

评级：买入（维持）

市场价格：22.87 元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

电话：021-20315728

Email: chenyy@zts.com.cn

分析师：杨雷

执业证书编号：S0740524060005

Email: yanglei01@zts.com.cn

研究助理：余雨晴

Email: sheyq@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,721
流通股本(百万股)	554
市价(元)	22.87
市值(百万元)	39,350
流通市值(百万元)	12,676

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,715	4,351	6,433	8,396	10,721
增长率 yoy%	293%	60%	48%	31%	28%
净利润 (百万元)	1,198	1,762	2,325	3,211	4,288
增长率 yoy%	10351%	47%	32%	38%	34%
每股收益 (元)	0.70	1.02	1.35	1.87	2.49
每股现金流量	1.04	0.72	1.93	2.30	2.89
净资产收益率	40%	21%	22%	24%	24%
P/E	32.8	22.3	16.9	12.3	9.2
PEG	0.0	0.5	0.5	0.3	0.3
P/B	13.4	4.6	3.7	2.9	2.2

备注：以 2024 年 8 月 23 日收盘价计算

投资要点

- 公告摘要：公司发布 2024 年半年报，报告期内实现营收 35.75 亿元，同比增长 112.47%，归母净利润 9.67 亿元，同比增长 37.64%，扣非后归母净利润 9.5 亿元，同比增长 35.87%。
- 业绩延续较高增速，AIDC 业务高速增长。公司 2024Q2 单季度营收 23.33 亿元，同比增长 166.86%，环比增长 87.8%，归母净利润 4.92 亿元，同比增长 32.18%，环比增长 3.81%，扣非后归母净利润 4.79 亿元，同比增长 27.6%，环比增长 1.9%。上半年经营发展稳中有进，客户多样性和 AI 业务拓展成效显著，IDC 业务收入 15.2 亿元，同比基本持平，新增多家互联网头部客户，AIDC 业务收入 20.54 亿元，同比增长 114.78%，覆盖 AI 头部客户，确立先发优势。综合毛利率 34.57%，同比下降 17.06%，主要由于业务结构影响，IDC 业务毛利率 51.36%，同比下降 5.48pct，AIDC 业务毛利率 22.14%，同比提高 18.57pct，费用管控稳定，期间费用率 6.66%，同比下降 3.16pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 0.03%/2.25%/1.76%，同比下降 0.05/2.61/0.66pct，财务费用率 2.61%，同比略增 0.16pct，主要由于上年末在建工程转固增加费用化利息导致财务费用增加，净利率 27.21%，同比下降 14.51pct，随着新投产数据中心上架率提升及业务结构优化，盈利能力有望回升。
- IDC 发展稳健，机柜资源储备丰富。公司已在北京冀廊坊、长三角平湖、大湾区佛山和惠州、成渝经济圈重庆、甘肃兰州和海南儋州等 6 大核心区域建成 7 个 AIDC 智算基础设施集群，累计规划 61 栋智算中心、约 32 万架机柜，基本完成全国“一体化算力中心体系”框架布局，核心基础资源具备稀缺性优势，截至目前投产机柜数量约 7.6 万架，成熟的算力中心上架率超过 90%，2024 上半年能耗指标显著增长，较 2023 年末增加约 60%，为长远发展提供保障。公司主动加大存量低功率机柜升级改造力度，对未完成上架算力中心进行超高功率改造，更好匹配迭代需求，提升差异化市场竞争力。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，规模均超万架，高于行业制定的超大规模数据中心标准，其中京津冀园区已成为全国最大园区级算力中心之一，规模及区位优势显著。园区同时配套综合管廊、110kV 及 220kV 变电站、水站等辅助设施，可支持终端客户按需直接在本地数据中心扩容，满足对数据中心快速部署和可扩容能力需求，提供优质便捷综合服务，有利于增强客户粘性。
- 受益 AI 高算力需求，打造第二成长曲线。AI 技术高速发展及大模型集群效应显著增强，智算需求快速增长，公司 2023 年在京津冀和长三角园区部署大规模算力模组，目前 AIDC 业务主要包括液冷智算中心、出售算力模组、智算中心运维收入等，2024 上半年 AIDC 业务收入提升显著，随着算力集群规模不断扩大，运维服务收入占比有望提升，带动业务毛利率提高，公司同时加大液冷数据中心布局，2023 年交付行业内首例整栋纯液冷智算中心，2024 上半年自研液冷技术全面应用于全国多园区下一代新型智算中心项目，完成高功率、高算网、高存储、多模组的多元融合架构智算集群基础设施设计，可实现单体建筑面积约 22 万 m²，IT 功率超 200MW，理论距离约束范围内可聚焦 13 万张以上算力卡集群，为万亿级大模型训练提供服务支持和技术保障。公司加快推进现有客户订单落地，积极开拓新客户群体，同时加快平湖一期第二栋智算中心交付，廊坊 B 区和长三角园区二期新型智算中心项目建设，AIDC 业务展望乐观。
- 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。我们预计公司 2024-2026 年净利润为 23.25 亿/32.11 亿/42.88 亿元，EPS 分别为 1.35 元/1.87 元/2.49 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；研报信息更新不及时风险等。**

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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,810	3,843	6,279	10,020	营业收入	4,351	6,433	8,396	10,721
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,238	3,353	4,360	5,494
应收账款	1,064	1,274	1,596	2,006	税金及附加	36	53	70	89
预付账款	11	34	44	55	销售费用	3	6	8	11
存货	770	1,006	1,308	1,648	管理费用	168	225	277	343
合同资产	0	0	0	0	研发费用	101	142	176	225
其他流动资产	1,370	1,503	1,807	2,168	财务费用	125	391	337	306
流动资产合计	5,024	7,659	11,034	15,896	信用减值损失	-4	-4	-4	-4
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	4	4	4	4	公允价值变动收益	6	7	5	5
固定资产	9,373	9,562	9,651	9,547	投资收益	59	42	40	40
在建工程	6,926	6,826	6,776	6,876	其他收益	39	40	33	33
无形资产	1,127	1,377	1,716	1,926	营业利润	1,780	2,348	3,241	4,327
其他非流动资产	856	856	856	856	营业外收入	4	4	5	5
非流动资产合计	18,286	18,624	19,003	19,209	营业外支出	7	7	7	7
资产合计	23,311	26,283	30,037	35,105	利润总额	1,777	2,345	3,239	4,325
短期借款	100	97	226	335	所得税	19	25	35	47
应付票据	437	503	654	824	净利润	1,758	2,320	3,204	4,278
应付账款	1,532	2,179	2,847	3,604	少数股东损益	-4	-5	-7	-10
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,762	2,325	3,211	4,288
合同负债	18	32	42	54	NOPLAT	1,881	2,706	3,537	4,580
其他应付款	317	317	317	317	EPS（按最新股本摊薄）	1.02	1.35	1.87	2.49
一年内到期的非流动负债	1,836	1,836	1,836	1,836					
其他流动负债	62	68	74	82	主要财务比率				
流动负债合计	4,302	5,032	5,996	7,051	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	7,601	7,651	7,581	7,661	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	60.3%	47.9%	30.5%	27.7%
其他非流动负债	2,862	2,862	2,862	2,862	EBIT增长率	45.2%	43.9%	30.7%	29.5%
非流动负债合计	10,463	10,513	10,443	10,523	归母公司净利润增长率	47.0%	32.0%	38.1%	33.5%
负债合计	14,765	15,545	16,439	17,574	获利能力				
归属母公司所有者权益	8,522	10,720	13,586	17,530	毛利率	48.6%	47.9%	48.1%	48.8%
少数股东权益	24	18	11	1	净利率	40.4%	36.1%	38.2%	39.9%
所有者权益合计	8,546	10,738	13,597	17,531	ROE	20.6%	21.7%	23.6%	24.5%
负债和股东权益	23,311	26,283	30,037	35,105	ROIC	9.7%	12.6%	14.5%	16.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	63.3%	59.1%	54.7%	50.1%
					债务权益比	145.1%	115.9%	92.0%	72.4%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.2	1.5	1.8	2.3
经营活动现金流	1,244	3,329	3,960	4,968	速动比率	1.0	1.3	1.6	2.0
现金收益	2,235	3,245	4,109	5,189	营运能力				
存货影响	-768	-236	-302	-340	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
经营性应收影响	-688	-232	-332	-421	应收账款周转天数	60	65	62	60
经营性应付影响	931	713	819	927	应付账款周转天数	209	199	208	211
其他影响	-466	-160	-333	-386	存货周转天数	62	95	96	97
投资活动现金流	-5,423	-823	-902	-766	每股指标（元）				
资本支出	-5,305	-872	-947	-811	每股收益	1.02	1.35	1.87	2.49
股权投资	1	0	0	0	每股经营现金流	0.72	1.93	2.30	2.89
其他长期资产变化	-119	49	45	45	每股净资产	4.95	6.23	7.90	10.19
融资活动现金流	4,190	-472	-622	-461	估值比率				
借款增加	4	46	59	189	P/E	22	17	12	9
股利及利息支付	-1,151	-819	-990	-1,150	P/B	5	4	3	2
股东融资	4,722	0	0	0	EV/EBITDA	87	60	47	37
其他影响	615	301	309	500					

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。