

## 润泽科技 (300442)

证券研究报告  
2024年04月20日

业绩持续高增，AIDC龙头逐步体现业务增量弹性，AI浪潮智算航母扬帆

## 事件：

润泽科技发布2023年度报告，实现营业收入43.5亿元，同比增长60.3%，实现归母净利润17.62亿元，同比增长47.03%。其中AIDC业务实现营业收入约12亿元。

## 算力23Q4已显现利润增量贡献，AIDC元年收入超10亿

单23Q4来看，公司实现归母净利润6.42亿元，同比增长70%。业绩在Q4加速增长，我们预计主要是AIDC业务在Q4产生增量业绩贡献，同时IDC业务稳健增长所致。AIDC业务方面，公司23年实现营业收入11.99亿元，已成为AIDC领域领先的头部厂商。廊坊B区正在规划建设成为国内稀缺的、可聚集10万卡以上的智算中心单体项目，AIDC为公司带来新的业绩增长点，逐渐成为公司第二增长曲线。同时可以注意到公司存货23年增加至7.69亿元，主要是AIDC业务拓展顺利，年末时点高性能服务器尚未完成交付所致，公司高性能服务器储备丰富，对于后续增长铸造良好基础。

## 国内AI持续有进展，应用层出不穷有望带来AIDC持续性需求

国内在AI应用及大模型方面持续有进展，火山引擎发布大模型服务平台“火山方舟”，“火山方舟”集成了百川智能、出门问问、复旦大学MOSS、IDEA研究院、澜舟科技、MiniMax、智谱AI等多家AI科技公司及科研院所的大模型，提供模型精调、评测、推理等全方位的平台服务。此外2024年3月，阿里巴巴旗下通义千问推出免费的1000万字长文档处理功能，月之暗面宣布Kimi智能助手已支持200万字超长无损上下文。未来随着更多如KIMI、智谱等应用持续出新并且客户数上量，有望持续带动对于算力的需求。

## 利润率小幅下降，期待新机柜上架爬坡后回升

成本端，公司23年实现毛利率48.57%，对比去年同期下降4.54pct，我们分析主要由于公司23年新增交付5栋算力中心，新增约3万机柜，新机柜上架爬坡初期，对于毛利率有负向影响。同时新业务AIDC处于扩张期，该业务毛利率33.1%，对整体毛利率产生一定影响。我们认为，随着后续公司新机柜不断爬坡上架，叠加新业务规模上量，毛利率有望企稳回升。

## 持续前瞻布局，液冷+AIDC赋能未来发展

液冷方面公司完成大批量纯液冷智算中心交付给大客户。同时配套方面，公司京津冀园区于24年1月成功投运自建高等级220KV变电站，同时长三角园区已完成自建高等级110KV变电站，为未来电力供应提供保障和扩容空间。此外公司前瞻布局海南节点，该节点规划约3万架机柜，旨在完善跨境布局。

## 稳定分红回报股东

公司23年上半年分红6.7亿，年度分红2.19亿元，合计分红近9亿元，同时公司提请股东大会授权董事会制定不超过70,000.00万元的2024年中期现金分红方案。持续稳定分红回报股东。

## 盈利预测与投资建议：

我们预计公司24-26年归母净利润分别为22/33/42亿元，对应估值为22/15/12倍，维持“买入”评级

**风险提示：**机柜爬坡节奏不及预期的风险，AIDC业务拓展的风险，竞争激烈导致盈利水平下降的风险，政策相关风险

## 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	28.4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)	358.79
A股总市值(百万元)	48,864.41
流通A股市值(百万元)	10,189.72
每股净资产(元)	4.95
资产负债率(%)	63.34
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

袁昊 联系人  
yuanhao@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《润泽科技-公司点评: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》2024-03-06
- 《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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,714.74	4,350.79	5,820.43	8,163.31	10,356.70
增长率(%)	292.50	60.27	33.78	40.25	26.87
EBITDA(百万元)	1,631.60	2,323.72	2,986.38	4,118.72	5,014.58
归属母公司净利润(百万元)	1,198.25	1,761.82	2,197.56	3,301.39	4,192.18
增长率(%)	(10,350.88)	47.03	24.73	50.23	26.98
EPS(元/股)	0.70	1.02	1.28	1.92	2.44
市盈率(P/E)	40.78	27.74	22.24	14.80	11.66
市净率(P/B)	16.65	5.73	4.45	3.70	3.05
市销率(P/S)	18.00	11.23	7.52	5.36	4.22
EV/EBITDA	21.36	19.73	16.05	11.06	8.40

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)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,395.78	1,809.67	1,875.22	4,280.91	7,892.14	营业收入	2,714.74	4,350.79	5,820.43	8,163.31	10,356.70
应收票据及应收账款	375.10	1,064.15	875.99	1,391.59	1,600.34	营业成本	1,272.89	2,237.51	3,102.49	4,305.45	5,486.31
预付账款	12.09	10.74	84.06	45.10	116.44	营业税金及附加	23.22	36.16	49.47	65.31	82.85
存货	1.53	769.65	436.87	759.08	673.45	销售费用	4.03	2.79	5.82	5.71	6.21
其他	926.93	1,370.15	1,528.04	1,608.01	1,634.60	管理费用	121.04	167.92	229.91	308.57	383.20
<b>流动资产合计</b>	<b>2,711.44</b>	<b>5,024.36</b>	<b>4,800.18</b>	<b>8,084.70</b>	<b>11,916.97</b>	研发费用	96.80	101.24	157.15	204.08	248.56
长期股权投资	4.73	3.84	3.84	3.84	3.84	财务费用	83.47	124.66	88.10	33.68	(33.53)
固定资产	6,057.04	9,373.32	9,902.06	10,259.62	10,438.86	资产/信用减值损失	(0.92)	(4.38)	(0.97)	(1.00)	(1.00)
在建工程	5,589.80	6,925.83	6,736.96	6,151.41	5,483.70	公允价值变动收益	0.00	5.86	(5.86)	50.00	0.00
无形资产	828.02	1,127.43	1,120.88	1,114.33	1,107.77	投资净收益	70.93	58.65	50.00	60.00	70.00
其他	817.43	856.08	856.05	856.03	856.03	其他	(185.76)	(159.31)	0.00	(0.00)	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,297.01</b>	<b>18,286.49</b>	<b>18,619.77</b>	<b>18,385.22</b>	<b>17,890.20</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,229.04</b>	<b>1,779.69</b>	<b>2,230.66</b>	<b>3,349.50</b>	<b>4,252.09</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,008.45</b>	<b>23,310.85</b>	<b>23,419.96</b>	<b>26,469.92</b>	<b>29,807.17</b>	营业外收入	0.06	4.29	5.14	6.17	7.41
短期借款	0.00	100.11	50.00	50.00	50.00	营业外支出	2.98	6.67	7.01	7.36	7.73
应付票据及应付账款	1,098.43	1,969.43	2,339.58	3,042.24	3,053.66	<b>利润总额</b>	<b>1,226.12</b>	<b>1,777.31</b>	<b>2,228.80</b>	<b>3,348.31</b>	<b>4,251.77</b>
其他	1,708.52	2,214.55	2,917.50	3,035.95	3,728.97	所得税	29.10	19.59	33.43	50.22	63.78
<b>流动负债合计</b>	<b>2,806.95</b>	<b>4,284.10</b>	<b>5,307.08</b>	<b>6,128.19</b>	<b>6,832.64</b>	<b>净利润</b>	<b>1,197.02</b>	<b>1,757.71</b>	<b>2,195.37</b>	<b>3,298.09</b>	<b>4,188.00</b>
长期借款	8,117.03	7,600.78	5,000.00	5,000.00	5,000.00	少数股东损益	(1.23)	(4.11)	(2.20)	(3.30)	(4.19)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,198.25</b>	<b>1,761.82</b>	<b>2,197.56</b>	<b>3,301.39</b>	<b>4,192.18</b>
其他	2,120.90	2,862.43	3,250.00	3,500.00	3,620.00	每股收益(元)	0.70	1.02	1.28	1.92	2.44
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,237.93</b>	<b>10,463.21</b>	<b>8,250.00</b>	<b>8,500.00</b>	<b>8,620.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>13,044.88</b>	<b>14,765.19</b>	<b>13,557.08</b>	<b>14,628.19</b>	<b>15,452.64</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	27.97	23.87	22.55	20.57	18.06	<b>成长能力</b>					
股本	640.16	1,540.32	1,540.32	1,540.32	1,540.32	营业收入	292.50%	60.27%	33.78%	40.25%	26.87%
资本公积	1,243.65	4,889.48	4,889.48	4,889.48	4,889.48	营业利润	-7824.97%	44.80%	25.34%	50.16%	26.95%
留存收益	1,051.79	2,144.00	3,462.53	5,443.37	7,958.68	归属于母公司净利润	-10350.88%	47.03%	24.73%	50.23%	26.98%
其他	0.00	(52.00)	(52.00)	(52.00)	(52.00)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,963.57</b>	<b>8,545.66</b>	<b>9,862.88</b>	<b>11,841.73</b>	<b>14,354.53</b>	毛利率	53.11%	48.57%	46.70%	47.26%	47.03%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,008.45</b>	<b>23,310.85</b>	<b>23,419.96</b>	<b>26,469.92</b>	<b>29,807.17</b>	净利率	44.14%	40.49%	37.76%	40.44%	40.48%
						ROE	40.82%	20.67%	22.33%	27.93%	29.24%
						ROIC	205.14%	17.66%	14.93%	23.78%	30.47%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	81.49%	63.34%	57.89%	55.26%	51.84%
净利润	1,197.02	1,757.71	2,197.56	3,301.39	4,192.18	净负债率	274.56%	90.42%	51.96%	23.81%	-4.47%
折旧摊销	267.12	352.85	666.69	734.53	795.02	流动比率	0.97	1.17	0.90	1.32	1.74
财务费用	117.65	158.76	88.10	33.68	(33.53)	速动比率	0.97	0.99	0.82	1.20	1.65
投资损失	(70.93)	(58.65)	(50.00)	(60.00)	(70.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	1,072.44	(207.34)	1,612.67	142.31	453.42	应收账款周转率	8.88	6.05	6.00	7.20	6.92
其它	(795.16)	(759.41)	(8.06)	46.70	(4.19)	存货周转率	10.17	11.28	9.65	13.65	14.46
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,788.15</b>	<b>1,243.93</b>	<b>4,506.96</b>	<b>4,198.61</b>	<b>5,332.90</b>	总资产周转率	0.31	0.22	0.25	0.33	0.37
资本支出	10,666.51	4,562.10	612.43	250.00	180.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	2.19	(0.89)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.70	1.02	1.28	1.92	2.44
其他	(15,626.71)	(9,984.40)	(1,550.71)	(790.00)	(410.00)	每股经营现金流	1.04	0.72	2.62	2.44	3.10
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,958.01)</b>	<b>(5,423.19)</b>	<b>(938.28)</b>	<b>(540.00)</b>	<b>(230.00)</b>	每股净资产	1.71	4.95	6.39	7.67	9.31
债权融资	9,210.86	(120.28)	(2,624.99)	66.32	183.53	<b>估值比率</b>					
股权融资	466.57	3,824.38	(878.15)	(1,319.24)	(1,675.20)	市盈率	40.78	27.74	22.24	14.80	11.66
其他	(6,245.24)	486.00	0.00	0.00	(0.00)	市净率	16.65	5.73	4.45	3.70	3.05
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,432.19</b>	<b>4,190.10</b>	<b>(3,503.13)</b>	<b>(1,252.92)</b>	<b>(1,491.67)</b>	EV/EBITDA	21.36	19.73	16.05	11.06	8.40
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	25.54	23.26	20.66	13.46	9.98
<b>现金净增加额</b>	<b>262.32</b>	<b>10.84</b>	<b>65.55</b>	<b>2,405.69</b>	<b>3,611.23</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com