

把握AI机遇，全球化+智算开启新叙事

投资评级：增持（维持）

---首都在线（300846.SZ）公司深度研究

华龙证券研究所 计算机行业

分析师：孙伯文

SAC执业证书编号：S0230523080004

邮箱：sunbw@hlzq.com

联系人：朱凌萱

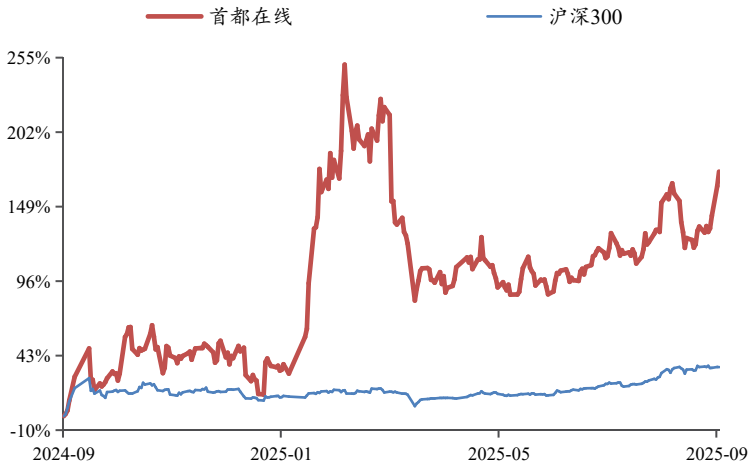
SAC执业证书编号：S0230124010005

邮箱：zhulx@hlzq.com

2025年09月23日

证券研究报告

最近一年市场走势（单位：%）



相关报告

《首都在线（300846.SZ）2025年中报业绩点评报告：智算转型成效渐显，“AI+”打开成长空间》2025. 08. 27

市场数据

(2025年09月23日)		流通市值（百万元）	10,220.91
当前价格（元）	26.08	总股本（万股）	50,229.60
52周价格区间（元）	9.09-34.95	流通股（万股）	39,190.61
总市值（百万元）	13,099.88	近一月换手（%）	331.45

内容摘要:

- 推进智算+全球化布局，营收结构持续改善。**首都在线作为中国最早的IDC服务商之一，经过多年发展已形成覆盖云服务、通信网络服务和IDC服务的多元化业务体系，主营业务包括智算云、计算云和IDC三大板块。2023年，ChatGPT带动全球新一轮AI竞争，公司明确“一体两翼”云平台战略，开启智算转型。根据2025H1数据，按产品类型划分，公司云计算服务占比达49.89%，IDC服务占比45.83%，其他业务占4.28%。从行业分布来看，公司主要为B端客户提供云网一体化服务，服务范围涵盖数字孪生、人工智能、工业互联网、车联网、大数据等众多领域，约40%的中国互联网百强企业都在使用首都在线的产品和服务。2025H1，公司大模型及AIGC业务占比为16.4%，战略转型初见成效。
- 云计算：智算带来新机遇，内需+出海双轮驱动。**1) **AI推动智算规模增长，云服务需求提升。**根据Synergy Research Group的数据，2024年全球云基础设施服务市场增长了22%，达到3300亿美元。通过结合新的 GenAI 平台服务、GPU 即服务以及对各种其他云服务的增强，生成式AI至少贡献了云服务收入增长的一半。海外大厂方面，AI推动云厂业绩增长逻辑已被初步验证。2) **DeepSeek后时代，国内推理侧算力需求爆发在即。**DeepSeek降低模型的部署成本，Agent生态的繁荣使推理侧潜在需求激增。以国内大厂字节为例，据火山引擎，截至2025年5月底，豆包大模型日均tokens使用量超过16.4万亿，较2024年5月豆包大模型刚发布时增长137倍。当前推理侧算力需求仍处于爆发前期，云服务商有望核心受益。3) **公司智算云产品向“IaaS、PaaS、MaaS”全栈智能云产品服务演进。**公司智算产品从单一的智能算力产品，迅速拓展为智算云全栈产品体系，涵盖智算云容器、MaaS 平台、AI infra 平台以及大模型一体机，满足了各类客户的多样化部署需求。4) **坚持全球化战略布局，服务广告、电商行业出海。**公司依托近 100 条互联互通的高速专线海缆，深度整合海内外算力集群、骨干网资源以及存储资源，为大模型与 AIGC 出海客户提供一体化融合交付解决方案，高效完成客户全球业务的多点布局，形成全球云网一体化解决方案。公司在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，与全球400多个通信运营商深度合作，100+专线组成物理链路的全球环网，客户群覆盖全球主流运营商。借助全球节点资源，搭乘DeepSeek风口，公司为广告和电商行业的出海客户提供高效、稳定、性价比高的算力服务。
- IDC：推进AIDC布局，助力“智算”战略。**1) **行业需求筑底反弹，供需矛盾有望缓和。**以万国数据和世纪互联为IDC产业缩影，2019年以来，数据中心利用率呈现出比较明显的“V”型反转。世纪互联的数据中心总利用率在2021年Q4触底，随后持续反弹。万国数据的数据中心利用率同样在2021年Q4达到低谷，之后稳步回升。从关键时间节点来看，2019-2021年受宏观环境影响，企业IT支出收缩，叠加部分IDC产能过剩，利用率持续下行。IDC行业在2021年底完成需求触底。随后，2022至今伴随ChatGPT（2022年底发布）等AI技术爆发，算力需求激增，推动IDC利用率持续改善。IDC产业正从“粗放扩张”进入“技术驱动”阶段，产业筑底信号明确，AI将成为行业增长的核心引擎。2) **公司积极谋求AIDC新增长。公司深度参与甘肃庆阳节点建设，助力DeepSeek在庆阳部署。**2024年，首都在线在庆阳正式发布了国产异构算力适配平台，已完成对智谱、千问、零一万物等国产大模型、国外Lama、GPT、Bloom等所有主流大模型的部署，以及国内GPU头部厂商燧原、华为等适配调优。能够实现一云多芯易购调度管理，显著提升云端算力的使用效率和性价比。截至 2024 年底，公司已在亚洲、欧洲、北美、南美等核心区域布局近 100 个数据中心，数据中心转售业务规模展现出良好韧性。此外，公司凭借在全球积累的优质运营商资源，以现有数据中心和网络资源为依托，逐步推出适配大模型推理业务的 12-16KW 高电机柜资源，按需为客户部署。同时，秉持低延迟、低成本原则，筛选运营商数据中心及第三方数据中心开展合作，有效降低成本，提升收入。公司积极拓展建设 AIDC 统筹布局，在海外美国达拉斯、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。

盈利预测及投资评级：

公司明确“一体两翼”云平台战略，全球化+智算驱动新增长。AI拉动云计算需求高速增长，北美与国内大厂资本开支持续上行。同时，AIDC加速建设，推动需求触底回升，产业景气度进一步修复。公司在高管层带领下，战略转型初见成效，业绩弹性有望逐步释放。综上所述，我们预计公司 2025-2027年归母净利润分别为-1.15/-0.02/1.35亿元，预计公司2025-2027年EPS分别为-0.23/-0.004/0.27元，预计公司对应2025-2027年EV/EBITDA为180.89/58.03/31.00倍。维持“增持”评级。

风险提示：

（1）IDC需求不及预期。（2）战略业务进程不及预期。（3）业绩不及预期。（4）市场竞争加剧。（5）宏观环境不及预期。

表：盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,243	1,397	1,593	1,938	2,434
增长率（%）	1.67	12.35	14.04	21.64	25.60
归母净利润（百万元）	-340	-303	-115	-2	135
增长率（%）	-79.90	10.86	62.08	98.04	6,106.67
ROE（%）	-36.36	-29.89	-13.61	-0.26	13.45
每股收益/EPS（摊薄/元）	-0.73	-0.61	-0.23	-0.004	0.27
市盈率（P/E）	/	/	/	/	96.9
市净率（P/B）	6.2	6.5	16.1	16.1	13.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

推进智算+全球化布局，营收结构持续改善

2

云计算：智算带来新机遇，内需+出海双轮驱动

3

IDC：推进AIDC布局，助力智算战略

4

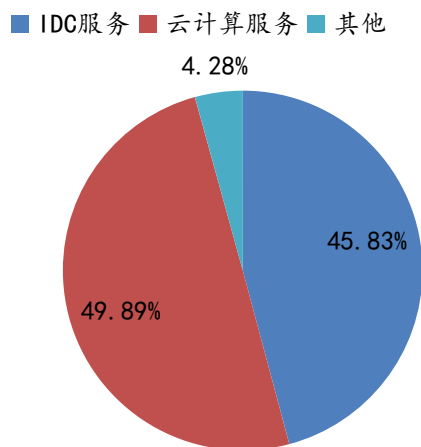
盈利预测与投资评级

5

风险提示

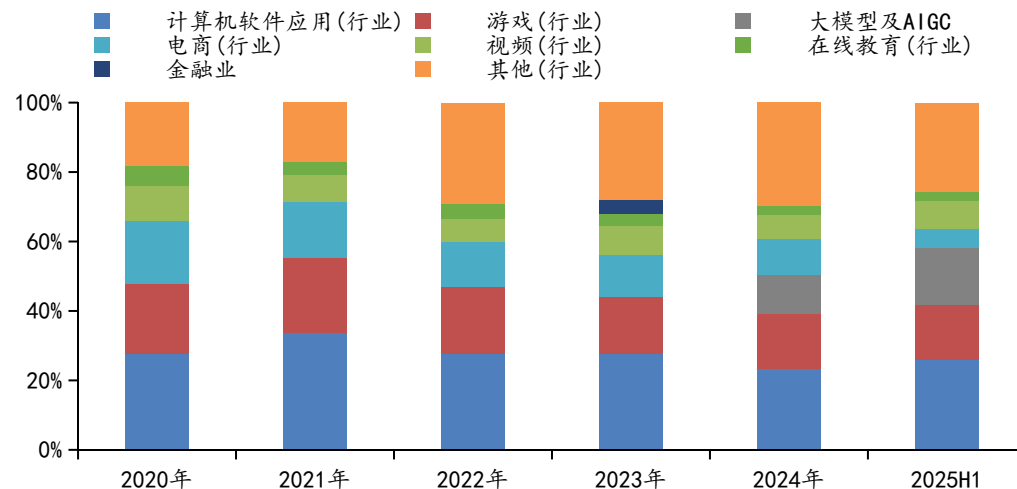
- 首都在线作为中国最早的IDC服务商之一，经过多年发展已形成覆盖云服务、通信网络服务和IDC服务的多元化业务体系,主营业务包括智算云、计算云和IDC三大板块。根据2025H1数据，按产品类型划分，公司云计算服务占比达49.89%，IDC服务占比45.83%，其他业务占4.28%。从行业分布来看，公司主要为B端客户提供云网一体化服务，服务范围涵盖数字孪生、人工智能、工业互联网、车联网、大数据等众多领域，约40%的中国互联网百强企业都在使用首都在线的产品和服务。2025H1，公司大模型及AIGC业务占比为16.4%，战略转型初见成效。公司致力于为政务、金融、教育、传媒、互联网等行业客户构建稳定、高效的云网一体化服务，满足不同行业在数字化转型过程中对算力和网络的服务需求。

图1:2025H1首都在线主营业务构成（按产品）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图2:首都在线主营业务构成（按行业）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

自2005年成立以来，公司历经三阶段战略转型

- **第一阶段(2005-2009年)：IDC奠基**

2005年公司成立，是中国最早的IDC服务商之一

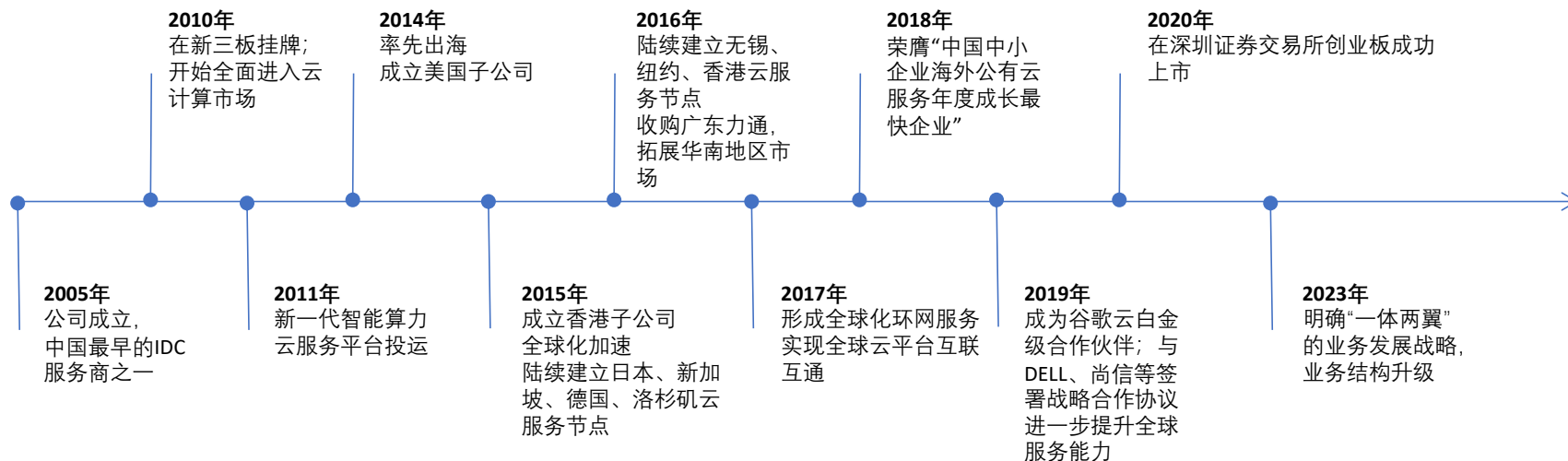
- **第二阶段（2010-2022年）：云计算转型**

2010年公司开始进入云计算市场，此后逐步推进全球化布局

- **第三阶段（2023-至今）：智算转型**

2023年，ChatGPT带动全球新一轮AI竞争，公司明确“一体两翼”云平台战略，把握AI时代机遇，开启业务结构升级之路。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%。

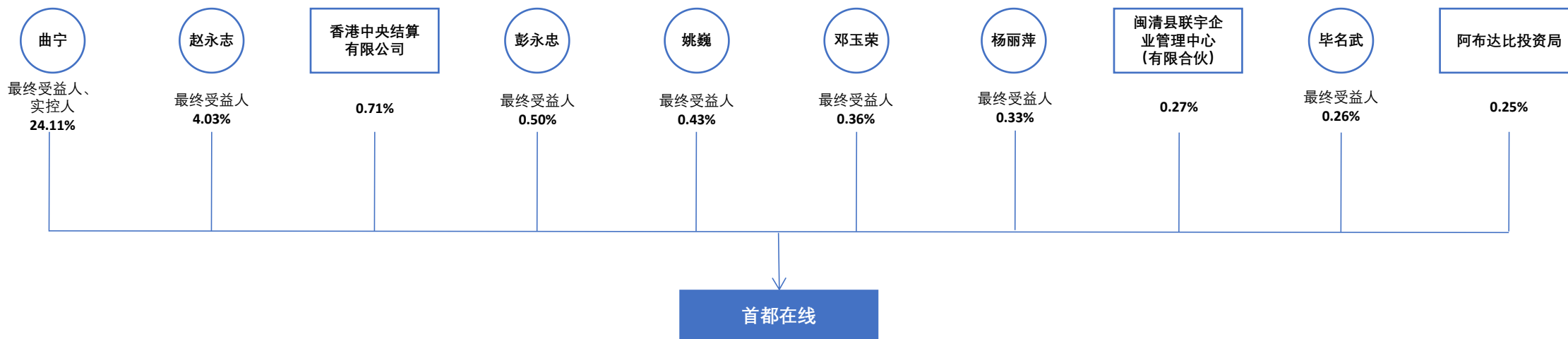
图3：首都在线发展历程



资料来源：首都在线官网，Wind，华龙证券研究所

- 公司高管经验丰富，带领团队加速推进新战略。公司实控人为曲宁先生，曾任二六三网络通信股份有限公司北方大区总经理，自2005年起历任公司董事长、总经理，持股比例为24.11%（截至2025H1）。公司执行总裁姚巍先生，2023年加入首都在线，曾任职于华为20年，任职期间最终担任华为公司巴西国家代表处代表（总经理）。在担任巴西区域总经理期间，华为在巴西市场业务进展迅速，年业务规模达到近100亿元人民币，且顺利使连年亏损的巴西业务成功扭亏为盈，盈利能力提升到20%以上。姚巍先生加入首都在线之际，以ChatGPT为代表的生成式AI正在兴起。公司高管快速调整公司战略，紧跟AI时代浪潮，明确“一体两翼”战略和公司未来发展重心。其中，一体指的是融合智算云，包括计算服务与智算服务，实现统一调度的融合算力。两翼分别指的是智算资源和多元算力。公司在战略指引下开启业务结构升级。
- 2025年9月18日，公司披露实控人曲宁、股东云之拓和天阳科技签署《股份转让协议》，交易完成后，天阳科技将以4.4亿元战略入股首都在线，持股比例为5.02%。双方拟通过本次交易，实现技术与研发的协同，形成“金融科技+智算云”的双向赋能格局。

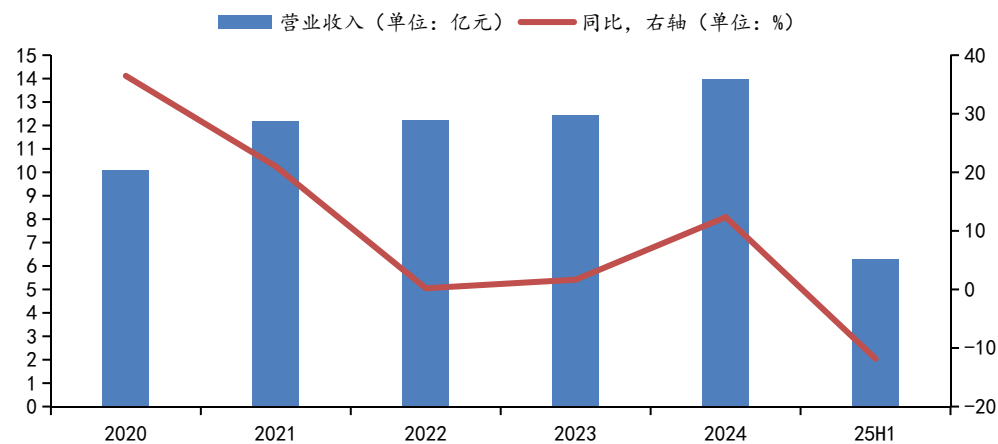
图4: 首都在线前十大股东（截至2025H1）



资料来源：Wind，华龙证券研究所

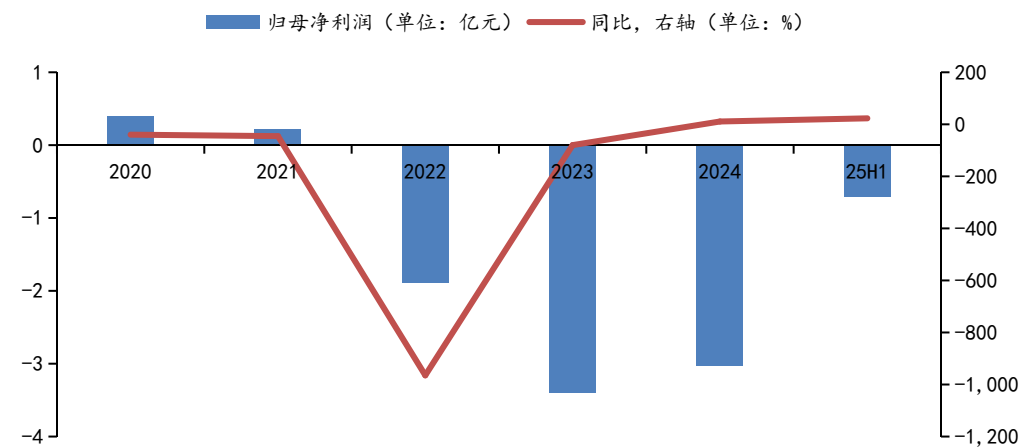
- 公司利润端持续减亏，业务战略调整卓有成效。2024年全年，公司实现营业总收入13.97亿元，同比增长12.35%，归母净利润为-30314.40万元，同比亏损有所收窄；2025H1，公司实现总营业收入6.29亿元，同比减少11.82%；实现归母净利润-7095.93万元，同比增长23.03%，亏损同比收窄。
- 2024年度，公司智算云业务实现收入1.83亿元，同比增长184%，收入占比由2023年的5%提升至13%；2025H1，公司智算云业务实现收入1.15亿元，同比增长34.64%，智算云有望成为公司业务发展的核心引擎；按客户所处行业来看，大模型及AIGC行业客户贡献营收1.03亿元，同比增长70.66%，未来将成为公司业绩增长的主要助力，推动公司盈利能力持续改善，公司基本面拐点有望逐步确立。

图5:首都在线营收情况



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

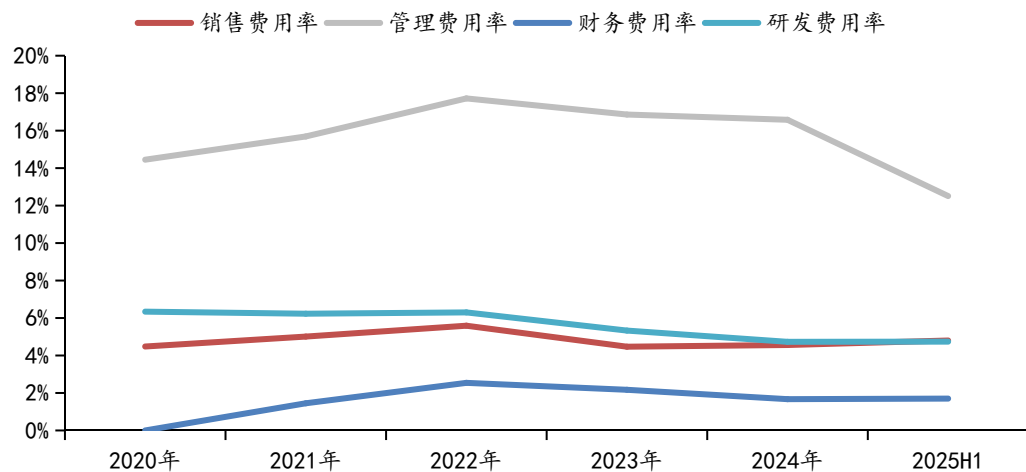
图6:首都在线归母净利润情况



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

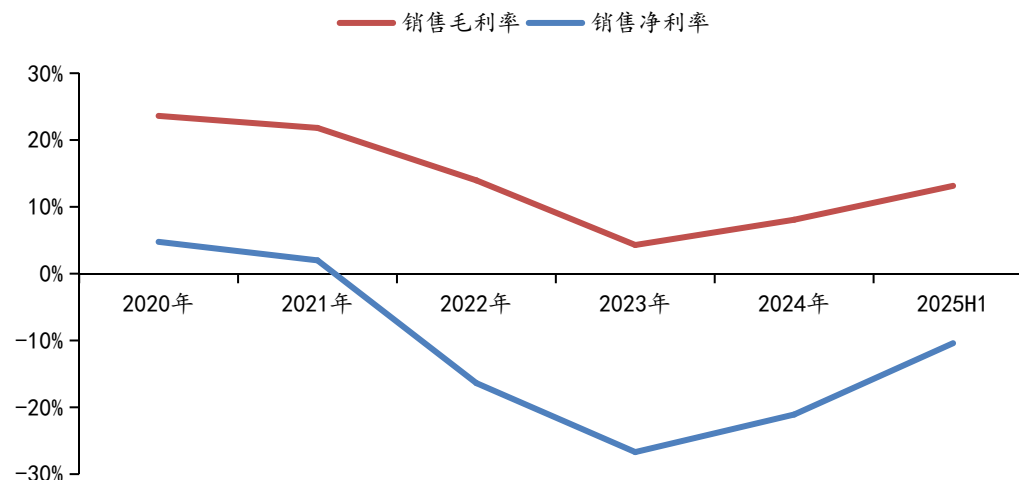
- 公司费用结构趋于稳定，费用把控情况良好。2024年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率以及研发费用率分别为4.6%、16.6%、1.7%和4.7%，较2023年基本持平。2025H1，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率以及研发费用率分别为4.8%、12.5%、1.7%和4.7%，除管理费用略有下降外，其他各项费用率较为稳定。
- 2024年公司毛利率、净利率同比回升，带动净亏损收窄，经营效率出现边际改善。2024年公司销售毛利率、销售净利率分别为8%和-21%，较2023年有明显回升。2025H1，公司对IDC业务进行战略性调整，缩减部分低毛利传统业务，销售毛利率由去年同期的9.88%提升至13.14%。公司当前属于业务调整阶段，未来战略业务占比提升有望带动公司毛利率提升，同时公司费用管控能力良好，费用率稳定情况下，公司盈利能力将稳中向好。

图7:首都在线期间费用率与研发费用率



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图8:销售毛利率、净利率情况



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

目录

1

推进智算+全球化布局，营收结构持续改善

2

云计算：智算带来新机遇，内需+出海双轮驱动

3

IDC：推进AIDC布局，助力智算战略

4

盈利预测与投资评级

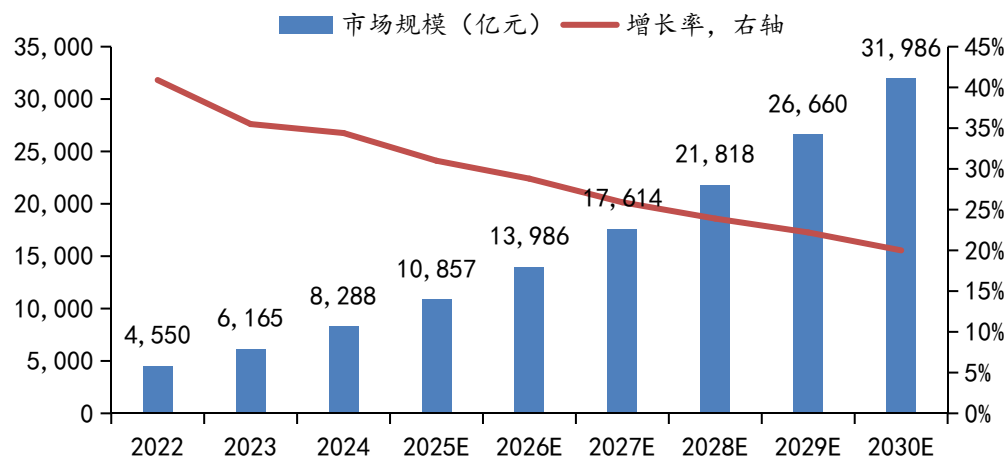
5

风险提示

AI带来的智算需求推动云服务市场结构性增长

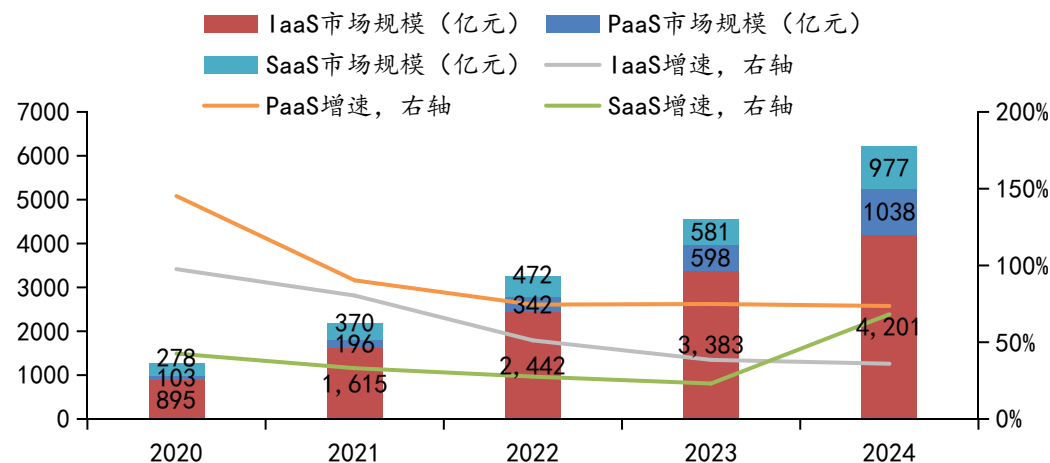
- 受人工智能等技术创新推动，我国云计算市场保持较高速增长。据中国信通院统计数据，2024年我国云计算市场规模达到8288亿元（同比增长34.4%），延续2022-2023年较高速增长态势，预计2025年我国云计算市场规模达10857亿元（预计同比增速达31%），有望首次突破万亿市场规模。人工智能等新兴技术将与云计算进一步融合，推动云计算市场拓展。到2030年，我国云计算市场规模有望突破3万亿元。
- SaaS增速亮眼，智算需求持续推动IaaS增长。2024年，受益于智算服务需求拉动，我国公有云IaaS市场规模同比增长36%，市场规模突破4000亿元。公有云SaaS市场规模同比增速由2023年的23.1%提升至2024年的68.2%，呈现明显加速增长趋势，主要受益于企业级应用加速落地及智能体爆发。公有云IaaS市场2024年增速与2022、2023年增速基本持平，保持较好增长，持续受AI开发平台和出海业务驱动。我们认为，三大公有云细分领域受AI驱动作用明显，SaaS领域已率先加速增长，预计随着AI渗透率提升，公有云细分领域将持续呈现稳步增长。

图9: 中国云计算市场规模



数据来源：中国信通院，华龙证券研究所

图10: 中国公有云市场规模结构

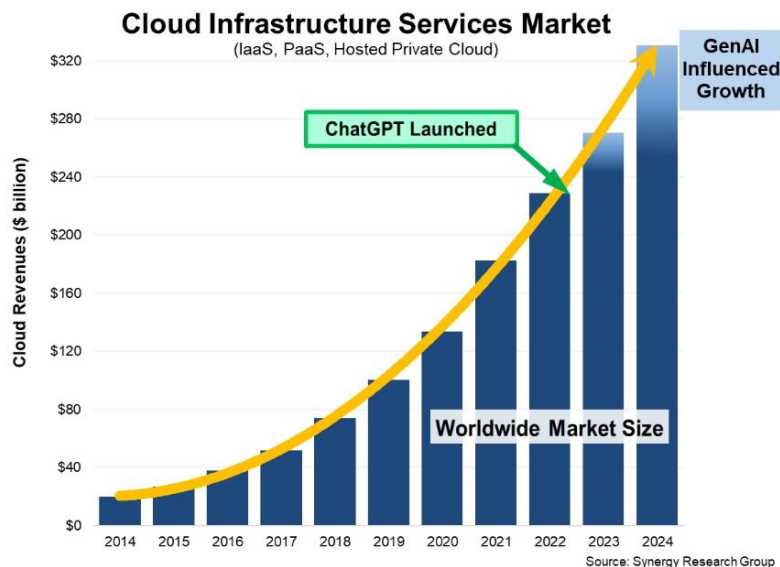


数据来源：中国信通院，华龙证券研究所

AI推动智算规模增长，云服务需求提升

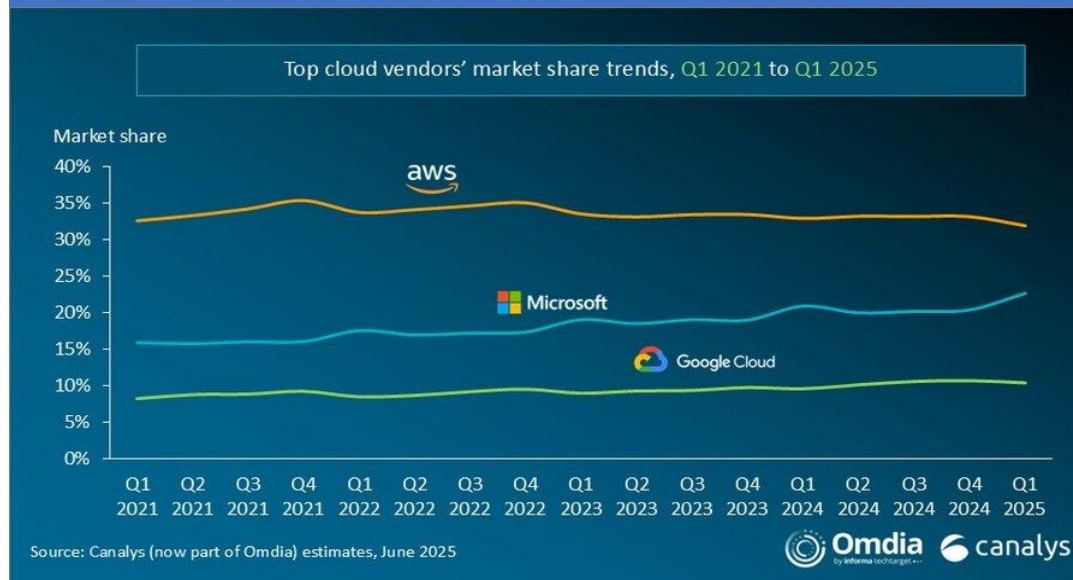
- AI对云服务的拉动作用已得到海外先验。根据Synergy Research Group的数据，2024年全球云基础设施服务市场增长了22%，达到3300亿美元。通过结合新的 GenAI 平台服务、GPU 即服务以及对各种其他云服务的增强，生成式AI至少贡献了云服务收入增长的一半。海外大厂方面，AI推动云厂业绩增长逻辑已被初步验证。具体来看，2025 年第一季度，全球前三名云服务提供商分别是AWS、微软Azure和谷歌云，合计市场份额占全球云支出的65%；合计云相关支出同比增长24%。其中，2025Q1微软 Azure 和谷歌云增速均超30%；得益于OpenAI与Azure的合作，AI拉动的Azure云增长提升了16%，创下自2024Q2以来的最大单季增长；AWS人工智能业务年增速保持在三位数水平。AI对北美云厂的云服务业务拉动效果明显。

图11:生成式AI对云服务市场增长的拉动作用



资料来源：Synergy Research Group，华龙证券研究所

图12:2021Q1-2025Q1全球前三大云市场份额占比

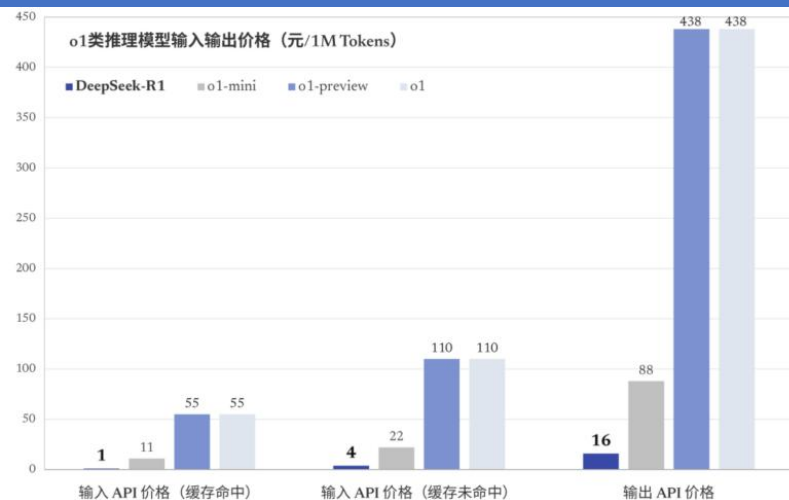


资料来源：Canalys，华龙证券研究所

国产大模型性价比提升有望提振国内云服务需求

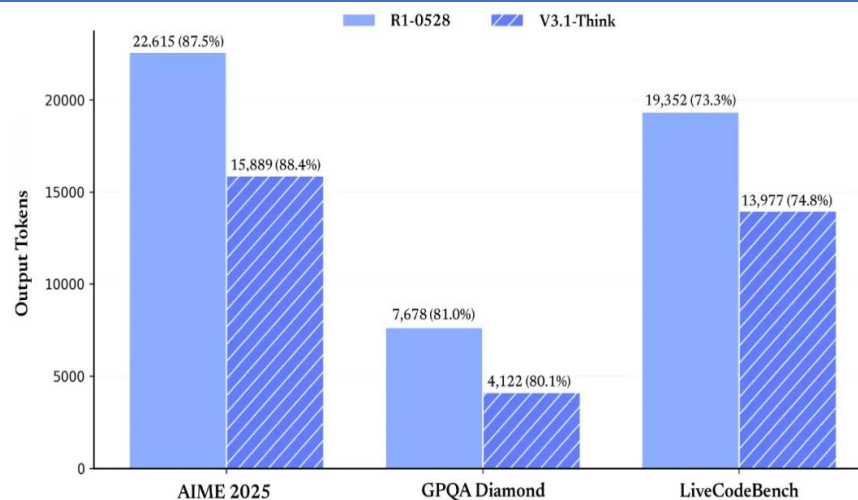
- DeepSeek-R1开源为AI应用爆发提供先决条件（ROI提升）。2025年1月20日，DeepSeek正式发布DeepSeek-R1模型，并同步开源模型权重。该模型在后训练阶段大规模使用了强化学习技术，在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩OpenAI的o1正式版，定价大幅下降。8月21日，DeepSeek更新新版本模型DeepSeek-V3.1，显著提升思考效率，V3.1-Think在输出token数减少20%-50%的情况下，各项任务的平均表现与R1-0528持平；同时增强Agent能力，在工具使用和智能体任务中表现有所提升。延续了国产大模型在性价比及Agent能力提升方面的趋势。
- 长期视角下，部署大模型的成本下降有望吸引更多厂商关注并使用AI技术。DeepSeek的接入促使云厂商提供更多样的算力租用方案、优化模型部署流程，推动云服务普及并提供增值服务。我们认为，DeepSeek之后，云服务相关厂商为直接受益方，有望率先进入业绩兑现期。

图13: DeepSeek-R1输入输出价格对比



资料来源：DeepSeek官网，华龙证券研究所

图14: DeepSeek-V3.1-Think思考效率提升

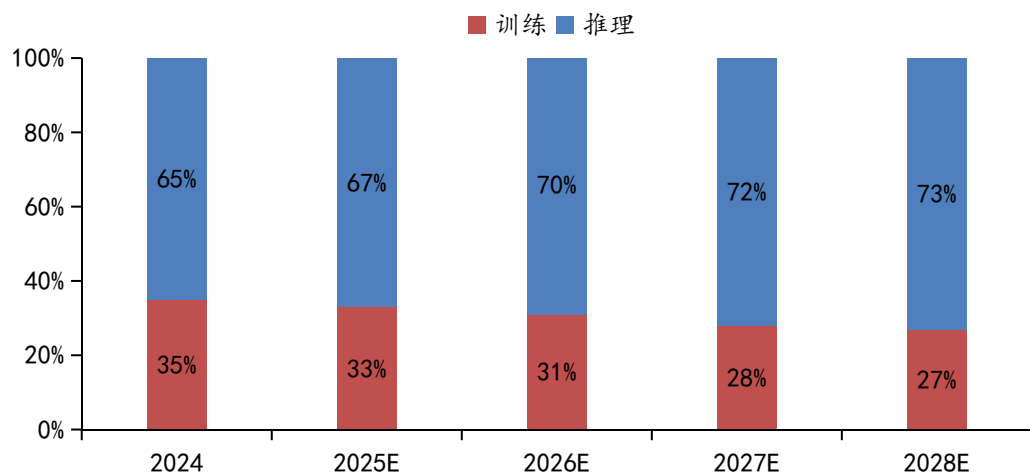


资料来源：DeepSeek官方微信公众号，华龙证券研究所

推理需求正在爬坡期，Agent将带动推理需求增长曲线更为陡峭

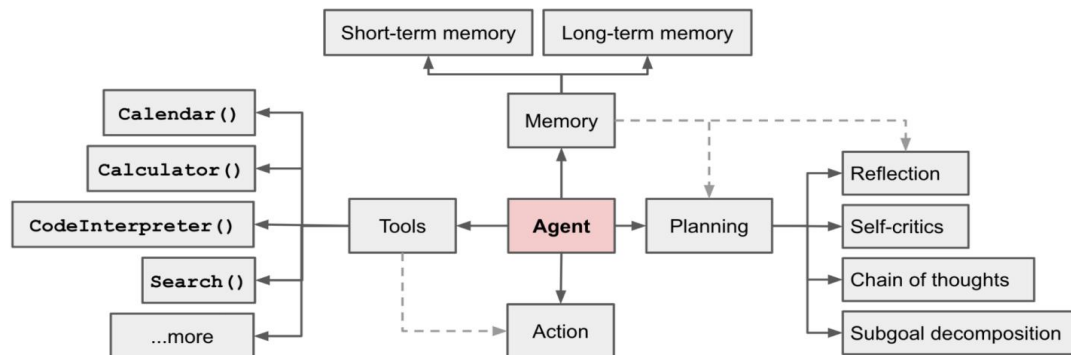
- 大厂tokens消耗量、API使用量大幅增长，推理侧需求有望持续攀升。2025Q1，微软用于构建和管理AI应用和代理的平台Azure AI Foundry处理了超过100万亿个token，同比增长五倍。自年初以来，谷歌AI Studio和Gemini API的活跃使用量激增超过200%。以国内大厂字节为例，据火山引擎，截至2025年5月底，豆包大模型日均tokens使用量超过16.4万亿，较2024年5月豆包大模型刚发布时增长137倍。据IDC预测，到2028年，预计中国AI服务器中73%的工作负载将用于推理。
- Agent引领AI交互新变革，tokens消耗量或处于爆发前期。1) 复杂任务拆解：Agent需拆解用户意图为子任务（问题），每个子任务（问题）均触发Tokens消耗；2) 工具调用与数据整合：调用插件、工作流中使用llm模型节点、智能体的回复总结，都会产生tokens消耗；3) 试错与自我优化：执行任务时，大模型会判断召回内容是否与问题有关，从而进行试错与输出优化，增加tokens的消耗。
- 随着Agent自动化能力增强，其对底层大模型Tokens调用量的拉动作用将呈指数级增长，将成为推理算力需求增长的核心引擎。

图15: 中国AI服务器工作负载占比预测



数据来源：IDC，华龙证券研究所

图16: 基于LLM的自动Agent系统概览



资料来源：Lilian Weng: 《LLM Powered Autonomous Agents》，
华龙证券研究所

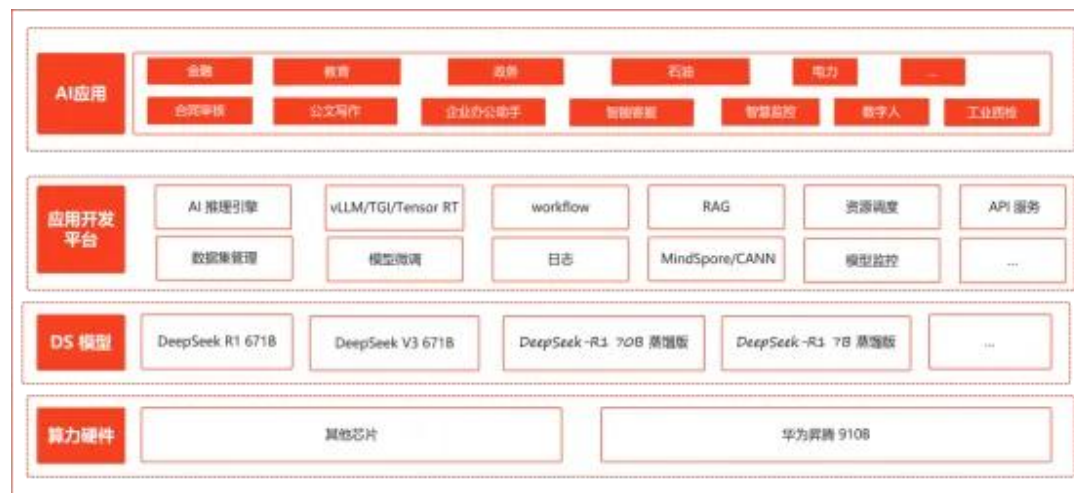
公司搭建智算云全栈产品体系，覆盖从边缘端到云端的多种需求

- 公司智算云产品向“IaaS、PaaS、MaaS”全栈智能云产品服务演进。2024年，凭借深厚的技术底蕴与敏锐的市场洞察力，公司紧密追踪客户需求的变化。智算产品从单一的智能算力产品，迅速拓展为智算云全栈产品体系，涵盖智算云容器、MaaS平台、AI infra平台以及大模型一体机，满足了各类客户的多样化部署需求。MaaS平台通过独特的算力纳管交易机制，汇聚多方算力资源，实现高效管理与调度，达成算力共建共享。MaaS平台核心服务集成了国内 DeepSeek，以及国外 Llama、Bloom 等主流大模型 API，适配国内主流芯片，满足混合云部署需求。AI infra平台面向算法工程师专注提供模型研发和微调的开发环境，基于 Kubernetes 原生云设计，依托行业领先的灵活基础设施和大规模 GPU 算力资源，实现从数据准备、代码开发、模型训练到推理部署等全场景覆盖，高效赋能用户 AI 研发全流程。
- 推出 DeepSeek 一体机产品，打造国产化 AI 算力的“开箱即用”解决方案。首都在线 DeepSeek 一体机搭载自研的 DeepSeek R1/V3 系列大模型（涵盖 1.5B 至 671B 参数全尺寸），适配昇腾 910B 等国产芯片。大模型一体机产品主要面向政务、金融、教育等企业用户，覆盖从边缘端到云端的场景需求，能够帮助企业用户便捷部署，降低技术门槛，节约时间成本。

图17:首都在线MaaS方案架构



图18:首都在线DeepSeek一体机架构



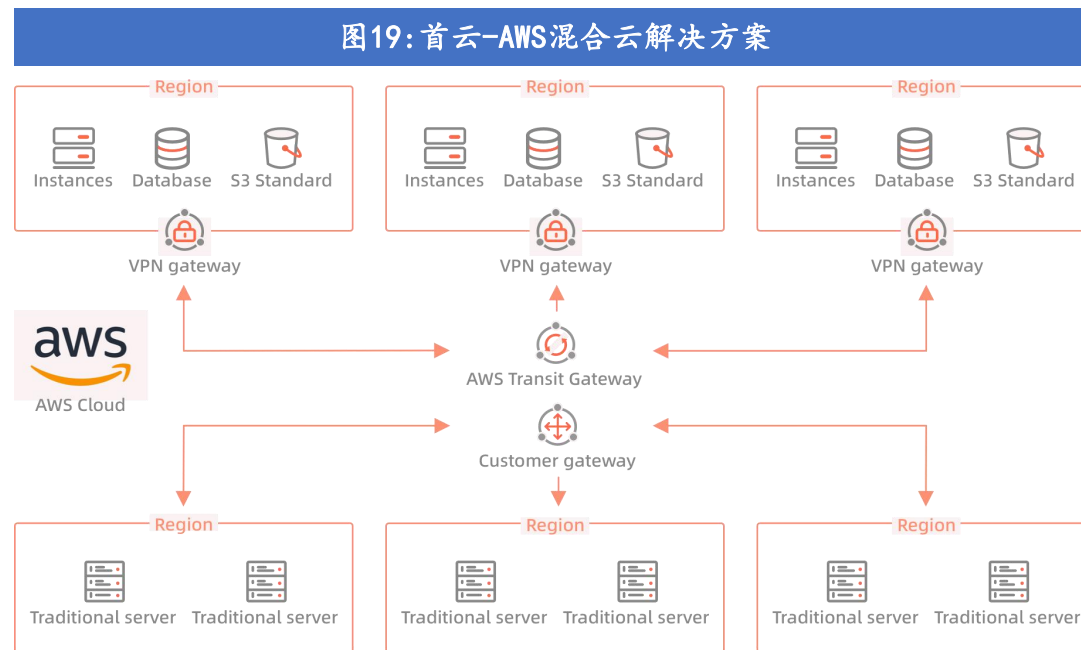
资料来源：首都在线官网，华龙证券研究所

资料来源：首都在线官方微信公众号，华龙证券研究所

以AI为支点，联合合作伙伴拓展垂直行业需求

- 2024 年度，公司在 AI infra 和 AIGC 应用领域新增多家客户，智算业务大客户数量同比增长 150%。在大模型及 AIGC 行业客户方面，公司为客户推出模型训练平台、推理优化引擎、数据管理系统等一站式解决方案，助力客户高效搭建各类模型，大幅缩短训练周期；配备先进的推理优化引擎，显著提升模型推理速度与性能，降低运行成本；全面的数据管理系统，支持对海量数据进行精准存储、高效检索与深度分析，为模型训练提供坚实的数据支撑。获得了客户对公司的高度信赖与长期合作意愿，公司存量客户收入实现了121%的增长。
- 公司成功切入多行业应用新赛道。如教育行业，与国内多家高校建立深度合作，通过构建起覆盖教学、科研、管理的全场景智能算力服务体系，助力教育行业 AI 应用生态纵深发展。在金融行业，通过金融大模型一体机及场景化解决方案，助力银行、保险等头部金融机构在关键业务场景实现效率提升，如快速生成表单、精准推荐产品、优化智能客服等应用场景。
- 携手华为，共建算力网融合生态。华为与首都在线签署了《人工智能适配调优MaaS平台战略合作协议》，基于昇腾AI处理器及全栈解决方案，结合首都在线的云计算资源与行业经验，构建高性能AI适配调优平台。该平台不仅提供GPU算力资源，更通过模型调优工具链、跨平台兼容能力，实现算力资源的“增值化”服务，助力金融、工业、智慧城市等领域降低AI训练与推理成本。
- 公司也是AWS优质合作伙伴，双方共同提供首云-AWS混合云解决方案。AWS提供全球分布的云基础设施为全球游戏用户提供就近接入，身份验证，统一调度等功能。首云提供海外数据中心作为对战服务器。首云-AWS混合云解决方案能够支持灵活定制，保证客户游戏体验，减少用户使用成本。

图19：首云-AWS混合云解决方案

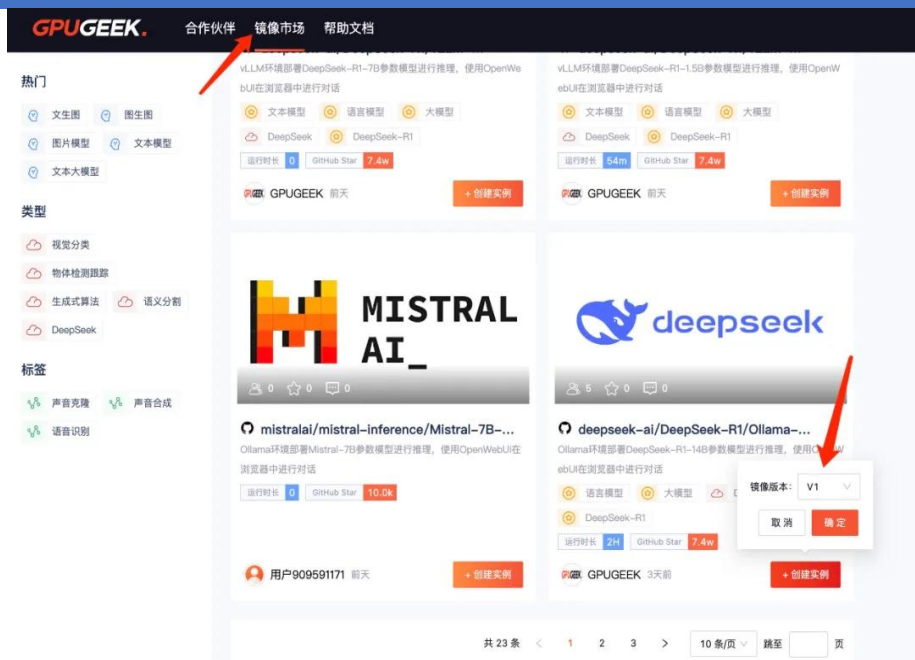


资料来源：首都在线官网，华龙证券研究所

坚持全球化战略布局，服务广告、电商行业出海

- **北美市场成熟度高、用户付费意愿强，更多中国AI企业瞄准海外市场。**2024年，国内AI产业出海形成热潮。2025年，DeepSeek-R1引起全球关注，国产大模型从“跟随”开始走向“引领”，国际认可度提升。海外市场中，北美市场商业体系成熟度高、用户付费意愿强；东南亚作为新兴市场，市场拥挤度低，增长潜力大，成为中国AI企业出海的主要目的地。随着中国人工智能产业日益成熟，公司迅速将智算云服务拓展北美、欧洲、亚太三大战略区域市场。公司瞄准全球人工智能市场年复合增长率39%的发展机遇，重点布局北美、欧洲、亚太核心节点城市，持续增强全球服务能力。
- **整合算网资源，精准协助广告、电商行业客户出海。**公司依托近100条互联互通的高速专线海缆，深度整合海内外算力集群、骨干网资源以及存储资源，为大模型与AIGC出海客户提供一体化融合交付解决方案，高效完成客户全球业务的多点布局，形成全球云网一体化解决方案。公司在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，与全球400多个通信运营商深度合作，100+专线组成物理链路的全球环网，客户群覆盖全球主流运营商。借助全球节点资源，搭乘DeepSeek风口，公司为广告和电商行业的出海客户提供高效、稳定、性价比高的算力服务。

图20：首都在线云平台DeepSeek镜像



资料来源：首都在线官微，华龙证券研究所

图21：首都在线全球化布局



资料来源：首都在线官网，华龙证券研究所

目录

1

推进智算+全球化布局，营收结构持续改善

2

云计算：智算带来新机遇，内需+出海双轮驱动

3

IDC：推进AIDC布局，助力智算战略

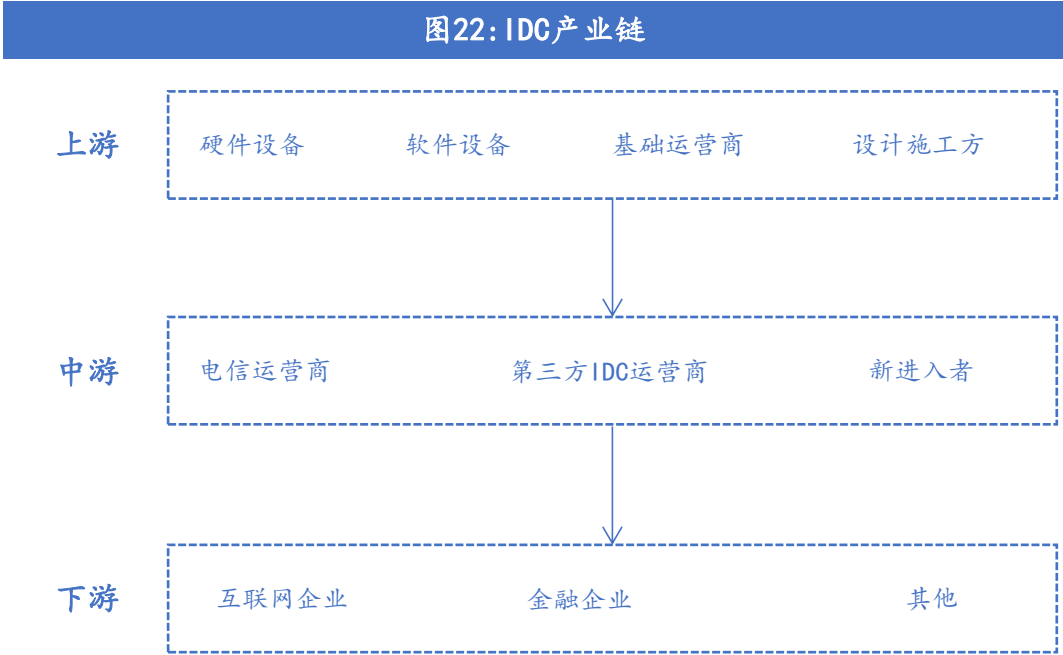
4

盈利预测与投资评级

5

风险提示

- IDC产业链上游主要是为IDC机房建设提供所必须的基础设施或者条件，包括基础网络设备、IT设备、电力设备、制冷设备、软件系统和土地基建等，其为IDC常规运行提供基础保障。产业链中游是对上游的资源进行整合，建设出稳定高效的数据中心机房，并为信息系统提供服务，包括基础电信运营商和网络中立的第三方IDC运营商，第三方IDC运营商可分为两类，一类是零售型服务商，一类是批发型服务商，此外还有由其他领域新进入的跨界企业。国内基础电信运营商群体以中国电信、中国联通、中国移动为主，其通过自建数据中心机房及网络的方式开展业务；第三方IDC运营商通过自建或租用数据中心机房、租用网络带宽等方式提供主机托管服务及增值服务等，其能够接入不同运营商的网络，提供更为深入、灵活的IDC综合服务。产业链的下游为各行业IDC应用客户，主要包括互联网企业、金融机构、政府机关等。
- 依据应用场景划分，IDC可分为通用型、智算型以及超算型数据中心：1) 通用型数据中心基于CPU芯片服务器提供的算力，主要用于传统的数据存储、处理和管理任务，对计算性能的要求相对较为均衡，包括一定量的计算、存储和网络传输能力；2) 智算型数据中心基于GPU、FPGA、ASIC等AI芯片的加速计算平台提供的算力，主要用于人工智能和机器学习领域，通过大规模的数据训练模型，来实现智能化应用；3) 由超级计算机等高性能计算集群所提供的算力，主要用于尖端科学领域，如行星模拟、天体物理、基因分析等。



资料来源：前瞻产业研究院，华龙证券研究所

表1：数据中心类型（按应用场景划分）		
类型	算力支持	适用场景
通用型	基于CPU芯片等通用计算芯片/通用服务器	传统数据存储、处理和管理任务
智算型	基于GPU、ASIC等AI芯片/加速计算平台	人工智能、机器学习
超算型	基于超级计算机/高性能集群	尖端科学研究领域

资料来源：首程控股，华龙证券研究所

传统IDC增速趋缓，AI带来新需求增量

- 随着新型信息基础设施建设的加速推进，信息技术创新进入新一轮加速期，5G、物联网、人工智能、VR/AR等新一代信息技术和应用正快速演进，IDC行业也迎来快速发展。同时，伴随着短视频、直播等大流量互联网应用行业的兴起，客户对数据中心的需求日益旺盛，进而带动了IDC行业的发展。在IDC产业链上，处于中游的IDC建设者和服务提供商发挥了主导作用，多年来在国内各地区布局数据中心网络，向行业用户提供数据中心综合服务、云综合服务及其他增值服务，行业规模不断扩大。据中商产业研究院统计数据，2024年我国数据中心整体市场规模约为2773亿元，同比增长15%；预计2025年我国数据中心市场规模达到3180亿元。目前，我国IDC市场规模增速呈现放缓趋势。一方面是由于消费互联网新兴业态推进迟缓、传统业态用户趋于饱和、公有云增速放缓、移动互联网流量增长有限等因素影响；另一方面，我国传统产业，尤其是以农林牧渔等为主的第一产业运行仍以人工操作为主，数字化应用及融合需求尚未得到释放，导致我国IDC市场下沉受限，产业扩张缓慢。当下，我国数据中心市场竞争格局及供给正在发生结构性变化。据IIM信息，2025年第三方运营商主导的托管服务市场份额扩大至65%，企业自建数据中心比例下降。此外，AI训练/推理需求上升，刺激AIDC扩容。据中国通信工业协会数据中心委员会预计，到2028年中国智算中心（AIDC）市场投资规模有望达到2886亿元。

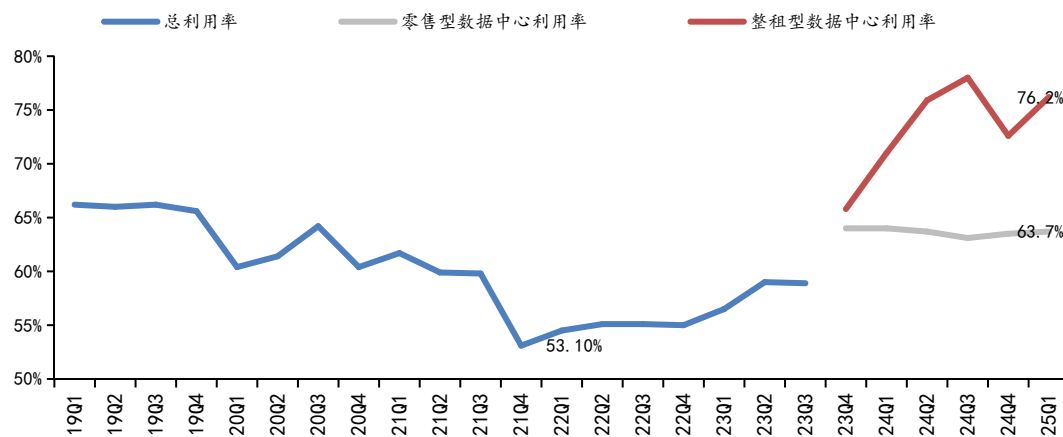
表2：IDC发展历程	
阶段	特征
1990-1995年	通过简单设备布线、连接、分层设计，将服务器单独放在一个房间里。数据中心主要起到存放计算机系统、存储系统、电力设备等相关组件的作用。
1996-2004年	美国的exodus公司提出了"IDC"的概念，由此诞生了数据中心的叫法。2000年前后，IDC概念随互联网传入中国，从而掀起了第一次互联网数据中心建设热潮。
2005-2010年	随着互联网的普及和我国信息化建设的发展，数据中心规范初步确定。
2011-2017年	公有云的快速增长和私有云的技术进步推动了对IDC需求的增长。该时期数据中心概念被纵向扩展，大型化、虚拟化、综合化成为了数据中心的主要特征。
2017年至今	5G、人工智能、大数据、物联网等新兴技术的不断发展与相互融合，带动新场景、新应用的内容不断丰富，使得企业端数据量的需求快速提升，为IDC行业的新一轮快速发展带来新的机遇。

资料来源：智研咨询，华龙证券研究所

IDC上架率改善，行业向规范化发展

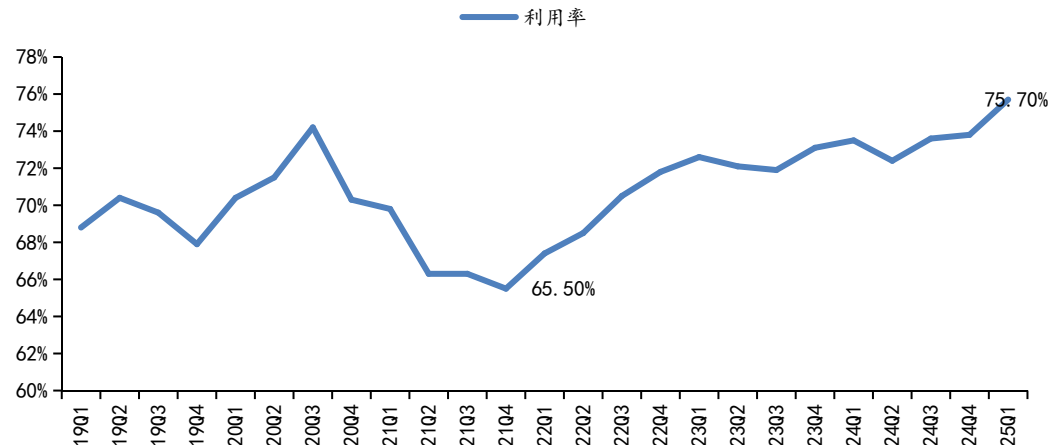
- 行业需求筑底反弹，供需矛盾有望缓和。以万国数据和世纪互联为IDC产业缩影，2019年以来，数据中心利用率呈现出比较明显的“V”型反转。世纪互联的数据中心总利用率在2021年Q4触底，随后持续反弹。2023年第四季度之后，整租型利用率反弹力度更强，反映出大客户需求回升较快；零售型利用率反弹滞后，反映出中小企业上云需求恢复较慢。万国数据的数据中心利用率同样在2021年Q4达到低谷，之后稳步回升。从关键时间节点来看，2019-2021年受宏观环境影响，企业IT支出收缩，叠加部分IDC产能过剩，利用率持续下行。IDC行业在2021年底完成需求触底。随后，2022至今伴随ChatGPT（2022年底发布）等AI技术爆发，算力需求激增，推动IDC利用率持续改善。IDC产业正从“粗放扩张”进入“技术驱动”阶段，产业筑底信号明确，AI将成为行业增长的核心引擎。

图23:世纪互联数据中心利用率



数据来源：世纪互联业绩交流会公告，华龙证券研究所

图24:万国数据数据中心利用率

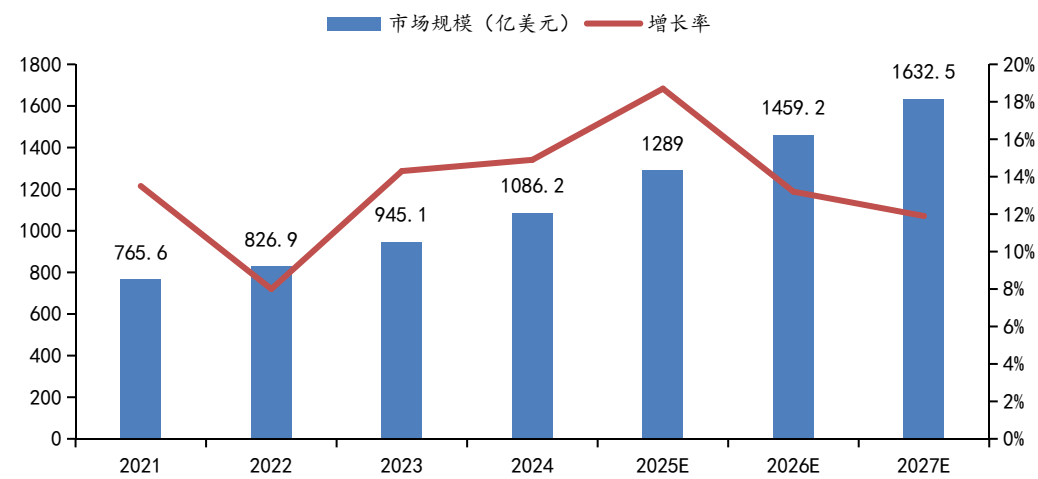


数据来源：万国数据业绩交流会公告，华龙证券研究所

海内外大厂用于AI的资本开支大幅增长，AI基建投资仍具高景气度

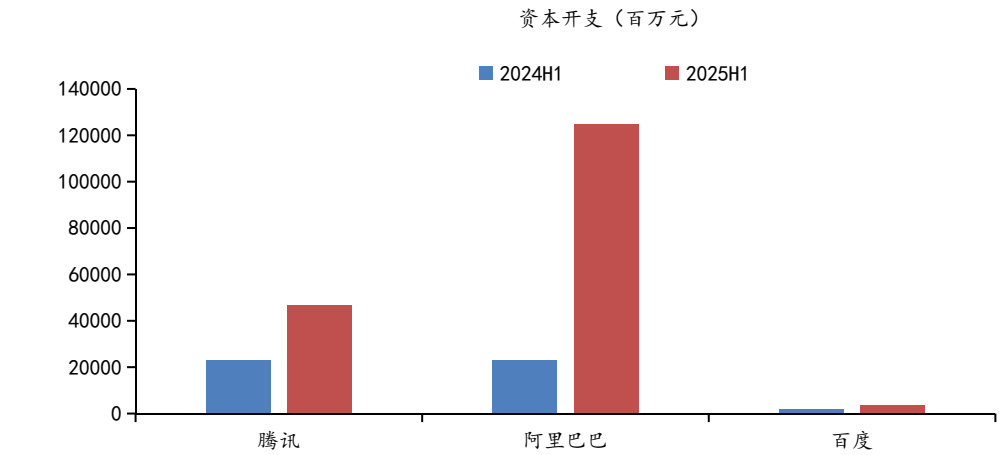
- 2025年，北美四大云厂（亚马逊、谷歌、微软、Meta）预计在AI技术和数据中心建设上共投入3200亿美元，大大高于去年的2300亿美元。其中，仅亚马逊一家今年的总资本支出就有望增至1000亿美元以上，大部分增幅将用于亚马逊网络服务部门的AI，高于2024年的830亿美元；微软2025财年投资800亿美元用于AI数据中心建设；谷歌母公司Alphabet表示，正加快对AI数据中心的投资，今年的资本支出将从2024年的525亿美元增至约750亿美元，预计第一季度将达到160亿至180亿美元。包括软银、甲骨文和OpenAI在内的公司已承诺斥资5000亿美元，在一个名为星际之门（Stargate）的合资企业中建设新的AI基础设施。预计到2027年，全球数据中心市场将达到1632.5亿美元，2025-2027年年均增长率保持在10%以上。其中AI相关需求预计将贡献超过60%的新增市场增长，有望带动AIDC进入快速建设阶段。
- 国内大厂资本开支同步上行，智算中心供给预计仍受投资驱动。2025H1，阿里巴巴资本开支同比+436%；百度资本开支同比+81%；腾讯资本开支同比+102%，预计未来国内大厂资本开支依旧乐观，且有望进一步向AI基础设施建设方面倾斜。

图25:2021-2027年全球数据中心市场规模及预测



数据来源：科智咨询，华龙证券研究所

图26:部分国内大厂2025H1资本开支情况



数据来源：各公司财报，华龙证券研究所

- 2021年，我国东数西算工程正式启动，国家发改委、中央网信办、工业和信息化部、国家能源局联合印发通知，同意在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区启动建设国家算力枢纽节点，此前，内蒙古、贵州、甘肃、宁夏4地算力枢纽节点已获批复。至此，全国一体化大数据中心体系完成8个国家算力枢纽节点，10个国家数据中心集群的总体布局设计，“东数西算”工程正式全面启动。“东数西算”旨在将东部算力需求有序引导到西部，优化数据中心建设布局，促进东西部协同联动。国家数据局局长刘烈宏29日表示，截至2024年6月底，“东数西算”八大国家枢纽节点直接投资超过435亿元，拉动投资超过2000亿元，机架总规模超过195万架，整体上架率达63%左右。截至今年一季度，我国“东数西算”八大枢纽节点算力总规模达到215.5EFLOPS，占全国总算力的70%以上，八大枢纽节点智能算力达174.11EFLOPS（按FP32计算），占比达80.8%。截至2024年底，庆阳已建成3.1万架标准机柜，形成5.1万P算力，规模全国领先。
- 公司深度参与甘肃庆阳节点建设，助力DeepSeek在庆阳部署。**2024年，首都在线在庆阳正式发布了国产异构算力适配平台，已完成对智谱、千问、零一万物等国产大模型、国外Lama、GPT、Bloom等所有主流大模型的部署，以及国内GPU头部厂商燧原、华为等适配调优。能够实现一云多芯易购调度管理，显著提升云端算力的使用效率和性价比。首都在线与庆阳合作，通过首都在线的异构算力适配平台，在庆阳对DeepSeek进行部署，构建AI政务的新范式。

图28: 首都在线与庆阳市政府进行数字经济企业签约



资料来源：首都在线官微，华龙证券研究所

同步推进超算项目，谋求AIDC新增长

- 截至 2024 年底，公司已在亚洲、欧洲、北美、南美等核心区域布局近 100 个数据中心，数据中心转售业务规模展现出良好韧性。此外，公司凭借在全球积累的优质运营商资源，以现有数据中心和网络资源为依托，逐步推出适配大模型推理业务的 12-16KW 高电机柜资源，按需为客户部署。同时，秉持低延迟、低成本原则，筛选运营商数据中心及第三方数据中心开展合作，有效降低成本，提升收入。公司积极拓展建设 AIDC 统筹布局，在海外美国达拉斯、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。
- 深度参与海南文昌航天超算中心建设，助力地方算力体系建设。**2022年，首都在线与文昌超算共同投资设立合资公司，建设文昌航天超算中心；子公司文昌首都在线在文昌国际航天城创新打造海南国际数据服务和算力服务中心。项目总设计约2000个机柜，单机柜平均功率6KW以上，其中一部分规划为12KW以上的超算机柜，算力规模达100P。为有国际业务（电商、游戏和短视频内容等数字业务）的企业提供一站式出海服务，帮助企业构建安全、可随时扩展的国际数据和算力平台。为人工智能、渲染、自动驾驶、智能制造等行业应用提供规模可达100P的算力服务。2024年4月，文昌首都在线与海南高速公路股份有限公司签署了海南国际算力中心项目战略合作框架协议，双方继续合作推动“智慧海南”建设。

图29:文昌航天超算中心项目



资料来源：首都在线云计算，华龙证券研究所

图30:海南国际算力中心项目战略合作框架协议签约仪式



资料来源：首都在线云计算，华龙证券研究所

目 录

1

推进智算+全球化布局，营收结构持续改善

2

云计算：智算带来新机遇，内需+出海双轮驱动

3

IDC：推进AIDC布局，助力智算战略

4

盈利预测与投资评级

5

风险提示

公司明确“一体两翼”云平台战略，全球化+智算驱动新增长。AI拉动云计算需求高速增长，北美与国内大厂资本开支持续上行。同时，AIDC加速建设，推动需求触底回升，产业景气度进一步修复。公司在高管层带领下，战略转型初见成效，业绩弹性有望逐步释放。综上所述，我们预计公司 2025-2027年归母净利润分别为-1.15/-0.02/1.35亿元，预计公司2025-2027年EPS分别为-0.23/-0.004/0.27元，预计公司对应2025-2027年EV/EBITDA为180.89/58.03/31.00倍。我们选取光环新网（300383.SZ）、数据港（603881.SH）、奥飞数据（300738.SZ）、优刻得-W（688158.SH）、网宿科技（300017.SZ）作为可比公司。可比公司2027年平均PE为72.7倍，首都在线当前股价为26.08元，对应 2027年 PE 为96.9倍。虽然公司PE略高于可比公司估值，但考虑到业务转型带来的高业绩弹性，维持首都在线“增持”评级。

表3：可比公司估值表

证券代码	可比公司	2025/9/23	EPS（元）					PE				
		收盘价(元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
300383. SZ	光环新网	15. 25	0. 22	0. 21	0. 21	0. 26	0. 32	20. 9	67. 6	71. 5	58. 1	47. 2
603881. SH	数据港	39. 5	0. 27	0. 22	0. 23	0. 28	0. 32	82. 2	110. 3	168. 8	139. 5	122. 1
300738. SZ	奥飞数据	23. 02	0. 15	0. 13	0. 22	0. 35	0. 48	69. 8	100. 3	106. 7	66. 5	47. 5
688158. SH	优刻得-W	26. 02	-0. 76	-0. 53	-0. 21	0. 04	0. 22	/	/	/	741. 3	117. 0
300017. SZ	网宿科技	11. 23	0. 25	0. 28	0. 30	0. 34	0. 38	115. 8	42. 1	37. 4	33. 2	29. 5
可比公司均值			0. 03	0. 06	0. 15	0. 25	0. 35	72. 2	80. 1	96. 1	207. 7	72. 7
300846. SZ	首都在线	26. 08	-0. 73	-0. 61	-0. 23	-0. 004	0. 27	/	/	/	/	96. 9

数据来源：Wind，华龙证券研究所（首都在线数据为华龙证券研究所预测，其他数据来自Wind一致预期）

表4：公司财务预测表

资产负债表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	871	834	878	903	1,123
现金	391	327	328	329	414
应收票据及应收账款	350	288	390	435	565
其他应收款	24	9	10	9	14
预付账款	12	4	10	5	11
存货	5	1	5	2	5
其他流动资产	87	204	135	123	115
非流动资产	1,214	1,121	1,068	1,102	1,136
长期股权投资	13	13	13	13	13
固定资产	706	743	714	741	758
无形资产	85	68	60	64	77
其他非流动资产	409	297	281	284	289
资产总计	2,085	1,955	1,946	2,005	2,259
流动负债	1,051	866	956	1,009	1,123
短期借款	393	315	388	355	391
应付票据及应付账款	304	345	372	468	522
其他流动负债	354	207	196	187	209
非流动负债	121	103	123	131	137
长期借款	32	0	0	0	0
其他非流动负债	89	103	123	131	137
负债合计	1,172	970	1,079	1,141	1,260
少数股东权益	45	54	51	51	50
股本	467	500	500	500	500
资本公积	673	1,000	1,000	1,000	1,000
留存收益	-295	-598	-716	-718	-583
归属母公司股东权益	868	931	816	814	949
负债和股东权益	2,085	1,955	1,946	2,005	2,259

现金流量表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	169	241	155	299	373
净利润	-332	-294	-118	-2	134
折旧摊销	266	279	174	213	268
财务费用	27	23	16	18	18
投资损失	-1	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	75	99	51	41	-83
其他经营现金流	134	136	33	32	37
投资活动现金流	-112	-359	-129	-255	-313
资本支出	114	264	102	239	296
长期投资	27	-100	0	0	0
其他投资现金流	-25	6	-26	-16	-17
筹资活动现金流	-52	99	-120	48	22
短期借款	110	-78	73	-33	36
长期借款	-63	-32	0	0	0
普通股增加	0	34	0	0	0
资本公积增加	-8	327	0	0	0
其他筹资现金流	-90	-153	-193	81	-14
现金净增加额	6	-19	-94	92	82

利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,243	1,397	1,593	1,938	2,434
营业成本	1,190	1,284	1,363	1,589	1,929
税金及附加	4	4	5	6	7
销售费用	56	64	68	70	73
管理费用	143	166	169	169	173
研发费用	66	66	67	68	68
财务费用	27	23	16	18	18
资产和信用减值损失	-53	-71	-25	-22	-25
其他收益	7	3	8	7	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	2	2
资产处置收益	-18	-14	-8	-10	-13
营业利润	-306	-289	-119	-3	137
营业外收入	3	1	4	2	3
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	-304	-288	-116	-2	139
所得税	28	7	2	0	4
净利润	-332	-294	-118	-2	134
少数股东损益	8	9	-3	-0	-1
归属母公司净利润	-340	-303	-115	-2	135
EBITDA	-14	12	73	226	421
EPS（元）	-0.73	-0.61	-0.23	-0.004	0.27

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	1.67	12.35	14.04	21.64	25.60
营业利润同比增速(%)	-65.96	5.68	58.82	97.20	4,195.26
归属于母公司净利润同比增速(%)	-79.90	10.86	62.08	98.04	6,106.67
获利能力					
毛利率(%)	4.29	8.07	14.43	18.00	20.76
净利率(%)	-26.70	-21.08	-7.41	-0.12	5.52
ROE(%)	-36.36	-29.89	-13.61	-0.26	13.45
ROIC(%)	-19.81	-19.29	-8.19	1.05	10.53
偿债能力					
资产负债率(%)	56.21	49.61	55.44	56.88	55.77
净负债比率(%)	30.97	15.89	14.62	10.69	4.44
流动比率	0.83	0.96	0.92	0.90	1.00
速动比率	0.73	0.84	0.87	0.87	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.69	0.82	0.98	1.14
应收账款周转率	3.75	4.37	4.70	4.70	4.87
应付账款周转率	5.59	4.12	3.90	4.00	4.10
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-0.73	-0.61	-0.23	-0.004	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.48	0.31	0.60	0.74
每股净资产(最新摊薄)	1.86	1.86	1.62	1.62	1.89
估值比率					
P/E	/	/	/	/	96.9
P/B	6.2	6.5	16.1	16.1	13.8
EV/EBITDA	-944.89	1,065.53	180.89	58.03	31.00

数据来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

智算+全球化布局推进，营收结构持续改善

2

云计算：智算带来新机遇，内需+出海双轮驱动

3

IDC：推进AIDC布局，助力“智算”战略

4

盈利预测与投资评级

5

风险提示

(1) IDC需求不及预期。

IDC需求处于复苏阶段，受上游资本开支波动影响较大。

(2) 战略业务进程不及预期。

公司处于业务结构升级阶段，智算云业务拓展在持续推进过程中。

(3) 业绩不及预期。

公司战略业务毛利率水平可能出现波动。

(4) 市场竞争加剧。

云计算产业头部厂商已有多年业务积累，且随新进入者增加，市场竞争可能加剧。

(5) 宏观环境不及预期。

投资及政策环境可能不及预期。

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告的风险等级评定为R4，仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。
本报告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。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。
本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。
在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046