

光环新网（300383.SZ）

无评级

数据中心资源丰富；积极拓展智算领域，有望受益 AI 发展

核心观点

公司是国内领先的云计算服务和算力基础设施供应商。光环新网成立于 1999 年，业务涵盖数据中心、云计算、互联网接入及算力服务等领域。2024 年营收 72.8 亿元，同比下降 7.3%；归母净利润 3.81 亿元，同比下降 1.8%；2025Q1 公司营收 18.3 亿元，同比下降 7.4%，环比增长 26%。2025Q1 归母净利润 0.69 亿元，同比下降 58%，环比增长 245%。营收结构来看，公司主营 IDC 服务与云计算两大业务。公司与 AWS 合作运营北京区域业务，使得云计算成为其第一大业务，2024 年营收 51 亿元，占收比 70%。IDC 服务为第二大业务，营收从 2020 年 16.7 亿元增长至 2024 年 20.9 亿元，占收比 28.7%。

需求侧看：AIDC 需求高增，公司有望受益。近年来，阿里巴巴、腾讯、百度等国内头部云厂商通过提高资本开支加强 AI 算力建设来满足大模型及推理需求。近两年 AI 大模型发展驱动全球 IDC 市场进入高速发展状态，据 Fortune Business Insight 数据，全球数据中心市场规模将从 2024 年的 2427.2 亿美元增长至 2032 年的 5848.6 亿美元，期间 CAGR 达 11.6%。其中 AIDC 市场规模预计将从 2024 年的 151.3 亿美元增长至 2032 年的 940.3 亿美元，期间 CAGR 25.7%。公司 IDC 服务以零售型为主，客户以中小型为主，商业模式灵活，有望受益于行业景气增长。

供给侧看：公司 IDC 区域资源优势明显，储备项目丰富。（1）公司立足京津冀及长三角，推动华中、西北及海外项目建设，公司当前已布局 12 个数据中心，其中京津冀地区 8 个，长三角地区 2 个，华中地区及新疆地区各 1 个。截至 2025Q1，公司在运营机柜规模超 5.9 万个，其中约 5 万架位于京津冀和长三角区域。公司积极有序增加运营机柜规模，长沙项目（1.6 万个机柜）、上海嘉定 2 期项目（0.5 万个机柜）和天津宝坻 1、2 期项目（1.5 万个机柜）的部分机柜有望在年内投运。（2）公司积极拓展智算业务，截至 2025 年 2 月，公司算力业务规模已超过 3000P，同时公司将在海南和马来西亚地区进一步拓展智算中心业务，提升资源优势，在当前高性能算力供不应求的市场中，有望为公司提供新的增长动力。（3）今年 4 月公司公告拟投资 35.37 亿元建设天津宝坻 3 期项目（3.18 万个机柜），公司运营机柜规模扩大有利于实现规模效应，改善公司盈利能力。

风险提示：AI 发展不及预期、数据中心投入不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：预计公司 2025-2027 年收入分别为 74.23/78.55/84.07 亿元，归母净利润分别为 3.94/4.43/5.16 亿元，当前股价对应 PE 分别为 60/54/46X，对应 EV/EBITDA 分别为 20.2/17.7/15.9X，首次覆盖，推荐关注。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,855	7,281	7,424	7,855	8,408
(+/-%)	9.2%	-7.3%	2.0%	5.8%	7.0%
净利润(百万元)	388	381	394	443	516
(+/-%)	-144.1%	-1.7%	3.3%	12.3%	16.7%
每股收益(元)	0.22	0.21	0.22	0.25	0.29
EBIT Margin	8.3%	7.5%	6.9%	7.7%	8.4%
净资产收益率 (ROE)	3.2%	3.0%	3.1%	3.3%	3.8%
市盈率 (PE)	61.1	62.1	60.1	53.5	45.9
EV/EBITDA	22.0	23.3	20.2	17.7	15.9
市净率 (PB)	1.81	1.79	1.74	1.69	1.65

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·财报点评

通信·通信服务

证券分析师：袁文翀

021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980523110003

证券分析师：徐文辉

021-60375426

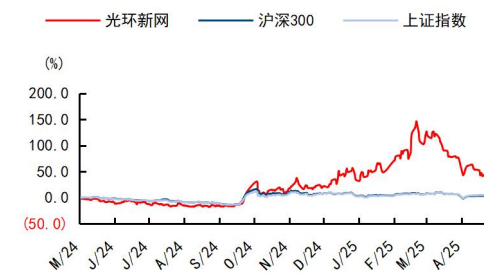
xuwenhui@guosen.com.cn

S0980524030001

基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	13.65 元
总市值/流通市值	24537/24485 百万元
52 周最高价/最低价	24.00/7.56 元
近 3 个月日均成交额	2173.51 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

公司概况

公司是国内领先的云计算服务提供商和算力基础设施供应商

光环新网成立于 1999 年，业务涵盖数据中心、云计算、互联网接入及算力服务等领域。公司以北京为起点，通过自主建设与战略并购快速扩张并于 2014 年在深交所上市。云计算业务方面，2016 年与亚马逊 AWS 合作运营北京区域云服务，成为其在中国的核心合作伙伴之一，并通过收购中金云网、无双科技等企业强化云计算能力，IDC 业务方面，近年来，公司深度参与“东数西算”国家战略，在京津冀、长三角、中西部地区和内蒙古等枢纽节点建设布局数据中心。按照单机柜 4.4KW 统计，公司在全国范围内规划机柜规模已超过 23 万个，截至 2025 年一季度末已投产机柜超过 5.9 万个。

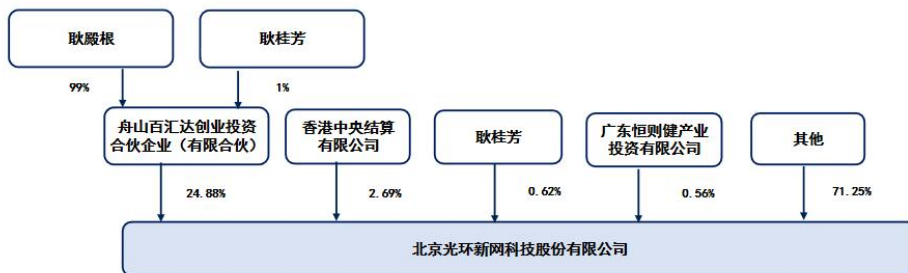
图1：光环新网发展历程（单位：亿元）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构相对分散，实控人耿殿根持有公司 24.63% 股权。截至 2025 年一季报，公司第一大股东为舟山百汇达创业投资合伙企业（百汇达），持有公司 24.88% 的股份，百汇达由耿桂芳和耿殿根姐弟全资持有，其中耿殿根为光环新网实际控制人，直接间接持有公司股权 24.63%。

图2：公司股权结构（截至 2025 年一季报）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司管理层产业经验丰富。公司董事长杨宇航及总裁耿岩石在该行业从业数十年，具有丰富的产业从业经验。其他高管在销售、财务方面亦有较为丰富的经验。

表1: 光环新网核心管理人员

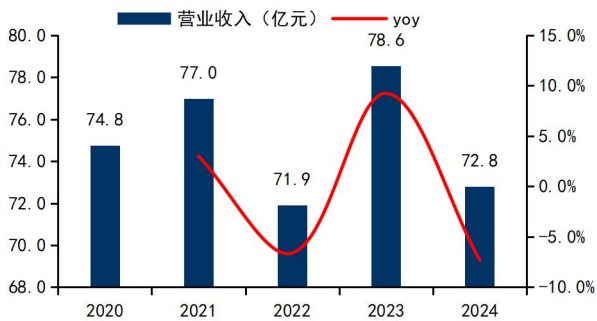
姓名	学历	现职位	个人简历
杨宇航	硕士	董事长	1962 年出生，毕业于英国 ASTON 大学，历任上海交通大学任教授、博士生导师，校长助理、网络中心主任；长城宽带网络服务有限公司总经理；中国网络通信有限公司副总裁等，现任北京光环新网科技股份有限公司董事长，负责北京光环新网科技股份有限公司战略规划方面工作。
耿岩	硕士	总裁	1980 年出生，中国人民大学商学院高级管理人员工商管理硕士（EMBA），现任担任北京光环新网科技股份有限公司董事兼总裁，全面负责企业经营管理工作。
高宏	硕士	副总裁，董事会秘书	1970 年出生，高级管理人员工商管理硕士（EMBA），历任北京天伦王朝饭店高级销售经理，盛世长城国际广告业务拓展经理，2001 年 9 月至今在光环新网工作，现任北京光环新网科技股份有限公司副总裁兼董事会秘书。
张利军	硕士	副总裁，财务总监	1979 年出生，高级管理人员工商管理硕士（EMBA），中国注册会计师，历任中磊会计师事务所北京分所项目经理，亚太（集团）会计师事务所有限公司项目经理，现任任北京光环新网科技股份有限公司财务总监，负责财务管理、资产管理和预算管理工作。

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司 IDC 与云计算业务双轮驱动

光环新网 2024 年营业收入 72.8 亿元，同比下降 7.3%；归母净利润 3.81 亿元，同比下降 1.8%；2025Q1 公司实现营业收入 18.3 亿元，同比下降 7.4%，环比增长 26%。2025Q1 实现归母净利润 0.69 亿元，同比下降 58%，环比增长 245%。

图3: 光环新网营业收入及增速（单位：亿元、%）



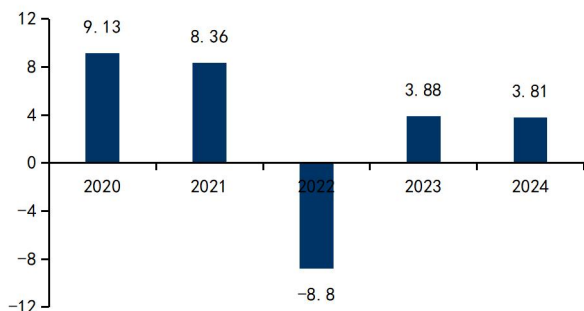
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 光环新网单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



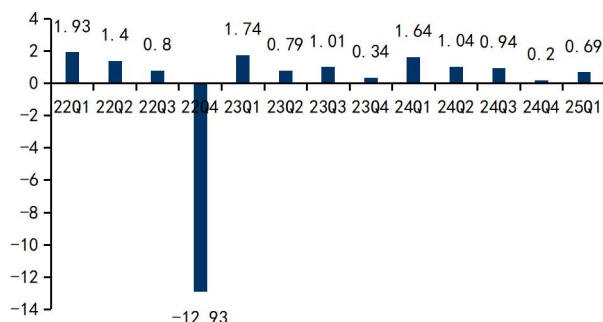
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 光环新网归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

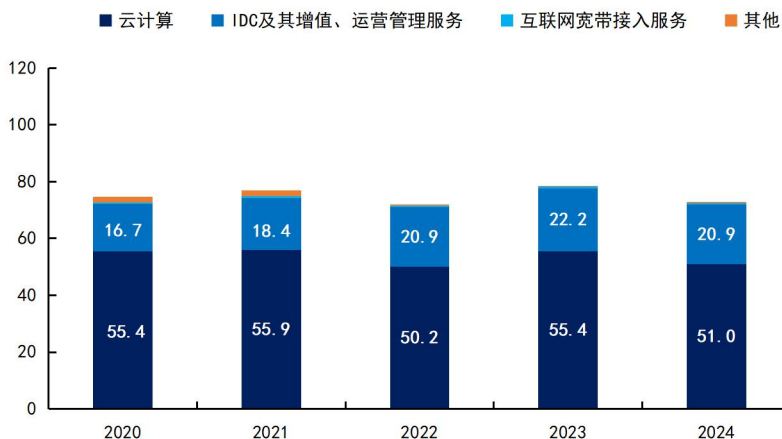
图6: 光环新网单季归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营收结构来看, 公司第一大业务为云计算业务, 过去五年整体发展较为稳定, 2024 年实现营业收入 51 亿元, 同比下降 8%, 占总营收比例 70%。IDC 业务为公司第二大业务, 从 2020 年 16.7 亿元营收增长至 2024 年 20.9 亿元营收, 占总营收比例达到 28.7%。

