

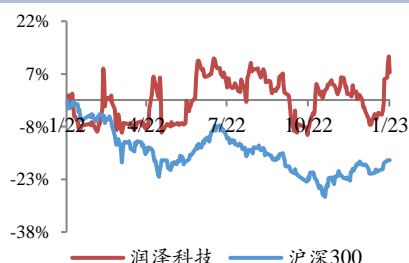
超大规模数据中心时代来临，以专业服务润泽数字经济

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-01-15

收盘价（元）	46.47
近 12 个月最高/最低（元）	49.18/39.58
总股本（百万股）	820
流通股本（百万股）	99
流通股比例（%）	12.09
总市值（亿元）	389
流通市值（亿元）	47

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 润泽科技：第三方 IDC 头部公司，以廊坊辐射全国，重组上市开启新征程。

润泽科技是快速崛起的国内超大规模数据中心引领者，2022 年 8 月公司通过普丽盛反向购买实现重组上市。2018-2021，公司营收复合增速达 48%，EBITDA 增速较营收增速更高。根据公司 2022 年业绩预告，公司预计 2022 年实现归母净利润 12.4-13.0 亿元，比上年同比重组后增长 71.8%-80.1%。

公司主要客户为中国电信北京分公司和中国联通河北分公司，终端客户包括字节跳动、华为、京东、快手、美团等优质互联网、云、政企客户。公司当前营收贡献主体为廊坊国际信息港，项目整体规划建设 22 栋，可容纳 13 万机柜，截至 2022 年三季度末，项目已交付投运机柜 4.6 万，A 区其余 2.4 万将在 2023 陆续投入运营。公司远期全国规划 29 万机柜，围绕东数西算核心节点，完成五大算力枢纽节点布局，未来有望形成京津冀、长三角、大湾区、西南地区、西部地区协同发展。

● IDC 行业：供需逻辑正在重塑，超大规模数据中心时代来临。

IDC 是数据中心投资的重要组成部分，核心需求逻辑是服务器的净增量；服务器净增量通常反映出下游客户新的需求，我们认为 IDC 行业的增长与应用侧流量和算力的增长相关度更高。根据科智咨询，我国服务器净增量 2022-2030 复合增速为 9.1%，随着上架率的提升，IDC 市场增速将更高。IDC 的核心竞争力一是资源禀赋二是服务能力，目前国内第三方 IDC 主要有两种打法，一种注重盈利能力，追求高 IRR，代表公司如光环新网，另一种注重成长能力，快速扩张获取现金流循环，代表公司如万国数据。

供需格局多次反转，行业有望进入稳健发展期。当前，IDC 行业经历了 2 年左右调整，落后产能加速出清，《新型数据中心三年发展规划》出台后，供需秩序从根本上得到平衡。需求端，我们看到互联网和云计算行业需求出现分化，传统行业数字化转型市场具有潜力。随着互联网厂商马太效应加剧以及数据中心内部东西向流量爆发增长，超大规模数据中心占比持续提升。Frost&Sullivan 预测，中国数据中心 IT 负载 2019-2024 复合增速 16.7%，其中 Hyperscale 类型达 29.2%。供给侧，第三方 IDC 市场占比逐年提升，CR10 呈现先上升、再下降、再提升的趋势，未来主要份额或向大型、核心区、国资运营商倾斜。

● 好客户、好模式、好规模铸就优异财务表现。

润泽科技盈利能力、成长性在 IDC 行业位居前列。一方面，公司主要采用运营商批发型销售模式，与运营商均签订了 10-15 年服务合同，收入稳定性和现金流好。另一方面，字节跳动作为公司第一大客户，高速增

长成就中国互联网奇迹，IDC 服务商有望持续受益。我们测算字节跳动 2022 年数据中心机柜需求在 10 万个以上，根据 Synergy 研究，字节跳动已在 2021Q2 一跃成为全球第七大超大规模数据中心投资方。

公司坚持自建自持自维，以价值洼地服务价值高地，电费、折旧、人力成本均具备优势。其中电费廊坊较一线城市具有 15-20% 优势；折旧摊销比例随上架率持续爬坡呈下降趋势；带宽由客户单独向运营商采购；此外，公司通过收购慧运维未来将实现 IT 运维人力成本的再优化。此外，公司在投资端单机柜投资成本在业内具有优势，现金流端园区型超大数据中心通常按照大客户需求定制，爬坡速度更快，净利率将随上架率提升显著改善，因此总体上能实现理想的 IRR。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 归母净利润分别为 12.5/18.0/24.7 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 31.2/21.6/15.8，对应 EV/EBITDA 分别为 22.0/16.0/12.1。公司作为快速崛起的第三方数据中心头部厂商，以好客户和好模式将享受超大规模数据中心增长贝塔，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

客户上架率不及预期，新客户导入不及预期，电价上涨对毛利率产生不良影响，新项目前期拉低公司整体盈利能力，新项目交付不及预期导致收入增长放缓。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	692	3047	4697	6435
收入同比 (%)	50.5%	340.5%	54.2%	37.0%
归属母公司净利润	-12	1246	1801	2465
净利润同比 (%)	94.9%	10757.0%	44.6%	36.9%
毛利率 (%)	20.9%	51.9%	48.3%	48.2%
ROE (%)	-2.4%	22.4%	19.3%	27.3%
每股收益 (元)	-0.12	1.52	2.20	3.01
P/E	—	31.22	21.59	15.77
P/B	8.94	6.99	4.16	4.31
EV/EBITDA	133.44	22.03	15.97	12.12

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 润泽科技：第三方 IDC 头部公司，以廊坊辐射全国，重组上市开启新征程	5
2 IDC 行业：供需逻辑正在重塑，超大规模数据中心时代来临.....	10
3 好客户、好模式铸就优异财务表现.....	16
4 盈利预测与投资建议	22
5 风险提示：	24
财务报表与盈利预测	25

图表目录

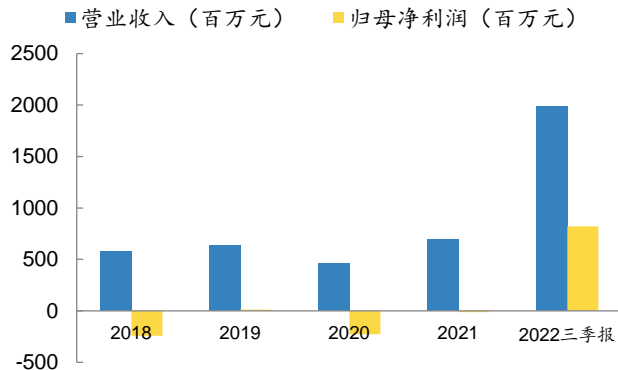
图表 1 普丽盛 2022 年 8 月完成对润泽科技的反向购买实现收入利润大幅提升	5
图表 2 润泽科技近几年营收、利润、EBITDA 均实现快速增长	5
图表 3 润泽科技完成重组后股权结构	6
图表 4 公司管理层和核心技术人员简介	6
图表 5 润泽（廊坊）国际信息港整体布局	7
图表 6 润泽廊坊数据中心内部机房	7
图表 7 润泽廊坊信息园 A 区数据中心 2021-2022E 上架和销售情况	7
图表 8 润泽信息远期全国布局达 29 万机柜	8
图表 9 润泽科技终端客户覆盖主流优质互联网和云公司	9
图表 10 润泽科技以电信、联通为直接客户	9
图表 11 润泽科技重要直接和终端 IDC 客户	9
图表 12 中国数据中心服务器净增量和用电量将保持稳定增长	10
图表 13 我国规模以上 IDC 机柜 5 年来快速增长	11
图表 14 我国传统 IDC 市场或在 2024 年突破 2000 亿元	11
图表 15 不同经营模式 IDC 成本结构和毛利率对比	12
图表 16 润泽科技毛利率与折旧摊销的规模效应呈现明显正相关	13
图表 17 2021 年中国服务器出货量中互联网（包括云计算）仍然是最大市场	13
图表 18 新 BAT（阿里字节腾讯）在 2021 国内互联网服务器市场中占比近 7 成	14
图表 19 2022 年以来主要互联网大厂纷纷减缓了资本开支（百万元）	14
图表 20 HYPERSCALE 是国内数据中心增速最快的类型（负载单位：MW）	15
图表 21 2019 年秦淮数据是国内最大的 HYPERSCALE 数据中心厂商	15
图表 22 国内第三方 IDC 总体产业图谱	16
图表 23 主要第三方 IDC 上市公司竞争力比较，润泽科技毛利率位居前列	17
图表 24 润泽科技是收入最具成长性（以复合增速计算）的 IDC 上市公司之一	17
图表 25 三大运营商 IDC 收入（亿元）保持双位数以上持续增长	18
图表 26 依托全国光缆网络中国电信建成业内领先 DCI 联接八大枢纽节点及主要城市 IDC	18
图表 27 短视频在我国网民使用率不断提升	19
图表 28 网络直播用户使用率不断提升	19
图表 29 抖音月活用户 2017 年以来持续环比增长	19
图表 30 字节跳动 2021 年底发布火山引擎云产品宣布正式进军云市场	20
图表 31 字节跳动已成为全球超大规模数据中心投资第七大厂商	20
图表 32 润泽科技成本占比最大的部分主要是电费和折旧	21
图表 33 公司现金流折现价值敏感性受机柜单价、电价影响比较大	21

1 润泽科技：第三方 IDC 头部公司，以廊坊辐射全国，重组上市开启新征程

润泽科技：快速崛起的超大规模数据中心领导者。润泽科技成立于 2009 年，是国内发展最快的第三方 IDC 之一，经过十余年投建，公司建设运营的廊坊国际信息港已成为国内最大的园区级数据中心。公司已投运机架数量、在建机房规模、核心区域布局均已达到行业龙头水平，是国内少数同时拿到国际权威机构 UPTIME INSTITUTE UPTIME Tier IV 以及 UPTIME M&O 认证的公司。2022 年 8 月，公司通过普丽盛以 142.7 亿通过反向购买完成重组上市，普丽盛原包装材料和灌装机设备业务已剥离，2022 三季报上市公司实现收入和利润的大幅提升。

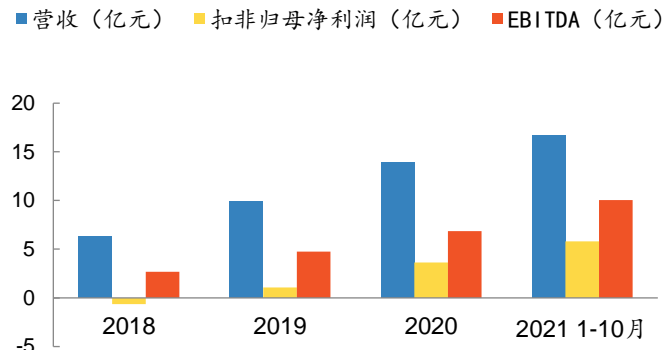
润泽科技营收增长迅速，盈利能力突出。2018-2021 年，公司营收复合增速达 48%，EBITDA 复合增速较营收增速更高，2019 年实现盈利后净利润快速提升。根据公司 2022 年业绩预告，2022 年公司预计实现归母净利润 12.4 亿-13.0 亿元，比上年同期重组后增长 71.8%-80.1%。根据上市公司与发行股份受让方签署的《业绩承诺补偿协议》，公司 2021-2024 扣非归母净利润分别不低于 6.12 亿、10.98 亿、17.94 亿以及 20.95 亿元，彰显了管理层对未来发展的信心。

图表 1 普丽盛 2022 年 8 月完成对润泽科技的反向购买实现收入利润大幅提升



资料来源：Wind，华安证券研究所

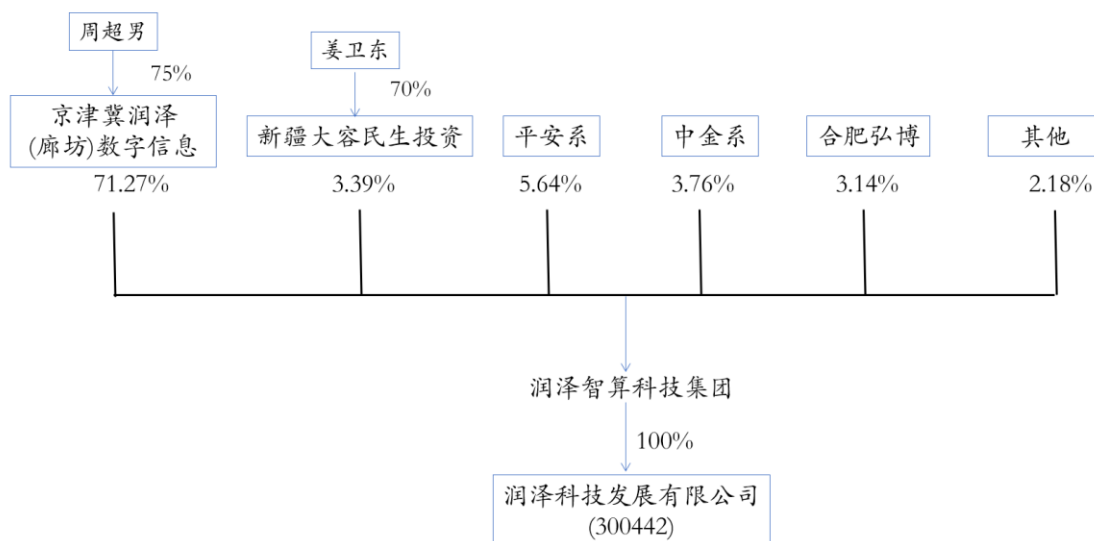
图表 2 润泽科技近几年营收、利润、EBITDA 均实现快速增长



资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，华安证券研究所

润泽科技十年发展受到产业资本青睐，重组上市后股权和管理层稳定。润泽科技由天童通信和北京天星汇于 2009 年创立，实控人为周超男女士。周女士曾于 2000 年创立天童通信，聚焦城域信息管网集约化建设，曾在安徽、山东、江西、北京通州等建设管网 2000 多公里，与运营商建立了稳定的合作关系，并在通信工程设计、项目信息化管维方面积累丰富经验。2020 年，公司进行股权结构调整并引入了中金系、平安系、合肥弘博等金融资本，并最终于 2022 年成功通过重组上市。

图表 3 润泽科技完成重组后股权结构



资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，天眼查，华安证券研究所

图表 4 公司管理层和核心技术人员简介

公司管理层	姓名	职务	主要经历
公司高管	周超男	董事长	高级通信工程师，2009 年至今，任天童通信、润泽科技董事长，负责公司市场开拓。现任河北省第十二届政协常委，中国数据中心产业发展联盟理事长
	李笠	总经理、董事	曾就职于天童通信网络，历任销售经理、市场总监、副总裁、常务副总裁；2013 年 7 月加入润泽科技发展有限公司，历任销售经理、市场总监、副总裁，现任润泽科技董事、总经理
	祝敬	副总经理、董事	曾就职于中金数据集团、中国数码信息、北京天地云、太极计算机等公司，2013 年 7 月至今历任润泽科技发展有限公司运维总监、副总裁，现任润泽科技董事、副总经理
	张嫻	副总经理，董事	2015 年 12 月至今任北京欣诺与恒控股经理、执行董事，2018 年 12 月至今任廊坊泽睿执行董事，2020 年 4 月至今任浙江润湖信息科技有限公司经理、董事
	任远	财务负责人	注册会计师，曾就职于容城会计师事务所，历任项目经理、高级项目经理，2019 年 12 月至今负责公司财务工作
	沈晶玮	董事会秘书	博士研究生学历，曾就职于东北证券投资银行部，安信证券并购融资部执行总监，现任公司董事、董事会秘书
	周晖	董事	曾就职于上海恩艾仪器、星景投资、中华开发金控、国创开元投资、平安鼎创投资等，2020 年至今任公司董事
公司核心技术人员	张克春	运维总监	参加多项国家及行业标准编写工作。曾就职于中国石油集团通信公司，任通信运行中心主任、通信设计院院长、数据中心部总监；2018 年 5 月加入润泽科技，任运行优化部总监，现任运维部总监
	梁纲	运维总监	曾就职于中华通信系统公司，任总经理，2010-2016 就职于中国国际电子商务中心，任数据中心总监，2016 年至今任润泽科技数据中心运维总监
	祝敬	副总经理、核心技术人员	从事数据中心行业十多年，有丰富的数据中心建设、运维、运营经验。曾担任全国海关信息中心数据中心技术负责人，主导完成海关数据中心多想建设工作，参与海关 H2000、H2010 通关系统基础建设工作，根据多年运维从业经验研发了数据中心运维管理系统

资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，华安证券研究所

廊坊国际信息港是公司营收贡献主体，是国内标杆性的园区级数据中心。北京是字节、美团、快手等众多互联网公司聚集地，但由于严格的能耗指标管控，IDC 需求持续外溢，廊坊作为国家京津冀大数据中心核心节点近年来 IDC 投资迅速增长。润泽国际信息港于 2010 年开工建设，规划建设 22 栋、约 100 万平米高等级数据中心，可容纳 13 万机柜。截至 2022 三季度末，润泽廊坊已交付投运数据中心 8 栋机柜 4.6 万，A 区全面建成后将容纳近 7 万机柜运营。作为京津冀地区最大的园区级数据中心，润泽廊坊持续扩产满足客户需求，A1、A2、A3、A5、A6、A18 等建设较早的数据中心基本保持满载运营，A7、A8 快速爬坡，A9、A10 已具备交付条件，A11、A12 或陆续于 2023-2024 投入运营。润泽廊坊数据中心能够持续扩容、快速爬坡的主要原因在于提前布局、扩容空间充足，能够最快满足终端客户自身业务快速发展。公司坚持自投自建自运维模式，具有规模大、集中度高、可扩容强等优势，有助于营造长期、稳定、可靠的运行环境。此外，润泽科技拥有国内领先的数据中心全生命周期整体运营成本控制能力，信息化管维技术领先，自主开发了温湿度检测数据云平台、综合监控报警联网平台、机房网络监控系统、安全管理系统等。

图表 5 润泽（廊坊）国际信息港整体布局



图表 6 润泽廊坊数据中心内部机房



资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，华安证券研究所

资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，华安证券研究所

图表 7 润泽廊坊信息园 A 区数据中心 2021-2022E 上架和销售情况

数据中心	2021 期末投产机柜数	2021 期末上电率	2021 年度平均上电率	2022 期末投产机柜数预测	2022 期末上电率预测	2022 平均上电率预测	平均电价(万元/月)
A1	4858	90.28%	90.28%	4858	90.28%	90.28%	0.5912
A5	3784	97.36%	98.36%	3784	97.36%	97.36%	0.6069
A2	5830	97.12%	97.12%	5830	97.12%	97.12%	0.6069
A6	6020	94.49%	92.03%	6020	94.49%	94.49%	0.6163
A3	6040	96.16%	80.95%	6040	96.16%	96.16%	0.6601
A18	6000	96.17%	70.93%	6000	96.17%	96.17%	0.7425
A7	6000	52%	35.20%	6000	88%	76.08%	0.7208
A8	6000	15%	15%	6000	81%	60.92%	0.7208
A11	0	0.00%	0.00%	6000	63%	37.83%	0.7075
A9	0	0.00%	0.00%	6000	51%	30.78%	0.7623
A10	0	0.00%	0.00%	6000	51.00%	30.78%	0.7425
A12	0	0.00%	0.00%	6000	47%	28.25%	0.7623
A 区合计/平均	44532	78.64%	70.66%	68532	78.59%	68.40%	0.6910

注：2022 年上架率参考公司重大资产重组报告书注册稿

资料来源：公司公告，华安证券研究所

“东数西算”核心节点均有布局，长期机柜规划达 29 万。空间布局角度上，公司已完成了全国八大算力枢纽内五个节点布局，具体包括京津冀廊坊国际信息港（A 区规划 7 万，B 区规划 6 万）、长三角平湖国际信息港（规划 5.4 万，其中一期 1.2 万）、大湾区惠州&佛山国际信息港（惠州规划 3 万机柜，其中一期 1.2 万；佛山规划 3 万机柜，其中一期 1.8 万）、西南地区重庆国际信息港（规划 3.2 万，其中一期 1.2 万）以及西部地区兰州国际信息港（规划 1.4 万）。时间节点上来看，2023 年前有望投入使用的项目包括廊坊 A 区 12 栋、平湖一期 2 栋、惠州一期 2 栋、佛山一期 3 栋、重庆一期 2 栋以及兰州一期，为公司未来两年业绩增长奠定坚实基础。公司坚持园区级超大规模数据中心投运模式，符合国家“东数西算”战略规划，并通过廊坊国际信息港标杆项目受到大客户认可青睐，有望持续复制成功经验。

图表 8 润泽信息远期全国布局达 29 万机柜



资料来源：润泽科技投资者推介材料，华安证券研究所

深度绑定运营商，终端客户覆盖主流优质互联网和云公司。润泽科技目前客户主要为中国电信北京分公司和中国联通河北分公司。近年来，运营商批发模式快速发展，主要由于三大运营商作为政企数字化转型重要推动者对于 IDC 需求与日俱增，而受限于审批流程长、地域资源受限等特点，往往需要与第三方 IDC 合作。润泽科技多年发展与运营商建立了相互依存的合作伙伴关系，2021 年电信、联通合计营收占比 95% 以上，但根据公司重组报告书披露，北京电信近年来向公司采购数量也占其几家采购的 55%-60%。

终端客户方面，2019 年以来，公司长期合作大客户主要为字节跳动、华为、京东、快手、美团等互联网和云巨头。其中，字节跳动在公司营收占比不断提升，表明公司基于专业的服务能力和弹性扩容空间，近年来持续作为核心 IDC 供应商。

图表 9 润泽科技终端客户覆盖主流优质互联网和云公司

年份	1	2	3	4	5
2019	电信-字节跳动 52.5%	电信、联通-华为 16.73%	电信、联通-京东 14.24%	电信-快手 5.20%	电信、三快云计算 3.74%
2020	电信-字节跳动 55.50%	电信、联通-华为 16.53%	电信、联通-京东 10.48%	电信-快手 7.30%	电信、三快云计算 2.68%
2021 年 1-10 月	电信-字节跳动 64.19%	电信、联通-华为 14.95%	电信、联通-京东 7.68%	电信-快手 5.50%	电信、三快云计算 1.90%

资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，华安证券研究所整理

图表 10 润泽科技以电信、联通为直接客户

年份	1	2	3	4	5
2019	中国电信 87.34%	中国联通 9.16%	字节跳动 1.22%	A 客户 1.02%	新智云数据服务 0.48%
2020	中国电信 88.66%	中国联通 7.75%	字节跳动 1.47%	中联云港数据科技 0.79%	A 客户 0.71%
2021 年 1-10 月	中国电信 87.34%	中国联通 9.16%	字节跳动 1.22%	A 客户 1.02%	新智云数据服务 0.48%

资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，华安证券研究所整理

图表 11 润泽科技重要直接和终端 IDC 客户



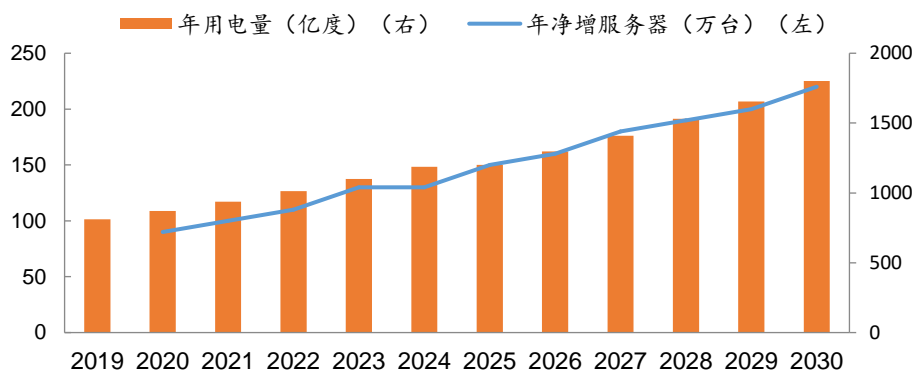
资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，华安证券研究所

2 IDC 行业：供需逻辑正在重塑，超大规模数据中心时代来临

IDC：数据中心投资的重要组成部分，核心需求逻辑是服务器的净增量。数据中心投资分为 IDC 基础设施（主要包括土建、机电、机柜、制冷、监控等）以及 IT 设备（主要包括服务器、存储设备、交换机、防火墙等），数据中心全生命周期的设计原则是尽量增加 IT 设备的有效投资占比即尽量减少 IDC 基础设施的 TCO（体现在 CAPEX 端追求高 IRR 以及 OPEX 的 PUE），因此 IDC 投建的趋势是模块化、大型化、绿色化。根据润泽科技重组报告书披露，目前国内第三方 IDC 单机柜投资约 13 万元，我们假设均为主流 7kw 机柜，平均上架率为 70%，单机柜大概放置 10 台服务器（假设 ASP 5 万），根据我们的测算服务器与其他 IT 设备的比值大概在 2-3 之间，那么单机柜 IT 设备投资大概在 70 万左右，数据中心 IDC 基础设施与 IT 设备的投资比例在 5:1 左右，且越大型的数据中心 IT 设备占比越高。

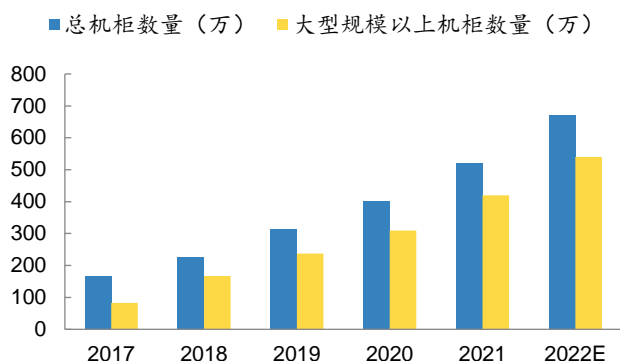
服务器的出货量基本决定了 IDC 机柜所需要容纳的容量，然而考虑到老旧服务器的下架，IDC 新增需求量并不等同于服务器出货量而是与服务器净增量相关。服务器的净增量往往是与折旧周期相关度不高的扩容或新建需求，通常反映出下游客户新的需求，因此我们认为 IDC 行业的增长与应用侧流量和算力的增长相关度更高。根据科智咨询，我国规模以上 IDC 机柜 2022 年规模有望达到 540 万，传统 IDC 服务市场规模 1439 亿元，服务器净增量 2022-2030 的复合增速为 9.1%，而随着上架率的提升，IDC 市场增速将更高。

图表 12 中国数据中心服务器净增量和用电量将保持稳定增长



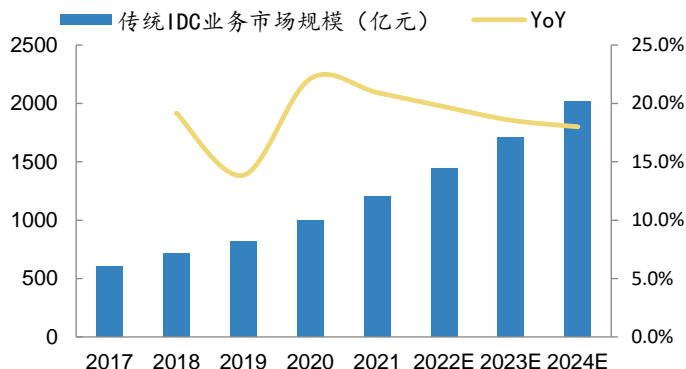
资料来源：科智咨询，华安证券研究所

图表 13 我国规模以上 IDC 机柜 5 年来快速增长



资料来源：中国信通院，工信部，华安证券研究所

图表 14 我国传统 IDC 市场或在 2024 年突破 2000 亿元



资料来源：科智咨询，华安证券研究所

IDC 行业研究框架：“数字地产”是一门怎样的生意？ IDC 与商业地产的服务模式类似，前期投资对于区位的选择为重要考虑因素，随着出租率的上升，盈亏平衡后边际利润的提升非常迅速。但随着“东数西算”的提出和互联节点的建设，影响 IDC 项目竞争力的，除了区位主要是服务质量、弹性扩容能力以及增值服务。我们认为，IDC 的核心竞争力一是资源禀赋（主要包括能耗指标、网络节点、电力基础设施、水气供应）二是服务能力（包括智能运维、节能降耗、弹性扩容、网络安全等）。IDC 市场的价格通常也反映了供需关系，目前我们看到一线城市的价格仍然坚挺，一线城市卫星城的价格出现分化（北京周边较高，上海周边回落，大湾区稳定），而东数西算枢纽节点的西部地区则主要以批发定制型为主，取决于个别客户的谈判价格。

目前第三方 IDC 主要有两种打法，一种是注重盈利能力，追求高 IRR，通常选择在一线城市和周边布局，客户也以政务、金融、大型互联网等高价值量客户为主，典型公司如光环新网、宝信软件；另外一种注重成长能力，追求快速扩张以获取正向循环的现金流，通常建设上架周期较快，长期规划规模较大，代表公司如万国数据等。而以润泽科技、秦淮数据为代表的园区批发型 IDC 由于与大客户绑定较好，上架周期短，订单稳定，在盈利能力保持可观的同时规模体量通常增加也较快。

从供需格局来看，我们看到 IDC 行业经历了多次供需反转。2020 年以前，在移动互联网和云计算的快速增长下，国内 IDC 行业迎来快速发展时期，然而由于各地能耗指标的严控，掌握区位和资源禀赋的 IDC 厂商备受关注，为典型的卖方市场。2020 年后，随着新基建政策的促进，各地政府释放了充裕的能耗指标，新玩家陆续跨界进入行业，但随着互联网红利渗透到顶以及互联网强监管现象的出现，IDC 空置率提升，行业供需发生反转，进入了典型的买方市场。当前，IDC 行业经历了 2 年左右调整，落后产能基本出清，加之《新型数据中心三年发展规划》的出台，供需秩序从根本上得到平衡，未来或进入到稳健发展期。

收入端：IDC 收入=投放机柜数量*上架率*单机柜租金，IDC 成长性关注边际增量。首先，从存量机柜而言，上架率的爬坡是影响收入的最主要因素，因此单机柜租金往往影响了项目的收入体量（如含电的比不含电价格高、零售型比批发型价格高，一线城市比西部地区价格高）。其次，在上架率接近饱和后，成长主要看新增机柜，而增量机柜在盈亏平衡的过程中往往会造成整体毛利率的变化，因此多项目型的 IDC 在成长期往往会出现收入稳健上升但毛利阶梯性螺旋上升的现象。在行业景气度较高时市场，市场通常具有较高的贝塔，投资者更关注毛利率变化对利润释放的影响，而在行业景气度回落时市场更关心收入的增长，因为收入提前反映出公司后面利润释放的可能，代表个股阿尔法。

成本端：自建与租赁、是否含电、折旧摊销（上架率）是造成毛利率不同的主要因素。IDC 成本端的主要项目包括电费、折旧摊销、网络带宽、房屋租金、人工薪酬、外包服务、水费、维修材料费等。

1) 其中电费通常为成本最大项，而零售型 IDC 通常可观的电费差价可实现更高的毛利率，对于不含电的定制型 IDC，通常成本、收入都会下降，因此对毛利率没有特别的影响。

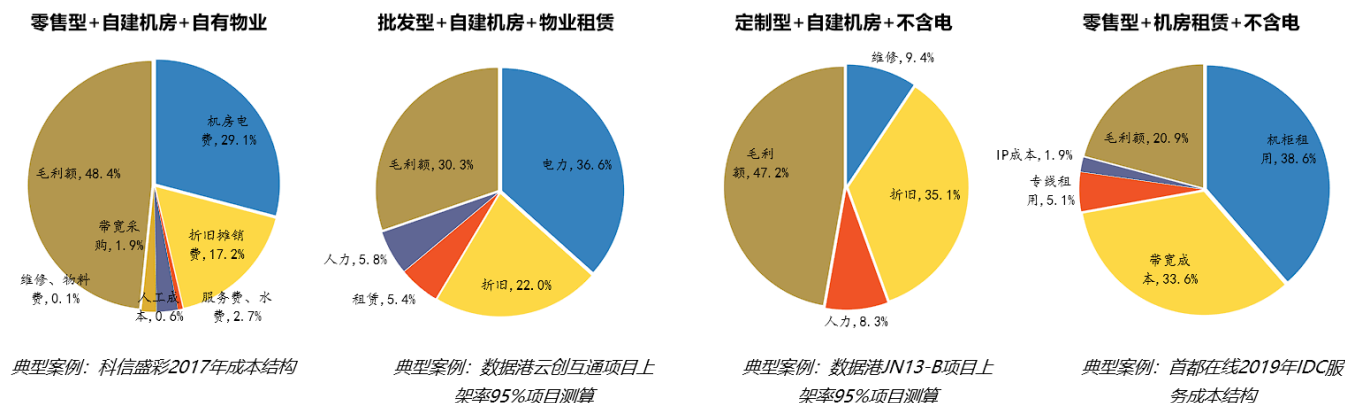
2) 折旧摊销方面，一方面与固定资产的购置成本和折旧年限有关，另一方面由于固定成本的角色，通常与上架率密切相关，因此上架率高的园区型大型 IDC 通常对折旧有更好的摊销。如润泽科技随着上架率的提升，折旧/收入占比下降的同时毛利率出现了相应幅度的增长。

3) 租赁型的 IDC 通常会产生更大的额外费用，如果仅为房屋租赁，机电自建，租金占比仅为 5%-10%左右，如果机柜也采用租用方式，通常租金成为大头，毛利率较低。

4) 带宽通常向运营商采购，这里面也分为包含带宽的服务以及客户向运营商单采的方式，通常大型互联网客户由于采购量大或对网络的定制化需求会选择单独向运营商采购带宽。

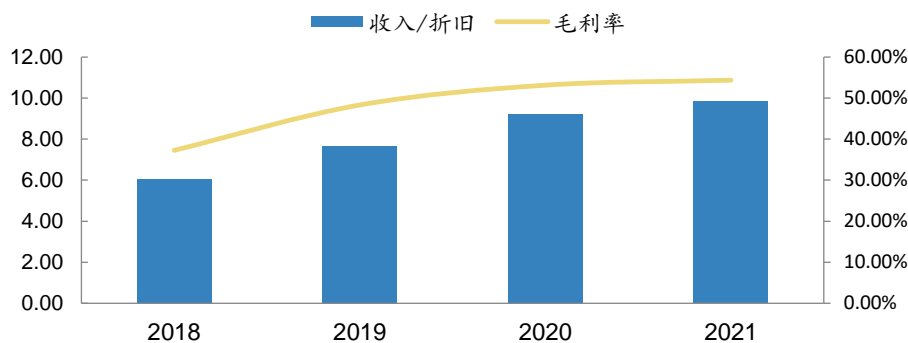
5) 其他方面，拥有更好数字化运维方式的 IDC 通常人力、服务费用占比更低，拥有基础设施资源禀赋的 IDC 水气等成本或有优势。

图表 15 不同经营模式 IDC 成本结构和毛利率对比



资料来源：光环新网、数据港、首都在线公告，华安证券研究所

图表 16 润泽科技毛利率与折旧摊销的规模效应呈现明显正相关



资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，华安证券研究所

需求端：互联网和云计算行业需求出现分化，行业数字化转型具有潜力，hyperscale 占比将持续提升。服务器出货量的行业结构对 IDC 需求判断具有参考价值。根据 IDC2021 中国服务器市场跟踪报告，国内出货量前五的行业为互联网（包括云计算）、电信、金融、政府以及服务业。2021 年，国内互联网行业服务器出货量达 167 万，基本占据了整个市场的半壁江山，因此互联网行业的资本开支对服务器和 IDC 行业需求判断均具有参考意义。

图表 17 2021 年中国服务器出货量中互联网（包括云计算）仍然是最大市场

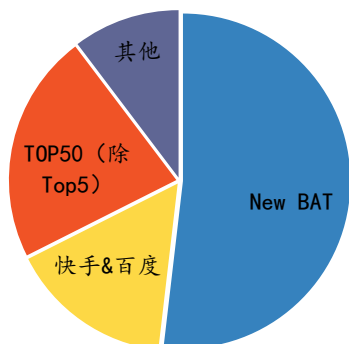


资料来源：IDC，华安证券研究所

根据 IDC 统计，2021 年国内 Top5 互联网公司（包括阿里、字节、腾讯、百度、快手）的需求占比近 7 成，而新 BAT 的市场占比超 5 成。2018-2020，新 BAT 的服务器市场占比分别为 47%、53%、63%，由于驱动力由传统互联网市场转向云计算市场，云计算市场具有非常明显的规模效应，体现出强者恒强局面。2021 年后，由于云计算市场格局的变化，运营商、华为云快速崛起，叠加监管政策的趋严，新 BAT 减缓了资本开支，市场占比下降到 52%，而短视频新锐快手增长明显。我们认为，2023 年随着政策对平台经济的支持发生转变以及数字经济的加快发展，服务器市场将进一步向 Top5 互联网厂商集中，其中阿里、腾讯、百度需求有望复苏，而字节、快手仍将表现出更强的投资意愿。此外我们看好数字化转型给金融、政务、制

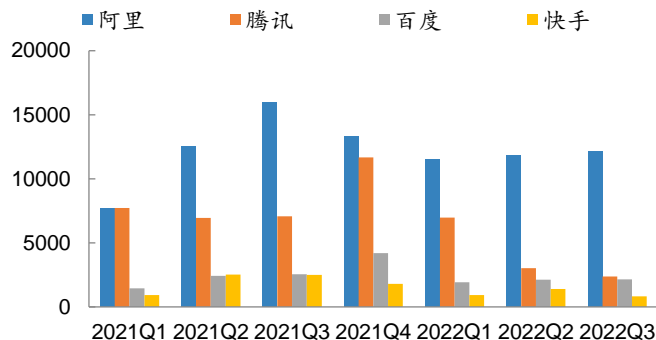
造业、服务业等带来的服务器投资需求，传统行业需求挖掘潜力较大。

图表 18 新 BAT（阿里字节腾讯）在 2021 国内互联网服务器市场中占比超 5 成



资料来源：IDC，华安证券研究所

图表 19 2022 年以来主要互联网大厂纷纷减缓了资本开支（百万元）



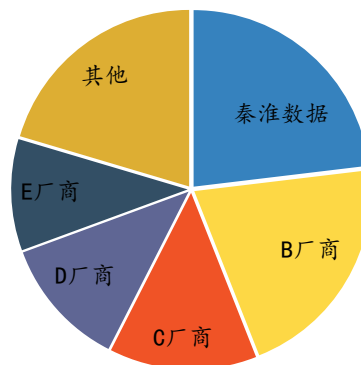
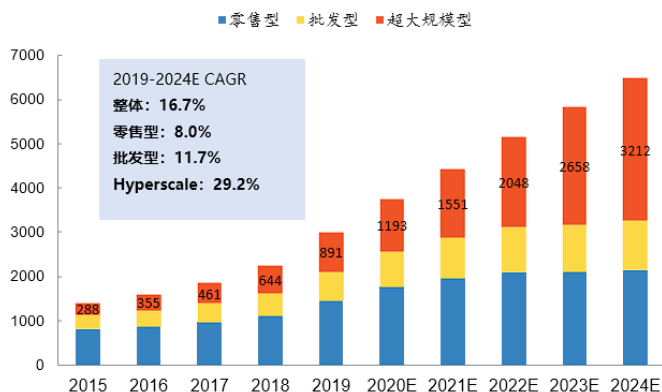
资料来源：Wind，华安证券研究所

随着互联网厂商马太效应加剧，超大规模数据中心占比持续提升。一方面，全球云计算市场强者恒强，亚马逊、谷歌、微软、Meta、阿里等对于投建数据中心具有强烈的扩容需求，超大规模园区型数据中心成为首选。另一方面，工作负载云化趋势下由于虚拟机、容器的使用 and CPU、GPU 多机柜协同工作的需求，数据中心东西向流量增长远高于南北向，数据中心的规模成为衡量算力的重要指标。根据 Synergy Research 研究显示，到 2022 年底，全球在运营的超大规模数据中心将突破 750 个，目前已知的仍有 314 个超大规模数据中心规划，未来三年全球超大规模数据中心数量将突破 1000 个。市场格局方面，目前美国占全球超大规模数据中心的一半以上容量，其次为中国。Synergy 研究显示，亚马逊、微软、谷歌和 Meta 是全球数据中心容量最大的四家云公司，而增长最快的企业则来自中国的字节跳动、阿里和腾讯。

根据 Frost&Sullivan 预测，中国数据中心规模（按 IT 负载）2019-2024 复合增速将达到 16.7%，其中 Hyperscale 类型增速或达到 29.2%，是驱动数据中心行业增长的主要动力，国内未来超大规模数据中心容量占比将逐年提升。而在国内 hyperscale 运营商中，截至 2019 年底，秦淮数据是国内份额最大的厂商，IT 负载占比达到 23.1%。根据润泽科技重组报告书披露，2020 年底秦淮数据 IT 负载为 291MW，而润泽科技投运机柜数为 33000 个，如按 7kw 机柜计算，IT 负载达 230MW，在国内排名前列。

图表 20 Hyperscale 是国内数据中心增速最快的类型 (负载单位: MW)

图表 21 2019 年秦淮数据是国内最大的 hyperscale 数据中心厂商



资料来源: 秦淮数据招股书, Frost&Sullivan, 华安证券研究所

资料来源: 秦淮数据招股书, Frost&Sullivan, 华安证券研究所

供给端: IDC 主要份额将向大型、核心区、国资运营商倾斜。根据信通院《中国第三方数据中心运营商分析报告 2022》, 第三方 IDC 市场规模占比为 45.7%, 较 2019 年提升 5pct, 市场占比有明显提升, 治理机制&投资审批方面的灵活性以及数据中心规模&专业服务方面第三方 IDC 体现出明显优势。在第三方 IDC 中, 信通院报告显示 2021 年 Top10 厂商份额为 10%, CR10 较 2020 年 50%有所下滑, 一方面由于部分头部第三方 IDC 轻资产转型出售资产另一方面行业竞争加剧, 长尾效应增强。我们看到 2021 年以来, IDC 行业发展转入买方市场局面, 部分中小规模 IDC 选择退出或被兼并, 在国家政策对于规模化、绿色化、智能化数据中心发展的指引下, 未来第三方 IDC CR10 或再提升, 因此整个市场格局呈现出先上升、再下降、再提升的趋势。

工信部于 2021 年 7 月出台《新型数据中心发展三年行动计划》, 总体要求全国数据中心机架规模年均增速保持在 20%左右, 平均利用率力争提升到 60%以上, 国家枢纽节点算力规模占比超 70%, 新建大型数据中心 PUE 原则在 1.3 以下。2022 年 2 月, 发改委联合多部委印发通知启动“东数西算”工程建设, 其中京津冀、长三角、大湾区、成渝为四大核心枢纽地区, 内蒙古、贵州、甘肃、宁夏将规划重点国家大数据中心产业集群。我们认为政策指引将 IDC 行业供给侧引导逻辑强化, 四大枢纽地区 IDC 市场份额或进一步向头部集中, 西部地区产业发展质量将有效提升, 主要承接冷数据备份、AI 训练等实时性较低业务。此外, 东数西算工程强化云网融合概念, 高速互联的数据中心网络成为核心竞争力, 目前三大运营商在全光网络方面具有垄断性的优势, 在国资云业务高速发展下, 或将成为数据中心行业发展的引领者。

图表 22 国内第三方 IDC 总体产业图谱



资料来源：中国信通院《2022 中国第三方数据中心运营商分析报告》，华安证券研究所

总结：IDC 产业驱动暂时从需求侧走入供给侧，下一轮需求侧或带来全面贝塔行情。新兴数字经济应用如 VRAR、元宇宙等想象空间巨大但落地尚需时间，我们认为 IDC 行业逻辑暂时从需求侧转向供给侧，未来行业年增速或不低于 20%，运营商和互联网企业自建由于坐拥网络和流量优势将作为主力，而布局国家枢纽地区的超大规模第三方 IDC 也具有稀缺性和灵活性，长期发展看好。

3 好客户、好模式铸就优异财务表现

润泽科技盈利能力、成长性在 IDC 行业位居前列。根据第二章我们的分析，IDC 的盈利能力取决于收入端（价格、上架率）以及成本端（电费、折旧摊销、人工、网络带宽）多方面因素。横向对比来看，2020 年润泽科技 IDC 业务毛利率 53.1%，仅次于光环新网，100%自持、超大规模数据中心规模效应和大客户快速爬坡带来的优势明显。纵向回顾来看，润泽科技 2018-2021 年毛利率分别为 37.3%、48.3%、53.2%以及 54.4%，呈现稳步提升态势；净利率方面 2018-2021 分别为-10.3%、10.9%、26.0%以及 35.3%，费用率也有随规模效应体现逐步优化的趋势。

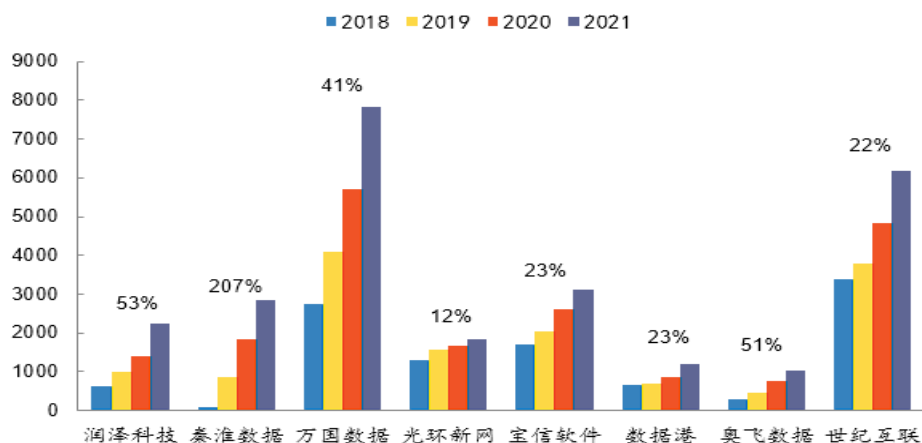
图表 23 主要第三方 IDC 上市公司竞争力比较，润泽科技毛利率位居前列

公司名称	业务规模	物业模式	业务模式	2020 年底 整体上电率	2020 年底 IDC 服务收入 (万元)	2020 年 IDC 毛利 率
光环新网	8 个自建数据中心，投产 38000 个机柜	100% 自持	零售型为主	约 75%-80%	166767	54.85%
数据港	25 个在运营数据中心，约 50060 个 5KW 标准机柜	100% 自持	批发型为主	未披露	87637	41.11%
宝信软件	1 个自建园区级数据中心，约 27000 个机柜	100% 自持	批发型为主	超过 80%	261614	42.84%
奥飞数据	9 个自建数据中心，17412 个自建机柜	自持+租赁	零售+批发型	63.80%	75068	27.76%
万国数据	51 个自建开发的数据中心，总净机房面积约 31 万平方米，同时运营约 19 个第三方数据中心，总净机房面积为 8582 平方米	自持+租赁	零售+批发型	71.10%	571687	27.02%
世纪互联	84 个自建数据中心，已投产 53553 个机柜	自持+租赁	零售+批发型	61.20%	482902	22.28%
秦淮数据	10 个超大数据中心，IDC 负载 291 兆瓦小时 (MW)	自持+租赁	零售+批发型	75.95%	182690	40.02%
润泽科技	1 个自建园区级数据中心，已投产约 33000 个机柜	100% 自持	批发型为主	77.41%	139356	53.15%

资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，华安证券研究所整理

我们梳理了 IDC 行业主要上市公司 2018-2021 财务表现看到，润泽科技三年收入复合增速达 53% 仅次于秦淮数据，远高于 IDC 行业平均约 20% 的增速。我们认为润泽科技对于廊坊国际信息港的建设具有超前规划，充足的能耗指标和电力基础设施打开了长期成长的高天花板，而园区型设计快速扩容的能力满足了大客户业务快速发展的需求。展望未来，参考公司重组报告书，仅根据廊坊国际信息港 A 区目前的建设、投运规划，公司预计 2021-2025 收入复合增速将达到 24.4%，此外参考公司重组受让股东业绩承诺，公司成长性仍将保持高速态势。

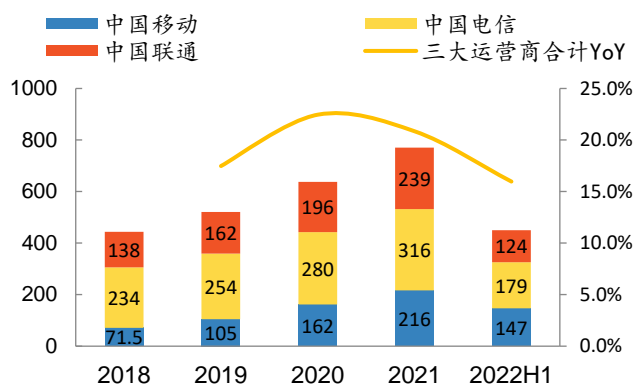
图表 24 润泽科技是收入最具成长性（以复合增速计算）的 IDC 上市公司之一



资料来源：Wind，华安证券研究所

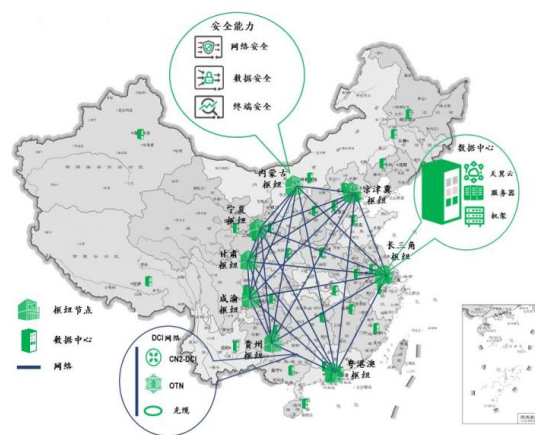
好客户：深度绑定运营商，收入稳定性和现金流好。润泽科技主要采用运营商批发型销售模式。润泽科技在廊坊地区的主要客户为中国电信北京分公司和中国联通河北分公司，目前 A1-A6 基本满载，A7、A8 也已交付上架率快速爬坡，A 区 12 栋数据中心均与电信北京公司和联通河北公司签订了 10-15 年的服务合同，其中 10 栋签给电信北京公司，2 栋签给联通河北公司。外地子公司层面，广东润惠、惠州润信已与中国电信广东分公司签订框架合同，浙江泽悦已与中国电信浙江分公司签订合作协议，未来新投放机柜有望继续保持较快的爬坡速度。三大运营商在国内 IDC 市场长期保持着半壁江山，2018-2022 IDC 收入合计复合增速在 15% 左右，与运营商合作一来可以得到高速光纤节点的建设支持并享受更优惠的价格，二来可以共享运营商遍布全国县市的政企销售渠道获客，三是在能耗指标获取、政府谈判方面具有更大的优势。

图表 25 三大运营商 IDC 收入 (亿元) 保持双位数以上持续增长



资料来源：三大运营商年报，华安证券研究所

图表 26 依托全国光缆网络中国电信建成业内领先 DCI 联接八大枢纽节点及主要城市 IDC

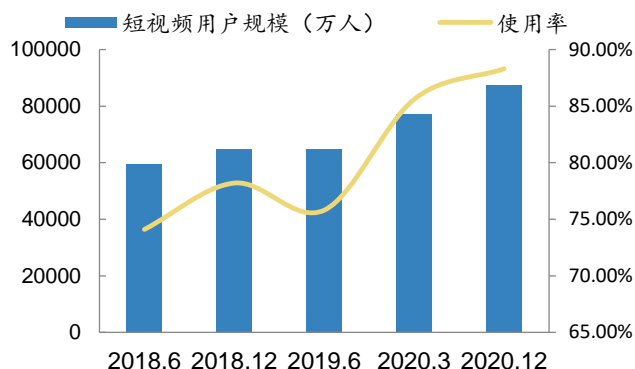


资料来源：中国电信 2022H1 投资者推介材料，华安证券研究所

好客户：字节跳动成就中国互联网增长奇迹，IDC 服务商有望持续受益。2021 年 1-10 月，字节跳动在公司终端收入占比为 64%，多年来均位居公司第一大客户。根据中国电信招股书披露，字节跳动已与中国电信北京分公司签署到期日为 2029 年的 10 年 IDC 服务合同，公司也与中国电信北京分公司签署了 10-15 年的 IDC 合作协议，字节跳动还将成为公司收入增长的主要驱动力。

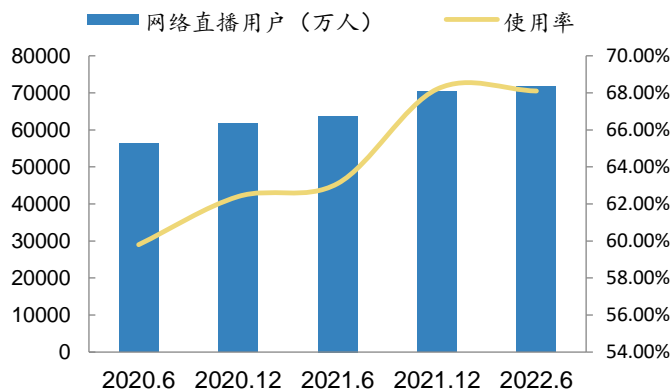
字节跳动作为近年来全球发展最快的互联网巨头，随着抖音等 APP 的风行，对于 IDC 的需求激增。根据 CNNIC《第 50 次中国互联网络发展状况报告》，2022 年 6 月我国短视频用户规模达 9.6 亿，网民使用率达 91.5%，同比增长 3pct，成为仅次于即时通信、网络视频（含短视频）的国民第三大应用。在使用网民快速增长的同时，短视频也实现了与主流媒体的双向赋能、与电商进一步深度融合（2021 年 5 月至 2022 年 4 月，抖音平台每月超 900 万场直播，售出超 100 亿件商品，交易总额同比增长 2.2 倍），并不断扩展本地生活业务，流量变现有望开启更多渠道。

图表 27 短视频在我国网民使用率不断提升



资料来源: CNNIC, 华安证券研究所

图表 28 网络直播用户使用率不断提升



资料来源: CNNIC, 华安证券研究所

字节跳动旗下的产品主要包括今日头条、抖音、西瓜视频、懂车帝、皮皮虾、番茄小说、轻颜相机等视频、生活、娱乐类以及飞书、巨量引擎等在线办公、广告营销工具, 其中抖音是字节月活用户最大的流量集散地。根据易观千帆统计数据, 抖音月活用户由 2017 年的几千万快速增长至 2022 年 7 亿户以上, 抖音月活规模已达短视频用户总量的 74%, 虽然用户增长逐渐放缓, 但收入转化速度却在提升, 广告收入、直播打赏、带货分成、本地生活服务等在巨大的流量面前转化率不断提升。

图表 29 抖音月活用户 2017 年以来持续环比增长



资料来源: 易观千帆, 燃次元, 华安证券研究所

字节进军 B 端市场, 有望开启更多增长极。2021 年 12 月, 字节跳动在上海召开火山引擎“新云共未来”云产品发布会, 正式推出火山引擎全系列云服务产品。依托字节跳动在云计算领域的技术积累, 火山引擎为客户提供包括云基础、视频及内容分发、数据中台、开发中台、人工智能五大类、78 项服务。发布会宣布, 火山引擎已正式启动了“万有计划”, 目标未来 3 年联合 1000 家生态合作伙伴为 10 万家客户提供云服务, 其通用解决方案包括企业上云、音视频、智能营销, 垂直行业解决方案聚焦汽车、金融、文娱、医疗、政府文旅、通信传媒、大消费。

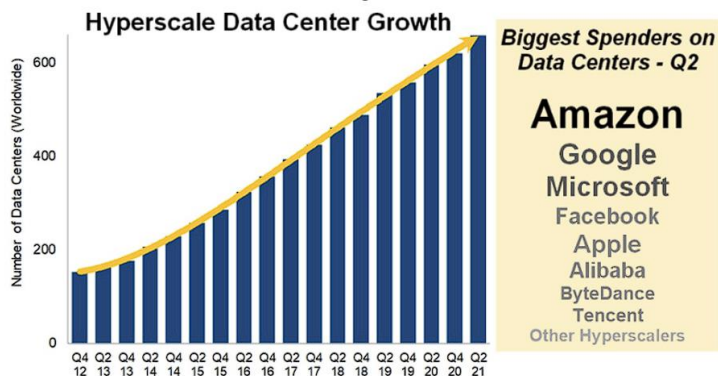
图表 30 字节跳动 2021 年底发布火山引擎云产品宣布正式进军云市场



资料来源：钛媒体，华安证券研究所

字节跳动的服务器体量快速增长，对 IDC 需求快速增加。根据云深知网络整理，2017 年字节跳动仅有 2-3 万台服务器，2020 年字节招聘公告数据显示已达 42 万台服务器，而在近期举办的英特尔第四代志强产品发布会上，火山引擎发言人表示字节大规模云原生基础设施已达 100 万台以上服务器。我们假设字节跳动 IDC 以 7kw 规格为主，则至少对应 10 万个以上数据中心机柜需求。根据 Synergy Research 的全球 Hyperscale 数据中心研究，字节跳动在 2021Q2 已一跃成为全球第七大超大规模数据中心投资厂商。

图表 31 字节跳动已成为全球超大规模数据中心投资第七大厂商



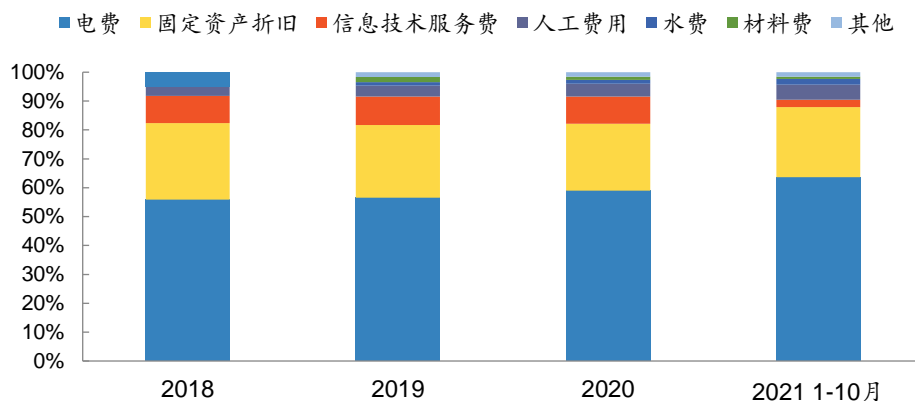
资料来源：Synergy Research，华安证券研究所

公司未来客户也将更加多元化，加大对云客户和行业客户开拓。目前廊坊国际信息港终端客户除字节外，公司已与华为、美团、快手、京东等云和 Top10 互联网客户以及国家信息中心、国家市场监督管理总局、新智云等数字化转型客户建立业务合作。在数字经济发展浪潮下，我们认为公司客户群体也将更加多元化。

好模式：坚持自建自持自维，以价值洼地服务价值高地，电费、折旧具有优势。

根据公司重组报告书披露，2018-2021，公司成本结构中占比最大为电费，比例在55%-65%之间，其次为折旧，占比在25%左右，其次为服务器、人工费、其他费用。电费方面，廊坊地区1-10千伏平段电价（含税）为0.5192元/kwh，北京郊区、上海市和广州市的可比电价分别为0.6246/0.69/0.6381元/kwh，廊坊相比一线城市有15%-20%的优势。折旧方面，由于公司批发型经营模式上架速度较零售型更具优势，随着已交付数据中心上架率持续爬坡，折旧摊销比例呈下降趋势。网络带宽方面，由客户单独向运营商采购，虽然价格略有优惠，但成本减少的幅度更大。人力和服务方面，廊坊地区用工成本较一线城市具有优势，对于客户上架阶段集中需求的服务器后端IT运维服务公司采取外包方式，通过收购慧运维未来将内部解决服务器后端IT运维需求，成本有望保持优势。

图表 32 润泽科技成本占比最大的部分主要是电费和折旧



资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿，华安证券研究所

根据金石易服对 IDC IRR 关键指标的敏感性分析，对 IRR 影响程度最大的五大变量分别是上架率、单机柜租金、单位 KW 造价、数据中心负载率（即电源的有效利用）以及机架上架进度。公司在重组报告书及反馈意见回复中的分析显示机柜单价、电价、折旧、人工对现金流的敏感性程度依次递减。单价方面，公司与运营商均签订了 10-15 年长协，并一般以年为周期重新测算结算价格，从已上架的 A 区机柜来看，2018-2020 平均单价随成本上涨呈现略增态势。上架率和节奏方面，廊坊信息港在规划设计阶段均与终端大客户明确了上架节奏，虽然 2022 年受疫情影响部分有所延后整体上仍保持 18 个月左右的满载爬坡周期。IDC 机电投资方面，公司具备 UPTIME 权威认证，设计、工程、集成等与业内头部厂商合作，并选用一线温控和电源品牌，能够体现较高的电力有效负载率。

图表 33 公司现金流折现价值敏感性受机柜单价、电价影响比较大

主要变量变化对公司权益价值评估的影响	-10%	-5%	-1%	1%	5%	10%
机柜出租单价变化	-25.60%	-12.80%	-2.60%	2.60%	12.80%	25.60%
电价变化	8.80%	4.40%	0.90%	-0.90%	-4.40%	-8.80%
折旧摊销变化	1.20%	0.60%	0.12%	-0.12%	-0.60%	-1.20%
人工费用变化	0.50%	0.30%	0.05%	-0.05%	-0.30%	-0.50%

资料来源：公司重大资产重组报告书注册稿&反馈意见回复，华安证券研究所

好模式：超大规模数据中心园区式运营，充分体现规模效应。投资端，公司实际控制人周超男女士在信息网络基础设施项目管理具有丰富的经验，规模效应下公司设备采购成本更有优势。根据公司重组报告书披露，公司 A6、A18 单机柜投资分别为 10.7 万、11.1 万，较业内第三方 IDC 13 万更低。现金流端，园区型数据中心通常按照大客户需求定制，爬坡速度更快，且净利率将随着上架率的提升显著改善。因此综合来看，公司的园区数据中心模式充分体现了规模效应，能够实现比较理想的 IRR。

4 盈利预测与投资建议

A 区机柜快速上架，长三角、大湾区新项目 2023 机柜有望加速投放，我们预计公司收入还将保持快速增长。公司与电信北京公司、联通河北公司均签订了 10-15 年的长期租约，A 区已投运项目 A1、A2、A3、A5、A6、A7、A18 有望继续保持满载状态。2021 以来新投放项目 A8、A9、A10，有望在 2023 年上架率显著提升。此外，A11、A12 等有望在 2024 年实现比较理想的上架率。新项目方面，平湖数据中心一期已投入使用，惠州、佛山数据中心一期也或在 2023-2024 实现上架率的显著爬坡。远期规划方面，重庆数据中心一期 2023 将投产、兰州数据中心、廊坊 B 区等已完成前期储备工作。我们预计由于新项目的快速投放，公司年度综合上架率将经历先下滑再爬坡的过程并相应影响毛利率。此外，2023 年慧运维纳入合并报表将带来 IDC 运维业务增量，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 30.5/47.0/64.3 亿元，综合毛利率分别为 51.9%、48.3%、48.2%。

规模效应体现，期间费用率将有所下降。公司采取大客户直销模式，销售费用相对较低，我们预计 2022-2024 分别为 0.13%、0.10%、0.08%；管理费用随新项目投放稳健增加，我们预计 2022-2024 管理费用率分别为 3.5%、2.5%、2.1%；此外，随着配套资金募集完毕，2023 年公司资产负债表有望下降，财务费用率相应明显降低。

我们预计公司 2022-2024 归母净利润分别为 12.5/18.3/25.2 亿元，按照公司已发布配套资金募集预案，我们假设公司在 2023 年以 35 元/股完成增发 47 亿元，预计公司 2022-2024 EPS 分别为 1.52/2.23/3.07，当前股价对应 P/E 分别为 31.2/21.6/15.8，对应 EV/EBITDA 分别为 22.0/16.0/12.1。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

图表 34 公司不同 IDC 项目盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
廊坊 A 区				
期末投产机柜数 (个)	44532	60532	68532	68532
年度平均上电率	66.2%	63.1%	73.6%	86.9%
年收入 (百万元)	1953	2701	3760	4554
廊坊 B 区				
期末投产机柜数 (个)	0	0	0	3400
年度平均上电率	0.00%	0.00%	0.00%	10.00%
年收入 (百万元)	0	0	0	32
平湖信息港				
期末投产机柜数 (个)	0	6000	12000	12000
年度平均上电率	0	10.0%	23.8%	46.5%
年收入 (百万元)	0	45	215	420
惠州信息港				
期末投产机柜数 (个)	0	6000	9500	12000
年度平均上电率	0.0%	5.0%	23.6%	41.7%
年收入 (百万元)	0	25	186	415
佛山信息港				
期末投产机柜数 (个)	0	6000	11000	23000
年度平均上电率	0.0%	5.0%	30.2%	37.2%
年收入 (百万元)	0	24	223	517
重庆信息港				
期末投产机柜数 (个)	0	0	2000	8000
年度平均上电率	0.0%	0.0%	25.0%	25.3%
年收入 (百万元)	0	0	34	137
IDC 运维				
IDC 运维营收 (百万元)		62.4	71.9	79.5
毛利率		67.9%	70.5%	71.1%
整体投运				
整体投运机柜数 (个)	44532	78532	101032	118932
年末整体上电率	78.6%	55.7%	67.0%	76.1%
年度平均上电率	66.2%	50.2%	58.2%	66.4%
整体年收入 (百万元)	2264	3108	4813	6483
整体毛利率	53.4%	51.1%	47.9%	48.2%

资料来源: Wind, 华安证券研究所整理

相对估值法, 当前估值处于合理区间, 切换 2023 估值仍有提升空间。我们选取光环新网、数据港、奥飞数据作为 A 股可比标的, 根据 Wind 显示, A 股可比标的 EV/EBITDA (TTM, 前推一年) 当前均值为 15.8。我们选取秦淮数据、万国数据、世纪互联作为美股可比标的, 根据 Wind 显示, 美股可比标的 EV/EBITDA (TTM) 当前均值为 18.3。我们预计公司 2022 年 EV/EBITDA 为 22.0, 考虑到公司业绩的成长性, 当前估值合理, 并且切换 2023 年估值仍有提升空间。

5 风险提示：

大客户营收占比较高若业务需求波动导致上架率不及预期可能会对公司业绩成长造成不良影响，公司与运营商并未约定保底补偿措施若客户导入不及预期将对上架率造成不良影响，若市场电价上涨而公司机柜租价并未实现相应调整可能导致毛利率下降，新项目客户导入前期通常利润率较低从而拉低公司整体盈利能力，新项目机柜交付不及预期导致收入增长放缓。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	851	2363	2859	3421	营业收入	692	3047	4697	6435
现金	16	1342	1826	2228	营业成本	547	1466	2430	3334
应收账款	236	473	619	878	营业税金及附加	5	23	36	50
其他应收款	19	32	0	0	销售费用	30	4	5	5
预付账款	27	7	5	7	管理费用	63	107	117	135
存货	532	0	0	0	财务费用	15	71	54	88
其他流动资产	21	508	408	308	资产减值损失	-16	0	0	0
非流动资产	451	12791	14234	14593	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	6	6	6	投资净收益	-3	91	38	13
固定资产	227	5909	7765	9137	营业利润	-16	1387	2001	2739
无形资产	69	859	846	833	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	152	6017	5617	4617	营业外支出	1	4	2	2
资产总计	1302	15154	17092	18015	利润总额	-15	1383	1999	2737
流动负债	779	1141	1290	1549	所得税	-2	138	200	274
短期借款	205	0	0	0	净利润	-13	1244	1799	2463
应付账款	243	572	778	888	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
其他流动负债	331	569	511	661	归属母公司净利润	-12	1246	1801	2465
非流动负债	49	8458	6458	7458	EBITDA	34	2001	2604	3483
长期借款	14	6514	4514	5514	EPS (元)	-0.12	1.52	2.20	3.01
其他非流动负债	35	1944	1944	1944					
负债合计	828	9598	7747	9007					
少数股东权益	-6	-7	-9	-11					
股本	100	820	954	954					
资本公积	496	4441	6897	6897					
留存收益	-116	300	1502	1167					
归属母公司股东权	479	5562	9354	9019					
负债和股东权益	1302	15154	17092	18015					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	52	2341	2775	3492	成长能力				
净利润	-13	1244	1799	2463	营业收入	50.5%	340.5%	54.2%	37.0%
折旧摊销	26	628	582	665	营业利润	93.3%	8816.1%	44.3%	36.8%
财务费用	15	171	292	276	归属于母公司净利	94.9%	10757.0	44.6%	36.9%
投资损失	3	-91	-38	-13	获利能力				
营运资金变动	10	380	135	96	毛利率 (%)	20.9%	51.9%	48.3%	48.2%
其他经营现金流	-12	873	1668	2370	净利率 (%)	-1.7%	40.9%	38.3%	38.3%
投资活动现金流	-24	-12884	-1989	-1014	ROE (%)	-2.4%	22.4%	19.3%	27.3%
资本支出	-24	-12894	-2027	-1027	ROIC (%)	0.9%	10.2%	13.1%	17.4%
长期投资	0	-82	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	91	38	13	资产负债率 (%)	63.6%	63.3%	45.3%	50.0%
筹资活动现金流	-42	11878	-302	-76	净负债比率 (%)	174.7%	172.8%	82.9%	100.0%
短期借款	-42	-205	0	0	流动比率	1.09	2.07	2.22	2.21
长期借款	-20	6500	-2000	1000	速动比率	0.36	1.62	1.90	2.01
普通股增加	0	720	134	0	营运能力				
资本公积增加	-20	3946	2456	0	总资产周转率	0.52	0.37	0.29	0.37
其他筹资现金流	39	917	-892	-1076	应收账款周转率	3.11	8.57	8.57	8.57
现金净增加额	-15	1335	484	2402	应付账款周转率	2.16	3.60	3.60	4.00

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	-0.12	1.52	2.20	3.01	P/E	—	31.22	21.59	15.77
每股经营现金流薄)	0.06	2.85	3.38	4.26	P/B	8.94	6.99	4.16	4.31
每股净资产	4.79	6.78	11.40	10.99	EV/EBITDA	133.44	22.03	15.97	12.12

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张天，华安战略科技团队联席负责人，4 年通信行业研究经验，主要覆盖光通信、数据中心核心科技、通信芯片、5G 和元宇宙系列应用等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。