

IDC 行业回暖，AIDC 和液冷助力公司高增长

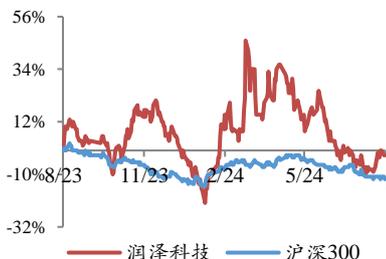
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2024-08-27

收盘价（元）	22.47
近 12 个月最高/最低（元）	36.28/15.90
总股本（百万股）	1,721
流通股本（百万股）	554
流通股比例（%）	32.21
总市值（亿元）	387
流通市值（亿元）	125

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晶

执业证书号：S0010522070001

电话：15000930816

邮箱：chenjing@hazq.com

相关报告

1. 润泽科技中报点评：收入继续环比提升，AI 将拉动 IDC 需求边际改善
2023-09-25

● 业绩回顾

公司 2024 上半年实现 35.75 亿元营业收入，同比增长 112.47%，其中 AIDC 业务收入 20.54 亿元，同比增长 1147.85%，公司 AIDC 业务市场需求旺盛，业务订单充足；IDC 业务收入 15.21 亿元，公司 IDC 业务稳步推进。实现归母净利润 9.67 亿元，同比增长 37.64%，维持了较好的盈利能力。

公司 2024 上半年综合毛利率 34.57%，较去年同期降幅较大，主要是因为：1）收入结构，AIDC 业务收入快速提升，前期公司 AIDC 业务毛利率显著低于 IDC 业务；2）折旧增加，2023 年下半年新增交付的算力中心在 2024 年上半年增加了相应的折旧；3）机柜改造，公司上半年主动提速了对低功率机柜的升级改造，使得成熟机房收入贡献减少。上述情况在后续经营中均有望出现改善。

● 行业：传统 IDC 行业开始回暖，AIDC 有望开启新一轮景气周期

IDC 行业上一波景气由移动互联网驱动，周期是从 2015 年到 2020 年，而后面临供给激增、低价竞争、行业出清，部分供应商后续扩容能力不足或服务质量下降，IDC 行业先后经历了 4-5 年的下行周期，公司认为拐点已经出现，去年四季度和今年上半年到达谷底，目前行业已经开始回暖。

AIDC 方面，在全球 AI 产业链上，国内光模块厂商、AI 服务器厂商今年上半年相关收入快速增长，算力集群搭建所需的各类辅材如线缆、交换机等也都非常紧缺，产业链各环节最终都到归属到 AIDC 运行，因此 AIDC 的市场需求比较旺盛，早期以训练需求为主、未来转向推理需求将进一步扩大。

● 公司：资源禀赋优秀，在 AIDC 和液冷领域获得良好卡位

公司已在北京（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）等全国 6 大区域部署算力集群，全国合计规划 61 栋智算中心、约 32 万架机柜。上半年，公司基础性资源要素显著增长，其中能耗指标较 2023 年末再次增长约 60%，现有拟交付和在建的算力中心能耗指标充足，为长远稳健发展奠定基础。

传统 IDC 方面，公司凭借“低能级成本打高能级需求（客户在一线城市，机房在其卫星城）”、“自投自建自持自运维物业（折旧摊销成本更低）”、“超大规模园区级算力中心（含综合管廊、变电站等设施，集约化程度高）”的廊坊模式获得了行业领先水平的上架率（成熟机房 90%

以上)和毛利率 (IDC 业务 50%以上)。

AIDC 方面,行业最大特点就是以“集群”的模式交付,对集群组网能力要求较高,公司在空间距离、网络拓扑设计、路由路径、管理模式、高功率等方面均具备领先优势。公司前期通过出售算力模组引流,已率先卡位 AI 头部公司的模型训练环节,后期一旦转向推理公司将率先受益。

液冷方面,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,创造性地完成了高功率、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,处于行业领先地位。

● **投资建议**

我们调整公司 2024-2025 归母净利润分别至 21.83、33.05 亿元 (前值为 22.64、33.20 亿元),新增公司 2026 年归母净利润预测值 41.56 亿元。当前股价对应 P/E 分别为 17.71/11.70/9.30,对应 EV/EBITDA 分别为 13.38/9.45/6.90,维持“买入”评级。

● **风险提示**

客户上架率不及预期,新客户导入不及预期,电价上涨对毛利率产生不良影响,新项目前期拉低公司整体盈利能力,新项目交付不及预期导致收入增长放缓。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4351	6795	9058	10765
收入同比 (%)	60.3%	56.2%	33.3%	18.8%
归属母公司净利润	1762	2183	3305	4156
净利润同比 (%)	47.0%	23.9%	51.4%	25.7%
毛利率 (%)	48.6%	41.4%	44.0%	49.0%
ROE (%)	20.7%	21.9%	25.7%	25.3%
每股收益 (元)	1.03	1.27	1.92	2.42
P/E	24.63	17.71	11.70	9.30
P/B	5.12	3.88	3.00	2.35
EV/EBITDA	23.32	13.38	9.45	6.90

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5024	8585	8880	9888	营业收入	4351	6795	9058	10765
现金	1810	7247	5976	7356	营业成本	2238	3982	5072	5487
应收账款	1064	633	1477	1031	营业税金及附加	36	54	72	86
其他应收款	19	75	25	94	销售费用	3	2	2	3
预付账款	11	40	51	55	管理费用	168	170	208	215
存货	770	-761	0	0	财务费用	125	61	127	144
其他流动资产	1351	1351	1351	1351	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	18286	19037	19199	20379	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	59	68	18	0
固定资产	9373	11645	13326	13727	营业利润	1780	2422	3475	4612
无形资产	1127	1107	1087	1066	营业外收入	4	2	2	2
其他非流动资产	7782	6282	4782	5582	营业外支出	7	1	1	1
资产总计	23311	27623	28079	30266	利润总额	1777	2423	3476	4613
流动负债	4302	5721	5276	5911	所得税	20	242	174	461
短期借款	100	100	100	100	净利润	1758	2180	3302	4152
应付账款	1532	3335	2300	3796	少数股东损益	-4	-2	-3	-4
其他流动负债	2670	2286	2875	2015	归属母公司净利润	1762	2183	3305	4156
非流动负债	10463	11913	9913	7913	EBITDA	2205	3212	4470	5634
长期借款	7601	9601	7601	5601	EPS (元)	1.03	1.27	1.92	2.42
其他非流动负债	2862	2313	2313	2313					
负债合计	14765	17634	15189	13824					
少数股东权益	24	22	18	14					
股本	1540	2303	2303	2303					
资本公积	4889	4126	4126	4126					
留存收益	2092	3537	6442	9998					
归属母公司股东权益	8522	9967	12872	16428					
负债和股东权益	23311	27623	28079	30266					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1244	6549	2504	6302
净利润	1758	2180	3302	4152
折旧摊销	365	793	882	874
财务费用	159	349	349	269
投资损失	-59	-68	-18	0
营运资金变动	-986	3293	-2013	1006
其他经营现金流	2750	-1112	5316	3147
投资活动现金流	-5423	-1475	-1025	-2053
资本支出	-4775	-1543	-1043	-2053
长期投资	-720	0	0	0
其他投资现金流	72	68	18	0
筹资活动现金流	4190	801	-2749	-2869
短期借款	100	0	0	0
长期借款	-516	2000	-2000	-2000
普通股增加	900	763	0	0
资本公积增加	3646	-763	0	0
其他筹资现金流	60	-1199	-749	-869
现金净增加额	11	5875	-1271	1380

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	60.3%	56.2%	33.3%	18.8%
营业利润	44.8%	36.1%	43.5%	32.7%
归属于母公司净利	47.0%	23.9%	51.4%	25.7%
获利能力				
毛利率 (%)	48.6%	41.4%	44.0%	49.0%
净利率 (%)	40.5%	32.1%	36.5%	38.6%
ROE (%)	20.7%	21.9%	25.7%	25.3%
ROIC (%)	10.0%	10.1%	15.2%	17.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	63.3%	63.8%	54.1%	45.7%
净负债比率 (%)	172.8%	176.5%	117.8%	84.1%
流动比率	1.17	1.50	1.68	1.67
速动比率	0.79	1.48	1.51	1.52
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.27	0.33	0.37
应收账款周转率	6.05	8.00	8.57	8.57
应付账款周转率	1.72	1.64	1.80	1.80
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	1.27	1.92	2.42
每股经营现金流	0.72	3.81	1.46	3.66
每股净资产	4.95	5.79	7.48	9.55
估值比率				
P/E	24.63	17.71	11.70	9.30
P/B	5.12	3.88	3.00	2.35
EV/EBITDA	23.32	13.38	9.45	6.90

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。