



算电协同筑竞争壁垒，Token 工厂增盈利 —— 润建股份公司深度报告

分析师：赵良毕、刘璐

算电协同筑竞争壁垒，Token 工厂增盈利弹性

—— 润建股份公司深度报告

2026 年 6 月 11 日

核心观点

- **润建股份——进入“Token 工厂战略+电算协同”新阶段，成长逻辑继续延伸：**我们认为，2026 年润建股份业绩预计收入继续上行、利润显著修复，核心驱动分为两个方面：费用端来看，股权激励费用较 2025 年明显回落、季度摊销节奏趋于平滑；经营端来看，业务结构有所改善，过去两年利润被低毛利能源建设和爬坡期算力所拖累，2026 年将切换为高毛利新能源运维+AI 平台产品，叠加 AIDC 供给紧俏导致的价格上行，结合润建股在算电协同的结构优势、以及 Token 工厂转型的盈利弹性，我们认为综合毛利率和净利率有望持续提升。
- **公司从“卡时租赁”升级为“Token 工厂”，盈利天花板被重新打开：**传统模式按 IaaS 式资源出租，收入逼近硬件成本，毛利率易受折旧、电力等固定成本拖累。Token 模式则按模型实际输出计费，定价从成本驱动转向价值驱动，通过调度优化和算法复用，将同一批 GPU 产出更多可售 Token，实现单位收入提升、单位成本下降、固定成本摊薄的三重共振，毛利率自然走高。
- **算力能耗攀升驱动“算力+绿色电力”一体化融合发展：**公司用新能源开发、虚拟电厂等手段降低算力中心用电成本和 PUE，同时将智算能力反哺于新能源场站的智慧调度，形成以电强算、以算促电的双向闭环。相比纯 AIDC 或纯能源公司，润建兼具能源运维与 AI 平台能力，在“算电融合”趋势中更易获取一体化项目。叠加广西面向东盟的区位优势，绿色算力与出海枢纽的组合有望持续获得政策支持。
- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年整体营收分别为 137.32/178.59/221.30 亿元，对应同比增速分别为 32.69%/30.05%/23.92%；归母净利润分别为 4.02/6.20/8.66 亿元，同比增速为 961.17%/54.11%/39.66%；2026-2028 年整体毛利率分别为 16.04%/16.57%/17.31%。摊薄 EPS 分别为 1.41/2.17/3.03 元；PE 分别为 42.93/27.86/19.95 倍。考虑公司多板块业务均处于行业景气度上升趋势，给予润建股份“推荐”评级。
- **风险提示：**算力芯片供应链与大模型技术迭代的风险；大客户合作不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,349	13,732	17,859	22,130
收入增长率%	12.50	32.69	30.05	23.92
归母净利润(百万元)	38	402	620	866
利润增长率%	-84.62	961.17	54.11	39.66
毛利率%	12.23	16.04	16.57	17.31
摊薄 EPS(元)	0.13	1.41	2.17	3.03
PE	455.56	42.93	27.86	19.95

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

润建股份（股票代码：002929）

推荐 维持评级

分析师

赵良毕

☎：010-80927619

✉：zhaoliangbi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030003

刘璐

✉：yj.liulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130526030001

市场数据

2026 年 06 月 10 日

股票代码	002929
A 股收盘价(元)	60.35
上证指数	3,993.23
总股本(万股)	28,622
实际流通 A 股(万股)	21,651
流通 A 股市值(亿元)	131

相对沪深 300 表现图

2026 年 06 月 10 日



资料来源：中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 收入韧性仍在，成长逻辑继续延伸	4
(一) 绿电算力双向赋能，Token 工厂价值重估	4
(二) 公司成长经历：区域通信管维起家，扩张方向明晰	6
二、 AIDC 供需加速协同，算力资源重构产业格局	7
(一) Token 是大模型处理信息的最小单元，消耗量进一步增长	7
(二) 数据中心向 AIDC 升级，Token 用量提升或带动部署规模增长	11
(三) 算电协同助力 IDC 降本，能效管理重构成本曲线	13
三、 润建股份：Token 工厂+绿算协同核心标的	17
(一) 商业模式升级至“Token 工厂”，公司利润天花板重新打开	17
(二) “绿算协同”构筑核心成本与资源优势	18
四、 盈利预测、估值分析与投资建议	20
(一) 盈利预测	20
(二) 估值分析	21
(三) 投资建议	22
五、 风险提示	24

一、收入韧性仍在，成长逻辑继续延伸

（一）绿电算力双向赋能，Token 工厂价值重估

我们认为润建股份的成长逻辑主要总结以下两点：一方面，公司具有算电协同的结构性优势。公司在“电力+算力”形成闭环能力，公司的能源网络已在虚拟电厂、综合能源管理等场景落地，叠加政策将算电协同纳入新基建、要求枢纽新建算力设施高比例绿电应用，公司能够以低成本绿电+灵活负荷支撑绿色算力供给。润建股份与纯 IDC 公司相比，它多了能源与运维能力；与纯能源公司相比，它多了智算中心与 AI 平台。我们认为这种复合能力使其在未来“算电融合”趋势中，有望较单一赛道公司更容易拿到一体化项目。尤其是在广西面向东盟的区域定位下，这种绿色算力+出海枢纽的组合，更有机会获得政策层面的持续支持。

另一方面，公司具有转型 Token 工厂的盈利弹性。公司宣布将五象云谷由智算云服务升级为“Token 工厂模式”，按 Token 用量计费、与互联网大厂生态协同。此商业模式相比传统算租具备更高附加值，原因是按 Token 用量计费的收入锚定的是模型实际输出、API 调用与客户获得的可用结果，定价逻辑从成本定价转向价值定价，同时通过调度、复用、算法优化和模型服务封装，把同一批底层 GPU“压榨”出更多可销售 Token，从而形成单位收入提高、单位成本下降、固定成本摊薄三重共振，毛利率自然抬升，有望成为中期业绩与估值重定价的核心来源。

2025 年，公司实现营业收入 103.49 亿元，同比增长 12.50%。归母净利润为 3792 万元，同比下降 84.62%；扣非归母净利润为 6484 万元，同比下降 71.94%。利润端大幅下滑主要系报告期内实施股权激励计划，产生股份支付费用 2.42 亿元，同时计提资产及信用减值损失合计 1.71 亿元。若剔除股份支付影响，公司调整后净利润为 2.80 亿元，同比增长 13.66%，显示主营业务经营基本面仍保持稳健增长态势。经营性现金流净额为 2.88 亿元，同比增长 8.13%。公司 2025Q4 业绩显著改善，主要得益于部分算力网络和能源网络业务在年底集中落地确认收入。

2026 年一季度，公司业绩短期承压。实现营业收入 18.20 亿元，同比下降 23.49%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比下降 81.82%；扣非后归母净利润为 0.08 亿元，同比下降 87.77%；剔除股份支付影响后的净利润为 4,477 万元，同比下滑 40.2%。业绩下滑主要原因在于：1) 收入端：部分能源业务项目在一季度开工时间较晚，尚未达到收入确认标准，导致收入确认出现阶段性延迟，预计相关收入将在二季度确认。2) 利润端：利润下滑幅度大于收入，主要由于在收入减少的同时，固定成本并未同比例下降。同时由于一季度为业务淡季，基数小，导致净利润下滑幅度比收入幅度较大。尽管 Q1 业绩不佳，但公司经营性现金流净额为-7.55 亿元，较去年同期的-14.62 亿元大幅改善 48.36%，主要系客户回款增加所致。且截止至 2026 年一季末，公司在手订单约 230 亿元，未来展望良好。

分板块业务来看，公司主营业务分为通信网络、数字网络、能源网络和算力网络四大板块：

1) 通信网络业务：是公司当前收入占比最大的业务板块，为运营商和中国铁塔提供全生命周期的管维服务。2025 年，该业务实现收入 44.44 亿元，占比 42.94%，毛利率为 16.87%，是过去三年毛利率最高的业务。业务保持稳定，未来将通过推广“曲尺”通信运维大模型等 AI 应用提质增效。

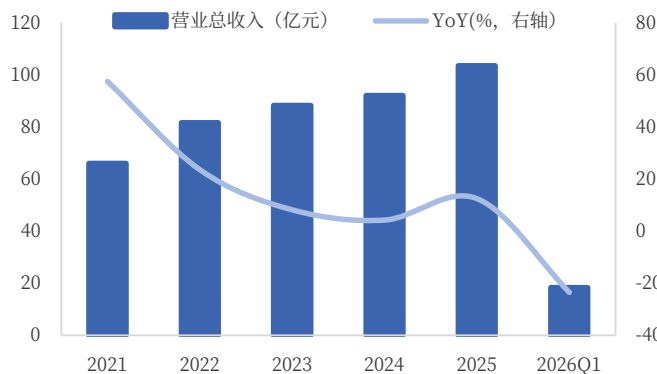
2) 能源网络业务：是公司过去三年增速最快的业务板块，提供从发电、输配电到储能、用电的全流程服务，重点发展新能源电站运维和虚拟电厂业务。2025 年，该业务实现收入 31.14 亿元，同比增长 88.27%，收入占比提升至 30.09%。

3) 算力网络业务：是公司未来核心增长点，提供从 IDC 建设运维到智算云服务的全栈能力，并向“Token 工厂”模式转型。2025 年，该业务实现收入 8.10 亿元，同比增长 53.24%。随着公司

万卡集群陆续落地，该板块有望迎来显著增长。

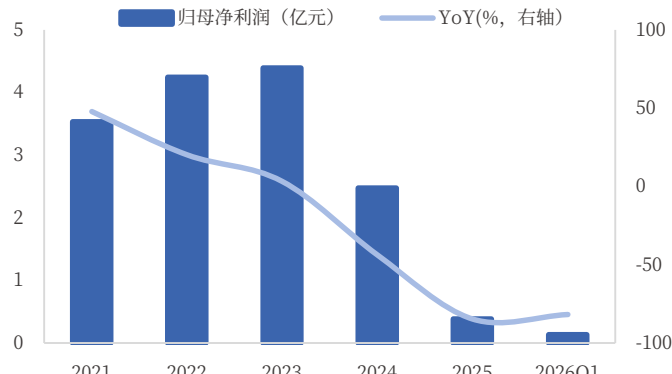
4) 数字网络业务：以“曲尺”人工智能平台为基础，为政企客户提供 AI+行业解决方案。2025 年，该业务因主动收缩部分产品和客户范围，收入同比下降-19.40%至 19.71 亿元。未来将聚焦优质集团客户和 AI 产品，提升盈利能力。

