

算力需求驱动 AIDC 扩张, 盈利修复进入关键阶段

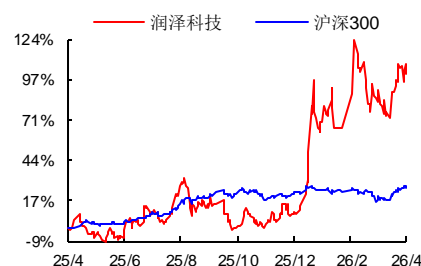
投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报。2025 年全年, 公司实现营业收入 56.74 亿元, 同比增长 29.99%; 归母净利润 50.50 亿元, 同比增长 182.07%, 扣除非经常性损益后归母净利润 19.01 亿元, 同比增长 6.87%。其中, 归母净利润大幅增长, 主要并非来自主营业务利润的同步释放, 而是受非经常性损益显著增厚影响。年报显示, 公司本期非经常性损益合计 31.49 亿元, 核心来源为将一家全资孙公司转让至南方润泽科技数据中心 REITs 所产生的股权处置收益。经营质量方面, 公司 2025 年经营活动产生的现金流量净额为 32.92 亿元, 同比增长 57.17%, 延续正向表现并进一步改善。
- **收入快速增长, 但利润高增更多体现为资本运作收益兑现, 主业盈利释放相对滞后。** 公司 2025 年收入同比增长 30%, 延续较快扩张态势, 主要受 AIDC 业务持续高速增长驱动。报告期内, AIDC 业务实现收入 25.10 亿元, 同比增长 72.97%, 收入占比提升至 44.24%; IDC 业务实现收入 31.64 亿元, 同比增长 8.58%, 仍为公司收入基本盘。值得注意的是, 虽然归母净利润大幅增长, 但扣非归母净利润仅同比增长 6.87%, 明显低于收入增速, 说明本期利润表现更多受 REITs 相关一次性资产处置收益拉动, 而主营业务层面的盈利改善幅度相对有限。换言之, 公司当前的核心特征不是“利润全面爆发”, 而是“收入端高增已兑现, 但主业利润端仍处于爬坡释放阶段”。收入快速增长但利润释放结构滞后, 毛利率承压仍为核心矛盾。
- **毛利率阶段性承压, 反映公司正处于 AIDC 加速扩张与能力前置投入阶段。** 2025 年公司整体毛利率为 46.04%, 同比下降 2.89 个百分点, 其中 IDC 业务毛利率 44.10%, 同比下降 3.43 个百分点; AIDC 业务毛利率 48.50%, 同比下降 3.25 个百分点。拆解来看, 毛利率承压并非需求走弱, 而更多源于业务结构与成本结构变化: 一方面, AIDC 业务快速拓展, 收入高增的同时营业成本同比增长 84.61%, 快于收入增速; 另一方面, 公司为承接 AI 算力需求, 持续加大服务器、网络设备、液冷及智算中心建设等前期投入, 带来折旧、电费、运维等成本上升。年报中也明确指出, 公司自 2023 年起以“引流策略”切入智能算力服务赛道, 经过三年布局后 AIDC 收入、毛利率及经营活动产生的现金流量净额已赶上或超越 IDC 业务。整体来看, 当前毛利率下行更应理解为公司在高景气赛道中进行战略卡位与能力建设的阶段性结果, 而非竞争力削弱。
- **经营质量持续改善, AIDC 放量、客户结构优化与 REITs 平台落地共同支撑公司进入新成长阶段。** 2025 年公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 57.17% 至 32.92 亿元, 显示收入增长具备较强现金流支撑; 同时, 公司已由单一廊坊园区运营升级为廊坊、平湖、佛山、惠州四大核心园区共同贡献收入, 成功由区域性服务商跃升为全国服务商。客户结构方面, 公司已由上市前单一客户占比较高, 升级为深度覆盖国内前三大互联网公司、头部云厂商及核心头部 AI 厂商, 单一客户依赖显著下降。此外, 公司 2025 年 REITs 成功上市打通“募投管退”资金循环, 为后续算力中心建设和 AIDC 持续扩张提供资本支撑。总体来看, 公司当前正处于由“IDC 基本盘”向“AIDC 核心增长极”升级、由“重资产沉淀”向“REITs 协同扩张”演进的关键阶段, 短期主业利润修复节奏仍需观

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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.34
流通 A 股(亿股)	16.30
52 周内股价区间(元)	42.34-103.39
总市值(亿元)	1,458.16
总资产(亿元)	470.96
每股净资产(元)	8.74

相关研究

察，但中长期成长逻辑已更为清晰。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2026-2028 年 EPS 分别为 2.01 元、2.67 元、3.66 元，对应 PE 分别为 44 倍、33 倍、24 倍。公司 26 年规划目标积极，改革动作持续落地，看好全年加速成长。审慎起见，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**AIDC 业务放量不及预期风险；盈利能力修复不及预期风险；资本开支及成本波动风险；REITs 及资本运作不确定性风险；行业竞争加剧风险、客户集中度及需求波动风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	5673.68	6952.93	8738.32	11608.12
增长率	29.99%	22.55%	25.68%	32.84%
归属母公司净利润 (百万元)	5049.94	3292.15	4357.02	5974.10
增长率	182.07%	-34.81%	32.35%	37.11%
每股收益 EPS (元)	3.09	2.01	2.67	3.66
净资产收益率 ROE	31.83%	20.68%	23.38%	27.06%
PE	29	44	33	24
PB	10.68	10.43	8.86	7.33

