

AIDC 在手订单充足，开启横向扩张战略

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-05

主要观点：

● 业绩回顾

2024 年年报显示，公司全年实现营业收入 43.65 亿元，同比增长 0.32%，实现归母净利润 17.90 亿元，同比增长 1.62%。2025 年一季度显示，公司 Q1 实现营业收入 11.98 亿元，同比增长 21.40%，实现归母净利润 4.3 亿元，同比下滑 9.29%。特别的，基于对公司未来发展信心，公司拟使用 5-10 亿元以集中竞价方式进行股份回购。

截至 2024 年，公司累计业绩承诺完成率为 93.56%，一方面，IDC 行业竞争加剧，价格战与同质化竞争持续升温；另一方面，ADIC 行业需求旺盛，公司抓住窗口期对低功率机房进行升级改造导致公司短期业绩承压，截至 3 月末改造的 IDC 计费机柜总功率已超改造前的 90%。此外，公司 AIDC 业务中前期用于引流的高性能算力模组业务出现波动，该业务属于一次性业务，公司通过全栈式的智算服务吸引了众多头部 AI 客户入驻。后续，公司将督促业绩补偿义务人进行业绩补偿。

● 行业：传统 IDC 行业竞争白热化，AIDC 有望开启新一轮景气周期

IDC 行业上一波景气由移动互联网驱动，周期是从 2015 年到 2020 年，而后面临供给激增、低价竞争、行业出清，部分供应商后续扩容能力不足或服务质量下降，IDC 行业已经经历了 4-5 年的下行周期。当前，散点的、不具备改造条件的低功率机柜市场仍然没有明确的复苏迹象，主要是现阶段的 AI 场景对流量的带动相对有限，行业更多体现出由 IDC 转向 AIDC 导致的去库存以及上架率的被动提升。

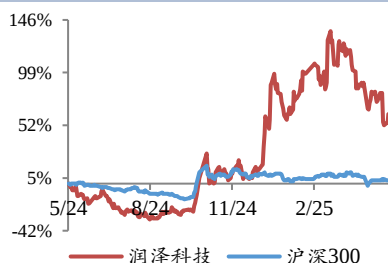
AIDC 方面，智算中心是 AI 基建最绕不开的环节，在全球 AI 产业链上，国内光通信、服务器等厂商 2024 年相关收入快速增长，算力集群搭建所需的各类辅材如线缆、交换机等也都非常紧缺，产业链各环节最终都到归属到 AIDC 运行，因此 AIDC 的市场需求比较旺盛，早期以训练需求为主、全面转向推理则需求将进一步扩大。

● 公司：在 AIDC 领域获得优势卡位，拟交付机柜数量有望大幅增长

公司已在京津冀（廊坊）、长三角（平湖）、大湾区（佛山和惠州）、成渝经济圈（重庆）、甘肃（兰州）和海南（儋州）等全国 6 大区域部署算力集群，全国合计规划 61 栋智算中心、约 32 万架机柜。最近两年公司一共新增交付 IT 功率合计约 240MW，今年相对明确的交付 IT 功率合计约 420MW，目前已交付和即将交付的机房全部取得投产订单，预计年内可完成上架并趋于成熟。同时，未来两年公司将开始涉足外延式发展，横向并购也可能会有新增交付。

收盘价（元）	48.57
近 12 个月最高/最低（元）	74.80/20.67
总股本（百万股）	1,721
流通股本（百万股）	554
流通股比例（%）	32.20
总市值（亿元）	836
流通市值（亿元）	269

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晶

执业证书号：S0010522070001

电话：15000930816

邮箱：chenjing@hazq.com

相关报告

1. 三季报超预期，AIDC 业务受益国产 AI 大模型崛起 2024-10-30

2. IDC 行业回暖，AIDC 和液冷助力公司高增长 2024-08-28

传统 IDC 方面，公司凭借“低能级成本打高能级需求（客户在一线城市，机房在其卫星城）”、“自投、自建、自持、自运维物业（折旧摊销成本更低）”、“超大规模园区级算力中心（含综合管廊、变电站等设施，集约化程度高）”的廊坊模式获得了行业领先水平的上架率和毛利率。

AIDC 方面，智算集群对空间集中度、网络传输设计、算力部署密度、运维管理水平提出更加严苛的要求。公司算力服务能力全行业领先，在空间距离、网络拓扑设计、路由路径、管理模式、高功率等方面均具备优势。公司前期通过出售算力模组引流，已率先卡位 AI 头部公司的模型训练环节，客户转向推理公司将率先受益。

液冷方面，公司将自研的液冷技术全面应用于全国多园区的下一代新型智算中心项目中，创造性地完成了高功率、高算网、高存储、多模组的多元融合架构智算集群基础设施设计，可实现单体建筑面积约 22 万平米、IT 功率超 200MW，在理论距离约束范围内可聚集 13 万张以上算力卡的集群，处于行业领先地位。

● 投资建议

我们调整公司 2025-2026 归母净利润预测值分别至 27.47、33.58 亿元（前值 33.05、41.56 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 37.44 亿元。当前股价对应 P/E 分别为 30.43/24.90/22.33，对应 EV/EBITDA 分别为 22.79/19.14/16.92，维持“买入”评级。

● 风险提示

海外算力芯片禁售、国产算力芯片产能不足导致上架节奏不及预期，引流业务拖累公司整体盈利能力等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4365	6012	7349	8103
收入同比（%）	0.3%	37.7%	22.2%	10.2%
归属母公司净利润	1790	2747	3358	3744
净利润同比（%）	1.6%	53.4%	22.2%	11.5%
毛利率（%）	48.9%	48.9%	49.5%	50.7%
ROE（%）	18.0%	22.4%	22.1%	20.4%
每股收益（元）	1.04	1.60	1.95	2.17
P/E	49.96	30.43	24.90	22.33
P/B	8.98	6.82	5.49	4.55
EV/EBITDA	34.75	22.79	19.14	16.92

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	8941	12022	12912	13382					
现金	4826	12225	10342	11628					
应收账款	1098	405	1310	581					
其他应收款	91	-8	89	1					
预付账款	23	31	37	40					
存货	1770	-1763	0	0					
其他流动资产	1133	1133	1133	1133					
非流动资产	22368	22918	22879	23857					
长期投资	2	2	2	2					
固定资产	13049	15123	16607	16810					
无形资产	1269	1245	1221	1197					
其他非流动资产	8048	6548	5048	5848					
资产总计	31309	34940	35790	37240					
流动负债	6017	6228	6067	6314					
短期借款	100	100	100	100					
应付账款	1585	2169	1956	2485					
其他流动负债	4332	3959	4012	3728					
非流动负债	13741	14824	12824	10824					
长期借款	10500	12500	10500	8500					
其他非流动负债	3241	2324	2324	2324					
负债合计	19759	21052	18891	17138					
少数股东权益	1584	1628	1681	1740					
股本	1541	2304	2304	2304					
资本公积	5461	4697	4697	4697					
留存收益	2964	5258	8216	11359					
归属母公司股东权	9966	12260	15218	18361					
负债和股东权益	31309	34940	35790	37240					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	2094	8653	1875	6158					
净利润	1819	2791	3411	3803					
折旧摊销	748	994	1083	1075					
财务费用	259	464	464	384					
投资损失	-15	-120	-147	-162					
营运资金变动	-675	4528	-2932	1062					
其他经营现金流	2452	-1742	6339	2737					
投资活动现金流	-4293	-1420	-893	-1888					
资本支出	-4876	-1540	-1040	-2050					
长期投资	564	0	0	0					
其他投资现金流	19	120	147	162					
筹资活动现金流	5499	318	-2864	-2984					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	2900	2000	-2000	-2000					
普通股增加	1	763	0	0					
资本公积增加	571	-763	0	0					
其他筹资现金流	2027	-1682	-864	-984					
现金净增加额	3300	7552	-1882	1286					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	4365	6012	7349	8103					
营业成本	2229	3072	3712	3997					
营业税金及附加	63	48	59	65					
销售费用	2	4	4	5					
管理费用	145	180	220	203					
财务费用	247	118	150	177					
资产减值损失	0	0	0	0					
公允价值变动收益	-1	0	0	0					
投资净收益	15	120	147	162					
营业利润	1828	2801	3424	3818					
营业外收入	4	5	5	5					
营业外支出	3	1	1	1					
利润总额	1829	2805	3428	3822					
所得税	11	14	17	19					
净利润	1819	2791	3411	3803					
少数股东损益	28	44	53	59					
归属母公司净利润	1790	2747	3358	3744					
EBITDA	2810	3792	4510	4909					
EPS（元）	1.04	1.60	1.95	2.17					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	0.3%	37.7%	22.2%	10.2%
营业利润	2.7%	53.2%	22.2%	11.5%
归属于母公司净利	1.6%	53.4%	22.2%	11.5%
获利能力				
毛利率（%）	48.9%	48.9%	49.5%	50.7%
净利率（%）	41.0%	45.7%	45.7%	46.2%
ROE（%）	18.0%	22.4%	22.1%	20.4%
ROIC（%）	8.3%	9.6%	11.4%	12.2%
偿债能力				
资产负债率（%）	63.1%	60.3%	52.8%	46.0%
净负债比率（%）	171.1%	151.6%	111.8%	85.3%
流动比率	1.49	1.93	2.13	2.12
速动比率	1.00	2.03	1.94	1.93
营运能力				
总资产周转率	0.16	0.18	0.21	0.22
应收账款周转率	4.04	8.00	8.57	8.57
应付账款周转率	1.43	1.64	1.80	1.80
每股指标（元）				
每股收益	1.04	1.60	1.95	2.17
每股经营现金流	1.22	5.03	1.09	3.58
每股净资产	5.79	7.12	8.84	10.67
估值比率				
P/E	49.96	30.43	24.90	22.33
P/B	8.98	6.82	5.49	4.55
EV/EBITDA	34.75	22.79	19.14	16.92

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。