

公司研究 | 点评报告 | 首都在线 (300846.SZ)

经营质量不断改善，AI+全球化布局描绘智算蓝图

报告要点

首都在线发布 2025 年三季度报告，公司 Q3 单季度实现营收 2.97 亿，同比减少 12.52%；实现归母净利润-0.28 亿，同比增长 47.55%；实现扣非归母净利润-0.39 亿，同比增长 31.85%，利润端明显缩亏，营收端结构逐步向高质量业务主动调整。年初至今经营性活动现金流净额实现 0.87 亿元，同比下降 49.77%。公司的主营业务是为千行百业提供包括通用计算和智算在内的云服务、通信网络服务、IDC 服务以及综合解决方案，具备优秀的资源运筹能力，有望充分受益于伴随 AI 应用逐步落地带来的对于推理算力的需求。

分析师及联系人



宗建树

SAC: S0490520030004

SFC: BUX668

首都在线 (300846.SZ)

2025-11-24

经营质量不断改善，AI+全球化布局描绘智算蓝图

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

首都在线发布 2025 年三季度报告，公司 Q3 单季度实现营收 2.97 亿，同比减少 12.52%；实现归母净利润-0.28 亿，同比增长 47.55%；实现扣非归母净利润-0.39 亿，同比增长 31.85%，利润端明显缩亏，营收端结构逐步向高质量业务主动调整。年初至今经营活动现金流净额实现 0.87 亿元，同比下降 49.77%。费用端较去年同期除销售费用率提升外，研发费用率和管理费用率均下降，销售/管理/研发费用率分别为 6.02%/11.34%/5.17%。

事件评论

- **营收主动性结构调整，经营质量不断提升。**公司核心业务分为 IDC 业务和云计算业务，云计算业务包含计算云（GPU）和智算云（GPU）。近年来，受国内互联网市场增速放缓、运营商政策调整等因素影响，传统 IDC 行业发展承压。公司对 IDC 业务进行战略调整，聚焦高功率智算中心建设，强化 AIDC 业务战略布局。同时，策略性缩减低毛利传统 IDC 业务，以提升整体经营质量。公司 Q3 单季度毛利率为 11.91%，同比去年明显改善提升 5.53pct。
- **多指标彰显公司成长潜力与强运营能力。**截至 2025 年三季度，公司使用权资产期末 1.61 亿，较上年度末增加 202.25%，租赁负债期末 1.28 亿，较上年度末增加 256.06%，主要系公司通过融资租赁直租式采购的设备增加所致，数值大幅增加彰显公司基础设施进入加速建设周期，明年基本面有望出现拐点。年初至报告期末公司资产处置收益较上年同期增加 513.46%，主要系公司持续推进设备更新与优化，部分批次设备处置价格高于账面净值所致，彰显公司优秀的运营能力和管理能力。
- **坚定全球化布局，加强国内核心节点建设，智算谱写新篇章。**今年以来公司在怀来、芜湖的数据中心陆续开工，这些智算项目的落地，将与首都在线的门头沟、宿迁、海南智算集群协同构建起覆盖华北、华南、西北、长三角的全国一体的智算网络，同时依托公司全球云网一体化积淀，进一步强化“国内+海外”算力服务能力。2025 年 9 月，公司与广西玉林市政府签署战略合作框架协议，双方将充分整合各自优势资源，在建设国产异构算力适配中心、建设智能算力万卡集群、建设智算生态、建立智算人才培养与实训基地、打造算力出海基地和枢纽东盟等方面开展合作，携手推进合作共赢，助推玉林高质量发展。
- **公司将以智算使能者角色，与行业伙伴共拓全球业务、推动异构融合、构建开放生态。**公司坚定全球化布局，掌握稀缺节点资源；聚焦重点客户发展，积极突破传统服务模式，拓展双方合作范围和内容，且加强国内核心城市 IDC 资源建设。预计 2025-2027 年公司实现归母净利润-1.5/-0.7/0.5 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、下游需求不及预期的风险；
- 2、国家产业政策调整的风险；
- 3、智算云及 IDC 投资规划不及预期的风险。

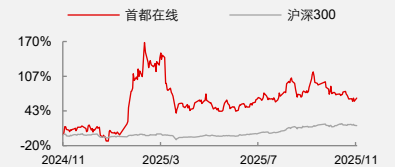
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	20.73
总股本(万股)	50,290
流通A股/B股(万股)	39,243/0
每股净资产(元)	1.69
近12月最高/最低价(元)	34.95/10.57

注：股价为 2025 年 11 月 17 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《发布股权激励，彰显成长信心》2025-09-15
- 《坚定全球化布局，AI 助力再次腾飞》2025-04-30



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、下游需求不及预期的风险：下游应有能否落地决定 IDC 和云服务行业的长期需求，当前时点以大模型为代表的核心人工智能技术仍在迭代，产品设计和产品定义仍在发展的进程之中，如果产品的商业化落地延期，一直无法真正让使用者认可，存在下游需求不及预期的风险。
- 2、国家产业政策调整的风险：数据中心行业和云计算行业发展受多个政府部门监管，包括工信部、发改委等。如果未来相关产业政策发生重大变化，将会对数据中心行业的产业环境、经营模式、技术研发、市场供需及定价等方面产生一定影响。
- 3、智算云及 IDC 投资规划不及预期的风险：尽管人工智能等领域发展推动了智算云需求增长，但市场需求仍存在波动和不确定性。如技术发展方向变化使客户对算力类型、规模需求改变，或宏观经济影响企业预算，导致对智算云服务、IDC 采购谨慎，将会影响投资回报预期。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1397	1558	1892	2373	货币资金	327	153	250	357
营业成本	1284	1324	1571	1902	交易性金融资产	100	100	100	100
毛利	113	234	321	471	应收账款	288	0	0	0
%营业收入	8%	15%	17%	20%	存货	1	0	0	0
营业税金及附加	4	5	6	7	预付账款	4	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	113	104	104	104
销售费用	64	72	83	90	流动资产合计	834	357	455	561
%营业收入	5%	5%	4%	4%	长期股权投资	13	13	13	13
管理费用	166	193	199	214	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	12%	12%	11%	9%	固定资产合计	743	644	491	447
研发费用	66	75	85	95	无形资产	68	54	39	25
%营业收入	5%	5%	5%	4%	商誉	181	181	181	181
财务费用	23	0	0	0	递延所得税资产	4	5	5	5
%营业收入	2%	0%	0%	0%	其他非流动资产	111	111	111	111
加: 资产减值损失	-69	-35	-20	-20	资产总计	1955	1366	1296	1343
信用减值损失	-2	0	0	0	短期贷款	315	315	315	315
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	345	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-289	-145	-70	48	应付职工薪酬	28	0	0	0
%营业收入	-21%	-9%	-4%	2%	应交税费	10	0	0	0
营业外收支	1	0	0	0	其他流动负债	168	126	126	126
利润总额	-288	-145	-70	48	流动负债合计	866	441	441	441
%营业收入	-21%	-9%	-4%	2%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	7	1	0	0	应付债券	0	0	0	0
净利润	-294	-146	-70	47	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-303	-146	-70	47	其他非流动负债	103	88	88	88
少数股东损益	9	0	0	0	负债合计	970	530	530	530
EPS (元)	-0.61	-0.29	-0.14	0.09	归属于母公司所有者权益	931	782	712	759
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	54	54	54	54
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	985	836	766	813
经营活动现金流净额	241	70	297	306	负债及股东权益	1955	1366	1296	1343
取得投资收益收回现金	2	2	2	2	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-224	-252	-202	-202	每股收益	-0.61	-0.29	-0.14	0.09
其他	-137	0	0	0	每股经营现金流	0.48	0.14	0.59	0.61
投资活动现金流净额	-359	-250	-200	-200	市盈率	—	—	—	220.43
债券融资	0	0	0	0	市净率	7.48	13.33	14.64	13.73
股权融资	344	2	0	0	EV/EBITDA	56.03	58.63	38.38	36.78
银行贷款增加 (减少)	335	0	0	0	总资产收益率	-14.6%	-8.8%	-5.3%	3.6%
筹资成本	-15	0	0	0	净资产收益率	-32.6%	-18.7%	-9.8%	6.2%
其他	-566	3	0	0	净利率	-21.7%	-9.4%	-3.7%	2.0%
筹资活动现金流净额	99	6	0	0	资产负债率	49.6%	38.8%	40.9%	39.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-19	-174	97	106	总资产周转率	0.69	0.94	1.42	1.80

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。