

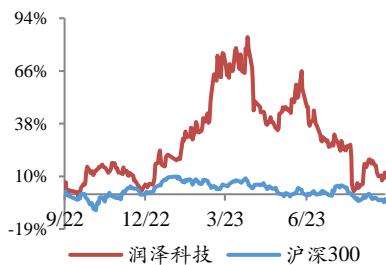
# 收入继续环比提升，AI 将拉动 IDC 需求边际改善

## 投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-24

收盘价（元）	24.85
近 12 个月最高/最低（元）	40.94/22.65
总股本（百万股）	1,717
流通股本（百万股）	419
流通股比例（%）	24.39
总市值（亿元）	427
流通市值（亿元）	104

## 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

1. 润泽科技：业绩符合预期，AI 有望驱动机柜总量和功率持续增长  
2023-05-10

2. 超大规模数据中心时代来临，以专业服务润泽数字经济  
2023-01-15

## 主要观点：

### ● 事件：公司发布 2023 年中报。

上半年，公司实现营收 16.8 亿元，同比增长 32.3%；实现归母净利润 7.0 亿元，同比增长 47.8%，扣非后实现 7.0 亿元，同比增长 48.3%。上半年公司廊坊 A 区产能释放符合预期，已交付数据中心保持饱满上架率，整体毛利率为 51.6%，净利率为 41.7%。单 Q2 来看，公司实现营收 8.7 亿元，同比增长 33.0%，环比增长 7.4%，连续 21 个季度环比增长。Q2 毛利率为 49.5%，环比下降 4.4pct，我们认为主要由于平湖一期启动交付（公司 Q2 固定资产 67.7 亿，环比增长 12.5%）。

### ● 廊坊数据中心交付上电爬坡加速，平湖一期开始交付，公司正式迈入多数据中心运营阶段。

上半年公司廊坊 A 区交付一栋数据中心，近期又交付两栋数据中心，A 区最后一栋数据中心计划于年底交付，为全年收入连续环比增长奠定坚实基础。此外，公司加快低功率机柜改造，部分早期交付的数据中心整体承载能力有所提升，进一步提升收入并降低 PUE。此外，长三角平湖数据中心一期开始交付，粤港澳大湾区佛山和惠州数据中心、重庆数据中心即将完成一期工程，计划于年内陆续交付投运。截至 6 月 30 日，公司投产机柜 5.8 万架，较去年底提升 26%，成熟数据中心上架率超过 90%，公司正式迈入 2 个园区数据中心运营新阶段。公司平湖、大湾区数据中心经营模式与廊坊类似，采取运营商直签模式，聚焦优质互联网、云计算和企业数字化客户，有望保持稳健的上架爬坡速度。此外，公司储备项目有序推进，廊坊 B 区启动建设（首期规划 3 栋 18000 机柜），5 月兰州数据中心一期主体结构封顶，6 月平湖二期正式开工。

### ● 交付国内首例整栋液冷数据中心 A11，功率密度、PUE 较风冷数据中心明显提升。

AI 服务器单机功率等级是通用服务器的 5-20 倍，传统数据中心需要改造高功率高密度机柜并推荐使用效率更高的液冷方式以降低 PUE。今年 6 月三大运营商牵头发布《电信运营商液冷技术白皮书》，规划 2023 形成液冷与服务器解耦标准，2024 新建数据中心项目 10% 规模试点液冷（主要推进冷板式和单相浸没式），2025 年 50% 以上项目规模应用。IDC 预测，2022-2027 年中国液冷服务器市场 CAGR 将达到 57%，2027 年市场规模 95 亿美元。公司积极引入新设备、新工艺、新材料、新方案，今年 7 月份 A11 液冷智算中心陆续交付运营，液冷机柜进一步降低了 PUE，同样上架率和同样单 kw 价格下，毛利率或更具优势。

● 国内首批大模型已迈入全面商用，有望带动 IDC 需求边际改善，公司作为字节跳动核心供应商有望收益。

根据 IDC 联合浪潮信息发布的《2022-2023 中国人工智能计算力发展评估报告》，2021-2026 年期间，预计国内智能算力规模 CAGR 为 52.3%。8 月 31 日，国内 11 家首批通过《生成式人工智能服务管理暂行办法》备案的 AI 大模型陆续上线，用户规模迅速增长，AI 算力扩容需求明确。其中，抖音于 8 月 17 日上线公测基于云雀大模型的 AI 对话产品“豆包”，而在 B 端火山引擎于 6 月 28 日发布了大模型服务平台“火山方舟”，面向企业提供 MaaS 平台服务；9 月 19 日，火山引擎在“V-Tech 数据驱动科技峰会”上推出“AI 助手”，背靠云雀大模型，帮助企业提升数据处理和查询分析的效率。润泽作为字节核心 IDC 供应商将受益于 AI 算力的持续扩容，我们认为公司今年将完成交付的廊坊 A 区剩余 3 栋数据中心上架爬坡将加快，同时 B 区也有望锁定中长期订单。

大模型新型智算中心需求有助于带动 IDC 行业供需格局进一步改善，科智咨询预测未来三年传统 IDC 市场规模增速将加快，预计到 2025 年市场达到 2165 亿元，CAGR 17.2%。下游方面，尽管上半年 BAT 资本开支仍在下降，Q2 BAT 资本开支达到 136 亿元，环比大幅增长 48%，随着未来 GPU 服务器投资增长，对于智算中心 IDC 需求也将随之增加。

● 投资建议

8 月 28 日公司发布 2023 年限制性股票激励计划，拟授予股票占比 1.32%，覆盖所有管理层和中层员工，公司层面业绩考核要求为以 2024 净利润为基数，2025-2027 净利润增速不低于 50%、75%、100%，在上市重组业绩承诺到期后为市场注入信心。

我们认为公司营收将持续快速增长，同时 IDC 需求格局改善有利于廊坊外新增长曲线形成。我们预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 18.1 亿（前值 18.2）、22.6 亿（前值 23.1）、33.2 亿元（前值 31.2），维持“买入”评级。

● 风险提示

新项目机柜交付上架爬坡速度不及预期拉低毛利率，电费成本上涨风险，大客户上架爬坡速度放缓，大客户新签订单价格下降风险。

主要财务指标	单位:百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2715	4112	5993	8364
收入同比 (%)	32.6%	51.5%	45.7%	39.6%
归属母公司净利润	1198	1813	2264	3320
净利润同比 (%)	66.0%	51.3%	24.9%	46.6%
毛利率 (%)	53.1%	52.4%	48.9%	49.0%
ROE (%)	40.8%	20.4%	21.0%	24.6%
每股收益 (元)	1.57	1.06	1.32	1.93
P/E	26.98	23.54	18.84	12.85
P/B	11.84	4.79	3.96	3.16
EV/EBITDA	28.32	17.60	13.00	9.40

资料来源：wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	2715	4112	5993	8364
现金	1396	8646	8845	8304	营业成本	1273	1956	3063	4266
应收账款	375	651	743	1204	营业税金及附加	23	33	48	67
其他应收款	24	34	33	60	销售费用	4	2	3	3
预付账款	12	20	31	43	管理费用	121	132	186	209
存货	2	3	0	0	财务费用	83	86	113	99
其他流动资产	903	903	903	903	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	13297	14218	14551	15901	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	71	41	12	42
固定资产	6057	8492	10338	10903	<b>营业利润</b>	1229	1897	2512	3684
无形资产	828	814	800	786	营业外收入	0	10	2	2
其他非流动资产	6407	4907	3407	4207	营业外支出	3	1	1	1
<b>资产总计</b>	16008	24475	25106	26414	<b>利润总额</b>	1226	1906	2513	3685
<b>流动负债</b>	2807	3148	3917	4509	所得税	29	95	251	369
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	1197	1811	2262	3317
应付账款	1064	1327	2076	2664	少数股东损益	-1	-2	-2	-3
其他流动负债	1743	1822	1841	1846	<b>归属母公司净利润</b>	1198	1813	2264	3320
<b>非流动负债</b>	10238	12401	10401	8401	EBITDA	1515	2589	3336	4458
长期借款	8117	10117	8117	6117	EPS (元)	1.57	1.06	1.32	1.93
其他非流动负债	2121	2283	2283	2283					
<b>负债合计</b>	13045	15549	14318	12910					
少数股东权益	28	26	24	21					
股本	640	1537	1537	1537					
资本公积	1244	4833	4833	4833					
留存收益	1052	2530	4395	7115					
归属母公司股东权	2936	8900	10764	13484					
<b>负债和股东权益</b>	16008	24475	25106	26414					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1788	2816	4001	4363	<b>成长能力</b>				
净利润	1197	1811	2262	3317	营业收入	32.6%	51.5%	45.7%	39.6%
折旧摊销	272	623	712	704	营业利润	45.1%	54.4%	32.4%	46.6%
财务费用	118	365	365	285	归属于母公司净利	66.0%	51.3%	24.9%	46.6%
投资损失	-71	-41	-12	-42	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	244	45	667	90	毛利率 (%)	53.1%	52.4%	48.9%	49.0%
其他经营现金流	982	1780	1602	3236	净利率 (%)	44.1%	44.1%	37.8%	39.7%
<b>投资活动现金流</b>	-4958	-1514	-1037	-2020	ROE (%)	40.8%	20.4%	21.0%	24.6%
资本支出	-4830	-1556	-1049	-2061	ROIC (%)	9.7%	9.1%	11.6%	16.1%
长期投资	-143	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	16	41	12	42	资产负债率 (%)	81.5%	63.5%	57.0%	48.9%
<b>筹资活动现金流</b>	3432	5983	-2765	-2885	净负债比率 (%)	440.2%	174.2%	132.7%	95.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	0.97	3.26	2.69	2.33
长期借款	3207	2000	-2000	-2000	速动比率	0.64	2.96	2.46	2.12
普通股增加	78	897	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-78	3589	0	0	总资产周转率	0.20	0.20	0.24	0.32
其他筹资现金流	226	-502	-765	-885	应收账款周转率	8.39	8.00	8.57	8.57
<b>现金净增加额</b>	262	7285	199	-541	应付账款周转率	1.31	1.64	1.80	1.80
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.57	1.06	1.32	1.93
					每股经营现金流	1.04	1.64	2.33	2.54
					每股净资产	3.58	5.18	6.27	7.85
					<b>估值比率</b>				
					P/E	26.98	23.54	18.84	12.85
					P/B	11.84	4.79	3.96	3.16
					EV/EBITDA	28.32	17.60	13.00	9.40

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，通信工程与技术经济复合背景，5年通信行业研究经验，重点覆盖光通信、数据中心科技、通信芯片等。

## 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形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。