

2024年03月06日
润泽科技(300442.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

云基础设施服务

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 **34.76元**
股价(2024-03-05) **25.82元**

交易数据

总市值(百万元)	44,425.31
流通市值(百万元)	9,264.03
总股本(百万股)	1,720.58
流通股本(百万股)	358.79
12个月价格区间	18.03/73.69元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	31.8	-5.5	-39.9
绝对收益	43.2	-0.4	-53.6

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬 分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

相关报告

23H1 业绩高增长, 积极布局 AIDC 智算中心	2023-08-31
业务持续高增长, AI 和数据要素带来算力需求	2023-04-26
业绩预告高增长, 经营战略稳步推进	2023-01-05
业绩持续高增, 上架机柜数稳步提升	2022-10-20

聚焦智算夯实基座, 持续分红回馈股东

事件概述

2024年3月5日, 公司发布《关于“质量回报双提升”行动方案的公告》, 为践行中央政治局会议和国务院常务会议的思想, 切实落实“以投资者为本”的上市公司发展理念, 公司制定了“质量回报双提升”行动方案。当前生成式人工智能持续推进, 润泽科技作为智能算力的基石公司, 具备较好的投资价值。我们结合公司公告的业务亮点, 再次梳理和重申公司的投资逻辑如下:

聚焦智算产业, 构筑数字经济和 AI 基石, 实现业务高速增长

润泽科技成立十五年来坚持以“构筑中国信息化产业长城, 夯实中国数字经济发展基石底座”为愿景, 以“稳定、安全、可靠、绿色”为服务宗旨, 始终专注于园区级、高等级、高效能、绿色智能算力和算力基础设施的投资、研发、建设、持有和运营, 是国内领先的智算中心整体解决方案提供商。截至公告发布日, 公司已在京津冀·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、甘肃·兰州、海南·儋州等六大区域、七大节点, 总体规划布局 61 栋智算中心、约 32 万架机柜, 公司产能充裕, 为未来发展奠定基础。

智能算力产业是数字经济和人工智能产业的发展基石, 公司深耕多年也取得了业绩的高速增长。2019 年至 2022 年, 公司实现营业收入分别为 9.89/13.94/20.47/27.15 亿元, 年复合增长率为 40.02%, 实现归属上市公司股东的净利润分别为 1.27/2.65/7.22/11.98 亿元, 年复合增长率为 111.51%。根据公司 2023 年业绩预告, 公司 2023 年实现归母净利润 17.5-18.5 亿元, 同比增长 46.05%-54.39%, 继续保持高速增长。我们认为伴随数字经济和人工智能的产业需求持续拓展, 公司未来仍将维持较快的增长速度, 发展空间广阔。

创新驱动发展, 前瞻布局液冷等智算核心技术

伴随生成式人工智能产业的发展, 2023 年成为“液冷元年”和“智算元年”, 迎来了近十年的重大发展机遇。公司积极贯彻“研发创新驱动发展”的理念, 技术研发紧跟行业发展趋势和市场需求, 2023 年中期交付业内首例整栋纯液冷智算中心, 引领行业智算中心升级, 赋能千行百业的可持续高质量发展, 为推动我国人工智能与产业发展融合, 提供新质生产力, 贡献新动能。

公司 AIDC 的液冷智算中心主要有三方面的特点:

1) 公司凭借深厚的客户信任基础建立了较强的先发优势。公司 2021 年初即携手战略合作伙伴电信运营商、国内知名互联网公司进行液冷智算中心的项目合作, 2021 年底相关合作成果正式投产, 在液冷技术方案的可行性、稳定性、安全性和可靠性得到充分论证和不断优化

升级后，2022 年底公司着力打造业内首例整栋纯液冷绿色智算中心——润泽（廊坊）国际信息港 A-11，2023 年 7 月 A-11 液冷智算中心陆续交付运营。

2) 公司液冷智算中心拥有较强的技术优势。A-11 液冷智算中心整体采用“智能低碳全域制冷系统”技术，积极引入新设备、新工艺、新材料、新方案，全面实现液冷智算中心高起点规划、高标准设计、高品质建设、高水平实施、高可靠运维、高质量发展。

3) 公司液冷智算中心拥有知名客户示范效应优势。2023 年 6 月，三大电信运营商联合发布《电信运营商液冷技术白皮书》，对数据中心液冷技术使用提出发展规划。公司战略合作伙伴电信运营商及国内知名互联网公司对公司液冷智算中心技术的信赖将带来更多示范效应。

目 注重股东回报，持续稳定分红

公司在关注自身发展的同时，高度重视股东回报，坚持以投资者为本，一直严格按照《公司章程》制定的利润分配政策进行分红，持续与投资者分享公司发展成果。公司自 2022 年重组上市以来，在保证经营稳健、健康成长的前提下，已累计现金分红约 14.9 亿元，累计以资本公积金向全体股东每 10 股转增 8 股，积极回报股东，彰显公司长期投资价值。公司 2022 年底、2023Q3 实现两次现金分红，股利支付率分别达到 68%和 60%，实现了高比例的股东分红，是信息技术行业中为数不多持续稳定高比例分红的优质公司。

目 投资建议：

润泽科技是国内超大规模数据中心运营商，采用园区型集中式的开发模式，批发为主的销售模式，与运营商展开长期合作，业务布局涵盖京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝经济圈、西部地区、海南等六大区域，兼具区位、规模、客户、运维四大优势，未来产能规划充足，有望在数字经济和人工智能产业的促进下，实现快速增长。我们预计公司 2023/24/25 年实现营业收入 41.83/59.28/83.06 亿元，实现归母净利润 18.15/23.93/35.15 亿元。维持“买入-A”的投资评级，给予 6 个月目标价 34.76 元，相当于 2024 年 25 倍的动态市盈率。

目 风险提示：PUE 值不满足政策要求；终端客户依赖度高；上架率不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,047.2	2,714.7	4,182.8	5,927.5	8,306.2
净利润	721.9	1,198.3	1,814.7	2,393.3	3,514.8
每股收益(元)	1.28	1.87	1.06	1.39	2.05
每股净资产(元)	4.60	4.63	2.78	4.17	6.22
盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	0.00	22.63	24.43	18.52	12.61
市净率(倍)	0.00	9.24	9.33	6.21	4.16
净利润率	35.3%	44.1%	43.4%	40.4%	42.3%
净资产收益率	32.9%	43.6%	47.2%	40.2%	39.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	10.9%	12.5%	16.0%	18.7%	22.5%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,047.2	2,714.7	4,182.8	5,927.5	8,306.2	成长性					
减:营业成本	934.2	1,272.9	2,008.8	2,920.0	3,969.0	营业收入增长率	46.9%	32.6%	54.1%	41.7%	40.1%
营业税费	21.0	23.2	35.8	50.7	71.0	营业利润增长率	154.7%	45.1%	51.1%	31.9%	46.9%
销售费用	3.4	4.0	4.1	11.8	16.5	净利润增长率	172.9%	66.0%	51.4%	31.9%	46.9%
管理费用	153.1	217.8	314.7	505.3	708.1	EBITDA增长率	83.1%	33.6%	62.7%	29.3%	36.5%
财务费用	99.3	83.5	91.8	132.3	101.2	EBIT增长率	96.4%	38.6%	57.2%	27.8%	42.4%
资产减值损失	-8.5	0.9	1.5	1.9	2.9	NOPLAT增长率	110.4%	58.9%	56.9%	27.8%	42.4%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	18.6%	55.2%	1.0%	17.6%	19.1%
投资和汇兑收益	3.2	70.9	85.1	85.1	93.6	净资产增长率	39.5%	14.6%	61.2%	50.1%	49.0%
营业利润	847.3	1,229.0	1,856.9	2,448.9	3,596.5	利润率					
加:营业外净收支	-1.4	-2.9	0.0	0.0	0.0	毛利率	54.4%	53.1%	52.0%	50.7%	52.2%
利润总额	845.9	1,226.1	1,856.9	2,448.9	3,596.5	营业利润率	41.4%	45.3%	44.4%	41.3%	43.3%
减:所得税	125.3	29.1	44.1	58.1	85.3	净利润率	35.3%	44.1%	43.4%	40.4%	42.3%
净利润	721.9	1,198.3	1,814.7	2,393.3	3,514.8	EBITDA/营业收入	57.6%	58.1%	61.3%	55.9%	54.5%
						EBIT/营业收入	46.1%	48.2%	49.2%	44.4%	45.1%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	847	750	711	675	526
货币资金	1,593.8	1,395.8	1,113.6	1,630.3	5,267.9	流动营业资本周转天数	121	177	181	175	179
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	405	365	278	275	410
应收账款	272.1	375.1	622.1	791.1	1,189.2	应收账款周转天数	42	44	44	44	44
应收票据	31.2	23.6	36.4	51.5	72.2	存货周转天数	-	-	-	-	-
预付账款	26.4	12.1	18.6	26.4	37.0	总资产周转天数	1779	1800	1493	1202	1039
存货	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	1435	1680	1101	914	777
其他流动资产	345.6	904.9	1,391.8	1,972.4	2,763.9	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	32.9%	43.6%	47.2%	40.2%	39.5%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	6.7%	7.5%	10.0%	11.5%	13.3%
长期股权投资	16.0	4.7	4.7	4.7	4.7	ROIC	10.9%	12.5%	16.0%	18.7%	22.5%
投资性房地产						费用率					
固定资产	5,097.2	6,057.0	10,234.7	11,698.5	12,228.7	销售费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
在建工程	2,352.5	5,589.8	3,001.0	2,692.7	2,692.7	管理费用率	7.5%	8.0%	7.5%	8.5%	8.5%
无形资产	702.2	828.0	975.4	1,151.5	1,362.0	财务费用率	4.9%	3.1%	2.2%	2.2%	1.2%
其他非流动资产	329.4	817.4	817.4	817.4	817.4	三费/营业收入	12.5%	11.2%	9.8%	11.0%	9.9%
资产总额	10,768.0	16,008.4	18,215.8	20,836.5	26,435.7	偿债能力					
短期债务	552.9	1,415.5	0.0	0.0	0.0	资产负债率	76.0%	81.5%	73.8%	65.6%	59.6%
应付账款	1,368.1	1,098.4	2,739.0	2,759.1	4,605.6	负债权益比	316.2%	440.2%	281.4%	190.7%	147.6%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.17	0.97	0.99	1.30	1.69
其他流动负债	20.6	293.0	462.5	672.2	913.7	速动比率	1.17	0.97	0.99	1.30	1.69
长期借款	4,910.5	8,117.0	8,117.0	8,117.0	8,117.0	利息保障倍数	7.52	15.74	9.33	12.97	18.47
其他非流动负债	1,328.9	2,120.9	2,120.9	2,120.9	2,120.9	分红指标					
负债总额	8,181.1	13,044.9	13,439.4	13,669.2	15,757.3	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	29.2	28.0	26.1	23.6	20.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	562.1	640.2	1,717.0	1,720.6	1,720.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,995.6	2,295.4	3,033.3	5,426.6	8,941.4						
股东权益	2,587.0	2,963.6	4,776.4	7,167.3	10,678.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.28	1.87	1.06	1.39	2.05
净利润	720.7	1,197.0	1,812.8	2,390.8	3,511.2	BVPS(元)	4.60	4.63	2.78	4.17	6.22
加:折旧和摊销	241.0	274.4	505.8	684.6	777.7	PE(X)	0.00	22.63	24.43	18.52	12.61
资产减值准备	-8.5	0.9	1.5	1.9	2.9	PB(X)	0.00	9.24	9.33	6.21	4.16
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/FCF	26.49	54.61	-157.11	85.80	12.19
财务费用	99.3	83.5	91.8	132.3	101.2	P/S	0.00	9.99	10.60	7.48	5.34
投资损失	-3.2	-70.9	-85.1	-85.1	-93.6	EV/EBITDA	4.63	23.25	20.34	15.68	11.34
少数股东损益	-1.3	-1.2	-1.9	-2.5	-3.6	CAGR(%)	-	112.8%	58.5%	41.3%	39.2%
营运资金的变动	223.4	304.5	1,057.1	-542.1	867.8	PEG	0.00	0.34	0.47	0.58	0.27
经营活动产生现金流量	1,271.2	1,788.1	3,382.1	2,580.1	5,163.5	ROIC/WACC	3.26	3.74	4.80	5.61	6.75
投资活动产生现金流量	-1,064.0	-4,958.0	-2,157.0	-1,931.1	-1,424.7	REP	0.21	0.78	0.86	0.62	0.43
融资活动产生现金流量	102.4	3,432.2	-1,507.3	-132.3	-101.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518046

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034