数据来源: Wind, 西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

1 IDC 稳健基本盘，AIDC 驱动成长升级

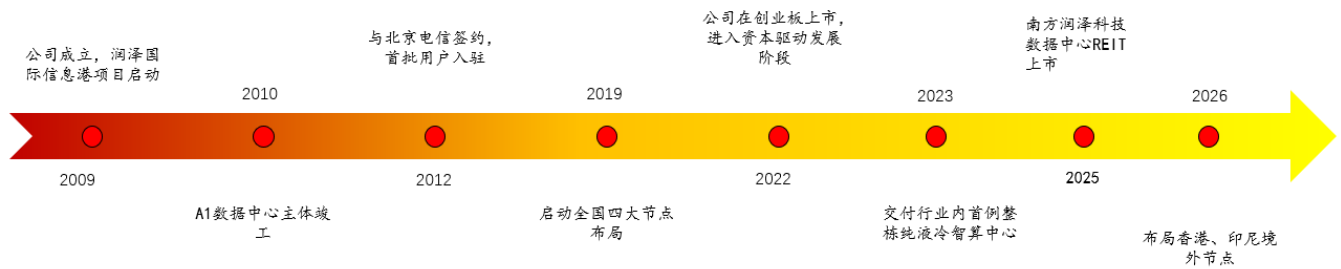
润泽智算科技集团股份有限公司（以下简称“润泽科技”）是国内领先的智能算力基础设施服务商，公司聚焦数据中心及智能算力领域，围绕 IDC 与 AIDC 业务构建核心竞争力，是国内较早实现规模化高等级算力中心建设与运营的厂商之一。公司坚持“自投、自建、自持、自运维”的发展模式，持续打造高等级算力中心集群，并通过规模化运营实现稳定现金流与长期资产价值沉淀。

从业务结构来看，公司主营业务包括 IDC 业务与 AIDC 业务两大板块：IDC 业务方面，公司与基础电信运营商合作，主要采用批发模式，为互联网公司及云厂商等头部客户提供机柜托管及运维管理服务；AIDC 业务方面，公司作为智算中心“链主”，联合生态伙伴构建从算力基础设施、算力资源池到算力网络平台的全栈能力，为 AI 训练、推理及应用提供综合算力服务。

在业务演进路径上，公司正由传统 IDC 服务商向 AIDC 及智能算力综合服务商升级：一方面依托既有数据中心资源及客户基础，持续扩大算力资源供给；另一方面通过整合算力、网络、模型及生态资源，构建面向 AI 应用的算力服务能力，实现由“基础设施提供商”向“算力服务平台”的转型升级。

从产业链定位来看，公司处于智能算力产业链的核心基础设施环节，是连接上游能源、电力及设备资源与下游互联网、云计算及 AI 应用的重要枢纽。随着 AI 算力需求持续增长及智算中心建设加速，公司有望在 AIDC 业务驱动下实现规模扩张与价值提升，并逐步形成“稳定现金流+高成长算力业务”双轮驱动的发展格局。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

股权结构稳定，实际控制人集中保障长期战略执行。公司为典型的创始人及核心管理团队主导型企业，董事长周超男为控股股东及实际控制人，截至 2025 年末持股比例约 44.39%。公司控制权较为集中，有利于保障战略决策的连续性与执行效率。

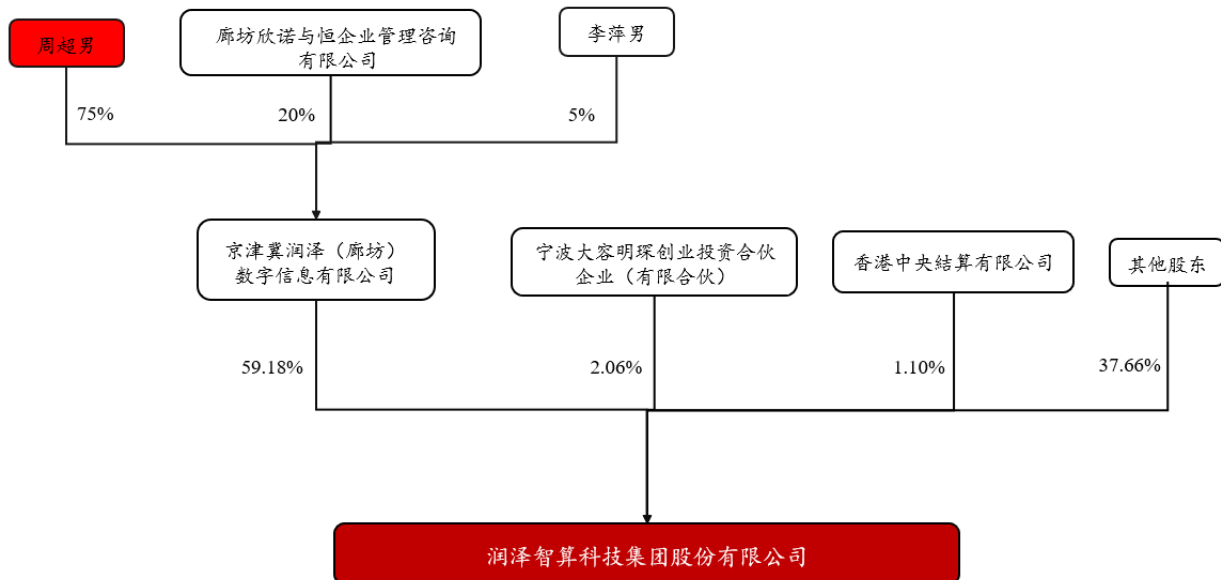
从股东结构来看，公司以实际控制人及管理层为核心，深度绑定核心团队利益。截至 2026 年 4 月 13 日，公司前十大股东累计持股比例约 66.26%，主要为核心股东及战略投资者，整体股权高度集中，有助于实现核心骨干与公司长期利益一致。整体来看，公司形成“实

际控制人集中控股+员工与战略投资绑定”的股权结构，有利于提升组织稳定性与长期激励效果。

与国资或运营商背景企业不同，润泽科技不依赖外部产业资本或资源导入，更多依靠自身技术能力和市场拓展实现增长。这种股权结构一方面保证了公司在 IDC 及 AIDC 解决方案等业务上的灵活性，能够快速响应市场变化；另一方面也意味着公司在大型项目获取及产业资源协同方面需更多依赖自身能力积累。

管理层方面，公司核心团队由实际控制人及高管主导，长期深耕 IDC 及智能模组业务，在研发、客户拓展及供应链管理方面具备丰富经验。董事长兼总经理决策链条扁平高效，有利于在行业技术快速迭代 AIDC 加速渗透背景下保持战略敏捷性，为公司由传统 IDC 服务提供商向 AIDC 解决方案提供商转型提供组织保障。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 4 月 13 日）



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业务概况

公司形成“IDC 为基本盘、AIDC 为核心增长引擎、液冷及园区及客户服务为能力延伸”的业务结构。公司围绕智算中心和高算力模组能力，构建了 IDC 业务、AIDC 业务、液冷业务及园区和客户服务等板块，实现收入稳增长与增量快速放量的有机结合，其中 IDC 业务为当前收入基础，AIDC 业务为核心增长方向，园区及客户服务作为能力延伸支撑整体发展，呈现“存量稳增长+增量快速放量+能力外延提升”的业务格局。润泽科技形成“IDC 为收入基础、AIDC 为核心增长动力、液冷及园区服务为能力延伸”的业务布局。

（1）IDC 业务：稳健的收入基础

IDC 业务为公司当前主要收入来源，涵盖廊坊园区运营及机房算力提供服务。公司通过优化资源配置、提升能效及稳定性、完善运维体系，保障算力中心的高可靠性和高可用性。

IDC 业务具有标准化运营特征，受下游客户需求和行业整体增长影响，公司在传统算力服务市场保持稳定出货和收入规模。

（2）AIDC 业务：智算服务快速放量

AIDC 业务是公司当前最具成长性的板块。公司自 2023 年以“引流策略”切入智能算力服务赛道，抓住人工智能高速发展的机遇，加大资源投入及市场拓展。通过多园区布局、智算集群组网技术储备及客户信任度积累，公司在 AI 数据中心方面形成竞争优势。AIDC 业务毛利率已超越 IDC 业务，营业收入也在快速增加，或将成为公司未来收入增长的核心引擎之一。

图 3：公司具备业内领先的数据产业服务能力



数据来源：公司官网，西南证券整理

（3）园区及客户服务：能力延伸，提升价值附加

液冷业务作为智算中心的重要支撑，提供高效散热解决方案，提升算力中心能效比（PUE）并保障大规模高性能服务器稳定运行。公司在液冷产品研发和部署上积累经验，可支持大规模园区建设，是 IDC 和 AIDC 业务的重要能力延伸和技术保障。此外，公司已由单一廊坊园区运营升级为廊坊、平湖、佛山、惠州四大核心园区共同贡献收入，实现全国性服务能力。客户覆盖从单一客户扩展至国内前三大互联网企业、头部云厂商及核心头部 AI 企业，客户结构优化，单一客户依赖大幅下降。同时，公司开发了专有的算力中心运维管理平台，实现算力中心全流程实时监控和精细化管理，提供高质量、高时效、全天候的全球统一运维服务，巩固公司在人工智能基础设施领域的领先地位。

整体来看，润泽科技通过 IDC 业务稳固收入基础，AIDC 业务实现快速放量增长，并依托园区及客户服务能力延伸，形成“收入稳增长+核心增量放量+能力外延提升”的业务结构，为公司中长期持续增长奠定坚实基础。

图 4：润泽国际信息港（在建）

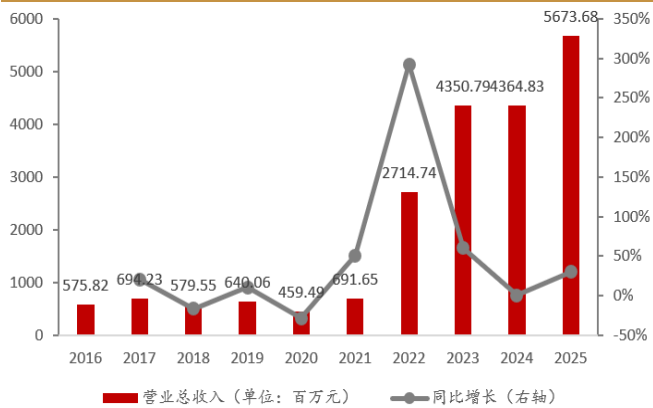

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司当前正处于由传统 IDC 向 AIDC（智能算力基础设施）升级的关键阶段，核心矛盾在于收入端快速增长与盈利能力阶段性承压之间的错配。从财务表现来看，2025 年公司收入延续较快增长态势，但利润端呈现明显结构性分化：归母净利润维持增长，而扣非净利润增速相对偏弱，反映出当前利润增长中存在一定非经营性因素贡献，主营业务盈利能力仍处于调整阶段。

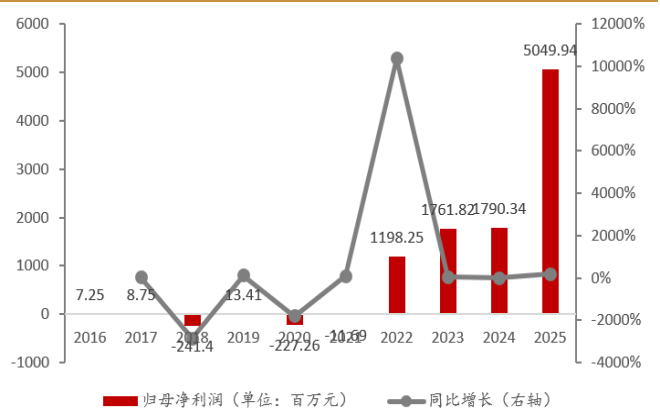
需要说明的是，公司 2025 年归母净利润大幅增长，主要受非经常性损益显著影响。根据年报披露，公司本期非经常性损益合计 31.49 亿元，核心来源为将部分数据中心资产（如全资孙公司股权）转让至基础设施公募 REITs 平台所形成的股权处置收益。

该类收益本质上属于资产证券化或资本运作收益，并不直接反映公司主营业务经营能力的变化。因此，从经营层面看，公司盈利能力的真实改善程度更应以扣非归母净利润为参考。2025 年公司扣非归母净利润同比增长 6.87%，表明在 AIDC 业务投入加大的背景下，公司核心业务仍保持稳健增长，但整体仍处于盈利释放初期阶段。

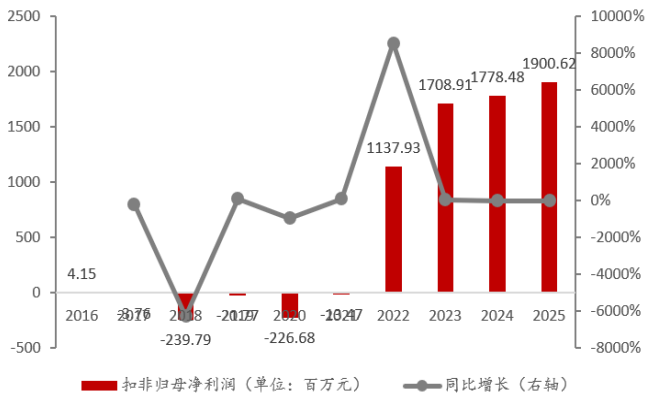
从长期来看，通过 REITs 等方式实现存量资产盘活，有助于提升资金周转效率、优化资产负债结构，并为后续算力中心扩张提供资金支持，对公司中长期发展具有积极意义。但短期利润波动仍需剔除该类非经常性因素进行审慎判断。

图 5：2016-2025 公司营收及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

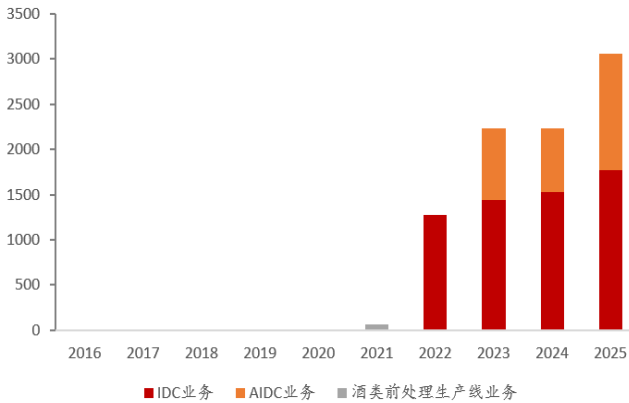
图 6：2016-2025 公司归母净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：2016-2025 公司扣非归母净利润及增速


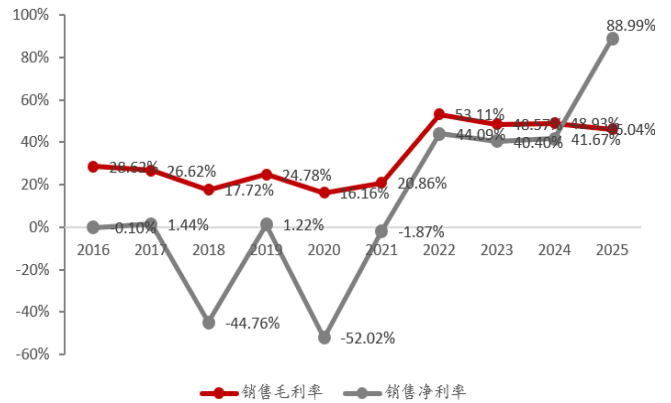
数据来源：Wind, 西南证券整理

从结构拆解来看，利润承压的核心原因在于 AIDC 业务快速放量带来的成本端上行压力。一方面，公司为承接 AI 算力需求，持续加大服务器、高性能算力设备及液冷系统等关键基础设施投入，导致营业成本增速快于收入；另一方面，AIDC 业务仍处于规模扩张初期，部分项目采取“引流策略”获取核心客户资源，使得新业务毛利率尚未完全释放，进一步拉低整体盈利水平。因此，当前毛利率下行并非竞争力削弱，而是公司在高景气赛道中进行前期投入与市场卡位的阶段性结果，本质上属于以利润换规模的主动战略选择。

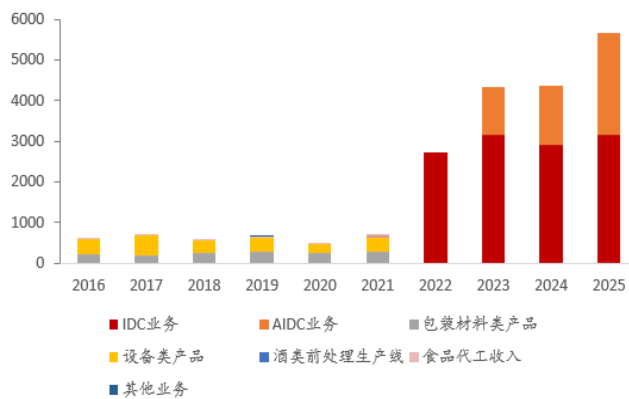
图 8：2016-2025 公司各业务营业成本（单位：百万元）


数据来源：Wind, 西南证券整理

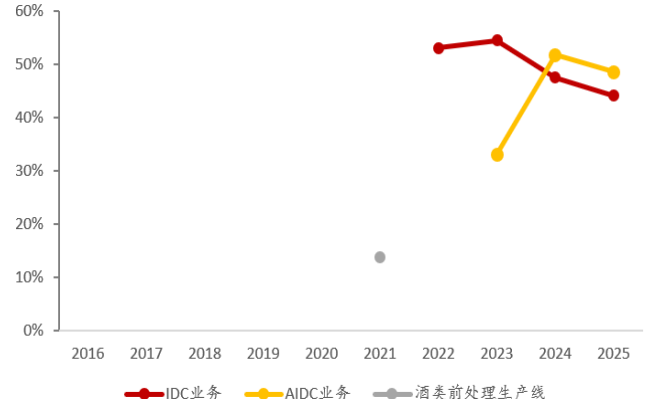
从增长驱动来看，AIDC 已成为公司最核心的收入引擎。自 2023 年切入智能算力赛道以来，公司依托多园区布局及算力集群组网能力，持续扩大服务规模，AIDC 业务在收入、毛利等指标上已快速追赶甚至阶段性接近传统 IDC 业务，驱动公司整体业务由“机房服务”向“算力服务”升级。这一转变意味着公司正从传统数据中心服务商，向 AI 时代的算力基础设施平台提供商跃迁。

图 9：2016-2025 公司销售毛利率、销售净利率


数据来源：Wind, 西南证券整理

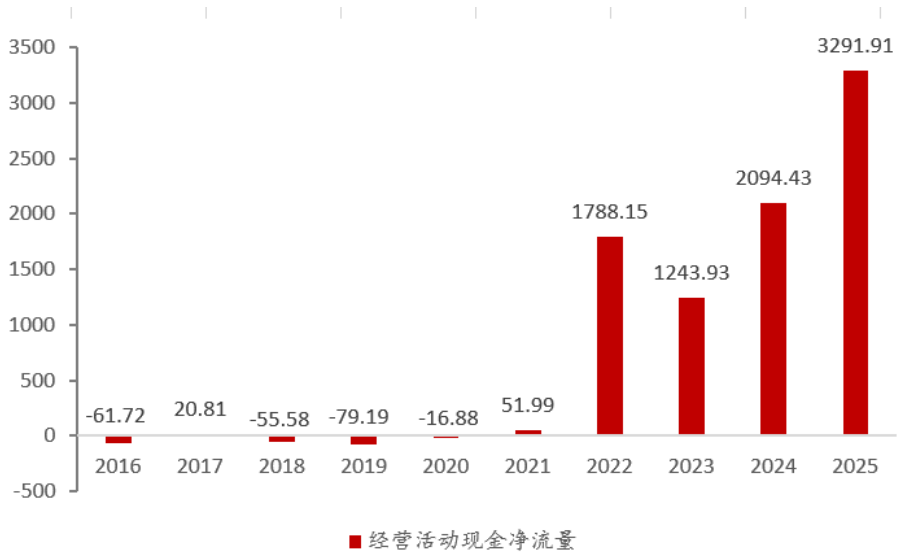
图 10：2016-2025 公司各业务营收（单位：百万元）


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：2016-2025 公司各业务毛利率


数据来源：Wind, 西南证券整理

在利润阶段性承压的同时，公司经营质量持续改善。2025 年经营活动产生的现金流量净额延续正向表现并进一步提升，反映公司收入增长具备一定现金流支撑。叠加客户结构由单一客户向互联网、云厂商及头部 AI 企业扩展，公司需求来源更为多元，收入稳定性有所增强。同时，公司由单一园区运营向多园区协同升级，业务由区域性服务商向全国性算力平台演进，客户粘性与业务稳定性持续增强。

图 12：2016-2025 公司经营活动产生的现金流量净额情况（单位：百万元）


数据来源：Wind，西南证券整理

从能力建设角度来看，公司正在系统性强化算力基础设施核心能力，包括智算集群组网技术、液冷散热系统以及自研运维管理平台等。其中，液冷技术的导入有效解决高密度算力部署下的能耗与散热瓶颈，而运维平台实现算力中心全流程精细化管理，共同构建公司在高性能算力场景下的关键技术壁垒。上述能力虽短期对利润贡献有限，但构成公司中长期竞争优势的核心基础。

整体来看，公司当前呈现出典型的成长特征，即“收入快速兑现、利润结构分化、能力持续强化”。短期来看，市场需重点关注扣非利润修复及毛利率回升节奏；中长期来看，公司价值核心在于 AIDC 业务盈利能力的兑现，以及其向“算力平台型公司”转型过程中所构建的技术与客户壁垒。

2 盈利预测与估值

基于公司当前由 IDC 向 AIDC 升级的业务结构、人工智能算力需求快速增长趋势及算力基础设施建设节奏，我们对 2026-2028 年收入与盈利能力作出如下假设。整体判断，公司正处于由传统 IDC 服务向“算力服务+平台能力”升级的关键阶段，短期收入由 AIDC 业务放量驱动快速增长，中期受投入影响盈利能力阶段性承压，长期随着规模效应释放及能力体系完善，盈利能力有望逐步修复。

关键假设：

假设 1：AIDC 业务持续放量，成为收入增长核心驱动力

AIDC 业务为公司当前最核心增长来源。受益于 AI 产业高景气、算力需求持续释放及公司前期多园区布局逐步投产，公司算力服务能力持续扩张。叠加公司在智算集群组网、客户资源积累及交付能力方面的优势，AIDC 业务将保持较快增长。

结合公司当前业务进展及行业需求判断,我们预计 2026–2028 年 AIDC 业务同比增速分别为 **40.0%、42.0%、50.0%**。增长主要来自: 1) AI 算力需求持续扩张; 2) 多园区产能逐步释放; 3) 客户结构向互联网、云厂商及 AI 企业深化。

盈利能力方面, AIDC 业务当前仍处于规模扩张初期。2025 年毛利率已达到 **48.5%**, 但考虑到后续投入节奏及项目结构变化, 预计 2026–2027 年毛利率将阶段性回落至 **40.0%、35.0%**。主要原因在于: 1) 高性能服务器及液冷系统投入加大, 折旧与运营成本前置; 2) 新项目上架初期利用率较低; 3) 部分客户拓展阶段采用“引流策略”。

随着资源利用率提升、规模效应释放及高附加值算力服务占比提升, 预计 2028 年毛利率将回升至 **50.0%**。整体来看, AIDC 业务毛利率将呈现“先降后升”的典型扩张曲线, 是公司由投入期向收获期过渡的重要体现。

假设 2: IDC 业务稳步增长, 作为收入与现金流基础支撑

IDC 业务为公司传统核心业务, 依托成熟园区资源及稳定客户基础, 提供持续的机房及算力服务, 是公司收入与现金流的重要来源。

我们预计 2026–2028 年 IDC 业务同比增速分别为 **8.7%、9.0%、10.0%**, 整体保持稳健增长。

盈利能力方面, 随着公司战略重心向 AIDC 倾斜, IDC 业务资源逐步向新业务倾斜, 同时受能耗及成本结构影响, 预计毛利率短期仍将承压, 2026–2027 年分别为 **38.0%、37.0%**。但随着资源优化及业务结构稳定, 预计 2028 年毛利率回升至 **45.0%**。

整体来看, IDC 业务作为公司“基本盘”, 在提供稳定现金流的同时, 为 AIDC 业务扩张提供重要支撑。

公司当前处于高投入扩张阶段, 利润端阶段性承压, 但经营质量保持稳健。随着客户结构持续优化(互联网、云厂商及 AI 企业占比提升)及经营活动产生的现金流量净额保持正向, 公司收入增长具备较强质量支撑。

从盈利趋势来看, 公司整体毛利率预计将在 2026–2027 年完成筑底, 随后随着: 1) AIDC 业务规模扩大; 2) 资源利用率提升; 3) 高附加值业务占比提升, 逐步进入修复通道, 实现由“投入驱动”向“规模与效率驱动”的转变。

基于以上假设, 我们预测公司 2026-2028 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		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	5,673.7	6,952.9	8,738.3	11,608.1
	增速	30.0%	22.5%	25.7%	32.8%
	营业成本	3,061.2	4,240.5	5,604.9	6,010.2
	毛利率	46.0%	39.0%	35.9%	48.2%
IDC 业务	营业收入	3,163.7	3,438.9	3,748.4	4,123.2
	增速	8.6%	8.7%	9.0%	10.0%
	营业成本	1,768.5	2,132.1	2,361.5	2,267.8
	毛利率	44.1%	38.0%	37.0%	45.0%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
AIDC 业务	营业收入	2,510.0	3,514.0	4,989.9	7,484.9
	增速	73.0%	40.0%	42.0%	50.0%
	营业成本	1,292.7	2,108.4	3,243.4	3,742.4
	毛利率	48.5%	40.0%	35.0%	50.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计 2026–2028 年公司营业收入分别为 69.53 亿元、87.38 亿元、116.08 亿元，同比增长 22.5%、25.7%、32.8%；归母净利润分别为 32.92 亿元、43.57 亿元、59.74 亿元。对应每股收益（EPS）分别为 2.01 元、2.67 元和 3.66 元，对应当前股价的动态 PE 分别为 44 倍、33 倍和 24 倍。

综合润泽科技在 IDC 及 AIDC（智能算力中心）领域的产业链定位，公司核心价值不仅体现在传统数据中心资源与运营能力，更体现在向“算力服务+平台能力”升级的潜力。因此，我们从数据中心基础设施运营及算力服务延伸两个维度出发，选取奥飞数据(300738.SZ)、光环新网（300383.SZ）及数据港（603881.SH）作为对标公司。

奥飞数据（300738.SZ）

奥飞数据是国内领先的数据中心服务商之一，主营业务以 IDC 服务为核心，涵盖机柜托管、带宽接入及相关增值服务，与润泽科技在业务模式及客户群体方面高度一致，是最直接的可比公司之一。

公司客户主要覆盖互联网企业及云厂商，与润泽科技在客户结构上具有较强重合度。从发展路径来看，奥飞数据同样处于由传统 IDC 向算力服务延伸的过程中，在算力基础设施建设及服务能力提升方面具备一定可比性。

从可比角度看，奥飞数据可作为评估润泽科技在业务模式、运营能力及盈利结构方面的重要参考，其估值水平能够较好反映国内 IDC 行业整体定价区间。

光环新网（300383.SZ）

光环新网为国内 IDC 行业重要参与者，业务涵盖数据中心服务及云计算业务，长期深耕互联网及云厂商客户，是典型的“IDC+云服务”一体化运营商。

从业务模式来看，公司与润泽科技同样以数据中心为基础，并逐步向更高附加值服务延伸，发展路径具有较强相似性。相较而言，光环新网在云服务及运营能力方面具备一定积累，可作为润泽科技未来业务升级方向的重要对标。

从可比角度看，光环新网代表传统 IDC 厂商向“算力+云服务”延伸的典型路径，可用于对标润泽科技在业务延伸及服务能力升级方面的潜力。

数据港（603881.SH）

数据港为国内数据中心基础设施领域的重要参与者，主要从事定制化数据中心、交钥匙数据中心及相关规划咨询与运营服务，具有较强的项目建设与交付能力。公司为国有控股背景，在数据中心资源获取及大型项目承接方面具备一定优势。

从业务定位来看，数据港与润泽科技同样聚焦数据中心基础设施环节，业务专注度较高，均属于典型的数据中心运营及服务提供商。但相较而言，数据港更偏重定制化建设与咨询服务，而润泽科技在规模化运营及算力服务延伸方面具备更强成长属性。

从可比角度看，数据港可作为评估润泽科技在数据中心基础设施能力及项目交付能力方面的重要参考，同时有助于从“重资产建设+运营”维度对公司进行横向对标。

综上，奥飞数据、光环新网及数据港分别代表数据中心行业中的“同类运营商—转型路径标杆—基础设施能力提供者”三个关键维度。尽管三者业务结构、客户类型及发展阶段上存在差异，但在“业务模式—客户结构—成长路径”维度与润泽科技具有较强映射关系。相较于单纯选取通信设备或软件厂商，上述可比公司更能从数据中心及算力基础设施产业链视角，反映行业发展阶段及竞争格局，因此对润泽科技估值参考意义更强。

需要说明的是，公司当前正处于由“IDC 基础设施运营商”向“AIDC 算力服务平台”升级的关键阶段，不同可比公司在盈利模式及发展节奏上存在差异，估值比较需结合公司所处扩张周期及盈利释放节奏综合判断。

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)			
				25A/E	26E	27E	28E	25A/E	26E	27E	28E
300738.SZ	奥飞数据	226.99	23.04	0.21	0.34	0.47	/	110.50	67.84	48.92	/
300383.SZ	光环新网	316.38	17.60	-0.02	0.21	0.28	/	-1061.59	83.18	63.88	/
603881.SH	数据港	288.72	40.19	0.24	0.30	0.36	/	167.66	132.43	111.62	/
平均值								139.08	94.48	74.81	/
300442.SZ	润泽科技	1458.16	89.22	3.09	2.01	2.67	3.66	28.87	44.29	33.47	24.41

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截至 2026 年 4 月 13 日）

从估值方法选择来看，公司当前处于由传统 IDC 向 AIDC（智能算力中心）升级的关键阶段，短期利润受业务扩张及投入加大影响仍处于释放初期，盈利规模与结构尚未完全稳定，PE 指标受分母影响较大。因此，PE 更适用于观察公司盈利释放趋势及成长兑现节奏，而非作为绝对估值水平的直接比较依据。

从 PE 角度来看，公司 2025–2028 年 PE 呈现总体下行趋势，主要反映盈利规模逐步释放带来的估值消化过程。从 PE 角度来看，公司 2025–2027 年估值分别约为 **29 倍、44 倍、33 倍**；核心可比公司（奥飞数据、光环新网、数据港）在剔除负值样本后，对应行业平均估值水平分别约为 **139 倍、94 倍、75 倍**。整体来看，公司当前估值水平明显低于可比公司平均水平，且随着盈利逐步释放，估值差距呈收敛趋势。需要说明的是，由于部分可比公司阶段性盈利承压，存在 PE 为负或极值情况，在计算行业平均估值水平时已对相关样本进行剔除，以保证横向对比的有效性。

投资判断

结合公司基本面与业务结构变化来看：

- ① **AIDC 业务快速放量驱动收入高增，公司进入算力扩张阶段**

2025 年公司在人工智能算力需求爆发背景下，AIDC 业务持续快速放量，成为收入增长的核心驱动力。公司自 2023 年切入智能算力服务赛道以来，通过多园区布局及算力集群组网能力，持续扩大服务规模，业务由传统 IDC 向 AIDC 加速切换。

从业务结构来看，公司已由单一园区运营升级为多园区协同（廊坊、平湖、佛山、惠州），客户覆盖互联网、云厂商及头部 AI 企业，增长驱动由“机房资源”逐步转向“算力服务”。在 AI 算力需求持续扩张背景下，公司收入端具备较强延续性，整体进入规模扩张阶段。

② 利润短期承压但具备战略属性，盈利能力处于修复初期

2025 年公司利润端表现弱于收入增长，扣非净利润增速明显偏低，核心原因在于 AIDC 业务扩张阶段带来的成本端压力，包括服务器、高算力设备及液冷系统投入增加，叠加部分项目采用“引流策略”获取客户资源，导致毛利率阶段性承压。

从本质上看，公司当前处于“以利润换规模”的扩张阶段，通过加大算力基础设施投入抢占 AI 算力需求窗口，该阶段利润承压更多体现为结构性压制，而非需求或竞争力恶化。随着规模效应逐步释放及高附加值业务占比提升，公司盈利能力有望进入修复通道，当前已处于盈利改善初期阶段。

③ 算力基础设施能力体系构建，支撑中长期平台化成长空间

公司持续强化算力基础设施核心能力，包括智算集群组网、液冷散热系统及自研运维管理平台等，逐步形成适配高密度算力场景的综合能力。其中，液冷技术有效提升算力中心能效水平并支撑高性能计算部署，运维平台实现全流程精细化管理，共同构建公司在 AI 基础设施领域的技术壁垒。

随着 AI 应用从云端向高并发、长时长负载演进，对算力基础设施稳定性与效率要求不断提升，公司有望依托上述能力体系，向“算力平台型公司”升级，该能力体系将成为中长期估值的重要支撑。

④ 经营质量稳健验证增长成色，但仍需关注盈利结构修复节奏

2025 年公司经营活动产生的现金流量净额延续正向表现并有所改善，叠加客户结构持续优化，表明收入增长具备真实需求支撑，增长质量得到验证。同时，公司由区域性运营向全国化布局升级，客户粘性 & 业务稳定性显著提升。

但需关注的是，在 AIDC 业务扩张背景下，公司仍处于高投入阶段，叠加毛利率阶段性承压，盈利能力尚未完全释放，后续需结合需求释放、资源利用率提升及产品结构优化情况，动态跟踪毛利率修复节奏。

整体来看，公司当前估值水平在反映短期盈利不确定性的同时，也隐含了对其转型阶段的折价。随着 AIDC 业务持续兑现及毛利率修复路径逐步清晰，公司估值有望迎来修复机会。公司业绩弹性已初步体现，但盈利能力尚未完全释放，后续仍需重点跟踪 AIDC 业务盈利能力兑现节奏及毛利率修复情况，以验证成长逻辑的持续性。审慎起见，首次覆盖给予“持有”评级。

3 风险提示

1) AIDC 业务放量不及预期风险：公司当前收入增长核心来自 AIDC 业务快速扩张，受 AI 算力需求、客户采购节奏及园区交付进度等多重因素影响。若下游互联网、云厂商及 AI 企业资本开支不及预期，或公司算力资源投放及客户上架节奏低于预期，可能对公司收入增长形成影响。

2) 盈利能力修复不及预期风险：公司当前处于由“规模扩张”向“盈利兑现”过渡阶段，毛利率受服务器、液冷及基础设施投入影响阶段性承压。若资源利用率提升不及预期，或高附加值算力服务占比提升缓慢，公司毛利率修复及盈利能力释放节奏可能低于预期。

3) 资本开支及成本波动风险：公司业务属于重资产模式，持续依赖服务器、网络设备及数据中心建设投入。若上游设备价格、电力成本或运维成本出现波动，或资本开支节奏与收入释放节奏不匹配，可能对公司盈利能力及现金流表现造成压力。

4) REITs 及资本运作不确定性风险：公司通过数据中心 REITs 实现资产证券化并获取资金支持，形成“投建—运营—退出—再投资”的循环模式。若未来 REITs 扩募节奏、资产装入进度或资本市场环境发生变化，可能对公司资金周转效率及扩张节奏产生影响。

5) 行业竞争加剧风险：随着 AI 算力需求提升，数据中心及算力基础设施行业吸引更多参与者进入，行业竞争逐步加剧。若主要竞争对手在资源获取、价格策略或客户拓展方面加大投入，可能对公司市场份额及盈利能力形成一定压力。

6) 客户集中度及需求波动风险：公司客户主要为互联网公司、云厂商及 AI 企业，客户需求与行业景气度高度相关。若主要客户资本开支周期发生波动，或单一客户需求变化较大，可能对公司订单获取及收入稳定性产生影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5673.68	6952.93	8738.32	11608.12	净利润	5048.99	3364.08	4386.34	6023.66
营业成本	3061.24	4240.53	5604.94	6010.22	折旧与摊销	1379.92	1842.77	1863.84	1884.16
营业税金及附加	81.51	87.43	113.99	154.39	财务费用	310.63	350.00	390.00	410.00
销售费用	4.24	5.15	6.07	8.18	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	244.80	273.78	342.38	457.69	经营营运资本变动	1769.44	35.76	1695.87	488.15
研发费用	206.38	250.00	300.00	350.00	其他	-5217.08	-1900.26	-2813.98	-2342.03
财务费用	310.63	350.00	390.00	410.00	经营活动现金流净额	3291.91	3692.34	5522.07	6463.94
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-11670.97	-6685.43	-7363.02	-8510.58
投资收益	3765.05	1890.15	2827.60	2358.88	其他	2583.20	1904.24	2844.38	2389.83
公允价值变动损益	0.36	0.95	0.49	0.62	投资活动现金流净额	-9087.77	-4781.19	-4518.64	-6120.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	1395.68	-545.79	-300.00	-300.00
营业利润	5688.20	3644.63	4816.54	6584.64	长期借款	2641.95	2500.00	2000.00	1800.00
其他非经营损益	1.16	-0.05	-2.58	-2.32	股权融资	60.70	0.00	277.40	138.70
利润总额	5689.36	3644.58	4813.96	6582.32	支付股利	-1050.36	-2963.04	-1889.27	-2528.38
所得税	640.38	280.50	427.62	558.66	其他	944.45	1026.03	549.36	712.15
净利润	5048.99	3364.08	4386.34	6023.66	筹资活动现金流净额	3992.43	17.20	637.49	-177.53
少数股东损益	-0.95	71.93	29.32	49.56	现金流量净额	-1803.44	-1071.65	1640.92	165.67
归属母公司股东净利润	5049.94	3292.15	4357.02	5974.10					
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3352.96	1331.32	3272.24	3737.91	成长能力				
应收和预付款项	2189.63	2370.93	3080.40	4074.15	销售收入增长率	29.99%	22.55%	25.68%	32.84%
存货	43.59	1162.69	1051.13	1300.73	营业利润增长率	211.19%	-35.93%	32.15%	36.71%
其他流动资产	1693.34	1864.17	2418.71	3221.37	净利润增长率	177.62%	-33.37%	30.39%	37.33%
长期股权投资	1542.53	1542.53	1542.53	1542.53	EBITDA 增长率	162.61%	-20.89%	21.12%	25.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	31701.63	30120.99	28519.27	26897.23	毛利率	46.04%	39.01%	35.86%	48.22%
无形资产和开发支出	1746.47	1584.35	1422.23	1260.10	三费率	9.86%	9.05%	8.45%	7.55%
其他非流动资产	423.57	410.43	394.15	363.81	净利率	88.99%	48.38%	50.20%	51.89%
资产总计	42693.74	46910.78	54093.07	60998.65	ROE	31.83%	20.68%	23.38%	27.06%
短期借款	1495.79	950.00	650.00	350.00	ROA	11.83%	8.33%	10.52%	14.21%
应付和预收款项	2908.44	4229.94	5500.66	5916.78	ROIC	22.38%	13.68%	19.54%	29.27%
长期借款	13142.40	15642.40	17642.40	19442.40	EBITDA/销售收入	130.05%	83.96%	80.91%	76.49%
其他负债	9283.57	9823.85	11538.37	13032.55	营运能力				
负债合计	26830.20	30646.20	35331.43	38741.73	总资产周转率	0.15	0.17	0.21	0.28
股本	1634.34	1634.34	1634.34	1634.34	固定资产周转率	0.30	0.29	0.39	0.55
资本公积	5608.42	5608.42	5608.42	5608.42	应收账款周转率	3.96	3.74	3.93	3.97
留存收益	7216.66	7545.77	10013.51	13459.23	存货周转率	3.38	7.03	5.06	5.11
归属母公司股东权益	13656.27	13985.39	16453.14	19898.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.11	—	—	—
少数股东权益	2207.26	2279.19	2308.51	2358.07	资本结构				
股东权益合计	15863.53	16264.58	18761.65	22256.92	资产负债率	0.63	0.76	0.85	0.91
负债和股东权益合计	42693.74	46910.78	54093.07	60998.65	带息债务/总负债	0.55	0.54	0.52	0.51
					流动比率	0.83	0.76	0.94	1.12
					速动比率	0.83	0.63	0.84	1.00
					股利支付率	0.21	0.90	0.43	0.42
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	7378.76	5837.40	7070.38	8878.80	每股收益	3.09	2.01	2.67	3.66
PE	28.87	44.29	33.47	24.41	每股净资产	8.36	8.56	10.07	12.18
PB	10.68	10.43	8.86	7.33	每股经营现金	2.01	2.26	3.38	3.96
PS	25.70	20.97	16.69	12.56	每股股利	0.65	1.81	1.16	1.55
EV/EBITDA	21.52	27.91	23.00	18.44					
股息率	0.01	0.02	0.01	0.02					

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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn