

润泽科技 (300442)

证券研究报告

2024年03月06日

发布“质量回报双提升”方案，智算龙头赋能筑基国产算力底座

事件：

润泽科技发布“质量回报双提升”行动方案。

质量回报双提升，致力提升上市公司投资价值

为提振投资者信心，提升上市公司质量和投资价值，公司制定了“质量回报双提升”行动方案：

1) 聚焦智能算力产业，夯实中国数字经济发展基石底座。2) 创新驱动发展，不断提升公司核心竞争力。3) 夯实公司治理，提升规范运作水平。4) 完善信息披露，坚持以投资者需求为导向。5) 注重股东回报，持续稳定分红。6) “质量回报双提升”推动公司健康发展。

重组后持续稳定分红，注重股东回报

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。23年上半年公司实现归母净利润7亿元，进行分红6.7亿元。公司将落实推进“长期、稳定、可持续”的股东价值回报机制，持续提升广大投资者的获得感。

智算持续布局，夯实数字经济发展底座

公司持续布局机柜，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。同时公司和运营商及互联网公司深度合作，打造液冷智算中心项目赋能算力发展，夯实数字经济底座。

延伸液冷与AIDC产业布局，锚定未来方向

公司将加快推进高密机柜和液冷机柜应用。公司在2023年7月交付运营了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，公司紧抓 AI 服务器功耗大幅提升带动单机柜功率密度提升的机遇，布局液冷技术，此外公司成立全资子公司烽火台设备有限公司，主要业务包含液气密元件及系统制造、销售。公司持续在液冷领域进行布局。

公司向智算中心和超算中心快速演进，形成数据中心、智算中心和超算中心融合的综合算力中心。集团层面很早就开始研究汽车自动驾驶中的细分领域，很早就储备了一些卡，在智算业务产业链也持续投入很多年。公司牵头在廊坊和平湖两地多个机房部署了算力模组，除了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，23年三季度已经正式贡献了收入。公司正在联合行业内的生态伙伴，齐心协力部署大规模算力模组，大团队具备了算力模组全链路交付能力，技术水平业内领先。

业绩预告高增长，发展动能强劲

公司预计2023年全年实现归母净利润17.5-18.5亿元，同比增长46.05%-54.39%；扣非归母净利润17.4-18.4亿元，同比增长52.91%-61.70%，公司发展动能强劲，持续保持高速增长，已连续4年实现了高速增长，年复合增长率达100.26%-103.08%。

盈利预测与投资建议：考虑到公司2023年经营情况及对于AIDC拓展的延伸，我们调整公司23-25年盈利预测为18/22/33亿元（原值为17/21/32亿元），对应23-25年PE估值为25/20/13倍。维持“买入”评级。

风险提示：智算业务开展不及预期、机柜上架节奏不及预期、行业竞争导致降价的风险、业绩预告是初步测算，具体财务数据以公司年报为准

投资评级

行业	通信/通信服务
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.82元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,720.58
流通A股股本(百万股)	418.76
A股总市值(百万元)	44,425.31
流通A股市值(百万元)	10,812.28
每股净资产(元)	4.58
资产负债率(%)	64.78
一年内最高/最低(元)	75.80/15.90

作者

唐海清 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

朱晔 分析师
SAC执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《润泽科技-季报点评:延伸AIDC智算布局，业绩高增长》2023-10-29
- 《润泽科技-半年报点评:业绩持续亮眼高增，智算+液冷打开未来长期成长方向》2023-09-01
- 《润泽科技-公司点评:股权激励彰显高速增长信心，算力底座龙头扬帆起航》2023-07-31

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	691.65	2,714.74	4,397.88	6,376.93	8,927.70
增长率(%)	50.52	292.50	62.00	45.00	40.00
EBITDA(百万元)	83.08	1,631.60	2,409.82	2,818.84	3,959.89
归属母公司净利润(百万元)	(11.69)	1,198.25	1,790.51	2,197.17	3,308.50
增长率(%)	(94.86)	(10,350.88)	49.43	22.71	50.58
EPS(元/股)	(0.01)	0.70	1.04	1.28	1.92
市盈率(P/E)	(3,800.52)	37.08	24.81	20.22	13.43
市净率(P/B)	92.69	15.13	4.17	3.68	3.13
市销率(P/S)	64.23	16.36	7.88	5.44	3.88
EV/EBITDA	53.34	21.36	15.58	12.51	8.39

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	15.67	1,395.78	3,979.60	2,593.62	4,850.10
应收票据及应收账款	236.23	375.10	602.21	814.89	1,069.85
预付账款	26.98	12.09	54.43	53.66	89.61
存货	532.49	1.53	542.70	558.20	793.35
其他	39.74	926.93	963.01	1,056.59	1,392.20
流动资产合计	851.12	2,711.44	6,141.95	5,076.96	8,195.11
长期股权投资	2.54	4.73	4.73	4.73	4.73
固定资产	227.22	6,057.04	6,605.17	7,022.82	7,296.76
在建工程	80.08	5,589.80	5,601.33	5,186.13	4,663.21
无形资产	69.05	828.02	818.22	808.41	798.60
其他	71.67	817.43	817.42	817.42	817.41
非流动资产合计	450.55	13,297.01	13,846.86	13,839.50	13,580.71
资产总计	1,301.67	16,008.45	19,988.81	18,916.46	21,775.82
短期借款	205.42	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	260.25	1,098.43	1,199.46	2,303.42	2,697.33
其他	53.44	1,708.52	2,178.88	2,469.17	3,082.03
流动负债合计	519.10	2,806.95	3,378.34	4,772.59	5,779.36
长期借款	13.93	8,117.03	5,764.09	2,000.00	2,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.95	2,120.90	2,500.00	2,700.00	2,900.00
非流动负债合计	48.88	10,237.93	8,264.09	4,700.00	4,900.00
负债合计	827.87	13,044.88	11,642.43	9,472.59	10,679.36
少数股东权益	(5.51)	27.97	27.08	25.98	24.33
股本	100.00	640.16	1,342.53	1,342.53	1,342.53
资本公积	495.53	1,243.65	5,029.71	5,029.71	5,029.71
留存收益	(117.50)	1,051.79	1,947.05	3,045.63	4,699.88
其他	1.29	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	473.80	2,963.57	8,346.38	9,443.86	11,096.46
负债和股东权益总计	1,301.67	16,008.45	19,988.81	18,916.46	21,775.82
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(12.91)	1,197.02	1,790.51	2,197.17	3,308.50
折旧摊销	22.88	267.12	450.15	507.35	558.79
财务费用	14.62	117.65	138.79	77.76	40.21
投资损失	2.82	(70.93)	(85.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	52.98	1,072.44	29.28	1,163.27	145.11
其它	(28.39)	(795.16)	8.21	(12.19)	(3.31)
经营活动现金流	51.99	1,788.15	2,331.95	3,853.36	3,969.29
资本支出	(0.69)	10,666.51	620.90	300.00	100.00
长期投资	(2.82)	2.19	0.00	0.00	0.00
其他	(20.37)	(15,626.71)	(1,555.90)	(700.00)	(320.00)
投资活动现金流	(23.88)	(4,958.01)	(935.00)	(400.00)	(220.00)
债权融资	(89.97)	9,210.86	(2,407.21)	(3,741.85)	159.79
股权融资	(18.45)	466.57	3,594.08	(1,097.49)	(1,652.60)
其他	66.08	(6,245.24)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(42.33)	3,432.19	1,186.87	(4,839.34)	(1,492.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(14.22)	262.32	2,583.81	(1,385.98)	2,256.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	691.65	2,714.74	4,397.88	6,376.93	8,927.70
营业成本	547.36	1,272.89	2,176.95	3,602.96	4,865.59
营业税金及附加	5.07	23.22	32.98	47.83	66.96
销售费用	29.66	4.03	4.40	6.38	8.93
管理费用	63.00	121.04	164.92	248.70	343.72
研发费用	32.37	96.80	153.93	229.57	321.40
财务费用	15.24	83.47	138.79	77.76	40.21
资产/信用减值损失	(13.84)	(0.92)	(0.97)	(1.00)	(1.00)
公允价值变动收益	0.15	0.00	10.00	(10.00)	0.00
投资净收益	(2.82)	70.93	85.00	80.00	80.00
其他	31.36	(185.76)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(15.91)	1,229.04	1,819.94	2,232.73	3,359.90
营业外收入	1.29	0.06	0.07	0.08	0.10
营业外支出	0.65	2.98	3.13	3.28	3.45
利润总额	(15.27)	1,226.12	1,816.89	2,229.53	3,356.55
所得税	(2.35)	29.10	28.16	34.56	51.36
净利润	(12.91)	1,197.02	1,788.73	2,194.97	3,305.19
少数股东损益	(1.23)	(1.23)	(1.79)	(2.19)	(3.31)
归属于母公司净利润	(11.69)	1,198.25	1,790.51	2,197.17	3,308.50
每股收益(元)	(0.01)	0.70	1.04	1.28	1.92
主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	50.52%	292.50%	62.00%	45.00%	40.00%
营业利润	-93.26%	-7824.97%	48.08%	22.68%	50.48%
归属于母公司净利润	-94.86%	-10350.88%	49.43%	22.71%	50.58%
获利能力					
毛利率	20.86%	53.11%	50.50%	43.50%	45.50%
净利率	-1.69%	44.14%	40.71%	34.45%	37.06%
ROE	-2.44%	40.82%	21.52%	23.33%	29.88%
ROIC	-0.08%	205.14%	18.08%	20.33%	33.42%
偿债能力					
资产负债率	63.60%	81.49%	58.24%	50.08%	49.04%
净负债率	46.96%	274.56%	39.35%	10.66%	-9.46%
流动比率	1.09	0.97	1.82	1.06	1.42
速动比率	0.41	0.97	1.66	0.95	1.28
营运能力					
应收账款周转率	3.11	8.88	9.00	9.00	9.47
存货周转率	1.23	10.17	16.16	11.58	13.21
总资产周转率	0.52	0.31	0.24	0.33	0.44
每股指标(元)					
每股收益	-0.01	0.70	1.04	1.28	1.92
每股经营现金流	0.03	1.04	1.36	2.24	2.31
每股净资产	0.28	1.71	6.20	7.02	8.25
估值比率					
市盈率	-3,800.52	37.08	24.81	20.22	13.43
市净率	92.69	15.13	4.17	3.68	3.13
EV/EBITDA	53.34	21.36	15.58	12.51	8.39
EV/EBIT	73.43	25.54	19.15	15.26	9.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com