

► **润泽科技是国内 IDC 行业领军企业。**公司成立于 2009 年，主营 IDC 运营服务业务。公司主体机房位于廊坊，近年来陆续布局长三角、大湾区、成渝经济圈、西北地区。区别于国内多数对手，公司始终专注开发及运营超大规模园区级数据中心，业务模式定位于批发型业务模式，核心直接客户为运营商（电信和联通，21 年营收占比超过 90%），终端用户互联网巨头（头条、华为、京东、美团和快手等）和国家部委等。数据中心陆续投产后，公司增长动力也非常强劲。2023 年前三季度实现营收 26.8 亿元，同比增长 34.76%，实现归母净利润 11.2 亿元，同比增长 36.48%。重组上市过程中，公司承诺 2021-2024 年分别实现扣非归母净利润 6.12 亿元、10.98 亿元、17.94 亿元和 20.95 亿元。2022 年公司实际实现扣非归母净利润 11.38 亿元，超承诺业绩。近期，公司发布 2023 年业绩预告，预计 2023 年实现扣非归母净利润 17.4-18.9 亿元，有望再超承诺。

► **IDC 行业空间广阔，园区级数据中心综合优势显著，有望加速发展。**1) **需求端：**技术升级驱动 5G、云计算释放需求，中国 IDC 规模 2017-2021 年复合增长率 30.78%，整体呈现高景气态势。在市场景气基础上，政策端也相继推出“数字经济”、“东数西算”政策拉动需求，近期更是迎来 ChatGPT 热点带来的新动能。随着需求侧不断扩大需求，IDC 行业有望加速发展；2) **供给端：**得益于四大优势：1) 突出、专业的运营能力；2) 可满足大型客户的规模化采购；3) 便捷弹性地扩容；4) 由于机房量大，易实现一些节能措施，利于减碳排碳。第三方园区级数据中心加速发展，并有望逐步成为行业未来主导趋势，加速发展。

► **公司综合竞争优势明显，迎来新一轮发展机遇期。**公司资源实力、运营能力突出，盈利能力名列行业前茅。其成熟的“自投自建自持自运维”模式由公司多年项目经验积累打磨，与下游运营商客户绑定深入，具备了全方位突出竞争力。面向未来，公司也前瞻布局了五大区域、六大数据中心，资源储备丰富，有望在 IDC 行业高景气度下持续扩大规模，迎来新一轮大发展。

► **投资建议：**预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 43.9 亿元、61.4 亿元、80.9 亿元，实现归母净利润 17.3 亿元、25.2 亿元、33.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.01 元、1.47 元和 1.97 元，对应 P/E 分别为 28 倍、19 倍和 14 倍。在人工智能、云计算、5G 等产业趋势下，数据中心有望持续高增长。考虑到公司综合竞争优势突出，资源储备充分，有望加速发展。看好公司业务前景，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**政策落地不及预期；行业竞争加剧；业绩承诺可能不达标的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,715	4,391	6,136	8,079
增长率 (%)	32.6	61.7	39.7	31.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,198	1,732	2,523	3,383
增长率 (%)	66.0	44.5	45.7	34.1
每股收益 (元)	0.70	1.01	1.47	1.97
PE	40	28	19	14
PB	16	6	5	4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 12 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.79 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

邮箱：lvwei_yj@mszq.com



分析师 马天诣

执业证书：S0100521110003

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理 谢致远

执业证书：S0100122060027

邮箱：xiezhiyuan@mszq.com

目录

1 园区级 IDC 龙头，增长动力强劲	3
1.1 公司是国内领先 IDC 解决方案提供商	3
1.2 定位于批发型业务模式，直接客户 90%以上为运营商	4
1.3 公司股权集中，持股主体为京津冀润泽	6
1.4 数据中心陆续投产交付，业绩持续高速增长	6
2 技术升级驱动 IDC 行业景气度，园区级数据中心优势明显，有望加速发展	8
2.1 需求侧：技术进步驱动 IDC 发展，行业持续高增长	8
2.2 供给侧：第三方园区级数据中心优势显著，有望成为主导模式	11
3 公司盈利能力突出，前瞻全国布局	14
3.1 公司综合优势明显，盈利能力突出	14
3.2 自投自建自持自运维模式，专业化运营能力突出	15
3.3 全国资源前瞻布局，储备资源充分	16
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测	18
4.2 估值分析及投资建议	19
5 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 园区级 IDC 龙头，增长动力强劲

1.1 公司是国内领先 IDC 解决方案提供商

润泽是国内领先的 IDC 解决方案提供商。公司成立于 2009 年，主营 IDC 运营服务业务。公司主体机房位于廊坊，近年来陆续布局长三角、大湾区、成渝经济圈、西北地区。区别于国内多数对手，公司始终专注开发及运营超大规模园区级数据中心，业务模式定位于批发型业务模式，核心直接客户为运营商（电信和联通，21 年营收占比超过 90%），终端用户互联网巨头（头条、华为、京东、美团和快手等）和国家部委等。数据中心陆续投产后，公司增长动力也非常强劲。2022 年前三季度实现营收 19.89 亿元，同比增长 33.69%，实现归母净利润 8.21 亿元，同比增长 58.60%。2018-2021 年营收 CAGR 为 48.23%。归母净利润 CAGR 高达 138.76%。

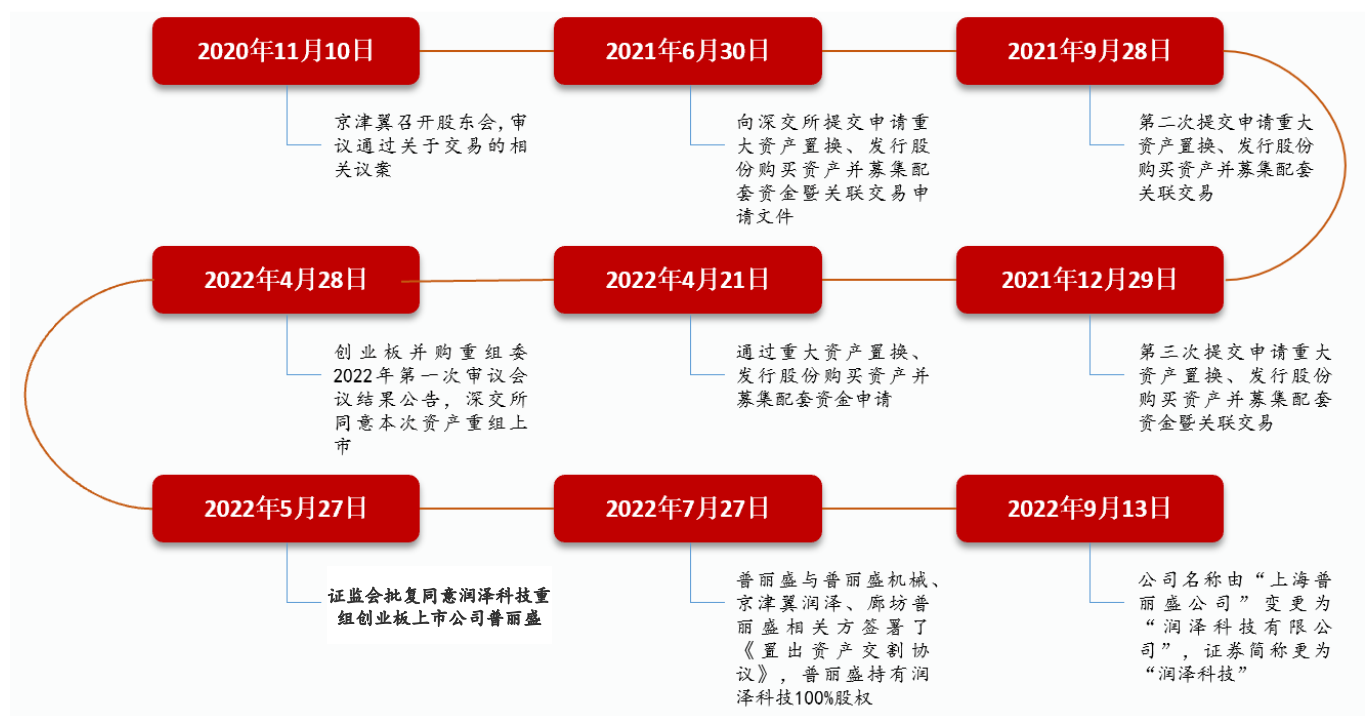
图1：公司整体发展历程



资料来源：润泽科技重大资产重组报告书，民生证券研究院

2022 年公司重组普丽盛实现上市，为创业板重组上市第一股。普丽盛将除 COMAN 公司 100%股权外的全部资产与负债共计 6.02 亿元作为置出资产，置入润泽科技 100%股权，交易价格为 142.68 亿元，置入资产与置出资产之间的差额 136.66 亿元，由上市公司向京津冀润泽等 14 名交易对方发行股份购买。重大资产重组自 2020 年 10 月 28 日发布停牌公告起，2021 年 6 月得到普丽盛股东大会的批准，深圳证券交易所于 2021 年 6 月对该项重组进行受理，并在 2022 年 4 月同意本次上市。润泽科技与普丽盛于 2022 年 7 月 27 日进行资产交割，8 月 8 日实现新增股份的发行上市，9 月 13 日公司证券简称由普丽盛正式更名为润泽科技。润泽科技成功实现重组上市，为创业板重组上市第一股。

图2：润泽科技成功重组上市历程

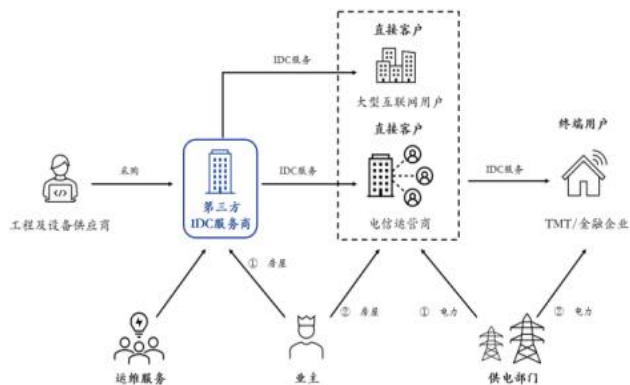


资料来源：润泽科技重大资产重组报告书，民生证券研究院

1.2 定位于批发型业务模式，直接客户 90%以上为运营商

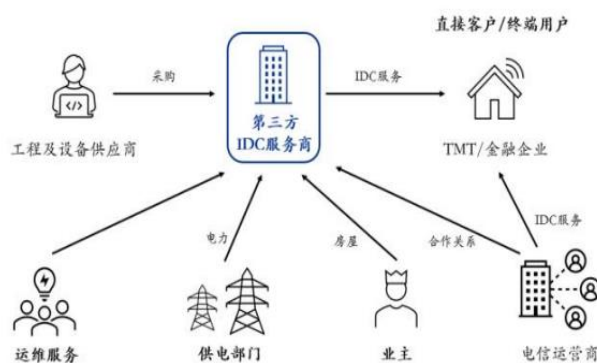
润泽科技始终专注开发及运营超大规模数据中心，业务模式定位于批发型业务模式。数据中心的租赁服务业务模式包括批发型和零售型两种，批发型数据中心服务系面向大型互联网公司或电信运营商提供定制化的服务器托管服务，通常并不提供网络带宽服务。零售型数据中心服务系面向中小型互联网公司、一般企业等客户，提供相对标准化的服务器托管服务及网络带宽服务。区别于大部分国内数据中心厂商，润泽科技专注开发及运营超大规模数据中心。首个数据中心 A1 建成投产后，润泽科技业务模式包括自营和与电信运营商合作模式（批发型），经过一段时间的摸索和融合后，后续数据中心转变为与电信运营商合作模式，客户主要为中国电信北京分公司和中国联通河北分公司等基础电信运营商。在该种合作模式下，润泽科技可发挥在数据中心行业内专业的设计能力、全面的建设能力、优质的运维能力，通过与电信运营商合作可以获得更加优质的客户资源，加快机房的上电速度，提升上电率；电信运营商可发挥其品牌优势，互联网带宽运营能力、综合解决方案提供能力，通过与润泽科技合作可以在无需重大资本性支出的条件下，锁定京津冀等核心区域的合作机房资源，加强其对核心客户的掌控能力。在该种模式下，双方优势互补，形成互利共赢的盈利模式。

图3：批发型业务模式



资料来源：爱司凯重大资产重组报告书，民生证券研究院

图4：零售型业务模式



资料来源：爱司凯重大资产重组报告书，民生证券研究院

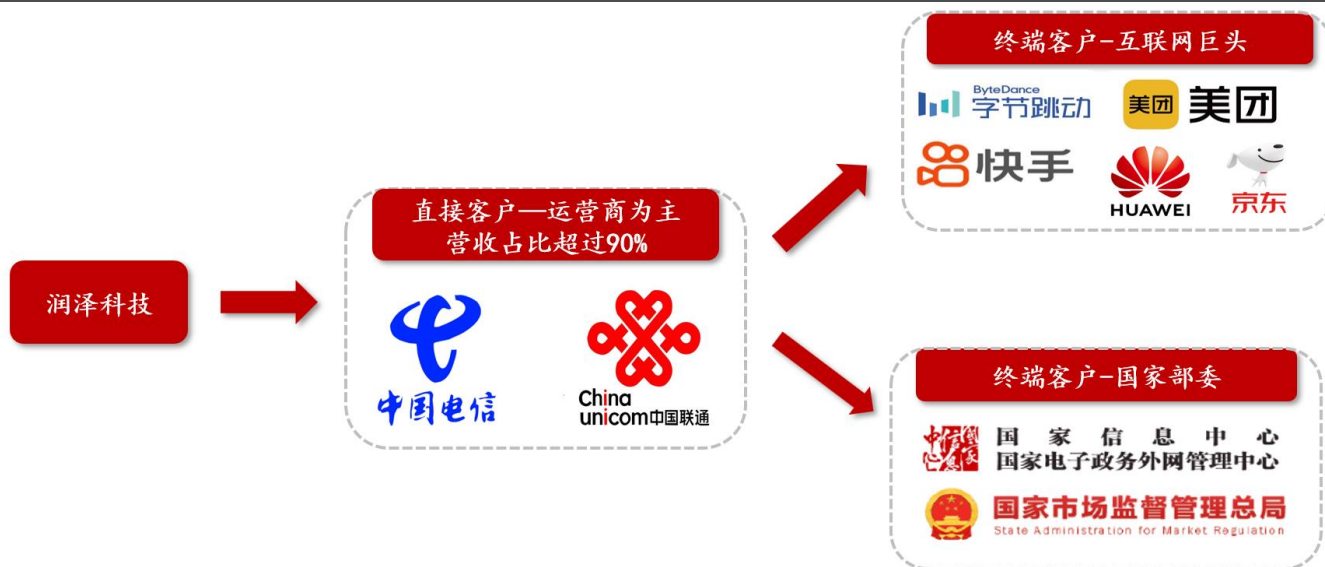
表1：批发与零售业务模式差别

	零售型	批发型
目标客户	中小型客户、类型多元	大型客户、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：润泽科技重大资产重组报告书，民生证券研究院

公司直接客户主要为运营商（电信和联通，21年1-10月来自运营商的收入占比超过90%），最终客户大型互联网公司和国家部委。最终用户将其服务器及相关设备置于公司数据中心中，并由公司按照与客户协商达成的运营服务等级对数据中心基础设施进行365×24小时不间断的技术运维管理，确保数据中心基础设施处于有效安全的工作状态，保障用户服务器及相关设备安全稳定持续运行。

图5：润泽科技直接客户为运营商，最终客户包括互联网公司和国家部委

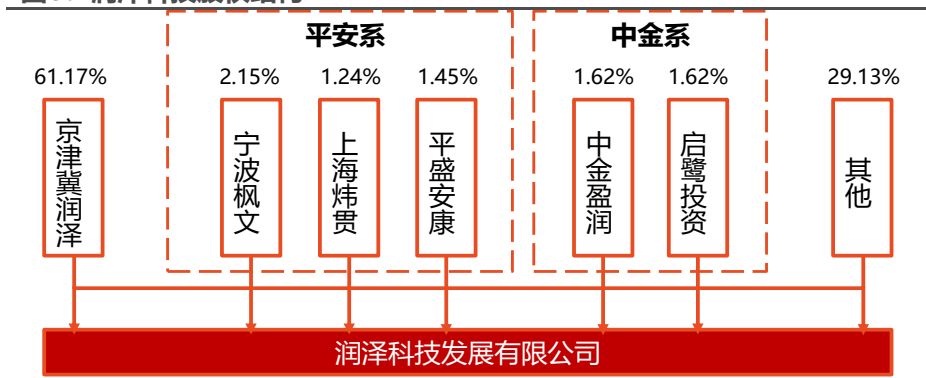


资料来源：润泽科技重大资产重组报告书，民生证券研究院

1.3 公司股权集中，持股主体为京津冀润泽

周超男为上市公司的实际控制人。公司股权结构集中，实控人为周超男。上市前引入了国内知名战略投资方，平安系公司宁波枫文、平盛安康、上海炜贵、平安消费，中金系公司中金盈润、启鹭投资。

图6：润泽科技股权结构

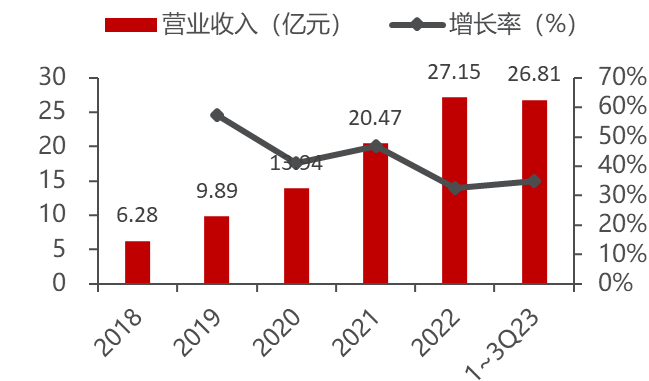


资料来源：Wind，民生证券研究院；注：根据 Wind 2024 年 4 月 9 日数据

1.4 数据中心陆续投产交付，业绩持续高速增长

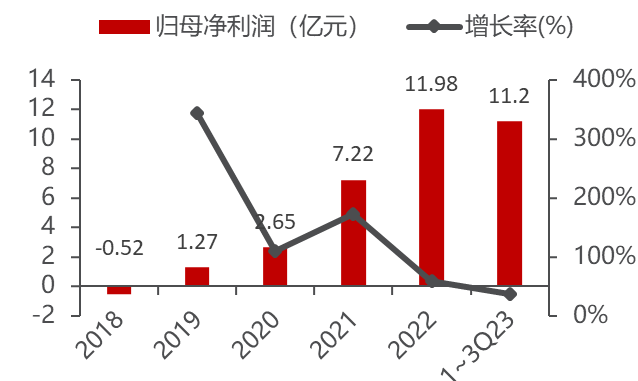
公司业绩持续稳健增长，经营性现金流净额逐年增加。2023 年前三季度实现营收 26.8 亿元，同比增长 34.76%，实现归母净利润 11.2 亿元，同比增长 36.48%。主要系数据中心相继投产拉动营收逐年上升。公司围绕“自投、自建、自持、自运维”的发展模式，规模经济效应明显，2022 年公司毛利率和利润率分别为 53.11% 和 44.09%，盈利能力位居行业前茅。成长性方面，润泽科技在重大资产重组报告书募集资金给予 2021-2024 年业绩承诺，公司承诺 2021-2024 年分别实现扣非归母净利润 6.12 亿元、10.98 亿元、17.94 亿元和 20.95 亿元。2021 年-2022 年公司分别实现扣非归母净利润 7.11/11.4 亿元，超承诺业绩。公司发布 2023 年业绩预告，预计 2023 年实现扣非归母净利润 17.4-18.4 亿元，有望再次超过业绩承诺。

图7：2018-2022 营收 CAGR 为 44.2%



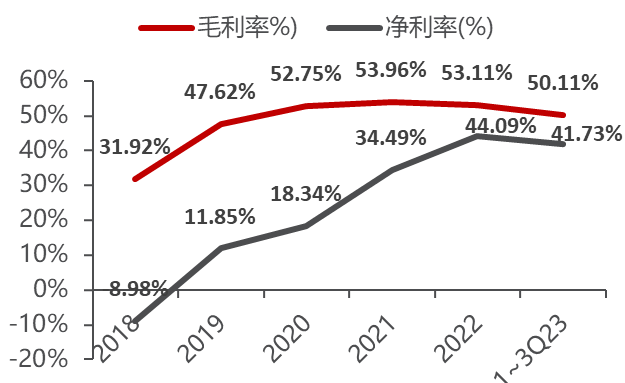
资料来源：润泽科技重大资产重组报告书，Wind，民生证券研究院

图8：2019-2022 归母净利润 CAGR 为 111.3%



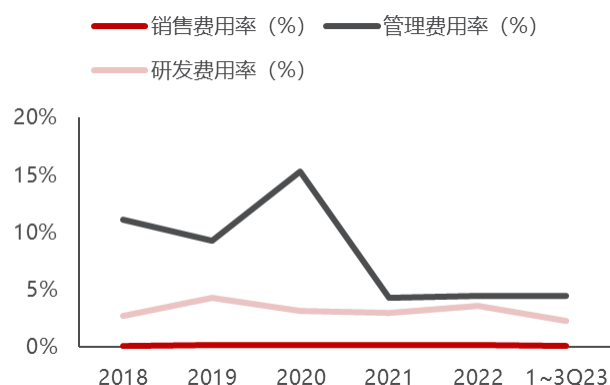
资料来源：润泽科技重大资产重组报告书，Wind，民生证券研究院

图9: 净利率持续高速增长



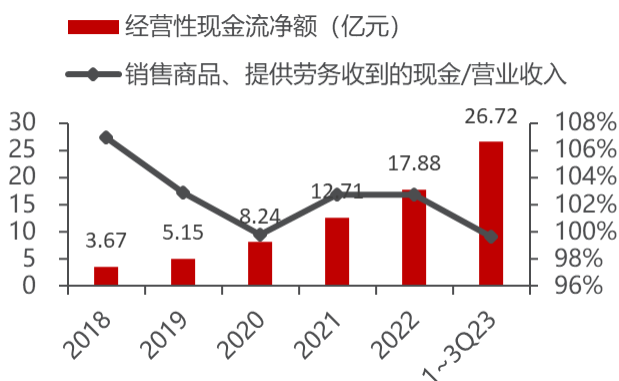
资料来源: 润泽科技重大资产重组报告书, Wind, 民生证券研究院

图10: 费用率呈整体呈下降趋势



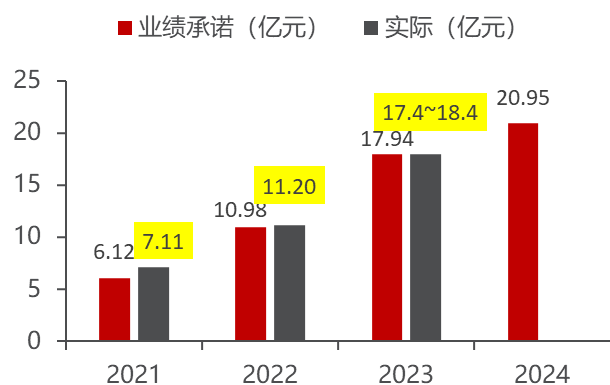
资料来源: 润泽科技重大资产重组报告书, Wind, 民生证券研究院

图11: 经营性现金流净额持续高增长



资料来源: 润泽科技重大资产重组报告书, Wind, 民生证券研究院

图12: 2023 年有望再超额完成业绩承诺



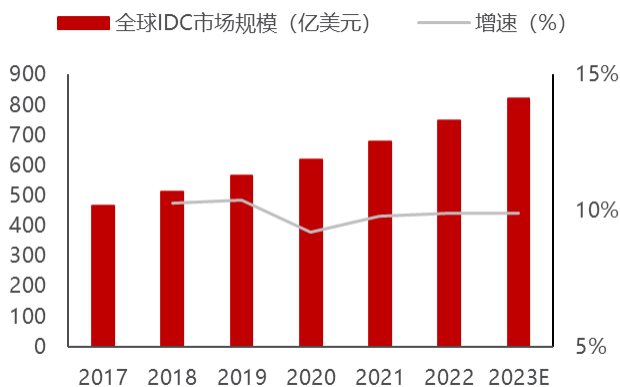
资料来源: 润泽科技重大资产重组报告书, Wind, 民生证券研究院; 注: 2023 年也公司业绩快报公布利润区间

2 技术升级驱动 IDC 行业景气度，园区级数据中心优势明显，有望加速发展

2.1 需求侧：技术进步驱动 IDC 发展，行业持续高增长

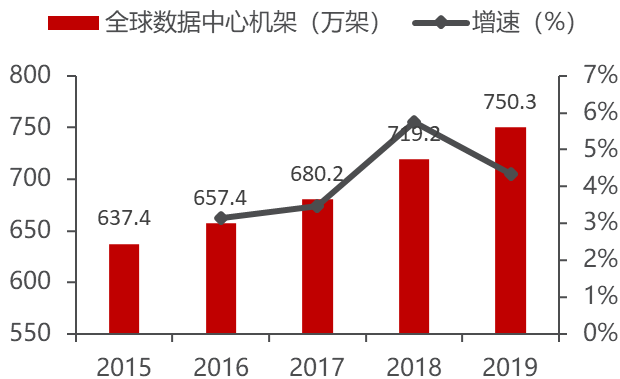
技术升级驱动 IDC 发展，行业持续高增长。随着 5G、云计算、人工智能行业的快速发展，数据中心需求持续高增长。从机架数看，2015-2019 年全球数据中心机架由 637.4 万架增长至 750.3 万架，复合增速为 4.2%。中国市场呈现更高景气态势，机架数从 2017 年的 166 万架增长到 2021 年的 520 万架，复合增长率 33.04%，据信通院测算，预计 2022 年达到 670 万架。从市场规模看，全球 IDC 市场规模保持同比 9% 以上的增速，中国 IDC 市场规模从 2018 年 715 亿元增长至 2022 年 1368 亿元，复合增长率 24.1%。

图13：全球 IDC 市场规模及增长



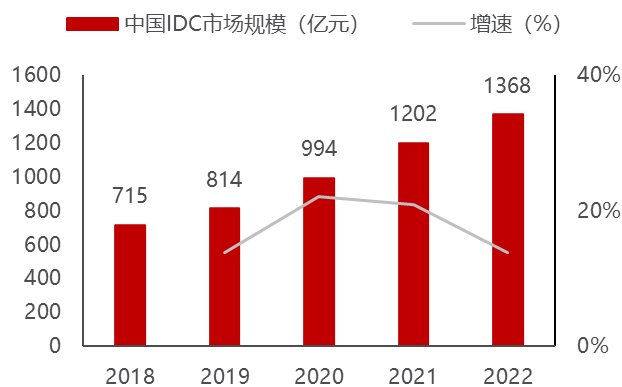
资料来源：信通院，民生证券研究院

图15：全球数据中心机架及增速



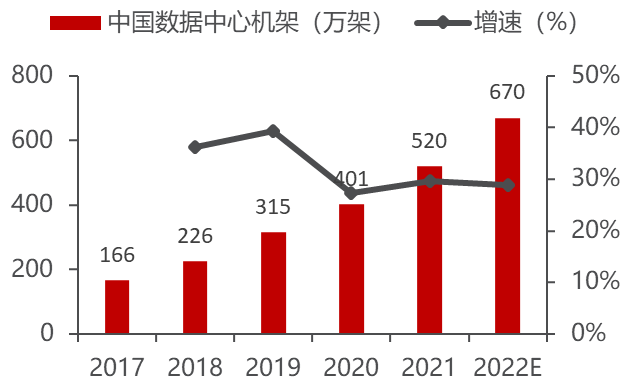
资料来源：信通院，民生证券研究院

图14：中国 IDC 市场规模及增长



资料来源：极客网，科智咨询，民生证券研究院

图16：中国数据中心机架及增速

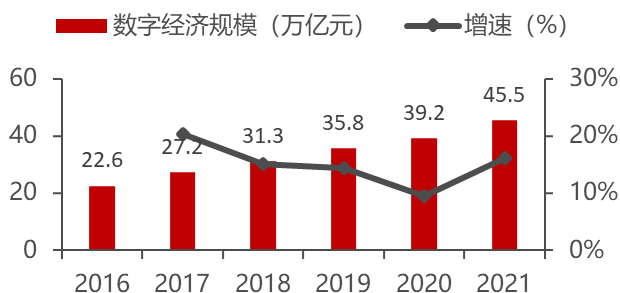


资料来源：信通院，民生证券研究院

2.1.1 数字经济、东数西算等政策加速行业发展

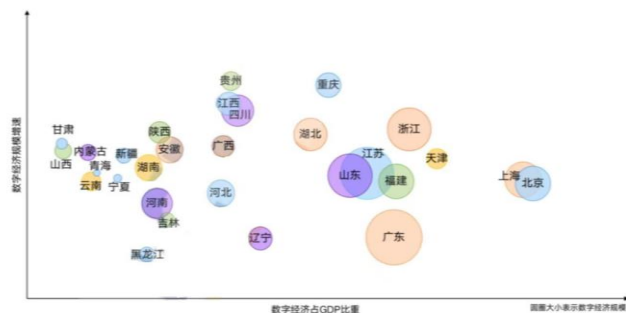
数字经济带动下，IDC 行业市场规模有望持续扩大。2021 年我国数字经济发展取得新的突破，数字经济规模达到 45.5 万亿元，较“十三五”初期扩张一倍多，增长趋势明显。从经济贡献来看，北京、上海、天津等省市，数字经济已成为拉动地区经济发展的主导力量，数字经济 GDP 占比超过 50%。

图17：中国数字经济市场规模



资料来源：工信部，民生证券研究院

图18：2021 年中国各地数字经济情况



资料来源：信通院，民生证券研究院

国家大力发展数字经济，数字化转型的巨大需求,我国数据中心将长期处于高需求态势。数字化是当今时代发展的大趋势，我国在 2022 年也不断颁布政策推进数字化转型。在 2022 年 3 月的《国务院政府工作报告》中，提到要建设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系，促进数字经济的发展。数据中心承担着数字经济时代的数字枢纽的重要责任,担负着数据流的接收、处理、存储与转发,是数字经济时代的“中枢大脑”。

表2：2022 年国家数字经济政策

发布时间	相关方案	主要内容
2022.10.28	《国务院关于数字经济发展的报告》	进一步发展数字经济，发挥海量数据和丰富应用场景优势，促进数字技术和实体经济深度融合，赋能传统产业转型升级，催生新产业新业态新模式，协同推进数字产业化和产业数字化转型。
2022.05.17	《推动数字经济持续健康发展》	数字产业化(通过关键技术和核心产业，把消费、生产、服务过程中所创造的数据变成生产要素，从而提供新服务、新应用)、产业数字化。
2022.03.05	《2022 年国务院政府工作报告》	建设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系，推进 5G 规模化应用，促进产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村。加快发展工业互联网，培育壮大集成电路、人工智能等数字产业，提升关键软硬件技术创新和供给能力。
2022.02.17	“东数西算”工程启动	同意在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏启动建设国家算力枢纽节点，并规划了张家口集群等 10 个国家数据中心集群。
2022.1.12	《“十四五”数字经济发展规划》	有序推进骨干网扩容，协同推进千兆光纤网络和 5G 网络基础设施建设，推动 5G 商用部署和规模应用。到 2025 年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%，数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈上新台阶

资料来源：国家发改委等，民生证券研究院整理

“东数西算”是数字经济落地抓手，有望行业加速发展。随着 2022 年 2 月国家正式启动“东数西算”工程，同意在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏启动建设国家算力枢纽节点，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。“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，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，从而促进东西部协同联动，有利于平衡东西部算力资源、促使数据中心绿色发展、由算力基础设施建设带动产业数字化应用的全面发展。

图19：东数西算布局图



资料来源：国家发改委，民生证券研究院

图20：东数西算具体要求



资料来源：国家发改委，民生证券研究院

2.1.2 ChatGPT 引领新趋势，AI 军备竞赛有望驱动算力投入再加速

ChatGPT 引领新趋势，驱动算力需求和数据流量高速增长。2022 年 12 月，OpenAI 公司上线了聊天机器人模型 ChatGPT，迅速引发了全球关注热潮。ChatGPT 应用需要有大量参数及数据参与训练，从 GPT-1 到 ChatGPT 历经四年时间，模型中的参数数量和预训练数据量都呈指数级增长。参数量和预训练数据量的增长对算力基础设施有较高要求，此前，OpenAI 预估算力需求每 3.5 个月翻一倍，每年近 10 倍。数据中心作为数据流量和计算的载体，IDC 行业有望迎来新一轮驱动力。

表3：GPT 家族主要模型对比

模型	发布时间	参数量	预训练数据量
GPT-1	2018 年 6 月	1.17 亿	约 5GB
GPT-2	2019 年月	15 亿	40G
GPT-3	2020 年 5 月	1750 亿	45TB
ChatGPT	2022 年 11 月	预计千亿级	预计百 T 级

资料来源：华为认证公众号，民生证券研究院

国内外厂商相继布局类 ChatGPT 产品开启军备竞赛驱动算力需求, 行业有望迎来高景气。近年来人工智能应用场景的多元化, 新算法、新模型也不断涌现, 2021 年华为推出了盘古 a, 谷歌推出了 Chatsonic。现象级产品 ChatGPT 将 AI 浪潮推至高峰, 各大厂商相继做出动作, 谷歌推出 Bard, 百度于 3 月发布文心一言。国内各大互联网厂商也表示跟进类 ChatGPT 产品研究, 目前阿里、字节、腾讯、京东等都具备 AI 大模型, 具备 ChatGPT 自应用场景。ChatGPT 成为时代的宠儿, 也将引发行业对算力的新一轮“军备竞赛”。

表4: 国内厂商布局类 ChatGPT 产品与 AI 大模型

AI 大模型		
互联网厂商	AI 大模型	ChatGPT 自应用场景
阿里巴巴	AI 模型 6	阿里云、钉钉
昆仑	昆仑天空	内容创作与分发、新闻资讯
三六零	R2D2	智能搜索
字节跳动	DA-Transformer	文本分析、Pico
科大讯飞	中文预训练模型	同声传译、内容审核、内容分发
京东	领域性大模型 K-PLUG	智慧城市、供应链管理、智能零售

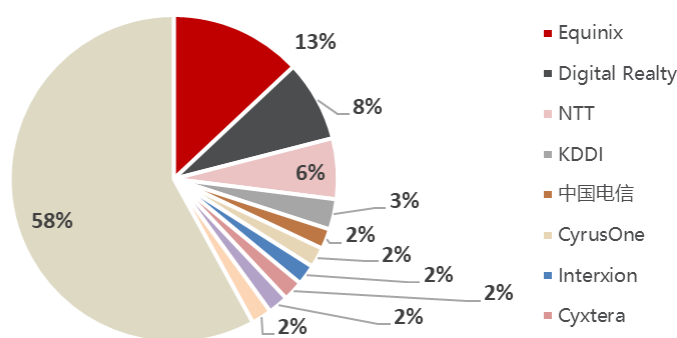
资料来源: Tech 星球, 民生证券研究院

2.2 供给侧: 第三方园区级数据中心优势显著, 有望成为主导模式

2.2.1 第三方数据中心能力突出, 市场份额持续增加

全球市场看, IDC 市场逐步由第三方 IDC 主导。2018 年全球前八位数据中心厂商中只有三家为电信运营商, 分别为 NTT、KDDI, 中国电信。美国 IDC 行业公司 Equinix、Digital Realty 分别瓜分全球市场份额的 13%、8%, 两家 IDC 龙头企业 Equinix、Digital Realty 皆为第三方 IDC 企业。

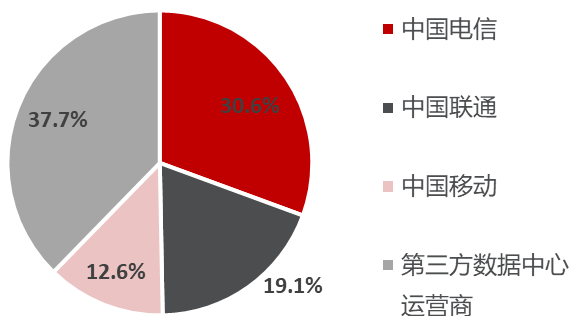
图21: 2018 年全球 IDC 行业企业竞争格局分析情况



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

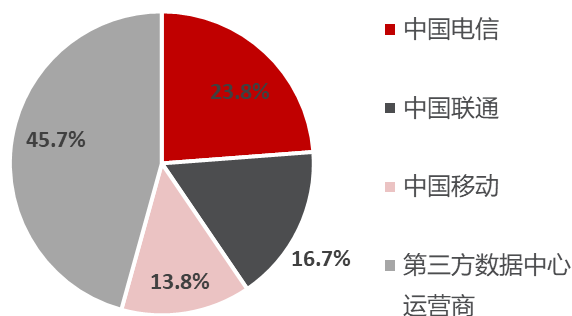
第三方 IDC 运营商份额提升明显。从 2020 年数据中心业务市场收入占比来看,基础电信运营商约占总市场规模的 54.3%,其中中国电信市场规模约占 23.8% 中国联通约占 16.7%、中国移动约占 13.8%。第三方数据中心运营商市场规模占比为 45.7%,对比 2019 年的 37.7%,市场收入占比有明显提升。

图22: 2019 年 IDC 市场份额



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

图23: 2020 年 IDC 市场份额



资料来源: 信通院, 民生证券研究院

突出的专业运营能力是第三方数据中心运营商份额提升的核心原因。基础电信运营商建设数据中心主要为客户提供机房和带宽资源,为支持自身带宽的销售,数据中心常被单一的运营商网络链路所限制,且受限于运营商本身企业架构,跨区域服务存在一定壁垒。与基础电信运营商不同的第三方数据中心运营商,通常支持多网络链路接入,且在跨区域服务上更为灵活。经过多年发展,第三方数据中心运营商在数据中心服务方面的专业性越来越强,且建设速度、产品种类创新、定制能力方面有明显提升。随着在线数据量高速增长,下游云计算、互联网应用场景持续扩展,在新兴技术使用、市场按需定制需求越来越旺盛的趋势下第三方数据中心运营商的优势正在逐渐显现。

表5: 基础电信运营商与第三方数据中心运营商的对比

	基础电信运营商	第三方数据中心运营商
客户类型	主要为政企客户	互联网企业、云厂商、金融公司等
资金能力	强	弱, 扩张需融资
部署范围	全国各地布局	以一线及周边城市为主
网络连接	单一	灵活, 支持多链路接入
产品种类	单一, 以带宽租赁和托管为主	丰富, 大多提供增值服务
定制化能力	低	高, 提供灵活定制服务

资料来源: 信通院, 民生证券研究院

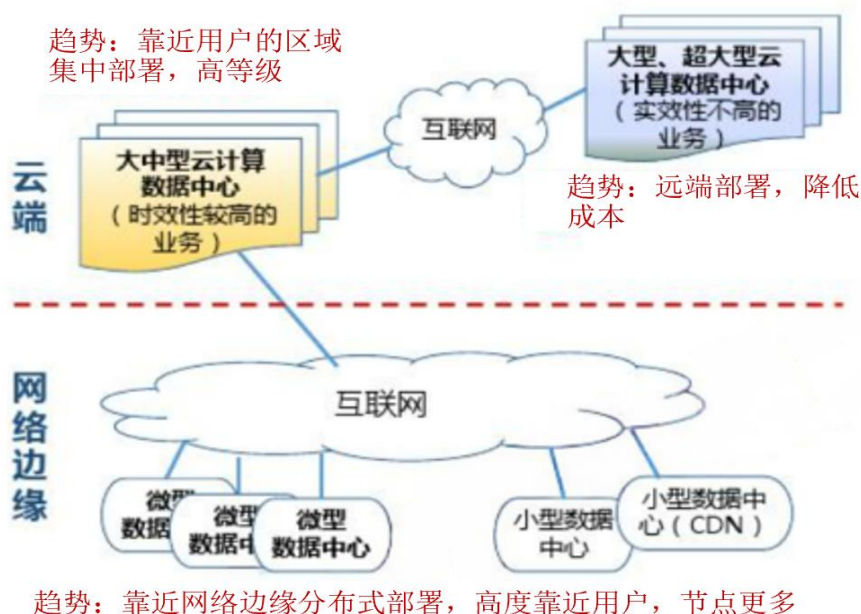
2.2.2 园区级数据中心优势显著, 有望加速发展

政策端鼓励, 加速园区级、规模化数据中心发展趋势。2020 年 12 月底, 国家发改委、中央网信办、工信部、国家能源局近日印发《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》, 强调加快实现数据中心集约化、规模化、

绿色化发展。2021年工信部颁布的《新型数据中心发展三年行动计划(2021-2023年)》，也强调要加快建设国家枢纽节点，推动京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝等国家枢纽节点适当加快新型数据中心集群建设进度，实现大规模算力部署，满足重大区域发展战略实施需要。国家政策对数据中心的要求都反映了大型园区级IDC建设成为趋势。专业能力铸就高回报，资源储备充分。

在用户侧需求和政策催化下，园区级成为行业趋势。园区级数据中心能源负荷量大，规模集中，且形成集聚效应后容易实现一些节能措施，有利于减排降碳。园区级集聚、规模化的特点也能更好满足用户侧需求，其规模化、集聚的特点可满足用户大中型云计算数据中心的区域集中部署，并且也能在后续服务中快速响应用户需求增大的情况，便捷帮助客户及时、弹性的扩容，方便客户进行管理。

图24：我国数据中心布局



资料来源：信通院，民生证券研究院

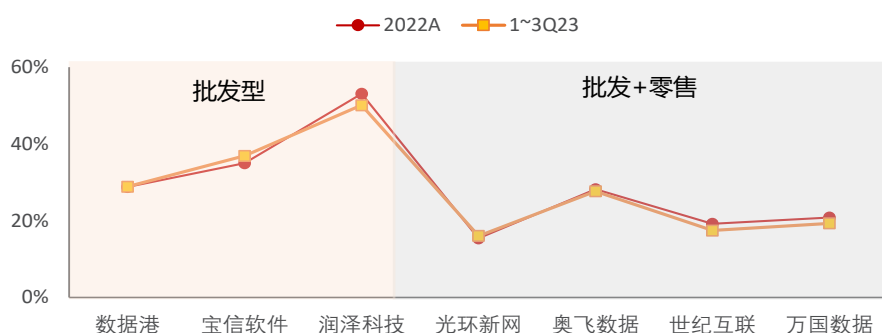
3 公司盈利能力突出，前瞻全国布局

3.1 公司综合优势明显，盈利能力突出

公司 IDC 业务盈利能力卓越，主要为电价、上架率、运营模式等因素驱动。

公司毛利率逐年提高，且公司 2022 年综合毛利率为 53.11%，在可比同行公司中位居前列，主要原因：1) 公司定位于批发型模式，客户群优质稳定，保证上架率；2) 自建数据中心无需考虑每年的租金费用，总运营成本较租赁式数据中心低。

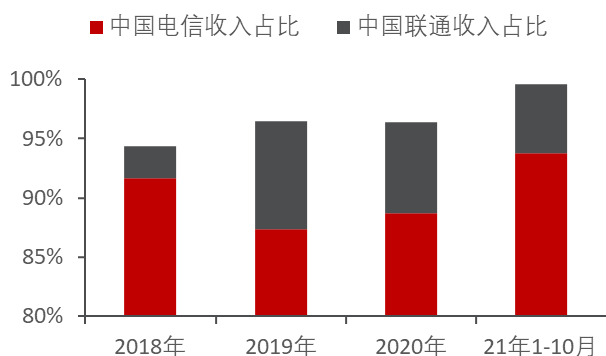
图25：2022 年可比同行毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院；注：光环新网、世纪互联、秦淮数据为 2023 年数据

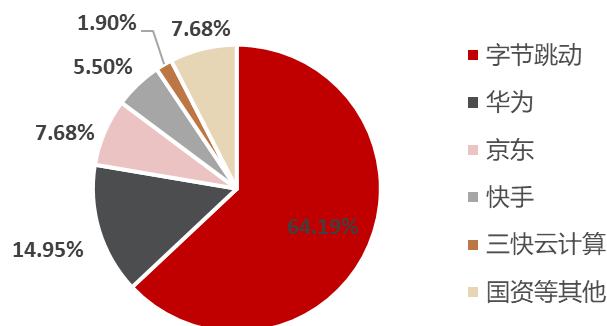
绑定优质大客户资源，保证高上架率。 润泽科技与电信运营商中国电信、中国联通保持长期稳定的合作关系。中国电信的合作始于 2014 年，合作从小规模的业务合作到目前的初具规模。与中国联通的合作始于 2017 年，并于 2019 年签署《IDC 基础设施服务框架协议》。目前公司廊坊基地共 10 栋数据中心已与中国电信北京分公司签署了 IDC 业务合作协议，2 栋数据中心已与中国联通河北分公司签署了框架协议。合作期限长，保证公司的稳定性。公司终端用户为互联网大企业和 ICT 企业，包括字节、华为、京东、快手、美团等，客户优质。公司优质的直接客户与终端客户有望长期保持高上架率。

图26：公司直接客户主要为电信联通两大运营商



资料来源：润泽科技重大资产重组报告书，民生证券研究院

图27：公司终端客户构成 (21 年 1-10 月营收构成)



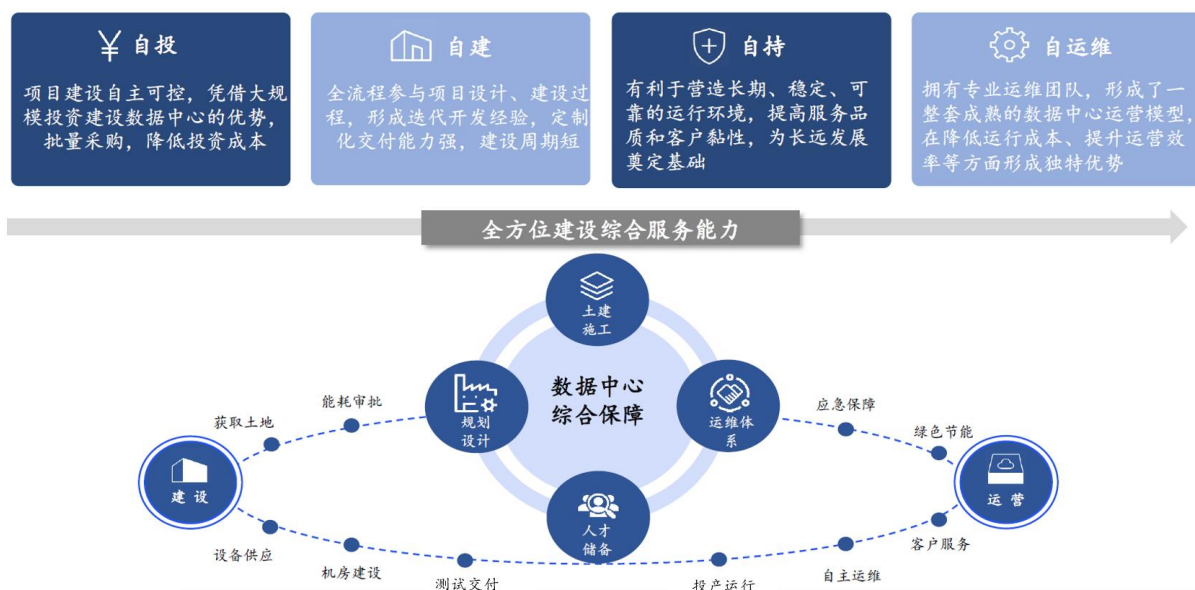
资料来源：润泽科技重大资产重组报告书，民生证券研究院

3.2 自投自建自持自运维模式，专业化运营能力突出

公司采取“自投、自建、自运维”的模式，专业能力强，能为客户提供持续、高质量的服务。

- **自行投资：**公司基于其强大的客户和行业关系，把握数据中心行业未来需求的规模、时间和地点，并据此制定大型数据中心资源开发计划。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，由润泽科技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。
- **自主运维：**润泽科技建立了以 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。同时开发了专有的数据中心运维管理软件平台，该运维平台是以 ISO9001:2015 质量管理体系为基础搭建，用于对整个数据中心运行情况进行实时管理，制定方针目标、进行管理评审，持续的改进数据中心的各项流程制度。通过该运维管理平台，可以实时了解各数据中心的资源运行情况、运维工作执行情况、资产配置情况、运行的能耗指标、库存物资的实时状况、供应商信息等关键信息，便于对数据中心提供实时的管理和维护。以此为基础数据，为客户提供数据中心运行状况的各类报告。

图28：“自投、自建、自持、自运维”全方位建设综合服务能力



资料来源：润泽科技重大资产重组报告书，民生证券研究院

图29: 自建国际信息港 110 千伏用户变电站局部图



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

图30: 自建国际信息港 110 千伏用户变电站整体图



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

子公司“慧运维”运维能力突出。2022年8月润泽科技收购北京慧运维技术有限公司100%股权, 慧运维成为润泽科技子公司。慧运维专注于提供数据中心托管后服务器端的运维服务为互联网、科技、教育、交通、政府、公有云和电子商务等行业终端客户提供数据中心托管后的多种业务场景的增值服务。润泽科技介绍, 双方在“标准化、定制化、信息化和智能化”技术和运维服务、客户资源等方面可以实现技术优势互补, 客户资源共享, 产生协同效应, 从而巩固及深化润泽科技的行业地位, 提高润泽科技的业务规模及盈利水平。

图31: 慧运维具备专业运维能力



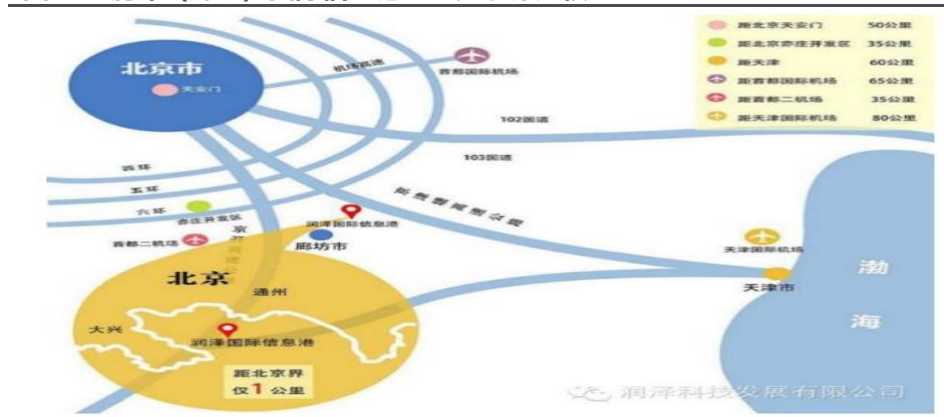
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

3.3 全国资源前瞻布局, 储备资源充分

超前眼光规划廊坊地区数据中心, 规模位于全国前列。数据中心建设布局受土地、网络资源、电力及能耗指标等受相关政策因素影响, 逐渐呈现规模化发展趋势。润泽科技早期耕耘投入京津冀区域, 以超前的眼光规划了超大规模数据中心, 润泽

(廊坊) 国际信息港于 2010 年正式投资建设, 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, 实现了超大规模园区级数据中心的建设和运营模式。扩容空间充足, 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, 持续为客户提供优质便捷的数据中心服务。

图32: 润泽(廊坊)国际信息港区地处京津冀核心区



资料来源: 润泽科技公众号, 民生证券研究院

公司以廊坊基地为核心结点, 前瞻全国布局。2020 年 10 月 29 日, 中共中央发布的“十四五”规划中提出, 系统布局新型基础设施, 加快第五代移动通信、工业互联网、大数据中心等建设。2019 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。依托公司在廊坊数据中心建设、运营等方面积累的丰富技术和经验, 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, 总体规划 56 栋数据中心, 29 万个机柜。截至目前, 润泽科技已初步完成全国一体化大数据中心战略布局, 公司在 2023 年也迈入从 1 个园区级数据中心贡献收入扩展到全国 4 个园区级数据中心齐头并进的新阶段。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

在人工智能、云计算、5G 等产业趋势下，数据中心有望持续高增长。考虑到公司综合竞争优势突出，资源储备充分，有望加速发展，在 2023-2025 年期间，预计公司营业收入增速为 61.7%/39.8%/31.7%。公司大规模园区级数据中心自投/自建/自持/自运维优势突出，有望加速发展。考虑公司 2023 年陆续投产的园区级数据中心，短期上架率有爬坡过程，预计公司整体短期毛利率呈现小幅上升趋势，预计 2023-2025 年公司整体毛利率分别为 52.0%/52.1%/52.2%。

表6：润泽科技收入预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
投产机柜数 (万个)	4.60	8.05	10.25	12.45
YOY	15.00%	75.07%	27.32%	21.46%
年平均上电率 (%)	75.42%	59.20%	64.16%	70.76%
机柜销售单价 (万元/月)	0.65	0.77	0.78	0.76
年收入 (亿元)	27.15	43.91	61.36	80.79
YOY	32.61%	61.73%	39.75%	31.67%

资料来源：Wind，民生证券研究院

考虑到公司直接客户电信、联通长期签约，以及规模效应影响下，销售费用率预计保持稳定，预计 2023-2025 年维持 0.1%；考虑公司逐渐实现规模化，预计管理费用将保持稳定状态，预计 2023-2025 年维持 3.5%左右；研发方面，公司重视研发，预计 2023-2025 年研发费用率维持 3.0%左右。

表7：费用率预测

费用率	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率 (%)	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
管理费用率 (%)	4.46%	3.50%	3.50%	3.50%
研发费用率 (%)	3.75%	3.00%	3.00%	3.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院

表8：润泽科技盈利预测

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,715	4,391	6,136	8,079
增长率 (%)	32.6	61.7	39.7	31.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,198	1,732	2,523	3,383
增长率 (%)	66.0	44.5	45.7	34.1
每股收益 (元)	0.70	1.01	1.47	1.97
PE	40	28	19	14
PB	16.3	5.6	4.6	3.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：数据截至 2024 年 4 月 12 日收盘价

4.2 估值分析及投资建议

预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 43.9 亿元、61.4 亿元、80.9 亿元，实现归母净利润 17.3 亿元、25.2 亿元、33.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.01 元、1.47 元和 1.97 元，对应 2024 年 4 月 12 日收盘价 P/E 分别为 28/19/14x。考虑到润泽科技的业务结构，我们选择具有数据中心业务公司：奥飞数据、数据港、光环新网、宝信软件为可比公司。根据 wind 一致预期，奥飞数据、数据港、光环新网、宝信软件 2023 年-2025 年 P/E 均值为 41/31/24x，考虑到润泽科技通过多年的精细化运营和稳步发展，我们认为公司在人工智能、云计算、5G 等产业趋势下，数据中心有望持续高增长。考虑到公司综合竞争优势突出，资源储备充分，有望加速发展。看好公司业务前景，维持“推荐”评级。

表9：可比公司估值对比

代码	简称	市值 (亿元)	收入 (亿元)				净利润 (亿元)				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603881.SH	数据港	81	14.6	15.5	17.2	19.5	1.1	1.4	1.9	2.3	57	43	34
300738.SZ	奥飞数据	108	11.0	15.0	19.4	23.9	1.7	1.8	2.6	3.5	60	42	31
300383.SZ	光环新网	160	71.9	91.1	103.3	110.1	-8.8	6.6	8.8	10.0	24	18	16
600845.SH	宝信软件	756	131.5	173.3	211.1	215.7	21.9	32.0	40.3	48.8	24	19	16
平均											41	31	24
300442.SZ	润泽科技	478	27.1	43.9	61.4	80.8	12.0	17.3	25.2	33.8	28	19	14

资料来源：Wind，民生证券研究院；注：光环新网 2023 年数据为实际值，可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 4 月 12 日

5 风险提示

1) 政策落地不及预期。目前公司园区级数据中心陆续投产, 对公司而言, 数字经济、东数西算的推进节奏是公司上架率爬坡、业绩释放的一个重要因素。如政策落地不及预期, 将会影响公司及客户需求;

2) 行业竞争加剧。IDC 行业迎来新的发展机遇, 若行业玩家增加, 可能会有价格竞争, 从而影响行业及公司的盈利能力;

3) 业绩承诺可能不达标的风险。受欧美通货膨胀、地缘局势紧张、全球经济下行等因素影响, IDC 行业整体表现低迷, 若未来宏观经济、市场环境、监管政策等外部环境发生较大变化, 公司存在业绩承诺无法实现的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,715	4,391	6,136	8,079
营业成本	1,273	2,107	2,939	3,862
营业税金及附加	23	38	52	69
销售费用	4	7	9	12
管理费用	121	154	215	283
研发费用	97	132	184	242
EBIT	1,243	1,954	2,736	3,611
财务费用	83	168	135	123
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	71	0	0	0
营业利润	1,229	1,785	2,601	3,488
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	1,226	1,785	2,601	3,488
所得税	29	54	78	105
净利润	1,197	1,732	2,523	3,383
归属于母公司净利润	1,198	1,732	2,523	3,383
EBITDA	1,515	2,323	3,267	4,234

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,396	2,165	2,499	4,982
应收账款及票据	375	595	832	1,095
预付款项	12	40	56	73
存货	2	1	2	2
其他流动资产	927	2,395	2,416	2,439
流动资产合计	2,711	5,196	5,804	8,592
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	6,057	10,920	14,162	15,491
无形资产	828	828	828	828
非流动资产合计	13,297	16,457	18,457	18,957
资产合计	16,008	21,653	24,261	27,549
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,098	2,452	3,420	4,494
其他流动负债	1,709	987	1,173	1,380
流动负债合计	2,807	3,439	4,593	5,874
长期借款	8,117	7,469	7,069	6,669
其他长期负债	2,121	2,201	2,201	2,201
非流动负债合计	10,238	9,670	9,270	8,870
负债合计	13,045	13,109	13,863	14,743
股本	640	1,721	1,721	1,721
少数股东权益	28	28	28	28
股东权益合计	2,964	8,544	10,398	12,806
负债和股东权益合计	16,008	21,653	24,261	27,549

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.61	61.73	39.75	31.67
EBIT 增长率	31.52	57.19	40.06	31.97
净利润增长率	65.98	44.51	45.72	34.09
盈利能力 (%)				
毛利率	53.11	52.00	52.10	52.20
净利润率	44.14	39.44	41.13	41.88
总资产收益率 ROA	7.49	8.00	10.40	12.28
净资产收益率 ROE	40.82	20.33	24.33	26.48
偿债能力				
流动比率	0.97	1.51	1.26	1.46
速动比率	0.64	1.25	1.06	1.30
现金比率	0.50	0.63	0.54	0.85
资产负债率 (%)	81.49	60.54	57.14	53.52
经营效率				
应收账款周转天数	42.91	39.78	41.86	42.93
存货周转天数	0.22	0.24	0.19	0.19
总资产周转率	0.20	0.23	0.27	0.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.70	1.01	1.47	1.97
每股净资产	1.71	4.95	6.03	7.43
每股经营现金流	1.04	2.08	2.38	2.98
每股股利	1.00	0.39	0.57	0.76
估值分析				
PE	40	28	19	14
PB	16.3	5.6	4.6	3.7
EV/EBITDA	36.53	23.82	16.93	13.07
股息收益率 (%)	3.60	1.40	2.04	2.74

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,197	1,732	2,523	3,383
折旧和摊销	272	369	531	623
营运资金变动	244	1,301	880	976
经营活动现金流	1,788	3,584	4,096	5,135
资本开支	-4,830	-3,364	-2,526	-1,118
投资	-143	-1,484	0	0
投资活动现金流	-4,958	-5,026	-2,526	-1,118
股权募资	0	4,669	0	0
债务募资	4,807	-1,451	-400	-400
筹资活动现金流	3,432	2,211	-1,235	-1,533
现金净流量	262	769	334	2,484

插图目录

图 1: 公司整体发展历程.....	3
图 2: 润泽科技成功重组上市历程.....	4
图 3: 批发型业务模式.....	5
图 4: 零售型业务模式.....	5
图 5: 润泽科技直接客户为运营商, 最终端客户包括互联网公司和国家部委.....	5
图 6: 润泽科技股权结构.....	6
图 7: 2018-2022 营收 CAGR 为 44.2%.....	6
图 8: 2019-2022 归母净利润 CAGR 为 111.3%.....	6
图 9: 净利率持续高速增长.....	7
图 10: 费用率呈整体呈下降趋势.....	7
图 11: 经营性现金流净额持续高增长.....	7
图 12: 2023 年有望再超额完成业绩承诺.....	7
图 13: 全球 IDC 市场规模及增长.....	8
图 14: 中国 IDC 市场规模及增长.....	8
图 15: 全球数据中心机架及增速.....	8
图 16: 中国数据中心机架及增速.....	8
图 17: 中国数字经济市场规模.....	9
图 18: 2021 年中国各地数字经济情况.....	9
图 19: 东数西算布局图.....	10
图 20: 东数西算具体要求.....	10
图 21: 2018 年全球 IDC 行业企业竞争格局分析情况.....	11
图 22: 2019 年 IDC 市场份额.....	12
图 23: 2020 年 IDC 市场份额.....	12
图 24: 我国数据中心布局.....	13
图 25: 2022 年可比同行毛利率情况.....	14
图 26: 公司直接客户主要为电信联通两大运营商.....	14
图 27: 公司终端客户构成 (21 年 1-10 月营收构成).....	14
图 28: “自投、自建、自持、自运维”全方位建设综合服务能力.....	15
图 29: 自建国际信息港 110 千伏用户变电站局部图.....	16
图 30: 自建国际信息港 110 千伏用户变电站整体图.....	16
图 31: 慧运维具备专业运维能力.....	16
图 32: 润泽 (廊坊) 国际信息港区地处京津冀核心区.....	17

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 批发与零售业务模式差别.....	5
表 2: 2022 年国家数字经济政策.....	9
表 3: GPT 家族主要模型对比.....	10
表 4: 国内厂商布局类 ChatGPT 产品与 AI 大模型.....	11
表 5: 基础电信运营商与第三方数据中心运营商的对比.....	12
表 6: 润泽科技收入预测.....	18
表 7: 费用率预测.....	18
表 8: 润泽科技盈利预测.....	18
表 9: 可比公司估值对比.....	19
公司财务报表数据预测汇总.....	21

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026