



公司研究 | 深度报告 | 光环新网 (300383.SZ)

# 老牌 IDC 厂商再启程

## 报告要点

2024 年, AI 浪潮推动下, 互联网大厂 CAPEX 重新抬头, 大厂陆续重启大规模 IDC 招标; 2025 年, 国家管控进一步加强, 供给端进一步收缩, IDC 供需格局加速改善, 行业拐点已现。公司为国内老牌 IDC 厂商, 秉持 IDC+云计算业务双引擎战略, 云计算贡献核心收入增量、IDC 业务贡献核心利润增量。公司云计算业务绑定 AWS 维持平稳, IDC 业务于 2024 年突破核心大客户, 后续资源储备丰富, 同时领先初探东南亚布局, 远期成长潜力充足。此外, 公司负债率显著低于同行, 具备充裕的融资空间。在当下 IDC 行业反转的背景下, 有望深度受益。

## 分析师及联系人



于海宁

SAC: S0490517110002

SFC: BUX641



温筱婷

SAC: S0490524100002

# 老牌 IDC 厂商再启程

## 数据中心筑基业，云聚智算启新程

光环新网成立于 1999 年，以互联网宽带接入业务起步，2001 年率先在北京开展 IDC 业务，此后通过收购和自建不断扩张数据中心业务；2016 年与亚马逊合作运营 AWS 中国（北京）区域云计算服务，正式进入云计算领域，搭建完毕“IDC+云计算”双轮驱动模式。近年来，公司营收端基本保持平稳，业绩自 2022 年起逐步恢复。从营收端看，近年来云计算占比基本维持在 70%+，IDC 业务维持在 25%-30%。从毛利端看，IDC 业务为核心贡献项，占比多在 60%+。

## IDC：供需格局加速改善，价格已逐步企稳

IDC 需求来源于数据的存储和计算，互联网是 IDC 的主要需求方。2020 年，受“新基建”政策刺激，数据中心建设浪潮兴起，供给大幅增加，但互联网大厂需求受平台经济监管加强等因素影响开始放缓，导致 IDC 进入供大于求阶段，价格持续下探。2021 年，为避免盲目发展，一、二线城市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，早期无法满足能耗要求的机房开始出清。2024 年，AI 浪潮推动下，互联网大厂资本开支重新抬头，大厂陆续重启大规模 IDC 招标；2025 年，国家管控进一步加强，供给端进一步收缩，IDC 供需格局加速改善，行业拐点已现，价格或也将有望逐步回暖。竞争格局方面，第三方 IDC 厂商凭借运维能力强、市场响应速度快、可提供多样化增值服务等优势，叠加近年来行业出清及横向并购延续，第三方 IDC 厂商份额稳步提升。数据中心 REITs 逐步落地也将为 IDC 厂商拓宽融资渠道。

## 资源点位基础丰厚，杠杆低融资空间大

公司 IDC 业务起步于北京市区，后续逐步辐射京津冀+长三角+中西部地区。截至 2025Q1 末，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，已投产机柜数量约 5.9 万架，签约率超过 80%，上电率接近 70%。2024 年，公司拿下核心大客户订单，天津宝坻三期+内蒙古两大项目为公司提供远期显著扩容空间。公司云计算业务业绩较为稳定，公司持有亚马逊北京区域 AWS 运营权，累计运营时间 8 余年，AWS 为全球及中国头部云厂商。相较于同行，公司负债率显著较低，具备充裕的融资空间。IDC 行业具备重资产投资属性，在当前 IDC 行业进入交付大年的背景下，公司充裕的融资空间将有力支撑 IDC 业务的快速扩张。

## 投资建议

2024 年，AI 浪潮推动下，互联网大厂资本开支重新抬头，大厂陆续重启大规模 IDC 招标；2025 年，国家管控进一步加强，供给端进一步收缩，IDC 供需格局加速改善，行业拐点已现，价格或也将有望逐步回暖。公司为国内老牌 IDC 厂商，过去几年秉持 IDC+云计算业务双引擎战略，云计算贡献核心收入增量、IDC 业务贡献核心利润增量。当前时点，公司云计算业务绑定 AWS 维持平稳，IDC 业务于 2024 年实现核心大客户突破，后续在手资源储备丰富，同时领先初探东南亚布局，远期成长潜力充足。此外，公司负债率显著低于同行，具备充裕的融资空间，将有力支撑重资产 IDC 业务的快速扩张。在当下 IDC 行业反转的背景下，公司有望深度受益。**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.73 亿元、4.36 亿元、5.19 亿元，对应 PE 66x、57x、48x，维持“买入”评级。**

## 风险提示

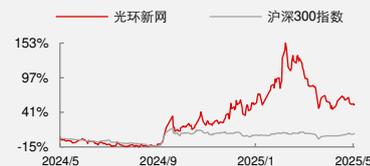
1、IDC 行业竞争加剧；2、上架进度不及预期；3、商誉减值风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

### 公司基础数据

当前股价(元)	13.77
总股本(万股)	179,759
流通A股/B股(万股)	179,374/0
每股净资产(元)	7.11
近12月最高/最低价(元)	24.00/7.56

注：股价为 2025 年 5 月 21 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

数据中心筑基业，云聚智算启新程 .....	6
IDC：供需格局加速改善，价格已逐步企稳 .....	9
进入基本面修复期，供需格局加速改善 .....	9
价格下探空间有限，已逐步企稳 .....	13
第三方 IDC 公司份额持续扩张 .....	14
融资渠道多样化，公募 REITs 初开启 .....	15
资源点位基础丰厚，杠杆低融资空间大 .....	17
IDC：资源储备丰富，初探东南亚出海 .....	17
云：绑定 AWS，相关业绩稳定 .....	19
融资空间充裕，支持快速扩张 .....	21
投资建议 .....	22
风险提示 .....	23

## 图表目录

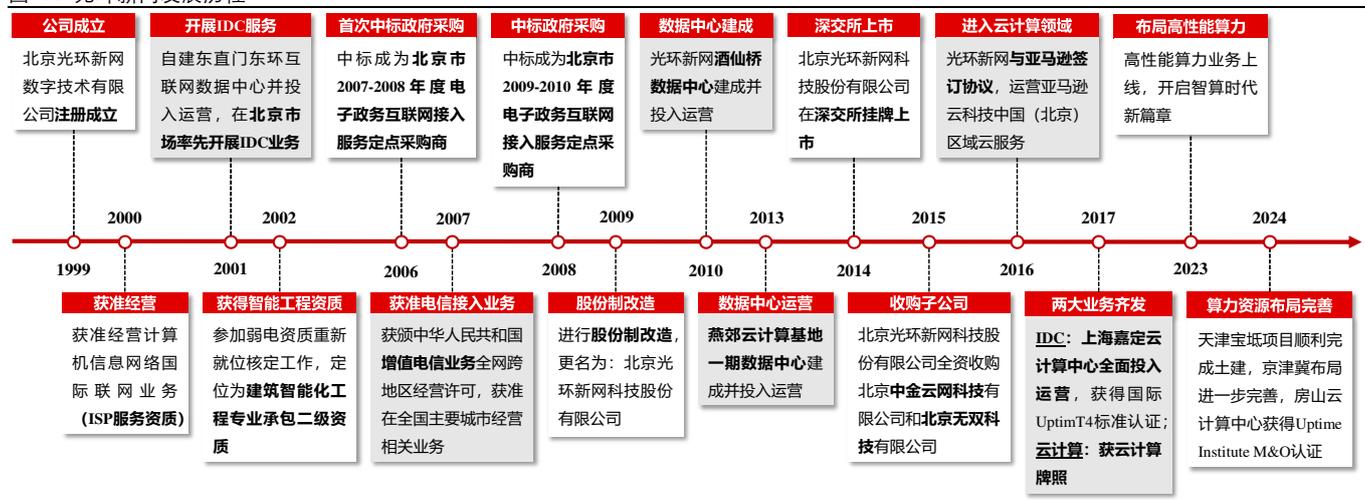
图 1：光环新网发展历程 .....	6
图 2：光环新网股权结构（截至 2025 年 4 月底） .....	7
图 3：公司营业收入（亿元） .....	7
图 4：公司归母净利润（亿元） .....	7
图 5：公司分业务收入（亿元） .....	8
图 6：公司秉持云计算和数据中心双引擎战略 .....	8
图 7：公司 IDC 业务毛利率高于云计算业务 .....	8
图 8：2024 年公司云计算和 IDC 业务合计贡献约 98% 的毛利 .....	8
图 9：公司毛利率和归母净利率 .....	9
图 10：公司销售/管理/财务费用率 .....	9
图 11：2019 年中国 IDC 服务下游客户结构 .....	9
图 12：一张图复盘 IDC 行业发展史 .....	10
图 13：互联网普及率、互联网宽带接入用户数及增速 .....	10
图 14：中国移动互联网接入流量及增速 .....	10
图 15：IDC 厂商营收增速 .....	12
图 16：A 股上市 IDC 厂商业绩增速 .....	13
图 17：美股上市 IDC 厂商业绩（亿元） .....	13
图 18：国内互联网三巨头资本开支（百万美元） .....	13
图 19：国内互联网三巨头合计资本开支及增速 .....	13
图 20：2020-2024 中国在运营 IDC 机柜数量及增长 .....	15
图 21：2023 年中国算力中心市场重点区域上架率情况 .....	15
图 22：中国在运营数据中心机柜供给主体结构 .....	15
图 23：2023 年 IDC 厂商市场份额 .....	15
图 24：2015 年 Equinix 转型 REITs 后资本开支加速 .....	16

