光环新网（300383.SZ）

2025 年 10 月 23 日

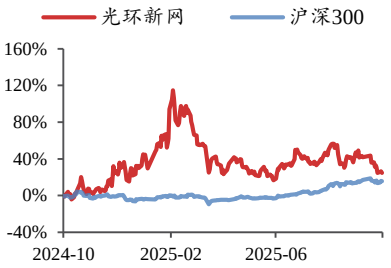
短期业绩承压，亟待国产算力卡放量

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2025/10/22
当前股价(元)	13.25
一年最高最低(元)	24.00/10.22
总市值(亿元)	238.18
流通市值(亿元)	237.65
总股本(亿股)	17.98
流通股本(亿股)	17.94
近 3 个月换手率(%)	265.85

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《机柜交付速度加快，加速多点布局—公司信息更新报告》-2025.8.27

蒋颖（分析师）
jiangying@kysec.cn
证书编号：S0790523120003

雷星宇（联系人）
leixingyu@kysec.cn
证书编号：S0790124040002

● **公司 IDC 机柜超 7.2 万个，或持续受益于 AIGC 浪潮，维持“买入”评级**

公司发布 2025 年第三季度报，2025 前三季度，公司实现营收 54.79 亿元，同比减少 5.96%，主要是部分地区 IDC 市场竞争加剧导致租赁价格下降，以及部分客户上架策略调整，叠加公有云相关资产到期处置，云计算业务收益减少所致，实现归母净利润 1.44 亿元，实现扣非归母净利润 1.40 亿元。2025Q3，公司实现营收 17.63 亿元，实现归母净利润 0.29 亿元，实现扣非归母净利润 0.28 亿元。截至 2025Q3，已投产机柜总数超 7.2 万个，全国规划机柜规模超 23 万个，随着 AIGC 发展带动训练及推理的算力需求逐步释放，公司有望持续受益，考虑到算力卡短期供给受限，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 2.02/4.43/5.61 亿元（3.29/4.46/5.65 亿元），当前股价对应 PE 为 117.8/53.8/42.5 倍，对应 EV/EBITDA 分别为 20.5 倍、14.8 倍、12.8 倍，维持“买入”评级。

● **机柜规模持续增长，云计算业务持续优化客户结构**

分业务来看，2025Q3，公司 IDC 业务实现营收 5.96 亿元，同比增长 8.74%，主要是公司 IDC 投产速度加快，2025 年新投产机柜数达超 1.6 万个，业务毛利率达 32.12%，主要是受部分客户上架周期及经营策略改变影响；公司云计算业务实现营收 11.49 亿元，同比减少 13.44%，主要是公司持续优化客户结构，业务毛利率达 7.30%，主要是公有云经营资产到期，Q3 云计算收益减少 0.30 亿元。

● **加速节点布局，持续推动内蒙古、天津、上海、长沙等项目建设交付**

截至 2025 年 9 月，积极推进多地 IDC 项目建设，内蒙古地区和林格尔项目已取得项目用地；积极推进呼和浩特算力项目前期筹备工作；天津宝坻三期项目正在进行土建和第二座 110KV 电站的建设；上海嘉定项目一期已全部售出并上架，二期项目完成全部预售并于 2025 年初陆续交付；杭州项目已启动 110KV 变电站建设工作；长沙项目积极推进土建验收和机电建设，已投放部分机柜资源。

● **风险提示：**AI 及云计算发展不及预期、机柜上架不及预期、行业竞争加剧等

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,855	7,281	7,637	8,186	8,990
YOY(%)	9.2	-7.3	4.9	7.2	9.8
归母净利润(百万元)	388	381	202	443	561
YOY(%)	144.1	-1.7	-47.0	119.0	26.7
毛利率(%)	16.0	16.5	14.5	15.6	16.4
净利率(%)	4.9	5.2	2.6	5.4	6.2
ROE(%)	3.1	2.6	1.5	3.3	3.9
EPS(摊薄/元)	0.22	0.21	0.11	0.25	0.31
EV/EBITDA	19.2	19.6	20.5	14.8	12.8
P/E(倍)	61.4	62.4	117.8	53.8	42.5
P/B(倍)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6010	4824	5357	5414	6306
现金	2424	1477	1527	1637	1798
应收票据及应收账款	2184	2296	2477	2639	2980
其他应收款	181	202	190	220	219
预付账款	625	330	672	402	778
存货	14	13	16	14	19
其他流动资产	582	506	475	501	513
非流动资产	12861	14789	15547	16159	16712
长期投资	29	48	55	62	69
固定资产	7780	8716	9844	10696	11352
无形资产	1168	1234	1278	1306	1332
其他非流动资产	3884	4792	4370	4095	3960
资产总计	18871	19613	20905	21573	23018
流动负债	3357	3952	4980	5368	6222
短期借款	966	1471	1913	2087	2269
应付票据及应付账款	1727	1851	2107	2209	2640
其他流动负债	664	630	960	1072	1313
非流动负债	2459	2435	2602	2503	2627
长期借款	2059	2119	2255	2172	2288
其他非流动负债	399	315	347	331	339
负债合计	5816	6387	7582	7871	8849
少数股东权益	559	546	548	557	553
股本	1798	1798	1798	1798	1798
资本公积	7226	7234	7234	7234	7234
留存收益	3473	3674	3838	4183	4576
归属母公司股东权益	12497	12680	12774	13145	13616
负债和股东权益	18871	19613	20905	21573	23018

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1625	1312	1127	1840	1735
净利润	405	346	204	452	557
折旧摊销	747	799	1029	1227	1421
财务费用	218	83	140	87	65
投资损失	-31	-0	-7	-13	-7
营运资金变动	211	8	-234	100	-319
其他经营现金流	76	74	-5	-13	20
投资活动现金流	-153	-2384	-1707	-1782	-1919
资本支出	1247	2370	1705	1842	1954
长期投资	1021	253	-7	-7	-7
其他投资现金流	73	-267	6	67	42
筹资活动现金流	-1532	336	18	-123	162
短期借款	581	506	441	174	182
长期借款	-1340	60	136	-84	116
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	9	0	0	0
其他筹资现金流	-775	-239	-560	-213	-137
现金净增加额	-59	-737	-562	-64	-21

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7855	7281	7637	8186	8990
营业成本	6596	6076	6531	6906	7516
营业税金及附加	48	52	47	53	58
营业费用	38	41	53	38	40
管理费用	264	271	313	274	310
研发费用	255	293	313	278	306
财务费用	218	83	140	87	65
资产减值损失	0	-3	0	0	0
其他收益	26	1	8	10	11
公允价值变动收益	11	27	11	13	11
投资净收益	31	0	7	13	7
资产处置收益	52	30	20	25	32
营业利润	491	465	249	564	697
营业外收入	8	5	5	5	5
营业外支出	12	3	5	5	5
利润总额	487	467	249	564	697
所得税	82	120	45	113	141
净利润	405	346	204	452	557
少数股东损益	17	-35	2	9	-4
归属母公司净利润	388	381	202	443	561
EBITDA	1310	1367	1350	1870	2201
EPS(元)	0.22	0.21	0.11	0.25	0.31

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	9.2	-7.3	4.9	7.2	9.8
营业利润(%)	147.7	-5.3	-46.6	126.8	23.6
归属于母公司净利润(%)	144.1	-1.7	-47.0	119.0	26.7
获利能力					
毛利率(%)	16.0	16.5	14.5	15.6	16.4
净利率(%)	4.9	5.2	2.6	5.4	6.2
ROE(%)	3.1	2.6	1.5	3.3	3.9
ROIC(%)	2.9	2.5	1.5	2.8	3.3
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	32.6	36.3	36.5	38.4
净负债比率(%)	8.0	18.7	24.8	24.8	26.4
流动比率	1.8	1.2	1.1	1.0	1.0
速动比率	1.5	1.0	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	3.5	3.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.1	3.4	7.1	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.21	0.11	0.25	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.73	0.63	1.02	0.97
每股净资产(最新摊薄)	6.95	7.07	7.12	7.33	7.59
估值比率					
P/E	61.4	62.4	117.8	53.8	42.5
P/B	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	19.2	19.6	20.5	14.8	12.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn