

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)	25.59
总股本/流通股本(亿股)	5.03 / 3.92
总市值/流通市值(亿元)	129 / 100
52周内最高/最低价	33.33 / 14.88
资产负债率(%)	49.6%
市盈率	-41.77
第一大股东	曲宁

研究所

分析师:孙业亮
SAC 登记编号:S1340522110002
Email:sunyeliang@cnpsec.com
分析师:刘聪颖
SAC 登记编号:S1340525100001
Email:liucongying@cnpsec.com

首都在线(300846)

智算云驱动业绩增长，全球化布局优势凸显

事件

- 公司发布 2025 年度业绩预告，预计 2025 年度实现营收 12 至 13 亿元，同比减少 14.09%至 6.93%；预计实现归母净利润-1.75 至 -1.60 亿元，同比减亏 42.27%至 47.22%。

点评

- 亏损逐年缩窄，战略转型及提质增效成果显著。公司归母净利润较去年同期大幅收窄，整体毛利率稳步回升。智算云方面，收入大幅增长，公司通过精细化规划资源采购与平台建设节奏，保障智算云业务出售率与毛利率稳定；计算云方面，在海外特定区域形成竞争优势，市场拓展带动平台出售率与毛利率同步增长；IDC 方面，通过区域性低毛利业务结构调整，毛利率实现快速回升。同时，公司通过强化内部管理、完善组织建设与人才激励提升经营效率，有效推动期间费用整体同比下降。
- 营收结构优化，智算云收入规模持续提升。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，同时缩减低毛利传统 IDC 业务，以提升整体经营质量，IDC 业务收入有所下降。同时，公司聚焦“智算转型”战略，转型成效显著，智算云相关业务收入较去年同期实现快速增长，有望成为驱动公司收入增长的核心引擎。
- 持续研发积累核心技术，全球云网一体化稀缺布局。公司一直重视核心技术的自主研发，已经积累形成了全球一张网和一体化云平台等核心技术资产。全球一张网是公司基于全球多环冗余网络实现的专线解决方案，将在全球范围内部署的任意虚拟数据中心接入到云互联网络服务，即可实现高速、稳定、安全的虚拟数据中心内网互通；一体化云平台是公司自研的云计算服务平台，提供从虚拟化、分布式存储、SDN 网络、数据库服务、大数据服务到管理控制台等一整套云资源管理能力，具有安全稳定、简单高效等特性，可以满足客户高性能计算及弹性业务的核心需求。

投资建议

- 预计公司 2025-2027 年分别实现营收 12.60/ 18.08/ 23.89 亿元，实现归母净利润-1.69/ -0.49/ 0.86 亿元，EPS 分别为-0.34/ -0.10/ 0.17 元，对应 2026 年 1 月 30 日收盘价 25.59 元，PB 分别为 16.94/ 18.11/ 16.16，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- AI 商业化落地进程不及预期风险；市场竞争加剧风险；客户算力需求不及预期风险；地缘政治风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1397	1260	1808	2389
增长率(%)	12.35	-9.79	43.46	32.18
EBITDA（百万元）	126.49	195.81	306.72	312.36
归属母公司净利润（百万元）	-303.14	-168.67	-49.16	85.99
增长率(%)	10.86	44.36	70.85	274.91
EPS（元/股）	-0.60	-0.34	-0.10	0.17
市盈率（P/E）	-42.45	-76.30	-261.77	149.66
市净率（P/B）	13.82	16.94	18.11	16.16
EV/EBITDA	56.03	66.23	41.43	39.91

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表摘要

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1397	1260	1808	2389	营业收入	12.3%	-9.8%	43.5%	32.2%
营业成本	1284	1063	1448	1768	营业利润	5.7%	44.1%	70.4%	287.1%
税金及附加	4	4	5	7	归属于母公司净利润	10.9%	44.4%	70.9%	274.9%
销售费用	64	76	81	108	获利能力				
管理费用	166	151	208	275	毛利率	8.1%	15.6%	19.9%	26.0%
研发费用	66	88	90	119	净利率	-21.7%	-13.4%	-2.7%	3.6%
财务费用	23	26	22	23	ROE	-32.6%	-22.2%	-6.9%	10.8%
资产减值损失	-69	0	0	0	ROIC	-13.3%	-9.7%	-1.7%	6.6%
营业利润	-289	-162	-48	89	偿债能力				
营业外收入	1	2	2	2	资产负债率	49.6%	54.2%	61.0%	62.4%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	0.96	1.16	1.41	1.59
利润总额	-288	-161	-47	90	营运能力				
所得税	7	3	1	2	应收账款周转率	4.37	4.58	5.66	5.47
净利润	-294	-164	-48	89	存货周转率	399.11	1041.61	1383.99	1319.17
归母净利润	-303	-169	-49	86	总资产周转率	0.69	0.67	0.96	1.12
每股收益(元)	-0.60	-0.34	-0.10	0.17	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.60	-0.34	-0.10	0.17
货币资金	327	496	878	1240	每股净资产	1.85	1.51	1.41	1.58
交易性金融资产	100	100	100	100	估值比率				
应收票据及应收账款	288	263	377	498	PE	-42.45	-76.30	-261.77	149.66
预付款项	4	3	4	5	PB	13.82	16.94	18.11	16.16
存货	1	1	1	1	现金流量表				
流动资产合计	834	996	1517	2024	净利润	-294	-164	-48	89
固定资产	743	464	181	21	折旧和摊销	313	331	332	199
在建工程	41	29	20	14	营运资本变动	117	-122	-22	-46
无形资产	68	48	28	9	其他	105	29	26	33
非流动资产合计	1121	791	459	260	经营活动现金流净额	241	73	288	274
资产总计	1955	1786	1976	2285	资本开支	-224	-13	-8	-11
短期借款	315	415	515	615	其他	-134	0	4	5
应付票据及应付账款	345	236	322	393	投资活动现金流净额	-359	-13	-4	-6
其他流动负债	207	208	240	269	股权融资	344	2	0	0
流动负债合计	866	859	1077	1277	债务融资	-106	115	120	120
其他	103	108	128	148	其他	-140	-9	-22	-27
非流动负债合计	103	108	128	148	筹资活动现金流净额	99	109	98	93
负债合计	970	968	1205	1425	现金及现金等价物净增加额	-19	169	382	361
股本	500	503	503	503					
资本公积金	1000	1000	1000	1000					
未分配利润	-624	-793	-842	-769					
少数股东权益	54	59	60	63					
其他	55	50	50	63					
所有者权益合计	985	819	771	859					
负债和所有者权益总计	1955	1786	1976	2285					

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
<p>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。</p> <p>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。</p>	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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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