

银行 IT 主业边际修复，算力租赁开启第二成长曲线

——天阳科技（300872.SZ）深度研究报告

投资要点

➤ 深耕金融科技二十载，算力新业务打开成长空间

天阳科技是国内领先的银行IT解决方案提供商，正从传统金融科技主业向算力租赁新赛道延伸。公司成立于2003年，公司信贷解决方案市占率行业第二、信用卡解决方案连续六年第一，客户覆盖国有大行至农商行全层级。公司2026年新拓展算力租赁、航空互联等新业务，打开成长空间。

➤ AI驱动算力需求爆发，算力租赁赛道高景气

全球AI算力需求爆发式增长，算力租赁在高端芯片供给刚性约束、重资产经济性对比、合规监管趋严三大驱动力下迎来高速扩容。IDC预测2028年全球AI服务器市场规模达2227亿美元，中国AI算力市场552亿美元，2025-2028年CAGR高达31%。高端芯片受产能紧缺与出口管制双重约束，企业自建算力面临单万卡集群数十亿级资本开支与芯片2-3年迭代风险，算力租赁需求高速增长。国内2025年算力租赁市场规模约350-560亿元，增速高于全球平均。竞争壁垒集中于供应链准入与资本实力，阿里云、火山引擎等头部云厂商占据多数份额，中国电信、中国移动等加速追赶，润泽科技、协创数据等专业第三方凭借英伟达NCP/NPN官方合作资质与全国化节点布局，在高端训练算力与垂直行业场景中构筑差异化竞争力。

➤ 三大逻辑驱动增长，长期成长路径清晰

天阳科技算力租赁采用“先锁单、后投产”闭口模式，叠加AI赋能传统主业降本增效与航空互联远期期权，三大成长逻辑共振。算力租赁方面，公司通过控股项目公司启明星汉锁定5年期35-40亿元采购框架，2026年6月再签3.03亿元算力云服务协议，全部提前锁定下游长单再推进投放，资产周转效率与确定性显著优于同业；同时与首都在线合资布局西北节点，形成“垂直金融+通用算力”差异化布局。传统主业方面，2025年直接人工占营业成本86.6%，AI技术嵌入研发测试运维环节有望大幅降低人力成本，海外信用卡系统输出与国内下沉市场渗透提供增量空间。航空互联方面，通过“设备交付+长期分润”模式绑定头部航空公司，周期10-15年，伴随机队改装扩大与机上消费释放，中长期贡献稳定现金流，进一步拓宽成长边界。

➤ 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计天阳科技 2026-2028 年的归母净利润为 0.78、1.80、3.07 亿元，对应当前市值，PE 分别为 96.0、41.9、24.5 倍。考虑到公司在传统业务基本盘的稳固支撑下，算力租赁等新兴赛道拓展顺利，未来业绩增速有望高于行业平均，具备较强的成长弹性，并且 2027 年起盈利将进入加速释放期，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

算力租赁业务拓展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；人力成本上升的风险。

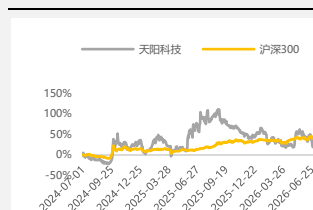
投资评级： 买入

分析师：宋金治

执业登记编号：A0190526020002

songjinzhi@yd.com.cn

天阳科技与沪深 300 指数走势对比



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

目录

一、深耕金融科技二十载，算力新业务打开成长空间	4
1.1 深耕金融科技赛道，股权架构清晰稳定	4
1.2 银行 IT 夯实基本盘，算力租赁开启第二曲线	5
1.3 短期承压边际修复，盈利拐点逐步显现	6
二、AI 驱动算力需求爆发，算力租赁赛道高景气	8
2.1 算力需求持续扩容，行业进入高速增长阶段	8
2.2 供应链与资金构筑核心壁垒，竞争格局较为分散	10
三、三大逻辑驱动增长，长期成长路径清晰	12
3.1 成长逻辑一：算力租赁业务放量，利润体量有望超越传统主业	12
3.2 成长逻辑二：传统主业企稳回升，AI 赋能提升盈利质量	13
3.2 成长逻辑三：航空互联远期空间，具备期权属性	14
四、盈利预测与估值分析	16
4.1 盈利预测	16
4.2 估值分析	17
五、风险提示	18

图表目录

图 1：天阳科技发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2026 年 5 月 26 日）	4
图 3：2020-2025 公司各业务收入（亿元）	5
图 4：2020-2025 公司各业务收入占比	5
图 5：公司在中国港澳台地区及海外地区的营收	5
图 6：公司 2021-2026 年 Q1 营收	6
图 7：公司 2021-2026 年 Q1 毛利率与净利率	6
图 8：公司 2021-2026 年 Q1 费用率	7
图 9：公司 2021-2026 年 Q1 归母净利润	7
图 10：全球人工智能服务器市场规模预测	8
图 11：中国人工智能算力市场规模预测	8
图 12：三大因素驱动算力租赁快速扩张	9
图 13：全球 GPU 云计算市场规模预测	9
图 14：算力租赁行业的核心壁垒	10
图 15：2025 年 H1 算力租赁行业格局	11
图 16：2025 年直接人工占营业成本 86.6%，AI 技术有望大幅降本增效	14

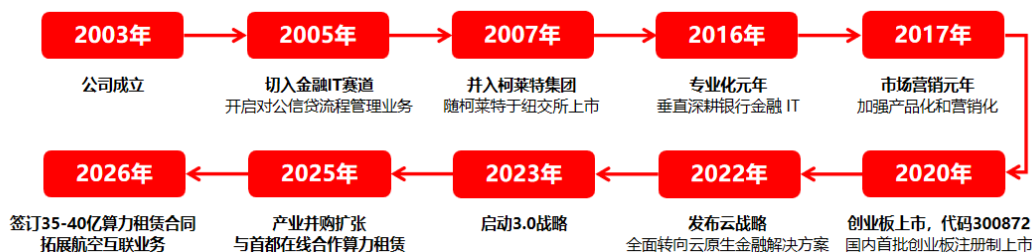
表 1：公司目前已披露的算力租赁项目	12
表 2：公司算力租赁业务业绩贡献估算	13
表 3：算力租赁业务收益测算	13
表 4：公司 2026-2028 年业绩预测（亿元）	16
表 5：可比公司估值对比（单位亿元，截至 2026 年 7 月 9 日）	17

一、深耕金融科技二十载，算力新业务打开成长空间

1.1 深耕金融科技赛道，股权架构清晰稳定

天阳科技深耕金融科技领域二十余年，是国内领先的银行 IT 解决方案提供商。公司成立于 2003 年，从早期的信贷系统开发起步，逐步拓展至信用卡、风险管理、营销、监管科技等银行核心业务领域，目前已形成咨询、金融科技、数字金融、金融 IT 服务四大业务板块，产品和解决方案超过 400 个，承建了数千个银行核心 IT 系统，协助金融机构管理数十万亿元资产。

