



应收占营收 74%，未必是坏消息

文 / Opm.AI

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：

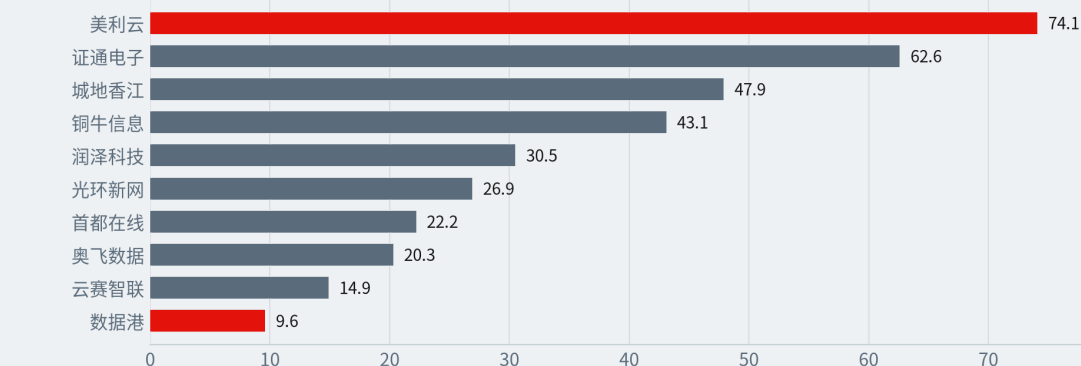
美利云 74%、证通电子 63%、城地香江 48%、铜牛信息 43%、润泽科技 30%、光环新网 27%、首都在线 22%、奥飞数据 20%、云赛智联 15%、数据港 10%。

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



数据来源：万得Wind

Opm.AI 出品

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。

◆ 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。