图7: 光环新网营收结构 (亿元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

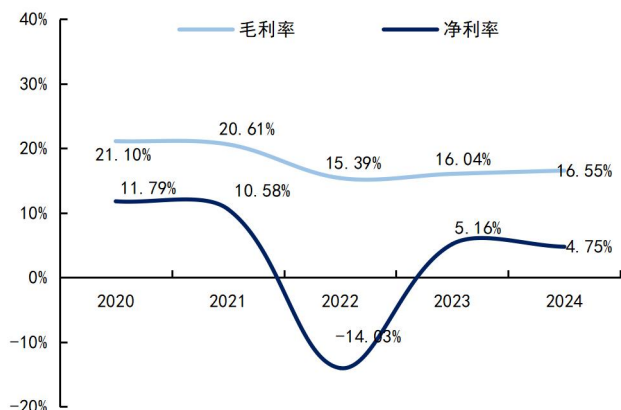
近三年毛利率较为稳定, 费用率有所上升。2024 年公司毛利率 16.55%, 同比上升 0.51pct, 2025Q1 毛利率 15.14%, 环比下降 1.48pct; 2024 年公司净利率 4.75%, 同比下降 0.41pct, 2025Q1 净利率 3.77%, 环比上升 4.5pct。

费用率方面 2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 0.56%/3.72%/4.02%, 分别同比上升 0.08/0.36/0.77pct。

公司经营活动现金流整体呈现净流入。2024 全年实现公司经营活动现金流净额 13.12 亿元, 2025Q1 实现 4.57 亿元。

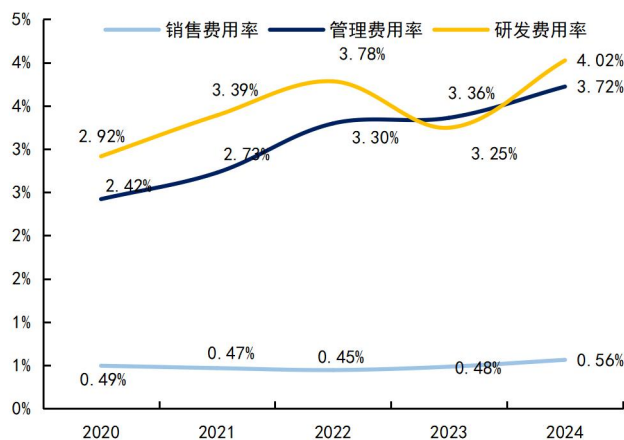
公司资产负债率总体较为稳定。2024 年为 32.56%, 同比+1.7pct, 2025Q1 为 36.86%。

图8: 光环新网毛利率、净利率变化情况



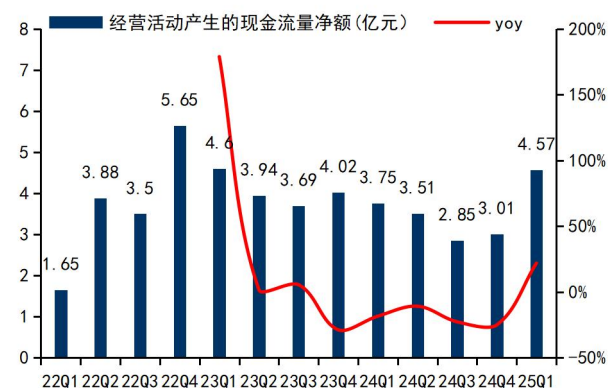
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 光环新网三项费用率变化情况



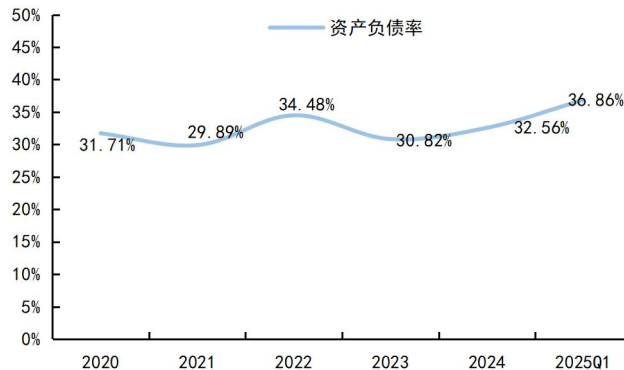
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 光环新网经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 光环新网资产负债情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

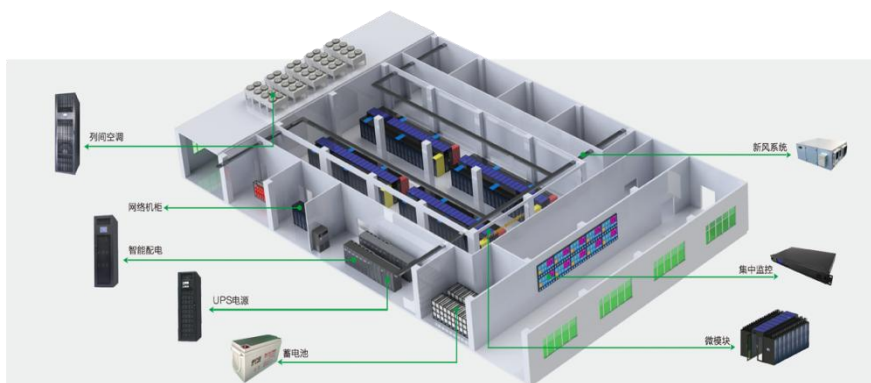
需求侧：AIDC 需求高速增长，公司有望受益

AIDC（智算中心）提供算力基础设施服务

AIDC（智算中心）是基于人工智能计算架构，提供人工智能应用所需算力服务、数据服务和算法服务的算力基础设施，融合高性能计算设备、高速网络以及先进的软件系统，为人工智能训练和推理提供高效、稳定的计算环境。智算中心的主要功能包括：

- 1) 提供强大的计算能力：智算中心采用专门的 AI 算力硬件，如 GPU、NPU、TPU 等，以支持高效的 AI 计算任务。
- 2) 高效的数据处理：智算中心融合了高性能计算设备和高速网络，能够处理大规模的数据集和复杂的计算任务。
- 3) 支持多种 AI 应用：智算中心适用于计算机视觉、自然语言处理、机器学习等领域，处理图像识别、语音识别、文本分析、模型训练推理等任务。

图12: AIDC（智算中心）图示



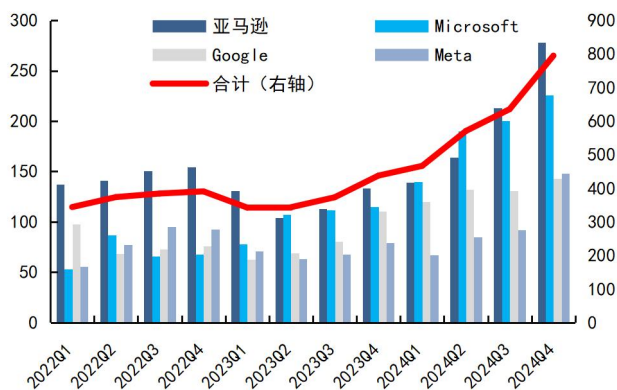
资料来源：科智咨询，国信证券经济研究所整理

人工智能景气驱动下，全球 AIDC 进入高增

近年来，微软、谷歌、亚马逊、阿里巴巴、腾讯等云厂商通过提高资本开支加强 AI 算力建设来满足大模型及推理需求。

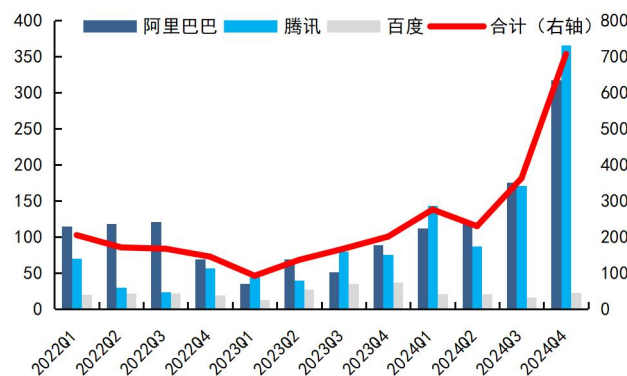
根据公开业绩会：1) 谷歌计划 2025 年投资 750 亿美元用于资本支出，同比超过 40%；2) 亚马逊 2025 年资本支出将提高至 1000 亿美元，以期抓住人工智能领域“千载难逢的商业机遇”；3) Meta 预计 2025 年资本支出大幅增加，继续投资 AI 计算基础设施；4) 微软表示在 2025 财年有望投资约 800 亿美元建设人工智能数据中心，以训练人工智能模型并在全球范围内部署人工智能和基于云的应用程序。5) 阿里巴巴表示未来三年在云和 AI 基础设施的投入预计将超过过去十年的总和。

图13: 海外头部互联网厂商资本开支（亿美元）



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

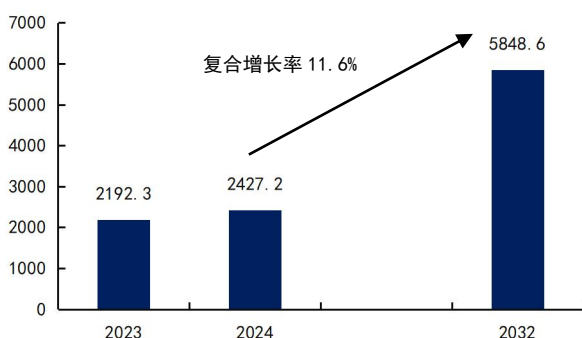
图14: 国内头部互联网厂商资本开支（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

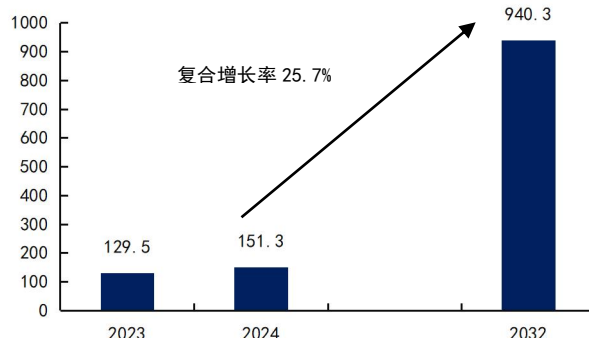
在人工智能景气驱动下，全球科技巨头投入大量资本开支，积极扩建数据全球数据中心，全球 IDC 市场进入高速发展状态。据 Fortune Business Insight 数据，全球数据中心市场规模将从 2024 年的 2427.2 亿美元增长至 2032 年的 5848.6 亿美元，期间 CAGR 达 11.6%。其中 AIDC 市场规模预计将从 2024 年的 151.3 亿美元增长至 2032 年的 940.3 亿美元，期间 CAGR 达 25.7%。

图15: 全球数据中心（IDC）市场规模（亿美元）



资料来源：Fortune Business Insight，国信证券经济研究所整理

图16: 全球人工智能数据中心（AIDC）市场规模（亿美元）



资料来源：Fortune Business Insight，国信证券经济研究所整理

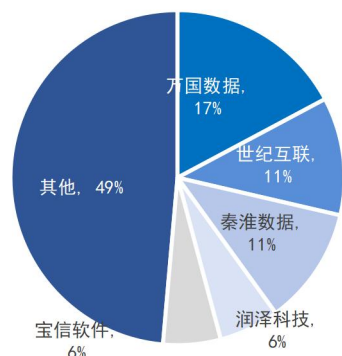
第三方数据中心服务商市场份额较为集中

我国第三方数据中心服务商处于行业成长扩张期。我国第三方数据中心服务商建设布局多分布于京津冀、长三角、粤港澳等一线城市地区及周边地区，凭借高效的管理运维能力和领先的云网整合技术，提供附加值更高的数据中心服务。