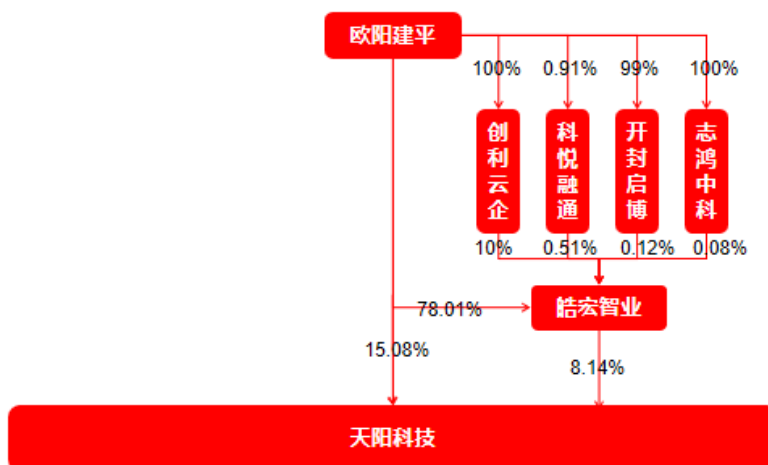
图 1：天阳科技发展历程



资料来源：公司官网，源达信息证券研究所

公司股权结构相对分散，实控人为董事长兼总经理欧阳建平先生。截至 2026 年 5 月末，欧阳建平先生直接持有公司 15.08% 的股份，其一致行动人皓宏智业持有公司 8.14% 的股份，合计持股 23.22%。在前十大股东中，其余股东持股比例均较为分散，单一股东持股未超过 3%，欧阳建平与皓宏智业的合计持股比例显著领先，控制权结构相对稳定。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 5 月 26 日）



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

1.2 银行 IT 夯实基本盘，算力租赁开启第二曲线

公司的主要业务包括传统的银行 IT 解决方案，以及新拓展的算力租赁等。其中：1) 传统业务主要包括咨询、金融科技、金融 IT 服务等，为银行提供大信贷、信用卡及消费金融、智能营销、人民币跨境支付等端到端完整的解决方案，其中信贷、信用卡与人民币跨境支付是公司的优势业务；2) 算力租赁是公司 2026 年新拓展业务，目前尚未贡献收入，公司于 5 月签署 35-40 亿元的算力采购及租赁合作协议，于 6 月签署 3.03 亿元的算力云服务协议。

图 3：2020-2025 公司各业务收入（亿元）

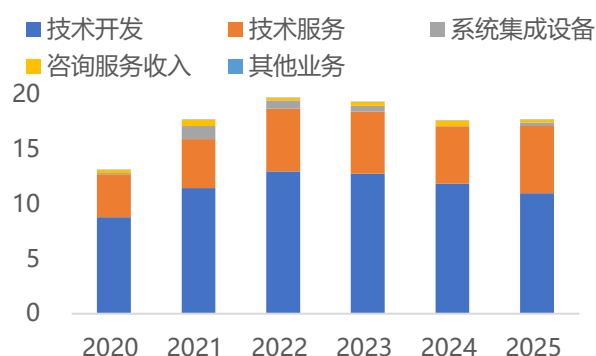
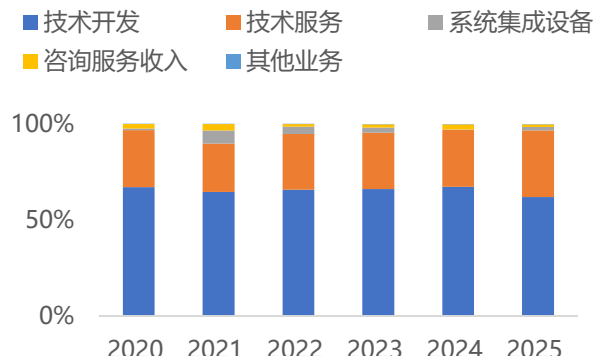


图 4：2020-2025 公司各业务收入占比

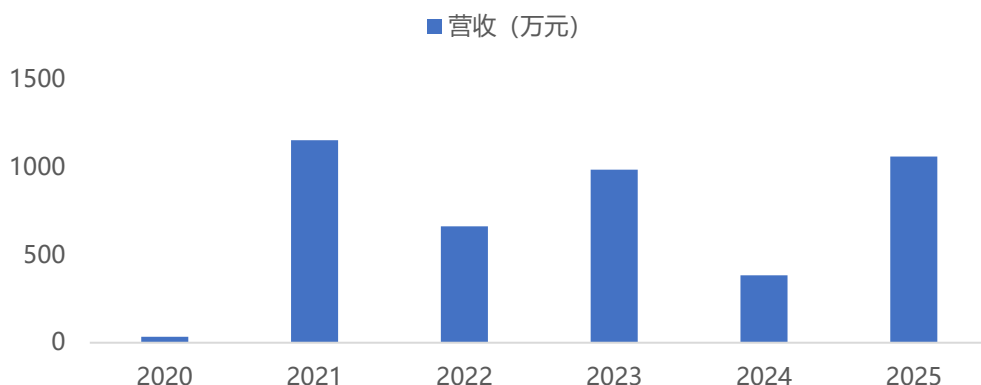


资料来源：公司官网，源达信息证券研究所

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

公司采取“深耕国内、辐射境外”的双轮驱动战略，在巩固国内银行 IT 市场优势的同时，持续推进信用卡业务的国际化发展，实现国内与海外业务的协同增长：1) 国内市场：持续深耕，筑牢根基。围绕大信贷、信用卡等领域，为银行客户提供端到端的完整解决方案，并稳步向城商行、农商行下沉，巩固国内市场份额与领先地位。2) 海外市场：聚焦信用卡业务，加速规模落地。公司以信用卡核心系统为突破口，将港澳、东南亚、中东、中亚等新兴金融市场作为重点目标区域，加快海外业务拓展与本地化落地。

图 5：公司在中国港澳台地区及海外地区的营收



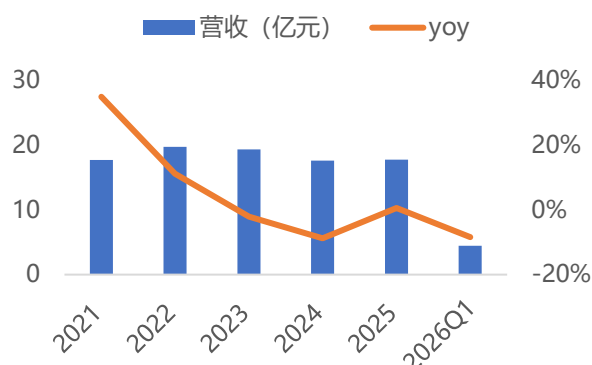
资料来源：公司官网，源达信息证券研究所

1.3 短期承压边际修复，盈利拐点逐步显现

公司营收增速放缓，未来随新业务放量有望恢复高增长。由于银行业 IT 投入节奏放缓、客户验收周期延长以及行业竞争加剧等因素影响，公司 2023-2024 年营收增速实现负增长，2025 年营收基本持平，2026 年 Q1 实现营收 4.46 亿元，同比减少 8.42%。我们认为，未来随着收入确认滞后的影响将逐步消化，公司传统主业有望恢复稳健增长，此外随着算力租赁等新业务的快速放量，公司未来营收有望实现高速增长。

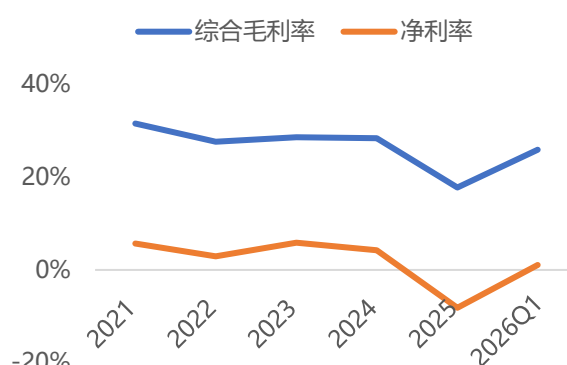
盈利能力略有承压，未来有望逐步修复。公司传统主业的定制程度极高，需要大量现场交付人员，人工费用占营业成本 80%以上并且为刚性支出，因此收入确认滞后对毛利率的影响极大。公司 2024 年实现综合毛利率 17.80%，同比减少 10.63 pct，2026 年 Q1 实现综合毛利率 25.95%，同比增长 0.7 pct，逐步修复。我们认为，未来随着 AI 技术的逐步赋能，现场交付人员将大幅减少、交付周期也将大幅缩短，传统主业的盈利能力有望逐步修复，此外算力租赁新业务订单规模大、盈利能力也较为优秀，随着新业务的放量，公司未来盈利能力有望逐步向上。

图 6：公司 2021-2026 年 Q1 营收



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

图 7：公司 2021-2026 年 Q1 毛利率与净利率

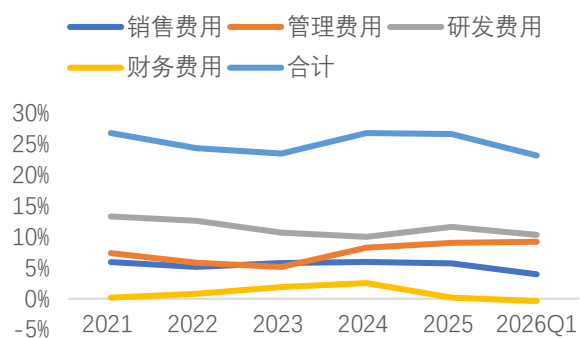


资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

公司整体费用管控有效，规模效应有望进一步释放。公司 2025 年的费用率为 26.7%，同比减少 0.14 pct；2026 年 Q1 的费用率为 23.18%，同比减少 0.23 pct，维持相对稳定。2024 至 2025 年费用率较 2022 至 2023 年有所抬升，主要因为营收下滑，而费用支出绝对规模保持平稳。我们认为，未来随着传统主业恢复增长、算力租赁新业务的快速放量，公司营收有望实现高增长，费用率有望进一步摊薄、持续优化。

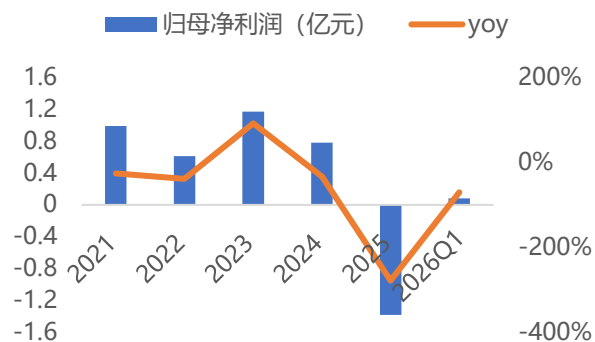
公司盈利未来有望加速释放。公司 2025 年实现归母净利润-1.38 亿元，首次亏损；2026 年 Q1 实现归母净利润 0.08 亿元，同比减少 70.54%，实现扣非归母净利润 0.05 亿元，同比增长 298.8%。综上所述，公司 2025 年以来盈利承压主要由于收入确认滞后等短期因素扰动，未来随着短期影响因素逐步消退，以及新业务的放量，公司盈利有望迎来加速释放。

图 8：公司 2021-2026 年 Q1 费用率



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

图 9：公司 2021-2026 年 Q1 归母净利润



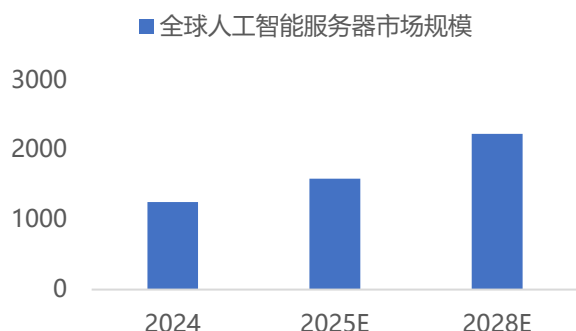
资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

二、AI 驱动算力需求爆发，算力租赁赛道高景气

2.1 算力需求持续扩容，行业进入高速增长阶段

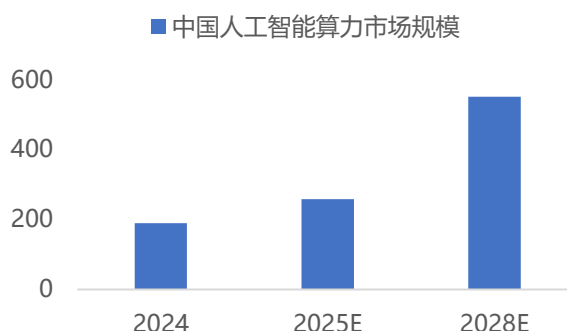
全球 AI 算力需求正处于爆发式增长阶段。随着大模型迭代加速和应用场景持续渗透，训练侧与推理侧算力需求双重驱动，AI 算力市场规模快速扩张。IDC 数据显示，2024 年全球人工智能服务器市场规模为 1251 亿美元，2025 年增至 1587 亿美元，2028 年有望达到 2227 亿美元，2025-2028 年 CAGR 约 12%；其中生成式 AI 服务器占比将从 2025 年的 29.6% 提升至 2028 年的 37.7%。中国市场增速更快，2024 年 AI 算力市场规模 190 亿美元，2025 年达 259 亿美元（同比+36.2%），2028 年将达 552 亿美元，2025-2028 年 CAGR 高达 31%。

