

润泽科技（300442）2024年中报点评

24H1把握产业新形势，AIDC需求旺盛、订单充足

2024年08月30日

【投资要点】

- ◆ 2024年上半年，公司实现营收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%，收入中IDC业务同比增长0.19%，AIDC业务同比增长1147.85%，一方面公司IDC业务稳步推进，另一方面AIDC业务市场需求旺盛，业务订单充足。今年液冷和智算在快速腾飞，公司在客户多样性、AI客户拓展、复制廊坊模式方面均取得重大突破，公司IDC业务新增多家互联网头部客户，进一步夯实了公司业务稳定性，公司AIDC业务率先覆盖AI头部客户，成功把握住了新一轮科技革命和产业变革带来的新形势、新机遇。上半年公司综合毛利率34.57%，同比下降17.06%，主要为IDC存量机柜改造和收入结构性变化所致，后续有望逐步恢复，其中IDC业务里2023年下半年新增交付的算力中心今年增加了相应的折旧，带来成本上升，同时当前市场更青睐高功率及超高功率机柜公司在2024年上半年主动提速了对低功率机柜的升级改造计划，使得部分成熟机房贡献收入有所减少了，未来随着改造结束毛利率将恢复，而AIDC业务毛利率低于IDC业务，随着今年AIDC业务规模增长，导致公司综合毛利率下降，伴随公司AI客户的布局逐步成熟，后续毛利率将有所提升。2024年上半年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为0.03%、2.25%、1.76%，与去年同期相比均有所下降。2024年上半年公司经营产生的净现金流为1.41亿元，去年同期为9.4亿元，主要系本期AIDC业务快速拓展，采购的部分高性能服务器尚未完成交付所致。分红方面，根据2023年年度股东大会的授权，2024年中期分红方案为每10股派发3.995元，合计派发现金分红6.87亿元。
- ◆ 公司全国合计规划61栋智算中心、约32万架机柜。截至24H1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%，能耗指标较2023年末再次增长约60%。公司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。公司敏锐地抓住了AI技术革新为IDC领域带来的机遇，通过去年和今年的“引流”策略，成功吸引了众多AI头部客户将核心训练模组部署于公司智算中心，实现了携手客户起步、成长、壮大的目标。
- ◆ 受益数字化转型加速以及人工智能技术的高速发展，根据IDC报告显示，未来五年，中国算力中心服务市场将以18.90%的复合增速持续增长，预计2027年市场规模达到3075亿元。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（维持）

东方财富证券研究所

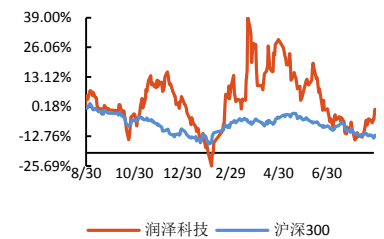
证券分析师：马行川

证书编号：S1160524040002

联系人：马行川

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	41087.39
流通市值（百万元）	13235.55
52周最高/最低（元）	36.28/15.90
52周最高/最低（PE）	38.75/18.66
52周最高/最低（PB）	16.41/3.64
52周涨幅（%）	-1.02
52周换手率（%）	689.59

相关研究

《23年业绩预告亮眼，上架率较好，AIDC发展迅速》

2024.02.02

《积极建设海南智算产业集群标杆，23H2已交付首栋液冷智算中心》

2023.12.05

《专注园区级、高等级IDC业务14年，与运营商、字节跳动深度合作》

2023.11.27

【投资建议】

润泽科技是全国领先的综合算力中心领域的科技公司。公司成立十五年来，专注于园区级、高等级、高效高性能、绿色的综合算力中心的投资、建设、持有和运营。1) 公司较早掌握了一线城市周边稀缺的土地、能耗、电力等核心基础资源，公司自 2009 年成立以来严格遵循“土地、能耗先行”“稳健布局”的投建原则，于 2010 年首次出手，布局了京津冀核心节点，该京津冀园区节点规划约 13 万架机柜，并取得土地、能耗、电力等核心基础资源。公司在廊坊模式走通后，于 2019 年开始第二次出手，先后布局了长三角、大湾区、成渝经济圈、西北地区等四处核心节点，该四处园区节点合计规划约 16 万架机柜，并在“双碳”“东数西算”等政策正式出台前取得土地、能耗、电力等核心基础资源。公司在 2019 年布局开始实现收入后，于 2023 年第三次出手，布局了核心节点海南园区，该节点规划约 3 万架机柜，旨在完善跨境布局。综上，公司前瞻性战略布局的全国“一体化算力中心体系”核心基础资源极具稀缺性优势。2) 具备园区级模式的引领者优势。互联网、云厂商逐渐成为 IDC 行业最大的终端客户，推动了 IDC 行业开始逐渐向大型化、集约化发展，公司 2009 年成立之初即锚定园区级算力中心的发展战略，在全国 6 大核心区域，公司布局了 1 处 13 万架机柜园区，1 处 5 万架机柜园区，4 处 3 万架机柜园区及 1 处 1.4 万架机柜园区。3) 客户“高信任”壁垒铸护城河，公司成立十五年来坚持以“稳定、安全、可靠、绿色”为服务宗旨，自行培养高水平设计及运维服务团队，电信运营商、终端客户与公司从少量机柜开始合作，到目前安心在公司托管上万架机柜，经过了十多年的磨合，期间从未发生过重大安全事故，以高品质的服务通过电信运营商及终端客户的高标准考核，建立了稳固且深厚的“高信任”关系。我们调整了盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营收 70.01/81.98/91.85 亿元，实现归母净利润为 21.12/31.77/38.22 亿元，EPS 分别为 1.23/1.85/2.22 元，对应 PE 为 18.61/12.37/10.29 倍，维持“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4350.79	7001.51	8198.26	9185.52
增长率(%)	60.27%	60.93%	17.09%	12.04%
EBITDA（百万元）	2204.62	3270.53	4414.55	5224.37
归属母公司净利润（百万元）	1761.82	2112.22	3177.37	3822.50
增长率(%)	47.03%	19.89%	50.43%	20.30%
EPS(元/股)	1.03	1.23	1.85	2.22
市盈率 (P/E)	24.63	18.61	12.37	10.29
市净率 (P/B)	5.12	3.75	3.02	2.45
EV/EBITDA	23.32	14.89	11.09	9.36

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ AI 行业需求波动的风险；
- ◆ 新兴业务波动的风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5024.36	7460.46	6894.77	7009.05
货币资金	1809.67	2710.86	2768.84	2820.74
应收及预付	1074.89	1732.47	1615.88	1553.93
存货	769.65	1579.42	1008.02	1065.66
其他流动资产	1370.15	1437.71	1502.03	1568.71
非流动资产	18286.49	22440.34	25994.93	29165.84
长期股权投资	3.84	2.95	2.07	1.18
固定资产	9373.32	11677.29	13554.95	15048.92
在建工程	6925.83	8261.86	9597.90	10933.93
无形资产	1127.43	1426.83	1726.23	2025.63
其他长期资产	856.08	1071.41	1113.79	1156.17
资产总计	23310.85	29900.80	32889.71	36174.89
流动负债	4301.97	6140.13	6394.55	6730.64
短期借款	100.11	200.11	305.11	415.36
应付及预收	1969.43	2920.36	3028.74	3201.91
其他流动负债	2232.43	3019.66	3060.69	3113.36
非流动负债	10463.21	13271.32	13471.32	13371.32
长期借款	7600.78	9600.78	9800.78	9700.78
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2862.43	3670.54	3670.54	3670.54
负债合计	14765.19	19411.45	19865.86	20101.96
实收资本	1540.32	1540.32	1540.32	1540.32
资本公积	4889.48	5148.31	5148.31	5148.31
留存收益	2144.00	3833.78	6375.67	9433.67
归属母公司股东权益	8521.79	10470.41	13012.30	16070.30
少数股东权益	23.87	18.94	11.54	2.63
负债和股东权益	23310.85	29900.80	32889.71	36174.89

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4350.79	7001.51	8198.26	9185.52
营业成本	2237.51	4373.78	4536.11	4795.46
税金及附加	36.16	53.21	62.31	69.81
销售费用	2.79	2.10	2.46	2.76
管理费用	167.92	161.03	163.97	183.71
研发费用	101.24	126.03	147.57	165.34
财务费用	124.66	315.17	268.37	322.71
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	5.86	6.00	6.60	7.26
投资净收益	58.65	94.38	110.51	123.82
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	39.06	62.85	73.60	82.46
营业利润	1779.69	2133.42	3208.18	3859.28
营业外收入	4.29	4.71	5.19	5.70
营业外支出	6.67	7.34	8.07	8.88
利润总额	1777.31	2130.79	3205.29	3856.10
所得税	19.59	23.49	35.33	42.51
净利润	1757.71	2107.30	3169.96	3813.59
少数股东损益	-4.11	-4.92	-7.41	-8.91
归属母公司净利润	1761.82	2112.22	3177.37	3822.50
EBITDA	2204.62	3270.53	4414.55	5224.37

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1243.93	3004.66	5178.51	5362.88
净利润	1757.71	2107.30	3169.96	3813.59
折旧摊销	364.78	824.57	940.89	1045.57
营运资金变动	-985.67	-170.41	832.19	225.85
其它	107.11	243.20	235.48	277.87
投资活动现金流	-5423.19	-4928.93	-4440.36	-4150.96
资本支出	-4774.72	-4808.99	-4499.25	-4220.54
投资变动	-720.00	-49.11	-51.61	-54.24
其他	71.53	-70.83	110.51	123.82
筹资活动现金流	4190.10	2825.47	-680.17	-1160.02
银行借款	-416.14	2100.00	305.00	10.25
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	4722.00	258.84	0.00	0.00
其他	-115.76	466.63	-985.17	-1170.27
现金净增加额	10.84	901.19	57.98	51.89
期初现金余额	1361.45	1372.29	2273.48	2331.47
期末现金余额	1372.29	2273.48	2331.47	2383.36

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	60.27%	60.93%	17.09%	12.04%
营业利润增长	44.80%	19.88%	50.38%	20.29%
归属母公司净利润增长	47.03%	19.89%	50.43%	20.30%
获利能力 (%)				
毛利率	48.57%	37.53%	44.67%	47.79%
净利率	40.40%	30.10%	38.67%	41.52%
ROE	20.67%	20.17%	24.42%	23.79%
ROIC	10.04%	10.71%	13.51%	14.51%
偿债能力				
资产负债率 (%)	63.34%	64.92%	60.40%	55.57%
净负债比率	90.81%	89.51%	73.99%	59.69%
流动比率	1.17	1.22	1.08	1.04
速动比率	0.79	0.82	0.78	0.75
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.26	0.26	0.27
应收账款周转率	6.05	5.04	4.96	5.88
存货周转率	5.80	3.72	3.51	4.63
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	1.23	1.85	2.22
每股经营现金流	0.72	1.75	3.01	3.12
每股净资产	4.95	6.09	7.56	9.34
估值比率				
P/E	24.63	18.61	12.37	10.29
P/B	5.12	3.75	3.02	2.45
EV/EBITDA	23.32	14.89	11.09	9.36

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，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，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。