



公司研究 | 深度报告 | 首都在线 (300846.SZ)

坚定全球化布局，AI 助力再次腾飞

## 报告要点

公司成立于 2005 年，是国内较早的全球云网一体化云计算服务商。核心高管背景均来自通信 & 云计算行业“老兵”，具备优秀的资源统筹能力。大模型能力持续提升，长文本、深度思考能力不断突破，配套协议不断完善，AI Agent 智变元年已至。IDC 算力利用率有望爬坡，智算云服务长期供给仍短缺。公司是优秀的资源运筹管理者，整体业务逐渐从 IaaS 向 PaaS 和 MaaS 进阶，有望从重资源型企业加速转型至资源统筹+赋能的云服务厂商。

## 分析师及联系人



宗建树

SAC: S0490520030004

SFC: BUX668

首都在线 (300846.SZ)

2025-04-30

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

## 坚定全球化布局，AI 助力再次腾飞

### 坚定全球化布局，从 IDC 到计算云再到智算云

公司成立于 2005 年，是国内较早的全球云网一体化云计算服务商。核心高管背景均来自通信 & 云计算行业“老兵”，具备优秀的资源统筹能力。公司核心业务可以分为 IDC 服务、云主机及相关服务、其他业务；IDC 服务 2024 年营收占比为 55%，云主机及相关服务 2024 年营收占比为 28%。其中云主机及相关服务可以分为计算云和智算云，2024 年公司智算云业务实现收入 1.83 亿元，同比增长 184%，收入占比提升至 13%，未来将成为快速发展的“主引擎”。

### 需求端：AI 应用数量和流量双提升，推理需求有望迎来加速释放期

大模型能力持续提升，长文本、深度思考能力不断突破，配套协议不断完善，AI Agent 智变元年已至。截止到 2024 年 12 月，中国 AI 原生 APP 月度活跃用户已经突破 1.2 亿，同比增长 232%。开源模型能力逐步实现与闭源模型逐步处于同一梯队，开源模型的持续进阶使得应用开发的技术门槛和成本门槛进一步降低，同时云服务厂商也可以部署更加有竞争力的模型带来云服务使用效率的持续提升。基于大模型基座诞生出的 AI 原生应用和被赋能的应用对于智算算力的需求日益提升。

### 供给端：IDC 算力利用率有望爬坡，智算云服务长期供给仍短缺

IDC 行业具有较强周期性。基于供需框架，可将 IDC 行业发展划分为 5 个阶段：(1) 萌芽期 (2000 年-2002 年)；(2) 发展期 (2003 年-2013 年)；(3) 爆发期 (2014 年-2020 年)；(4) 洗牌期 (2021 年-2022 年)；(5) 反转期 (2023 年至今)。IDC 行业具有需求的前置性，但是为了满足未来的可能需求，一般会高峰集中建设，但是伴随需求的新一轮周期，会率先带来基本面好转。云服务行业早期主要提供通用计算和增值服务，但 AI 对基础设施提出了更高要求，云计算不再是企业 AI 落地的“辅助工具”，而是不可或缺的核心基础设施。AI 云平台展现出敏捷优势，帮助企业实现低成本试错和快速验证，大幅降低了 AI 应用的门槛。

### 优秀的资源统筹管理者，AI 助力再度腾飞

公司 IDC 的模式主要为转售、轻资产运营，可以根据业务量及发展阶段来规划租赁规模、方式及时限，并根据业务发展的实际情况作出即时的反馈调整，从而减少资源闲置，并且为快速转型奠定基础。公司坚定全球化布局，掌握稀缺节点资源。首都在线立足中国，服务全球市场，业务范围遍及 50 多个国家，在国内以及海外三大核心区域美洲、欧洲、亚太设有 24 个地域区域，52 个可用区，94 个数据中心，上千个边缘算力节点覆盖，只需 5 分钟即可完成全球业务的多点部署。公司是优秀的资源运筹管理者，在以上基础上，整体业务逐渐从 IaaS 向 PaaS 和 MaaS 进阶，有望从重资源型企业加速转型至资源统筹+赋能的云服务厂商。

### 风险提示

- 1、下游需求不及预期的风险；
- 2、国家产业政策调整的风险；
- 3、智算云投资规划不及预期的风险；
- 4、盈利预测不及预期的风险。

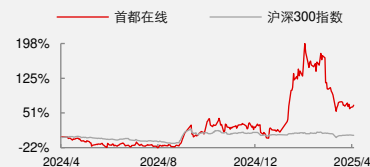
请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 当前股价(元)       | 18.78      |
| 总股本(万股)       | 50,046     |
| 流通A股/B股(万股)   | 39,026/0   |
| 每股净资产(元)      | 1.79       |
| 近12月最高/最低价(元) | 34.95/8.50 |

注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 坚定全球化布局，从 IDC 到计算云再到智算云.....               | 6  |
| 成长复盘：战略主动转型，从 IDC 到计算云再到智算云 .....          | 6  |
| 治理结构：高管均为行业“老兵”带来转型新思路 .....               | 7  |
| 盈利能力：营收结构逐步改善，拐点将至 .....                   | 8  |
| 需求端：AI 应用数量和流量双提升，推理需求有望迎来加速释放期.....       | 10 |
| 大模型能力持续提升，AI Agent 应用智变元年已至 .....          | 10 |
| AI 驱动云服务需求上升，推理需求占比有望逐步提升 .....            | 13 |
| 供给端：IDC 算力利用率有望爬坡，智算云服务长期供给仍短缺 .....       | 14 |
| 整体：IDC 为周期性+资源型行业，云服务有望伴随 AI 渗透迎来重估期 ..... | 14 |
| IDC 行业：智算开启新一轮周期，零售型厂商上架率有望爬坡 .....        | 17 |
| 云计算行业：PaaS 和 MaaS 为 AI 需求爆发坚实地基 .....      | 18 |
| 优秀的资源统筹管理者，AI 助力再度腾飞.....                  | 22 |
| 独特优势：轻资产运营及全球化布局 .....                     | 22 |
| 产品升级：发布多新品布局 PaaS 及 MaaS.....              | 24 |
| 风险提示.....                                  | 26 |

## 图表目录

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图 1：一张图看懂公司发展历程 .....                             | 7  |
| 图 2：2024 年公司治理架构.....                             | 8  |
| 图 3：公司营业总收入和增速 .....                              | 9  |
| 图 4：公司归母净利润情况（亿元） .....                           | 9  |
| 图 5：2024 年公司各业务板块占比 .....                         | 9  |
| 图 6：公司各业务板块毛利率及整体毛利率 .....                        | 9  |
| 图 7：公司分客户所处行业毛利率情况 .....                          | 10 |
| 图 8：公司毛利率和净利率 .....                               | 10 |
| 图 9：公司期间费用率和研发费用率情况.....                          | 10 |
| 图 10：公司主营业务成本构成情况.....                            | 10 |
| 图 11：核心玩家模型进展情况 .....                             | 11 |
| 图 12：2024 年 AI 原生 APP 整体月活跃用户规模及同比增长率.....        | 11 |
| 图 13：全球 50 大 AI 原生 Web 产品中中国产品全面崛起.....           | 11 |
| 图 14：DeepSeek 新版 V3 模型性能一览 .....                  | 12 |
| 图 15：DeepSeek-R1 模型性能一览.....                      | 12 |
| 图 16：中国人工智能应用场景发展.....                            | 13 |
| 图 17：中国智能算力规模及预测（2020-2028）（单位：EFLOPS，FP16） ..... | 13 |
| 图 18：中国通用算力规模及预测（2020-2028）（单位：EFLOPS，FP64） ..... | 13 |
| 图 19：中国大模型服务市场日均调用量（单位：亿 Tokens），2024H2.....      | 14 |
| 图 20：2024 年中国公有云大模型服务调用量分布（Tokens），2024 .....     | 14 |

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| 图 21: 中国人工智能服务器工作负载预测.....                  | 14 |
| 图 22: 一张图看懂云计算产品.....                       | 15 |
| 图 23: 一张图复盘 IDC 行业发展历史 .....                | 16 |
| 图 24: 2019-2029E 中国传统 IDC 业务市场规模及预测 .....   | 17 |
| 图 25: 2021 年全国各区域数据中心平均机柜上架率 .....          | 18 |
| 图 26: 世纪互联 2024 年 Q1-Q4 城市型 IDC 上架率情况 ..... | 18 |
| 图 27: 2015-2028E 中国整体云服务市场规模及增速.....        | 18 |
| 图 28: 2019-2026E 年中国整体 IaaS 市场规模及增速.....    | 19 |
| 图 29: 2019-2026E 中国整体 PaaS 市场规模及增速.....     | 19 |
| 图 30: 云智融合新架构下带来三类增量机会 .....                | 20 |
| 图 31: 2023 年东南亚各国数据中心规模及预测.....             | 21 |
| 图 32: 中东数据中心规模及预测 .....                     | 21 |
| 图 33: IDC 行业公司非流动资产/资产合计比率对比 .....          | 22 |
| 图 34: IDC 行业公司非流动负债/负债合计比率对比 .....          | 22 |
| 图 35: IDC 行业公司资产负债率对比 .....                 | 22 |
| 图 36: 2024 年 4 月公司与庆阳市人民政府签订合作框架协议.....     | 23 |
| 图 37: 2024 年 4 月公司与门头沟区自主创新算力点亮.....        | 23 |
| 图 38: 首都在线 MaaS 平台核心优势 .....                | 24 |
| 图 39: 首都在线 MaaS 平台架构.....                   | 25 |
| 表 1: 公司业务介绍 .....                           | 6  |
| 表 2: 公司高管团队介绍 .....                         | 7  |
| 表 3: 中国批发型和零售型数据中心对比.....                   | 16 |
| 表 4: 2019 年公司海外运营机房情况 .....                 | 23 |
| 表 5: 公司收入及利润敏感性分析.....                      | 26 |

## 坚定全球化布局，从 IDC 到计算云再到智算云

公司成立于 2005 年，是国内较早的全球云网一体化云计算服务商，致力于面向全球客户提供提供包括通用计算和智算在内的云服务、通信网络服务、IDC 服务以及综合解决方案，致力于以云服务赋能数字经济，成为与客户共同应对变化的伙伴。公司核心业务可以分为 IDC 服务、云主机及相关服务、其他业务；其中云主机及相关服务可以分为计算云和智算云，智算云和 AI MaaS（模型即服务）有望助力公司进入成长新阶段。

