

润泽科技 (300442.SZ)

优于大市

全国布局初见成效，算力数据中心前景可期

核心观点

2024年上半年继续高增长。公司发布2024年半年报，实现营业收入35.8亿元，同比增长112%；实现归母净利润9.7亿元，同比增长38%；实现扣非归母净利润9.5亿元，同比增长35.9%。

单季度来看，公司二季度实现营业收入23.3亿元，同比增长167%；实现归母净利润4.9亿元，同比增长32%，延续一季度高增长态势。

分业务看，上半年IDC业务营收15.2亿，同比增长0.19%，毛利率下同比减少5.48%，主要是廊坊机房改造升级，折旧先行，随着后续上架率提升，财务指标有望逐步改善；AIDC业务上半年营收20.54亿，同比大幅增长，主要是智算中心项目开始交付。

IDC机柜基本完成全国布局，能耗指标增长60%。目前已在京津冀、长三角、大湾区、成渝经济圈、甘肃、海南自贸港等6大核心区域，规划完成了7个AIDC智能算力基础设施集群，累积拥有61栋智算中心、约32万架机柜资源储备，基本完成了全国“一体化算力中心体系”框架布局。截止上半年，公司投产机柜数量约7.6万架，成熟的算力中心上架率超过90%。同时，公司整体的能耗指标储备较2023年末再次增长约60%，为公司长远稳健发展奠定了坚实基础。

机房全面升级，成功开拓头部互联网客户。由于AI服务器的功耗较大，且随着算力提升会越来越大，为满足这一需求，一方面，公司主动加大存量低功率机柜升级改造力度，另一方面，公司对尚未完成上架的算力中心进行超高功率改造，匹配技术高速迭代带来的超高功率市场旺盛需求。基于此，公司成功开拓了多家互联网头部客户，而不局限于原本优势的运营商客户。

公司AIDC技术领先。公司作为智算中心的链主方，牵头在京津冀园区和长三角园区部署了算力模组，赢得了AI头部客户。同时，公司将自研的液冷技术全面应用于全国多园区的下一代新型智算中心项目中，可实现单体建筑面积约22万平米、IT功率超200MW，在理论距离约束范围内可聚集13万张以上算力卡的集群，为大模型训练做好准备。

风险提示：AI需求不及预期；头部客户开拓不及预期；市场竞争加剧。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

维持此前盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为23/34/39亿元，当前股价对应PE分别为17/11/10倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,715	4,351	6,317	9,145	10,641
(+/-%)	292.5%	60.3%	45.2%	44.8%	16.4%
归母净利润(百万元)	1198	1762	2296	3442	3972
(+/-%)	-10350.9%	47.0%	30.3%	49.9%	15.4%
每股收益(元)	1.87	1.14	1.33	2.00	2.31
EBIT Margin	44.1%	41.5%	39.5%	40.8%	41.0%
净资产收益率(ROE)	40.8%	20.7%	23.7%	30.2%	29.7%
市盈率(PE)	12.2	20.0	17.1	11.4	9.9
EV/EBITDA	18.9	23.2	17.6	12.5	10.8
市净率(PB)	4.99	4.13	4.07	3.45	2.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信服务

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

S0980518100002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.87元
总市值/流通市值	39350/12676百万元
52周最高价/最低价	36.28/15.90元
近3个月日均成交额	316.21百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

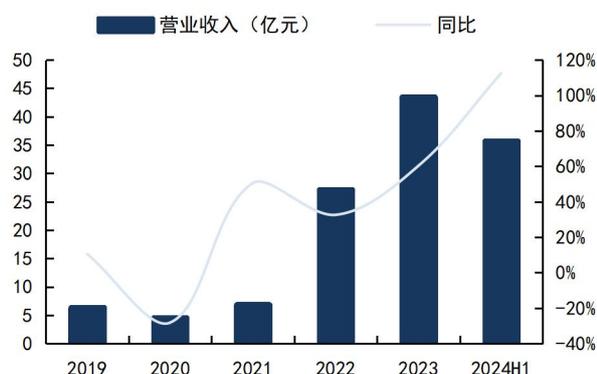
相关研究报告

- 《润泽科技(300442.SZ)-积极推进液冷与智算布局，分红回馈股东》——2024-04-20
- 《润泽科技(300442.SZ)-智算业务拓展顺利，传统IDC稳步推进》——2024-01-31
- 《润泽科技(300442.SZ)-项目交付稳步推进，积极布局液冷智算中心》——2023-11-02
- 《润泽科技(300442.SZ)-园区级数据中心企业重组上市，联合运营商高速发展》——2023-08-02

财务分析

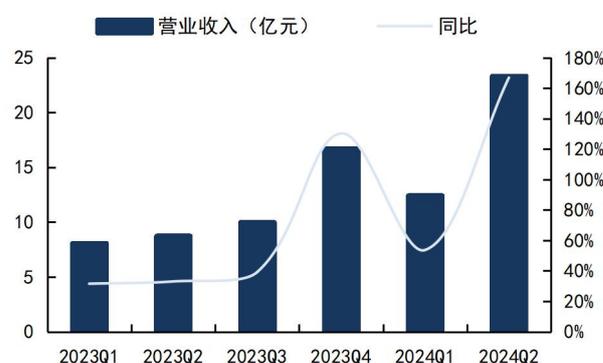
公司 Q2 单季度收入增速 167%，创新高，随着现有机柜上架率的提升，收入持续环比攀升。

图1: 润泽科技营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

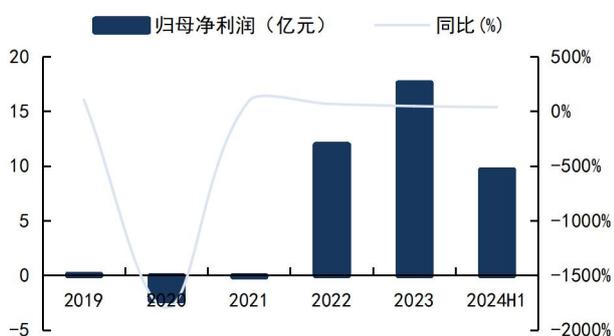
图2: 润泽科技单季营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司上半年利润增速 38%，低于收入增速，主要是公司启动改造传统机房，同时新建新机房，整体折旧摊销较高所致。

图3: 润泽科技归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 润泽科技折旧摊销（亿元）及增速

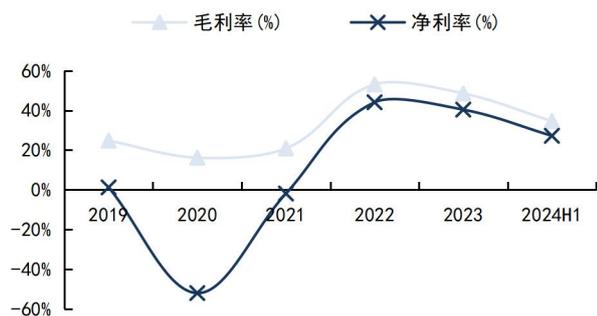


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

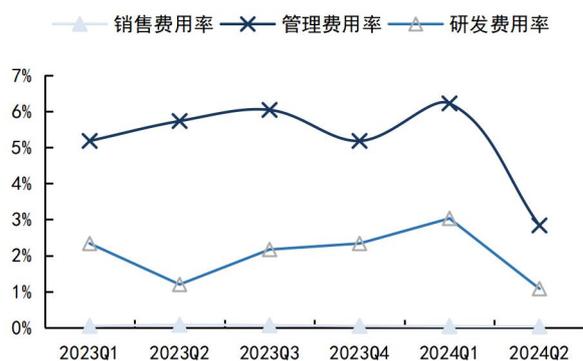
公司毛利率 Q2 有显著下滑，主要是 AIDC 业务占比提升所致。AIDC 业务当前模式为转售模式，整体毛利率较低，上半年 22%，拉低了整体的毛利率水平和净利率水平。费用率的降低主要来源于收入的快速增长。

图5: 润泽科技单季度毛利率、净利率变化情况

图6: 润泽科技单季度三项费用率变化情况



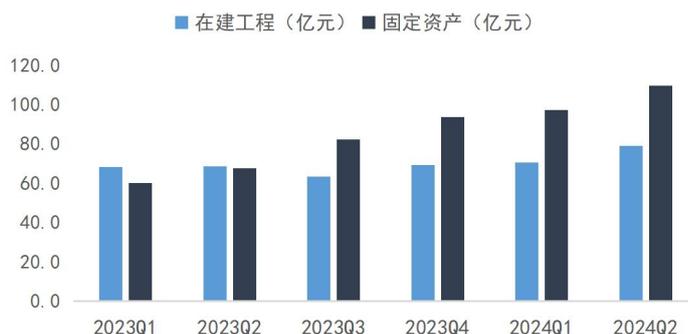
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司 24 年上半年在建工程和固定资产仍然持续增加，反映公司仍在投入阶段，全国布局的 IDC 资源逐步落地。

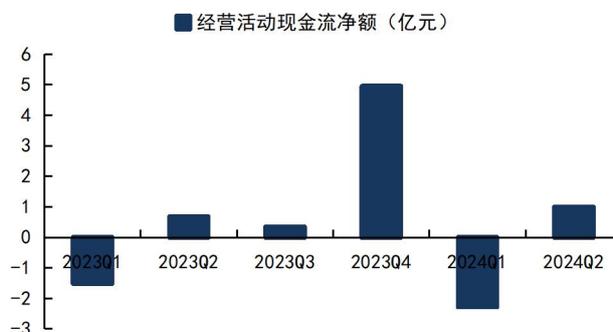
图7：润泽科技在建工程与固定资产（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司 24 年二季度经营活动现金流同环比大幅改善，主要是 AIDC 业务中存货降低，转化为收入，实现了一定的回款。

图8：润泽科技季度经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：

维持此前盈利预测，预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 23/34/39 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17/11/10 倍，维持“优于大市”评级。

表1：同类公司估值比较

证券代码	证券简称	投资评级	股价 (8月25日)	EPS (元)			PE			PB 2024E	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
300442.SZ	润泽科技	优于大市	22.87	1.14	1.33	2.00	20.0	17.1	11.4	4.1	393
300738.SZ	奥飞数据	无评级	8.83	0.21	0.21	0.31	42.0	42.0	28.9	2.6	85
603881.SH	数据港	无评级	12.09	0.27	0.26	0.31	44.8	47.4	38.8	2.2	72
300383.SZ	光环新网	无评级	7.88	0.22	0.34	0.44	35.8	23.3	17.9	1.1	142
	平均						35.6	32.5	24.3		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；奥飞数据、数据港、光环新网采用 Wind 一致预期数据

风险提示：AI 需求不及预期；头部客户开拓不及预期；市场竞争加剧。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1396	1810	1600	1400	1400	营业收入	2715	4351	6317	9145	10641
应收款项	399	1083	917	1353	1923	营业成本	1273	2238	3318	4748	5533
存货净额	2	770	1220	1114	1730	营业税金及附加	23	36	45	64	74
其他流动资产	915	856	1895	3109	2968	销售费用	4	3	5	6	6
流动资产合计	2711	5024	6138	7482	8526	管理费用	121	168	307	397	439
固定资产	11647	16299	20073	21640	23032	研发费用	97	101	145	201	229
无形资产及其他	828	1127	1083	1039	995	财务费用	83	125	239	334	324
投资性房地产	817	856	856	856	856	投资收益	71	59	60	70	20
长期股权投资	5	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	0	6	20	25	5
资产总计	16008	23311	28154	31021	33414	其他收入	(52)	(67)	(145)	(201)	(229)
短期借款及交易性金融负债	1415	1936	5831	5944	5299	营业利润	1229	1780	2337	3489	4060
应付款项	1098	1969	1793	2640	3584	营业外净收支	(3)	(2)	0	20	0
其他流动负债	293	396	347	506	588	利润总额	1226	1777	2337	3509	4060
流动负债合计	2807	4302	7970	9090	9471	所得税费用	29	20	47	75	97
长期借款及应付债券	8117	7601	7601	7601	7601	少数股东损益	(1)	(4)	(5)	(8)	(9)
其他长期负债	2121	2862	2892	2922	2952	归属于母公司净利润	1198	1762	2296	3442	3972
长期负债合计	10238	10463	10493	10523	10553	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	13045	14765	18463	19614	20024	净利润	1198	1762	2296	3442	3972
少数股东权益	28	24	21	17	12	资产减值准备	(14)	0	0	0	0
股东权益	2936	8522	9670	11391	13377	折旧摊销	267	353	791	1003	1158
负债和股东权益总计	16008	23311	28154	31021	33414	公允价值变动损失	0	(6)	(20)	(25)	(5)
						财务费用	83	125	239	334	324
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1683	284	(1520)	(507)	11
每股收益	1.87	1.14	1.33	2.00	2.31	其它	14	(1)	(3)	(4)	(5)
每股红利	2.01	0.75	0.67	1.00	1.15	经营活动现金流	3148	2391	1545	3908	5132
每股净资产	4.59	5.53	5.62	6.62	7.77	资本开支	0	(5005)	(4501)	(2501)	(2501)
ROIC	16.55%	11.09%	11%	14%	16%	其它投资现金流	0	(506)	0	0	0
ROE	40.82%	20.67%	24%	30%	30%	投资活动现金流	(2)	(5510)	(4501)	(2501)	(2501)
毛利率	53%	49%	47%	48%	48%	权益性融资	0	4722	0	0	0
EBIT Margin	44%	41%	40%	41%	41%	负债净变化	8103	(516)	0	0	0
EBITDA Margin	54%	50%	52%	52%	52%	支付股利、利息	(1284)	(1151)	(1148)	(1721)	(1986)
收入增长	293%	60%	45%	45%	16%	其它融资现金流	(15404)	2146	3895	113	(645)
净利润增长率	-10351%	47%	30%	50%	15%	融资活动现金流	(1766)	3533	2747	(1607)	(2631)
资产负债率	82%	63%	66%	63%	60%	现金净变动	1380	414	(210)	(200)	0
股息率	3.6%	3.3%	3.3%	4.9%	5.6%	货币资金的期初余额	16	1396	1810	1600	1400
P/E	12.2	20.0	17.1	11.4	9.9	货币资金的期末余额	1396	1810	1600	1400	1400
P/B	5.0	4.1	4.1	3.5	2.9	企业自由现金流	0	(2583)	(2784)	1643	2923
EV/EBITDA	18.9	23.2	17.6	12.5	10.8	权益自由现金流	0	(953)	877	1429	1962

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032