



Research and
Development Center

并购 C 端算力龙头，运营商 IT 集中建设或带动主业扩张

——东方国信（300166.SZ）首次覆盖报告

2025 年 10 月 9 日

庞倩倩 计算机行业首席分析师
执业编号：S1500522110006
邮 箱：pangqianqian@cindasc.com

证券研究报告

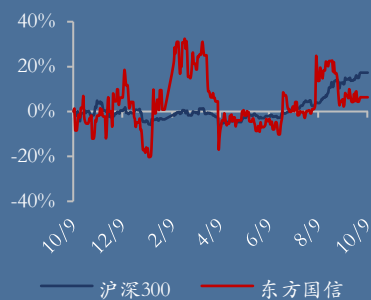
公司研究

首次覆盖报告

东方国信 300166.SZ

投资评级： 买入

上次评级：



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	10.88
52 周内股价	7.72~14.2
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	13.85%
总股本(亿股)	11.39
流通 A 股比例(%)	79.54%
总市值(亿元)	123.90

资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

庞倩倩 计算机行业首席分析师
执业编号：S1500522110006
邮箱：pangqianqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号
金隅大厦 B 座
邮编：100031

并购 C 端算力龙头，运营商 IT 集中建设或带动主业扩张

2025 年 10 月 9 日

报告内容摘要：

- **收购 C 端算力龙头 AutoDL。**东方国信于 2025 年 8 月 11 日公告，公司拟以自有资金收购视拓云 33.35% 股权，收购后持股增至 51%。视拓云运营全国最大 C 端 AI 算力云平台 AutoDL，业务规模超过该细分市场第 2 至第 10 名竞争对手的总和。具备从服务器生产制造、AIDC 建设到算力云服务的全产业链能力；拥有近 3 万张、20 多个型号的 GPU 和国产 AI 加速芯片，具备“十万卡”“万 P”算力调度能力。值得注意的是，公司控股视拓云后，叠加此前在手的 GPU 资源规模，或整合形成近 4 万张 GPU 卡的算力资源池，服务超 70 万 C 端用户和 6000 多家企业。
- **市场规模及业绩落地可期，深度支持摩尔线程、昇腾等国产算力。**根据 VeriField Market Research 预测，2027 年中国大陆独立 GPU 云服务市场将超过 2300 亿人民币，其中可转化为算力零售云赛道的规模超千亿元。公司重点聚焦高校、科研院所、医疗机构等教育科研市场，该领域整体规模保守估计约 50 亿元，目标获取 20% 至 50% 的市场份额。在国产算力支持方面，AutoDL 已经上架了华为昇腾专区和摩尔线程专区，提供 910B、MTTS4000 等旗舰级算力资源。
- **B 端 C 端共同发力，自建 IDC 获得互联网大厂青睐。**东方国信内蒙古智算中心项目总体规划建设 6 栋数据中心机房及配套能源设施，总投资约 45 亿元，占地 196 亩，规划建设 1.2 万个 16kW 高密度机架，聚焦智算业务。目前拓客取得重要进展：3 栋数据中心楼斩获头部互联网客户订单，其中 1 号数据中心楼已通过客户终验并正式交付使用。目前二期工程正推进建设，将于明年年底投产。
- **主营业务有望充分受益于下游 IT 集中化建设。**公司作为三大运营商在大数据治理、IT 建设领域的长期核心服务商，拥有超 15 年的成熟服务经验，建立了智能大数据平台、自研数据库、云计算服务、IT 系统建设等丰富的行业 knowhow 和项目经验。基于此，我们判断公司将在中国移动、中国电信的 IT 系统集中化进程中成为主要受益者之一，并实现主营业务收入的二次增长。从资本开支侧看，据通信产业网数据，年初三大运营商全年资本开支预计，中国电信、中国联通、中国移动全年资本开支为 836 亿元、550 亿元和 1512 亿元，共计 2898 亿元。2025 年上半年，中国电信、中国联通、中国移动资本开支占全年开支比分别为 40.9%、36.7% 和 38.6%。三大运营商上半年资本开支占全年资本开支比为 38.9%。我们认为，若三大运营商全年维持年初

预期值，则下半年资本开支有望集中发力战略领域，有望聚焦 AI、算力等战略性新兴产业，这与公司的战略发力方向高度一致。

- **盈利预测与投资评级：**基于公司所处行业回暖趋势初显，且具备可持续特征，叠加公司开辟新赛道、更迭新产品，战略性布局算力领域，为长期发展奠定基础，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 28.70/35.35/43.69 亿元，同比增长 2.8%/23.2%/23.6%。预计 2025-2027 年归母净利润-1.00/1.44/2.90 亿元，2026 和 2027 年对应当前股价 PE 分别为 86.26/42.69 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **风险因素：**AI 算力需求不达预期；行业发展不达预期；行业竞争加剧。

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2,793	2,870	3,535	4,369
同比(%)	17.2%	2.8%	23.2%	23.6%
归属母公司净利润 (百万元)	29	-109	144	290
同比(%)	107.6%	-471.1%	231.5%	102.0%
毛利率(%)	30.7%	29.4%	32.2%	32.6%
ROE(%)	0.5%	-1.8%	2.4%	4.6%
EPS(摊薄)(元)	0.03	-0.10	0.13	0.25
P/E	421.02	—	86.26	42.69
P/B	2.05	2.09	2.04	1.95
EV/EBITDA	24.38	32.53	19.15	15.04

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 9 月 30 日收盘价

目 录

一、收购 C 端算力龙头，构筑 B+C 双向智算布局	5
1.1 拟收购视拓云股权，战略布局 AI 算力云平台赛道	5
1.2 toB 方面，自建智算 IDC 获得互联网客户青睐，有望带来可观收入	7
二、运营商 IT 系统集中建设及 AI 加速或带动业绩中枢上行	9
2.1 否极泰来，运营商 IT 系统集中建设或带动业绩中枢上行	9
2.2 运营商 IT 系统数智化有望迈入关键时点，AI 升级加速资本开支结构性变化	11
三、盈利预测、估值与投资评级	14
3.1 盈利预测及假设	14
3.2 估值与投资评级	16
风险因素	17

表 目 录

表 1：提前报废老旧营运货车补贴标准	6
表 2：提前报废老旧营运货车补贴标准	7
表 3：三大运营商资本开支情况 2025H1	12
表 4：公司分业务营收预测（单位：百万元）	15
表 5：可比公司核心财务指标与估值对比	16

图 目 录

图 1：AutoDL 的算力租赁页面	5
图 2：codewithgpu 的摩尔线程相关内容页面	6
图 3：东方国信内蒙古智算中心项目	7
图 4：东方国信云官网	8
图 5：幕僚智数整体架构图	9
图 6：幕僚智数的商业模式	10
图 7：CirroData-AP 系统架构图	10
图 8：幕僚智数的商业模式	11
图 9：中国联通数智化转型三阶段	12
图 10：中国联通立体化智能催收体系	13
图 11：中国联通 AI 办公智能体	13

一、收购 C 端算力龙头，构筑 B+C 双向智算布局

1.1 拟收购视拓云股权，战略布局 AI 算力云平台赛道

东方国信于 2025 年 8 月 11 日公告，公司拟以自有资金收购视拓云 33.35% 股权，交易对价约 1.33 亿元，收购后持股增至 51%，视拓云成为控股子公司。

视拓云为国内 C 端算力零售龙头：运营全国最大 C 端 AI 算力云平台 AutoDL.com，业务规模超过该细分市场第 2 至第 10 名竞争对手的总和。具备从服务器生产制造、AIDC 建设到算力云服务的全产业链能力；拥有近 3 万张、20 多个型号的 GPU 和国产 AI 加速芯片，具备“十万卡”“万 P”算力调度能力；累计注册用户超 60 万，为 142 所 985/211/双一流高校、700 多所其他高校及超 6000 家企业提供服务，在 AI 算力零售行业领先（在 AI 云计算方面，视拓云经营以裸金属 GPU 云为主的云计算业务）。

对比传统云计算厂商，算力服务性价比突出；对比同类算力零售友商，核心技术保障优秀用户体验，与开发者社区生态互补，构建“高配亲民”品牌形象和独立自主定价策略，定义行业产品标准，避免价格战与恶性竞争；在算力零售领域建立“算力-算法-开发者-应用”聚合服务生态，具备高门槛和护城河。

市场规模广阔，短期聚焦教育科研市场。根据 VerifieldMarketResearch 预测，2027 年中国大陆独立 GPU 云服务市场将超过 2300 亿人民币，其中可转化为算力零售云赛道的规模超千亿元。公司重点聚焦高校、科研院所、医疗机构等教育科研市场，该领域整体规模保守估计约 50 亿元，目标获取 20% 至 50% 的市场份额。

深度支持国产算力资源。AutoDL 已经上架了华为昇腾专区和摩尔线程专区，提供 910B、MTTS4000 等旗舰级算力资源。

图 1：AutoDL 的算力租赁页面



① 严禁使用WebUI等算法生成违禁图片、严禁挖矿，一经发现立即封号！

计费方式: 按量计费 包日 包周 **包月**

选择地区: 西北B区 北京B区 内蒙B区 重庆A区 北京A区 佛山区

L20专区 V100专区 A800专区 摩尔线程专区 **华为昇腾专区**

GPU型号: ☐ 全部 ☐ 910B2x鲲鹏920 (65/112)

GPU数量: **1** 2 3 4 5 6 7 8 10 12

华为昇腾专区 / 006机 | 6ce943a632 可租用至: 2025-12-31

910B2x鲲鹏920 / 64 GB 空闲/总量 1 / 8

每GPU分配	硬盘	其它	价格
CPU: 24 核, Kunpeng-920 内存: 220 GB	系统盘: 30 GB 数据盘: 50 GB, 可扩容 1345 GB	GPU驱动: 24.1.rc3	¥1888.60/月 ¥4988.00/月 9.5折 会员最低享9.5折 ¥1888.60/月

1卡可租

华为昇腾专区 / 012机 | bdac4dab83 可租用至: 2025-12-31

910B2x鲲鹏920 / 64 GB 空闲/总量 2 / 8

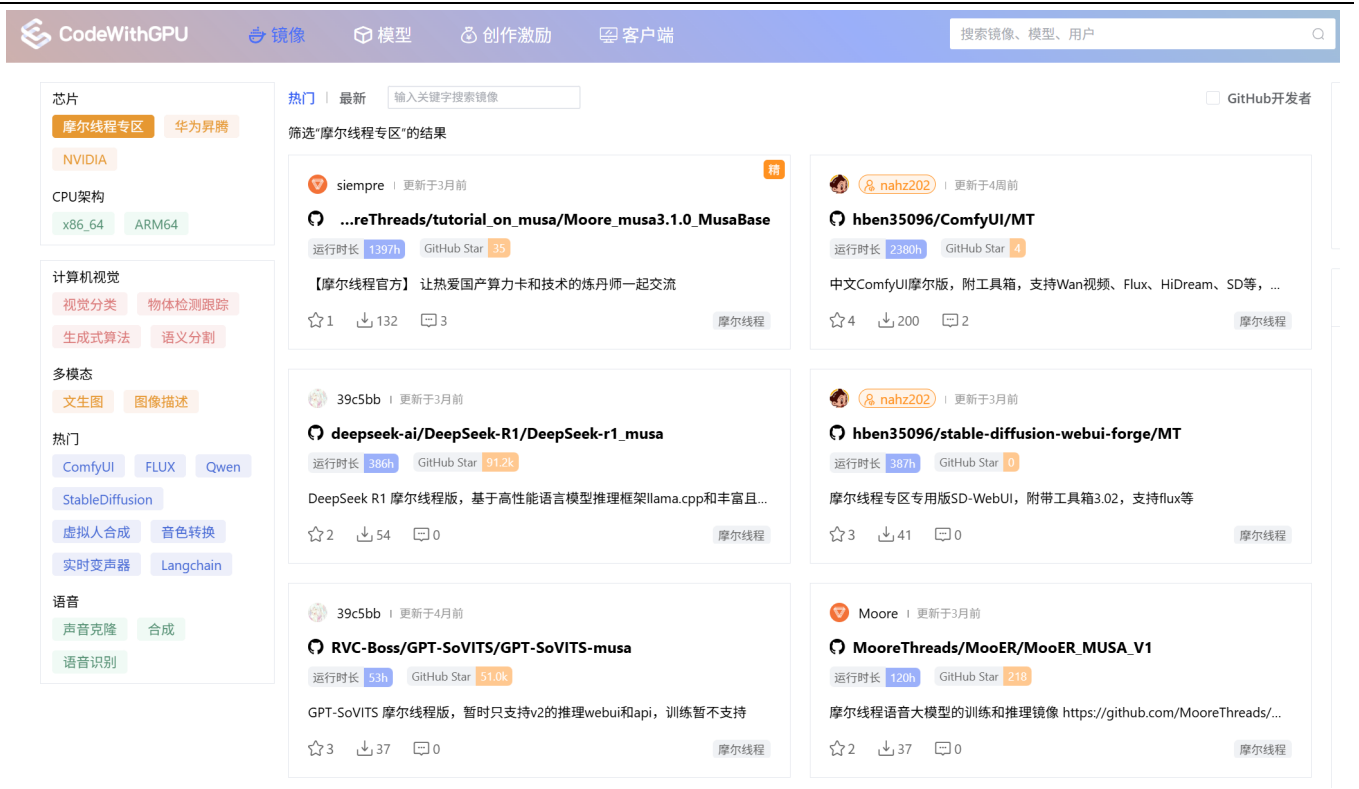
每GPU分配	硬盘	其它	价格
CPU: 24 核, Kunpeng-920 内存: 220 GB	系统盘: 30 GB 数据盘: 50 GB, 可扩容 1280 GB	GPU驱动: 25.2.0	¥1888.60/月 ¥4988.00/月 9.5折 会员最低享9.5折 ¥1888.60/月

2卡可租

资料来源: AutoDL 官网, 信达证券研发中心

基于算力资源搭建 AI 开发者社区，共促国内 AI 生态繁荣。此外，视拓云运营全国知名 AI 开发者社区 CodeWithGPU.com，提供代码索引、镜像托管、模型托管服务，与 AutoDL.com 结合构建以大模型调优、AIGC 推理为特色的中立算力聚合服务生态。此外，该社区建立了专门用于国产算力（摩尔线程、华为昇腾）的专区，提供适配上述硬件的镜像文件和交流平台。

图 2: codewithgpu 的摩尔线程相关内容页面



资料来源: codewithgpu 官网, 信达证券研发中心

从拟收购标的基本面看，2024 年实际营业收入达 1.85 亿元，较 2023 年增长 87.24%，正处在快速增长的爬坡期。且公告表明，视拓云创始人向东方国信承诺，2025 年扣非净利润不低于 4000 万元，2026 年不低于 8000 万元，2027 年不低于 6000 万元。

表 1: 视拓云业绩承诺 (2025-2027 年)

项目	具体内容
2025 年业绩承诺	扣除非经常性损益后归属于公司所有者的净利润不低于 4000 万元
2026 年业绩承诺	扣除非经常性损益后归属于公司所有者的净利润不低于 8000 万元
2027 年业绩承诺	扣除非经常性损益后归属于公司所有者的净利润不低于 6000 万元

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.2 toB 方面，自建智算 IDC 获得互联网客户青睐，有望带来可观收入

2025 年，东方国信内蒙古智算中心项目（工业互联网北方区域中心项目）取得重要进展：3 栋数据中心楼斩获头部互联网客户订单，其中 1 号数据中心楼已通过客户终验并正式交付使用。

该项目总体规划建设 6 栋数据中心机房及配套能源设施，总投资约 45 亿元，占地 196 亩，规划建设 1.2 万个 16kW 高密度机架，聚焦智算业务，将构建“算力 - 能源 - 智能管控”三位一体的新型基础设施体系，为北方区域数字经济发展提供支撑。目前二期工程正推进建设，集算力基础设施建设、能力布局优化、算力调度及智算大脑于一体的数字产业集群逐步成型，其逐步投产将助力公司在智算赛道持续拓展并推动业绩增长。

图 3：东方国信内蒙古智算中心项目



资料来源：东方国信大数据公众号，信达证券研发中心

表 2：东方国信智算中心 1-6 号楼的规模及进展情况

楼栋	规模 (MW)	进展	预计时间
1 号楼	22	6 月份交付，已贡献收入	已建成
2、3、5 号楼	68	即将装机完毕	今年年底投产
4、6 号楼	110	8 月完成主体结构封顶	明年年底投产

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

此外，公司 BONCLOUD 云平台整合 20 余年企业级 IT 服务经验，提供从 IDC 托管、裸金属到私有云、公有云、混合云的一体化解决方案，服务上千家内外部客户，包括国家电网、中国电信、中国移动、中国联通、华夏银行、中国人寿；AI 智算中心依托北京、内蒙古、宁夏三地数据中心资源，形成万卡级 GPU 集群算力底座，可满足生成式 AI、大模型训练、元宇宙等场景算力需求。截止 2024 年，公司自持算力超 1500P（不包含 AutoDL）。

图 4：东方国信云官网



资料来源：东方国信云官网，信达证券研发中心

公司控股视拓云后，叠加此前在手的 GPU 资源规模，或整合形成近 4 万张 GPU 卡的算力资源池，服务超 70 万 C 端用户和 6000 多家企业。业务协同方面，有望实现资源与能力的深度融合，具体看：

视拓云凭借 AutoDL 平台及近 3 万张 GPU 卡，聚焦高校、科研及企业的碎片化算力需求，在图像、视频等 AIGC 场景提供高性价比算力服务；东方国信则以“幕僚”大数据平台、图像渲染与视频生成工具等大数据、行业模型及 AI 应用产品积累，赋能视拓云平台，持续扩充其软件生态与应用功能。

双向客户与生态赋能东方国信为企业级客户提供成熟数字化转型解决方案，向视拓云导入规模化 ToB 算力服务需求；视拓云通过开发者社区 (CodeWithGPU.com) 和算力零售平台 (AutoDL.com)，为东方国信提供开放、中立的算力支持，加速其 AI 研发与商业化落地，双方共同扩展终端用户与企业市场。

协同输出提升规模效应整合后，东方国信自持的智算中心算力可借助视拓云成熟的零售渠道和灵活商业模式，更高效对外输出，显著提升算力业务的市场覆盖与收入规模。

总结，此次协同实现“ToB+ToC”双轮驱动，推动公司智算服务类型多元化，全面提升整体竞争力，进一步巩固其在智能算力领域的领先地位。

二、运营商 IT 系统集中建设及 AI 加速或带动业绩中枢上行

2.1 否极泰来，运营商 IT 系统集中建设或带动业绩中枢上行

公司作为中国联通该领域的长期核心服务商，拥有超 15 年的成熟服务经验。基于此，我们判断将在中国移动、中国电信的 IT 系统集中化进程中成为主要受益者，未来有望推动运营商业务收入在未来几年实现增长。

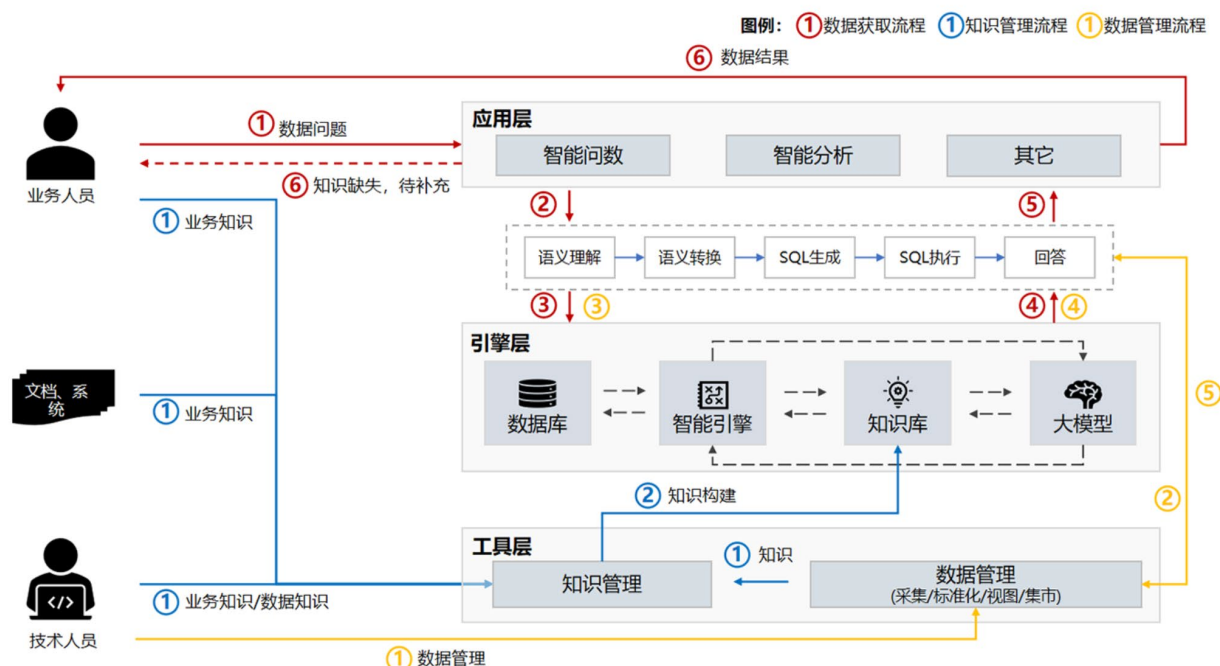
目前，东方国信建立了包括智能大数据平台、自研数据库、面向通信等多行业的企业级解决方案等一系列产品。

东方国信作为业内大数据龙头企业，其大数据平台发展已完整历经三个关键阶段：1.0 时代以“代码开发”为核心，为企业数据管理搭建了最初的技术根基；2.0 时代升级为“低代码配置化”模式，大幅降低了平台使用门槛并提升开发效率，推动企业数据应用实现规模化落地；如今则以“幕僚智数 (Muliao iData)”——“文生数”新一代智能数仓产品为标志，正式迈入 3.0 智能化时代。

功能层面，该产品具备十大核心能力，涵盖智能数据采集（效率提升 66%）、建模（效率及质量提升 75%）、加工（效率提升 67%+）、分层、图谱（节省 80% 人工成本）、服务、运维（减少 63% 工作量）、分析、营销（运营效率提升 80%）、客户服务等，全方位提升数据治理与服务的智能化水平。

技术层面，幕僚智数融合大语言模型 (LLM) 与大数据技术，是领域型智能模型。相较于传统数据平台，它通过“大模型驱动、数据随手可得、业务语言输入”三大变革，大幅缩减数据开发工作量、代码及配置化工作，节省存储空间，让用户“把时间留给思考”。

图 5：幕僚智数整体架构图



资料来源：东方国信官网，信达证券研发中心

幕僚智数主打平台+服务的商业模式，快速帮助 IT 能力落后企业构建标准的大数据平台能力，抢占市场商机，为 IT 能力领先企业提供智能化产品解决方案，助力客户特定领域能力提升，充分激发数据要素价值。

图 6：幕僚智数的商业模式

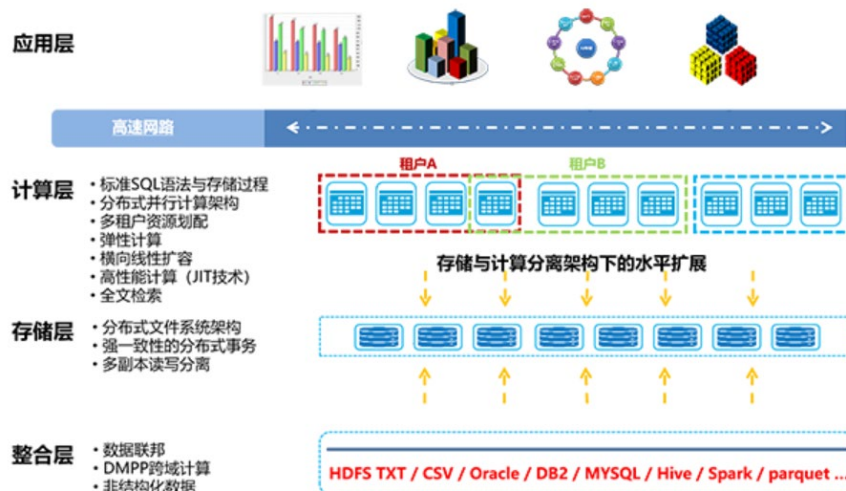


资料来源：东方国信官网，信达证券研发中心

数据库产品侧，CirroData 是北京东方国信科技股份有限公司历时九年自主研发的企业级新一代云化数据库。目前，CirroData 数据库产品已经覆盖全国 28 个省，成功部署数千个节点，拥有过百位客户，支撑 PB 级数据处理。产品在通信、金融、政府、公共安全、智慧城市、能源、互联网等行业经过打磨，积累了丰富的部署实施经验。

从产品特性看：**1) 硬件适配广泛**，支持常见的 x86 架构、ARM 架构服务器，包括鲲鹏、飞腾、海光等国产化平台；操作系统方面，支持 Redhat、Centos、SUSE、国产操作系统统信 UOS、麒麟、OpenEuler 等；**2) SQL 及存储过程采用行业标准**，高度兼容 Oracle；**3) 分布式弹性并行计算**，高并发，高性能。

图 7：CirroData-AP 系统架构图



资料来源：东方国信官网，信达证券研发中心

在企业级解决方案领域，东方国信大数据企业版（简称 BEH）是一个集成多类计算与存储能力的生态体系，它对复杂批量处理、实时计算、搜索计算、交互式计算、机器学习、自然语言处理等能力进行增强、封装与融合，转化为易用的接口、类库和工具，助力企业快速搭建大数据平台，降低管理维护成本，提升开发效率。

BEH 包含多个核心平台：企业级大数据基础平台 BEH Component 基于开源多组件集成，提供组件源码增强、安全加固等能力，支持 Hadoop 多版本及 X86/ARM 架构，可作为 CDH、HDP 等平台的国产化替代，还围绕多维度进行国产化适配，构建全国产化能力；企业级大数据管理平台 BEH-Director（BDD）是自研的解耦式管理服务，具备可视化部署、租户与安全凭证管理等功能；企业级大数据开发平台 BEH-Developer（BDEV）基于 Flink 等技术，提供流式 / 批量计算 SQL 化开发、异构数据同步、数据即席查询及流式数据采集交换复制能力；企业级大数据云化平台 BEH Cloud-Native Data Platform（BCDP）以开源技术和自研能力为基础，依托云原生技术实现计算存储松耦合，支持资源弹性伸缩与故障自动转移，保障数据全生命周期安全，助力数据驱动决策。

图 8：东方国信大数据企业版（简称 BEH）



资料来源：东方国信官网，信达证券研发中心

2.2 运营商 IT 系统数智化有望迈入关键时点，AI 升级加速资本开支结构性变化

从资本开支侧看，据通信产业网数据，年初三大运营商全年资本开支预计，中国电信、中国联通、中国移动全年资本开支为 836 亿元、550 亿元和 1512 亿元，共计 2898 亿元。2025 年上半年，中国电信、中国联通、中国移动资本开支占全年开支比分别为 40.9%、36.7%和 38.6%。三大运营商上半年资本开支占全年资本开支比为

38.9%。我们认为，若三大运营商全年维持年初预期值，则下半年资本开支有望集中发力战略领域，有望聚焦 AI、算力等战略性新兴产业。

表 3：三大运营商资本开支情况 2025H1

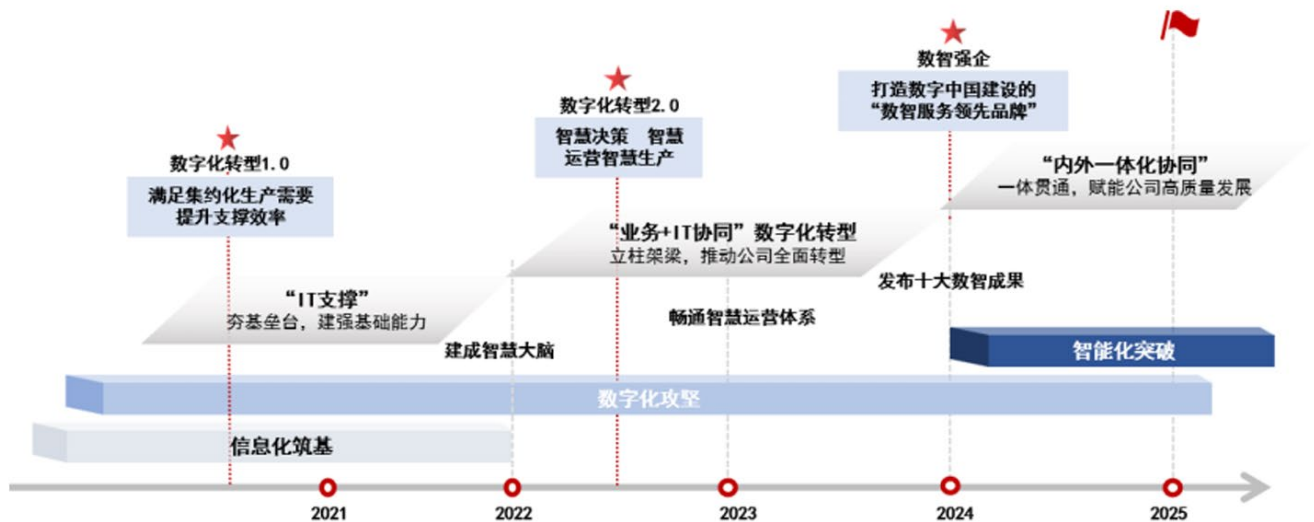
项目	中国电信	中国联通	中国移动	总额
2025 年上半年资本开支 (亿元)	342	202	584	1128
同比	↓ 27.5%	↓ 15%	↓ 8.8%	↓ 16.5%
2025 年全年资本开支 (预计)(亿元)	836	550	1512	2898
2025 年上半年占比全年资本开支	40.9%	36.7%	38.6%	38.9%
5G 基站	237	237	259.9	/
智算算力	43 EFLOPS	30 EFLOPS	33.3 EFLOPS	/

资料来源：通信产业网公众号，信达证券研发中心

以中国联通为例，其正在全面拥抱数智化建设，具体如下：

中国联通已实现从信息化、数字化向智能化阶段的全面迈进，通过改革创新与集约化建设，完成云化基础底座、cBSS、客服等业务系统和数据的全国集约，建成中台体系，筑牢数智化转型的“硬件底座”与“数据基石”；并以国内外先进企业为标杆，螺旋式推进数智化转型升级，多项能力获国内领先认证。从发展脉络看，其历经“信息化筑基”“数字化转型 1.0 (IT 支撑，夯基垒台)”“数字化转型 2.0 (业务+IT 协同，智慧决策运营生产)”阶段，正迈向“数智强企 (智能化突破，内外一体化协同)”，持续打造数字中国建设的“数智服务领先品牌”。

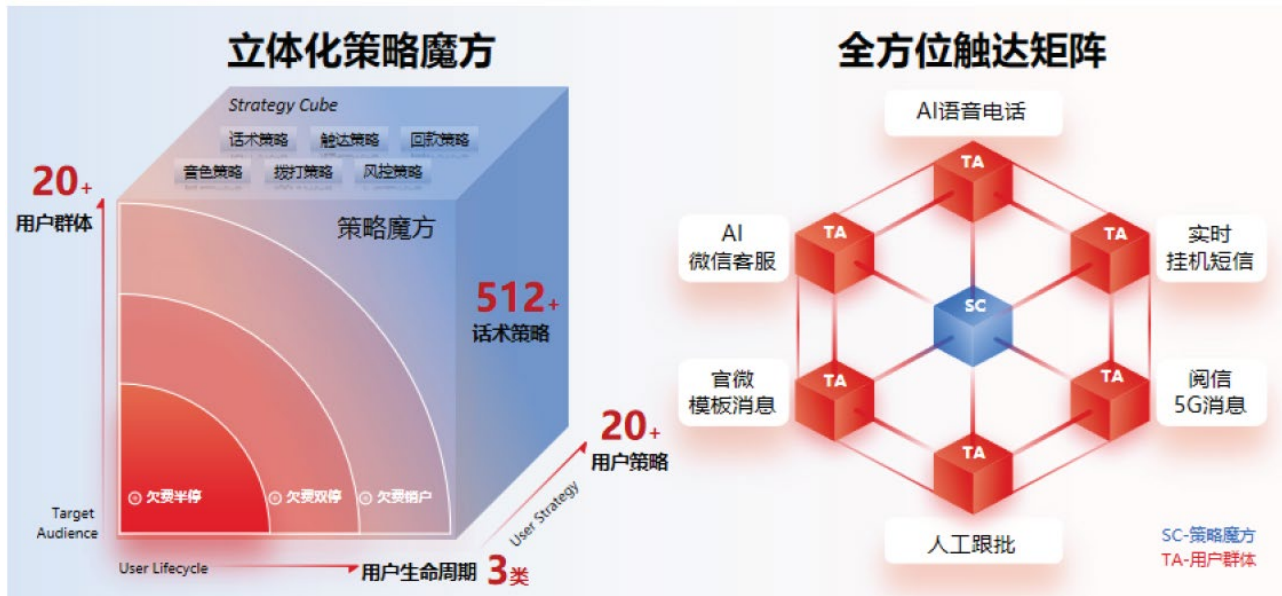
图 9：中国联通数智化转型三阶段



资料来源：《中国联通数字化转型成熟度报告 2025》，中国联合网络通信集团有限公司，信达证券研发中心

AI 应用已在业务营销及客服领域率先落地。从 AI 带来的实际增益看，中国联通 AI 智能外呼平台上线后，率先在两地市应用，累计回款近千万元，有力推动企业内部经济效益与运营效率双提升。该成果相较于传统人工催欠模式，回款率提升 2.1 倍，用户溢缴预存款达 1.1 倍，同时有效延长用户生命周期，显著降低运营成本，为企业带来可观的经济效益增长。

图 10：中国联通立体化智能催收体系



资料来源：《中国联通数字化转型成熟度报告 2025》，中国联合网络通信集团有限公司，信达证券研发中心

在公司内部效率提升方面，AI 智能体表现出色。此外联通面向全体员工，基于大模型多模态 RAG 检索生成与多智能体协同技术，构建 AI 办公智能体，打造四大核心智能化能力：其一，文档秒读，助力员工告别低效文档处理模式；其二，流程一键直达，让复杂审批流程轻松落地；其三，知识随问随答，构建覆盖政企、公众、人力等 20 余个领域的“数字智库”；其四，PPT 智能工坊，可在 5 分钟内生成 PPT 材料，实现全流程智能化生成。

图 11：中国联通 AI 办公智能体



资料来源：《中国联通数字化转型成熟度报告 2025》，中国联合网络通信集团有限公司，信达证券研发中心

三、盈利预测、估值与投资评级

3.1 盈利预测及假设

- 1) 并购视拓云后, 由于其服务的下游行业散布较广, 且部分服务对象行业或存在交叉, 我们认为其对公司业务的贡献或以多行业增长并行的形式体现, 故公司多个下游收入来源均将从中受益;
- 2) 电信行业作为公司长期以来竞争优势较为显著的赛道, 贡献了公司收入的最大份额, 今年或受下游资本开支节奏影响增速有所放缓, 但未来两年或伴随着运营商 IT 集中建设的开展和资本开支回暖, 订单及收入增速有望回暖。我们预计该业务板块 2025/2026/2027 收入增速分别为 8%/30%/30%, 由于该下游头部企业与公司长期保持合作, 竞争格局稳定, 我们预测三年毛利率分别为 36%/39%/39%, 基本稳定;
- 3) 金融行业的 IT 需求通常更加多元且丰富, 长期为上游 IT 厂商提供大量的能力输出机会, 东方国信深耕包括保险、银行、结算机构在内的各类金融客户, 我们预测该业务板块 2025/2026/2027 收入增速分别为 5%/18%/18%, 由于金融 IT 服务商众多, 竞争较为透明, 故预测毛利率维持在 25%;
- 4) 工业领域也是公司近几年发力展业的重要方向之一, 产品及解决方案覆盖电力、煤炭、冶金、水泥等多个领域, 由于工业 IT 建设通常与行业景气度息息相关, 且 IT 开支具备一定后周期属性, 从中报数据看, 公司今年在这里领域的增长压力较大, 但我们预计未来随着宏观环境持续改善, 该业务板块 2025/2026/2027 收入增速分别为-30%/15%/15%, 软件成本摊薄效应有望带动毛利率略微上升, 分别为 32%/33%/34%;
- 5) G 端业务方面, 我们认为公司有望大体保持稳定, 积极参与政府的 IT 建设和运维工作, 并响应信创及智能化需求, 预计该业务板块 2025/2026/2027 收入增速分别为 25%/25%/25%, 毛利率稳定在 29%左右。

表 4：公司分业务营收预测（单位：百万元）

下游行业	财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
电信行业	营业收入	12.15	13.12	17.06	22.18
	YoY	/	8%	30%	30%
	营业成本	7.53	8.40	10.41	13.53
	毛利	4.62	4.72	6.65	8.65
	毛利率	38%	36%	39%	39%
金融行业	营业收入	8.63	9.06	10.69	12.62
	YoY	/	5%	18%	18%
	营业成本	6.55	7.07	8.02	9.46
	毛利	2.09	1.99	2.67	3.15
	毛利率	24%	22%	25%	25%
工业行业	营业收入	3.76	2.63	3.03	3.48
	YoY	/	-30%	15%	15%
	营业成本	2.61	1.79	2.03	2.30
	毛利	1.14	0.84	1.00	1.18
	毛利率	30%	32%	33%	34%
政府	营业收入	1.62	2.03	2.53	3.17
	YoY	/	25%	25%	25%
	营业成本	1.17	1.44	1.80	2.25
	毛利	0.46	0.59	0.73	0.92
	毛利率	28%	29%	29%	29%
其他行业	营业收入	1.76	1.85	2.04	2.24
	YoY	/	5%	10%	10%
	营业成本	1.50	1.57	1.73	1.91
	毛利	0.26	0.28	0.31	0.34
	毛利率	15%	15%	15%	15%
合计	营业收入	27.93	28.70	35.35	43.69
	YoY	/	3%	23%	24%
	营业成本	19.36	20.27	23.99	29.44
	毛利	8.57	8.43	11.37	14.24
	毛利率	31%	29%	32%	33%

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，信达证券研发中心

3.2 估值与投资评级

我们选取恒为科技、优刻得、中国软件、安博通等作为可比公司，以上公司主业或部分业务涉及运营商 IT、算力、信创解决方案。

基于公司所处行业回暖趋势初显，且具备可持续特征，叠加公司开辟新赛道、更迭新产品，战略性布局算力领域，为长期发展奠定基础，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 28.70/35.35/43.69 亿元，同比增长 2.8%/23.2%/23.6%。预计 2025-2027 年归母净利润-1.00/1.44/2.90 亿元，2026 和 2027 年对应当前股价 PE 分别为 86.26/42.69 倍。

公司估值层面相比可比公司而言，具备合理性和一定低估。叠加公司通过收并购和自建形式拓展业务版图，以 IDC 和算力加速第二成长曲线形成，我们认为其具备较为明确的配置价值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司核心财务指标与估值对比

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			估值 (PE)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603496.SH	恒为科技	113.61	1.31	1.72	2.23	87.06	66.05	51.06
688158.SH	优刻得	123.38	(0.95)	0.16	1.02	—	771.16	121.56
600536.SH	中国软件	464.56	0.80	2.04	2.77	580.70	227.54	167.51
688168.SH	安博通	59.85	0.29	1.20	2.13	210.02	50.09	28.10
	均值	190.35	0.36	1.28	2.04	292.59	278.71	92.06
300166.SZ	东方国信	123.90	(1.09)	1.44	2.90	—	86.26	42.69

资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心，数据截止 2025 年 9 月 30 日（东方国信归母净利润及估值为信达证券研发中心预测，可比公司归母净利润及估值为 iFinD 一致性预期）

风险因素

1.AI 算力需求不达预期。若下游 AI 技术出现停滞或者技术路线变化导致算力需求下降，可能导致在手算力资本回收期延长甚至亏损。

2.行业发展不达预期。受行业下游景气度的影响，资本开支可能出现波动，导致对应的采购意愿降低，公司的业绩增速可能出现放缓，盈利能力可能受到一定程度影响。

3.行业竞争加剧。所处行业目前利润空间仍较为可观，未来可能有更多潜在参与者加入竞争。同时也不排除上下游大型企业延伸业务领域，带来较大的竞争压力。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,821	3,598	3,415	3,754	4,467
货币资金	1,119	850	524	467	683
应收票据	88	109	109	136	167
应收账款	1,242	1,343	1,368	1,501	1,568
预付账款	31	65	51	70	80
存货	810	800	869	1,009	1,250
其他	531	431	493	570	718
非流动资产	3,889	4,330	4,654	4,633	4,354
长期股权投资	371	467	600	600	600
固定资产（合计）	476	600	581	543	487
无形资产	1,397	1,637	1,692	1,677	1,452
其他	1,645	1,627	1,781	1,814	1,816
资产总计	7,710	7,928	8,068	8,387	8,821
流动负债	1,127	1,439	1,502	1,671	1,840
短期借款	536	648	648	648	648
应付票据	5	9	7	10	11
应付账款	180	319	267	356	412
其他	406	462	579	658	767
非流动负债	456	438	616	636	636
长期借款	307	331	531	551	551
其他	149	107	86	86	86
负债合计	1,583	1,877	2,118	2,308	2,476
少数股东权益	13	7	15	1	-24
归属母公司股东权益	6,114	6,044	5,935	6,079	6,369
负债和股东权益	7,710	7,928	8,068	8,387	8,821

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,383	2,793	2,870	3,535	4,369
同比(%)	4.1%	17.2%	2.8%	23.2%	23.6%
归属母公司净利润	-386.36	29.43	(109)	144	290
同比(%)	-7.0%	107.6%	-471.1%	231.5%	102.0%
毛利率(%)	23.4%	30.7%	29.4%	32.2%	32.6%
ROE(%)	-6.3%	0.5%	-1.8%	2.4%	4.6%
EPS（摊薄）（元）	-0.34	0.03	(0.10)	0.13	0.25
P/E	—	421.0	—	86.3	42.7
P/B	2.0	2.0	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	105.6	24.4	32.5	19.1	15.0

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,383	2,793	2,870	3,535	4,369
营业成本	1,825	1,936	2,027	2,399	2,944
营业税金及附加	12	15	15	19	23
销售费用	116	102	143	148	183
管理费用	174	157	230	237	284
研发费用	478	570	631	742	830
财务费用	27	24	10	8	8
减值损失合计	-338	-12	0	0	0
投资净收益	44	42	48	56	71
其他	48	7	20	103	132
营业利润	-493	25	-119	141	299
营业外收支	0	2	1	2	1
利润总额	-493	27	-118	143	301
所得税	-107	1	-16	14	35
净利润	-385	26	-102	129	266
少数股东损益	1	-4	7	-14	-24
归属母公司净利润	-386	29	-109	144	290
EBITDA	100	446	405	692	867
EPS（当年）（元）	-0.34	0.03	-0.10	0.13	0.25

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	322	397	189	396	436
净利润	-385	26	-102	129	266
折旧摊销	358	441	513	541	558
财务费用	30	31	10	8	8
投资损失	-44	-42	-48	-56	-71
营运资金变动	97	-136	-246	-228	-328
其它	265	77	62	1	3
投资活动现金流	-257	-708	-793	-465	-212
资本支出	-448	-738	-398	-521	-283
长期投资	184	31	-133	0	0
其他	7	0	-261	56	71
筹资活动现金流	-3	51	278	12	-8
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	329	136	200	20	0
支付利息或股息	-51	-30	-10	-8	-8
现金净增加额	62	-260	-325	-57	216

研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师，华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022 年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队 21 年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21 世纪金牌分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。