 181.37x/125.43x，考虑杭钢股份钢铁业务优势显著，且积极布局数字经济业务，相较可比公司具备溢价空间，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表3: 杭钢股份与可比公司估值 (2025 年 03 月 23 日)

股票代码	股票名称	EPS (元/股)				PE (倍)			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000959.SZ	首钢股份	0.09	0.06	0.08	0.10	40.63	55.66	44.36	35.08
002075.SZ	沙钢股份	0.09	0.05	0.07	0.10	43.33	115.58	94.61	65.49
600126.SH	杭钢股份	0.05	-0.18	0.07	0.10	221.46	-	181.37	125.43

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

## 四、风险提示

---

**下游地产基建等需求不及预期的风险：**钢铁行业下游地产和基建行业需求存在不确定性，可能影响钢铁企业的盈利能力和市场表现。

**铁矿石、煤炭等原料价格不确定性风险：**铁矿石和煤炭作为钢铁行业的重要原材料，其价格波动可能对钢铁行业盈利能力带来影响。

**钢铁冶炼技术革新的风险：**冶钢技术革新可能对行业造成影响，改变钢企现有的生产方式和盈利模式。

**国内外政策的不确定性风险：**钢铁行业周期性较强，国内外政策的不确定性可能影响钢材进出口市场。

## 图表目录

图 1: 杭钢股份发展历程.....	3
图 2: 截至 2024Q3 杭钢股份股权结构 .....	4
图 3: 2024H1 公司主营业务收入结构.....	4
图 4: 2024H1 公司钢铁业务收入结构.....	4
图 5: 2019-2024Q3 公司营业收入及同比增速 .....	5
图 6: 2019-2024 Q3 公司归母净利润及同比增速 .....	5
图 7: 2019-2024Q3 公司盈利能力 (单位: %) .....	5
图 8: 2019-2024 Q3 公司三大期间费用率 (单位: %) .....	5
图 9: 中国智能算力规模逐年提升 .....	6
图 10: 中国通用算力规模逐年提升.....	6
图 11: 浙江省数据管理公司充换电基础设施智能监管平台.....	8
图 12: 浙江省数据管理公司“水生态健康在线”应用系统.....	8
表 1: 杭钢云计算数据中心超算项目 (一期) 创新点 .....	7
表 2: 杭钢股份盈利预测.....	9
表 3: 杭钢股份与可比公司估值 (2025 年 03 月 23 日) .....	9

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	16374.83	18139.41	21678.80	26432.61
现金	7652.87	11146.70	10299.71	14180.90
应收账款	1029.62	1131.37	1370.75	1683.68
其它应收款	94.84	37.71	137.07	56.12
预付账款	1065.77	672.03	1288.28	1977.98
存货	5303.94	3733.51	6709.81	6867.99
其他	1227.79	1418.09	1873.16	1665.94
非流动资产	14826.62	13785.96	12723.99	11662.01
长期投资	10.65	10.65	10.65	10.65
固定资产	9267.92	8205.95	7143.98	6082.01
无形资产	2207.96	2207.96	2207.96	2207.96
其他	3340.09	3361.40	3361.40	3361.40
资产总计	31201.45	31925.37	34402.78	38094.62
流动负债	10663.69	12018.41	14271.29	17638.45
短期借款	1643.37	1643.37	1643.37	1643.37
应付账款	2141.18	2800.13	3354.91	4120.80
其他	6879.14	7574.90	9273.01	11874.29
非流动负债	328.85	299.85	299.85	299.85
长期借款	42.80	42.80	42.80	42.80
其他	286.05	257.04	257.04	257.04
负债合计	10992.55	12318.26	14571.13	17938.30
少数股东权益	10.74	5.20	7.22	10.14
归属母公司股东权益	20198.16	19601.92	19824.43	20146.18
负债和股东权益	31201.45	31925.37	34402.78	38094.62

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-2742.34	3690.66	-615.66	4150.07
净利润	184.03	-616.17	224.53	324.68
折旧摊销	1115.56	1061.97	1061.97	1061.97
财务费用	22.17	66.84	66.84	66.84
投资损失	-1.23	135.76	164.49	202.04
营运资金变动	-4030.64	3087.57	-2133.50	2494.54
其它	-32.24	-45.32	0.00	0.00
投资活动现金流	-1060.17	-135.49	-164.49	-202.04
资本支出	-804.68	0.00	0.00	0.00
长期投资	-257.61	0.00	0.00	0.00
其他	2.13	-135.49	-164.49	-202.04
筹资活动现金流	2344.22	-84.42	-66.84	-66.84
短期借款	1294.35	0.00	0.00	0.00
长期借款	-0.07	0.00	0.00	0.00
其他	1049.94	-84.42	-66.84	-66.84
现金净增加额	-1396.16	3493.84	-846.99	3881.19

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	55826.62	67882.00	82244.92	101020.52
营业成本	54984.00	67203.18	80517.78	98899.09
营业税金及附加	119.66	135.76	172.71	222.25
营业费用	19.50	20.36	24.67	30.31
管理费用	504.52	726.34	838.90	939.49
财务费用	-303.57	-116.83	-200.68	-180.35
资产减值损失	-32.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	98.16	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-49.96	-135.76	-164.49	-202.04
营业利润	299.74	-724.91	299.37	432.90
营业外收入	7.97	0.00	0.00	0.00
营业外支出	28.88	0.00	0.00	0.00
利润总额	278.83	-724.91	299.37	432.90
所得税	94.80	-108.74	74.84	108.23
净利润	184.03	-616.17	224.53	324.68
少数股东损益	1.80	-5.55	2.02	2.92
归属母公司净利润	182.23	-610.63	222.51	321.76
EBITDA	1050.11	220.23	1160.67	1314.52
EPS (元)	0.05	-0.18	0.07	0.10

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	28.86%	21.59%	21.16%	22.83%
营业利润	-48.00%	-341.84%	141.30%	44.60%
归属母公司净利润	-62.14%	-435.08%	136.44%	44.60%
毛利率	1.51%	1.00%	2.10%	2.10%
净利率	0.33%	-0.90%	0.27%	0.32%
ROE	0.90%	-3.12%	1.12%	1.60%
ROIC	-0.20%	-3.34%	0.34%	0.86%
资产负债率	35.23%	38.58%	42.35%	47.09%
净负债比率	-28.80%	-47.52%	-42.71%	-61.28%
流动比率	1.54	1.51	1.52	1.50
速动比率	0.91	1.11	0.93	0.98
总资产周转率	1.87	2.15	2.48	2.79
应收账款周转率	58.47	62.82	65.74	66.15
应付账款周转率	23.96	27.20	26.16	26.46
每股收益	0.05	-0.18	0.07	0.10
每股经营现金	-0.81	1.09	-0.18	1.23
每股净资产	5.98	5.80	5.87	5.97
P/E	221.46	—	181.37	125.43
P/B	2.00	2.06	2.04	2.00
EV/EBITDA	11.60	140.94	27.47	21.31
P/S	0.72	0.59	0.49	0.40

## 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。

**赵良毕，通信&中小盘首席分析师。**北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022年加入中国银河证券。8年中国移动通信产业研究经验，7年证券从业经验。曾获得2018/2019年（机构投资者II-财新）通信行业最佳分析师前三名，2020年获得Wind（万得）金牌通信分析师前五名，获得2022年Choice（东方财富网）通信行业最佳分析师前三名。

## 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

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn