

两张名单，几乎不重叠 · 全文合订

目录 · CONTENTS

- 01 13家账上不到3亿，却都在算力租赁名单里
- 02 决定算力租赁生死的不是卡价，是 70% 这条线
- 03 同一批服务器，有人折 5 年有人折 8 年，你在比什么
- 04 账面亏7.62亿，现金净进16.19亿：算力租赁该看哪一行
- 05 算力租赁：说要投的钱，账上长出来没有
- 06 2亿元买的4000张加速卡，至今没组装，也没有客户
- 07 应收占营收 74%，未必是坏消息
- 08 算力租赁的对手不是同行，是利息
- 09 被问询不是有问题，但这 7 问你该自己再问一遍
- 10 52 家算力租赁公司，只有 10 家能上这把尺子

13家账上不到3亿，却都在算力租赁名单里

52家概念股解剖：被证监会立案的两家，反而不在这份名单里

打开 Wind 的「IDC（算力租赁）」概念板块，2026 年 7 月 20 日的成分股是 52 家。名单里有做味精和调味品的莲花控股，有做玩具的高乐股份，有做纺织的华升股份，有做环卫装备的盈峰环境，有做钢铁的杭钢股份，有做木材的 *ST 景谷，还有储能的派能科技、充电桩的盛弘股份，以及中国联通。

这不是一份"谁在做算力租赁"的名单。

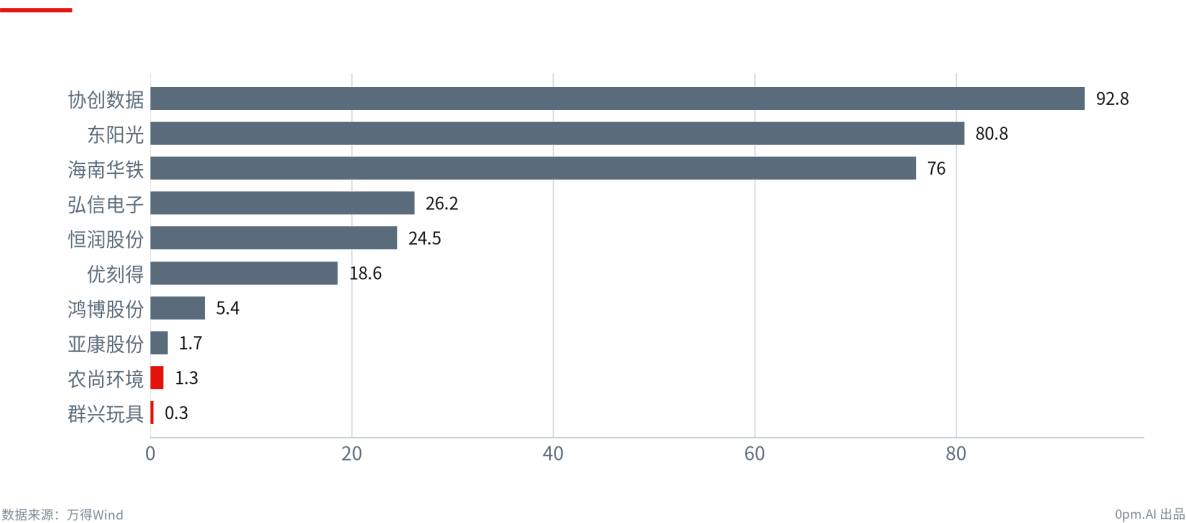
它更像一份"谁跟算力这两个字发生过关系"的名单。

问题的另一头更麻烦：那些正在被交易所追着问、被证监会立案调查的算力公司，多数不在这 52 家里面。

把这批公司单独拉出来量一遍，会看到另一种荒诞——它们的固定资产从 92.8 亿元一路排到 0.3 亿元，跨度接近三百倍，而所有这些公司都在公告或互动易上谈论自己的算力业务。

被交易所追问算力业务的公司，家底长这样

固定资产(亿元) · 2025年度 · 这些公司多数不在Wind「IDC(算力租赁)」概念板块名单内 · 收到问询属常规监管程序，不代表存在违法违规



板块外被追问的公司：家底从92.8亿到0.3亿

需要说清楚的是，收到问询函属于交易所的常规监管程序，不代表相关公司存在违法违规；资产规模小也不等于业务是假的——轻资产的转售、代理模式同样可以是真生意。这张图要说的只有一件事：**用"在不在名单里"来判断谁在做这门生意，两个方向上都会出错。**

所以在讨论谁的质地好之前，得先承认一件事。

你手里这份名单，本身不能当证据用。它证明不了谁在做这门生意，也证明不了谁没在做。

名单收进来的，是"和算力有关的一切"

52 家里，除了上面那些传统主业的公司，还有中际旭创、新易盛这样的光模块厂商，有寒武纪这样的芯片设计公司，有浪潮信息这样的服务器厂商。

它们跟算力当然有关系，但做的不是同一门生意。卖光模块、卖芯片、卖整机，收入在设备交付时确认；把机柜或者 GPU 按月、按卡时租出去，收入在服务期内一点点摊。

前者是一次性的买卖，后者是压着重资产收租金。两类公司的报表长得完全不一样，风险也完全不一样。

它们被装进了同一个板块。

口径更宽的还有。按 2026 年 6 月的一份行业梳理，A 股入局算力租赁的上市公司超过 70 家，横跨 15 大行业。这个口径比 Wind 还大。

两个数都不小，但都不是"在做这门生意"的名单。

你要的那一份，还得自己造。

那么被收进来的公司自己怎么说？

盈峰环境在深交所互动易上被反复追问算力业务，从 4 月问到 7 月，它的答复几乎是同一段话的复制：「2025 年度，公司智云计算板块（含算力租赁、智云平台、数据标注）营业收入占公司营业收入的 1.79%，其中算力租赁作为该板块下属细分业务，其营业收入占公司营业收入比例较小，对公司业绩影响较小。」

注意这个 1.79% 的口径——它是三块业务加在一起的占比，算力租赁只是其中一块，具体多少公司没有单独披露。

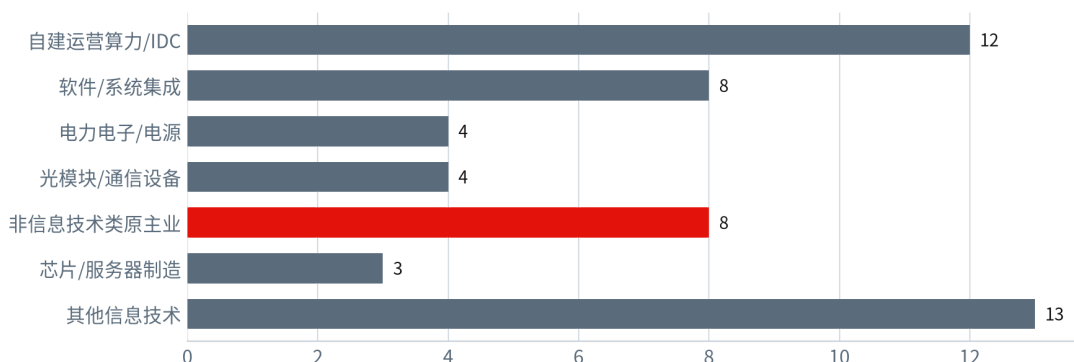
而在同一个平台上，有投资者建议盈峰环境把股票简称改成带"智算"字样的名字，理由是"不利于估值重估和市场辨识度"。公司的回答是：「感谢您的建议，我们将及时转达给公司董事会研究。」

一边是公司自己往下按占比，一边是市场催它把名字改得更像算力公司。

概念名单虚高的动力，从来不只来自公司这一头。

算力租赁概念名单里，装着多少门别的生意

Wind「IDC(算力租赁)」概念板块52家成分股按原主业归类(家)·分类依据为各公司公告口径与具名媒体报道，非数据商标签



数据来源：万得Wind、证券时报

Opm.AI 出品

Wind「IDC(算力租赁)」概念板块 52 家成分股按原主业分布

名单漏掉的，恰恰是最该被看见的

如果这份名单只是收得宽，问题还不算大。多几家不相干的，你自己筛掉就是了。

真正让它失效的是另一头。

优刻得不在这 52 家里。它在 2026 年 6 月收到上交所科创板问询函（上证科创公函【2026】0177 号），第一个问题就是会计估计变更：GPU 服务器的折旧年限从 4 年改成 5 年。公司在回复里披露，这项变更让 2025 年折旧费用减少 886.19 万元（人民币，下同），净利润相应增加 859.25 万元。

鸿博股份也不在。它在 2024 年 5 月收到深交所公司部问询函〔2024〕第 183 号，被追问一份 13.82 亿元的云服务协议——公司在回复中确认，截至 2023 年末，该合同尚有 13.824 亿元未履行，履约进度为零。

ST 合力泰不在。该公司自 2025 年 4 月起因涉嫌信息披露违法违规被中国证监会立案，截至 2026 年 4 月末尚未结案。

案子没结，结果不该由外人去推测。但“正在被查”这个状态本身，是任何一份算力名单都不该漏掉的信息。

海南华铁不在。该公司 2025 年 3 月签下的 36.9 亿元框架协议在半年内终止，并因涉嫌信息披露违规被立案。

群兴玩具也不在——它 2025 年的智算业务收入 0.53 亿元，毛利亏损 0.15 亿元。

被交易所问询的，被证监会立案的，订单签完又终止的。

上面这几家，一家都没被这份名单收进去。

但名单也不是全错

这里必须停一下，别把话说过头。

莲花控股就在这 52 家里，而它也确实是被上交所追问得最紧的一家。

2025 年末，上交所对其算力业务下发监管工作函（上证公函【2025】4127 号），三个问题分别指向：产品未交付即支付合同总金额 60% 作为第一期货款的商业合理性、决策过程与具体资金流向、以及采购资金是否最终流向控股股东、实际控制人及其关联方。

2026 年 6 月，年报问询函（上证公函〔2026〕1005 号）接着问。公司在 7 月 14 日的回复公告里披露了几组数字：2025 年度提前终止的算力租赁合同金额 12.28 亿元；用 2 亿元采购的 4000 张加速卡全部到货，但截至回复日尚未完成组装，也未与下游客户签订任何销售或算力服务协议。

还有一组：算力租赁合同以 1 年期为主、最长约 4.4 年，而算力服务器的折旧年限设为 8 年——公司自己在回复里承认，这个年限“相比于同行业公司折旧年限较长”。

所以名单不是随机的，它抓到了一些真东西。

这恰恰说明了那把尺子该长什么样：在名单里，不等于有问题；不在名单里，也不等于干净。

板块归类是数据服务商的分类结果，它既不能给公司定罪，也不能给公司背书。你从“它在算力板块”推出“它在做算力生意”，中间缺了一步；反过来推，同样缺一步。

标签不全是公司自己贴的

还有一层公平必须交代：不是每一家被贴上算力标签的公司，都主动蹭过这个词。

先河环保在 2026 年 4 月收购了产业链上游一家公司之后，主动出面澄清，说自己并非直接从事算力租赁。同期的行业梳理里，锦鸡股份、日科化学、真视通、中青宝等被列为“仅被贴上算力标

签、无实质业务"的一类。

这就要求把两件事分开看：**一件是公司自己在公告里宣称的**，另一件是**第三方替它归的类**。前者是公司的责任，后者是数据口径的问题。

怎么分？看它自己有没有发过公告。

高乐股份属于前者。这家玩具公司在互动易的答复中确认，已披露一份 35.57 亿元的算力业务合同。同期它的财务口径是：2025 年营业总收入 3.22 亿元，净利润亏损 0.43 亿元，固定资产加在建工程合计 4.35 亿元。

有投资者直接问：交易对手方的履约能力是否经过充分尽调？公司的答复原文是：「尽管该交易对方成立时间较短，但在算力建设垂直领域中，此类签约主体较为常见。经综合评估，公司认为其具备合同履约能力。」

这段话不需要评论。

把公司自己说的话和它自己披露的报表并排放着，你能看见的东西已经够多了。

第一把可用的尺子：账上有没有东西

概念名单不能用，那用什么？

先用最笨的一把：资产。

算力租赁是压着重资产收租金的生意，机柜要建、卡要买、电要接。它可以外包、可以转租，但只要你自己在运营，账面就得有东西。

按 Wind 的 FY2025 数据，这 52 家里有 13 家的固定资产加在建工程合计不足 3 亿元：科新发展 0.01 亿元、行云科技 0.02 亿元、新炬网络 0.02 亿元、超讯科技 0.07 亿元、万马科技 0.91 亿元、真视通 0.93 亿元、科泰电源 0.96 亿元、拓维信息 1.04 亿元、华星创业 1.19 亿元、*ST 景谷 1.64 亿元、青云科技 1.71 亿元、铜牛信息 1.82 亿元、华升股份 2.28 亿元。

这个量级是什么概念？

莲花控股公告的采购口径是 2 亿元买 4000 张加速卡，折算每张 5 万元。按这个单价换算——只是量级换算，不代表这些公司真的持有对应数量的卡——科新发展 0.01 亿元的固定资产净值，对应的是二十张卡的价钱。

这不意味着这 13 家有什么问题。

更可能的解释是：它们要么没在做这门生意，要么做的是另一门——设备销售、系统集成、技术服务。这些生意都不需要自己压资产，报表本来就应该是轻的。

华升股份的 2.28 亿元还得加个注脚：它正在推进对易信科技的收购重组，资产结构后面会变。

但反过来，资产大也说明不了问题。

杭钢股份固定资产加在建工程合计 115.36 亿元，可那是一家营业总收入 523.27 亿元、净利润 0.23 亿元的钢铁企业，资产是高炉不是显卡。中国联通合计 3437.31 亿元，那是全国的电信网。

所以第一把尺子给的不是答案，是问法：它让你别再问账上有多少资产，改问那些资产是什么、怎么折。

第二把尺子：公司愿不愿意回答

还有一把尺子几乎不花钱：看公司在投资者互动平台上怎么答话。

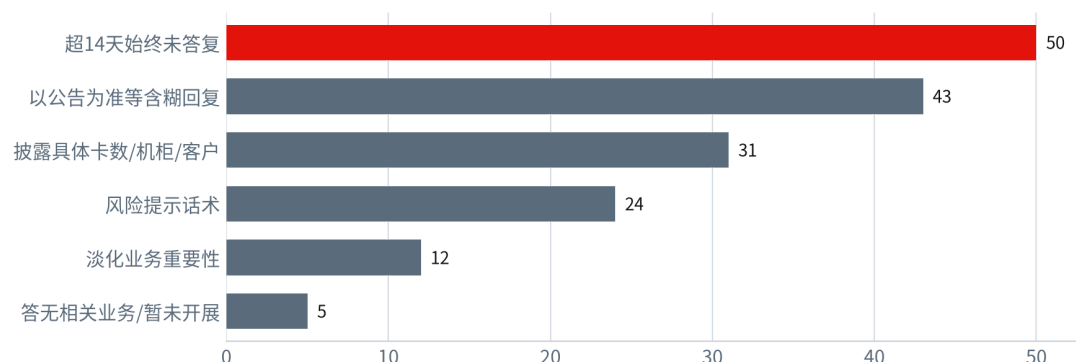
深交所互动易与上证 e 互动上，与算力相关的公开问答共取得 211 条，覆盖 13 家公司。

先说清一个口径限制：深交所互动易支持全历史关键词检索，而上证 e 互动的公开接口只开放“近一个月”窗口，沪市公司仅覆盖 2026 年 6 月 20 日至 7 月 20 日。**两市的样本量不能横向比较**——沪市公司问答条数少，是接口窗口所限，不代表历史上没人问过。

在这 211 条里（一条可能同时命中多个特征）：**50 条提问超过 14 天始终未获答复**（另有 30 条提问尚在常规答复窗口内，不计入）；43 条是“请以公告为准”式的含糊回复；24 条以风险提示话术收尾；12 条强调该业务占比小、影响小；5 条明确答复无相关业务或暂未开展；只有 31 条真正给出了卡数、机柜数、金额或客户这类硬指标。

问算力的人很多，把话说清楚的公司不多

211条算力相关投资者问答的答复类型(条) · 标签非互斥、可多重命中，故各类之和大于211 · 另有30条提问未满14天仍在答复窗口内



数据来源：深圳证券交易所互动易/上海证券交易所e互动

Opm.AI 出品

211 条算力相关投资者问答的答复类型分布（一条可多标）

不答复本身不构成违规，商业保密也是正当理由。

但当一家公司连续三个月，面对“已投产算力规模是多少”“利用率区间是多少”“在手订单金额是多少”这类问题，回复的是同一段关于占比 1.79% 的话，你至少知道了一件事：这些数字不会从这里来。

你只能自己去报表里挖。

那到底该量什么

答案其实已经被人问出来了，问的人是散户。

一位投资者在投资者互动平台上问华升股份，说易信科技的折旧费用偏高，公司收购时是否评估过——「会不会因为折旧费用吞没利润？」

公司的回答是：「评估机构已对易信科技未来各年的折旧与摊销费用进行了充分、合理的预测。」

这个问题问到了要害上。

莲花控股的合同以 1 年期为主，服务器却按 8 年折；优刻得把折旧年限从 4 年调到 5 年，2025 年净利润因此多出 859.25 万元。上交所在问询函里追的也是同一件事——摊销年限是否合理、减值计提是否充分。

交易所替你问出了那三个问题：账上的资产到底是什么，钱有没有真的进来，折旧是怎么折的。

这就是往下九篇要用的量具。

概念名单只能告诉你去哪儿找人，没法告诉你找到的是谁。

来源

- Wind「IDC（算力租赁）」概念板块成分股及 FY2023 / FY2025 财务面板，取数日 2026-07-20，金额单位已统一为亿元人民币。
- 莲花控股《关于上海证券交易所对公司算力业务相关事项监管工作函的回复公告》，公告编号 2026-005（监管工作函文号：上证公函【2025】4127 号），2026-01-31。
- 莲花控股《关于上海证券交易所对公司 2025 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》，公告编号 2026-042（问询函文号：上证公函〔2026〕1005 号），2026-07-14。
- 优刻得《关于 2025 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》，公告编号 2026-043（问询函文号：上证科创公函【2026】0177 号），2026-06-16。
- 鸿博股份《关于 2023 年年报的问询函回复的公告》，公告编号 2024-052（深交所公司部问询函〔2024〕第 183 号），2024-06-08。
- 经济观察报《合力泰遭证监会立案调查未结案 算力业务商业化存不确定性》，2026-04-30。
- 证券时报（记者尹靖霏）《算力租赁"众生相"：行业龙头、跨界新手业绩冷暖两重天》及同日相关报道，2026-06-23；先河环保澄清相关报道，2026-06-24。
- 21 世纪经济报道相关行业梳理，2026 年。
- 深交所互动易、上证 e 互动公开问答原文，采集区间截至 2026-07-20，共 211 条，覆盖 13 家公司；沪市受公开接口"近一个月"窗口限制，样本量与深市不可横向比较。
- 盈峰环境、高乐股份、华升股份互动易答复原文，答复日期分别为 2026 年 4 至 7 月、2026-07-02、2026-07-02。

风险提示：本文所引数据均来自上市公司公告、交易所监管文件、投资者互动平台公开问答及具名财经媒体报道，凡标注为公司自报口径者未经第三方核验。涉及立案调查的事项截至本文发布日尚未结案，本文不对结果作任何推测。概念板块归类由数据服务商编制，不代表成分股的实际业务构成。本文为公司质地的描述性研究，不构成对任何证券的推荐、评级或买卖建议。投资有风险，入市需谨慎；过往业绩不代表未来收益。

决定算力租赁生死的不是卡价，是 70% 这条线

高端卡租金涨四成，国产整机报价走低，FY2025 十家自建算力公司五家亏损

2025 年 10 月到 2026 年 3 月，英伟达 H100 的全球租赁价从每小时 1.70 美元抬到 2.35 美元，五个月涨幅约 40%。同一段窗口里，国产昇腾 910B2 的八卡整机月租在往下掉——单一机构的报价口径显示，从高点 1.7 万元人民币退到 1.0 万元人民币。

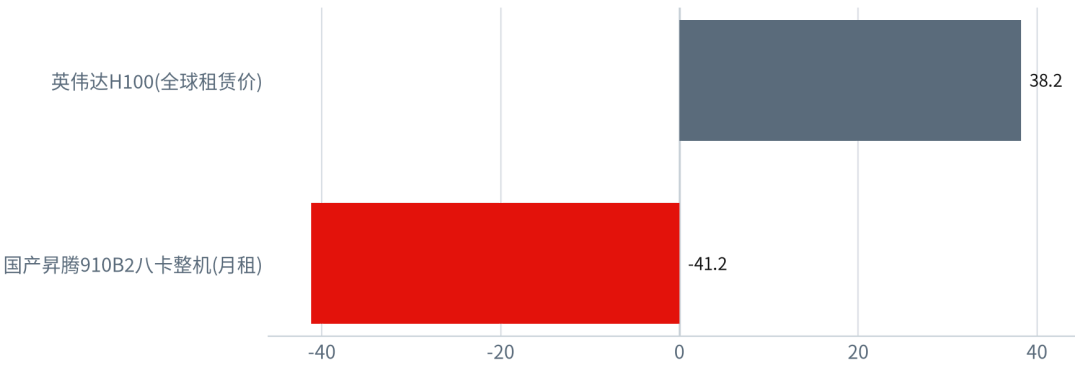
同一个市场，同一段时间，两张卡的价格在往相反的方向走。

国内市场的 H100 月租报价落在 5.5 万到 6.0 万元人民币之间。这里得先说清一件事：每小时美元、整卡月租人民币、八卡整机月租人民币，是三种计价单位，彼此不能直接换算比较。能比的只有方向。

方向是反的。

同一门生意，两种卡走在相反的方向

算力租赁价格变化率(%) · 英伟达H100为全球租赁价2025年10月至2026年3月 · 国产卡为单一机构报价口径(非成交均价)



数据来源：21世纪经济报道、上海有色网SMM

Opm.AI 出品

高端卡租金上行、国产整机报价下行，两条曲线在 2026 年上半年劈开

所以你手里那家公司持什么卡，决定了它站在哪条曲线上。

但决定它赚不赚钱的，这两条曲线都不是。

70%、80%、90%

一位一线从业者给过三档线：利用率低于 70% 必亏，80% 以上薄利，90% 以上才有赚头。

这条线为什么划得这么高？

因为成本几乎全是刚性的。卡是资本开支，买进来就按月计提折旧，机器转不转都照计；机房的电费和运维跟着时间走，不跟着收入走。收入却按机时结算——机器空着的那些天，成本照跑，收入是零。

电价的差别直接落在这条线上。东部电价 0.8 到 1.2 元人民币每度，西部 0.3 到 0.4 元，按区间两端算，差出两倍到四倍。这就是算力往西边走的原因。

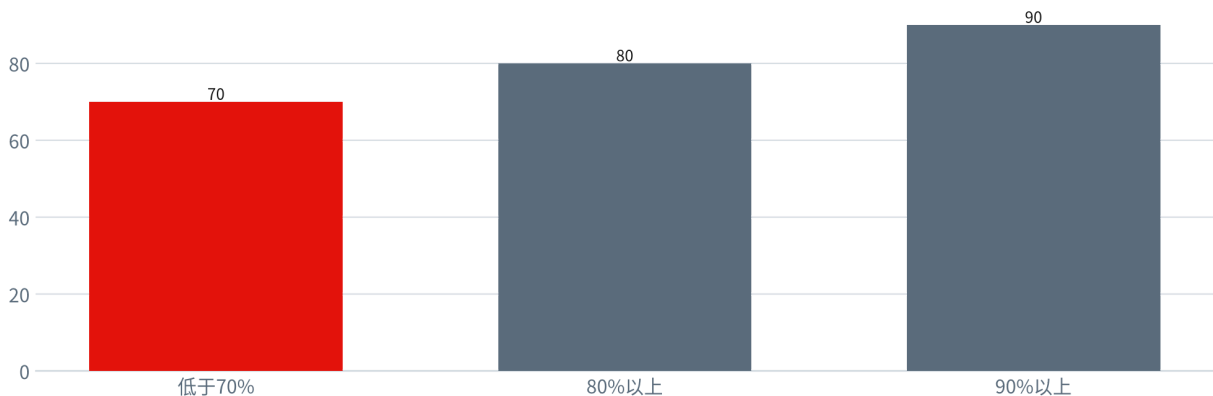
西部也不轻松。2026 年上半年，一家西部小型算力企业挂牌价 3000 元人民币每 P 每月（P 为算力单位 PFLOPS），砍价之后成交 2900 元。这是这个行业里少数几个能拿到的真实成交价。

再放一个参照：券商在 2025 年 2 月的测算中，给昇腾 910B 八卡服务器算出的合理租赁价是 3.4 万元人民币每台每月。它和前面 1.0 万到 1.7 万元的报价区间对不上，但两者本来也对不上——一个是测算价一个是市场报价，型号一个是 910B 一个是 910B2，中间还差了一年多。

三重不可比。摆在一起只说明一件事：这个市场连价格都还没形成公认的参照系。

决定生死的不是卡价，是上架率那条70%的线

算力租赁利用率与经营状态对照 · 数值为各档利用率门槛(%) · 来自一线从业者受访口径，非行业统计



数据来源：经济观察报

Opm.AI 出品

利用率与盈亏：70% 以下为亏损区，80% 薄利，90% 以上才有利润

那上架率到底是多少？

答不上来。

截至 2025 年 7 月，公开可查的表述是——「各地智算中心的闲置率尚无准确统计数字」。没有行业协会的抽样，没有强制披露的统一口径，没有第三方核验。

于是你能查到的每一个上架率，都是公司自己说的。

- 润泽科技（公司自报）：累计交付规模达 750MW（兆瓦），成熟算力中心上架率超过 90%。
- 中贝通信（公司自报）：总运营算力规模超过 22,000P，「算力使用率接近 100%」。
- 奥飞数据（公司自报）：标准机柜折算超过 77,600 个，运营规模约 342MW，未给上架率。
- 利通电子（公司自报）：上架率 100%。

先看单位。750MW、22,000P、77,600 个机柜——功率、算力、物理机柜，三家三种口径，互相换算不了。

连"规模"都没有统一定义，"上架率"就更没有。它的分母是什么？是已建成机柜，还是已通电机柜，还是规划总量？按机柜数算还是按功率算？没人规定。你把 90% 和 100% 放在一起看，其实不知道自己在比什么。

同一家公司，两个口径

中贝通信自报算力使用率接近 100%。

交易所的问询函里，问的是另一件事：算力规模从 10000P 涨到 15000P，下半年单季收入反而更少。

规模涨了 50%，单季收入反降。这个方向和"使用率接近 100%"指向不一致，交易所对此提出询问。至于原因——新增算力尚未上架、价格下行、收入确认节奏，都有可能——以公司的公告回复为准，这里不作推测。

要说清楚的是，这不是对某一家公司的定性。它暴露的是一个结构性问题：在一个没有第三方核验的指标上，公司自报和监管追问可以同时成立。你拿什么去裁决？外部人手里没有第三条证据。

毛坯房，和更麻烦的那一种

业内有个说法叫「毛坯房」。

厂房盖好了，电通了，机柜排好了，卡没有。

还有一种更隐蔽：卡装上了，但电力容量不够、运维能力跟不上，跑不满；没做系统化组网，卡处在单机运行状态，利用率极低。

第二种比第一种麻烦得多。第一种趴在报表上是在建工程，未转固就不计提折旧；第二种已经转固，折旧照提，收入不来。

唯一不能自报的那张表

上架率可以挑口径，利润表不行——它经过审计，你和公司看的是同一张。

FY2025（2025 财年），自建运营算力和互联网数据中心（IDC）这一层的 10 家公司里，5 家亏损：

- 光环新网：净利润 -7.62 亿元人民币
- 证通电子：净利润 -3.68 亿元人民币
- 首都在线：净利润 -1.59 亿元人民币
- 铜牛信息：净利润 -0.81 亿元人民币
- 城地香江：净利润 -0.67 亿元人民币

一半。

这里必须补一句口径：净利润受折旧年限影响极大，各家折旧政策不同，这五家的亏损额之间不能直接横向比，和盈利的那一半之间也不能。折旧那一刀，单独讲。

但“亏”这个方向是清楚的。它和满屏的自报高上架率，讲不出同一个故事。

3.8 万 P 里，2.8 万 P 是转租来的

这门生意也不是不赚钱。

一家头部算力企业的负责人张磊给过一组自述数字：毛利率 53% 到 60%，可调度算力 3.8 万 P，其中自有 1 万 P、转租 2.8 万 P；在手订单超过 70 亿元人民币、排期到 2028 年；电能利用效率（PUE）在 1.09 到 1.1。

这是受访者自述，没有第三方核验，看的时候要打折。但其中有一个结构值得单独拎出来：3.8 万 P 里，接近四分之三不是自己的。

至少在这一家的自述里，持卡的人和调度卡的人已经分开了。持卡这头扛折旧、扛电费、扛上架率；调度那头赚的是周转和匹配。两头的生意模型不一样，风险敞口也不一样——但在概念名单上，它们被算作同一门生意。

PUE 1.09 到 1.1 是另一个信号。这个数越接近 1，说明制冷等配套耗掉的电越少，同样一度电里能有更多真正跑在卡上。它直接压低前面那条 70% 的线。

爬坡和闲置，在报表上长得一样

爬坡是真的。一个智算中心从交付到爬满有周期，客户迁移、组网调试、订单排期都要时间，头几个季度上架率低是正常的。拿一个季度的低上架率判死刑，会误伤。

问题是，你分不清。

正因为全行业没有第三方统计，也没有强制披露口径，一个低上架率摆在你面前，你无从判断它是第三个月还是第三年，是在爬坡还是已经停住。这两种状态在报表上的形状几乎一致：资产在增，收入没跟上。

这种不可分辨本身，就是这门生意眼下最实在的一项风险。它不由哪一家公司制造，但每一家公司都泡在里面。

供给侧还有个没落地的变数：H200 在 2026 年 1 月获得美方批准对华出口，附带 25% 抽成，但截至 2026 年 7 月实际发货极少。它会不会改写前面那两条曲线，现在看不出来。

四个能自己核的口径

以下不是操作建议，是四件你能自己去查的事。

看电价落在哪个省。东西部两倍到四倍的电价差，直接进成本，直接抬高或压低那条 70% 的线。

看算力规模和单季收入是不是同向变动。规模涨、收入不涨，未必有问题，但一定得有解释——解释该来自公告，不该只来自互动易的一句话。

看上架率是谁给的。是公司自报，还是有第三方核验；分母写没写清。分母不清的百分比，参考价值接近于零。

看它是持卡的还是调度的。都叫算力租赁，一个是重资产扛折旧，一个是轻资产赚匹配。

这门生意里最贵的东西，从来不是卡，是买回来却没转起来的那几个月。

数据来源：Wind 数据库（FY2025 财务数据，2026-07-20 取数）；深交所互动易平台公开问答原文（润泽科技、中贝通信、奥飞数据、利通电子）；交易所问询函公开文件（中贝通信）；21 世纪经济报道（英伟达 H100 租赁价格走势、“毛坯房”现象，引具名研究员）；经济观察报（盈亏平衡三档线、东西部电价区间、西部挂牌与成交价，均引具名受访者）；上海有色网（SMM，昇腾 910B2 八卡整机报价，属单一机构报价口径）；浙商证券研究报告（2025-02，昇腾 910B 八卡服务器租赁价测算，属测算非成交价）；科技日报 2025-07（智算中心闲置率无统计数字）。

风险提示：本文为行业口径与公司质地的描述性研究，不构成任何投资建议，不含买卖推荐、评级或目标价。文中所引上架率、利用率、毛利率、在手订单、可调度算力等指标，多为公司自报或受访者自述，未经第三方独立核验，读者需自行比对原始披露文件。净利润受各公司折旧政策影响显著，跨公司不可直接比较。投资有风险，入市需谨慎；过往业绩不代表未来收益。

Opm.AI 出品

同一批服务器，有人折 5 年有人折 8 年，你在比什么

折旧年限不是技术参数，是会计选择——A 股与海外算力公司的尺子对照

上交所今年给莲花控股发了一封年报问询函。里面有一个问题，很少出现在财经头条上——算力服务器的摊销年限是否合理，减值计提是否充分。

追问的由头，是两个数字被并排放置在了一起。

莲花控股的算力租赁合同，以 1 年期为主，最长的一份约 4.4 年。而承载这些合同的算力服务器，公司按 8 年计提折旧，残值率 5%。

合同最长 4.4 年，设备折 8 年。

这家以味精起家的公司在回复里没有回避这一点。它自己写的是，折旧年限「相比于同行业公司折旧年限较长」。

8 年，和 3 年

先把尺子摆开。

下面这批数字全部来自上市公司在问询函回复中自行列出的同业对比表，不是第三方估算。

并行科技、青云科技、宏景科技，专用设备或算力服务器一律 5 年、残值率 5%。首都在线和安诺其给的是区间，机器及服务器设备 5 到 10 年、残值率 5%。莲花控股 8 年、残值率 5%。

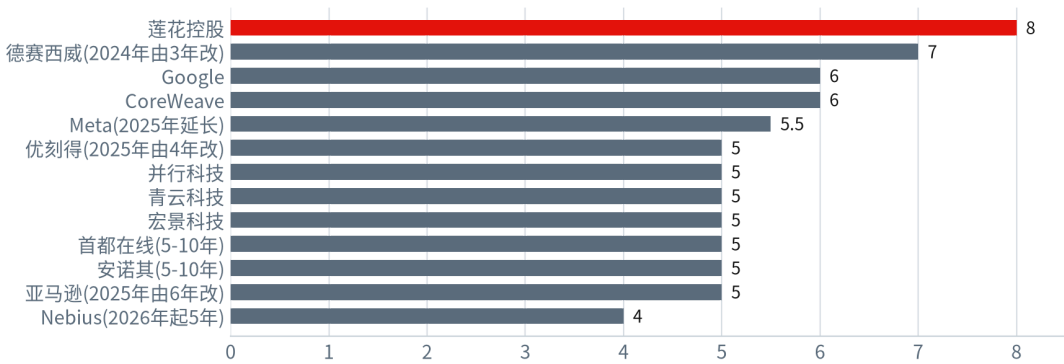
还有两家改过年限。

优刻得的 GPU 服务器，2025 年 10 月起由 4 年改为 5 年。汽车电子企业德赛西威更早，2024 年度把服务器由 3 年改为 7 年，残值率 1%。

同一类资产，最短的 3 年，最长的 10 年。

同一批算力设备，折旧年限从4年到8年

算力/服务器设备折旧年限(年) · 区间披露者取下限并标注 · 数据取自各公司问询函回复中的同业对比表与SEC文件



数据来源：莲花控股、优刻得、美国证券交易委员会

Opm.AI 出品

各家服务器折旧年限带宽，含变更前后（据公司披露）

这里先说清楚，免得你后面读偏：折旧年限长，本身不是错。它是会计估计，公司在准则允许的范围内有裁量权，改它需要依据、需要披露、需要接受监管追问。本文要拆的不是谁不老实，而是这个变量对利润的杠杆有多大——大到你不看它，就没法比较两家公司的利润表。

差多少：把参数代进公式

差多少？

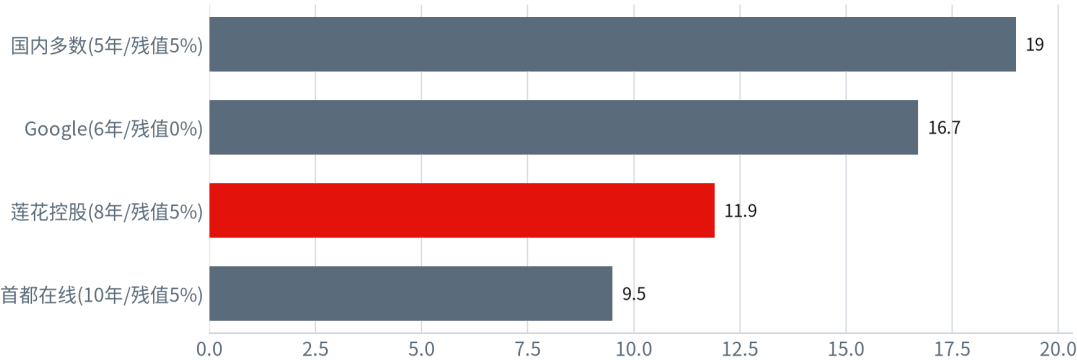
年折旧率的算法很朴素：一减残值率，除以年限。

这个数不是公司披露的，是据披露参数算出来的。但它足以让抽象的"年限"变成钱。

5 年、残值率 5%，年折旧率 19%。8 年、残值率 5%，年折旧率 11.9%。首都在线那个 5 到 10 年的区间，对应 19% 到 9.5%。德赛西威从 3 年改到 7 年，年折旧率由 33% 降到约 14%——不到原来的一半。

折旧年限拉长两年，每年少提的折旧接近四成

年折旧率(%)=(1-残值率)÷折旧年限·据各公司公告披露的年限与残值参数计算，非公司披露值



数据来源：莲花控股、优刻得

Opm.AI 出品

年折旧率对比（据各家披露的年限与残值率计算，非公司披露值）

代进一个假设的算例，感受会更直接。

假设一家公司有 10 亿元人民币的算力服务器。按 19% 的年折旧率，一年计提 1.9 亿元；按 11.9%，一年计提 1.19 亿元。

同一批机器，同一年，账上差 7100 万元。

这是示例测算，不对应任何一家公司的真实资产规模。但它解释了一个现象：当你把两家算力租赁公司的净利润放在一起看，你比较的可能不是谁的生意做得好，而是谁的折旧年限更长。

886.19 万元：一次变更留下的量化证据

上面都是算术推演。有没有一家公司，把"改折旧年限对利润的影响"直接写成了数字？

有。优刻得写了。

GPU 服务器折旧年限由 4 年改为 5 年，2025 年 10 月起执行。仅仅执行了一个季度，当年折旧费用减少 886.19 万元，净利润增加 859.25 万元。

这两个数字是公司自己在公告里披露的。

同一个报告期，优刻得 FY2025 净利润为负 0.74 亿元人民币，扣非净利润为负 1.52 亿元人民币。859.25 万元，约为当年净亏损额的一成二。

上交所科创板对此发出问询函，第一问就是折旧年限调整的依据与合理性，并且要求公司说明剔除会计估计变更影响后的净利润。

监管想看的，正是那个被抽掉会计选择之后的数。

公司还披露了这批资产的构成：GPU 服务器账面原值 5.998 亿元人民币，累计折旧 2.432 亿元，减值准备 0 元，账面净值 3.566 亿元。累计折旧占原值约四成，减值准备为零。

这些都是披露事实。放在这里只为提醒你一件事：年限、残值率、减值准备是联动的三个变量，只盯年限，会漏掉另外两个。

| 同一年，亚马逊往回收，Meta 往外放

如果折旧年限真由技术决定，那么同一类资产、同一个年份、面对同一代芯片，两家体量接近的公司，会给出方向相反的答案吗？

2025 年的美国给了一个干净的反例。

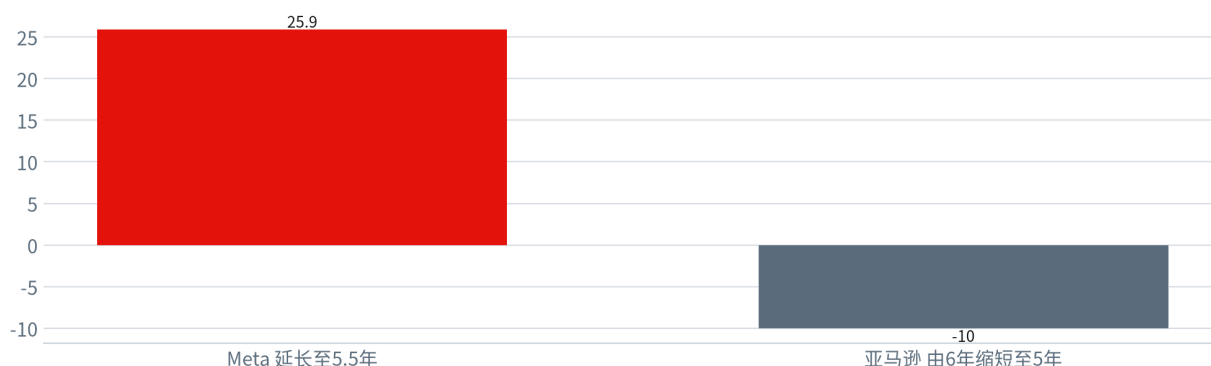
亚马逊把服务器折旧年限由 6 年缩短至 5 年，这项调整使其净利润减少约 10 亿美元。

同一年，Meta（社交平台脸书的母公司）把服务器折旧年限延长至 5.5 年，净利润增加约 25.9 亿美元。

一个往回收，一个往外放。两家都在自己的年度报告里说明了依据，都合规，都经审计。

同一年，两家巨头把折旧年限调向相反方向

2025年服务器折旧年限变更对当年净利润的影响(亿美元) · 同类资产、同一年份、相反方向，各自都称有依据



数据来源：美国证券交易委员会

Opm.AI 出品

2025 年亚马逊与 Meta 对服务器折旧的反向调整及利润影响（美元）

这一条比国内任何一家公司的案例都更能说明问题：折旧年限不是技术参数，是会计选择。

同一台机器还能用几年，没有客观答案。有的只是管理层基于自身使用情况作出的判断，以及审计师认可这个判断——而这个判断，直接决定了当年利润表上那个数。

海外的尺子，也没有更严

国内公司常被拿来对照海外同行。真对照下来，是国内更激进吗？

先说一句必要的限制：你在海外年报里找不到单独的"GPU 折旧年限"，一家也没有。它们的口径是"服务器与网络设备"或"技术设备"这类合并类别，GPU 被并在里面。任何"某海外巨头 GPU 折 X 年"的说法，都是转述时的加工。

按其披露口径：谷歌与 CoreWeave（美国 GPU 云服务商）的服务器与网络设备，折旧年限 6 年，残值率 0%。Nebius（在美上市的 AI 云服务商）为 4 年，2026 年起延长至 5 年，预计减少折旧 1.67 亿美元。

年限比国内长，但残值率是 0。

代进公式：6 年、残值率 0，年折旧率 16.7%，低于国内普遍的 19%，高于莲花控股的 11.9%。

残值率平时没人提，但它和年限一样在改写年折旧率。你只比年限不比残值，比出来的东西就是错的。

期限错配也不是中国独有的现象。

CoreWeave 的服务器折旧按 6 年假设，而它的合同加权平均期限约为 5 年。2025 年这家公司的折旧摊销为 24.54 亿美元，是其同期净亏损 11.67 亿美元的两倍以上。

一家 GPU 云公司的亏损里，超过一半的重量来自折旧这一项非现金支出。

那么，长年限就一定是坏事吗？

不一定。这里必须把冷水泼在自己身上。

证券时报报道过一个行业惯例：民营企业通常按 5 年折旧，部分国有企业按 10 年；而在 5 年折旧的假设下，前 4 年基本没有利润。

这句话解释了整个行业账面难看的原因。也顺带提出一个反问——如果 5 年折旧下前 4 年基本无利润，那么一家正处在扩张期、却报出漂亮账面利润的算力租赁公司，你第一个该确认的不是它生意多好，而是它折几年、残值率多少、有多少设备还在在建工程里没转固。

在建工程不计提折旧。这是另一个容易被忽略的开关。

替长年限说话的证据也存在。有一份流传较广的说法称，英伟达的内部备忘录提到 A100 芯片在出货六年之后仍在满负荷运行。本研究没有核到原始文本，只能把它列为未经确证的说法。但方向值得记下：如果高端计算卡的实际服役寿命真能到六年以上，那么 5 年折旧才是偏保守的那一个，长年限反而更贴近经济实质。

反方也有具名的声音。以做空次贷出名的基金经理迈克尔·伯里公开测算，认为行业整体低估折旧的规模约为 1760 亿美元。这是他个人的观点，不是已核实的事实，本研究只作立场记录，不采纳为论据。

两边都拿不出决定性证据。这恰恰是折旧年限最难的地方——它对不对，要等设备真的用到那一年才知道，而利润是现在就要报的。

年报到手，你先看哪一行？

不给结论，给方法。下面三步，你自己就能做完。

第一步，翻到固定资产附注，找到服务器、专用设备或电子设备那一行，把年限和残值率抄下来，用一减残值率除以年限，算出年折旧率。跨公司比较净利润之前，先把这个数摆在旁边。

第二步，找合同期限。问询函回复里通常会披露租赁合同的期限结构。把它和折旧年限对齐看，错配有多大，一眼就能看出来。莲花控股是 4.4 年对 8 年，CoreWeave 是 5 年对 6 年。

第三步，查会计估计变更。变更本身合规，关键是看披露是否前后一致。

举一个可以公开核对的例子：宏景科技 2025 年年报正文的"董事会关于会计估计变更的说明"勾选了"不适用"，而财务报表附注 43 勾选了"适用"。两处勾选不一致——这是可以在年报里直接核对到的事实，本文只陈述这个事实，不作任何定性。需要说明的是，该公司此次会计估计变更涉及的是应收账款减值，不是折旧。另外，它的 2025 年年报在折旧类别中新增了"算力设备"一项，2024 年年报没有这个类别。

还有一类情况是"查不到"。比如润泽科技的折旧政策表只有四类：房屋建筑物 25 到 40 年、机器设备 5 到 15 年、运输工具 3 到 5 年、办公设备及其他 3 到 5 年，残值率均为 5%。它没有单列服务器或电子设备。

那就只能写"未单列"，不能替公司拆分出一个"服务器折 X 年"。查不到就是查不到——这本身也是一条信息。

折旧年限藏在附注最深处，念起来最枯燥，却是这门重资产生意里唯一一个不用花钱就能改变利润的数字。

看懂它，你才知道自己在比较什么。

来源

- 莲花控股：2025 年年度报告问询函回复公告（公告编号 2026-042），回复上海证券交易所上证公函〔2026〕1005号
- 优刻得：会计估计变更及问询回复公告（公告编号 2026-043），回复上证科创公函【2026】0177号
- 并行科技、青云科技、首都在线、安诺其、德赛西威折旧政策：上述问询函回复中上市公司自行披露的同业对比表
- 宏景科技：2025 年年度报告（正文"董事会关于会计估计变更的说明"与财务报表附注 43）

- 润泽科技：2025 年年度报告固定资产折旧政策附注
- 亚马逊、Meta、谷歌、CoreWeave、Nebius：各公司提交至美国证券交易委员会的 10-K 年度报告
- 民企与国企折旧年限惯例、“5 年折旧下前 4 年基本无利润”：证券时报
- 优刻得 FY2025 净利润、扣非净利润：Wind
- 年折旧率 = $(1 - \text{残值率}) \div \text{年限}$ ，为本研究据各公司披露参数计算，非公司披露值
- 英伟达 A100 备忘录说法未核到原始文本，已作未经确证处理；迈克尔·伯里的折旧低估测算为其个人观点

风险提示

本文为公开披露信息的会计口径研究，仅描述折旧政策差异对财务报表的影响机制，不构成对任何公司的评价，不设目标价，不构成投资建议。折旧年限与残值率均属会计估计，公司在准则范围内享有裁量权，年限长短本身不构成合规瑕疵。文中涉及的问询函事项以公司后续公告及监管最终意见为准。市场有风险，决策需谨慎。

Opm.AI 出品

■ 账面亏7.62亿，现金净进16.19亿：算力租赁该看哪一行

重资产生意里经营现金流本该远高于净利润，反过来时一定有故事

2025年，光环新网的利润表上是一行亏损：净利润 -7.62亿元人民币。

同一年，同一家公司，现金流量表的第一行——经营活动产生的现金流量净额，+16.19亿元。

一家“亏了7.62亿”的公司，那一年往自己账户里净收了16亿现金。两个数字差着23.81亿元，谁也没算错。

这怎么可能同时成立？

因为在数据中心这门生意里，这才是常态。而多数人看财报，眼睛只停在前面那一行。

■ 先立标尺：为什么这门生意的现金流该是利润的九倍

自建运营数据中心，钱是一次性花出去的。买地、盖楼、上柴发和空调、装机柜，全部沉进在建工程，转固之后，按折旧年限一年一年摊回利润表。

折旧是非现金支出。它扣减利润，但不从银行账户里带走一分钱。租金则按月照收。

于是这一层公司会呈现出一个很稳的形态：经营现金流远高于净利润。

数据港FY2025净利润1.39亿元，经营现金流12.51亿元，9.0倍。往前推两年，FY2023是9.7倍，FY2024是9.6倍——三年几乎没动。

奥飞数据FY2025净利润1.55亿元，经营现金流14.16亿元，9.1倍。它的三年走势是4.5、5.6、9.1，一路抬升。原因不难理解：资产陆续投产，折旧越计越多，被折旧压掉的利润越多，倍数就越高。

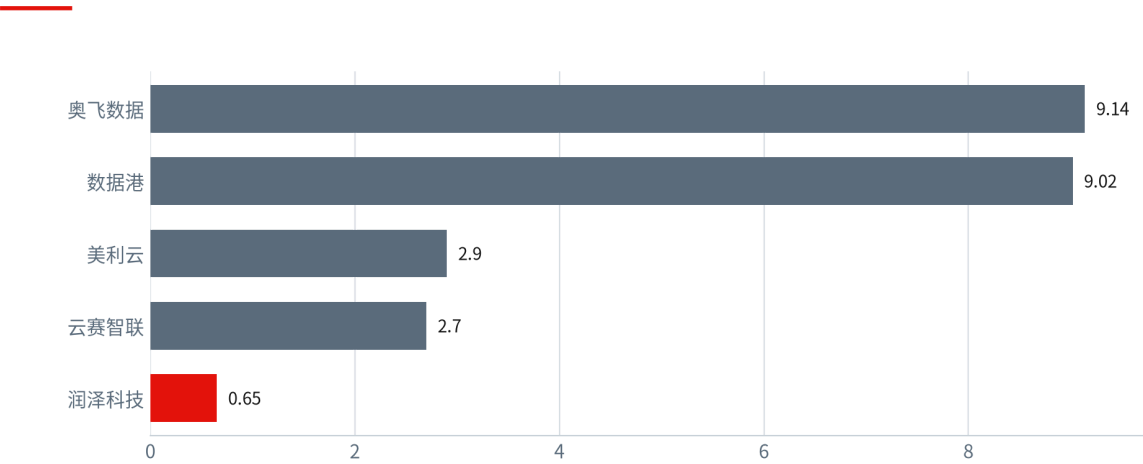
光环新网是同一机制的极端形态。折旧把利润压穿到了水面以下，账面亏7.62亿元，现金流照样正流入16.19亿元。

所以第一条判断可以下得很硬：在自建运营IDC这一层，经营现金流÷净利润这个倍数不是杂音，是体检指标。它应该高，而且应该稳。

那低于1意味着什么？意味着有别的东西进了净利润，而它没有带来经营现金。

同样是自建算力资产，现金流倍数差出十几倍

经营活动现金流量净额÷净利润(倍) · 2025年度 · 仅列该层内当年盈利公司；重资产租赁因折旧为非现金支出，该值通常显著大于1



数据来源：万得Wind

Opm.AI 出品

自建运营IDC层：倍数应该高，也应该稳

资产最重的那一家，倍数最低

润泽科技FY2025：净利润50.49亿元，经营现金流32.92亿元。

0.7倍。

近三年分别是0.7、1.2、0.7倍。

按上面的机制，它本该是这一层里倍数最高的。截至FY2025末，润泽的固定资产加在建工程合计317亿元，是这一层最重的资产盘子。资产越重，折旧越多，倍数越高——奥飞数据三年从4.5倍抬到9.1倍，走的就是这条路。

它反过来了。而且是反得最彻底的一家。

反常的不是0.7这个数本身，而是它出现在资产最重的那家身上。所以真正要问的是：是分子被抬高了，还是分母被压低了？

差额走的是哪条路

润泽FY2025净利润50.49亿元，扣非净利润19.01亿元，差31.49亿元。

这31.49亿元有明确出处。2025年7月27日，润泽将项目公司河北润禾科技有限公司100%股权，以44.96亿元人民币协议转让给南方润泽科技数据中心REIT旗下的河北润汇。该笔转让产生处置长期股权投资的投资收益37.47亿元；扣除所得税影响额6.08亿元、少数股东权益影响额0.07亿元后，计入非经常性损益的净额为31.49亿元。

44.96亿元的作价不是重点。重点是这笔钱在两张报表里各自走了哪条路。

在利润表里，37.47亿元计入投资收益，一路加进净利润。

在现金流量表里，卖子公司收到的钱进的是**投资活动**，科目原名叫「处置子公司及其他营业单位收到的现金净额」，44.95亿元。它不进经营活动那一行。

一笔交易把分子抬了起来，分母纹丝不动。0.7倍就是这么来的。

这是记账规则本身规定好的——卖掉一座数据中心赚的钱，不算日常运营挣的钱。规则是对的，被它压低的那个倍数也是对的。

那这个被压低的倍数还有什么用？恰恰因为它对处置收益免疫，它才干净：不管利润表上加进来多少一次性的东西，经营活动那一行只认真实收进来的租金。你把两行并排放，50.49亿元里哪

些是经营挣的、哪些不是，自己就分开了。

需要说明一处边界：本次取数只能拆开FY2025这一笔，FY2023同样为0.7倍的差额构成不在覆盖范围内，本篇不作推测。

两个数字讲的是两件事

那么，这笔31.49亿元的处置收益，算不算问题？

不算。公募REIT是重资产数据中心正当且重要的退出路径，把建成机房装进REIT收回资金、再拿去建下一座，本就是这门生意设计好的资金循环。

三件事支撑这个判断，都来自公开披露。

钱是真收到的：处置子公司收到的现金净额44.95亿元，落在投资活动那一栏。

披露是自认的：公司在2025年年度报告中对这笔收益写明——「是否具有可持续性：否」，并列示其占利润总额的66.18%。这是公司自己给出的口径，不是外部推算。

循环还在继续：REIT扩募已启动，拟再装入A-7、A-8两个项目（公告2026-012）。

这里还有一个属于事实层面的细节：该笔股权转让本身未单独发布临时公告，收益是到三季报才以数字形式呈现的；而REIT方案早在2024年4月已经董事会审议披露。信息都在公开文件里，只是散在不同文件的不同位置，需要你自己去拼。

拼完之后，真正值得摆在一起的是这组对比——

同一段三年，润泽账面净利润增长178%。

同一段三年，扣非净利润从17.09亿元到17.78亿元再到19.01亿元，增长11%。

两个数字都是真的。178%回答的是"这三年公司一共实现了多少利润"，11%回答的是"主营业务本身长了多少"。它们是两个问题的两个答案，谁也不能替代谁。

把这一层公司的利润含金量（扣非净利润÷净利润，FY2025）排开看，差距一目了然：奥飞数据94%，数据港78%，云赛智联73%，润泽科技38%。

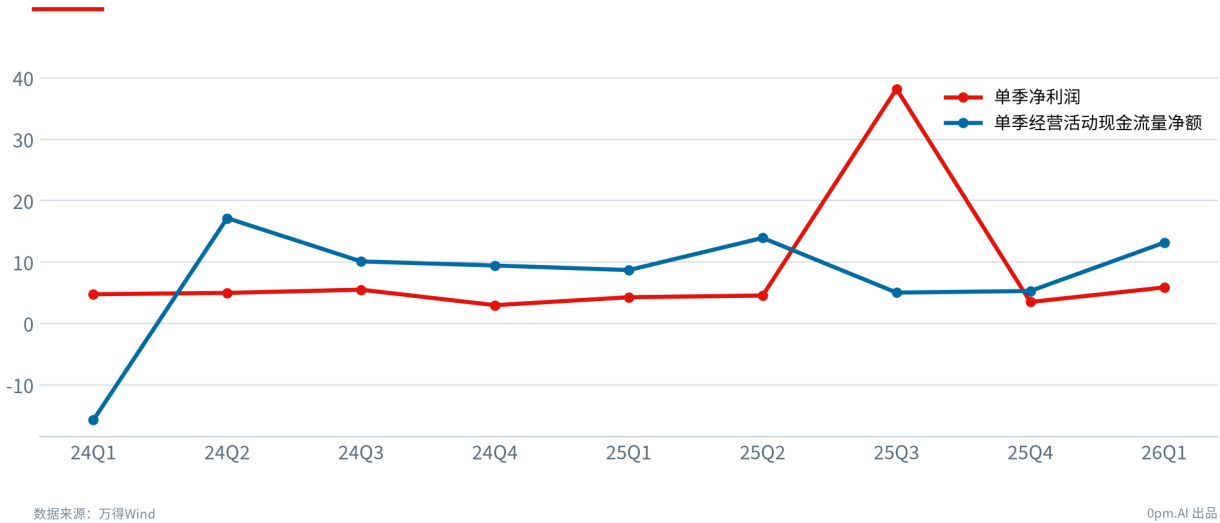
还有一个数能定住整件事的性质：润泽同期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金121.50亿元。卖出去收回的44.95亿元，不够它当年资本开支的四成。

这是"建成—装入REIT—再建"的循环，不是把资产变现离场。看懂这个，你才知道0.7倍那个数该怎么读：它标记的是一次资产腾挪，不是经营恶化。

年度口径会把这件事摊平。拆到单季，形状立刻不一样：2024Q1到2026Q1这九个季度里，润泽的单季净利润有八个季度落在2.97亿元到5.86亿元之间，只有2025Q3一个季度跳到38.20亿元。而恰恰是这一个季度，经营活动现金流量净额只有5.02亿元，是全期次低。

九个季度里，只有一根尖峰——而它没带来现金

润泽科技单季净利润与经营活动现金流量净额(亿元) · 2025Q3净利38.20亿含REIT股权处置收益，公司自认不可持续；同季经营现金流5.02亿为全期次低



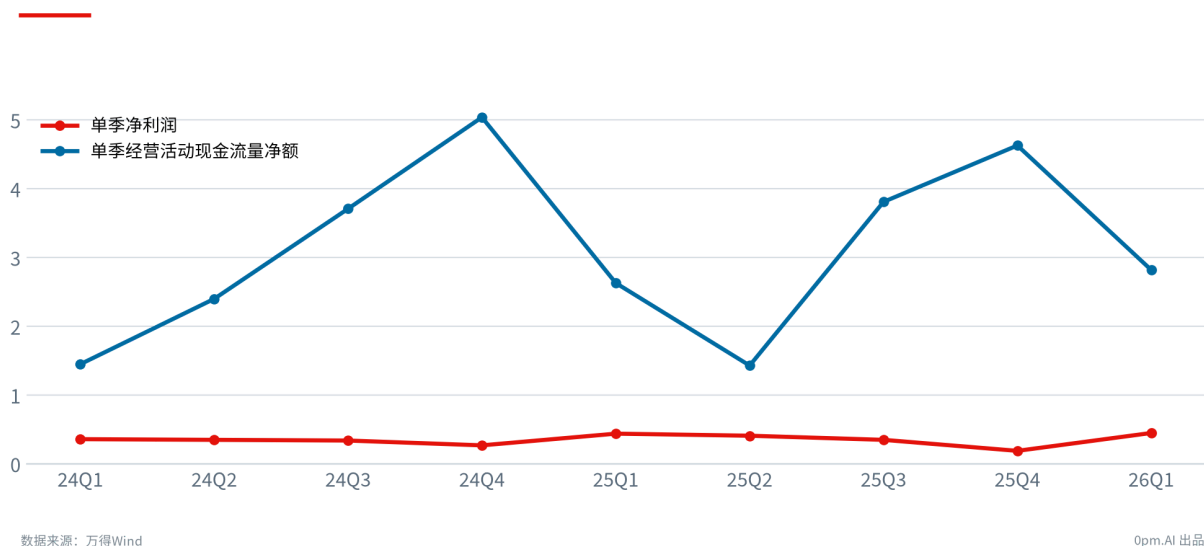
单季净利润与经营现金流：一根孤立尖峰，且不带现金

一笔计入当期损益、却不进经营活动现金流的交易，在图上就是这个样子——两条线在同一个时点分开走。

作为对照，同样九个季度的数据港是另一种形状：单季净利润始终在0.19亿元到0.45亿元之间，而单季经营现金流在1.43亿元到5.04亿元之间，每一个季度都高于当季净利润数倍。

正常的重资产租赁，长这样

数据港单季净利润与经营活动现金流量净额(亿元) · 折旧为非现金支出，故现金流每季稳定高于净利润数倍



单季对照：折旧持续吞掉利润，现金持续进账

没有尖峰，也不需要尖峰。重资产租赁的正常形状，就是这样一条贴地走的利润线配一条稳定高出它数倍的现金流线。

第二把尺子：扣非

现金流倍数只对重资产层有解释力。还有一把更粗、但适用面更宽的尺子——扣非净利润。

FY2025，算力概念板块里有四家公司账面盈利，扣非之后转负：

杭钢股份，净利润0.23亿元，扣非净利润 -1.12亿元。

常山北明，0.30亿元，扣非 -0.84亿元。

拓维信息，0.41亿元，扣非 -0.40亿元。

派能科技，0.78亿元，扣非 -0.10亿元。

四家的利润表首行都是正的。把不具备可持续性的那部分拿掉之后，四家全部转负。

这不需要你做任何解读，它就是财报自己给出的结论：这四家FY2025的账面盈利，不来自主营业务。至于那部分非经常性损益具体由什么构成，得逐家去读附注明细表，本篇不越过披露去猜。

值得注意的是，同样是净利润与扣非拉开距离，润泽和这四家不在一个位置上——它扣非后仍有19.01亿元的净利润，而这四家扣完就转负了。差额的性质，永远要看剩下的是什么。

这把尺子什么时候不管用

必须把边界划清楚，否则前面所有结论都会被用错地方。

同样在算力概念板块里，寒武纪、中际旭创、新易盛、浪潮信息FY2025也都出现了经营现金流低于净利润的情形。

按前面那把尺子，这四家是不是也有问题？

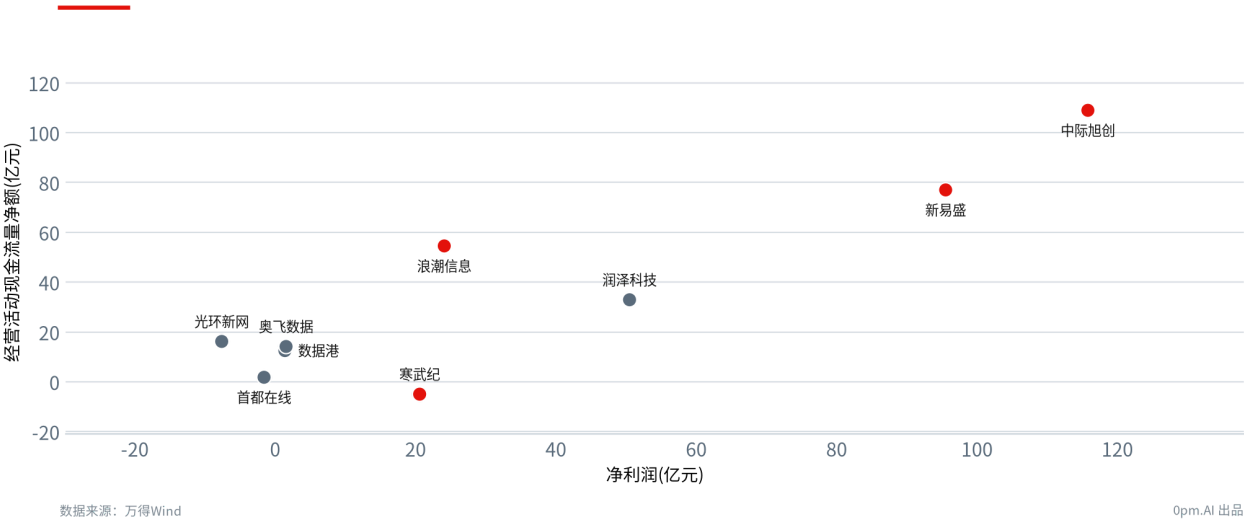
不是。这四家分别是芯片设计、光模块、光模块、服务器制造。

它们的钱压在存货和应收账款里。订单在涨，就要先备料、先发货、后收款，现金流阶段性落后于利润，是成长期制造与设计企业的正常形态，和折旧机制毫无关系。

拿IDC那把尺子去量它们，会得出完全错误的结论——你会把一家订单爆满的光模块厂，误读成一家利润有水分的公司。

同一张图上，站着几种完全不同的生意

横轴=2025年净利润(亿元)，纵轴=经营活动现金流量净额(亿元) · 红色为芯片设计/光模块/服务器制造等非算力租赁主业公司，业务模型不同、不可与IDC层同尺比较



全量落点：45°线两侧站着几种完全不同的生意

这正是本系列反复说的那件事：先分层，再比较。

同一个概念板块标签底下装着几种完全不同的生意，每种生意有自己的财务形态、自己的正常区间。把它们放进一张表里排名，排出来的是噪音。

| 三步

把这一篇压成可执行的动作，是三步。

第一步，先确认你看的这家公司属于哪一层：自建运营IDC，还是芯片设计、光模块、服务器制造。层判错了，后面两步都不用做。

第二步，在IDC层算经营现金流÷净利润。远高于1且多年稳定，是这门生意的正常形态；显著低于1，就翻回利润表，看有没有大额投资收益、资产处置或其他一次性项目。

第三步，无论哪一层，都把扣非净利润和净利润并排放。两者差得越远，越值得你去读一遍非经常性损益明细表——差额的构成，往往比差额本身更能说明问题。

三步做完，你手里拿到的才是一家公司的经营状况，而不是一个数字。

财报不会替你分层。你得自己分。

来源说明：营业收入、净利润、扣非净利润、经营活动产生的现金流量净额、固定资产、在建工程等财务数据取自Wind，报告期FY2025，对比基期FY2023，已按各家披露单位统一归一至人民币亿元。润泽科技股权转让的交易对手、交易作价、投资收益金额、所得税影响额、少数股东权益影响额、可持续性判断及占利润总额比例，取自公司2025年年度报告及相关公告（含公告2026-012）；现金流量表科目名称按报表原口径。全文金额单位均为人民币。

风险提示：本文为财务口径拆解与质地描述，不构成任何投资建议，不含买卖推荐、评级或目标价。文中数据均为已披露历史数据，不代表未来业绩，亦不构成对相关公司未来经营的预测。投资有风险，入市需谨慎；过往业绩不代表未来收益。

Opm.AI

| 算力租赁：说要投的钱，账上长出来没有

一家317亿元，十三家各自不足3亿元：重资产生意的第一道尺子

Wind 的「IDC（算力租赁）」概念板块里装着 52 家 A 股公司。把它们 FY2025 的固定资产与在建工程两项加总，其中有 13 家，每一家合计都不到 3 亿元人民币：科新发展、行云科技、华星创业、新炬网络、超讯科技、科泰电源、万马科技、真视通、*ST 景谷、青云科技、铜牛信息、华升股份、高乐股份。

同一张表上，润泽科技这两项合计是 317 亿元。（本文金额若无特别说明，均为人民币。）

差着一百倍。

这一百倍说明谁真谁假了吗？没有。它只说明一件事：这门生意的证据，你可以自己去报表上找。

算力租赁的本质，是把钱变成机器、再把机器的时间卖出去。钱有没有变成机器，不必听公告怎么说，只需要看两个会计科目——固定资产，和在建工程。长在这两个科目里的，是资产；长不出来的，就还只是故事。

先把话说在前面：资产小，不等于没有生意

上面那份 13 家的名单，不是一份指控名单。

它们出现在这份概念名单里，很大程度上是第三方标签归类的结果，而不是公司自己宣称在做算力——华升股份的主业是纺织，高乐股份是玩具，*ST 景谷是木材。另一些则是软件与云服务型公司，重资产本来就不在它们的商业模式里：租机柜、转售卡时、做上层软件，都不需要自己在账上堆机器。

所以这条尺子只有一个用途：**它能判断一家公司有没有在自建算力资产，不能判断它有没有算力收入，更不能反过来用“在板块里”证明它在做这门生意。**

反向也一样。不在名单里，不等于没在做。

想量的东西必须先说清楚：这篇只量“自建”这一件事。

固定资产为什么必须和在建工程一起看

因为折旧的规则藏在两者之间——在建工程不计提折旧，只有转入固定资产之后，账单才开始走。

只看固定资产，你会漏掉一整栋还没交付的机房；只看在建工程，你会漏掉已经在跑的机柜。两个都看，才是一家公司真实的重资产家底。

润泽科技三年的两组数字正好把这个机制演示了一遍。它的在建工程 FY2023 是 69.26 亿元，FY2024 是 71.70 亿元，FY2025 是 70.54 亿元，三年基本走平；同期固定资产从 93.73 亿元涨到 246.47 亿元。

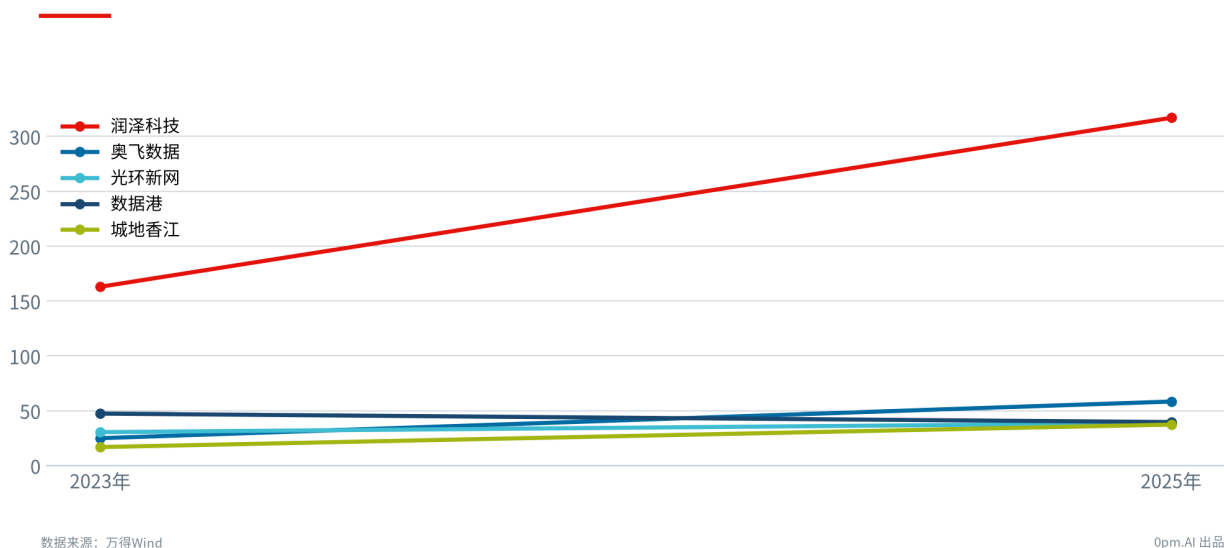
在建工程的水位不动，不是因为没在建，而是一头进、一头转出——转固在持续推进。

需要留意的是反过来的情形：在建工程连年高挂，固定资产原地不动。那意味着钱已经花出去了，折旧却还没开始计。这种时候的利润表会很干净，但干净是暂时的。

在建工程是一张延期的折旧账单，不是没有账单。

重资产会说话：两年里谁真的把钱变成了机房

固定资产 + 在建工程合计(亿元) · 两项必须合看，因未转固的在建工程不计提折旧



自建运营层各家固定资产+在建工程三年变化：扩张高度集中在少数几家

2305% 和 94%，哪个才是真在花钱？

按三年增幅排，榜首是宇顺电子：+2305%。

这个数字几乎不含信息量——它 FY2025 的资本开支只有 0.02 亿元。起点足够低的时候，任何一笔支出都能做出四位数的百分比。增幅是分母的故事。

要看真花钱，得换一把尺子：资本开支除以当年营业收入。这条比值回答的是“这家公司把当年赚的钱按几倍的强度投了出去”。

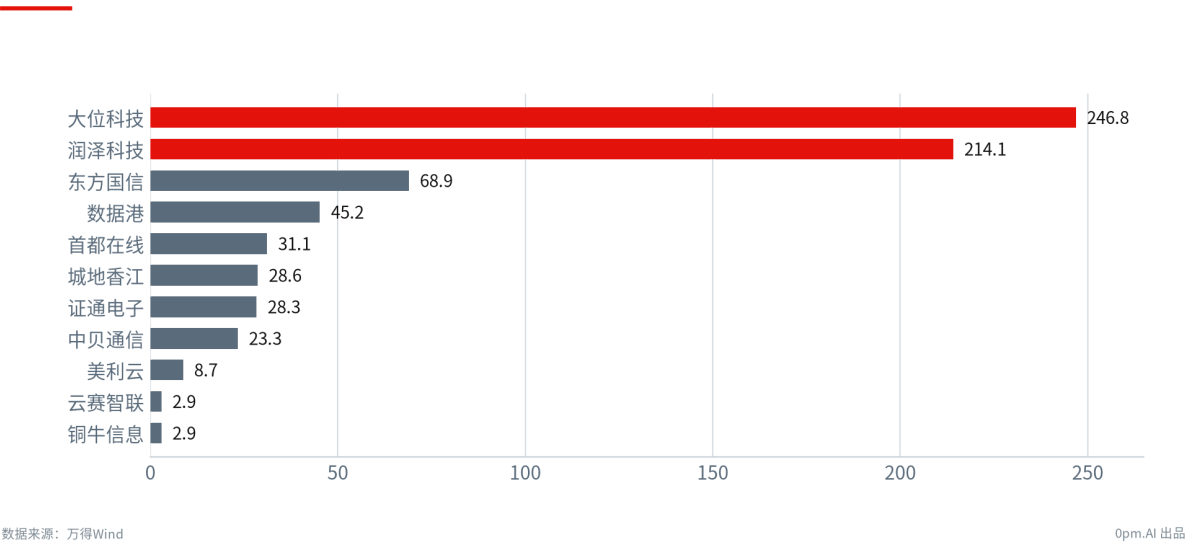
- 大位科技：FY2025 资本开支 10.76 亿元，当年营业收入 4.36 亿元，比值 **247%**；固定资产加在建工程三年 +922%。
- 东方国信：资本开支 17.95 亿元，占当年营业收入的 **69%**；资产三年 +253%。
- 中贝通信：资产三年 +303%。
- 润泽科技：资本开支 **121.50 亿元**，营业收入 56.74 亿元，比值 **214%**；资产三年 +94%。

把最后一组和第一组放在一起看，你就能分清这是两把不同的尺子。

润泽的增幅在这份名单里几乎垫底，但它花掉的钱最多。94% 是长在 163 亿元底座上的 94%，2305% 是长在几乎为零的底座上的 2305%。

有公司一年花掉的钱，是它一年收入的两倍多

购建固定资产等长期资产支付的现金 ÷ 营业总收入(%) · 2025年度 · 超过100%意味着当年投入大于当年全部收入



资本开支/营业收入：超过100%意味着当年营收全部投进去仍不够

先泼一盆冷水：资本开支超过营业收入，本身不是异常。

数据中心是先建后卖的生意，机房要先盖、卡要先买、电要先接，产能爬坡期出现这种倒挂是模式使然。你要盯的不是它"重"，是重了之后钱回不回得来——那是应收和现金流的题，下一篇拆。

账单已经开始到期

资产长出来之后，账单跟着长出来。

公开统计口径下，8 家典型算力租赁公司的固定资产合计从 247.7 亿元增至 616.46 亿元，三年 +149%。同一组公司，2025 年单年计提折旧 49.72 亿元，2023 年是 16.02 亿元，增幅 **210%**；三年折旧合计 92.56 亿元。

折旧比资产涨得更快。为什么？

原因不复杂：新转固的资产从第一年起就按满额计提，而它对应的收入还在爬坡。重资产生意的顺序永远是先付账、再收钱，中间那段时间差，全部由利润表承担。

92.56 亿元是这三年已经确认掉的成本。它不会因为行情变化而回来。

资产长出来了，转起来了没有？

资产长出来，只解决了第一个问题。第二个问题是它转不转。

公开报道里，有具名研究员用「毛坯房」形容眼下的一批自建智算中心：厂房建好了，卡还没上；即便 GPU 装了上去，也可能因为电力配额不足、运维能力跟不上而闲置。缺乏系统化组网和 AI 原生共享存储，卡是单机在跑，利用率极低。

这句话如果成立，会在报表上留下可辨认的痕迹——固定资产在涨，折旧在涨，收入跟不上。

这里必须补一句限制：全行业的上架率和利用率**没有第三方权威统计**。任何一个“行业上架率 X%”的数字目前都拿不出可核验来源，公司自己披露的也只能标注为自报口径。

所以这一层只能靠间接证据推——资产增速、折旧增速、收入增速，三条线放在一起，你能看见谁在跑赢谁。

一次罕见的单列披露，和那个 0

绝大多数公司的年报不会告诉你它有多少张卡、值多少钱。GPU 服务器通常被合并进“机器设备”或“电子设备”，你无从拆解。

优刻得是个例外。在一份公告里，它把 GPU 服务器单独列了出来：账面原值 5.998 亿元，累计折旧 2.432 亿元，减值准备 **0 元**，账面净值 3.566 亿元，占固定资产账面净值的 19.07%。

先说这件事本身的价值：单列披露是加分项。它让外部人第一次能对一家算力公司的卡资产做定量核对，而不是靠猜。

至于那个 0，该怎么理解？

计算卡的市场价格在过去两年出现过明显波动，新架构上市会同时压低上一代卡的租金水平和二手价格。会计上要不要计提减值，取决于是否出现减值迹象以及可收回金额的测算结果——零计提完全可能是合规且恰当的判断。但既然这一项已经被单列出来，它的减值测试依据是什么，也就成了一个可以问的问题。

这是提问，不是结论。真正的答案只能来自公司自己的披露。

钱从哪来？账的另一边

资产是钱的去向，负债和权益是钱的来源。只看左边，会漏掉扩张的代价。

宏景科技的资产负债率在一年之内从 58.47% 升至 76.43%。同一年，公司前三个季度归母净利润均为正，第四季度单季转为 **-8107 万元**。

扩张的钱要么来自经营积累，要么来自负债。当它主要来自后者，资产曲线上扬的时候，另一条曲线也在上扬。

这两条曲线的距离，就是留给未来的容错空间。

三步尺子

如果你要自己核一家算力租赁公司的资产真实性，这篇给出的方法只有三步：

第一步，你把固定资产和在建工程加起来看，别只看其中一项——在建工程不计提折旧，单看固定资产会漏掉延期的账单。

第二步，用资本开支除以营业收入，看花钱的强度，而不是看百分比增幅。增幅只告诉你起点有多低。

第三步，把资产增速、折旧增速、收入增速排在一起，看谁在跑赢谁。折旧跑赢收入的阶段可以是爬坡，也可以是闲置，区分它们要靠时间。

三步都过了，也只证明了一件事：钱真的变成了机器。

至于机器有没有变回钱，藏在客户名单和应收账款里，是下一篇的题。

资产会说话。它说得慢，但不会替谁圆场。

数据来源

- Wind 金融终端：「IDC（算力租赁）」概念板块 52 家成分股财务面板，FY2023—FY2025，2026-07-20 取数；各家披露单位不同，已统一归一至亿元。
- 润泽科技 2025 年年度报告（固定资产、在建工程、资本开支、营业收入）。
- 优刻得公告 2026-043（GPU 服务器账面原值、累计折旧、减值准备、账面净值及占比）。
- 宏景科技定期报告及巨潮资讯网公告原文（资产负债率、分季度归母净利润）。
- 证券时报 2026-06-23（8 家典型算力租赁公司固定资产合计与折旧计提合计）。
- 21世纪经济报道（智算中心「毛坯房」现象，引具名研究员观点）。

风险提示

本文为公开披露信息的整理与质地描述，**不构成任何投资建议**，不含买卖推荐、目标价或评级。文中所有财务数据以公司正式披露文件为准；涉及公司经营状况的表述仅反映截至 2026-07-20 的公开信息，不推测未披露事项的结果。投资有风险，入市需谨慎；过往业绩不代表未来收益。

署名：Opm.AI / 本研究为质地描述，非投资建议，不构成任何买卖推荐。

2亿元买的4000张加速卡，至今没组装，也没有客户

从公告里的金额到报表里的收入，中间隔着四道门

4000张加速卡，采购金额2亿元人民币，全部到货。截至2026年7月14日，尚未完成组装，也没有与任何下游客户签订销售或算力服务协议。

这组事实来自莲花控股（600186）当天回复上海证券交易所年报问询函的公告。同一份公告还披露，公司2025年度提前终止的算力租赁合同金额为12.28亿元人民币。

一份算力订单从公告走到收入，中间隔着履约进度，隔着终止公告，有时还隔着一纸立案通知。

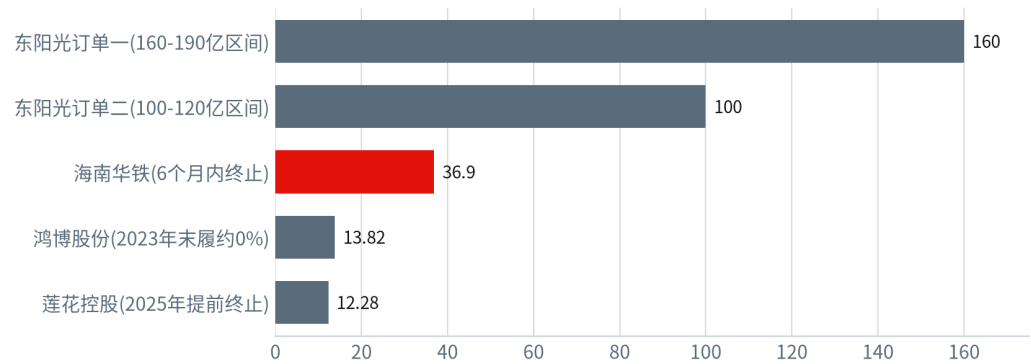
你看到的往往是这条链路的第一格：一份公告，一个金额，当天的股价反应。利润表记的是最后一格。

中间至少有四道门——框架协议要变成正式合同，正式合同要进入履约，履约要按进度确认收入，确认的收入还要能覆盖成本。

每一道门后面，都有订单掉队。

从公告到收入，中间隔着好几道关

各公司公告披露的算力相关订单/协议金额(亿元) · 金额为公告口径，订单金额不等于已确认收入 ·
东阳光两笔为区间披露、此处取下限



数据来源：上海证券报、证券时报、鸿博股份、莲花控股

Opm.AI 出品

逐笔看：公告金额与已确认收入之间，隔着终止、未履约与未组装

第一道门：框架协议不是合同

你看到的那份框架协议，算不算数？在会计上，它通常什么也不算。

它约定的是合作意向与上限规模，不产生交付义务，也不构成收入确认的基础。真正有约束力的，是后续逐笔签署的正式订单。这不是算力行业的特殊安排，工程、设备、贸易都是这个惯例。

海南华铁（603300）是这条口径的极端样本：2025年3月签署36.9亿元人民币算力框架协议，6个月内终止。

这家公司涉嫌信息披露违法违规被立案调查，截至2026年7月20日尚未结案。公开报道未说明立案事由与该笔协议是否相关，本文也不作推断——立案是程序的开始，不是结论。

你在2025年3月读到的36.9亿元，进入过市场的信息流，没有进入过任何一期利润表。

第二道门：签了，不等于开始履约

鸿博股份（002229）与百川智能的13.82亿元人民币《云服务协议》，签于2023年12月4日。在深交所问询函（公司部问询函〔2024〕第183号）的回复中，公司披露：截至2023年12月31日，

尚有13.824亿元合同款未履行，履约进度0%。

履约进度为0，是不是就说明有问题？

不能这么读。这份协议的履行期限自2024年1月30日起算、为期三年——2023年末履约期还没开始，0%在会计上是正常的。

真正值得留意的是时间差本身：公告发生在2023年12月，收入要在此后三年里逐步确认，而你和市场的反应发生在公告当天。中间这三年，全部留给了不确定性。

同一份回复里还有另一笔：2023年7月27日与紫光晓通签署的5亿元人民币GPU服务器《购销合同》，公司称因国内外政策环境变化、算力设备紧缺而终止。

这笔没兑现的原因，写在公告里。

三年之后回看财务数字：鸿博股份FY2025营业总收入10.13亿元人民币，较2024年的5.10亿元接近翻一番；同期净利润-1.38亿元人民币，经营活动现金流量净额-1.38亿元人民币（Wind口径，为公司整体，年报未在分产品营收中单列算力）。

收入确实来了，利润和现金没有跟上。

莲花控股卡在这道门的另一侧：卡到齐了，产能没成形。开头那4000张加速卡至今未组装、无下游合同，公司在公告中提示存货减值风险。

代价已经落到资产端：2025年度对算力相关固定资产计提减值准备1221.65万元人民币（相关设备账面原值4.59亿元人民币），另对未收回的设备采购款3188.78万元人民币全额计提减值。

上交所在年报问询函（上证公函〔2026〕1005号）里追问的，正是这一整段：算力服务前十大客户的名称、合同金额、合同期限、收入确认金额、毛利率与期末回款，服务器的摊销年限与实际利用率，4000块加速卡的组装与使用状态，以及采购资金是否存在流向控股股东、实际控制人及其关联方的情形。公司已于2026年7月14日回复。

问询是交易所的日常职权，被问不等于有问题。但问什么，本身就标出了这门生意最容易失真的位置。

第三道门：机器有了，收入未必跟上

中贝通信（603220）的例子，是交易所直接点破的。

2024年，公司智算业务营业收入2.69亿元人民币，其中上半年1.42亿元；两数相减，下半年两个季度合计约1.27亿元。而2025年一季度单季就有1.35亿元——一个季度比上一年下半年两个季度加起来还多。

同期的算力规模走的是反方向：2024年7月末，投入使用的算力集群累计已超10000P（P即PFLOPS，每秒千万亿次浮点运算），到2024年末，运营算力已超15000P。

上交所在问询函（上证公函【2025】0690号）中要求公司说明「2024年下半年单季度营业收入低于前后其他季度的原因及合理性」，并追问智算业务41.04%的毛利率明显高于其他业务的原因。

规模是时点数，收入是期间数，新集群从投入使用到客户填满有天然时滞，这个背离并不必然指向问题。

它只是把一件常被跳过的事实摆在明面上：你在公告里读到的P数是产能，不是订单，更不是收入。

第四道门：确认了收入，未必赚到钱

走到最后一格，收入终于落到报表上，账还没算完。

群兴玩具2025年智算业务收入0.53亿元人民币，毛利亏损0.15亿元人民币。

毛利为负意味着，这门生意在扣除期间费用之前就已经倒挂——做一单，亏一单。

莲花控股则呈现出两个口径的分岔：算力服务业务2025年收入1.22亿元人民币、同比增长51.13%、毛利率46.07%（业务口径）；而承担该业务的子公司莲花紫星，同期净亏损2857.86万元人民币（法人主体口径）。

这两个数字不能直接相减——业务毛利率不含财务费用等期间费用，法人口径包含。但它们并置在同一份公告里，说明了一件事：算力业务的毛利率好看，不等于做这门生意的主体在赚钱。

2026年一季度，莲花控股算力业务收入0.27亿元人民币，同比下降38.45%，公司口径为「主动放缓大额长周期订单的签约与交付节奏」。

一个宽30亿元的订单区间

东阳光（600673）的两笔订单，把不确定性直接写进了数字。

2026年5月6日公告的算力订单，金额披露为160亿至190亿元人民币区间，客户在公告中代称「某企业A公司」，履约期为订单验收通过后60个月；2026年6月2日再披露一笔100亿至120亿元人民币，客户代称「B公司」，同为验收后60个月。

第一笔的区间宽度是30亿元人民币。

这个宽度，比A股大多数上市公司一整年的营业收入还多。

区间披露本身不是缺点，恰恰相反，它把不确定性诚实地留在了金额里。

需要小心的是读数方式：两笔订单按60个月平均摊，每年约52亿至62亿元人民币——这只是算术平均，公司并未披露分年安排，实际确认节奏取决于验收与履约进度。

而一笔五年期、金额为区间、客户未具名的订单，转述进标题时，往往只剩下上限那一个数。你记住的是190亿元，公告写的是160亿至190亿元。

公告的措辞与年报的口径

ST合力泰（002217，2026年6月23日起证券简称由合力泰变更为ST合力泰）在2025年年度报告中，将算力称为「重整后打造的第二增长曲线」；同一段的下一句是，该业务「目前处于前期建设与商业化筹备阶段，收入贡献较小」。

翻到营业收入构成，分产品项下列示的是触控显示类、通用显示类、电子纸显示类等，未单列算力业务收入。承担该业务的福建智泰驰骋数字科技有限公司注册资本1亿元人民币，2025年6月新设。

该公司另有一项监管事项：2026年6月18日收到福建证监局《行政处罚事先告知书》（闽证监函〔2026〕282号，公告编号2026-025），拟对公司责令改正、给予警告并处900万元人民币罚款，拟对时任董事长文开福采取终身市场禁入措施。

有一句必须写清楚：告知书认定的违法事实全部指向2017年至2021年虚增或虚减营业收入与利润，与公司2025年才新设的算力业务无关，两者之间不存在因果关系。

公告同时载明，「最终结果以福建证监局正式出具的行政处罚决定为准」。截至2026年7月20日未见正式行政处罚决定公告，事项尚未终结。

公司已公告将对相应年度财务会计报告进行追溯重述。

这意味着，你手上任何引用其2017至2021年数字的分析，都要等重述后的版本。

把话往回收一收

到这里，需要给上面所有的判断加一层边界。

框架协议本就是意向性质，签了不执行，在很多行业都是常态，算力不例外。订单没兑现，也未必是谁的过错：紫光晓通那笔终止的原因写在公告里，是外部政策环境变化；客户的融资没到位、算力需求变了、技术路线换了，都能让一份看起来结实的合同变成一纸终止公告。

把"没兑现"直接读成"有问题"，既偷懒，也不公平。

真正该问的不是"为什么没兑现"，而是"公告的时候，有没有把不确定性说清楚"。

同样一笔金额，有的公司写明性质是框架协议、无约束力、以后续正式合同为准、履约期五年、客户未具名；有的公司只给一个总数。前者把风险交给你，后者把想象留给了市场。

金额看起来一样大，质地完全不是一回事。

最后一笔本文没有写的订单

数据港与阿里云的「160亿元订单」在市场上流传很广。本系列为此做过检索，能找到的可得来源全部是东方财富财富号一类的自媒体平台号，没有一条能追回到公司公告或交易所披露文件。

按本系列的数据源标准，这条线索整体拒用。

这句话的准确含义是：我们没能找到合格来源，而不是"这笔订单不存在"。传闻与可核验之间的这段距离，本身就是质地研究要守住的那条线。

所以，下次看到一个算力订单金额，你可以先问四件事：

- **谁披露的？** 公司公告与交易所文件，还是第三方转述？
- **什么性质？** 框架协议、意向书、中标通知，还是已生效的正式合同？
- **履约期多长？** 金额是一次性的，还是要在五年里摊？
- **收入怎么确认？** 按履约进度、按月，还是按验收节点？

四个问题都答得上来，公告里的这个金额，才有资格进入你的模型。

答不上来的那一问，就是它和报表之间的真实距离。

资料来源：莲花控股《关于上海证券交易所对公司2025年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》（公告编号2026-042，对应上证公函〔2026〕1005号，2026-07-14）、《关于上海证券交易所对公司算力业务相关事项监管工作函的回复公告》（公告编号2026-005，2026-01-31）；鸿博股份《关于2023年年报的问询函回复的公告》（公告编号2024-052，对应深交所公司部问询函〔2024〕第183号，2024-06-08）；中贝通信《关于2024年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》（对应上证公函【2025】0690号，2025-07-11）；合力泰科技股份有限公司2025年年度报告（2026-04-11）、《关于公司及相关当事人收到〈行政处罚事先告知书〉的公告》（公告编号2026-025，对应闽证监函〔2026〕282号，2026-06-18）；东阳光2026年5月6日、2026年6月2日算力订单相关公告（上海证券报2026-06-02）；证券时报2026年6月23日报道（记者尹靖霏）；21世纪经济报道2026年4月23日报道。财务数据取自万得Wind金融服务，报告期FY2025。本文金额除特别注明外均为人民币。

风险提示：本文为基于公开披露信息的质地描述，不构成任何投资建议或买卖依据，亦不含对任何证券的评级与推荐。文中涉及的立案调查、行政处罚事先告知书均属尚未终结的行政程序，相关事实以监管机构最终认定与公司正式公告为准；订单未能兑现的原因多样，本文不对任何公司的动机作推断。投资有风险，入市需谨慎，过往业绩不代表未来收益。

应收占营收 74%，未必是坏消息

十家算力公司从 10% 到 74%，而真正该看的那一层多数没披露

2024 年 5 月 7 日，一家注册资本 200 万元（人民币，下同）的公司在北京成立。同月，它开始向上市公司中贝通信采购算力服务，合同陆续签到当年 11 月，交易金额 464.94 万元。

这条信息不是谁从工商系统里扒出来的。

它写在中贝通信回复上海证券交易所年报问询函的公告里——交易所要求把智算业务前十名客户逐户摊开，「成立时间、注册资本、交易金额、回款情况」一栏栏列清楚。

同一张表里还有一个容易被跳过的数字：这家客户 2024 年累计回款 543.13 万元。

钱收回来了。

真正的问题在另一头：我们能看到这些，只因为交易所开口问了。

算力租赁的财报，好看的部分在收入确认那一端——机柜通电、卡时跑起来，收入按月确认。

难的部分在后面：确认的收入什么时候变成账上的现金，以及付钱的到底是谁。

前一端有会计准则管着。后一端，外部投资者手里长期只有一个粗糙的替代指标：应收账款占营业收入的比例。

同一门生意，74% 和 10%

Wind 数据，FY2025，自建运营算力与数据中心这一层的十家公司，应收账款除以营业总收入：

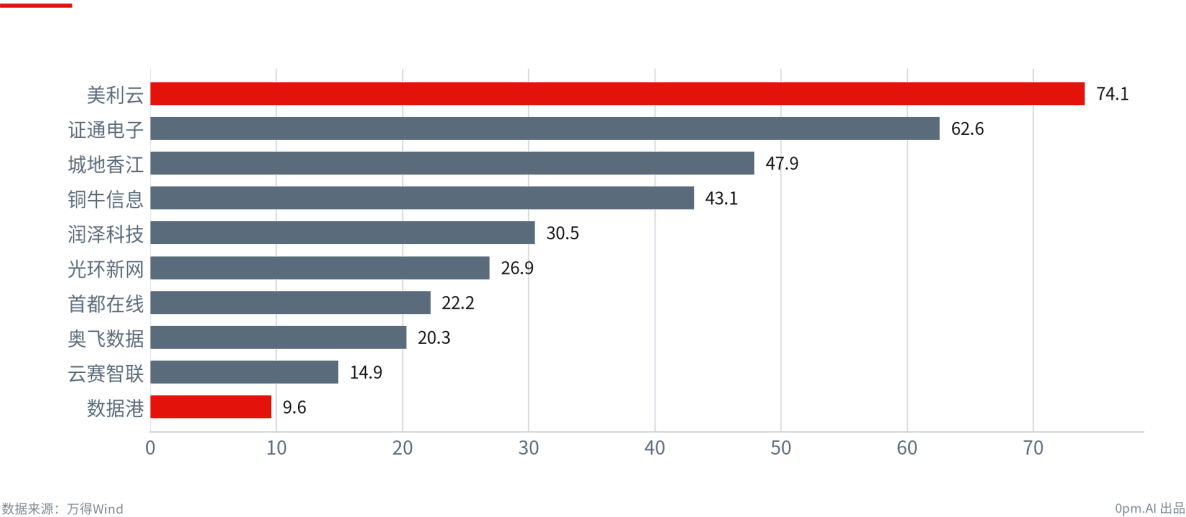
美利云 74%、证通电子 63%、城地香江 48%、铜牛信息 43%、润泽科技 30%、光环新网 27%、首都在线 22%、奥飞数据 20%、云赛智联 15%、数据港 10%。

最高的和最低的，差了七倍多。

这十家干的是同一件事：建机房、上机柜或上卡、按期收租。同一种商业模式，同一个报告期。

同一门生意，回款质量差出七倍

应收账款 ÷ 营业总收入(%) · 2025年度 · 比例高未必是坏账，也可能因收入基数小而放大；
账龄结构多数公司未细分披露



自建运营层十家公司应收账款占营业总收入比例：从数据港 10% 到美利云 74% (Wind·FY2025)

图中 30% 参考线是本研究为便于观察设定的，不是监管标准，也不是好坏的分界。

先把冷水泼向这个指标本身

应收账款占比高，不等于收不回来。

数据中心与算力租赁的客户里，运营商、云厂商、地方国资平台是主力，账期本来就长，按季度、按年度集中结算是这门生意的常态。

爬坡期的公司收入基数小，分母一小，比例就被抬起来。

更麻烦的是第三条：分母会自己动。

美利云 FY2025 的应收账款是 2.54 亿元，营业总收入 3.43 亿元，比例 74%，排在第一。但把 FY2024 拉出来并排看——那一年应收账款 2.78 亿元，营业总收入 9.12 亿元，比例 30%。

一年之内比例从 30% 冲到 74%，应收账款其实少了约 0.24 亿元。变的是营业总收入，从 9.12 亿元掉到 3.43 亿元。

比例翻一番，是分母塌了，不是分子涨了。

反过来的例子在城地香江。它 FY2024 的应收账款 14.48 亿元、营业总收入 16.21 亿元，比例 89%；FY2025 应收账款涨到 18.49 亿元，比例反而降到 48%——因为营业总收入从 16.21 亿元涨到 38.58 亿元。应收账款绝对额一年多了 4 亿元，那个百分比却在往下走。

一个比例被两个数同时推着走。只看结果，你分不清是分子出了问题，还是分母出了问题。

真正该看的那一层，多数公司没披露

那什么才算真信号？

两个：应收账款的账龄结构，和坏账准备的计提比例。

同样是 5 亿元应收，一年以内的和三年以上的，是两种完全不同的资产；同样的账龄，计提得宽和计提得紧，落到利润表上也是两个数。

问题是，这两样你基本看不到。

这十家公司里，多数没有把算力或数据中心业务的应收账款单独拆出来。年报附注里的账龄表是全公司口径，混着传统业务、工程业务、设备销售。

你想知道租出去的那批机柜到底压了多少钱、压了多久，从公开信息里拼不出来。

这不是某一家的毛病，是这门生意当前的披露常态。

而这个“看不到”，本身就是结论的一部分。

一个你无法验证的假设，在估值里应该按什么价格计入？把它当成零风险，还是当成一笔不知道账龄的债权？

这个问题没有标准答案，但至少不该被当成不存在。

唯一被看清的一次，是被问出来的

回到开头那份问询函。

上证公函〔2025〕0690 号逼出来的东西，是这轮研究里最完整的一份客户明细：中贝通信智算业务前十名客户，逐户列出成立时间、注册资本、交易金额和回款。

摊开之后，画面比任何标签都复杂。第一大客户是一家成立于 2021 年、注册资本 23.5 亿元的算力平台公司，2024 年交易 8755.14 万元、回款 9280.45 万元，披露状态是「无逾期」；第二家成立于 2015 年、注册资本 2500 万元，交易 7161.52 万元、回款 6434.64 万元，同样「无逾期」；名单里还有一家运营商的省级分公司，交易 1147.17 万元。

开头那家成立当月的客户，464.94 万元的交易额，按中贝通信当年智算业务收入 2.69 亿元测算，约占 1.7%。

同一份回复里，中贝通信还披露了 2024 年智算业务毛利率 41.04%，明显高于公司其他业务；交易所对这个毛利率的合理性，一并提出了问询。

这里只陈述公开披露的内容和监管已经问出口的问题，不推测答案，也不推测任何一方的背景与动机。

真正该停一秒的是这份清单本身：分部毛利率、前十大客户名单及其关联关系、逐户回款进度。

这三样恰好是质地研究最想要的东西。

它们在这家公司身上完整出现过一次，因为监管开口问了。在其余多数公司身上，它们不在任何一份公开文件里。

口径提示：这组客户数据来自 2024 年报问询函回复，与前面那张 FY2025 的应收占比不是同一报告期，两者不能并排比。

应收最低的那家，风险挪到了另一头

数据港 FY2025 应收账款 1.65 亿元、营业总收入 17.21 亿元，比例 10%，是十家里最干净的。这与它的客户是头部云厂商有关——大客户信用记录好、结算流程规范，钱自然收得利索。

但这个 10% 不是白来的。

应收占比低到这个程度，往往同时意味着客户很少。

回款质量和客户集中度是同一枚硬币的两面：客户越强、越集中，钱越好收；而一旦这个客户改了采购计划、转去自建，或者把订单挪给别人，要补上这个缺口需要的时间，远比换一个小客户长。

你在那张排序图上看到的低比例，可能是优点，也可能只是把风险从“收不收得到”挪到了“还续不续”。

这两种风险，不会同时出现在同一张表上。

微软一家占 67%

CoreWeave 是美国的纯 GPU 云租赁公司，2025 年 3 月在纳斯达克上市。它在 2025 财年年报（10-K）的风险因素章节里写明：当年第一大客户微软单家贡献了约 67% 的营业收入（美元口径）。2024 财年，前两大客户合计约 77%；2023 财年，前三大客户合计约 73%。

纯算力租赁天然走向少数几个买得起大规模算力的客户，这是这门生意的结构特征，不是 A 股独有的问题。

真正的差别在披露：这条风险，CoreWeave 写进了年报正文，具体到百分比和客户名字。

这一轮没拿到的东西

把拿不到的列清楚，和把拿到的列清楚同样重要。

各家算力订单的关联方属性。 交易对手方与上市公司、实控人之间是否存在关联关系，公开报道与公告普遍没有披露。这是质地研究最关键的鉴别项之一，本轮拿不到——不估算，也不用其他数据反推。

各家算力业务的毛利率与上架率。 多数公司没有在年报里单列算力分部；个别公司自报过数字，属于公司自报口径，全行业没有第三方核验的统计。

应收账款的账龄结构。多数公司未按业务细分披露，因此无法判断账龄是否在拉长、计提是否充分。

并行科技的客户集中度与关联交易、宏景科技的算力分部毛利率，本轮均未取到。

一份只写结论不写边界的研究，在这种信息不对称的生意上，价值是负的。

你自己看的时候，问这四个问题

如果要自己盯一家算力租赁公司的应收，下面四个问题比那个百分比本身更管用：

这个比例的变化，是分子动了还是分母动了？把两年的应收账款绝对额和营业收入绝对额并排放，答案一眼可见。

年报附注里的账龄表，是全公司口径还是分业务口径？如果只有全公司口径，那么这家公司算力业务的回款质量，你其实并没有看到。

坏账准备的计提比例，跟同行比是宽还是紧？计提政策属于会计估计，公司之间可以不一样，不一样的地方就是要问的地方。

前五大客户的收入占比披露了吗？关联关系披露了吗？没披露不等于没问题，也不等于有问题——它就是一个空白，应该按空白对待。

应收账款是这门生意最诚实的指标，前提是你能看清它的账龄。

多数时候，你看不清。

数据来源

Wind 金融终端：算力概念标的 FY2023—FY2025 财务面板（应收账款、营业总收入等科目，金额已归一至亿元），取数日 2026-07-20。中贝通信《关于 2024 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》，上证公函〔2025〕0690 号，2025-07-11。CoreWeave 2025 财年年报（10-K），美国证券交易委员会公开披露，2026-03-02。

风险提示

本文为基于公开披露信息的质地描述，不构成任何投资建议，不含买卖推荐、评级或目标价。文中财务比例均由 Wind 面板数据直接计算，报告期以文中标注为准，不同报告期的数据不可直接

横向比较。应收账款占比高低不等同于回款风险高低，具体需结合账龄结构与坏账计提政策判断，而这两项多数公司未细分披露。涉及交易所问询的事项，本文仅陈述已公开披露的内容与监管已提出的问题，不对未披露事实、当事方背景或动机作任何推测。投资有风险，入市需谨慎；过往业绩不代表未来收益。

署名：Opm.AI / 本研究为质地描述，非投资建议，不构成任何买卖推荐。

算力租赁的对手不是同行，是利息

回收45亿元、投出121.50亿元，这才是这门生意的资金结构

半年之内，东阳光在算力资产上摆出了两笔钱：2026年1月出资34.5亿元人民币，拿到秦淮数据中国30%股权；6月公告，拟再以80.5亿元收购东数一号70%股权。

合计115亿元。

同一张报表上，货币资金58亿元，短期借款超过90亿元，资产负债率67%。

这三个数是合并报表口径，属于全公司，不单指算力业务。把它们和两笔收购并排摆出来，也就是并排摆着——判断一家公司还得起还不起，需要授信额度、债务到期分布、股东支持，这些你在公开披露里找不到，所以这里不作那个判断。

但这几行数字凑在一起，把算力租赁的资金形状露出来了：先掏出去几十上百亿，再按月收租。

这门生意真正的对手，从来不是隔壁那家也在买卡的公司。

先付未来五年，再收今年的租

一个比例就够看：资本开支占营收多少。

FY2025，润泽科技全年资本开支121.50亿元人民币，当年营收56.74亿元——前者是后者的214%。大位科技资本开支10.76亿元，营收4.36亿元，247%。东方国信资本开支17.95亿元，占营收69%。

一年花掉两倍多的营收去买资产，钱从哪来？

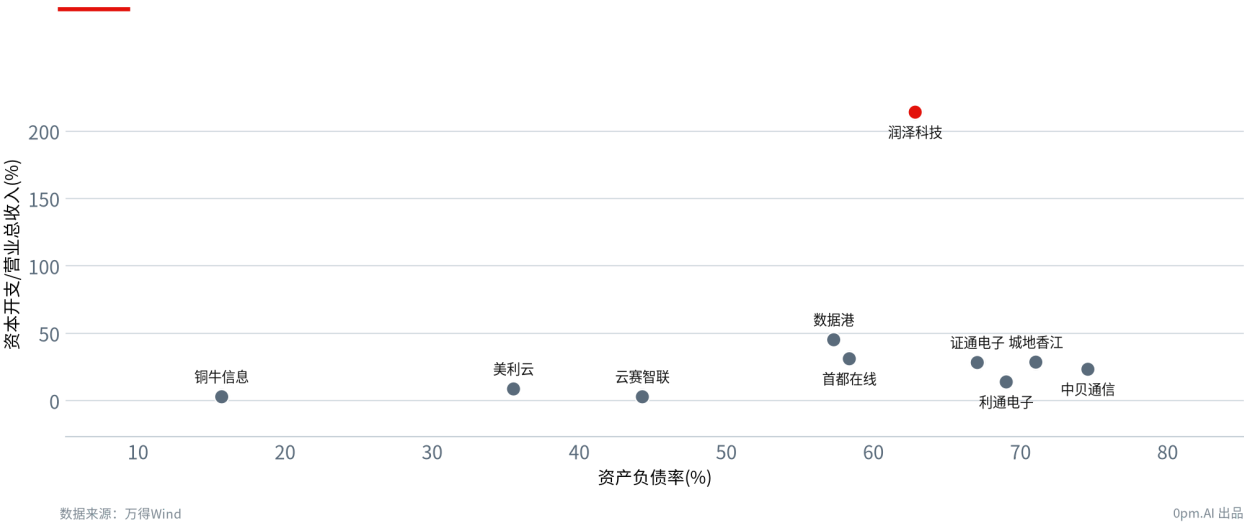
不可能从当年的经营里来。营收本身还不够填，何况营收不等于现金。

所以答案只有三条路：借、增发、把已经建好的资产卖掉换现金。这三条路的成本完全不同，而多数公司走的是第一条。

资产负债率超过70%是什么意思？意味着每100元资产背后，股东自己的钱不到30元，其余是负债——银行借款、应付设备款、租赁负债，都算在里面。在同一组行业统计里，这样的公司有14家。

借得越多，投得越猛

横轴=资产负债率(%), 纵轴=资本开支占营业总收入比重(%) · 2025年度 · 均为合并报表口径、属全公司而非仅算力业务



杠杆与开支：把资产负债率和资本开支强度放进同一张图，看谁在用高负债做高开支

折旧跑得比资产还快

8家典型算力租赁公司的固定资产合计，从247.7亿元增至616.46亿元，增幅149%。

同一批公司，2025年单年折旧49.72亿元；2023年这个数是16.02亿元。增幅210%。三年折旧累计92.56亿元。

折旧的增速跑赢了资产的增速。

这里有两笔账，你混在一起看，后面的结论全废：折旧是非现金支出，它吃利润，不吃现金；利息是现金支出，它吃现金，也吃利润。一家公司账面亏损可以纯粹是折旧造成的，同时经营现金流为正——那不是矛盾，那是重资产生意的常态。

真正压现金的是本金和利息，不是折旧。

折旧的意义在别处：它是一把公司自己刻的尺子。算力设备普遍按5到8年摊完，这个年限就是公司给这批资产标注的使用寿命。

于是问题来了——这批资产的租约，签了几年？

高负债不是罪证，久期错配才是

先把话说在前面。

重资产行业靠杠杆运转，这是常识不是问题。电网、高速公路、传统IDC机房，资产负债率长期在60%到70%上下的比比皆是。资金成本低、资产寿命长、现金流稳定，杠杆就是效率工具。宏景科技的资产负债率一年之内从58.47%升到76.43%，这个变化值得摆出来，但数字本身不构成任何结论。

看杠杆只看数字高低，等于没看。

要看的是三条久期能不能对齐：

租约的久期。 算力租赁合同普遍1到3年。

资产的久期。 服务器和加速卡按5到8年折旧。

债务的久期。 短期借款一年内到期，项目贷款要还好几年。

一份两年的合同，撑不满一台八年寿命的机器；一台八年寿命的机器，也未必能陪着一笔五年期的贷款走到底。中间的空档要靠续租来填，而续租的价格由两年后的市场决定，不由今天的合同决定。

这才是这门生意的核心风险——不在负债率那个百分数上，在这三条时间线的长短差上。

你去看一家算力租赁公司，与其先翻资产负债率，不如先问：它最大的那几份合同，还剩几年？

有一条正规的路：把建好的资产卖给REIT

重资产不是没有解法。公募REIT就是那条被设计出来的路。

2025年7月27日，润泽科技将项目公司河北润禾科技100%股权转让给南方润泽科技数据中心REIT的子公司，作价44.96亿元人民币。当年现金流量表上，“处置子公司收到的现金净额”为44.95亿元。

钱是真收到的。

这笔交易在利润表上同时产生了一次性收益，而公司在年报里对这笔收益的可持续性一栏，自己填的是「否」。这个填法本身是负责任的披露——它把"一次性"和"经常性"分得很清楚，你读表时不至于把它当成经营利润。

REIT做的事情很直白：把已经建成、已经出租、现金流稳定的数据中心从上市公司表内拿出去，换回一笔现金，同时腾出资产负债表的空间。建成资产变现，再投下一期。这是重资产基础设施的标准退出与再融资路径，成熟市场用了几十年。润泽的扩募已经启动，拟再装入A-7、A-8两个项目。

那这条路能填上多大的窟窿？

同一年，这家公司购建长期资产支付的现金是121.50亿元。

回收45亿元，投出121.50亿元。

差额76亿元左右，得靠别的地方来。REIT是一条正路，但它的回收速度赶不上算力资产的投放速度——这不是REIT的问题，是这门生意本身的资金强度问题。

海外同行的日子：216亿美元本金，利率10%到15%

你要是以为这是中国公司的特有处境，看一眼美国。

CoreWeave是美国的GPU云服务商，业务模式与国内算力租赁高度相似：买加速卡、建机房、按算力对外出租。它在SEC年报里披露的债务本金规模为216亿美元，利率区间10%到15%。

按公开的本金和利率区间做最简单的乘法——216亿美元乘10%到15%——一年的利息量级在21亿到32亿美元之间。这是一个粗略测算，不是公司披露的实际利息费用，实际数取决于债务结构、提取节奏和资本化处理。

同一份年报里，2025年折旧摊销24.54亿美元，当年净亏损11.67亿美元。折旧摊销是净亏损的两倍以上。

一边是两位数利率的债务，一边是快速摊销的重资产。全球做这门生意的公司，站在同一种结构里。

差别在于，海外的高息债务把成本明明白白摆在利率上，国内更多是银行借款和应付设备款，成本藏在期限里。

你应该问的三个问题

回到东阳光那张表。67%的资产负债率、90多亿元短期借款、58亿元货币资金，加上一笔34.5亿元已出资、一笔80.5亿元待完成的对外投资——都是公开披露的数字，各自成立，并列摆着。它们不预示任何结果，只是把这门生意的资金强度写得很清楚。

你要看这个行业的公司，有三个问题比营收增速有用：

第一，资本开支占营收多少？超过100%的，意味着它正在把未来几年的钱提前花出去。

第二，最大的几份租约还剩多久？合同期限短于折旧年限的部分，是要靠续租补的，而续租价格今天定不了。

第三，还债的现金从哪来？是经营回款，是新借的债，还是把建好的资产卖出去？三种来源的可持续性完全不同。

这门生意能不能成立，不取决于买了多少卡。

取决于收租的时间，够不够长到把利息还完。

风险提示：本文基于公开披露信息作行业资金结构分析，不构成任何投资建议，不对任何公司的偿付能力作出判断。文中涉及的收购、扩募等事项以公司正式公告为准。市场有风险，投资需谨慎。

来源：Wind (FY2025资本开支、营业收入、资产负债率，金额已归一至亿元)；证券时报2026年6月23日A004版（记者尹靖霏，8家算力租赁公司固定资产与折旧统计、东阳光相关数据）；润泽科技2025年年度报告及公告2026-012；宏景科技2025年年度报告（巨潮资讯网）；CoreWeave 2025年度10-K（美国证券交易委员会）。本文金额除标注美元外均为人民币。

文/0pm.AI

被问询不是有问题，但这 7 问你该自己再问一遍

211 条投资者提问，50 条超 14 天没等到答复

2026 年 6 月 16 日，优刻得（688158）披露了一份回复公告，编号 2026-043。它回复的是上证科创公函【2026】0177 号。

问询函的第一个问题，标题叫“关于会计估计变更和会计核算方法变更”。底下四个小问，其中一问是：剔除会计估计变更和会计核算方法变更的影响之后，净利润还剩多少？

公司答了。GPU 服务器折旧年限由 4 年改为 5 年，2025 年 10 月 1 日起执行。只执行了一个季度，2025 年折旧费用减少 886.19 万元，净利润增加 859.25 万元。

这一问，和本系列第三篇量的是同一件事。

先把话说清楚：被问询不等于有问题

年报后收到问询函，是交易所的常规监管动作。本文提到的公司，均已在规定期限内作出回复并公开披露。本文不对任何一家作定性判断，也不推测任何未决事项的结果。

这一篇只做一件事：把交易所公开问过的问题抄下来，看它们在问什么。

因为它们问的，恰好就是前八篇拿着量的那几项。如果你也在用一套指标筛算力公司，这张清单能省掉你自己设计指标的力气。

一函四问，本身就是一张质地清单

上证公函〔2026〕1005 号，莲花控股（600186）2026 年 6 月 5 日收到，7 月 14 日回复（公告 2026-042）。

四个问题，按顺序是：

一问客户——算力服务的前十大客户叫什么名字，合同金额与期限多少，确认了多少收入，毛利率几何，期末回款收回来了吗，对应的供应商又是谁？

二问资产——服务器怎么采购怎么处置，账面余额与摊销年限是多少，服务器的算力实际利用率是多少？摊销年限设置是否合理，减值计提是否充分？

三问存货——2 亿元买的那 4000 块加速卡，组装和使用到哪一步了，签下租赁或销售合同没有，采购决策是否审慎？

四问可持续性——子公司持续亏损、大额算力合同终止，这门业务还具备可持续性吗？

这四问你不必背，因为它就是一份算力公司的体检表：客户、资产、存货、可持续性。

回复里露出来的东西，比问题更直接。

算力服务器按 8 年折旧、残值率 5%，公司在回复中自认这一年限"相比于同行业公司折旧年限较长"。而算力租赁合同以 1 年期为主，最长约 4.4 年。一年期的收入，八年期的成本摊销。

2025 年度提前终止的算力租赁合同金额 122,779.99 万元。那 4000 张加速卡全部到货，截至回复日未完成组装，也没有下游合同。

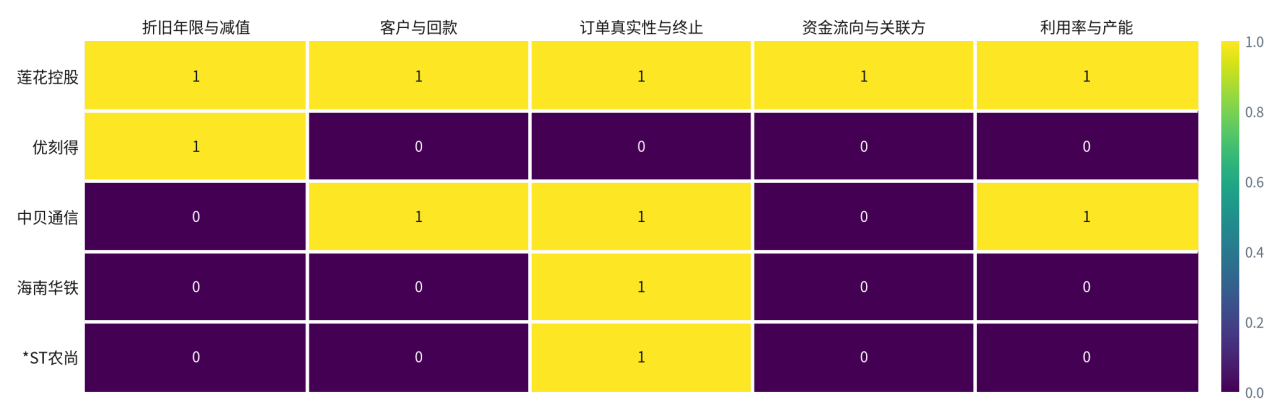
更早还有一函。上证公函【2025】4127 号，回复公告 2026-005，2026 年 1 月 31 日披露。那一函问的是钱：产品尚未交付即支付合同总金额 60% 作为第一期货款，商业合理性何在；采购资金最终流向何处，是否存在流向控股股东、实际控制人及其关联方的情形。

同一份回复里还披露了合同条款——买方取消订单需支付订单金额 30% 的违约金，而供应商未按约交付，支付的违约金不超过逾期金额的 5%。

两函加在一起，问了五件事：折旧年限、实际利用率、客户与回款、订单终止、采购资金流向。除最后一项外，前四项正是本系列第二、三、六、七篇逐篇量过的东西。

交易所在问的，正是这套尺子要量的

各公司收到的算力业务相关问询所涉问题类型(1=该问询函涉及该类问题) · 据交易所问询函与公司回复公告原文整理



数据来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

Opm.AI 出品

交易所问询问题类型 × 公司分布：折旧年限与利用率是被追问最多的两项

交易所会算算术

上证公函【2025】0690 号，中贝通信（603220）2024 年年报问询函，回复公告披露于 2025 年 7 月 11 日。

监管把两组数摆在了一起。

算力规模这边：2024 年 7 月末投入使用的算力集群累计已超 10000P，2024 年末运营算力已超 15000P。

收入那边：2024 年智算业务营业收入 2.69 亿元，同比增长 3696.16%；其中上半年 1.42 亿元；2025 年一季度单季 1.35 亿元。

规模在涨，下半年的单季收入却低于前后两头。为什么？交易所的原话要求，是说明"2024 年下半年单季度营业收入低于前后其他季度的原因及合理性"。

同一份问询函还要求逐户披露前十大客户的成立时间与注册资本。回复表格里，出现了一行：北京智能引擎科技有限公司，成立于 2024 年 5 月 7 日，注册资本 200 万元，合同签订期间 2024 年 5 月至 11 月，2024 年度算力服务交易金额 464.94 万元。

成立当月即开始采购，全年交易额是注册资本的两倍多。

但同一张表还有下一列，必须一起读：该客户 2024 年累计回款 543.13 万元，**高于当年交易金额**。钱到账了。这笔交易占中贝通信 2024 年智算收入 2.69 亿元的约 1.7%。

所以这不是一个"收不回钱"的故事，恰恰相反。它值得放在这里，是因为交易所示范了一个动作：客户的成立时间、注册资本、回款进度，是可以逐户摊开在一张表上的——而这三列，你自己就能查。

这一问对应第七篇。

| 问询函之外，还有 211 条问答

问询函一年一次，投资者互动平台每天都在发生。后者是你能直接使唤的入口——你打字提问，公司署名作答，全程留档公开。

它好不好使，可以量出来。

先交代口径，否则下面的数会被误读。深交所互动易支持全历史关键词检索，上证 e 互动的公开接口只开放"近 1 个月"窗口，且无历史检索入口。本轮取得算力相关问答共 211 条、覆盖 13 家公司，其中深市 9 家 194 条为全历史覆盖，沪市 4 家 17 条仅覆盖 2026 年 6 月 20 日至 7 月 20 日。**两市样本量不可横向比较**。莲花控股等 5 家沪市公司本轮未取得历史问答，属接口窗口所限，不代表它们从未答复。

211 条里，131 条已获答复，80 条未答复。

这 80 条也要拆开看，否则会冤枉人。其中 30 条提问时间未满足 14 天，仍在常规答复窗口内，不能算不答。真正超过 14 天始终未获答复的，是 50 条。

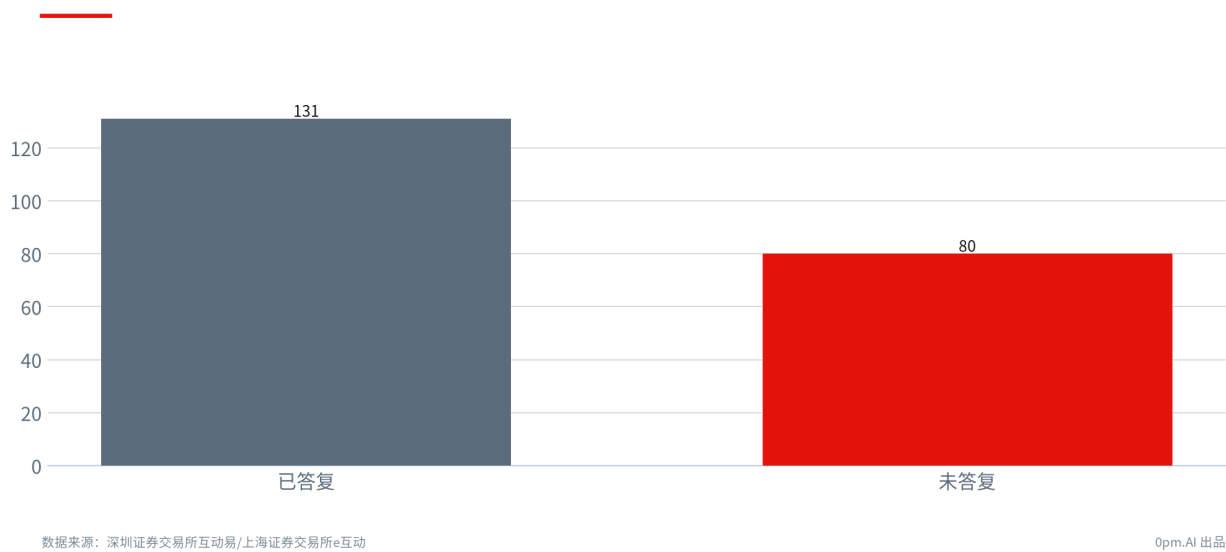
已答复的 131 条，从提问到回复的中位滞后是 22 天。53 条滞后超过 30 天。最长的一条等了 126 天。

再看答了什么。43 条属"以公告为准"式的含糊回复；31 条披露了具体的卡数、机柜数、金额或客户；24 条以风险提示话术收尾；12 条强调该业务占比小、对业绩影响小；5 条直接答"无相关业务"或"暂未开展"。

这些标签可以同时命中一条问答，各类之和大于总条数，不构成互斥分类。

八十条提问没有等到回答

211条算力相关问答的互斥拆分(条) · 其中未答复80条内含30条提问未满足14天、仍在常规答复窗口内



211 条算力相关问答的答复特征分布（标签可多重命中，非互斥分类；沪深两市样本窗口不同，不可横向比较）

同一句话，答了十四次

盈峰环境（000967）在这批样本里有 24 条。

投资者问的东西不重样：万卡级 H200 集群的具体卡数与算力 P 数是多少？是否新增 B300 或其他算力芯片的采购规划？在手订单总金额与交付时间表如何？上海、深圳、肇庆各节点当前利

用率与营收贡献多少？还有一条问的是采购 B300 显卡是否都取得了合法有效发票、票据流程是否合规。

21 条得到了答复。其中 9 条出现同一段文字：

「2025 年度，公司智云计算板块（含算力租赁、智云平台、数据标注）营业收入占公司营业收入的 1.79%，其中算力租赁作为该板块下属细分业务，其营业收入占公司营业收入比例较小，对公司业绩影响较小。」

另有 5 条以「鉴于商业保密原则，请参见公司发布的公开信息」作答。两组合计 14 条。

有一条提问，问的正是这件事本身——「为何一问及算力业务，公司就机械式的回复参照某某网站公告，公司转型或者签订重大合同，普通散户难道没有知情权？」

这条问于 2026 年 4 月 10 日，答于 6 月 2 日，间隔 53 天。回复用的是上面第二组措辞。

大位科技（600589）那边，2026 年 5 月 25 日有一条提问：公司公告称张北数据中心不涉及算力租赁，但年报披露子公司森华易腾拥有 H800、A800、A100 等型号 GPU 资源，那这部分收入究竟属于什么业务模式？这些英伟达高端 GPU 又是通过什么渠道采购的，供应商是授权代理商还是贸易类公司？

6 月 30 日答复，全文如下：「公司算力与云服务业务收入占比较小，请广大投资者理性投资。」

从提问到答复，36 天。

丨 问询函问不到的地方

监管的问题清单已经很全，但它是事后的、抽样的。没被问到的那些，只能你自己去翻年报附注。

宏景科技（301396）2025 年年度报告于 2026 年 4 月 29 日披露。固定资产折旧表里，出现了一个新类别：算力设备，年限平均法，5 年，残值率 5%，年折旧率 19.00%。

2024 年年报的同一张表里没有这一类。当时列示的五类是房屋建筑物、机械设备、运输设备、办公设备、电子设备，其中机械设备按 10 年折旧。

同一份 2025 年报的“重要会计估计变更”栏，披露的变更事项是应收账款、合同资产减值相关，自 2025 年 4 月 1 日起适用。不涉及折旧。

这算不算一次会计估计变更？完全可能不算。如果算力设备是当年新购入的资产、原先并不存在于机械设备类别之中，新设一个折旧类别本就不构成会计估计变更，无需单独披露。这里只陈述两期年报折旧表的披露差异这一事实，不作任何定性。

同样只作陈述的还有一处：该公司 2025 年报正文“董事会关于报告期会计政策、会计估计变更或重大会计差错更正的说明”勾选“不适用”，而附注 43“重要会计政策和会计估计变更”勾选“适用”。两处勾选不一致。

这类东西没有人会替你问。它就摆在附注里，等着你自己去比对两期年报的同一张表。

未决的，和无关的

有两件事必须写准，一个字都不能松。

海南华铁（603300）2025 年 3 月签署 36.9 亿元框架协议，6 个月内终止，涉嫌信息披露违规被立案。截至 2026 年 7 月 20 日尚未结案。结果如何，此处不作任何推测。

ST 合力泰（002217）：2026 年 6 月 18 日收到《行政处罚事先告知书》（闽证监函〔2026〕282 号，公告 2026-025），拟对公司罚款 900 万元，拟对文开福采取终身市场禁入措施。2026 年 6 月 23 日起证券简称变更为 ST 合力泰。截至 2026 年 7 月 20 日未见正式处罚决定，事项尚未终结——**拟罚不是已罚**。

还有一句必须写在这里：该公司立案所认定的事实，全部指向 2017 至 2021 年虚增、虚减营业收入，**与其算力业务无关**。它出现在本篇，仅因为它同时也是一家在公告中谈论算力的公司。这两件事之间没有因果关系，也不能作并列暗示。

这套尺子的出处

把前八篇用过的指标，和交易所公开问过的问题并排放一次：

剔除会计估计变更与核算方法变更影响后的净利润——优刻得，上证科创公函【2026】0177 号问题一。

折旧年限的依据与合理性——优刻得同一问；莲花控股，上证公函〔2026〕1005 号问题二。

服务器的实际利用率、减值是否充分——莲花控股 1005 号问题二。

客户名称、合同期限、毛利率、期末回款——莲花控股 1005 号问题一；中贝通信，上证公函【2025】0690 号。

订单终止与存货兑现——莲花控股 1005 号问题三、问题四。

采购资金最终流向——莲花控股，上证公函【2025】4127 号。

规模增长与收入背离——中贝通信 0690 号。

一项不缺。

所以这套方法不是外部人的臆想，它是监管公开在用的框架。文号可查，回复公告可查，你自己就能调出原文对着读。你下次翻算力公司年报，检查顺序可以直接照抄这张清单：先看折旧年限和它对应的合同期限，再看利用率是谁报的，然后查客户的成立时间与回款，最后看订单公告和收入之间差了多少。

区别只在于，交易所问完能收到回复。而你在互动易上问完，中位数要等 22 天，最长的那位等了 126 天，还有 50 个人到现在没等到。

资料来源

交易所问询函与公司回复公告：上证科创公函【2026】0177 号，优刻得科技股份有限公司回复公告编号 2026-043（2026-06-16）；上证公函〔2026〕1005 号，莲花控股集团股份有限公司回复公告编号 2026-042（2026-07-14）；上证公函【2025】4127 号，莲花控股回复公告编号 2026-005（2026-01-31）；上证公函【2025】0690 号，中贝通信集团股份有限公司回复公告（2025-07-11）。

年度报告：宏景科技股份有限公司 2025 年年度报告（2026-04-29）、2024 年年度报告（2025-04-24）。

行政监管：闽证监函〔2026〕282 号《行政处罚事先告知书》，合力泰科技股份有限公司公告编号 2026-025（2026-06-18）；截至 2026-07-20 未见正式处罚决定。

投资者互动问答：深圳证券交易所互动易、上海证券交易所 e 互动公开接口，取数截止 2026-07-20，共 211 条、13 家公司，引用均为逐字原文。

海南华铁框架协议终止及立案事项：证券时报 2026-06-23 相关报道。

风险提示

本文所有内容基于上市公司已公开披露信息整理，公开信息存在滞后性，各公司披露口径、折旧政策、业务分类存在差异，跨公司指标不具备直接可比性。公司自报数据（含利用率、算力规模等）未经第三方核验。收到问询函、监管工作函属交易所常规监管程序，不代表相关公司存在违法违规行为；涉及立案调查与行政处罚事先告知书的事项截至本文完成日尚未终结，最终结论以监管机关正式文件为准。本文为质地研究与方法论讨论，不构成任何投资建议，不含任何评级、目标价或买卖推荐，历史财务指标不预示未来表现。据此操作，风险自担。

Opm.AI 出品

52 家算力租赁公司，只有 10 家能上这把尺子

质地记分卡收官——三把尺子只量质地，不设名次

52 家。

这是 Wind「IDC（算力租赁）」概念板块在 2026 年 7 月 20 日的成分股数量，也是这个系列第一篇的起点。

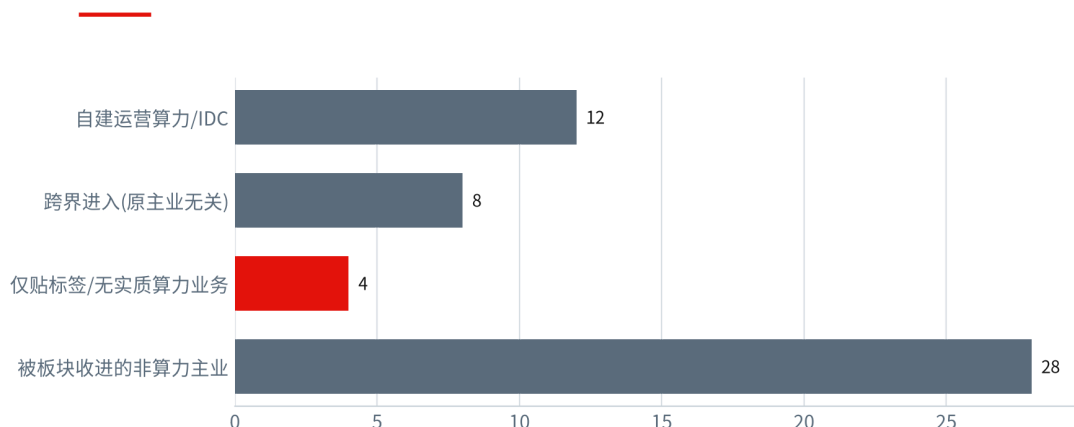
十篇之后，能被三把尺子量的，剩 10 家。

不是另外 42 家被淘汰了。是它们本来就不该和这 10 家放在同一把尺子下。

拿到这样一份名单，你要做的第一件事不是打分，是分层。这个系列做的全部工作，可以压缩成这一句。

把名单按生意重新排一遍

算力租赁相关公司按业务实质分层(家)· 分层依据为公司公告口径与具名媒体报道, 属本研究判断、可能存在误差, 以公司披露为准



数据来源: 万得Wind、证券时报

Opm.AI 出品

52 家概念板块成分股按实际业务分层: 能被同一把尺子量的只有自建运营算力/IDC 这一层。质地描述, 非投资建议, 不构成任何买卖推荐。

那 42 家去哪了

怎么判断一家公司该进哪一层? 看它公告里披露的主营业务口径, 而不是看它在不在这份名单里。逐家归类之后, 52 家分成四堆。

自建运营算力/互联网数据中心 (IDC): 10 家。 自己买地、建机房、上设备, 再按机柜或按卡时把算力租出去。这一层是重资产租赁生意, 收入是租金, 成本大头是折旧和电费。三把尺子只对它有解释力。

非算力主业: 22 家。 芯片设计 (寒武纪)、光模块 (中际旭创、新易盛)、服务器制造 (浪潮信息、中科曙光)、电信运营 (中国联通)、软件与系统集成 6 家、电力电子 4 家, 以及钢铁 (杭钢股份)、环保 (盈峰环境)、储能、内容分发网络、短信服务、公有云各 1 家。它们和算力有关系, 但不做算力租赁这门生意。

跨界进入: 5 家。 调味品 (莲花控股)、玩具 (高乐股份)、纺织 (华升股份)、木材 (*ST 景谷), 以及宇顺电子。原主业与算力无关, 近年新增算力相关投入。

公开披露不足以判定的: 15 家。 有算力相关表述, 但业务实质、资产归属、收入确认方式在公开信息里拆不开, 本研究不强行归层。

第三方媒体列举过一批"仅被贴算力标签、无实质业务"的公司——锦鸡股份、日科化学、真视通、中青宝。其中只有真视通在 Wind 这份 52 家名单内，另外三家不在。标签和名单，是两套互不覆盖的东西。

分层是本研究的判断，不是权威定论，可能存在误差，以公司自身披露为准。

为什么非要先分层？两个例子。

寒武纪 2025 年净利润 20.58 亿元人民币，经营活动现金流为负 4.98 亿元人民币。照搬"现金流应远大于净利润"这把尺子，它会被判成重灾区。但它是芯片设计公司，现金流被存货和应收扩张吃掉是成长期常态，这把尺子对它无效。

中国联通固定资产加在建工程 3437 亿元人民币，是这一层最重的润泽科技（317 亿元人民币）的十倍以上。它是电信运营商，重资产是行业属性，不是它在算力租赁上投了钱的证据。

用一把量体温的尺子去量血压，读数不会错，错的是你在量什么。

三把尺子

第一把，利润含金量，等于扣除非经常性损益后的净利润（扣非净利润）除以净利润。它问的是：账面上这笔利润，有多少来自主营经营，多少来自卖资产、拿补贴、公允价值变动。

第二把，现金流质量，等于经营活动现金流净额除以净利润。为什么这个倍数本该远大于 1？因为折旧是不花钱的成本，它吞掉账面利润，却不影响现金进出。当你看到它接近 1、甚至小于 1，那背后一定有故事。

第三把，重资产真实性，看固定资产加在建工程的规模、三年增幅，以及资本开支占营业收入的比例。算力租赁是重资产生意，公告里说要投的几十亿，你在资产表上能不能找到对应的那一块。

辅助一项：应收账款占营业收入的比例。租出去只是第一步，收回来才算数。

公司	利润含金量	现金流倍数	固定资产+在建（亿元）	三年增幅	应收/营收
润泽科技	38%	0.7 倍	317.0	+94%	30%
奥飞数据	94%	9.1 倍	58.4	+133%	20%
数据港	78%	9.0 倍	39.7	-16%	10%
光环新网	亏损	—	38.7	+27%	27%

城地香江	亏损	—	37.4	+122%	48%
证通电子	亏损	—	30.8	+0%	63%
云赛智联	73%	2.7 倍	11.8	+72%	15%
美利云	103%	2.9 倍	10.4	−24%	74%
首都在线	亏损	—	7.1	−12%	22%
铜牛信息	亏损	—	1.8	−34%	43%

数据来源 Wind，2025 年年报口径，金额为人民币亿元；三年增幅以 2023 年末为基期。净利润为负时利润含金量与现金流倍数无意义，标为"亏损"与"—"。质地描述，非投资建议，不构成任何买卖推荐。

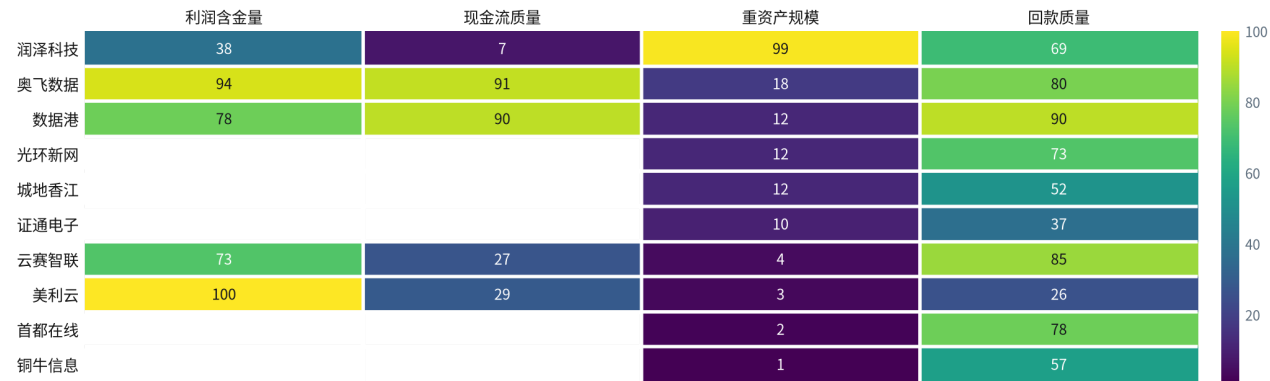
第一个该被读出来的数，不在任何一列里：**这 10 家中，5 家 2025 年亏损。**

光环新网亏 7.62 亿元，证通电子亏 3.68 亿元，首都在线亏 1.59 亿元，铜牛信息亏 0.81 亿元，城地香江亏 0.67 亿元。

对半开。这是这门生意的底色，不是它的意外。

四把尺子叠起来，名单自己会分层

质地描述，非投资建议，不构成任何买卖推荐 | 各维度按2025年度数据归一至0-100(数值越高越稳健) · 空白格=该指标当年不适用(亏损时利润比值无意义)，非零分 · 不合成总分排名



数据来源：万得Wind

Opm.AI 出品

自建运营算力/IDC 层 10 家公司 × 四个质地维度。质地描述，非投资建议，不构成任何买卖推荐。

38% 不是问题，是尺子在起作用

润泽科技利润含金量 38%，是这一层最低的读数之一。这是不是该扣分的一项？如果你看到这个数字就往下判断，会判反。

2025 年 7 月 27 日，润泽把项目公司河北润禾科技 100% 股权以 44.96 亿元人民币转让给南方润泽科技数据中心不动产投资信托基金（REIT）的子公司，产生处置长期股权投资投资收益 37.47 亿元人民币，扣除所得税影响额 6.08 亿元与少数股东权益影响额 0.07 亿元后，计入非经常性损益 31.49 亿元人民币。公司在年报里自己填的那一栏是——**是否具有可持续性：「否」**，并注明该笔收益占利润总额的 66.18%。

钱是真收到的，处置子公司收到的现金净额 44.95 亿元人民币。同期公司购建长期资产支出 121.50 亿元人民币。

把建成的数据中心装进 REIT 回收现金，再投入下一期建设，这是重资产数据中心行业公认的正规退出路径，不是异常操作。

所以 38% 这个读数说明的不是经营出了问题，而是这把尺子确实在起作用：一笔一次性收益进了净利润，被扣非这一步准确地扣了出来。同一件事在第二把尺子上也留下了痕迹——处置收益计入投资活动，不进经营活动现金流，于是润泽的现金流倍数只有 0.7 倍（净利润 50.49 亿元、经营活动现金流 32.92 亿元人民币），而同层的数据港和奥飞数据在 9 倍上下。

尺子测出了它该测的东西。误读发生在把读数直接当成结论的那一步。

| 亏 7.62 亿，收回 16.19 亿

光环新网 2025 年账面亏损 7.62 亿元人民币，经营活动现金流净额正 16.19 亿元人民币。

亏损和现金流差，是同一件事吗？不是。折旧是非现金支出，它压低利润表，不动现金流量表。一家重资产数据中心公司在扩产期账面亏损、现金照收，是这门生意的正常形态。

反过来的例子在名单外更常见：账面盈利、扣非后转亏。杭钢股份净利润 0.23 亿元、扣非后为负 1.12 亿元；常山北明净利润 0.30 亿元、扣非后为负 0.84 亿元（均为人民币）。

同理，"盈利"和"经营得好"也不是一件事。这一条不先说清，后面所有读数都会被读歪。

| 103% 和 74% 出现在同一行

美利云的利润含金量 103%，是这一层唯一超过 100% 的——扣非净利润 0.72 亿元人民币，高于净利润 0.70 亿元人民币，意味着当期非经常性损益为负数。单看这一列，它的读数最"干

净"。

顺着这一行往右两格，你会看到另一个数：应收账款占营业收入 74%，是这一层最高的。

再往左：固定资产加在建工程 10.4 亿元人民币，三年缩了 24%。

三把尺子在同一家公司身上给出了三个方向不同的读数。这不是数据出错，是任何单一指标都只覆盖它自己那一小块。

数据港是另一种版本。它的应收占营收 10%，全层最低，客户是头部云厂商；现金流倍数 9.0 倍，三年稳定在 9 到 10 倍之间。但它的固定资产加在建工程三年缩了 16%，成因是资产出表与折旧累积，不是投入停摆。规模缩小不等于质地下降——你若只盯着增幅那一列，会把这家读成正在退。

体量差也要放进来看。润泽一家的固定资产加在建工程 317.0 亿元人民币，超过其余九家之和（据上表加总为 236.2 亿元人民币）；同一层的另一端，铜牛信息只有 1.8 亿元人民币，相差 170 倍以上。就算业务模型对得上，这样的量级差也让直接比读数需要留出余量。

这十家谁的质地最好

这个问题本身就是错的，原因不只是合规。

要回答它，你必须把三把尺子合成一个总分。合成就要给权重：利润含金量占几成、现金流倍数占几成、资产增幅占几成、应收占比扣多少分。

那么权重由谁定？

没有任何会计准则、行业标准或监管文件规定过这套权重。定权重的人，其实是在表达一个判断：我认为在这门生意里，现金流比利润重要，或者资产规模比应收周转重要。

这个判断不是财务分析的结论，它是投资观点。一旦合成总分，你拿到的就不再是“这家公司的财务特征是什么”，而是“作者认为哪家更好”——后者已经越过了质地研究的边界。

美利云在第一把尺子上读数最高，在辅助项上读数最差。数据港在应收和现金流上都干净，资产却在缩。润泽体量最大、现金流倍数最低，但成因清晰且可解释。

它们不构成一个序列。硬排出序列，只会把三个互相冲突的读数压成一个假的确定性。

所以这份记分卡按维度分别呈现，到此为止。它描述质地，不给评级，不排名次，不指向任何买卖动作。

这把尺子量不到什么

一份记分卡最该交代的，恰恰是它量不到的部分。

第一，覆盖不完整。Wind 概念板块收录 52 家，第三方媒体统计入局算力租赁的上市公司超 70 家、横跨 15 个行业，两个口径不一致。本研究以 Wind 板块为主池，另补入被交易所问询但不在板块内的公司，覆盖仍有缺口。

第二，个别公司指标不完全可比。板块外补入的公司已补齐同口径财务数据，唯并行科技一家因证券代码变更未取到结构化财务，本文涉及该公司处仅引用其公开披露的折旧政策，不进入任何财务比较。

第三，也是最根本的一条：多数公司没有单独披露算力业务的分部收入、毛利率和上架率。于是记分卡只能用公司整体财务指标去近似算力业务的质地。这个近似有多大误差？对一家算力收入占比不到两成的公司来说，你量到的其实主要是它的原主业。行业层面同样没有第三方权威统计——上架率和利用率至今没有可核验的公开数字，公司自报的数据无法交叉验证。

这不是回避。互动易上一家公司面对十几个不同追问，反复用同一句话作答：「智云计算板块营业收入占公司营业收入的 1.79%……注意投资风险」。当披露只到这个颗粒度，任何外部研究都到不了更深的地方。

第四，会计政策差异未被消除。同一批服务器，有的公司折 5 年，有的折 8 年，有的今年刚从 3 年改到 7 年。折旧年限直接决定账面利润，而这份记分卡里的利润含金量、现金流倍数都建立在各家自己的折旧假设之上。所以在把两家公司的读数摆在一起之前，你得先看清它们各自的折旧政策。

第五，所有指标都是历史结果。2025 年年报记录的是已经发生的事。资本开支的回报要等两到三年才在报表上兑现，今年的资产扩张对应的是明年的折旧和后年的租金。这份记分卡不预测任何一家公司未来的经营表现。

回到那份名单

系列第一篇的结论是：那份 52 家的概念名单两头都不准——它收进了味精厂和玩具厂，又漏掉了正在被交易所追问的算力公司。

十篇之后，这份工作的全部产出，是把"谁在名单上"换成了"谁经得起量"。

能告诉你的就这些：10 家能上尺，5 家亏损，多数关键颗粒度拿不到。

而量出来的是质地，不是价格；是过去，不是未来。

数据与信息来源：Wind 金融终端（IDC（算力租赁）概念板块成分股及财务面板，2026-07-20 取数，2025 年年报口径）；各公司 2025 年年度报告及临时公告（含润泽科技公告 2026-012）；上海证券交易所、深圳证券交易所问询函及公司回复公告；深圳证券交易所互动易平台公开问答原文；具名财经媒体公开报道。金额单位均为人民币。

风险提示：本文数据基于已公开披露信息，存在披露滞后与口径差异；分层归类为本研究判断，可能存在误差，应以公司自身披露为准。财务指标反映的是历史经营结果，不预示未来表现，且受各公司会计政策差异（尤其折旧年限）影响。本文为质地描述，不构成投资建议，不构成任何买卖推荐。据此操作，风险自担。

Opm.AI

◆ Opm.AI 出品

一张由概念标签和订单公告写成，一张由折旧年限和经营现金流写成

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

Wind金融数据服务（A股上市公司2023与2025年度财务数据·逐家面板一手直取·金额已按各公司披露单位归一至亿元）、上海证券交易所、深圳证券交易所（年报问询函、监管工作函及公司回复公告原文·含上证公函〔2026〕1005号、上证科创公函【2026】0177号、上证公函〔2025〕0690号）、巨潮资讯网（上市公司定期报告与临时公告原文·为财务数据的一手出处）、深圳证券交易所互动易、上海证券交易所e互动（算力相关投资者问答211条原文）、美国证券交易委员会（CoreWeave、亚马逊、Meta、Nebius等10-K/20-F年度报告披露的折旧政策）、证券时报、21世纪经济报道、经济观察报、上海证券报（具名记者报道）

访问官网



扫码直达 Opm.ai
官网入口
Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。