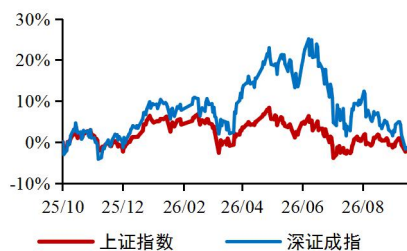


信义山证汇通天下

研究早观点

2026 年 10 月 15 日 星期四

市场走势



资料来源：常闻

【今日要点】

【行业评论】计算机：算力租赁专题报告：供需持续严重错配，商业模式向 Token 分成跃迁

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,842.19	0.31
深证成指	12,887.62	-0.11
沪深 300	4,357.62	0.29
中小板指	7,948.79	-0.23
创业板指	3,135.28	-0.23
科创 50	1,530.01	-2.51

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】计算机：算力租赁专题报告：供需持续严重错配，商业模式向 Token 分成跃迁

盖斌赫 gaibinhe@sxzq.com

【投资要点】

- **国内 AI 算力严重供不应求推动今年以来算租行业持续高景气。**在需求端，AI 推理需求呈爆发式增长，叠加企业级 AI Agent 加速落地，单客户算力消耗的乘数效应将进一步抬升算力需求曲线斜率，同时国内外头部云厂商持续增加 AI 投入，推动整体算力市场空间和增长确定性明显提升；而在供给端，英伟达高端 AI 芯片面临多重产能瓶颈约束，叠加美国对高端芯片的出口管制持续收紧，国内可获取的高端芯片增量极为有限。供需矛盾下今年上半年高端 AI 芯片租赁价格保持加速上行，我们预计下半年算力供不应求状况仍无法有效缓解，推动算力租赁价格将维持高位。
- **算力租赁行业市场集中度有望持续提升，重点看好具备供应链优势的厂商。**目前行业参与者多为跨界厂商，已分化为三个梯队，其中，第一梯队已完成大规模算力资源池搭建且锁定长期订单，第二梯队则在区域客户资源和本土机房资源上具备差异化优势，而第三梯队仅能提供零散的算力零售服务。随着美国芯片出口管制收紧导致高端卡供货渠道遭封堵，以及中小厂商出租率较低使其面临折旧和利息的固定成本困境，叠加中小厂商缺乏强业务背书推高融资成本，未来中小厂商大概率将逐步出清，市场份额向头部聚拢。基于算租行业的四大核心竞争维度，具备显著供应链能力优势的厂商有望率先脱颖而出，其次在客户资源、资金实力、组网及运维能力上有积累的厂商也将有更强竞争力。目前协创数据综合实力保持领先，同时行云科技、东阳光、盛视科技、杰创智能等厂商算力扩张迅速。
- **算力租赁商业模式正经历从算力资源出租向 Token 分成的跃迁，推理优化能力强且与头部模型厂绑定的公司将充分受益。**卖方市场中大模型厂商等下游客户为抢购算力愿意出让部分 Token 收益，同时算租厂商也有意愿突破传统租赁模式的利润率天花板，于是今年以来算租厂商开始持续探索落地 Token 分成新模式，伴随而来的是更深的产业链嵌入和更高的价值分配比例。参考海外亚马逊与 Anthropic 的合作实践，预计典型的 Token 分成合同将采用“保底租金+超额分成”的双层设计或者纯分成模式，且分成比例设计更偏向于算力提供方。目前国内 Token 分成模式仍处于小规模试点阶段，但未来有望成为算租厂商重要的收入和利润来源，根据我们测算，在中性假设下，到 2028 年算租厂商的 Token 分成收入有望达到 592 亿元。而在 Token 分成模式下，算租厂商除拿卡渠道和资金实力外，还需要优异的推理优化能力及与头部模型厂的深度绑定，因此随着 Token 分成模式的持续渗透，具备强推理优化技术并与智谱等头部模型厂绑定的算租厂商将充分受益。
- **投资建议：**国内高端 AI 算力供给缺口短期内难以弥补，算租行业高景气预计将延续全年。一方面，随着美国芯片出口管制收紧导致高端卡供货渠道遭封堵，以及中小厂商出租率较低使其面临折旧和利

息的固定成本困境，未来中小厂商大概率将逐步出清，市场份额向头部聚拢，具备显著供应链能力优势的厂商有望率先脱颖而出，建议关注协创数据、利通电子、杰创智能、盛视科技等；另一方面，算力租赁商业模式正经历从算力资源出租向 Token 分成的跃迁，未来 Token 分成有望成为国内算力租赁厂商的重要收入和利润来源，而在 Token 分成模式下，算租厂商需要优异的推理优化能力及与头部模型厂的深度绑定，建议关注宏景科技、软通动力、中软国际等。



- 风险提示：AI 算力需求增长不及预期风险，GPU 租赁价格大幅下降风险，地缘政治风险，行业竞争加剧风险，行业标准与监管不确定性风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

