



账面亏7.62亿，现金净进16.19亿：算力租赁该看哪一行

文 / Opm.AI

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。

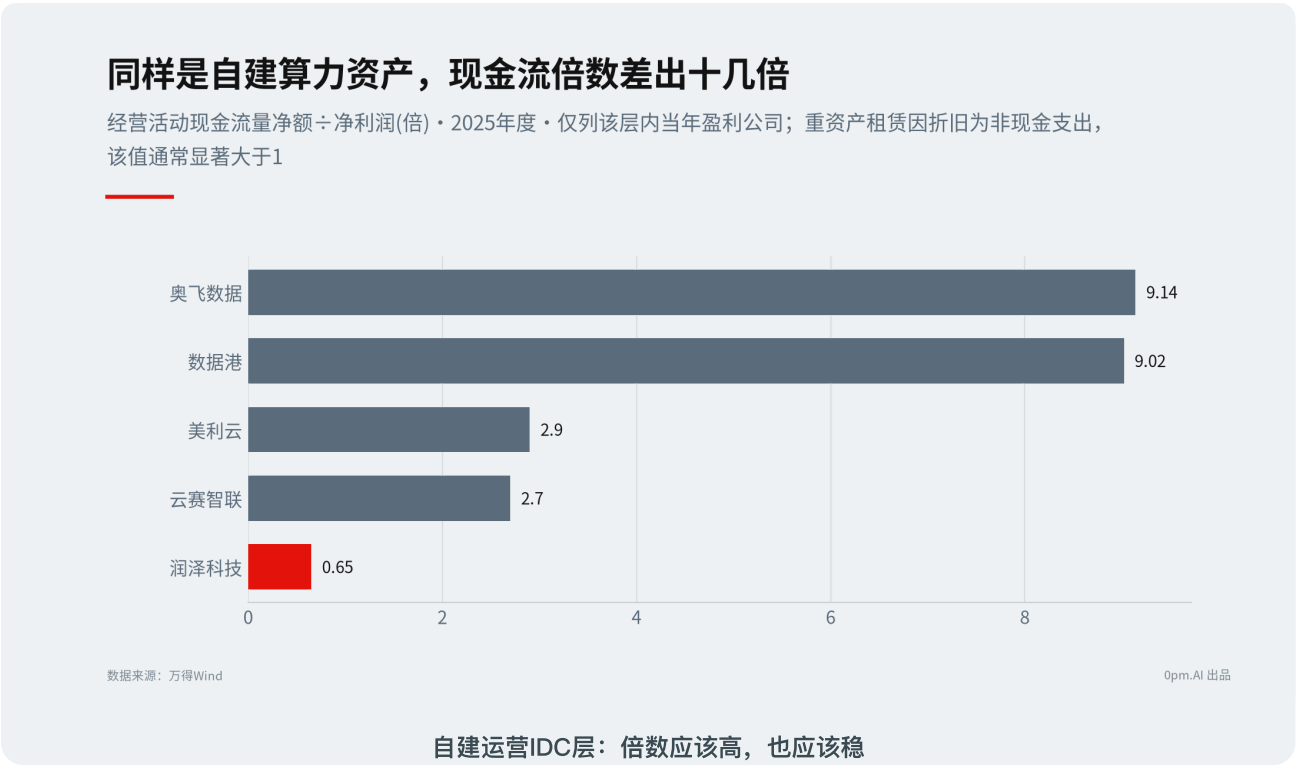
数据港FY2025净利润1.39亿元，经营现金流12.51亿元，9.0倍。往前推两年，FY2023是9.7倍，FY2024是9.6倍——三年几乎没动。

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。



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%。

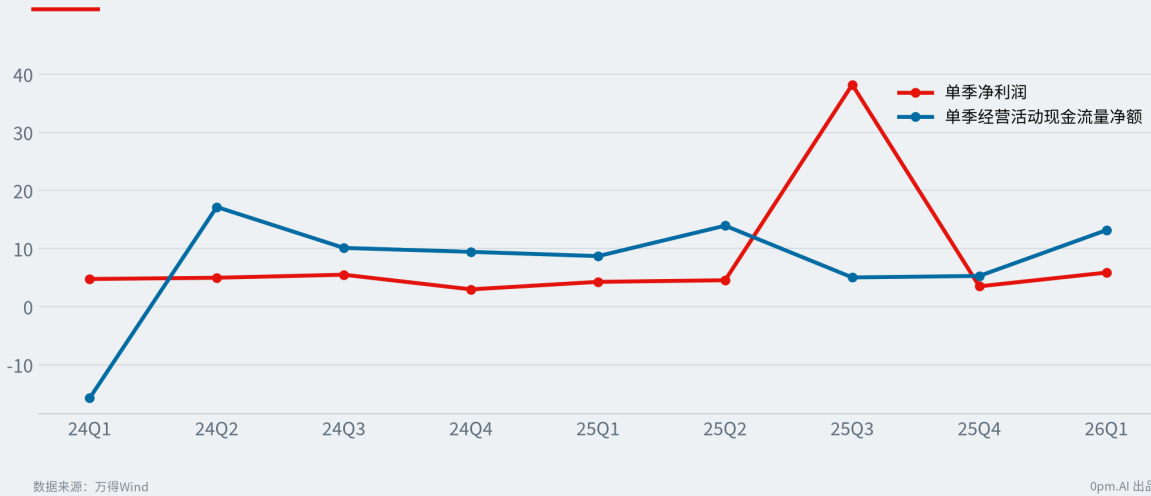
还有一个数能定住整件事的性质：润泽同期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金121.50亿元。卖出去收回的44.95亿元，不够它当年资本开支的四成。

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



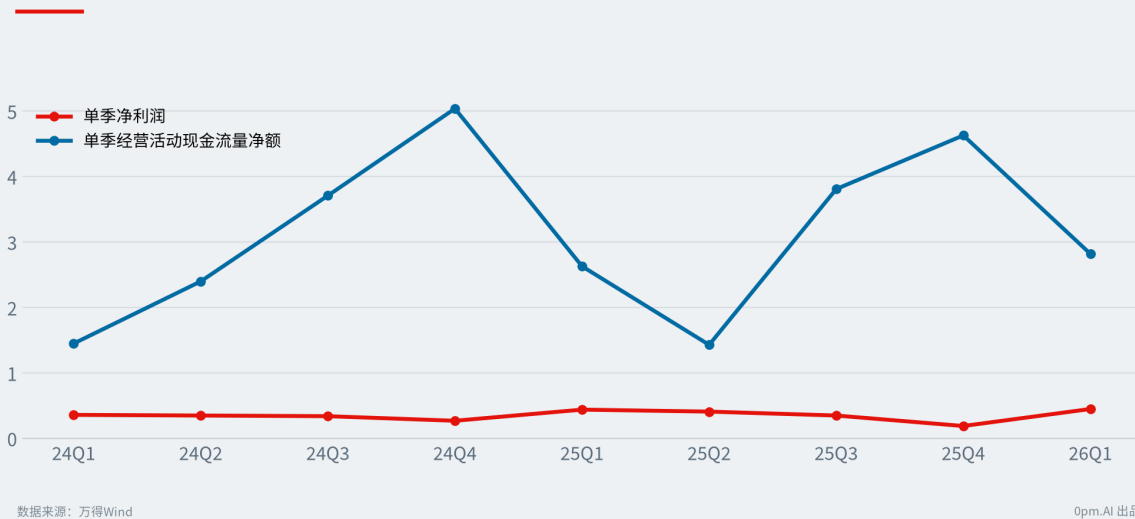
单季净利润与经营现金流：一根孤立尖峰，且不带现金

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？

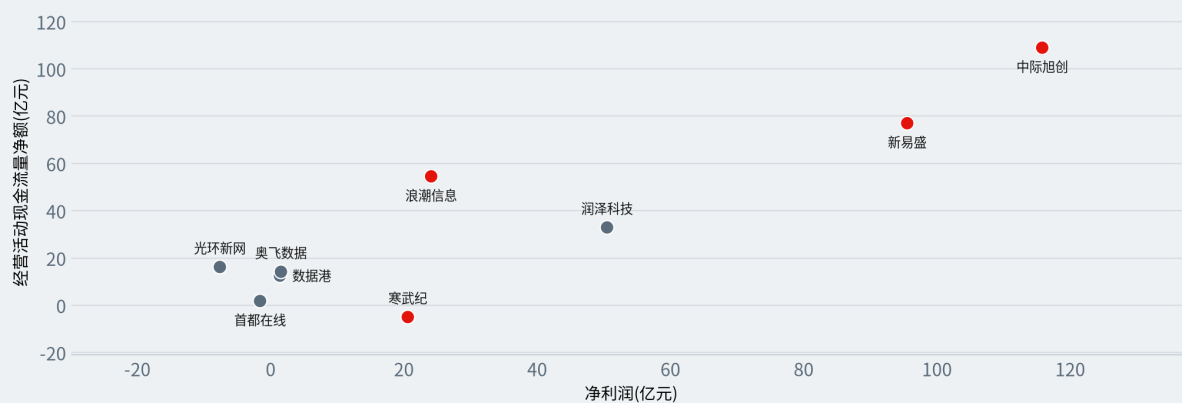
不是。这四家分别是芯片设计、光模块、光模块、服务器制造。

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



数据来源：万得Wind

Opm.AI 出品

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 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。