

26Q2 算力服务毛利率环比修复，费用率摊薄兑现经营杠杆

投资要点

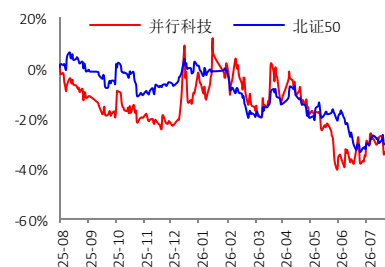
- **事件：**2026年上半年，公司实现营业收入9.46亿元，同比增加106.8%；实现归母净利润4192.6万元，同比增加725.55%；实现扣非归母净利润2732.8万元，同比增加505.3%。单看2026Q2，公司实现营业收入5.15亿元，同比增加98.7%、环比增加19.6%；实现归母净利润3032.0万元，同比大幅增加1942.3%、环比增加约161.25%；实现扣非归母净利润1974.0万元，环比增加约160.1%，业绩延续快速增长态势。
- **智算业务高增驱动收入爆发，Q2算力服务毛利率环比修复。**2026H1公司算力服务收入8.95亿元，同比增加102.7%，占总营收比重约94.6%，仍为绝对核心。分产品看，智算服务收入6.47亿元，同比增加144.5%，成为增长主引擎；行业云收入1.62亿元，同比增加73.1%；通用云收入0.86亿元，同比增加3.3%。2026H1整体毛利率19.16%，同比下滑约4.1pp，主因是智算等高增长业务放量下成本增速（H1主营业务成本同比+117.8%）快于收入、结构偏智算，以及后付费扩张带来的资源匹配压力。H1按客户看，企业端算力收入7.05亿元（+168.1%）、毛利率仅13.2%，仍低于高校（37.5%）、科研机构（23.7%）。但关键的边际信号在于算力服务毛利率的环比修复：26Q1算力服务收入约4.0亿元，毛利率15.57%，为阶段性低点；26H1算力服务收入8.95亿元，毛利率16.97%。以H1减Q1反推，2026Q2单季算力服务收入约4.93亿元，毛利率约18.12%，较Q1回升约2.6个百分点，显示Q1之后新确认业务的盈利质量在改善。我们认为，这与下游算力租赁/智算需求偏旺、客户锁量意愿增强一致——合同负债较2025年底+55.1%、经营现金流大幅转正可相互印证；景气环境下新签订单议价与资源匹配条件改善，叠加自有算力扩张与调度效率提升，有望推动算力服务毛利率在低位继续修复。
- **费用端经营杠杆显现，期间费用率同比显著下降。**2026H1销售费用率5.7%，同比下降3.3个百分点；管理费用率2.9%，同比下降1.5个百分点；研发费用率2.5%，同比下降1.7个百分点；财务费用率2.1%，同比下降0.7个百分点。研发费用绝对额增至2325万元（上年同期约1880万元），管理费用因2026年股权激励股份支付有所增加，销售费用随业绩考核奖金上升，但收入体量快速抬升下期间费用整体增幅明显弱于收入，整体期间费用率较25H1下降7.04pp至13.13%，费用摊薄型经营杠杆逐步显现。26H1毛利总额同比扩张，叠加费用率下降，推动净利率由去年同期的1.2%提升pp至4.58%。
- **信用减值随应收扩张仍有扰动，Q2边际缓和、经营现金流大幅转正。**2026H1信用减值损失约1318.9万元，主要系业务扩大、后付费客户及后付费收入占比提升带动应收账款增加、坏账计提上升；期末应收账款3.64亿元，较2025年末2.46亿元增加47.8%。对比看，2026Q1单季信用减值损失约2358万元，H1累计已低于Q1单季，显示Q2减值压力明显缓和。合同负债较期初增加55.1%，预收改善；经营现金流净额H1达3.32亿元，同比增加约745%，而Q1仍为-0.20亿元，Q2回款与预收修复力度较强。减值更多体现为扩张期伴生成本，需求与回款质量整体仍偏积极。

西南证券研究院

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

分析师：潘妍洁
执业证号：S1250525100002
电话：023-65796461
邮箱：panyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：iFinD

基础数据

总股本(亿股)	0.61
流通A股(亿股)	0.45
52周内股价区间(元)	102.01-199.80
总市值(亿元)	69.41
总资产(亿元)	37.82
每股净资产(元)	9.04

相关研究

1. 并行科技（920493）：26Q1业绩延续高增，规模效应逐步显现（2026-05-08）
2. 并行科技（920493）：算力高景气延续，盈利能力修复可期（2026-04-09）

- **自有算力资本开支提速，定增与区域智算平台同步推进。**2026H1 购建固定资产等现金支出 11.25 亿元，投资活动现金流净额-11.22 亿元；期末固定资产 13.30 亿元（2025 年末 10.41 亿元），总资产 37.82 亿元，货币资金 6.57 亿元（较期初+111.8%），筹资活动现金流净额+11.27 亿元，融资配合扩产节奏清晰。公开事项上，公司 2026 年 4 月起持续披露 GPU/CPU 算力服务器采购；2026 年 8 月 21 日董事会审议拟再采购 GPU 算力服务器及配套 IT 设备，单次合同金额不超过 1.28 亿元，连同此前相关采购累计约 1.61 亿元。同期拟向特定对象发行不超过 908.73 万股、募集资金总额不超过 4.80 亿元，项目投资总额约 5.23 亿元，投向智算云平台建设及运营（前次北交所募投延续与追加）。2026H1 期间，新设武汉并行智算、武汉楚云智算（注册资本 5 亿元）、深圳并行科技、深圳粤云智算（注册资本 2.1 亿元）等主体，区域化智算落地与产业协同并行；8 月底公告与专业投资机构合作参与投资产业基金，资源池与生态布局同步加码。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 18.6/24.85/30.9 亿元，yoy 分别为 67.5%/33.65%/24.2%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 61.1 /133.3 /242.0 百万元，yoy 分别为 399.95%/118.2%/81.6%，对应 PS 分别为 4/3/2 倍。公司作为国内超算云领域龙头，在行业内具有经验、技术以及先发优势。随着生成式人工智能、人工智能赋能基础科研、大数据等新技术和新应用领域的快速推广普及，下游领域预计仍将保持较高算力服务需求，公司规模效应有望逐步显现，业绩将维持高增长趋势。同时考虑到北交所标的高弹性特点，维持“买入”评级。
- **风险提示：**技术替代风险、人才引进和流失风险、数据泄露潜在风险、研发风险、知识产权被侵害风险、政策监管环境变化风险、实际控制人不当控制风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1109.96	1859.33	2485.05	3087.29
增长率	69.56%	67.51%	33.65%	24.23%
归属母公司净利润（百万元）	12.22	61.08	133.27	241.99
增长率	1.34%	399.95%	118.18%	81.58%
每股收益 EPS（元）	0.20	1.01	2.20	3.99
净资产收益率 ROE	2.85%	11.73%	11.96%	17.85%
PS	6.25	3.73	2.79	2.25
PB	15.58	13.70	6.31	5.17

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测与估值

假设 1：算力服务仍是公司收入与利润的绝对主轴。产业层面，智能算力与智算服务需求扩张斜率仍明显高于通用算力，大模型训推、科研与行业数字化共同抬升有效算力消耗；公司侧则凭借并行算网调度、多中心资源接入以及共建/自有集群扩容，把外部景气更顺畅地转化为可交付的服务能力，客户结构上亦形成大模型/行业客户与长尾科研用户相互补充的格局。综合行业空间与公司兑现节奏，我们预计 2026-2028 年算力服务收入同比增速约为 70.0%/35.0%/25.0%。毛利率方面，短期随结构偏向智算而运行在相对低位，中期若利用率改善、自有及共建资源权重上升，成本刚性有望被摊薄，预计毛利率约为 18.0%/20.0%/22.0%。

假设 2：高性能计算系统集成、高性能计算软件与计算服务、高性能计算会议及其他服务均为算力服务的生态业务，收入占比相对较小，主要目的系全方位满足用户需求、提高用户体验等。我们预计 2026-2028 年高性能计算系统集成收入同比增速约为 55.0%/17.0%/13.0%，毛利率约为 50.0%/50.0%/50.0%；高性能计算软件与计算服务收入同比增速约为 15.0%/12.0%/10.0%，毛利率约为 53.0%/54.0%/55.0%；高性能计算会议及其他服务收入同比增速约为 0.0%/0.0%/0.0%，毛利率约为 12.0%/12.0%/12.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入及成本如下表：

表 1：分产品收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
算力服务	收入	1021.2	1736.0	2343.5	2929.4
	增速	66.3%	70.0%	35.0%	25.0%
	成本	796.2	1423.5	1874.8	2285.0
	毛利率	22.0%	18.0%	20.0%	22.0%
高性能计算系统集成	收入	56.4	87.4	102.2	115.5
	增速	278.1%	55.0%	17.0%	13.0%
	成本	27.0	43.7	51.1	57.8
	毛利率	52.1%	50.0%	50.0%	50.0%
高性能计算软件与计算服务	收入	23.8	27.3	30.6	33.7
	增速	29.9%	15.0%	12.0%	10.0%
	成本	10.2	12.8	14.1	15.2
	毛利率	57.1%	53.0%	54.0%	55.0%
高性能计算会议及其他服务	收入	8.7	8.7	8.7	8.7
	增速	17.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	7.6	7.6	7.6	7.6
	毛利率	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%
合计	收入	1110.0	1859.3	2485.1	3087.3
	增速	69.6%	67.5%	33.7%	24.2%
	成本	841.0	1487.6	1947.7	2365.5
	毛利率	24.2%	20.0%	21.6%	23.4%

数据来源：Wind，西南证券

目前，暂无与公司从事同类主营业务的可比境内上市公司。从所处行业、经营范围及应用领域等角度出发，同时结合信息的可获得性，我们选取了五家家算力产业链的上市公司润泽科技、奥飞数据、恒为科技、中科星图和数据港作为可比公司。润泽科技与奥飞数据作为公司算力资源服务领域的可比公司，恒为科技作为公司第三方 AI 算力运维服务领域的可比公司，中科星图作为公司高性能计算+行业一体化算力服务的可比公司，数据港作为 IDC 重资产运营与共建算力服务的可比公司。

考虑到公司归母净利润基数较低，且会受到股份支付费用影响，我们采取 PS 进行估值。2026-2028 年五家可比公司平均估值为 9/7/7 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 18.6/24.85/30.9 亿元，yoy 分别为 67.5%/33.65%/24.2%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 61.1 /133.3 /242.0 百万元，yoy 分别为 399.95%/118.2%/81.6%，对应 PS 分别为 4/3/2 倍。公司作为国内超算云领域龙头，在行业内具有经验、技术以及先发优势。随着生成式人工智能、人工智能赋能基础科研、大数据等新技术和新应用领域的快速推广普及，下游领域预计仍将保持较高算力服务需求，公司规模效应有望逐步显现，业绩将维持高增长趋势。同时考虑到北交所标的高弹性特点，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	营业收入（百万元）				PS（倍）			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300442.SZ	润泽科技	1035.83	63.12	5673.68	8193.85	10546.57	13104.88	18.26	12.64	9.82	7.90
300738.SZ	奥飞数据	202.66	20.57	2521.36	3232.17	3824.33	4306.5	8.04	6.27	5.30	4.71
603496.SH	恒为科技	75.44	23.56	1046.69	1184.00	1351.00	1337	7.21	6.37	5.58	5.64
688568.SH	中科星图	257.62	31.88	2676.74	3704.50	5242.50	6497	9.62	6.95	4.91	3.97
603881.SH	数据港	216.63	25.13	1720.83	1820.33	1940.33	2060	12.59	11.90	11.16	10.52
平均值								11.14	8.83	7.36	6.55
920493.BJ	并行科技	69.41	114.58	1109.96	1859.33	2485.05	3087.29	6.25	3.73	2.79	2.25

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 8 月 28 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，并行科技来自西南证券盈利预测

