

业绩短期承压，在手订单充足，未来增长可期

核心观点

公司目前是国内领先的数据中心整体解决方案提供商，提供大规模、高性能的数据中心集群。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，目前全国合计布局了约 61 栋智算中心、32 万架机柜，2024 年末能耗指标较 2023 年末增长约 130%。截至 2024 年末，公司累计交付 14 栋算力中心，部署机柜约 8.2 万架，成熟算力中心上架率超过 90%。公司在手订单充足，京津冀、长三角及大湾区三大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。受益于 AI 技术高速发展及大模型集群效应显著增强，智算需求快速增长，公司业绩未来可期。

事件

2024 年，公司实现营业收入 43.65 亿元，同比增长 0.32%；归母净利润 17.90 亿元，同比增长 1.62%。

简评

1、四季度业绩短期承压，不利因素逐渐消除。

2024 年，公司实现营业收入 43.65 亿元，同比增长 0.32%；归母净利润 17.90 亿元，同比增长 1.62%；扣非归母净利润 17.78 亿元，同比增长 4.07%。2024Q4，公司实现营业收入 9.08 亿元，同比下降 45.64%，环比下降 29.75%；归母净利润 2.77 亿元，同比下降 56.89%，环比下降 49.45%；扣非归母净利润 2.84 亿元，同比下降 51.91%，环比下降 47.79%。公司四季度业绩承压，一方面是公司 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，改造中的数据中心客户需下架，短期影响公司收入；另一方面是，AIDC 竞争兴起，高性能算力模组出售业务盈利空间大幅下滑。当前影响业绩的不利因素逐渐消除，截止 2025 年 3 月末，公司改造的数据中心计费机柜总功率已超改造前的 90%，同时，公司表示将逐渐减少高性能算力模组出售业务投入，专注于新一代智算中心的建设交付。

润泽科技 (300442.SZ)

维持

增持

阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518040002

SFC 编号:BNS315

刘永旭

liuyongxu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070014

SFC 编号:BFV090

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440513090003

SFC 编号:BEM208

发布日期：2025 年 04 月 28 日

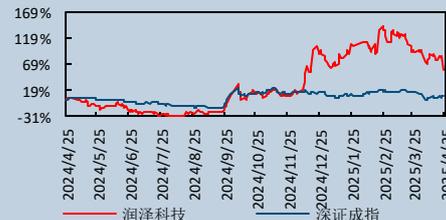
当前股价：45.80 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|-------------------|---------------|---------------|-------------|
| 12 月最高/最低价 (元) | -23.65/-21.43 | -23.95/-25.25 | 52.51/44.30 |
| 总股本 (万股) | | | 172,148.16 |
| 流通 A 股 (万股) | | | 55,425.24 |
| 总市值 (亿元) | | | 788.44 |
| 流通市值 (亿元) | | | 253.85 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | | 3689.91 |
| 主要股东 | | | |
| 京津冀润泽(廊坊)数字信息有限公司 | | | 61.14% |

股价表现



毛利率保持稳定，期间费用率有所提升。2024 年，公司毛利率 48.93%，同比提升 0.18pct；净利率 41.67%，同比提升 1.17pct。2024 年，公司期间费用率为 12.48%，同比增加 3.37pct，其中，销售费用率 0.06%，同比下降 0.01pct；研发费用率 3.45%，同比增加 1.12pct，主要是加大研发投入所致；管理费用率 3.31%，同比下降 0.55pct；财务费用率 5.67%，同比增加 2.80pct，主要系在建工程转固，相应利息开始费用化所致。

2、能耗指标大幅增长，在手订单充足。

公司已在北京、长三角、大湾区、成渝经济圈、甘肃、海南等 6 大核心区域，规划完成了 7 个 AIDC 智能算力基础设施集群，合计规划 61 栋智算中心、约 32 万架机柜，2024 年末能耗指标较 2023 年末增长约 130%，在公司七大园区中，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。截至 2024 年末，公司累计交付 14 栋算力中心，部署机柜约 8.2 万架，成熟算力中心上架率超过 90%。公司平湖园区单体 100MW 和廊坊园区单体 200MW 两栋新一代智算中心预计 2025 年完成投运，京津冀、长三角及大湾区三大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。同时，公司 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，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%，短期对业绩的不利影响已基本消除。

3、盈利预测与投资建议

公司目前是国内领先的数据中心整体解决方案提供商，提供大规模、高性能的数据中心集群。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，目前全国合计布局了约 61 栋智算中心、32 万架机柜，2024 年末能耗指标较 2023 年末增长约 130%。截至 2024 年末，公司累计交付 14 栋算力中心，部署机柜约 8.2 万架，成熟算力中心上架率超过 90%。公司在手订单充足，京津冀、长三角及大湾区三大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。受益于 AI 技术高速发展及大模型集群效应显著增强，智算需求快速增长，公司业绩未来可期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.93 亿元、32.53 亿元和 37.80 亿元，对应当前市值 PE 为 29x、24x、21x，维持“增持”评级。

表：润泽科技盈利预测

| 指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 4,350.79 | 4,364.83 | 6,354.74 | 7,523.63 | 8,611.70 |
| 增长率 (%) | 60.27 | 0.32 | 45.59 | 18.39 | 14.46 |
| 归母净利润 (百万元) | 1,761.82 | 1,790.34 | 2,692.78 | 3,252.74 | 3,779.88 |
| 增长率 (%) | 47.03 | 1.62 | 50.41 | 20.80 | 16.21 |
| PE | 44.75 | 44.04 | 29.28 | 24.24 | 20.86 |

数据来源：wind，中信建投

4、风险提示：

国家节能政策变化风险：2021 年 12 月河北省发改委印发相关政策通知，提出到 2025 年，电能利用效率 1.3 以上的大型和超大型存量数据中心依法依规全部腾退关停。截至目前，公司正在交付及在建的数据中心设计 PUE 已降到 1.3 以下，部分已运营的数据中心实际 PUE 也已降到 1.3 以下。但最终 PUE 值尚需届时有关主管部门对 PUE 的监察检查或认定，仍然存在实际运行效果未能满足 1.3 以下的可能性，或者国家届时出台更加严格的节能政策，将会给公司带来相应的经营风险或经济损失。

IDC 项目建设交付进度不及预期。如果 IDC 项目建设由于各种原因导致进度不及预期，则会造成项目交付延迟，对公司未来收入增长造成负面影响。

市场竞争加剧。IDC 机柜租金价格采用市场化方式确定，如果未来市场整体机柜投放数量增加，则会导致供给大于需求的情况出现，机柜租金价格下降，对公司收入和盈利能力造成不利影响。

市场需求不及预期等。客户在机柜上架后向公司支付租金，如果未来客户自身业务发展情况不佳，则会导致客户的机柜上架进度较慢，进而导致公司业务收入增长放缓。

分析师介绍

阎贵成

中信建投证券通信行业首席分析师，北京大学学士、硕士，近 8 年中国移动工作经验，9 年多证券行业研究工作经验。目前专注于人工智能、云计算、物联网、卫星互联网、5G/6G、光通信等领域研究，曾多次获得证券行业各大评选的通信行业第一名，如新财富、水晶球、金麒麟、上证报、Wind 等。

刘永旭

中信建投证券通信行业联席首席分析师，南开大学学士、硕士，曾从事军工行业研究工作，2020 年加入中信建投通信团队，主要研究云计算 IDC、工业互联网、通信新能源、卫星应用、专网通信等方向。2020-2021 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员。

武超则

中信建投证券研究所所长兼国际业务部负责人，董事总经理，TMT 行业首席分析师。新财富白金分析师，2013-2020 年连续八届新财富最佳分析师通信行业第一名；2014-2020 年连续七届水晶球最佳分析师通信行业第一名。专注于 5G、云计算、物联网等领域研究。中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会委员。

研究助理

朱源哲

zhuyuanzhe@csc.com.cn

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk