国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 11 月 02 日

优刻得（688158.SH）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

中立云厂商领军，AI 驱动云与智算增长

计算机组

分析师：刘高畅（执业 S1130525120005）

liugaochang@gjzq.com.cn

分析师：陈芷婧（执业 S1130525120008）

chenzhijing@gjzq.com.cn

分析师：鲍淑娴（执业 S1130526020002）

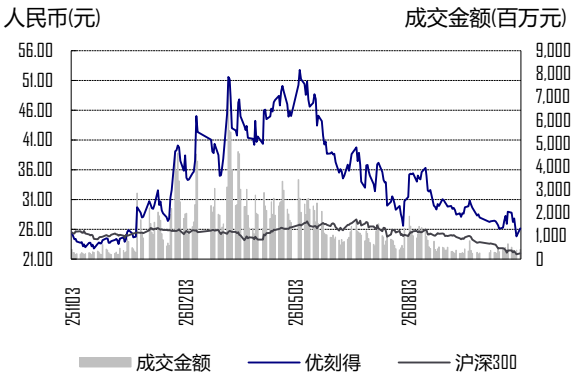
baoshuxian@gjzq.com.cn

市价（人民币）：26.19 元

目标价（人民币）：42.58 元

投资逻辑：

- **深耕中立云服务十余年，业务拓展至 IDC/AIDC。**公司业务由云计算拓展至 IDC/AIDC 领域，形成覆盖公有云、私有云与混合云的产品体系，并在青浦、乌兰察布布局自建智算中心。云计算构成公司收入基本盘，AI 算力需求、机柜托管及海外业务贡献新增量，公司进入增长提速、盈利持续改善阶段。2026 年前三季度实现收入 15.91 亿元，同比增长 29.67%；综合毛利率 28.32%，同比提升 3.57pct，归母及扣非归母净利润均转正。后续增长主要来自三方面：1）拓展云业务客户生态与 AI 产品，带动计算、存储等资源用量增长；2）双智算中心扩容及客户上架，推动托管收入增长与固定成本摊薄；3）依托全球节点承接中企出海与海外 AI 需求，提高海外业务贡献。
- **AI 需求拉动云业务增长，双智算中心持续扩容。**云计算方面，公司以中立云服务企业客户，围绕 AI 开发和部署需求，推出 GPU 云服务、UPFS 高性能存储、孔明调度平台及 AstraFlow 模型服务，产品从基础资源延伸至模型调用和应用开发。2026 年前三季度 AI 相关收入占比超过 40%。智算中心方面，乌兰察布依托电价和散热成本优势承接大规模算力需求，青浦贴近长三角客户，服务 AI 推理、芯片验证等场景，双中心同时支持云业务和对外托管。截至 2026 年 6 月末，乌兰察布机柜利用率超过 95%，青浦约 65%；乌兰察布 D 栋一期预计年末交付，青浦上架率提升与乌兰察布扩容共同支撑收入增长。随着自建资源利用率提高，公司可减少第三方 IDC 租赁依赖，并摊薄机房折旧与运维成本。
- **全球节点服务中企出海，海外云与 AI 算力需求贡献增量。**公司已形成覆盖 28 个地域、36 个可用区的全球资源网络，为跨境电商、游戏、制造等客户提供云资源、跨境网络及本地运维服务，海外节点与跨区域服务经验构成客户拓展基础。2025 年境外收入 3.48 亿元，同比增长 30.86%；2026 年上半年境外收入 1.95 亿元，占总收入 19.83%，毛利率 26.67%，较 2025 年全年提升 2.35 个百分点。公司持续布局海外节点，并在美国华盛顿部署 GPU 裸金属集群，将服务内容由传统云资源拓展至 AI 算力，承接中企出海及海外本地需求。客户用量增长与资源利用率提升，有望共同带动海外收入和毛利增长。



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,503	1,699	2,033	2,456	2,945
营业收入增长率	-0.81%	13.07%	19.64%	20.81%	19.90%
归母净利润(百万元)	-241	-74	62	107	161
归母净利润增长率	-29.67%	-69.49%	N/A	71.40%	50.60%
摊薄每股收益(元)	-0.532	-0.161	0.135	0.232	0.349
每股经营性现金流净额	0.27	0.53	0.80	1.59	2.02
ROE(归属母公司)(摊薄)	-10.06%	-3.04%	2.51%	4.13%	5.86%
P/E	-26.28	-174.26	205.94	120.15	79.78
P/B	2.64	5.30	5.18	4.96	4.67

来源：公司年报、国金证券研究所

盈利预测、估值和评级

我们预测，26-28 年公司实现营业收入 20.33/24.56/29.45 亿元，同比+19.64%/20.81%/19.90%，归母净利润 0.62/1.07/1.61 亿元。给予公司 2027 年 8X PS 估值，对应目标市值为 196.49 亿元，目标价为 42.58 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

盈利改善及客户回款风险，云计算竞争及价格变化风险，AI 需求及 GPU 采购风险，数据中心建设与上架风险，融资及资本支出风险，海外合规、汇率及客户拓展风险。

内容目录

一、中立、全栈式云厂商领军，经营质量持续提升 4
1.1 深耕云计算十余年，持续拓展智算及海外布局 4
1.2 云计算构筑业务基本盘，IDC/AIDC 与云通信协同发展 4
1.3 财务分析：收入增长提速，盈利能力持续改善 5
二、AI 带动云需求加速，中立云厂商受益 8
2.1 云市场持续扩容，AI 算力与推理需求加速增长 8
2.2 公司中立定位实现差异化竞争，算力资源效率持续提升 10
2.3 客户生态持续拓展，模型与智能硬件需求增长 12
2.4 AI 产品由底层资源延伸至模型与智能体服务 13
三、双智算中心扩容，IDC/AIDC 支撑盈利增长 15
3.1 东西部资源互补，自建中心承载能力提升 16
3.2 利用率与毛利贡献提升，IDC/AIDC 成为增长来源 18
3.3 分阶段推进扩建，融资安排支持经营发展 19
3.4 机柜托管与算力服务协同，新建项目拓展收入来源 20
四、全球化布局持续深化，海外业务打开成长空间 20
4.1 长期投入海外节点，全球服务网络持续完善 20
4.2 境外业务形成稳定收入贡献，中资出海客户提供支撑 21
4.3 GPU 与模型能力向海外延伸，增强一体化服务能力 22
五、盈利预测与投资建议 23
5.1 盈利预测 23
5.2 投资建议及估值 25
风险提示 26

图表目录

图表 1： 公司业务发展历程 4
图表 2： 主要股东持股与表决权结构（截至 2026 年三季报） 4
图表 3： 公司分业务收入构成（单位：百万元） 5
图表 4： 营业收入增长提速，2026 年前三季度同比增长 29.67% 6
图表 5： 综合毛利率和净利率持续改善（%） 6
图表 6： 公司归母净利润与扣非归母净利润（单位：百万元） 7
图表 7： 销售、管理和研发费用率（%） 7
图表 8： 经营现金流及购建长期资产支付现金（百万元） 8

图表 9： 固定资产及折旧变化（百万元） 8
图表 10： 中国云计算市场规模与增速 9
图表 11： 数智时代公有云的性能转变 9
图表 12： 主要云厂商类型与业务定位 10
图表 13： 2025 年中国公有云 IaaS 厂商规模占比 10
图表 14： 主要可比公司经营指标比较（收入单位：亿元） 11
图表 15： CPU 与 GPU 资源利用率提升（期末口径） 11
图表 16： UCloudStack 私有云产品架构 12
图表 17： 公司企业级 AI 工厂建设方案 13
图表 18： UPFS 与 GPU 计算软件栈的协同架构 14
图表 19： AstraFlow 星图平台及模型服务界面 15
图表 20： IEA 基准情景下 AI 数据中心需求与加速器供给展望 16
图表 21： 乌兰察布园区规划效果图 17
图表 22： 乌兰察布智算中心机房 17
图表 23： 乌兰察布与青浦智算中心资源及建设进展 18
图表 24： 双中心机柜功率利用率变化（%） 18
图表 25： IDC 及 AIDC 收入与毛利（百万元） 19
图表 26： 云计算与 IDC 及 AIDC 毛利率（%） 19
图表 27： 融资方案调整与授信申请进展 20
图表 28： 原乌兰察布扩建项目的收入构成与效益测算 20
图表 29： 全球节点布局与海外服务能力 21
图表 30： 境外收入与占比（2025H1、2026H1 同期比较） 21
图表 31： 中国企业出海用云市场规模与预测（百万美元） 22
图表 32： 傲基与紫鸟跨境电商客户案例 22
图表 33： 分业务收入及毛利率预测（百万元，%） 25
图表 34： 可比公司财务与估值比较 25

一、中立、全栈式云厂商领军，经营质量持续提升

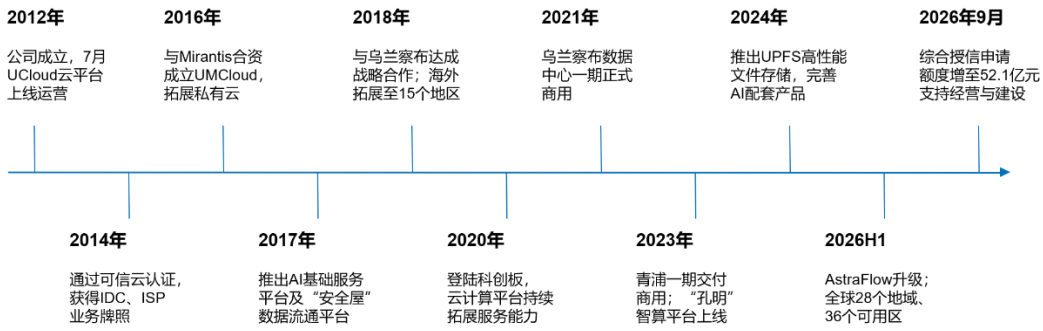
1.1 深耕云计算十余年，持续拓展智算及海外布局

公司深耕中立云服务，业务涵盖云计算与 IDC/AIDC。公司于 2012 年成立，由季昕华、莫显峰、华琨联合创立，同年 7 月 UCloud 云平台上线运营，2020 年 1 月登陆科创板。公司自主研发计算、网络、存储等 IaaS 服务，以及数据库、缓存、容器等 PaaS 产品，面向互联网、传媒、金融、制造等行业提供云计算与综合解决方案。公司不抢占云平台上客户的业务领域，不会与客户发生业务上的竞争，围绕第三方客户的资源配置、数据管理及应用部署需求提供产品和技术支持。

公司云计算业务由公有云向私有云、混合云及 AI 服务持续扩展。公司官网发展历程显示，2014 年公司成为首批通过可信云服务认证的企业，并取得 IDC、ISP 业务牌照；2016 年与 Mirantis 合资成立 UMCloud，拓展私有云；2017 年推出 AI 基础服务平台及“安全屋”数据流通平台。标准化公有云产品与私有化部署、混合云管理相结合，扩大了公司可服务的客户类型与部署场景。

公司业务从云计算进一步拓展至 IDC 及 AIDC。公司官网披露，2018 年公司与乌兰察布市政府达成战略合作，2021 年 8 月乌兰察布数据中心一期正式商用；2023 年 1 月上海数据中心一期建成并交付商用，同年 11 月“孔明”智算平台上线。自建机房既承载公司云计算资源，也向外部客户提供机柜托管。2024 年公司推出 UPFS 高性能文件存储，2026 年上半年进一步推进模型服务及智能体开发平台，逐步形成覆盖机房、计算、网络、存储、调度和模型应用的产品体系。

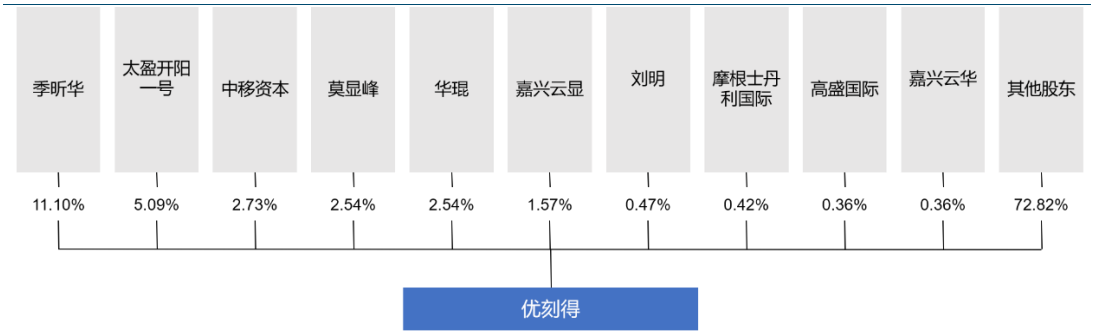
图表1：公司业务发展历程



来源：公司官网、公司财报、国金证券研究所

公司治理结构稳定，创始团队保持控制权。2026 年三季报显示，截至 9 月末，季昕华持股 11.10%，莫显峰、华琨各持股 2.54%，三人为一致行动人。季昕华特别表决权股份每股拥有 5 票，按期末股本及特别表决权股份测算，其个人表决权比例约 38.32%，三人合计约 41.84%。中移资本持股 2.73%；嘉兴云显持股 1.57%，刘明、摩根士丹利国际和高盛国际分别持股 0.47%、0.42%和 0.36%。

图表2：主要股东持股与表决权结构（截至 2026 年三季报）



注：三位创始人为一致行动人；季昕华特别表决权股份每股5票，表决权比例约38.32%。

来源：公司 2026 年三季报、国金证券研究所

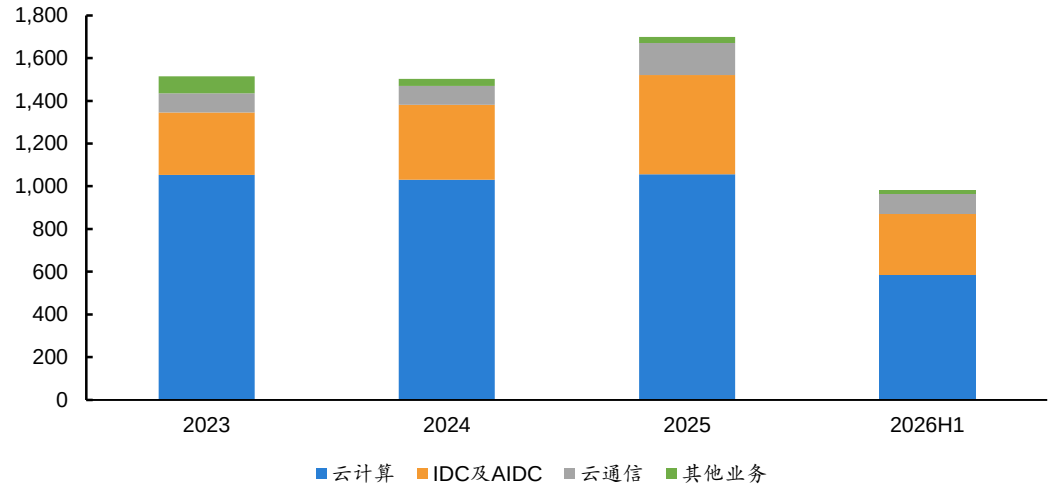
1.2 云计算构筑业务基本盘，IDC/AIDC 与云通信协同发展

公司业务由云计算、IDC 及 AIDC、云通信及其他四类构成，云计算、IDC 及 AIDC 两块业务构筑基本盘。2026 年 8 月 22 日披露的半年报将原公有云、混合云、私有云、边缘云等

产品分类优化为上述四类。按 2026 年 7 月 29 日披露的审核问询回复追溯，公司 2025 年云计算、IDC 及 AIDC、云通信收入分别为 10.56、4.65 和 1.50 亿元，占营业收入 62.13%、27.37%和 8.83%；2026 年上半年三项收入分别为 5.84、2.84 和 0.98 亿元，占比 59.47%、28.97%和 9.98%。

- 云计算业务：将计算、存储、网络、数据及中间件资源池化，按需提供弹性 IT 服务。根据 2026 年半年报，计算产品包括 CPU/GPU 云主机等；存储产品涵盖块存储、文件存储、对象存储及面向 AI 的 UPFS；网络产品包括 VPC、弹性公网 IP、网络防护和跨地域互联；数据与中间件产品包括数据库、缓存、API 网关和数据治理等。公司还提供私有云解决方案，满足客户本地化部署和资源控制需求。客户可按使用量或包周期获取资源，减少自建 IT 设施投入。
- IDC 及 AIDC 服务：向客户提供专业机房环境和机柜托管。根据 2026 年半年报，该业务涵盖空间租赁、电力保障、散热、高速带宽及物理安全监控，硬件资产由客户持有并自主部署，公司保障运行环境。除标准机柜托管外，公司针对大模型训练及推理提供高功率机柜、电力冗余和散热支持，承载客户持续运行的 AI 算力集群。自建中心同时用于公司云资源部署和外部机柜托管。
- 云通信业务：提供语音消息、短信、视频短信及短链等通信产品。2026 年半年报介绍，公司通过统一网关和智能调度，支持多渠道通信按需调用、快速集成及高并发处理，帮助客户减少自建通信网关、硬件部署及运维投入，应用于消息触达、用户认证和隐私保护等场景。
- 其他主营业务：主要为平台及定制化解决方案。2026 年半年报将“孔明”智能算力调度平台、UCDN 定制服务和大模型微调服务列入该板块，面向客户的资源调度、内容分发及模型适配需求提供综合服务。财务拆分中的“其他业务”合并其他主营及报表其他业务收入，2026 年上半年合计 1552.44 万元。

图表3：公司分业务收入构成（单位：百万元）

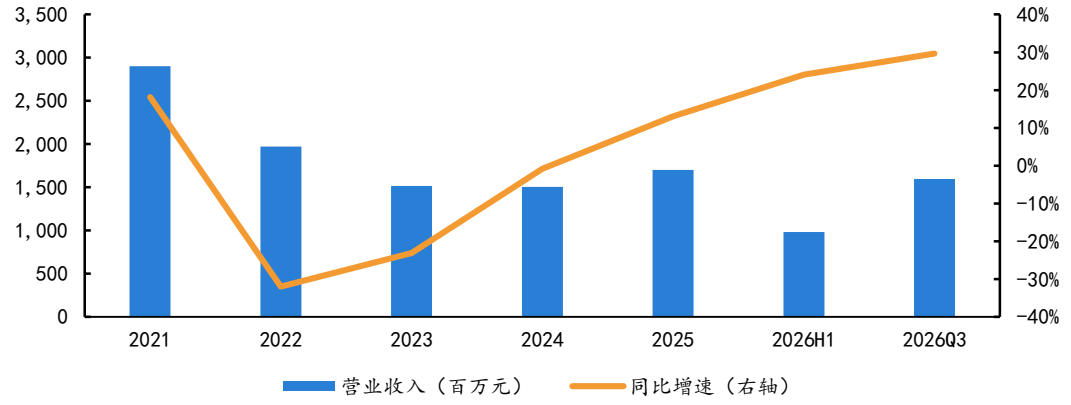


来源：公司 2026 年 7 月 29 日审核问询回复、2026 年半年度报告，国金证券研究所

1.3 财务分析：收入增长提速，盈利能力持续改善

收入增长持续提速，云计算与 IDC/AIDC 共同贡献增量。2025 年营业收入 16.99 亿元，同比增长 13.07%；2026 年前三季度收入 15.91 亿元，同比增长 29.67%，较上半年 24.09%进一步提速。Q3 单季收入 6.10 亿元，同比增长 39.79%。三季报披露，云计算产品收入稳定增长，智算中心资源稳步投产上架推动 IDC 及 AIDC 收入提升，前三季度 AI 相关收入占比超过 40%，AI 与全球化布局持续支持经营增长。

图表4：营业收入增长提速，2026 年前三季度同比增长 29.67%

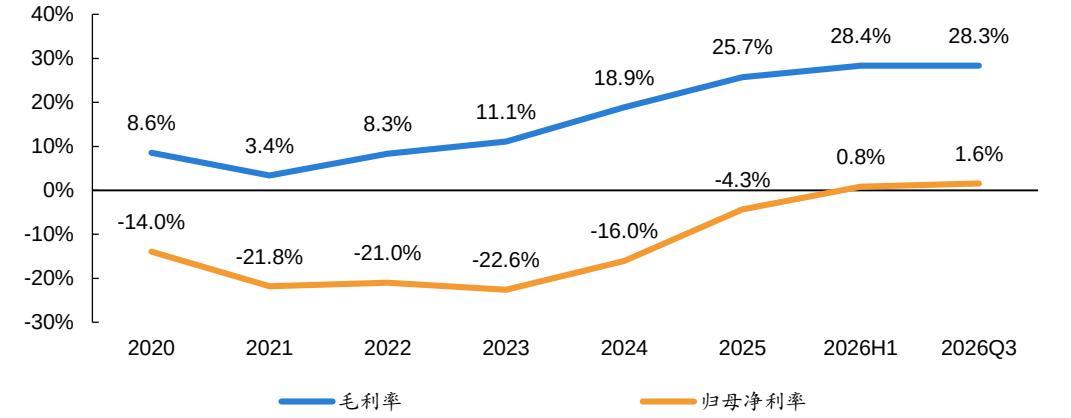


来源：iFind、公司公告、国金证券研究所

业务结构与资源效率优化，综合毛利率持续改善。2023—2025 年公司综合毛利率分别为 11.11%、18.86%和 25.73%；2026 年前三季度为 28.32%，同比提升 3.57 个百分点，Q3 单季为 28.26%，同比提升 3.89 个百分点。问询回复进一步说明，自用资源迁移与外部客户导入提高自建中心利用率，减少第三方 IDC 资源依赖，并摊薄折旧、运维等固定成本；部分服务器在会计折旧期满后继续商业运行。分业务看，2026 年上半年公司云计算、IDC/AIDC 业务毛利率分别为 23.52%和 43.61%，业务结构改善带动整体毛利率提升。

公司归母净利润自 4Q25 已实现扭亏为盈，今年逐季改善。2026 年前三季度公司实现归母净利润 2483.07 万元，其中 Q3 单季实现 1675.34 万元，收入增长、毛利率提升及费用摊薄共同推动盈利改善。扣非归母净利润方面，上半年仍亏损 1685.71 万元，Q3 单季扣非归母净利润达到 1797.47 万元，带动前三季度扣非归母净利润转正至 111.75 万元，反映公司主营业务盈利能力进一步改善。

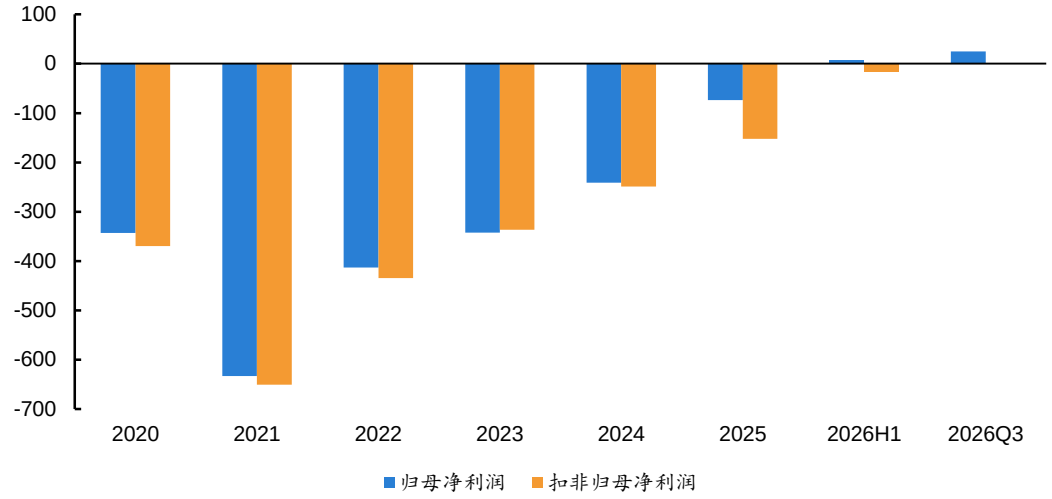
图表5：综合毛利率和净利率持续改善（%）



来源：iFind、公司公告、国金证券研究所

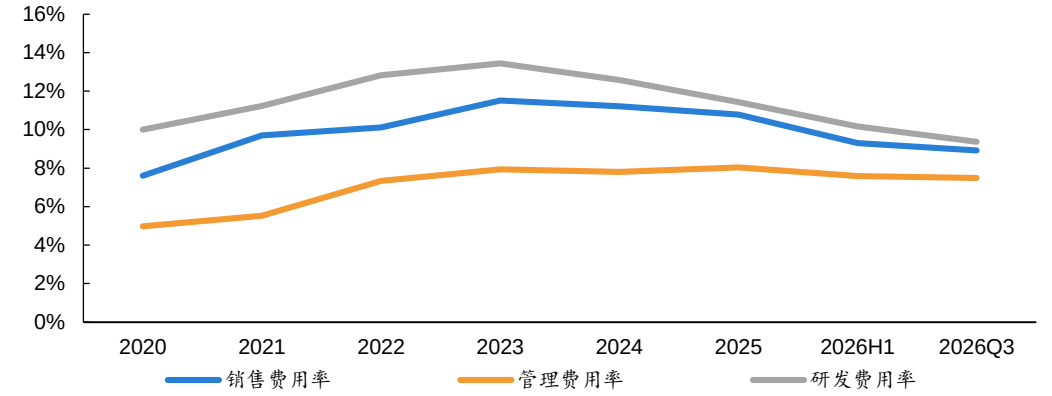
收入规模扩大，期间费用率进一步下降。2025 年公司销售、管理和研发费用率分别为 10.78%、8.03%、11.42%；2026 年前三季度分别为 8.92%、7.48%、9.36%，较上半年 9.30%、7.58%、10.17%继续降低。前三季度研发费用 1.49 亿元，同比增长 1.25%，公司在保持研发投入的同时，收入扩张带动费用摊薄。问询回复披露，职工薪酬构成期间费用的重要部分，专业技术、运维与销售团队持续支持产品研发及客户交付。

