



算力租赁的对手不是同行，是利息

文 / Opm.AI

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。

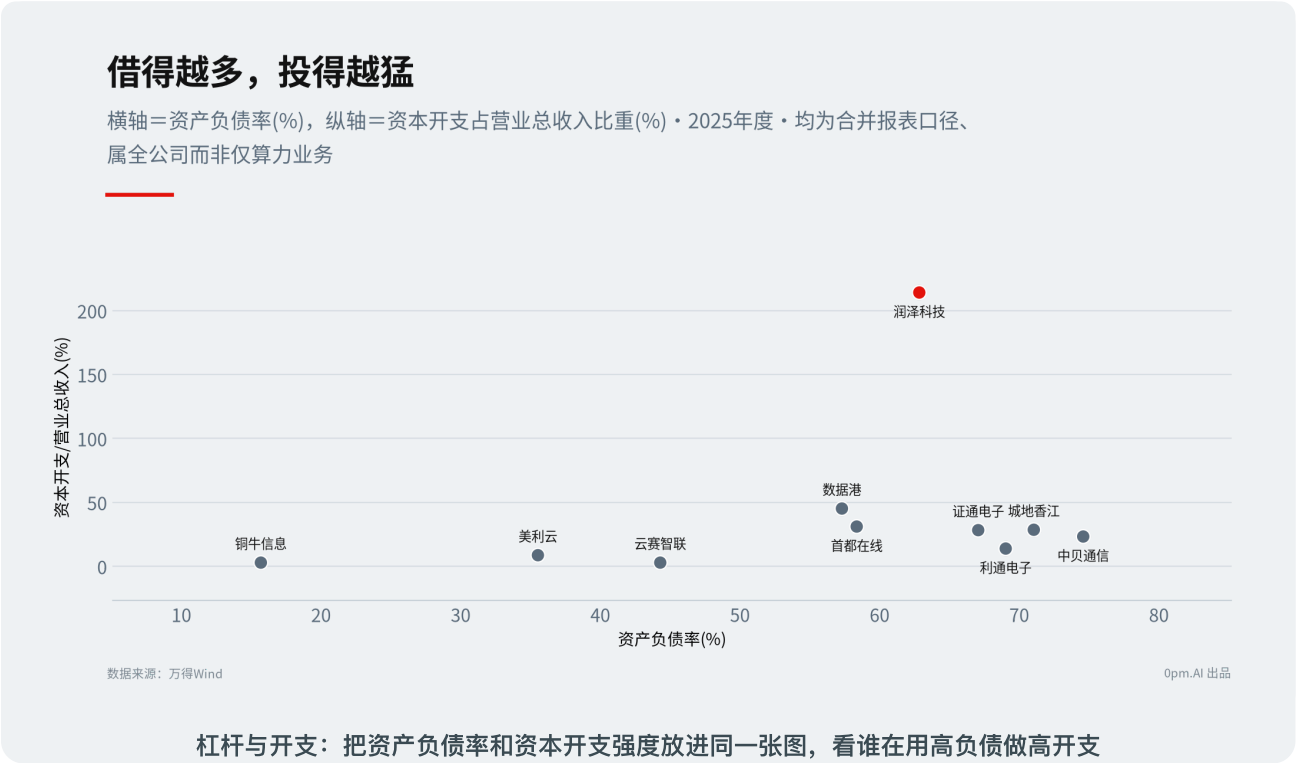
FY2025，润泽科技全年资本开支121.50亿元人民币，当年营收56.74亿元——前者是后者的214%。大位科技资本开支10.76亿元，营收4.36亿元，247%。东方国信资本开支17.95亿元，占营收69%。

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。



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。

◆ 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。