图1：2026Q1 公司营收为 18.20 亿元/-23.49%



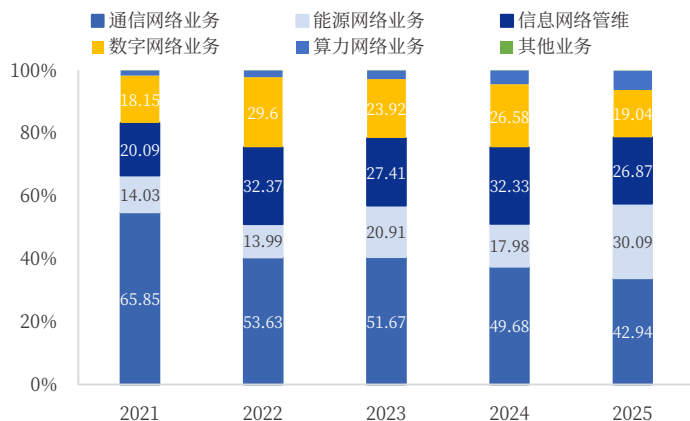
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：2026Q1 公司归母净利润为 0.13 亿元/-81.82%



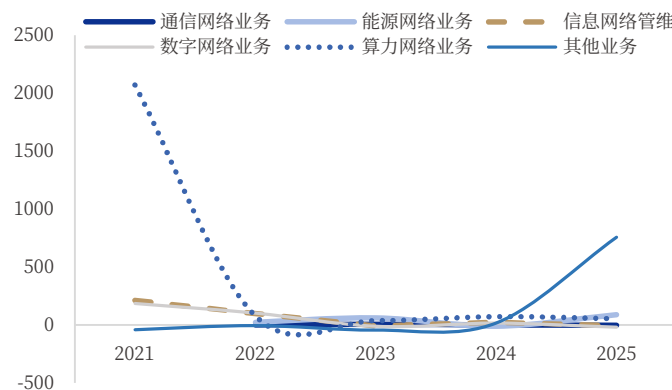
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：公司营收结构百分比（按业务板块分类）



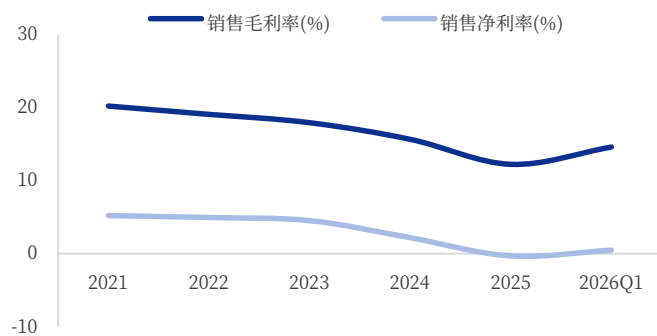
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：公司营收增长率（%，按业务板块分类）



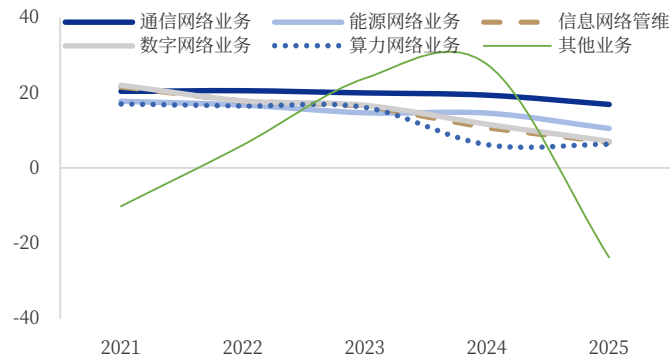
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：公司整体毛利率及净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：公司毛利率（按业务板块分类，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）公司成长经历：区域通信管维起家，扩张方向明晰

第一阶段：2003-2012 年——区域通信管维起家，完成原始积累

润建股份成立于 2003 年，前身为润建通信，最初主要为广西及广东的电信运营商提供有线、无线网络管维服务，在 2009 年获得通信信息网络系统集成企业甲级资质。20 世纪 90 年代末至 21 世纪初，随着中国移动、中国电信等主体成立，以及 2G 技术不断发展，中国通信技术服务行业走向市场化和专业化分工，通信网络技术服务逐步交付给第三方技术服务商，润建股份开始获得市场空间。公司早期最核心的优势来源，其一是长期服务运营商形成的紧密客户关系；其二是围绕通信网络建设、维护所形成的执行能力，为后续跨区域复制打下基础。

第二阶段：2013-2017 年——全国化扩张，成为通信技术服务龙头雏形

2013-2017 年是润建股份第一次业绩显著增长期：公司营业收入由 2013 年的 11.31 亿元增至 2017 年的 27.78 亿元，归母净利润由 0.69 亿元增至 2.39 亿元。通信技术服务行业在 3G 时期进入更明显的市场化和外包深化阶段，运营商开始通过全国或省级集采方式提升效率，第三方通信服务商的角色被强化。公司招股书显示，2013-2016 年，通信技术服务行业的市场规模由 1266.3 亿元增长到 2298.1 亿元，公司业务规模迅速扩大，毛利额也有所提升。公司业务区域扩张非常迅猛，从 2014 年的 7 个省（市）扩展到 2017 年的 27 个省（市），除广西、广东以外的其他地区收入占营业收入比重提升到 43.28%。润建股份从区域性公司变为全国性通信技术服务商、从工程驱动逐步转向代维驱动，并初步建立民营通信管维龙头地位。

第三阶段：2018-2020 年——上市后完成全国网络固化，并开启第二成长曲线

公司于 2018 年上市；2019 年半年报提到，公司在夯实传统业务基础上，初步完成了公司战略发展的整体业务布局。2020 年则是公司第二成长曲线真正起步的重要年份，年报指出，面对疫情冲击，公司围绕万物互联所布局的通信技术服务、云服务与 IDC 服务、行业数字化业务、电力与新能源业务均取得良好经营成果。同时，公司在 2020 年发行可转债募集资金 10.9 亿元用于“五象云谷云计算中心项目”，资本开支方向已非常明确地从传统通信服务延伸至 IDC 和云计算。这段时期行业层面最大的变化，是通信行业从 4G 后期进入 5G 建设初期，同时国家层面开始强化新基建、人工智能、工业互联网、物联网等方向的投资。公司 2018 年年报提到，2019 年将加快 5G 商用步伐，新型基础设施建设将为设备、软件与服务企业带来新机遇；同时电网投资、充电桩、储能等能源互联网机会也在同步酝酿。

第四阶段：2021-2022 年——第二增长曲线成形，进入第二个快速增长通道

公司 2021 年信息网络业务高增长、能源业务快速放量，公司实现营业收入 66.02 亿元/+57.47%；归母净利润 3.53 亿元/+47.88%。2022 年，公司实现营业收入 81.59 亿元/+23.58%；归母净利润 4.24 亿元/+20.16%。一方面，通信网络业务仍具稳定性，因为通信基础设施建成后需要持续管维，公司业务与基站、核心网、传输网、接入网等存量基础设施强相关；另一方面，信息网络和能源网络业务快速增长，第二增长曲线越来越清晰。其中，2022 年信息网络业务收入 26.41 亿元，同比增长 99.11%；信息网络、能源网络业务收入占比已接近 50%。

2021-2022 年的行业背景比此前更强。2022 年我国累计建成并开通 5G 基站 231.2 万个，5G 建设全球领先；光缆线路总长度达到 5958 万公里；中国铁塔塔类站址数达到 205.5 万个。这意味着通信运维底盘稳定增长——截止至 2022 年底，公司维护基站超 44 万个物理站址，是通信网络管维领域规模最大的民营企业。与此同时，数字中国、产业数字化和新能源建设开始成为新的中长期赛

道。润建股份的能力恰好与这些赛道高度匹配：通信网络提供稳定的基盘和客户入口、信息网络承接政企数字化和 IDC 运维需求、能源网络承接新能源电站、充电桩、虚拟电厂等新场景。

第五阶段：收入韧性仍在，但利润有所承压，进入新旧动能切换投入期

润建股份 2023-2025 年营收有所增长但节奏放缓，利润端有所下滑。一是信息/数字网络业务阶段性承压、能源业务部分项目确认延后；二是算力、能源等新业务占比提升，前期建设、折旧、交付和人员投入较高，拉低综合毛利率，导致营收高增长没能顺畅转化为利润；三是 2024 年以来公司对合同履约成本/存货减值计提明显趋严，叠加 2025 年股权激励股份支付费用集中摊销，导致净利润显著弱于收入表现。

2026 年展望：公司进入 ‘Token 工厂战略+电算协同’ 再定义阶段，成长逻辑继续延伸

我们认为，2026 年润建股份业绩预计收入继续上行、利润显著修复，核心驱动分为两个方面：费用端来看，股权激励费用较 2025 年明显回落、季度摊销节奏趋于平滑；经营端来看，业务结构有所改善，过去两年利润被低毛利能源建设和爬坡期算力所拖累，2026 年将切换为高毛利新能源运维+AI 平台产品，叠加 AIDC 供给紧俏导致的价格上行，结合润建股在算电协同的结构性优势、以及 Token 工厂转型的盈利弹性，我们认为综合毛利率和净利率有望持续增长。

二、AIDC 供需加速协同，算力资源重构产业格局

（一）Token 是大模型处理信息的最小单元，消耗量进一步增长

Token 是大模型处理信息的最小信息单元，是可计量、可定价、可交易的核心计量单位。Token 的本质是大模型将自然语言进行数字化和标准化处理过程中所产生的对应消耗。是大模型处理文本的最小语义单位，是算力消耗最基础的计量单位，无论是输入还是输出环节，模型都以 Token 为单位进行运算和计费。2026 年 3 月，国家数据局局长在中国发展高层论坛年会上正式将 Token 的中文译名定为“词元”，指出其具有智能时代可计量、可定价、可交易的特征。

Token 是算力的基本度量单元，广泛应用于大模型训练与推理阶段：

1) 大模型训练端：Token 产生于预处理阶段，主要消耗于预训练阶段。Token 统一由数据预处理阶段切分生成，并在预训练、SFT 及强化学习阶段的海量迭代中被持续消耗，主要被消耗于预训练阶段：

基座构建(预处理+预训练)：通过构建词表(Vocab)与海量数据的下一个 Token 预测(NTP)，消耗海量 Token 打造具备通用知识与逻辑的 Base Model，确立模型能力上限；

能力对齐 (SFT+RL)：利用高质量指令对与人类偏好反馈 (RLHF/DPO)，消耗 Token 进行行为引导与价值重塑，将基座模型转化为听话、安全且推理准确的 Aligned Model；

工程落地 (评估+部署)：通过量化压缩与红队测试突破性能瓶颈生成 Deployable Model，最终在真实业务场景中通过用户反馈构建数据飞轮，驱动 Final Model 的持续进化。

表1：模型训练流程及对应 Token 产生/消耗阶段

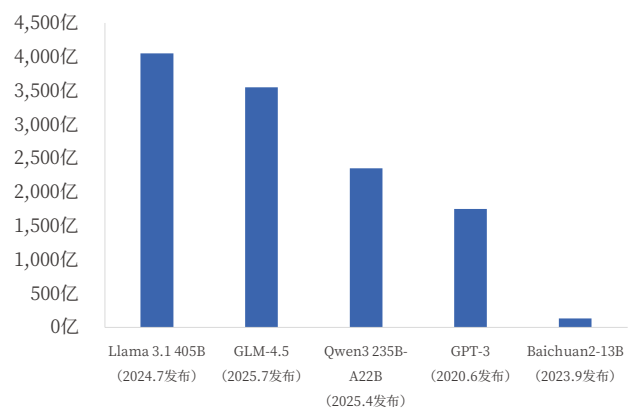
阶段	主要产出	核心能力	Token 消耗量
预处理 (Tokenization)	Vocab	模型物理架构上限、语言覆盖度及编码效率	较小（百万级）
预训练 (Pre-Training)	Base Model	知识上限、能力边界及微调潜力	极大（十万亿级）
监督式微调 (SFT)	Instruct Model	指令遵循能力、对话格式规范性及任务泛化能力	极小（十亿级）
对齐与强优化 (Alignment&RL)	Aligned Model	安全性、同理心及复杂推理的正确性	适中（千亿级）

评估与优化 (Evaluation & Optimization)	Deployable Model	工程推理性能、低延迟特性及硬件适配度	极小 (百万级)
-----------------------------------	------------------	--------------------	----------

资料来源: DeepSeek、Llama、中国银河证券研究院

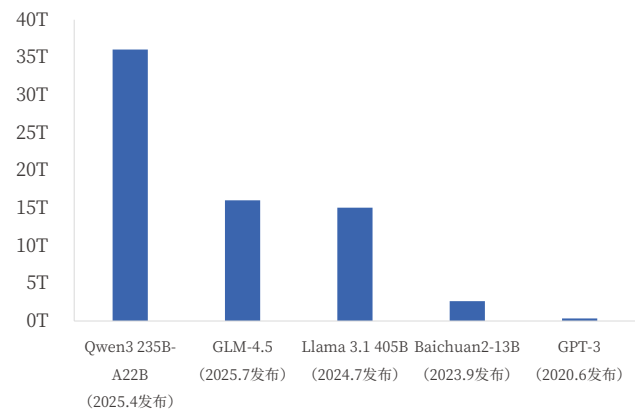
整体而言，模型呈现参数量与预训练数据量持续扩大态势，训练用 Token 数量持续提升。

图7：部分模型参数量对比



资料来源: Meta、智谱 AI、阿里、OpenAI、百川智能、中国银河证券研究院

图8：部分模型预训练数据量对比



资料来源: Meta、智谱 AI、阿里、OpenAI、百川智能、中国银河证券研究院

2) 大模型推理端：商业化核心，输入 Token 及输出 Token 分别计费

输入 Token：输入自然语言后使用分词器进行文本切分，而后对切分后的文本进行数字映射并产生 token 的数字身份，实际产生多少输入 Token 取决于训练模型时的词表（Vocab），本质上是文本的切分与查表转换，主要消耗算力与电力资源；

输出 Token：在输入端将自然语言数字化后，进行模型推理，并使用 NTP 逐一给出相应的最佳匹配值，再将这些数字 ID 反向解码，转换成自然语言生成在回答中，输出 Token 的数量取决于问题的复杂程度及词表/分词器的丰富程度（模型训练时决定）；输出 Token 成本在基础的算电成本之上，还需承载模型本身的溢价。

表2：国内外部分主流大模型 API 价格对比

公司	代表性模型	输入价格 (美元/每百万 Token)	输出价格 (美元/每百万 Token)
Anthropic	Claude Opus 4	15.00	75.00
OpenAI	GPT-5.5	5.00	30.00
xAI	Grok 4	3.00	15.00
Amazon	Nova Premier	2.50	12.50
Google	Gemini 3.1 Pro	2.00	12.00
Mistral	Mistral Large 24.11	2.00	6.00
DeepSeek	DeepSeek-V4-Pro	1.74	3.48
月之暗面	Kimi K2 Turbo Preview	1.15	8.00
阿里巴巴	Qwen3.6 Plus	0.50	3.00
MiniMax	MiniMax M2	0.30	1.20

资料来源: LLM Prices、中国银河证券研究院

根据论文《Tokenomics: Quantifying Where Tokens Are Used in Agentic Software Engineering》的测试，Token 消耗呈现出高度不均衡的分布格局。Token 主要消耗于模型在执行任务过程中对大量上下文信息的反复读取、处理与传递。多智能体协作过程中将产生了大量冗余输入 Token 消耗，构成了系统资源开销的核心组成部分。

表3：在使用 GPT-5 推理模型完成 30 个任务时，不同开发阶段的 Token 占比分解

开发阶段	平均输入 Token 占比	平均输出 Token 占比	平均推理 Token 占比
Design（需求/架构设计）	60.40%	3.60%	36.00%
Coding（代码生成）	6.90%	58.00%	35.10%
Code Completion（代码补全）	47.70%	41.70%	10.50%
Code Review（代码审查）	51.40%	24.70%	23.90%
Testing（测试）	60.80%	20.70%	18.40%
Documentation（文档生成）	80.20%	8.30%	11.50%
（整体平均/单任务）	53.90%	24.40%	21.60%

资料来源：Amin Erfanian 等《Tokenomics: Quantifying Where Tokens Are Used in Agentic Software Engineering》，中国银河证券研究院
注：论文发现，在 Agent 型软件工程任务中，Token 消耗呈现明显的阶段性差异。其中，输入 Token（Input Token）在整体任务中的平均占比高达 53.9%，显著高于输出 Token（24.4%）与推理 Token（21.6%）。

近期 OpenClaw 引导 AI 产业的核心价值从模型能力向任务完成能力迁移——即从“能聊”到“能干”。以 OpenClaw 为代表的 AI Agent，其运行机制较传统聊天机器人发生了本质变化，从一次性问答演变为持续性的任务执行。授予权限后的 OpenClaw 可接管鼠标键盘，自主完成文档整理、邮件收发、数据统计、报告撰写等全流程任务。具备任务拆解、联网搜索、本地软件调用、自我纠错及持续向大模型请求的能力；并拥有持久记忆、长期会话与跨工具协同等特征。这意味着单次任务不再是单轮 Prompt - Response，而是升级为长时驻留、多轮调用、并发工具链交互的复杂工作负载。所谓“养龙虾”，即用户对 OpenClaw 进行部署、调试与训练以适配个人或行业需求的过程，适配后的 OpenClaw 可成为真正的“数字员工”。

Token 消耗的底层逻辑已发生根本性变化。过去两年，大模型竞争的核心叙事是模型能力——参数规模、推理深度、复杂任务完成率构成行业坐标系，谁在 ARC、SWE-Bench 等基准测试上得分更高，谁就更接近 AGI。但 2026 年春节后，Agentic AI 模型之间的竞争维度开始转向：在长流程、高频调用、长上下文环境下，谁的单位成本更低、稳定性更强、推理曲线更平滑。

Token 消耗量指数级增长，推理算力需求爆发。OpenRouter 与 a16z 联合发布的《2025 AI 使用报告》（覆盖超 100 万亿 Token 匿名元数据）揭示了一组关键数据：编程任务的 Token 占比从 2025 年初的 11% 提升至 2025 年底的 50% 以上，成为平台最大单一使用品类；同时，Agent 驱动的工作流（模型自主执行多步骤任务）产生的输出 Token 已超过平台总输出的一半。这意味着 Token 消耗正从“人机对话”模式升级为“机器自循环”模式——过去的问答式 AI，用户不提问则 Token 不消耗；而 Agent 模式下，机器可在后台持续跑流程。

从技术架构看，OpenClaw 已包含 Gateway、Agent、Skills、Memory 等多层结构，大量请求演变为“用户—Agent—外部工具/API—模型—记忆系统—协同软件—回传”的复杂链式交互。其 Token 消耗可归纳为三种模式：一是多轮自我修正，一次编程任务可能经历“写代码→运行→报

错→修改→再运行”数十回合，每回合均为一次完整模型调用；二是上下文持续膨胀，为保持记忆，每次调用需携带完整对话历史，实测单会话上下文可快速膨胀至 23 万 Token 以上；三是工具链级联，一个“整理邮件并创建待办”的简单任务可能触发 5-10 次 API 调用，且每次均背负完整上下文。

据 OpenRouter 统计，截至 2026 年 5 月 10 日，其平台该周累计 Token 处理量达 23.4 万亿，较同年第一周的 6.42 万亿大幅增长；而一年前同期仅 2.16 万亿，为当前规模的约十分之一。这种指数级增长对通信基础设施的冲击是结构性的，我们总结为三点显著变化：

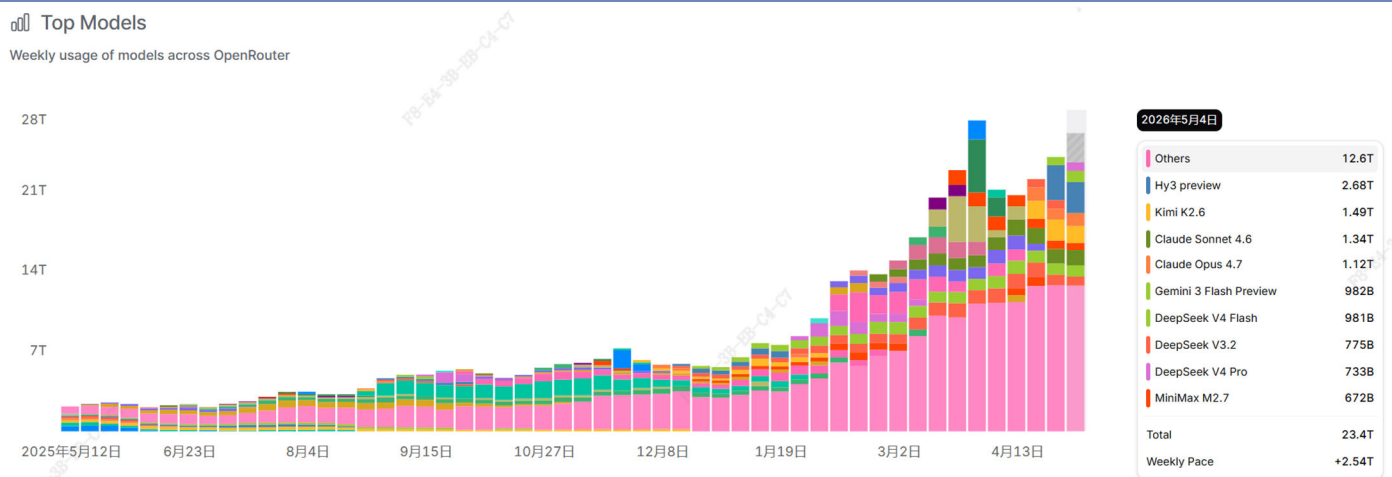
第一，网络请求频次显著增加。长程任务与自主运行 Agent 意味着一个复杂任务可能涉及数十次甚至上百次模型调用与工具交互，每次请求还叠加大量系统提示词与滚雪球式历史上下文，导致 Token 消耗量达到传统对话场景的 10 倍乃至 100 倍以上。这不仅极大拉动了以推理为核心的算力需求，也使网络侧面临高频短交互、高并发请求及稳定尾时延的更高要求。

第二，推理从中心化计算问题扩展为“中心+边缘”的实时协同问题。Agent 频繁调用网页、图片、视频、API 等外部内容，且对响应时延更为敏感，仅依靠中心云已难以兼顾性能与成本，边缘节点的重要性因此显著上升。

第三，7x24 小时在线的“数字员工”模式将 AI 算力需求从间歇性人机交互转变为持续性后台执行。基础设施不再只追求峰值带宽，而更强调持续连接、状态保持与稳定性。

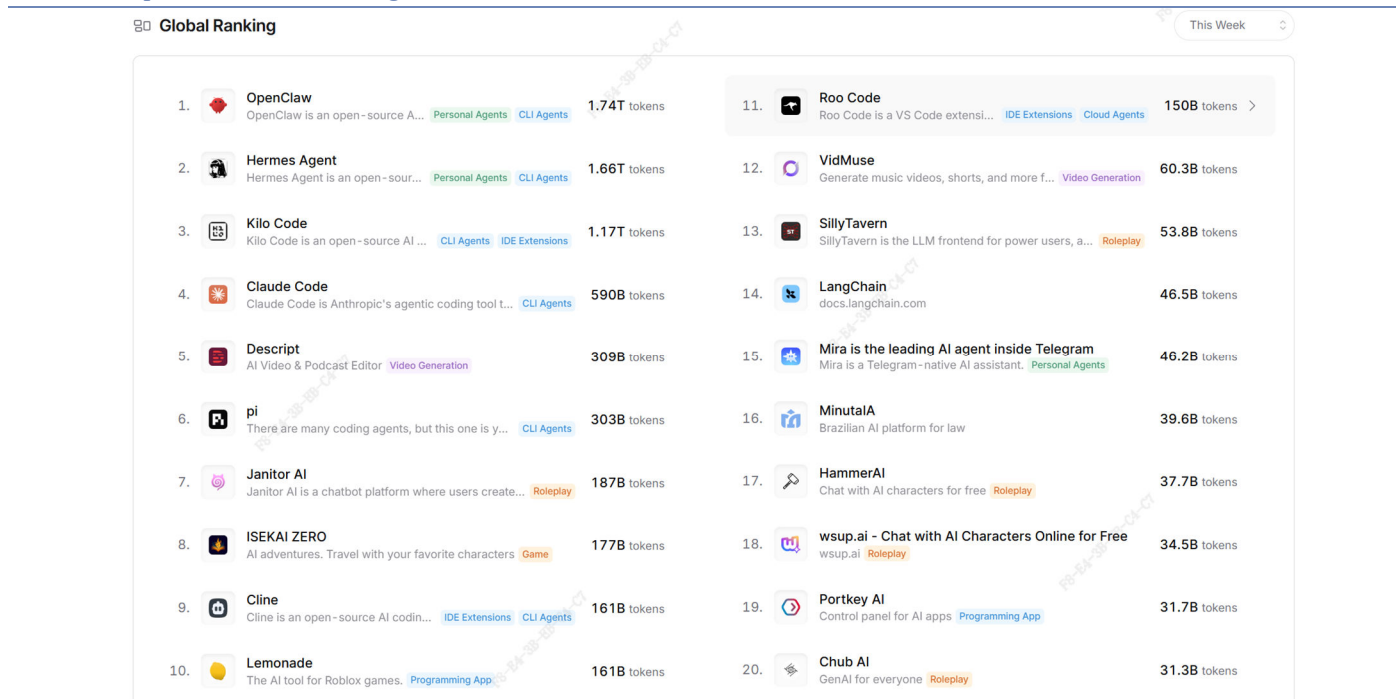
与此同时，以 OpenClaw 为代表的 AI Agent 的高 Token 消耗特性使得用户对推理成本极为敏感，这为具备高性价比的国产大模型创造了“Token 出海”的重大机遇——海外开发者和用户倾向于采用“国产模型处理 80%日常任务+海外顶尖模型处理 20%高难度任务”的组合策略以大幅降低成本。

图9：2026 年 5 月首周 OpenRouter 平台处理量共达 23.4 万亿 Tokens（5.4-5.10 日，周度累计数据）



资料来源：OpenRouter，中国银河证券研究院

图10: 以 OpenClaw 为代表的 AI Agent, 其 Token 消耗量在平台总量中占据显著份额



资料来源: OpenRouter, 中国银河证券研究院

注: 图片为 5.4-5.10 日, 周度累计数据, 图片截取时间为 2026 年 5 月 10 日

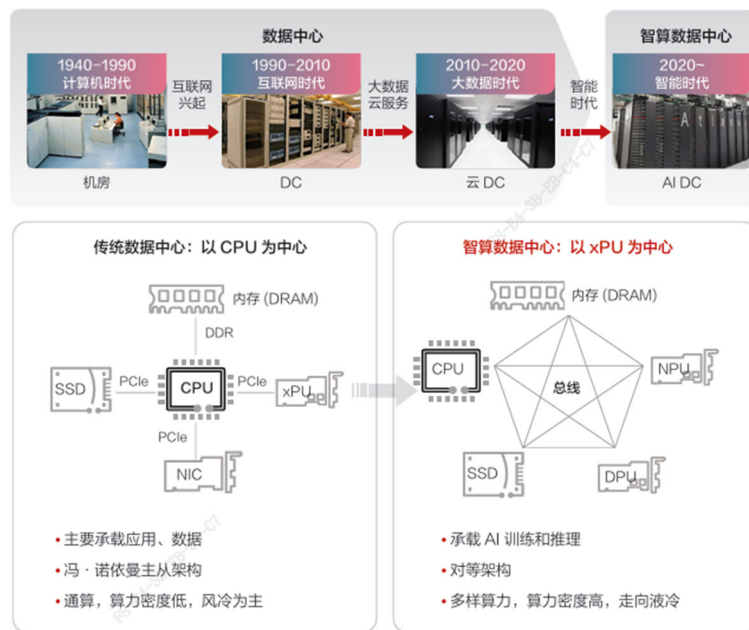
(二) 数据中心向 AIDC 升级, Token 用量提升或带动部署规模增长

我国数据中心产业自 2000 年萌芽以来, 经历了五个阶段的发展演进, 从通用算力向智能算力逐步过渡。在萌芽期 (2000-2002 年), 互联网刚刚起步, 数据中心概念初步普及, 主要服务于门户网站等基础应用, 供给以运营商为主。探索期 (2003-2008 年), 随着互联网逐步普及以及电子商务萌芽, 市场需求逐步显现, 代表性客户包括腾讯、京东和阿里巴巴, 数据中心开始承担部分互联网业务的计算与存储功能。

进入发展期 (2009-2014 年), 移动互联网与社交、支付等应用高速发展, 云计算服务起步, 百度、美团等新兴互联网企业快速崛起, 推动对计算资源的持续扩张, 零售型服务模式逐步确立。爆发期 (2015-2021 年), 云计算技术成熟, 大量企业客户向云服务迁移, 叠加短视频、直播电商等高算力场景兴起, 字节跳动、快手、拼多多等平台型企业推动行业从通用算力向智能算力过渡, 定制批发型供给模式迅速发展。

转型期 (2022-2023 年), 以 ChatGPT 为代表的大模型应用正式落地, AI 算力中心需求快速增长, 传统互联网巨头加速转型以适配 AI 算力场景, 推动智算中心投资热潮。繁荣期 (2024 年及未来), AI 技术取得实质性突破, 大模型与 AIGC 带来巨大 Token 需求, 智算资源成为核心要素, 推动算力基础设施全面升级。第三方 AIDC 服务商主导地位进一步强化, 定制批发模式成为主流供给形态, 同时, 通用算力仍维持稳定需求, 零售型业务则在特定场景中实现补充性增长。

图11：数据中心发展历程：由 DC 到 AIDC 转变



资料来源：华为《AIDC 白皮书》，中国银河证券研究院

近年来，我国 AIDC 行业受到各级政府的高度重视，2026 年的《政府工作报告》中提出实施超大规模智算集群、“算电协同”等新基建工程，加强全国一体化算力监测调度，支持公共云发展，并将其作为“打造智能经济新形态”的重要举措。《“十五五”规划纲要》国家发改委提出推进电力网、算力网等“六张网”建设，2026 年初步估算投资超 7 万亿元；国家电网“十五五”固定资产投资预计达 4 万亿元，用于特高压、智能电网、储能等算电协同基础设施等。

表4：我国 AIDC 相关政策汇总

发布时间	政策名称	与 AIDC 相关的内容
2026 年 3 月	《政府工作报告》	首次提出“实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程，加强全国一体化算力监测调度，支持公共云发展”，并将其作为“打造智能经济新形态”的重要举措。
2026 年 3 月	《“十五五”规划纲要》	将“算电协同”写入规划；国家发改委提出推进电力网、算力网等“六张网”建设，2026 年初步估算投资超 7 万亿元；国家电网“十五五”固定资产投资预计达 4 万亿元，用于特高压、智能电网、储能等算电协同基础设施。
2025 年 8 月	《中共中央国务院关于推动城市高质量发展的意见》	强化 5G、千兆光网覆盖，优化算力设施建设布局，推进新型城市基础设施建设。
2025 年 8 月	《国务院关于深入实施人工智能+行动的意见》	深化人工智能领域高水平开放，推动技术开源可及；强化算力、数据、人才等领域国际合作；帮助全球南方国家加强 AI 能力建设，弥合全球智能鸿沟。
2025 年 6 月	《算力互联互通行动计划》	到 2026 年建立算力互联互通标准体系，建成国家区域、行业算力互联互通平台；到 2028 年基本实现全国公共算力标准化互联。推广新型高性能传输协议，推动算、存、网业务互通，开展算力互联网试验网试点。
2025 年 2 月	《新型储能制造业高质量发展行动方案》	面向数据中心、智算中心、通信基站、工业园区工商业企业、公路服务区等对供电可靠性、电能质量要求高和用电量大的用户，推动配置新型储能。
2024 年 12 月	《国家数据基础设施建设指引通知》	探索采用存算分离架构建设新型智算中心和新材料大数据中心。
2024 年 8 月	《关于推动新型信息基础设施协调发展有关事项的通知》	优化布局算力基础设施，加强本地数据中心规划，合理布局区域性枢纽节点，逐步提升智能算力占比。

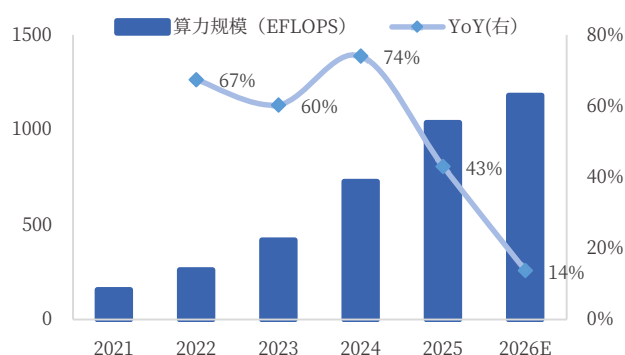
2024 年 3 月	《推动工业领域设备更新实施方案》	加大高性能智算供给，在算力枢纽节点建设智算中心。
2024 年 1 月	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	超大规模新型智算中心。加快突破 GPU 芯片、集群低时延互连网络、异构资源管理等技术，建设超大规模智算中心，满足大模型迭代训练和应用推理需求。
2023 年 12 月	《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	到 2025 年底，普惠易用、绿色安全的综合算力基础设施体系初步成型，东西部算力协同调度机制逐步完善，通用算力、智能算力、超级算力等多元算力加速集聚，国家枢纽节点地区各类新增算力占全国新增算力的 60% 以上。
2023 年 10 月	《算力基础设施高质量发展行动计划》	到 2025 年，算力规模超过 300 EFLOPS，智能算力占比达到 35%，东西部算力平衡协调发展。结合人工智能产业发展和业务需求，重点在西部算力枢纽及人工智能发展基础较好地区集约化开展智算中心建设，逐步合理提升智能算力占比。

资料来源：中国政府网，中商产业研究院，中国银河证券研究院

（三）算电协同助力 IDC 降本，能效管理重构成本曲线

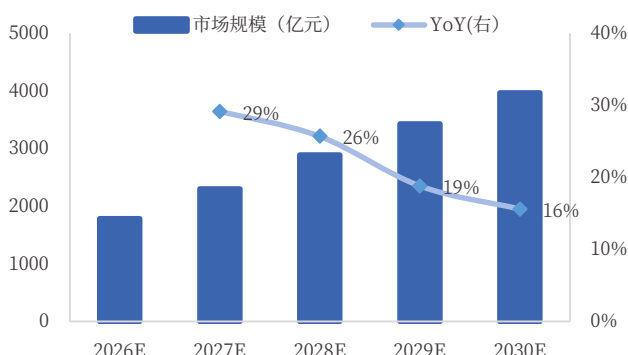
中商产业研究院发布的《2025-2030 年中国智能算力行业发展与前景趋势研究报告》显示，2024 年中国智能算力规模达 725.3EFLOPS，同比增长 74.1%，增幅是同期通用算力的 3 倍以上；2025 年全国智能算力规模约达 1037.3EFLOPS；2026 年中国智能算力规模将达到 1180EFLOPS。中商产业研究院预测，2026 年中国 AIDC 市场规模将达 1778 亿元，到 2030 年有望接近 4000 亿元。

图12：2026 -2030 年中国智能算力规模预测趋势图



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

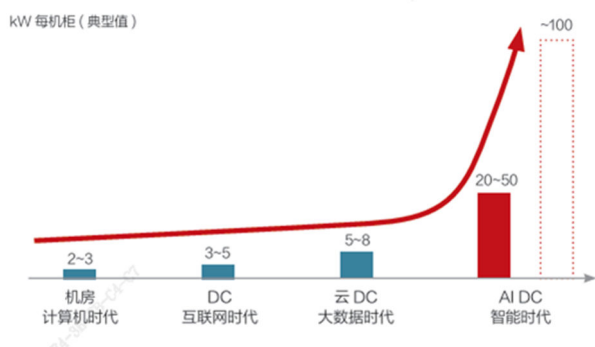
图13：2026 -2030 年中国 AIDC 市场规模预测趋势图



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

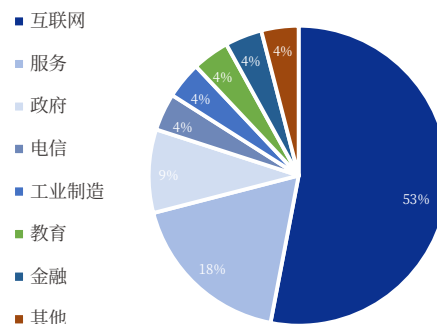
数据中心产业链可分为上游设施层、中游运营层和下游应用层三个关键环节：上游设施层主要负责支撑智算中心运行所需的基础能力，涵盖两大类：一是基建类基础设施，包括土建施工、制冷系统、供配电系统及基础网络设施等，为算力中心提供物理运行环境与能源保障；二是 IT 基础架构，包括 AI 芯片、AI 服务器、网络设备、存储设备以及数据中心管理系统，是算力资源生成与管理的核心硬件和软件基础。**中游运营层**聚焦算力资源的管理与服务交付：一是算力调度管理能力，如算力池化、调度优化、弹性共享、云边端协同等，主要负责提升资源利用效率和服务灵活性；二是多样化服务能力，包括智算服务、云服务、数据服务和算法服务等，为下游用户提供基础资源支撑和算法能力输出。**下游应用层中**，从当前应用占比情况来看，互联网占比 53%，服务行业占比 18%，政府占比 9%，电信、工业制造、教育、金融等行业均占比 4%。

图14：不同时代数据中心机柜的典型功率



资料来源：华为《AIDC白皮书》，中国银河证券研究院

图15：我国智能算力应用分布

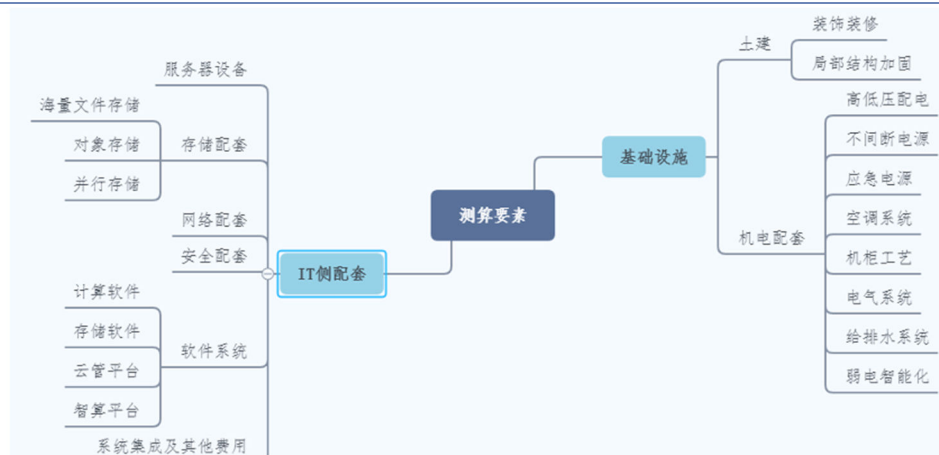


资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

智算中心成本包括一次性固定支出（CAPEX）与运营成本（OPEX），其中一次性固定支出包括 IT 设备投资（服务器、交换机、路由器、光模块等）和基础设施投资（土建、机电、机柜、制冷、监控等）；而运营成本是维持 IDC 机柜正常运行所必需的支出，包括电力、折旧、房租、人力等。

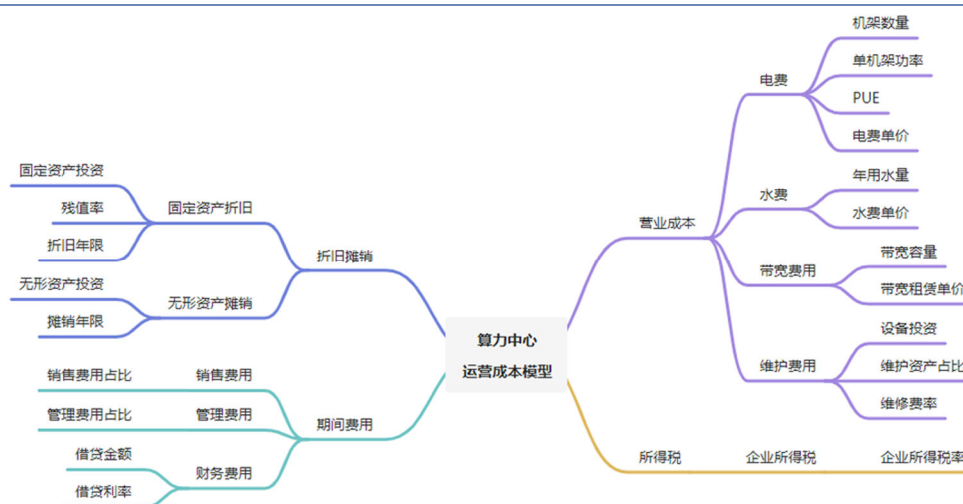
从一次性固定支出（CAPEX）来看，根据华信咨询研究院《中国智算中心产业发展白皮书（2024年）》测算统计，一个新建数据中心的建设成本分布为：10.3%投资于基础设施侧；89.7%投资于 IT 设备侧。Capex 决定了数据中心的算力基础和能效水平，运营成本 Opex 则直接影响其长期运营成本与盈利能力，二者共同决定了数据中心的投资回报和商业可持续性。数据中心的 Capex 主要反映在其运营成本 Opex 的折旧摊销中。根据中商情报网数据，折旧摊销费用在 Opex 占比约 25.6%，电力成本在 Opex 中占比约 56.7%，两者合计占比超 80%。随着算力密度提升、GPU 服务器和液冷系统等高价值设备逐步成为主流，单位 Capex 大幅抬升，进而推动 Opex 中的折旧摊销项持续增长。另一方面，电力成本的高占比本质上源于 AI 工作负载对算力密度与能耗效率的极高要求，电力成本受电价与能效比（PUE, Power Usage Effectiveness）共同决定。考虑到目前大部分数据中心接入国家电网，区域电价差异有限，因此优化 PUE 成为降低能耗成本的关键变量。PUE 越低，说明更多电力资源用于 IT 负载本身，减少了电力在冷却与配电过程中的损耗，从而显著提升能源使用效率。在高性能智算中心中，普遍采用液冷、沉浸式冷却等新型制冷方案以实现更低 PUE（如从传统 1.5 降低至 1.2 甚至以下），这虽可能提升初始 Capex，但长期看可有效压缩 Opex 中的能耗支出，进而优化全生命周期 TCO（Total Cost of Ownership）。整体来看，前期的资本投入将长期影响运营期成本结构，而能效优化能力成为评价数据中心投资价值与运营效率的关键指标。

图16: 数据中心 CAPEX——分为 IT 侧配套及基础设施两大模块



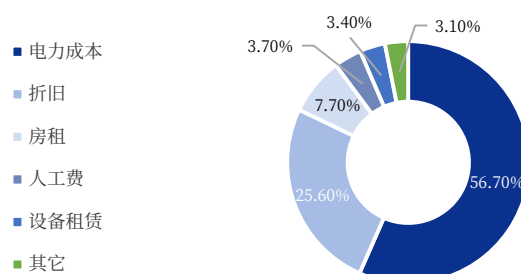
资料来源：华信咨询研究院《中国智算中心产业发展白皮书（2024 年）》，中国银河证券研究院

图17: 算力中心运营成本模型（OPEX）



资料来源：华信咨询研究院《中国智算中心产业发展白皮书（2024 年）》，中国银河证券研究院

图18: 算力中心运营成本（OPEX）各细分项费用占比拆分



资料来源：中商情报网，中国银河证券研究院

2026-2030 年, "东数西算"工程将进入成果显现期, 东西部算力协同效率有望显著提升。中西部地区数据中心机架规模占比将进一步提升, 形成更为均衡的全国算力布局。在"30·60"双碳目标下,

数据中心作为高能耗基础设施，将面临更严格的碳排放管控。预计 2027 年前，全国将建立统一的数据中心碳排放核算与交易体系，绿电使用比例将成为行业准入和持续运营的重要指标。据中研普华产业研究院测算，2030 年全国新建数据中心 PUE 值将普遍低于 1.25，西部地区有望达到 1.15 以下。算力需求的快速攀升直接推高电力消耗，2025 年我国 AI 数据中心 IT 能耗预计达 77.7 太瓦时，2027 年将增至 146.2 太瓦时，五年有望实现约 6 倍增长，电力供给端的压力持续加大。全球 AI 产业竞争已出现阶段变化，上半场竞争聚焦芯片等核心技术突破，下半场则转向电力系统综合实力的较量，成本竞争趋势显现：低成本、稳定且绿色的电力供给是核心竞争力。

从细分市场结构来看：

- 1) 按服务类型：传统 IDC 托管服务占比将从 2024 年的 65%下降至 2030 年的 45%左右;云服
务配套基础设施占比将从 35%上升至 55%，其中专用于 AI 训练的智算中心占比将超过 25%。智算
中心收入来源分为智算服务（算力租赁、机柜租赁）、平台服务（数据、模型服务）。智算服务收
入构成主要包括 AI 算力加速卡收入、服务器租赁收入和存储资源收入。平台服务收入主要按照不
同的收费模式进行计算，例如按照 tokens 计费。
- 2) 按区域分布：京津冀、长三角、粤港澳大湾区等东部地区仍将保持 35%的市场份额，但增
量主要来自成渝、内蒙古、甘肃、贵州等国家算力枢纽。2030 年，西部地区数据中心投资规模占比
将从目前的 20%提升至 35%以上。
- 3) 按技术路线：风冷技术主导地位将被逐步削弱，液冷技术在新建大型数据中心中的应用比例
将从 18%提升至 40%以上;模块化数据中心渗透率将超过 60%，较 2024 年提升 25 个百分点。

表5：智算中心按收入类型分类

服务类型	收入来源	计费单位	收入公式
智算服务	按 AI 算力加速卡收费	元/卡/（年/月/周）	卡数*时长*单价
	按存储资源收入收费	元/TB/年	存储量*时长*单价
	一次性买断	元/卡	卡数*单价
	按台租赁	元/台/年	台数*单价*时间
平台服务	按照 tokens 收费	元/千 tokens	服务量*单价
	按时间区间收费	元/（年/月/周）	时间*单价
	按调用次数收费	元/次	次数*单价
	定制化服务	/	/

资料来源：华信咨询研究院《中国智算中心产业发展白皮书（2024 年）》，中国银河证券研究院

2026 年政府工作报告将“算电协同”纳入新基建工程，其指的是通过数字化、智能化技术将
算力基础设施与电力系统深度融合，实现算力负荷与电力供应的双向互动与优化配置。根据中国信
通院，“算电协同”包含算力体系和电力体系：算力体系的关键主体包含算力供给方、算网运营方；
电力体系主要包括发电方、电网方和储能方。而“算电协同”体现在两个层面：一是“电支撑算”，
即通过绿电直供、源网荷储一体化等手段，为算力中心提供稳定、低成本、零碳的电力保障；二是
“算优化电”，即利用 AI 算法和大数据分析预测新能源发电波动，实时调控算力负荷，使数据中心
从单纯的用电大户转变为电力系统的柔性调节资源，通过虚拟电厂等形式参与电网调峰、调频等辅
助服务。

当前，数据中心的成本和约束正越来越集中在两件事：电价贵不贵、用电效率高不高。而“算电协同”有望将 AIDC/IDC 从机柜出租、重资产物业运营的模式，扩展为‘电力资源+算力交付+能源运营’的复合型基础设施平台模式。市场在关注 AIDC/IDC 的机柜数、上架率、租金的同时，有望进一步注重其并网容量、能耗指标储备、液冷能力、是否具备绿电直连、源网荷储一体化、自持能源能力等指标。**我们认为，有望受益于“算电协同”发展的企业需符合以下特点：**具有稀缺能耗/土地/节点资源储备、靠近国家算力枢纽或核心需求区、具备绿电接入与高效供配电能力、能够承接高功率密度 AIDC、拥有液冷/HVDC/UPS/储能等节能降耗能力、与头部云厂商/大模型客户形成稳定绑定、或具备算力调度/智算云运营能力。在此框架下，通信行业内更值得关注的方向主要为 AIDC/IDC 运营商和液冷与节能配套等公司。

三、润建股份：Token 工厂+绿算协同核心标的

（一）商业模式升级至“Token 工厂”，公司利润天花板重新打开

润建股份的商业模式从低附加值的卡时租赁升级为按结果计费的 Token 服务，把成本结构从被动承受电价、能耗和机房投入，升级为通过绿电、能耗指标、虚拟电厂与综合能源管理反向控制成本，再叠加广西面向东盟的区位和政策优势，卡位中国 AI 能力向东盟输出的桥头堡。

商业模式升级至“Token 工厂”，公司的利润天花板被重新打开。在卡时租赁模式下，收入锚定 GPU 卡时或集群时长，本质是 IaaS 式资源出租，定价更接近硬件成本加成，毛利率容易被设备采购成本、供需波动和行业竞争压制；算力业务的核心成本中，折旧、电力、机房、网络、运维等具有明显固定成本属性。如果资源利用率不高，这些固定成本就会沉淀在低收入里，毛利率自然不高。但“Token 工厂”的模式一旦形成规模化调用，收入增长往往快于底层固定成本增长，规模效应开始释放。这是因为在 Token 服务模式下，收入锚定的是模型实际输出、API 调用与客户获得的可用结果，定价逻辑从成本定价转向价值定价，同时通过调度、复用、算法优化和模型服务封装，把同一批底层 GPU“压榨”出更多可销售 Token，从而形成单位收入提高、单位成本下降、固定成本摊薄三重共振，毛利率自然抬升。

我们认为，优秀的 Token 工厂需要同时具备以下三点特征：一是底层算力资源；二是平台调度与模型优化能力；三是可规模化的客户需求。

我们认为润建股份做 Token 工厂的优势在于：

第一，算力中心全生命周期能力。公司原本就在 IDC 服务领域全链条布局，能够为算力中心及 IDC 提供咨询设计、建设、运维、节能改造、优化、运营以及算力调优、调度等服务。公司规划建设总规模为 20,000 个平均功率 6KW 的机柜的超大型数据中心—“五象云谷云计算中心”，总投资约 36 亿元。目前一期项目已完成 6000 个平均功率 6KW 数据机柜建设，总设计电荷载容量为 36000KW；最大可承载 6000 台搭载 NVIDIA H800 SXM 卡算力服务器；可承载最大 3,216P 单精度浮点算力和 189,984P Int8 定点算力输出。

第二，软件平台和行业模型能力。公司的“曲尺”平台是公司开发的一款生成式人工智能行业模型开发平台，平台可共享五象云谷智算中心资源，专注于训练 视觉、语音、文本的人工智能算法，并引入大模型和智能体能力，能快速构建各类软硬一体的行业解决方案。平台内置了多种国内外开

源的通用模型，开发者可以一键部署和调用，支持开发者对大模型进行各种精调优化。Token 工厂本质上需要软件系统对硬件资源做更细颗粒度调度，这一点比纯机房业主更有优势。

图19：“曲尺”人工智能开放平台架构



资料来源：润建股份 2026 年度报告，中国银河证券研究院

第三，场景和客户入口。公司拥有覆盖 29 个重点省份、200 个地市、1200 个县区的服务网络，数字化产品覆盖 12 项产品系列、65 个应用场景。也就是说，润建不仅能生产 Token，还有条件在通信、能源、政企、教育等行业内推动 Token 消费与 AI 应用落地，从供给侧和需求侧同时切入。

在 AI 研发上，公司 AI 行业应用实力多次斩获重磅荣誉，润建股份-广西医科大学联合团队在誉为医学人工智能最高水平赛事的 Virtual Cell Challenge（虚拟细胞国际竞赛）上，核心指标 DES（0.29）排名全球第 35 位，综合算法排名跻身全球前 5%，获得全球顶级科技赛事认可；公司联合桂林电子科技、浙江大学、阿里云、奇安信共同建设“广西人工智能实验室”。在 AI 应用产品上，2025 年公司首次参加世界人工智能大会，公司已打造超过 100 款智能体应用，AI+教育、农业、能源、园区、社会治理等产品快速推广，市场地位逐项显现。

（二）“绿算协同”构筑核心成本与资源优势

润建股份绿算协同的本质，是把高耗电的算力基础设施与可调度的绿色电力体系做一体化经营。根据公司年报，截至 2025 年底，我国算力市场规模达 8351 亿元，同比增超 30%；在用算力中心机架总规模超 1200 万架，智能算力规模超 1590 EFLOPS；算力中心用电需求快速增长，2025 年算力中心用电量同比增长 18.1%，2026 年前两月互联网数据服务用电量增速达 46.2%。算电协同已上升为国家新基建战略，2026 年政府工作报告首次将其纳入重点工程，国家数据局明确要求枢纽节点新建算力设施绿电应用占比达到 80%以上，推动算力基础设施与电力系统深度融合，实现以电强算、以算促电的良性循环。

随着算力能耗提升，算力与绿色电力一体化融合发展，公司能源网络业务和算力网络业务联系愈加紧密。对公司而言，一方面，用新能源开发、综合能源管理、虚拟电厂、储能和节能改造去降低算力中心的电力成本、PUE 和用能约束；另一方面，再把智算中心和 AI 能力反向用于新能源场站的功率预测、故障诊断、智慧调度和交易优化，形成以电强算、以算促电的双向闭环。润建股份与纯 IDC 公司相比，它多了能源与运维能力；与纯能源公司相比，它多了智算中心与 AI 平台。我们认为这种复合能力使其在未来“算电融合”趋势中，可能比单一赛道公司更容易拿到一体化项目。尤其是在广西面向东盟的区域定位下，这种绿色算力+出海枢纽的组合，更有机会获得政策层面的持续支持。

发电侧，公司为新能源发电站（光伏、风力、储能等）提供从前期开发到建设、运维的全生命周期服务，其中获取新能源电站运维是最终业务目标。公司在新能源电站管理运维的场景中应用大语言模型和 AI 预测分析算法，提高电能产量、降低运营成本和减少生产事故，实现新能源电站的资产保值和增值。

图20：发电侧包括新能源电站与电网管维服务



资料来源：润建股份 2025 年半年度报告，中国银河证券研究院

用户侧，公司重点打造虚拟电厂及综合能源管理业务。虚拟电厂业务方面，公司采用云平台+物联网+边缘智能终端系统架构，运用人工智能大模型和云边融合控制等技术，聚合用户侧分布式电源、可调节负荷、储能等分散资源，以及源荷储微电网资源，协助电力市场新型经营主体参与需求响应和电能量交易等。综合能源管理业务方面，公司综合能源管理业务，以自主研发的综合能源管理平台为基础，为客户的算力中心、通信机房、基站等提供加装光伏、能耗监控、节能改造、储能应用、智能运维等多场景多业务需求下的综合能源管理解决方案。通过能源管理的数字化、可视化、智能化，有效降低用户 PUE 值、耗电量等能耗指标，为客户提供绿色算力。目前公司通信综合能源管理业务已完成从基站/机房/数据中心叠光、风光互补，到光储一体化项目的全面覆盖。

图21：润建股份通信综合能源管理业务



资料来源：润建股份 2025 年半年度报告，中国银河证券研究院

四、盈利预测、估值分析与投资建议

（一）盈利预测

公司未来三年的利润改善，主要是靠能源网络业务与算力网络业务的占比提升。我们预计公司 2026-2028 年整体营收分别为 137.32/178.59/221.30 亿元，对应同比增速分别为 32.69%/30.05%/23.92%；综合毛利率分别为 16.04%/16.57%/17.31%。其中，分板块看：

1) 通信网络业务板块：从需求看，通信网络业务与 5G 基站、核心网、传输网、接入网等通信基础设施存量及运营商、铁塔的运营支出高度相关。由于基础设施建成后需持续管理和维护，业务天然具备较强持续性。随着份额稳定与效率提升后的毛利率修复，我们认为该板块将维持稳态增长。我们预计 2026-2028 年通信网络板块营收增速为 5.0%/5.0%/5.0%；毛利率为 18.0%/18.5%/19.0%。

2) 能源网络业务板块：受新能源装机增长、风光储运维需求扩张、虚拟电厂平台落地和绿算协同带动，核心驱动较明确，是最稳健的中期成长板块。我们预计 2026-2028 年能源网络板块营收增速为 68.0%/38.0%/27.0%；毛利率为 13.5%/14.5%/16.0%。

3) 数字网络业务板块：受客户结构调整、低质量业务收缩影响较大，短期以修复逻辑为主，需观察 AI 应用收入占比提升节奏。公司拥有“曲尺”平台、海量行业数据与对口客户群体，较一般软件公司更接近场景侧。我们认为“曲尺”平台应用前期投入高、定制化比例高、规模化复制需要时间，但一旦产品标准化形成，毛利率中枢较当前水平预计有较大提升空间。我们预计 2026-2028 年数字网络板块营收增速为 15.0%/25.0%/27.0%；毛利率为 12.0%/13.5%/15.0%。

4) 算力网络业务板块：公司在 2026 年开始推进 Token 工厂模式，其单位收入逻辑从“租卡/租时长”变为更高附加值的“按 Token 产出计费”，有望显著提升 GPU 利用率和边际收益，是弹性最大的板块。我们预计 2026-2028 年算力网络板块营收增速为 95.0%/85.0%/45.0%；毛利率为 17.5%/18.0%/19.0%。

表6：润建股份营收及毛利率预测（分板块）

	2025A	2026E	2027E	2028E
通信网络				
营收（亿元）	44.40	46.62	48.95	51.40
YoY	-2.76%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	16.87%	18.00%	18.50%	19.00%
毛利（亿元）	7.49	8.39	9.06	9.77
能源网络				
营收（亿元）	31.10	52.25	72.10	91.57
YoY	88.27%	68.00%	38.00%	27.00%
毛利率	10.48%	13.50%	14.50%	16.00%
毛利（亿元）	3.26	7.05	10.45	14.65
数字网络				
营收（亿元）	19.70	22.66	28.32	35.96
YoY	-19.40%	15.00%	25.00%	27.00%
毛利率	7.12%	12.00%	13.50%	15.00%
毛利（亿元）	1.40	2.72	3.82	5.39
算力网络				
营收（亿元）	8.10	15.80	29.22	42.37
YoY	53.24%	95.00%	85.00%	45.00%
毛利率	6.33%	17.50%	18.00%	19.00%
毛利（亿元）	0.51	2.76	5.26	8.05

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）估值分析

相对估值法：PE。从技术产品、客户区域、产能供给、盈利能力等角度综合考量，我们选取同样在 AIDC 领域布局的光环新网、奥飞数据作为润建股份的可比公司。计算可得可比公司 2026-2028 年 PE 均值为 60.84、46.03、34.33 倍。

表7：可比公司盈利预测与估值

股票名称	股票代码	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
光环新网	300383	-0.42	0.19	0.25	0.38	-29.62	66.55	50.46	33.62
奥飞数据	300738	0.13	0.36	0.48	0.57	137.64	55.12	41.60	35.04
均值						-	60.84	46.03	34.33
润建股份	002929	0.13	1.41	2.17	3.03	455.56	42.93	27.86	19.95

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：表中除润建股份外，其余公司盈利预测均采用 Wind 一致预测，收盘价更新至 2026 年 6 月 10 日

绝对估值法：FCFF。我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，各参数假设说明见下表，折现率采用加权平均资本成本 WACC。取加权平均资本成本（WACC）变化值正负波动 0.01%，永续增长率（g）正负波动 0.01%，进行 FCFF 的敏感性分析，可得企业合理市值估值区间为 265.48–280.03 亿元。

表8：润建股份绝对估值法参数假设说明（截至 2026.6.10）

估值假设	假设数值	假设数值依据说明
永续增长率 g	2.00%	企业长期稳定发展的增长率，为 2%；
贝塔值(β)	0.35	润建股份过去五年内相对沪深 300 指数的 Beta（剔除财务杠杆）
无风险利率 Rf	1.74%	以 10 年期国债收益率为参考
市场的预期收益率 Rm	4.27%	参考沪深 300 历史 10 年年化收益率
所得税率 T	15.00%	使用企业法定所得税率
加权平均资本成本 WACC	2.51%	$WACC = K_d * W_d(1-T) + K_e * (1-W_d)$

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表9：FCFF 估值法——每股价值敏感性分析

单位：元		WACC						
		2.48%	2.49%	2.50%	2.51%	2.52%	2.53%	2.54%
g	1.97%	95.37	94.09	92.87	91.69	90.55	89.45	88.39
	1.98%	96.64	95.31	94.04	92.81	91.63	90.49	89.40
	1.99%	97.96	96.58	95.25	93.98	92.76	91.58	90.44
	2.00%	99.33	97.90	96.52	95.20	93.93	92.70	91.52
	2.01%	100.76	99.27	97.84	96.46	95.14	93.87	92.65
	2.02%	102.26	100.70	99.21	97.78	96.40	95.08	93.81
	2.03%	103.82	102.20	100.64	99.15	97.72	96.35	95.03

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表10：FCFF 估值法——股权价值敏感性分析

单位：百万元		WACC						
		2.48%	2.49%	2.50%	2.51%	2.52%	2.53%	2.54%
g	1.97%	27,295.92	26,930.99	26,579.85	26,241.72	25,915.88	25,601.69	25,298.52
	1.98%	27,658.78	27,279.56	26,914.94	26,564.09	26,226.24	25,900.68	25,586.74
	1.99%	28,036.51	27,642.13	27,263.22	26,898.91	26,548.35	26,210.78	25,885.49
	2.00%	28,430.03	28,019.54	27,625.49	27,246.90	26,882.89	26,532.62	26,195.33
	2.01%	28,840.36	28,412.74	28,002.59	27,608.86	27,230.59	26,866.88	26,516.90
	2.02%	29,268.60	28,822.73	28,395.46	27,985.65	27,592.25	27,214.29	26,850.89
	2.03%	29,715.95	29,250.61	28,805.11	28,378.19	27,968.73	27,575.65	27,198.01

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）投资建议

一方面，公司具有算电协同的结构性优势：公司在“电力+算力”形成闭环能力，能源网络已在虚拟电厂、综合能源管理等场景落地，叠加政策将算电协同纳入新基建、要求枢纽新建算力设施高比例绿电应用，能够以低成本绿电+灵活负荷支撑绿色算力供给。

另一方面，公司具有 Token 工厂转型的盈利弹性：公司已官宣五象云谷由智算云服务升级为“Token 工厂”，按 Token 用量计费、与互联网大厂生态协同，模式相比传统算租具备更高附加值，有望成为中期业绩与估值重定价的核心来源。

综合相对估值法与绝对估值法，取估值区间交集，给予润建股份“推荐”评级。

五、风险提示

1. **算力芯片供应链与大模型技术迭代的风险：**高端 GPU 供应存在外部约束与不确定性，国产替代在性能与落地进度上仍有差距，若新一轮硬件/算法迭代超预期，将对智算投入回报、交付周期与成本控制产生冲击。
2. **大客户合作不及预期的风险：**公司算力业务的快速放量高度依赖与头部互联网大厂的合作落地。若相关合同谈判、项目交付进度不及预期，或合同价值低于市场预期，将对公司未来的收入和利润增长产生重大负面影响。
3. **市场竞争加剧的风险：**算力服务市场吸引了众多参与者，竞争日趋激烈。价格战可能侵蚀行业整体利润率。公司虽然具备技术和服务优势，但仍面临在激烈的市场竞争中毛利率和市场份额被压缩的风险。

图表目录

图 1: 2026Q1 公司营收为 18.20 亿元/-23.49%	5
图 2: 2026Q1 公司归母净利润为 0.13 亿元/-81.82%	5
图 3: 公司营收结构百分比（按业务板块分类）	5
图 4: 公司营收增长率（%，按业务板块分类）	5
图 5: 公司整体毛利率及净利率	5
图 6: 公司毛利率（按业务板块分类，%）	5
图 7: 部分模型参数量对比	8
图 8: 部分模型预训练数据量对比	8
图 9: 2026 年 5 月首周 OpenRouter 平台处理量共达 23.4 万亿 Tokens（5.4-5.10 日，周度累计数据）	10
图 10: 以 OpenClaw 为代表的 AI Agent，其 Token 消耗量在平台总量中占据显著份额	11
图 11: 数据中心发展历程：由 DC 到 AIDC 转变	12
图 12: 2026 -2030 年中国智能算力规模预测趋势图	13
图 13: 2026 -2030 年中国 AIDC 市场规模预测趋势图	13
图 14: 不同时代数据中心机柜的典型功率	14
图 15: 我国智能算力应用分布	14
图 17: 算力中心运营成本模型（OPEX）	15
图 18: 算力中心运营成本（OPEX）各细分项费用占比拆分	15
图 19: “曲尺”人工智能开放平台架构	18
图 20: 发电侧包括新能源电站与电网管维服务	19
图 21: 润建股份通信综合能源管理业务	20
表 1: 模型训练流程及对应 Token 产生/消耗阶段	7
表 2: 国内外部分主流大模型 API 价格对比	8
表 3: 在使用 GPT-5 推理模型完成 30 个任务时，不同开发阶段的 Token 占比分解	9
表 4: 我国 AIDC 相关政策汇总	12
表 5: 智算中心按收入类型分类	16
表 6: 润建股份营收及毛利率预测（分板块）	21
表 7: 可比公司盈利预测与估值	21
表 8: 润建股份绝对估值法参数假设说明（截至 2026.6.10）	22
表 9: FCFE 估值法——每股价值敏感性分析	22
表 10: FCFE 估值法——股权价值敏感性分析	22

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	14,496	18,777	24,099	29,627
现金	2,506	3,412	4,444	5,562
应收账款	5,967	7,918	10,297	12,760
其它应收款	613	813	1,058	1,311
预付账款	387	491	634	779
存货	1,854	2,253	2,941	3,635
其他	3,170	3,890	4,725	5,581
非流动资产	5,998	5,964	5,907	5,832
长期投资	166	224	283	341
固定资产	1,030	1,116	1,134	1,104
无形资产	114	104	90	72
其他	4,688	4,520	4,400	4,315
资产总计	20,494	24,741	30,006	35,459
流动负债	13,743	17,513	22,247	27,020
短期借款	3,862	4,958	6,053	7,148
应付账款	3,393	4,307	5,566	6,837
其他	6,487	8,248	10,628	13,036
非流动负债	473	565	656	748
长期借款	130	213	296	379
其他	343	352	361	370
负债总计	14,216	18,077	22,903	27,769
少数股东权益	-21	-21	-21	-21
归属母公司股东权益	6,299	6,685	7,124	7,711
负债和股东权益	20,494	24,741	30,006	35,459

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	288	1	320	533
净利润	-33	402	620	866
折旧摊销	134	198	220	239
财务费用	150	116	147	177
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	-324	-481	-409	-483
其他	357	-235	-257	-265
投资活动现金流	-1,997	-148	-148	-148
资本支出	-104	-103	-103	-103
长期投资	-1,996	-44	-44	-44
其他	103	-1	-1	-1
筹资活动现金流	1,415	1,054	860	731
短期借款	1,095	1,095	1,095	1,095
长期借款	83	83	83	83
其他	237	-124	-318	-447
现金净增加额	-295	907	1,032	1,117

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	10,349	13,732	17,859	22,130
营业成本	9,083	11,530	14,900	18,300
税金及附加	25	33	54	66
销售费用	374	494	643	797
管理费用	299	439	571	708
研发费用	355	549	732	996
财务费用	68	113	129	144
资产减值损失	-154	-100	-100	-100
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资收益及其他	-14	0	0	0
营业利润	-24	473	729	1,019
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	9	0	0	0
利润总额	-31	473	729	1,019
所得税	2	71	109	153
净利润	-33	402	620	866
少数股东损益	-71	0	0	0
归属母公司净利润	38	402	620	866
EBITDA	172	784	1,079	1,402
EPS（元）	0.13	1.41	2.17	3.03

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	12.5%	32.7%	30.1%	23.9%
营业利润增长率	-109.9%	2,102.1%	54.1%	39.7%
归母净利润增长率	-84.6%	961.2%	54.1%	39.7%
毛利率	12.2%	16.0%	16.6%	17.3%
净利率	-0.3%	2.9%	3.5%	3.9%
ROE	0.6%	6.0%	8.7%	11.2%
ROIC	0.4%	4.1%	5.3%	6.4%
资产负债率	69.4%	73.1%	76.3%	78.3%
净资产负债率	226.4%	271.3%	322.5%	361.1%
流动比率	1.05	1.07	1.08	1.10
速动比率	0.69	0.73	0.74	0.76
总资产周转率	0.54	0.61	0.65	0.68
应收账款周转率	1.72	1.98	1.96	1.92
应付账款周转率	2.54	2.99	3.02	2.95
每股收益(元)	0.13	1.41	2.17	3.03
每股经营现金流(元)	1.00	0.00	1.12	1.86
每股净资产(元)	22.01	23.36	24.89	26.94
P/E	455.56	42.93	27.86	19.95
P/B	2.74	2.58	2.42	2.24
EV/EBITDA	110.27	24.52	17.96	13.87
PS	1.67	1.26	0.97	0.78

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵良毕，通信&中小盘首席分析师，科技组组长。北京邮电大学通信硕士，复合学科背景，2022 年加入中国银河证券。8 年中国移动通信产业研究经验，7 年证券从业经验。曾获得 2018/2019 年（机构投资者 II-财新）通信行业最佳分析师前三名，2020 年获得 Wind（万得）金牌通信分析师前五名，获得 2022 年 Choice（东方财富网）通信行业最佳分析师前三名。

刘璐，通信&中小盘分析师，帝国理工大学硕士，2024 年加入中国银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn	