

股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	49.20
总股本/流通股本(亿股)	2.84 / 2.11
总市值/流通市值(亿元)	140 / 104
52周内最高/最低价	70.95 / 28.30
资产负债率(%)	64.7%
市盈率	55.28
第一大股东	李建国

研究所

分析师:陈涵泊
SAC 登记编号:S1340525080001
Email:chenhanbo@cnpsec.com
分析师:王思
SAC 登记编号:S1340525080002
Email:wangsi1@cnpsec.com

润建股份(002929)

智能运维领军者，AI 大基建的“工程师”

● 智能运维领军者，AI 驱动业务势能尽显

公司作为领先的数字化智能运维(AI0ps)服务商，当前，以通信、信息、能源网络三大业务为核心基石，以算力服务与数据服务为支撑基础，依托“曲尺”平台，打造具备核心竞争力的行业模型、数字化产品及行业解决方案，赋能通信网络、数字网络、能源网络等领域的业务发展。2025H1，公司实现营收 48.87 亿元，同比+10%。其中，公司以算力、能源为代表的业务已成功打造第二增长曲线，持续为公司注入增长动能。

● 三大业务实现 AI 化改造，“曲尺”平台提升管维价值

把握人工智能发展契机，公司向数字化智能运维升级过程中具备数据、技术和实施优势，助力公司打造行业领先的人工智能和算力服务，赋能传统主业，有望实现业务价值和市场估值提升。1) 数据：公司具备 20 余年管维行业 know-how，沉淀了通信、能源、数字网络等行业优质数据，有助于行业模型和应用开发落地；2) 技术：公司凭借“曲尺”人工智能平台，以贴地懂行的能力，推动行业模型落地，推出一系列人工智能产品或应用；3) 实施：公司形成了“线上数字化平台+线下技术服务”管维模式，有利于行业大模型与 AI 应用实施部署。

● AI 大基建仍处于初期阶段，润建绑定阿里坚定算力投入

当前，国内外以 CSP 大厂为代表开启了算力军备竞赛，大幅提高 Capex 预期。例如，阿里 9 月在云栖大会强调 capex 会在 3800 亿元基础上，增加更多的投入，同时从 2022 年到 2032 年，阿里云全球数据中心的能耗规模将提升 10 倍。我们判断当前 AI 大基建仍处于“基础设施搭建向商业化落地过渡”的初期阶段，市场关注有望从上游大厂资本开支的单向投入，向下游 AIDC 等可落地、可兑现的运营环节转移，提振整体算力景气度。对于润建而言，公司拟投入 36 亿元打造五象云谷智算中心，建成标准机架约 2 万个。当前，公司已完成五象云谷一期建设，对应 36MW，提供 1000P 算力。从客户角度，2023 年，公司控股子公司五象云谷有限公司与阿里云签订合作协议，润建提供算力服务，绑定阿里大厂有望提升算力业务增长确定性。

● 南宁毗邻东盟，公司有望成为 AI 出海先锋

五象云谷智算中心落地南宁，毗邻东盟具备出海地理优势。利用此优势，公司 2019 年开始布局海外业务，实现国内业务海外复制，积极参与东盟数字化基础设施建设，成为东盟细分领域行业数字化的专家和面向东盟 AI 的先行者。25H1，公司重点拓展 AI 应用出海、东盟智算中心服务及新能源业务，已落地多个 AI 智能体应用，且在马来西亚、印尼等东盟国参与 24 个算力中心技术服务，业务高速增长。

● 盈利预测与投资建议

我们认为，一方面，公司利用在通信、能源等领域二十余年行业 know-how 推出了“曲尺”人工智能平台，赋能三大传统业务使得公司向智能运维转型，提高业务价值量。另一方面，公司把握国内国外人工智能发展机遇，凭借五象云谷智算中心，打造智能云业务提升第二增长曲线斜率。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.60、5.07、6.31 亿元，同比变化-34.93%、+216.08%、24.42%；对应 2025 年 10 月 9 日收盘价，PE 分别为 87.1、27.6、22.2X。可比公司 26-27 年 PE 分别为 38.7、28.5X，公司作为领先的智能运维公司，在 AI 大基建时代有望取得估值提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示：

算力卡供应链风险；客户合作不及预期风险；大模型、Agent 技术迭代不及预期风险；市场竞争加剧风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9199	10291	12370	15857
增长率(%)	4.23	11.87	20.20	28.20
EBITDA（百万元）	455.43	532.16	1346.54	1856.71
归属母公司净利润（百万元）	246.57	160.44	507.10	630.93
增长率(%)	-43.77	-34.93	216.08	24.42
EPS(元/股)	0.87	0.56	1.79	2.22
市盈率(P/E)	56.69	87.12	27.56	22.15
市净率(P/B)	2.27	2.19	2.05	1.90
EV/EBITDA	23.15	30.83	15.00	12.27

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 智能运维领军者，AI 驱动业务势能尽显	5
1.1 通信管维出发，向信息、能源、算力智能运维转型.....	5
1.2 股权结构相对集中，发布股权激励绑定核心力量.....	5
1.3 第二增长曲线接力，算力网络高速增长.....	6
2 三大业务实现 AI 化改造，“曲尺”平台提升管维价值量	8
3 AI 大基建仍处于初期阶段，润建绑定阿里坚定算力投入	11
3.1 国内外 CSP 厂商开启 AI 军备竞赛，Capex 先行提高投入	11
3.2 坚定五象云谷智算中心投入，绑定阿里开展智算云服务.....	12
4 南宁毗邻东盟，公司有望成为 AI 出海先锋.....	14
5 盈利预测与投资建议	15
6 风险提示	17

图表目录

图表 1: 公司发展历程图	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 7 月 9 日)	6
图表 3: 润建股份 2025 年股权激励计划草案	6
图表 4: 公司营收 (亿元) 及增速	7
图表 5: 公司分业务营收 (亿元) 及增速	7
图表 6: 公司归母净利润 (亿元) 及增速	7
图表 7: 公司存货跌价准备合计 (亿元) 及增速、同比净增 (亿元)	7
图表 8: 公司毛利率及归母净利率情况	8
图表 9: 公司三大费用率情况	8
图表 10: 公司实现全域、全栈一体化智能运维服务	8
图表 11: 公司具备专业的数据服务和行业数据	9
图表 12: 曲尺人工智能开放平台模型训练和智能体开发、部署流程	9
图表 13: 公司线上基于运维大模型的数智化服务平台	10
图表 14: 公司线下全国服务一体化网+专业的运维团队	10
图表 15: 人工智能赋能通信、数字、能源网络三大业务	10
图表 16: 国外 CSP 龙头资本开支情况 (亿美元)	11
图表 17: 国内 CSP 龙头资本开支情况 (亿元)	12
图表 18: 五象云谷智算中心可承载算力规模	12
图表 19: 五象云谷智算中心第一期已建成 1000P 算力	13
图表 20: 五象云谷智算中心第一阶段算力规模	13
图表 21: 五象云谷有限公司与阿里云签订合作协议	13
图表 22: 南宁毗邻东盟地理优势	14
图表 23: 润建等共同发起中国—东盟 AI 战略共创计划签约	15
图表 24: 公司海外营收 (亿元) 及增速	15
图表 25: 公司营业收入预测 (亿元)	16
图表 26: 可比公司估值表	17

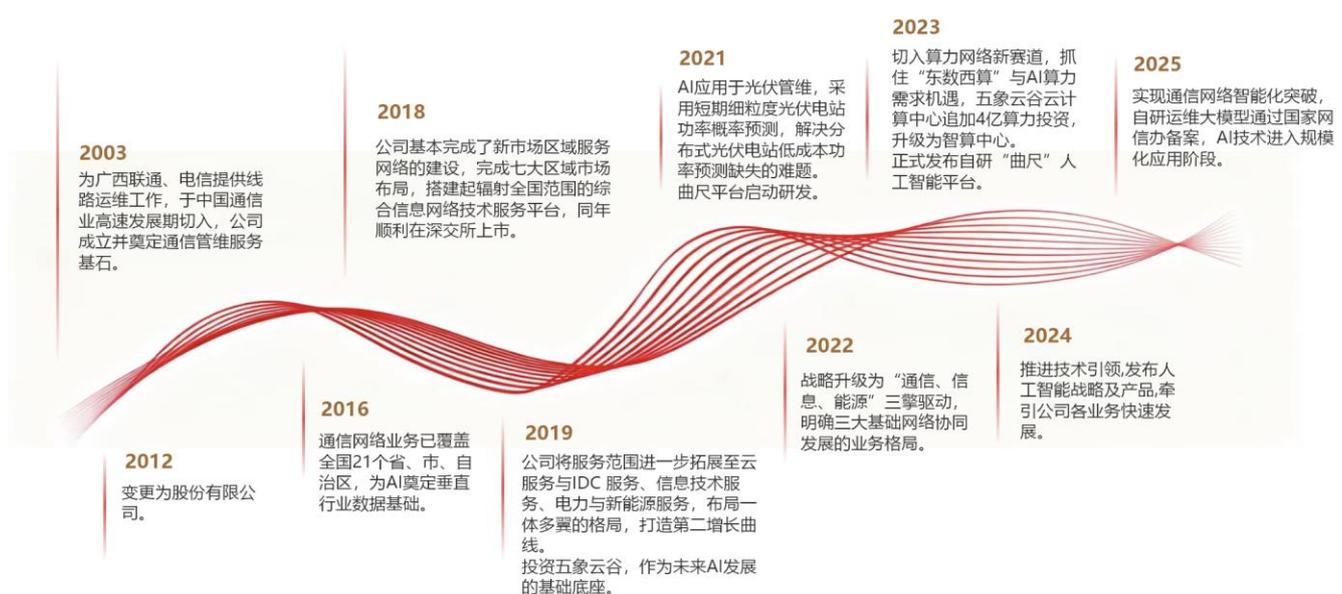
1 智能运维领军者，AI 驱动业务势能尽显

1.1 通信管维出发，向信息、能源、算力智能运维转型

润建股份作为领先的数字化智能运维（AIOps）服务商，致力于成为行业领先的人工智能行业模型及算力服务商。公司成立于 2003 年，为广西联通、电信提供线路运维工作。2018 年，公司基本完成了新市场区域服务网络的建设，完成华南、华东、华中、华北、东北、西北、西南七大区域市场布局，搭建起辐射全国范围的综合信息网络技术服务平台，同年顺利在深交所上市。2019 年，公司将服务范围进一步拓展至云服务与 IDC 服务、信息技术服务、电力与新能源服务，布局一体多翼的格局，打造第二增长曲线。2023 年，公司五象云谷云数据中心追加 4 亿算力投资，升级为智算中心，同年自研“曲尺”人工智能开放平台正式发布。

当前，公司以通信、信息、能源网络三大业务为核心基石，以算力服务与数据服务为支撑基础，依托“曲尺”平台，打造具备核心竞争力的行业模型、数字化产品及行业解决方案，赋能通信网络、数字网络、能源网络等领域的业务发展。

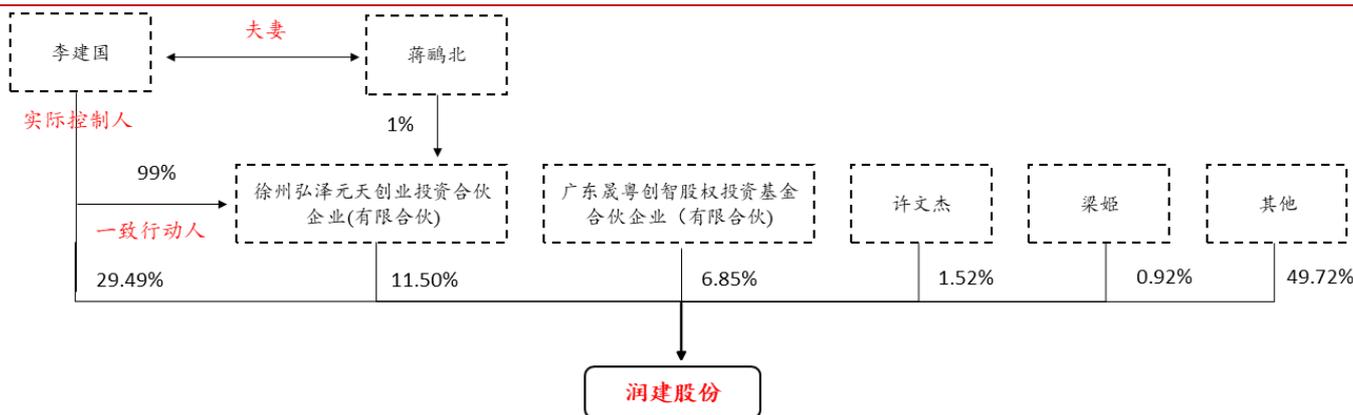
图表1：公司发展历程图



资料来源：公司官网，公司年报，公司招股书，FLBOOK，《润建股份人工智能战略白皮书》，中邮证券研究所

1.2 股权结构相对集中，发布股权激励绑定核心力量

公司股权结构相对集中，实控人为创始人李建国先生，军人背景出身、掌舵公司长期发展。截至 2025 年 7 月 9 日，公司创始人、董事长李建国先生直接持股 29.49%，通过徐州弘泽元天创业投资合伙企业（有限合伙）间接持有公司股权比例为 11.39%，直接间接合计持股 40.88%。李建国先生曾任海南军区守备 121 师战士，桂林陆军学院学员，广州军区第二通信总站军官，从部队转业之后，成立润建股份并担任董事长助力公司长期发展。

图表2：公司股权结构（截至 2025 年 7 月 9 日）


资料来源：Wind，公司 2025 年半年报，中邮证券研究所

2025 年公司发布新一轮股权激励，明确增长目标，绑定核心骨干利益。2025 年初，公司拟向董事方培豪以及中层管理人员、核心技术（业务）骨干，合计 352 人授予 500.3950 万份股票期权，约占本计划公告时公司股本总额 28183.1071 万股的 1.78%。本激励计划股票期权对应的考核年度为 2025 年-2026 年两个会计年度，每个会计年度考核一次，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的行权条件之一。具体来看，2025 年相对 2024 年，公司考核营收或净利润增长率不低于 10%；2026 年相对 2024 年，公司考核营收或净利润增长率不低于 21%。

图表3：润建股份 2025 年股权激励计划草案

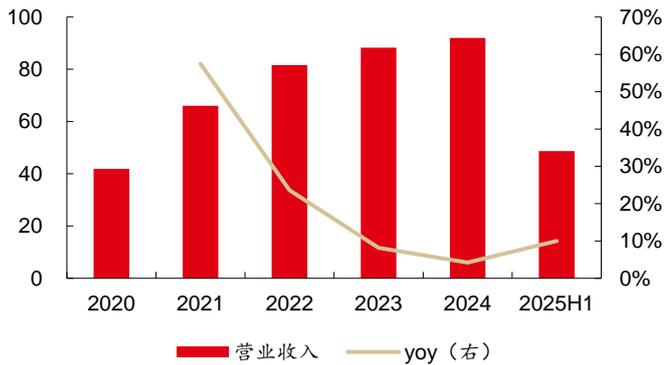
行权期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个行权期	2025 年	公司需满足下列两个条件之一：①以 2024 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 10%；②以 2024 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 10%。
第二个行权期	2026 年	公司需满足下列两个条件之一：①以 2024 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率不低于 21%；②以 2024 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 21%。

资料来源：《润建股份有限公司 2025 年股票期权与限制性股票激励计划(草案)》，中邮证券研究所

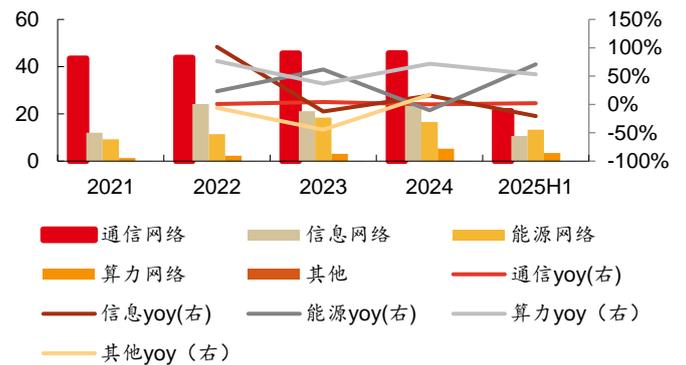
1.3 第二增长曲线接力，算力网络高速增长

公司营收由第二增长曲线驱动稳健增长，而 24 年以来由于存货跌价准备估计更加谨慎以及股权激励影响等，利润端出现下滑。

-202022年，公司营收 CAGR 为 21.71%。2025H1，公司实现营收 48.87 亿元，同比+10%。分业务来看，通信、信息、能源、算力网络 2021-2024 年营收 CAGR 分别为 1.68%、26.82%、21.32%、60.55%。2025H1，公司通信、信息、能源、算力网络业务分别实现营收 21.21、10.66、13.32、3.45 亿元，同比+2.1%、-20.54%、+70.8%、+53.27%。公司以算力、能源为代表的业务已成功打造公司第二增长曲线，持续为公司注入增长动能。25H1，信息网络业务同比下滑主要系原有部分业务和领域进行收尾，阶段性影响业务板块收入、毛利水平，但是 AI 应用营收占比持续提升，后续业务板块发展空间较大。

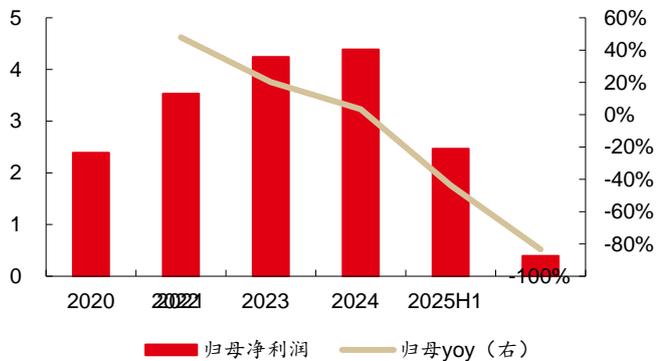
图表4：公司营收（亿元）及增速


资料来源：Wind，中邮证券研究所

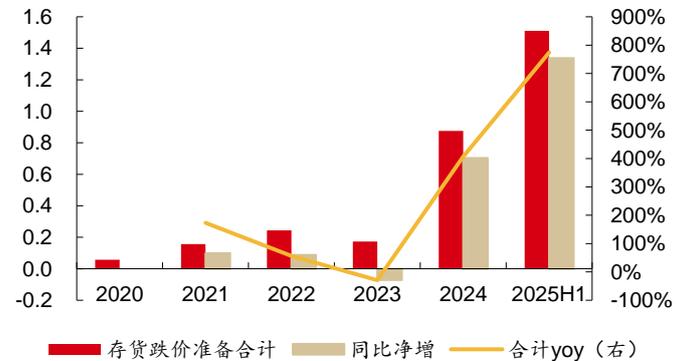
图表5：公司分业务营收（亿元）及增速


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2024-2025H1, 公司净利润出现较大幅度下滑, 主要系资产减值损失和股权激励费用影响。具体看, 2024 年, 公司实现归母净利润 2.47 亿元, 同比-43.8%; 存货跌价准备合计 0.88 亿元, 同比+406.08%亿元, 同比净增 0.7 亿元。2025H1, 公司实现归母净利润 0.39 亿元, 同比-83.4%; 存货跌价准备合计 1.51 亿元, 同比+774.1%, 同比净增 1.34 亿元; 管理、销售、研发股权激励费用分别为 1239.69、4425.26、2018.5 万元, 合计 7683.45 万元, 同比+100%。我们认为, 公司存货跌价准备主要系谨慎性原则计提, 后续随着对应的人员实施交付收入回收, 公司利润端有望冲回跌价准备。

图表6：公司归母净利润（亿元）及增速


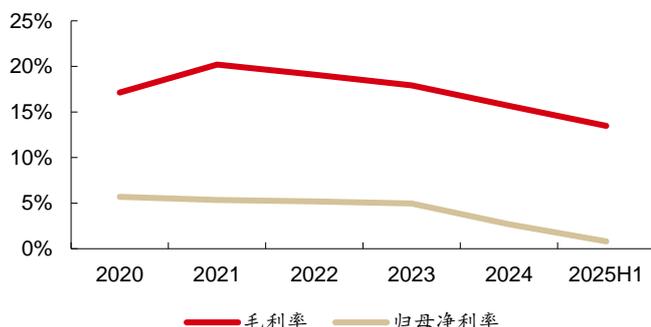
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：公司存货跌价准备合计（亿元）及增速、同比净增（亿元）


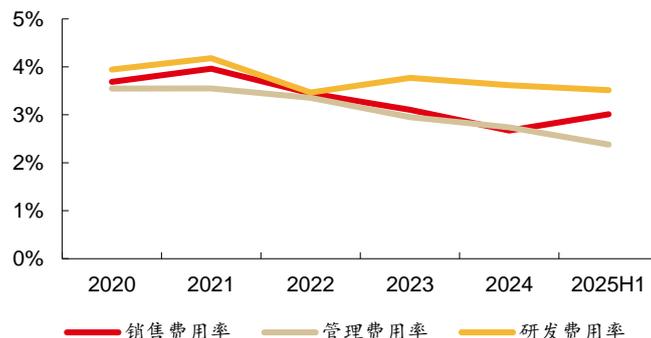
资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司毛利率及归母净利率近些年有所下滑。我们认为, 毛利率下滑主要系公司开拓算力、能源等新业务, 前期存在较多建设、折旧等成本, 以及市场竞争等因素; 净利率下滑, 主要系资产减值等造成净利润下滑幅度较大。2025H1, 公司实现毛利率和归母净利率分别为 13.5%、0.8%, 同比-3.3pct、-4.5pct。

随着公司规模提升, 三费率呈下降趋势。2025H1, 公司管理、销售、研发费用率分别为 2.4%、3.0%、3.5%, 同比-0.8pct、+0.2pct、-0.2pct, 当期销售费用率提升主要系计提 4425.26 万股权激励费用。

图表8：公司毛利率及归母净利率情况


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：公司三大费用率情况


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 三大业务实现 AI 化改造，“曲尺”平台提升管维价值量

润建已从基础服务商向智慧运维引领者战略性进化。公司以通信运维为起点，协同运营商构建覆盖全网的“信号基础设施”；以能源运维作延伸，打通通信到城市的“动力源”，为智慧城市提供稳定的能源支撑；在通信与能源体系的双重支撑下，拓展数据中心运维，夯实城市级“数据中枢”，支撑数字化业务稳定运行；同时，自研“曲尺”人工智能开放平台，及自建五象云谷智算中心，释放规模化算力支撑，进一步实现智慧运维到 AI 运维的跃升。

图表10：公司实现全域、全栈一体化智能运维服务


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

把握人工智能发展契机，公司向数字化智能运维（AIOps）升级过程中具备数据、技术和实施优势，助力公司打造行业领先的人工智能和算力服务，赋能传统主业，开拓全新发展空间。

首先，公司具备 20 余年管维行业 know-how，沉淀了通信、能源、数字网络等行业优质数据，有助于行业模型和应用开发落地。公司始终坚持标准化、规范化、流程化的管理理念，通

过企业的数据中台及数据治理平台来沉淀数据、分析数据、应用数据，充分发掘数据价值，为所构建的垂直行业人工智能模型落地应用提供保障。公司在 20 多年的管维业务过程中沉淀了海量的专有样本数据，为 AI 行业模型开发提供坚实的数据基础，其中：通信网络管维数据集每年超过 1000 万、相关图片及视频数据集超过 2000 万；通信管维质检类、安检类场景超过 200 个；能源网络拥有 50 余类、6500 个能源节点及环境探针、时序数据超过 50 亿数据点、各类数据集超过 1000 万；数字网络拥有超过 3000 万政企行业细分场景数据集。

图表11：公司具备专业的数据服务和行业数据

通信网络	每年通信管维数据集1000万+、相关图片及视频2000万+；通信管维质检类、安检类场景200+。
能源网络	50余类、6500个能源节点及环境探针；时序数据50亿+数据点。形成配电房故障类数据集（100万+）、电气火灾类数据集（15万+）、用电负荷特征类数据集（8万+）、光伏电站低性能数据集（30万+）、光伏电站污染双光图片数据集（10万+）、光伏电站发电量和环境数据集（1000万+）、充电站用电负荷数据集（5万+）、楼宇空调负荷数据集（1万+）。
信息网络	3000万+政企行业细分场景数据集，语音数据集10TB、物联网数据集50TB、行业业务数据集100TB。

资料来源：FLBOOK，《润建股份人工智能战略白皮书》，中邮证券研究所

其次，公司凭借“曲尺”人工智能平台，以贴地懂行的能力，推动行业模型落地，推出一系列人工智能产品或应用。公司 2021 年开始“曲尺”平台的研发，2022 年发布“曲尺”平台 1.0，2023 年正式发布“曲尺”平台。“曲尺”平台为公司开发的生成式 AI 行业模型开发工具，共享五象云谷智算资源，聚焦视觉/语音/文本 AI 算法训练，引入大模型与智能体能力，可快速搭建软硬一体行业解决方案；其提供大模型全生命周期支持，内置开源通用模型供一键部署调用，有友好 IDE 支持精调，借云原生环境可部署含 AI Agent 的推理服务至云端，亦支持大模型私有化部署。

图表12：曲尺人工智能开放平台模型训练和智能体开发、部署流程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

最后，公司形成了“线上数字化平台+线下技术服务”管维模式，有利于行业大模型与 AI 应用实施部署。

1) 线上：基于运维大模型的数智化服务平台，通过 AI 引领各层级协同工作，实现数据从采集到分析再到应用的全流程智能化覆盖通信、能源、IDC、IT 和大数据等多个运维领域。

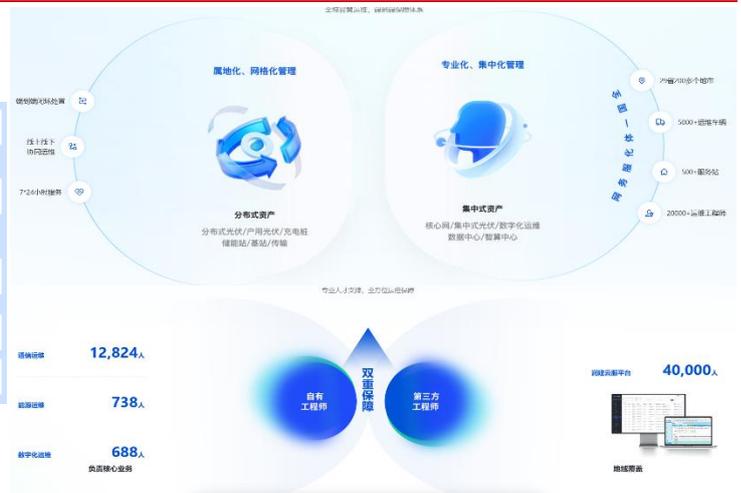
2) 线下：全国服务一体化网+专业的运维团队：公司服务能力覆盖 29 个省份、200 多个地市，配备 5000 多辆运维车辆、20000 多名运维工程师和 500 多个服务站，能够提供 7×24 小时服务，实现线上线下协同运维和端到端闭环处理；拥有超过 20500 名专业运维工程师，涵盖

四大领域：15000+通信运维工程师、1000+能源运维工程师、1000+云与 IDC 专家、3500+数字化运维工程师。

图表13：公司线上基于运维大模型的数智化服务平台



图表14：公司线下全国服务一体化网+专业的运维团队



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

当前，公司已通过人工智能赋能通信网络、数字网络、能源网络三大业务。2025 年公司持续发布人工智能战略及产品，自研通信运维大模型正式通过国家网信办备案；完成超过 100+ 智能体的开发，赋能千行百业产业落地。

1) 通信网络。公司推出 AI+通信管维解决方案，聚焦数字员工、数字机具与数字化管理，依托自研物联网平台快速纳管对象、形成运维数据底座；结合业务沉淀的数据标准模型与治理，构建数据资产地图支撑上层应用；借自研 AI 算法搭分析决策体系，打造可视化智能运维应用，实现故障预警等能力。

2) 数字网络。公司以“曲尺”AI 开放平台为底座，打造专精特新行业模型与标杆应用，联合运营商等生态伙伴，聚焦国家战略，助力 AI 应用落地，推动行业高质量发展。

3) 能源网络。发电侧，公司在新能源电站运维中应用大语言模型与 AI 预测分析算法，提产量、降成本、减事故，实现资产保值增值；用户侧，虚拟电厂运用 AI 大模型、先进通信及云边融合控制技术，协助电力市场主体参与需求响应、辅助服务与电能量交易。

图表15：人工智能赋能通信、数字、能源网络三大业务



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

3 AI 大基建仍处于初期阶段，润建绑定阿里坚定算力投入

3.1 国内外 CSP 厂商开启 AI 军备竞赛，Capex 先行提高投入

海外：微软、谷歌、Meta、亚马逊四者合计资本开支在 2023Q3 后连续多个季度环比上升，同时上调资本开支指引。

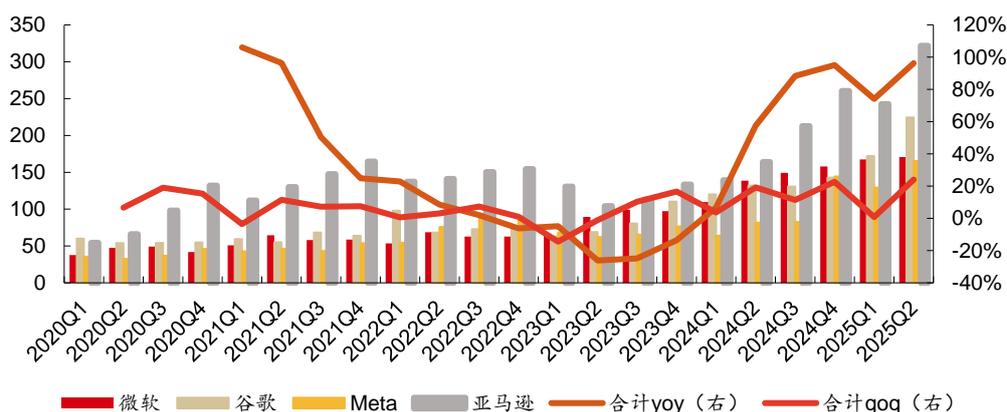
微软：25Q2（2025 财年第四财季）资本开支为 242 亿美元，同比+27%，Q1 同比+53%；其中，不动产和设备相关的现金支出 171 亿美元，同比+23%，Q1 同比+52%。目前，微软正在加速建设数据中心，以满足对 AI 训练和工具激增的市场需求。公司预计，2026 财年第一财季有望将资本开支提升至 300 亿美元以上。

谷歌：由于云产品和服务的需求强劲且不断增长，25 年 capex 上调至 850 亿美元，同比+13%，此前 2 月份预计全年 capex 为 750 亿美元；预计 26 年 capex 将进一步增加。

亚马逊：2025 财年制定了 1000 亿美元的激进资本支出计划，重点关注人工智能基础设施和数据中心的扩张。

Meta：25Q2，将全年 capex 的最低水平从上季度的 640 亿美元上调至 660 亿美元，capex 范围在 660 亿美元至 720 亿美元之间，25 年的总支出将在 1140-1180 亿美元之间。

图表16：国外 CSP 龙头资本开支情况（亿美元）



资料来源：Wind，各公司公告，中邮证券研究所

国内：以腾讯、阿里为代表的云厂商由于 AI 发展滞后于海外，23 下半年开始发力，加大对 AI 领域投资。当前，我国开源大模型取得重要突破，资本开支上或将连续上涨。

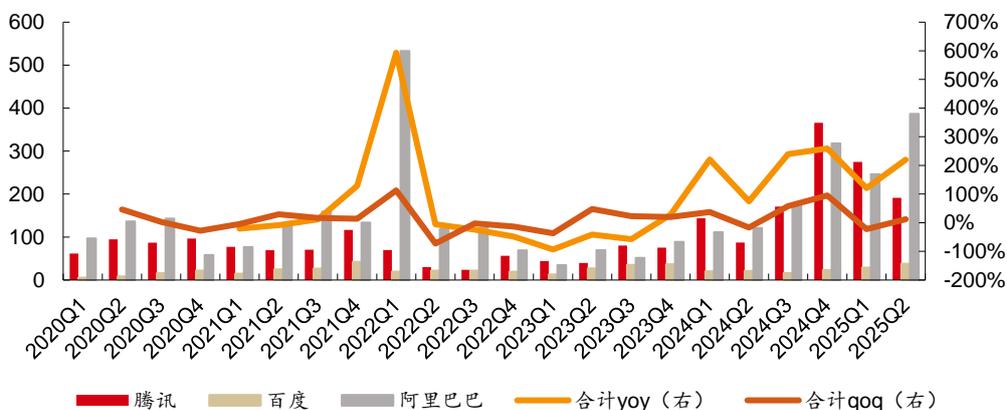
阿里：9 月，在云栖大会强调公司 capex 会在 3800 亿元基础上，增加更多的投入，同时对比 2022 年 GenAI 元年 到 2032 年，阿里云全球数据中心的能耗规模将提升 10 倍。2 月，阿里 CEO 吴泳铭表示，将加大投入三大 AI 领域，未来三年将是云建设最集中的三年，在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。8 月 29 日，阿里发布 FY26Q1 财报，capex 386.76 亿元，同比+220%，超市场预期，创历史新高，并重申未来三年持续投入 3800 亿元用于 AI 资本开支的计划。

腾讯：从 24 年下半年开始，腾讯发觉 AI 加速发展迹象，加大了对 AI 芯片的投入。25 年腾讯计划进一步加大资本开支，预计会占 25 年总收入的“低两位数百分比”，意味着 25 年腾讯 capex 可能接近千亿水平，而 24 年全年 capex 为 767.6 亿元。

百度：自 24Q3 开始，资本开支连续三个季度环比增长。25Q2，百度资本开支为 38 亿元，同比+79.41%，环比+31.03%。

阿里等资本开支先行，也有望带动华为云、通信运营商等提高 AI 资本开支预期，以应对云端推理需求大幅增加的可能。例如，根据中国产业经济信息网，三大运营商 25 年 capex 计划规模合计达到 2898 亿元，虽各自的投资规模出现下调，但在投入结构上偏向算力、AI，甚至还设立了特别预算或者“不设上限”。

图表17：国内 GSP 龙头资本开支情况（亿元）



资料来源：Wind，各公司公告，中邮证券研究所

3.2 坚定五象云谷智算中心投入，绑定阿里开展智算云服务

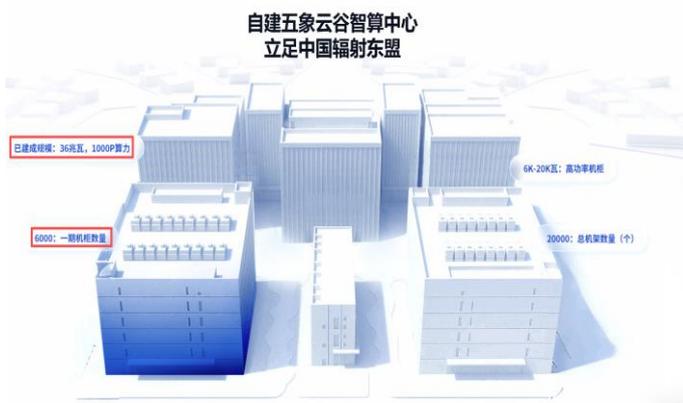
公司拟投入 36 亿元，打造五象云谷智算中心，建成标准机架约 2 万个，立足中国辐射东盟。项目（一期）占地 4 万平方米，总建筑面积约 15 万平方米，总投资 12 亿元，严格参考国标 Uptime Tier III 标准与 GB50174-2017 A 级标准规划建设 2 栋数据中心机房、1 栋动力中心、8 栋数据中心产业配套楼，规模达到 6000 个以上标准机架。项目（二期、三期）将参照按照 Uptime Tier III 标准与 GB50174-2017 A 级标准规划建设 14000 个机架及配套设施，建成后整个中心机架数量不少于 20000 个。五象云谷智算中心整体完成建设后，提供最高可达 2533Pops (Int8) 定点算力或 43Pflops (FP32) 单精度浮点算力及配套云存储，建设后主要提供大模型训练、推理算力、图形渲染算力服务，服务于人工智能大模型、行业模型等。

图表18：五象云谷智算中心可承载算力规模

算力类型	参考模型	浮点算力	定点算力	服务器功耗 (插 8 卡)	数据中心最大承载服务器台数 (台)	浮点算力总和	定点算力总和
算力	NVIDIA H800 SXM	67TFLOPS (FP32)	3958Tops (Int8)	6.5KW	6000	3.216 PFLOPS (FP32)	189984Pops (Int8)

资料来源：FLBOOK，《润建股份人工智能战略白皮书》，中邮证券研究所

公司已完成五象云谷一期建设，对应 36MW，提供 1000P 算力。2023 年，公司进一步升级算力服务能力，第一阶段拟投入资金 2 亿元采购算力服务器打造智能算力中心，为客户提供 P 级的算力节点服务。具体来看，此次投入提供最高可达 2533Pops (Int8) 定点算力或 43Pflops (FP32) 单精度浮点算力及配套云存储。

图表19：五象云谷智算中心第一期已建成 1000P 算力


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表20：五象云谷智算中心第一阶段算力规模

类别	选型	单台算力	峰值算力总和
AI 训练/推理服务器	使用英伟达 H800 或其他可替代 AI 服务器	31664Tops (Int8)	2533120Tops (Int8)
图形渲染服务器	使用英伟达 H800 或其他可替代 AI 服务器	536TFlops (FP32)	42880TFlops (FP32)
云存储服务器		324 TB	41772 TB

资料来源：《润建股份智能算力中心可行性分析报告》
中邮证券研究所

2023 年，公司控股子公司五象云谷有限公司与阿里云签订合作协议，拟就“中国-东盟智算云”项目及“数字经济创新中心”项目开展合作，为客户提供算力服务与数字化云。本次签约依托阿里云云计算技术与五象云谷数据中心服务能力，共建共营“中国 - 东盟智算云”，实现云与智算资源统一管运维运营，服务国内客户及企业东盟出海业务的云与算力需求；润建股份新增 2500P 算力投入，后续可依需求追加，夯实该智算云算力底座。此外，双方还将依托五象云谷算力中心打造“数字经济创新中心”，吸引相关出海数字经济企业落地，助力中国数智技术出海。

图表21：五象云谷有限公司与阿里云签订合作协议


资料来源：润建股份微信公众号，中邮证券研究所

4 南宁毗邻东盟，公司有望成为 AI 出海先锋

公司五象云谷智算中心落地南宁，毗邻东盟具备出海地理优势。南宁是中国-东盟博览会永久举办地、中国面向东盟开放合作的区域性国际城市、北部湾经济区核心城市、“一带一路”有机衔接的重要门户城市，南宁面向东南亚，背靠大西南，东邻粤港澳，南临北部湾，是华南经济圈、西南经济圈、中国-东盟经济圈的交汇点。具有近海、近边，沿江、沿线“两近两沿”的特点，距钦州港 104 公里、防城港 172 公里、北海港 204 公里，距中越边境 200 公里，是中国距离东盟国家最近的省会城市。

图表22：南宁毗邻东盟地理优势



资料来源：五象云谷官网，中邮证券研究所

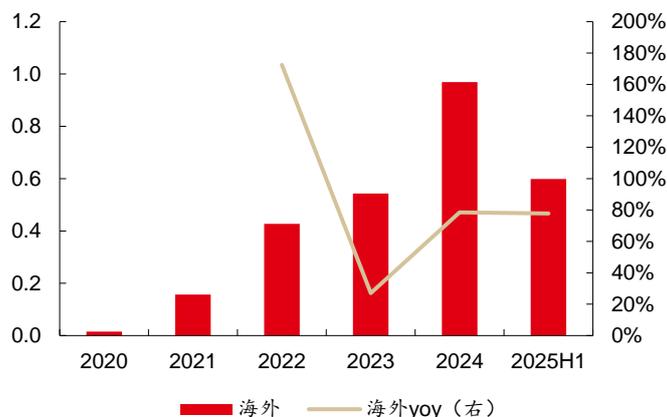
公司 2019 年开始布局海外业务，实现国内业务海外复制。2019 年以来，润建股份把握国家出海战略机遇，在中国香港、新加坡、印尼等地区和国家设子公司开拓海外市场（尤其东盟），依托通信网络、数字化、新能源领域经验技术积累，将国内先进技术经验在海外产业化复制推广，同时参与国际先进技术研发引进，并与中国及东盟知名企业强强联合，以成立合资公司、联合体等方式，在市场开拓、产品开发、本地交付等方面深度融合。

公司积极参与东盟数字化基础设施建设，成为东盟细分领域行业数字化的专家和面向东盟 AI 的先行者。公司已积累上百家中资出海企业及东盟行业客户，构建起润建生态合作伙伴圈；未来将聚焦东盟数字经济，加大 AI 智能体、AI 机器人及 AI 垂直领域应用投入，在零碳园区、城市治理、智慧农业等领域为东盟客户提供数字化解决方案，贴近民生。9 月 18 日，2025 中国（广西）— 东盟人工智能应用生态交流会在南宁五象云谷 AI 智算产业园举办，促成超 30 项跨境 AI 合作成果发布、超 50 项合作签约，成为《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》中“人工智能+”全球合作国家战略落地的典范。

公司海外业务增长迅速，东盟广阔的市场空间有望成为公司发展加速器。25H1，公司海外业务实现营收 5987.81 万元，同比+77.81%。公司把握注册地位于东盟自贸区的优势，重点拓展 AI 应用出海、东盟智算中心服务及新能源业务，已落地多个 AI 智能体应用，且在马来西亚、印尼等东盟国参与 24 个算力中心技术服务，业务实现高速增长。

图表23：润建等共同发起中国—东盟AI战略共创计划签约


资料来源：润建股份微信公众号，中邮证券研究所

图表24：公司海外营收（亿元）及增速


资料来源：Wind，中邮证券研究所

5 盈利预测与投资建议

综合来看，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 102.91、123.70、158.57 亿元，同比增长 11.87%、20.20%、28.20%；归母净利润分别为 1.60、5.07、6.31 亿元，同比变化-34.93%、+216.08%、24.42%。我们认为，公司 25 年利润端大幅下滑主要系股权激励和资产减值影响，而 26 年影响有所减少，从而具有较大利润弹性。

通信网络：公司通信网络业务主要与 5G 基站、数据通信、核心网、传输网、接入网等通信基础设施存量，以及通信运营商和中国铁塔的运营支出 (OpEx) 关联性较高。通信网络基础设施建设完成后，需要持续地管理和运维服务，因此公司管理和运维业务具有较强的稳定性与持续性。我们预计公司 2025-2027 年通信网络营收分别为 46.61、47.55、48.50 亿元，同比增速维持 2%。毛利率方面，我们认为 25 年毛利率或受前期人员投入影响有所下滑，26 年及之后随着公司市场份额预计提升和 AI 赋能业务升值，毛利率有望提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 18.8%、19.0%、19.2%。

信息网络：25H1，公司基于“曲尺”平台已围绕通信、教育、能源、园区管理、企业管理等领域，孵化超过 100 款智能体应用，人工智能技术商业化应用成为数字网络增长的主要驱动力；公司持续聚焦 AI 应用领域，原有部分业务和领域进行收尾，阶段性影响业务板块收入、毛利水平，但是 AI 应用营收占比持续提升，后续业务板块发展空间较大。基于此，我们预计公司 2025-2027 年信息网络业务营收分别为 18.34、19.25、20.60 亿元，同比变化-25%、+5%、+7%；毛利率分别为 9.0%、9.5%、10.0%。

能源网络：随着新能源装机总容量不断增加，公司重点业务环节运维需求将持续增长；目前新能源、虚拟电厂等业务和公司其他业务板块正加速融合发展，未来前景广阔。基于此，我们预计公司 2025-2027 年能源网络业务营收分别为 28.95、36.18、43.42 亿元，同比增长 75%、25%、20%。毛利率方面，我们认为当前能源网络管维行业呈现多元化的竞争格局，前期市场扩容或加剧市场竞争，公司短期毛利率或有所降低。基于此，我们预计公司 2025-2027 年能源网络毛利率分别为 14.0%、13.8%、13.6%。

算力网络：公司充分发挥在算力中心建设运维、算力组网、算力调优等方面的核心技术能力，为云厂商、运营商、人工智能研发企业等提供相关技术服务和智算云服务，在手算力规模持续提升，该业务有望实现高速增长。我们预计公司 2025-2027 年算力网络有望营收分别为 9.00、20.70、46.04 亿元，同比增长 70.27%、129.99%、122.42%；毛利率受短期采购算力卡折旧影响有所下滑，长期或将提升，预计 2025-2026 年毛利率分别为 5.5%、5.0%、7.0%。

其他：我们预计公司此业务 2025-2027 年营收分别为 132.83、146.11、160.72 万元，同比增速维持 10%；毛利率维持 25%水平。

图表25：公司营业收入预测（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	88.26	91.99	102.91	123.70	158.57
YOY	8.17%	4.23%	11.87%	20.20%	28.20%
毛利率	17.92%	15.67%	14.54%	13.66%	12.93%
通信网络	45.61	45.70	46.61	47.55	48.50
YOY	4.23%	0.20%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	19.95%	19.35%	18.80%	19.00%	19.20%
信息网络	21.11	24.45	18.34	19.25	20.60
YOY	-12.60%	15.83%	-25.00%	5.00%	7.00%
毛利率	16.66%	11.61%	9.00%	9.50%	10.00%
能源网络	18.45	16.54	28.95	36.18	43.42
YOY	61.71%	-10.37%	75.00%	25.00%	20.00%
毛利率	14.64%	14.56%	14.00%	13.80%	13.60%
算力网络	3.08	5.29	9.00	20.70	46.04
YOY	36.54%	71.70%	70.27%	129.99%	122.42%
毛利率	16.11%	6.19%	5.50%	5.00%	7.00%
其他	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
YOY	-44.64%	17.17%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	23.86%	27.51%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

估值方面，我们选取中贝通信、中兴通讯作为通信网络业务可比公司；软通动力作为信息网络可比公司；晶科科技作为能源网络可比公司；有方科技、宏景科技作为算力网络可比公司。我们认为，一方面，公司利用在通信、能源等领域二十余年行业 know-how 推出了“曲尺”人工智能平台，赋能三大传统业务使得公司向智能运维转型，提高业务价值量。另一方面，公司把握国内国外人工智能发展机遇，凭借五象云谷智算中心，打造智能云业务提升第二增长曲线斜率。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.60、5.07、6.31 亿元，同比变化-34.93%、+216.08%、24.42%；对应 2025 年 10 月 9 日收盘价，PE 分别为 87.1、27.6、22.2X。可比公司 26-27 年 PE 分别为 38.7、28.5X，公司作为领先的智能运维公司，在 AI 大基建时代有望取得估值提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表26：可比公司估值表

代码	公司名称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)					市盈率 PE		
			23A	24A	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002929.SZ	润建股份	49.2	4.39	2.47	1.60	5.07	6.31	87.1	27.6	22.2
可比公司										
603220.SH	中贝通信	24.8	1.44	1.45	2.07	2.95	4.48	52.0	36.5	24.0
000063.SZ	中兴通讯	50.0	93.26	84.25	85.49	92.10	102.99	28.0	26.0	23.2
301236.SZ	软通动力	55.8	5.34	1.80	3.92	5.45	7.41	135.8	97.7	71.8
601778.SH	晶科科技	3.9	3.83	3.24	5.11	5.58	6.21	27.0	24.8	22.2
688159.SH	有方科技	68.1	-0.38	1.00	2.35	6.40	11.02	26.9	9.9	5.7
301396.SZ	宏景科技	79.9	0.42	-0.76	1.50	3.26	5.12	82.0	37.6	23.9
平均值								58.6	38.7	28.5

资料来源：Wind，中邮证券研究所（注：可比公司数据来源于 Wind 一致预期，润建股份的数据为中邮预测；股票收盘价为 2025 年 10 月 9 日）

6 风险提示

- 1) 算力卡供应链风险：公司算力网络业务开展需先进算力卡充分保证算力需求。
- 2) 客户合作不及预期风险：客户合同签订时间不及预期或合同价值不及预期均对公司远期收入、利润产生负面影响。
- 3) 大模型、Agent 技术迭代不及预期风险：“曲尺”平台的研发迭代与大模型技术周期紧密相关，影响着行业大模型及 Agent 应用开发进程。
- 4) 市场竞争加剧风险等：市场竞争加剧对公司毛利率和收入均产生负面影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	9199	10291	12370	15857	营业收入	4.2%	11.9%	20.2%	28.2%
营业成本	7757	8795	10680	13807	营业利润	-49.5%	-30.4%	199.2%	26.0%
税金及附加	22	23	29	37	归属于母公司净利润	-43.8%	-34.9%	216.1%	24.4%
销售费用	246	356	392	396	获利能力				
管理费用	252	286	301	304	毛利率	15.7%	14.5%	13.7%	12.9%
研发费用	333	383	421	425	净利率	2.7%	1.6%	4.1%	4.0%
财务费用	46	108	198	295	ROE	4.0%	2.5%	7.4%	8.6%
资产减值损失	-112	-150	80	0	ROIC	3.1%	1.6%	2.9%	3.3%
营业利润	239	166	498	627	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	64.7%	72.8%	78.6%	81.1%
营业外支出	8	7	8	7	流动比率	1.22	1.16	1.09	1.04
利润总额	232	160	491	621	营运能力				
所得税	31	22	67	86	应收账款周转率	1.61	1.64	1.70	1.75
净利润	201	138	424	535	存货周转率	4.24	4.41	4.54	4.55
归母净利润	247	160	507	631	总资产周转率	0.57	0.50	0.45	0.46
每股收益(元)	0.87	0.56	1.79	2.22	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.87	0.56	1.79	2.22
货币资金	1988	5776	7607	8145	每股净资产	21.71	22.47	23.98	25.87
交易性金融资产	38	58	58	58	估值比率				
应收票据及应收账款	6333	6710	8291	10484	PE	56.69	87.12	27.56	22.15
预付款项	191	205	256	327	PB	2.27	2.19	2.05	1.90
存货	1921	2065	2645	3420	现金流量表				
流动资产合计	13314	18081	22532	26617	净利润	201	138	424	535
固定资产	1134	1998	5498	7738	折旧和摊销	124	264	658	940
在建工程	287	309	407	566	营运资本变动	-449	-35	-457	-605
无形资产	104	123	141	156	其他	390	265	176	399
非流动资产合计	4261	5437	9038	11455	经营活动现金流净额	266	631	802	1269
资产总计	17575	23518	31569	38072	资本开支	-376	-1155	-4256	-3355
短期借款	2767	6767	9767	11767	其他	-860	-682	11	-7
应付票据及应付账款	6903	7365	9224	11743	投资活动现金流净额	-1235	-1837	-4245	-3362
其他流动负债	1248	1403	1627	2050	股权融资	58	52	0	0
流动负债合计	10917	15535	20618	25560	债务融资	592	5103	5620	3120
其他	456	1589	4209	5329	其他	273	-161	-345	-489
非流动负债合计	456	1589	4209	5329	筹资活动现金流净额	923	4994	5275	2631
负债合计	11373	17124	24827	30889	现金及现金等价物净增加额	-46	3788	1831	538
股本	282	284	284	284					
资本公积金	3120	3170	3170	3170					
未分配利润	2454	2617	2972	3414					
少数股东权益		11	-72	-168					
其他	312	312	388	483					
所有者权益合计	6201	6393	6742	7183					
负债和所有者权益总计	17575	23518	31569	38072					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048