



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 01 月 23 日

基础数据

01 月 22 日收盘价（元）	57.71
总市值（亿元）	993.47
总股本（亿股）	17.21

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证通信】润泽科技 2024 年半年报点评：AIDC 业务高速增长，紧抓算力发展机遇-2024.08.26

分析师：章林

S0190520070002
zhanglin20@xyzq.com.cn

分析师：代小笛

S0190521090001
daixiaodi@xyzq.com.cn

分析师：仇新宇

S0190523070005
qiuxinyu@xyzq.com.cn

分析师：朱锟旭

S0190524040001
zhukunxu@xyzq.com.cn

分析师：许梓豪

S0190524070002
xuzihao@xyzq.com.cn

研究助理：王灵境

wanglingjing@xyzq.com.cn

润泽科技(300442.SZ)

深度绑定字节，迎接 AIDC 时代

投资要点：

- **前瞻布局锁定稀缺资源，超大规模园区级数据中心模式确保高盈利。**公司已在京津冀·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·儋州全国 6 大区域建成了 7 个 AIDC 智算基础设施集群，合计规划 61 栋智算中心、约 32 万架机柜。目前公司投产机柜数量超 7.6 万架，均处于一线城市核心区域，成熟数据中心上架率超过 90%，IDC 业务毛利率达 50%+。
- **AI 拉动国内数据中心建设需求显著增长，租金价格有望触底反弹。**IDC 作为存放服务器的空间场所，是 AI 发展的基石。AI 应用已在国内普及，行业催化不断。互联网厂商开启“军备竞赛”，加速资本开支投入，AI 服务器功率提升，对大规模、高质量机房的需求大幅增长。算力进入推理时代，AI 推理侧需求对时延要求较高，数据中心机房应布局在一线城市核心区域，新增供给极其有限的背景下，优质机房逐渐稀缺，租金价格有望触底反弹，IDC 行业迎来价值重估机遇。
- **字节占比高，深度绑定高增长客户。**润泽科技客户包括字节跳动、华为云、京东尚科、快手、三快云计算、电信云、国家部委等。根据公司 2022 年重组上市时的公告披露，2021 年及以前，字节收入占比为 60%+；2023 年以来，公司新增开拓多家互联网头部客户。头部互联网公司资本开支进入上行周期，润泽机房上架速度明显加快。
- **近期公司能耗指标继续高增，业务拓展速度领先同业。**截至 2024 年 6 月末，公司能耗指标较 2023 年末再次增长超 60%，规模领先同业，满足新增投建需求。公司京津冀廊坊 B 区、长三角平湖 B 区均规划了 3 栋新一代智算中心（包括 2 栋 200MW 智算中心和 1 栋 100MW 智算中心），廊坊 B 区的单栋 200MW 智算中心、平湖 B 区的单栋 100MW 智算中心预计于 2025 年交付投运。公司前瞻布局海南，润泽（自贸港）国际数据产业园项目一期于 2024 年 6 月开工建设，并于 2024 年 12 月完成主体结构封顶。
- **国产算力龙头标的，AI 应用催化不断。**我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 21.37 亿元、32.07 亿元、40.45 亿元，对应 2025 年 1 月 15 日收盘价 PE 分别为 44.0X、29.3X、23.2X。AI 应用加速推广，租金价格有望触底反弹，IDC 行业迎来价值重估机遇。公司绑定资本开支增长迅猛的字节跳动等互联网头部企业，业务拓展速度及盈利能力领先于同业，维持“增持”评级。
- **风险提示：**主要客户合同期满不能续约或减少合同规模的风险；上电率不及预期的风险；行业竞争加剧风险。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	4351	7892	9635	11291
同比增长	60.3%	81.4%	22.1%	17.2%
归母净利润（百万元）	1762	2137	3207	4045
同比增长	47.0%	21.3%	50.0%	26.2%
毛利率	48.6%	36.0%	42.3%	44.5%
ROE	20.7%	22.4%	29.0%	31.3%
每股收益（元）	1.02	1.24	1.86	2.35
市盈率	53.3	44.0	29.3	23.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 财务表现领先于同业，业绩高速增长	4
（一） IDC 行业领头羊，创业板重组上市第一股	4
（二） 盈利能力领先同业，业绩高速增长	5
（三） 股权结构集中，管理团队经验丰富	7
二、 AI 拉动数据中心建设需求显著增长，租金价格有望触底反弹	8
（一） IDC：AI 发展的基石	8
（二） AI 显著拉动数据中心行业需求，互联网厂商开启“军备竞赛”	11
（三） 优质机房稀缺，租金价格有望触底反弹	16
三、 公司前瞻布局，先发优势显著	20
（一） 前瞻储备核心资源，业务拓展迅猛	20
（二） 字节跳动利润占比高，新增多家互联网头部企业大客户	21
（三） 均为超大规模园区级数据中心模式，确保高盈利	23
四、 盈利预测与估值	25
五、 风险提示	26

图目录

图 1、 润泽科技营收及增速	5
图 2、 润泽科技利润及增速	5
图 3、 润泽科技营收划分（单位：亿元）	6
图 4、 润泽科技各业务毛利率	6
图 5、 润泽科技毛利率及归母净利率	6
图 6、 润泽科技期间费用率	6
图 7、 润泽科技股权结构	8
图 8、 IDC 产业链	8
图 9、 IDC 盈利与 TCO	9
图 10、 2023 年我国算力行业应用分布情况	10
图 11、 中国 Top5 数据中心服务商市场份额，2023	10
图 12、 中国 Top5 第三方数据中心服务商市场份额，2023	10
图 13、 数据中心存量及新增供应量情况（单位：GW）	12
图 14、 2022 年全球算力规模	13
图 15、 我国算力规模及增速	13
图 16、 全球核心 IT 电力需求（单位：GW）	14
图 17、 BAT 资本开支（单位：亿元）	15
图 18、 AI 智能助手 APP 端 2024 年下载总量	15
图 19、 AI 智能助手 APP 端平均 DAU	15
图 20、 大模型日均 Token 消耗量数倍增长（单位：亿/日均）	16
图 21、 2023 年中国内地分地区数据中心机柜服务费情况	17
图 22、 2020-2023 年中国内地数据中心机房平均上架及核心城市机柜含电费 服务费(元/KW/月)	17
图 23、 2019-2023 年中国内地 IDC 机柜需求及数据中心建设投资金额	17
图 24、 NV 机柜功率将大幅抬升	18
图 25、 上海市各区数据中心标准机架数及上架率	18
图 26、 上海节点 5-10-20ms 三层时延圈	

图 27、 世纪互联机柜价格	19
图 28、 万国数据机柜价格	19
图 29、 北美重点城市数据中心平均服务费单价（批发模式，250KW-4MW） 单位：美元每月每 KW.....	19
图 30、 客户业务需求不断变化.....	19
图 31、 IDC 价值提升，客户需要怎样的数据中心	19
图 32、 世纪互联基地型 IDC 上架率.....	24
图 33、 世纪互联城市型 IDC 上架率.....	24

表目录

表 1、 公司发展历程.....	4
表 2、 公司高管履历.....	7
表 3、 2017-2023 年中国数据中心机架增长情况.....	12
表 4、 2020 年润泽科技采用各地电价对毛利率的影响.....	20
表 5、 公司能评梳理（不完全）	21
表 6、 批发及零售模式下的销售数量	22
表 7、 中国批发型和零售型数据中心对比情况.....	22
表 8、 润泽科技营业收入终端用户分类的主要明细情况.....	23
表 9、 润泽科技廊坊数据中心上架率较高.....	23
表 10、 数据中心关键参数敏感性分析	24
表 11、 盈利预测	25
表 12、 同业公司估值对比	25

正文

一、财务表现领先于同业，业绩高速增长

（一）IDC 行业领头羊，创业板重组上市第一股

润泽科技是一家全国领先的大型第三方数据中心服务商。润泽科技主营业务为数据中心建设与运营，能提供全面的数据中心服务，具备从数据中心规划、设计到运营管理等数据中心全生命周期服务的能力，确保终端用户的关键业务应用得到连续可靠的服务，同时能满足终端用户对于快速部署及可扩展性方面的动态需求。

截至 2024 年 6 月末，公司已在京津冀·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·儋州全国 6 大区域建成了 7 个 AIDC 智算基础设施集群，合计规划 61 栋智算中心、约 32 万架机柜。公司投产机柜数量约 7.6 万架，成熟数据中心上架率超过 90%，IDC 业务毛利率达 50%+。

表1、公司发展历程

时间	事件
2010 年 5 月	奠基仪式
2010 年 5 月	园区第一栋数据中心 A-1 开工建设
2010 年 9 月	园区第二栋数据中心 A-5 开工
2012 年 8 月	长城电子、IBM、HP 先后进场安装机房
2016 年 6 月	第三栋数据中心 A-2 动工建设
2018 年 9 月	A-6 数据中心主体结构正式封顶
2019 年 2 月	润泽科技董事长周超男荣获全国五一巾帼标兵
2020 年 1 月	润泽国际信息港 A-18 数据中心主体结构封顶仪式举行
2021 年 8 月	大湾区·润泽（惠州）国际信息港一期项目主体结构封顶
2021 年 11 月	大湾区·润泽（佛山）国际信息港一期项目主体结构封顶
2023 年 7 月	润泽（廊坊）国际信息港纯液冷绿色智算中心 A-11 项目陆续交付运营
2023 年 12 月	润泽（西南）国际信息港 A-7、A-8 智算中心开工暨西南大数据创新应用中心封顶
2024 年 12 月	润泽自贸港国际信息港 A-1 智算中心主体结构封顶

数据来源：润泽科技公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

创业板首单重组上市——润泽科技借壳普丽盛。润泽科技是首家通过重组上市登陆创业板的公司，2021 年 6 月，普丽盛重组方案获得深交所受理，2022 年 6 月该重组方案获得注册批文，顺利过会，2022 年 9 月过户标的完成工商变更登记手续。**2023 年 2 月，润泽科技向 24 家（名）特定投资者非公开发行 A 股 1.33 亿股，每股价格为人民币 35.22 元，发行总额 47 亿元。**

公司拟发行公募 REITs 盘活优质存量资产，提前收回经营投资及兑现收益，提升资产周转速度，降低公司资产负债率。润泽发展拟以 A-18 数据中心及其附属设施设备作为发起设立 REITs 的底层资产，开展基础设施不动产投资信托基金（REITs）试点申报工作。该项目位于河北省廊坊经济开发区梨园路 2 号，投产机柜数量 5897 个，上架率 99.5%，IT 总功率超 42MW。目前进展顺利，尚待国家发改委审批并出具正式推荐函，尚待深交所审核通过、中国证监会出具注册批文。

（二）盈利能力领先同业，业绩高速增长

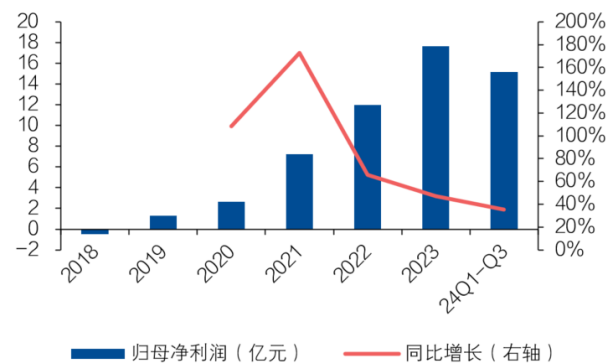
2018-2023 年，受益于新增机柜的逐步上架，公司营收及业绩高速增长。2024 年前三季度，公司实现营业收入 64.10 亿元，同比增长 139%；归母净利润 15.14 亿元，同比增长 35%。公司经营发展稳中有进，在客户多样性和 AI 业务拓展方面均取得了重大突破。在客户多样性方面，公司 IDC 业务新增多家互联网头部客户。在 AI 业务拓展方面，公司 AIDC 业务率先覆盖 AI 头部客户，深度受益于大模型训推需求的增长。截至 2024 年三季度末，润泽科技固定资产达 117.32 亿元，在建工程达 75.22 亿元，仍在加速进行业务拓展。

图1、润泽科技营收及增速



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、润泽科技利润及增速

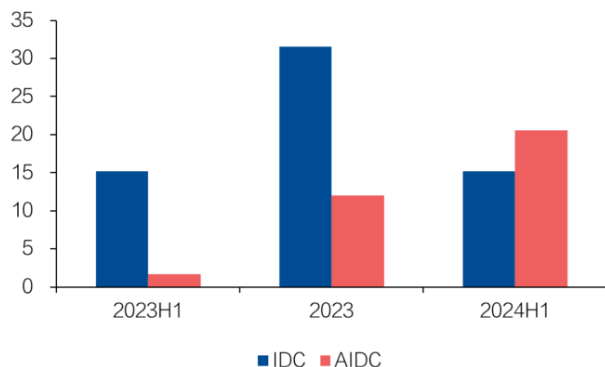


数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司主营业务包括 IDC 业务和 AIDC 业务。IDC 业务：公司为互联网、云厂商等终端客户提供服务器托管服务，同时提供运营维护、安全管理及其他增值服务。2023 年起，公司收入从廊坊园区拓展至全国多个园区。AIDC 业务：公司作为智算中心的链主方，通过汇聚资源、技术、模型、算法和数据，组织构建一个从智算基础设施，到智算平台，再到智算中心整体解决方案的完整产业生态，为终端 AI 头部客户提供智算服务。其中，AIDC 业务中出售算力模组部分毛利率相对较低；机房运维服务部分与 IDC 业务类似，毛利率相对较高。

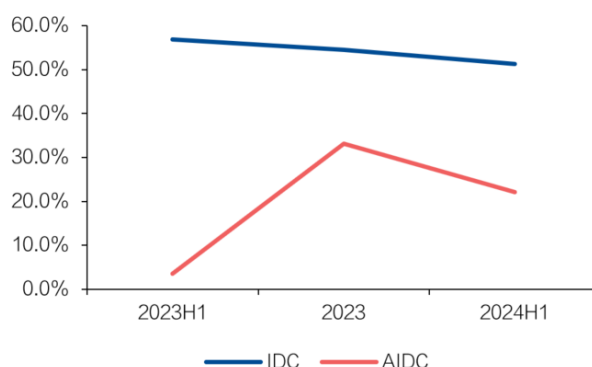
2023 年，公司牵头在京津冀园区和长三角园区部署了算力模组，赢得 AI 头部客户的信任。公司吸引了众多 AI 头部客户将核心训练模组部署于公司智算中心，AIDC 业务单集群订单规模指数级增长，2024 年上半年 AIDC 收入达 20.54 亿元。受算力模组出售业务占比较高影响，2024 年上半年 AIDC 业务毛利率为 22.1%。

图3、润泽科技营收划分（单位：亿元）



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

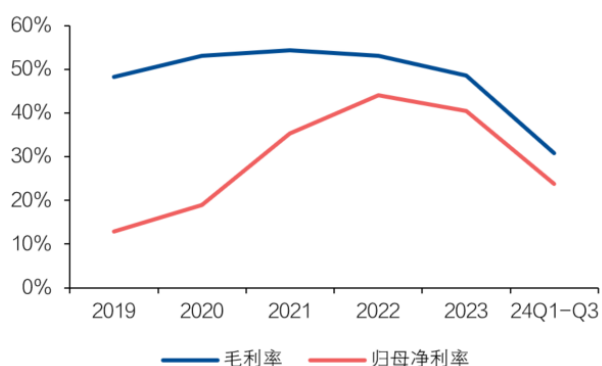
图4、润泽科技各业务毛利率



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

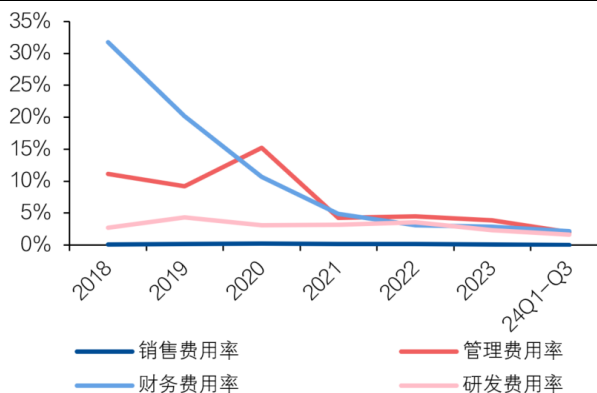
收入显著增长，摊薄了期间费用。2019-2023 年，公司毛利率为 50%左右，相对稳定。2024 年，受 AIDC 业务中算力模组出售业务占收入比例大幅提升影响，毛利率有所下滑。公司期间费用率持续下降，2024 年前三季度，公司销售费用率为 0.03%、管理费用率为 2.05%、财务费用率为 2.19%、研发费用率为 1.64%，四项费用率合计仅为 5.91%。

图5、润泽科技毛利率及归母净利率



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、润泽科技期间费用率



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

根据业绩承诺，公司在 2021 年-2024 年实现的合并报表范围内扣非归母净利润分别不低于 61,188 万元、109,802 万元、179,409 万元和 209,523 万元。2023 年 8 月，公司披露《2023 年限制性股票激励计划(草案修订稿)》，2025-2027 年度，业绩考核目标分别为以公司 2024 年净利润为基数，净利润增长率分别不低于 50%/75%/100%，股权激励计划绑定核心骨干，彰显公司长远发展信心。

（三）股权结构集中，管理团队经验丰富

公司股权结构集中。润泽科技董事长周超男是 2022 年“全国五一劳动奖章”的获得者，出生于湖南衡阳，于 2000 年成立天童通信，专注于城域信息管网集约化建设；2009 年成立润泽科技，深耕通信领域二十余年，对 IDC 行业理解深入。总经理李笠先生为董事长周超男女士之子、副总经理张娴女士为李笠先生的配偶。李笠于 2013 年 7 月至今，历任润泽发展董事和副总裁、执行董事，现任润泽科技副董事长、总经理。