图 25: Equinix 资本开支加速后负债率却稳步下行.....	16
图 26: 公司数据中心布局.....	17
图 27: 公司资源布局历程梳理.....	18
图 28: 马来西亚柔佛州区位示意图.....	19
图 29: 柔佛州与北京主要能源要素零售价格对比.....	19
图 30: 公司算力业务进展.....	19
图 31: AWS 广泛的客户覆盖.....	20
图 32: 2024H1 中国 Top 5 公有云 PaaS 厂商市场份额.....	20
图 33: 2015-2024 年亚马逊 AWS 云服务收入.....	20
图 34: 光环有云客户图谱.....	21
图 35: 无双科技覆盖多广告科技平台.....	21
图 36: 2014-2023 年万国数据和世纪互联资本开支（单位：亿元）.....	21
图 37: 光环新网资产负债率在行业内处于较低水平.....	21
图 38: 光环新网资本开支及增速.....	22
图 39: 光环新网经营性现金流充足（单位：亿元）.....	22
表 1: 2020 年及以前中央层面“新基建”相关文件梳理.....	11
表 2: 互联网行业相关监管事件梳理.....	11
表 3: IDC 行业合规性要求高，建设前后环节需经多层审批.....	14
表 4: 中国 IDC 企业 REITs 发展情况梳理.....	16
表 5: 2016 年 8 月，公司与亚马逊签订《运营协议》前后两者合作模式对比.....	20
表 6: 公司利润敏感性分析（亿元）.....	23

## 数据中心筑基业，云聚智算启新程

数据中心与云计算双轮驱动，全球领先的数字服务提供商。光环新网成立于1999年，以互联网宽带接入业务起步，2001年率先在北京开展互联网数据中心（IDC）业务，2007年获准电信接入业务。2009年公司完成股份制改造，2014年成功登陆创业板。此后，公司通过收购和自建不断扩张数据中心业务，2016年与亚马逊合作运营AWS中国（北京）区域云计算服务，正式进入云计算领域。公司采用“IDC+云计算”双轮驱动模式，为数字化转型中的中国企业提供全栈数字基础设施综合服务：IDC业务覆盖京津冀、长三角、华中及西部地区；云计算业务依托亚马逊云科技（中国）区域服务，提供IaaS、PaaS、SaaS全层级云服务。

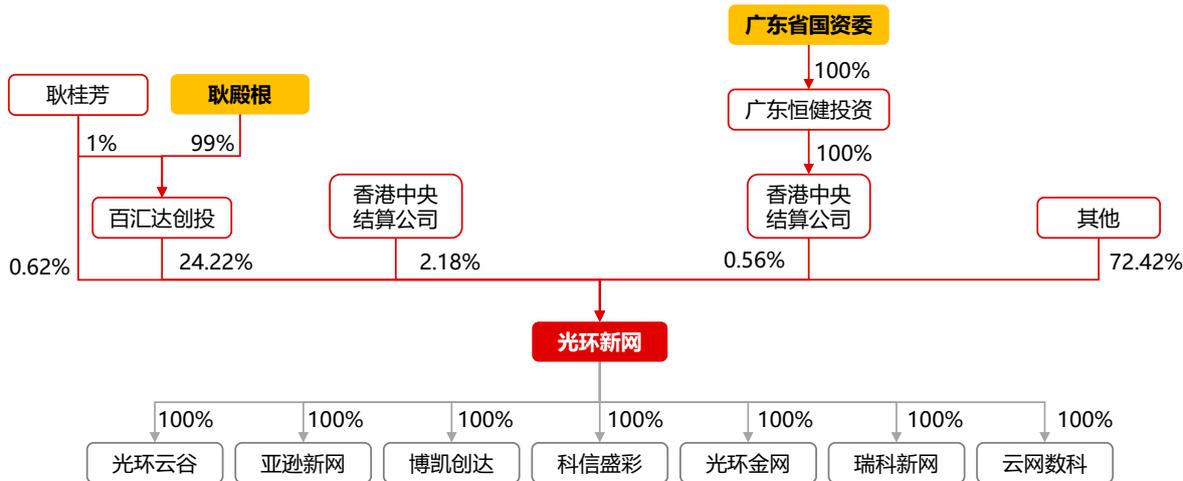
图 1：光环新网发展历程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

**创始人实控，股权结构稳定清晰。**公司第一大股东为舟山百汇达创投，其由创始人耿殿根实控，耿殿根的姐姐耿桂芳亦持有公司股份，双方构成一致行动人，故创始人耿总为公司实控人，合计控股比例为24.84%，具备稳定控制权。此外，广东省国资委通过广东恒则健产业投资持有公司0.56%的股份。公司通过多个子公司布局不同业务领域，确保其在IDC、智算、云计算、金融数据服务等多个赛道的竞争力；其中，中金云网专注于IDC业务；无双科技聚焦于数字营销SaaS服务；光环云数据搭建高性能智算平台，支持大模型训练和人工智能应用。

图 2：光环新网股权结构（截至 2025 年 4 月底）



资料来源：Wind，长江证券研究所

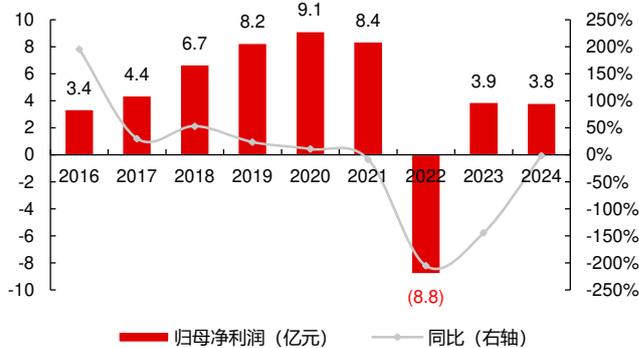
**营收端基本保持平稳，业绩恢复稳健增长。**2022 年，公司云计算业务收入下滑，导致整体营收有所下滑，主要系子公司无双科技服务的房地产、旅游、教育等行业相关客户的云服务需求和预算大幅减少所致；同时，因对收购中金云网和无双科技形成的商誉计提 13.5 亿元资产减值，致公司大幅亏损。2023 年，公司持续加大市场营销力度，积极推进各地数据中心建设和资源交付进度，营收端显著回升，业绩同比扭亏。2024 年，公司实现营收 72.8 亿，同比-7.31%，IDC 和云计算业务收入均有所下滑；归母净利润 3.81 亿元，同比-1.68%。

图 3：公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

**秉持 IDC+云计算业务双引擎战略，IDC 业务为利润核心贡献项。**云计算和 IDC 业务为公司两大核心业务，从营收结构上看，近年来云计算收入基本维持在 70%+，IDC 业务维持在 25%-30%。从毛利端看，IDC 业务为核心贡献项，占比多在 60%+。

**1) IDC 业务：**在大模型、算力等刺激下，智能算力需求快速增长，公司结合自身战略发展规划和经营优势，充分利用现有网络资源、数据中心机房资源和云计算资源部署算力业务。2024 年，公司 IDC 业务营收 20.9 亿元，同比-5.9%，行业供需失衡、价格下跌

影响尚存,同时受部分项目存在客户退租的影响;IDC 业务毛利率 34.4%、同比-1.3pct,主要系新投入项目转固后拉高了固定成本。

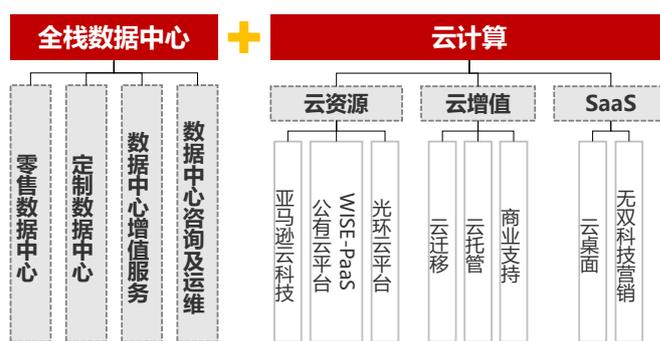
**2) 云计算业务:**公司运营 AWS 已近 9 年时间,公司以亚马逊全球标准服务客户,逐步建立了一套相对完备的本地化运营服务体系。2017 年以来,公司云计算业务营收占比始终保持在 70%以上,占比较高。2024 年,受宏观经济环境、市场竞争加剧、客户行业政策调整需求下滑等影响,子公司无双科技收入有所下滑,公司云计算业务营收 51.0 亿元,同比-8.0%;毛利率约 9.0%,同比+1.1pct。

图 5: 公司分业务收入 (亿元)



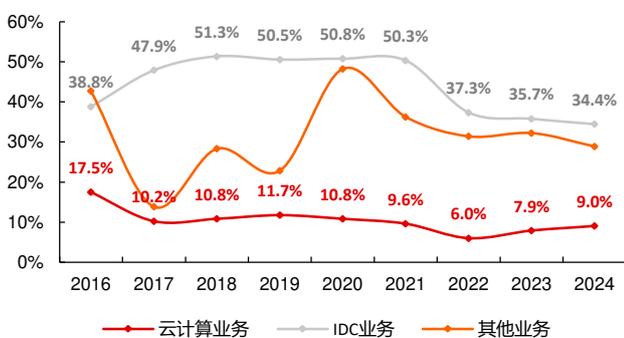
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 6: 公司秉持云计算和数据中心双引擎战略



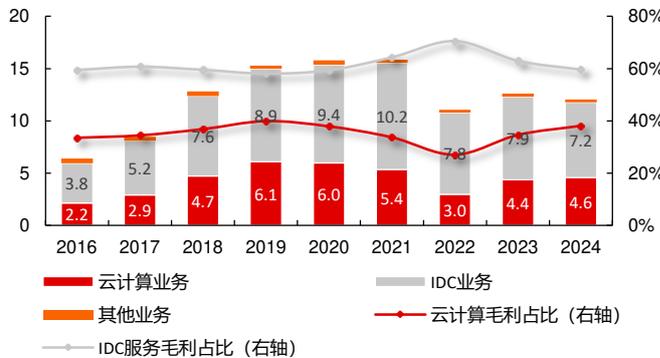
资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 7: 公司 IDC 业务毛利率高于云计算业务