图表6：公司归母净利润与扣非归母净利润（单位：百万元）



来源：iFind、公司公告、国金证券研究所

图表7：销售、管理和研发费用率（%）

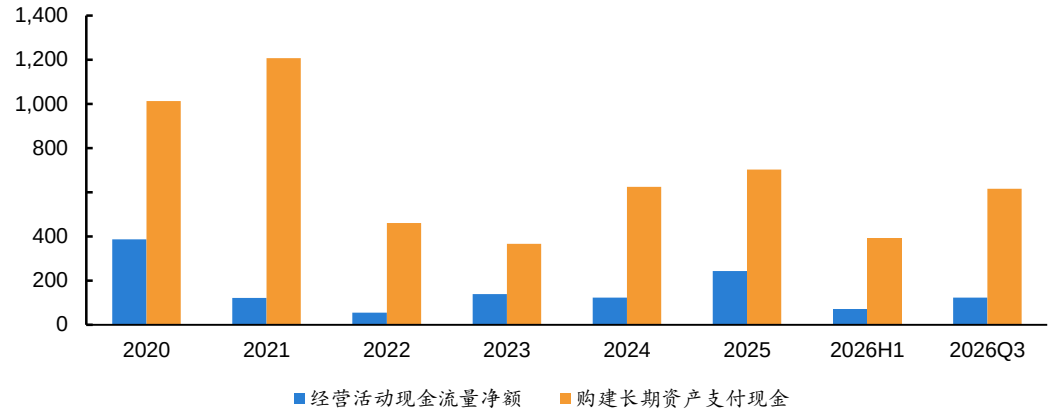


来源：iFind、公司公告、国金证券研究所

经营回款改善，现金流与基础设施投入同步增长。2025 年经营活动现金净流入 2.43 亿元，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金 7.03 亿元。2026 年前三季度经营现金净流入 1.23 亿元，同比增长 30.81%，其中 Q3 单季净流入 5575.67 万元，同比增长 18.55%。前三季度销售商品、提供劳务收到现金 17.17 亿元，公司将现金流改善归因于加强应收账款管理与销售回款改善；同期购建长期资产支付现金 6.15 亿元，同比增长 26.08%，持续为服务器和智算中心扩容提供资源。

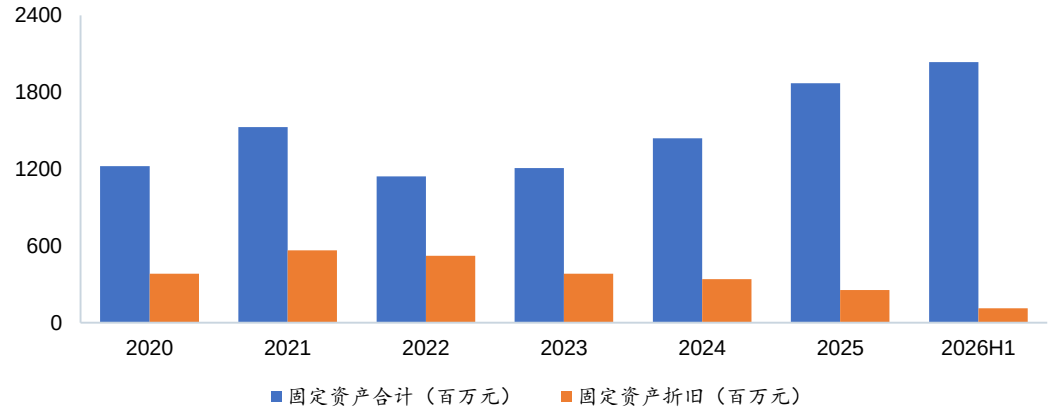
固定资产与在建工程增加，自有资源承载能力持续增强。2026 年 9 月末固定资产 20.81 亿元，较 2025 年末 18.69 亿元增长 11.32%；在建工程 5.43 亿元，较年初 1.49 亿元增长 263.58%，亦高于 6 月末 2.00 亿元，体现基础设施建设投入增加。折旧数据最新披露至半年报，2020—2025 年固定资产折旧分别为 3.84、5.65、5.22、3.82、3.40、2.57 亿元，2026 年上半年为 1.14 亿元。固定资产折旧覆盖合并范围内各类资产，主营成本中的经营设备折旧主要对应服务器、网络传输设备。

图表8：经营现金流及购建长期资产支付现金（百万元）



来源：iFind、公司公告、国金证券研究所

图表9：固定资产及折旧变化（百万元）



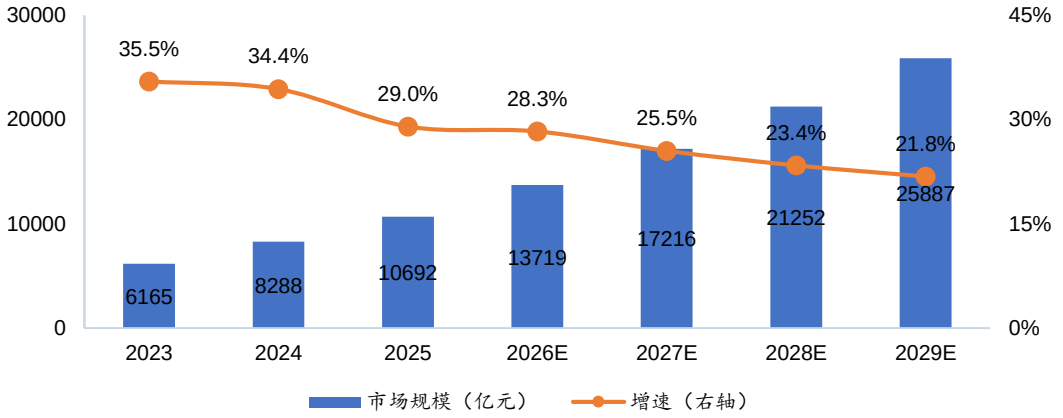
来源：iFind、公司公告、国金证券研究所

二、AI 带动云需求加速，中立云厂商受益

2.1 云市场持续扩容，AI 算力与推理需求加速增长

中国云计算市场规模突破万亿元，AI 需求带动基础资源与平台服务增长。中国信通院 2026 年 7 月发布的《云计算产业发展研究报告（2026 年）》显示，2025 年中国云计算市场规模达 10692 亿元，同比增长 29%。其中，IaaS 市场规模 5209 亿元，同比增长 24%，计算、存储及网络等基础资源仍构成市场主体；PaaS 受益于 AI 平台规模化应用，市场规模达 1736 亿元，同比增长 67%，其中 MaaS 规模约 50 亿元；SaaS 市场规模达 1325 亿元，同比增长 36%。大模型训练、推理及智能体应用增加了算力消耗，也带动模型调用、开发平台等服务需求，成为云计算市场增长的重要动力。

图表10：中国云计算市场规模与增速



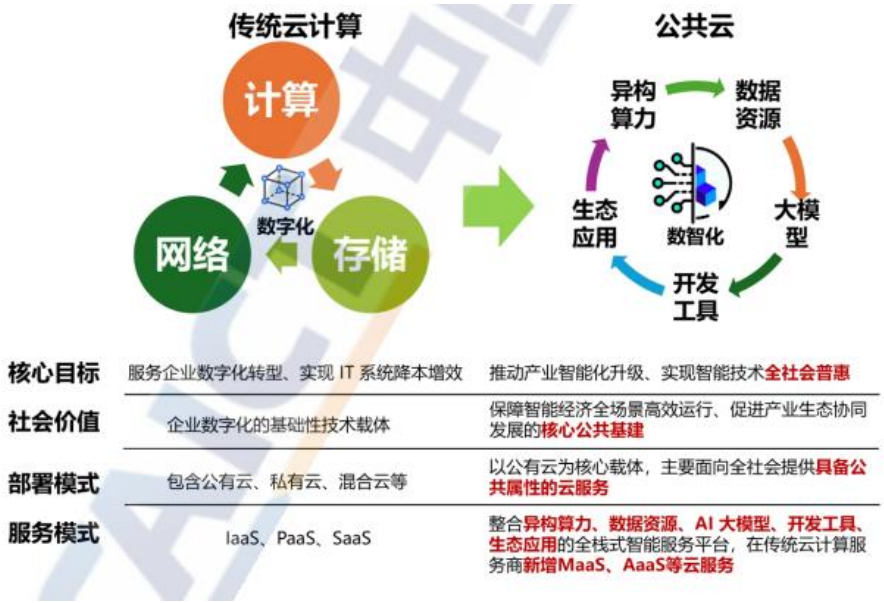
来源：中国信通院《云计算产业发展研究报告(2026 年)》、国金证券研究所

云厂商由通算资源服务向 AI 开发和模型调用延伸，产品层级持续丰富。IaaS 提供计算、网络及存储，AI IaaS 适配 GPU、异构芯片与专属集群；AI PaaS 提供数据处理及训练工具，MaaS 提供模型接入、调用及管理，上层应用将模型能力用于具体业务。根据中国信通院《云计算蓝皮书（2025）》，“十五五”期间中国云计算市场有望保持 20%以上增长，2030 年规模有望超过 3 万亿元。基础资源与上层模型服务扩展，为具备相关产品体系的云厂商提供成长空间。

智能算力与推理数据增长，推动云上算力需求由训练向应用扩展。公司 2026 年 7 月 29 日问询回复引述《中国人工智能计算力发展评估报告》，中国智能算力规模由 2020 年 75.0EFLOPS 增至 2024 年 725.3EFLOPS，2024 年增长 74.1%，并预计 2028 年达到 2781.9EFLOPS。公司 2026 年半年报引述国家数据局《全国数据资源调查报告(2025 年)》，2025 年 AI 训练和推理数据总量 199.48EB，同比增长 42.86%，其中推理数据量 101.34EB，首次超过训练。模型应用走向持续在线服务，有望扩大 GPU 计算、CPU 编排及模型存储需求。

训练和推理的负载差异，带动计算、网络与存储配套升级。大模型训练需要集中调用多卡多节点，并进行大量数据读取及节点通信，对 GPU 集群、高带宽网络和并行文件存储提出需求；推理面向持续在线应用，更关注时延、并发和单位调用成本，智能体进一步增加工具调用及 CPU 任务编排。公司孔明平台支持 IB、RoCE 与 TCP/IP 组网，UPFS 支持 RoCE 与 POSIX 访问，GPU 云主机和裸金属提供不同粒度的算力交付，能够结合客户工作负载提供计算及配套产品。

图表11：数智时代公有云的性能转变



来源：中国信通院《云计算产业发展研究报告(2026 年)》、国金证券研究所

2.2 公司中立定位实现差异化竞争，算力资源效率持续提升

中国云计算市场形成综合云厂商、运营商云和中立第三方服务商共同参与的竞争格局。1）阿里云、腾讯云、金山云等为大型互联网及 ICT 综合云厂商，其优势主要体现于产品体系、技术生态和客户基础；2）电信云、移动云、联通云依托网络资源、政企渠道及本地服务能力拓展政务和央国企场景；3）公司、首都在线、青云科技等则通过差异化服务、区域资源和出海能力参与竞争，多云部署和行业场景细分，为专业服务商创造持续发展空间。

头部云平台与中立服务商围绕不同客户需求参与竞争。中国信通院《云计算产业发展研究报告(2026 年)》将阿里云、天翼云、移动云、华为云和腾讯云列为 2025 年公有云 IaaS 份额前五厂商。中腰部厂商通过垂直行业 AI、高性能计算、生态合作及企业出海拓展市场。公司依托中立定位、自有智算中心与全球节点，服务对业务独立性、定制交付及跨区域部署具有特定需求的客户。

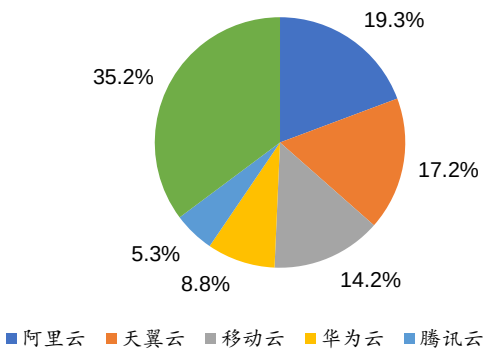
头部厂商加快 AI 产品商业化，行业竞争围绕算力、模型和生态能力展开。Omdia 披露，2025 年第四季度中国大陆云基础设施服务支出达到 147 亿美元，同比增长 26%；阿里云、华为云和腾讯云市场份额分别为 37%、17%和 10%。该口径覆盖 IaaS、PaaS 等云基础设施服务。头部厂商依托既有客户和产品生态扩大 AI 云供给，运营商云发挥网络及属地服务优势，中立云厂商则通过工程服务、灵活交付和特定场景能力拓展客户，形成多层次供给体系。

图表12：主要云厂商类型与业务定位

厂商类型	代表厂商	业务基础
综合云与 AI 平台	阿里云、华为云、腾讯云；百度云等	阿里、华为、腾讯位列 2025 年 IaaS 份额前五。依托资金实力、技术生态、客户基础和产品体系，在公有云、AI 平台、大客户综合服务等领域占据领先地位
运营商云	天翼云、移动云、联通云	天翼、移动位列 2025 年 IaaS 份额前五。依托网络资源、政企客户渠道和本地化服务能力，在政务云、央国企云、专有云等场景中具备较强竞争力
中立 / 独立云	公司、首都在线、青云科技等	主要通过差异化定位、灵活服务能力、特定区域资源布局及出海云服务能力等参与市场竞争；公司布局公有云、自建中心与 AI 平台

来源：中国信通院、公司问询回复、国金证券研究所

图表13：2025 年中国公有云 IaaS 厂商规模占比



来源：中国信通院《云计算产业发展研究报告(2026 年)》、国金证券研究所

中立云厂商中，优刻得收入规模、增速方面均位居前列。对比中立云及 IDC 可比公司，2025 年优刻得整体收入 16.99 亿元，2026 年上半年收入分别为 9.82 亿元，在业务较接近的中立云厂商中规模、增速均较为领先。

图表14：主要可比公司经营指标比较（收入单位：亿元）

公司/业务定位	2025 收入	YoY	毛利率	2026H1 收入	YoY	毛利率	主要业务
优刻得	16.99	13.07%	25.73%	9.82		28.36%	中立云及 IDC
首都在线	12.37	-11.47%	13.05%	6.65	5.74%	17.62%	中立云及 IDC
青云科技	2.28	-16.16%	30.62%	0.87	-12.68%	27.33%	中立云及云软件
深信服	80.43	6.96%	59.31%	39.98	32.85%	60.89%	云基础设施及安全
网宿科技	46.61	-5.50%	35.54%	23.18	-1.38%	35.92%	边缘云及安全
奥飞数据	25.21	16.47%	34.73%	14.69	27.95%	34.42%	IDC 运营
数据港	17.21	0.02%	37.56%	7.82	-3.57%	29.29%	IDC 运营

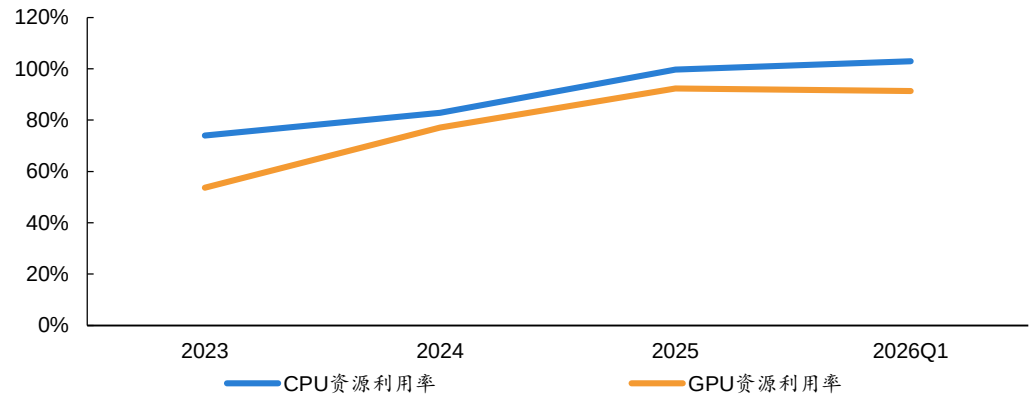
来源：公司问询回复、各公司公告、国金证券研究所

公司坚持中立定位，适配重视数据私密性、业务独立性及定制服务的客户。2026 年半年报披露，公司不抢占云平台上客户的业务领域，不会与客户发生业务上的竞争，面向电商、新零售、社交、消费电子及 AI 企业提供产品和技术服务。公有云、私有化部署和混合云管理提供不同交付方式，自建中心、算力调度与模型平台进一步丰富服务内容。对于采用多云资源或需要专项工程支持的企业，公司可提供独立的资源与技术服务选择。

云计算为公司业务基本盘，资源使用水平持续提升。按最新分类追溯，2023—2025 年云计算收入分别为 10.53、10.31 和 10.56 亿元，2026 年上半年为 5.84 亿元。问询回复披露，公司 GPU 保有量由 2023 年末 7365 张增至 2025 年末 23949 张，售卖量由 3951 张增至 22109 张，资源利用率由 53.65%升至 92.32%；2026 年 3 月末保有量 24131 张、售卖量 22030 张，利用率 91.29%。资源供给和使用水平提升，反映公司面向 AI 客户的服务规模持续扩大。

通算资源效率同步改善，CPU 和 GPU 形成互补的负载结构。2023—2025 年云主机 CPU 保有量由 79.33 万核增至 93.44 万核，售卖量由 58.70 万核增至 93.12 万核；2026 年 3 月末分别达到 96.30 万核和 99.06 万核。公司 CPU 服务主要采用虚拟化方式，不同用户的峰值需求可错时复用，披露的资源利用率按售卖量与保有量计算，2026 年 3 月末为 102.86%。GPU 与裸金属更多面向持续高负载和独享资源需求，按各自产品特征配置资源有助于提高整体运营效率。

图表15：CPU 与 GPU 资源利用率提升（期末口径）



来源：公司问询回复、国金证券研究所

公有云、私有云和混合云能力，为不同客户提供多种交付选择。公有云面向标准化和弹性用量需求；UCloudStack 将虚拟化、软件定义网络、分布式存储、数据库及云管理能力部署到企业资源环境，适配本地化和安全管理需求。2026 年上半年公司强化 VMware 替代及运营商场景适配，已与数家大型集团合作，并服务全国多家高校。混合云多云管理平台 UCMP 将云下裸金属、云上资源及监控告警统一管理，支持客户跨资源环境运维。

UCloudStack 以统一架构连接基础资源、平台能力与运维管理。公司官方产品架构覆盖计

算虚拟化、软件定义网络、分布式存储及数据库等组件，并配置资源调度、安全、计量计费和运维管理功能。企业可据此在自有环境部署云平台，围绕资源池化、应用承载与日常运维建立统一管理体系。公有云技术向私有化交付延伸，有助于公司服务对部署位置、资源控制和数据管理具有特定要求的政企客户。

图表16：UCloudStack 私有云产品架构



来源：公司官网、国金证券研究所

"公有云、专属云、专有云"体系进一步丰富商业模式。公司利用国内打磨的技术和产品，通过专属云平台匹配海外市场差异化需求；专有云则适配国产 GPU，为拥有闲置国产算力的企业构建集群并接入模型。2026 年上半年，公司拓展的客户覆盖互联网中小企业、国资云、海外运营商及智算中心等，标准化产品与定制交付协同，有助于提高客户覆盖广度。

2.3 客户生态持续拓展，模型与智能硬件需求增长

客户基础覆盖互联网与产业数字化，收入来源较为多元。2025 年公司前五大客户销售额 3.88 亿元，占年度收入 22.84%，最大客户销售额 1.32 亿元，占比 7.79%；其中客户三为当年新进入前五大的客户。公司以直销为主，2025 年主营业务直销收入 16.46 亿元，渠道收入 0.46 亿元。自有销售和技术服务团队能够直接了解客户需求，支撑资源配置、产品迭代和定制解决方案交付。

- 基础模型与行业模型客户扩展，带动算力和平台组合服务。基础模型企业需要 GPU 集群、高速互联及高性能存储支撑训练和推理；行业模型客户则需要结合自有业务数据进行模型微调、评测和部署。公司 2026 年半年报披露，行业模型服务已拓展至几十家客户，面向创新企业，以及金融、医药、硬件终端、科研机构等提供服务。报告期内 AI 相关收入占比超过 40%，AI 应用已成为公司产品需求的重要来源。
- 公司已披露的大模型客户包括智谱 AI、昆仑万维、出门问问及图蝇 AI。2024 年 5 月官方材料介绍，公司为上述客户提供训练和推理服务，并依托青浦及乌兰察布两大中心提供高功率机柜、IB/RoCE 网络和孔明调度平台。模型客户的需求贯穿机房、计算集群、网络和存储，为公司多产品协同服务提供具体应用基础。
- 智能硬件形成端云协同的新场景。AI 眼镜、指环及陪伴硬件受终端体积和本地算力限制，部分复杂计算在云端处理，再将结果回传终端。公司提供覆盖全球的智算资源、加速网络及全栈智算产品，支撑设备数据采集、云端推理与交互。公司 2025 年年报还披露，已支持客户开发宠物陪伴类、物流等机器人，提供 GPU 训练和推理集群及分布式冷热存储。硬件出货与应用交互增加，有望带动云端计算和数据服务需求。
- 传统互联网与行业客户的 AI 需求，丰富既有云服务内容。游戏及电商业务需要弹性计算和网络承载，金融及制造等行业关注安全、稳定与本地化部署；公司在服务传统

互联网客户时持续挖掘新 AI 需求，并拓展芯片和智能硬件产业链客户。公司为用户提供 7×24 小时技术团队在线、90 秒快速响应和 5 分钟工单回复等服务，配合一对一工程师及重点活动驻场支持，提升技术服务的连续性。

2.4 AI 产品由底层资源延伸至模型与智能体服务

企业级 AI 工厂方案将算力资源、调度平台和模型服务组合交付。公司 2026 年 6 月公开的建设方案覆盖基础设施、平台和运营层：底层连接计算、网络与存储，孔明平台承担资源与任务调度，AstraFlow 提供模型接入、路由、计费及权限管理。该方案将现有产品组织为企业 AI 建设与运营服务，覆盖从集群部署到模型应用的需求。

图表17：公司企业级 AI 工厂建设方案

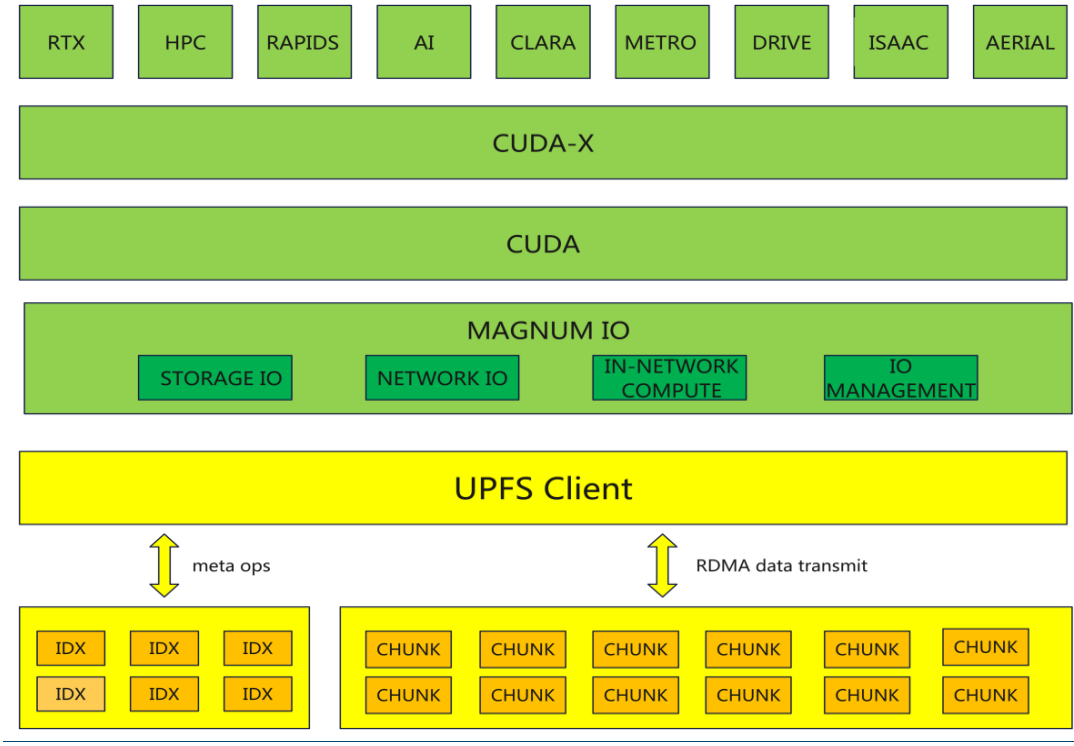


来源：优刻得公开材料（北京软件和信息服务业协会转载）、国金证券研究所

GPU、网络与存储构成 AI 算力服务的基础。GPU 云主机便于弹性申请和调整资源，GPU 裸金属以独享硬件承载持续高负载任务；高速网络满足多卡多节点通信需求，UPFS 并行文件存储支持训练与推理的数据读取。2026 年半年报披露，UPFS 已应用于 AIGC、EDA 仿真等场景。面向开发者、高校和科研用户，优云智算将 GPU 实例、存储及开源模型库组合提供，支持随开随用和计量计费。

孔明平台统一管理异构算力，提高集群调度效率。平台支持国际及国产 GPU 接入，以及 IB、RoCE 和 TCP/IP 组网，具备异构混训、断点续训和智能调度能力。通过协调计算、网络和存储资源，平台帮助客户管理不同型号的设备，为训练与推理任务提供统一的资源调度服务。

图表18：UPFS与GPU计算软件栈的协同架构



来源：公司官网、国金证券研究所

AstraFlow整合模型服务与沙箱，支持企业开发AI应用。2026年半年报披露，AstraFlow星图由UModelVerse与Agent Sandbox整合升级：前者提供模型接入、微调和评测等服务，后者为智能体任务提供安全隔离的执行环境。整合后的平台提供统一API接入、模型路由、权限管理及用量计费，并通过Auto Model能力，根据请求特征与模型负载选择模型及推理资源，覆盖从模型调用到智能体开发的需求。

UToken侧重企业内部模型调用与成本管理。2026年上半年推出的UToken支持多模型统一接入、智能路由、权限与额度管理及用量统计，并支持本地推理和私有化部署。结合UCloudStack等私有云能力，企业可统一管理多部门的模型使用、Token消耗及相关成本，满足内部AI应用的部署和管理需求。

图表19：AstraFlow星图平台及模型服务界面



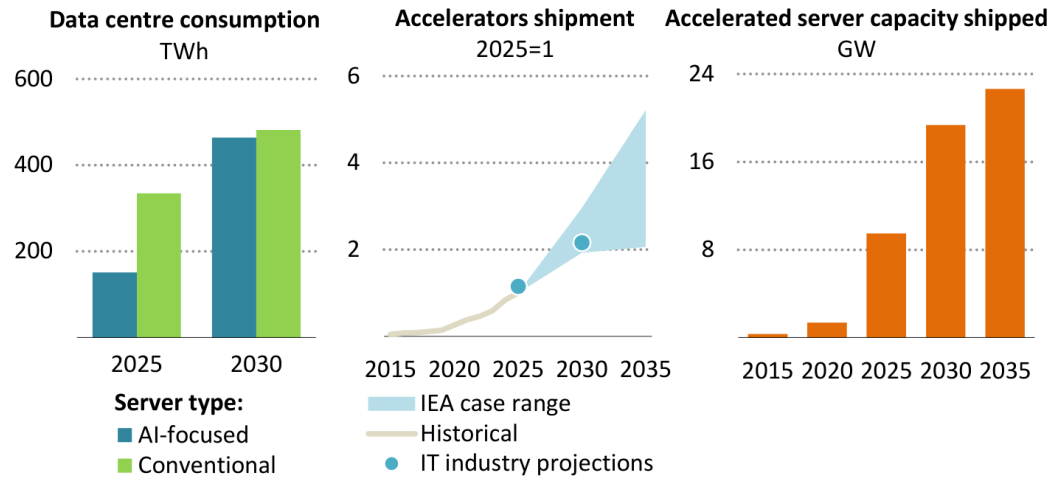
来源：公司官方发布材料、国金证券研究所

三、双智算中心扩容，IDC/AIDC支撑盈利增长

AI算力建设提高机房功率密度，数据中心电力和散热需求持续扩大。IEA于2026年4月发布的《Key Questions on Energy and AI》预计，基准情景下2030年全球数据中心用电量约950TWh，AI型数据中心用电量较2025年增长至三倍以上。GPU集群部署带动供配电、冷却和高速网络升级，高功率机柜及配套交付能力成为智算中心服务的重要基础。公司2026年7月29日问询回复指出，下游需求由通算向智算演进，新机房围绕高功率、高密度及多功率适配设计。公司乌兰察布与青浦布局分别匹配规模化资源和核心城市低时延服务，承接不同类型AI负载。

图表20：IEA 基准情景下 AI 数据中心需求与加速器供给展望

Figure 1.5 ▷ Key indicators for data centre electricity consumption in the Base Case



IEA. CC BY 4.0.

Electricity consumption by AI-focused data centres more than triples by 2030, driven by a more than doubling in accelerators shipped

Source: IEA analysis and modelling based on data inputs from OMDIA (2026).

来源：IEA《Key Questions on Energy and AI》(2026)，CC BY 4.0、国金证券研究所

3.1 东西部资源互补，自建中心承载能力提升

公司乌兰察布与上海青浦两地智算中心形成东西部互补的智算中心布局。乌兰察布位于内蒙古集宁大数据产业园，面向大规模、成本敏感型 AI 训练及部分推理；青浦位于上海市青浦工业园，依托长三角客户及网络条件，重点承载 AI 推理、芯片验证、脑机接口等高时效业务。公司同时具备机房交付、云平台和算力服务能力，既可向客户交付专业托管环境，也可部署自有计算资源提供云服务。

乌兰察布已建资源利用充分，园区长期扩容空间较大。公司官网介绍，该园区土地面积约 14 万平方米，规划 5 栋数据中心及 1 栋综合办公楼，设计机柜数量 10000R 以上，自建变电站，2 路 110kV 合计 200MW 外电引入。上述 200MW 为园区外部供电规模。按 2026 年一季度问询披露，已建可使用机柜功率为 61.71MW、使用功率 57.26MW，机柜利用率 92.78%。截至 2026 年 6 月末，A、B、C 机房楼、G 楼一层及 F 综合办公楼已投入运营，110kV 变电站已验收送电。

图表21：乌兰察布园区规划效果图



来源：公司官网、国金证券研究所

天然冷却、电力与网络条件，支持乌兰察布承接大规模智算负载。问询回复披露，当地年均气温约 4.3℃，风光资源较丰富，天然冷却有助于降低数据中心运行能耗。园区官网披露一期机柜设计功率 4.4—8.8kW，并可按客户需求定制机房系统及单机柜功率，提供 99.99%电力 SLA。园区接入公司云骨干网，乌兰察布至北京时延低至 4.4 毫秒，能够为京津冀相关客户提供跨区域算力资源。

智谱 AI 案例体现自建中心与云平台协同交付的价值。公司 2024 年 3 月披露，自 2022 年起即为智谱 AI 提供底层算力，乌兰察布中心通过定制高功率机柜和 GPU 资源支持模型训练、推理集群扩展；截至该次披露，公司已助力智谱构建超千卡推理集群，并通过云互通产品支持混合组网。机房环境、算力和平台的组合交付，增强公司服务大模型客户持续扩容需求的能力。

图表22：乌兰察布智算中心机房



来源：公司官网（2024 年 3 月）、国金证券研究所

上海青浦已完成基础土建及变电站建设，现有投运机房持续导入客户。2026 年半年报披露，园区整体土建完成，外市电及 110kV 变电站建成并通电，A 栋、E 栋机房及综合楼通过验收并投运。2025 年青浦新增机柜功率较大，可使用功率由 2024 年末 8.49MW 增至 23.09MW；2026 年一季度使用功率达到 13.73MW。青浦是公司华东区域云计算核心基地，也是国家（上海）新型互联网交换中心接入点，能够结合低时延网络和现场响应满足长三角客户需求。

数据中心运营主体的经营表现，体现两地资源所处阶段的差异。内蒙古优刻得 2025 年营业收入 4.48 亿元、净利润 6237.10 万元，2026 年上半年营业收入 2.56 亿元、净利润 6682.56 万元；上海数据科技 2025 年营业收入 1.56 亿元、净利润-2258.67 万元，2026 年上半年营业收入 9016.91 万元、净利润 44.40 万元。乌兰察布成熟资源形成较强利润贡献，上海中心伴随资源使用增加实现盈利改善。上述均为子公司报表口径，涵盖对内与对外服务。

两个园区在区位、成本和应用场景方面形成互补。青浦邻近互联网、金融、先进制造、集成电路和生命科学等客户，适合对时延、业务连续性及本地运维响应要求较高的场景；乌兰察布具备电力和冷却条件，适合跨地域调度的大规模训练及部分推理任务。公司可以结合客户具体工作负载，选择本地低时延部署或西部规模化资源，增强云计算与托管服务的匹配能力。

图表23：乌兰察布与青浦智算中心资源及建设进展

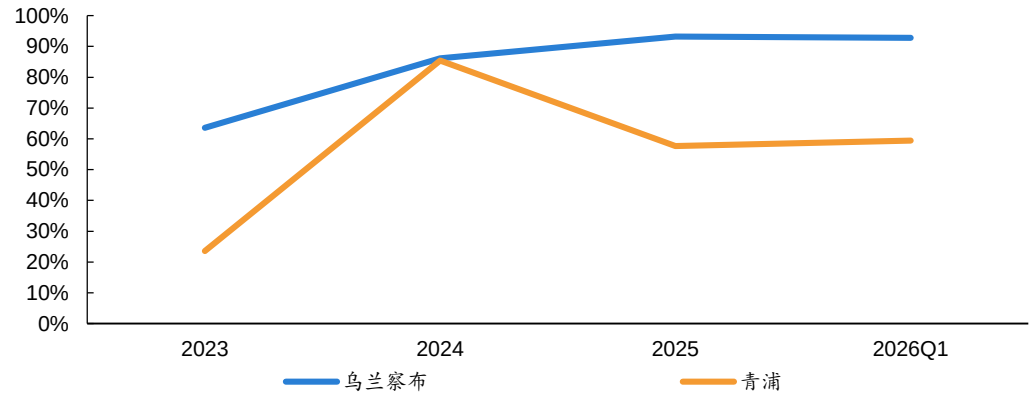
项目	乌兰察布	上海青浦
已投运资源（截至 2026H1）	A、B、C 栋；配套 G1 动力楼、F 综合楼及变电站	A、E 栋机房投运；土建及 110kV 变电站建设完成
可使用机柜功率（截至 2026Q1）	61.71MW	23.09MW
使用功率（截至 2026Q1）	57.26MW	13.73MW
利用水平（截至 2026H1）	机柜功率利用率超过 95%	机柜上架率约 65%
新增建设（截至 2026H1）	D 栋主体封顶，推进装修与机电施工；公司预计 2026 年底交付一阶段	D 栋机电设计完成，设备及总包招采；公司预计 2026 年投入运营
其他规划（截至 2026 年 7 月 29 日）	原 D、E 栋方案合计 32 个标准模块、59.08MW；2026 年 7 月 E 栋未实质开建	一期整体项目预计 2028 年 1 月 24 日前完成

来源：公司 2026 年半年报、2026 年 7 月审核问询回复、国金证券研究所

3.2 利用率与毛利贡献提升，IDC/AIDC 成为增长来源

乌兰察布持续扩容的同时保持较高利用水平。2023—2025 年可使用机柜功率分别为 18.31、39.45、61.71MW，机柜利用率分别为 63.59%、86.11%、93.19%；2026 年 6 月末利用率超过 95%。青浦可使用功率在 2025 年扩大后，客户导入和自用资源迁移逐步推进，2026 年一季度利用率为 59.46%，6 月末约 65%。公司披露的机柜利用率以使用功率除以可使用功率计算，涵盖云业务自用及对外托管。

图表24：双中心机柜功率利用率变化（%）

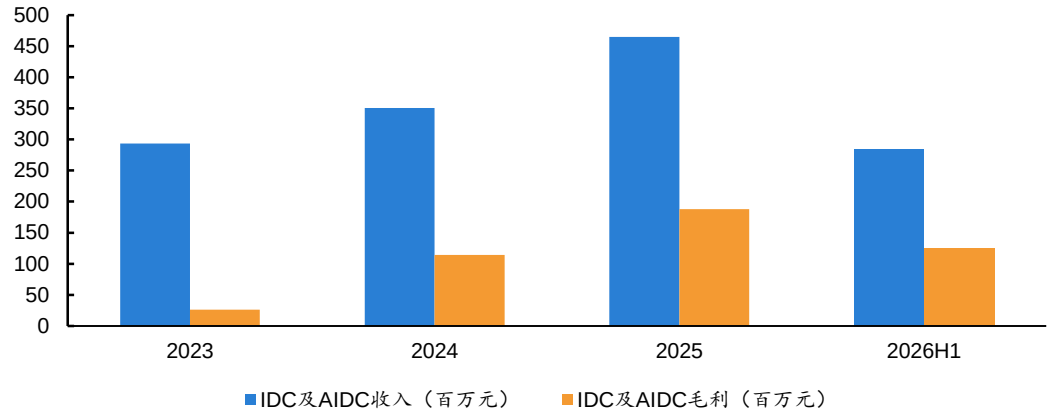


来源：公司公告、国金证券研究所

IDC 及 AIDC 收入持续增长，业务规模逐步扩大。按最新分类追溯，2023—2025 年收入分

别为 2.93、3.51、4.65 亿元，2024 年与 2025 年同比分别增长 19.50%、32.68%。收入占营业收入比重由 2023 年的 19.36%升至 2025 年的 27.37%，2026 年上半年进一步达到 28.97%。2026 年上半年实现收入 2.84 亿元，存量中心运营与新增客户需求为全年收入增长提供基础。

图表25：IDC 及 AIDC 收入与毛利（百万元）

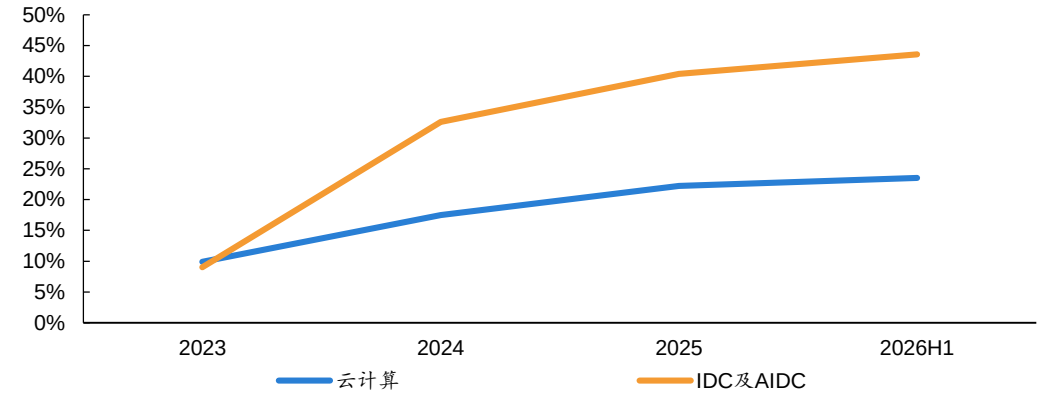


来源：公司公告、公司财报、国金证券研究所

随成熟资源的使用效率提高，整体盈利能力提升。2023—2025 年该业务毛利率由 9.00%升至 32.63%、40.39%，2026 年上半年达到 43.61%；2025 年业务毛利约 1.88 亿元，2026 年上半年毛利 1.24 亿元，占公司总毛利 44.55%。问询回复披露，2025 年乌兰察布中心整体毛利率 37.23%，其中机柜托管毛利率 46.65%。成熟资源的使用效率提高，叠加高毛利业务规模扩张，共同支撑公司盈利改善。

AI 高密度部署需求，推动专业机柜与配套服务价值提升。公司托管服务覆盖空间、电力、散热、带宽及安全监控，针对大模型训练和推理进一步提供高功率机柜、电力冗余及散热支持。客户自主持有硬件，公司负责保障机房运行环境。2026 年上半年 IDC 及 AIDC 毛利率比云计算高 20.09 个百分点，服务内容和资产投入结构的差异形成各自盈利特征，业务组合有助于拓宽公司毛利来源。

图表26：云计算与 IDC 及 AIDC 毛利率（%）



来源：公司公告、公司财报、国金证券研究所

3.3 分阶段推进扩建，融资安排支持经营发展

乌兰察布扩建按建设及客户导入节奏分阶段推进。2026 年半年报显示，D 栋主体结构已封顶，进入内外装修及机电施工，一阶段预计年末交付。截至问询回复出具日，D 栋已取得机柜托管意向功率 22.10MW，约占该栋规划可使用功率 75%、规划外售功率 85%以上，客户涉及互联网及金融企业；E 栋尚未进入实质性建设。新增资源将在建成交付、客户上架并实际使用后逐步贡献收入。

青浦扩建适配长三角智算需求。2026 年 6 月末，青浦 D 栋机电设计已完成，进入甲供设备及机电总包招采阶段，公司预计 2026 年度投入运营；青浦一期整体项目预计 2028 年 1 月 24 日前完成。公司结合通算向智算演进调整机柜功率、设备选型及交付节奏，扩大华东地区资源供给。

公司同步推进融资安排与经营建设。2026 年 9 月 3 日公告终止原 15 亿元定增并撤回申请，同日公告拟新增申请 20 亿元综合授信，年度总申请额度由 32.1 亿元增至 52.1 亿元，涵盖流动资金贷款、固定资产贷款等工具。实际授信以金融机构审批为准，公司可结合自有资金、经营现金流及获批融资统筹建设投入；授信申请额不等同于已取得贷款或已收到资金。

图表27：融资方案调整与授信申请进展

披露日期	公开文件	主要内容
2026 年 7 月 29 日	审核问询函回复	原方案拟募资 15 亿元，项目总投资 18.17 亿元，建设乌兰察布 D、E 栋及算力集群
2026 年 9 月 3 日	终止发行公告（2026-059）	9 月 2 日董事会审议终止发行并撤回申请；综合考虑市场环境与公司实际情况
2026 年 9 月 3 日	新增授信申请公告（2026-060）	新增申请 20 亿元，总申请额度增至 52.1 亿元；涵盖流动资金及固定资产贷款等，实际授信以金融机构审批为准

来源：公司 2026 年 7 月 29 日审核问询回复、2026 年 9 月 3 日公告，国金证券研究所

3.4 机柜托管与算力服务协同，新建项目拓展收入来源

原项目测算展示机柜托管与算力服务共同运营的商业模式，虽融资方式改变，但我们认为整体项目运营商业模式仍可参考。2026 年 7 月 29 日问询回复披露，项目分批建设、分批投产测算：部分机柜配置 AI 与 CPU 服务器、网络及存储设备，用于提供算力服务；其余机柜用于外部托管。累计测算期 14 年、建设期 3 年，第 2 年开始逐步产生收入。

公司原项目测算年均收入 3.01 亿元、年均毛利率 39.46%。2026 年 7 月 29 日问询回复披露，项目税后内部收益率 8.49%，投资回收期 8.30 年，含建设期 3 年；T2—T9 阶段收入来自算力和机柜托管，平均毛利率 36.89%，T10—T14 阶段收入来自机柜托管，平均毛利率 43.59%。随着设备服务运营阶段变化，收入构成相应由算力与托管并行转向托管。

存量资源利用提升与新机房建设，扩大公司可提供的托管和算力资源。乌兰察布成熟机房保持较高利用水平，D 栋建设与客户意向储备同步推进；青浦存量客户导入及后续扩建持续增加华东供给。公司可围绕客户需求配置外部托管或自有云资源，并结合网络、存储及调度产品提供服务，形成 IDC/AIDC 与云计算协同的增长来源。

图表28：原乌兰察布扩建项目的收入构成与效益测算

测算期间 / 指标	收入或服务结构	公司原测算
T2—T9	算力服务与机柜托管	阶段平均毛利率 36.89%
T10—T14	机柜托管	阶段平均毛利率 43.59%
累计 14 年测算期	建设期 3 年，第 2 年开始逐步产生收入	年均收入 3.01 亿元，年均毛利率 39.46%
项目经济指标	税后口径，回收期含建设期	内部收益率 8.49%；投资回收期 8.30 年

来源：公司 2026 年 7 月 29 日审核问询回复（已终止定增方案的原测算），国金证券研究所

四、全球化布局持续深化，海外业务打开成长空间

4.1 长期投入海外节点，全球服务网络持续完善

公司较早开展海外布局，跨区域云服务能力持续积累。官网发展历程显示，2015 年推出全球节点 CDN 加速服务，2018 年 3 月完成海外 13 个地区数据中心布局，同年 9 月拓展至 15 个地区。公司在公有云业务发展过程中同步建设海外资源及网络，逐步形成服务中国企业出海和海外本地需求的基础。2025 年年报披露全球 25 个地域、32 个可用区，2026 年半年报进一步披露 28 个地域、36 个可用区。

新增节点拓展成熟市场和新兴区域覆盖。2026 年上半年，公司先后完成越南胡志明、巴西圣保罗、美国丹佛、巴基斯坦卡拉奇、哈萨克斯坦阿拉木图和乌兹别克斯坦塔什干等节点建设，业务范围覆盖欧美、东南亚、中亚、非洲等区域。全球布局还包括中国大陆及港台，公司通过分布式资源网络和跨地域专线，为企业提供就近部署、跨区域连接及业务拓展的基础设施。

图表29：全球节点布局与海外服务能力

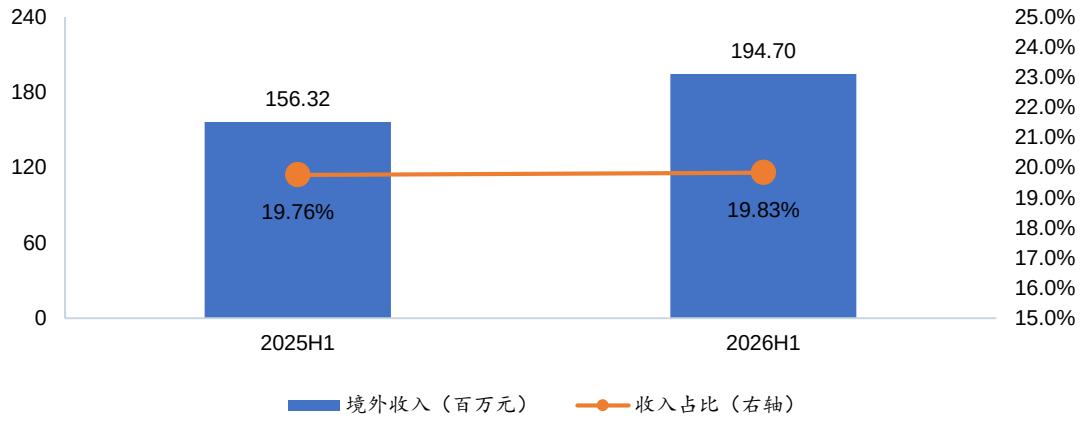
区域 / 布局	公开披露节点与进展	服务能力 / 需求
全球网络	2026H1：28 个地域、36 个可用区	跨地域资源部署、专线连接及本地服务
东南亚、南亚	2026H1 新增胡志明、卡拉奇	支持企业在新兴市场部署云资源
中亚	2026H1 新增阿拉木图、塔什干	扩大区域覆盖及跨境业务服务
美洲	2026H1 新增圣保罗、丹佛；华盛顿已部署 GPU 裸金属集群	通用云服务与 GPU 算力并行布局
其他覆盖区域	欧洲、非洲及中国内地、中国香港和中国台湾等	按客户业务位置匹配资源与网络服务

来源：公司 2025 年报、2026 年半年报、国金证券研究所

4.2 境外业务形成稳定收入贡献，中资出海客户提供支撑

海外业务以云资源及相关服务为主要拓展方向，境外收入保持增长。公司通过全球节点提供计算、网络、存储等服务，并将 GPU 裸金属及 AI 算力向海外延伸；国内自建智算中心则同时承接云资源和机柜托管。2025 年公司境外收入 3.48 亿元，同比增长 30.86%；2026 年上半年境外收入 1.95 亿元，同比增长 24.55%，占总收入 19.83%，较上年同期 19.76%小幅提升。

图表30：境外收入与占比（2025H1、2026H1 同期比较）

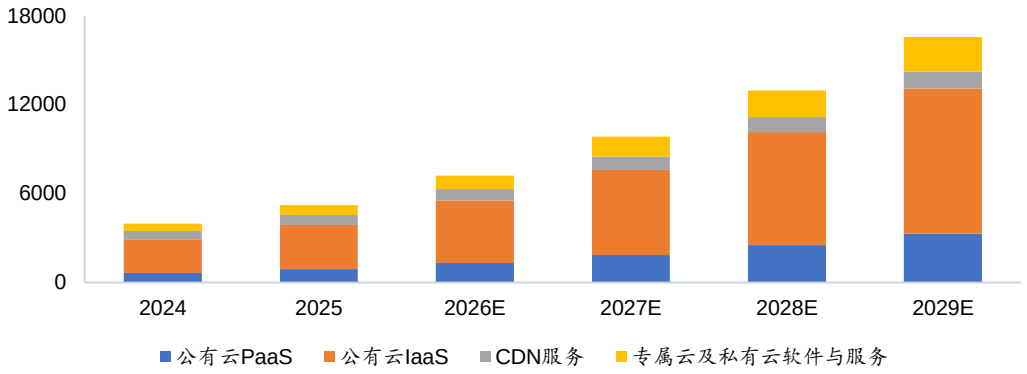


来源：公司 2025 年、2026 年半年度报告，国金证券研究所

中国企业出海构成公司当前拓展重点，同时公司积极开拓海外本地企业。公司 2026 年半年报明确，将国内产品和技术经验延伸至全球市场，抓住中国产业出海机会。跨境电商、海外游戏、跨国制造等企业需要跨区域算力及稳定网络，直播电商和互联网应用需要适应业务高峰的弹性资源。公司通过节点布局、行业方案及灵活商业模式，提高对不同客户部署需求的适配能力。

中国企业全球化扩大境外用云市场，为公司海外布局提供行业需求基础。IDC 于 2026 年 8 月发布的研究显示，中国企业出海用云市场 2025 年为 52.3 亿美元，同比增长 31%，并预计 2029 年达到 165.6 亿美元。该研究覆盖公有云 IaaS、PaaS、CDN 以及私有云和专属云相关软件与服务，反映企业从单一海外部署向多区域业务运营扩展的资源需求。公司既有节点、跨境网络和行业方案可共同承接此类需求。

图表31：中国企业出海用云市场规模与预测（百万美元）



来源：IDC（2026—2029 年为预测）、国金证券研究所

AI 应用与智能硬件扩大海外云服务需求。公司 2025 年年报披露，海外 GPU 资源已服务直播电商、视频生成、智能客服和广告营销等场景；全球智算和加速网络也支持 AI 眼镜、陪伴硬件等终端应用。随着客户向更多国家和地区拓展，云端推理、数据存储、网络接入及安全支持形成组合需求，为公司在既有客户基础上增加服务内容提供机会。

跨境电商案例体现云主机与网络加速的组合服务价值。公司官网披露，为傲基提供云服务器、IP 和加速产品，支持海外自建站及远程运维；为紫鸟浏览器提供 GlobalSSH、动态加速以及云主机、网络、数据库等产品，支撑跨区域店铺运营。此类业务同时涉及海外算力部署、国内团队远程访问与全球用户体验，形成计算、网络和运维服务的组合需求。

图表32：傲基与紫鸟跨境电商客户案例



来源：公司官网、国金证券研究所

4.3 GPU 与模型能力向海外延伸，增强一体化服务能力

美国华盛顿 GPU 裸金属集群已经部署，海外 AI 算力服务进入实际供给阶段。公司 2025 年年报披露，在全球一体化算力平台建设中，于华盛顿节点部署 GPU 裸金属集群，为客户提供独享高性能物理资源，并结合云原生技术支持云化部署和资源管理。该项进展将海外产品由 CPU 和网络等传统云资源进一步扩展至 GPU 算力，能够满足 AI 应用训练、推理和内

容生成需求。

海外 AI 应用案例体现算力和跨境网络的组合需求。上海市企业走出去综合服务平台刊载的公司服务介绍显示,公司为一家在海外开展情感机器人业务的AI 企业提供GPU 云算力、全球组网、跨境专线和弹性调度。案例将海外 AI 产品的计算承载与跨境连接需求相结合,展示公司全球基础设施和 AI 服务在客户应用中的协同方式。

全球算力网络与企业级模型平台，为海外服务升级提供产品基础。公司持续提升公有云、AI 算力供给和本地化服务能力,模型平台提供主流模型统一接入、调用管理和推理优化,私有化产品则服务本地部署。2026 年半年报提出面向数据主权与区域合规需求的“主权 AI”方向，支持客户本地化部署 AI 算力及深度调优，重点关注金融、政务等敏感行业的应用要求。

AI 工具与跨境电商运营结合，丰富海外客户可采用的云上应用场景。公司跨境电商方案展示数字人直播、电商视觉设计和多语种商品视频等应用，并连接优云智算镜像社区供用户部署体验。相关工具能够在云端完成图像、语音及视频处理，拓展传统云主机和网络服务之外的产品入口，增强公司对跨境卖家 AI 应用需求的覆盖。

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计，公司 2026—2028 年营业收入分别为 20.33 亿元、24.56 亿元和 29.45 亿元，同比增长 19.64%、20.81%和 19.90%；综合毛利率分别为 29.01%、30.12%和 31.12%，归母净利润分别为 0.62 亿元、1.07 亿元和 1.61 亿元。收入增长主要由 AI 及海外云需求、存量中心利用率提升和新增智算资源投运驱动；利润改善主要来自资源运营效率优化、业务组合改善及费用摊薄。分业务预测采用云计算、IDC 及 AIDC、云通信、其他四类口径。

1） 云计算：

AI 客户拓展与海外节点完善支持云计算业务稳健增长，预计 2026—2028 年收入增速均为 10%。2025 年该业务收入 10.56 亿元，同比增长 2.40%，2026 年上半年实现 5.84 亿元。考虑客户拓展、资源投放及收入确认需要时间，我们采用温和增长假设：2026 年全年预测对应下半年收入 5.78 亿元，与上半年基本持平；2027—2028 年增长主要来自存量客户用量、模型训练推理及海外服务拓展。前三季度 AI 相关收入占公司整体收入超过 40%，该指标涵盖云计算与 IDC 及 AIDC 等业务，不直接等同于云计算板块增速。

较高资源使用水平与配套产品协同支持云业务发展。2025 年末 GPU 保有量 23949 张、资源利用率 92.32%，2026 年 3 月末分别为 24131 张、91.29%。公司通过 GPU 云服务、网络、UPFS 存储、调度及模型平台组合满足客户需求；新增服务器和机房按实际投入及客户使用节奏贡献收入。预计 2026—2028 年云计算收入分别为 11.61 亿元、12.78 亿元和 14.05 亿元。

云计算毛利率预计为 25%/26%/27%，提升依据主要来自公司自身运营效率改善。问询回复明确，自建中心利用率提高可减少第三方 IDC 租赁依赖，并通过固定成本摊薄降低单位资源成本；部分前期服务器在现有场景中仍保持商业运营能力，实际运行年限长于会计折旧年限，进一步拓宽毛利空间。该业务毛利率已由 2023 年的 9.89%升至 2025 年的 22.23%、2026 年上半年的 23.52%。我们预计，自建资源承载、算力调度及服务组合优化继续支持改善，2026 年较上半年提高 1.48 个百分点，此后每年提高 1 个百分点，兼顾存量资源效率与新增设备折旧投入。

同业披露也支持 AI 需求与产品结构优化带动盈利改善的方向。阿里巴巴 2026 年二季度 AI 及算力服务收入同比增长 45%，经调整 EBITA 增长 133%，公司归因于收入增长和运营效率改善；其 2024 年四季度业绩公告已将云业务经调整 EBITA 增长 33%归因于产品组合向较高毛利公有云产品倾斜及运营效率提升。金山云 2026 年二季度公有云收入同比增长 45.1%，GAAP 毛利率由上年同期 14.4%、上季度 12.8%提升至 15.2%，并明确归因于 AI 云业务利润贡献增加。

2） IDC 及 AIDC：

存量资源爬坡与分期扩容相衔接，预计 2026—2028 年 IDC 及 AIDC 收入增速分别为 35%、35%和 30%。2025 年该业务收入 4.65 亿元，同比增长 32.68%；2026 年上半年收入 2.84 亿元。6 月末乌兰察布机柜利用率超过 95%，青浦约 65%，高于一季度的 59.46%。2026 年增长主要来自成熟资源全年贡献与青浦客户上架；乌兰察布 D 栋一阶段预计年末交付，随交付、客户上架及实际使用逐步贡献后续收入。青浦一期整体项目预计 2028 年 1 月 24 日前完成，形成后续资源补充。

客户储备与上架进度共同支持托管收入增长。D 栋已披露意向托管功率 22.10MW，约占规划可使用功率 75%，为新增机房客户导入提供基础。预计 2026—2028 年 IDC 及 AIDC 收入分别为 6.28 亿元、8.48 亿元和 11.02 亿元，其中 2026 年下半年收入约 3.44 亿元，较上半年增长 20.80%。后续收入增量取决于意向需求转化、实际交付及计费节奏；公司自用机柜承载的算力服务计入云计算，对外机柜托管计入 IDC 及 AIDC，避免重复计算。

IDC 及 AIDC 毛利率预计为 44%/45%/46%，主要由上架率提高摊薄机房固定成本。公司披露，该业务毛利率由 2023 年的 9.00%升至 2024 年的 32.63%、2025 年的 40.39%，2026 年上半年进一步达到 43.61%；2025 年乌兰察布成熟机柜托管业务毛利率为 46.65%。托管服务由客户持有服务器硬件，公司提供空间、电力、散热和运维，收入增长能够摊薄机房及机电折旧等固定支出。乌兰察布低电价、天然冷却及既有配套也有利于保持成本优势。

3） 云通信：

消息触达及多渠道调用需求支持云通信扩张，预计 2026—2028 年收入增速分别为 45%、40%和 35%，毛利率分别为 2.9%、3.0%和 3.2%。2025 年云通信收入 1.50 亿元，同比增长 71.08%；2026 年上半年收入 0.98 亿元，同比增长 49.94%。公司通过统一网关和智能调度提供语音、短信、视频短信及短链工具，服务消息触达、用户认证和隐私保护。预计 2026—2028 年收入分别为 2.18 亿元、3.05 亿元和 4.11 亿元；2026 年下半年约 1.20 亿元，较上半年增长 22.24%。通信资源采购随调用量增长，毛利率小幅提升主要考虑调度、采购及运营效率改善。

4） 其他业务：

其他业务按稳定规模预测，2026—2028 年收入均为 2600 万元，毛利率均为 65%。该项合并其他主营及报表其他收入，涵盖孔明智能算力调度、UCDN 定制服务、大模型微调等综合解决方案，部分项目在验收时确认收入。2025 年收入 2824.24 万元，2026 年上半年收入 1552.44 万元；考虑项目交付及服务组合波动，后续不设置先降后升的收入路径。全年 65%的毛利率综合考虑高附加值服务与项目交付成本，2026 年下半年收入约 1047.56 万元、隐含毛利率约 25.32%。

5） 费用与利润方面：

收入规模扩大推动销售及管理费用率下降，同时维持产品研发投入。问询回复指出，公司仍需保持必要的研发、销售和管理支出，短期费用具有一定刚性。我们预计销售费用率为 9.0%/8.7%/8.5%；管理费用率为 7.4%/7.0%/6.8%。两项费用绝对额持续增长，费用率下降反映客户规模、全球服务网络和资源运营扩张后的摊薄效应。研发费用率保持 10%，对应 2.03/2.46/2.94 亿元，支持云平台、智算调度、模型服务及芯片适配迭代。

图表33：分业务收入及毛利率预测（百万元，%）

（百万元，%）	2023A	2024A	2025A	2026H1A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1515.28	1502.97	1699.36	981.65	2033.06	2456.06	2944.81
YoY	(23.17%)	(0.81%)	13.07%	24.09%	19.64%	20.81%	19.90%
1、云计算收入	1052.56	1031.04	1055.83	583.78	1161.41	1277.55	1405.31
YoY	—	(2.04%)	2.40%	—	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	9.89%	17.50%	22.23%	23.52%	25.00%	26.00%	27.00%
2、IDC 及 AIDC 收入	293.37	350.59	465.15	284.40	627.96	847.74	1102.07
YoY	—	19.50%	32.68%	—	35.00%	35.00%	30.00%
毛利率	9.00%	32.63%	40.39%	43.61%	44.00%	45.00%	46.00%
3、云通信收入	89.43	87.76	150.13	97.95	217.69	304.77	411.44
YoY	—	(1.87%)	71.08%	49.94%	45.00%	40.00%	35.00%
毛利率	3.48%	1.66%	1.45%	2.88%	2.90%	3.00%	3.20%
4、其他业务收入	79.92	33.58	28.24	15.52	26.00	26.00	26.00
YoY	—	(57.98%)	(15.89%)	—	-7.94%	0.00%	0.00%
毛利率	43.54%	(38.12%)	44.61%	91.78%	65.00%	65.00%	65.00%
综合毛利率	11.11%	18.86%	25.73%	28.36%	29.01%	30.12%	31.12%
销售费用率	11.50%	11.21%	10.78%	9.30%	9.00%	8.70%	8.50%
管理费用率	7.93%	7.80%	8.03%	7.58%	7.40%	7.00%	6.80%
研发费用率	13.44%	12.58%	11.42%	10.17%	10.00%	10.00%	10.00%
归母净利润	-342.72	-241.04	-73.55	8.08	62.42	107.00	161.16
归母净利率	-22.6%	-16.0%	-4.3%	0.8%	3.1%	4.4%	5.5%

来源：公司财报、iFinD、国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

公司处于盈利改善阶段，采用 PS 作为主要估值参照。可比公司选择数据港、奥飞数据、铜牛信息、网宿科技及深信服。数据港、奥飞数据以数据中心建设、运营及机柜托管为主，与公司 IDC 及 AIDC 业务具有可比性；铜牛信息布局云计算及数据中心服务，网宿科技提供边缘云、网络及相关云服务，深信服提供云计算及 IT 基础设施产品，与公司云及相关业务具有可比性。可比公司数据 2027 年 PS 均值为 7.61 倍。

参考可比公司估值，考虑公司中立定位、AI 产品及客户拓展、双智算中心资源协同与海外节点布局，我们给予公司 2027 年 8 倍 PS 估值，对应目标市值 196.49 亿元，以更新后的总股本 4.6144 亿股测算，目标价为 42.58 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表34：可比公司财务与估值比较

股票代码	股票名称	股价（元）	SPS（万得一致预测均值）			PS		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603881.SH	数据港	20.26	2.06	2.22	2.45	9.81	9.11	8.27
300738.SZ	奥飞数据	16.10	3.28	3.93	4.52	4.90	4.09	3.56
300895.SZ	铜牛信息	42.91	2.40	3.17	4.30	17.88	13.52	9.97
300017.SZ	网宿科技	15.35	2.11	2.38	2.70	7.26	6.45	5.68
300454.SZ	深信服	127.77	22.32	26.22	30.44	5.72	4.87	4.20
平均数						9.11	7.61	6.34
688158.SH	**优刻得**	**26.19**	**4.40**	**5.32**	**6.37**	**5.95**	**4.93**	**4.11**

来源：公司财报、用户更新财务模型、国金证券研究所（数据截至 2026 年 11 月 2 日收盘）

风险提示

■ 盈利改善及客户回款风险。

2026 年上半年归母盈利受到非经常性损益支持，第三季度扣非盈利改善的持续性仍受收入确认、资源利用率、费用投入及减值变化影响。若四季度客户使用需求、现金回款或新增资源上架低于预期，可能影响全年盈利兑现及经营现金流质量。

■ 云计算竞争及价格变化风险。

综合云厂商、运营商云和中立云服务商持续投入 AI 与云基础设施，产品价格、客户获取成本及市场份额可能变化，若公司客户拓展或资源利用水平低于预期，云计算收入与毛利改善可能放缓。

■ AI 需求及 GPU 采购风险。

大模型训练、推理和智能体应用需求存在发展节奏变化，GPU 供给、采购成本及技术迭代影响算力资源投资回报。若资源采购与客户使用需求不匹配，可能增加闲置、折旧及更新压力。

■ 数据中心建设与上架风险。

乌兰察布 D 栋、青浦 D 栋建设涉及设备采购、施工、调试及客户部署，进度可能低于预期；D 栋已披露客户需求为意向订单，实际合同、使用规模及计费节奏可能存在差异。新机房转固后折旧和运维支出增加，若上架不足，可能影响业务毛利率。

■ 融资及资本支出风险。

公司已终止原 15 亿元定增方案，新增授信以金融机构实际审批为准。若贷款落实、提款节奏或融资成本变化，将影响资本开支安排和财务费用；机房与服务器投资规模较大，经营现金流及资金统筹能力影响建设进度。

■ 海外合规、汇率及客户拓展风险。

海外节点分布广泛，各地数据合规、网络服务、税收和经营环境存在差异，汇率波动可能影响收入及成本。若中资出海和本地客户拓展低于预期，海外资源利用率及投资回报可能受到影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**1,515**	**1,503**	**1,699**	**2,033**	**2,456**	**2,945**
增长率		-0.8%	13.1%	19.6%	20.8%	19.9%
主营业务成本	-1,347	-1,220	-1,262	-1,443	-1,716	-2,028
%销售收入	88.9%	81.1%	74.3%	71.0%	69.9%	68.9%
毛利	168	283	437	590	740	916
%销售收入	11.1%	18.9%	25.7%	29.0%	30.1%	31.1%
营业税金及附加	-6	-8	-9	-11	-14	-16
%销售收入	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-174	-168	-183	-183	-214	-250
%销售收入	11.5%	11.2%	10.8%	9.0%	8.7%	8.5%
管理费用	-120	-117	-136	-150	-172	-200
%销售收入	7.9%	7.8%	8.0%	7.4%	7.0%	6.8%
研发费用	-204	-189	-194	-203	-246	-294
%销售收入	13.4%	12.6%	11.4%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润（EBIT）	-335	-199	-86	42	95	155
%销售收入	n.a	n.a	n.a	2.1%	3.9%	5.3%
财务费用	21	9	0	-3	-9	-10
%销售收入	-1.4%	-0.6%	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-59	-43	-44	0	0	0
公允价值变动收益	-1	2	6	0	0	0
投资收益	-13	-8	59	5	5	5
%税前利润	n.a	n.a	-96.4%	6.8%	4.0%	2.6%
营业利润	-347	-228	-60	73	126	190
营业利润率	n.a	n.a	n.a	3.6%	5.1%	6.4%
营业外收支	1	-5	0	0	0	0
税前利润	-346	-232	-61	73	126	190
利润率	n.a	n.a	n.a	3.6%	5.1%	6.4%
所得税	-1	-9	-13	-11	-19	-28
所得税率	n.a	n.a	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-347	-242	-74	62	107	161
少数股东损益	-4	-1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**-343**	**-241**	**-74**	**62**	**107**	**161**
净利率	n.a	n.a	n.a	3.1%	4.4%	5.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-347	-242	-74	62	107	161
少数股东损益	-4	-1	0	0	0	0
非现金支出	459	399	315	436	561	696
非经营收益	13	15	-62	-2	13	16
营运资金变动	13	-51	63	-127	53	61
经营活动现金净流	**138**	**122**	**243**	**369**	**734**	**934**
资本开支	-350	-602	-624	-703	-753	-803
投资	10	-8	5	0	0	0
其他	1	11	-11	5	5	5
投资活动现金净流	**-339**	**-599**	**-630**	**-698**	**-748**	**-798**
股权募资	0	0	29	4	0	0
债权募资	-75	-26	189	495	159	36
其他	-19	-25	31	-11	-18	-21
筹资活动现金净流	**-94**	**-51**	**249**	**488**	**140**	**15**
现金净流量	**-295**	**-529**	**-145**	**159**	**126**	**151**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,288	782	624	783	910	1,061
应收款项	491	481	437	628	759	910
存货	57	25	25	40	47	56
其他流动资产	82	116	163	163	165	168
流动资产	1,917	1,403	1,250	1,614	1,881	2,195
%总资产	50.4%	41.5%	34.9%	38.2%	40.2%	43.0%
长期投资	87	94	154	154	154	154
固定资产	1,690	1,785	2,019	2,285	2,476	2,582
%总资产	44.5%	52.8%	56.3%	54.1%	52.9%	50.6%
无形资产	82	80	80	82	83	84
非流动资产	1,885	1,978	2,335	2,610	2,802	2,909
%总资产	49.6%	58.5%	65.1%	61.8%	59.8%	57.0%
资产总计	**3,802**	**3,381**	**3,585**	**4,224**	**4,683**	**5,104**
短期借款	32	45	80	282	341	377
应付款项	803	653	621	723	859	1,015
其他流动负债	231	226	260	236	293	361
流动负债	1,067	924	961	1,240	1,493	1,753
长期贷款	86	51	201	301	401	401
其他长期负债	11	11	7	200	200	200
负债	1,164	986	1,168	1,741	2,093	2,353
普通股股东权益	2,631	2,395	2,416	2,482	2,589	2,751
其中：股本	453	453	456	461	461	461
未分配利润	-1,749	-1,991	-2,064	-2,002	-1,895	-1,734
少数股东权益	7	1	0	0	0	0
负债股东权益合计	**3,802**	**3,381**	**3,585**	**4,224**	**4,683**	**5,104**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-0.756	-0.532	-0.161	0.135	0.232	0.349
每股净资产	5.807	5.286	5.296	5.380	5.612	5.961
每股经营现金净流	0.305	0.269	0.532	0.800	1.590	2.025
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-13.03%	-10.06%	-3.04%	2.51%	4.13%	5.86%
总资产收益率	-9.01%	-7.13%	-2.05%	1.48%	2.28%	3.16%
投入资本收益率	-12.20%	-8.31%	-3.87%	1.16%	2.42%	3.73%
增长率						
主营业务收入增长率	-23.17%	-0.81%	13.07%	19.64%	20.81%	19.90%
EBIT 增长率	-23.16%	-40.64%	-56.85%	-148.60%	126.87%	63.54%
净利润增长率	-17.08%	-29.67%	-69.49%	N/A	71.40%	50.60%
总资产增长率	-6.74%	-11.06%	6.02%	17.82%	10.87%	8.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	112.9	114.3	95.8	110.0	110.0	110.0
存货周转天数	14.1	12.3	7.2	10.0	10.0	10.0
应付账款周转天数	156.7	158.2	124.5	124.5	124.5	124.5
固定资产周转天数	290.8	349.9	401.5	365.4	316.0	264.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.34%	-28.62%	-14.23%	-8.08%	-6.50%	-10.31%
EBIT 利息保障倍数	16.1	21.3	-211.7	12.6	10.7	15.0
资产负债率	30.61%	29.16%	32.59%	41.22%	44.70%	46.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	1
增持	0	3	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**2.00**	**1.83**	**1.83**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究