TOP5 第三方数据中心服务商占据市场份额超 50%。2023 年，Top5 服务商包括万国数据、世纪互联、秦淮数据、润泽科技、宝信软件，合计市场份额达到 51%，其中万国数据以 17% 市场份额位列第一。

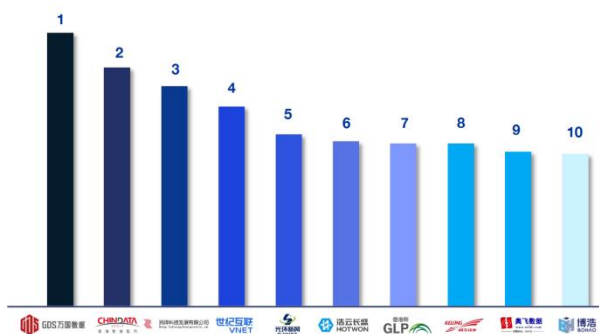
科智咨询结果显示，中国第三方算力中心服务商综合发展指数 TOP10 企业为万国数据、秦淮数据、润泽科技、世纪互联、光环新网、浩云长盛、普洛斯、科华数据、奥飞数据、博浩数据。

图17: 中国 Top 5 第三方数据中心服务商市场份额, 2023



资料来源: IDC 咨询, 国信证券经济研究所整理

图18: 科智咨询中国第三方算力服务商综合发展指数排名, 2023



资料来源: 科智咨询, 国信证券经济研究所整理

公司为典型的零售型数据中心服务商, 商业模式灵活

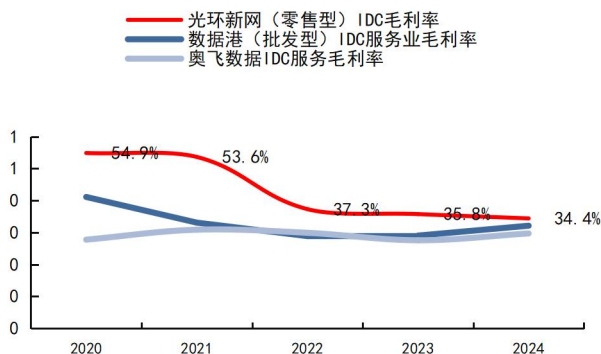
数据中心租赁业务可分为分为批发型和零售型。批发型业务主要针对大客户, 一般以模块 (由多机柜组成) 为最小出租单位; 零售型业务主要针对小客户, 一般以机柜为最小出租单位。

批发型数据中心服务商发展核心策略为“布局核心城市算力中心资源+绑定大型核心客户”, 为客户提供定制化服务, 与客户签订长期合同维持较高的上架率提升经营稳定性。以 万国数据和数据港为例, 它们主要绑定 BAT 等核心互联网企业, 提供定制化增值服务, 客户流动性较低, 客户黏性较高合同年限较长。

零售型数据中心服务商发展策略为“获取核心地段资源或自有土地+拓展高净值客户”, 受益于传统客户上云趋势, 具有一定的议价能力, 单机柜盈利能力及客户留存率是关键。

光环新网为典型的零售型数据中心服务商, 客户以中小型为主, 可根据用户个性化需求提供个性化零售解决方案, 客户集中度较低, 流动性比较高, 各客户间上架节奏差异及较高流动性导致上架率低或不确定性较大, 但单机柜租金收入比之批发型模式较高, 毛利率相对高。

图19: 毛利率比较



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 光环新网客户集中度 (2024)

客户名称	占比	前五大客户合计占比
客户一	10.2%	32.67%
客户二	9.54%	
客户三	5.14%	
客户四	4.73%	
客户五	3.07%	

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 零售型与批发型商业模式对比

	零售型	批发型
目标客户	互联网企业、金融机构、中小企业 大型云计算厂商、电信运营商	
客户集中度	低	高
租期	中短期、以年为单位	长期，一般 5 年以上
用户流动性	较高	极低
销售单位	单机柜起租	按机房模块起租
机柜单功率	低	高
单机柜价格	较高	较低
数据中心启用到满租时间	2-4 年	1 年
上架率	相对低或不确定性大	取决于主要客户需求
类型企业	光环新网、鹏博士	数据港、宝信软件、润泽科技等
	秦准数据、万国数据、世纪互联和奥飞数据等。	

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

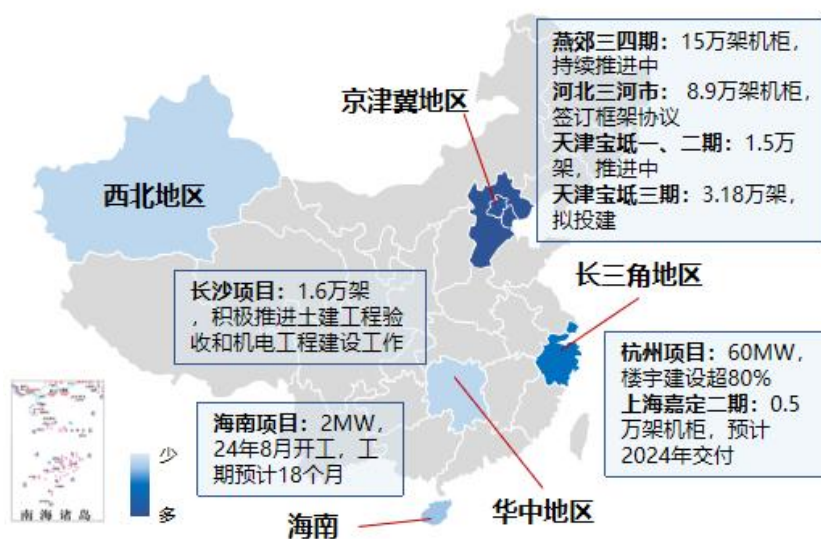
供给侧：公司 IDC 区域资源优势明显，储备项目丰富

公司数据中心业务辐射北京、天津、河北燕郊、上海、浙江杭州、湖南长沙、新疆乌鲁木齐等七个城市及地区，形成了以北京为中心辐射京津冀、以上海为中心辐射长三角、以长沙为起点推动华中及西部地区业务发展的全国战略布局。公司目前已布局 12 个数据中心，其中京津冀地区 8 个，长三角地区 2 个，华中地区及新疆地区各 1 个。

公司储备项目丰富。截至 2025Q1，公司在运营机柜规模超 5.9 万个，其中约 5 万架位于京津冀和长三角区域，按照单机柜 4.4KW 统计，公司在全国范围内规划机柜规模已超过 23 万个。公司积极有序增加运营机柜规模，长沙项目（1.6 万个机柜）、上海嘉定 2 期项目（0.5 万个机柜）和天津宝坻 1、2 期项目（1.5 万个机柜）的部分机柜有望在年内投运，同时公司拟投资 35.37 亿元建设天津宝坻 3 期项目（3.18 万个机柜），公司运营机柜规模扩大有利于实现规模效应，改善公司毛利率。

公司 23 年开启智算业务，将在海南和马来西亚地区进一步拓展智算中心业务。2023 年 8 月公司以北京亦庄地区的自有数据中心资源，正式向行业客户推出高性能算力业务。2024 年 3 月，公司在天津赞普云计算中心部署了可供客户使用的推理场景算力资源，为京津冀地区人工智能、大模型等高新产业提供高标准、多元化的智能算力基础设施服务。截至 2025 年 2 月，公司算力业务规模已超 3000P。同时公司将在海南和马来西亚地区进一步拓展智算中心业务，提升资源优势。

图21：光环新网数据中心布局示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表3：光环新网投运数据中心分布

省份	园区名称
京津冀地区	光环新网北京房山云计算中心
	光环新网北京科信云计算中心
	光环新网北京酒仙桥云计算中心
	光环新网燕郊云计算中心
	光环新网天津宝坻云计算中心
	光环新网天津光环赞普云计算中心
	光环新网北京 BDA 云计算中心
	光环新网北京中金云网云计算中心
长三角地区	光环新网上海嘉定云计算中心
	光环新网杭州云计算中心
华中地区	光环新网长沙云计算中心
西北地区	光环新网新疆云计算中心

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

◆ 盈利预测

- **云计算业务：**截至 2024 年 12 月 31 日，公司已将 2017 年向亚马逊通购买的不超过 20 亿元的基于亚马逊云技术的云服务相关特定经营性资产交由亚马逊通回收。预期后续公司云计算业务保持平稳增长，基于此，假设 2025-2027 年公司云计算业务收入增速分别为-0.45%/4%/4.8%，毛利率保持稳定，假设 2025-2027 年云计算毛利率分别为 7.6%/8%/8.3%。
- **IDC 及其增值、运营管理服务业务：**近年来，微软、谷歌、亚马逊等云厂商云服务收入增长，云厂商通过提高资本开支加强 AI 算力建设来满足大模型及推理需求，全球数据中心积极扩建，全球 IDC 市场进入高速发展状态。公司在全国范围内规划机柜规模已超过 23 万个，公司已投产机柜数超 5.9 万架，其中约 5 万架位于京津冀和长三角区域。智算业务方面，截至 2025 年 2 月，公司算力业务规模已超过 3000P。同时公司将在海南和马来西亚地区进一步拓展智算中心业务，提升资源优势。在人工智能景气驱动，全球科技巨头投入大量资本开支背景下，公司有望持续受益。基于此，假设 2025-2027 年公司 IDC 业务收入增速分别为 7.8%/10%/12%，毛利率稳定，假设 2025-2027 年 IDC 业务毛利率分别为 34.1%/34.6%/34.9%。
- **互联网宽带接入服务：**假设 2025-2027 年该业务总体稳定发展，增速分别为 10.4%/6%/3.6%。毛利率保持稳定，假设 2025-2027 年该业务毛利率分别为 50%/50%/50%。

公司 2025-2027 年营业收入预测如下：

表4：光环新网营收预测拆分（单位：亿元、%）

收入分类预测(亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
云计算					
营业收入	55.44	51.02	50.79	52.82	55.36
增长率	10.55%	-7.97%	-0.45%	4.00%	4.80%
毛利率	7.88%	9.02%	7.65%	8.00%	8.30%
IDC 及其增值、运营管理服务					
营业收入	22.21	20.89	22.51	24.76	27.74
增长率	6.27%	-5.94%	7.77%	10.00%	12.00%
毛利率	35.7%	34.4%	34.1%	34.63%	34.93%
互联网宽带接入服务					
营业收入	0.54	0.48	0.53	0.56	0.58
增长率	-1.82%	-11.11%	10.42%	5.66%	3.57%
毛利率	23.99%	25.70%	13.2%	14.3%	13.8%
其他业务					
营业收入	0.36	0.42	0.40	0.40	0.40
增长率	16.13%	16.67%	-4.76%	0.00%	0.00%
毛利率	55.6%	52.4%	50.0%	50.0%	50.0%
合计					
营业收入	78.55	72.81	74.23	78.55	84.07
增长率	9.23%	-7.31%	1.96%	5.81%	7.04%
毛利率	16.0%	16.5%	15.9%	16.7%	17.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年实现营收 74.23/78.55/84.07 亿元，同比增长 2%/5.8%/7%，2024-2026 年公司毛利率分别为 15.9%/16.7%/17.3%。

未来三年业绩预测

表5: 公司未来三年业绩预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	72.81	74.24	78.55	84.08
营业成本（亿元）	60.76	62.40	65.47	69.51
销售费用（亿元）	0.41	0.41	0.43	0.46
管理费用（亿元）	2.71	2.78	2.98	3.26
研发费用（亿元）	2.93	2.97	3.06	3.19
财务费用（亿元）	0.83	0.93	1.26	1.39
营业利润（亿元）	4.65	4.22	4.79	5.66
利润总额（亿元）	4.67	4.22	4.79	5.66
归属于母公司净利润（亿元）	3.81	3.94	4.43	5.16
EPS（元）	0.21	0.22	0.25	0.29
ROE	3%	3%	3%	4%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

按照上述假设条件, 我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 3.94/4.43/5.16 亿元, 同比增长 3%/12%/17%, EPS 分别为 0.22/0.25/0.29 元。

◆ 相对估值

光环新网是国内领先的云计算服务提供商和算力基础设施供应商, 受益于 AIDC 需求高速增长, 其数据中心业务辐射北京、天津、河北燕郊、上海、浙江杭州、湖南长沙、新疆乌鲁木齐等七个城市及地区, 形成了以北京为中心辐射京津冀、以上海为中心辐射长三角、以长沙为起点推动华中及西部地区业务发展的全国战略布局。公司目前已布局 12 个数据中心, 其中京津冀地区 8 个, 长三角地区 2 个, 华中地区及新疆地区各 1 个。我们选取选取 IDC 同行业上市公司作为公司可比公司, 主要包括奥飞数据、数据港、润泽科技:

奥飞数据 (300738.SZ): 奥飞数据是国内领先的互联网云计算与大数据基础服务综合解决方案提供商, 主营业务包括 IDC 服务与互联网服务, 其中 IDC 服务起家于华南地区, 在华南地区影响力较大。公司已拥有自建自营数据中心 16 座, 规划机柜规模超 10 万架。公司投运或在建的自建数据中心主要布局在北京、广州、深圳等一线城市及环京地区的廊坊、张家口、天津以及成都等核心城市。在公司已公布的数据中心建设规划中, 京津冀地区拟部署的机柜数最多, 占比达到 66%, 包括两个大型数据中心, 河北廊坊固安数据中心园区规划机柜 2.5 万架, 河北怀来数据中心规划机柜 1.5 万架。粤港澳大湾区投运/在建/规划机柜数占比为 14%, 数据中心建设在广州和深圳。此外, 公司积极响应国家“东数西算”政策, 在成渝国家算力枢纽节点布局了两座数据中心, 投运/在建/规划机柜数合计 1.5 万架, 占比 17%。

数据港 (603881.SH): 公司业务包括 IDC 服务、IDC 解决方案及云销售, 其中 IDC 服务即数据中心服务器托管服务是公司主营业务。数公司作为中国领先的第三方数据中心运营商, 北至乌兰察布、张北, 南至广东深圳、河源, 在“东数西算”的京津冀、长三角、粤港澳大湾区的枢纽节点上共建设运营 35 个数据中心, 截至 2024 年年底运营总电力容量 371MW, 折算成容量 5kw/个标准机柜约 7.42 万个。

润泽科技 (300442.SZ): 公司是国内领先的园区级大规模数据中心运营商。目前在京津冀、长三角、大湾区、成渝经济圈、西北地区和海南全国 6 大区域建成了

7 个 AIDC 智算基础设施集群，基本完成了全国“一体化算力中心体系”框架布局，全国合计规划 61 栋智算中心、约 32 万架机柜。公司已投运机柜大多位于廊坊润泽国际信息港。截至 2024 年二季度末，公司累计交付 13 栋算力中心，其中京津冀-廊坊 11 栋，长三角-平湖和大湾区-佛山各一栋，累计投运机柜 7.6 万架，其中廊坊中心占比约 84%，廊坊成熟数据中心上架率超过 90%。

根据 Wind 一致预测显示，同行业可比公司润泽科技、奥飞数据、数据港 2025 年 EV/EBITDA 倍数分别为 21.3/23.4/19.7 倍，光环新网 IDC 项目资源丰富，零售方面有一定价格话语权，有望受益 AI 行业发展，给予光环新网 2025 年行业平均估值，21-23 倍 EV/EBITDA，对应企业价值 EV 为 321-351 亿元，扣除负债加回货币资金后对应总市值为 263-294 亿元，对应目标价为 14.6-16.3 元，相较于目前股价有 10%-22%的空间。

◆ 投资建议

投资建议：预计公司 2025-2027 年收入分别为 74.23/78.55/84.07 亿元，归母净利润分别为 3.94/4.43/5.16 亿元，当前股价对应 PE 分别为 60/54/46X，对应 EV/EBITDA 分别为 20.2/17.7/15.9X，首次覆盖，推荐关注。

表6: 可比公司盈利预测估值比较（更新至 2025 年 4 月 27 日）

公司代码	公司名称	收盘价 (4 月 27 日)	总市值 (亿元)	投资评级	归母净利润 (亿元)			EBITDA			EV/EBITDA		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300442.SZ	润泽科技	45.8	788	优于大市	17.90	30.63	38.48	28.00	43.72	52.18	33.18	21.25	17.80
300738.SZ	奥飞数据	21.45	211	无评级	1.24	2.20	3.43	7.45	11.81	14.53	33.34	23.36	18.98
603881.SH	数据港	30.27	181	无评级	1.32	1.79	2.20	9.59	10.90	11.75	19.16	19.69	18.27
	平均										28.56	21.43	18.35
300383.SZ	光环新网	13.32	239	无评级	3.81	3.94	4.43	12.93	15.28	17.78	23.27	20.24	17.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；润泽科技、奥飞数据、数据港估值取自 Wind 一致预期

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了相对估值方法,得出公司的合理估值在 14.6-16.3 元之间,但该估值是建立在相关可比公司的估值参数的选定基础上,融入了主观的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

我们选取了润泽科技、奥飞数据、数据港为可比公司进行比较,选取了可比公司 2024 年-2025 年预测的平均 EV/EBITDA 作为相对估值的参考,给予公司 2025 年 21-23 倍 EV/EBITDA 估值,相对当下股价有 10%-22%溢价空间,上述估值存在以下风险:选取的可比公司业务结构存在差异,市场竞争要素和格局存在区别,可能存在给予目标公司估值过高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司 2025-2027 年我们预计实现营收 74.23/78.55/84.07 亿元,同比增长 2%/5.8%/7%,可能存在对公司行业需求预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司 2025-2027 年毛利率 15.9%/16.7%/17.3%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 若 AI 发展不及预期,运营商、互联网云厂资本开支不及预期,数据中心基础设施投入不及预期,可能也存在未来几年业绩高估的风险。

经营风险

运营成本增加带来的风险:在双碳政策驱动下,公司积极开展数据中心节能改造工作,以应对数据中心绿色高质量发展的要求。持续的技术创新研发投入和节能设备采购投入,导致公司运营成本不断增加。在节能设备投入过程中,公司采用试点方式在适用场景下小规模进行节能测试,根据测试结果及成本核算,经与客户协商一致后再逐步推广,合理推进节能举措,控制成本增加比例。随着公司数据中心在建项目推进,业务规模持续扩张,建设及运营成本持续上涨,加之短期内数据中心供应量增加迅猛,市场需求受经济增速放缓影响,导致公司产能释放不足,机柜上架进度不及预期,新投产项目所产生的设备折旧成本增加,将对公司业绩产生不利影响。

技术创新发展不及预期风险:公司不断加大研发投入,但技术创新有不确定性。

市场风险

行业竞争加剧的风险:受新基建政策推动,IDC 市场供给激增,导致近些年我国数据中心供给过剩。在行业供需短期失衡情况下,数据中心资源利用率以及机柜服务费双双出现下降的情况,价格战导致行业竞争进一步加剧。

产业政策风险

国家各部门相继出台相关政策，加大节能降碳工作力度，推动数据中心绿色低碳发展，进一步提升数据中心平均电能利用效率、可再生能源利用率、数据中心余热利用率、新建数据中心绿电占比等指标要求。明确严格新上项目能效水效要求，严格数据中心项目节能审查。数据中心能效水平不断趋严，公司数据中心如不能满足政策要求，有可能面临不能按时交付、项目关停整改等风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2424	1477	1500	1500	1500	营业收入	7855	7281	7424	7855	8408
应收款项	2184	2296	2237	2367	2534	营业成本	6596	6076	6240	6547	6951
存货净额	14	13	17	18	19	营业税金及附加	48	52	52	55	59
其他流动资产	498	683	624	655	695	销售费用	38	41	41	43	46
流动资产合计	6010	4824	4600	4781	5011	管理费用	264	271	278	298	326
固定资产	9586	11307	12744	13421	13588	研发费用	255	293	297	306	319
无形资产及其他	1168	1234	1184	1135	1086	财务费用	218	83	93	126	139
其他长期资产	2078	2200	2227	2356	2522	投资收益	31	0	10	10	10
长期股权投资	29	48	48	48	48	资产减值及公允价值变动	(67)	(58)	(50)	(50)	(50)
资产总计	18871	19613	20804	21741	22255	其他收入	157	117	90	90	90
短期借款及交易性金融负债	1298	1735	2824	3275	3287	营业利润	491	465	422	479	566
应付款项	1727	1851	1710	1794	1904	营业外净收支	(4)	1	0	0	0
其他流动负债	216	214	197	207	220	利润总额	487	467	422	479	566
流动负债合计	3357	3952	4804	5354	5495	所得税费用	82	120	63	72	85
长期借款及应付债券	2059	2119	2119	2119	2119	少数股东损益	17	(35)	(35)	(35)	(35)
其他长期负债	399	315	315	315	315	归属于母公司净利润	388	381	394	443	516
长期负债合计	2459	2435	2435	2435	2435	现金流量表（百万元）	2020	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	5816	6387	7239	7789	7930	净利润	388	381	394	443	516
少数股东权益	559	546	511	476	440	资产减值准备	0	(3)	0	0	0
股东权益	12497	12680	13074	13517	13945	折旧摊销	687	745	1013	1173	1283
负债和股东权益总计	18871	19613	20824	21781	22315	公允价值变动损失	(11)	(27)	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	218	83	93	126	139
						营运资本变动	164	158	20	(72)	(91)
						其它	398	57	38	71	84
						经营活动现金流	1625	1312	1455	1603	1782
						资本开支	(1247)	(2370)	(2400)	(1800)	(1400)
						其它投资现金流	1094	(14)	(27)	(129)	(166)
						投资活动现金流	(153)	(2384)	(2427)	(1929)	(1566)
						权益性融资	3	(18)	0	0	0
						负债净变化	(1317)	634	1089	452	11
						支付股利、利息	0	(197)	0	0	(89)
每股收益	0.22	0.21	0.22	0.25	0.29	其它融资现金流	23	574	1089	452	11
每股红利	0.10	0.00	0.00	0.05	0.06	融资活动现金流	(1532)	336	996	326	(216)
每股净资产	7.26	7.36	7.56	7.78	8.00	现金净变动	(60)	(737)	23	0	0
ROIC	4%	2%	2%	3%	3%	货币资金的期初余额	2259	2424	1477	1500	1500
ROE	3%	3%	3%	3%	4%	货币资金的期末余额	2424	1477	1500	1500	1500
毛利率	16%	17%	16%	17%	17%	企业自由现金流	149	(1061)	(929)	(186)	391
EBIT Margin	8%	8%	7%	8%	8%	权益自由现金流	(1349)	(489)	80	159	284
EBITDA Margin	17%	18%	21%	23%	24%						
收入增长	9%	-7%	2%	6%	7%						
净利润增长率	-144%	-2%	3%	12%	17%						
资产负债率	31%	33%	35%	36%	36%						
息率	0.8%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%						
P/E	61.1	62.1	60.1	53.5	45.9						
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6						
EV/EBITDA	22.0	23.3	20.2	17.7	15.9						

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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