

评级：买入（维持）

市场价格：19.97元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

电话：021-20315728

Email: chenyy@zts.com.cn

研究助理：杨雷

Email: yanglei01@zts.com.cn

研究助理：余雨晴

Email: sheyq@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	692	2,715	4,362	6,157	8,287
增长率 yoy%	51%	293%	61%	41%	35%
净利润 (百万元)	-12	1,198	1,793	2,325	3,211
增长率 yoy%	95%	10351%	50%	30%	38%
每股收益 (元)	-0.01	0.70	1.04	1.35	1.87
每股现金流量	0.03	1.04	1.15	2.43	2.37
净资产收益率	-2%	40%	31%	30%	30%
P/E	-2939.4	28.7	19.2	14.8	10.7
PEG	46.3	0.1	0.1	0.0	0.3
P/B	71.7	11.7	6.0	4.5	3.3

备注：以2024年1月29日收盘价计算

投资要点

■ **公告摘要：**公司发布2023年业绩预告，预计全年实现归母净利润17.5亿元-18.5亿元，同比增长46.05%-54.39%，扣非后归母净利润17.4亿元-18.4亿元，同比增长52.91%-61.7%。

■ **Q4业绩环比加速，上架机柜总量持续提升。**按预告区间中值计算，公司23Q4单季度归母净利润约6.8亿元，同比增长80.01%，环比增长62.65%。全年营收约44亿元，业绩同比实现较大增长主要由于传统IDC业务稳步推进，上架机柜总量和单机柜功率持续提升，以及受益于液冷解决方案应用和生成式AI发展带动智算需求快速增长，新增AIDC业务拓展顺利，预计全年对应收入近10亿元。2023年公司分别于6月末及8月末交付2栋数据中心，其中8月末交付的2栋分别为单机柜功率10.5kw的高功率传统楼及单机柜功率21.5kw的液冷楼，上架速度均超预期，累计交付13栋数据中心，近8万个机柜，机柜交付数量同比增长65.22%，12月中旬润泽（西南）国际信息港A-7、A-8智算中心开工，西南地区部署发展开启新阶段。公司成熟数据中心上架率保持90%以上，但受新机柜交付初期上架率较低及爬坡上架周期，以及低功率机柜改造影响，前三季度毛利率50.11%，同比减少3.2pct，期间费用率9.22%，同比减少1.4pct，净利率41.73%，同比提高0.53pct，预计随着机柜上架率提升，规模效应显现，盈利能力将逐步改善。

■ **液冷+AIDC拓展顺利，受益AI高算力需求。**高算力芯片提高服务器密度，叠加光模块、交换机等配套设备速率升级功耗增长，数据中心总体能耗不断抬升，国内数据中心PUE指标要求趋严，数据中心向AIDC转变的同时将加大液冷方案采用，根据赛迪顾问，2022年中国液冷数据中心市场规模达到68.4亿元，未来三年CAGR超过25%，23年6月发布的《电信运营商液冷技术白皮书》显示，三大运营商规划2024年新建数据中心项目10%规模试点应用液冷技术，2025年50%以上数据中心项目应用液冷技术。公司前瞻布局，23年7月交付业内首例整栋纯液冷智算中心，冷板式液冷于8月末批量交付，试验性机房PUE显著降低，AIDC设计方案已完成，整体支持21.5-50kw机柜，利用液冷经验实现绿色低碳，根据IB和RoCE网络特点优化布局，独立规划网络核心区域以满足扩展需求。智算业务方面，集团层面已持续投入产业链多年，上市公司层面23Q3开始涉及相关业务并取得较快进展，牵头在廊坊和平湖两地多个机房部署算力模组，用于国产芯片测试、软硬件调优适配及对外提供算力服务，已正式贡献收入，有望拓展公司业务模式，成为新的业绩增长亮点。

■ **核心资源储备丰富，股权激励彰显发展信心。**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、成渝经济圈重庆以及甘肃兰州，截至23H1末，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，多处项目陆续新增土地、能耗等重要基础性资源。23年11月公司与海南儋州当地签约润泽自贸港国际数据产业园项目，进一步拓展全国优势区位布局，项目总用地约246亩，投资超百亿元，规划约3万个机柜，旨在打造以高等级智算中心、大数据缓存节点为核心的数字经济集聚平台。公司坚持“自投、自建、自持、自运维”模式，行业内率先建设园区级数据中心，提升运维可靠性，可支持终端客户直接在本地数据中心扩容，满足大规模应用需求，提供优质便捷综合服务，有利于增强客户粘性，24年1月廊坊园区自建220kv变电站正式送电投运，最大供电量高达960MW，预计园区电力供应量将直接增加2倍以上，至少满足未来5年高速发展需求。结合资源储

基本状况

总股本(百万股)	1,721
流通股本(百万股)	359
市价(元)	19.97
市值(百万元)	34,360
流通市值(百万元)	7,165

股价与行业-市场走势对比



相关报告

备规划以及 23 年 7 月发布的股权激励计划中设定的以 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%业绩考核目标，公司有望中长期保持较高增长态势。

- **投资建议：**润泽科技是国内园区级数据中心龙头，拥有大规模稀缺资源储备及独特运营模式，盈利能力行业领先，配套融资增强资金实力，随着机柜规模增长，业绩进入高速增长期。考虑智算需求带动上架率提升，我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润为 17.93 亿/23.25 亿/32.11 亿元（原预测值为 16.57 亿/23.06 亿/32.01 亿元），EPS 分别为 1.04 元/1.35 元/1.87 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**机柜上电进度不及预期风险；市场需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；单一大客户依赖风险

图表 1: 润泽科技盈利预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,396	1,187	3,346	6,775	营业收入	2,715	4,362	6,157	8,287
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,273	2,055	3,119	4,271
应收账款	375	611	1,570	2,113	税金及附加	23	31	47	65
预付账款	12	20	30	41	销售费用	4	4	9	8
存货	2	0	0	0	管理费用	121	211	286	344
合同资产	0	0	0	0	研发费用	97	153	204	257
其他流动资产	927	1,491	86	116	财务费用	83	153	120	70
流动资产合计	2,711	3,308	5,032	9,045	信用减值损失	-1	-5	-8	-5
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	6,057	5,853	5,587	5,362	投资收益	71	68	0	0
在建工程	5,590	5,590	5,590	5,620	其他收益	47	24	24	32
无形资产	828	1,005	1,251	1,582	营业利润	1,229	1,842	2,388	3,298
其他非流动资产	817	818	818	818	营业外收入	0	1	1	1
非流动资产合计	13,297	13,270	13,250	13,387	营业外支出	3	2	2	2
资产合计	16,008	16,578	18,282	22,431	利润总额	1,226	1,841	2,387	3,297
短期借款	0	0	0	0	所得税	29	46	60	83
应付票据	34	55	67	115	净利润	1,197	1,795	2,327	3,214
应付账款	1,064	1,349	2,045	2,767	少数股东损益	-1	2	2	3
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,198	1,793	2,325	3,211
合同负债	0	0	0	0	NOPLAT	1,279	1,944	2,444	3,283
其他应付款	257	257	257	257	EPS (按最新股本摊薄)	0.70	1.04	1.35	1.87
一年内到期的非流动负债	1,415	1,415	1,415	1,415					
其他流动负债	36	52	65	76	主要财务比率				
流动负债合计	2,807	3,129	3,850	4,629	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	8,117	5,617	4,617	5,117	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	32.6%	60.7%	41.1%	34.6%
其他非流动负债	2,121	2,121	2,121	2,121	EBIT增长率	-	52.2%	25.7%	34.3%
非流动负债合计	10,238	7,738	6,738	7,238	归母公司净利润增长率	66.0%	49.7%	29.6%	38.1%
负债合计	13,045	10,867	10,588	11,867	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,936	5,682	7,662	10,529	毛利率	53.1%	52.9%	49.3%	48.5%
少数股东权益	28	30	32	35	净利率	44.1%	41.2%	37.8%	38.8%
所有者权益合计	2,964	5,711	7,694	10,564	ROE	40.4%	31.4%	30.2%	30.4%
负债和股东权益	16,008	16,578	18,282	22,431	ROIC	9.5%	14.2%	16.7%	18.3%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	81.5%	65.5%	57.9%	52.9%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	393.2%	160.3%	106.0%	81.9%
经营活动现金流	1,788	1,983	4,190	4,070	流动比率	1.0	1.1	1.3	2.0
现金收益	1,548	2,534	3,034	3,874	速动比率	1.0	1.1	1.3	2.0
存货影响	531	2	0	0	营运能力				
经营性应收影响	-124	-243	-969	-554	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.4
经营性应付影响	1,082	306	707	770	应收账款周转天数	41	41	64	80
其他影响	-1,249	-616	1,418	-20	应付账款周转天数	185	211	196	203
投资活动现金流	-4,958	-491	-567	-727	存货周转天数	76	0	0	0
资本支出	-12,366	-559	-567	-727	每股指标(元)				
股权投资	-2	0	0	0	每股收益	0.70	1.04	1.35	1.87
其他长期资产变化	7,410	68	0	0	每股经营现金流	1.87	2.08	4.39	4.27
融资活动现金流	3,432	-1,700	-1,464	86	每股净资产	3.08	5.96	8.03	11.04
借款增加	9,294	-2,500	-1,000	500	估值比率				
股利及利息支付	-1,284	1,652	904	2,217	P/E	29	19	15	11
股东融资	0	0	0	0	P/B	12	6	4	3
其他影响	-4,578	-852	-1,368	-2,631	EV/EBITDA	114	70	58	45

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。