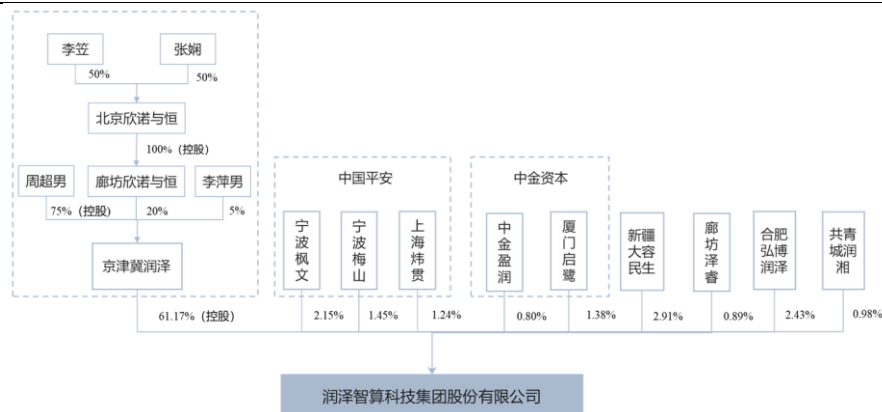
表2、公司高管履历

姓名	职务	主要经历
周超男	董事长	硕士研究生学历，高级通信工程师，2000 年 3 月至今，任天童通信网络有限公司董事长；2009 年 8 月至今，任润泽科技发展有限公司董事长。 现任第十四届全国政协委员 ，中国农工民主党第十六届中央委员会委员，河北省第十二届政协常委，中国数据中心产业发展联盟理事长。
李笠	总经理	硕士研究生学历。2004 年至 2013 年 7 月，就职于天童通信网络有限公司，历任施工员、销售经理、市场总监、副总裁、常务副总裁；2013 年 7 月至今，历任润泽发展董事和副总裁、执行董事，现任润泽科技副董事长、总经理。
张娴	副总经理	硕士研究生学历，2015 年 12 月至今，就职北京欣诺与恒，现任执行董事；2018 年 12 月至今，就职廊坊泽睿，现任执行董事；现任润泽科技董事、副总经理。
祝敬	副总经理	大学本科学历。2006 年 9 月至 2010 年 10 月，就职于全国海关信息中心，历任工程师、中级工程师；2010 年 10 月至 2011 年 1 月，就职于中金数据集团有限公司，任专业主管；2013 年 7 月至今，就职于润泽科技发展有限公司，历任运维总监、副总裁，现任公司董事、副总经理。
沈晶玮	董事会秘书	博士研究生学历，2000 年至 2008 年 11 月，就职于东北证券，历任投资银行部项目经理、执行总监、内核小组召集人；2008 年 11 月至 2020 年 4 月，任职于安信证券，任并购融资部执行总监、公司内核小组成员。2020 年 5 月至今，任职于润泽科技发展有限公司，现任公司董事、董事会秘书。
董磊	财务负责人	注册会计师、保荐代表人，本科学历。2012 年 7 月至 2014 年 10 月，就职于致同会计师事务所，任项目经理；2016 年 2 月至 2022 年 7 月，就职于安信证券股份有限公司，任高级业务副总裁，2022 年 7 月加入润泽科技。现任公司财务负责人。

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2024 年 10 月 31 日，公司实控人为董事长周超男女士、总经理李笠先生和副总经理张娴女士，通过京津冀润泽持有公司 61.17%股份。其他股东包括中国平安控股的宁波枫文、宁波梅山、上海炜贯等，中金资本旗下中金盈润、厦门启鹭等。

图7、润泽科技股权结构



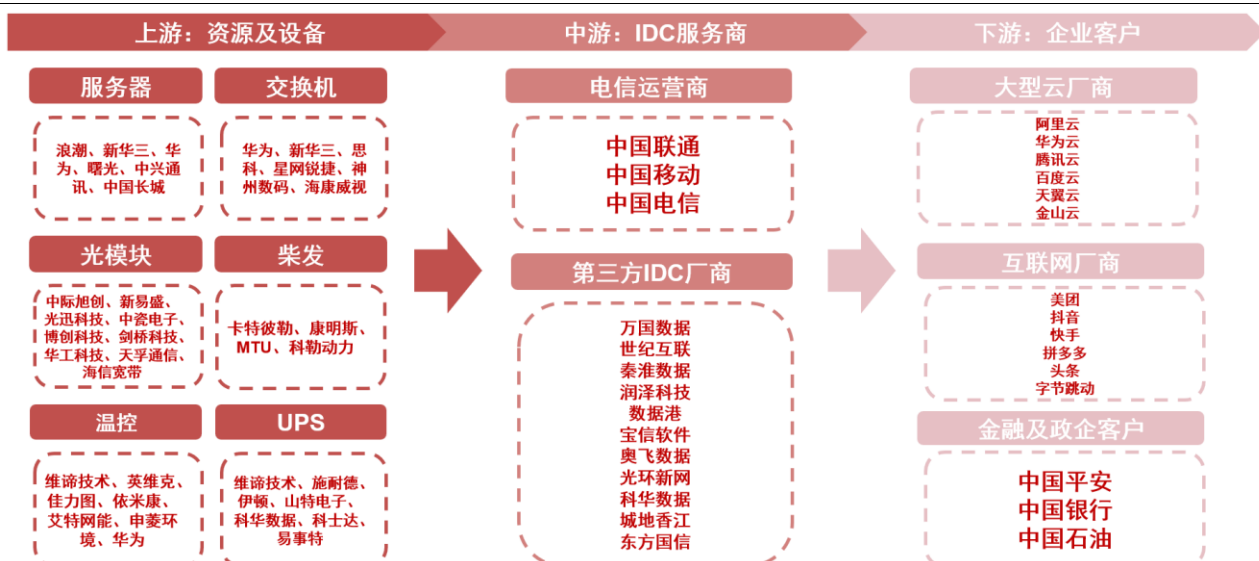
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：截至 2024 年三季度

二、AI 拉动数据中心建设需求显著增长，租金价格有望触底反弹

（一）IDC：AI 发展的基石

数据中心运营商为头部互联网公司、大型云厂商等终端客户提供存放服务器的空间场所，包括必备的网络、电力、空调等基础设施，同时提供运营维护、安全管理及其他增值服务，以获取服务器托管服务费。具体而言，终端客户将其服务器、交换机等相关设备置于数据中心机房中，基础电信运营商提供优质网络传输服务，数据中心运营商按照与客户协商达成的运营服务等级对数据中心基础设施进行 365×24 小时不间断的技术运维管理，确保数据中心基础设施处于有效安全的工作状态，保障终端客户服务器及相关设备安全稳定持续运行。

图8、IDC 产业链



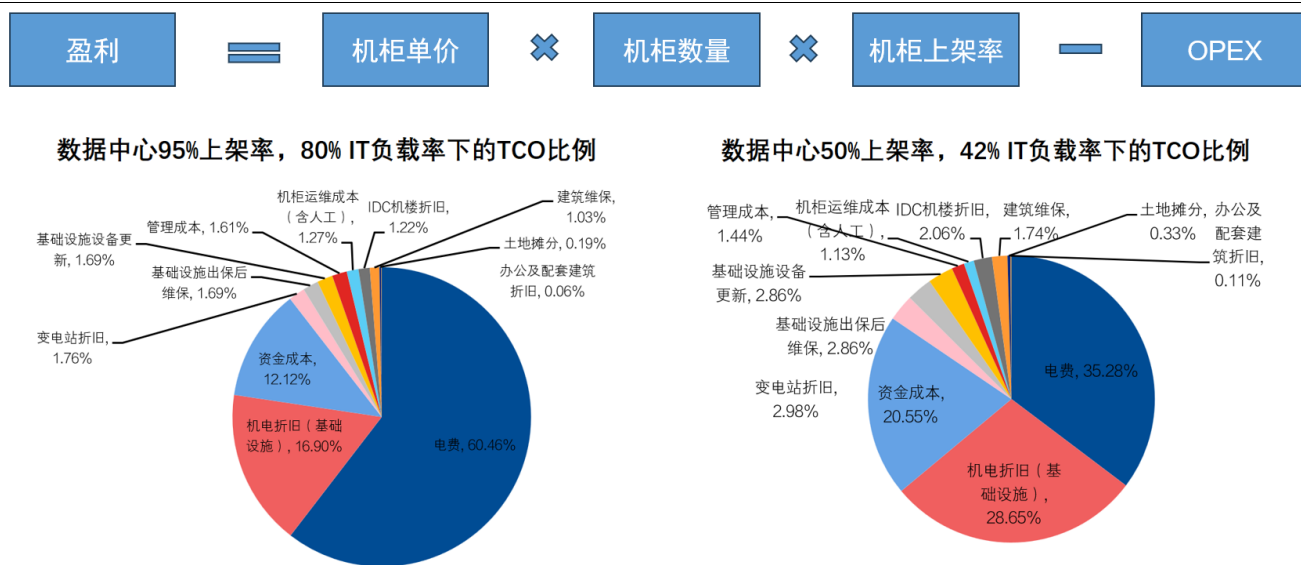
资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

能耗、电力等相关许可为数据中心建设的首要关卡：

1、许可：主要是立项和能评批复。能评一般由经信委和发改委参与审批，能评中会明确标煤总数以及 PUE 要求，部分区域的能评可能涉及完工和上架的时间要求，以及绿电使用要求。根据能评上限数字可以推算出项目的 IT 电量大概规模。

2、供电：据中国信通院测算，截至 2023 年底，我国数据中心 810 万在用标准机架总耗电量达到 1500 亿 kW·h，数据中心在用标准机架总耗电量占全社会用电的 1.6%。数据中心电量需求大，数据中心在拿到电力批复后，还要看上游电站的电量是否有冗余，以及上游电站接入的距离和各项成本。

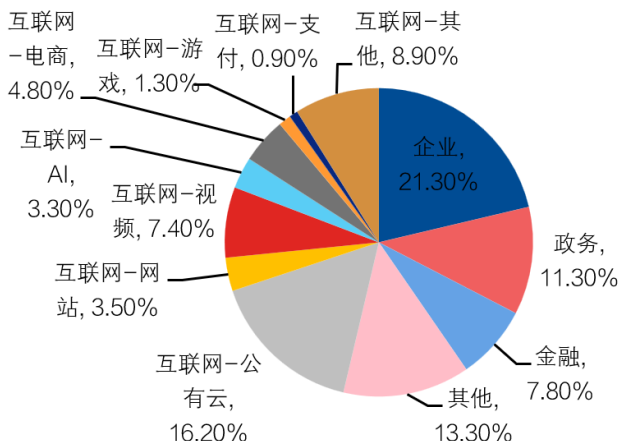
图9、IDC 盈利与 TCO



资料来源：《数据中心基础设施成本模型架构及关键指标敏感性分析》，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2023 年底，我国算力行业应用主要分布在互联网、企业、政务、金融等行业，占比分别为 46.3%、21.3%、11.3%、7.8%，其中互联网主要可细分为公有云、网站、视频、AI、电商、游戏、支付等领域，占比分别为 16.2%、3.5%、7.4%、3.3%、4.8%、1.3%、0.9%。

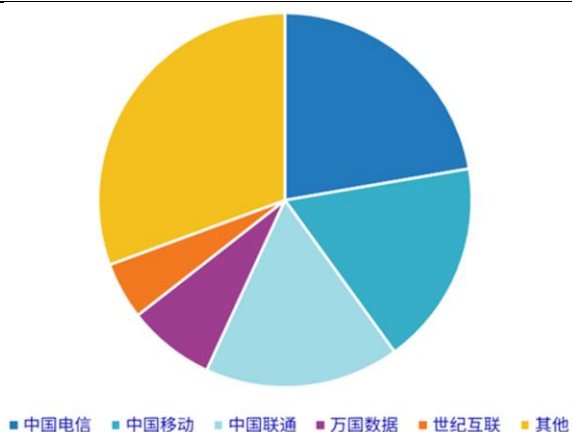
图10、2023 年我国算力行业应用分布情况



数据来源：《中国算力发展报告（2024 年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

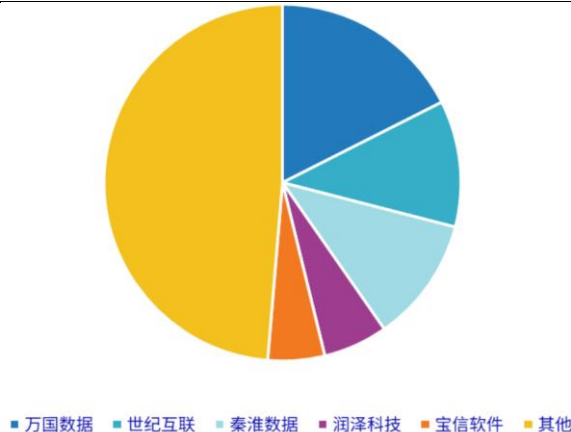
三大运营商占数据中心市场半壁江山，头部第三方运营商凭借核心资源后来居上。2023 年，三大运营商仍占据主导地位，但市场份额开始下滑，三大运营商合计份额从 2022 年的 60.2% 下降到 2023 年的 56.9%。第三方运营商如润泽科技、万国数据、世纪互联、光环新网、奥飞数据、宝信软件等公司主要布局均在一线及周边区域，依托核心地段资源优势以及更优质的经营能力在快速攫取更多的市场份额。根据 IDC 数据，Top5 第三方数据中心服务商市场份额从 2022 年的 48.8% 提升到 2023 年的 51.3%。国际知名运营商如 Equinix 等在国内布局非常少，主要因为之前有牌照限制以及国内 IDC 市场以国内租户为主。

图11、中国 Top5 数据中心服务商市场份额，2023



资料来源：IDC 中国，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、中国 Top5 第三方数据中心服务商市场份额，2023



资料来源：IDC 中国，兴业证券经济与金融研究院整理

润泽科技：快速崛起的超大规模算力中心服务商，专注于开发及运营超大规模、高等级、高效高性能算力中心集群，是一家算力中心整体解决方案服务商，积极锚定智算市场。

万国数据：算力中心服务商综合实力排名第一，总体规模、能力建设、财务状况等表现较好，是中国领先的高性能算力中心开发商和服务商。万国数据以国内数字经济发展为契机，不断满足人工智能等技术广泛应用而催生的大量需求，其算力中心分布广泛，包括国内核心经济枢纽地区、一线城市周边地区以及海外中东、东南亚等区域。

秦淮数据：亚太新兴市场的超大规模算力基础设施解决方案服务商，专注于信息技术产业生态基础设施规划、投资、设计、建造和运营。其算力中心国内布局涵盖环京区域、长三角区域和粤港澳区域，国外市场集中在马来西亚、印度和泰国。智算方面，前瞻性地布局智算中心，其智算中心数量在业内排名靠前。

世纪互联：科创型数字新基建企业，致力于为超大型客户提供业界领先的算力中心定制一站式解决方案。其算力中心主要布局在国内一线城市及周边区域。智算方面积极布局智算中心建设超 10 座。

数据港：专注于算力中心定制化业务，以为大型算力中心用户定制化批发型算力中心服务为主，其数据中心布局覆盖京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地。

光环新网：全栈数字基础设施综合服务商，算力中心更能适应商企用户的高端需求。其算力中心布局包括北京、天津、河北燕郊、上海、浙江杭州、湖南长沙、新疆乌鲁木齐等地。海外部分，已开展马来西亚柔佛州云计算/智算基地项目布局。

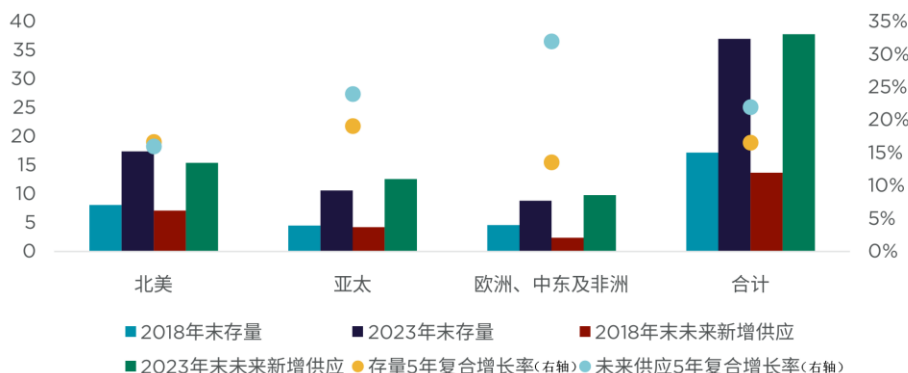
奥飞数据：国内领先的互联网云计算与大数据基础服务综合解决方案服务商，在互联网增值服务和产品方面具备技术和资源优势，业务模式采用“批发+零售”双轮驱动。其算力中心布局在京津冀、长三角、华中、西南、海南、粤港澳地区。

科华数据：专业技术和制造能力突出的行业促进者，算力中心业务包括选址咨询、规划设计、产品方案、集成管理、工程实施、运维管理、算力中心主机托管、增值业务在内的全生命周期服务。其算力中心分布在北京、上海、广州及周边城市，形成华北、华东、华南、西南四大算力中心集群。

（二）AI 显著拉动数据中心行业需求，互联网厂商开启“军备竞赛”

根据 DC byte 对全球约 7,000 个数据中心的调研数据显示，2018 年末全球数据中心的总存量供应约为 17.2GW，而到了 2023 年末，这一规模已激增至 37GW，五年间增长了 20GW，年复合增长率高达 16.6%。以 2023 年末为基准，待建数据中心（包括在建和已规划项目）的总规划供应量高达 37.8GW，相当于当前存量的一倍，预示着未来五年数据中心规模将保持快速增长态势。

图13、数据中心存量及新增供应量情况（单位：GW）



数据来源：DC byte，兴业证券经济与金融研究院整理；注：未来新增供应=在建供应+拟建数据中心

我国算力规模高速增长。根据中国信息通信研究院数据，截至 2023 年底，我国在用算力中心机架总规模达到 810 万标准机架(以功率 2.5kW 为一个标准机架)，与 2022 年底相比，增长 24.2%。算力总规模超过 230EFLOPS (FP32)，位居全球第二。

2023 年我国新增机柜功率近 4GW；假设互联网厂商新增采购 100 万张算力卡，单卡功率平均按 500W 测算，则数据中心中 ICT 设备功率约为 1GW，对应数据中心机柜功率约为 1.3GW（假设数据中心 PUE 为 1.3），弹性可观。

根据 IDC 数据，2023 年下半年，中国智算服务市场整体规模达 114.1 亿元，同比增长 85.8%。中国客户对于 GenAI 的旺盛需求填补了数字化转型需求饱和留下的空白，头部 IDC 服务商受益于新兴的 GenAI 基础设施需求，数据中心上架率加速上升。从国外来看，AI 需求已带动海外数据中心利用率创历史新高。

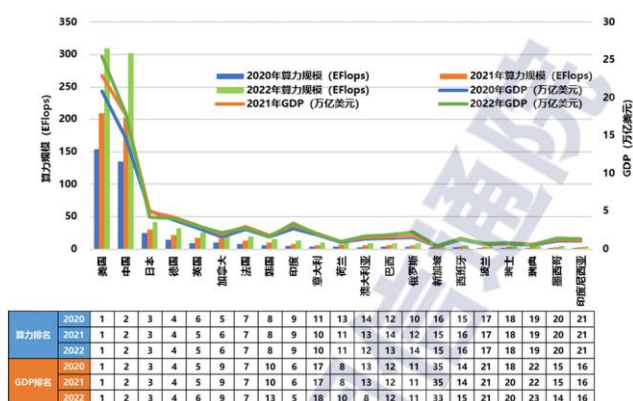
表3、2017-2023 年中国数据中心机架增长情况

年份	总机架数量 (万)	存量机柜功耗 (GW)	总机架数量(增速)	新增机柜数量(万)	新增机柜功耗 (GW)	新增机柜功耗(增速)
2017	166	4.2	-	-	-	-
2018	226	5.7	36.1%	60	1.50	-
2019	315	7.9	39.4%	89	2.23	48.33%
2020	401	10.0	27.3%	86	2.15	-3.37%
2021	520	13.0	29.7%	119	2.98	38.37%
2022	652	16.3	25.4%	132	3.30	10.92%
2023	810	20.3	24.2%	158	3.95	19.70%

资料来源：中国信息通信研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

算力是全球经济增长的助推器。中国信息通信研究院数据显示，截至 2023 年底，美国、中国算力规模位列前两名。全球算力占比方面，美国、中国、日本、德国、英国、加拿大的算力占比分别为 **32%、26%、5%、4%、3%、3%**，全球大多数算力集中在上述六个国家。

图14、2022 年全球算力规模



资料来源：《中国算力发展指数白皮书（2023 年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、我国算力规模及增速

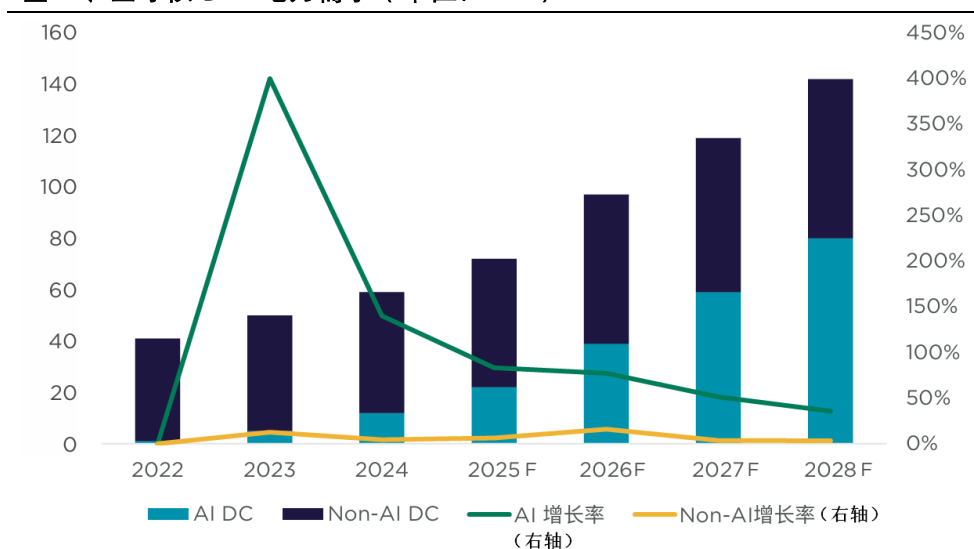


资料来源：《中国算力发展指数白皮书（2023 年）》，中国信息通信研究院，IDC，Gartner，TOP500，HPC TOP100，兴业证券经济与金融研究院整理

美国数据中心电力需求或在未来三年内将增长近两倍，耗电量将高达全国总用电量的 **12%**。劳伦斯伯克利国家实验室报告，到 2028 年，数据中心的年能源使用量可能达到 74GW 到 132GW，占美国总用电量的 6.7%-12%。

未来全球数据中心的建设需求主要用于支持 AI 发展。根据 SemiAnalysis 统计预测，全球数据中心核心 IT 电力需求将从 2023 年的 49GW 增长至 2026 年的 96GW，在这增长的 **47GW** 中，兴建智算中心驱动的电力需求占到 **40GW**，占增量的 **85%**。世纪互联过去一年新签署约 **300MW** 订单，其中 **90%** 是用于满足客户 AI 需求。

图16、全球核心 IT 电力需求（单位：GW）

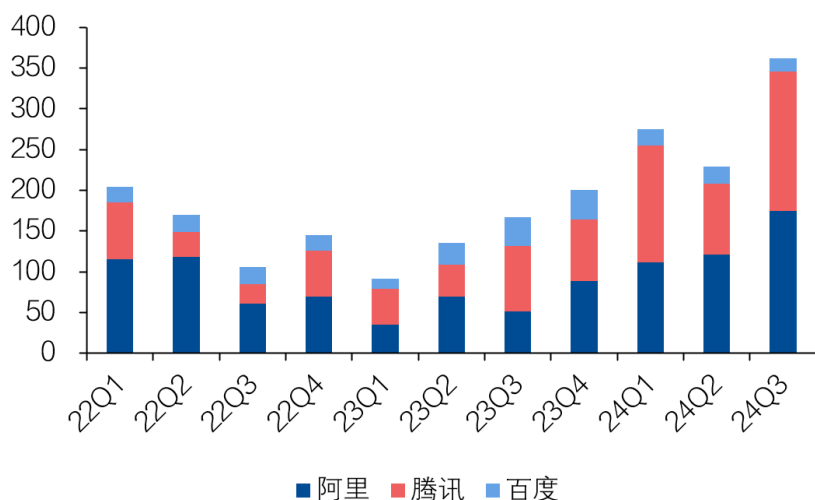


数据来源：SemiAnalysis,《数据中心行业投资与价值洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理；注：核心 IT 电力需求是指给服务器供电所计算的电力消耗，不包括制冷等其他设备电力消耗

国内云厂商、运营商等也均在加大算力投资。2024 年第三季度，腾讯实现资本开支 171 亿元人民币，同比增长 114%；阿里巴巴资本开支高达 174.9 亿元人民币，同比增长 239.4%，增速达到近 5 年的最高点，主要围绕 AI 基础设施投资。字节跳动 2025 年资本开支有望飙升至千亿以上，用于 AI 算力的采购、IDC 基建以及网络设备的招标等。

2021 年之前，数据中心行业以阿里、腾讯的订单为主。但近两年，字节跳动成了最大客户。据不完全统计，2024 年字节跳动下达了超过 1GW 的订单，主要集中在华北、华东及东南亚区域。此外，2023 年开始，AI 带来的新需求较大，百度、快手、阿里也纷纷布局。

图17、BAT 资本开支（单位：亿元）



数据来源：财经，腾讯，百度，阿里，兴业证券经济与金融研究院整理

字节跳动 AI 需求迅猛，豆包下载量大幅增长。根据量子位智库数据，仅在 2024 年，AI 智能助手 APP 端的新增用户规模就超过 3.5 亿。12 月的单月新增用户超过 5000 万，相较于 2024 年年初实现了近 200 倍的增长。第一名豆包独占过亿级梯队，2024 年全年累计下载量已接近 1.9 亿，12 月新增超 2700 万。

图18、AI 智能助手 APP 端 2024 年下载总量



资料来源：量子位智库，兴业证券经济与金融研究院整理

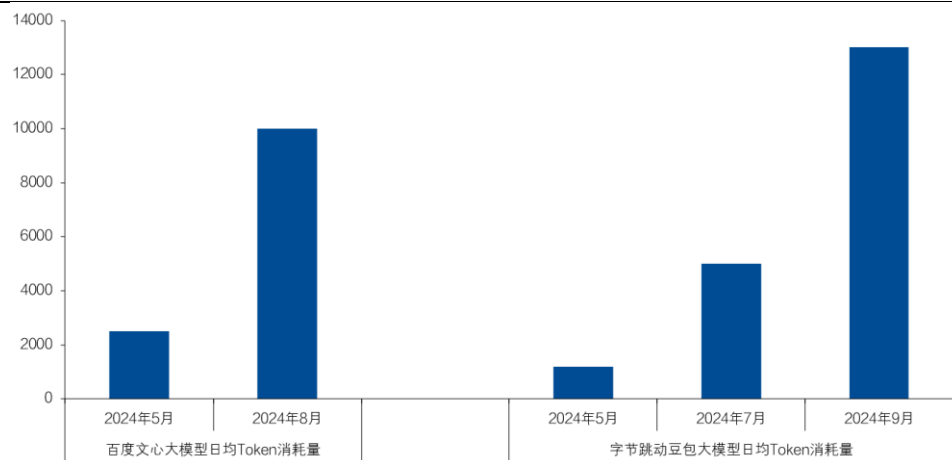
图19、AI 智能助手 APP 端平均 DAU



资料来源：量子位智库，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年下半年，推理算力的爆发式增长已初见端倪。百度披露，旗下文心大模型日均 Token 消耗量从 2024 年 5 月的 2500 亿增长 3 倍到 2024 年 8 月的 1 万亿。字节跳动披露，旗下豆包大模型日均 Token 消耗量从 2024 年 5 月的 1200 亿增长 10 倍至 2024 年 9 月的 1.3 万亿。字节跳动火山引擎表示，综合考虑算力资源储备、市场未来用量、模型成本下降等因素判断，2027 年豆包每日 Token 消耗量会超过 100 万亿，将是现在的 100 倍以上。

图20、大模型日均 Token 消耗量数倍增长（单位：亿/日均）

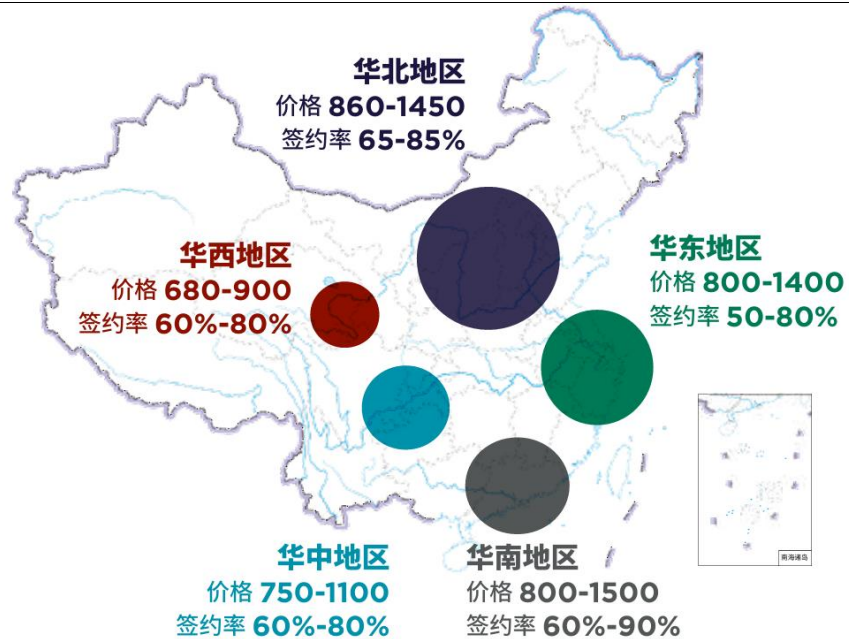


资料来源：财经，百度，字节跳动，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）优质机房稀缺，租金价格有望触底反弹

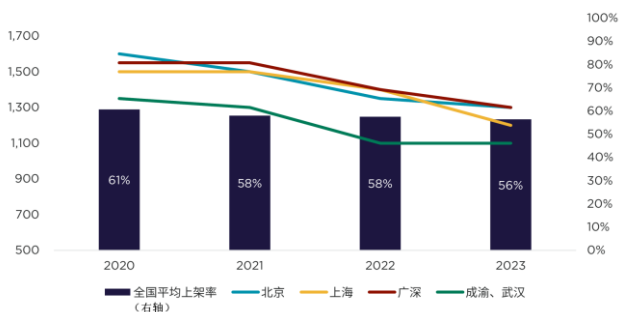
2020 年，新基建拉动数据中心“建设潮”，各行业厂商大力布局数据中心业务，因此 2021-2022 年新增机柜数量大幅增加，而需求没有明显增长，IDC 行业的租金价格在 2022-2023 年有所下滑，IDC 建设投资也显著放缓。一线城市及周边（尤其是环京区域）新增供给相对较少，价格较高；西部区域电力、能耗充足，IDC 项目建设门槛低，机柜租金价格也较低。

图21、2023 年中国内地分地区数据中心机柜服务费情况



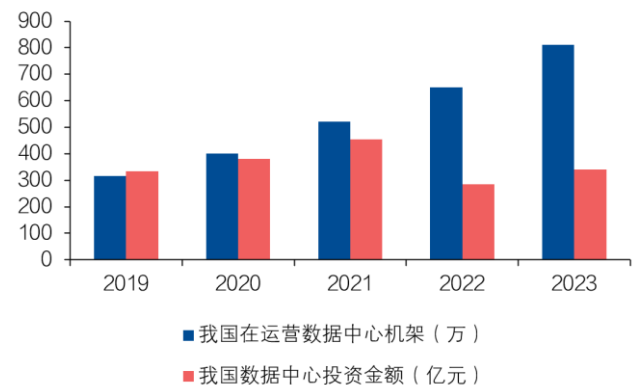
资料来源：戴德梁行，《数据中心行业投资与价值洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理；
注：以上统计为各区域典型市场化租赁项目运营表现区间，其中部分定制型项目按照时点上架率统计，服务费均为含电价格，单位元/KW/月

图22、2020-2023 年中国内地数据中心机房平均上架及核心城市机柜含电服务费(元/KW/月)



资料来源：科智咨询，戴德梁行，《数据中心行业投资与价值洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理；注：以上服务费统计包含市场主流市场化运营的零售及批发类项目。服务费均为含电价格，单位为元/KW/月

图23、2019-2023 年中国内地 IDC 机柜需求及数据中心建设投资金额

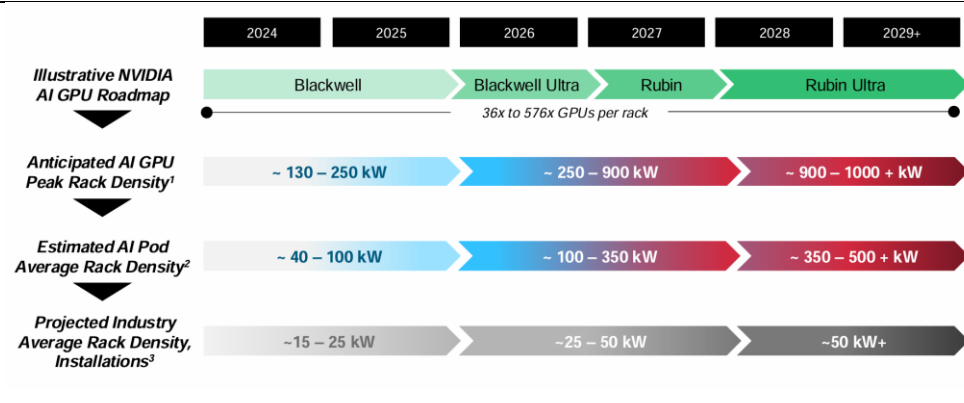


资料来源：中国信息通信研究院云计算与大数据研究所，IDC 前瞻产业研究院，《数据中心行业投资与价值洞察》，兴业证券经济与金融研究院整理

GPU、CPU 功耗不断攀升，带动服务器功率提升，头部客户对大体量机房需求显著增长。近期，市场上有较多大厂 AI 需求订单，需求规模都在 100MW 或者要求单项目整体可实现 100MW，并且该部分需求依然在迅速增长。同时，审批和电力资源也相对有限，已有大体量、高品质项目是比较稀缺的资源。此外，随着机柜密度的不断增加，液冷渗透率大幅提升；液冷温控方案更加复杂，且冷板式液冷

的成本较风冷方案有 2-3 倍的增加，浸没式液冷成本更高，有能力配备液冷温控方案的机房具备更强市场竞争力。

图24、NV 机柜功率将大幅抬升



资料来源：Vertiv，兴业证券经济与金融研究院整理

一线城市及核心区域目前机房上架率已相对较高。以上海为例，截至 2024 年 6 月，全市已建数据中心标准机架数为 57.4 万个(以功率 2.5KW 为一个标准机架)。全市数据中心在用标准机架数 46.4 万个，上架率约 69.3%，整体 PUE 在 1.5 左右。全市数据中心接入国家级骨干网 16 个、省级骨干网 75 个，占比分别为 13%、59% (其余数据中心接入城域网等)；全市在用数据中心数量为 127 个，其中超大型数据中心仅为 13 个，可见高品质机房稀缺。

图25、上海市各区数据中心标准机架数及上架率



资料来源：《上海市算力基础设施发展报告（2024 年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、上海节点 5-10-20ms 三层时延圈

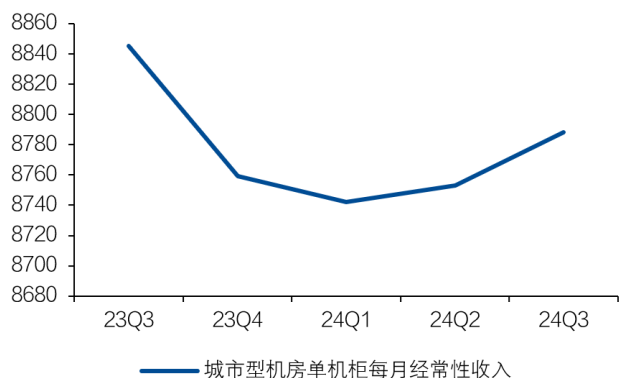


资料来源：《上海市算力基础设施发展报告（2024 年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

AI 训练侧需求可布局在时延较长的西部数据中心，推理侧需求对时延要求较高，应布局在一线城市核心区域，高品质 IDC 机房价格有望触底反弹。受益于需求的大幅增长，北美核心城市数据中心价格显著抬升。2024 年第三季度，世纪互联城

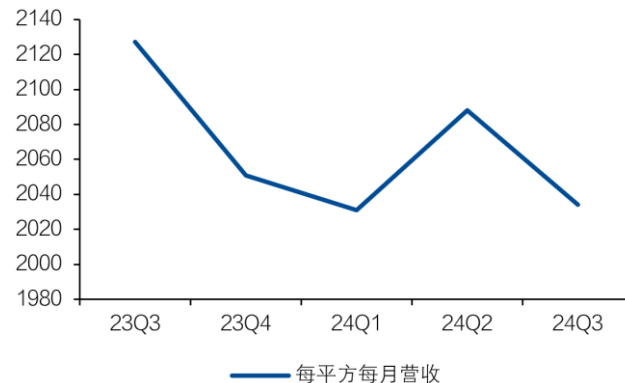
市型机房单机柜每月经常性收入为 8788 元，环比 2024 年第二季度的 8753 元有所抬升。

图27、世纪互联机柜价格



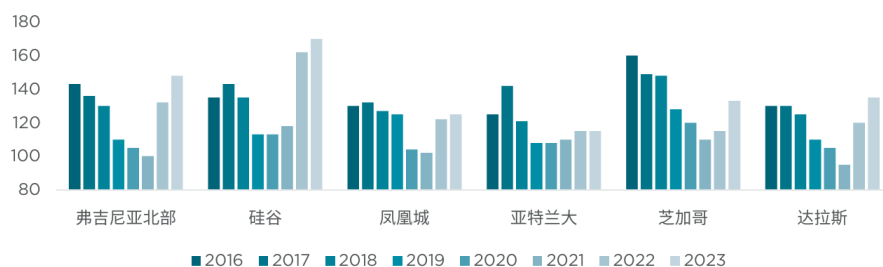
资料来源：世纪互联，兴业证券经济与金融研究院整理；

图28、万国数据机柜价格



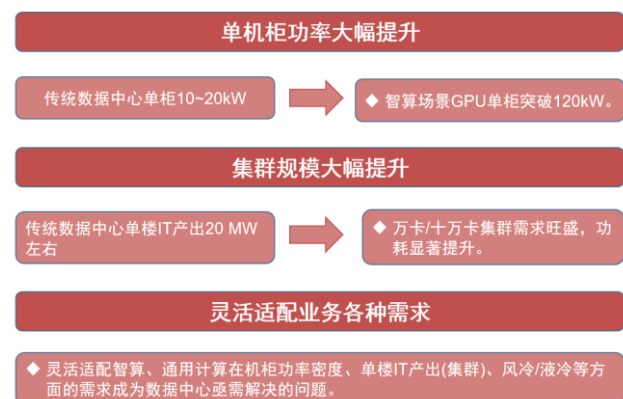
资料来源：万国数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、北美重点城市数据中心平均服务费单价（批发模式，250KW-4MW）单位：美元每月每 KW



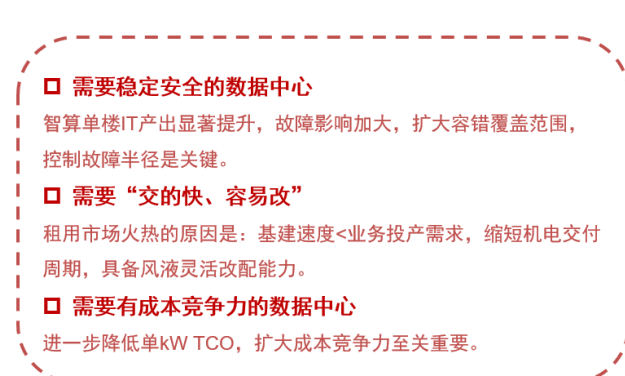
资料来源：datacenterHawk，DC Byte，戴德梁行，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、客户业务需求不断变化



资料来源：Vertiv，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、IDC 价值提升，客户需要怎样的数据中心



资料来源：21 世纪经济，兴业证券经济与金融研究院整理

三、公司前瞻布局，先发优势显著

（一）前瞻储备核心资源，业务拓展迅猛

润泽廊坊数据中心于**2009**年获取能耗指标，**2010**年正式投资建设。润泽科技国际信息云聚核港位于京津冀交汇处，距离上便于服务以京津为中心的终端客户，且综合运营成本低于北京、天津，拥有良好的区位优势。**A1**数据中心是润泽科技首个数据中心，于**2011**年**4**月开工建设，**2016**年**5**月投入使用。**A5**、**A2**、**A6**数据中心分别于**2017**年至**2019**年投入使用。**A**区全面建成后，总建筑面积**55**万平米，容纳近**7**万架机柜运营，单园区规模位居全国前列。廊坊**B**区规划了**3**栋新一代智算中心（包括**2**栋**200MW**智算中心和**1**栋**100MW**智算中心），**B**区的单栋**200MW**智算中心预计于**2025**年交付投运。

表4、2020 年润泽科技采用各地电价对毛利率的影响

2020 年	廊坊	北京郊区	上海	广州
标准电价(不含税) (元/千瓦时)	0.46	0.55	0.61	0.56
IDC 业务收入(万元)	139,356.15	139,356.15	139,356.15	139,356.15
成本(万元)	65,291.29	76,358.69	81,552.43	77,430.79
毛利率	53.15%	45.21%	41.48%	44.44%
电费(万元)	38,535.24	49,602.64	54,796.38	50,674.74
电量(万千瓦时)	89,739	89,739	89,739	89,739

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司于**2019**年开始进行其余区域的布局，陆续获取能耗指标等稀缺资源。长三角·平湖润泽国际信息港于**2020**年**6**月**8**日正式建设，是平湖引进的首个百亿级数字经济项目；**2024**年**10**月，长三角·平湖润泽国际信息港项目（**B**区）主体结构封顶，**B**区规划了**3**栋新一代智算中心（包括**2**栋**200MW**智算中心和**1**栋**100MW**智算中心），**2025**年平湖**B**区的单栋**100MW**智算中心预计交付投运。目前，公司已在京津冀·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·儋州全国**6**大区域建成了**7**个**AIDC**智算基础设施集群，合计规划**61**栋智算中心、约**32**万架机柜。

表5、公司能评梳理（不完全）

项目	能耗指标取得情况
国际信息云聚核港（ICFZ）项目	根据 2009年12月1日 廊坊市经济技术开发区管理委员会出具的《合理用能评估意见书》（廊能评字[2009]009号）和河北省发展和改革委员会于 2021年12月22日 出具的《关于润泽科技发展有限公司国际信息云聚核港（ICFZ）项目节能审查有关情况的说明》，该项目全部能源消耗折合标准煤年用量为 347,371.561吨/年 。
长三角·平湖润泽国际信息港项目（一期）	根据《关于浙江泽悦信息科技有限公司长三角·平湖润泽国际信息港项目（一期）节能评估审查意见的函》（嘉发改函[2020]50号），该项目年综合等价值能耗为 189,913.6吨标准煤 、当量值为 80,827.7吨标准煤 。
润泽（佛山）国际信息港项目	根据《关于润泽（佛山）国际信息港项目节能报告的审查意见》（粤能新能函[2020]220号），该项目年综合能耗约 69,066吨标准煤（当量值） 。
润泽（惠州）国际信息港	根据《关于润泽（惠州）国际信息港（一期）项目节能报告的审查意见》（粤能新能函[2020]596号），该项目年综合能耗约 23,882吨标准煤（当量值） 。
润泽（西南）国际信息港项目	根据《关于润泽（西南）国际信息港项目节能审查的意见》（九龙坡发改投[2021]184号），该项目年综合能耗为 4,868.82吨标准煤 。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；注：截至2022年6月

公司前瞻布局海南。润泽（自贸港）国际数据产业园总投资超百亿元，其中新一代智算中心建筑面积约20万平方米，可容纳16384台高性能算力服务器和配套网络设备，容纳13万张高性能智算板卡。目前，项目一期于2024年6月12日开工建设，2024年年底完成主体封顶，2026年正式完成交付投产。

（二）字节跳动利润占比高，新增多家互联网头部企业大客户

润泽科技与运营商优势互补，互利共赢。润泽科技的业务模式主要为批发型业务模式，即与电信运营商合作（主要为北京电信、河北联通）。在该种合作模式下，润泽科技可发挥在数据中心行业内专业的设计能力、全面的建设能力、优质的运维能力。通过与电信运营商合作可以获得更加优质的客户资源，加快机房的上电速度，提升上电率；电信运营商可发挥其品牌优势，互联网带宽运营能力、综合解决方案提供能力，通过与润泽科技合作可以在无需重大资本性支出的条件下，锁定京津冀等核心区域的合作机房资源，加强其对核心客户的掌控能力。

表6、批发及零售模式下的销售数量

客户类别	2018 年度		2019 年度		2020 年度		2021 年 1-10 月	
	上电机柜	占比	上电机柜	占比	上电机柜	占比	上电机柜	占比
批发模式	11,723	95.89%	15,234	97.93%	22,555	97.95%	28,361	98.96%
其中：电信客户	10,818	88.49%	13,934	89.57%	21,198	92.06%	26,990	93.13%
联通客户	905	7.40%	1,300	8.36%	1,357	5.89%	1,671	5.83%
零售模式	502	4.11%	322	2.07%	472	2.05%	299	1.04%
上电数（时点数）	12,225	100%	15,556	100%	23,027	100%	28,660	100%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

目前，润泽科技廊坊 A 区主要和中国电信、中国联通合作，长三角的平湖、粤港澳大湾区的惠州和佛山、成渝经济圈的重庆数据中心均采取与电信运营商合作的模式，均已和电信运营商签署了较长的合作协议。

表7、中国批发型和零售型数据中心对比情况

指标	零售型	批发型
目标客户	中小型客户、类型多元	大型客户、当前主要为互联网厂商，电信运营商
客户集中度	低	高
租期	通常为 1 年	通常为 5 年及以上
用户流动性	较高	极低
销售单位	单机柜起租	按机房模块起租
单机柜价格	较高	较低
数据中心启用至满租时间	一般 2 - 4 年	1 年
上电率	取决于地段和运营能力	取决于大客户

资料来源：公司公告，前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

根据公司披露的重组报告书，2021 年及以前公司的终端客户包括字节跳动、华为云、京东尚科、快手、三快云计算、电信云、国家部委等，字节收入占比超过 60%，2023 年以来，随着 AI 技术高速发展带来的激增智算需求，公司新增开拓多家互联网头部大客户。互联网企业资本开支高速增长，润泽多地机房上架速度明显加快。

表8、润泽科技营业收入终端用户分类的主要明细情况

终端用户	直接客户	2020 年		2021 年 1-10 月	
		销售金额(单位: 万元)	占营收比重	销售金额(单位: 万元)	占营收比重
字节跳动	电信	77,347.92	55.50%	107,241.34	64.19%
华为	电信、联通	23,038.89	16.53%	24,970.59	14.95%
京东尚科	电信、联通	14,606.32	10.48%	12,829.76	7.68%
快手	电信	10,174.54	7.30%	9,195.59	5.50%
三快云计算	电信	3,730.87	2.68%	3,166.86	1.90%
合计		128,898.54	92.50%	157,404.14	94.21%

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

IDC 行业客户黏性较高。字节等互联网头部厂商服务期限一般较长, 因为其订单均涉及定制改造内容, 且搬迁成本较高, 丢失数据的风险也大, 一般大部分会选择继续续约原机房。

(三) 均为超大规模园区级数据中心模式, 确保高盈利

自 2009 年成立之初, 公司就锚定了园区级数据中心的发展战略。公司在全国六大节点的布局规模, 都远高于超大规模数据中心标准, 配套综合管廊、变电站等设施, 可以迅速地满足客户扩容性需求和快速部署需求。公司通过地下综合管廊已将廊坊 A 区 12 栋数据中心 7 万个机柜连接起来, 相当于 1 栋数据中心 7 万个机柜, 最大化提高利用率, 从而提高综合上架率。

润泽科技自成立以来一直坚持“自投、自建、自持、自运维”的运营模式, 这个模式不会受到租赁到期、出租方违约或者无场地扩容等因素的影响, 保证了大型终端客户对于 IDC 运营商机房长期性、稳定性、可靠性的要求。

表9、润泽科技廊坊数据中心上架率较高

数据中心名称	2021.10.31	2020.12.31	2019.12.31	2018.12.31
A1	90.66%	90.35%	92.35%	94.79%
A5	96.84%	97.36%	97.09%	93.09%
A2	97.12%	97.12%	95.85%	76.13%
A6	88.16%	79.82%	30.13%	未投产
A3	75.93%	59.50%	未投产	未投产
A18	72.15%	14.78%	未投产	未投产
A7	9.74%	未投产	未投产	未投产

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 上电率=上电机柜/投产机柜

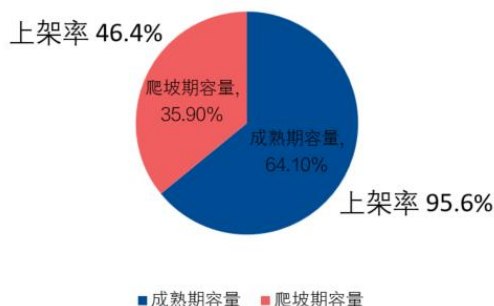
润泽科技盈利能力领先于同业，主要受益于机柜上架率的抬升，及相对较高的租金价格。根据《数据中心基础设施成本模型架构及关键指标敏感性分析》，从敏感性分析结果可以发现，在对应表中参数变化幅度的情况下，对数据中心影响最大的是空置，即投资的有效性。其次是销售价格，再次是单位功率的造价，数据中心负载率和业务规划进度也影响很大。

表10、数据中心关键参数敏感性分析

敏感性分析				
影响参数	输入参数变化	IRR/% (基准 9.83%)	IRR 影响/%	重要影响因素排序
基准	-	-	-	-
单位 KW 造价 (IT 功率)	10%(17000~15300)	11.62	1.79	3
单位建筑面积造价	10%(3000~2700 元)	10.32	0.49	-
办公及配套建筑造价	10%(3500~3150 元)	9.86	0.03	-
设计 PUE 值	0.1(1.40~1.30)	10.66	0.83	-
数据中心负载率	85% 变为 80%	8.30	-1.53	4
平均单机柜租金	10%(500~550)	12.61	2.78	2
平均单机柜租金涨幅	1%(0%变 1%/年)	11.00	1.17	-
业务上架进度	2 年改为 3 年达到设计负载	8.45	-1.38	5
基础设施出保后维修费用	1%(1%变为 2%)	9.20	-0.63	-
单机柜运维成本	10%(80 元变为 72 元 / 机柜)	9.90	0.07	-
数据中心设备更新成本	1%(1%变为 2%)	8.78	-1.05	-
数据中心机位使用率	变化 10%(85%~95%)	12.75	2.92	1

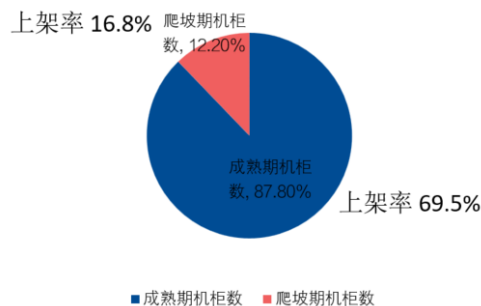
资料来源：《数据中心基础设施成本模型架构及关键指标敏感性分析》，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、世纪互联基地型 IDC 上架率



资料来源：世纪互联，兴业证券经济与金融研究院整理；注：数据来源为截至 2024 年 9 月 30 日的公司数据；成熟期基地型业务容量对应的是上架率在 80%及以上的基地型数据中心；爬坡期基地型业务容量对应的是上架率在 80%以下的基地型数据中心

图33、世纪互联城市型 IDC 上架率



资料来源：世纪互联，兴业证券经济与金融研究院整理；注：数据来源为截至 2024 年 9 月 30 日的公司数据；成熟期的城市型 IDC 机柜数为过去 24 个月之前投入使用的数据中心；爬坡期的城市型 IDC 机柜数指过去 24 个月内投入使用或者是在过去 24 个月内进行改造的成熟城市型数据中心

润泽科技机房品质高，满足客户液冷等定制化需求。在主体建筑方面，润泽科技数据中心建设时都采用了 T3+以上的等级标准，为将来升级预留了较大的承重空间；在设备选型方面，主要大型设备都是全球头部设备供应商的旗舰机型，具备

高可复用性特点；在技术储备方面，公司于 2023 年交付了行业内首例整栋纯液冷绿色智算中心 A-11，完全满足头部客户相关需求。

四、盈利预测与估值

我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 21.37 亿元、32.07 亿元、40.45 亿元，对应 2025 年 1 月 15 日收盘价 PE 分别为 44.0X、29.3X、23.2X。AI 应用加速推广，租金价格有望触底反弹，IDC 行业迎来价值重估机遇。公司绑定资本开支增长迅猛的字节跳动等互联网头部企业，业务拓展速度及盈利能力领先于同业，维持“增持”评级。

表11、盈利预测

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4351	7892	9635	11291
增长率	60.3%	81.4%	22.1%	17.2%
营业利润(百万元)	1780	2171	3253	4096
增长率	44.8%	22.0%	49.9%	25.9%
归母净利润(百万元)	1762	2137	3207	4045
增长率	47.0%	21.3%	50.0%	26.2%
最新摊薄每股收益(元)	1.02	1.24	1.86	2.35
每股净资产(元)	4.95	5.55	6.42	7.50
动态市盈率(倍)	53.3	44.0	29.3	23.2
市净率(倍)	11.0	9.8	8.5	7.3

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

表12、同业公司估值对比

公司	2024 PE	2025 PE	2026 PE	2024 EV/EBITDA	2025 EV/EBITDA	2026 EV/EBITDA
润泽科技	44	29	23	32	22	18
宝信软件	27	22	17	17	14	11
光环新网	46	35	29	18	15	13
奥飞数据	70	46	33	19	15	12
科华数据	27	19	16	14	12	10
数据港	76	61	52	14	13	12

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测；注：数据截至 2025 年 1 月 19 日，宝信软件、光环新网、奥飞数据、科华数据、数据港的估值数据均来自 wind 一致预期，润泽科技估值数据为兴业证券预测

五、风险提示

1、主要客户合同期满不能续约或减少合同规模的风险。

若竞争对手的数据中心成本大幅降低，导致公司服务竞争力不足，或将导致合同期满后主要客户不再与公司续约或减少合同规模，将对公司的盈利能力造成不利影响。

2、上电率不及预期的风险。

公司已运营的数据中心用户流动性较低，上电率波动较小。若公司尚未满租的数据中心上电率不及预期，将对润泽科技的经营业绩产生不利影响。

3、行业竞争加剧风险。

对于第三方数据中心服务商而言，竞争主要集中在市场拓展能力、运维服务能力、可扩容能力、安全稳定可靠性、资源储备、品牌声誉、增值服务能力、资金实力等。润泽科技作为国内大型第三方数据中心服务商之一，未来可能将面临更为激烈的市场竞争。一方面，竞争加剧使公司面临市场份额被竞争对手抢占的风险，原有的市场份额有可能减少；另一方面，竞争加剧还可能导致行业整体利润率有所下降。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5024	6200	6949	8174
货币资金	1810	940	1268	2006
交易性金融资产	506	117	133	143
应收票据及应收账款	1064	1968	2457	2912
预付款项	11	22	21	23
存货	770	2245	2163	2177
其他	864	909	906	914
非流动资产	18286	22641	26035	27799
长期股权投资	4	4	4	5
固定资产	9373	12022	15282	16352
在建工程	6926	8202	8180	8629
无形资产	1127	1343	1499	1747
商誉	385	385	385	385
其他	471	685	686	680
资产总计	23311	28841	32983	35973
流动负债	4302	6001	6110	6236
短期借款	100	200	300	400
应付票据及应付账款	1969	3030	2981	2961
其他	2232	2771	2828	2874
非流动负债	10463	13266	15790	16789
长期借款	7601	9801	12301	13301
其他	2862	3465	3489	3488
负债合计	14765	19267	21899	23024
股本	1540	1540	1540	1540
未分配利润	1767	2472	3498	4752
少数股东权益	24	26	29	33
股东权益合计	8546	9574	11084	12949
负债及权益合计	23311	28841	32983	35973

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	1762	2137	3207	4045
折旧和摊销	365	888	1277	1496
营运资金的变动	-986	-1218	-396	-452
经营活动产生现金流量	1244	2054	4412	5469
资本支出	-4775	-5027	-4671	-3259
长期投资	-720	389	-16	-11
投资活动产生现金流量	-5423	-4815	-4647	-3225
债权融资	777	3275	2623	1099
股权融资	4722	0	0	0
融资活动产生现金流量	4190	1891	563	-1505
现金净变动	11	-870	328	738

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4351	7892	9635	11291
营业成本	2238	5050	5561	6271
税金及附加	36	63	75	85
销售费用	3	4	4	4
管理费用	168	260	308	339
研发费用	101	158	173	192
财务费用	125	252	346	401
投资收益	59	30	40	45
公允价值变动收益	6	0	0	0
信用减值损失	-4	-5	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	1780	2171	3253	4096
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	1777	2170	3252	4095
所得税	20	30	42	46
净利润	1758	2139	3210	4050
少数股东损益	-4	2	3	4
归属母公司净利润	1762	2137	3207	4045
EPS(元)	1.02	1.24	1.86	2.35

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	60.3%	81.4%	22.1%	17.2%
营业利润增长率	44.8%	22.0%	49.9%	25.9%
归母净利润增长率	47.0%	21.3%	50.0%	26.2%
盈利能力				
毛利率	48.6%	36.0%	42.3%	44.5%
归母净利率	40.5%	27.1%	33.3%	35.8%
ROE	20.7%	22.4%	29.0%	31.3%
偿债能力				
资产负债率	63.3%	66.8%	66.4%	64.0%
流动比率	1.17	1.03	1.14	1.31
速动比率	0.79	0.51	0.64	0.82
营运能力				
资产周转率	22.1%	30.3%	31.2%	32.7%
每股资料(元)				
每股收益	1.02	1.24	1.86	2.35
每股经营现金	0.72	1.19	2.56	3.18
估值比率(倍)				
PE	53.3	44.0	29.3	23.2
PB	11.0	9.8	8.5	7.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn