

# 润泽科技 (300442. SZ)

## 项目交付稳步推进，积极布局液冷智算中心

增持

### 核心观点

**第三季度净利润同比增长 21%。**2023 年前三季度，公司实现营收 26.8 亿元（同比+34.8%），实现归母净利润 11.2 亿元（同比+36.5%）；三季度实现营业收入 10.0 亿元（同比+39.1%），实现归母净利润 4.2 亿元（同比+20.9%）。

**低功率机柜改造与上架周期影响短期利润表现。**公司为园区级数据中心企业，第三季度利润增速慢于收入增长，主要受项目交付初期上架节奏以及低功率机柜改造影响。公司 6 月末交付 2 栋传统数据中心，8 月末新增两栋数据中心，包括单机柜 10.5kw 高功率传统楼和液冷楼。由于交付初期上架率较低及上架周期影响，公司第三季度盈利能力有所下滑，毛利率为 47.6%，环比下降 1.9pct。同时，公司主动加快对低功率机柜进行升级改造，对利润也产生一定影响，目前部分低功率机柜升级改造已完成，并已开始返租上架。

**项目交付稳步推进，核心资源储备充足。**公司项目交付稳步推进，规划四季度交付 2-3 栋数据中心，包括廊坊 A12、佛山及惠州项目一栋楼。后续布局来看，公司廊坊园区 220KV 变电站进入调试阶段，预计年底可完成送电，廊坊园区电力供应量有望超过 1000MW，支撑后续发展；廊坊地区外的二期项目，储备能耗指标较去年末增长 37.7%，核心资源储备充足。

**液冷智算中心完成交付，积极推进 AIDC 布局。**报告期内，公司已完成半栋纯液冷智算中心交付，2 个月上架率超过 70%；同时，公司在廊坊和平湖两地多个机房部署了算力模组，除用于国产芯片的测试、软硬件的调优适配外，也对外提供算力服务，三季度已经正式贡献了收入。公司积极推进 AIDC 布局，廊坊 B 区启动建设，AIDC 设计方案完成，具有布局优化、高速网络链路多冗余可扩展、绿色低碳、单机柜高功率等特点。

**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：下调 2023 年盈利预测，维持“增持”评级

考虑到公司佛山和惠州项目交付进度有所放缓，综合新交付机柜上架周期影响和低功率机柜改造影响，下调公司 2023 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润由 18.0/22.8/34.6 亿元调整至 16.6/22.6/34.6 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24/18/12x，对应 EV/EBITDA 分别为 24/18/12x。公司项目交付稳步推进，积极布局液冷智算中心，维持“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	3,814	5,579	8,495
(+/-%)	46.9%	32.6%	40.5%	46.3%	52.3%
净利润(百万元)	722	1198	1661	2263	3460
(+/-%)	172.2%	66.0%	38.6%	36.2%	52.9%
每股收益(元)	1.28	1.87	0.97	1.32	2.02
EBIT Margin	45.7%	44.1%	42.8%	42.3%	44.0%
净资产收益率(ROE)	28.2%	40.8%	19.2%	22.7%	28.7%
市盈率(PE)	18.2	12.5	24.1	17.7	11.6
EV/EBITDA	18.2	19.1	24.1	17.8	12.1
市净率(PB)	5.13	5.09	4.64	4.01	3.32

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·财报点评

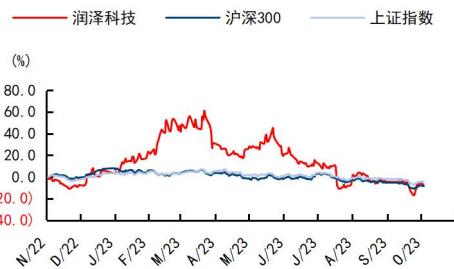
#### 通信·通信服务

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(维持)
合理估值	
收盘价	22.94 元
总市值/流通市值	39387/8231 百万元
52 周最高价/最低价	75.80/20.40 元
近 3 个月日均成交额	178.75 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

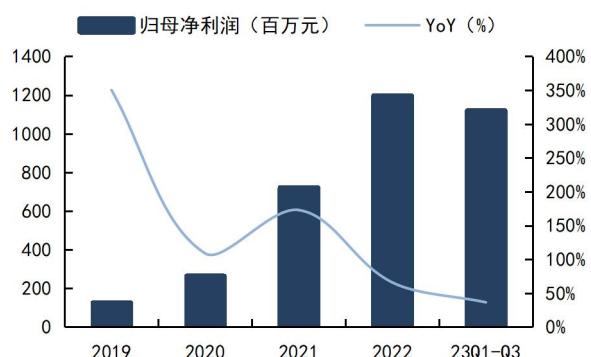
《润泽科技 (300442. SZ) - 园区级数据中心企业重组上市，联合运营商高速发展》 —— 2023-08-02

**图1：润泽科技营收及增速（单位：亿元、%）**

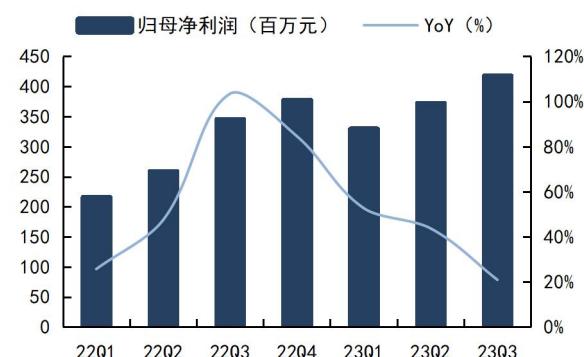

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图2：润泽科技单季营收及增速（单位：亿元、%）**

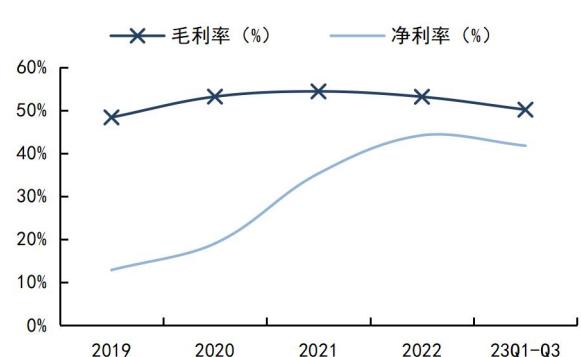

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图3：润泽科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）**


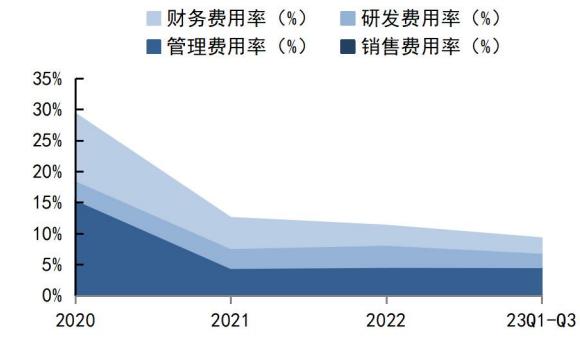
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图4：润泽科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

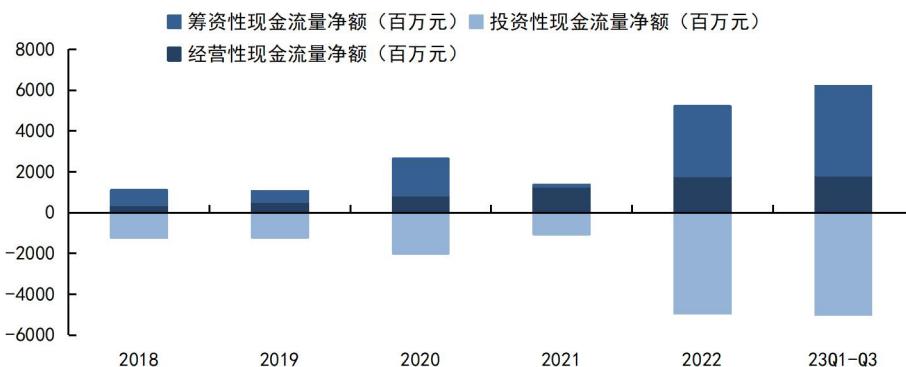
**图5：润泽科技毛利率和净利率（单位：%）**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图6：润泽科技期间费用率（单位：%）**


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 润泽科技现金流情况（百万元）



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:

此前，基于公司总体规划和项目交付进度，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%。核心假设参考为：(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。

考虑到，由于短期内佛山和惠州项目交付慢于此前预期，低功率机柜改造影响短期利润。基于此，下调公司 2023 年收入增速假设，由 57% 下调至 41%。

毛利率方面，新交付项目上架率影响短期毛利率，基于此下调 2023–年公司毛利率假设，由 52.0% 下调至 50.9%。

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1：润泽科技收入预测（百万元，%）**

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>IDC 业务</b>				
总营收（百万元）	2,715	3,814	5,579	8,495
增速（%）	32.6%	40.5%	46.3%	52.3%
毛利率（%）	53.1%	50.9%	50.1%	51.5%

资料来源:Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

**投资建议：**考虑到公司佛山和惠州项目交付进度有所放缓, 综合新交付机柜上架周期影响和低功率机柜改造影响, 下调公司2023年盈利预测, 预计公司2023-2025年归母净利润由18.0/22.8/34.6亿元调整至16.6/22.6/34.6亿元, 当前股价对应PE分别为24/18/12x, 对应EV/EBITDA分别为24/18/12x。公司项目交付稳步推进, 积极布局液冷智算中心, 维持“增持”评级。

**表2：同类公司估值比较（2023年10月31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	23.35	401	12.4	24.1	17.7	19.1	24.1	17.8
<b>同类公司：</b>										
300738.SZ	奥飞数据	买入	8.84	84	36.7	42.3	29.1	29.6	22.6	16.4
603881.SH	数据港	无评级	19.86	91	67.4	59.0	43.9	12.3	12.3	10.7
300383.SZ	光环新网	无评级	10.15	182	-	34.9	26.0	17.0	14.4	13.1
600845.SH	宝信软件	无评级	42.67	1,025	40.5	38.5	30.8	29.8	27.2	21.9
平均					48.2	43.7	32.5	22.2	19.1	15.5

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

**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。

## 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	2075	1400	1400	<b>营业收入</b>	<b>2047</b>	<b>2715</b>	<b>3814</b>	<b>5579</b>	<b>8495</b>
应收款项	303	399	554	825	1246	营业成本	934	1273	1869	2782	4119
存货净额	0	2	1	1	3	营业税金及附加	21	23	27	40	59
其他流动资产	374	915	1144	1897	2767	销售费用	3	4	3	4	6
<b>流动资产合计</b>	<b>2271</b>	<b>2711</b>	<b>3773</b>	<b>4124</b>	<b>5416</b>	管理费用	87	121	193	262	381
固定资产	5097	6057	9800	13038	14882	研发费用	66	97	88	128	195
无形资产及其他	702	828	796	764	732	财务费用	99	83	125	163	206
投资性房地产	329	817	817	817	817	投资收益	3	71	100	80	30
长期股权投资	16	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	0	0	35	2	5
<b>资产总计</b>	<b>10768</b>	<b>16008</b>	<b>21064</b>	<b>25171</b>	<b>28056</b>	其他收入	(58)	(52)	(88)	(128)	(195)
短期借款及交易性金融负债	553	1415	1000	3131	2526	营业利润	847	1229	1643	2281	3563
应付款项	1368	1098	950	1445	2673	营业外净收支	(1)	(3)	50	30	0
其他流动负债	21	293	186	281	439	<b>利润总额</b>	<b>846</b>	<b>1226</b>	<b>1693</b>	<b>2311</b>	<b>3563</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1942</b>	<b>2807</b>	<b>2137</b>	<b>4857</b>	<b>5638</b>	所得税费用	125	29	34	51	107
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>722</b>	<b>1198</b>	<b>1661</b>	<b>2263</b>	<b>3460</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>6239</b>	<b>10238</b>	<b>10268</b>	<b>10298</b>	<b>10328</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8181</b>	<b>13045</b>	<b>12405</b>	<b>15155</b>	<b>15966</b>	<b>净利润</b>	<b>722</b>	<b>1198</b>	<b>1661</b>	<b>2263</b>	<b>3460</b>
少数股东权益	29	28	27	26	23	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2558	2936	8632	9990	12066	折旧摊销	233	267	542	747	913
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10768</b>	<b>16008</b>	<b>21064</b>	<b>25171</b>	<b>28056</b>	公允价值变动损失	0	0	(35)	(2)	(5)
						财务费用	99	83	125	163	206
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	1747	(332)	(608)	(406)	124
每股收益	1.28	1.87	0.97	1.32	2.02	其它	(1)	0	(1)	(1)	(2)
每股红利	0.60	2.01	0.39	0.53	0.81	<b>经营活动现金流</b>	<b>2701</b>	<b>1133</b>	<b>1560</b>	<b>2600</b>	<b>4490</b>
每股净资产	4.55	4.59	5.03	5.82	7.03	资本开支	0	(4459)	(4501)	(4501)	(2501)
ROIC	10%	11%	10%	11%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	28%	41%	19%	23%	29%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1</b>	<b>(4448)</b>	<b>(4501)</b>	<b>(4501)</b>	<b>(2501)</b>
毛利率	54%	53%	51%	50%	52%	权益性融资	0	0	4700	0	0
EBIT Margin	46%	44%	43%	42%	44%	负债净变化	352	3207	0	0	0
EBITDA Margin	57%	54%	57%	56%	55%	支付股利、利息	(336)	(1284)	(665)	(905)	(1384)
收入增长	47%	33%	40%	46%	52%	其它融资现金流	(2306)	(729)	(415)	2131	(605)
净利润增长率	173%	66%	39%	36%	53%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2275)</b>	<b>3116</b>	<b>3620</b>	<b>1226</b>	<b>(1989)</b>
资产负债率	76%	82%	59%	60%	57%	<b>现金净变动</b>	<b>427</b>	<b>(198)</b>	<b>679</b>	<b>(675)</b>	<b>0</b>
股息率	2.3%	8.6%	4.4%	6.1%	9.3%	货币资金的期初余额	1167	1594	1396	2075	1400
P/E	18.2	12.5	24.1	17.7	11.6	货币资金的期末余额	1594	1396	2075	1400	1400
P/B	5.1	5.1	4.6	4.0	3.3	企业自由现金流	0	(3356)	(2966)	(1850)	2159
EV/EBITDA	18.2	19.1	24.1	17.8	12.1	权益自由现金流	0	(878)	(3503)	122	1354

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。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