

2023年10月09日

# 润泽科技（300442.SZ）

## 深度分析

### 园区级数据中心龙头，“数字经济+AI”提供持续动能

#### 投资要点

- ◆ **1.重组上市，“卫星城”布局数据中心运营商。**1) 发展历程稳健，重组上市进入资本市场。2) 股权架构集中，团队专业经验丰富。大股东持股集中，实控人周超男通过京津冀润泽控制公司股份比例 61.30%。团队专业经验丰富，核心高管从业背景专业性强，团队拥有超大规模高等级数据中心集群、全生命周期的投建运行以及维护管理经验。3) “卫星城”式布局，区位优势显著。截至目前公司已经在京津冀、长三角、大湾区、成渝经济区和西北地区 5 个区域布局 6 个超大规模数据中心，总体规划 56 栋数据中心，29 万个机柜，主要集中在北京、上海、广州、深圳等一线城市的卫星城。
- ◆ **IDC 行业供需重塑，第三方服务商是方向。**根据国家网信办及中国信通院数据，截至 2022 年底，我国数据中心机架总规模已超过 650 万标准机架，近 5 年年均增速超过 30%，预计 2023 年我国数据中心的市场规模将有望向 2400 亿元人民币发起有力冲击。我国数据中心整体的发展格局呈现两大特点：一是东密西疏，二是大城市为中心的发展格局。当前我国 IDC 市场仍由三大运营商主导，而第三方数据中心服务商正在快速崛起，首次市场份额超越电信运营商。供给端：政策层面对 IDC 供给端提出新要求，包括 PUE 要求提升、能耗指标趋严等政策约束；但同时需求端移动互联网流量及算力爆发拉动 IDC 需求上升。整体处于供给趋紧但需求持续上升的态势。
- ◆ **园区级业务模式，国内 IDC 行业引领者。**1) 自投/自建/自持/自运维稳定持续营收。互联网公司服务器在数据中心的托管，具有长期性、稳定性、可靠性的要求，公司的业务模式成为用户首选。2) 自建+批发，上电率带动毛利率提升。润泽科技的业务模式主要为批发型业务模式，客户主要为中国电信北京分公司和中国联通河北分公司等基础电信运营商，终端客户主要是字节、华为、京东等行业龙头公司，与中国电信北京分公司签署了 10-15 年的 IDC 合作协议。3) 电费/资源/节能措施保证营业成本。目前公司能耗指标已获各地方批准，配电、制冷等多环节系统开始节能措施改造，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，相比北京、上海等地具备区位优势，同时自建 110KV、220KV 变电站，保证用电充足。4) 营收盈利能力持续上涨，费用控制颇有成效。
- ◆ **投资建议：**我们认为未来公司将长期保持较高成长性。预测公司 2023-2025 年收入 44.33/ 59.80/ 81.27 亿元，同比增长 63.3%/34.9%/35.9%，公司归母净利润分别为 18.19/ 24.00/33.71 亿元，同比增长 51.8% / 32.0% / 40.4%，对应 EPS 1.06 /1.40 / 1.96 元，PE 22.9 / 17.4 / 12.4；首次覆盖，给予“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示：**机柜上架率不及预期；云厂商 Capex 支出不及预期；电费等运营成本

计算机 | 云基础设施服务III

投资评级

**买入-B(首次)**

股价(2023-10-09)

24.27 元

#### 交易数据

总市值（百万元）	41,670.66
流通市值（百万元）	10,163.21
总股本（百万股）	1,716.96
流通股本（百万股）	418.76
12 个月价格区间	69.70/23.16

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.48	-25.7	11.21
绝对收益	6.24	-29.57	7.54

分析师

李宏涛

SAC 执业证书编号：S0910523030003

lihongtao1@huajinsc.cn

#### 相关报告



过高。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,047	2,715	4,433	5,980	8,127
YoY(%)	345.5	32.6	63.3	34.9	35.9
净利润(百万元)	722	1,198	1,819	2,400	3,371
YoY(%)	417.7	66.0	51.8	32.0	40.4
毛利率(%)	54.4	53.1	50.7	51.7	51.7
EPS(摊薄/元)	0.42	0.70	1.06	1.40	1.96
ROE(%)	27.9	40.4	34.5	34.1	32.0
P/E(倍)	57.7	34.8	22.9	17.4	12.4
P/B(倍)	16.3	14.2	8.8	5.8	4.0
净利率(%)	35.3	44.1	41.0	40.1	41.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、润泽科技：重组上市，“卫星城”式数据中心运营商 .....	5
（一）发展历程稳健，重组上市进入资本市场 .....	5
（二）股权架构集中，团队专业经验丰富 .....	6
（三）“卫星城”式布局，区位优势显著 .....	7
二、IDC 行业供需重塑，第三方服务商是方向 .....	10
（一）行业发展：第三方发展迅猛，批发型增多 .....	10
（二）行业变化：供给趋紧但需求持续上升 .....	16
（三）行业趋势：大型第三方是方向 .....	22
三、园区级业务模式，国内 IDC 行业引领者 .....	26
（一）业务模式：自投/自建/自持/自运维稳定持续营收 .....	26
（二）上电率：自建+批发，上电率带动毛利率提升 .....	28
（三）营业成本：电费/资源/节能措施保证营业成本 .....	30
（四）盈利能力：持续上涨,费用控制颇有成效 .....	33
四、投资建议 .....	35
五、风险提示 .....	36

## 图表目录

图 1：润泽科技发展历程 .....	5
图 2：上周通信行业涨跌幅榜 .....	6
图 3：长三角·平湖润泽国际信息港 B 区项目效果图 .....	8
图 4：一带一路·润泽（兰州）国际信息港项目图 .....	8
图 5：国内中心机架规模增长趋势 .....	12
图 6：中国数据中心市场规模变化 .....	12
图 7：2021 年中国新增机柜分布 .....	13
图 8：2021 年中国各地区数据中心机柜上架率 .....	13
图 9：2022 年中国 IDC 市场格局 .....	14
图 10：润泽科技 2023 营业成本结构预测（单位：万元） .....	15
图 11：润泽科技 2023 营业成本结构预测（百分比） .....	15
图 12：IDC 业务模式对比 .....	16
图 13：东数西算布局图 .....	18
图 14：移动互联网累计流量及增速 .....	20
图 15：中国 5G 用户数及占比变化 .....	20
图 16：ChatGPT 用户比较图 .....	21
图 17：国内通用领域大模型进展 .....	22
图 18：2023 年我国第三方数据中心服务商全景图 .....	23
图 19：部分公有云及私有云厂商 .....	24
图 20：IDC 厂房示意图 .....	25
图 21：模块化数据中心示意图 .....	25
图 22：润泽科技客户对象 .....	28
图 23：润泽科技各地区园区电价 .....	32
图 24：润泽科技自建电站 .....	33
图 25：润泽科技自建电站 .....	33

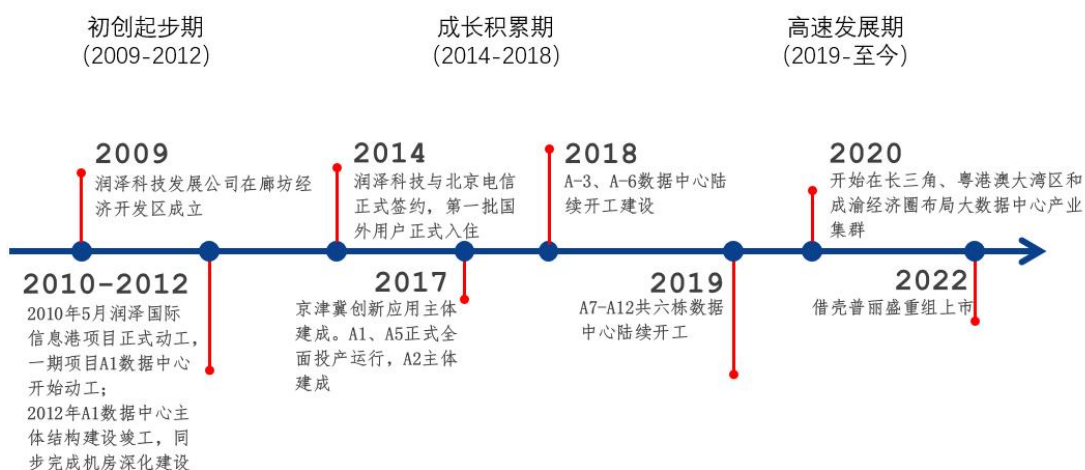
图 26: IDC 机房电费构成.....	33
图 27: 润泽科技近年来营业收入.....	34
图 28: 润泽科技近年来扣非归母净利润.....	34
图 29: 润泽科技近年来毛利率.....	35
图 30: 润泽科技近年来净利率.....	35
表 1: 润泽科技部分高管简介.....	7
表 2: 润泽各地区项目.....	8
表 3: 润泽科技已投产及在建数据中心.....	9
表 4: IDC 行业业务规模比较.....	10
表 5: 各类别数据中心规模及建设标准.....	11
表 6: 一线城市能耗管控政策.....	17
表 7: 一线城市及地区对 IDC 进入门槛的要求.....	19
表 8: 润泽科技“自投、自建、自持、自运维模式”.....	27
表 9: IDC 零售型批发型对比.....	28
表 10: 润泽科技机房及上电率（截止 21 年 10 月）.....	29
表 11: 润泽科技上电机柜及比重.....	30
表 12: 润泽科技与同行业毛利率比较.....	30
表 13: 润泽科技各项目能耗及环境影响评价.....	31
表 14: 公司业务预测.....	36
表 15: 润泽科技可比公司估值.....	36

## 一、润泽科技：重组上市，“卫星城”式数据中心运营商

### （一）发展历程稳健，重组上市进入资本市场

润泽科技发展有限公司于2009年9月在河北廊坊经济技术开发区成立。公司是国内主营IDC业务的龙头企业，专注于超大规模数据中心建设与运营，在云计算、大数据领域拥有持续性规模投入，已成为一家ICT产业中快速发展的综合解决方案提供商。2010年启动润泽国际信息港项目，建设亚洲最大云数据中心集聚港，分为A、B区进行开发，可容纳约13万架机柜；截至2022年末，公司已正式交付8栋数据中心，约4.6万架机柜。完成了京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝经济圈、西北地区等五大区域六大节点的全国性布局，总体规划布局了56栋数据中心、29万架机柜。2022年公司业绩稳定增长，并完成重组上市业绩承诺，实现营业收入27.15亿元，同比增长32.61%。同时2021年度和2022年度公司合计实现扣非归母净利润达18.64亿元，超过承诺数1.54亿元，完成率109.01%，仍处于高速发展阶段。

图1：润泽科技发展历程



资料来源：公司官网，华金证券研究所

润泽科技成为首家创业板重组上市企业。润泽科技实现重组上市的交易方案一共分为三步：（一）重大资产置换；（二）发行股份购买资产；（三）募集配套资金。首先，普丽盛将除COMAN公司100%股权外的全部资产与负债作为置出资产，而润泽科技100%股权作为置入资产，来进行重大资产置换。其次，上市公司向京津冀润泽等14名交易对方以18.97元/股的价格发行约7.20亿股以购买置入与置出资产之间的差额136.66亿元。最后，上市公司采用定向增发的方式募集配套资金不超过47亿用以润泽科技拟建项目的工程、偿还银行贷款以及支付中介机构费用。其中置出资产将由京津冀润泽指定的第三方承接，并最终由新疆大容指定的主体承接。同时，普丽盛将COMAN公司100%股权转让给新疆大容指定的主体。

深交所于2022年4月28日同意本次重大资产重组。6月2日证监会同意上市公司普丽盛本次交易的注册申请。7月27日双方签署交割协议，8月8日普丽盛实现新增股份的上市。9

月 13 日上市公司证券简称和公司名称完成变更，标志本次资产重组正式完成，润泽科技完成借壳上市。

图 2：润泽科技借壳上市简要历程



资料来源：润泽科技重组上市报告书，公司公告，华金证券研究所

## （二）股权架构集中，团队专业经验丰富

### 1、大股东持股集中

公司股权结构集中，周超男为润泽科技的实际控制人。实控人周超男通过京津冀润泽控制公司股份比例 **61.30%**。上市前引入了国内知名战略投资方平安系和中金系，目前原普丽盛持股平台新疆大容（**2.91%**）、平安系（**3.62%**）、中金系（**1.62%**）。公司主要控股子公司包括润泽发展、广东润惠、惠州润信、浙江泽悦、重庆润泽和兰州润融等。

### 2、团队专业经验丰富

#### （1）核心高管专业背景雄厚

核心高管从业背景专业性强，拥有超大规模高等级数据中心集群、全生命周期的投建运行以及维护管理经验。董事长周超男为高级通信工程师，于 **2000** 年成立了天童通信，主要进行城市信息基础管网集约化建设，从业已有二十余年。副总经理祝敬先生曾任全国海关信息中心中级工程师、中金数据集团有限公司专业主管等职务。董事会秘书沈晶玮，曾任东北证券股份有限公司投资银行部经理、安信证券股份有限公司并购融资部执行总监等职务。运维总监张克春是国家注册一级建造师以及高级工程师，曾就职于中国石油集团公司通信公司。运维总监梁纲曾就职于中华通信系统公司北京分公司，中国国际电子商务中心等单位。



## (2) 技术管理团队行业经验丰富

公司核心技术管理团队行业经验丰富，专业基础强。公司坚持加大运维团队培训的投入，推进运维管理的标准化、精细化、智能化，并持续迭代优化，以满足客户不断升级的多样化的需求。公司高度重视运维人才的培养，目前已拥有由工程师、技术专家构成的 800 人的自运维团队。运维团队主要管理人员具备数据中心设计、建设、运维等方面 15 年以上工作经验，每年定向培训 20-30 名 UPTIME AOS 和 ATD/ATS 认证工程师。同时截至 2022 年末，已有 40 名运维工程师取得了 UPTIME AOS(运维操作专家)认证，有 7 名规划设计工程师取得了 UPTIME ATD(Tier 标准设计师)。

表 1：润泽科技部分高管简介

姓名	职务	简历
周超男	董事长	研究生学历，曾任湖南省招商运输贸易公司衡阳分公司经理，天童通信网络有限公司董事长；现任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。
李笠	副董事长、总经理	研究生学历，曾任天童通信网络有限公司施工员、销售经理、市场总监、副总裁、常务副总裁。
祝敬	董事、副总经理	本科学历，曾任全国海关信息中心中级工程师；中金数据集团有限公司专业主管；中国教码信息有限公司专业主管；北京天地云箱科技有限公司产品经理；太极计算机股份有限公司楼宇三部设计主管。
沈晶玮	董事、董事会秘书	博士学历，曾任东北证券股份有限公司投资银行部项目执行经理、执行总监、内核小组召集人；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。
任远	财务负责人	本科学历，中国注册会计师，曾任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。
张克春	运维总监	本科学历，国家注册一级建造师，高级工程师，曾任中国石油集团公司通信公司通运行中心主任、通信设计院院长、数据中心部总监等职位。
梁纲	运维总监	本科学历，曾任首钢电子研究院工程师；中华通信系统公司北京分公司总经理；中国国际电子商务中心数据中心总监。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## (三) “卫星城”式布局，区位优势显著

### 1、五大区域六大节点的全国性布局

作为大型第三方数据中心服务商，润泽科技目前在运营的数据中心主要坐落于京津冀地区，同时在长三角（平湖）、粤港澳大湾区（惠州和佛山两地）、成渝以及甘肃兰州均有布局。

图 3：长三角·平湖润泽国际信息港 B 区项目效果图



资料来源：公司官微，华金证券研究所

图 4：一带一路·润泽（兰州）国际信息港项目图



资料来源：公司官微，华金证券研究所

2020 年开始润泽科技在长三角、粤港澳大湾区和成渝经济圈布局大数据中心产业集群。廊坊数据中心 A 区约 7 万架机柜即将完成全部建设，将于 2023 年全部正式交付投运，同时启动廊坊数据中心 B 区建设；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，也将于 2023 年陆续正式交付投运。截至目前公司已经在京津冀、长三角、大湾区、成渝经济圈和西北地区 5 个区域布局 6 个超大规模数据中心，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，总体规划 56 栋数据中心，29 万个机柜，主要集中在北京、上海、广州、深圳等一线城市的卫星城。公司的每个园区均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）。

表 2：润泽各地区项目

地点	具体项目名称	主要内容
廊坊	国际信息云聚核港（ICFZ）项目	规划建设 22 栋、约 100 万平方米高等级数据中心，可容纳约 13 万架机柜。截至 2021 年末，已投运机柜 3.9 万架机柜，在建数据中心约 3 万架。
长三角	长三角·平湖润泽国际信息港项目	A2 数据中心项目总投资额为 81,306 万元，建设 6016 机架，机柜平均功率密度为 7.04kW，建设周期为 16 个月。截至 2021 年末，在建机柜规模 1.2 万架。
大湾区	润泽（佛山）国际信息港项目 润泽（惠州）国际信息港项目	佛山 A2、A3 数据中心项目总投资额为 169,668 万元，建设机柜 2*6316 架。惠州项目截至 2021 年末，广州、深圳在建机柜规模分别为 1.2 万架和 0.6 万架。
成渝经济圈	润泽（西南）国际信息港项目	截至 2021 年末，首期土建工程已经全部完工，机电安装正在稳步推进。
西北地区	一带一路·润泽（兰州）国际信息港项目	规划建设 1.4 万个机架，截止 2021 年末已经取得节能审查意见，预计 2024 年投入运行。

资料来源：润泽科技重组上市报告书、公司 2022 年报、华金证券研究所

## 2、在建、拟建数据中心具备同行业优势

结合公司廊坊、长三角、大湾区、成渝经济圈、西北地区已建、在建、拟建数据中心统计，截止 2022 年末，公司已投产 4.6 万个机柜，成熟的数据中心上架率超过 90%；廊坊数据中心 A 区约 7 万架机柜即将完成全部建设，将于 2023 年全部正式交付投运；已建成 A-1、A-2、A-3、A-5、A-6、A-7、A-18 七栋数据中心，地点均为廊坊。



表 3：润泽科技已投产及在建数据中心

具体地点	已投产数据中心	机柜数量(个)	平均单机柜功率(KW)
廊坊	A-1	4,858	5.06
	A-2	5,830	5.21
	A-3	6,040	5.67
	A-5	3,784	5.03
	A-6	6,020	5.51
	A-7	6,000	6.3
	A-18	6,000	7.04

具体地点	在建数据中心	机柜数量(个)	平均单机柜功率(KW)
廊坊	A-8	6,000	6.3
	A-9	6,000	6.3
	A-10	6,000	6.3
	A-11	6,000	6.3
	A-12	6,000	6.3
佛山	2#	12,632	7.04
	3#		7.04
	4#	6,000	6.3
惠州	2#	6,000	6.3
	3#	6,000	6.3
平湖	A1 楼	6,000	6.3
	A2 楼	6,016	7.04
重庆	1#	4,000	6.3
	2#	4,000	6.3

资料来源：润泽科技重组上市报告书、公司 2022 年报、华金证券研究所

相比于同行业公司，世纪互联已投产 87310 个机柜，数据港已投产 74200 个机柜，光环新网已投产超过 48000 个机柜，润泽科技目前已建数据中心并不是最多，但在建及拟建的数据中心中，润泽科技总机柜达 12 万个，综合来看，润泽科技是潜力最大的 IDC 公司。

表 4：IDC 行业业务规模比较

可比公司	自建/租赁机房	业务规模
光环新网	100%，0%	8 个自建数据中心，投产 38,000 个机柜
数据港	100%，0%	25 个在运营数据中心，约 50,060 个 5KW 标准机柜
宝信软件	100%，0%	1 个自建园区级数据中心，约 27,000 个机柜
奥飞数据	31.12%，68.88%	9 个自建数据中心，17,412 个自建机柜
万国数据	97.44%，2.56%	51 个自主开发的数据中心，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
世纪互联	38.10%，61.90%	84 个自建数据中心，已投产 53,553 个机柜
秦淮数据	94.52%，5.48%	10 个超大型数据中心，IDC 负载 291 兆瓦小时（MV）

资料来源：润泽科技重组上市报告书、华金证券研究所

## 二、IDC 行业供需重塑，第三方服务商是方向

### （一）行业发展：第三方发展迅猛，批发型增多

#### 1、数据中心市场规模不断扩大，第三方发展迅猛

##### （1）各类别数据中心规模及建设标准区分

数据中心可根据规模大小分为超大型数据中心、大型数据中心和中小型数据中心。其中：超大型数据中心是指规模大于 10,000 个标准机架的数据中心；大型数据中心是指规模介于 3,000—10,000 个标准机架的数据中心；中小型数据中心是指规模小于 3,000 个标准机架的数据中心。

**表 5：各类别数据中心规模及建设标准**

分类	气候及地理特征	我国分布地区
一类地区	气候寒冷：最低月平均气温 $\leq -10^{\circ}\text{C}$ ，日平均温度小于 $5^{\circ}\text{C}$ 天数 $\geq 145$ 。 能源充足：发电量大于用电量 地质灾害：较少	新疆（北部）、甘肃（西北部）、内蒙古、宁夏（北部）、吉林、辽宁（北部）、黑龙江、陕西（北部）、山西（北部）、西藏、青海
二类地区	气候寒冷：最低月平均气温为 $-10^{\circ}\text{C}$ 至 $0^{\circ}\text{C}$ ，日平均温度小于 $5^{\circ}\text{C}$ 天数为90至145天；或者最冷月平均温度在 $-13^{\circ}\text{C}$ 至 $0^{\circ}\text{C}$ ，最热月平均温度在 $18^{\circ}\text{C}$ 至 $25^{\circ}\text{C}$ 。日平均温度小于 $5^{\circ}\text{C}$ 的天数在0至90天。 能源充足：发电量大于用电量 地质灾害：较少	新疆（南部）、甘肃（东南部）、宁夏（南部）、陕西（中南部）、山西（中南部）、四川（西部局部）、云南（局部）、贵州（局部）
三类地区	气候适宜 靠近能源：紧邻能源丰富集中的地区 地质灾害：较少	河北（南部）、北京、天津、河南、山东
其他地区	除上述三类以外的地区	

资料来源：穆点咨询、华金证券研究所整理

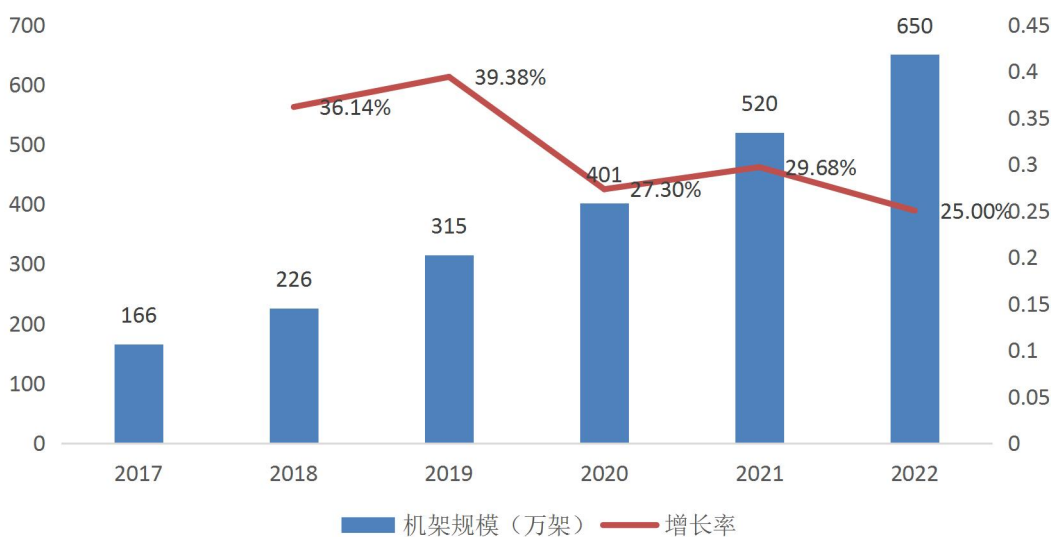
各规模数据中心建设标准存在较大差异。超大型数据中心建设选址因素多样，以地区灾害考量为主，同时关注气候环境、能源供给等要素。优先在气候寒冷、能源充足的一类地区建设，也可在气候适宜，能源充足的二类地区建设；对大型数据中心建设的选址要求涵盖较广，在考虑气候与能源的情况下，一类、二类、三类地区均可在一定条件下作为建设选址。而中小型数据中心则以市场为导向，侧重于靠近用户所在地且能源获取较丰富集中的地区，如三类地区。

## （2）数据中心规模不断增长，区域分布特征鲜明

### （1）规模：机架和市场规模年均高增长

我国数据中心机架规模维持高速增长形势，大型、超大型规模成为增长主力。根据国家网信办及中国信通院数据，截至 2022 年底，我国数据中心机架总规模已超过 650 万标准机架，近 5 年年均增速超过 30%，在用数据中心算力总规模超 180EFLOPS，位居世界第二。大型以上规模数据中心增长迅速，占比可达 80%。根据国家政策及数据中心发展态势，数据中心建设趋向规模集约、绿色节能方向，因此可定制化和模块化的超大型数据中心将成为发展趋势。

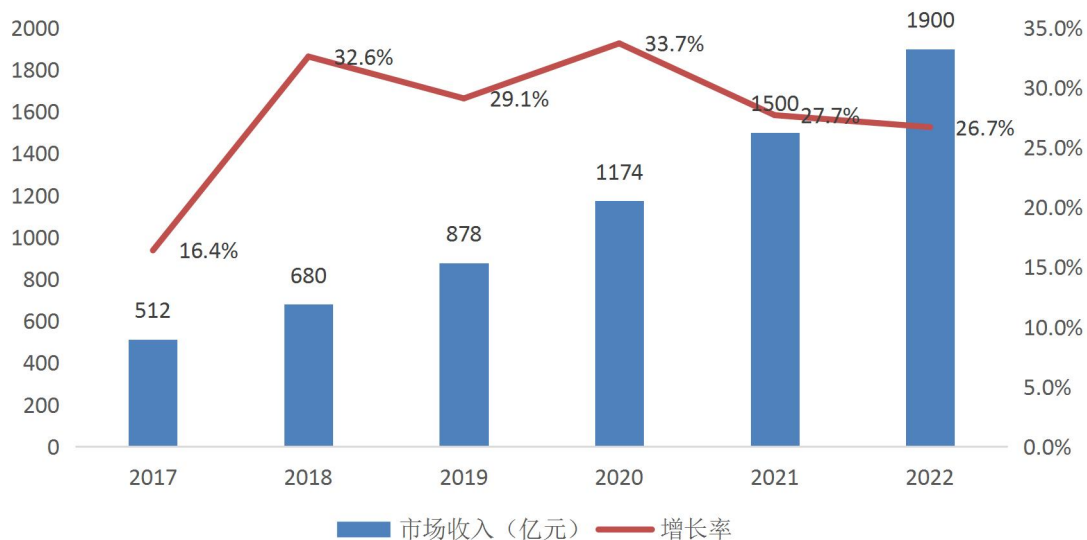
图 5：国内中心机架规模增长趋势



资料来源：中国信通院，华金证券研究所

从业务收入和相关服务业收入方面分析，近五年我国数据中心市场规模呈现高速增长的趋势。据中国信通院数据测算，我国数据中心业务市场收入由 2017 年的 512 亿元增长至 2022 年的约 1900 亿元，近三年年均复合增长率约为 27.2%。而根据中国信通院与中商产业研究院共同发布的数据显示，随着我国各地区、各行业数字化转型的深入推进，预计 2023 年我国数据中心的规模将有望向 2400 亿元人民币发起有力冲击。

图 6：中国数据中心市场规模变化



资料来源：IDC，中国信通院，华金证券研究所

## （2）分布：东密西疏+环中心城市

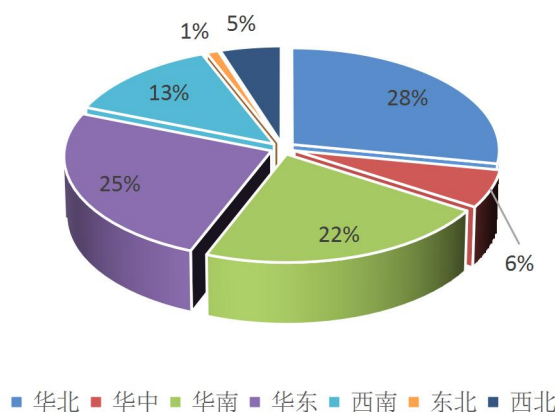
中国数据中心整体的发展格局呈现两大特点：一是东密西疏，二是大城市为中心的发展格局。数据中心的布局呈现东密西疏的特点，原因在于我国东部地区数字化转型进程较西部地区数字化转型进程更快，数字化程度更高，因此带来的算力需求比西部更高。2021 年，中国数据中



心新增机柜主要集中在华东、东北、华北三大区，合计占比达 85%。而以大城市为中心的城市群发展格局则与城市经济与数字化发展密不可分。一线城市数字化程度高，经济发达，如金融、互联网等行业聚集，对丰富的算力资源具备极大的需求。当前，我国 IDC 业务市场已逐步形成以大城市为中心的城市群发展格局：以北京为中心的京津冀地区、以上海为中心的长三角地区以及以深圳为中心的大湾区等。

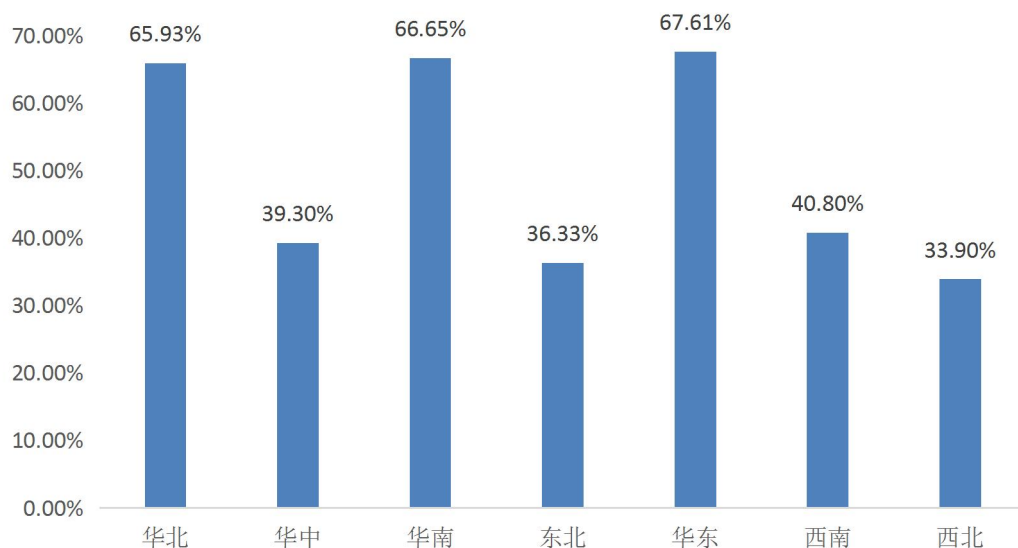
根据中国数据中心工作组 CDCC 数据，北上广深地区仍然存在“供不应求”的现象。从具体数值来看，全国平均机柜上架率为 50.07%，其中华北、华东和华南地区超过全国平均值，上架率分别为 65.93%、67.61%和 66.65%，其他地区约在 30%-40%。而随着国家“东数西算”以及全国一体化数字中心的推动，我国数据中心的分布格局将呈现更加协调的趋势。工信部数据显示，截至 2022 年底，三家基础电信运营商为公众提供服务的机架数量达到 81.8 万个，其中，中西部地区机架数占比达 21.9%，比去年同期增长 0.6%。基础电信运营商优化建设布局，推动数据中心协同化发展，积极缓解东部数据中心过度集中的局面，促进我国东西部地区比例均衡发展。

图 7：2021 年中国新增机柜分布



资料来源：CDCC，华金证券研究所

图 8：2021 年中国各地区数据中心机柜上架率



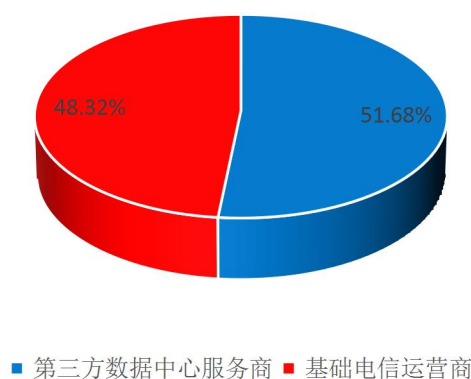
资料来源：CDCC，华金证券研究所

### （3）格局：运营商主导，第三方崛起

当前我国 IDC 市场仍由三大运营商主导，而第三方数据中心服务商正在快速崛起，首次市场份额超越电信运营商。国内三大运营商布局较早，拥有网络 and 土地资源等 IDC 行业优势。同时三大基础运营商本身业务发展与数据中心建设密不可分，使得三大运营商在数据中心行业领域先天优势突出，特别体现在客户资源、网络资源以及土地资源。

随着全球数据总量的急剧增长，数据采集、数据存储与管理、数据传输与处理等对算力资源的需求大幅提升，三大基础电信运营商难以满足整个数据中心市场需求，第三方数据中心服务商正在快速崛起。根据信通院的报告数据显示，2022 年基础电信运营商总体占比约为 48.32%，其中中国电信占比约为 19.27%，中国移动占比约为 14.70%，中国联通占比约为 14.35%；而第三方数据中心服务商市场份额约为 51.68%，较 2021 年同期增长了 1.81%，成功首次在整体份额上超越电信运营商。

图 9：2022 年中国 IDC 市场格局



资料来源：中国信通院，华金证券研究所

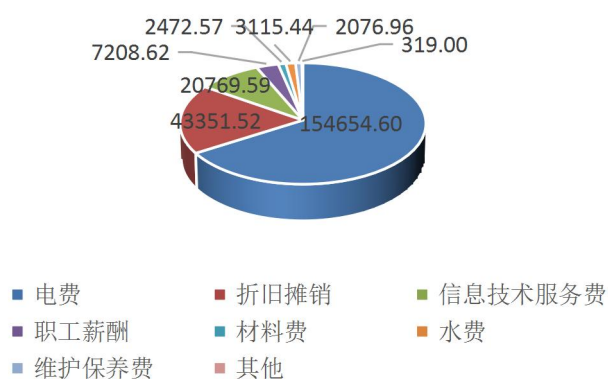
## 2、固定资产和运营构成 IDC 成本，电费对毛利率影响大

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、交换机、路由器、光模块等)，而投资的设计原则为尽量增加 IT 设备的有效投资占比。

IDC 成本主要由固定资产成本和运营成本组成。固定资产成本主要包含建设 IDC 机房过程中的基建设施成本，包括设备支出、建设建材支出等。数据中心 IT 设备采购成本包含了服务器、网络设备、存储设备、安全设备和光模块/光纤等。固定资产支出为一次性支出，购买的设备后续摊销从而影响利润率。运营成本是指维持 IDC 机柜正常运行所必需的支出，包括电力、房租、人力、折旧等。其中电力成本是 IDC 运营成本中占比最高的部分，占营业成本 60% 左右。数据中心投资大、资产设备使用寿命周期长，同时数据中心固定资产折旧在整体成本中占据较大的比例。

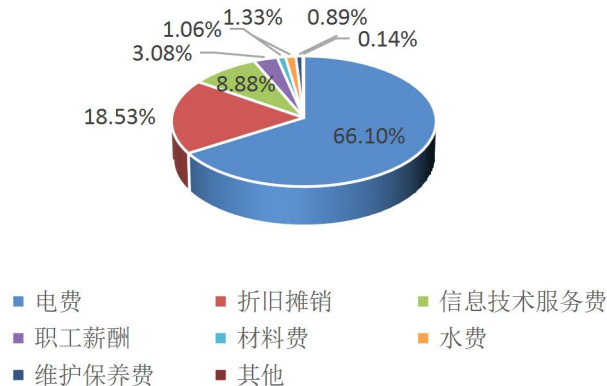
电费支出、固定资产折旧以及人力成本会对毛利率产生一定影响。对于 IDC 厂商，单机柜的生产成本都趋于一致。因此电费支出成为影响各家厂商毛利率的关键差异因素之一。电力价格上升 1%对 IDC 业务毛利率的影响在 0.2%和 0.3%左右，能够以较低成本获得电力资源的厂商会在竞争中获得较大的优势。大型园区级别的数据中心可以实现基础设施的共享、共用、复用，固定资产的使用效率更高，同时在装备集采具备规模化和批量化优势，在采购价格上更有话语权，由此带来的固定资产折旧会相对其他类型数据中心对毛利率产生更积极的影响。同时，各地人工薪酬存在的差异性较大。一线城市的人工薪酬可能比其他地区高 20%到 40%。而且 IDC 厂商的运维人员的培训涉及到的人力成本也可能存在一定差异。因此，作为营业成本的重要组成部分，人力成本也会对毛利率产生一定影响。

图 10：润泽科技 2023 营业成本结构预测（单位：万元）



资料来源：润泽科技重组报告书，华金证券研究所

图 11：润泽科技 2023 营业成本结构预测（百分比）



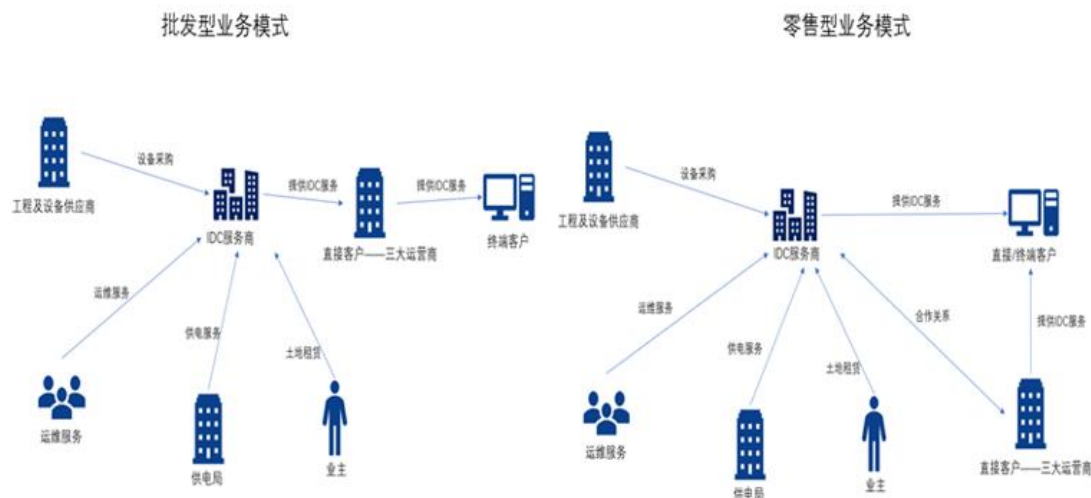
资料来源：润泽科技重组报告书，华金证券研究所

### 3、批发型业务模式是超大规模 IDC 方向

根据客户类型的不同，数据中心的业务模式可以分为批发型和零售型两种模式。批发型数据中心运营业务确定性较强，主要通过自建大型数据中心向产业链下游用户提供服务器托管业务，通常并不提供网络带宽服务，其客户集中度较高，中心目标客户为大型互联网厂商。批发型数据中心的销售单位通常为按机房模块起租，从启用到满租通常为一年。

零售型数据中心服务系面向中小型互联网公司、一般企业等客户，提供相对标准化的服务器托管服务及网络带宽服务。零售型数据中心的销售单位为单机柜起租，从启用到满租一般需要两年以上。

图 12：IDC 业务模式对比



资料来源：爱司凯重大资产重组报告书、华金证券研究所

**超大规模 IDC 规模优势突出，批发型成本优势显著。**批发型数据中心主要以大型客户为目标客户，该类客户收入占比高、客户支付能力更强，现金流稳定；客户集中度高、粘性强；上架速度相对较快，租期稳定，综合上架率较高；增长前景广阔，规模大，具备快速扩张能力和资源整合能力；但单机柜租金收入相比零售型较低。零售型数据中心客户以中小型为主，客户集中度较低，流动性比较高，各客户间上架节奏差异及较高流动性导致上架率低或不确定性较大，但单机柜租金收入比之批发型模式较高。国内典型的零售数据中心租赁服务商包括世纪互联、光环新网、网宿科技、鹏博士等，其数据中心租赁服务主要针对小客户；典型的批发型数据中心租赁服务提供商包括润泽科技、数据港、万国数据、宝信软件等，业务以服务大型客户为主。

## （二）行业变化：供给趋紧但需求持续上升

### 1、供给端：政策层面对 IDC 供给端提出新要求

#### （1）PUE 要求提升，数据中心绿色化发展

**政策层面对 PUE 提出高要求。**随着一系列监管政策的出台，对数据中心的能效指标提出了严格限定，不仅对新建数据中心的审批收紧，更对存量数据中心的 PUE 提出了更高要求。根据工信部 2021 年发布的《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》，计划到 2021 年底新建大型及以上数据中心 PUE 降低到 1.35 以下。到 2023 年底，全国新建大型及以上数据中心 PUE 降低到 1.3 以下，严寒和寒冷地区力争降低到 1.25 以下。政策层面对枢纽节点数据中心 PUE 要求持续提升。

**一线城市作为核心竞争区域，新建项目趋严控制，PUE 限制政策明确化、严格化，绿色化发展成为趋势。**双碳背景下，北京、上海、深圳等核心城市及省份相继出台有关数据中心建设的



政策文件，严控 IDC 机柜数量及建设地区，能评指标成为第一抓手，能耗指标成为行业壁垒之一。核心地区存量机柜和能耗指标成为稀缺资源，在手一线城市机房的的公司可能因此获益。我国第三方数据中心运营商产品技术升级改造的重点方向为低碳节能、高效运营。当前，一线城市面临需求扩张与资源紧缺的矛盾，数据中心供不应求。第三方数据中心运营商需提前布局一线城市商圈，争取土地、电力、耗能等指标资源，从而拥有更多市场份额，有望在碳中和背景下实现快速扩张。

**表 6：一线城市能耗管控政策**

城市	政策文件	具体要求
上海	《新型数据中心“算力浦江”行动计划（2022-2024）》2022.6	在算力发展低碳高效方面，到2024年，上海市新建大型及以上数据中心PUE降低到1.3以下，起步区降低到1.25以下，数据中心利用率力争提升到75%以上。
上海	《上海市工业和通信业节能降碳“百一”行动计划（2022-2025）的通知》2022.6	创建利用区域余热（冷）资源数据中心5家，零碳数据中心5家。推进PUE大于1.7、单体规模不超过800架、连续投产时间10年以上的规模小、效益差、利用率低的小老散旧的数据中心关停并转。
北京	《北京市数据中心统筹发展实施方案（2021-2023）》2021.4	指出逐步关闭年均PUE大于2.0或平均单机架功率低于2.5千瓦或平均上架率低于30%的功能落后的备份存储类数据中心。
北京	《关于印发进一步加强数据中心项目节能审查若干规定的通知》2021.7	根据数据中心规模，PUE准入水平分别设定为1.3、1.25、1.2和1.15；超过标准PUE限定值的，将实施差别电价政策。超过标准的依据幅度每度电加价0.2元-0.5元不等。
广东	《广东省能源局关于明确全省数据中心能耗保障相关要求的通知》2021.4	2021-2022年除支持对现有资源进行整合及企业建设有边缘计算自用需求的项目外，原则上全省不再新增数据中心机柜；十四五期间，PUE值需降至1.3以下。
深圳	《深圳市发展和改革委员会关于数据中心节能审查有关事项的通知》2019.4	PUE为1.35-1.40的数据中心，新增能源消费量可给予实际替代量10%以下的支持；PUE为1.30-1.35的数据中心，给予20%及以下的支持；PUE为1.25-1.30的数据中心，给予30%及以下的支持。

资料来源：政府官网，华金证券研究所

## （2）东数西算统筹布局全国资源

东数西算工程统筹布局，深入影响 IDC 行业发展。“东数西算”中的‘数’指数据，‘算’指算力，即对数据的处理能力。“东数西算”是通过构建数据中心、云计算、大数据一体化的新型算力网络体系，将东部算力需求有序引导到西部，优化数据中心建设布局，促进东西部协同联动。“东数西算”于 2021 年 5 月提出，规划在京津冀、长三角、大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏 8 地启动建设国家算力网络枢纽节点。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，并规划了张家口集群等 10 个国家数据中心集群。至此，全国一体化大数据中心体系完成总体布局设计，“东数西算”工程正式全面启动。

图 13：东数西算布局图



资料来源：北京科技报、华金证券研究所

“东数西算”优化资源配置，推动东西协调共行，指引行业发展方向。由于土地、能源等资源日趋紧张，在东部大规模发展数据中心难以为继。而我国西部地区资源充裕，特别是可再生能源丰富，具备发展数据中心、承接东部算力需求的潜力。“东数西算”中，东部枢纽处理工业互联网、金融证券、视频通话等对网络要求较高的业务，西部数据中心处理后台加工、离线分析、存储备份等对网络要求不高的业务，“东数西算”将东部算力需求有序引导到西部，优化数据中心建设布局，促进东西部协同联动。将东部产生的海量数据，输送到西部去，有利于推动建设全国一体化的算力网络，并有利于解决东西部对数据处理需求和供给的不平衡问题，国内算力规模将有序提升，同时提高了使用效率。根据政策要求，新建及规划建设数据中心要求更加规范化。国内算力方向规划应当以规模化、集约化、绿色化、节能化为特征，且以减少资源浪费为目的的要求数据中心集群内平均上架率均不低于 65%。

### （3）能耗指标趋严，一线城市供需紧张

一线城市距离终端需求近，多为对网络需求相对更强的行业。数据中心由于用户需求驱动，布局偏好于算力需求量大的东部一线城市。而由于用电量大，社会普遍将数据中心定义为高耗能产业。北上广深等一线城市因用电、用水指标不足，用地成本高等因素，相关数据中心能耗限制的政策不断趋严。近年数据中心建设也在向东部一线城市周边进行延伸。“东数西算”则鼓励在中西部地区建立数据中心。中西部地区具备气候条件适宜、可再生资源丰富、电价水平低的优势，可以一定程度上弥补网络骨干节点与终端用户需求较远的劣势。

**表 7：一线城市及地区对 IDC 进入门槛的要求**

城市	政策文件	具体要求
上海	《上海市资源节约和循环经济发展“十四五”规划》	严格控制新增数据中心规模，加快淘汰“老旧小散”数据中心，推动存量项目节能改造，优化运行管理，积极推动绿色数据中心创建。
上海	《上海市工业和通信业节能降碳“百一”行动计划（2022-2025）的通知》	严格新建数据中心准入管理，建立数据中心绿色设计星级评价体系，新建数据中心鼓励应用工信部推荐目录产品。
北京	《北京市新增产业的禁止和限制目录（2022）》	数据中心在首都核心区被列入禁止类，在全市范围则是限制类。
广东	《广东省能源局关于明确全省数据中心能耗保障相关要求的通知》	2021-2022年除支持对现有资源进行整合及企业建设有边缘计算自用需求的项目外，原则上全省不再新增数据中心机柜。
深圳	《深圳市发展和改革委员会关于数据中心节能审查有关事项的通知（2019）》	PUE1.4以上数据中心不享受支持，PUE低于1.25的数据中心可享受新增能源消费量40%以上支持

资料来源：政府官网，华金证券研究所

**IDC 环一线城市布局，一线城市供给趋紧。**一线城市对 IDC 资源的布局需求出于多方面原因：一是经济发展水平高，数字化程度高，对数据中心需求高、消化能力强；二是一线城市一些行业的客户数据时延敏感性强，对数据及时性要求高；三是绿色化发展趋势、双碳要求和东数西算的政策导向。数据中心作为高耗能行业，普遍面临“双碳”战略下的能耗限制问题。一线城市 IDC 的进入门槛持续趋紧，影响了部分 IDC 的交付。目前，中国 IDC 市场布局整体集中在东部地区及核心一线城市，呈现环一线中心城市的特点。国内网络拓扑结构决定北京、上海及华东长三角、广深及华南珠三角等地区是核心网络节点，而这些数据中心重点集聚区域存在着明显供需失衡的情况。根据工信部在《全国数据中心应用发展指引 2020》的预测，2020 年北京、上海、广州分别存在 8.7 万、9.1 万、10.6 万的需求缺口。而随着一线城市对于 IDC 进入门槛和能耗管理的要求趋严，我们预计这一供不应求的情况将可能持续存在。

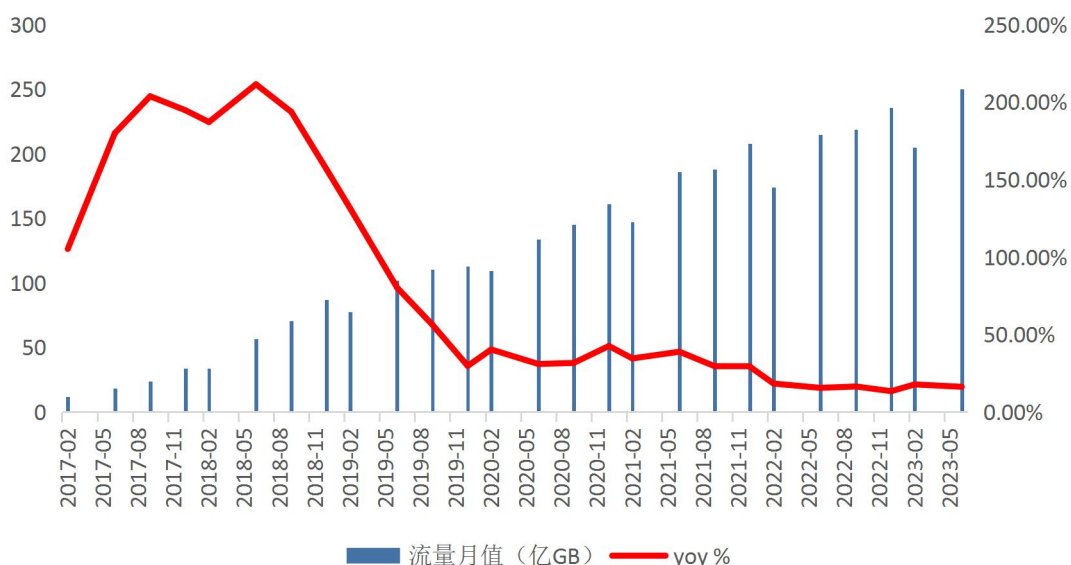
## 2、需求端：流量增长及算力扩展拉动 IDC 需求上升

### （1）移动互联网带动数据流量持续增长

**数字经济发展引领数据流量需求持续旺盛。**我国数字经济建设步履不停：5G 建设与商用、千兆网络建设、物联网、云计算、AI 等应用的发展或将带动数据流量持续增长。根据工信部数据，移动互联网流量增速持续提升，6 月 DOU 值保持较高水平。上半年，移动互联网累计流量达 1423 亿 GB，同比增长 14.6%，增速较一季度回升 0.9 个百分点。截至 6 月末，移动互联网用户数达 14.9 亿户，比上年末净增 3825 万户。6 月当月户均移动互联网接入流量（DOU）达到 16.78GB/户，同比增长 12.8%，较上年 12 月份高 0.6GB/户。用户数、设备接入数、月均用户数据使用量均有较大增长。数据中心是网络数据存储与传输的重要节点，将在数据量持续增长的背景下受益显著，数据中心需求量有望持续保持稳健增长前景，数据中心行业长期发展动能势旺。



