

奥飞数据（300738.SZ）

业绩符合预期，重视扩产带来的业绩弹性机会

公司评级

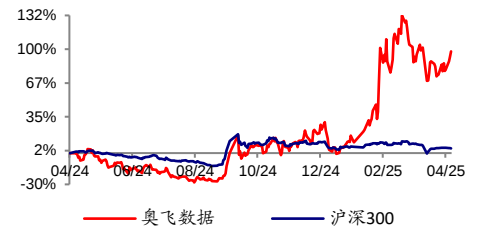
买入

当前价格	23.50 元
合理价值	29.69 元
报告日期	2025-05-05

核心观点：

- **事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。**2024 年，公司实现营收 21.65 亿元，同比增长 62.2%；实现 EBITDA 8.27 亿元，同比增长 38.8%；实现归母净利润 1.24 亿元，同比减少 12.2%。2025Q1，公司实现营收 5.36 亿元，同比增长 40.6%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 2.5%。
- **持续扩产、业绩增长空间充足。**新的数据中心、智算中心持续交付及已交付机柜上架率提升导致公司收入实现较快速增长。此外，公司切入算力租赁赛道，先从确定性更高的设备销售、网络架构的搭建、运维等方面切入，并以此为基础，积累下游算力租赁客户，其他互联网综合服务收入规模的增长促进了公司整体收入的增长。
- **AI 带动下，IDC 需求再加速。**根据 Semianalysis 数据，总体看，电力消耗 90% 的增长驱动力来自 AI；根据中国信通院数据，2023 年中国智算中心市场投资规模达 879 亿元，同比增长 90% 以上，预计 2028 年中国智算中心市场投资规模有望达到 2886 亿元。
- **IDC 去库存周期来临。**IDC 自 2021 年以来经历了较长周期的供需关系调整，体现为第三方厂商上架率不断下降、持续磨底；23Q3，以世纪互联为例，可以观察到 AIDC 在国内的增长潜力，当季新增高功率机柜订单 > 30kW；自 23Q3 及之后，IDC 行业综合上架率不断环比攀升，直至超越 2017 年以来最高水平。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2025-2027 年 EBITDA 分别为 14.4、18.6、22.2 亿元，考虑到公司积极扩产带来充分的成长性预期，叠加国内算力基础设施建设高景气度，给予 2025 年 26 倍 EV/EBITDA，对应合理价值 29.69 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**AI 应用发展不及预期；下游 AIDC 资本开支波动；上游供应链价格波动；供给格局拥挤；公司新签订单进度不及预期。

相对市场表现



分析师：

韩东



SAC 执证号：S0260523050005



021-38003776



gfhandong@gf.com.cn

分析师：

王亮



SAC 执证号：S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

分析师：

王昊



SAC 执证号：S0260525030001



021-38003541



shwanghao@gf.com.cn

请注意，韩东、王昊并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1335	2165	2939	4274	5567
增长率（%）	21.6%	62.2%	35.8%	45.4%	30.3%
EBITDA（百万元）	596	827	1438	1859	2215
归母净利润（百万元）	141	124	202	317	491
增长率（%）	-14.7%	-12.2%	62.6%	57.2%	54.7%
EPS（元/股）	0.15	0.13	0.20	0.32	0.50
市盈率（P/E）	69.49	112.49	114.74	72.97	47.16
ROE（%）	4.6%	3.7%	3.8%	5.5%	7.8%
EV/EBITDA	23.09	23.40	21.76	17.92	14.86

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

目录索引

一、业绩符合预期，重视扩产带来的业绩弹性机会	4
二、AI 需求释放，关注预期修复下的 IDC 产业链投资机会	5
三、盈利预测和投资建议	7
四、风险提示	9

图表索引

图 1: 数据中心上下游产业链	5
图 2: 典型的 IDC 托管业务模式	6
表 1: 奥飞数据各板块业务营收及毛利率预测	7
表 2: 可比公司估值	8

一、业绩符合预期，重视扩产带来的业绩弹性机会

事件：公司发布2024年年报及2025年一季报。2024年，公司实现营收21.65亿元，同比增长62.2%；实现EBITDA 8.27亿元，同比增长38.8%；实现归母净利润1.24亿元，同比减少12.2%。2025Q1，公司实现营收5.36亿元，同比增长40.6%；实现归母净利润0.52亿元，同比增长2.5%。

持续扩产、业绩增长空间充足。新的数据中心、智算中心持续交付及已交付机柜上架率提升导致公司收入实现较快速增长。此外，公司切入算力租赁赛道，先从确定性更高的设备销售、网络架构的搭建、运维等方面切入，并以此为基础，积累下游算力租赁客户，其他互联网综合服务收入规模的增长促进了公司整体收入的增长。

AI带动下，IDC需求再加速。根据Semianalysis数据，总体看，电力消耗90%的增长驱动力来自AI；根据中国信通院数据，2023年中国智算中心市场投资规模达879亿元，同比增长90%以上，预计2028年中国智算中心市场投资规模有望达到2886亿元。

IDC去库存周期来临。IDC自2021年以来经历了较长周期的供需关系调整，体现为第三方厂商上架率不断下降、持续磨底；23Q3，以世纪互联为例，可以观察到AIDC在国内的增长潜力，当季新增高功率机柜订单>30kW；自23Q3及之后，IDC行业综合上架率不断环比攀升，直至超越2017年以来最高水平。

二、AI 需求释放，关注预期修复下的 IDC 产业链投资机会

IDC（Internet Data Center，互联网数据中心）定义为安置服务器、存储及相关网路设备的基建设施，用于组织、处理、存储及传播数据，通常该业务可以外包至专业第三方数据中心服务商，其通常通过两种业务模式提供服务：（1）托管服务，第三方数据中心服务商提供电源、冷却等基础设施及外部互联网链接；（2）基础设施管理服务，包括全套数据中心管理服务，如服务器监控、运维管理、负载均衡、应急灾备及防火墙等服务。

供给侧，按照运营商接入类型，可以将IDC分为运营商IDC和第三方IDC，前者主要由中国电信、中国移动和中国联通主导，后者由市场化供应商参与，可进一步分为自建IDC和代管他人IDC。

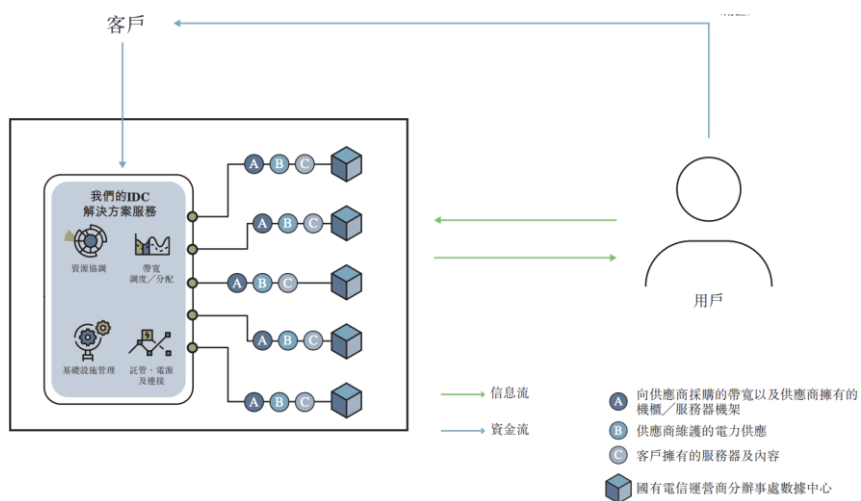
图 1：数据中心上下游产业链



数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

客户选择托管的趋势日益明显，利好第三方IDC厂商。企业越来越倾向于将ICT设施外包予第三方IDC，以降低复杂性、人力成本和财报预算，更重要的是托管模式可以更有效地应对快速变化的ICT需求：（1）外包始终应较内部管理系统更具成本效应，因为第三方IDC将成本分摊至多个客户，并可将由此产生的经济效应传递至客户；（2）许多企业正在寻求灵活利用新市场机遇，相较于自建ICT设施而言，第三方托管通常可以更快交付需求；（3）AI算力需求正处于上行周期，高功率密度机柜及模块化IDC需求大幅增加，专业服务需求不断增加。因此，部分第三方IDC厂商投资相关设施，为客户提供专用服务器及网络设备，以确保其客户的AI应用托管于可靠硬件上，并由经验丰富的专业人员进行维护及监控。

图 2：典型的IDC托管业务模式



数据来源：云工场 2022 年年报，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

随着国产AI大模型的发布，国内算力建设迎来高景气度，伴随去库存周期、产能扩张周期和单机柜价格底部企稳，IDC有望迎来周期性回暖行情。

收入与毛利率分析：

（1）IDC服务。考虑到公司正处于扩产周期，结合公司“批发”的商业模式，我们预计随着公司对固定资产的投入以及客户逐步上架，收入侧有望对应地体现为高速增长，预计2025-2027年收入增速为51.2%、54.0%、39.5%；毛利率方面，IDC行业目前未见涨价预期，同时公司扩增固定资产将带来一定折旧压力，因此我们预计2025-2027年该板块毛利率为25%、24%、24%。

（2）其他互联网综合服务。该板块同样属于前期投入较重的业务，我们预计公司会将资本开支更多投向IDC服务，因此预计该板块2025-2027年收入增速为27.0%、21.0%、0.0%；毛利率方面，该业务所在行业整体利润率相对较低，我们预计2025-2027年该板块毛利率为14%、14%、13%。

（3）分布式光伏系统。该板块所在行业非公司主营行业，我们预计该板块2025-2027年收入增速为50%、40%、10%，预计毛利率保持在66%的平衡水平。

综上，我们预计公司2025-2027年分别实现营业收入29.4、42.7、55.7亿元，预计实现EBITDA分别为14.4、18.6、22.2亿元。

表 1：奥飞数据各板块业务营收及毛利率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
IDC 服务				
收入	1386.5	2096.9	3230.1	4504.6
增长率	24.1%	51.2%	54.0%	39.5%
成本	974.7	1572.7	2454.9	3423.5
毛利	411.8	524.2	775.2	1081.1
毛利率(%)	29.7%	25.0%	24.0%	24.0%
其他互联网综合服务				
收入	559.2	710.0	859.1	859.1
增长率	264.2%	27.0%	21.0%	0.0%
成本	468.9	610.6	738.8	747.4
毛利	90.3	99.4	120.3	111.7
毛利率(%)	16.2%	14.0%	14.0%	13.0%
分布式光伏系统				
收入	88.1	132.2	185.1	203.6
增长率	106.5%	50.0%	40.0%	10.0%
成本	29.4	40.0	62.9	69.2
毛利	58.7	92.2	122.2	134.4
毛利率(%)	66.6%	66.0%	66.0%	66.0%
合计				
收入	2164.8	2939.1	4274.3	5567.3
增长率	62.2%	35.8%	45.4%	30.3%
成本	1593.4	2223.3	3256.6	4240.1

毛利	571.5	715.8	1017.7	1327.2
毛利率	26.4%	24.4%	23.8%	23.8%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

采用可比公司估值法对公司进行估值。奥飞数据深耕IDC领域，近年拓展算力租赁领域，我们选取海外的IDC龙头Equinix、Digital Realty及国内的润泽科技作为可比公司。

Equinix、Digital Realty是全球领先的IDC服务提供商，2023年二者皆被咨询机构“IDC”评价为全球数据中心领导者，作为全球龙头，其估值水平对奥飞数据有较强的参考意义；润泽科技是主营国内业务、且在A股上市的IDC龙头，其已在京津冀·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，因此，润泽科技作为A股龙头，其估值水平对奥飞数据同样有较强的参考意义。

参考可比公司及公司往年业绩表现，同时考虑到公司积极扩产带来充分的成长性预期，叠加国内算力基础设施建设高景气度，给予2025年26倍EV/EBITDA，对应合理价值29.69元/股，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿人民币）	EBITDA（亿人民币）			EV/EBITDA估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
Equinix	EQIX.O	数据中心托管	5908.1	256.8	321.4	354.0	30.04	21.74	19.74
Digital Realty	DLR.N	数据中心托管	3880.0	172.6	227.3	254.0	31.12	23.02	20.60
润泽科技	300442.SZ	数据中心托管	788.4	25.8	39.3	47.9	36.84	23.89	19.61

资料来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心，备注：Equinix、Digital Realty、润泽科技盈利预测来自 Bloomberg 一致预测；数据截至 2025 年 4 月 30 日

四、风险提示

（一）AI应用发展不及预期

AI应用发展受各方影响因素较多，若不能及时有效推动，整体建设或不能达到预期。

（二）下游AIDC资本开支波动

本文所研究的冷却、能源等环节受益于下游IDC厂商资本开支扩张，若资本开支有所波动，则可能影响相关企业利润表现。

（三）上游供应链价格波动

若潜在的进出口政策、汇率波动等因素影响供应链价格，则可能对相关企业利润表现造成影响。

（四）供给格局拥挤

若公司所在行业供给侧新进入者增加，可能导致未来新签订单价格不及预期，从而对本文相关假设造成影响。

（五）公司新签订单进度不及预期

若公司业务拓展不及预期，则可能对本文相关假设造成影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,183	1,703	2,225	2,828	3,617
货币资金	436	243	411	295	406
应收及预付	441	742	980	1,443	1,879
存货	6	55	43	73	99
其他流动资产	300	662	791	1,018	1,233
非流动资产	7,405	9,982	15,294	17,746	17,928
长期股权投资	138	193	193	193	193
固定资产	4,211	6,281	9,467	11,444	12,280
在建工程	992	1,543	3,043	3,043	2,543
无形资产	1,094	1,062	1,234	1,321	1,287
其他长期资产	971	903	1,355	1,745	1,624
资产总计	8,589	11,685	17,518	20,574	21,545
流动负债	2,177	3,458	6,166	8,411	9,111
短期借款	1,213	1,482	3,482	4,982	4,982
应付及预收	272	1,016	1,534	2,231	2,899
其他流动负债	693	960	1,150	1,197	1,230
非流动负债	3,326	4,853	5,953	6,373	6,093
长期借款	1,431	2,338	3,138	3,438	3,238
应付债券	573	378	578	678	578
其他非流动负债	1,322	2,137	2,237	2,257	2,277
负债合计	5,504	8,310	12,119	14,784	15,204
股本	954	978	1,065	1,065	1,065
资本公积	1,164	1,356	3,118	3,218	3,318
留存收益	840	944	1,125	1,409	1,850
归属母公司股东权益	3,065	3,342	5,363	5,748	6,288
少数股东权益	20	32	36	43	53
负债和股东权益	8,589	11,685	17,518	20,574	21,545

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1335	2165	2939	4274	5567
营业成本	971	1593	2223	3257	4240
营业税金及附加	4	9	10	15	20
销售费用	18	27	44	64	81
管理费用	42	62	88	128	167
研发费用	26	67	94	137	178
财务费用	139	224	294	375	416
资产减值损失	0	-23	0	0	0
公允价值变动收益	2	-2	0	0	0
投资净收益	4	11	6	9	11
营业利润	161	126	205	328	503
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	162	126	205	328	503
所得税	17	-1	0	4	2
净利润	145	127	206	324	501
少数股东损益	4	3	4	6	10
归属母公司净利润	141	124	202	317	491
EBITDA	596	827	1438	1859	2215
EPS (元)	0.15	0.13	0.20	0.32	0.50

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	655	715	1,695	1,880	2,231
净利润	145	127	206	324	501
折旧摊销	304	464	938	1,156	1,296
营运资金变动	40	-161	243	25	23
其它	167	285	308	375	411
投资活动现金流	-1,947	-2,751	-6,250	-3,599	-1,467
资本支出	-1,454	-2,618	-5,742	-3,150	-1,500
投资变动	-460	-163	-480	-450	30
其他	-33	30	-28	1	3
筹资活动现金流	1,361	1,939	4,723	1,604	-653
银行借款	64	1,176	2,800	1,800	-200
股权融资	1,217	27	1,750	0	0
其他	80	736	173	-196	-453
现金净增加额	68	-98	168	-116	111
期初现金余额	82	150	52	220	104
期末现金余额	150	52	220	104	215

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	21.6%	62.2%	35.8%	45.4%	30.3%
营业利润	15.1%	-21.8%	62.9%	59.6%	53.3%
归母净利润	-14.7%	-12.2%	62.6%	57.2%	54.7%
获利能力					
毛利率	27.2%	26.4%	24.4%	23.8%	23.8%
净利率	10.9%	5.9%	7.0%	7.6%	9.0%
ROE	4.6%	3.7%	3.8%	5.5%	7.8%
ROIC	3.6%	4.2%	3.6%	4.3%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	64.1%	71.1%	69.2%	71.9%	70.6%
净负债比率	178.4%	246.3%	224.5%	255.3%	239.8%
流动比率	0.54	0.49	0.36	0.34	0.40
速动比率	0.38	0.32	0.23	0.22	0.26
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.21	0.20	0.22	0.26
应收账款周转率	4.28	4.49	4.09	4.32	4.09
存货周转率	327.61	52.10	45.14	56.31	49.38
每股指标 (元)					
每股收益	0.15	0.13	0.20	0.32	0.50
每股经营现金流	0.69	0.73	1.72	1.91	2.26
每股净资产	3.10	3.35	5.39	5.78	6.33
估值比率					
P/E	69.49	112.49	114.74	72.97	47.16
P/B	3.42	4.33	4.36	4.07	3.71
EV/EBITDA	23.09	23.40	21.76	17.92	14.86

广发通信行业研究小组

韩 东：首席分析师，硕士，毕业于上海交通大学，2022 年加入广发证券。

李 璟 菲：资深分析师，硕士，毕业于美国凯斯西储大学，2023 年加入广发证券发展研究中心，曾任职于华创证券，2 年证券行业研究经验。

戎 志 强：资深分析师，硕士，毕业于加州大学圣地亚哥分校，2021 年 9 月加入广发证券，曾任职于 Westlake International LLC。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。