

股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	78.23
总股本/流通股本(亿股)	2.84 / 2.12
总市值/流通市值(亿元)	222 / 166
52周内最高/最低价	78.23 / 38.27
资产负债率(%)	69.4%
市盈率	558.79
第一大股东	李建国

研究所

分析师: 李佩京  
SAC 登记编号: S1340525080003  
Email: lipeijing@cnpsec.com  
分析师: 王思  
SAC 登记编号: S1340525080002  
Email: wangsi1@cnpsec.com

## 润建股份(002929)

### 算力业务大幅增长，转型“Token”工厂

#### ● 事件

公司发布 2025 年年报及 2026Q1 季报。2025 年全年，公司实现营业收入 103.49 亿元，同比+12.50%；归母净利润 3791.62 万元，同比大幅下降 84.62%；扣非归母净利润 6484 万元，同比下降 71.94%。净利润大幅下滑主要受两大因素压制：①计提资产减值损失 1.54 亿元（同比+37.68%），直接侵蚀利润；②股份支付费用高达 2.42 亿元（2025 年），若剔除股份支付影响，2025 年净利润约 2.80 亿元，实际同比增长 13.66%，反映公司真实经营仍保持增长。2026Q1，公司实现营业收入 18.20 亿元，同比-23.49%；归母净利润 1260.19 万元，同比大幅下降 81.82%；剔除股份支付影响后的净利润 4477 万元，同比下降 40.2%。

#### ● 算电协同驱动发展，在手订单充裕

2025 年全年，分业务板块收入上，算力网络业务和能源网络业务快速增长，算电协同趋势明显，其中算力网络实现营收 8.1 亿元，同比+53.24%，能源网络实现营收 31.14 亿元，同比+88.27%；通信网络业务基本稳定，实现营收 44.44 亿元，同比微降 2.76%；数字网络业务由于部分产品和客户调整，收入有所下降；海外区域重点拓展算力网络、能源网络业务，取得快速增长。公司业务全面向 AI 发展，品牌和规模效应逐步显现，市场地位持续增强，截止至 26Q1 底在手订单约 230 亿元，可保障未来持续发展。

#### ● 算租由“裸金属”向“按 token 计费”升级，公司升级为“token 工厂”抢占先机

我们认为，随着 Token 消耗量指数级增长，算力租赁市场的商业模式有望从当前主流的、以“裸金属”服务器租赁时长为基础的按月固定租金模式，升级为按实际 Token 消耗量计费的模式，从而使算力租赁服务商充分受益于 Token 需求的持续膨胀，带来收入与利润的可持续增长。润建股份正加快探索“Token 工厂”产业新范式，将五象云谷智算中心向该方向升级。公司推出“星算云池”产品，联合互联网大厂等生态伙伴，为开发者提供高性能智算云服务，并依托算力池化技术提供普惠算力与开发平台，从而发挥自身在算力服务领域的技术优势，推动业务服务模式升级。

#### ● 盈利预测与投资建议

我们认为，润建股份凭借其在广西及东南亚地区前瞻性部署的算力基础设施与运维能力，已成为面向东盟的核心算力节点。随着全球 AI 大模型加速落地，以 Token 为计量单位的推理与训练需求呈指数级膨胀，公司有望打开长期增长空间。我们预测，公司 2026-2028 年预计实现营业收入 124.52、153.68、184.85 亿元，同比+20.32%、23.42%、20.28%；实现归母净利润 3.93、6.94、10.16 亿元，同比+936.46%、76.48%、46.50%。

● **风险提示：**

算力卡供应链风险；客户合作不及预期风险；大模型、Agent 技术迭代不及预期风险；市场竞争加剧风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10349	12452	15368	18485
增长率(%)	12.50	20.32	23.42	20.28
EBITDA（百万元）	273.69	1158.21	1760.92	2376.16
归属母公司净利润（百万元）	37.92	392.99	693.55	1016.04
增长率(%)	-84.62	936.46	76.48	46.50
EPS(元/股)	0.13	1.38	2.44	3.58
市盈率(P/E)	581.78	56.13	31.81	21.71
市净率(P/B)	3.50	3.36	3.18	2.94
EV/EBITDA	47.40	27.04	19.92	16.26

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	10349	12452	15368	18485	营业收入	12.5%	20.3%	23.4%	20.3%
营业成本	9083	10712	12992	15508	营业利润	-109.9%	1,558.9%	66.1%	49.6%
税金及附加	25	30	37	45	归属于母公司净利润	-84.6%	936.5%	76.5%	46.5%
销售费用	374	486	559	615	<b>获利能力</b>				
管理费用	299	329	362	399	毛利率	12.2%	14.0%	15.5%	16.1%
研发费用	355	391	391	410	净利率	0.4%	3.2%	4.5%	5.5%
财务费用	68	213	422	561	ROE	0.6%	6.0%	10.0%	13.6%
资产减值损失	-154	67	-20	0	ROIC	1.4%	3.0%	4.2%	5.0%
<b>营业利润</b>	<b>-24</b>	<b>345</b>	<b>573</b>	<b>857</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	69.4%	78.1%	82.2%	84.1%
营业外支出	9	9	9	9	流动比率	1.05	0.96	0.96	0.97
<b>利润总额</b>	<b>-31</b>	<b>337</b>	<b>565</b>	<b>850</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	2	10	-13	3	应收账款周转率	1.72	1.83	1.83	1.83
<b>净利润</b>	<b>-33</b>	<b>327</b>	<b>578</b>	<b>847</b>	存货周转率	4.81	4.91	4.82	4.86
<b>归母净利润</b>	<b>38</b>	<b>393</b>	<b>694</b>	<b>1016</b>	总资产周转率	0.54	0.50	0.46	0.45
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.13</b>	<b>1.38</b>	<b>2.44</b>	<b>3.58</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.13	1.38	2.44	3.58
货币资金	2506	2291	4035	4459	每股净资产	22.17	23.08	24.42	26.39
交易性金融资产	22	22	22	22	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	6394	8113	9726	11770	PE	581.78	56.13	31.81	21.71
预付款项	387	360	495	556	PB	3.50	3.36	3.18	2.94
存货	1854	2506	2880	3505	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>14496</b>	<b>17845</b>	<b>22220</b>	<b>25919</b>	净利润	-33	327	578	847
固定资产	1030	3563	4482	5726	折旧和摊销	134	607	774	965
在建工程	96	2048	4990	6944	营运资本变动	-126	-1145	-98	-791
无形资产	114	131	146	159	其他	312	205	503	738
<b>非流动资产合计</b>	<b>5998</b>	<b>11692</b>	<b>15656</b>	<b>18930</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>288</b>	<b>-6</b>	<b>1757</b>	<b>1758</b>
<b>资产总计</b>	<b>20494</b>	<b>29536</b>	<b>37876</b>	<b>44850</b>	资本开支	-104	-5247	-4757	-4256
短期借款	3862	5862	7862	8862	其他	-1893	-1960	-15	-20
应付票据及应付账款	8667	9877	12188	14423	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1997</b>	<b>-7207</b>	<b>-4772</b>	<b>-4276</b>
其他流动负债	1213	2873	3135	3484	股权融资	85	52	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>13743</b>	<b>18612</b>	<b>23185</b>	<b>26770</b>	债务融资	606	7355	5500	4000
其他	473	4454	7954	10954	其他	725	-408	-741	-1058
<b>非流动负债合计</b>	<b>473</b>	<b>4454</b>	<b>7954</b>	<b>10954</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1415</b>	<b>6999</b>	<b>4759</b>	<b>2942</b>
<b>负债合计</b>	<b>14216</b>	<b>23066</b>	<b>31139</b>	<b>37724</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-295</b>	<b>-215</b>	<b>1744</b>	<b>424</b>
股本	284	284	284	284					
资本公积金	3260	3309	3309	3309					
未分配利润	2455	2612	2890	3297					
少数股东权益	-21	-87	-202	-372					
其他	300	351	455	607					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6278</b>	<b>6470</b>	<b>6736</b>	<b>7126</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>20494</b>	<b>29536</b>	<b>37876</b>	<b>44850</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048