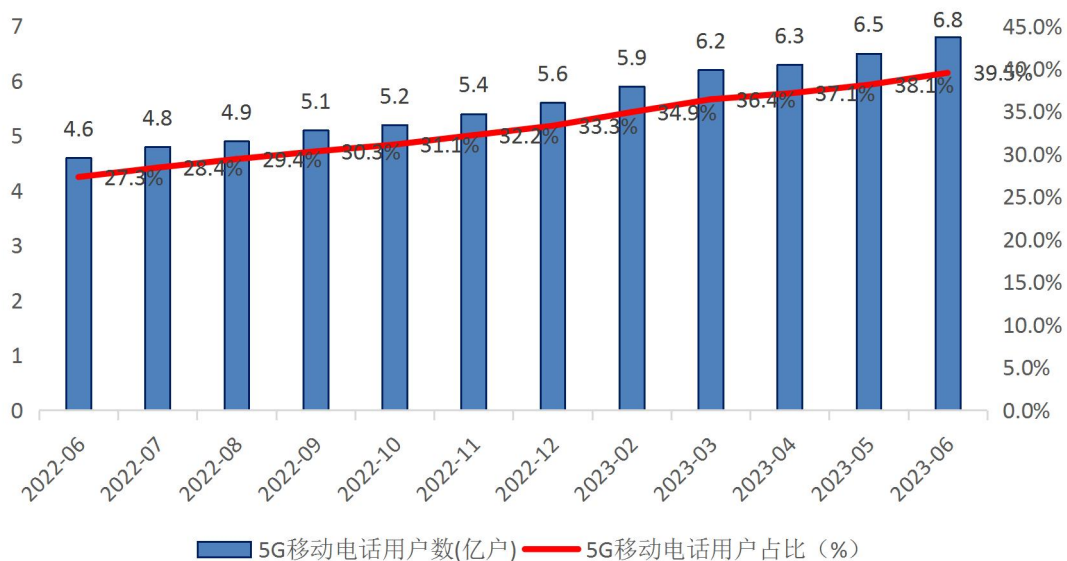
图 14：移动互联网累计流量及增速



资料来源：工信部，华金证券研究所

**5G 流量增长仍具有空间。**截至 2022 年底，全国移动电话用户总数已经达到 16.82 亿户，5G 移动电话用户占比超过 30%，已经达到约 5.1 亿户。据中国信通院数据，2023 年，我国 5G 将继续加速规模化发展，2、3、4G 用户加速向 5G 转移，2025 年我国 5G 用户渗透率超过 50%。预计未来 2~3 年内将实现 5G 的个人终端应用和数字内容的创新突破，而且全球移动用户数在 2022 年将超过 85.8 亿，预计 2025 年将达到 91 亿；预计 2025 年全球 5G 移动用户数将突破 23 亿，在全球移动用户数占比接近三成。5G 时代的不断发展，将引领数据流量进一步扩展增长前景。

图 15：中国 5G 用户数及占比变化



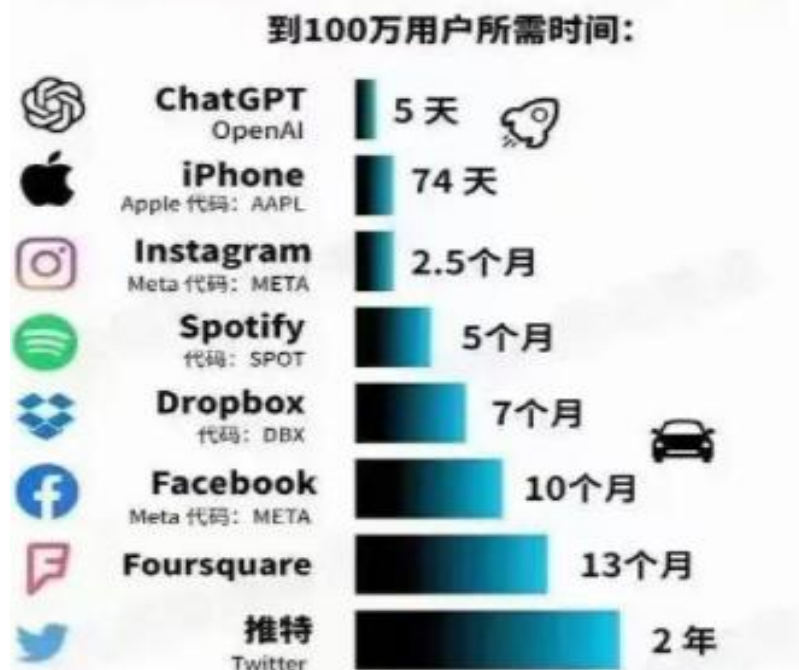
资料来源：工信部，华金证券研究所

## (2) 大模型爆发，AI 算力带动流量二次增长



**ChatGPT 模型的推出持续超预期发展。**1) ChatGPT 注册用户激增，5 天突破百万；2) GPT 模型不断迭代：GPT3 于 20 年 6 月推出，在 2022 年 11 月推出的 GPT3.5 基础上再次更新，23 年 6 月推出 GPT 3.5 turbo 16K。3) AI 渗透千行百业：基于大模型的多场景应用也不断拓展。拉动智能算力规模高速增长。根据 OpenAI 的研究，AI 训练所需算力指数增长，且增长速度超越硬件的摩尔定律

图 16: ChatGPT 用户比较图



资料来源：新浪科技看点、华金证券研究所

训练和推理需要大量算力支撑，其中训练消耗更多。援引 Open AI 测算，自 2012 年起，全球头部 AI 模型训练算力需求每 3-4 个月翻一番，每年头部训练模型所需算力增长幅度高达 10 倍。而推理阶段则根据模型上线后的搜索量来计算，新输入数据的量级相较于训练环节的大规模数据量级较低。

国外大模型主要以美国高科技公司为主。Google、Meta、微软等美国公司处于了世界大模型发展的领先地位，现在几乎所有 AI 大模型训练时采用的 Transformer 网络结构，Transformer 的提出让大模型训练成为可能。微软产品 Copilot 实现商业化落地。Copilot 产品基于 GPT-4，将生成式 AI 能力全面应用于各大办公套件，可作为办公场景下智能写手。7 月 18 日，Copilot 提供订阅收费服务，每名用户每月的价格从 12.5 美元到 57 美元不等。产品的商业化落地体现出企业对人工智能的未来前景持续看好。

国内 AI 大模型数量呈现爆发式增长。国内公开发布的大模型已达 80 多个。研究大模型的公司有百度、商汤、科大讯飞、华为、阿里、京东、第四范式等公司。同时科研机构也在积极入局，有清华大学、复旦大学、中科院等高校。国内大模型分为通用和垂直应用。文心一言、通义千问等打造跨行业通用化人工智能能力平台，其应用正从办公、生活、娱乐向医疗、工业、教育等加速渗透。与此同时，一批针对生物制药、遥感、气象等垂直领域的专业类大模型，提供针对特定业务场景的专业化解决方案。

图 17：国内通用领域大模型进展

公司	模型	模型规模	特点
腾讯	混元大模型	千亿级	五大权威数据集榜单登顶，实现跨模态领域大满贯
百度	文心一言	2600亿	首个中国版ChatGPT
京东	K-PLUG	10亿	与电商场景紧密结合，从电商领域中学习特定知识
阿里巴巴	M6	10万亿	当时最大规模的中文多模态预训练大模型
华为云	盘古NLP	千亿级	业界首个千亿参数的中文预训练大模型
中科院	紫东太初三模态	千亿级	全球首个三模态大模型

资料来源：华金证券研究所整理

### （三）行业趋势：大型第三方是方向

#### 1、格局上：IDC 主要份额将向大型第三方倾斜

电信运营商首要的战略方向是网络传输和移动互联，IDC 业务并非运营商的核心业务，建设及运维以外包为主，运营成本较高；

云服务商及大型互联网企业均以自有平台业务为主。缺少 IDC 方面的专业化建设运维团队，建设及运维成本较高，核心资源自建，随着业务的发展逐渐租用第三方 IDC。以第三方厂商中联数据和润泽科技为例：

第三方数据中心服务商提供的服务更能适应企业的个性化需求，可以与电信运营商的网络资源合作，形成优势互补，更能适应企业用户的需求；且第三方数据中心服务商在运营高效和高可用性机房方面拥有更丰富的经验和专业技术专长，能够保证数据中心的安全稳定运营，第三方 IDC 服务商向规模化、集中化发展，一线城市及周边的 IDC 区位优势明显。

未来，数据中心服务商的数据中心稳定性、运行规模、可扩容能力、运行维护经验、快速部署能力、需求响应能力、知名客户评价、增值服务功能，都会成为下游客户选择数据中心服务商的重点考量因素，第三方专业数据中心服务商通过自建数据中心或者租用数据中心为客户提供数据中心服务，行业地位逐步提升。

图 18：2023 年我国第三方数据中心服务商全景图



图 10 2023 年我国第三方数据中心服务商全景图谱

资料来源：信通院：《中国第三方数据中心服务商分析报告》、华金证券研究所

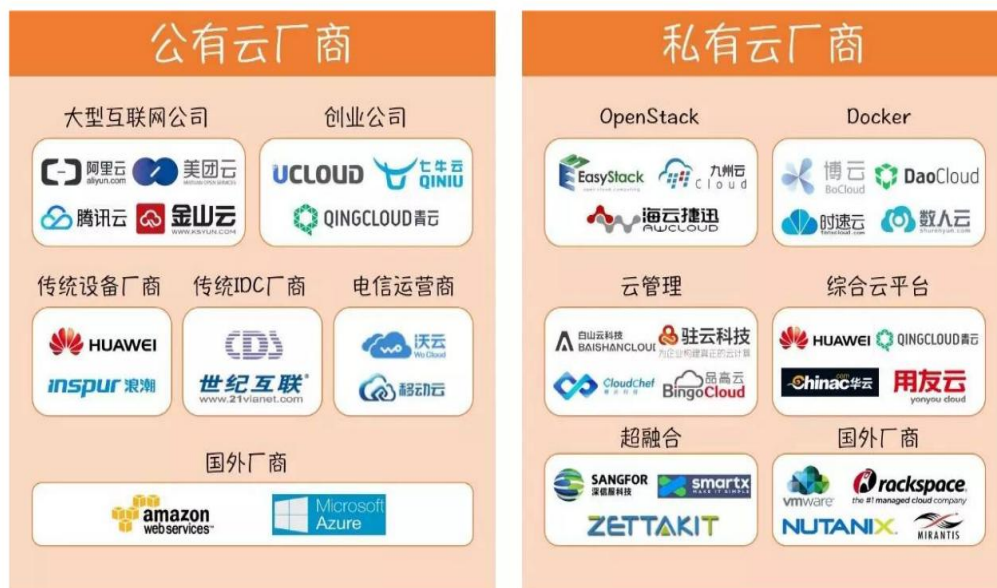
## 2、应用上：以公有云为主，私有云/混合云并行

公有云是第三方提供一般公众或大型产业集体使用的云端基础设施，拥有它的组织出售云端服务，系统服务提供者借由租借方式提供客户有能力部署及使用云端服务。公有云开放给所有公众成员。这种云计算模式由拥有极其庞大数据中心的的服务商运营，其中的计算和存储资源在客户之间进行共享。

虽然 IDC 市场仍在保持较快增长，但中小型客户逐渐转向公有云的趋势越来越明显，公有云市场不断开发拓展。中小型公司的特点有如下：一、与行业“巨无霸”相比，企业自身体量较小，对 IT 资源、网络带宽及算力等需求较小。二、该类企业往往深耕行业，具备典型的行业属性。三、中小型企业企业对于投入费用的敏感度较高。公有云的快速部署、低廉的价格等特征更加吸引中小客户，使其对数据中心的需求降低。

私有云其基础架构专用于单个用户组织。私有云既可以托管在企业自己的数据中心、第三方主机共同托管设施中，也可以通过提供私有云托管服务的私有云提供商托管。私有云成本高；私有化部署、数据私密性好；自主可控性强；功能可定制；性能可靠；资源独享且本地化。对数据隐私保护有特殊需求，例如金融、医疗等企业，则更适合于私有云。

图 19：部分公有云及私有云厂商



资料来源：星河融快、华金证券研究所

混合云一般来讲就是公共云与私有云的组合。公共云和私有云的基础设施彼此独立运行的，通过相关技术加密连接进行数据通信，它们是独立的元素，所以私有云的数据就会受到保护，同时又能利用公共云计算能力，从而提高安全性。而同时，当任务请求增多(云爆发)导致私有云中资源出现短缺时，可通过租赁公有云资源来缓解。因此，混合云则在一定程度上兼具公有云和私有云的特征：增加存储和可扩展性；提高可用性和访问能力；提高敏捷性和灵活性；降低成本以及获得应用集成优势。

一方面，云服务商随着业务量的快速增长，对基础设施托管的需求日益增加，推动了 IDC 市场的增长；另一方面，云服务商具备有不同类型的云服务，更加具备多样化特征：诸如价格较低、快速部署、易扩展性、定制化服务、数据私密性强等。

### 3、建设上：一体化、模块化建设是新方向

模块化数据中心是基于云计算的新一代数据中心部署形式。IDC 从开始的传统机房建设，逐渐演变为模块化建设。在 IDC 建设中，采用模块化设计理念，最大程度的降低基础设施对机房环境的耦合。集成了供配电、制冷、机柜、气流遏制、综合布线、动环监控等子系统，提高数据中心的整体运营效率，实现快速部署、弹性扩展和绿色节能。



图 20: IDC 厂房示意图

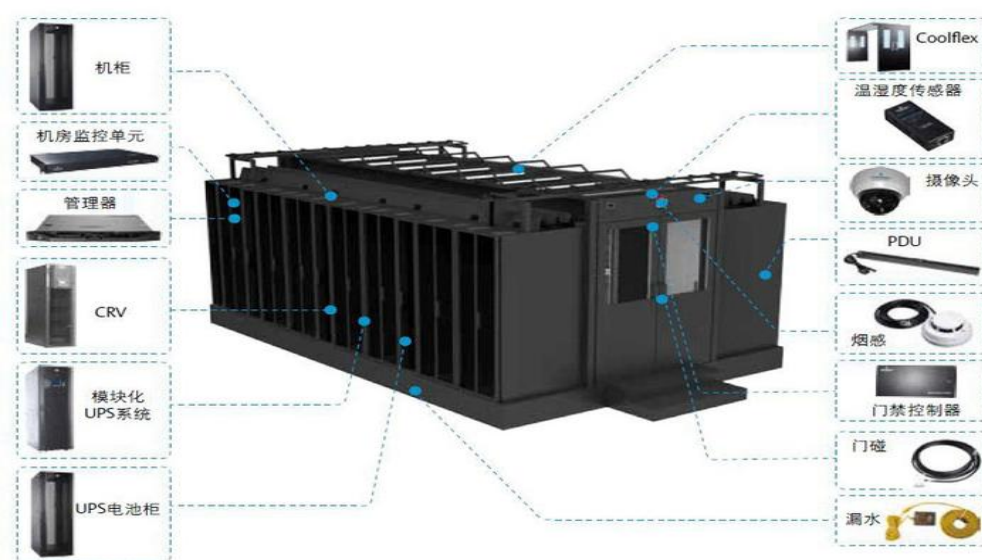


资料来源: IDC 图、华金证券研究所

模块化 IDC 数据中心技术是数据中心未来发展的主要方向,如今已经衍生出来了三种存在的形式:微模块,集装箱、还有仓储式数据中心。

模块化数据中心主要由机柜、密闭通道、供配电系统、制冷系统、智能监控系统、综合布线和消防系统组成。微模块数据中心在互联网数据中心里有广泛使用,尤其是很多互联网企业直接租用运营商数据中心机房里的部分机柜,展开自己的业务,这些机柜形成了独立的微模块,这个机房其它机柜还可以租给别的互联网公司,互相不受影响。

图 21: 模块化数据中心示意图



资料来源: 搜狐网、华金证券研究所

集装箱数据中心最为人所知，它将服务器、存储、网络设备等一股脑的放入集装箱，这就是集装箱数据中心。集装箱数据中心在国外应用已经相当广泛，尤其是在地理位置、气候环境独特，自然能源丰富的地方，以便能更大程度利用环境。

仓储式数据中心是指将客户闲置的仓库、厂房改造成数据中心。仓储式数据中心的微模块由厂家预置，各微模块组件运至现场组装。内部采用微模块形式或者集装箱形式进行布置。从规模上来讲，仓储式数据中心正好介于集装箱数据中心和微模块数据中心之间。

模块化建设与传统 IDC 机房建设相比优势如下：一、建设方式：全密闭设计，外界室内环境零要求。模块化机房采用工厂预制和现场组装方式，施工周期更短，有效降低设备故障率，延长使用寿命。二、灵活性：模块化机房具有较高的灵活性，可以根据需求随时进行扩容或缩容。三、移动性：模块化机房具有较强的可移动性，可以根据需要进行迁移，适应不同的业务需求。四、能源利用：模块化机房在能源利用方面相对传统机房更加高效，因为其设计更加合理，可以减少能源的浪费，降低运营成本。五、维护方式：模块化机房则可以进行模块化的维修和维护，从而避免了整个机房停机的风险。六、节能减排：模块化机房采取微环境运行，有效规划隔离冷热通道，微型气流循环，端到端制冷，最大限度提高制冷效率，且 PUE 值 1.3 以下，大大降低了能耗，节约运营成本，低碳环保。

### 三、园区级业务模式，国内 IDC 行业引领者

#### （一）业务模式：自投/自建/自持/自运维稳定持续营收

公司一直坚持自投、自建、自运维高等级数据中心集群的模式，我们认为，公司的自投、自建、自运营模式是保证具有持续营收的核心，其根本原因是满足了以互联网公司为代表的对于服务器安全、稳定的诉求。

客户诉求方面：互联网公司服务器在数据中心的托管，具有长期性、稳定性、可靠性的要求，服务的迁移对在运行的线上业务造成较大的损失，且增加服务器故障的风险，一般服务器不轻易迁移，数据中心资产是否为运营方自持资产已成为用户最关注的要素之一。超大规模数据中心集群成为用户的首选。

表 8：润泽科技“自投、自建、自持、自运维模式”

自行投资		公司主要以京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝经济圈范围内的数据中心市场需求为导向，在上述区域一线城市周边城市规划选址并获取土地资源，并在取得相关部门能耗指标、建设规划、环境评估等行政审批手续后，由标的公司设立项目公司进行投资建设。
自建管理		自行组建项目管理团队，在对前期已建项目的规划建设经验总结提升后，形成迭代开发经验，不断完善数据中心规划建设水平，并通过与建设施工单位和设备供应商的合作，进行数据中心的建造，以达到高等级数据中心的交付条件。
运营模式	合作运营	主要采取与电信运营商合作运营的模式。由公司向终端用户提供恒温、恒湿、电力稳定、供水稳定的 365×24 小时不间断机房环境，并由电信运营商提供带宽接入及其他电信增值服务。电信运营商向终端用户收取相关服务费，公司与电信运营商签署相关协议，由电信运营商根据机柜上电数量和约定价格向标的公司按月结算相关服务费。
	自主运营	建立了以 ITIL、UPTIME、IFMA 等国际化体系标准为基础的专业运维团队体系，核心管理团队拥有丰富的数据中心服务行业经验，专业基础强。运维团队负责指导、协调和监控数据中心设施的日常运营，为客户提供全天候的服务，主要包括楼层规划、设备生命周期管理、关键设施环境监控、事件回应管理和纠正、数据中心效率优化。
自持模式		资产自持模式具有规模大、集中度高，可扩容性强等优势，不会受到诸如租赁到期或出租方违约、周边无场地扩容等因素的影响。因此标的公司的资产自持模式，有利于排除干扰因素，营造长期、稳定、可靠的运行环境，提高服务品质和客户黏性，为长远发展奠定基础。

资料来源：润泽科技重组上市报告书、华金证券研究所

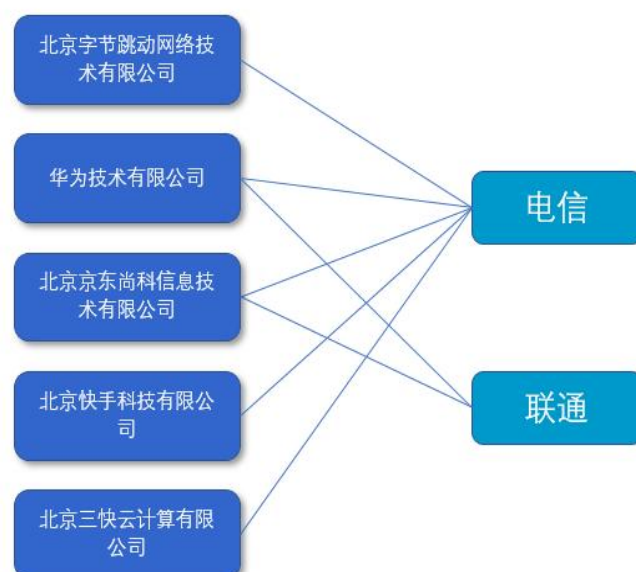
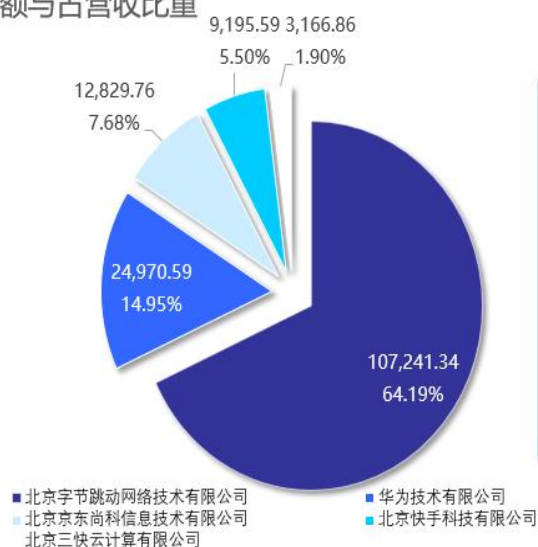
稳定的模式，保证与客户的粘性和优质客户的获取度，目前，公司以批发型模式为主，数据中心签约年限长，起租量大，客户黏性强，与运营商合作可以获取优质客户资源，与运营商签订的早期 4.4-7KW 单机柜价格区间主要为 5,700-8,000 元/月，合同期限一般为 10 年-15 年。

从前五大客户情况来看：公司最终用户为综合实力较强的大型互联网和 ICT 企业，包括字节跳动、华为、京东、快手等，客户资源较为优质。根据公司重组报告书，字节跳动 2018 年至 2021 年 10 月在公司终端客户中的收入占比为 56.99%、52.49%、55.50%、64.19%。互联网行业中短视频等垂直领域的崛起促使以字节跳动、快手为代表的互联网新贵对于基础设施需求的释放，根据中国电信招股说明书披露，字节跳动已经与中国电信北京分公司签署到期日为 2029 年 12 月 31 日的长达 10 年的 IDC 服务合同，润泽科技也与中国电信北京分公司签署了 10-15 年的 IDC 合作协议，公司向中国电信提供数据中心服务，由中国电信直接面向字节跳动提供数据中心及网络的一站式服务，实现了收入的长期稳定。



图 22：润泽科技客户对象

销售金额与占营收比重



资料来源：润泽科技重组上市报告书、华金证券研究所

## （二）上电率：自建+批发，上电率带动毛利率提升

润泽科技的业务模式主要为批发型业务模式，客户主要为中国电信北京分公司和中国联通河北分公司等基础电信运营商。零售型业务占比较小，主要的零售业务是为部分终端客户提供机柜租赁、数据中心机房运维等增值服务。

表 9：IDC 零售型批发型对比

	零售型	批发型
目标客户	中小型客户、类型多元	大型客户、当前主要为互联网厂商，电信运营商
客户集中度	低	高
租期	通常为 1 年	通常为 5 年及以上
用户流动性	较高	极低
销售单位	单机柜起租	按机房模块起租
单机柜价格	较高	较低
数据中心启用到满租时间	一般 2-4 年	1 年
上电率	取决于地段和运营能力	取决于大客户

资料来源：润泽科技重组上市报告书、华金证券研究所



零售型数据中心目标客户主要为中小型客户，其销售单位为单机柜起租，而批发型数据中心目标客户为大型互联网厂商，其销售单位为按机房模块起租：零售型数据中心从启用到满租时间一般为 2-4 年，而批发型数据中心从启用到满租时间一般为 1 年，因此，批发型数据中心的上电速度高于零售型数据中心。

润泽科技的业务模式主要为批发型业务模式，首个数据中心 A1 建成投产后润泽科技业务模式包括自营和与电信运营商合作模式(批发型)，经过一段时间的摸索和融合后，公司与中国电信北京分公司、中国联通河北分公司签订的业务合作协议，双方利用各自的资源，合作建设运营 IDC 业务机房。中国电信北京分公司、中国联通河北分公司负责拓展市场、与用户签约并依据协议约定向润泽科技结算费用，润泽科技提供基础设施 (IDC 机房及 DC 机架)和 DC 运维服务。

**表 10：润泽科技机房及上电率（截止 21 年 10 月）**

公司名称	项目名称（润泽（廊坊）国际信息港）	投产时间	机柜数量（个）	平均单机柜功率（KW）	上电率
润泽科技发展有限公司（廊坊）	A-1	2016 年 5 月	4,858	5.06	90.66%
	A-2	2018 年 1 月	5,830	5.21	97.12%
	A-3	2020 年 7 月	6,040	5.67	75.93%
	A-5	2017 年 5 月	3,784	5.03	96.84%
	A-6	2019 年 4 月	6,020	5.51	88.16%
	A-7	2021 年 4 月	6,000	6.3	9.74%
	A-18	2020 年 12 月	6,000	7.04	72.15%

资料来源：润泽科技重组上市报告书、华金证券研究所

目前，字节跳动已经与中国电信北京分公司签署到期日为 2029 年 12 月 31 日的长达 10 年的 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。互联网公司对数据中心的扩容能力有强烈的需求，超大规模数据中心集群成为用户的首选，公司的自建模式、批发模式，可供终端客户根据自身业务的迅速发展直接在本地数据中心扩容，承载更多的数据量，保证了公司的上电率。

表 11：润泽科技上电机柜及比重

时间 项目	2021.10.31		2020.12.31	
	上电机柜（台）	比重	上电机柜（台）	比重
批发模式	28,361	98.96%	22,555	97.95%
其中：电信客户	26,990	93.13%	21,198	92.06%
其中：联通客户	1,671	5.83%	1,357	5.89%
零售模式	299	1.04%	472	2.05%
累计上电机柜	28,660		23,027	
累计投产机柜	38,690		32,532	

资料来源：润泽科技重组上市报告书、华金证券研究所

润泽科技与同行业毛利率比较：

综合看出，目前国内及国外 IDC 数据中心上市公司有光环新网、数据港、宝信软件、奥飞数据、万国数据、世纪互联、秦淮数据、润泽科技，通过比较 IDC 服务收入占总营业收入，润泽科技的毛利率达 53.11%，高于行业平均毛利率 23 个点。

表 12：润泽科技与同行业毛利率比较

公司名称	营业收入(亿元)	IDC服务收入(亿元)	IDC毛利率
光环新网	71.91	20.90	37.30%
数据港	14.55	14.52	28.84%
奥飞数据	10.97	9.67	29.90%
万国数据	93.25	93.17	20.76%
世纪互联	70.65	70.65	19.22%
秦淮数据	45.52	41.98	41.59%
平均毛利率			29.60%
润泽科技	27.15	27.15	53.11%

资料来源：巨潮资讯网、华金证券研究所

### （三）营业成本：电费/资源/节能措施保证营业成本

#### 1、能耗指标已获各地方批准



东部发达地区特别是北上广深等一线城市及周边可预留给数据中心建设的能耗指标十分有限，难以支撑大型以上数据中心在东部地区落地。目前北京、上海、广州为控制能耗指标加大限建政策执行力度，能耗指标是数据中心门槛。

目前公司的五大区域均已获得地方政府获批的能耗指标，廊坊项目已批复的总能耗量是 35 万吨标煤，批复的较早；在全国其他地区，目前在建项目的能耗已经拿到。其中国际信息云聚核港（ICFZ）项目全部能源消耗折合标准煤年用量为 347,371.561 吨 / 年，经廊坊经济开发区管委会审批，同意项目实施；长三角·平湖润泽国际信息港项目（一期）年综合等价值能耗为 189,913.6 吨标准煤、当量值为 80,827.7 吨标准煤，经嘉兴市生态环境局审批，该项目属于环评告知承诺制改革试点范围，同意实行告知承诺制审批；润泽（佛山）国际信息港项目年综合能耗约 69,066 吨标准煤（当量值），根据多文件该项目可豁免环境影响评价手续；润泽（惠州）国际信息港项目年综合能耗约 23,882 吨标准煤（当量值），根据多文件该项目可豁免环境影响评价手续；润泽（西南）国际信息港项目年综合能耗为 4,868.82 吨标煤。（能耗量为截止招股说明书发布日的的数据）

表 13：润泽科技各项目能耗及环境影响评价

项目	能耗指标取得情况	环境影响评价文件
国际信息云聚核港（ICFZ）项目	廊坊市经济技术开发区管理委员会《合理用能评估意见书》（廊能评字[2009]009号）和河北省发展和改革委员会《关于润泽科技发展有限公司国际信息云聚核港（ICFZ）项目节能审查有关情况的说明》，该项目全部能源消耗折合标准煤年用量为 347,371.561 吨 / 年。	润泽科技已编制了《环境影响评价报告表》，并取得了加盖廊坊经济开发区管委会环保审批专用章的“廊开环管[2009]112号”审批意见，同意该项目环境影响报告表结论，同意项目实施。
长三角·平湖润泽国际信息港项目（一期）	根据《关于浙江泽悦信息科技有限公司长三角·平湖润泽国际信息港项目（一期）节能评估审查意见的函》（嘉发改函[2020]50号），该项目年综合等价值能耗为 189,913.6 吨标准煤、当量值为 80,827.7 吨标准煤。	根据嘉兴市生态环境局《关于实施告知承诺制的长三角·平湖润泽国际信息港项目环境影响报告表的审批意见》（嘉（平）环建[2020]108号），该项目属于环评告知承诺制改革试点范围，同意实行告知承诺制审批。
润泽（佛山）国际信息港项目	根据《关于润泽（佛山）国际信息港项目节能报告的审查意见》（粤能新能函[2020]220号），该项目年综合能耗约 69,066 吨标准煤（当量值）。	根据佛山市生态环境局高明分局《关于润泽（佛山）国际信息港环评有关问题的复函》，该项目可豁免环境影响评价手续。
润泽（惠州）国际信息港	根据《关于润泽（惠东）国际信息港（一期）项目节能报告的审查意见》（粤能新能函[2020]596号），该项目年综合能耗约 23,882 吨标准煤（当量值）。	根据惠东市生态环境局高明分局《关于润泽（惠州）国际信息港项目（一期）环评有关问题的复函》，该项目可豁免环境影响评价手续。
润泽（西南）国际信息港项目	根据《关于润泽（西南）国际信息港项目节能审查的意见》（九龙坡发改委投[2021]184号），该项目年综合能耗为 4,868.82 吨标煤	根据《建设项目环境影响登记表》，建设内容为六栋数据中心及相关配套设施。

资料来源：润泽科技重组上市报告书、华金证券研究所

## 2、多环节系统节能措施改造

数据中心的最主要成本是用电，用电在总营业成本中占比达八成。公司通过新的节能技术、节能设备、不断优化设计降低数据中心的 PUE 值，2019 年润泽科技当时已达产的 A1、A2、

A5 数据中心的电能使用效率分别为 1.47、1.44 和 1.43；2020 年度润泽科技已达产的 A1、A2、A5、A6 数据中心整体电能使用效率修正值达到 1.39。

**配电系统节能：**UPS 由原有双变换运行模式改为动态节能模式。标的公司原 UPS 系统效率约为 94%，电能损耗为 6%左右。保守估计可通过此项改造，电能损耗由原来 UPS 总功率的 6%下降到 2%，UPS 电能损耗降低 66.6%；

**制冷系统节能：**在现冷机运行基础上，每台冷机增加一套小球清洗设备，保证冷凝器的换热效率，冷机年节能率为 4%。在符合《GB 50174-2017 数据中心设计规范》要求和不影响机房整体安全稳定运行的情况下，拟将冷冻水的供水温度从原设计的 12℃提高 5℃到 17℃，保守预计标的公司冷水机组改造后节能率大于 10%。

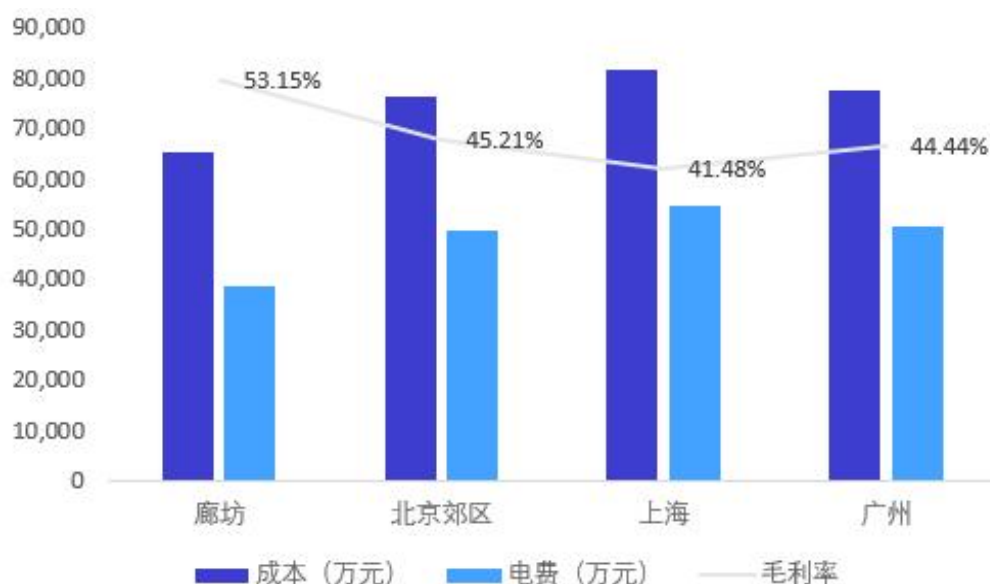
目前运行方式为备用水泵不投入运行的冷备运行方式，改造方案采用热备运行的方式，可以在保障安全运行下调整水泵运行频率，从而有效降低二次泵能耗，保守预计标的公司制冷系统二次泵改变运行方式后节能率达到 5%。

**末端空调节能：**改造成为可利用自然制冷的氟泵空调，可节能 20%；机房冷冻水空调由现在的 N+2 运行模式改造为采用热备群控运行模式，节能率约为 30%。

### 3、电价具备区位优势

润泽科技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。

图 23：润泽科技各地区园区电价



资料来源：润泽科技重组上市报告书、华金证券研究所

### 4、自建电站保证用电充足



廊坊地区除了政府配套的多路市政供电，2021 年公司已投产一座用户自用 110KV 变电站，目前，公司廊坊 220KV 变电站已在建设中；长三角平湖园区 2022 年 7 月已投产一座用户自用 110KV 变电站，并计划在长三角投运一个 110KV 用户变电站、重庆建设一个 110KV 变电站。

图 24：润泽科技自建电站



资料来源：Bing images、华金证券研究所

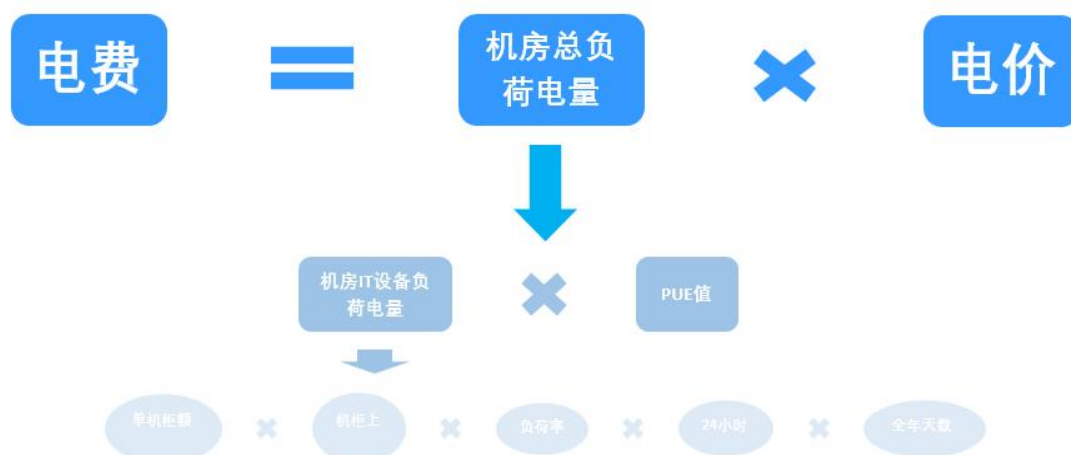
图 25：润泽科技自建电站



资料来源：Bing images、华金证券研究所

电费由机柜上电计划、机柜功率、PUE 值及目前电价标准构成，以 2022 年为例，公司总营业成本 160145.20 万元，用电成本 89216.27 万元，占公司营业成本比重 55.71%。

图 26：IDC 机房电费构成



资料来源：润泽科技重组上市报告书、华金证券研究所

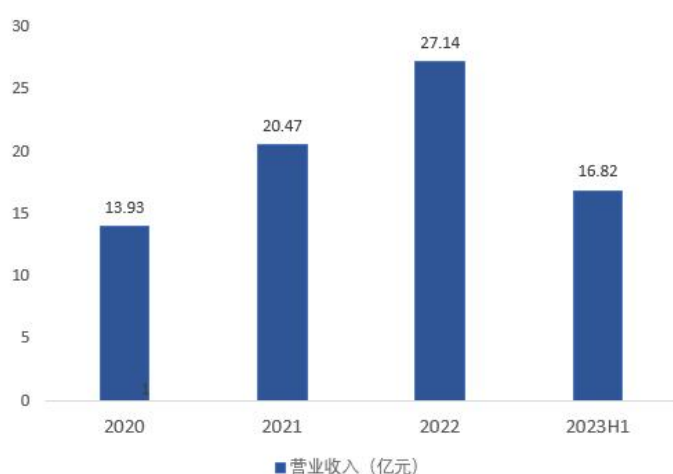
目前，正在交付及在建的数据中心设计 PUE 已降到 1.3 以下，部分已运营的数据中心实际 PUE 也已降到 1.3 以下。但最终 PUE 值尚需届时有关主管部门对 PUE 的监察检查或认定，仍然存在实际运行效果未能满足 1.3 以下的可能性内，公司控股股东、北京天星汇承诺将积极督促润泽发展在 2025 年之前实现廊坊数据中心的 PUE 降至 1.3 以下的节能降耗目标。

#### （四）盈利能力：持续上涨,费用控制颇有成效

## 1、营收规模不断增长，盈利能力持续攀升。

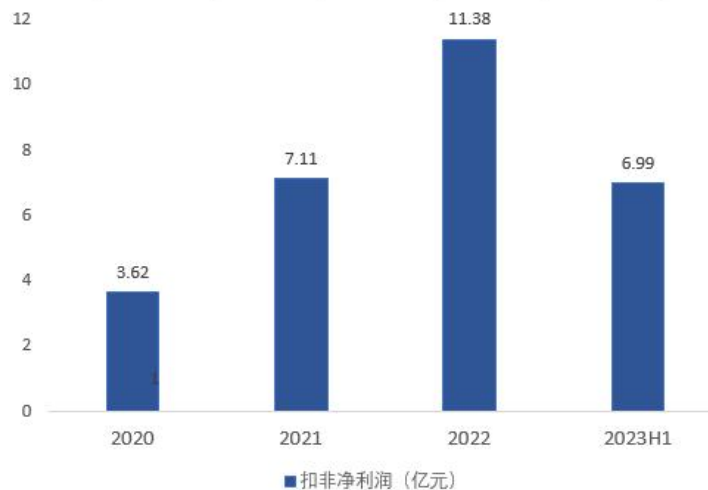
随着公司机柜持续投放上架，业务的持续增长，公司的营收规模快速提升。2020年至2023年上半年，公司营业收入分别为13.93亿元、20.47亿元、27.14亿元及16.82亿元。近年以来，公司营收呈现稳步高速提升的状态，体现了公司良好的发展状态和成长优越性。2020年-2023年上半年，公司分别实现扣非归母净利润3.62亿元、7.11亿元、11.38亿元和6.99亿元。自2022年借壳重组上市后，润泽科技在重大资产重组报告书募集资金给予业绩承诺，润泽科技在2021年度、2022年度、2023年度和2024年度合并报表范围扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润数分别不低于61,187.57万元、109,802.44万元、179,408.96万元和209,523.30万元。

图 27：润泽科技近年来营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 28：润泽科技近年来扣非归母净利润

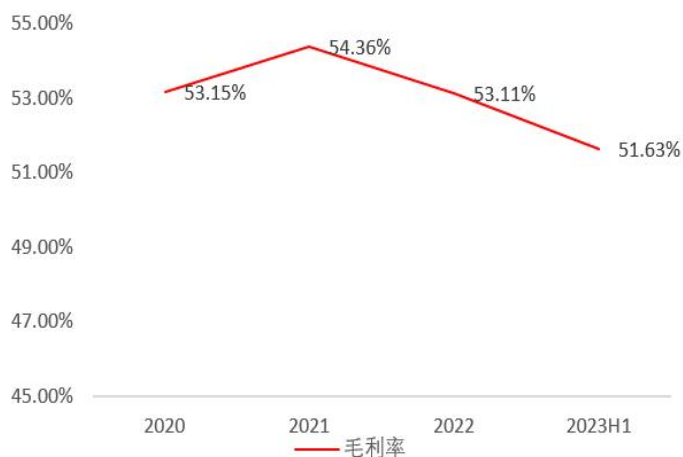


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 2、毛利率、净利率稳步提升

2020年到2022年，公司主营业务毛利率分别为53.15%、54.36%及53.11%，持续保持在50%以上，2023年上半年毛利率为51.63%。2020-2022年，公司净利率分别为18.95%、35.22%和44.14%，2023年上半年净利率为41.73%逐年保持高速增长，盈利能力保持较高水平。我们认为，公司保持较高的毛利率和净利率可能在于以下几个原因：1）公司采取“自投、自建、自持、自运维”的模式，数据中心园区运营的规模效应随着机柜数量的投产运行增长而凸显。2）公司在固定资产折旧存在一定优势。公司在数据中心园区中固定资产的使用效率较高，工程建设与装备集采具备规模化和批量化的优势，相关设施采购具备话语权，因此固定资产的折旧能给公司毛利率带来一定拉动。3）公司提前锁定廊坊地区的布局，在电费和人工薪酬等方面均低于一线城市。

图 29：润泽科技近年来毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 30：润泽科技近年来净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 四、投资建议

### 4.1 业务基本假设：

根据公司公告的各地数据中心布局及未来建设规划，截止 2022 年，公司廊坊地区 A 座已交付 4.6 万台机柜；预计到 2023 年底，廊坊 A 区 A9-A12 的数据中心将全面投产，平湖、惠州、佛山、重庆数据中心一期项目有望投产，共计约 9 万台机架，其中廊坊 A 区 7 万；预计到 2024 年，廊坊 B 区项目一期投产，及平湖、惠州、佛山、重庆数据中心项目持续推进，共计约 13 万台机柜，2025 年 15 万台机柜。预计 2023-2025 年实现营收 44.33/59.80/81.27 亿，毛利率方面，虽然新上架机柜毛利率有所下降，但机柜数总量上升，预计 2023-2025 年毛利率 50.7%/51.7%/51.7%。

表 14：公司业务预测

地区	2022	2023E	2024E	2025E	总规划（万）
廊坊 A区	4.6	7	7	7	13
廊坊 B区	/		1.8	3.0	
平湖		0.6	1	1	5
惠州		0.6	1	1	3
佛山		0.6	1	1	3
重庆		0.6	1	1	3
兰州			0.2	1	1.4
投产机柜数合计（万）	4.6	9.4	13	15	28.4
合计	收入（亿元）	27.15	44.33	59.8	81.27
	YoY（%）	32.60%	63.30%	34.90%	35.90%
	毛利率（%）	53.11%	50.70%	51.70%	51.70%

资料来源：润泽科技重组上市报告书、华金证券研究所整理

#### 4.2 估值比较

我们选取业务结构相近的行业公司奥飞数据（零售类数据中心等）、数据港（批发+零售类数据中心等）、光环新网（批发+零售类数据中心）作为可比公司。我们认为，公司的业务模式、客户资源、上电率均处于业内领先水平，结合公司在各地数据中心机的布局及交付，我们认为未来公司将持续保持稳健发展。

表 15：润泽科技可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS（元）			PE（倍）		
				2022 年	2023E	2024E	2022 年	2023E	2024E
300738.SZ	奥飞数据	9.31	88.81	0.24	0.22	0.32	36.74	41.66	28.96
603881.SH	数据港	20.55	94.53	0.35	0.34	0.46	67.36	60.74	45.17
300383.SZ	光环新网	9.90	178.2	-0.49	0.33	0.43	-16.67	30.00	23.26
平均							29.14	44.13	32.46
300442.SZ	润泽科技	24.27	417.44	0.70	1.06	1.40	34.8	22.9	17.4

资料来源：wind、华金证券研究所（（可比公司参考 WIND 一致盈利预测数据，截至 2023 年 10 月 9 日））

## 五、风险提示

机柜上架率不及预期：公司的机柜上架率决定着总体营收。目前廊坊 A 区上架率较高，随着 B 区及长三角、大湾区、成渝地区等机柜的陆续建设、交付，若上架率若不及预期，或对公司收入、毛利率产生影响。



云厂商 **Capex** 支出不及预期：公司的第一大客户是字节跳动，华为、京东也占据了公司重要体量，若云厂商资本支出不及预期，将直接影响对数据中心的投入。

电费等运营成本过高：每年的运营电费占据了公司运营成本中的绝对比重，公司布局的各地机柜的陆续建设、交付，随着机柜的上电率逐渐提升，将势必会带来总体耗电量的增加，会对净利润造成压力。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

<b>流动资产</b>	2271	2711	3040	1739	2290
现金	1594	1396	1337	0	0
应收票据及应收账款	272	375	682	744	1193
预付账款	26	12	51	34	81
存货	0	2	1	2	2
其他流动资产	378	927	969	958	1013
<b>非流动资产</b>	8497	13297	16554	19683	24624
长期投资	16	5	-8	-22	-35
固定资产	5097	6057	9131	12021	16066
无形资产	702	828	965	1133	1335
其他非流动资产	2682	6407	6466	6552	7258
<b>资产总计</b>	10768	16008	19594	21422	26913
<b>流动负债</b>	1942	2807	5168	5664	8466
短期借款	0	0	0	757	499
应付票据及应付账款	1368	1098	3136	2461	5145
其他流动负债	574	1709	2032	2446	2822
<b>非流动负债</b>	6239	10238	9338	8352	7832
长期借款	4910	8117	7217	6231	5711
其他非流动负债	1329	2121	2121	2121	2121
<b>负债合计</b>	8181	13045	14506	14016	16298
少数股东权益	29	28	-232	-301	-461
股本	562	640	1717	1717	1717
资本公积	1322	1244	732	732	732
留存收益	674	1052	2533	4834	7995
归属母公司股东权益	2558	2936	5319	7708	11076
<b>负债和股东权益</b>	10768	16008	19594	21422	26913

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1271	1788	3601	2380	5941
净利润	721	1197	1559	2330	3211
折旧摊销	233	267	478	692	948
财务费用	99	83	-4	-119	-327
投资损失	-3	-71	-17	-21	-28
营运资金变动	75	244	1586	-502	2137
其他经营现金流	147	68	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1064	-4958	-3717	-3800	-5860
<b>筹资活动现金流</b>	102	3432	57	-674	177

### 每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.42	0.70	1.06	1.40	1.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	1.04	2.10	1.39	3.46
每股净资产(最新摊薄)	1.49	1.71	2.77	4.16	6.12

### 利润表(百万元)

<b>营业收入</b>	2047	2715	4433	5980	8127
营业成本	934	1273	2185	2889	3925
营业税金及附加	21	23	35	48	89
营业费用	3	4	9	48	81
管理费用	87	121	195	263	356
研发费用	66	97	142	191	268
财务费用	99	83	-4	-119	-327
资产减值损失	9	-1	-151	-185	-252
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	3	71	17	21	28
<b>营业利润</b>	847	1229	1737	2496	3511
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	846	1226	1736	2494	3509
所得税	125	29	177	164	298
<b>税后利润</b>	721	1197	1559	2330	3211
少数股东损益	-1	-1	-260	-70	-160
<b>归属母公司净利润</b>	722	1198	1819	2400	3371
<b>EBITDA</b>	1355	1987	2426	3411	4693

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	345.5	32.6	63.3	34.9	35.9
营业利润(%)	459.0	45.1	41.3	43.7	40.7
归属于母公司净利润(%)	417.7	66.0	51.8	32.0	40.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	54.4	53.1	50.7	51.7	51.7
净利率(%)	35.3	44.1	41.0	40.1	41.5
ROE(%)	27.9	40.4	34.5	34.1	32.0
ROIC(%)	10.6	11.8	11.2	14.2	16.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	76.0	81.5	74.0	65.4	60.6
流动比率	1.2	1.0	0.6	0.3	0.3
速动比率	1.0	0.6	0.4	0.1	0.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	8.5	8.4	8.4	8.4	8.4
应付账款周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>估值比率</b>					
P/E	57.7	34.8	22.9	17.4	12.4
P/B	16.3	14.2	8.8	5.8	4.0
EV/EBITDA	34.4	26.0	21.0	15.3	11.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李宏涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)