

IDC 主业稳健增长，算力服务能力持续提升

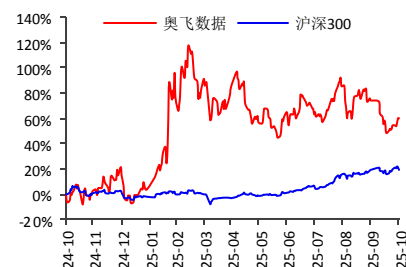
投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度，公司实现营业收入 18.24 亿元，同比增加 15.33%；利润总额 1.97 亿元，同比增加 87.10%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比增加 37.29%，持续释放成长动能；实现扣非归母净利润 1.44 亿元，同比增加 27.88%。2025 年三季度单季，公司实现营业收入 6.76 亿元，同比增加 29.86%；实现归母净利润 0.58 亿元，同比增加 90.36%；扣非归母净利润为 0.58 亿元，同比增加 81.42%。
- **营业成本微增但毛利率提升，费用呈分化趋势，现金流改善显著。**2025 年前三季度，公司营业成本同比微增 0.70% 至 11.85 亿元，但受益于规模效应及业务结构优化，毛利率同比提升 9.44 个百分点至 34.99%。期间费用率呈分化趋势：财务费用同比增长 26.91%，主要系长期借款同比增加 62.90% 至 38.09 亿元；管理费用率基本持平，同比增长 0.03 个百分点至 2.83%。报告期内，公司信用减值损失 0.77 亿元，同比较大幅度增加 615.51%，主要系应收款项坏账损失增加所致。公司通过固定资产一次性折旧税收政策使递延所得税负债增长 30.97%，一定程度缓解税负压力。经营性现金流净额 6.18 亿元，同比增长 31.88%，主要受预付设备采购款减少及应收款项管理优化带动。
- **主营业务稳健推进，数据中心与区域协同成效显著。**报告期内公司主营业务保持稳健增长，数据中心及算力相关业务持续推进，部分设备完成验收已转为固定资产。公司作为华南地区 IDC 运营龙头，在广州、深圳运营超 3 万个机柜，为阿里云提供边缘计算节点服务，同时参与东数西算工程，在贵州、内蒙古建设绿色数据中心，进一步巩固其在算力地图上的关键坐标。国内销售布局方面，公司通过广州天泽奥融产业投资基金加强区域资源整合，全资子公司奥融科技完成增资扩股并引入战略投资者，进一步强化华南地区业务协同。海外业务未在报告中披露具体进展，但公司长期持续优化资产结构，积极拓展海外市场，在东南亚布局数据中心，适配阿里云全球化战略。此外，公司处置子公司股权以聚焦核心业务。报告期内，公司通过预收电站转让款及设备采购款管理，反映出在能源与数字化基础设施领域的业务拓展。
- **资产规模快速扩张，资本结构优化。**公司 2025 第三季度总资产达 155.14 亿元，较期初增长 32.77%，固定资产增长 50.34%、使用权资产增长 37.87%，反映公司数据中心及算力基础设施加速投建且部分已转化为固定资产，为公司后续业务拓展及营收增长打下坚实基础；长期借款与融资租赁款分别增长 62.90% 和 30.80%，显示战略融资支撑规模化布局，归属上市公司股东的所有者权益增长 6.75% 至 35.68 亿元，资本实力稳步夯实，为公司后续发展打下坚实基础。
- **研发投入持续、护城河加深。**公司 2025 年前三季度研发投入 0.55 亿元，同比增长 10.13%，研发费用率达 3.02%。报告期间公司积极发展 SDN、自动化运维等核心技术，并拥有 IDC、ISP、ICP、CDN 等多项通信业务资质，保障了客户数据传输、存储和计算的安全及稳定性，在市场中建立了差异化优势。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.20 元、0.29 元、0.43 元，对应动态 PE 分别为 105 倍、70 倍、47 倍。公司 25 年规划目标积极，改

西南证券研究院

分析师：叶泽佑
执业证号：S1250522090003
电话：13524424436
邮箱：yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	9.85
流通 A 股(亿股)	9.85
52 周内股价区间(元)	11.68-27.6
总市值(亿元)	199.89
总资产(亿元)	155.14
每股净资产(元)	3.57

相关研究

革动作持续落地，看好全年加速成长，首次覆盖给予“持有”评级。

- **风险提示：**价格竞争加剧的风险；下游资本开支收缩的风险；资产负债率较高及对外担保比例较大的风险；项目集中建设期导致资本开支与经营性现金流波动的风险；融资成本上升或再融资不及预期的风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2164.82	2560.27	3089.79	3873.42
增长率	62.18%	18.27%	20.68%	25.36%
归属母公司净利润（百万元）	124.09	192.87	290.36	422.06
增长率	-12.20%	55.43%	50.54%	45.36%
每股收益 EPS（元）	0.13	0.20	0.29	0.43
净资产收益率 ROE	3.77%	5.58%	7.80%	10.31%
PE	19	105	70	47
PB	5.98	5.79	5.38	4.87

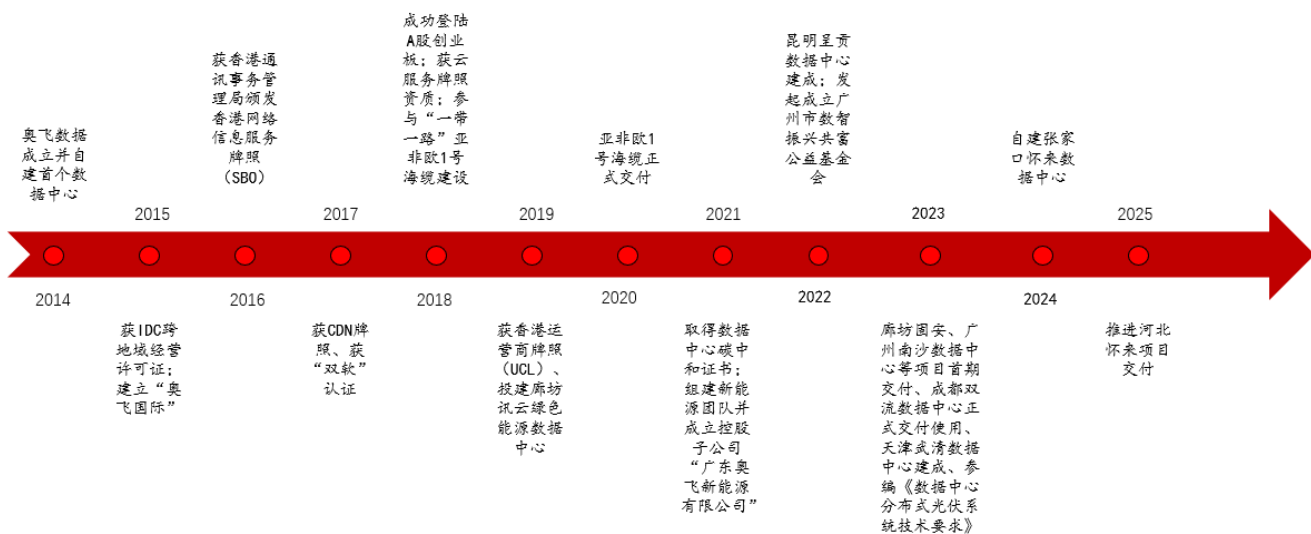
数据来源：Wind，西南证券



1 聚焦算力基础设施建设，巩固 IDC 核心优势

奥飞数据（股票代码：300738）成立于 2004 年，是国内领先的互联网云计算与大数据基础设施综合服务提供商，专注于构建“云计算+大数据+网络互联”一体化的数字产业基础平台。公司定位为“云网融合与算力服务”整体解决方案提供商，业务涵盖互联网数据中心（IDC）、云计算与人工智能数据中心（AIDC）、绿色能源及数据网络互联等领域，致力于为客户提供高速、安全、稳定的互联网基础设施与算力服务。

图 1：公司历史沿革

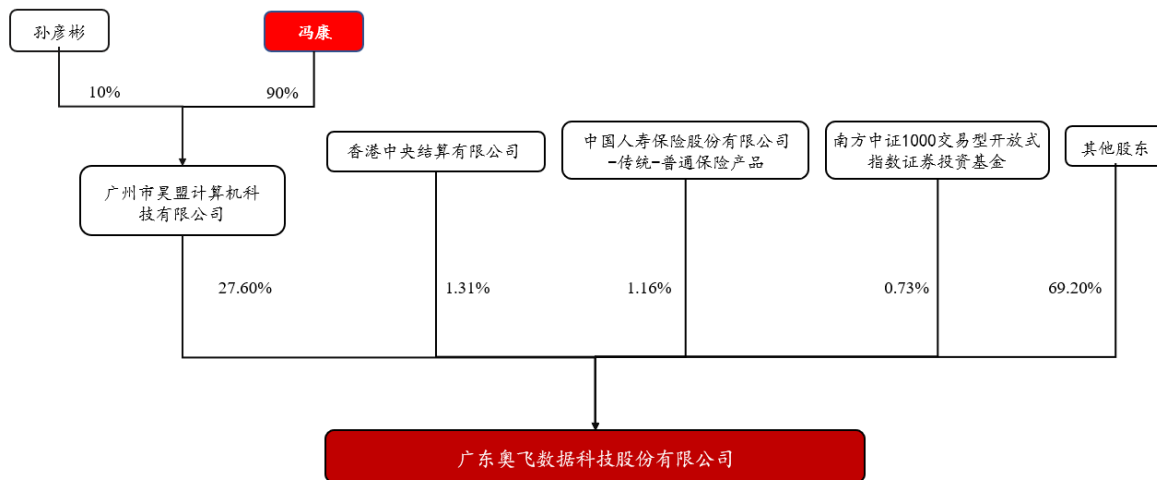


数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构稳定，实控人控制力强，管理团队行业背景深厚。截至 2025 年 10 月 31 日，公司实际控制人为董事长冯康先生，通过其控股的广州市昊盟计算机科技有限公司间接持有公司 24.84% 的股份。广州市昊盟计算机科技有限公司为公司第一大股东，持股比例为 27.60%，由冯康与孙彦彬夫妇全资持有，其中冯康为奥飞数据的实际控制人。整体股权结构集中度较高，治理架构清晰稳健。公司管理层及核心骨干成员多来自基础电信运营商或互联网企业，具备丰富的行业从业经验与客户资源。公司高管团队深耕 IDC、云计算及网络通信领域多年，既熟悉传统电信网络建设逻辑，又掌握互联网数据中心运维与算力调度技术，对 IDC 与 AIDC 行业的发展趋势具有前瞻判断与实践经验。

IDC 行业兼具互联网与电信双重属性，对项目资源获取、客户拓展及电力网络协调能力要求较高。公司核心管理层凭借深厚的行业背景与执行能力，能够准确把握行业发展方向并推动公司紧跟政策导向与市场节奏，为公司在 IDC 与智算中心业务拓展、光伏协同与全国化布局方面提供稳固的治理与决策支持。

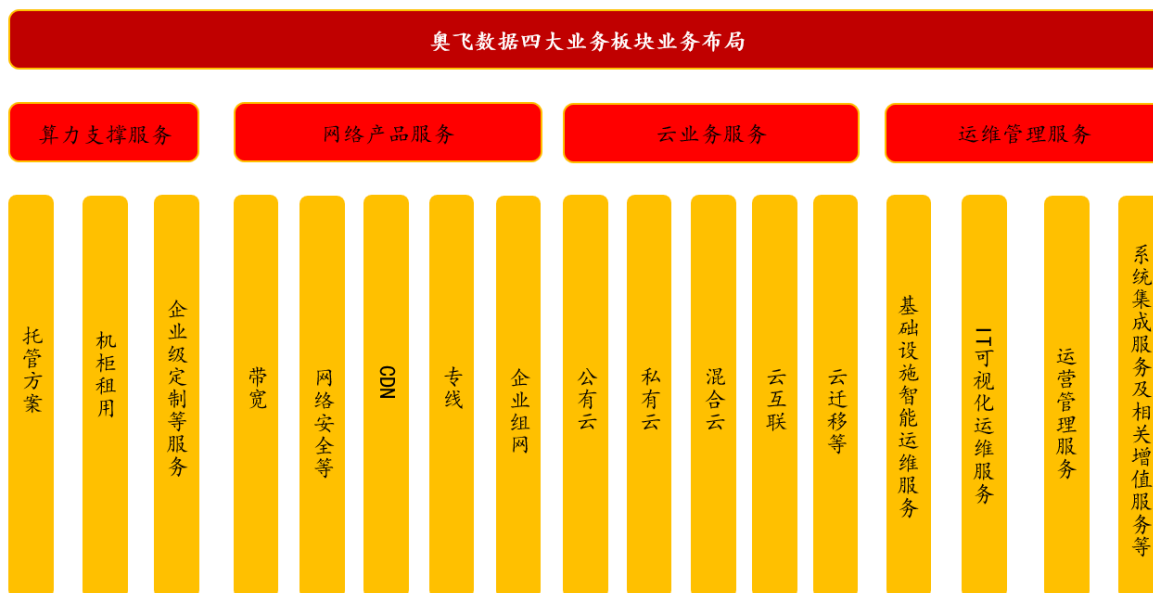
图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

公司围绕“IDC 基础设施—算力服务—绿色能源”三大核心主线，构建了以云计算数据中心为基础、以全球云网一体化传输网络为纽带、以多元产业技术应用场景为创新驱动的数字生态体系。具体来看，公司业务分为四个板块：算力支撑服务、网络产品服务、云业务服务以及运维管理服务。依托多年积累的建设与运维经验，公司已形成覆盖全国重点经济区域的数据中心布局，并同步拓展人工智能、智能制造、智慧医疗、AR/VR 数字创意、电子商务、互联网金融、电子竞技等新兴产业场景，打造面向未来数字经济的高品质算力底座。

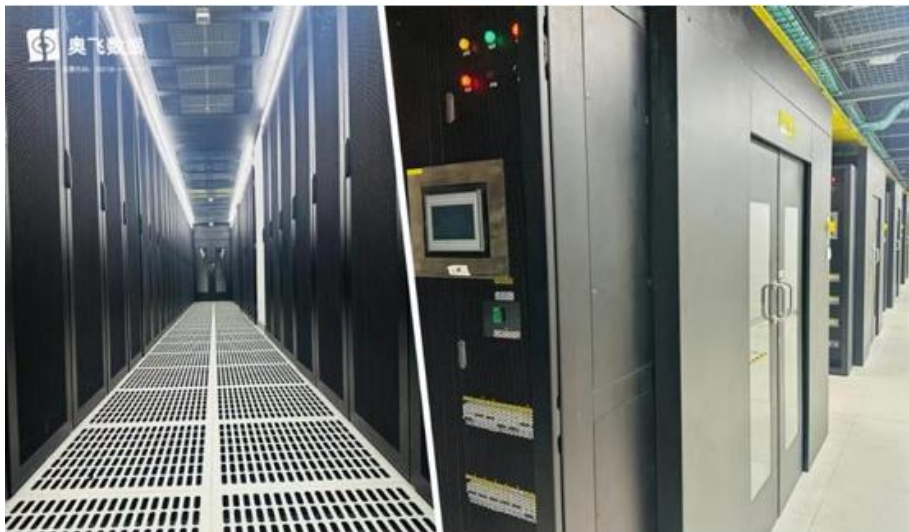
图 3：公司四大业务板块布局，助力客户全链路数字化升级



数据来源：Wind，西南证券整理

公司在技术架构上积极适配新一代通信技术（5G/IPv6/液冷系统），持续提升数据中心能效和算力密度，部分园区 PUE 值已降至 1.25 以下，处于行业领先水平。通过“数据中心+光伏+算力网络”的协同模式，公司构建起绿色低碳、可持续发展的智算基础设施体系，实现数据传输、存储、运算的高效协同。

图 4：公司 IDC 数据中心建设运营经验丰富，技术先进



数据来源：公司公众号，西南证券整理

目前，公司客户群体涵盖互联网企业、通信运营商、金融机构、制造业及政府机构等，核心客户包括百度、快手、金山云、阿里云等头部互联网厂商。凭借多云多网协同能力、灵活的资源调度体系及完善的全国性布局，奥飞数据已成为国内云计算与智算中心产业的重要参与者之一，正加速向“AI 算力服务与绿色能源融合”的新阶段迈进。

图 5：公司客户资源丰富



数据来源：各公司官网，公司公告，西南证券整理

深耕华南核心区域，积极拓展华北与西南布局。截至 2024 年底，奥飞数据已建成并自营数据中心 14 座，业务布局覆盖北京、广州、深圳等一线城市，以及天津、成都、海口、南昌等区域核心节点。公司在巩固华南核心区域优势的同时，积极推进华北及西南区域的数据中心建设，逐步形成“华南为基、京津冀为轴、西南延展”的全国性布局格局。

根据公司披露的定期报告及公告,奥飞数据自建自营数据中心机柜总数已超过 4.3 万架,主要分布于环京地区及粤港澳大湾区核心城市。公司持续响应国家“东数西算”战略,在成渝等算力枢纽节点布局数据中心项目,不断优化全国算力资源配置。

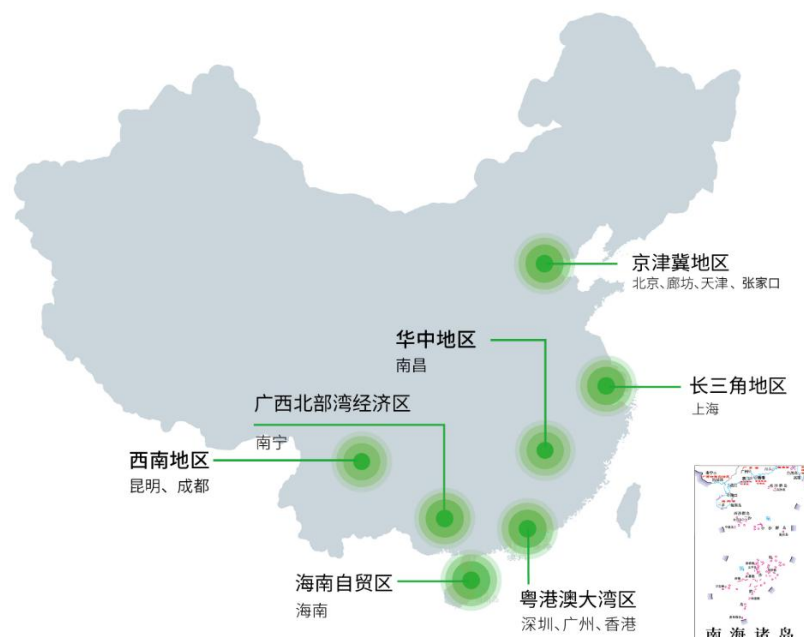
公司在报告期内稳步扩充优质 IDC 资源储备,通过新建与改造并行的方式提升机柜上架率与能效水平,夯实核心 IDC 业务基础,为后续 AIDC 及绿色能源协同布局奠定坚实基础。

进入 2025 年,公司进一步加快数据中心建设与交付节奏。

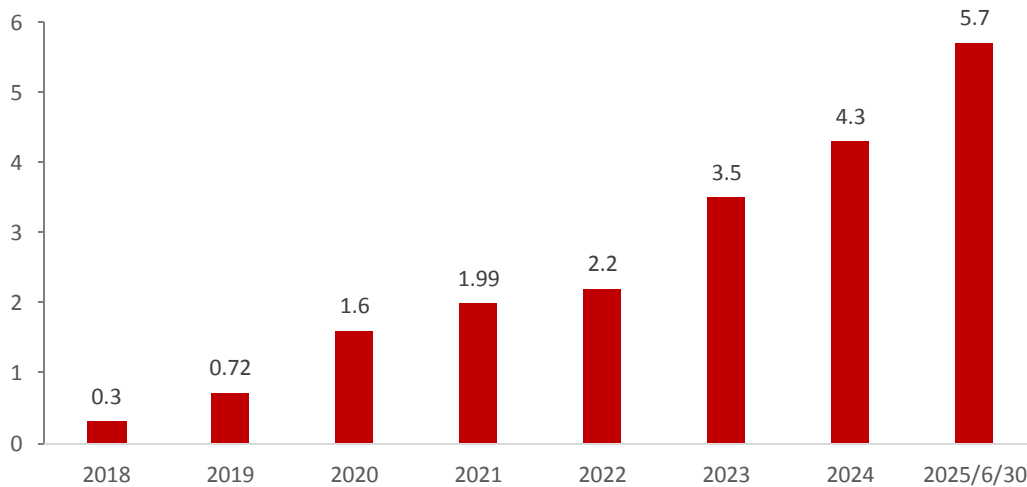
- 在建项目方面:公司持续加码智能算力中心(AIDC)布局。2025 年 4 月 28 日,公司发布公告,拟向特定对象发行股票募资不超过 17.5 亿元,用于建设“新一代云计算与人工智能产业园(廊坊固安 F 栋至 J 栋)”项目。项目建设周期约 18 个月,建成后将新增五栋数据中心机房,合计部署约 8925 个 8.8kW 高功率机柜,预计投产后将显著提升公司在华北地区的算力供给能力。
- 项目建设进展方面:根据《2025 年半年度报告》披露,公司在北京、河北、天津等地的数据中心项目均按计划推进。天津武清数据中心项目土建工程及变电站已完成,一期和二期机电工程完工,三期机电工程部分完工;河北怀来数据中心、河北定兴数据中心等项目均列示为公司在建工程,处于不同施工阶段。目前,公司公告披露的信息主要集中在项目工程进度,尚未披露各数据中心具体的投运时间或交付节点。未来随着相关项目的持续建设与完工,公司高功率机柜资源储备及整体供给能力有望进一步增强。

整体来看,公司在巩固华南市场优势的同时,正加速推进京津冀与成渝枢纽节点布局,通过高密度算力机房与绿色节能设施建设,逐步构建起覆盖全国主要经济带的智算中心网络,为中长期 AIDC 业务放量奠定坚实基础。

图 6：公司数据中心全国分布状况



数据来源：公司官网，西南证券整理

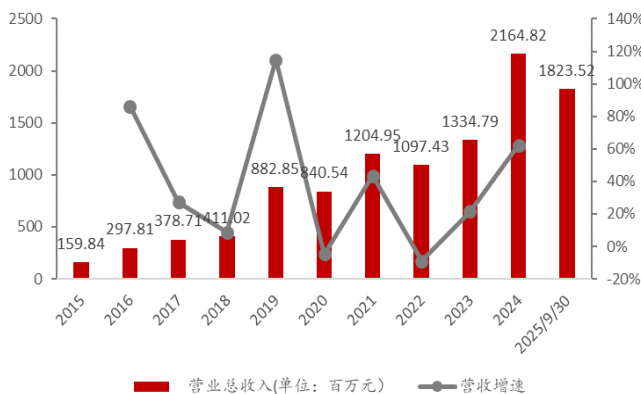
图 7：公司数据机柜数量变化（单位：万架）


数据来源：公司公告，西南证券整理

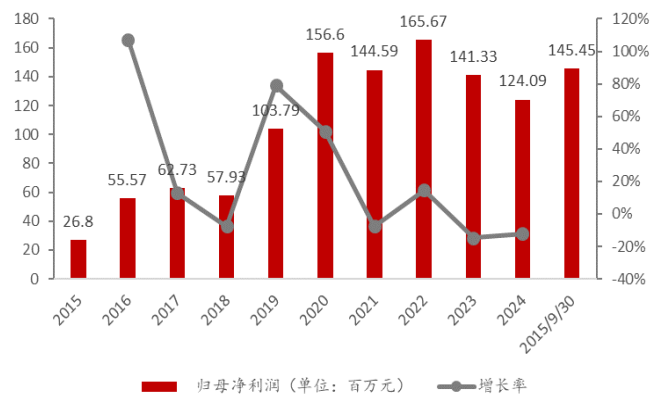
积极拓展算力相关业务，稳步扩大高性能算力租赁客户群。公司持续加码算力领域布局，积极推进算力租赁及相关设备销售业务。自 2023 年起，公司搭建自有算力平台，构建以 GPU 高性能集群为核心的算力供给体系。依托自研智能管理平台与专业化运维团队，公司逐步形成从算力资源调度、集群管理到客户服务的一体化运营能力，能够为人工智能、智能制造、数字内容等场景提供高性能算力服务。在此基础上，公司正稳步扩大算力租赁客户群体，通过为客户提供高可用、可定制化的算力资源解决方案，提升合作粘性并保持较强议价能力。算力业务的持续推进有助于公司在 AIDC 产业链中占据更高价值环节，进一步巩固其在国内算力服务市场的竞争地位。

公司自成立以来业绩保持稳步增长，营业收入与利润规模持续扩张。2015–2024 年，公司营业收入由 1.60 亿元增长至 21.65 亿元，年复合增长率约为 33.57%。其中，2018 年公司登陆创业板后，IDC 业务进入快速扩张期，受益于数据中心上架率提升与客户结构优化，营收自 2019 年起加速增长。2020–2024 年，公司营业收入由 8.41 亿元增至 21.65 亿元，复合增长率 26.67%；2015–2024 年公司归母净利润由 0.27 亿元增长至 1.24 亿元，年复合增速 18.46%，整体盈利能力持续改善。公司近年来归母净利润阶段性下滑，主要系固定资产及负债规模快速扩张所致。一方面，随着廊坊固安、天津武清、广州南沙等大型数据中心项目陆续建成，公司新增固定资产显著增加，折旧摊销与财务费用同步上升；另一方面，公司针对部分数据中心的改造停运及个别客户经营问题，计提了一定规模的资产减值准备，短期内对净利润形成压力。2024 年，公司实现 EBITDA 约 8.27 亿元，同比增长 38.76%，盈利质量显著改善，主要得益于当年廊坊固安、天津武清及广州南沙数据中心顺利交付并投入运营，带动机柜上架率和资源利用率持续提升。公司规划在 2025 年继续推进廊坊固安、天津武清及河北定兴数据中心建设交付，河北怀来数据中心土建环节正有序推进，预计将在 2025 年底至 2026 年初完成首期投运。此外，2025 年 4 月公司公告拟向特定对象发行股票，募集资金不超过 17.5 亿元，用于建设廊坊固安新一代云计算与人工智能产业园（F 栋至 J 栋）项目。该项目建成后将新增约 8925 个高功率机柜，进一步夯实公司在京津冀地区的智算中心布局，强化规模及区位优势。随着新一代数据中心及智算中心持续交付运营，机柜上架率和资源利用率有望持续提升，叠加其他互联网综合服务业务的放量增长，公司整体营收与盈利水平预计将保持稳健上行趋势。

2025 年前三季度，公司实现营业收入 18.24 亿元，同比增长 15.33%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 37.29%；扣非归母净利润 1.44 亿元，同比增长 27.88%。单三季度实现收入 6.76 亿元，同比增长 29.86%；归母净利润 0.58 亿元，同比增长 90.36%。公司收入保持稳健增长，利润增速显著快于营收，显示出经营效率与盈利弹性双提升。

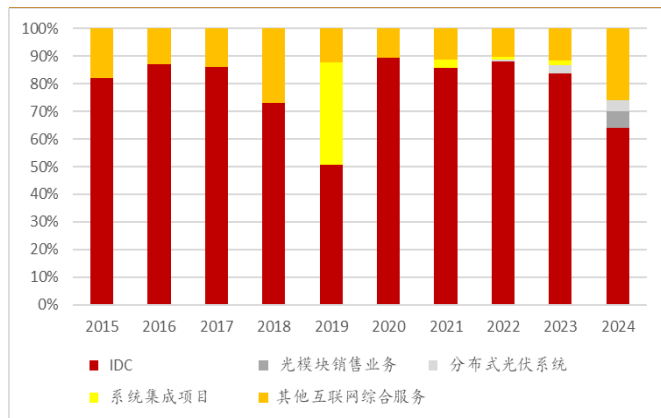
图 8：2015-2025Q3 公司营收及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

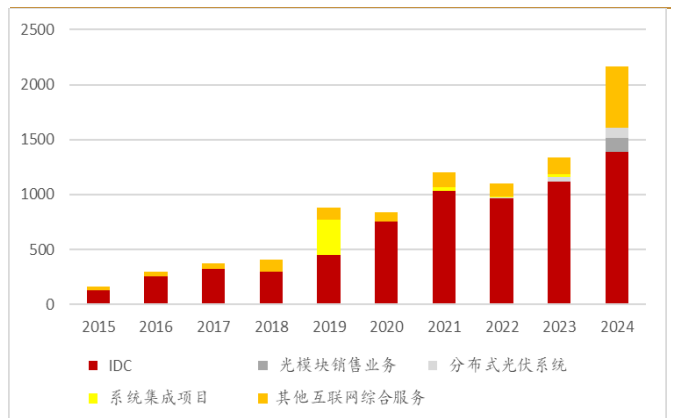
图 9：2015-2025Q3 公司归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

从业务结构来看，IDC 服务仍是公司最核心的收入来源。2024 年公司 IDC 服务实现营收 13.87 亿元，占比约 64%。其他互联网综合服务（包含算力租赁、设备销售及综合运维服务）增长显著，2024 年收入同比提升 264.22%，占比升至 26%，显示公司在算力及综合服务领域的业务规模进一步扩大。随着公司智能算力中心（AIDC）项目的推进，算力租赁及综合服务供给能力将随之提升，带动相关业务保持增长动能。

图 10：2015-2024 公司各项业务营收占比


数据来源：Wind，西南证券整理

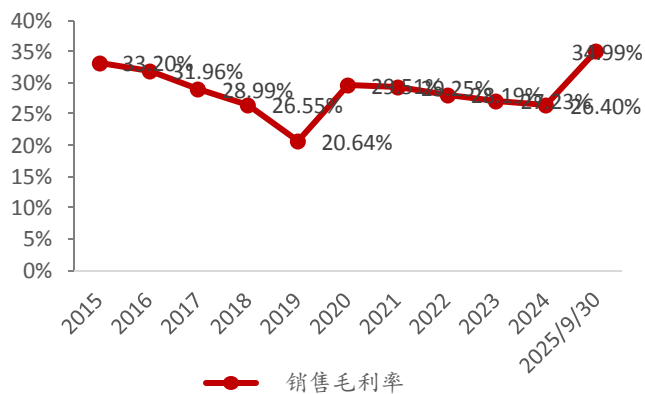
图 11：2015-2024 公司各项业务营收合计（单位：百万元）


数据来源：Wind，西南证券整理

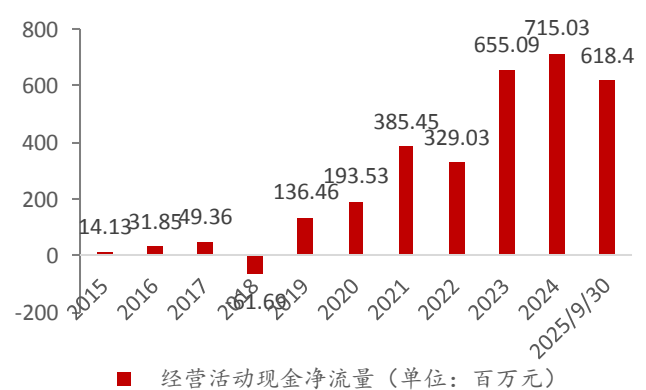
毛利率阶段性承压后明显修复，经营性现金流近两年持续改善。公司盈利质量的改善主要体现在毛利率回升与经营性现金流增强。2015-2024 年，公司销售毛利率整体在约 20%-34% 区间波动，2020 年销售毛利率受项目投运初期利用率、折旧摊销及成本因素影响一度下探至 20.64%。随后，随着机柜上架率提升、能效管理加强以及业务结构调整，2021 年销售毛利率回升至 29.51%。2021 年至 2024 年公司销售毛利率保持在 26%-30%，其中 2024 年因公司扩大建设规模导致销售毛利率下探至 26.40%，但 2025 年前三季度销售毛利率又提升至 34.99%。销售毛利率改善主要得益于：其一，存量数据中心机柜利用率提升、单位

能效与产出效率增强；其二，分布式光伏等毛利率相对较高的业务贡献增加，叠加部分综合服务项目盈利能力改善；其三，公司持续推进节能改造和电力成本精细化管理，整体能耗水平和单位成本得到有效控制。经营性现金流方面，近年来公司在应收款项管理、预付账款控制及项目回款节奏等方面持续优化，2025 年前三季度经营性现金流净额同比增长 31.88%，反映公司“账面利润—现金流”匹配度有所提升，为后续项目建设提供了更充裕的资金保障。

与此同时，公司经营性现金流表现稳健，流动性充裕。2015–2024 年经营活动现金流净额由 0.14 亿元增长至 7.15 亿元，复合增长率约 54.81%；2025 年前三季度经营性现金流净额达 6.18 亿元，同比增长 31.88%，为近年来较高水平。经营现金流的持续增长主要来自项目结算回款增加、预付款项减少及在建项目投资进度合理控制。公司在大规模资本开支背景下仍保持较高现金流入水平，反映出优良的客户回款能力与稳健的资金周转效率。

图 12：2015-2025Q3 公司销售毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2015-2025Q3 公司经营活动现金流净额


数据来源：Wind，西南证券整理

从长期趋势来看，过去近十年公司营业收入整体保持增长态势，虽受项目交付周期及行业需求波动影响短期有所起伏，但总体规模稳步扩大，盈利能力与现金流质量逐步提升。随着京津冀核心项目陆续交付、AIDC 高功率机柜上架率提高及光伏业务贡献增强，公司业绩具备中长期增长韧性，盈利弹性有望持续释放。

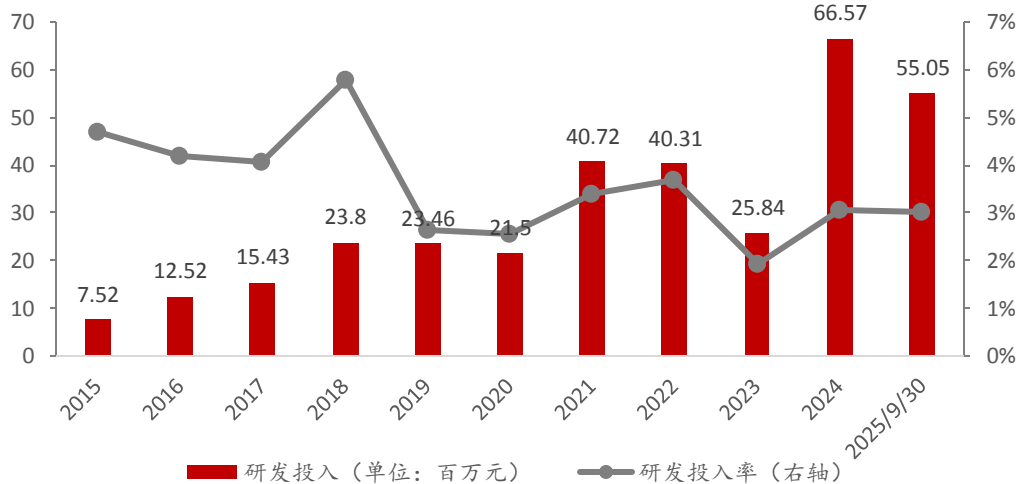
公司持续加大研发投入，研发投入保持稳步提升，体现出对长期竞争力建设的高度重视。2015–2024 年，公司研发投入（按照 Wind 口径，财务附注中披露的研发投入，其中包括资本化和费用化的研发支出，更能体现公司的真实研发投入强度）由 0.08 亿元增长至 0.67 亿元，年复合增长率达 27.51%；2025 年前三季度研发投入达 0.55 亿元，研发投入率为 3.02%，处于行业较高水平。

研发投入的持续增长，主要聚焦于数据中心节能技术、智能运维管理平台、云计算与算力调度系统等关键领域。一方面，公司持续优化 IDC 基础设施设计，研发高功率液冷系统、智能电力负载管理与 AI 能耗预测模型，以降低 PUE 值、提升能源使用效率；另一方面，公司自研算力管理与调度平台，实现 GPU 集群的统一资源分配、任务调度与能耗监控，为 AIDC 业务提供核心技术支持。

此外，公司在数据中心自动化运维、网络安全与灾备系统等方面也持续加码研发，逐步形成从数据中心建设到算力运营的全栈式技术体系。研发投入的增长不仅强化了公司在高能效 IDC 和智算中心领域的技术壁垒，也为其算力租赁、光伏能源协同及未来国际化扩展奠定了坚实基础。

坚持高强度、方向聚焦的研发战略，正在成为公司中长期成长的重要驱动力。公司有望凭借持续的技术积累与项目交付能力，在未来 AI 算力中心与绿色数据中心建设浪潮中保持技术领先地位，进一步提升盈利质量与市场竞争力。

图 14：2015-2025Q3 公司研发投入及研发投入率



数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

基于公司项目交付进度及各业务板块发展趋势，我们对 2025–2027 年分业务收入与毛利率进行如下假设。整体判断，公司主营 IDC 业务增长稳健，AIDC 与光伏协同业务成为主要增量来源，毛利率有望保持较高水平，经营结构持续优化。

关键假设：

假设 1：IDC 服务保持稳健增长，AI 算力需求驱动机柜利用率提升。公司 IDC 服务业务作为核心营收来源，受益于下游互联网与人工智能算力需求持续扩张，预计 2025–2027 年营收增速分别为 12%、13%、15%。随着廊坊固安、天津武清、河北怀来等重点数据中心项目逐步交付，公司在华北与华南核心区域的供给能力进一步增强。高功率机柜上架率提升叠加带宽利用率优化，将持续提高单位产出效率。假设未来三年 IDC 业务毛利率分别为 31.0%、30.0%、28.0%，整体维持稳定，略受折旧及电力成本波动影响。

假设 2：光模块销售业务恢复增长，盈利水平稳中有升。公司剥离低效光模块资产后，业务重心转向 IDC 配套光通信模块与边缘互联设备。预计 2025–2027 年光模块销售业务营收增速分别为 10%、12%、17%，主要受公司数据中心建设规模扩大及客户需求回暖带动。毛利率预计分别为 20.0%、21.0%、24.0%，随着产品结构优化及规模效应释放，盈利能力稳步提升。

假设 3：分布式光伏系统业务快速放量，协同效应显著增强。公司积极响应“东数西算”与绿色能源政策，分布式光伏系统业务将成为中期业绩增长的重要引擎。预计 2025–2027 年营收增速分别为 42%、44.5%、53%，核心增长来源于自建 IDC 园区光伏项目并网发电及

外部合同能源管理项目拓展。毛利率预计分别为 72.0%、70.0%、70.0%，保持高位运行，体现公司在能源管理与技术服务领域的高附加值特征。

假设 4：其他互联网综合服务（算力租赁及设备销售）持续放量，带动整体盈利结构优化。公司自 2023 年起加速布局 AIDC 业务，算力租赁与相关设备销售预计自 2025 年起迎来集中放量。预计 2025–2027 年营收增速分别为 32%、34.5%、40%，其中高性能 GPU 算力集群租赁与代维服务贡献主要增量。毛利率预计分别为 21.0%、22.0%、25.0%，随着 AIDC 高毛利业务占比提升、客户粘性增强及平台化运营效率提升，公司盈利能力有望持续改善。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入、增速、营业成本及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	2,164.8	2,560.3	3,089.8	3,873.4
	增速	62.2%	18.3%	20.7%	25.4%
	毛利率	26.4%	29.5%	29.3%	29.7%
	营业成本	1,593.4	1,804.9	2,184.5	2,721.9
IDC 服务	营业收入	1,386.5	1,552.9	1,754.8	2,018.0
	增速	24.1%	12.0%	13.0%	15.0%
	毛利率	29.7%	31.0%	30.0%	28.0%
	营业成本	974.7	1,071.5	1,228.3	1,453.0
光模块销售业务	营业收入	130.9	144.0	161.3	188.7
	增速	/	10.0%	12.0%	17.0%
	毛利率	8.1%	20.0%	21.0%	24.0%
	营业成本	120.3	115.2	127.4	143.4
分布式光伏系统	营业收入	88.1	125.2	180.9	276.7
	增速	106.5%	42.0%	44.5%	53.0%
	毛利率	66.6%	72.0%	70.0%	70.0%
	营业成本	29.4	35.0	54.3	83.0
其他互联网综合服务	营业收入	559.2	738.2	992.8	1,390.0
	增速	264.2%	32.0%	34.5%	40.0%
	毛利率	16.2%	21.0%	22.0%	25.0%
	营业成本	468.9	583.2	774.4	1,042.5

数据来源：Wind，西南证券

结合公司项目建设进度及各业务板块发展节奏，我们预计奥飞数据 2025–2027 年营业收入分别为 25.60 亿元、30.90 亿元和 38.73 亿元，同比增长 18.27%、20.68%和 25.36%；归母净利润分别为 1.93 亿元、2.91 亿元和 4.22 亿元，同比增长 55.43%、50.54%和 45.36%。对应每股收益（EPS）分别为 0.20 元、0.29 元和 0.43 元，对应动态 PE 分别为 105 倍、70 倍和 47 倍。

综合考虑业务结构、行业属性与场景重合度，我们选取宝信软件（600845.SH）、数据港（603881.SH）与光环新网（300383.SZ）三家 A 股上市公司作为本次估值与运营对标。宝信软件是国内 IDC 与工业云解决方案的领先厂商，依托宝钢集团背景在工业互联网与数据中心建设领域深耕多年，具备“IDC 基础设施+云计算服务+行业应用”的完整体系，其在大

型 IDC 项目管理与长期客户合作模式上，与公司自建 IDC 及 AIDC 项目运营逻辑高度一致，可对标公司在高端 IDC 领域的长期成长性与盈利能力。数据港专注于为超大型互联网客户提供定制化数据中心服务，是国内最早布局超大规模云数据中心建设的厂商之一。其业务模式以“建—租—运维”一体化为核心，长期服务于阿里巴巴等头部互联网客户，与公司“批发+零售”并行的 IDC 业务模式相似，可对比其机柜上架率、客户集中度及资本开支周期特征。光环新网是第三方 IDC 与云计算服务龙头企业，业务涵盖互联网数据中心建设、云计算及企业上云综合服务。其“IDC+云”双轮驱动模式与公司“IDC+AIDC+光伏协同”的发展路径具有较强可比性，尤其在算力中心建设、客户结构及能耗管理方面，二者具有明显的业务映射关系。

综上所述，宝信软件、数据港与光环新网在“业务形态—客户结构—盈利模式”上与奥飞数据具有较高可比性，可作为本次估值分析的合理对标样本

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
600845.SH	宝信软件	551.14	22.99	0.79	0.81	0.94	1.09	37.25	28.54	24.50	21.14
603881.SH	数据港	238.29	33.17	0.22	0.24	0.30	0.35	102.57	138.46	111.12	95.69
300383.SZ	光环新网	245.01	13.63	0.21	0.20	0.26	0.33	68.76	69.29	53.13	41.57
平均值								69.53	78.76	62.92	52.80
300738.SZ	奥飞数据	199.89	20.29	0.13	0.20	0.29	0.43	19	105	70	47

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截至 2025 年 10 月 31 日）

从 PE 角度看，公司 2024–2027 年估值分别为 19 倍、105 倍、70 倍、47 倍；核心可比公司（宝信软件 / 数据港/光环新网）行业平均值分别约为 69.53 倍、78.76 倍、62.92 倍、52.80 倍。综合对比，奥飞数据在 2025E 与 2026E 阶段估值略高于行业平均，其余年度均低于行业水平，整体处于行业合理区间、阶段性略高的状态。

差异说明：可比公司 PE 分布差异较大，主要受以下三方面因素影响：

①利润周期与分母效应。数据港 2024–2025 年仍处利润修复期，EPS 基数偏低，导致短期 PE 被动抬升；宝信软件盈利稳健，估值中枢长期维持在 20–30 倍区间；光环新网处于转型阶段，折旧与能耗成本上升压制利润，PE 位于中位区间。

②业务模式与毛利结构差异。宝信软件以“IDC 基础设施+工业云服务”为主，现金流稳定；数据港客户集中度高、订单周期长，盈利波动性强；光环新网在 IDC 与云业务双主线推进，毛利结构优化中。奥飞数据则处于由传统 IDC 向 AIDC 转型的关键阶段，短期资本开支高峰导致折旧较重，但未来盈利弹性更大。

③会计口径与资本结构差异。各公司在研发费用资本化、股权激励摊销及一次性损益确认口径存在差异，对短期 EPS 与 PE 估值带来扰动。

综合考虑上述因素，为平滑极端值影响，我们侧重参考 2026E–2027E 前瞻年度 PE 区间（约 50–60 倍）作为行业常态估值水平。奥飞数据 2026E 估值 70 倍、2027E 估值 47 倍，与行业均值（62.9 倍、52.8 倍）基本相近，显示公司估值正逐步回归合理区间。2025E 阶段的高估主要系项目集中投运、折旧尚未完全摊薄所致。

投资判断。结合公司基本面与估值表现综合来看：①IDC 主业保持稳健增长，在建及规划项目落地将持续夯实公司数据中心资源基础，分布式光伏等协同业务有望增强整体盈利韧性；②随着高功率机柜上架率提升和节能改造推进，近期毛利率已呈现明显修复趋势，未来在能效管理和成本控制延续的前提下，有望巩固现有盈利水平；③经营性现金流强劲，公司在应收管理和预付控制方面持续优化，同时保持对算力平台建设、能效技术等方向的研发投入，有利于中长期竞争力的维护；④当前公司处于项目建设和资本开支相对高位阶段，折旧及财务费用仍对短期利润形成一定压力，随着相关项目进入稳定运营期，费用端压力有望逐步缓解，盈利弹性存在释放空间。综上所述，公司估值整体处于行业合理区间，短期略高主要反映市场对 AIDC 成长潜力的预期。考虑到项目建设进度、需求释放节奏及财务杠杆等不确定性，审慎判断公司具备一定估值修复空间，但仍需跟踪业绩兑现情况。**审慎起见，首次覆盖给予“持有”评级。**

3 风险提示

价格竞争加剧的风险；下游资本开支收缩的风险；资产负债率较高及对外担保比例较大的风险；项目集中建设期导致资本开支与经营性现金流波动的风险；融资成本上升或再融资不及预期的风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2164.82	2560.27	3089.79	3873.42	净利润	127.26	194.63	292.97	427.33
营业成本	1593.36	1804.93	2184.46	2721.89	折旧与摊销	414.34	585.32	590.27	595.28
营业税金及附加	9.00	7.69	9.76	12.67	财务费用	224.42	151.93	142.61	183.51
销售费用	27.44	35.63	42.22	52.37	资产减值损失	-23.22	-11.61	3.00	5.00
管理费用	62.28	79.34	93.85	117.41	经营营运资本变动	1.24	77.11	-172.20	-140.49
研发费用	66.57	227.00	278.00	312.00	其他	-29.01	30.04	6.62	14.69
财务费用	224.42	151.93	142.61	183.51	经营活动现金流净额	715.03	1027.41	863.28	1085.32
资产减值损失	-23.22	-11.61	3.00	5.00	资本支出	-2900.29	-1817.97	-1944.27	-2127.79
投资收益	10.57	7.08	8.83	7.95	其他	149.54	195.21	199.84	96.85
公允价值变动损益	-1.79	0.23	-0.18	-0.31	投资活动现金流净额	-2750.75	-1622.76	-1744.44	-2030.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	269.04	656.62	633.24	771.60
营业利润	126.06	200.86	298.47	436.61	长期借款	906.86	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.11	-0.65	-1.00	-0.85	股权融资	215.24	0.00	0.00	0.00
利润总额	125.95	200.21	297.47	435.76	支付股利	-20.26	-16.31	-25.75	-39.04
所得税	-1.31	5.58	4.49	8.44	其他	567.81	-31.82	326.62	291.42
净利润	127.26	194.63	292.97	427.33	筹资活动现金流净额	1938.69	608.48	934.11	1023.98
少数股东损益	3.18	1.76	2.61	5.27	现金流量净额	-98.01	13.13	52.95	78.36
归属母公司股东净利润	124.09	192.87	290.36	422.06					
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	242.89	256.03	308.98	387.34	成长能力				
应收和预付款项	971.96	1069.39	1307.37	1641.44	销售收入增长率	62.18%	18.27%	20.68%	25.36%
存货	55.39	45.41	61.95	74.28	营业利润增长率	-21.83%	59.34%	48.59%	46.28%
其他流动资产	432.32	439.72	541.83	676.38	净利润增长率	-12.16%	52.93%	50.53%	45.86%
长期股权投资	193.46	193.46	193.46	193.46	EBITDA 增长率	37.25%	22.66%	9.94%	17.85%
投资性房地产	145.73	88.61	98.42	105.60	获利能力				
固定资产和在建工程	7823.94	7470.64	7112.37	6749.10	毛利率	26.40%	29.50%	29.30%	29.73%
无形资产和开发支出	1218.57	1093.74	968.92	844.09	三费率	14.51%	10.42%	9.02%	9.12%
其他非流动资产	600.52	506.18	297.99	194.42	净利率	5.88%	7.60%	9.48%	11.03%
资产总计	11684.77	12881.14	14453.53	16456.14	ROE	3.77%	5.58%	7.80%	10.31%
短期借款	1482.06	2138.68	2771.92	3543.52	ROA	1.09%	1.74%	2.69%	3.93%
应付和预收款项	1042.89	1230.76	1477.73	1836.60	ROIC	5.33%	4.82%	6.86%	10.87%
长期借款	2338.14	2338.14	2338.14	2338.14	EBITDA/销售收入	35.33%	36.64%	33.38%	31.38%
其他负债	3447.36	3686.05	4111.01	4594.87	营运能力				
负债合计	8310.45	9393.63	10698.80	12313.12	总资产周转率	0.21	0.22	0.28	0.36
股本	977.53	985.17	985.17	985.17	固定资产周转率	0.41	0.42	0.54	0.72
资本公积	1355.74	1348.10	1348.10	1348.10	应收账款周转率	4.08	3.51	3.60	3.65
留存收益	943.97	1120.54	1385.15	1768.16	存货周转率	52.10	35.81	40.70	39.96
归属母公司股东权益	3342.38	3453.81	3718.42	4101.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	0.99	—	—	—
少数股东权益	31.94	33.70	36.31	41.58	资本结构				
股东权益合计	3374.32	3487.51	3754.73	4143.02	资产负债率	0.71	0.84	0.98	1.13
负债和股东权益合计	11684.77	12881.14	14453.53	16456.14	带息债务/总负债	0.51	0.52	0.51	0.51
					流动比率	0.49	0.43	0.43	0.45
					速动比率	0.48	0.42	0.42	0.44
					股利支付率	0.16	0.08	0.09	0.09
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	764.81	938.10	1031.35	1215.40	每股收益	0.13	0.20	0.29	0.43
PE	18.72	104.64	69.84	47.36	每股净资产	3.39	3.51	3.77	4.16
PB	5.98	5.79	5.38	4.87	每股经营现金	0.73	1.04	0.88	1.10
PS	9.23	7.81	6.47	5.16	每股股利	0.02	0.02	0.03	0.04
EV/EBITDA	31.05	26.26	24.70	21.55					
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn