

润泽科技（300442）

证券研究报告
2025 年 04 月 25 日

行业景气趋势不变，手握核心资源+订单受益需求增长

事件：

公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 43.65 亿元，同比增长 0.32%；实现归母净利润 17.90 亿元，同比增长 1.62%；实现扣非净利润 17.78 亿元，同比增长 4.07%。

营业收入确认口径调整，AIDC 业务更加纯粹

公司 AIDC 业务通过“引流策略”吸引了众多头部 AI 客户入驻，通过全栈式的智算服务赢得了 AI 客户深度信任，但 AIDC 的相关销售业务的收入确认方法由“总额法”调整为“净额法”，对于前三季度营业收入进行差错更正。

24Q4 营收利润受高性能算力模组业务盈利下滑冲击

公司 24Q4 营业收入实现 9.08 亿元，同比下降 45.64%，归母净利润实现 2.77 亿元，同比下降 56.89%。主要是因为随着 AIDC 竞争兴起，高性能算力模组出售业务盈利空间大幅下滑，Q4 营收利润预计受到该业务较大影响。公司“引流策略”已取得较好成效，后续将逐渐减少该类业务投入，**专注于新一代智算中心的建设交付。**

抢占特殊窗口期，完成机房改造，IDC 业务短期承压

公司于 2023 年底开始逐步对早期交付的多栋低功率数据中心进行升级改造，阶段性加大优惠力度，迅速斩获新增订单，已于 2024 年底逐步恢复上架，截止 2025 年 3 月末改造的数据中心计费机柜总功率已超改造前的 90%。低功率升级改造造成公司短期业绩承压，IDC 业务 2024 年实现收入 29.14 亿元，同比下降 7.56%，毛利率 47.53%，毛利率同比下滑 6.93pct。但我们认为随着改造数据中心计费机柜逐渐回升，上架率或将爬升回到此前水平，公司 IDC 业务有望重回快速增长。

引流策略获取 100%在手订单

公司采用“引流”策略开拓 AIDC 业务，虽然引流业务波动性较大，对公司的业绩稳定性预期造成影响，对业绩造成短期的阶段性影响，但是公司成功地开拓了多个头部 AI 客户，获取了充足的在手订单：**截至 24 年底，公司在手订单资源充足。公司京津冀园区、长三角园区、大湾区园区已交付的及即将交付的算力中心全部取得投产订单**，预计 2025 年可完成上架并趋向成熟，将形成稳定的现金流压舱石，为未来长期稳健发展提供基础保障。

稀缺能耗资源再度扩充

2024 年，面对能耗资源稀缺性日益凸显，公司继续夯实业务发展根基，扩增土地能耗等核心资源要素，以保障园区级算力基础设施集群的稳定、安全、可靠、绿色运行。**截至 2024 年末，公司能耗指标储备较 2023 年末增加约 130%**。公司七大园区中五大园区（京津冀园区、长三角园区、惠州园区、重庆园区及兰州园区）已建、在建、待建项目已全部取得所需能耗，另外两大园区已建、在建项目已全部取得所需能耗，有效地保证了公司业务稳健发展。

积极推进横向并购战略

公司将积极实施横向并购战略，通过内生外延协同发力，加速集聚行业优质资源，快速扩大市场份额，全力推进横向扩张战略，推动行业集中度提升。公司在手现金 48 亿，公司 REITS 项目目前已提交证监会、交易所审核，未来成功发行后将带来充足资金补充，积极关注公司外延收购动态。

盈利预测与投资建议

基于公司 2024 年经营情况，以及高性能算力模组业务转售的冲击影响，我们调整公司盈利预测，但公司整体数据中心及智算中心仍在快速推进业务发展，稀缺资源持续扩充且订单维度赋能较快增长，平湖 100MW 及廊坊 200MW 的投运对于奠定公司 AIDC 领域竞争地位以及后续业务发展有较强意义。我们调整公司 25-26 年归母净利润为 27/35 亿元（原值为 33/42 亿元），预计 27 年归母净利润为 44 亿元，对应 PE 估值分别为 30/23/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：机柜爬坡节奏不及预期的风险，AIDC 业务拓展的风险，竞争激烈导致盈利水平下降的风险，政策相关风险

投资评级

行业	通信/通信服务
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	46.61 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,721.48
流通 A 股股本(百万股)	554.25
A 股总市值(百万元)	80,238.26
流通 A 股市值(百万元)	25,833.71
每股净资产(元)	5.79
资产负债率(%)	63.11
一年内最高/最低(元)	74.80/20.67

作者

王奕红	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004	wangyihong@tfzq.com
袁昊	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524050002	yuanhao@tfzq.com
唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	tanghaiqing@tfzq.com
朱晔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080001	zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《润泽科技-季报点评:收入高增利润持续快速增长，AI 算力基座龙头持续强劲增长可期！》 2024-10-31
- 2 《润泽科技-半年报点评:业绩持续靓丽 AIDC 加速起量，前瞻算力布局扬帆起航！》 2024-08-24
- 3 《润泽科技-季报点评:存货高增算力储备丰富，业绩持续高增未来动能强》 2024-05-01

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,350.79	4,364.83	6,183.32	7,939.56	9,913.51
增长率(%)	60.27	0.32	41.66	28.40	24.86
EBITDA(百万元)	2,323.72	2,675.03	3,918.18	4,782.59	5,740.08
归属母公司净利润(百万元)	1,761.82	1,790.34	2,698.34	3,456.12	4,376.63
增长率(%)	47.03	1.62	50.72	28.08	26.63
EPS(元/股)	1.02	1.04	1.57	2.01	2.54
市盈率(P/E)	45.54	44.82	29.74	23.22	18.33
市净率(P/B)	9.42	8.05	6.78	5.77	4.85
市销率(P/S)	18.44	18.38	12.98	10.11	8.09
EV/EBITDA	19.73	33.41	22.90	18.49	14.96

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,809.67	4,825.76	5,639.73	7,038.52	7,736.68
应收票据及应收账款	1,064.15	1,098.08	1,787.46	2,270.53	2,961.60
预付账款	10.74	23.07	72.00	47.47	98.53
存货	769.65	1,770.11	1,946.30	2,920.79	3,277.10
其他	1,370.15	1,223.94	961.83	1,120.50	1,014.73
流动资产合计	5,024.36	8,940.96	10,407.31	13,397.81	15,088.64
长期股权投资	3.84	2.35	2.35	2.35	2.35
固定资产	9,373.32	13,048.65	13,382.08	13,536.87	13,507.02
在建工程	6,925.83	7,170.45	6,944.88	6,328.15	5,633.93
无形资产	1,127.43	1,269.06	1,253.70	1,238.34	1,222.98
其他	856.08	877.42	877.40	877.40	877.40
非流动资产合计	18,286.49	22,367.92	22,460.41	21,983.11	21,243.68
资产总计	23,310.85	31,308.89	32,867.72	35,380.93	36,332.32
短期借款	100.11	100.11	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	1,969.43	1,738.27	1,373.14	1,281.64	1,197.52
其他	2,214.55	3,658.31	2,732.31	3,015.41	3,307.56
流动负债合计	4,284.10	5,496.68	4,205.45	4,397.05	4,605.09
长期借款	7,600.78	10,500.45	12,000.00	12,000.00	10,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,862.43	3,240.93	3,250.00	3,500.00	3,620.00
非流动负债合计	10,463.21	13,741.37	15,250.00	15,500.00	13,620.00
负债合计	14,765.19	19,758.78	19,455.45	19,897.05	18,225.09
少数股东权益	23.87	1,584.38	1,582.76	1,580.69	1,578.07
股本	1,540.32	1,541.22	1,721.48	1,721.48	1,721.48
资本公积	4,889.48	5,460.58	5,460.58	5,460.58	5,460.58
留存收益	2,144.00	3,028.45	4,647.46	6,721.13	9,347.11
其他	(52.00)	(64.52)	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	8,545.66	11,550.11	13,412.28	15,483.88	18,107.23
负债和股东权益总计	23,310.85	31,308.89	32,867.72	35,380.93	36,332.32

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,757.71	1,818.70	2,698.34	3,456.12	4,376.63
折旧摊销	352.85	734.48	907.50	977.30	1,039.43
财务费用	158.76	259.16	302.58	319.56	287.02
投资损失	(58.65)	(15.25)	(50.00)	(60.00)	(70.00)
营运资金变动	(207.34)	403.88	(1,983.93)	(1,250.11)	(814.63)
其它	(759.41)	(1,106.53)	(2.70)	(3.45)	(4.37)
经营活动现金流	1,243.93	2,094.43	1,871.79	3,439.42	4,814.08
资本支出	4,562.10	4,416.04	990.93	250.00	180.00
长期投资	(0.89)	(1.49)	0.00	0.00	0.00
其他	(9,984.40)	(8,707.36)	(1,940.93)	(690.00)	(410.00)
投资活动现金流	(5,423.19)	(4,292.81)	(950.00)	(440.00)	(230.00)
债权融资	(120.28)	3,237.46	725.65	(219.56)	(2,137.02)
股权融资	3,605.86	(127.89)	(833.48)	(1,381.07)	(1,748.90)
其他	704.52	2,389.17	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	4,190.10	5,498.75	(107.82)	(1,600.63)	(3,885.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	300.00	300.00	300.00
现金净增加额	10.84	3,300.37	1,113.97	1,698.79	998.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,350.79	4,364.83	6,183.32	7,939.56	9,913.51
营业成本	2,237.51	2,229.13	3,111.41	3,982.17	4,958.32
营业税金及附加	36.16	62.72	52.56	63.52	79.31
销售费用	2.79	2.40	3.09	3.97	4.96
管理费用	167.92	144.62	179.32	222.31	267.66
研发费用	101.24	150.48	176.22	222.31	272.62
财务费用	124.66	247.42	302.58	319.56	287.02
资产/信用减值损失	(4.38)	(2.64)	(0.97)	(1.00)	(1.00)
公允价值变动收益	5.86	(0.61)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	58.65	15.25	350.00	360.00	370.00
其他	(159.31)	(311.84)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,779.69	1,827.90	2,707.18	3,484.73	4,412.62
营业外收入	4.29	3.88	4.65	5.58	6.70
营业外支出	6.67	2.51	2.64	2.77	2.91
利润总额	1,777.31	1,829.27	2,709.19	3,487.55	4,416.42
所得税	19.59	10.57	13.55	34.88	44.16
净利润	1,757.71	1,818.70	2,695.65	3,452.67	4,372.25
少数股东损益	(4.11)	28.36	(2.70)	(3.45)	(4.37)
归属于母公司净利润	1,761.82	1,790.34	2,698.34	3,456.12	4,376.63
每股收益（元）	1.02	1.04	1.57	2.01	2.54

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	60.27%	0.32%	41.66%	28.40%	24.86%
营业利润	44.80%	2.71%	48.10%	28.72%	26.63%
归属于母公司净利润	47.03%	1.62%	50.72%	28.08%	26.63%
获利能力					
毛利率	48.57%	48.93%	49.68%	49.84%	49.98%
净利率	40.49%	41.02%	43.64%	43.53%	44.15%
ROE	20.67%	17.96%	22.81%	24.86%	26.48%
ROIC	17.66%	13.49%	15.55%	17.66%	21.05%
偿债能力					
资产负债率	63.34%	63.11%	59.19%	56.24%	50.16%
净负债率	90.42%	70.96%	62.71%	45.93%	25.20%
流动比率	1.17	1.49	2.47	3.05	3.28
速动比率	0.99	1.19	2.01	2.38	2.56
营运能力					
应收账款周转率	6.05	4.04	4.29	3.91	3.79
存货周转率	11.28	3.44	3.33	3.26	3.20
总资产周转率	0.22	0.16	0.19	0.23	0.28
每股指标（元）					
每股收益	1.02	1.04	1.57	2.01	2.54
每股经营现金流	0.72	1.22	1.09	2.00	2.80
每股净资产	4.95	5.79	6.87	8.08	9.60
估值比率					
市盈率	45.54	44.82	29.74	23.22	18.33
市净率	9.42	8.05	6.78	5.77	4.85
EV/EBITDA	19.73	33.41	22.90	18.49	14.96
EV/EBIT	23.26	46.05	29.81	23.24	18.27

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com