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 8: 2024 年公司云计算和 IDC 业务合计贡献约 98% 的毛利



资料来源: Wind, 长江证券研究所

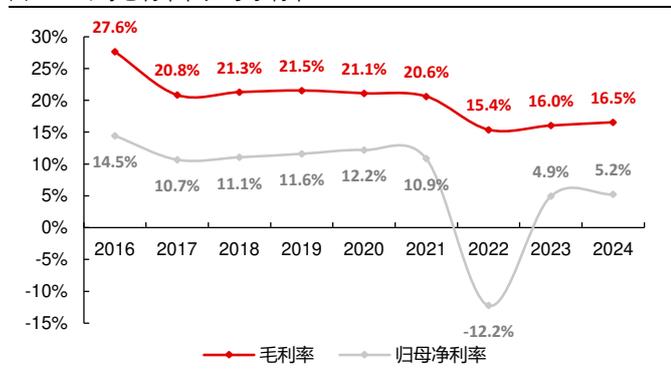
**公司费用率优化叠加行业供需改善, 盈利能力有望修复。**

2022 年, 公司 IDC 业务毛利率下降 13.0pct, 导致整体毛利率收窄 5.2pct。具体来看, 收入端, 由于数据中心建设进度和客户上架速度放缓, 以及需求转弱引发的数据中心租赁价格下降, 导致收入增速不及预期; 成本端, 受新增投产转固的数据中心固定成本增加、现有机房的降耗改造以及电价调控政策等影响, 数据中心运行成本显著增加。此后, IDC 业务毛利率平稳, 叠加云计算业务毛利率回升, 综合毛利率逐步修复。

费用端来看, 2022 年, 受美元汇率波动和美联储持续加息影响, 公司借款利息增加, 并确认美元贷款汇兑损失, 导致财务费用率明显提高, 同比增加 1.83pct; 2023 年 11 月, 公司偿还全部美元贷款, 财务费用率 2023-2024 年持续下滑。

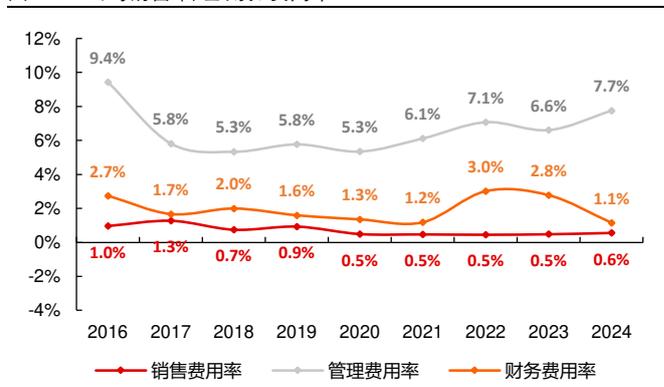
近年来，在公司毛利率承压的情况下，归母净利率中枢也相应有所下降，但公司持续优化销售策略和提升市场拓展效率，净利率水平逐步改善。2024年，公司归母净利率5.2%，同比提升0.3 pct。随未来公司销售策略优化和行业供需改善，公司盈利能力有望回升。

图 9：公司毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：公司销售/管理/财务费用率

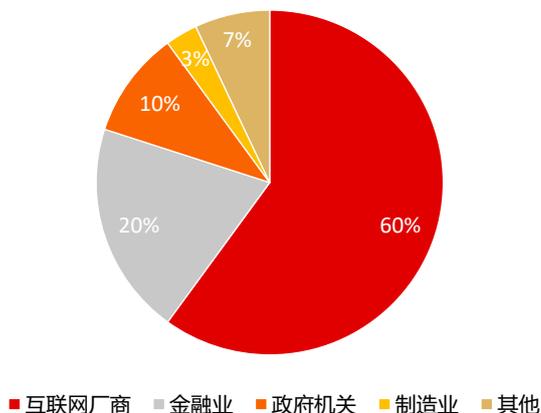


资料来源：Wind，长江证券研究所

## IDC：供需格局加速改善，价格已逐步企稳 进入基本面修复期，供需格局加速改善

IDC 需求来源于数据的存储和计算，互联网是 IDC 的主要需求方。IDC 主要是一种用于数据存储和计算的信息基础设施，是信息时代发展的基石。伴随因特网的出现，网络连接也成为 IDC 必备能力：计算机技术的发展及其广泛应用驱动海量信息数据化，同时产生海量数据的计算、存储需求，通信技术的发展驱动海量数据得以传输和交换，IDC 满足了数据存储、计算及连接需求，成为各行各业厂商的信息基础设施。因此，数据产生最多、最频繁的互联网行业是 IDC 最大的行业客户，云计算、视频、游戏、电商等互联网行业需求占比约 60%，金融、政务、制造、教育等传统行业需求占比约 30%。

图 11：2019 年中国 IDC 服务下游客户结构

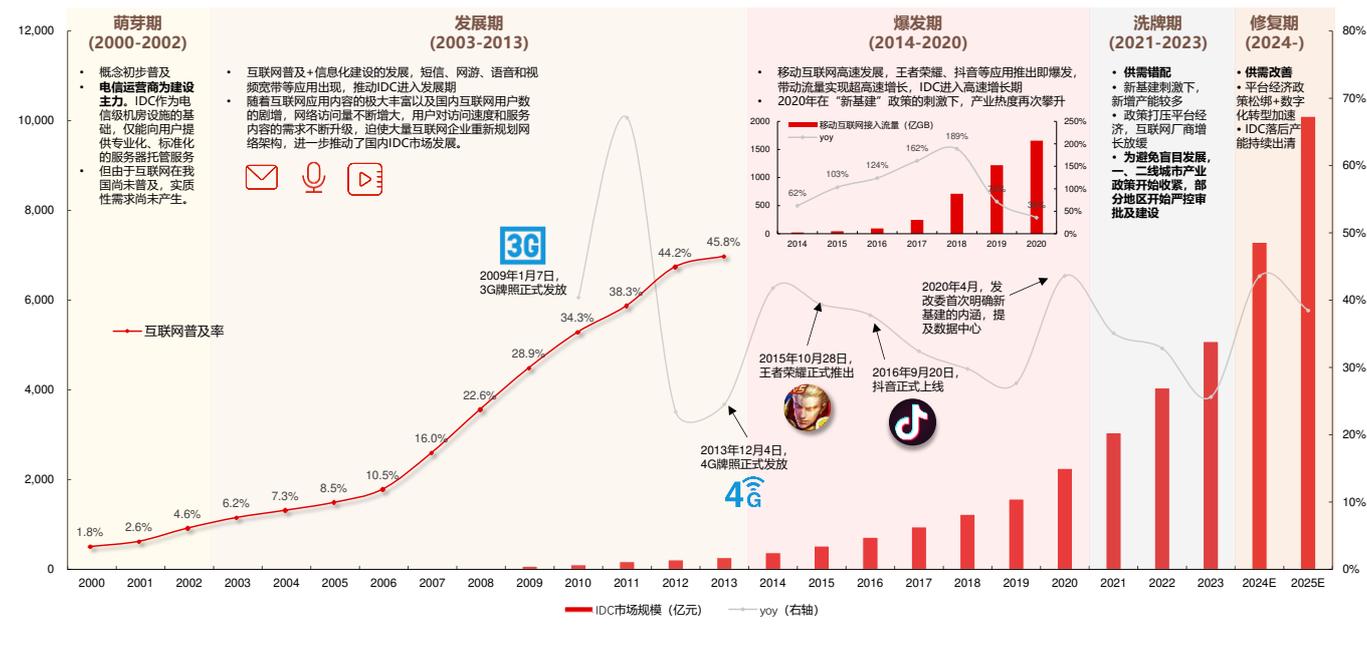


资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

基于供需框架，IDC 行业发展可分为萌芽期（2000-2002 年）、发展期（2003-2013 年）、爆发期（2014-2020 年）、洗牌期（2021-2023 年）、修复期（2024 年-），共 5 个阶段。

2000 年前后，因互联网在我国尚未普及，企业及个人用户对数据中心尚未产生实质性的需求。2003-2013 年，随着互联网应用内容的极大丰富以及国内互联网用户数（尤其是宽带用户数）剧增，网络访问量不断增大，用户对访问速度和服务内容的需求升级，迫使互联网企业重新规划网络架构，推动国内 IDC 市场迈入发展期。2014 年起，政府加强政策引导、开放 IDC 牌照，同时伴随 4G 网络普及以及移动互联网的高速发展，带动互联网接入流量实现超高速增长，IDC 行业迎来爆发期，第三方 IDC 厂商快速崛起。

图 12：一张图复盘 IDC 行业发展史



资料来源：IDC 圈，科智咨询，奥飞数据招股说明书，工信部，长江证券研究所

图 13：互联网普及率、互联网宽带接入用户数及增速



资料来源：工信部，长江证券研究所

图 14：中国移动互联网接入流量及增速



资料来源：工信部，长江证券研究所

2021 年后，互联网需求放缓，供需出现错配，行业引来洗牌出清。2020 年“新基建”政策刺激下，IDC 产业热度再次攀升，吸引了大量跨界企业及资方进入市场，2020 年新增产能较多，2021H1 第三方 IDC 市场存量供给大幅增加。但是需求端有所减弱，一方面受突发因素影响，经济发展明显放缓；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。

表 1: 2020 年及以前中央层面“新基建”相关文件梳理

时间	具体内容
2018 年 12 月	中央经济工作会议确定 2019 年重点工作任务时提出“加强人工智能、工业互联网、物联网等 <b>新型基础设施建设</b> ”
2019 年 7 月	中共中央政治局召开会议，提出“加快推进信息网络等 <b>新型基础设施建设</b> ”
2020 年 1 月	国务院常务会议确定促进制造业稳增长的措施时，提出“大力发展先进制造业，出台信息网络等 <b>新型基础设施</b> 投资支持政策，推进智能、绿色制造”
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会第十二次会议指出，“要统筹存量和增量、传统和 <b>新型基础设施</b> 发展”
2020 年 3 月	中共中央政治局常务委员会召开会议，强调“要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、 <b>数据中心</b> 等 <b>新型基础设施建设</b> 进度”
2020 年 3 月	央视新闻报道，提出 <b>新型基础设施建设</b> 是发力于科技端的基础设施建设，包括特高压、新能源汽车充电桩、5G 基站建设、 <b>大数据中心</b> 、人工智能、工业互联网、城际高速铁路和城际轨道交通等七大领域，引发关注
2020 年 4 月	国家发改委新闻发布会正式明确了 <b>新型基础设施</b> 的定义，新基建包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三方面，其中提及 <b>数据中心</b>
2020 年 5 月	全国两会首次将 <b>新型基础设施</b> 写入政府工作报告
2020 年 10 月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提出“系统布局 <b>新型基础设施</b> ”

资料来源：中央人民政府，中国共产党新闻网，新华网，长江证券研究所

表 2: 互联网行业相关监管事件梳理

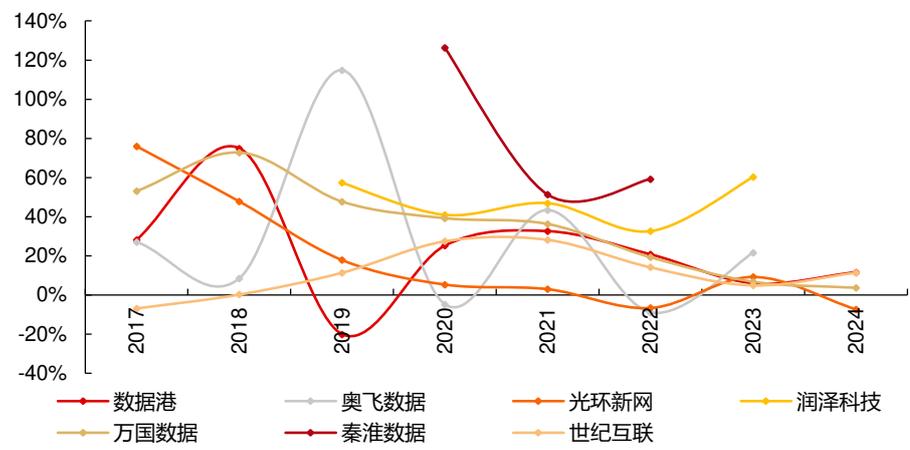
时间	事件	部门	政策详情
2020.11	蚂蚁集团科创板上市暂缓发行	上交所	上交所发布《关于暂缓蚂蚁科技集团股份有限公司科创板上市的决定》，决定暂缓蚂蚁集团上市程序
2021.02	《关于平台经济领域的反垄断指南》	国务院反垄断委员会	2021 年正式落地，《指南》明确二选一、大数据杀熟等违法行为，扼制大型企业滥用垄断优势的不正当竞争行为。
2021.06	新修订的《中华人民共和国未成年人保护法》		新增内容：如孩子使用的手机应当安装保护软件；参与网络直播、网络社交，时间要有限制、付费要有监管；网络游戏产品要按年龄分类等内容。
2021.07	“滴滴出行”App 下架	国家网信办	国家网信办通报，“滴滴出行”App 存在严重违法违规收集使用个人信息问题，依法通知应用商店下架“滴滴出行”App，并进驻滴滴开展网络安全审查。
2021.08	《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	国家新闻出版署	针对未成年人过度使用甚至沉迷网络游戏问题，进一步严格管理措施，坚决防止未成年人沉迷网络游戏，切实保护未成年人身心健康。通知要求： 1. 严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时服务，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务； 2. 严格落实网络游戏用户账号实名注册和登录要求，不得以任何形式向未实名注册和登录的用户提供游戏服务； 3. 加强监督，对未严格落实的网络游戏企业，依法依规严肃处理；积极引导，家庭、学校等社会各方面共管共治，依法履行未成年人监护责任，为未成年人健康成长营造良好环境。
2021.08	《“精神鸦片”竟长成数千亿产业，“任何一个产业、一项竞技都不能以毁掉一代人的方式来发展”》文章	经济参考报	新华社旗下经济参考报在一篇报道中剑指网络游戏市场，直言网络游戏为“精神鸦片”，并暗指网络游戏产业不能以毁掉一代人的方式来发展。
2021.08	游戏版号暂时停发	国家新闻出版署	自 8 月起，游戏版号开始停发，持续长达近 9 个月。
2021.08	《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》	中央网信办	进一步加强“饭圈”乱象治理，取消明星艺人榜单，严管明星经纪公司，加强对网络综艺节目网上行为管理，不得设置“花钱买投票”功能，严禁引导、鼓励网民采取购物、充会员等物质化手段为选手投票。
2021.09	中宣部约谈腾讯、网易等游戏公司和直播平台	中宣部等	要求公司严格落实《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》中的各项要求。

2021.09	《中国儿童发展纲要（2021-2030）》	国务院	实施国家统一的未成年人网络游戏电子身份认证，完善游戏产品分类、内容审核、时间限制等措施。
2021.09	《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》	中央宣传部	针对流量至上、“饭圈”乱象、违法失德等文娱领域出现的问题印发。严禁选用未成年人参加选秀类节目，持续开展网络综艺节目专项整治工作，树立正确审美观，加强文艺创作审美导向把关。
2021.09	《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	国家广电总局	进一步加强文艺节目及其人员管理，坚决抵制违法失德人员、泛娱乐化和高价片酬，不得播出偶像养成类节目，不得播出明星子女参加的综艺娱乐及真人秀节目。
2021.09	《少一些套路，多一些真诚，视频平台VIP服务应依法依规、质价相符》	中国消费者协会	集中点名视频网站乱象，针对视频VIP会员服务和超前点播机制表态：超前点播重自愿，逐集限制要取消；广告特权应保障，违法推送要杜绝；自动续费套路深，计费规则要公平；协议不得随意改，用户权益要落实。
2021.10	美团被罚款 34.42 亿元	市场监管总局	据国家市场监督管理总局消息，2021年4月，市场监管总局依据《反垄断法》对美团在中国境内网络餐饮外卖平台服务市场滥用市场支配地位行为立案调查。根据《反垄断法》第四十七条、第四十九条规定，综合考虑美团违法行为的性质、程度和持续时间等因素，2021年10月8日，市场监管总局依法作出行政处罚决定，责令美团停止违法行为，全额退还独家合作保证金12.89亿元，并处以其2020年中国境内销售额1147.48亿元3%的罚款，计34.42亿元。

资料来源：上交所，中央人民政府，国家网信办，网易新闻，人民网，央视网，市场监管总局，长江证券研究所

因此，2021年起，IDC厂商营收增速开始放缓，（除秦淮数据<sup>1</sup>外）业绩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。

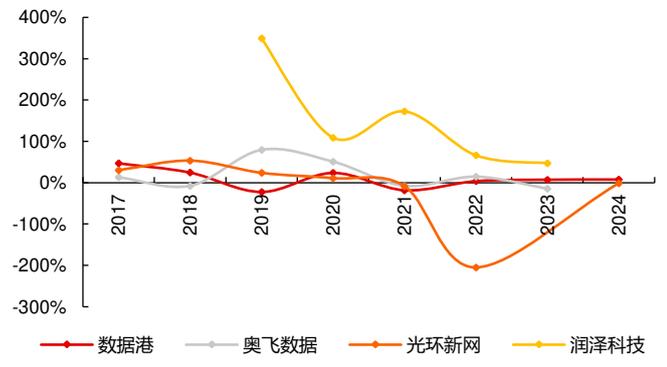
图 15: IDC 厂商营收增速



资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究所

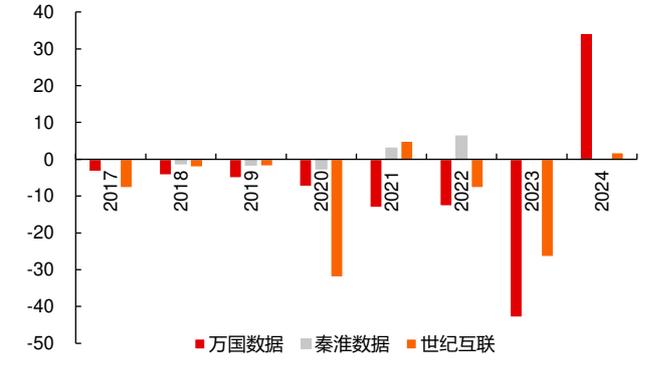
<sup>1</sup> 秦淮数据业绩的增长主要受益于其核心大客户字节跳动业务拓展带来的强劲需求

图 16: A 股上市 IDC 厂商业绩增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

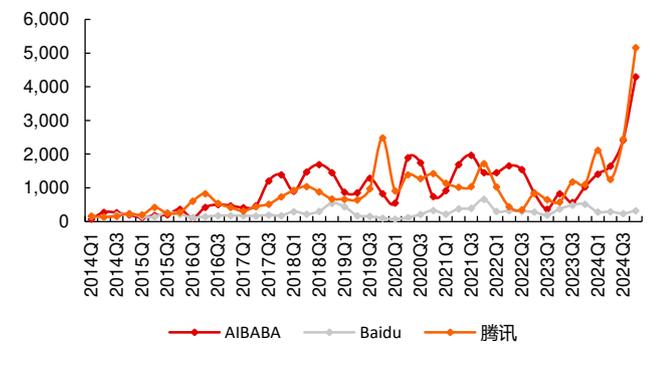
图 17: 美股上市 IDC 厂商业绩 (亿元)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

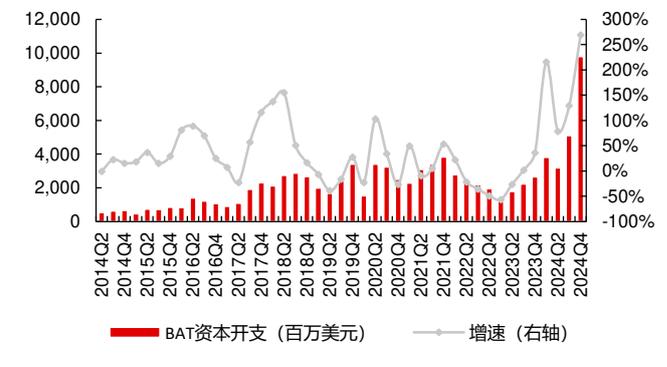
2024 年, AI 浪潮推动下, 互联网大厂资本开支重新抬头, 国内头部互联网企业在云计算和相关基础设施上的投入显著增加, 并陆续重启大规模 IDC 招标; 2025 年, 国家管控进一步加强, 供给端进一步收缩, IDC 供需格局加速改善, 行业拐点或已出现。2024 年, 阿里巴巴、百度、腾讯合计资本开支 218.64 亿美元, 同比增长 178.3%, 为 2021 年来首次实现正增长。其中, 阿里巴巴和腾讯作为增长主力, 均在 AI 算力基础设施上进行了显著投入以支持大模型开发, 2024 年阿里巴巴和腾讯资本开支分别为 97.69/109.65 亿美元, 同比增长 250.9%/212.1%。

图 18: 国内互联网三巨头资本开支 (百万美元)



资料来源: 公司官网, Bloomberg, 长江证券研究所

图 19: 国内互联网三巨头合计资本开支及增速



资料来源: 公司官网, Bloomberg, 长江证券研究所

## 价格下探空间有限, 已逐步企稳

短期内机柜销售价格有所下滑, 未来进一步下探空间不大, 整体趋于稳定。从销售模式上看, 定制不含电机柜价格自 2020 年以来下降近 20%, 部分区域价格已接近成本线; 批发零售项目机柜价格相对稳定, 仅有小幅小降。分区域来看, 1) 东部地区: 一线城市及周边数据中心供给资源稀缺度提升, 机柜租金水平将出现小幅上升, 预计北京小幅上升, 上海、广州机柜价格预期稳定, 深圳项目审批政策放松, 短期内机柜租金或小幅下调; 2) 西部地区: 土地、电力等资源优势突出, 价格下降空间相对更大, 但也因项目资源获取难度及成本差异, 价格表现不一。

整体行业来看，2020年，受“新基建”政策刺激，数据中心建设浪潮兴起，供给大幅增加，但互联网大厂需求受平台经济监管加强等因素影响开始放缓，导致IDC进入供大于求阶段，价格持续下探。2021年，为避免盲目发展，一、二线城市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，早期无法满足能耗要求的机房开始出清。2024年，AI浪潮推动下，互联网大厂资本开支重新抬头，大厂陆续重启大规模IDC招标；2025年，国家管控进一步加强，供给端进一步收缩，IDC供需格局加速改善，行业拐点已现，价格或也将有望逐步回暖。

## 第三方IDC公司份额持续扩张

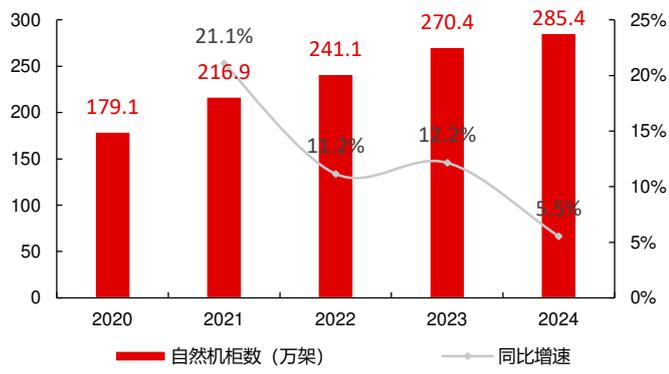
**新增供给管控趋严，在运营IDC机柜供给规模增速有所放缓，纯市场导向的第三方IDC厂商资源多集中在需求旺盛的东部沿海。**据科智咨询数据，2024年，中国在运营IDC自然机柜数量达到285.4万架，同比增长5.5%，合计IT负载达到13.7GW。中国IDC市场仍处于存量资源去化阶段，服务商更加注重资源优化配置而非单纯扩张。此外，政策对数据中心能耗和布局的严格监管，以及市场竞争加剧促使企业精细化运营，都限制了机柜数量的快速增长。近两年新增数据中心机柜供给主要来自基础电信运营商在东数西算集群部署的大规模资源池，但目前需求仍主要集中在东部沿海城市，而东部核心城市周边资源基本均为先前的储备。第三方IDC厂商是纯市场化导向的资源布局，东部城市资源储备占比高，或有望显著受益于此轮需求扩张。

表 3: IDC行业合规性要求高，建设前后环节需经多层审批

环节	审批单位	
IDC牌照申请	工信部	
项目选址		
立项备案	国家及地方发改委	
节能评估与审查（能评）	节能审查机关（发改委、经济信息化委等）	
用地手续	自然资源主管部门	
规划手续	当地发展和改革委员会、经济和信息化主管部门	
项目建设	住建部	
竣工验收	节能验收	节能审查部门
	机房测评	工信部指定评测机构
环境评估	机构和环保局	
供电审批	当地供电局	

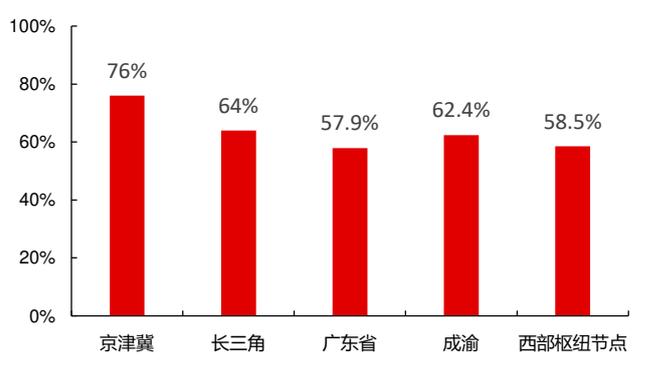
资料来源：中伦律师事务所，通力律师事务所，长江证券研究所

图 20: 2020-2024 中国在运营 IDC 机柜数量及增长



资料来源: 科智咨询, 长江证券研究所

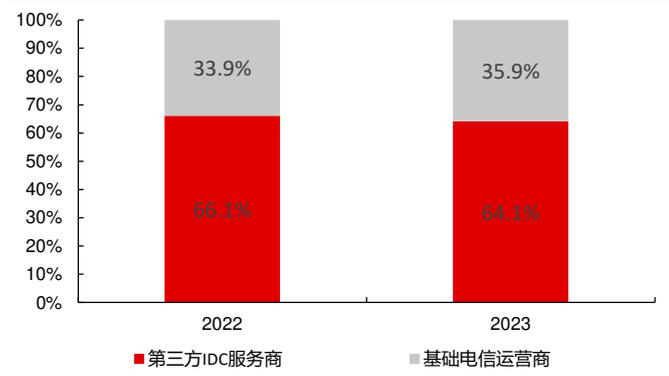
图 21: 2023 年中国算力中心市场重点区域上架率情况



资料来源: 科智咨询, 长江证券研究所

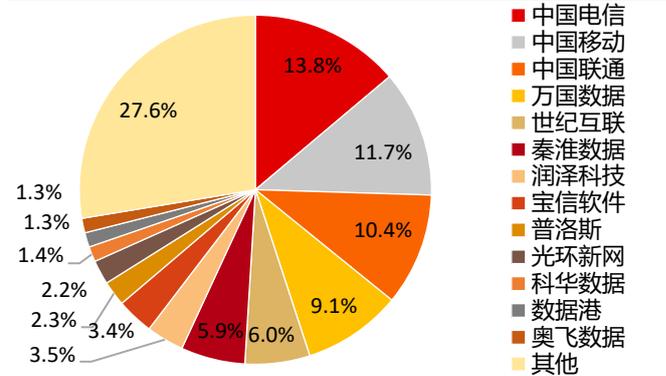
**第三方厂商凭借快速响应、资源布局等优势, 份额稳步提升。**在市场运行中, 基础电信运营商与第三方数据中心服务商就机柜托管业务进行市场竞争; 同时依托网络资源、头部客户资源以及国资背景优势, 与第三方数据中心服务商合作开展业务。近两年, IDC 行业由高速发展向高质量发展阶段过渡, 市场竞争越发激烈, 大量中小 IDC 服务商以及跨界进入企业, 因缺乏 IDC 资源、技术以及客户积累, 难以维持业务发展, 面临被收购或亏损风险。而头部 IDC 服务商深耕行业多年, 依托收购以及各自优势能力实现了新增长曲线。相对于基础电信运营商, 第三方数据中心服务商运维能力强, 市场响应速度快, 同时提供多样化的增值服务, 可以满足企业的各种需求, 份额稳步提升。

图 22: 2022/2023 年中国在运营数据中心机柜供给主体结构



资料来源: 科智咨询, 长江证券研究所

图 23: 2023 年 IDC 厂商市场份额



资料来源: 科智咨询, 长江证券研究所

## 融资渠道多样化, 公募 REITs 初开启

**数字基础设施资产证券化工具丰富, 首批数据中心公募 REITs 即将发行。**在 Pre-REITs 领域, 2024 年山高控股与大家保险旗下的大家投资控股有限责任公司联合发起设立了国内首支数据中心 Pre-REITs 基金, 首期投资项目为世纪互联的太仓数据中心。Pre-REITs 的推出为后续公募 REITs 市场储备了优质数据中心资产。与此同时, 在私募市场, 2025 年 3 月 10 日, 万国数据完成中国数字基础设施领域首单权益型 ABS 发行, 发行规模 16.09 亿元, 项目期限 28 年。此后, 公募 REITs 端也加快进展。2025 年 3 月 10 日, 南方润泽科技数据中心封闭式 REIT 在深圳交易所申报, 成为首支项目类型为数据

中心的公募 REITs；紧接着，2025 年 3 月 25 日南方万国数据中心封闭式 REIT 在上海交易所申报，两个项目分别于 3 月 21 日和 3 月 26 日顺利获受理，并于 4 月 11 日获交易所反馈，数据中心成为公募 REITs 市场的重要资产类型。

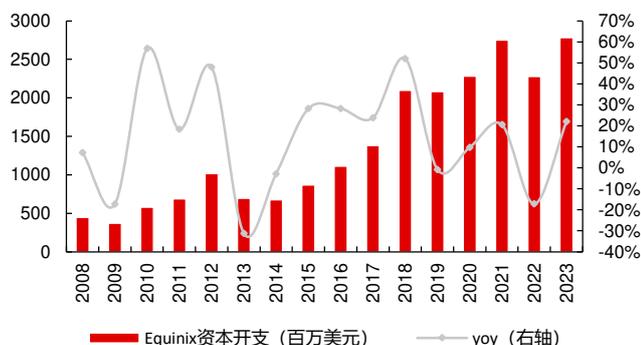
2025 年 2 月，中国证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，明确提出支持人工智能、数据中心、智慧城市等新型基础设施及科技创新产业园区等项目发行公募 REITs。REITs 的推出有助于有效降低项目公司杠杆水平，扩大投资规模，提升投资效率，同时为 AIDC 行业的可持续、高质量发展提供金融支持。**展望中长期，随着政策和市场体系不断完善，中国有望孕育千亿级数据中心 REITs 平台，逐步对标全球龙头（例如 Digital Realty Trust 和 Equinix）。**

表 4：中国 IDC 企业 REITs 发展情况梳理

项目名称	南方润泽科技数据中心封闭式 REIT	南方万国数据中心封闭式 REIT
进展	2025 年 3 月 10 日完成申报； 2025 年 3 月 21 日获深交所受理； 2025 年 4 月 11 日获深交所问询反馈	2025 年 3 月 25 日完成申报； 2025 年 3 月 26 日获上交所受理； 2025 年 4 月 11 日获上交所反馈
发起人	润泽科技发展有限公司	万国数据控股有限公司
底层资产	廊坊国际信息港 A-18 数据中心项目：占地超过 1.5 万平方米，建筑面积超过 4.2 万平方米，配备 5,897 个机柜，总功率 42.53MW。	昆山国金数据云计算数据中心项目：占地近 2 万平方米，建筑面积超过 3.5 万平方米，配备 4,192 个机柜，总功率 29.04MW。
产品架构	“公募基金+基础设施资产支持证券”双层架构	“公募基金+基础设施资产支持证券”双层架构
收益预期	项目估值 42.03 亿元，预计 2025 年现金分配率为 5.76%	项目估值 21.95 亿元，预计 2025 年现金分配率为 5.55%
项目运营情况	2024 年前三季度营业收入 40,804.96 万元，净利润 19,447.64 万元，净利率 47.7%； 近三年平均签约率 100%，2024 年前三季度平均上架率 99.20%。	2024 年前三季度营业收入 12,286.81 万元，净利润 3,449.45 万元，净利率 28.5%； 近三年平均签约率 100%，2024 年前三季度平均上架率 91.89%。
项目签约客户	中国电信北京分公司：签约机柜 5,844 个，合同期限 2020 年 1 月 1 日至 2034 年 12 月 31 日。	上海联通：签约机柜 2,160 个，合同期限 2020 年 4 月 1 日至 2030 年 3 月 31 日 上海电信：签约机柜 1,912 个，合同期限 2020 年 8 月 1 日至 2025 年 7 月 31 日 客户 A：签约机柜 120 个，合同期限 2020 年 4 月 15 日至 2030 年 4 月 15 日

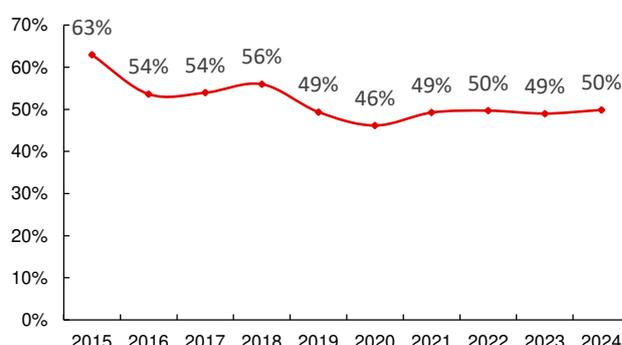
资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，长江证券研究所

图 24：2015 年 Equinix 转型 REITs 后资本开支加速



资料来源：Bloomberg，公司公告，长江证券研究所

图 25：Equinix 资本开支加速后负债率却稳步下行



资料来源：Bloomberg，公司公告，长江证券研究所

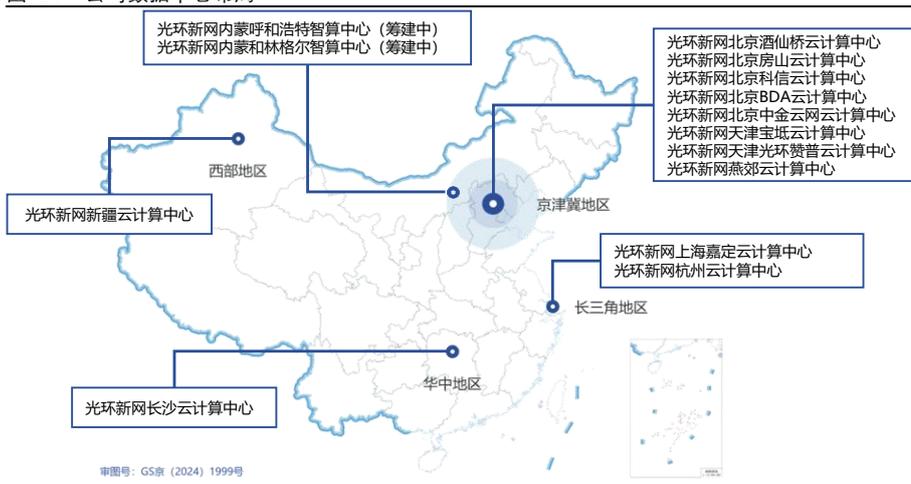
## 资源点位基础丰厚，杠杆低融资空间大

### IDC：资源储备丰富，初探东南亚出海

起步于北京市区，后续逐步辐射京津冀+长三角+中西部地区，并成为 A 股首家布局出海的公司。成立初期，公司机房主要位于东直门、酒仙桥等北京市区。2012 年，公司在河北燕郊启动首期项目，开始进行北京周边节点布局；2014 年，公司收购上海明月光学，迈出开拓华东地区 IDC 市场的重要一步，并开始筹建上海嘉定绿色云计算基地；2019 年，公司启动长沙项目，开启布局中西部地区资源布局。2023 年底，公司联合控股股东舟山百汇达共同投资马来西亚柔佛州智算/云计算基地，初步布局东南亚。

当前，公司 IDC 资源分布北京、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和地区，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。截至 2025Q1 末，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，已投产机柜数量约 5.9 万架，签约率超过 80%，上电率接近 70%。

图 26：公司数据中心布局



资料来源：公司官网，长江证券研究所

**后续项目储备丰富，天津宝坻扩容+内蒙古两大项目稳步推进。**公司于 2024 年 10 月启动内蒙古和林格尔新区智算中心项目，总建筑面积 9.3 万平米，总投资 12.35 亿元，分为两期建设，满负荷运营后预计年收入可达 4.67 亿元，净利润可达 7,358.34 万元。同年 12 月，公司进一步宣布在呼和浩特市建设算力基地，计划总投资约 22.95 亿元，分为三期实施，整体占地约 450 亩，一期总建筑面积不少于 10 万平米。项目满负荷运营后，预计年营收 6.32 亿元，净利润 5,177 万元，有望提升公司盈利能力。**内蒙古两大项目形成同城双中心备份，提升数据一致性和业务连续性，满足高可用性需求。**此外，2025 年 4 月公司审议通过宝坻基地三期项目议案，规划建设四栋标准数据中心楼、一栋 110KV 变电站及相关配套设施，预计支持 140MW IT 负载，总投资约 35.37 亿元。

图 27：公司资源布局历程梳理

项目地点	项目名称	项目状态													
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
河北燕郊	燕郊绿色云计算基地一期 (光环新网绿色信息化产业园区)	启动	建设中	已竣工	已建成										满产运营
	燕郊绿色云计算基地二期				启动建设	部分完工, 部分模块投入使用	已投入运营 (部分)	已投入运营							满产运营
	燕郊绿色云计算基地三期、四期							筹建中	土建开工	建设中	建设中	建设中	逐步投入运营	运营收入可满足后续建设	
	与恒远创达合作在三河市新建数据中心														项目选址阶段, 子公司智算云项目已与恒远创达签署框架协议
北京市朝阳区	酒仙桥机房														节能改造
	酒仙桥机房三期														建设中
上海嘉定	上海嘉定绿色云计算基地一期			筹建阶段	启动建设	建设中	已投入运营 (部分)	已投入运营							已全部售出并上架
	上海嘉定绿色云计算基地二期							筹建中	建设中	建设中	建设中	建设中 (有所放缓)			已完成全部预售工作, 年末交付
北京经济技术开发区	中金云网数据中心					已投用 (并购买得)	已运营	继续运营							节能改造 光伏发电改造
	中金云网数据中心二期							尚未全部销售							
北京亦庄	亦庄绿色云计算基地 (北京科信盛彩云计算中心)				启动建设	投入使用 (部分)	已投入运营 (部分)	继续运营							推出高性能算力业务, 光伏发电改造
北京房山	房山绿色云计算基地一期				启动建设	楼宇主体完工	已完成主体建筑建设	部分投产	逐步投产	建设中	建设中				光伏发电改造
	房山绿色云计算基地二期							筹建中	土建中	建设中	建设中				光伏发电改造
湖南长沙	长沙绿色云计算基地一期							筹建中	建设中	建设中		已封顶			土建工程验收和机电工程建设工作 20H1 可开始陆续交付
天津宝坻	天津宝坻云计算基地一期										计划	开工	建设中 (完成封顶)		土建完成, 完成部分销售 预计上半年陆续交付
	天津宝坻云计算基地二期												启动	开工	
	天津宝坻云计算基地三期														议案通过
浙江杭州	杭州数字经济科创中心项目									计划	建设中	建设中	建设中	楼宇基础建设进度已完成 90%	
黑龙江齐齐哈尔	新疆延安路云计算数据中心 (与电信合建)										启动	建设中		已投产上架	
天津滨海新区	天津普普数据中心													收购获得 65% 股权	
马来西亚	智算/云计算基地项目												启动	已取得北京市发改委和商务局审批, 境外公司注册工作已完成	
越南隆水	跨境产业云基地													开工 建设中	
内蒙古	和林格尔智算中心项目												筹划中	启动	
	呼和浩特地区建设算力基地 “同城双中心互为备份”														规划中

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**初步布局海外，马来西亚智算/云计算基地项目推进。**2023 年底，公司联合控股股东舟山百汇达共同投资马来西亚柔佛州智算/云计算基地，项目首期投资总额为 7.51 亿元，其中公司出资 5.63 亿元，持有 75% 股权。项目规划用地约 87.37 亩，整体设计 IT 负载 45MW，首期建设 2,500 个 6kW 标准 2N 机柜；建成后单机柜营业收入约 11.63 万元，达产后预计年营收可达 24,683 万元。柔佛州是马来西亚人口第二大州，水、电、气以及燃油等供应充足，能源和人力资源成本较低，预测项目利润率可达 27%。截至 2024 年底，项目已取得北京市发改委和商务局审批，并已完成相关境外公司注册。该项目建成后将为国内出海企业及海外客户提供高定制化、高可用性、高安全性的数据中心全生命周期服务，显著增强公司国际市场竞争力。

图 28: 马来西亚柔佛州区位示意图



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 29: 柔佛州与北京主要能源要素零售价格对比

对比项	柔佛州	北京	柔佛州相较北京
工业用水单价 (元)	5	9	低 43.55%
非峰时用电单价 (元/kWh)	0.34	0.69	低 50.72%
汽油 (95#) (元/L)	3.08	8.98	低 65.7%
柴油 (元/升)	3.23	8.17	低 60.47%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

公司充分利用现有网络、数据中心和云计算资源, 积极布局算力业务。公司算力业务稳步推进, 2023 年 8 月, 公司率先依托北京亦庄自有数据中心, 正式向行业客户推出高性能算力服务, 为大模型训练、深度学习、高性能计算等场景提供智算支持; 2024 年 3 月, 公司进一步在天津赞普云计算中心部署推理场景算力资源。2023 年公司算力规模约 600P, 2024 年底该数值已超过 4,000P。

图 30: 公司算力业务进展



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 云: 绑定 AWS, 相关业绩稳定

公司持有亚马逊北京区域 AWS 运营权, 累计运营时间 8 余年。2005 年亚马逊进入中国, 公司最早为亚马逊提供电商业务所需的服务器等基础硬件设施。2013 年 12 月, 亚马逊云科技(AWS)宣布进入中国市场, 彼时亚马逊方面希望能够独立运营在中国业务, 由公司为其提供北京区域的 IDC 资源支持。但由于牌照问题, AWS 直至 2016 年仍没有解除“有限预览”正式商用。

2016 年 8 月, 亚马逊云科技与公司签订《运营协议》, 公司获亚马逊授权独立运营 AWS 中国(北京)区域云服务。2017 年双方进一步加深合作, 两方于 11 月 10 日签署了《分期资产出售主协议》, 由公司向亚马逊购买不超过 20 亿元的基于亚马逊云技术的云服务相关的特定经营性资产; 当年年末, 公司正式取得云计算业务牌照。2016-2018 年, 公司云计算业务收入年均复合增速达 88.5%, 2018 年公司云计算收入占比超 70%。

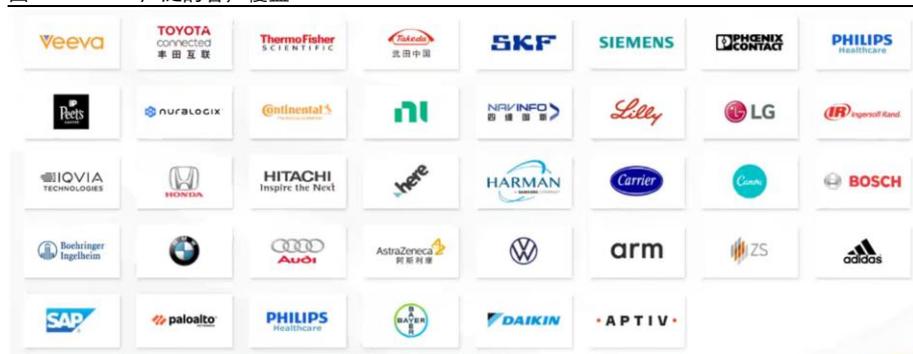
表 5: 2016 年 8 月, 公司与亚马逊签订《运营协议》前后两者合作模式对比

	《运营协议》签署前	《运营协议》签署后
<b>合作模式</b>	光环新网: IDC 基础设施提供方 亚马逊: IT 和软件服务 (云平台的开发、维护和更新)	光环新网: AWS 中国北京区域本地云服务的运营商, 全面负责产品运营、服务交付、客户支持与市场拓展 亚马逊: 技术支持和专业指导
<b>客户关系</b>	客户与亚马逊签约, 光环云网不直接参与客户服务	光环云网与客户签约、提供账单和开具发票
<b>收益模式</b>	IDC 基础资源的租赁费用	AWS 中国 (北京) 云计算的收入, 即向客户收取云服务费用
<b>成本构成</b>	IDC 运营成本	IDC 运营成本+亚马逊技术授权费用
<b>战略地位</b>	辅助支持角色	本地运营关键合作方, AWS 在华战略实施核心节点

资料来源: 公司官网, 公司公告, 亚马逊云科技官网, 长江证券研究所

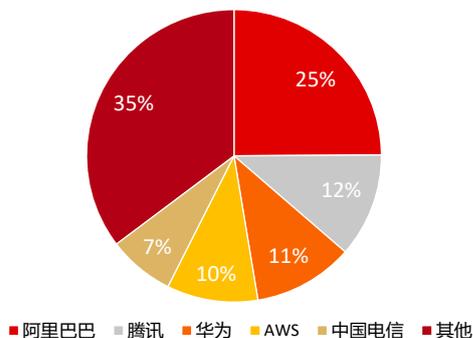
公司助力亚马逊云科技在中国快速成长, 市场份额稳居前列。根据 IDC, 2024H1 AWS 在中国公有云 PaaS 市场以 10.0% 的份额排名第四, 为众多中国企业提供云科技支持, 例如, 链家网通过 AWS 连接地产经纪人和客户, 美的集团通过 AWS 实施连接智能家电设备, 理想汽车借助 AWS 搭建车联网云计算处理平台。亚马逊云科技自身运营稳健、成长迅速, 2016-2024 年亚马逊 AWS 云服务业务收入 CAGR 达到 31.2%; 2024 年, 该业务收入突破 1000 亿美元, 同比增长 18.5%; 在全球市场, AWS 稳居行业榜首。

图 31: AWS 广泛的客户覆盖



资料来源: 推介材料, 长江证券研究所

图 32: 2024H1 中国 Top 5 公有云 PaaS 厂商市场份额



资料来源: IDC, 长江证券研究所

图 33: 2015-2024 年亚马逊 AWS 云服务收入



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

**携手 AWS 深耕多云服务，子公司业务板块稳步扩张。**公司作为亚马逊云科技中国（北京）区域云的服务运营方和提供方，支持其在中国开展亚马逊云科技技术服务，依托光环有云、无双科技、光环云数据等子公司，实现为用户提供从 IAAS 到 PAAS、SAAS 多层次的多云生态服务。其中，光环有云持续提升车联网、大数据、机器学习等领域的服务能力，助力客户高效实现数字化转型；不断打造符合中国市场需求的云服务产品，业务规模持续扩张，技术能力稳步提升，带动收入稳步增长。

图 34：光环有云客户图谱



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 35：无双科技覆盖多广告科技平台

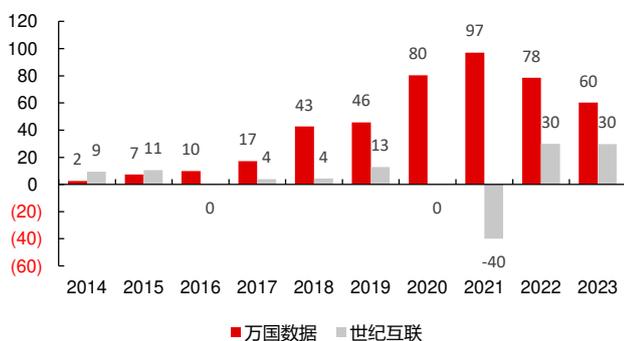


资料来源：公司官网，长江证券研究所

## 融资空间充裕，支持快速扩张

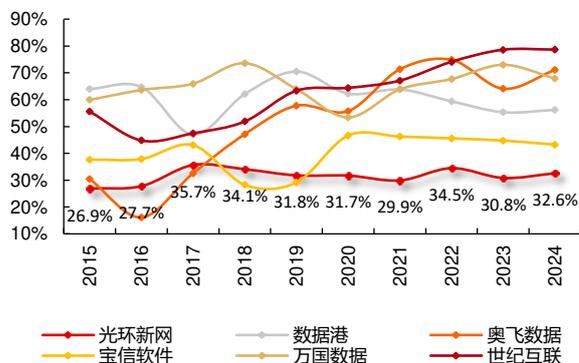
公司负债率显著低于同行，具备充裕的融资空间，有力支撑业务的快速扩张。2024 年起，国内 IDC 行业招标量显著增长；2025 年起，项目投建加速，当前公司的订单客户均在扩大资本开支。然而，IDC 行业属于重资产行业，前期建设投入巨大，周转能力和融资能力是制约公司发展的关键因素之一。债权融资是 IDC 企业的重要资金来源，IDC 公司大多负债率较高，行业整体资产负债率处于 55%-70% 区间。截至 2024 年底，公司资产负债率为 32.6%，显著低于同行业其他公司，这使得公司在潜在的扩张和融资活动中拥有更大的灵活性和便利性。

图 36：2014-2023 年万国数据和世纪互联资本开支（单位：亿元）



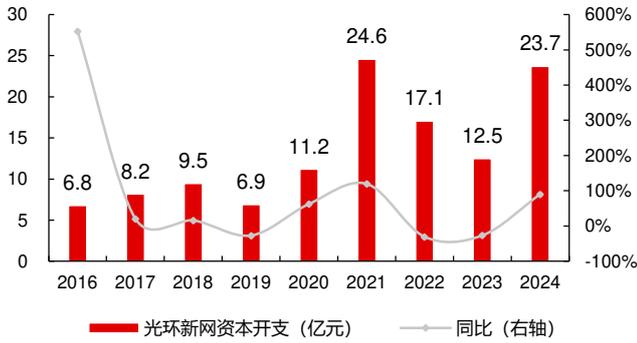
资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究所

图 37：光环新网资产负债率在行业内处于较低水平



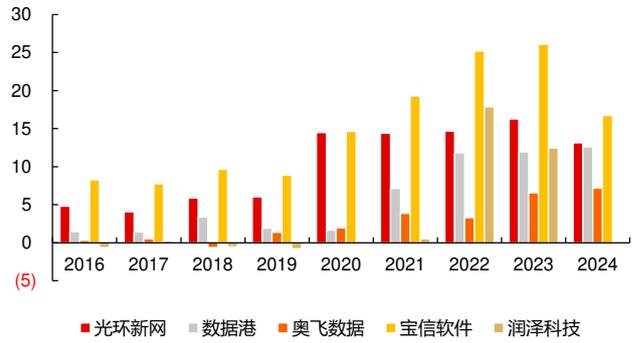
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 38: 光环新网资本开支及增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 39: 光环新网经营性现金流充足 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 投资建议

2024 年, AI 浪潮推动下, 互联网大厂资本开支重新抬头, 大厂陆续重启大规模 IDC 招标; 2025 年, 国家管控进一步加强, 供给端进一步收缩, IDC 供需格局加速改善, 行业拐点已现, 价格或也将有望逐步回暖。公司为国内老牌 IDC 厂商, 过去几年秉持 IDC+ 云计算业务双引擎战略, 云计算贡献核心收入增量、IDC 业务贡献核心利润增量。当前时点, 公司云计算业务绑定 AWS 维持平稳, IDC 业务于 2024 年实现核心大客户突破, 后续在手项目储备丰富, 是 A 股领先探索东南亚布局的 IDC 厂商, 远期成长潜力充足。在当下 IDC 行业反转的背景下, 公司有望深度受益。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.73 亿元、4.36 亿元、5.19 亿元, 对应 PE 66x、57x、48x, 维持“买入”评级。

## 风险提示

**1、IDC 行业竞争加剧。**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。若后续价格战加剧，则可能导致公司营收及利润不及预期。

**2、上架进度不及预期。**一方面，公司存在一部分零售业务，可能面临客户到期下架风险；另一方面，目前公司进入数据中心交付期，上架节奏受客户服务器到货、芯片到货节奏影响，考虑当前 GPU 面对的不确定性，可能导致公司新项目上架进度不及预期。

**3、商誉减值风险。**公司子公司中金云网主要业务为互联网数据中心基础业务及增值业务，考虑数据中心行业面临日益激烈的市场竞争，电力扩容受限，技术节能改造成本持续增长等因素，公司对中金云网未来的数据中心基础收入增长谨慎预测。未来，如中金云网的经营业绩继续出现下滑，公司仍可能计提商誉减值。

**4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于 IDC 行业反转、公司下游各行业景气度、历史收入确认节奏等对公司未来营收业绩进行预测。基于以上假设，我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 3.7、4.4、5.2 亿元，同比-2.3%、+17.1%、+19.0%。

由于当前国际形势的不确定性，公司代理 AWS 业务在国内经营可能存在不确定性，叠加 IDC 后续交付及价格的不确定性，公司业绩增速波动可能较大。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。悲观情形下，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.5、3.9、4.5 亿元，同比-9.3%、+13.5%、+15.7%。

表 6：公司利润敏感性分析（亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	76.4	80.9	86.3	73.4	74.6	77.3
YoY	4.9%	5.9%	6.8%	0.8%	1.6%	3.6%
毛利率	16.8%	17.8%	18.8%	16.6%	17.8%	18.9%
归母净利润	3.7	4.4	5.2	3.5	3.9	4.5
YoY	-2.3%	17.1%	19.0%	-9.3%	13.5%	15.7%

资料来源：Wind，长江证券研究所

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>7281</b>	<b>7636</b>	<b>8085</b>	<b>8631</b>	货币资金	1477	663	230	221
营业成本	6076	6357	6645	7012	交易性金融资产	25	45	65	85
<b>毛利</b>	<b>1205</b>	<b>1280</b>	<b>1440</b>	<b>1620</b>	应收账款	2286	2262	2348	2463
%营业收入	17%	17%	18%	19%	存货	13	13	14	15
营业税金及附加	52	53	57	60	预付账款	330	381	399	421
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	693	682	695	711
销售费用	41	44	49	54	<b>流动资产合计</b>	<b>4824</b>	<b>4046</b>	<b>3751</b>	<b>3916</b>
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	48	48	48	48
管理费用	271	284	302	323	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	8716	9396	9653	9515
研发费用	293	313	340	371	无形资产	1234	1234	1234	1234
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	1083	1083	1083	1083
财务费用	83	124	156	172	递延所得税资产	85	83	83	83
%营业收入	1%	2%	2%	2%	其他非流动资产	3623	4423	5123	5723
加：资产减值损失	-3	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>19613</b>	<b>20314</b>	<b>20975</b>	<b>21602</b>
信用减值损失	-56	-50	-50	-50	短期贷款	1471	1871	2071	2171
公允价值变动收益	27	20	20	20	应付款项	1837	1730	1809	1909
投资收益	0	4	4	4	预收账款	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>465</b>	<b>465</b>	<b>545</b>	<b>648</b>	应付职工薪酬	29	29	30	32
%营业收入	6%	6%	7%	8%	应交税费	33	31	32	35
营业外收支	1	1	1	1	其他流动负债	580	653	669	690
<b>利润总额</b>	<b>467</b>	<b>466</b>	<b>546</b>	<b>649</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>3952</b>	<b>4315</b>	<b>4613</b>	<b>4838</b>
%营业收入	6%	6%	7%	8%	长期借款	2119	2199	2259	2299
所得税费用	120	93	109	130	应付债券	0	0	0	0
净利润	346	373	436	519	递延所得税负债	15	16	16	16
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>381</b>	<b>373</b>	<b>436</b>	<b>519</b>	其他非流动负债	301	290	280	270
少数股东损益	-35	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>6387</b>	<b>6820</b>	<b>7168</b>	<b>7423</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.21</b>	<b>0.21</b>	<b>0.24</b>	<b>0.29</b>	归属于母公司所有者权益	12680	12948	13261	13633
					少数股东权益	546	546	546	546
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>13226</b>	<b>13494</b>	<b>13807</b>	<b>14179</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>19613</b>	<b>20314</b>	<b>20975</b>	<b>21602</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1312</b>	<b>1268</b>	<b>1581</b>	<b>1754</b>					
取得投资收益收回现金	4	4	4	4	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	-19	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-2365	-2376	-1975	-1573	每股收益	0.21	0.21	0.24	0.29
其他	-4	22	0	0	每股经营现金流	0.73	0.71	0.88	0.98
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2384</b>	<b>-2350</b>	<b>-1971</b>	<b>-1569</b>	市盈率	69.48	66.41	56.72	47.66
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.07	1.91	1.87	1.82
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	21.83	19.00	16.83	15.05
银行贷款增加(减少)	2057	480	260	140	总资产收益率	1.8%	1.9%	2.1%	2.4%
筹资成本	-295	-259	-292	-324	净资产收益率	3.0%	2.9%	3.3%	3.8%
其他	-1426	48	-10	-10	净利率	5.2%	4.9%	5.4%	6.0%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>336</b>	<b>269</b>	<b>-42</b>	<b>-194</b>	资产负债率	32.6%	33.6%	34.2%	34.4%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-737</b>	<b>-814</b>	<b>-432</b>	<b>-9</b>	总资产周转率	0.38	0.38	0.39	0.41

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 /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 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情形范围内，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。