表 1：公司业务介绍

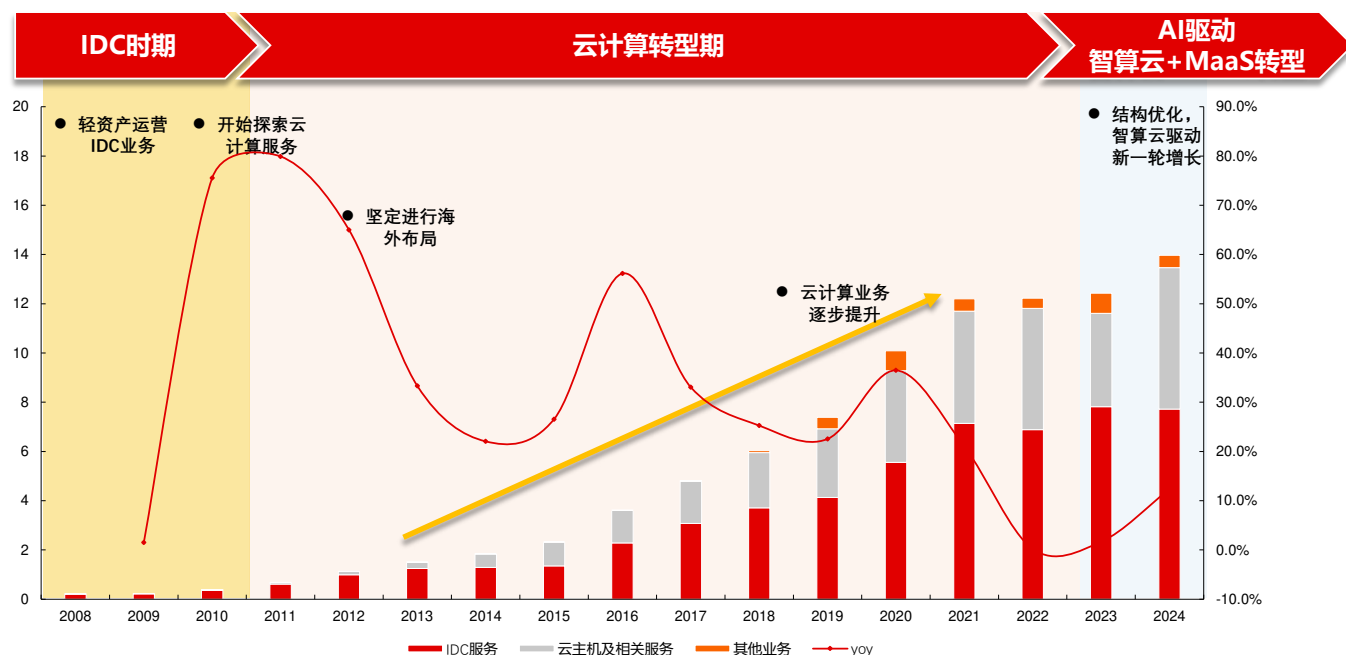
| 业务名称     | 业务介绍                                                             | 2024 年营收（亿元） | 2024 年营收占比 |
|----------|------------------------------------------------------------------|--------------|------------|
| IDC 服务   | 通过整合数据中心里的网络、空间、电力资源，向客户提供机位及带宽的租用服务，并负责客户的设备上架安装维护              | 7.72         | 55%        |
| 云主机及相关服务 | 计算云 主要为云主机服务，客户无需购买任何硬件设备，只需按需购买相应的云主机（包括 CPU、内存及存储）、带宽和 IP 地址资源 | 3.91         | 28%        |
|          | 智算云 针对人工智能、高性能计算等场景的算力服务提供 GPU 算力云                               | 1.83         | 13%        |
| 其他业务     | 为增值服务、设备销售和代理广告等服务                                               | 0.50         | 4%         |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 成长复盘：战略主动转型，从 IDC 到计算云再到智算云

- **2005-2010 年，公司主营 IDC 转售业务，奠定长期轻资产运营基础。**公司成立初期规模较小，把创新和服务作为自己的核心能力，机架资源主要从中国电信北京分公司采购，是北京电信的最大合作伙伴，IDC 业务的利润主要产生于资源规模效应和 IDC 增值服务的价值；
- **2011-2022 年，2010 年是中国云计算元年，客户需求引发虚拟化需求，公司逐步向云计算转型。**2010 年公司于新三板挂牌，并且建设了验性云托管服务平台，2011 年公司募集资金 990 万元，持续投入云托管服务平台建设，公司逐步进入云转型时期；2012 年公司商用云托管服务平台上线，签约合同金额突破千万；**2013 年，公司启动美国子公司的设立及海外云平台的开通，确立了全球化的发展战略；**2020 年公司上市，为云计算业务持续发展持续提供推动力；2021、2022 年，公司开始布局 GPU 业务，成立渲染事业部，为后续全面智算转型奠定基础；
- **2023-至今，AI 驱动公司战略转型，明确“一体两翼”云平台战略，公司业务全面向智算转型。**2023 年年初 ChatGPT 的兴起驱动公司将原本为元宇宙准备的 GPU 资源转向 AI 领域；2023 年 4 月，姚巍先生担任公司执行总裁，全面负责公司业务，推动公司 AI 转型；2025 年 2 月，公司 MaaS 云平台正式发布，赋能中小企业及 AI 开发者 AI 转型。公司战略持续优化，进行“一云多模、一云多芯、一云多池”布局，构建高度灵活的 AI 服务平台。公司营收结构逐步优化，2024 年公司智算云业务实现收入 1.83 亿元，同比增长 184%，收入占比由去年 5%提升至 13%，未来将成为公司快速发展的“主引擎”。

图 1：一张图看懂公司发展历程



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 治理结构：高管均为行业“老兵”带来转型新思路

核心高管背景均来自通信&云计算行业“老兵”，云计算的核心是资源的统筹能力。和由大厂内部孵化的云计算部门不同，首都在线定位为第三方云。第三方云除了需要搭建云及配套服务的技术能力外，最大的挑战就是如何将资源进行整合以及如何获取长期稳定的客户。首都在线董事长曲宁先生曾任职于二六三网络通信股份有限公司担任北方大区经理。该公司主要业务为增值电信业务，与运营商等产业上下游合作紧密，积累下来优秀的市场能力。执行总裁姚巍先生曾在华为就职约 20 年，见证了华为的成长轨迹，经过了国内、海外多区域的历练，2016 年担任华为巴西代表处代表，任职期间效能大幅提升，其在巴西实施了整体的供应链变革，深谙管理之道以及业务拓展之术。两位均为行业“老兵”，给首都在线带来转型的持续前瞻布局和新的方向思路。

表 2：公司高管团队介绍

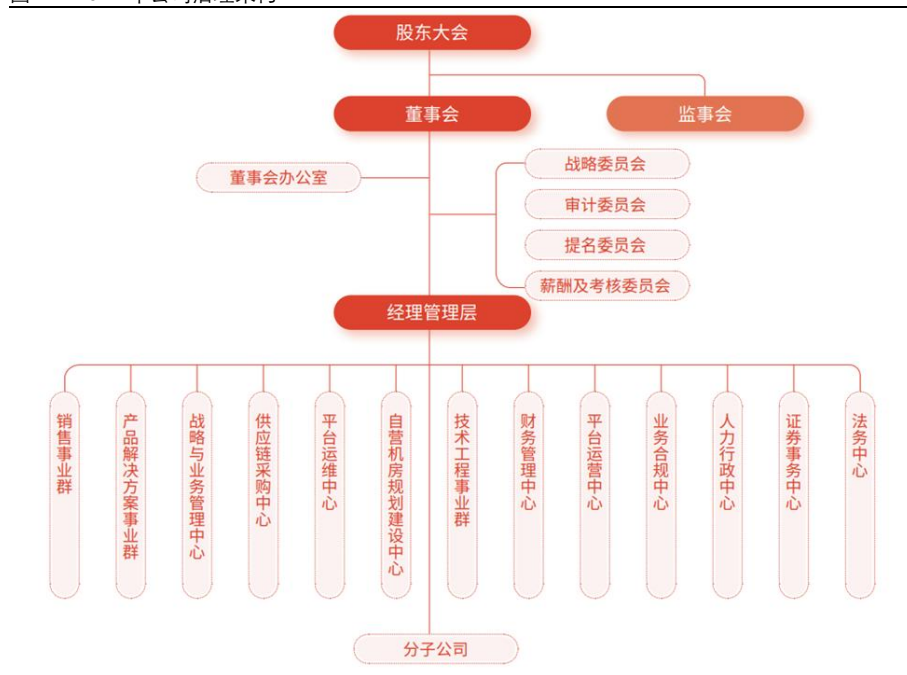
| 姓名  | 职务            | 出生年份 | 最新薪酬（万元） | 简介                                                                                                                                                                    |
|-----|---------------|------|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 曲宁  | 董事长、总经理       | 1968 | 157.86   | 武汉大学计算机软件专业本科学历、中欧国际工商学院工商管理硕士学位。1989 年-1992 年在北京首钢股份有限公司工作；1992 年-1995 年在北京市达因电脑公司工作；1995 年-1999 年任 3COM 北京办事处高级销售经理；1999 年-2005 年任二六三网络通信股份有限公司北方大区总经理；现任公司董事长、总经理。 |
| 姚巍  | 董事，执行总裁       | 1978 | 282.38   | 2001 年-2020 年历任华为技术有限公司四川代表处客户经理、高级客户经理；移动集团业务副主任；浙江省级代表处副代表，湖北省级代表处代表；委内瑞拉、巴西国家代表处代表；2020 年-2022 年任传化智联股份有限公司总裁。现任公司执行总裁。                                            |
| 杨丽萍 | 董事、副总经理、董事会秘书 | 1975 | 138.13   | 1999 年-至 2000 年任广州市路遥物流有限公司主管会计；2002 年-2006 年任北京中洲光华会计师事务所有限公司项目经理；2007 年-2011 年任天健光华（北京）会计师事务所有限公司高级风控经理；2011 年至今历任公司财务总监、董事、副总经理、董事会秘书。                             |

|     |      |      |   |                                                                                                                                                            |
|-----|------|------|---|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 姜萍  | 副总经理 | 1976 | - | 1998 年至 2000 年在北京斯麦克投资顾问公司任职总经理助理；2001 年至 2003 年在首创网络科技有限公司任职大客户经理；2003 年至 2005 年在二六三网络集团任职大客户销售经理；2005 年至今在北京首都在线科技股份有限公司任职事业群总经理。目前任职北京首都在线科技股份有限公司副总经理。 |
| 张丽莎 | 财务总监 | 1980 | - | 中国注册会计师；2006 年至 2014 年任普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)北京分所审计师、高级审计师、审计经理；2015 年至 2017 年任北京和睦家医院有限公司财务经理；2018 年历任公司高级 财务经理，目前任公司财务总监。                                  |

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

**管理先行，治理架构持续优化，围绕关键技术进行突破。**公司一直在积极进展战略的前瞻布局，并且根据战略的变化及时调整公司组织架构及相关人员的储备。2021 年，公司 IDC 及海外云计算业务稳健发展，新业务格局初现。围绕既定战略，公司进行组织架构调整，设立了泛渲染事业群、存储云事业群、海外事业群、IDC 事业群。2024 年公司治理架构中出现技术工程事业群，对于 AIGC 出现诞生出的大规模推理算力池及云服务所需技术进行沉淀。2024 年，公司产品创新主要围绕新一代万卡推理集群、训练集群、全球智算网络和国产 GPU 推理集群进行布局，集中资源聚焦重点方向，在自主可控的 MaaS 平台、国产算力适配、容器云产品、多云互联产品、RoCE 网络、全球专线解决方案等领域持续投入，不断提升产品的丰富度及客户上云体验。

图 2：2024 年公司治理架构



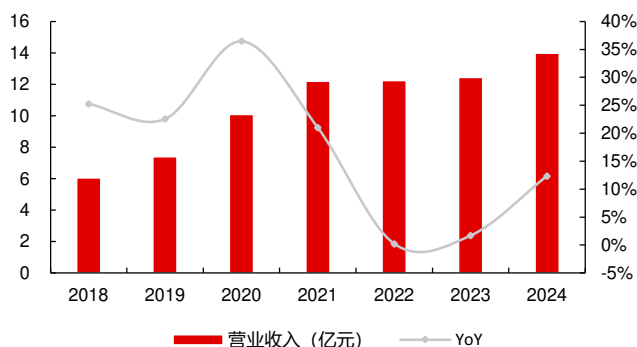
资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 盈利能力：营收结构逐步改善，拐点将至

**公司营收持续稳定上涨，智算云有望开启第二成长曲线。**公司自 2020 年上市以来，营业收入持续正增长，主要系公司抓住了数字化转型和企业上云发展趋势下 IDC 和云计算服务需求大量增加的机遇。2021 年宏观对于下游需求的影响导致公司营业收入增速放缓。2022 年，中国云计算和 IDC 市场进入结构性调整周期，行业整体规模增速放缓，

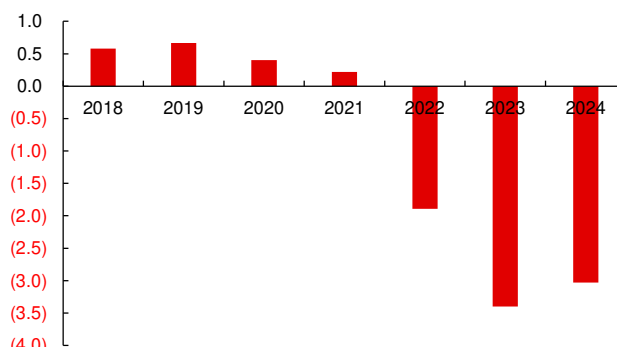
公司前瞻布局以 GPU 为主的智算云作为第二成长曲线。2023 年智算云初见规模，实现营收 6440.14 万元，同比增长 193.35%。2023 年由于公司处于收入结构转型，以及前瞻算力资源投入期，导致公司 2023 年亏损加剧，实现归母净利润-3.40 亿元，但伴随智算云业务逐步起量，公司 2024 年实现营业收入 13.97 亿元，同比增长 12.35%，实现归母净利润-3.03 亿元，实现缩窄，公司基本面迎来拐点。

图 3：公司营业总收入和增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

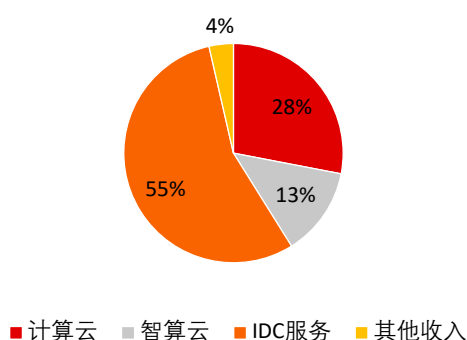
图 4：公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

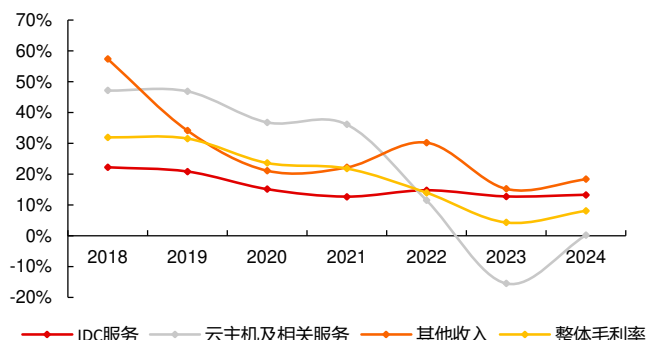
公司 IDC 服务为核心收入和利润来源，智算云成为第二增长曲线。2024 年，公司 IDC 服务实现营收 7.72 亿元，占公司营收 55%，毛利率为 13.27%；云主机及相关服务实现营收 5.74 亿元，占公司营收 41%，毛利率为 0.18%，其中计算云实现 3.91 亿元，占公司营收 28%，智算云实现 1.83 亿元，占比 13%；其他业务实现营收 0.50 亿元，占公司营收 4%，毛利率为 18.36%。云主机及相关服务业务毛利率近几年出现明显下滑趋势，主要系云平台出售率不足导致整体毛利率下滑，CPU 云平台需求疲软，公司前瞻投入智算云平台及海外云平台，因为短期客户业务拓展未达预期，导致资源冗余，后期伴随业务拓展及使用率提升，云平台毛利率即会出现拐点，2024 年毛利率由负转正。

图 5：2024 年公司各业务板块占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

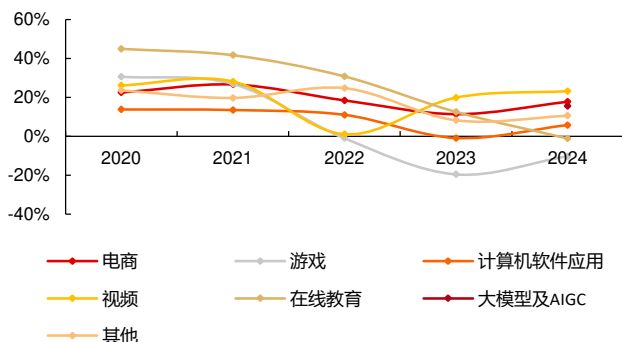
图 6：公司各业务板块毛利率及整体毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

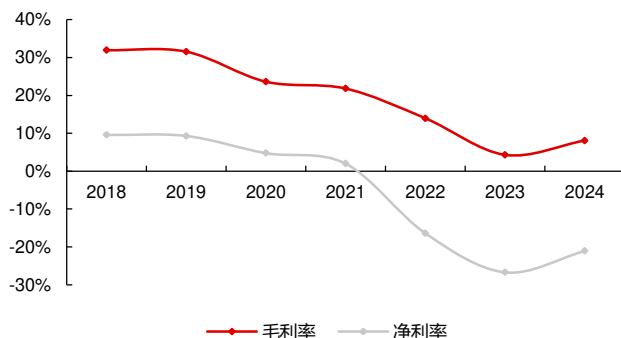
大模型及 AIGC 行业诞生的智算云需求有望驱动公司毛利率回归健康水平。大模型经历近两年的高速迭代，已经从技术竞赛阶段逐渐过渡到应用普及阶段。按照行业来看，公司 2024 年在大模型及 AIGC 行业收入为 1.57 亿元，同比增长 143.15%，该行业毛利率为 15.66%，考虑到整体供给还在持续爬坡中，后续伴随业务规模扩大，毛利率有望进一步提升，该行业的需求增量有望成为公司第二增长曲线，驱动公司毛利率逐步回归到健康水平。

图 7：公司分客户所处行业毛利率情况



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 8：公司毛利率和净利率

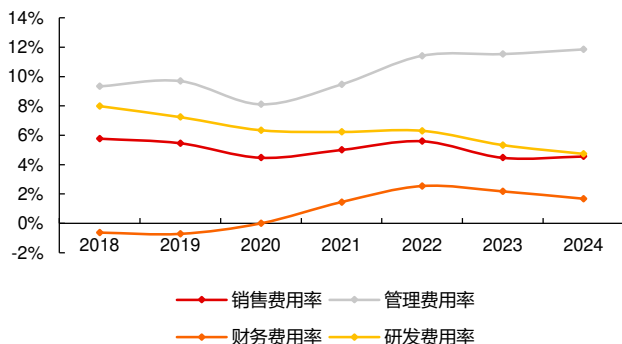


资料来源：Wind，长江证券研究所

**公司期间费用率和研发费用率基本保持稳定。**2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.56%/11.85%/1.67%/4.73%；2024 年伴随营收规模扩大，销售费用率/研发费用率/财务费用率仍在持续下探。公司管理费用主要系为激励核心员工股权激励费用大幅增加所致。

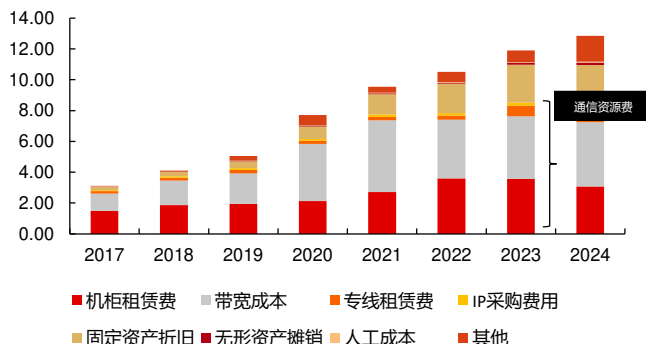
**主营业务成本中通信资源费占比最高。**公司主营业务成本主要包括通信资源费、IP 采购费用、固定资产折旧、无形资产摊销，其中由于公司采用轻资产运营模式，通信资源费占比最高，2023 年/2024 年通信资源费分别占主营业务成本的 71.63%/65.36%。通信资源费主要包括机柜租赁费、带宽成本、专线租赁费和 IP 采购费为核心构成，其中机柜租赁费和带宽成本为主要构成。

图 9：公司期间费用率和研发费用率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：公司主营业务成本构成情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

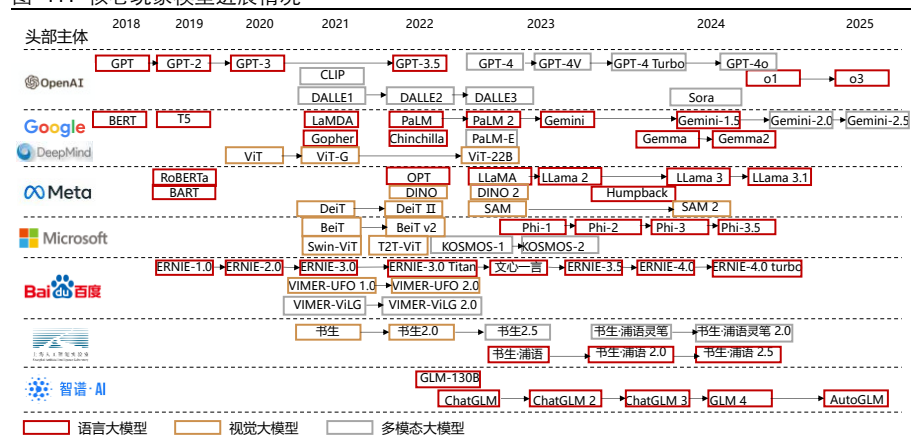
**需求端：AI 应用数量和流量双提升，推理需求有望迎来加速释放期**

**大模型能力持续提升，AI Agent 应用智变元年已至**

大模型能力持续提升，长文本、深度思考能力不断突破，配套协议不断完善，AI Agent 智变元年已至。2022 年 ChatGPT 发布以来，模型的长文本能力、逻辑、数理、多模态能力不断提升。2024 年 9 月 OpenAI 发布 O1 模型开始具备深度思考能力，通过不断试

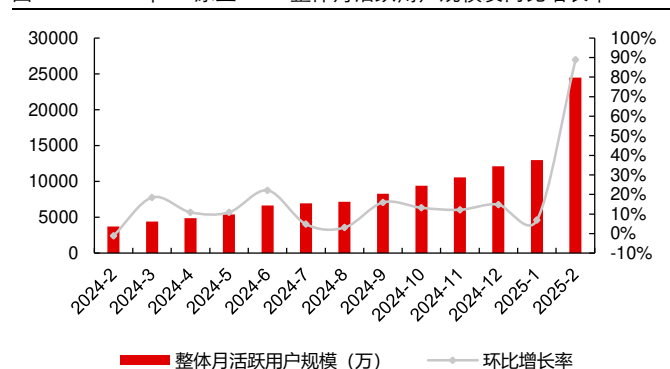
错，模型能够优化其决策策略，从而在复杂推理任务中表现出色。技术不再是限制 AI 应用落地的最大瓶颈。截止到 2025 年 2 月，中国 AI 原生 APP 月度活跃用户已经达到 2.4 亿，环比增长 88.9%，同时，用户粘性也持续增长，整体月人均使用时长达 113.7 分钟，月人均使用次数也达到 52.4 次。AI 原生 App 用户规模一路走高，综合类 AI 原生 APP 已经形成了基本的用户认可度，垂类 AI 原生 APP 如雨后春笋逐步全面开花，并且中国 AI 应用在全球榜单中全面崛起。

图 11：核心玩家模型进展情况



资料来源：中国信息通信研究院，长江证券研究所

图 12：2024 年 AI 原生 APP 整体月活跃用户规模及同比增长率



资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

图 13：全球 50 大 AI 原生 Web 产品中中国产品全面崛起

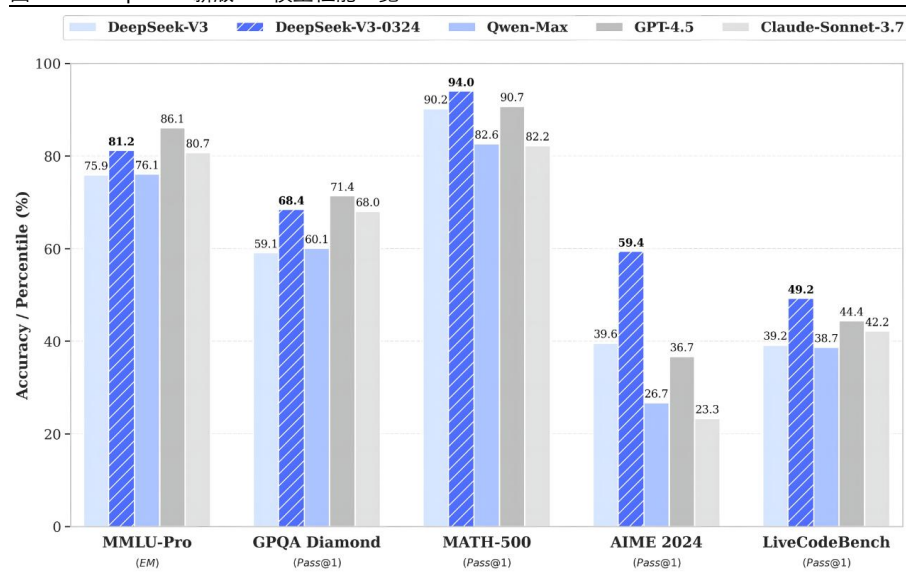
| The Top 50 Gen AI Web Products, by Unique Monthly Visits |                  |                  |                |               |
|----------------------------------------------------------|------------------|------------------|----------------|---------------|
| 1. ChatGPT                                               | 11. Moonshot AI  | 21. CIVITAI      | 31. Photomoon  | 41. Monica    |
| 2. deepseek                                              | 12. Hailuo AI    | 22. IIElevenLabs | 32. Message AI | 42. CURSOR    |
| 3. character.ai                                          | 13. Hugging Face | 23. Sora         | 33. Midjourney | 43. Ideogram  |
| 4. perplexity                                            | 14. Poe          | 24. Crushon AI   | 34. candy.ai   | 44. CHUB      |
| 5. JanitorAI                                             | 15. Adot         | 25. BLACKBOX AI  | 35. zeemo      | 45. Clipchamp |
| 6. Claude                                                | 16. Eden AI      | 26. DeepAI       | 36. VEED       | 46. Meta AI   |
| 7. QuillBot                                              | 17. PolyBuz      | 27. Gamma        | 37. Invideo AI | 47. StudyX    |
| 8. SUNO                                                  | 18. SEARAT AI    | 28. Leonardo AI  | 38. Pixelcut   | 48. bolt      |
| 9. SPICYCHAT AI                                          | 19. liner        | 29. cutout.pro   | 39. talkie     | 49. PicWish   |
| 10. Doubao                                               | 20. KLING AI     | 30. BRANLY       | 40. PixAI      | 50. Joyland   |

资料来源：A16Z，长江证券研究所

开源模型能力逐步实现与闭源模型逐步处于同一梯队，应用开发的技术门槛进一步降低。

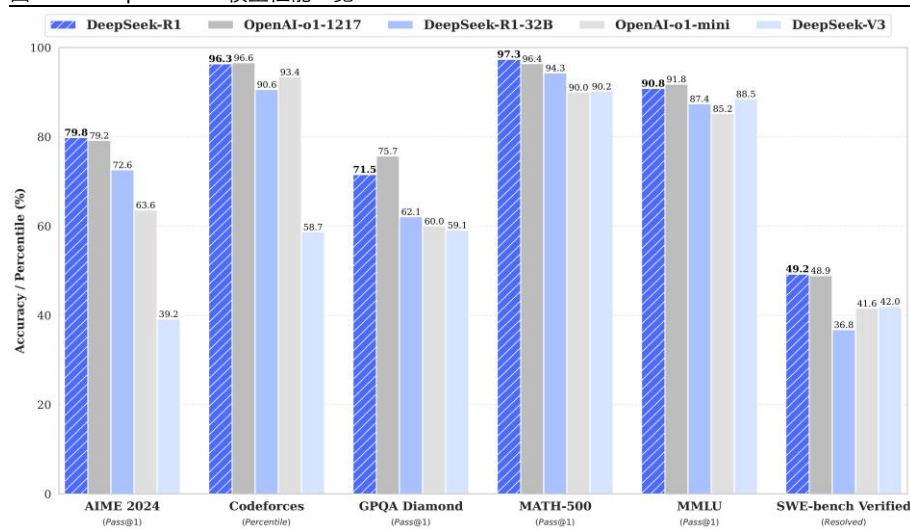
2025 年 3 月，DeepSeek 发布 DeepSeek-V3 基座模型更新，各项能力全面进阶。新版 V3 模型借鉴 DeepSeek-R1 模型训练过程中所使用的强化学习技术，大幅提高了在推理类任务上的表现水平，在数学、代码类相关评测集上取得了超过 GPT-4.5 的得分成绩。而在 2025 年 1 月，DeepSeek 发布 DeepSeek-R1，该模型在后训练阶段大规模使用了强化学习技术，在仅有极少标注数据的情况下，极大提升了模型推理能力。在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版，并且使用成本大幅降低。开源模型的持续进阶使得应用开发的技术门槛和成本门槛进一步降低，同时云服务厂商也可以部署更加有竞争力的模型带来云服务使用效率的持续提升。

图 14: DeepSeek 新版 V3 模型性能一览



资料来源: DeepSeek 官网, 长江证券研究所

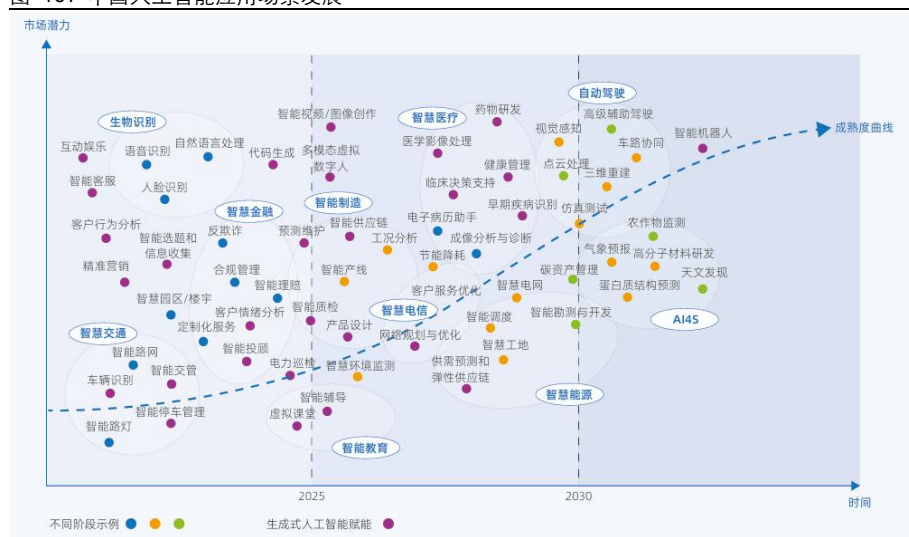
图 15: DeepSeek-R1 模型性能一览



资料来源: DeepSeek 官网, 长江证券研究所

基于大模型基座衍生出的 AI 原生应用和被赋能的应用对于智算算力的需求日益提升。当前时点, B 端和 C 端软件处于利用大模型作为赋能的重构期。在垂直领域内利用特定数据、针对具体场景优化模型以及提供工程化解决方案, 是实现生成式人工智能实际应用的基础, 同时也是构建企业竞争优势的核心。这些建立在数据、算力、场景的基础之上, 伴随应用模式探索路径的逐步清晰, 赋能范围将逐步扩大, 对于智算算力的需求将日益提升。

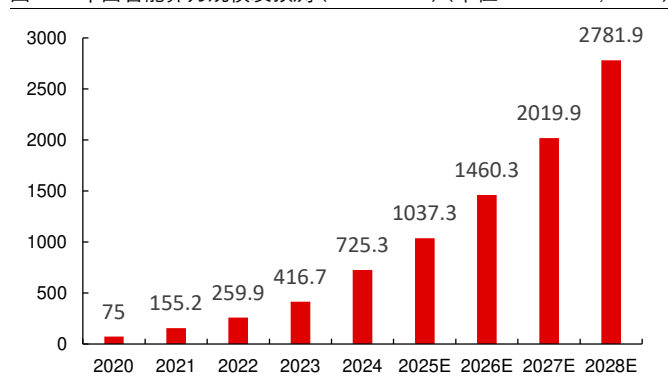
图 16：中国人工智能应用场景发展



资料来源：IDC，浪潮信息，长江证券研究所

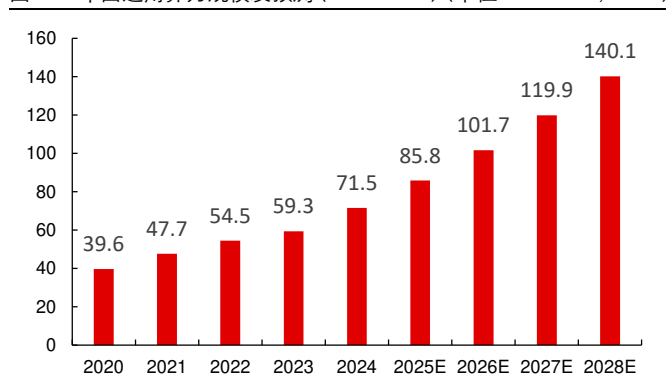
**智能算力规模将快速提升。**2024 年中国智能算力规模为 725.3EFLOPS，2025 年将突破千亿达到 1037.3 EFLOPS，预计到 2028 年将达到 2781.9EFLOPS，2024 年到 2028 年复合增长率可达到 39.94%。2024 年中国通用算力规模为 71.5EFLOPS，2025 年将达到 85.8 EFLOPS，预计到 2028 年将达到 140.1 EFLOPS，实现明年稳定增长。

图 17：中国智能算力规模及预测（2020-2028）（单位：EFLOPS，FP16）



资料来源：IDC，浪潮信息，长江证券研究所

图 18：中国通用算力规模及预测（2020-2028）（单位：EFLOPS，FP64）



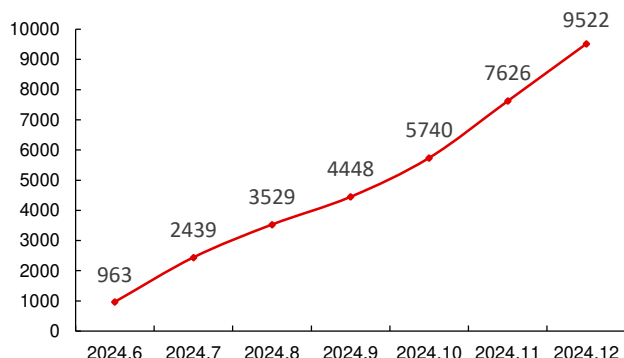
资料来源：IDC，浪潮信息，长江证券研究所

## AI 驱动云服务需求上升，推理需求占比有望逐步提升

**大模型日均调用量持续攀升，促使云服务需求上升。**自 2024 年下半年开始，随着云厂商大模型能力的快速提升，以及配合模型调用降价策略，MaaS 平台大模型调用量开始快速增长。调用量从 2024 年 6 月的月度日均 963 亿 Tokens，发展到 12 月份，整体市场调用量日均达到 9522 亿 Tokens。在 DeepSeek 的浪潮之下，2025 年以来，大模型日均调用量继续高速增长。根据大模型调用量带来的公有云市场份额来看，大厂云遥遥领先，其中火山引擎占据 46.4% 的市场份额，其次为百度智能云、阿里云。其他腾讯云、华为云以及第三方云厂商占据份额较少，但伴随整体应用逐渐起量，有望充分受益。从大模型模态的角度，当前调用量仍然以大语言模型、文本类的能力为主，自 2024 年第

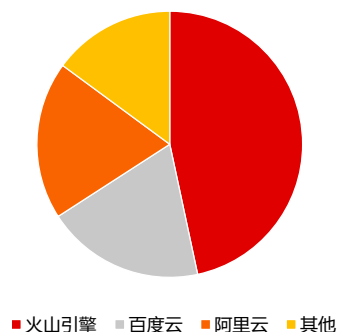
四季度，语音类模型调用量也开始增长。预计到 2025 年，图像、视频类大模型的调用量也将开始起量。

图 19：中国大模型服务市场日均调用量（单位：亿 Tokens），2024H2



资料来源：IDC，长江证券研究所

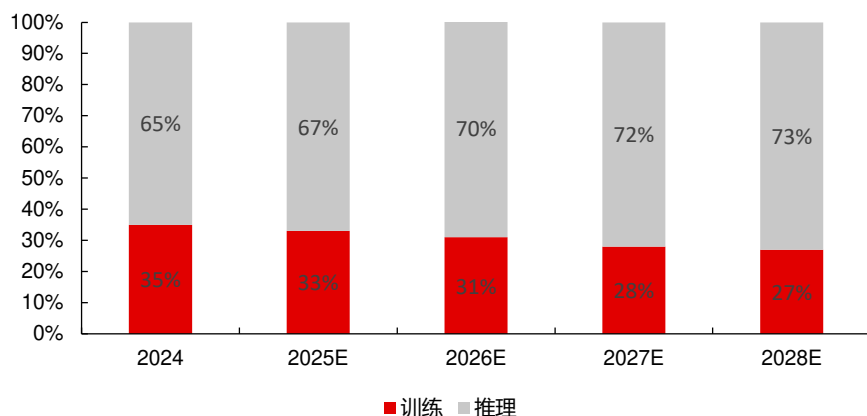
图 20：2024 年中国公有云大模型服务调用量分布（Tokens），2024



资料来源：IDC，火山引擎，长江证券研究所

大模型兴起和生成式人工智能应用显著提升了对高性能计算资源的需求。人工智能服务器作为支撑这些复杂人工智能应用的核心基础设施，市场规模也持续扩大。根据 IDC 报告，2024 年中国人工智能算力市场规模达到 190 亿美元，2025 年将达到 259 亿美元，同比增长 36.2%，2028 年将达到 552 亿美元。随着模型的成熟以及生成式人工智能应用的不断拓展，推理场景的需求日益增加，推理服务器的占比将显著提高。IDC 数据显示，预计到 2028 年，推理工作负载占比将达到 73%。

图 21：中国人工智能服务器工作负载预测



资料来源：IDC，浪潮信息，长江证券研究所

**供给端：IDC 算力利用率有望爬坡，智算云服务长期供给仍短缺**

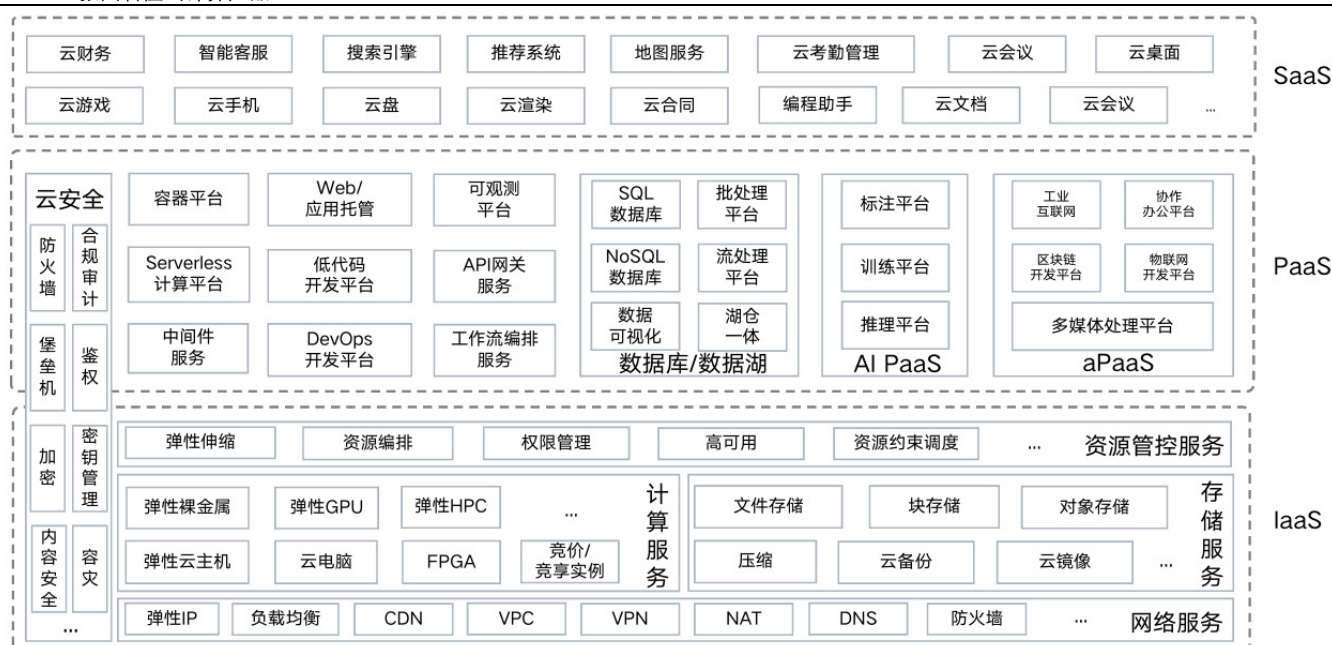
**整体：IDC 为周期性+资源型行业，云服务有望伴随 AI 渗透迎来重估期**

目前，各大云厂商对外提供的云服务产品功能基本涵盖了 IaaS、PaaS 以及 SaaS 的主要涉及领域，不同层次的服务各有特点，具体如下：

- IaaS 产品服务聚焦提供基础的计算、存储、网络等基础设施资源，客户可在此基础上搭建自己的 IT 环境，如 Amazon 的弹性云主机、EBS、VPC、S3 等，是云计算的底层支撑。
- PaaS 产品服务为开发者提供了开发平台和软件运行环境，便于他们更高效地进行应用开发、部署和管理，通常会包含一些中间件、数据库管理系统等。
- SaaS 产品服务以软件应用的形式提供给用户使用，用户无需关心软件的开发、部署和升级维护等问题，只需使用其功能即可，像阿里云的阿里钉钉、云会议等产品就属于此类。

公司业务涉及板块主要包括云计算服务和 IDC，其中云计算服务主要在 IaaS 和 PaaS。

图 22：一张图看懂云计算产品



资料来源：《云计算白皮书（2024）》中国电信云计算研究院，长江证券研究所

数据中心的租赁服务业务模式包括批发型和零售型两种。批发型主要针对大客户，一般以模块为最小出租单位。针对超大型客户的订制型数据中心可以看作是批发型的延伸，近几年发展较为迅速。零售型主要针对小客户，一般以机柜为最小出租单位，早期也有服务商以机柜单元(U)为出租单位服务微型客户，后来微型客户需求逐步转向公有云。公司模式具有独特性，可以理解为零售型业务模式，同时其采用轻资产运营及大部分采用转售方式，对公司的运营能力要求较高，但是也为前瞻进行云计算转型奠定了基础。零售型模式下，需求一旦爆发，有望实现上架率提升，先于批发型实现业绩改善。批发型业绩改善则更多取决于项目的交付时点。进一步来说，当需求大幅爆发超越当前供给，产业迎来涨价潮时，零售型厂商有望更早享受涨价带来的增量空间。

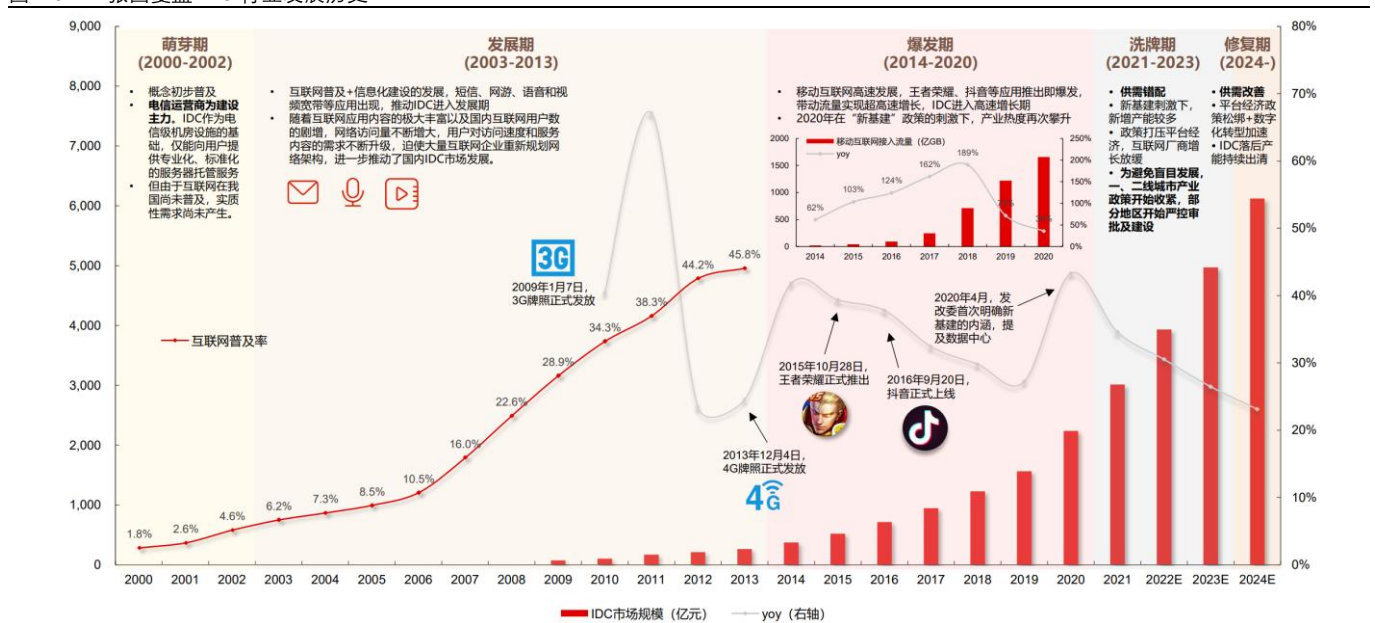
表 3：中国批发型和零售型数据中心对比

| 类别          | 零售型                               | 批发型                  |
|-------------|-----------------------------------|----------------------|
| 目标客户        | 中小型客户，类型多元                        | 大型客户，主要为互联网厂商、运营商    |
| 客户集中度       | 低                                 | 高                    |
| 租期          | 通常为 1 年                           | 通常为 5 年及以上           |
| 用户流动性       | 较高                                | 较低                   |
| 销售单位        | 单机柜起租                             | 单模块起租                |
| 单机柜价格       | 较高                                | 较低                   |
| 数据中心启用都满租时间 | 一般 2-4 年                          | 1 年                  |
| 上架率         | 取决于地段和运营能力                        | 取决于大客户               |
| 区位          | 综合考虑，一般选择一线城市核心区，近年向一线城市周边及二线城市延伸 | 成本优先，一般选择一线城市周边或偏远地区 |
| 定制性         | 较低                                | 较高                   |

资料来源：前瞻产业研究院，长江证券研究所

整体来说，IDC 行业具有较强周期性。基于供需框架，可将 IDC 行业发展划分为 5 个阶段：(1) 萌芽期 (2000 年-2002 年)；(2) 发展期 (2003 年-2013 年)；(3) 爆发期 (2014 年-2020 年)；(4) 洗牌期 (2021 年-2022 年)；(5) 反转期 (2023 年至今)。IDC 行业具有需求的前置性，但是为了满足未来的可能需求，一般会高峰集中建设，但是伴随需求的新一轮周期，会率先带来基本面好转。云服务行业早期主要提供通用计算和增值服务，但 AI 对基础设施提出了更高要求，云计算不再是企业 AI 落地的“辅助工具”，而是不可或缺的核心基础设施。AI 云平台展现出敏捷优势，帮助企业实现低成本试错和快速验证，大幅降低了 AI 应用的门槛。

图 23：一张图复盘 IDC 行业发展历史

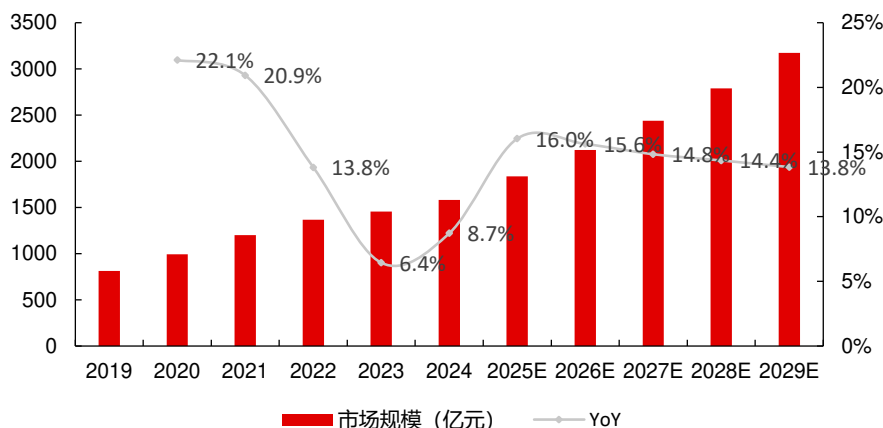


资料来源：IDC 圈，科智咨询，奥飞数据招股说明书，工信部，长江证券通信组，长江证券研究所

## IDC 行业：智算开启新一轮周期，零售型厂商上架率有望爬坡

**2024 年中国 IDC 市场呈现回暖态势。**主要系头部互联网企业规模化采购及人工智能驱动的智能算力需求均较大幅度提升,市场增速出现反弹,从 2023 年的 6.4% 攀升至 8.7%。伴随人工智能驱动下的智算算力需求激增,中国 IDC 市场将开启新一轮扩张周期。预计未来 5 年,中国传统 IDC 业务市场规模复合增长率为 14.9%。到 2029 年,中国传统 IDC 业务市场规模将达到 3175 亿元人民币。

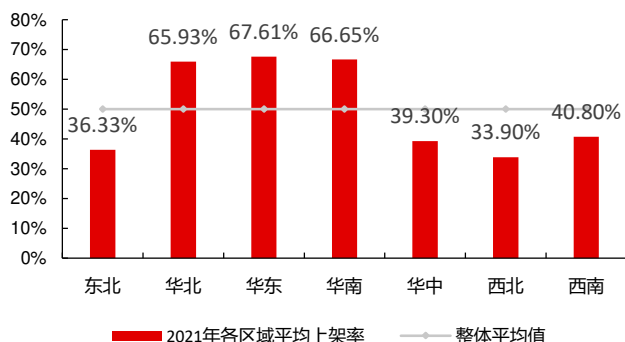
图 24：2019-2029E 中国传统 IDC 业务市场规模及预测



资料来源：Wind，长江证券研究所

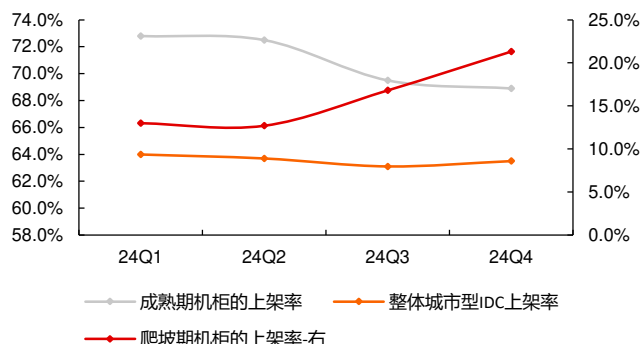
**供需错配情况有望逐步改善，IDC 厂商有望迎来基本面拐点。**2020 年供给端在“新基建”刺激下，新增产能较多，2021H1 第三方 IDC 市场存量供给大幅增加。需求端，一方面受外部影响，经济发展明显放缓，需求减弱；另一方面，政策端强调平台经济监管，政策开始收紧，互联网公司增长显著放缓。因此，整体来看，这一阶段资源落地速度快于需求消化节奏，存在一定程度的供需错配现象。因此，2021 年起，IDC 厂商营收增速开始放缓，出现负增长或亏幅进一步扩大。为了避免盲目发展，一、二线城市的相关产业政策逐步收紧，部分地区开始控制项目审批及建设，早期无规则建设的 IDC 机房由于无法满足能耗要求开始出清，中尾部小厂商也越来越难拿到能耗指标，供给端开始收缩。目前，智算驱动需求侧进入新一轮周期，闲置机房有望被利用，同时零售型厂商有望率先反应由于上架率提升带来的基本面改善，世纪互联处于爬坡期的零售型机柜，在 2024 年实现明显上架率提升。

图 25：2021 年全国各区域数据中心平均机柜上架率



资料来源：CDCC，长江证券研究所

图 26：世纪互联 2024 年 Q1-Q4 城市型 IDC 上架率情况

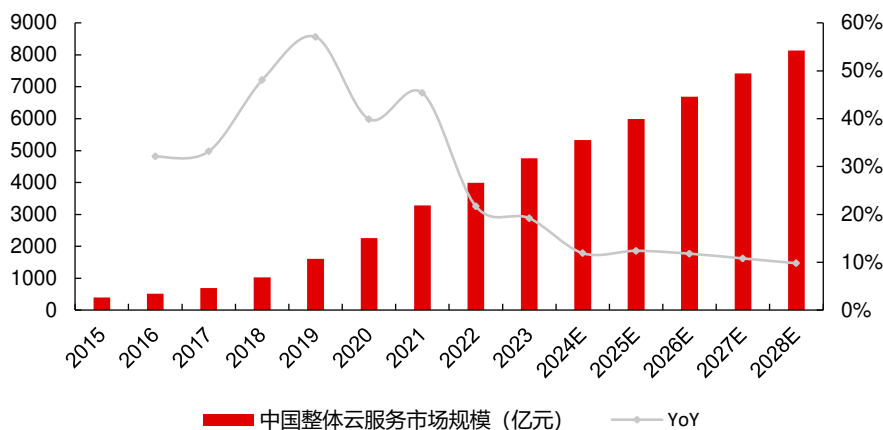


资料来源：世纪互联官网，长江证券研究所

## 云计算行业：PaaS 和 MaaS 为 AI 需求爆发坚实地基

**AI 正在促进云服务行业加速转型。**2023 年中国整体云服务市场规模为 4758 亿元，增速为 19.2%，整体实现稳健增长。以大模型为代表的人工智能相关技术发展，驱动中国整体云服务市场从“完善综合能力”向“构建融合能力”转型。技术能力革新与商业实践创新成为整体云服务行业关注焦点。云厂商需要围绕模型发展所需关键要素，为自研模型、第三方模型提供相关算力、算法、数据产品与服务；对内，云厂商借助自研模型、第三方模型升级传统云产品，深化云产品服务能力，强化运行效率，优化使用体验。

图 27：2015-2028E 中国整体云服务市场规模及增速

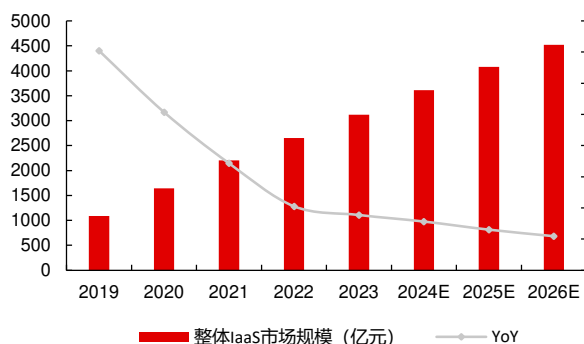


资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

**IaaS 层智能算力需求显著提升，PaaS 层整体需求占比有望逐步提升。**2023 年中国 IaaS 市场规模为 3121 亿元，增速为 17.7%；PaaS 市场规模为 750 亿元，增速为 29.5%。随着以大模型为代表的相关人工智能技术的发展，有望驱动基础云市场进一步形成“PaaS 带动 IaaS”的联动效应，成为基础云市场新的增长引擎。相较于传统 IaaS 层在基础算力领域，以价格多样化和算力精细化的商业模式来塑造差异。在大模型时代，政企客户对自研产品和智能算力质量需求显著提升，逐步成为云厂商升级底层 IaaS 能力的重点。在大模型时代，基础云厂商偏重于“基础大模型”与“行业大模型”双管齐下的发展模式。在基础大模型领域，云厂商一方面不断提升自研大模型和第三方模型的

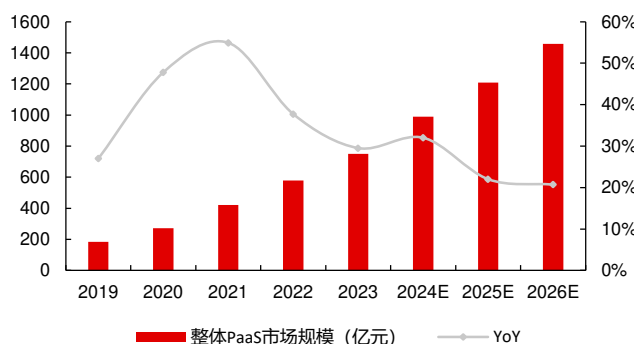
产品能力，并推出 MaaS 概念，构建全链路模型产品和服务能力。在行业大模型领域，云厂商则依托基础大模型，结合行业客户服务经验，生态伙伴能力，聚焦典型业务场景，“以点带面”逐步探索大模型商业落地。

图 28：2019-2026E 年中国整体 IaaS 市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

图 29：2019-2026E 中国整体 PaaS 市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

整体来说云服务厂商有望从单纯的基础设施提供长逐步向 AI 转型赋能者转型。尤其平台层对于构建垂类应用，不单单需要模型，还需要相关的工具链，进而根据训练和推理的不同还要选择合适性价比因素 IaaS 层的智算支撑，上到还需要结合行业应用进行专门的赋能。因为产业趋势下驱动三类增量机会：

- **智能算力服务：**以智算资源为核心，提供智能云服务。凭借云原生技术优势，通过对大规模异构智算资源的融合与调度，屏蔽各种底层复杂的计算资源、兼容多种芯片架构和开源框架，提供丰富的云计算工具，提高算力资源利用率，保障各种 AI 模型算法高效便捷运行。智能云服务彻底革新传统人工智能“高门槛、重资产、长周期”的发展模式，正逐步成为智能算力的主要服务方式之一。
- **模型即服务 (MaaS)：**MaaS 将复杂 AI 模型应用开发标准化封装，提供便捷模型服务。客户借助互联网与 API，可便捷访问和调用云上大模型，无需深入了解大模型技术细节，便可进行模型微调和应用构建，有效降低模型开发与应用门槛。据 IDC 《中国模型即服务(MaaS)及 AI 大模型解决方案市场追踪，2024H1》，MaaS 市场在 2024 年到 2028 年预计以 64.8% 的高年均复合增长率持续增长。
- **行业 AI 应用：**大模型行业应用落地加速，供需侧焦点从模型训练转变为模型应用。IDC 调研结果显示，目前 42% 的中国企业已经开始进行大模型的初步测试和重点概念验证，17% 的企业已经将技术引入生产阶段，并应用于实际业务中。

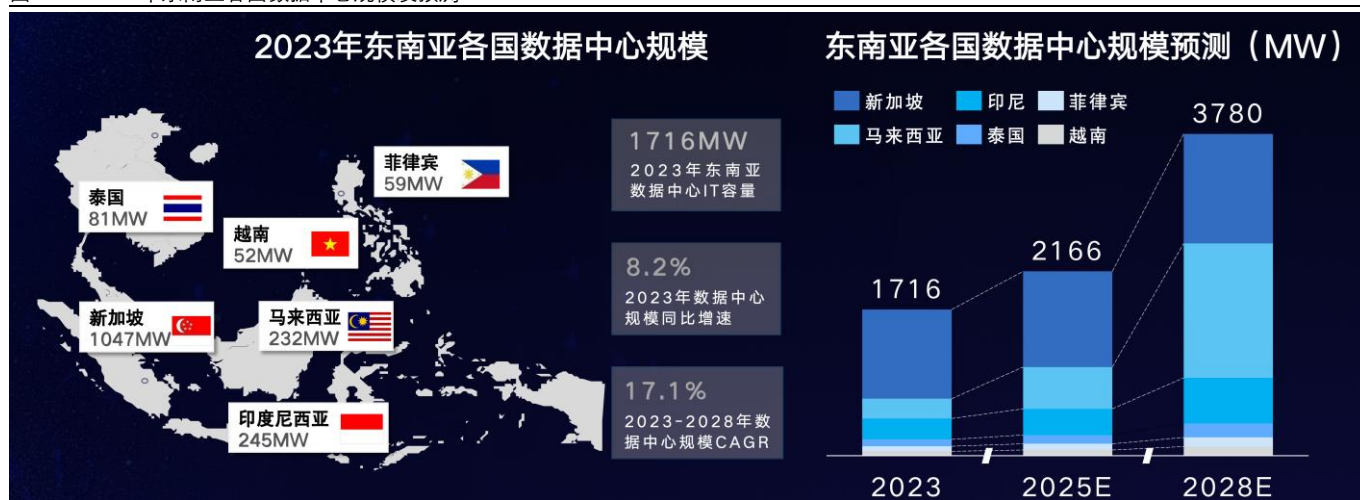
图 30：云智融合新架构下带来三类增量机会



资料来源：中国信通院，长江证券研究所

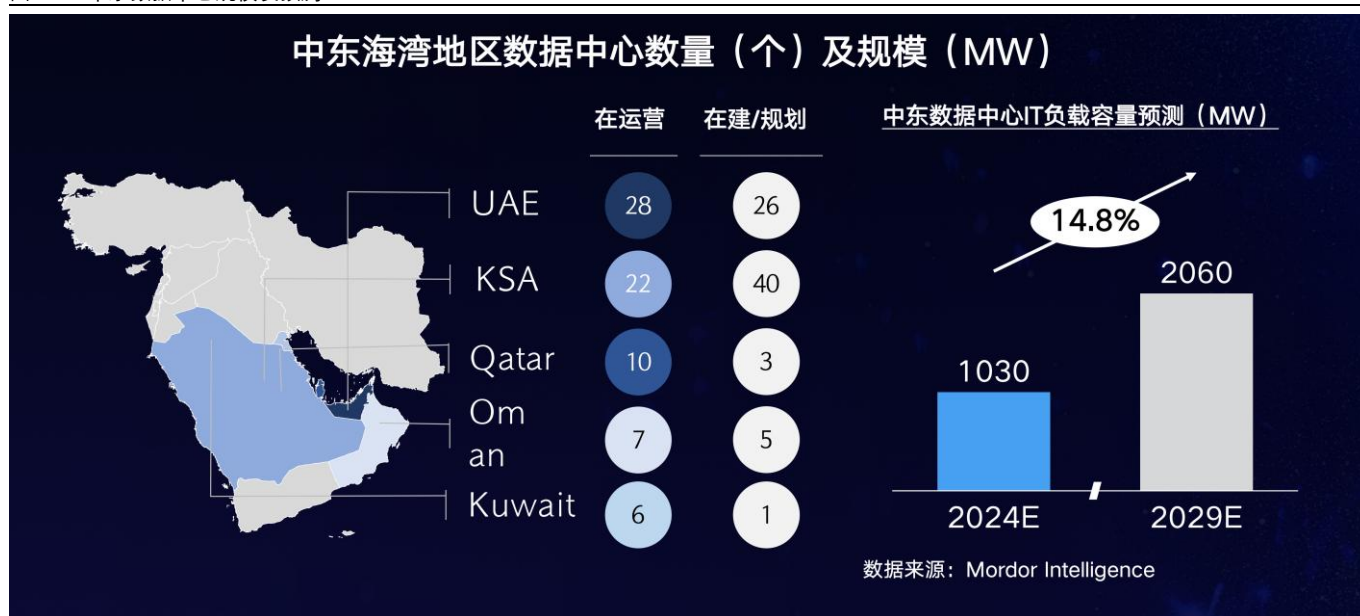
**海外市场成为云服务与 IDC 厂商业务的新增长机会。**目前国内 AI 应用尚未爆发，除了一方面受限于产品本身，还有一部分受限于下游客户的付费意愿。同时随着国内市场竞争愈加激烈，越来越多的企业将战略重心转向海外市场，特别是云计算、数据中心厂商以及产业链上游企业，纷纷加快了国际化布局的步伐。在此背景下，东南亚和中东地区作为出海战略的核心阵地，正成为众多企业争相角逐的关键市场。未来，东南亚数据中心市场的增速有望进一步加快，5 年复合增长率预计达到 17.1%。从各国市场来看，新加坡作为东南亚最为成熟的数据中心市场，由于电力资源供给的局限，未来的成长空间可能受到一定制约。相比之下，印尼和马来西亚凭借庞大的人口基数和不断提升的互联网渗透率，吸引了大量国内外资本的涌入，成为数据中心投资的热土，市场规模有望持续扩张。**与此同时，中东地区也成为国内服务商海外扩展的重要方向。**未来五年，整个中东数据中心市场预计将呈现近 15% 的年均增速，增长潜力巨大，特别是在阿联酋和沙特等国家的市场需求日益增长。

图 31：2023 年东南亚各国数据中心规模及预测



资料来源：科智咨询，长江证券研究所

图 32：中东数据中心规模及预测



资料来源：科智咨询，长江证券研究所

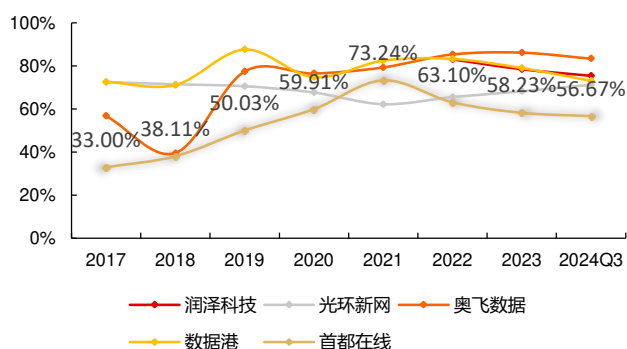
C 端市场中，国内倾向于流量变现，而海外主要依靠订阅及 API 服务变现，相对海外商业模式成熟度更高，变现模式也更为清晰。根据 Sensor Tower 数据，2024 年前 8 个月，全球 AI 应用收入达到 20 亿美元，同比飙升 51%，其中北美收入占比 47%，欧洲 21% 位居其后，中国占比 6%，北美盈利能力最强。随着国内市场竞争的激烈和资源有限性的限制，越来越多中国 AI 将开拓海外市场，寻求新的增长契机。

## 优秀的资源统筹管理者，AI 助力再度腾飞

### 独特优势：轻资产运营及全球化布局

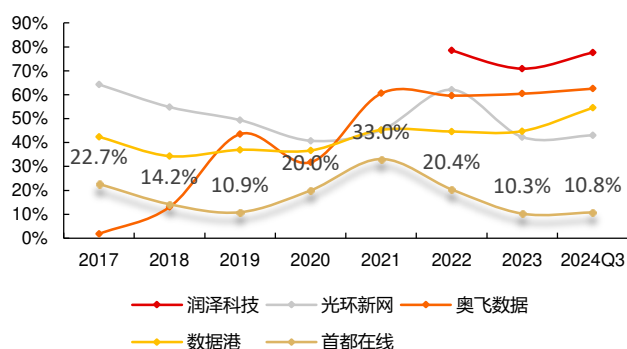
**轻资产运营助力快速转型。**IDC 行业的经营模式有三类：一是自行建设并运营 IDC 机房，其中基础通信运营商的自建机房占有市场份额的统治地位；二是与基础通信运营商合作，租用基础通信运营商机房；三是与基础通信运营商合作运营 IDC 机房。公司 IDC 经营模式主要为第二类，采用租赁机房模式开展业务，可以根据业务量及发展阶段来规划租赁规模、方式及时限，并根据业务发展的实际情况作出即时的反馈调整，从而减少资源闲置。与自建机房相比，租赁机房模式减少了公司在短期内大规模的资金投入，业务开展更加灵活，可以把资源集中到云计算业务的发展中。因此公司资产负债表具有明显的特征：（1）资产中相较于行业玩家非流动资产占据大比例，公司非流动资产中现金和应收账款占据大比例；（2）负债中相较于行业玩家基本由长期借款构成，公司流动负债较高，短期借款占大比例；（3）公司资产负债率除了集中加速投入的年份外，基本低于行业平均水平。

图 33：IDC 行业公司非流动资产/资产合计比率对比



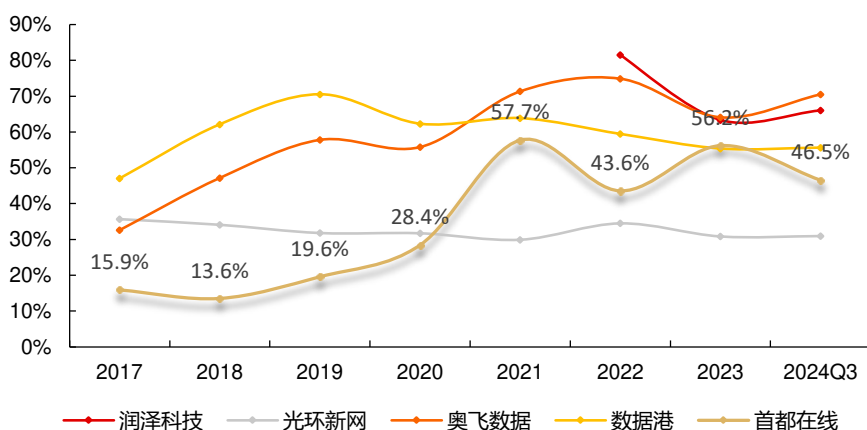
资料来源：Wind，长江证券研究所（润泽科技选用 2022-2024Q3 数据）

图 34：IDC 行业公司非流动负债/负债合计比率对比



资料来源：Wind，长江证券研究所（润泽科技选用 2022-2024Q3 数据）

图 35：IDC 行业公司资产负债率对比



资料来源：Wind，长江证券研究所（润泽科技选用 2022-2024Q3 数据）

**坚定全球化布局，掌握稀缺节点资源。**首都在线立足中国，服务全球市场，业务范围遍及 50 多个国家，在国内以及海外三大核心区域美洲、欧洲、亚太设有 24 个地域区域，52 个可用区，94 个数据中心，上千个边缘算力节点覆盖，只需 5 分钟即可完成全球业务的多点部署。

国内，公司围绕“东数西算”核心枢纽，在政策利好、电力充沛、需求旺盛地区布局智算集群，助力“源网荷储一体化”“算电协同”深度融合。公司在国内华北、华南、华中、华东、西北等国内区域成功搭建 6 个智算集群节点，管理芯片规模近 2 万片，核心节点包括庆阳和门头沟。甘肃庆阳节点为公司战略要地。2024 年，公司与庆阳市人民政府达成人工智能产业发展全面战略合作，实现从无到有的重大突破，单节点收入季度环比增速高达 82%。在庆阳，公司凭借优化卡间互联拓扑结构、运用动态负载感知及高效并行化策略，成功构建近万卡高速互联推理集群。北京市门头沟区作为首都“一廊四极”算力供给体系的京西一极，成功打造北京首个以“国产芯片+全栈生态”为核心的全国产化自主创新算力中心，是公司布局的首个重要信创算力集群。公司与华为公司、北京昇腾创新中心等合作伙伴携手，搭建了华为昇腾 AI 基础软硬件全栈生态，达成从硬件和软件自主可控到商用落地输出的完整技术和商业闭环，并广泛覆盖智慧金融、智能政务等行业应用场景。公司积极拓展建设 AIDC 统筹布局，在中国核心枢纽海南文昌、河北怀来、安徽芜湖等地规划建设 AIDC，建成后 will 有力支撑公司自有需求及客户业务需求。

图 36：2024 年 4 月公司与庆阳市人民政府签订合作框架协议



资料来源：庆阳网，长江证券研究所

图 37：2024 年 4 月公司与门头沟区自主创新算力点亮



资料来源：中国新闻网，长江证券研究所

海外方面，2024 年北美达拉斯智算节点首站告捷，东南亚、欧洲等全球热门出海区域持续扩大覆盖。公司 2013 年起就开始坚定全球化布局，在云计算时代，公司针对客户的业务需求，分别在达拉斯、法兰克福、新加坡等地通过境外数据中心部署了境外云计算网络节点。2024 年，海外核心节点逐步布局智算，进一步扩大竞争优势，抓住海外智算需求及中国应用出海的算力需求。

表 4：2019 年公司海外运营机房情况

| 机房名称         | 租用机柜数量 | 占比     | 位置    | 供应商                       | PUE  | 19 年签约运营期限     |
|--------------|--------|--------|-------|---------------------------|------|----------------|
| 达拉斯数据中心 DFW1 | 23     | 21.70% | 美国达拉斯 | DataBank Holdings Ltd     | 1.5  | 4 年，到期自动续约     |
| 达拉斯数据中心 DFW2 | 10     | 9.43%  | 美国达拉斯 | DataBank Holdings Ltd     | 1.45 | 4 年，到期自动续约     |
| 新加坡 SG3 数据中心 | 23     | 21.70% | 新加坡   | Equinix Singapore Pte Ltd | 1.45 | 1 或 3 年，到期自动续约 |

|               |     |         |         |                                      |      |                 |
|---------------|-----|---------|---------|--------------------------------------|------|-----------------|
| 法兰克福 FR4 数据中心 | 2   | 1.89%   | 德国法兰克福  | Equinix (Germany)GmbH                | 1.45 | 3 年，到期自动续约      |
| 法兰克福 FR7 数据中心 | 17  | 16.04%  | 德国法兰克福  | Equinix (Germany)GmbH                | 1.45 | 3 年，到期自动续约      |
| 香港 HK2 数据中心   | 12  | 11.32%  | 中国香港    | Equinix Hong Kong Limited            | 1.7  | 1 年或 2 年，到期自动续约 |
| 台北是方数据中心      | 6   | 5.66%   | 中国台湾    | 是方电電訊股份有限公司                          | 1.6  | 2 年，到期自动续约      |
| 日本 TY4 数据中心   | 5   | 4.72%   | 日本东京    | Equinix Japan K.K.                   | 1.45 | 1 年，到期自动续约      |
| 首尔 KNIX 数据中心  | 4   | 3.77%   | 韩国首尔    | Korea Internet Neutral eXchange Ltd. | 1.77 | 1 年，到期自动续约      |
| 洛杉矶数据中心       | 2   | 1.89%   | 美国洛杉矶   | China Telecom (America) Corp         | 1.6  | 2 年或 3 年，到期自动续约 |
| 纽约 NY2 数据中心   | 1   | 0.94%   | 美国纽约    | Equinix LLC                          | 1.7  | 3 年，到期自动续约      |
| 阿姆斯特丹数据中心     | 1   | 0.94%   | 荷兰阿姆斯特丹 | Global Switch Amsterda m B.V         | 1.5  | 1 年             |
| 合计            | 106 | 100.00% |         |                                      | -    |                 |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 产品升级：发布多新品布局 PaaS 及 MaaS

公司整体业务逐渐从 IaaS 向 PaaS 和 MaaS 进阶，有望从重资源型企业加速转型至资源统筹+赋能的云服务厂商。2025 年 2 月，公司发布首都在线 MaaS 平台，以其独特的算力纳管交易与 MaaS 平台为核心，为 AI 开发者及算力伙伴带来创新性升级。其独特的算力纳管交易平台能够高效管理调度算力，聚集算力资源，智能匹配调度，创造更多商业机会与收益，实现共建共享。并且，MaaS 平台为中小企业及 AI 开发者打造一站式 AI 解决方案，集成丰富模型 API，涵盖多种行业场景，助力企业快速集成 AI 功能，降低技术门槛，大幅缩短开发周期。近期公司已经完成了 DeepSeek、智谱 Z1 等系列模型的全面接入。

图 38：首都在线 MaaS 平台核心优势

|                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|  <p><b>低碳 AI 算力集群</b></p> <p>MaaS 服务基于首都在线智能算力平台搭建，配备专业计算资源，可扩容、可伸缩，满足大模型从 Pre-train 到 Fine-tune，以及应用到不同业务场景的推理需求，使能客户的模型高并发、低时延推理服务，帮助客户快速迭代升级模型、应用模型。</p> |  <p><b>高性价比</b></p> <p>平台提供异构算力，客户可根据自身业务选择性价比最高的算力服务，满足信创需求。</p> |  <p><b>稳定高可用</b></p> <p>基于首都在线成熟的算力资源底座搭建而成，全国范围的边缘节点可供选择。用户可就近访问，从而获得更加稳定可靠的计算和传输体验。</p> |  <p><b>友好易用</b></p> <p>支持主流基础 AI 框架和分布式加速库 (PyTorch、TensorFlow、PaddlePaddle、OneFlow、Megatron-LM、FairScale 等)，提供全栈式人工智能开发服务和通用的大规模 AI 算力调度解决方案，结合 AI 算力集群，为 AIGC 模型提供便捷高效的基础设施支撑。</p> |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 39：首都在线 MaaS 平台架构



资料来源：公司官网，长江证券研究所

## 风险提示

1、下游需求不及预期的风险：下游应有能否落地决定 IDC 和云服务行业的长期需求，当前时点以大模型为代表的核心人工智能技术仍在迭代，产品设计和产品定义仍在发展的进程之中，如果产品的商业化落地延期，一直无法真正让使用者认可，存在下游需求不及预期的风险。

2、国家产业政策调整的风险：数据中心行业和云计算行业发展受多个政府部门监管，包括工信部、发改委等。如果未来相关产业政策发生重大变化，将会对数据中心行业的产业环境、经营模式、技术研发、市场供需及定价等方面产生一定影响。

3、智算云及 IDC 投资规划不及预期的风险：尽管人工智能等领域发展推动了智算云需求增长，但市场需求仍存在波动和不确定性。如技术发展方向变化使客户对算力类型、规模需求改变，或宏观经济影响企业预算，导致对智算云服务、IDC 采购谨慎，将会影响投资回报预期。

4、盈利预测不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。预计公司 IDC 业务伴随公司自建机房交付，即供给提升逐步回升，云主机及相关服务中智算云高速增长带动业务规模快速提升，预计 2025、2026 实现营收 15.95、19.40 亿元，同比增长 14.2%、21.6%；预计 2024、2025 归母净利润-1.31、0.3 亿元，同比增长 56.9%、100.2%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若 IDC 业务机房交付进展低于预期、智算需求疲软，则公司未来收入/业绩可能增速不及预期，假设极端悲观情况下，2025、2026 年公司营业收入同比增速分别降低至 9.9%、12.5%；毛利率分别降低至 11.9%、12.9%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至 52.1%、50.9%。

表 5：公司收入及利润敏感性分析

|                | 基准情形  |       |        | 悲观情形  |       |       |
|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                | 2024  | 2025E | 2026E  | 2024  | 2025E | 2026E |
| 营业收入<br>(百万元)  | 1,397 | 1,595 | 1,940  | 1,397 | 1,535 | 1,726 |
| YoY            | 12.3% | 14.2% | 21.6%  | 12.3% | 9.9%  | 12.5% |
| 毛利率            | 8.1%  | 13.1% | 16.9%  | 8.1%  | 11.9% | 12.9% |
| 归母净利润<br>(百万元) | -303  | -131  | 0.3    | -303  | -145  | -71.2 |
| YoY            | 10.9% | 56.9% | 100.2% | 10.9% | 52.1% | 50.9% |

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元)        |       |       |       |       | 资产负债表 (百万元) |        |        |          |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|----------|-------|
|                  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |             | 2024A  | 2025E  | 2026E    | 2027E |
| 营业总收入            | 1397  | 1595  | 1940  | 2420  | 货币资金        | 327    | 176    | 343      | 551   |
| 营业成本             | 1284  | 1386  | 1612  | 1942  | 交易性金融资产     | 100    | 100    | 100      | 100   |
| 毛利               | 113   | 209   | 328   | 478   | 应收账款        | 288    | 0      | 0        | 0     |
| %营业收入            | 8%    | 13%   | 17%   | 20%   | 存货          | 1      | 0      | 0        | 0     |
| 营业税金及附加          | 4     | 5     | 6     | 7     | 预付账款        | 4      | 0      | 0        | 0     |
| %营业收入            | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 其他流动资产      | 113    | 105    | 105      | 105   |
| 销售费用             | 64    | 67    | 68    | 68    | 流动资产合计      | 834    | 380    | 548      | 755   |
| %营业收入            | 5%    | 4%    | 4%    | 3%    | 长期股权投资      | 13     | 13     | 13       | 13    |
| 管理费用             | 166   | 166   | 169   | 169   | 投资性房地产      | 0      | 0      | 0        | 0     |
| %营业收入            | 12%   | 10%   | 9%    | 7%    | 固定资产合计      | 743    | 644    | 491      | 447   |
| 研发费用             | 66    | 67    | 67    | 67    | 无形资产        | 68     | 54     | 39       | 25    |
| %营业收入            | 5%    | 4%    | 3%    | 3%    | 商誉          | 181    | 181    | 181      | 181   |
| 财务费用             | 23    | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产     | 4      | 4      | 4        | 4     |
| %营业收入            | 2%    | 0%    | 0%    | 0%    | 其他非流动资产     | 111    | 112    | 112      | 112   |
| 加：资产减值损失         | -69   | -35   | -20   | -20   | 资产总计        | 1955   | 1388   | 1388     | 1537  |
| 信用减值损失           | -2    | 0     | 0     | 0     | 短期贷款        | 315    | 315    | 315      | 315   |
| 公允价值变动收益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 应付款项        | 345    | 0      | 0        | 0     |
| 投资收益             | 2     | 2     | 2     | 2     | 预收账款        | 0      | 0      | 0        | 0     |
| 营业利润             | -289  | -129  | 0     | 149   | 应付职工薪酬      | 28     | 0      | 0        | 0     |
| %营业收入            | -21%  | -8%   | 0%    | 6%    | 应交税费        | 10     | 0      | 0        | 0     |
| 营业外收支            | 1     | 0     | 0     | 0     | 其他流动负债      | 168    | 109    | 109      | 109   |
| 利润总额             | -288  | -129  | 0     | 149   | 流动负债合计      | 866    | 424    | 424      | 424   |
| %营业收入            | -21%  | -8%   | 0%    | 6%    | 长期借款        | 0      | 0      | 0        | 0     |
| 所得税费用            | 7     | 1     | 0     | 1     | 应付债券        | 0      | 0      | 0        | 0     |
| 净利润              | -294  | -131  | 0     | 149   | 递延所得税负债     | 0      | 0      | 0        | 0     |
| 归属于母公司所有者的净利润    | -303  | -131  | 0     | 149   | 其他非流动负债     | 103    | 110    | 110      | 110   |
| 少数股东损益           | 9     | 0     | 0     | 0     | 负债合计        | 970    | 534    | 534      | 534   |
| EPS (元)          | -0.61 | -0.26 | 0.00  | 0.30  | 归属于母公司所有者权益 | 931    | 800    | 800      | 949   |
| 现金流量表 (百万元)      |       |       |       |       | 少数股东权益      | 54     | 54     | 54       | 54    |
|                  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 股东权益        | 985    | 854    | 854      | 1003  |
| 经营活动现金流净额        | 241   | 88    | 367   | 408   | 负债及股东权益     | 1955   | 1388   | 1388     | 1537  |
| 取得投资收益收回现金       | 2     | 2     | 2     | 2     | 基本指标        |        |        |          |       |
| 长期股权投资           | 0     | 0     | 0     | 0     |             | 2024A  | 2025E  | 2026E    | 2027E |
| 资本性支出            | -224  | -252  | -202  | -202  | 每股收益        | -0.61  | -0.26  | 0.00     | 0.30  |
| 其他               | -137  | -1    | 0     | 0     | 每股经营现金流     | 0.48   | 0.18   | 0.73     | 0.81  |
| 投资活动现金流净额        | -359  | -251  | -200  | -200  | 市盈率         | —      | —      | 33,750.7 | 63.23 |
| 债券融资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 市净率         | 7.48   | 11.75  | 11.75    | 9.91  |
| 股权融资             | 344   | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA   | 56.03  | 48.68  | 27.38    | 23.95 |
| 银行贷款增加 (减少)      | 335   | 0     | 0     | 0     | 总资产收益率      | -14.6% | -7.8%  | 0.0%     | 10.2% |
| 筹资成本             | -15   | 0     | 0     | 0     | 净资产收益率      | -32.6% | -16.3% | 0.0%     | 15.7% |
| 其他               | -566  | 12    | 0     | 0     | 净利率         | -21.7% | -8.2%  | 0.0%     | 6.1%  |
| 筹资活动现金流净额        | 99    | 12    | 0     | 0     | 资产负债率       | 49.6%  | 38.5%  | 38.5%    | 34.7% |
| 现金净流量 (不含汇率变动影响) | -19   | -152  | 167   | 208   | 总资产周转率      | 0.69   | 0.95   | 1.40     | 1.65  |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

|       |                                                             |
|-------|-------------------------------------------------------------|
| 行业评级  | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：  |
| 看好    | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                         |
| 中性    | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                        |
| 看淡    | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                         |
| 公司评级  | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：      |
| 买入    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%                                     |
| 增持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间                                 |
| 中性    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间                                  |
| 减持    | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%                                      |
| 无投资评级 | 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。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。