

润泽科技 (300442.SZ)

强烈推荐 (维持)

会计核算与机房改造导致业绩短期承压, AIDC 领先助力长期发展

事件: 25 年 4 月 23 日晚间, 公司发布《2024 年年度报告》, 24 年公司实现营业收入 43.65 亿元 (yoy+0.32%)、归母净利润 17.90 亿元 (yoy+1.62%)、扣非归母净利润 17.78 亿元 (yoy+4.07%), 基本每股收益 1.04 元 (yoy+0.97%)。

□ **24 年收入微增, 受会计核算方式修正与机房改造导致增长短期承压。** 24 年公司实现营业收入 43.65 亿元 (yoy+0.32%)、归母净利润 17.90 亿元 (yoy+1.62%)、扣非归母净利润 17.78 亿元 (yoy+4.07%)。单季度来看, 24Q4 公司实现营业收入 9.08 亿元 (yoy-45.64%)、归母净利润 2.77 亿元 (yoy-56.89%)、扣非归母净利润 2.84 亿元 (yoy-51.91%)。短期公司业绩承压主要系:

收入侧: AIDC 业务核算方式由“总额法”转化为“净额法”: 1) 全年收入影响方面: 公司前期 AIDC 业务重点为高性能算力模组的采购与出售 (涉及服务器拆改配), 为了实行更为严谨的收入准则, 公司将 AIDC 收入确认方法由“总额法”调整为“净额法”, 对于公司全年营收造成一定影响 (24 年前三季度更正减少营收 29.53 亿元); 2) 24Q4 收入影响方面: 24Q4 年终结算时基于谨慎性原则对于服务器配件进行重新定价, 考虑到市场价格变化情况, 部分配件发生损失且基于净额法核算形成损失, 抵减单季度主营业务收入。

利润侧: 24 年部分机房改造对于净利润产生约 3 亿元影响。 考虑到外部 AIDC 需求旺盛, 公司 24 年对于部分具备改造的机房进行升级改造, 改造期间客户下架不再计费, 但仍然计提折旧, 24 年内对于净利润约有 3 亿元影响, 且 23、24 年新交付机房折旧摊销增加约 8,501 万元。

□ **IDC 业务伴随改造机房重新上架及新交付机房上架率提升有望重回增长快车道, AIDC 业务 25 年加速超大规模单体智算中心交付, 有望保持领先。**

IDC 业务侧: 24 年实现营业收入 29.14 亿元 (yoy-7.56%), 主要系部分机房改造短期停止计费所致。1) **改造机房进度方面:** 部分改造机房已于 24 年底逐步恢复上架, 截至 25Q1 末改造机房计费机柜总功率已超改造前的 90%。2) **在手机房与资源方面:** 截至 24 年末公司累计交付 14 栋算力中心, 部署机柜数量约 8.2 万架 (成熟算力中心上架率超 90%)。截至 24 年末公司能耗指标储备较 23 年末增加约 130%, 有效支撑公司业务发展。

AIDC 业务侧: 24 年实现营业收入 14.51 亿元 (yoy+21.03%), 短期公司 AIDC 高性能算力模组业务出现波动, 但通过前期引流工作, 公司已积累众多头部 AI 客户入驻, 伴随后续超大规模单体智算中心陆续交付, 公司 AIDC 业务仍有望继续保持领先, 且 AIDC 整体租赁价格将优于传统 IDC 机房。

25 年 IDC 与 AIDC 交付规划与上架节奏: 25 年相对明确将交付 5 栋算力中心, **合计约 420MW:** 1) **传统 IDC (120MW):** 廊坊 A12 (40MW) 已开始布线, 近期即将交付, 预计 25 年趋向成熟; 佛山 A2 (40MW) 正在筹备交付, 预计 25 年底趋向成熟; 惠州 A1 (40MW) 正在筹备交付, 预计 25 年底趋向成熟; 2) **超大规模单体 AIDC (300MW):** 廊坊 B1 (200MW) 正在建设过程中, 当前已和部分客户接触, 建成后将与客户商议业务合同。平湖 B1 (100MW) 建设基本完成, 近期即将交付, 预计 25 年底趋向成熟。

□ **25 年公司毛利率水平有望持续修复, 且保持在较高的稳定水平。**

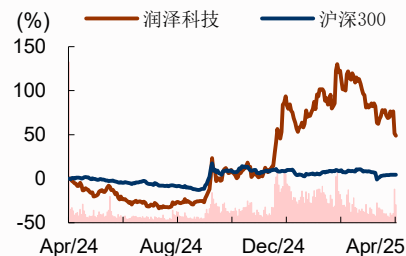
TMT 及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 45.8 元

基础数据

总股本 (百万股)	1721
已上市流通股 (百万股)	554
总市值 (十亿元)	78.8
流通市值 (十亿元)	25.4
每股净资产 (MRQ)	5.8
ROE (TTM)	18.0
资产负债率	63.1%
主要股东	京津冀润泽(廊坊)数字信息
主要股东持股比例	61.14%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-24	40	55
相对表现	-20	44	48



相关报告

- 《润泽科技 (300442) —Q3 营收延续高增, IDC & AIDC 业务全面拓展》2024-10-31
- 《润泽科技 (300442) —AIDC 高速增长, 多元互联网客户顺利拓展》2024-08-25
- 《润泽科技 (300442) —算力基础设施龙头, AIDC 打造第二增长曲线》2024-04-19

梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
孙嘉擎 S1090523040001
sunjiaqing@cmschina.com.cn
朱彦霖 研究助理
zhuyanlin@cmschina.com.cn

1) 毛利率、净利率方面: 24 年公司实现毛利率水平 48.93% (yoy+0.36pct)、净利率水平 41.67% (yoy+1.27pct), 整体保持稳定。

2) 分业务毛利率方面: IDC 业务实现毛利率水平 47.53% (yoy-6.93pct)、AIDC 实现毛利率水平 51.75% (yoy+18.65pct), 24 年新增机房前期上架率较低, 25 年随着上架率快速提升, 交付初期折旧影响将被覆盖, 整体 IDC 业务毛利率水平有望修复。从目前在手订单与投运计划维度来看, 公司预计 25 年整体计费容量可以实现较大幅度增长 (25 年逐季体现), 毛利率也将维持在一个较高的水平之上。

□ 多维融资渠道助力后续扩张, 股权激励高增长目标指引 25-27 年成长方向。

融资渠道方面: 公司当前 1) 现有 14 栋算力中心后续基本皆为现金净流入; 2) 拥有超 300 亿元银行授信; 3) 24 年、25 年发行 2 期超短期融资券; 4) 积极推动公募 REITs 发行, 目前进展顺利。

股权激励方面: 根据公司 23 年限制性股票激励计划, 以 24 年净利润为基数, 25-27 年净利润增长率不低于 50%、75% 与 100%, 基于 25 年在手订单与机房投产安排, 公司管理层将竭力完成激励目标, 切实反馈股东与广大投资者。

□ 投资建议: 预计 25-27 年公司归母净利润分别为 26.81 亿元、35.62 亿元、43.40 亿元, 对应 PE 分别为 29.4 倍、22.1 倍、18.2 倍, 维持“强烈推荐”评级。

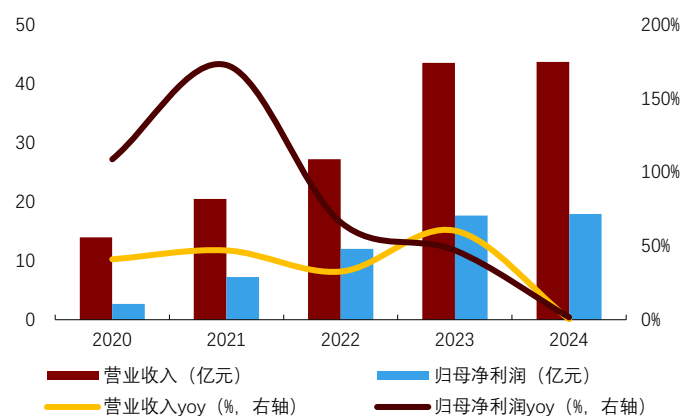
□ 风险提示: IDC 行业竞争加剧、下游客户上架率水平不及预期、PUE 不符合政策要求、宏观经济超预期扰动等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4351	4365	5991	8686	11015
同比增长	60%	0%	37%	45%	27%
营业利润(百万元)	1780	1828	2738	3638	4433
同比增长	45%	3%	50%	33%	22%
归母净利润(百万元)	1762	1790	2681	3562	4340
同比增长	47%	2%	50%	33%	22%
每股收益(元)	1.02	1.04	1.56	2.07	2.52
PE	44.8	44.0	29.4	22.1	18.2
PB	9.3	7.9	6.6	5.5	4.6

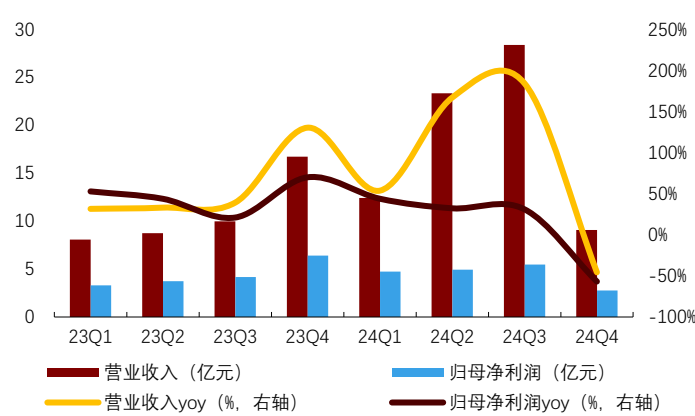
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 2020-2024 公司营收、净利润情况 (亿元, %)



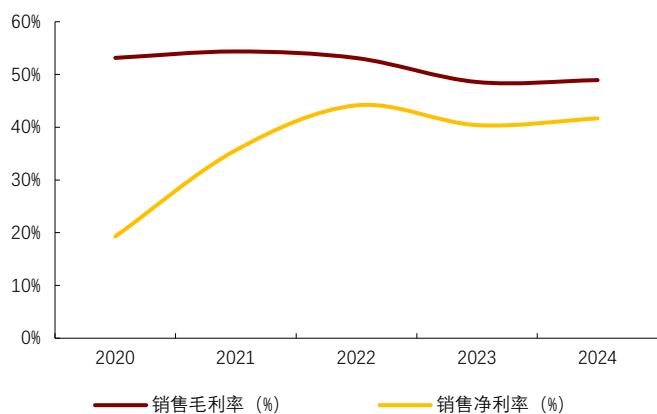
资料来源: 公司公告、iFinD、招商证券

图 2: 23Q1-24Q4 公司营收、净利润情况 (亿元, %)



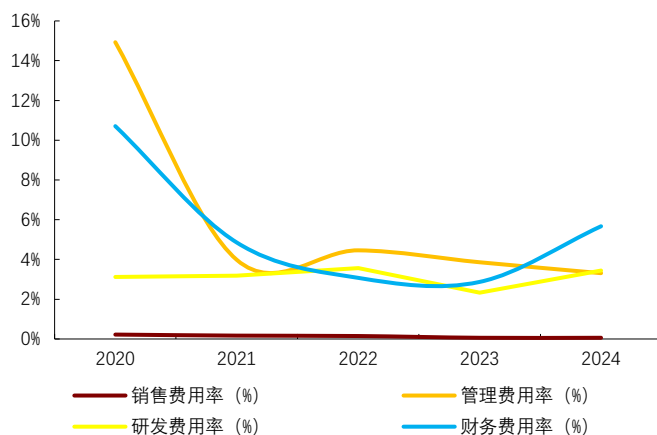
资料来源: iFinD、招商证券

图 3: 2020-2024 公司毛利率、净利率情况 (%)



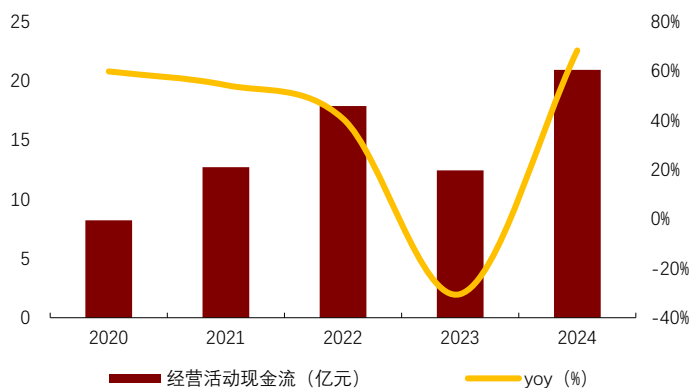
资料来源: 公司公告、iFinD、招商证券

图 4: 2020-2024 公司费用率情况 (%)



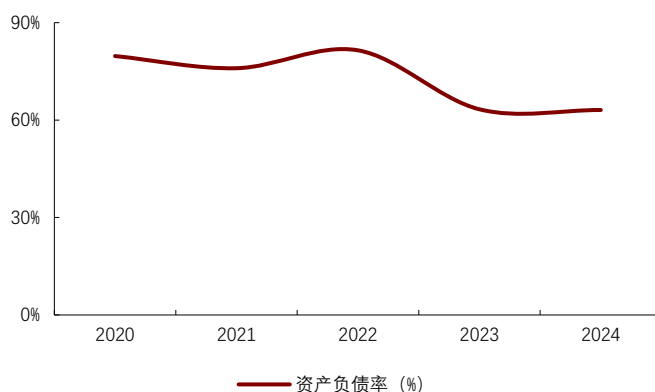
资料来源: 公司公告、iFinD、招商证券

图 5: 2020-2024 公司经营性现金流情况 (亿元, %)



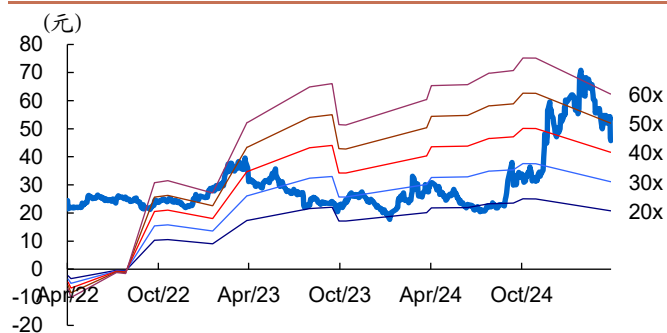
资料来源: 公司公告、iFinD、招商证券

图 6: 2020-2024 公司资产负债率情况 (%)



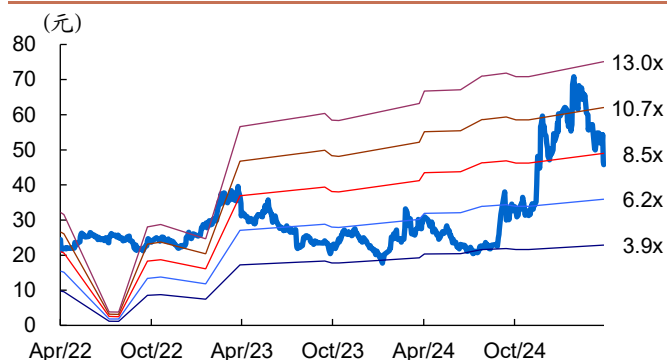
资料来源: 公司公告、iFinD、招商证券

图 7: 润泽科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 8: 润泽科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5024	8941	6343	8909	11423
现金	1810	4826	772	575	690
交易性投资	506	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1064	1098	1507	2185	2771
其它应收款	19	91	125	182	230
存货	770	1770	2353	3666	4811
其他	856	1156	1585	2302	2921
非流动资产	18286	22368	25596	28579	31337
长期股权投资	4	2	2	2	2
固定资产	9373	13049	16442	19574	22466
无形资产商誉	1512	1654	1488	1340	1206
其他	7397	7663	7663	7663	7663
资产总计	23311	31309	31938	37488	42760
流动负债	4302	6017	4569	7707	10173
短期借款	100	100	0	720	1077
应付账款	1969	1738	2311	3600	4724
预收账款	18	521	692	1078	1415
其他	2215	3658	1567	2309	2957
长期负债	10463	13741	13741	13741	13741
长期借款	7601	10500	10500	10500	10500
其他	2862	3241	3241	3241	3241
负债合计	14765	19759	18311	21449	23914
股本	1540	1541	1721	1721	1721
资本公积金	4837	5396	5456	5456	5456
留存收益	2144	3028	4823	7179	9916
少数股东权益	24	1584	1627	1683	1752
归属于母公司所有者权益	8522	9966	12001	14356	17093
负债及权益合计	23311	31309	31938	37488	42760

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1244	2094	3374	4570	5642
净利润	1758	1819	2723	3618	4409
折旧摊销	353	734	1168	1412	1637
财务费用	159	259	180	200	200
投资收益	(59)	(15)	(315)	(315)	(315)
营运资金变动	(977)	(657)	(382)	(346)	(290)
其它	10	(46)	0	0	0
投资活动现金流	(5423)	(4293)	(4081)	(4081)	(4081)
资本支出	(4794)	(4888)	(4395)	(4395)	(4395)
其他投资	(629)	596	315	315	315
筹资活动现金流	4190	5499	(3347)	(686)	(1446)
借款变动	315	6209	(2521)	720	357
普通股增加	900	1	180	0	0
资本公积增加	3594	559	60	0	0
股利分配	(1241)	(1412)	(886)	(1206)	(1603)
其他	622	142	(180)	(200)	(200)
现金净增加额	11	3300	(4054)	(197)	115

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4351	4365	5991	8686	11015
营业成本	2238	2229	2963	4616	6058
营业税金及附加	36	63	86	125	158
营业费用	3	2	3	5	6
管理费用	168	145	168	200	220
研发费用	101	150	168	217	253
财务费用	125	247	180	200	200
资产减值损失	(4)	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	6	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	39	290	300	300	300
投资收益	59	15	15	15	15
营业利润	1780	1828	2738	3638	4433
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	7	3	3	3	3
利润总额	1777	1829	2739	3639	4435
所得税	20	11	16	21	26
少数股东损益	(4)	28	42	56	69
归属于母公司净利润	1762	1790	2681	3562	4340

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	60%	0%	37%	45%	27%
营业利润	45%	3%	50%	33%	22%
归母净利润	47%	2%	50%	33%	22%
获利能力					
毛利率	48.6%	48.9%	50.5%	46.9%	45.0%
净利率	40.5%	41.0%	44.7%	41.0%	39.4%
ROE	30.8%	19.4%	24.4%	27.0%	27.6%
ROIC	12.3%	9.7%	11.9%	14.9%	16.0%
偿债能力					
资产负债率	63.3%	63.1%	57.3%	57.2%	55.9%
净负债比率	40.9%	41.6%	32.9%	29.9%	27.1%
流动比率	1.2	1.5	1.4	1.2	1.1
速动比率	1.0	1.2	0.9	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
存货周转率	5.8	1.8	1.4	1.5	1.4
应收账款周转率	6.0	4.0	4.6	4.7	4.4
应付账款周转率	1.5	1.2	1.5	1.6	1.5
每股资料(元)					
EPS	1.02	1.04	1.56	2.07	2.52
每股经营净现金	0.72	1.22	1.96	2.65	3.28
每股净资产	4.95	5.79	6.97	8.34	9.93
每股股利	0.46	0.47	0.70	0.93	1.13
估值比率					
PE	44.8	44.0	29.4	22.1	18.2
PB	9.3	7.9	6.6	5.5	4.6
EV/EBITDA	43.5	35.1	24.0	18.7	15.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。