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1109.96	1859.33	2485.05	3087.29	净利润	13.09	61.08	133.27	241.99
营业成本	840.96	1487.65	1947.66	2365.49	折旧与摊销	250.35	267.17	282.04	293.12
营业税金及附加	2.76	4.63	6.18	7.68	财务费用	30.72	41.63	52.86	51.34
销售费用	117.92	129.71	162.14	202.68	资产减值损失	-0.01	25.00	25.00	25.00
管理费用（含研发费用）	94.17	127.42	157.95	173.21	经营营运资本变动	-107.94	-137.63	-180.33	-150.99
财务费用	30.72	41.63	52.86	51.34	其他	58.80	-22.94	8.03	1.89
资产减值损失	-0.01	25.00	25.00	25.00	经营活动现金流净额	245.01	234.31	320.87	462.35
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-202.28	-160.00	-130.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-328.41	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	25.00	15.00	10.00	投资活动现金流净额	-530.69	-160.00	-130.00	-100.00
营业利润	14.12	68.30	148.26	271.89	短期借款	-2.01	690.63	0.00	0.00
其他非经营损益	0.15	1.31	1.36	1.14	长期借款	178.65	200.00	5.00	5.00
利润总额	14.27	69.61	149.62	273.03	股权融资	83.85	0.00	460.00	0.00
所得税	1.18	8.53	16.35	31.04	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	13.09	61.08	133.27	241.99	其他	46.86	-235.98	-52.86	-51.34
少数股东损益	0.87	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	307.35	654.65	412.14	-46.34
归属母公司股东净利润	12.22	61.08	133.27	241.99	现金流量净额	21.68	728.96	603.01	316.01
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	310.35	1039.31	1642.32	1958.33	成长能力				
应收和预付款项	275.80	404.25	563.86	692.00	销售收入增长率	69.56%	67.51%	33.65%	24.23%
存货	120.69	213.49	277.51	338.47	营业利润增长率	15.77%	383.61%	117.06%	83.39%
其他流动资产	164.74	296.89	385.70	483.77	净利润增长率	1.73%	366.56%	118.18%	81.58%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	69.53%	27.75%	28.13%	27.57%
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	1041.15	936.33	787.26	597.10	毛利率	24.23%	19.99%	21.63%	23.38%
无形资产和开发支出	13.99	12.14	10.29	8.44	四费率	21.88%	16.07%	15.01%	13.84%
其他非流动资产	294.51	299.01	297.89	296.77	净利率	1.18%	3.29%	5.36%	7.84%
资产总计	2221.23	3201.42	3964.83	4374.89	ROE	2.85%	11.73%	11.96%	17.85%
短期借款	259.37	950.00	950.00	950.00	ROA	0.59%	1.91%	3.36%	5.53%
应付和预收款项	269.98	468.42	607.94	744.11	ROIC	5.53%	10.77%	18.33%	28.56%
长期借款	420.52	620.52	625.52	630.52	EBITDA/销售收入	26.59%	20.28%	19.44%	19.96%
其他负债	811.65	641.69	667.30	694.19	营运能力				
负债合计	1761.52	2680.63	2850.76	3018.83	总资产周转率	0.59	0.69	0.69	0.74
股本	59.71	60.58	69.67	69.67	固定资产周转率	1.18	1.94	3.20	5.49
资本公积	836.24	835.36	1286.27	1286.27	应收账款周转率	5.71	5.32	4.98	4.77
留存收益	-450.37	-389.29	-256.02	-14.02	存货周转率	8.79	8.90	7.90	7.64
归属母公司股东权益	445.57	506.66	1099.93	1341.92	销售商品提供劳务收到现金营业收入	191.13%	—	—	—
少数股东权益	14.14	14.14	14.14	14.14	资本结构				
股东权益合计	459.72	520.80	1114.07	1356.07	资产负债率	79.30%	83.73%	71.90%	69.00%
负债和股东权益合计	2221.23	3201.42	3964.83	4374.89	带息债务/总负债	38.60%	58.59%	55.27%	52.36%
					流动比率	0.72	1.01	1.37	1.54
					速动比率	0.62	0.90	1.24	1.39
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	295.19	377.10	483.17	616.35	每股收益	0.20	1.01	2.20	3.99
PE	568.14	113.64	52.08	28.68	每股净资产	7.35	8.36	18.16	22.15
PB	15.58	13.70	6.31	5.17	每股经营现金	4.04	3.87	5.30	7.63
PS	6.25	3.73	2.79	2.25	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	24.10	19.05	15.78	11.87					
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

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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@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
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	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
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn