

润泽科技 (300442. SZ)

园区级数据中心企业重组上市，联合运营商高速发展

增持

核心观点

国内领先的园区级大规模数据中心运营商。公司成立于2009年，2022年借壳普丽盛重组上市。公司在京津冀地区布局园区级大规模数据中心，并在长三角、大湾区、成渝经济圈、甘肃等地进行拓展，全国规划共56栋数据中心、约29万架机柜，布局规模位居国内第三方IDC企业领先位置。近年来公司发展迅速，2019-2022年，公司营收和归母净利润复合增速分别为40%和112%。随着公司数据中心陆续完工和上架率提升，业绩有望维持增长。

东数西算与AI催化，行业景气度有望提升。(1)“东数西算”工程推进，数据中心作为核心基础设施持续建设；(2)运营商加速拓展新业务，资本开支结构向云网侧倾斜；(3)AI发展依赖智算中心建设，有望驱动科技公司资本开支触底回升。基于此，IDC需求侧有望回暖，行业景气度提升。供给侧，政策考核趋严下，存量逐步出清，供需关系有望进一步改善。

竞争格局方面，国内IDC市场主要包括电信运营商、第三方IDC企业以及互联网厂商自建。目前电信运营商份额最高；而第三方IDC厂商中，拥有资源优势和客户优势的头部厂商份额有望提升。

布局核心区域，绑定运营商客户，竞争力出众。公司具备以下竞争优势：(1)布局核心节点，规模突出且扩容能力强，自运营模式下资产运营效率高。同时，公司在一线城市周边布局具备成本和电价优势。(2)批发型销售模式下深度绑定运营商，签订10-15年长约保证价格和现金流稳定，借助运营商资源开拓字节等优质终端客户，也有助于节省营销成本。(3)公司也正加快推进高密机柜和液冷机柜应用，有望提升机柜平均功率，受益AI发展。

业绩承诺和股权激励彰显成长信心。公司业绩承诺规划2021-2024年扣非归母净利润CAGR超50%，对应2024年扣非归母净利润21亿元；股权激励进一步提出25-27年业绩目标，即以2024年净利润为基数，2025-2027年净利润增长率分别不低于50%/75%/100%，24-27年CAGR为26%，彰显成长信心。

风险提示：政策落地不及预期，AI发展不及预期，公司数据中心建设及上架进度不及预期，IDC行业竞争加剧。

投资建议：预计公司23-25年分别实现收入42.6/62.0/85.7亿元，同比+57%/45%/38%；归母净利润分别为18.0/22.8/34.3亿元，同比+50%/27%/50%；每股收益分别为1.05/1.33/2.00元，当前股价对应PE分别为27/21/14倍，对应EV/EBITDA分别为26/20/15倍。公司有望绑定运营商长期受益流量增长，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,047	2,715	4,261	6,196	8,569
(+/-%)	46.9%	32.6%	57.0%	45.4%	38.3%
净利润(百万元)	722	1198	1797	2283	3427
(+/-%)	172.9%	66.0%	49.9%	27.0%	50.1%
每股收益(元)	1.28	1.87	1.05	1.33	2.00
EBIT Margin	45.7%	44.1%	43.1%	40.4%	42.9%
净资产收益率(ROE)	28.2%	40.8%	22.0%	25.8%	34.7%
市盈率(PE)	21.8	15.0	26.8	21.1	14.0
EV/EBITDA	20.5	21.2	25.6	20.0	14.5
市净率(PB)	6.16	6.11	5.89	5.43	4.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

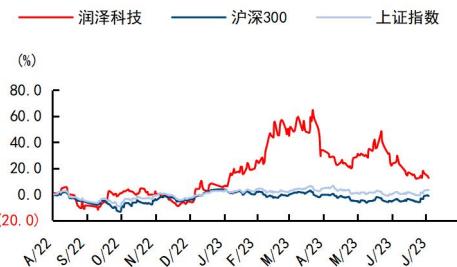
通信·通信服务

证券分析师：马成龙	联系人：钱嘉隆
021-60933150	021-60375445
machenglong@guosen.com.cn	qianjialong@guosen.com.cn
S0980518100002	

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	36.60 - 38.30元
收盘价	28.03元
总市值/流通市值	48126/3324百万元
52周最高价/最低价	75.80/27.61元
近3个月日均成交额	152.17百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

国内领先的超大规模园区级数据中心运营商	5
国内领先的园区级数据中心运营商	5
股权结构集中，管理层聚焦主业	6
加快全国布局，业绩实现快速增长	7
业绩承诺与股权激励指引成长，长期增长信心充足	10
数字经济与 AI 催化，行业景气度有望提升	12
流量需求场景扩张，传统 IDC 需求仍有增长	12
数字经济政策支持，运营商加大云网端投资	13
AI 催化新动能，云厂商资本开支有望修复	15
竞争格局：基础电信运营商为主，第三方格局头部集中	18
布局核心区域，绑定运营商客户，竞争力出众	21
布局核心区域园区级大数据中心，盈利能力突出	21
深度绑定电信运营商，终端客户优质	24
加快布局高密机柜和液冷机柜，受益 AI 发展	26
财务分析	28
资本结构及偿债能力分析	28
经营效率分析	28
盈利能力分析	29
成长性分析	29
现金流量分析	30
盈利预测	31
假设前提	31
未来 3 年业绩预测	32
盈利预测的敏感性分析	32
估值与投资建议	33
绝对估值	33
相对估值	34
投资建议	36
风险提示	37
附表：财务预测与估值	39

图表目录

图1: 公司廊坊数据中心规划图	5
图2: 公司各业务模式收入占比	6
图3: 公司客户上电机柜占比（2021年1-10月）	6
图4: 公司2020（左）-2021年前十月（右）公司终端客户占比	6
图5: 润泽科技股权结构	7
图6: 公司营业收入（百万元）及同比增长	8
图7: 公司归母净利润（百万元）及同比增长	8
图8: 公司单季度营业收入（百万元）及同比增长	8
图9: 公司归母净利润（百万元）及同比增长	8
图10: 公司毛利率和净利率情况	8
图11: 公司费用率情况	9
图12: 公司固定资产及在建工程情况（百万元）	10
图13: 公司业绩承诺及2021-2022年实际完成情况（百万元）	10
图14: 万国数据历史营收（亿元）及同比增速（%）	12
图15: 世纪互联历史营收（亿元）及同比增速（%）	12
图16: 国内传统IDC市场规模（亿元）	13
图17: 国内数据中心机架数（万架）	13
图18: 一体化大数据中心节点布局图	14
图19: 东西部网络联动有望进一步加强	14
图20: AI算力需求快速增长	16
图21: 阿里云智算中心	17
图22: 南京智算中心	17
图23: 国内三大云厂商资本开支（百万元）	18
图24: 2021年基础运营商及第三方IDC市场份额占比	18
图25: 2021年国内IDC行业市场竞争格局	18
图26: 公司毛利率处于行业领先水平	23
图27: IDC行业公司上电率与毛利率对比	24
图28: 部分IDC行业公司单位折旧产生收入对比（元）	24
图29: 公司直接客户以电信和联通为主	25
图30: 终端客户优质，字节跳动收入持续提升（万元）	25
图31: 公司销售费用率显著低于行业平均水平	26
图32: IDC行业公司应收账款周转天数对比（天）	26
图33: 润泽科技现金流状况（百万元）	26
图34: 浸没式液冷工作原理	27
图35: 冷板式液冷工作原理	27
图36: 2018-2022年公司资产负债率情况	28
图37: 2018-2022年公司偿债能力情况	28

图38: 2022年IDC行业A股上市公司流动比率、速动比率和权益乘数	28
图39: 2022年IDC行业A股上市公司营运能力对比	29
图40: 2018-23Q1公司毛利率和净利率	29
图41: 23Q1行业公司毛利率、净利率和ROE对比	29
图42: 2019-23Q1营业收入增速对比	30
图43: 2019-23Q1归母净利润增速对比	30
图44: 公司现金流量情况	30
表1: 公司董事、管理层及部分核心技术人员	7
表2: 公司数据中心机柜数及上电率	9
表3: 公司股权激励对象及分配情况(万股)	11
表4: 公司层面业绩考核目标	11
表5: 股权激励费用摊销情况(万股, 万元)	11
表6: “数字经济”相关政策梳理	14
表7: 三大运营商资本开支情况(亿元)	15
表8: 部分全球科技企业AI大模型进展	16
表9: 国内第三方IDC厂商基本信息	19
表10: 国内头部第三方IDC企业交付机柜数及预测(单位:万架)	20
表11: 公司廊坊数据中心布局	21
表12: 公司廊坊外数据中心布局(在建项目)	21
表13: 2018-2021年公司廊坊A1-A7上电率情况	22
表14: 国内部分第三方IDC布局情况对比	22
表15: 2020年部分国内第三方IDC成本结构对比	23
表16: 电价对毛利率的影响(基于2020年数据测算)	24
表17: 公司部分与电信运营商的在手合同或框架协议	25
表18: 液冷市场规模测算-从机柜角度出发	27
表19: 润泽科技业务拆分(百万元, %)	31
表20: 未来3年业绩预测(百万元)	32
表21: 情景分析(乐观、中性、悲观)	32
表22: 公司盈利预测假设条件(%)	33
表23: 资本成本假设	34
表24: 润泽科技FCFF估值表	34
表25: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)	34
表26: 同类公司估值比较(2023年8月1日)	35

国内领先的超大规模园区级数据中心运营商

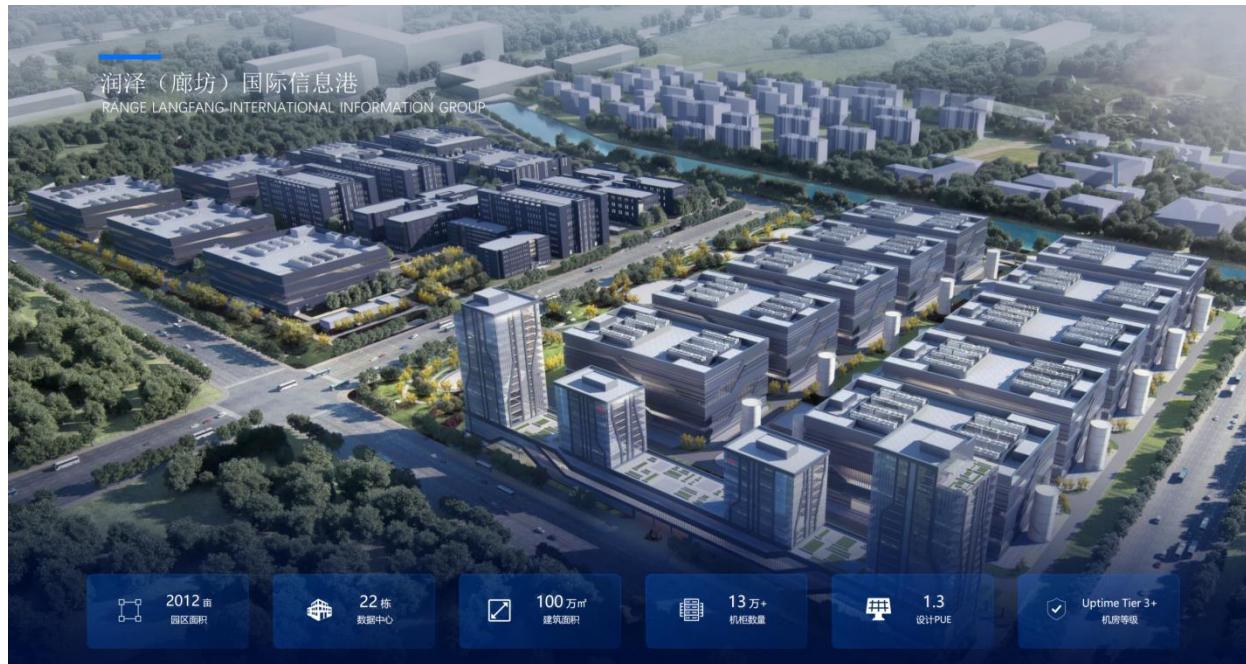
国内领先的园区级数据中心运营商

国内领先的园区级数据中心运营商。公司成立于 2009 年，自成立以来主营超大规模数据中心集群的运营，2010 年正式投资建设润泽国际信息港项目。发展至今，公司立足京津冀·廊坊、长三角·平湖、粤港澳大湾区·佛山和惠州，辐射成渝经济圈·重庆和甘肃·兰州，总体规划布局 56 栋数据中心、约 29 万架机柜，是国内领先的超大规模园区级数据中心运营商。

公司于 2022 年借壳普丽盛，成为创业板借壳上市第一股。其重组方案具体为：普丽盛将除 COMAN 公司 100% 股权外的全部资产与负债共计 6.02 亿作为置出资产，与京津冀润泽持有的润泽科技股权中的等值部分进行置换；拟置入的润泽科技评估价值为 142.68 亿元，其与前述置出资产的差额 136.66 亿元，以每股价格 18.97 元向京津冀润泽等 14 名交易方定向增发。2022 年 7 月相关资产正式完成交割，9 月公司简称变更为润泽科技，完成借壳上市。

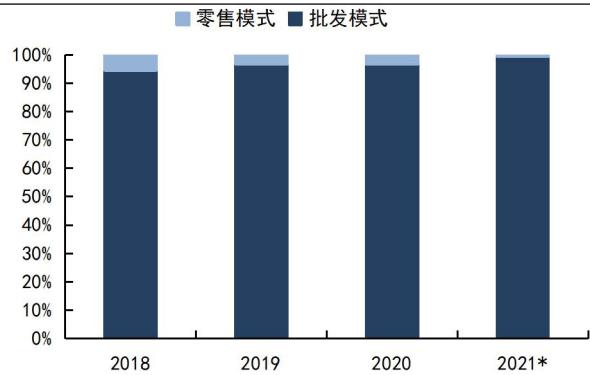
公司专注于开发及运营超大规模数据中心。公司布局了 1 处 13 万架机柜园区，1 处 5 万架机柜园区，3 处 3 万架机柜园区及 1 处 1.4 万架机柜园区，远大于行业制定的超大规模数据中心标准（规模大于等于 10,000 个标准机架）。公司数据中心服务主要为面向电信运营商、大型互联网公司及部分国家部委提供数据中心基础设施服务。截至 2022 年，公司已正式投产机柜数量约 4.6 万架，成熟的数据中心上架率超过 90%。

图1：公司廊坊数据中心规划图

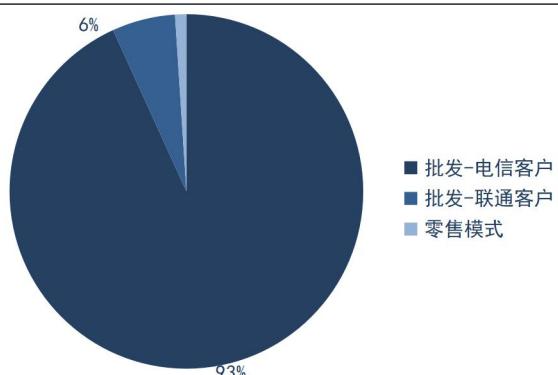


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

业务模式以批发型为主，主要与电信运营商合作，减少自营。公司批发型业务模式占比超过 90% 且不断攀升，据公司公告，2021 年 1-10 月，公司批发型业务实现收入 16.6 亿元，占比达 99.26%。

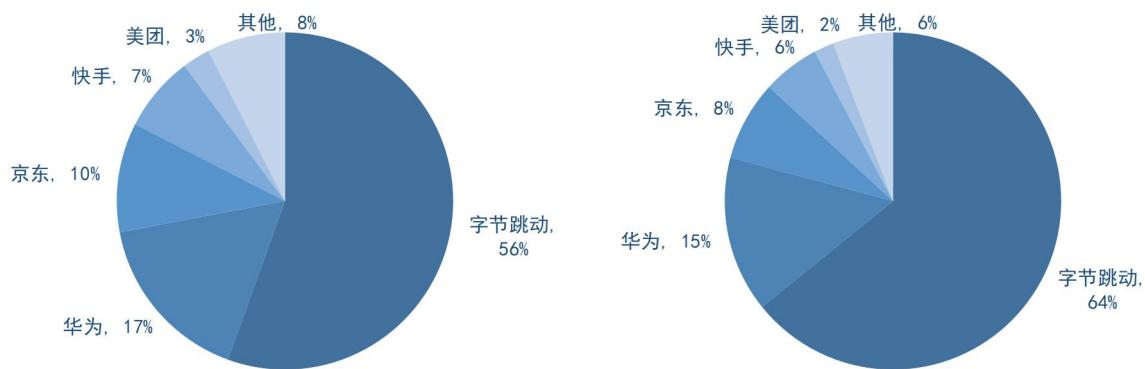
图2：公司各业务模式收入占比


资料来源：公司重大资产重组报告书，国信证券经济研究所整理

图3：公司客户上电机柜占比（2021年1-10月）


资料来源：公司重大资产重组报告书，国信证券经济研究所整理

终端客户为互联网厂商及政府部门，字节为最大客户。公司终端客户包括字节跳动、华为、京东、快手、美团等互联网厂商以及部分政府客户（如国家信息中心、国家市场监督管理总局等），其中字节为公司最大终端客户，收入占比21年超60%。

图4：公司2020（左）-2021年前十月（右）公司终端客户占比


资料来源：公司重大资产重组报告书，国信证券经济研究所整理

股权结构集中，管理层聚焦主业

公司股权结构较为集中。截至23Q1，公司实控人周超男通过京津冀润泽持有公司61.3%股权；重组上市期间，公司引入了平安、中金系资本等金融资本，发展前景获认可。

图5：润泽科技股权结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：截至 23Q1

管理层深耕通信行业。公司实控人周超男自 2000 年创立天童通信，2009 年设立润泽科技并随后在廊坊投资建设润泽国际信息港项目，至今持续深耕通信行业二十余年。其余管理层也多具有相关行业背景，行业经验丰富。

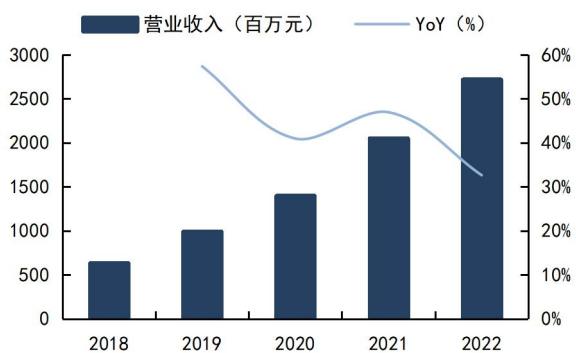
表1：公司董事、管理层及部分核心技术人员

姓名	职务	学历	简介
周超男	董事长,董事	硕士	硕士研究生学历，高级通信工程师。1982 年 7 月至 1982 年 12 月，任湖南省衡阳市衡南县商业局教员；1983 年 1 月至 1993 年 12 月，任湖南省衡阳市衡南县江东粮油转运站员工；1994 年 1 月至 2000 年 2 月，任湖南省招商运输贸易公司衡阳分公司经理；2000 年 3 月至今，任天童通信网络有限公司董事长；2009 年 8 月至 2022 年 12 月，任润泽发展董事长。现任第十四届全国政协委员，中国农工民主党第十六届中央委员会委员，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，润泽科技董事长。
李笠	副董事长,董事	硕士	硕士研究生学历。2004 年至 2013 年 7 月，就职于天童通信网络有限公司，历任施工员、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，任润泽科技董事和副总裁职务，现任润泽科技董事、总经理。
姜卫东	董事	本科	曾任上海液气总公司液压件一厂技术员，上海张堰轻工设备有限公司执行董事、总经理，普丽盛董事长、总经理。现任上海普丽盛机械设备有限公司执行董事，润泽科技董事。
沈晶玮	董事	博士	2000 年至 2008 年 11 月，就职于东北证券股份有限公司，历任投资银行部项目经理、执行总监、内核小组召集人；2008 年 11 月至 2020 年 4 月，任职于安信证券股份有限公司，任并购融资部执行总监、公司内核小组成员，2020 年 5 月加入润泽发展。现任润泽科技董事、董事会秘书。
张娴	董事	硕士	2015 年 12 月至今，就职于北京欣诺与恒控股有限公司，现任经理、执行董事；2018 年 12 月至今，就职于廊坊泽睿科技有限公司，现任执行董事。现任润泽科技董事、副总经理。
祝敬	董事	本科	2006 年 9 月至 2010 年 10 月，就职于全国海关信息中心，历任工程师、中级工程师；2010 年 10 月至 2011 年 1 月，就职于中金数据集团有限公司，任专业主管；2011 年 1 月至 2012 年 7 月，就职于中国数码信息有限公司，任专业主管；2012 年 7 月至 2013 年 4 月，就职于北京天地云箱科技有限公司，任产品经理；2013 年 4 月至 2013 年 7 月，就职于太极计算机股份有限公司，任楼宇三部设计主管；2013 年 7 月加入润泽发展。现任润泽科技董事、副总经理。
任远	财务负责人	本科	2014 年 7 月至 2019 年 12 月，就职于容诚会计师事务所（特殊普通合伙）安徽分所，历任审计员、高级审计员、项目经理、高级项目经理；2019 年 12 月加入润泽发展，现任润泽科技财务负责人。

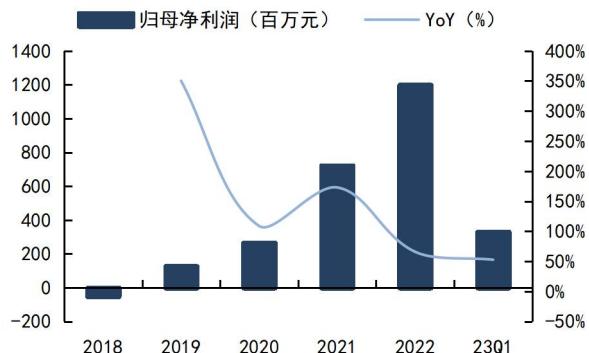
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

加快全国布局，业绩实现快速增长

公司业绩近年来实现快速增长。2022 年，公司实现营业收入 27.2 亿元，同比增长 33%；实现归母净利润 12.0 亿元，同比增长 66%。2019 年至 2022 年，公司营收和归母净利润复合增速分别达到 40% 和 112%，实现快速增长。23Q1 公司增长趋势延续，实现收入 8.1 亿元，同比+32%，实现归母净利润 3.3 亿元，同比+53%。

图6: 公司营业收入 (百万元) 及同比增长


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司归母净利润 (百万元) 及同比增长


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

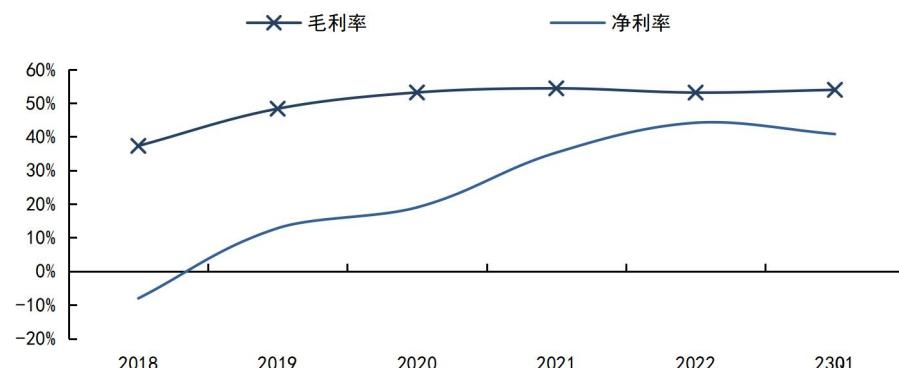
图8: 公司单季度营业收入 (百万元) 及同比增长


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司归母净利润 (百万元) 及同比增长


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力提升，毛利率稳定在 50%+水平。2018 年至 23Q1，公司毛利率和净利率水平从<40%逐步提升到 50%+水平，并逐步保持稳定。盈利能力在近年来的提升主要受益于公司数据中心不断投产，上电率逐步提升，规模效应逐步释放。

图10: 公司毛利率和净利率情况


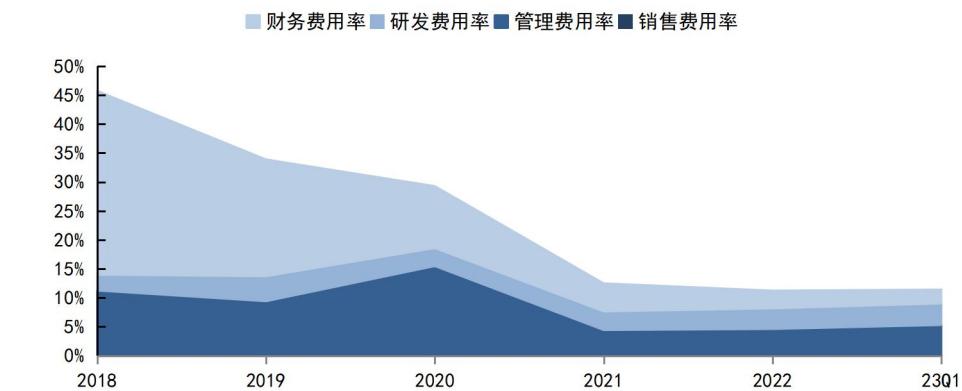
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2：公司数据中心机柜数及上电率

数据中心名称	机柜数（个）	投入使用时间	上电率			
			2018	2019	2020	2021
A1	4858	16-05	95%	92%	90%	89%
A5	3784	17-05	93%	97%	97%	97%
A2	5830	18-01	76%	96%	97%	99%
A6	6020	19-04	未投产	30%	80%	92%
A3	6040	20-07	未投产	未投产	60%	90%
A18	6000	20-12	未投产	未投产	15%	96%
A7	6000	21-04	未投产	未投产	未投产	60%

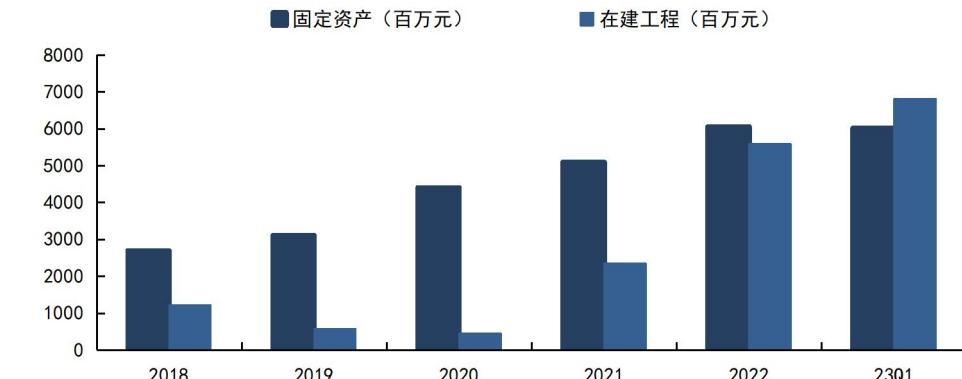
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

费用方面，规模效应及融资能力提升，财务费用率走低。主要费用率公司近年来逐步走低，其中销售费用由于采用与运营商合作的批发型模式，长期处于低位且低于同行；研发费用主要为研发人员薪酬以及开展研发活动时使用数据中心机房环境进行系统调试和数据验证从而产生的能源费用和折旧费用，相对稳定。管理费用在2020年出现高值，系确认股份支付款因素。财务费用率走低，受益于公司融资能力提高，平均贷款利率走低，利息费用支出可控。

图11：公司费用率情况


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

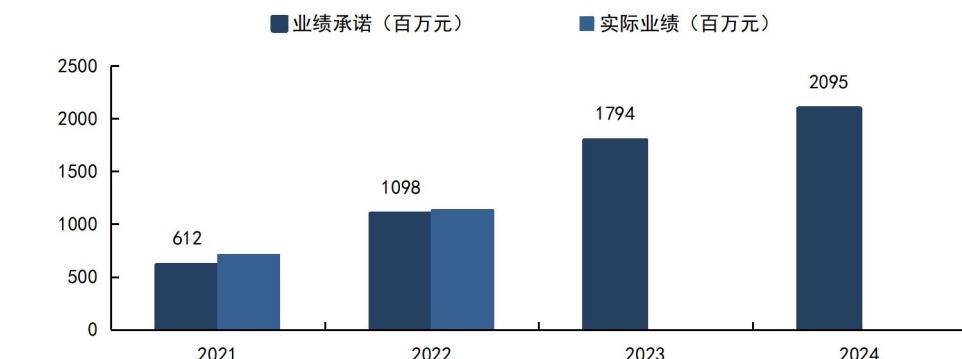
加快全国数据中心布局和建设力度。公司全国布局总体规划布局56栋数据中心、约29万架机柜，并将于2023年交付包括廊坊A区、长三角、粤港澳大湾区（惠州和佛山两地）、成渝经济圈等地数据中心。反映到报表层面，公司固定资产和在建工程显著提升，至23Q1，公司固定资产60.2亿元、在建工程68.2亿元。

图12: 公司固定资产及在建工程情况 (百万元)


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

业绩承诺与股权激励指引成长，长期增长信心充足

持续布局与业绩承诺指引成长。根据业绩承诺，润泽 2021-2024 年扣非归母净利润分别不低于 6.11、10.98、17.94 和 20.95 亿元，对应复合增速为 51%。而公司 2021-2022 年均达成业绩承诺，实际扣非归母净利润分别为 7.1、11.4 亿元。展望后续，全国布局的持续推进与业绩承诺从不同维度展现公司长期增长信心。

图13: 公司业绩承诺及 2021-2022 年实际完成情况 (百万元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

发布股权激励，彰显成长信心。公司近期发布股权激励，采用激励工具包括第一类限制性股票和第二类限制性股票，合计拟授予的限制性股票数量不超过 2288 万股。其中，首次授予限制性股票的数量为 1831 万股；预留限制性股票为 457 万股，授予价格为每股 14.77 元。

公司层面业绩考核目标为以 2024 年净利润为基数，2025-2027 年净利润增长率分别不低于 50%/75%/100%。根据公司业绩承诺，预计 2024 年实现扣非归母净利润 20.95 亿元，以此为基数计算，对应 25-27 年业绩目标分别为 31.4/36.7/41.9 亿元，对应 24-27 年 CAGR 为 26%。

根据测算，本激励计划首次授予的 1831 万股限制性股票的总成本约为 2.6 亿元，以公司本激励计划公告日市场价格 29.53 元/股预测，对应 23-28 年股权激励费用

分别为 2027/8111/8111/4995/2287/433 万元。

表3：公司股权激励对象及分配情况（万股）

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划涉及的限制性 股票总数的比例	占本激励计划公告日公司股 本总额的比例
第一类限制性股票				
周超男	董事长	27.8	1.22%	0.02%
李笠	副董事长、总经理	27.6	1.21%	0.02%
祝敬	董事、副总经理	16	0.70%	0.01%
沈晶玮	董事、董事会秘书	14	0.61%	0.01%
张娴	董事、副总经理	14	0.61%	0.01%
任远	财务负责人	14	0.61%	0.01%
董事、高级管理人员小计		113.4	4.96%	0.07%
中层管理人员及核心员工(共 93 人)		252.8	11.05%	0.15%
预留部分		91.4	3.99%	0.05%
小计		457.6	20.00%	0.27%
第二类限制性股票				
周超男	董事长	111.2	4.86%	0.06%
李笠	副董事长、总经理	110.4	4.83%	0.06%
祝敬	董事、副总经理	64	2.80%	0.04%
沈晶玮	董事、董事会秘书	56	2.45%	0.03%
张娴	董事、副总经理	56	2.45%	0.03%
任远	财务负责人	56	2.45%	0.03%
董事、高级管理人员小计		453.6	19.83%	0.26%
中层管理人员及核心员工(共 93 人)		1,011.20	44.20%	0.59%
预留部分		365.6	15.98%	0.21%
小计		1,830.40	80.00%	1.07%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4：公司层面业绩考核目标

考核年度	考核目标	净利润（亿元）	解除限售比例
2025	以公司 2024 年净利润为基数，公司 2025 年净利润增长率不低于 50%	31.4	40%
2026	以公司 2024 年净利润为基数，公司 2026 年净利润增长率不低于 75%	36.7	30%
2027	以公司 2024 年净利润为基数，公司 2027 年净利润增长率不低于 100%	41.9	30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；

注：净利润目标基于公司 2024 年业绩承诺 20.95 亿元计算

表5：股权激励费用摊销情况（万股，万元）

权益工具	首次授予数量	预计摊销总费用	2023	2024	2025	2026	2027	2028
第一类限制性股票	366.2	5405.1	422.1	1688.5	1688.5	1039.8	476.2	90.1
第二类限制性股票	1464.8	20560.5	1605.7	6422.7	6422.7	3955.5	1811.3	342.7
合计	1831.0	25965.6	2027.8	8111.2	8111.2	4995.3	2287.5	432.8

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

数字经济与 AI 催化，行业景气度有望提升

数据中心（IDC：Internet Data Center）即互联网数据中心，主要为互联网内容提供商（ICP）、企业、政府机构等部门及单位提供大规模、高质量、安全可靠的专业化服务器托管、空间租用、网络批发带宽以及 ASP、EC 等业务。

从历史来看，数据中心作为流量的基石，算力的重要载体，近十年受益于移动互联网、疫情带来的线上流量增长等核心受益于算力和流量的扩张，经历了快速的发展。今年以来，随着东数西算建设以及 AI 等新应用场景的出现，为行业赋予了新的增长动能，有望带动行业新一轮建设升级。

流量需求场景扩张，传统 IDC 需求仍有增长

移动互联网流量爆发式增长，是推动 IDC 行业发展的第一波浪潮。移动互联网的流量快速发展的周期始于 2013 年，随着移动电话的普及、移动网络升级流量迎来快速增长。2018 年，在各种线上线下服务加快融合，移动互联网业务创新大力驱动下，移动支付/出行/视频直播等应用场景快速普及，移动互联网接入流量增速创下新高（同比+189%）。

2020 年，随着疫情的爆发，大量的线下场景转为线上，带动了行业第二波高速增长。参考我国第三方 IDC 企业龙头万国数据、世纪互联，二者均在 2013-2015 年间、2018-2020 年享受了行业高增长带来的增长红利。

图14：万国数据历史营收（亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

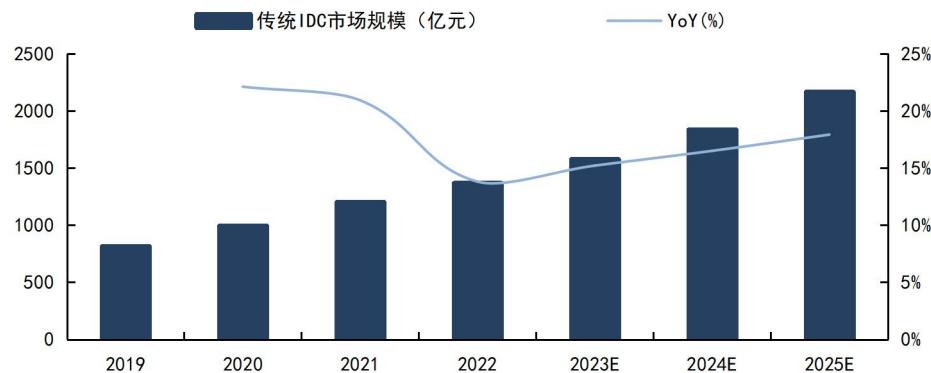
图15：世纪互联历史营收（亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（世纪互联营收包含部分收并购业务的并购）

展望后续，新旧动能切换，传统 IDC 行业有望持续增长。移动互联网的增速虽然趋缓，但产业数字化进程仍将催化流量需求场景的持续扩张。据科智咨询统计，2022 年我国传统 IDC 行业（包含运营商与第三方 IDC 机柜、带宽以及增值服务收入）市场规模超过 1368 亿元，2021 至 2023 年复合增长率为 14.5%，预计未来三年，传统 IDC 行业市场规模有望持续增长，预计 2025 年可以超过 2165 亿元，复合增速 17.2%。

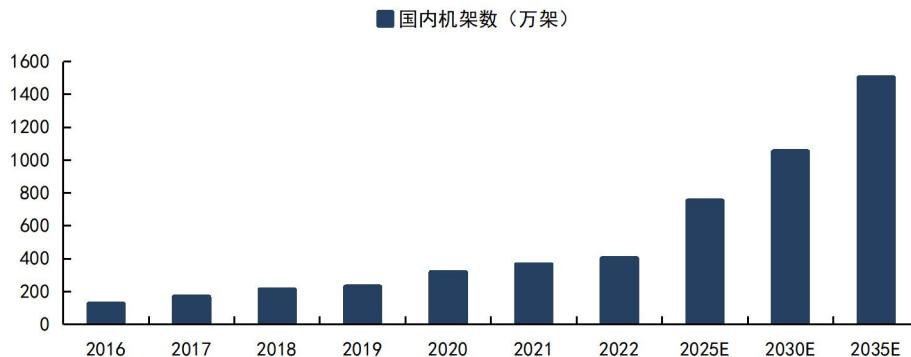
图16: 国内传统 IDC 市场规模 (亿元)



资料来源：科智咨询，国信证券经济研究所整理

机架数量方面，国内数据中心2025年规模有望超过750万架。根据CDCC统计，截至2021年，我国存量数据中心机架数超过350万架，其中华东地区超过100万架，华南华北地区分别达到90/80万架，未来随着数字经济发展以及流量的增长，国内数据中心2025年规模有望超过750万架。另据科智咨询统计，截止当前我国IDC机架平均上架率约58%，在保持基础设施建设适当超前水平下，预计未来行业上架率整体有望维持在该水平区间。

图17: 国内数据中心机架数 (万架)



资料来源：CDCC《数据中心基础设施运维管理》，国信证券经济研究所整理

数字经济政策支持，运营商加大云网端投资

数字经济建设中，数据中心是重要的基础设施投资环节。数据中心作为流量的基石，算力的重要载体，是数字经济的底层基础设施，也成为关键的投资环节之一，核心标志之一是“东数西算”工程的实施。财政端也予以积极支持，例如发改委宣布春节前后将集中下达一批中央预算内投资支持新型基础设施领域重大项目建设。后续随着京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝，以及贵州、内蒙古、甘肃、宁夏等八大算力枢纽的建设推进，云基建产业景气度有望提升。

表6: “数字经济”相关政策梳理

日期	文件名称	机构	核心要点
2023. 02	《数字中国建设整体布局规划》	中共中央、国务院	政务数字化智能化水平明显提升，打通数字基础设施大动脉。加快 5G 网络与千兆光网协同建设，深入推进 IPv6 规模部署和应用，系统优化算力基础设施布局，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。整体提升应用基础设施水平，加强传统基础设施数字化、智能化改造。
2022. 03	《政府工作报告》	国务院	加强数字中国建设整体布局。建设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系，推进 5G 规模化应用，促进产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村。加快发展工业互联网，培育壮大集成电路、人工智能等数字产业，提升关键软硬件技术创新和供给能力。
2022. 02	《国家发展改革委等部门关于同意京津冀地区启动建设全国一体化算力网络国家枢纽节点的复函》等	发改委等	同意启动八大算力枢纽节点建设并规划十大数据中心集群，正式启动东数西算工程
2022. 01	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	布局八大算力枢纽，推进云网协同，统筹算力和智能调度，建设绿色数据中心
2021. 07	《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》	工信部	计划用三年时间形成与数字经济相适应的新型数据中心发展格局，建设全国一体化算力网络，逐步降低电能利用效率
2021. 05	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	发改委等	建设全国一体化算力网络枢纽节点，加强绿色数据中心建设，推动老旧基础设施转型升级
2020. 12	《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》	发改委等	到 2025 年，全国范围内数据中心形成布局合理、绿色集约的一体化格局，围绕京津冀等重点区域建设大数据中心枢纽节点，完善配套基础设施，深化大数据应用创新

资料来源:国务院、工信部、发改委等,国信证券经济研究所整理

图 18: 一体化大数据中心节点布局图



资料来源：国家发改委，国信证券经济研究所整理

图 19: 东西部网络联动有望进一步加强



资料来源：CDCC，国信证券经济研究所整理

三大运营商一方面为了进一步推进自身创新业务的发展，另一方面配合国家“东数西算”工程的实施，从2023年规划的资本开支情况来看，结构上向云网端侧倾斜趋势明朗，加大相关投资规模：

- **中国移动**: 公司规划 2023 年资本开支向算力、能力倾斜, 算力 2023 年预计投入 452 亿元(22 年投入 335 亿元), 规划 23 年增加服务器超过 24 万台(22 年规划投入 18 万台), 增加 IDC 机架超过 4 万架。公司系统打造以 5G、算力网络、能力中台为重点的新型信息基础设施, 创新构建“连接+算力+能力”新型信息服务体系, 不断夯实数智底座, 信息服务拓展提档加速。
 - **中国电信**: 公司规划 23 年产业数字化投资同比增长 40% 至 380 亿元。公司积极打造“云网能力底座+行业应用平台”深度融合的产业数字化服务大平台, 为千行百业提供数字化整体解决方案。23 年公司规划实现云业务收入超千亿元, 并已携手中国电子、中国电科、中国诚通和中国国新等央企共同打造首

个国资监管云服务，天翼云进入 4.0 全面商用阶段。23 年公司规划算力（云资源池）投入 195 亿元（达 6.2EFLOPS），建设集约 AI 算力中台，覆盖超千万 2C/2H/2B 客户，服务百余应用场景，AI 与大数据实现公司化运作，快速提升市场化水平。

➤ **中国联通：**公司规划 23 年资本开支 769 亿元，其中算网投资 149 亿元，同比增长超 20%；IDC 机架自 22 年 36.3 万架提升至 23 年 39 万架，MEC 节点自 22 年 400 个提升至 23 年 500 个，云计算池自 22 年 170 个城市提升至 23 年 250 个城市。公司不断打牢数字底座，以迎接大模型、大数据、高算力为基础的数字经济爆发新机遇。

表7：三大运营商资本开支情况（亿元）

中国移动	连接	算力	能力	基础		总计
2022	1171	335	134	212		1852
2023E	1029	452	141	210		1832
YoY	-1%	35%	5%	-0%		-1%
中国电信	移动网 (5G+4G)	产业数字化	宽带网	运营系统	基础设施	总计
2021	398	173	161	46.0	89.3	867.2
2022	320	271	186	148		925.3
2023E	314.8	380	155	139.6		990.0
YoY	-2%	40%	-16%	-6%		7%
中国联通	基础设施、 传输网及其他	固网宽带及数据	移动网络	算网投资		总计
2021	338.1	131.1	220.8			690
2022				142		742
2023E				149		769
YoY				5%		4%

资料来源：运营商官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

AI 催化新动能，云厂商资本开支有望修复

ChatGPT 带动全球科技公司 AI 浪潮。在 ChatGPT 的带动下，全球科技公司掀起研究大型语言模型的热潮。海内外大厂先后发布 AI 产品，例如微软先后推出 Microsoft 365 Copilot 和 Windows Copilot，将 ChatGPT 接入旗下产品；谷歌发布 PaLM2 模型；亚马逊 AWS 推出生成式 AI 平台 Bedrock 服务；Meta 先后推出 LLaMA、SAM、MMS 等 AI 大模型产品。国内厂商方面，百度文心一言、阿里通义千问、商汤日日新大模型、华为盘古、腾讯混元等国内 AI 大模型产品也已陆续宣布。

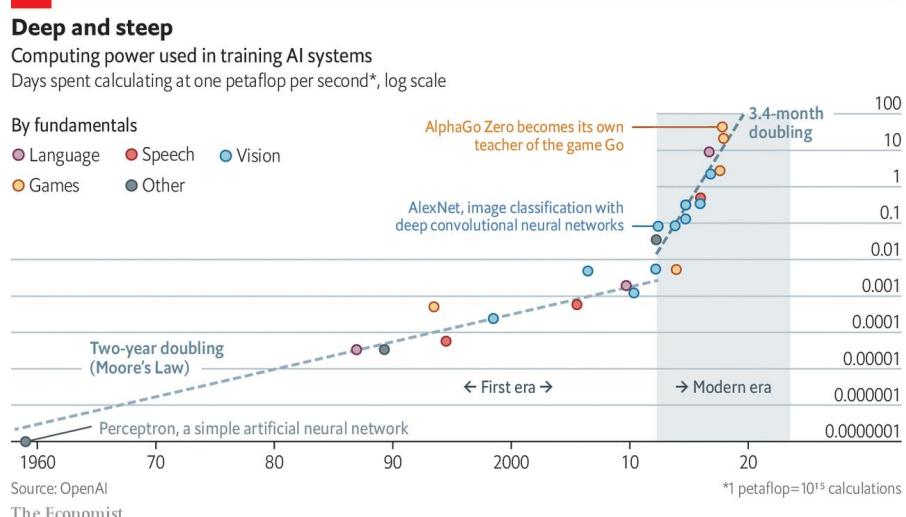
表8：部分全球科技企业 AI 大模型进展

公司名称	AI 产品布局
微软	2019 年，微软对 OpenAI 进行了高达 10 亿美元的投资，并获得了 GPT (ChatGPT 早期模型) 的独家授权。2021 年，微软再次进行投资，推出 OpenAI 与自有产品深度集成的新工具 (如 GitHub Copilot)。而后在今年 1 月 23 日微软又宣布向 OpenAI 追加数十亿美元的投资，且于 2 月 2 日宣布旗下所有产品将全线整合 ChatGPT。2023 年 3 月至 5 月，微软先后推出 Microsoft 365 Copilot 和 Windows Copilot，将 ChatGPT 接入旗下所有产品，包括且不限于 Bing 搜索引擎、Office 全家桶、Azure 云服务、Teams 聊天程序、Windows 操作系统等。谷歌 2016 年出资 6 亿收购英国人工智能公司 DeepMind。2017 年时谷歌已实现了重大的技术突破，推出了神经网络系统 Transformer，并研发出了一款名叫 Meena 的聊天机器人，于 2021 年更名为 LaMDA 推出。2023 年 5 月 10 日，2023 Google I/O 大会上宣布推出新一代大语言模型 PaLM2，是目前参数量最大的 5400 亿参数大模型 PaLM 的迭代版，基于 100 多种语言数据上训练而成。
谷歌	2023 年 4 月 13 日，亚马逊 AWS 推出生成式 AI 平台 Bedrock 服务，支持用户通过 API 访问亚马逊自己的 Titan (泰坦) 大模型；同时支持调用来自 AI21 Labs、Anthropic、Stability AI 等第三方的多样化模型。Bedrock 一个核心特征是支持企业自定义基础模型，只需少量数据就完成模型定制化和微调。
亚马逊	2023 年 4 月 13 日，亚马逊 AWS 推出生成式 AI 平台 Bedrock 服务，支持用户通过 API 访问亚马逊自己的 Titan (泰坦) 大模型；同时支持调用来自 AI21 Labs、Anthropic、Stability AI 等第三方的多样化模型。Bedrock 一个核心特征是支持企业自定义基础模型，只需少量数据就完成模型定制化和微调。
Meta	2023 年，Meta 后先推出了 LLaMA (Large Language Model Meta AI，大语言模型，130 亿参数)、SAM (Segment Anything Model，图像识别模型)、MMS (Massively Multilingual Speech，语音模型) 等 AI 产品
阿里巴巴	达摩院此前曾先后推出超越谷歌、微软的 10 万亿规模的 M6 大模型、AI 模型开源社区“魔搭”等。4 月 11 日，阿里巴巴集团董事会主席兼 CEO、阿里云智能集团 CEO 张勇在云峰会上表示，阿里巴巴所有产品未来将接入“通义千问”大模型，进行全面改造。目前，钉钉、天猫精灵等产品已接入通义千问测试，将在评估认证后正式发布新功能。
百度	2023 年 3 月，百度正式发布文心一言，是百度全新一代知识增强大语言模型
腾讯	2022 年 4 月 21 日，腾讯对外正式对外披露“混元”AI 大模型，该模型包含但不限于：计算机视觉、自然语言处理、多模态内容理解、文案生成、文生视频等多个方向的超大规模 AI 智能模型。去年 12 月，腾讯又推出了国内首个低成本、可落地的 NLP 万亿大模型，并公布了大模型的训练方法——最快用 256 张卡，1 天内就能训练完成，成本直接降至原来的 1/8。今年 2 月 9 日，腾讯表示目前在 ChatGPT 相关方向上已有布局，专项研究也在有序推进。
360	4 月 10 日，在由 360 主办的 2023 数字安全与发展高峰论坛上，360 集团创始人周鸿祎发布了基于大语言模型的中国版 ChatGPT 产品。这一产品被命名为“360 智脑”，并将率先落地搜索场景，为企业用户提供更智能、更高效的搜索体验。
商汤	4 月 10 日，在商汤技术交流日活动上，商汤科技董事长兼首席执行官徐立宣布推出大模型体系“商汤日日新大模型”，包括 1800 亿参数中文语言大模型应用平台“商量 SenseChat、文生图生成模型“秒画”、3D 内容生成平台“宇”（场景生成），“格物”（物体生成）。

资料来源：机器之心，各公司官网，国信证券经济研究所整理

随着 AI 等新应用场景的出现，为行业赋予了新的增长动能，有望带动行业新一轮建设升级。智算中心是服务于人工智能的数据中心，包括人工智能、机器学习、深度学习等需求，以 GPU 等 AI 训练芯片为主，为 AI 计算提供更大的计算规模和更快的计算速度，以提升单位时间单位能耗下的运算能力及质量为核心诉求。

AI 应用场景的发展导致算力需求的上升。根据 OpenAI 披露，ChatGPT 3.0 版本模型参数已达 1750 亿，GPT-4.0 版本模型参数进一步跃升，根据 OpenAI 数据，目前 AI 训练的算力需求呈指数级增长——每 3.4 个月便可翻番。未来随着算力场景的增长，模型所需的算力有望呈现持续加速增长态势，促使超算中心和智算中心的占比进一步提升。

图20：AI 算力需求快速增长


资料来源：OpenAI，国信证券经济研究所整理

我国目前建成的智算中心超过 20 个，未来比例有望进一步提升。截至 2021 年底，我国在用数据中心机架总规模达 520 万标准机架，在用数据中心服务器规模 1900 万台，算力总规模超过 140 EFLOPS，其中在用超大型和大型数据中心超过 450 个，智算中心超过 20 个，投资主体包括云厂商、AI 企业、政府等，典型的数据中心案例包括：

- 阿里云张北超级智算中心可提供 12EFLOPS（每秒 1200 亿亿次浮点运算）AI 算力，将超过谷歌的 9 EFLOPS 和特斯拉的 1.8 EFLOPS，成为全球最大的智算中心，可为 AI 大模型训练、自动驾驶、空间地理等人工智能探索应用提供强大的智能算力服务。
- 商汤“新一代人工智能计算与赋能平台”临港超算中心总算力规模超过 3700PFLOPS。总投资金额超过 50 亿元人民币，一期将安置 5000 个等效 8000W 的机柜。算力中心建成并投入使用后，可同时接入 850 万路视频，1 天即可完成 23600 年时长的视频处理工作。
- 南京智算中心已运营 AI 计算能力达每秒 80 亿亿次（AI 算力远超传统数据中心提供的基础算力供给），采用浪潮 AI 服务器算力机组，搭载寒武纪思元 270 和思元 290 智能芯片及加速卡。1 小时可完成 100 亿张图像识别、300 万小时语音翻译或 1 万公里的自动驾驶 AI 数据处理任务。

图21：阿里云智算中心



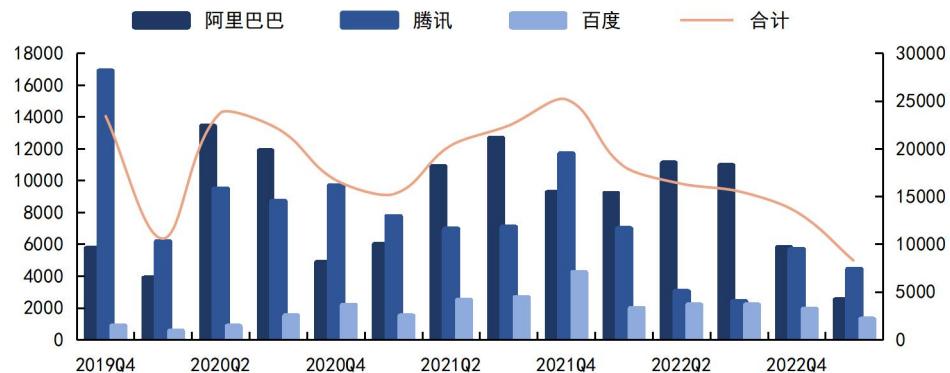
资料来源：Uptime Institute Intelligence，国信经济研究所整理

图22：南京智算中心



资料来源：中国新闻网，国信经济研究所整理

AI 催化下，国内互联网云巨头资本开支有望触底反弹。23Q1 国内三大云厂商资本开支同比显著下滑。根据 BAT 三大云厂商数据，整体来看，23Q1 BAT 资本开支合计 82.2 亿元（同比-55%，环比-39%），已处于历史低点。其中：阿里巴巴 23Q1 资本开支 25 亿元（同比-73%）；腾讯 23Q1 资本开支 44 亿元（同比-37%）；百度 23Q1 资本开支 13 亿元（同比-35%）。AI 作为全球科技公司布局的新焦点，对智算中心需求有望加速。同时，目前国内游戏版号也已恢复发放，短视频等应用处在持续发展过程中，互联网厂商的传统需求也有望回暖。基于此，国内云厂商资本开支有望逐步回升。

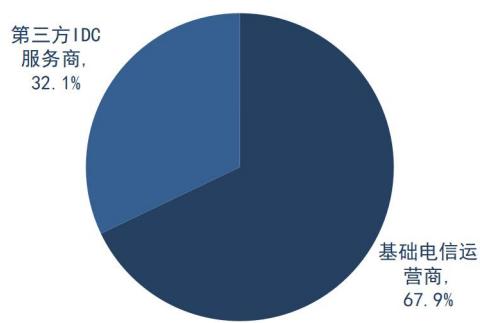
图23: 国内三大云厂商资本开支 (百万元)


资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

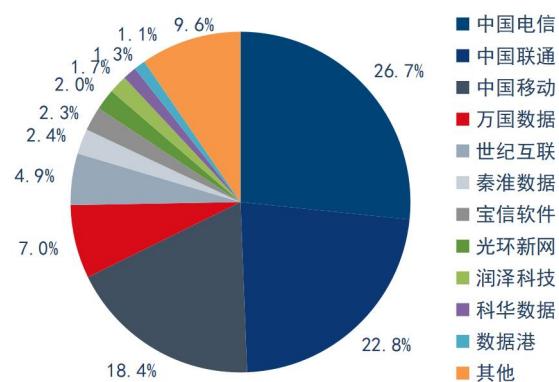
竞争格局：基础电信运营商为主，第三方格局头部集中

中国 IDC 市场份额仍然以三大基础电信运营商为主，截至 2021 年末，基础运营商市场份额累计 68%，第三方运营商市场份额合计 32%；

第三方 IDC 运营商竞争格局分化：2021 年第三方 IDC 中，万国数据、世纪互联、秦淮数据、宝信软件、光环新网等市占率分别为 7%、4.9%、2.4%、2.3% 和 2.0%。

图24: 2021 年基础运营商及第三方 IDC 市场份额占比


资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图25: 2021 年国内 IDC 行业市场竞争格局


资料来源：IDC，公司公告，国信证券经济研究所整理

表9：国内第三方 IDC 厂商基本信息

企业名称	业务模式	主要地区	土地所有权 /自有土地比例%	上架率	MRR* (元/㎡/月)	主要客群	业务优势
万国数据	批发为主	北上广地区合计 93%，海外以东南亚地区为主	60%	72% (截至 22Q4)	5485	云厂商 78%， 互联网 13%、 金融机构及其他 9%	国内第三方 IDC 龙头，以批发业务模式为主，核心资源储备丰富，持续扩张，绿色数据中心建设全国领先
世纪互联	批发+零售	北上广深地区合计 81%	88%	55.0% (截至 22Q4)	9371 (零售型)	云厂商+互联网公司	2020 年以前主要为零售业务，2020 年开始向零售+批发转型，旗下子公司为 Azure 中国运营商，可提供多样化的增值服务
奥飞数据	批发+零售	北京及华北地区，以及广深为主	-	存量机柜 85%以上	-	主要定位中部互联网企业广东、北京地区资源储备丰富，跟大客户关系（eg 快手、百度等）系良好，管理层对费用等严格把控	
润泽科技	批发为主	华北为主，布局长三角、大湾区、成渝等	-	整体预计>60% (截至 22Q4)	-	云厂商+互联网公司（为主）	廊坊地区开发园区级别数据中心项目，资源储备丰富，核心优势在于北京周边有比较大的核心地区资源储备
宝信软件	批发型	上海、武汉、华宝钢铁集团提供空闲土地和建筑物等资源	-	-	-	运营商、金融机构、大型互联网企业等	IDC 布局以上海为核心向全国核心地段不断延展。IDC 业务加速布局，逐渐成为公司经营业绩持续增长的推动力。
光环新网	零售型	北京、上海、华南地区等	基本上都采用自持土地+物业模式	约 80% (截至 22Q3)	-	金融机构、互联网公司等	零售型模式+一线核心城市广泛布局，现有数据中心上架率较高，新建数据中心将于 2021 年逐步交付，有望迎来业绩拐点
数据港	订制型	上海、杭州、华北、华南等	依靠和大客户深度绑定，上架率较高	约 70% (截至 22Q3)	-	和阿里巴巴深度合作	绑定大客户，提高上架率，专注生命周期运维管理
秦淮数据	批发+订制型	主要集中在华北地区 拥有印度、马来西亚数据中心	94%	86% (截至 22Q4)	-	字节跳动为第一大客户	亚太新兴市场领先的运营商中立超大规模数据中心解决方案提供商，同时专注于信息技术产业生态基础设施规划、投资、设计、建造和运营
科华数据	零售+订制型	北上广地区共 7 个	订制型项目主要是腾讯提供土地	-	-	订制型数据中心主要和腾讯合作	公司在 UPS 技术上具有领先优势，目前采取自建+轻资产运营两种模式，深度绑定腾讯等大客户

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：除万国数据、世纪互联、秦淮数据以外，其余企业并未单独披露上架率情况，以上数据为根据企业历史情况进行预测

需求复苏下第三方 IDC 景气度有望提升。不考虑润泽科技的情况下，根据各家公告数统计，2021 年国内头部第三方 IDC 企业 2021 年交付总机柜数超过 49 万架，较 2020 年全年新交付 14 万架，2021 年全年交付机柜数达到历史较高水平。22 年全年受到疫情对于交付节奏以及客户商家需求的变化，实际新增加机柜数出现一定下滑。

预计头部第三方 IDC 企业 2023 年新增机柜数约 15 万架（考虑润泽科技），各企业对于 23 年的战略将主要以客户需求结合实际情况确定具体的项目交付情况，主要以提升存量机柜的上架率兼顾中远期客户发展需求，同时加大海外市场的开拓进度。

表10：国内头部第三方 IDC 企业交付机柜数及预测（单位：万架）

IDC 企业	交付及计划新增机柜数（万架）						交付及计划新增功率数（兆瓦）					
	2019Y	2020Y	2021Y	2022E	2022E 调整后预期	2023E	2019Y	2020Y	2021Y	2022E	2022E 调整后预期	2023E
万国数据	9.0	12.7	19.5	*	*	*	540	828	1,268	*	*	*
世纪互联	4.0	5.4	7.4	*	*	*	160	236	326	*	*	*
光环新网	3.6	3.8	4.4	*	*	*	144	152	189	*	*	*
宝信软件	2.5	3.0	3.0	*	*	*	88	132	135	*	*	*
秦淮数据	2.4	3.6	5.5	*	*	*	193	291	440	*	*	*
奥飞数据	0.7	1.6	2.0	*	*	*	22	69	96	*	*	*
数据港	2.8	5.0	7.4	*	*	*	141	250	370	*	*	*
润泽科技			4.3	*	*	*				*	*	
合计	25.0	35.1	53.5	—	68.0	78.5	1,287	1,957	3,082.7	—	3,920.1	5,333.0
净增	10.1	14.1	—	14.4	15.0					837.4	1,412.9	

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理；注：秦淮数据实际披露为兆瓦数，按照单机柜 8KW 进行折算，万国数据实际披露为机房面积总数，按照单机柜占地 2.5 平方米进行折算；因年初进行机柜数预测时并未给予润泽科技预期，调整前后的对比尚未考虑润泽科技情况

布局核心区域，绑定运营商客户，竞争力出众

布局核心区域园区级大数据中心，盈利能力突出

前瞻布局廊坊数据中心，全国拓展“东数西算”枢纽节点，具备区位优势：

(1) 前瞻布局廊坊国际信息港，供给稀缺，规模突出。北京互联网企业 IDC 需求旺盛，由于本地供给侧无法满足需求，推动 IDC 向廊坊等环京地区外溢。而近年来数据中心 PUE 考核趋严，公司在廊坊的前瞻布局从供给角度看具有稀缺性。

具体来看公司在廊坊地区的布局，润泽（廊坊）国际信息港于 2010 年正式投资建设，规划建设 22 栋、约 100 万平米高等级数据中心，可容纳约 13 万架机柜。目前廊坊数据中心 A 区约 7 万架机柜即将完成全部建设，其中 A1-A8 已完成交付，正式投产机柜数量约 4.6 万架，其余预计将于 2023 年正式交付投运；同时 2023 年将启动廊坊数据中心 B 区建设。综合来看，廊坊国际信息港规模位于全国前列，扩容空间充足。

表11：公司廊坊数据中心布局

数据中心	机柜数 (个)	平均单价 (元/个·月)	投产时间	上架率
A 区				
A1	4858	5809	16-05	89%
A5	3784	6066	17-05	97%
A2	5830	6102	18-01	99%
A6	6020	6286	19-04	92%
A3	6040	6598	20-07	90%
A18	6000	7751	20-12	96%
A7	6000	7232	21-04	60%
A8	6000	7208	22-01	
A9	6000	7623		
A10	6000	7075		
A11	6000	7075	预期 2023 年交付	
A12	6000	7623		
小计	68532			
B 区	60000		2023 年启动廊坊数据中心 B 区建设	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；

注：A8-A12 价格为公司已签订合同约定的销售价格；A1-A7 上架率及平均单价为 2021 年数据

(2) 除廊坊外，公司延续核心城市布局思路，拓展“东数西算”枢纽节点。公司立足京津冀·廊坊、长三角·平湖、粤港澳大湾区·佛山和惠州，辐射成渝经济圈·重庆和甘肃·兰州，前瞻性地在“东数西算”国家算力枢纽节点中的五大核心区域、六大算力节点，总体规划布局 56 栋数据中心、约 29 万架机柜。长三角、粤港澳大湾区（惠州和佛山两地）、成渝经济圈的数据中心，即将完成一期工程建设，将于 2023 年陆续正式交付投运。

表12：公司廊坊外数据中心布局（在建项目）

区域	项目名称	机柜数 (个)	平均单机柜功率 (kW)
平湖			
1	平湖润泽国际信息港 A1 楼	6000	6.3
2	平湖润泽国际信息港 A2 楼	6016	7.04
总体规划	9 栋楼	54000	
佛山			
1	润泽（佛山）国际信息港 2#数据中心	12632	7.04
2	润泽（佛山）国际信息港 3#数据中心		7.04
3	润泽（佛山）国际信息港 4#数据中心	6000	6.3

总体规划	5 栋楼	30000	
惠州			
1	润泽（惠州）国际信息港 2#	6000	6. 3
2	润泽（惠州）国际信息港 3#	6000	6. 3
总体规划	5 栋楼	30000	
重庆			
1	润泽（西南）国际信息港 1#数据中心	4000	6. 3
2	润泽（西南）国际信息港 2#数据中心	4000	6. 3
总体规划	8 栋楼	32000	
兰州			
总体规划	7 栋楼	14000	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司布局枢纽节点的大规模园区级数据中心，可扩容能力强，有助于提高上电率。公司聚焦枢纽节点，相关区域需求旺盛。且公司以大规模园区级数据中心为核心布局思路，可扩容能力强，上电速度快，公司成熟机柜的上电率在 90%以上，处于行业领先水平。

表13：2018-2021 年公司廊坊 A1-A7 上电率情况

数据中心	机柜数（个）	投入使用时间	2018	2019	2020	2021
A1	4858	16-05	95%	92%	90%	89%
A5	3784	17-05	93%	97%	97%	97%
A2	5830	18-01	76%	96%	97%	99%
A6	6020	19-04	未投产	30%	80%	92%
A3	6040	20-07	未投产	未投产	60%	90%
A18	6000	20-12	未投产	未投产	15%	96%
A7	6000	21-04	未投产	未投产	未投产	60%

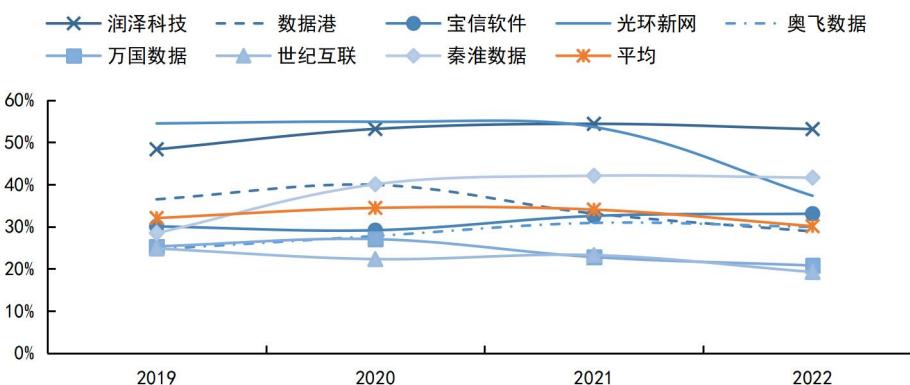
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表14：国内部分第三方 IDC 布局情况对比

企业名称	已投入机柜	布局区域	后续规划
润泽科技	廊坊：A 区投产机柜数量约 4.6 万架（截至 2022 年底）	京津冀（廊坊）、长三角（平湖）、粤港澳（惠州和佛山）、成渝经济圈（重庆）及兰州湾区、成渝、内蒙古	廊坊 A 区约 7 万架机柜 2023 年交付投运，同时启动 B 区建设；平湖、惠州和佛山两地及重庆数据中心即将完成一期建设，将于 2023 年陆续正式交付投运；兰州数据中心已动工
世纪互联	87322 个机柜，上架率 55%	京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古	合资公司完成廊坊项目 SPA 签署，规划机柜数 17000+；河北固安新媒体数字产业园封顶，项目规划 11000 架高密机柜；贵阳贵安超互联新算力基础设施项目正式开工。
奥飞数据	22000 个机柜	北京、广州、深圳、海口、南宁、廊坊、南昌	廊坊固安数据中心（总规划 25,000 个机柜）、广州南沙数据中心项目（总规划 10,000 个机柜）、天津武清数据中心项目（总规划 12,000 个机柜）、江西南昌数据中心（总规划 2,200 个机柜）、云南昆明数据中心项目（首期规划 3,300 个机柜）
万国数据	总机房面积 515787 平方米	北上广、东南亚等	在建 17 座数据中心，规划面积 192713 平方米
宝信软件	超过 35000 个（2021 年）	上海、武汉、华北、华南等	宝之云华北基地已动工，规划 2 万个 8kW 机柜；宝之云梅山基地（约 7000 个机柜）、马鞍山数据中心（约 3000 个机柜）等
光环新网	已投产机柜超过 4.8 万	北京、上海、天津、河北燕郊、长沙、杭州、乌鲁木齐	在建或储备项目全部达产后将拥有超过 11 万个机柜
数据港	折算 5 千瓦（kW）标准机柜	京津冀、长三角、粤港澳大湾区	
	约 74200 个		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

同时，公司卡位核心节点园区级大规模数据中心，具备规模效应，形成低成本优势，结合客户优势提升上电率，盈利能力居于行业前列——公司近年来毛利率稳定在 50%以上水平，在行业中处于第一梯队。

图26: 公司毛利率处于行业领先水平


资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理；注：光环新网、奥飞数据为 IDC 业务毛利率

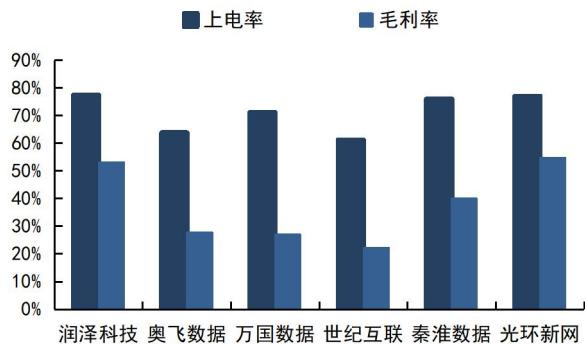
表15: 2020 年部分国内第三方 IDC 成本结构对比

润泽科技			光环新网			奥飞数据		
项目	金额 (亿元)	占收比 (%)	项目	金额 (亿元)	占收比 (%)	项目	金额 (亿元)	占收比 (%)
电费	3.9	27.7%	电费	3.5	20.9%	运营成本	2.3	30.6%
固定资产折旧	1.5	10.8%	折旧摊销	2.4	14.4%	水电	1.2	16.1%
信息技术服务费	0.6	4.4%	技术服务费	0.4	2.4%	折旧摊销	0.5	6.0%
职工薪酬	0.3	2.0%	人工成本	0.4	2.4%	租赁	1.3	17.8%
水费	0.1	0.6%	带宽使用费	0.3	1.7%	人工	0.1	1.2%
材料费	0.1	0.5%	维修、维保及物料消耗	0.2	1.2%	其他费用	0.0	0.6%
其他	0.1	0.7%	租赁费	0.2	0.9%	合计	5.4	72.2%
合计	6.5	46.9%	房租及物业费	0.1	0.8%			
			水费	0.1	0.4%			
			其他	0.0	0.0%			
			合计	7.5	45.1%			

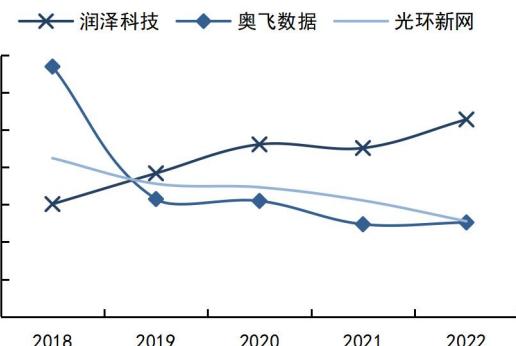
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司毛利率高于同行，受益于多个方面影响：（1）**自投、自建、自持、自运营，资产运营效率高，运维成本低**。公司秉持“自投、自建、自持、自运维”模式，园区的变电站、管网等基础设施建设及后期运维在自建、自持、自运营模式下具备规模效应。得益于此，**公司固定资产的投资和使用效率更高**；

同时，公司园区级大规模数据中心，扩容能力强，而批发模式下，受益于和运营商的直接合作，公司上电率增长迅速，有助于提高毛利率水平。

图27: IDC行业公司上电率与毛利率对比


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图28: 部分IDC行业公司单位折旧产生收入对比（元）


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

(2) 一线城市周边地区，具备成本优势。公司布局瞄准价值洼地，一线城市周边地区的布局具备地价、电价的成本优势。以电价为例，公司目前执行单一制电价，廊坊地区1-10千伏平段电价（含税）为0.5192元/千瓦时，北京郊区、上海市和广州市的工业用电价格单一制平段1-10千伏电压等级的电价（含税）分别为0.6246元/千瓦时、0.69元/千瓦时（非夏季）和0.6381元/千瓦时。基于此，以2020年数据模拟测算，与同行业可比公司可比业务相比，润泽科技的电价优势对毛利率约有8%至12%的有利影响。

表16: 电价对毛利率的影响（基于2020年数据测算）

	廊坊	北京郊区	上海	广州
标准电价(不含税) (元/千瓦时)	0.46	0.55	0.61	0.56
IDC业务收入 (亿元)	13.9	13.9	13.9	13.9
成本 (亿元)	6.5	7.6	8.2	7.7
毛利率	53.15%	45.21%	0.41	44.44%
电费 (亿元)	3.9	5.0	5.5	5.1
电量 (万千瓦时)	89739.0	89739.0	89739.0	89739.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

深度绑定电信运营商，终端客户优质

公司主要采用批发型销售模式，深度绑定运营商。数据中心行业经营模式主要分为“批发型业务模式”和“零售型业务模式”，公司主要采取批发型业务模式，客户主要为中国电信、中国联通等基础电信运营商，并签订长约（合同期限一般为10-15年），公司新建如平湖、佛山等地数据中心项目也已与当地运营商签订框架协议，保证后续收入的稳定性与延续性。

表17：公司部分与电信运营商的在手合同或框架协议

采购方	交易标的	履约期限	合同时长(年)
中国电信北京分公司	IDC 数据中心租赁及运维服务 (A-1)	2014-2029	15
	IDC 数据中心租赁及运维服务 (A-2)	2018-2027	10
	IDC 数据中心租赁及运维服务 (A-3)	2019-2033	15
	IDC 数据中心租赁及运维服务 (A-5)	2017-2027	10
	IDC 数据中心租赁及运维服务 (A-6)	2018-2033	15
	IDC 数据中心租赁及运维服务 (A-7、A-8)	2020-2035	15
	IDC 数据中心租赁及运维服务 (A-18)	2019-2034	15
中国联通河北分公司	IDC 数据中心租赁及运维服务 (A-1、A-2、A-5)	2017-2032	15
	IDC 数据中心租赁及运维服务 (A-2)	2019-2028	10
中国电信浙江分公司	IDC 数据中心租赁及运维服务 (A-2、A-3、A-9、A12)	2019-2028	10
	润泽 (平湖) 国际信息港 A2 数据中心项目	首期合作机柜数量 3000 个, 根据业务实际发展情况, 可协商合作机柜数量, 合作协议有效期 10 年。	
	润泽 (佛山) 国际信息港 A2、A3 数据中心项目	提供 1000 架 IDC 标准机架服务 签订框架合同, 约定合作项目包含 1.2 万个机架, 有效期 10 年	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

终端客户优质，为领先的互联网和 ICT 厂商。公司通过与运营商达成长期合作最终服务于大型互联网企业、国家部委等终端客户。核心终端客户包括字节跳动、华为、京东、快手、美团等大型互联网公司以及部分中央部委客户，其中字节跳动在营收占比中逐年攀升。

图29：公司直接客户以电信和联通为主

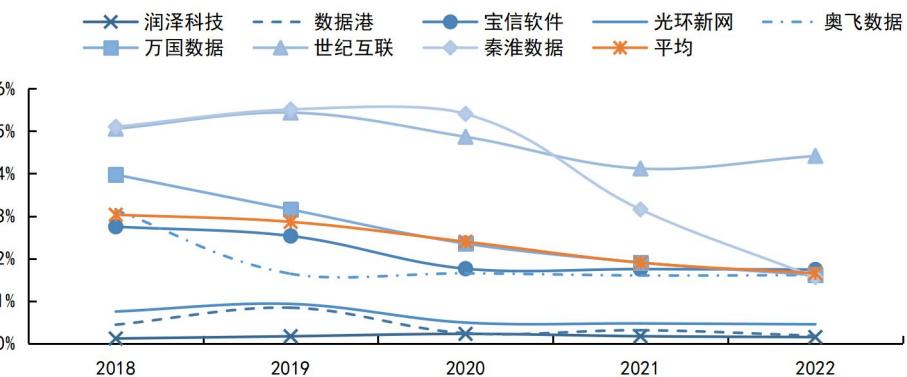

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：终端客户优质，字节跳动收入持续提升（万元）

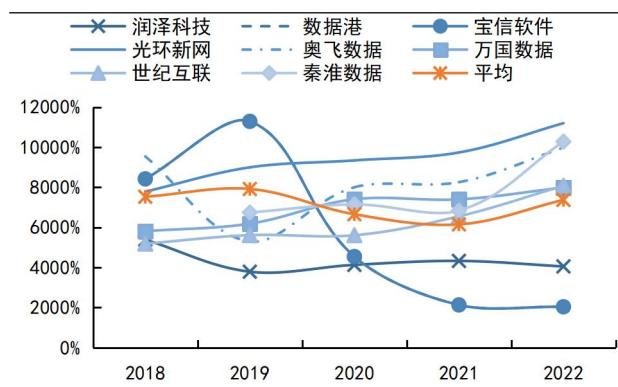

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

批发模式下与运营商的合作以及优质的终端客户资源，有助于节省营销成本。与运营商深度绑定的批发运营模式，使公司可以专注于前期设计规划和建设以及后期运营管理，而无需自行拓展终端客户，从而降低营销成本。从数据上看，公司近年来销售费用率低于 0.2%，显著低于行业平均水平。

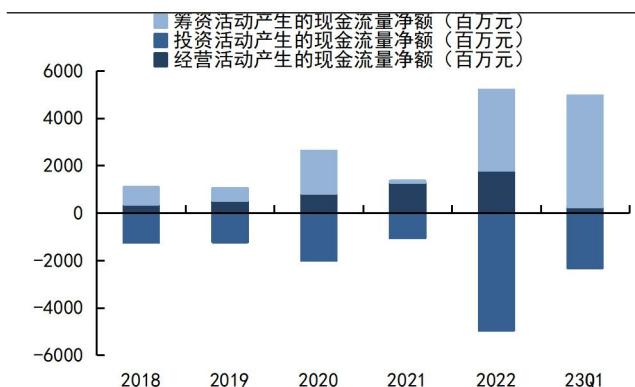
除销售费用外，批发模式下，作为直接客户的运营商作为央企，回款良好，保证公司经营净现金流始终为正。

图31：公司销售费用率显著低于行业平均水平


资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

图32：IDC 行业公司应收账款周转天数对比（天）


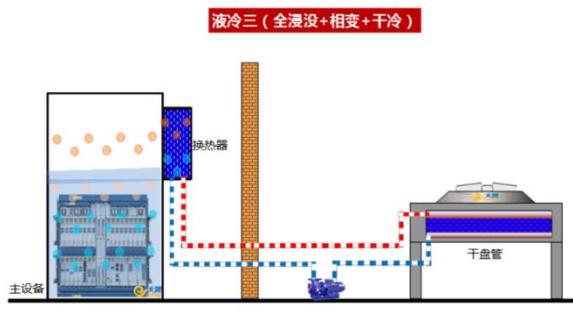
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图33：润泽科技现金流状况（百万元）


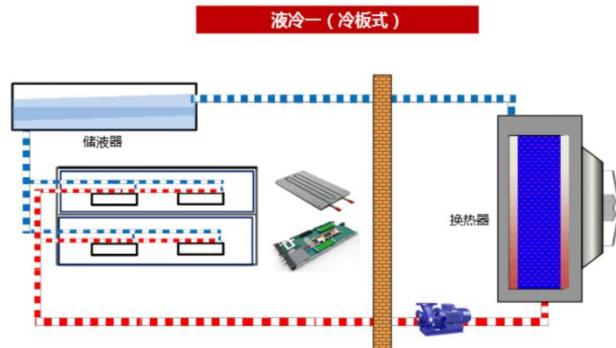
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

加快布局高密机柜和液冷机柜，受益 AI 发展

液冷技术有望成为智算中心主流。液冷散热器通过液体流动与散热器内部表面摩擦带走大量的热量而起到散热作用，与一般的风冷散热器相比，液冷能够大幅提高降温效果，主要分类有冷板式与热管式（间接液冷）以及喷雾式、喷淋式、浸没式（直接液冷）。由于智算中心机柜功率显著提升，液冷应用有望加速。而目前国内高密度的云数据中心以及智算中心主要以冷板式液冷为主，超算中心主要以浸没式液冷为主。考虑到对服务器改变形态的大小以及综合成本等，在服务器热力密度为 15-20KW 阶段，冷板式液冷由于对服务器的形态变化相对较小、冷却液环节占比较低、环保等方面有望优先采用。

图34: 浸没式液冷工作原理


资料来源：明哲工作室，国信证券经济研究所整理

图35: 冷板式液冷工作原理


资料来源：明哲工作室，国信证券经济研究所整理

运营商加速液冷应用。三大运营商联合发布《电信运营商液冷技术白皮书》，加速液冷应用。根据白皮书指引，三大运营商新建数据中心项目的液冷渗透率需在2024年达到10%，2025年达到50%，经我们测算，在该指引下2025年液冷市场空间将达到63亿元，远超风冷市场空间15.6亿元：

白皮书指引：三大运营商新建数据中心液冷渗透率2024年达到10%、2025年达到50%；

- 关键假设1：假设三大运营商IDC机柜23-25年增速分别为5%、8%、10%；
- 关键假设2：假设液冷单机柜功率为8-10KW，单机柜造价为0.8-1万元/KW；
- 关键假设3：假设风冷单机柜平均功率为4KW，单机柜造价为0.5万元/KW。

表18: 液冷市场规模测算-从机柜角度出发

	2023	2024	2025
三大运营商机柜总数（万架）	144	155.5	171.1
yoY	5%	8%	10%
新增机柜数（万架）	11.0	11.5	15.6
风冷占比（新增市场）		90%	50%
风冷单价（万元/KW）		0.5	0.5
风冷单机柜平均功率（KW）		4.0	4.0
风冷市场规模（亿元）		20.7	15.6
液冷占比（新增市场）		10%	50%
液冷单价（万元/KW）	1.0	0.9	0.81
液冷单价降幅		-10%	-10%
液冷单机柜平均功率（KW）		10.0	10.0
液冷市场规模（亿元）		10.4	63.0

资料来源：运营商《电信运营商液冷技术白皮书》，国信证券经济研究所整理

公司正加快推进高密机柜和液冷机柜应用。公司润泽国际信息港A-7数据中心中液冷机架已于2021年10月底正式投产，最低功率为20kW，最高功率达50kW。后续公司将逐步对低功率机柜进行升级改造，加快推进高密机柜和液冷机柜应用，向智算中心和超算中心快速演进，形成数据中心、智算中心和超算中心融合的综合算力中心，受益AI发展。

财务分析

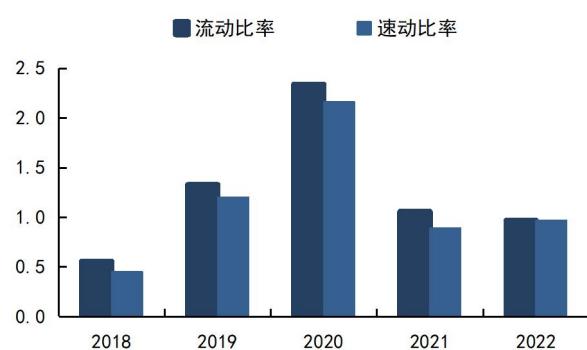
资本结构及偿债能力分析

借壳上市后，公司资本结构和偿债能力总体优化。2022年，公司资产负债率为81.5%，从公司历史变动来看，资产负债率从2018-2019年的高点下降，资本结构总体优化。偿债能力方面对比同行来看，2022年公司资产负债率较高，主要系公司此前作为非上市公司，运营的数据中心全部为自持资产，资金来源为债务融资所致，23Q1公司完成借壳上市后，资产负债率下降至62.9%；2022年，公司流动比例、速动比例位于行业中游水平。

图36: 2018-2022年公司资产负债率情况



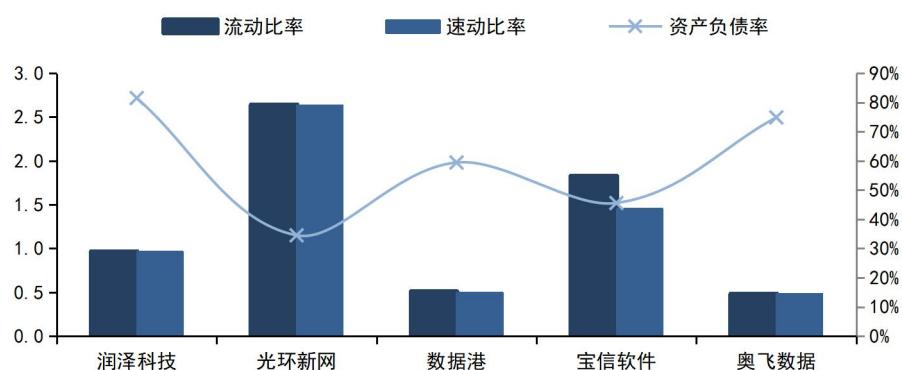
图37: 2018-2022年公司偿债能力情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

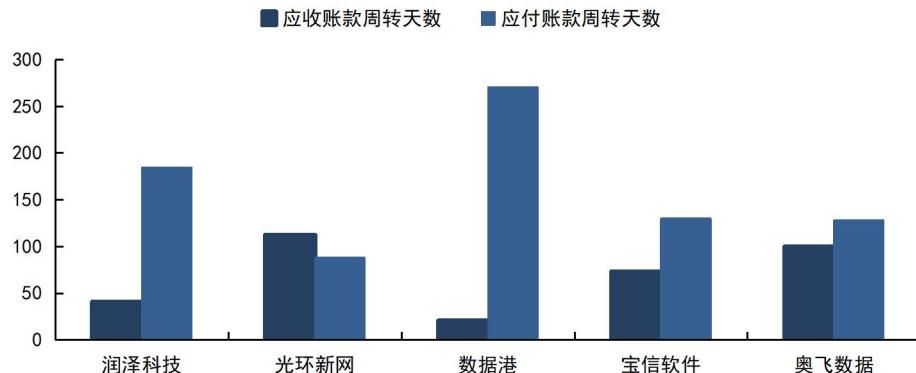
图38: 2022年IDC行业A股上市公司流动比率、速动比率和资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

经营效率分析

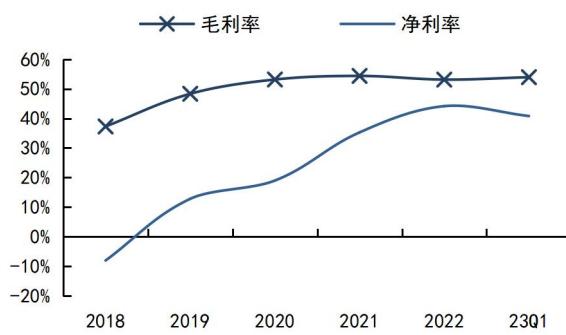
2022年公司应收账款周转天数/应付账款周转天数分别为40.5/184.8天，应收账款周转天数位于行业中上游水平，营运能力表现较好，主要由于公司采取与电信运营商合作运营的业务模式，回款情况良好。

图39: 2022年IDC行业A股上市公司营运能力对比


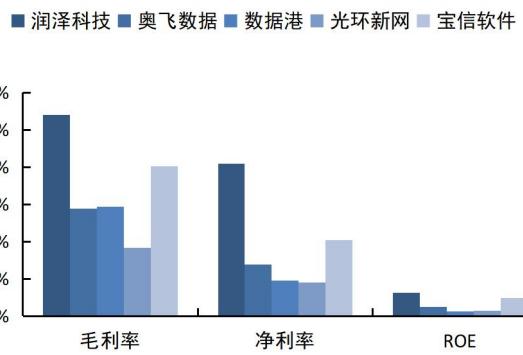
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

盈利能力领先同行，整体呈上升趋势。2018年至23Q1，公司毛利率和净利率水平从<40%逐步提升到50%+水平，并逐步保持稳定。盈利能力在近年来的提升主要受益于公司数据中心不断投产，上电率逐步提升，规模效应逐步释放。

图40: 2018-23Q1公司毛利率和净利率


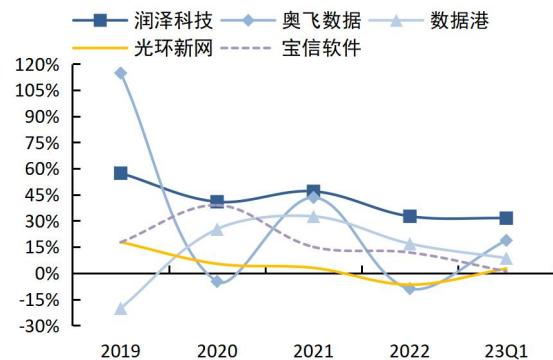
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41: 23Q1行业公司毛利率、净利率和ROE对比


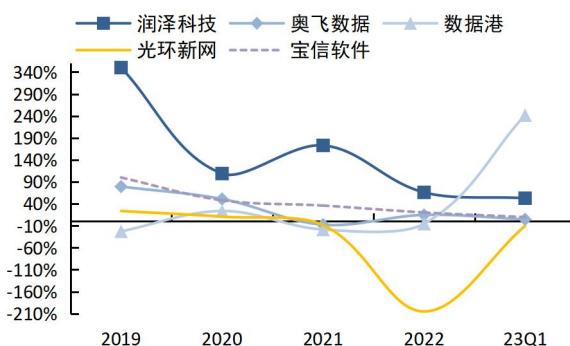
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成长性分析

2022年，公司实现营业收入27.2亿元，同比增长33%；实现归母净利润12.0亿元，同比增长66%。2019年至2022年，公司营收和归母净利润复合增速分别达到40%和112%，实现快速增长。23Q1公司增长趋势延续，实现收入8.1亿元，同比+32%，实现归母净利润3.3亿元，同比+53%。后续随着公司全国布局逐步展开，公司业绩有望持续提升，业绩承诺与股权激励目标也彰显公司成长信心。

图42: 2019-23Q1 营业收入增速对比


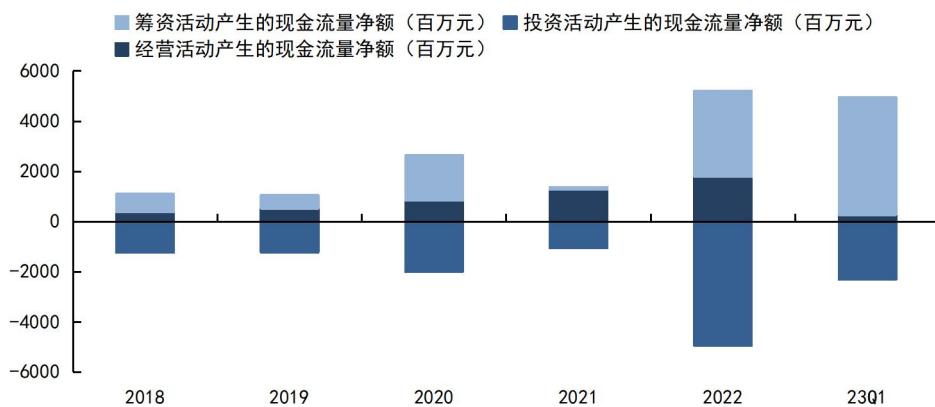
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图43: 2019-23Q1 归母净利润增速对比


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流量分析

经营活动现金流持续优化。2022年,公司经营活动现金流净额达17.9亿元,经营活动净现金情况持续改善,主要由于本年度收到回款增加。公司进入全国布局期,资本开支加大,导致投资支出加大。筹资活动产生的现金流量净额由2021年的1.0亿元变动至34.3亿元,主要系公司借壳上市融资。

图44: 公司现金流量情况


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

IDC 业务：公司总体规划布局 56 栋数据中心、约 29 万架机柜，23-25 年处于数据中心持续交付与上架爬坡过程中。其中：（1）京津冀地区项目总体规划 22 栋数据中心，共 13 万架机柜。截至 2022 年末，公司廊坊地区已正式投产机架数量约 4.6 万架，A 区约 7 万架机柜即将完成全部建设，并将于 2023 年正式交付；廊坊 B 区建设规划也将于 2023 年启动，共规划 9 个数据中心共 6 万架机柜。

（2）长三角（总体规划 5 万架机柜）、粤港澳大湾区（惠州和佛山两地，合计规划 6 万架机柜）、成渝经济圈（规划 3 万架机柜）的数据中心，即将完成一期工程建设，也将于 2023 年陆续正式交付投运。

（3）兰州项目规划 1.4 万架机柜，2023 年 5 月一期完成封顶。

同时，公司批发型销售模式下，与运营商达成长期合作，有望推动新投入数据中心的上架率不断提升，长协合同也保证后续增长的稳健性。基于上述不同地区数据中心项目的交付进展，我们预计公司 IDC 业务 2023-2025 年分别实现收入 42.6/62.0/85.7 亿元，增速分别为 57%/45%/38%。

毛利率方面，由于随着廊坊外数据中心将陆续投产交付，不同地区供需格局不同，价格与盈利能力存在差异，例如长三角地区盈利能力弱于廊坊项目；同时，新投入数据中心上电率也存在爬坡过程，未满产情况下新投产项目毛利率差异短期内影响总体毛利率水平。基于此假设 2023-2025 年公司毛利率分别为 52%/49%/51%。

费用率方面，假设整体费用率稳中有降，其中财务费用方面，由于公司融资渠道扩张，平均贷款利率也有望维持稳中有降态势，利息费用整体可控。

表19: 润泽科技业务拆分（百万元，%）

	2022	2023E	2024E	2025E
IDC 业务				
总营收（百万元）	2,715	4,261	6,196	8,569
增速（%）	32.6%	57.0%	45.4%	38.3%
毛利率（%）	53.1%	52.0%	49.1%	51.1%

资料来源:Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

未来3年业绩预测

表20: 未来3年业绩预测 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2715	4261	6196	8569
营业成本	1273	2046	3156	4186
销售费用	4	4	6	7
管理费用	121	208	287	376
研发费用	97	136	198	266
财务费用	83	140	214	300
营业利润	1229	1802	2331	3469
利润总额	1226	1832	2331	3504
归属于母公司净利润	1198	1797	2283	3427
EPS	1.87	1.05	1.33	2.00
ROE	40.8%	22.0%	25.8%	34.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计2023-2025年分别实现收入42.6/62.0/85.7亿元, 同比+57%/45%/38%; 归母净利润分别为18.0/22.8/34.3亿元, 同比+50%/27%/50%; 每股收益分别为1.05/1.33/2.00元, 当前股价对应PE分别为27/21/14倍, 对应EV/EBITDA分别为26/20/15倍。

盈利预测的敏感性分析

对盈利预测结果做敏感性分析, 其中, 乐观场景下营收增速及成本分别提高5%; 悲观场景下, 营收增速和成本分别降低5%。敏感性测试结果如表所示:

表21: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,047	2,715	4,339	6,407	8,983
(+/-%)	46.9%	32.6%	59.8%	47.7%	40.2%
净利润(百万元)	722	1198	1949	2549	3846
(+/-%)	172.9%	66.0%	62.7%	30.8%	50.9%
摊薄EPS	1.28	1.87	1.14	1.48	2.24
中性预测					
营业收入(百万元)	2,047	2,715	4,261	6,196	8,569
(+/-%)	46.9%	32.6%	57.0%	45.4%	38.3%
净利润(百万元)	722	1198	1797	2283	3427
(+/-%)	172.9%	66.0%	49.9%	27.0%	50.1%
摊薄EPS(元)	1.28	1.87	1.05	1.33	2.00
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,047	2,715	4,184	5,988	8,167
(+/-%)	46.9%	32.6%	54.1%	43.1%	36.4%
净利润(百万元)	722	1198	1649	2029	3034
(+/-%)	172.9%	66.0%	37.6%	23.1%	49.5%
摊薄EPS	1.28	1.87	0.96	1.18	1.77
总股本(百万股)	562	640	1,717	1,717	1,717

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们将公司分为可预测期(2023–2025 年)、过渡期(2025–2032 年)和永续期(2033 年起)三个阶段，采用 FCFF 估值法反映公司的长期成长价值。

对于 2023–2025 年可预测期，参考盈利预测拆解，我们预计公司 2023–2025 年收入分别为 42.6/62.0/85.7 亿元，同比+57%/45%/38%。

对于 2026–2031 年过渡期，参考公司股权激励目标，给予公司 2026–2027 年 18%/15% 增速，随后增速逐步收窄。

对于 2032 年起的永续增长期，基于审慎原则假设永续增长率为 2.0%。

费用率方面，公司销售费用率在批发型销售模式和携手运营商背景下，处于低位；研发和管理费用率方面，随着规模效应释放，假设相关费用率稳步下降。

所得税率方面，公司属于高新技术企业，享受 15% 的企业所得税优惠税率，同时公司新购置的设备、器具，可以当年一次性全额在计算应纳税所得额时扣除，并允许在税前实行 100% 加计扣除；公司属于数据中心节能改造项目，符合改造后数据中心电能利用效率不高于 1.3 的规定，享受企业所得税三免三减半政策。综合多项税收优惠政策，假设短期内公司所得税率为 2%，考虑后续税收优惠政策存在延续不确定性，所得税率逐步提升。

分红率方面，参考 2022 年分红情况，假设公司后续股利分配比例为 70%。

基于此，公司未来 5 年估值假设条件见下表：

表22：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	40.93%	46.90%	32.61%	56.98%	45.39%	38.30%	18.00%	15.00%
营业成本/营业收入	46.85%	45.64%	46.89%	48.01%	50.94%	48.86%	48.50%	48.00%
管理费用/营业收入	15.00%	4.08%	4.26%	4.10%	4.10%	4.00%	3.95%	3.90%
销售费用/销售收入	3.11%	3.21%	3.57%	3.20%	3.20%	3.10%	3.10%	3.00%
研发费用/销售收入	0.22%	0.17%	0.15%	0.10%	0.10%	0.08%	0.08%	0.08%
营业税及附加/营业收入	1.09%	1.02%	0.86%	0.72%	0.72%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税税率	—	—	2.37%	2.00%	2.20%	2.30%	3.00%	3.00%
股利分配比率	—	—	107.15%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

资本成本假设方面，无杠杆 Beta 取 IDC 相关公司近 100 周平均 Beta 值 1.0；无风险利率采用十年期国债到期收益率为 2.65%；股票风险溢价采用沪深 300 指数过去 1 年的年化收益率与无风险利率的差值 6%；债务成本采用 5.30%。

由此计算出 WACC 为 9.04%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值为 31.7 元。

表23: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1	T	2. 00%
无风险利率	2. 65%	Ka	8. 65%
股票风险溢价	6. 00%	有杠杆 Beta	1. 19
公司股价 (元)	28. 03	Ke	9. 80%
发行在外股数 (百万)	1717	E/(D+E)	83. 63%
股票市值 (E, 百万元)	48126	D/(D+E)	16. 37%
债务总额 (D, 百万元)	9421	WACC	9. 05%
Kd	5. 30%	永续增长率 (10 年后)	2. 0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司股价的合理价值区间为 26. 8–38. 3 元。

表24: 润泽科技 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	1, 836. 4	2, 503. 6	3, 674. 1	4, 382. 4	5, 120. 3
所得税税率	2. 00%	2. 20%	2. 30%	3. 00%	3. 00%
EBIT*(1-所得税税率)	1, 799. 7	2, 448. 5	3, 589. 6	4, 250. 9	4, 966. 7
折旧与摊销	547. 4	759. 3	930. 2	1, 069. 1	1, 207. 9
营运资金的净变动	(664. 5)	(352. 8)	140. 0	(433. 4)	(237. 1)
资本性投资	(5, 001. 0)	(4, 501. 0)	(2, 501. 0)	(2, 501. 0)	(2, 501. 0)
FCFF	(3, 318. 4)	(1, 646. 0)	2, 158. 8	2, 385. 6	3, 436. 5
PV (FCFF)	(3, 043. 1)	(1, 384. 2)	1, 664. 8	1, 687. 1	2, 228. 7
核心企业价值	63, 917. 5				
减：净债务	9, 416. 6				
股票价值	54, 500. 8				
每股价值	31. 74				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表25: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8. 0%	8. 5%	9. 05%	9. 5%	10. 0%
永续增长率变化	3. 5%	52. 43	45. 41	39. 68	34. 93	30. 93
	3. 0%	47. 53	41. 56	36. 60	32. 42	28. 86
	2. 5%	43. 52	38. 34	33. 98	30. 27	27. 07
	2. 0%	40. 17	35. 62	31. 74	28. 40	25. 50
	1. 5%	37. 33	33. 28	29. 80	26. 77	24. 12
	1. 0%	34. 89	31. 26	28. 09	25. 33	22. 88
	0. 5%	32. 78	29. 48	26. 59	24. 04	21. 78

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

公司是国内领先的园区级 IDC 运营商，选取 IDC 同行业上市公司作为公司可比公司，主要包括奥飞数据、数据港、光环新网、宝信软件等：

- **奥飞数据 (300738.SZ)**：公司是华南地区较有影响力的专业 IDC 服务商，在广州、深圳、北京、海口、南宁、廊坊等城市拥有自建高品质互联网数据中心，与中国电信、中国联通、中国移动均达成重要的合作关系，为客户提供机柜租用、带宽租用等 IDC 基础服务及内容分发网络（CDN）、数据同步、网络安全等增值服务。2022 年公司实现营业收入 11 亿元，实现归母净利润 1.7 亿元。
- **数据港 (603881.SH)**：公司自 2015 年开始，通过持续不断的合作、扩张，北至乌兰察布、张北，南至广东深圳、河源，已建成 35 座数据中心。2022 年公司整体实现收入 14.6 亿元，实现归母净利润 1.1 亿元。
- **光环新网 (300383.SZ)**：公司数据中心业务辐射北京、上海、天津、河北燕郊、湖南长沙、浙江杭州、新疆乌鲁木齐等七个地区，形成了以北京为中心辐射京津冀、以上海为中心辐射长三角、以长沙为起点推动华中及西部地区业务发展的全国战略布局，已投产机柜超过 4.8 万个，项目全部达产后将拥有超过 11 万个机柜的运营规模。2022 年公司实现营业收入 71.9 亿元。
- **宝信软件 (300383.SZ)**：公司主营业务中，新一代信息基础设施主要为 IDC 运营业务，公司积极积极参与国家算力枢纽节点和国家数据中心产业集群建设，推进宝之云 IDC 各基地的建设、招商与运营，与润泽科技 IDC 业务具有可比性。公司 2022 年公司实现营业收入 131.5 亿元，实现归母净利润 21.9 亿元。

IDC 行业公司估值可以采用 EV/EBITDA 和 PE 等估值方法，考虑到 A 股 IDC 行业上市公司多实现盈利；同时公司盈利能力也位于行业领先水平，因此本文主要采用 PE 方法对润泽科技进行估值。

根据 Wind 一致预期，可比公司 23-24 年平均 PE 分别为 45/34 倍，若不考虑数据港较大值的影响，可比公司 23-24 年平均 PE 分别为 39/29 倍，公司 PE 估值低于行业平均水平。

公司是国内领先的园区级数据中心运营商，2023 年将进入从廊坊单一地区走向全国多个园区级数据中心齐头并进贡献收入的新阶段，增长动力充足，且业绩承诺和股权激励目标指引发展，未来增长信心充足。而从 PEG 角度考虑，根据公司业绩承诺与股权激励目标，预计公司 23-25 年复合增速达到 32%。基于此，给予公司 2023 年 35-40 倍 PE，对应目标价为 36.6-41.8 元。

表26: 同类公司估值比较 (2023年8月1日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	PE			EV/EBITDA		
					2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300442.SZ	润泽科技	增持	28.03	481	15.0	26.8	21.1	21.2	25.6	20.0
同类公司：										
300738.SZ	奥飞数据	买入	9.53	91	36.7	42.2	28.1	31.5	24.0	17.4
603881.SH	数据港	无评级	22.34	103	67.4	65.7	49.3	13.7	13.4	11.4
300383.SZ	光环新网	无评级	10.40	187		29.6	24.2	16.9	14.3	13.0
600845.SH	宝信软件	无评级	48.88	1174	40.5	43.7	34.7	34.3	31.3	25.2
					48.2	45.3	34.1	24.1	20.8	16.8

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测；奥飞数据、光环新网、数据港、宝信软件采用 Wind 一致预期

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 36.6-38.3 元之间,对应 2023 年估值区间为 35-37 倍,相对于公司目前股价有 30%-35%的溢价空间,考虑公司市场地位和较好的成长性,首次覆盖,给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 36.6-38.3 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.65%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的 IDC 行业厂商比如奥飞数据、数据光、光环新网、宝信软件等作为公司可比公司，以可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的市场地位和成长性，最终给予公司 23 年 35-40 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 57%/45%/38%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 52%/49%/51%，公司毛利率高于行业平均水平，若出现电价大幅上涨、限电等因素影响，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

云厂商资本开支不达预期风险。数据中心行业需求与下游云厂商的资本开支紧密相关，若云厂商由于业务发展、成本控制等因素减少资本开支，对公司发展将产生不利影响。

AI 发展不及预期。AI 发展对智算中心需求提高，有望成为之后数据中心需求的驱动力之一。若 AI 发展不及预期，应用未大面积推广，对公司发展将产生不利影响。

市场竞争加剧风险。若运营商资本开支持续向云网侧倾斜以及互联网厂商自建数据中心规模提升，第三方数据中心运营商的竞争格局和市场空间将有所恶化，对公司经营产生不利影响。

财务风险

业绩承诺未完成风险。根据上市公司与业绩承诺方签署的《业绩承诺补偿协

议》的约定，润泽科技 2021 年、2022 年、2023 年和 2024 年经审计的扣非归母净利润分别不低于 6.1 亿元、11.0 亿元、17.9 亿元和 21.0 亿元。若公司因数据中心完工速度不及预期、上架速度不及预期等影响公司经营，存在业绩承诺无法完成风险。

毛利率下滑风险。公司毛利率处于行业领先水平，若后续公司新建机柜上电率提升低于预期、电价持续上升、市场竞争加剧等因素影响，毛利率水平或下降，影响公司业绩表现。

商誉减值风险。公司通过借壳重组上市，采用收益法对公司资产的评估价值为 142.68 亿元，并以此作为交易对价。本次交易拟置入资产的评估增值幅度较大，若宏观经济波动、行业监管变化或在建项目建设交付使用进度未达预期等原因有可能导致数据中心上电率不及预期，将对未来年度的销售收入产生不利影响，导致出现拟置入资产的估值与实际情况不符的情形，出现商誉减值风险。

其他风险

股份解禁风险：公司定向增发 2.4 亿股将于 8 月解禁，若解禁股短期内集中抛售，会对公司股价带来较大波动。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1594	1396	1823	1400	1600	营业收入	2047	2715	4261	6196	8559
应收款项	303	399	619	917	1255	营业成本	934	1273	2046	3156	4188
存货净额	0	2	1	2	3	营业税金及附加	21	23	31	45	60
其他流动资产	374	915	1278	2107	2788	销售费用	3	4	4	6	7
流动资产合计	2271	2711	3721	4425	5646	管理费用	87	121	208	287	380
固定资产	5097	6057	9963	13298	15180	研发费用	66	97	136	198	268
无形资产及其他	702	828	796	764	732	财务费用	99	83	128	164	195
投资性房地产	329	817	817	817	817	投资收益	3	71	100	40	70
长期股权投资	16	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	0	0	3	2	2
资产总计	10768	16008	21474	25922	28716	其他收入	(58)	(52)	(136)	(198)	(268)
短期借款及交易性金融负债	553	1415	1000	3045	2234	营业利润	847	1229	1812	2381	3533
应付款项	1368	1098	1070	1695	2716	营业外净收支	(1)	(3)	30	0	30
其他流动负债	21	293	209	329	445	利润总额	846	1226	1842	2381	3563
流动负债合计	1942	2807	2279	5069	5396	所得税费用	125	29	37	55	82
长期借款及应付债券	4910	8117	8117	8117	8117	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)	(4)
其他长期负债	1329	2121	2151	2181	2211	归属于母公司净利润	722	1198	1807	2329	3485
长期负债合计	6239	10238	10268	10298	10328	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8181	13045	12547	15367	15724	净利润	722	1198	1807	2329	3485
少数股东权益	29	28	27	25	22	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2558	2936	8900	10530	12970	折旧摊销	233	267	547	759	930
负债和股东权益总计	10768	16008	21474	25922	28716	公允价值变动损失	0	0	(3)	(2)	(2)
						财务费用	99	83	128	164	195
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1747	(332)	(664)	(353)	147
每股收益	1.28	1.87	1.05	1.36	2.03	其它	(1)	0	(1)	(2)	(3)
每股红利	0.60	2.01	0.32	0.41	0.61	经营活动现金流	2701	1133	1685	2732	4557
每股净资产	4.55	4.59	5.18	6.13	7.55	资本开支	0	(4459)	(5001)	(4501)	(2501)
ROIC	10%	11%	11%	12%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	28%	41%	20%	22%	27%	投资活动现金流	1	(4448)	(5001)	(4501)	(2501)
毛利率	54%	53%	52%	49%	51%	权益性融资	0	0	4700	0	0
EBIT Margin	46%	44%	43%	40%	43%	负债净变化	352	3207	0	0	0
EBITDA Margin	57%	54%	56%	53%	54%	支付股利、利息	(336)	(1284)	(542)	(699)	(1045)
收入增长	47%	33%	57%	45%	38%	其它融资现金流	(2306)	(729)	(415)	2045	(811)
净利润增长率	173%	66%	51%	29%	50%	融资活动现金流	(2275)	3116	3743	1347	(1856)
资产负债率	76%	82%	59%	59%	55%	现金净变动	427	(198)	427	(423)	200
股息率	1.8%	6.9%	2.9%	3.8%	5.6%	货币资金的期初余额	1167	1594	1396	1823	1400
P/E	22.5	15.5	27.5	21.3	14.3	货币资金的期末余额	1594	1396	1823	1400	1600
P/B	6.4	6.3	5.6	4.7	3.8	企业自由现金流	0	(3356)	(3318)	(1648)	2148
EV/EBITDA	20.9	21.6	26.1	19.9	14.3	权益自由现金流	0	(878)	(3859)	236	1147

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032