图 10：全球人工智能服务器市场规模预测



资料来源：IDC，源达信息证券研究所

图 11：中国人工智能算力市场规模预测



资料来源：IDC，源达信息证券研究所

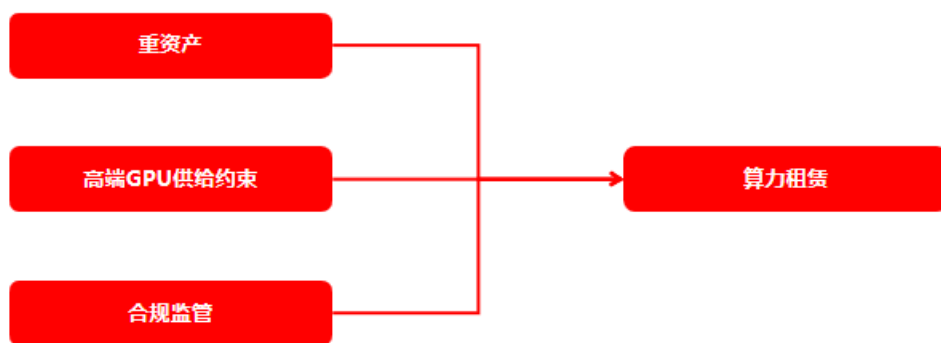
算力租赁是 AI 算力产业链中衔接硬件供给与产业需求的核心环节，当前行业正处于高速扩容的成长阶段，其需求快速扩张的核心驱动力可归纳为三点：

1) 高端芯片供给刚性约束，租赁模式打通算力获取通路。全球高端 AI 芯片整体产能紧张，叠加出口管制政策限制，国内互联网企业、AI 初创公司等主体直接采购英伟达顶级算力芯片的难度持续提升，同时面临交付周期长、合规风险高等现实问题。算力租赁模式可绕过直接采购的供应链与合规壁垒，使需求方快速获取稳定的高端算力资源，有效覆盖大模型训练、高并发推理等场景的算力需求，成为供需缺口下的核心解决方案。

2) 重资产叠加技术快迭代，租赁模式经济性优势凸显。AI 算力基础设施具备典型重资产属性：单台高端 GPU 服务器采购成本可达数百万元，配套机房、制冷、网络等基建投入规模更高；同时 AI 芯片技术迭代周期仅 2-3 年，自建算力将同时面临大额资本开支压力与设备快速贬值的技术淘汰风险。租赁模式通过将资本支出 (CAPEX) 转化为运营支出 (OPEX)，支持企业按需弹性调度算力，既规避了重资产投入的资金压力，也转嫁了硬件迭代的贬值风险，尤其适配需求波动较大的 AI 创业团队、项目制研发等场景，资金使用效率显著提升。

3) 合规监管持续趋严，催生第三方属地化算力空间。全球算力监管规则存在区域差异，数据跨境、算力采购的合规约束持续收紧，部分企业出于数据安全与合规考量，更倾向选择国内第三方算力服务商，而非直接采购海外云厂商的算力服务。与此同时，国内金融、政务等关键领域明确提出“算力不出域”、私有化部署等要求，具备行业服务经验与定制化部署能力的算力租赁企业，可依托属地化资源与行业 know-how 获取差异化市场空间。

图 12：三大因素驱动算力租赁快速扩张

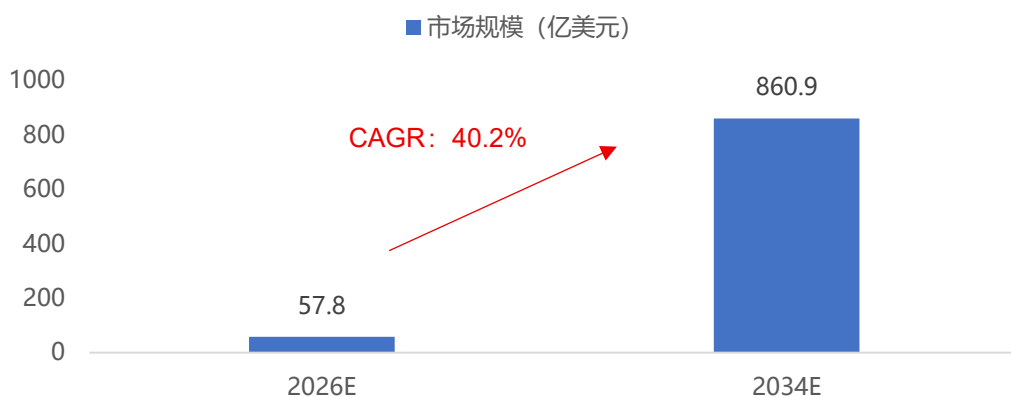


资料来源：公开信息，源达信息证券研究所

从全球市场来看，根据 VerifiedMarketResearch 预测，2026 年全球 GPU 云计算市场规模约为 57.8 亿美元，伴随生成式 AI、智能体、自动驾驶等技术从试点验证迈向规模化产业落地，全球 GPU 云算力需求持续加速释放，市场正式进入高速增长通道，预计 2034 年全球 GPU 云计算市场规模将攀升至 860.9 亿美元，2024-2033 年期间 CAGR 达 40.2%。

聚焦国内市场，我国算力租赁行业仍处于发展早期，但增长势头更为迅猛。受益于大模型创业热潮持续升温、国产替代进程不断加快，以及政策驱动下算力基础设施的规模化建设，国内市场已呈现爆发式增长态势。参考行业通用测算口径，若国内 AI 服务器市场有 20%~30% 的算力资源通过租赁对外释放，对应 2025 年国内算力租赁市场规模约为 50 亿~80 亿美元，折合人民币约 350 亿~560 亿元，并且未来成长空间与增速均显著高于全球平均水平。

图 13：全球 GPU 云计算市场规模预测



资料来源：VerifiedMarketResearch，源达信息证券研究所

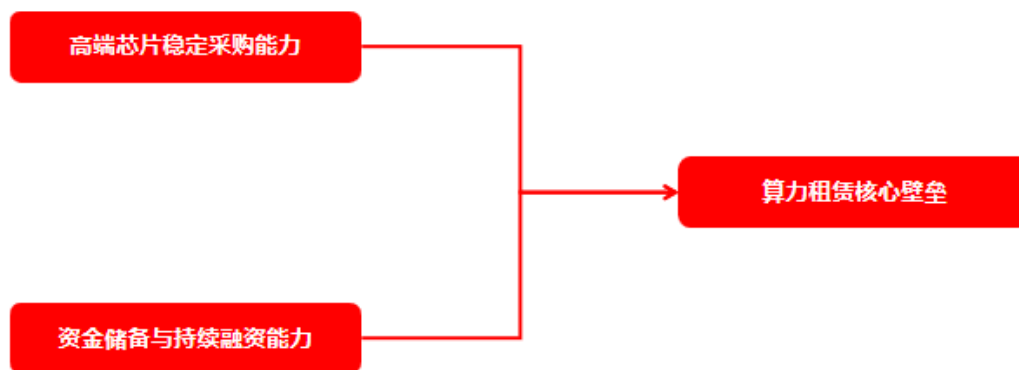
2.2 供应链与资金构筑核心壁垒，竞争格局较为分散

算力租赁行业的核心竞争壁垒集中在供应链准入与资本实力两大维度，二者共同决定厂商的产能天花板与高端赛道参与权，具体如下：

1) 高端芯片稳定采购能力（当前最核心壁垒）。受全球高端 AI 芯片产能紧缺叠加出口管制政策双重约束，英伟达 GB300、B300、H200 等顶级算力芯片的获取门槛持续抬升，稳定拿货能力直接决定厂商能否布局高端训练算力业务、参与头部客户竞争。行业现阶段呈现典型的“供给决定产能、产能决定营收”特征，只要能锁定稳定的高端芯片供给，资金对接与客户拓展的约束将显著弱化。芯片采购渠道的构建依赖长期积累的原厂 / 核心代理商合作关系、跨境采购的合规布局能力、大额批量锁货的资金垫付实力等多重条件，新进入者难以在短期内搭建完整体系、实现有效突破。

2) 资金储备与持续融资能力。算力租赁属于典型重资产驱动行业，单万卡级高端算力集群的资本开支可达数十亿元，且需配套机房、液冷、高速网络等基础设施投入；同时 AI 芯片技术迭代周期短，算力资产存在持续贬值与更新压力，对企业的资金体量与长期融资能力提出极高要求。头部企业尤其是上市公司，可依托股权再融资、银行专项信贷、设备融资租赁、产业基金合作等多元渠道，获取成本更低、期限更长的资金支持，在行业扩容周期中能够快速扩产抢占市场份额；中小主体则受限于融资渠道狭窄、资金成本偏高，难以支撑大规模算力集群的建设与迭代，行业马太效应持续强化。

图 14：算力租赁行业的核心壁垒



资料来源：公开信息，源达信息证券研究所

当前国内算力租赁赛道已形成三类核心供给主体并存的竞争格局，分别是头部云厂商、基础电信运营商与专业第三方算力服务商，其中云厂商凭借综合优势占据市场主导席位。

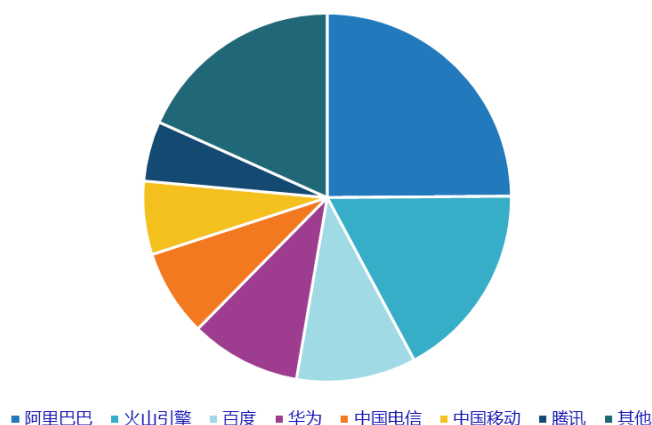
1) 头部云厂商以阿里云、火山引擎、百度智能云、腾讯云为代表，依托生态沉淀、规模效应与技术栈优势形成差异化竞争，合计占据算力租赁市场的多数份额。其中，阿里云持续加码 AI 基础设施领域的资本开支与算力储备，通过灵骏 AI 计算集群、弹性 GPU 算力等多元

产品矩阵,覆盖从大模型训练到高并发推理的全场景算力需求,目前市场份额位居行业第一;火山引擎背靠字节跳动内部庞大的算力底座与调度经验,天然具备成本端优势,配合灵活的市场化运营策略,主打高性价比的算力供给,快速抢占中腰部客户市场;百度智能云依托自研昆仑芯片、百舸 AI 计算平台,在算力硬件定制、高速网络架构、训推一体化集群方面形成独有技术壁垒,上半年聚焦头部客户深度服务,在汽车、电商、音视频等垂直互联网领域持续拓展,市场占比稳步提升;腾讯云同样加快 AI 基础设施建设节奏,提升算力领域的资本投入强度,推动 GPU 算力相关业务收入保持高速增长。

2) 中国电信、中国移动、中国联通三大基础运营商,是算力供给侧的重要中坚力量,三者依托自身网络资源与属地优势,沿不同路径推进智算业务布局,算力调度能力与商业化落地进程持续提速。其中,中国电信以息壤平台为核心搭建分布式智算网络体系,实现跨区域、跨行业的算力资源统筹覆盖,报告期内智算业务收入保持较高增速;中国移动持续扩大算力资源投放规模,同步升级“AI+”战略行动计划,推动智算业务向规模化方向快速发展;中国联通在年中完成联通云 AI 能力的全面焕新,发布“联通星罗”算力调度平台 2.0 等全栈 AI 服务产品,进一步加快智算业务的商业化落地步伐。

3) 润泽科技、协创数据、利通电子、中贝通信等专业算力租赁厂商及第三方 IDC 服务商,凭借英伟达官方合作资质、全国化算力节点布局构建差异化竞争力。润泽科技持有英伟达 NCP 认证资质,已在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等核心区域布局 7 座智能算力集群,规划机柜总量达 32 万架,搭建起覆盖全国的一体化算力服务网络;协创数据同样拥有英伟达 NCP 合作资质,可同时提供算力租赁与综合云计算服务,算力节点已落地北京、上海、乌兰察布、中卫、宁波等多个城市。利通电子旗下子公司世纪利通为中国大陆地区英伟达 NPN 优选级合作服务商,该 AI 云服务领域的最高等级认证构成企业核心壁垒;依托该资质,企业可优先获取 H100、H800 等高端 GPU 芯片,交付周期较普通合作方缩短 6 至 12 个月,同时采用原厂直供模式,在硬件采购成本上具备明显优势。中贝通信加快全国范围的智算节点布局,目前已落地武当、上海松江及临港、三江源、宁夏中卫、甘肃庆阳、青海海东等多个智算集群,在运营总算力规模突破 22000P。

图 15: 2025 年 H1 算力租赁行业格局



资料来源:公开信息,源达信息证券研究所

三、三大逻辑驱动增长，长期成长路径清晰

3.1 成长逻辑一：算力租赁业务放量，利润体量有望超越传统主业

天阳科技布局算力租赁的核心优势集中在稳健商业模式、成熟运营能力与产业协同基础三大维度：1) 商业模式层面，不同于行业内“先建产能、后拓客户”的常规扩张路径，公司采用“需求锁定在前、产能投放在后”的闭口运作模式，所有算力项目均提前敲定下游长期订单后，再推进设备采购与集群建设，大幅规避了行业供需波动带来的算力空置风险，项目确定性显著高于同业；2) 运营层面，公司通过控股项目公司启明星汉落地核心业务，其核心团队深耕信息系统集成、数据中心运维领域多年，具备大型算力集群建设、调度与运维的全流程实操经验，且已与上游硬件供应商、下游需求方建立长期稳定合作关系，可保障项目快速交付与平稳运营；3) 产业协同层面，公司依托十余年金融 IT 主业积累的银行客户资源，可联动金融行业本地化、高合规性的算力需求，叠加与首都在线合资布局西北算力节点，形成“垂直行业场景+通用算力服务”的差异化竞争路径，进一步夯实业务壁垒。

当前公司算力租赁业务已形成“核心长单打底、增量订单补充”的储备结构，整体交付进度符合预期。核心主力项目为通过启明星汉承接的 5 年期算力服务合约，对应整体算力采购规模 35 亿-40 亿元。在此基础上，公司于 2026 年 6 月与云粒智慧签署总金额 3.03 亿元的算力云服务协议，采用“框架协议+按需订单”模式，单份订单服务周期 48 个月，按月结算算力服务费。此外，公司与首都在线合资成立甘肃天阳数金智云，取得 IDC、ISP 等电信运营资质，布局西北政企算力外包市场，作为第二算力供给基地承接增量订单，进一步拓宽订单来源。

表 1：公司目前已披露的算力租赁项目

日期	合作方	项目金额	项目期限	项目情况
2026 年 5 月	/	采购投资金额 35-40 亿元	60 个月	北京启明星汉科技有限公司已与终端客户签署了《计算平台服务协议》，约定由启明星汉为终端客户提供算力服务，服务（锁期）期限为 60 个月。
2026 年 6 月	云粒智慧	协议总金额 3.03 亿元	48 个月	天阳宏业科技股份有限公司与云粒智慧科技有限公司于 2026 年 6 月 16 日签署了《算力云服务协议》，协议总金额（含税）为 3.03 亿元人民币。在服务期限内，以月为结算周期，收取月度服务费。采购订单服务期限为不间断 48 个月。

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

算力租赁业务利润体量有望超越传统主业。从业绩贡献维度测算，公司当前已签署的算力租赁相关订单总规模约 50 亿元，且仍在持续拓展其他增量客户，订单储备具备进一步增厚空间。按项目投产节奏与运营周期保守估算，若算力租赁业务进入稳态运营后年营业收入达到 10 亿元，参考国内第三方算力租赁行业的普遍盈利水平，取 12% 的净利率作为测算基准，

对应全年可实现净利润约 1 亿元。反观公司传统金融 IT 主业，受行业需求周期、市场竞争加剧等因素影响，近年净利润整体处于较低水平，算力业务贡献的利润规模已显著超过原有主业，将成为公司盈利结构中的核心支撑，推动整体业绩实现跨越式提升。

表 2：公司算力租赁业务业绩贡献估算

	年贡献收入（亿元）	净利率	年贡献净利润（亿元）
保守	10	12%	1.2
中性	15	13%	1.95
乐观	20	14%	2.8

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

算力租赁的隐藏利润在于设备残值，超过 80%的收益后置于期末集中释放。算力租赁的商业模式看似“收租”，实则利润的核心来源是期末设备残值变现，而非租期内的租金差价。举例测算：37.5 亿设备采购投资+5 年闭口长单，5 年的生命周期对应约 50 亿的收入，扣除 3.4 亿利息与 3 亿的运维费用，5 年合计利润约为 4 亿左右。但 5 年后设备残值仍有 50% 左右，约为 20 亿。利润结构呈典型“前薄后厚”特征，超过 80%的收益后置于期末集中释放。这一反直觉特征根植于 GPU 的特殊资产属性：受先进制程产能瓶颈与出口管制双重约束，高端 GPU 供需长期失衡，二手价格坚挺。海外数据显示 H100 使用 5 年后流通价值仍达采购价 45%-55%，远超传统电子设备 3%-5%的账面残值率。

表 3：算力租赁业务收益测算

项目	金额
设备采购	-37.5 亿
5 年生命周期收入	+50 亿
5 年利息（按先息后本 3%计算）	-3.4 亿
5 年运维费用	-3 亿
5 年利润	+6.1 亿
设备残值（按 50%计算）	+18.75 亿
5 年总利润	+24.85 亿

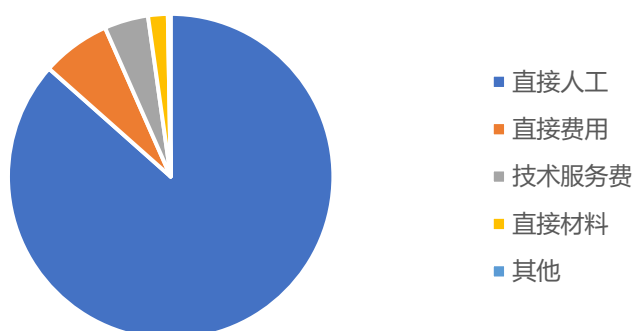
资料来源：源达信息证券研究所

3.2 成长逻辑二：传统主业企稳回升，AI 赋能提升盈利质量

公司在银行 IT 领域深耕近 20 年，形成了深厚的客户壁垒和产品护城河：1) 信贷与信用卡领域市占率领先，公司在银行信贷解决方案领域市占率位居行业第二，信用卡解决方案连续 6 年市占率第一，这两大产品线是银行核心业务系统的重要组成部分，替换成本高、客户粘性强。**2) 客户覆盖广泛且层级高**，公司服务客户涵盖国有大行、股份制银行、城商行、农商行等各类银行机构，由于银行核心业务系统对合规性、稳定性要求极高，供应商替换成本与迁移风险显著，公司凭借对监管政策的精准适配、成熟的产品落地能力与长期贴身运维服务，与客户形成深度绑定，订单续签率维持高位，为业绩提供稳定的底层支撑。

公司银行 IT 主业的增量增长来自 AI 赋能与空间扩容两大方向：1) 公司加速将 AI 技术深度植入主业，在研发、测试、运维环节引入 AI 工具提效，降低人力成本占比，推动主业毛利率稳步上行，实现收入与盈利能力的双重提升。2) 国内市场端，县域农商行、村镇银行等下沉市场的零售数字化转型需求加速释放，这类机构难以承接头部厂商的高价定制方案，公司依托标准化产品矩阵、轻量化交付模式，可高效匹配下沉机构需求。海外市场端，公司以港澳台地区为跨境业务起点，将内地成熟的信贷、信用卡系统建设经验本地化适配，对接当地银行数字化升级需求，开辟全新增长曲线。

图 16：2025 年直接人工占营业成本 86.6%，AI 技术有望大幅降本增效



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

3.2 成长逻辑三：航空互联远期空间，具备期权属性

当前国内航空互联网仍处于低渗透率阶段，叠加民航数字化转型、居民出行消费升级趋势，机上网络与场景化消费需求增长确定性强，赛道整体成长空间广阔。公司凭借先发合作卡位抢占市场先机，同时在项目落地中积累跨领域合规运营、复杂场景系统适配经验，未来可将“金融科技+垂直场景”的模式复制至更多领域，进一步强化金融场景运营商定位，成为主业之外的重要增长补充。

天阳科技布局航空互联业务，是“金融科技+垂直场景”战略的关键落地，整体属于兼具现金流价值与成长弹性的业绩期权，短期业绩贡献有限，中长期有望打开全新成长空间。核心优势层面，业务与公司主业具备强协同属性。依托支付结算、智能营销、合规运营等金融科技积累，公司可将能力无缝嵌入机上电商、广告运营、网络服务售卖等航空互联场景，既拓宽了金融科技的落地边界，也能通过触达航空高净值出行人群为个人金融业务引流，形成“场景获客—金融转化—数据迭代”的业务闭环。同时项目绑定头部航空产业伙伴，双方资源互补共建“航空+金融+科技”生态，为后续拓展更多垂直场景沉淀产业资源。财务端，项目采用“设备交付+长期分润”模式，合作周期长达 10 至 15 年，伴随机队改装规模逐步

扩大，流量分润、增值业务、金融服务等收益将持续释放，可为公司补充稳定长期现金流，平滑传统金融 IT 业务的周期波动。

四、盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

银行 IT 业务：1) 收入恢复增长源于三重驱动：一是前期收入确认滞后的影响逐步消退，存量项目交付与验收节奏回归正常，营收确认稳步修复；二是持续拓展下沉银行客户，向下渗透城商行、农商行等区域金融机构，打开下沉市场增量空间；三是稳步布局海外市场，拓展境外金融机构客户，输出成熟的银行 IT 解决方案，开辟海外增长曲线。我们预计 2026-2028 年营收分别为 18.5、19、19.5 亿元，对应增速分别约为 4.1%、2.7%、2.6%。2) 盈利持续修复的逻辑有两点：一是 AI 技术赋能业务降本增效，通过 AI 工具替代部分基础开发、测试与运维人力，有效降低人力成本占比，提升人均产出效率；二是高附加值产品占比持续提升，核心系统改造、信创解决方案、数据治理等高毛利业务收入占比逐年增加，拉动整体盈利水平稳步上行。我们预计 2026-2028 年毛利率分别为 28.5%、29.0%、29.5%。

算力租赁业务：1) 收入高增长来自两大动力：一是 AI 产业爆发带动算力需求持续攀升，算力租赁赛道景气度高企，行业市场空间快速扩容；二是公司依托现有客户资源与技术积累快速切入赛道，算力机柜与资源逐步上架投放，业务从 0 到 1 进入高速放量阶段，成为公司核心增长增量。对应 2026-2028 年营收分别为 2.5、12、18 亿元。2) 毛利率稳步上行主要受益于规模效应与运营优化：业务规模快速扩张、算力上架率持续提升，摊薄机房建设、设备折旧等固定成本；同时运营效率持续优化，高附加值的定制化算力服务占比逐步增加，盈利水平稳步增强。对应 2026-2028 年毛利率分别为 15%、25%、28%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 21.0 亿元、31.0 亿元、37.5 亿元，对应整体增速 9.7%、47.6%、21%；毛利率分别为 26.9%、27.5%、28.8%。传统业务企稳托底、新兴业务高速拉动，盈利水平持续修复上行的发展态势。

表 4：公司 2026-2028 年业绩预测（亿元）

		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
银行 IT	营收	19.4	17.7	17.8	18.5	19.0	19.5
	毛利率	28.7%	28.4%	17.8%	28.5%	29.0%	29.5%
算力租赁	营收				2.5	12.0	18.0
	毛利率				15.0%	25.0%	28.0%
合计	营收	19.4	17.7	17.8	21.0	31.0	37.5
	毛利率	28.7%	28.4%	17.8%	26.9%	27.5%	28.8%

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

4.2 估值分析

我们预计天阳科技 2026-2028 年的归母净利润为 0.78、1.80、3.07 亿元，对应当前市值，PE 分别为 96.0、41.9、24.5 倍。选取银行 IT 行业企业长亮科技与宇信科技，以及算力租赁行业企业润泽科技、协创数据作为可比公司，2026-2028 年可比公司 PE 均值分别为 42.4 倍、31.0 倍、25.3 倍。短期来看，公司 2026 年估值高于行业平均，核心原因在于当前盈利基数偏低：相关新业务仍处于拓展投入与产能爬坡阶段，前期费用与成本对短期利润形成压制，导致静态估值偏高。

随着新业务逐步放量、产品结构持续优化，公司盈利弹性将快速释放，估值水平将随业绩增长加速消化，中长期估值性价比逐步凸显。整体来看，公司当前业务体量较小，在传统业务基本盘的稳固支撑下，高景气新兴赛道拓展顺利，未来业绩增速有望高于行业平均，具备较强的成长弹性。尽管短期受新业务拓展等因素影响业绩承压，但 2027 年起盈利将进入加速释放期，长期成长路径清晰。

表 5：可比公司估值对比（单位亿元，截至 2026 年 7 月 9 日）

公司	代码	归母净利润			PE			总市值
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
长亮科技	300348.SZ	1.37	1.90	2.00	50.6	36.3	34.5	69
宇信科技	300674.SZ	5.15	6.14	6.94	19.9	16.7	14.8	103
润泽科技	300442.SZ	32.90	41.79	52.22	39.9	31.4	25.2	1,314
协创数据	300857.SZ	24.22	36.29	53.79	59.1	39.4	26.6	1,431
平均值					42.4	31.0	25.3	
天阳科技	300872.SZ	0.78	1.80	3.07	96.0	41.9	24.5	75

资料来源：Wind 一致预测，源达信息证券研究所

五、风险提示

算力租赁业务拓展不及预期的风险；

市场竞争加剧的风险；

人力成本上升的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	17.66	17.77	21.00	31.00	37.50	成长性					
减:营业成本	12.64	14.61	15.35	22.47	26.70	营业收入增长率	-8.8%	0.6%	18.2%	47.6%	21.0%
营业税费	0.12	0.15	0.17	0.23	0.26	营业利润增长率	-45.6%	-349.1%	154.0%	144.7%	74.2%
销售费用	1.05	1.02	1.01	1.08	1.12	净利润增长率	-33.6%	-278.2%	156.6%	140.3%	70.7%
管理费用	1.46	1.61	1.57	1.55	1.50	EBITDA 增长率	-45.7%	-374.2%	163.8%	252.7%	58.2%
研发费用	1.77	2.07	2.10	2.17	2.25	EBIT 增长率	-77.2%	-1025%	129.8%	435.2%	65.8%
财务费用	0.45	0.03	0.29	1.28	1.96	NOPLAT 增长率	-13.0%	-208.0%	174.8%	189.6%	62.2%
资产减值损失	-0.46	-0.39	-0.20	-0.20	-0.20	投资资本增长率	8.7%	-9.3%	0.2%	6.0%	-1.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	24.2%	11.4%	0.5%	4.7%	7.6%
投资和汇兑收益	0.06	0.01	0.02	0.02	0.02						
营业利润	0.62	-1.53	0.83	2.02	3.53	利润率					
加:营业外净收支	-0.01	-0.00	-0.00	-0.01	-0.00	毛利率	28.4%	17.8%	26.9%	27.5%	28.8%
利润总额	0.61	-1.54	0.82	2.02	3.52	营业利润率	3.5%	-8.6%	3.9%	6.5%	9.4%
减:所得税	-0.14	-0.08	0.04	0.14	0.32	净利润率	4.4%	-7.8%	3.7%	6.1%	8.5%
净利润	0.78	-1.38	0.78	1.88	3.21	EBITDA/营业收入	3.5%	-9.6%	5.2%	12.3%	16.1%
						EBIT/营业收入	1.3%	-11.7%	2.9%	10.7%	14.6%
资产负债表						费用率					
(亿元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	销售费用率	6.0%	5.8%	4.8%	3.5%	3.0%
货币资金	13.51	11.49	11.76	12.40	14.05	管理费用率	8.3%	9.1%	7.5%	5.0%	4.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	研发费用率	10.0%	11.7%	10.0%	7.0%	6.0%
应收帐款	12.05	8.79	8.70	8.86	9.05	财务费用率	2.5%	0.2%	1.4%	4.2%	5.3%
应收票据	-	-	-	-	-	四费/营业收入	26.8%	26.7%	23.7%	19.7%	18.3%
预付帐款	0.29	0.43	0.33	0.79	0.55	投资回报率					
存货	4.56	6.49	7.16	7.82	7.75	ROE	2.4%	-3.9%	2.2%	5.0%	7.9%
其他流动资产	1.57	1.20	1.20	1.20	1.20	ROA	1.8%	-3.0%	1.6%	3.7%	6.1%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROIC	6.6%	-6.5%	5.4%	15.6%	23.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	0.86	1.55	1.55	1.55	1.55	运营效率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	45	38	29	18	13
固定资产	1.97	1.80	1.62	1.45	1.27	流动营业资本周转天数	296	258	181	130	112
在建工程	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	660	612	493	350	303
无形资产	3.07	5.25	5.56	6.22	6.83	应收帐款周转天数	260	211	150	102	86
其他非流动资产	4.09	10.85	10.46	9.95	9.95	存货周转天数	75	112	117	87	75
资产总额	41.98	47.84	48.35	50.24	52.21	总资产周转天数	839	910	825	573	490
短期债务	2.50	5.23	3.73	1.35	-	投资资本周转天数	426	421	339	237	200
应付帐款	0.64	2.87	3.10	3.14	3.09	偿债能力					
应付票据	-	0.20	0.23	0.27	0.32	资产负债率	23.3%	25.0%	24.8%	23.7%	20.4%
其他流动负债	3.35	3.38	3.66	3.76	3.78	负债权益比	30.3%	33.4%	33.0%	31.1%	25.6%
长期借款	0.20	-	1.00	3.00	3.00	流动比率	4.93	2.43	2.72	3.64	4.54
其他非流动负债	3.09	0.30	0.19	0.19	0.23	速动比率	4.23	1.88	2.05	2.73	3.46
负债总额	9.77	11.97	11.91	11.72	10.41	利息保障倍数	0.50	-64.36	2.12	2.58	2.80
少数股东权益	-0.01	0.04	0.04	0.04	0.04	分红指标					
股本	4.62	4.88	4.88	4.88	4.88	DPS(元)	0.05	-	0.02	0.04	0.07
留存收益	27.47	30.43	31.14	32.83	35.71	分红比率	29.4%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	32.21	35.88	36.06	37.75	40.63	股息收益率	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%
现金流量表						业绩和估值指标					
(亿元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	0.75	-1.45	0.78	1.88	3.21	EPS(元)	0.16	-0.28	0.16	0.38	0.66
加:折旧和摊销	0.43	0.40	0.47	0.52	0.56	BVPS(元)	6.60	7.34	7.38	7.73	8.32
资产减值准备	0.46	0.39	0.39	0.39	0.39	PE(X)	97.1	-54.5	96.3	40.1	23.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.3	2.1	2.1	2.0	1.9
财务费用	0.61	0.19	0.29	1.28	1.96	P/FCF	-15.8	-234.1	766.6	-1,119	47.5
投资收益	-0.06	-0.01	-0.02	-0.02	-0.02	P/S	4.3	4.2	3.6	2.4	2.0
少数股东损益	-0.02	-0.07	-	-	-	EV/EBITDA	100.7	-49.6	54.5	15.3	9.2
营运资金的变动	-1.69	-4.08	0.10	-0.58	0.25	CAGR(%)	35.2%	-230.0%	-11.8%	35.7%	-230.1%
经营活动产生现金流量	1.23	1.34	2.00	3.46	6.35	PEG	2.8	0.2	-8.2	1.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-3.36	-4.32	-0.58	-0.98	-0.98	ROIC/WACC	0.7	-0.6	0.5	1.5	2.4
融资活动产生现金流量	0.93	1.25	-1.15	-1.84	-3.71	REP	4.4	-6.6	5.6	1.8	1.1

资料来源: Wind, 源达信息证券研究所预测

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看 好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上
中 性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上
看 淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买 入：	相对于沪深 300 指数表现 + 20%以上
增 持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%
中 性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动
减 持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 2306C 室

分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确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。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，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。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。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，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。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。