

润泽科技（300442.SZ）

优于大市

积极储备稀缺能耗资源，稳步推进智算中心建设交付

核心观点

润泽科技 2024 年总营业收入 43.65 亿元，同比上升 0.32%；归母净利润 17.9 亿元，同比上升 1.62%；扣非归母净利润 17.78 亿元，同比上升 4.07%。公司 2025 年一季度单季营收 11.98 亿元，同比上升 21.4%，环比上升 32%；归母净利润 4.3 亿元，同比下降 9%，环比上升 55.5%。2024 年，董事会提议，拟向全体股东按每 10 股派发现金红利 1.288 元（含税）。

公司正经历 IDC 向 AIDC 升级阵痛期，业绩短期承压。2024 年公司 IDC 业务实现营收 29.14 亿元（占占比 66.8%），同比下降 7.6%，IDC 业务毛利率 47.53%，同比减少 6.9pct。IDC 业务短期承压主要原因为：对早期的多栋低功率数据中心进行升级改造，改造期间不形成服务费用，但同时折旧费用仍在发生。公司目前已逐步恢复上架，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%。

公司 AIDC 业务快速发展，已引入众多头部优质客户。2024 年公司 AIDC 业务实现营收 14.5 亿元，同比增长 21%，AIDC 业务毛利率 51.7%，同比上升 18.6pct。公司通过“引流策略”吸引了众多优质头部 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。目前，公司京津冀、长三角及大湾区三大园区已交付和即将交付的算力中心全部取得投产订单。

公司稳步推进 7 个智算集群建设与交付，积极储备稀缺能耗资源，申请了国内首个 IDC 服务 REITs。（1）公司已在全国 6 大区域建成了 7 个智算基础设施集群，公司在全国合计规划约 61 栋智算中心、32 万架机柜。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。今年预计还将交付 5 栋算力中心，合计约 420MW（包括廊坊 B1 的 200MW、平湖 B1 的 100MW、佛山园区两栋楼的 80MW、惠州园区的 40MW）。（2）公司仍在扩充土地能耗资源，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）已全部取得能耗资源，2024 年公司能耗指标储备较 2023 年末增加约 130%。（3）公司申请了行业内首批公募 REITs，通过多元融资方式扩展主营业务，并积极实施横向并购巩固其市场地位。

风险提示：AI 发展不及预期、行业资本开支不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：公司近期升级 AIDC 机柜处在阵痛期，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.93/32.92/40.30 亿元（前次预测 2025-2026 年归母净利润分别为 34.42/39.72 亿元），当前股价对应 PE 分别为 30/24/19X，对应 EV/EBITDA 分别为 27/22/18x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,351	4,365	6,306	7,970	9,790
(+/-%)	60.3%	0.3%	44.5%	26.4%	22.8%
净利润(百万元)	1762	1790	2693	3292	4030
(+/-%)	47.0%	1.6%	50.4%	22.2%	22.4%
每股收益(元)	1.02	1.04	1.56	1.91	2.34
EBIT Margin	41.5%	40.7%	41.8%	42.0%	42.5%
净资产收益率(ROE)	30.8%	19.4%	24.6%	25.1%	25.6%
市盈率(PE)	45.2	44.5	29.6	24.2	19.8
EV/EBITDA	43.8	39.6	27.3	22.3	18.1
市净率(PB)	9.32	6.90	5.88	5.04	4.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信服务

证券分析师：袁文翀

021-60375411

yuanwenchong@guosen.com.cn

S0980523110003

证券分析师：徐文辉

021-60375426

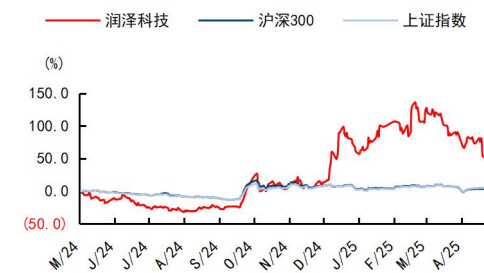
xuwenhui@guosen.com.cn

S0980524030001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	46.30 元
总市值/流通市值	79705/25662 百万元
52 周最高价/最低价	74.80/20.67 元
近 3 个月日均成交额	2168.03 百万元

市场走势



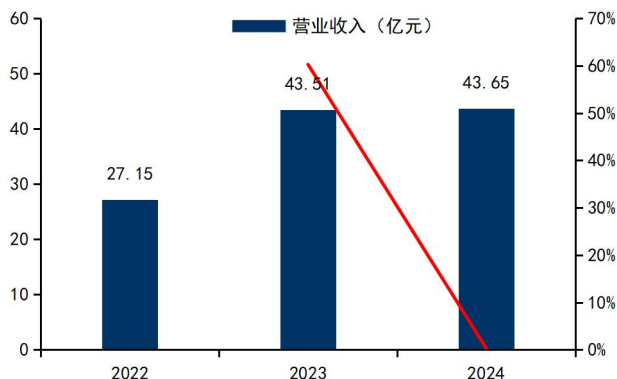
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《润泽科技（300442.SZ）-全国布局初见成效，算力数据中心前景可期》——2024-08-25
- 《润泽科技（300442.SZ）-积极推进液冷与智算布局，分红回馈股东》——2024-04-20
- 《润泽科技（300442.SZ）-智算业务拓展顺利，传统 IDC 稳步推进》——2024-01-31
- 《润泽科技（300442.SZ）-项目交付稳步推进，积极布局液冷智算中心》——2023-11-02
- 《润泽科技（300442.SZ）-园区级数据中心企业重组上市，联合运营商高速发展》——2023-08-02

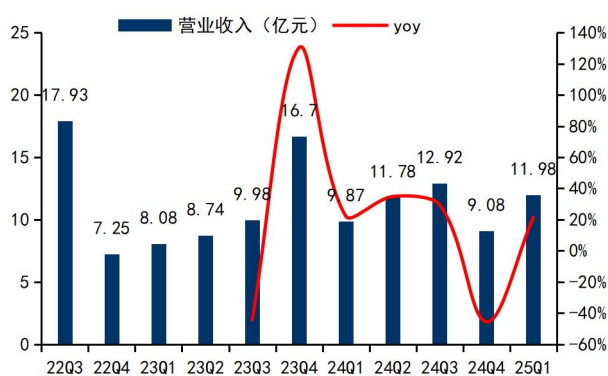
公司 2024 年总营业收入 43.65 亿元，同比上升 0.32%；归母净利润 17.9 亿元，同比上升 1.62%；扣非归母净利润 17.78 亿元，同比上升 4.07%。公司 2025 年一季度单季营收 11.98 亿元，同比上升 21.4%，环比上升 32%；归母净利润 4.3 亿元，同比下降 9%，环比上升 55.5%。

图1：润泽科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



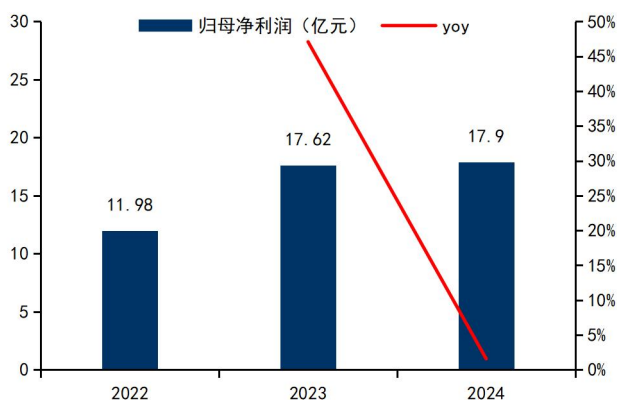
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：润泽科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：润泽科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：润泽科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

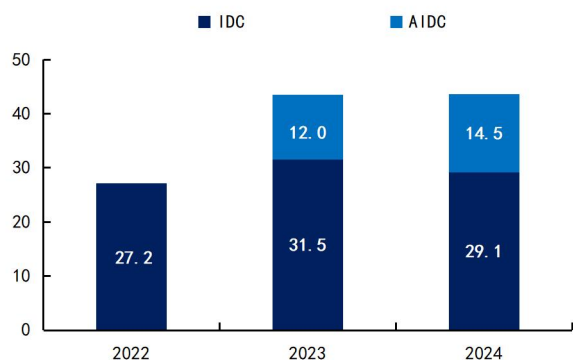


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

IDC 低功率机房改造及新增机房折旧致短期业绩承压。2024 年公司 IDC 业务实现营收 29.14 亿元，同比下降 7.6%，IDC 业务毛利率 47.53%，同比-6.9pct。公司 IDC 业务业绩承压主要原因为 1) 对早期交付的多栋低功率数据中心进行升级改造并阶段性加大优惠力度以迅速获得订单，2) 新增交付机房带来折旧摊销提升。公司目前已逐步恢复上架，截至 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%。

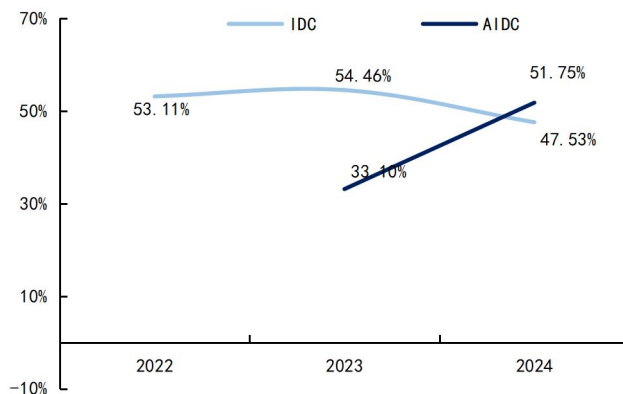
AIDC 业务客户资源持续突破。2024 年公司 AIDC 业务实现营收 14.5 亿元，同比增长 21%，AIDC 业务毛利率 51.7%，同比上升 18.6pct。公司通过“引流策略”吸引了众多优质头部 AI 客户入驻，并在客户多样性方面取得了重大突破。目前，公司京津冀、长三角及大湾区三大园区已交付和即将交付的算力中心全部取得投产订单，并预计于 2025 年完成上架。

图5: 公司主营业务收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

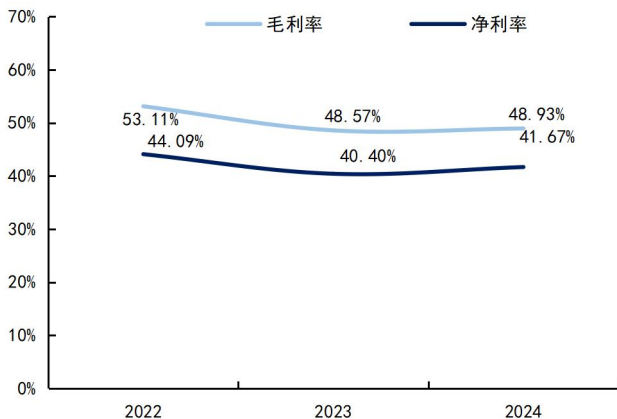
图6: 公司分业务毛利率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

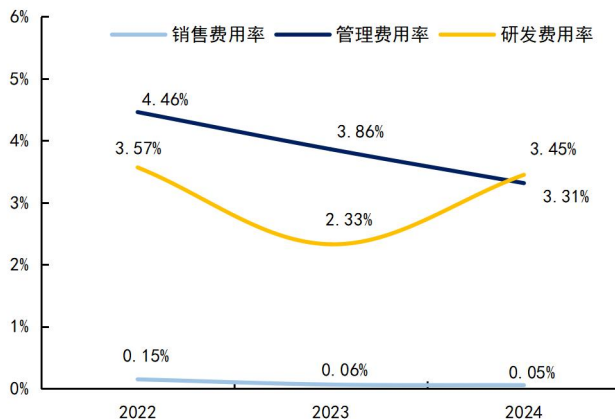
公司 2022-2024 年盈利能力总体保持稳定。2024 年公司毛利率 48.93%，同比上升 0.4pct，净利率 41.67%，同比上升 1.27pct。公司费用率总体保持稳定。2024 年公司三项费用率合计 6.82%，同比上升 0.6pct，销售/管理/研发费用率分别为 0.05%/3.45%/3.31%。

图7: 润泽科技毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

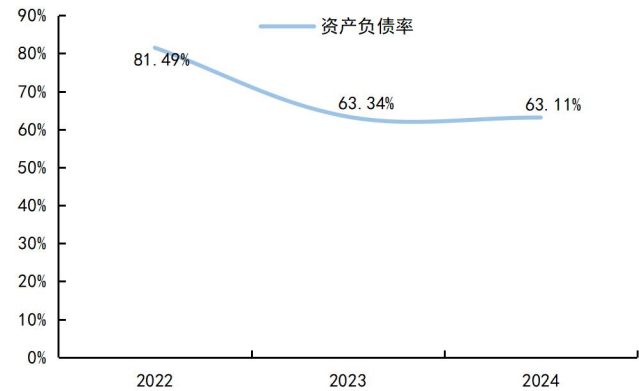
图8: 润泽科技三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 润泽科技经营性现金流情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 润泽科技偿债能力情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

机柜规模稳步扩大，公司逐步推进智算中心建设与交付。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，2024 全年新交付 6000 架机柜。目前公司已在全国 6 大区域建成了 7 个智算基础设施集群，全国合计规划约 61 栋智算中心、32 万架机柜。公司逐步推进全国 7 个智算基础设施集群的建设和交付，2025 年公司将全力保障廊坊 A 区、平湖 A 区、佛山一期、惠州一期在手订单顺利上架，全力推进廊坊 B 区 200MW、平湖 B 区 100MW 的新一代智算中心年内交付投运，以及重点保障重庆一期工程顺利投运。

拓展多元融资渠道，加速资源集聚。公司已交付的 14 栋算力中心可提供持续稳定的现金净流入，同时公司表示银行授信额度充足、银行间融资渠道通畅；公司申请的行业内首批公募 REITs，已被证监会和交易所受理，目前进展顺利。整体来看，基于行业分散竞争的现状，公司在资金储备、多元融资渠道上的核心优势，有助于公司加快实施横向并购战略，加速集聚行业优质资源，提升公司市场份额和行业地位。

公司 2025-2027 年营收预测如下：

表1: 润泽科技营收预测拆分（单位：亿元、%）

收入分类预测 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
IDC 业务					
收入	31.52	29.14	37.15	45.47	53.93
增长率	16.10%	-7.56%	27.51%	22.39%	18.60%
毛利率	54.46%	47.53%	45.95%	45.17%	45.31%
AIDC 业务					
收入	11.99	14.51	25.91	34.22	44.58
增长率		21.03%	78.52%	32.11%	30.27%
毛利率	33.1%	51.7%	53.48%	53.66%	53.83%
收入合计	43.51	43.65	63.06	79.70	98.51
增长率	60.27%	0.32%	44.47%	26.38%	23.61%
毛利率	48.6%	48.9%	49.0%	48.8%	49.2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司近期升级 AIDC 机柜处在阵痛期，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.93/32.92/40.30 亿元（前次预测 2025-2026

年归母净利润分别为 34.42/39.72 亿元），当前股价对应 PE 分别为 30/24/19X，对应 EV/EBITDA 分别为 27/22/18x，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司盈利预测估值比较（更新至 2025 年 4 月 29 日）

公司代码	公司名称	收盘价 (4月29日)	总市值 (亿元)	投资评级	归母净利润（亿元）			EBITDA			EV/EBITDA		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
300442.SZ	润泽科技	46.6	797	优于大市	17.9	26.93	32.92	25.1	36.45	45.14	39.63	27.31	22.27
300738.SZ	奥飞数据	22.89	225	无评级	1.24	2.2	3.43	7.45	11.81	14.53	33.34	23.36	18.98
603881.SH	数据港	31.73	190	无评级	1.32	1.79	2.20	9.59	10.9	11.75	19.16	19.69	18.27
300383.SZ	光环新网	14.02	252	无评级	3.81	3.94	4.43	12.93	15.28	17.78	23.27	20.24	17.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；奥飞数据、数据港、光环新网估值取自 Wind 一致预期

风险提示：AI 发展不及预期、行业资本开支不及预期、行业竞争加剧。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1810	4826	4000	4000	3000	营业收入	4351	4365	6306	7970	9790
应收款项	1064	1098	1555	1965	2414	营业成本	2238	2229	3213	4077	4976
存货净额	770	1770	1761	2234	2726	营业税金及附加	36	63	88	112	137
其他流动资产	864	1224	321	408	498	销售费用	3	2	4	5	6
流动资产合计	5024	8941	7669	8648	8688	管理费用	168	145	177	207	245
固定资产	16299	20219	23259	25239	26004	研发费用	101	150	189	223	264
无形资产及其他	1127	1269	1218	1168	1117	财务费用	125	247	324	381	402
其他长期资产	856	877	1261	1594	1958	投资收益	59	15	10	10	10
长期股权投资	4	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(4)	(3)	0	0	0
资产总计	23311	31309	33410	36651	37769	其他收入	49	290	400	350	300
短期借款及交易性金融负债	1936	2521	4187	4653	2191	营业利润	1780	1828	2720	3325	4071
应付款项	1969	1738	1761	2234	2726	营业外净收支	(2)	1	0	0	0
其他流动负债	379	1237	102	129	157	利润总额	1777	1829	2720	3325	4071
流动负债合计	4302	6017	6113	7096	5172	所得税费用	20	11	27	33	41
长期借款及应付债券	7601	10500	10500	10500	10500	少数股东损益	(4)	28	0	0	0
其他长期负债	2862	3241	3241	3241	3241	归属于母公司净利润	1762	1790	2693	3292	4030
长期负债合计	10463	13741	13741	13741	13741	现金流量表（百万元）	2020	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	14765	19759	19854	20837	18913	净利润	1762	1790	2693	3292	4030
少数股东权益	24	1584	1584	1584	1584	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	8522	9966	11972	14229	17272	折旧摊销	353	734	1011	1171	1286
负债和股东权益总计	23311	31309	33410	36651	37769	公允价值变动损失	(6)	1	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	125	247	324	381	402
每股收益	1.02	1.04	1.56	1.91	2.34	营运资本变动	(419)	(276)	(1124)	(462)	(501)
每股红利	0.52	0.40	0.60	0.57	0.70	其它	(446)	(155)	314	371	392
每股净资产	4.97	6.71	7.87	9.19	10.95	经营活动现金流	1244	2094	2894	4371	5206
ROIC	12%	10%	11%	12%	14%	资本开支	(4794)	(4888)	(4000)	(3100)	(2000)
ROE	31%	19%	25%	25%	26%	其它投资现金流	(629)	596	(374)	(323)	(354)
毛利率	49%	49%	49%	49%	49%	投资活动现金流	(5423)	(4293)	(4374)	(3423)	(2354)
EBIT Margin	41%	41%	42%	42%	43%	权益性融资	4494	559	0	0	0
EBITDA Margin	50%	58%	58%	57%	56%	负债净变化	641	6075	1666	466	(2462)
收入增长	60%	0%	44%	26%	23%	支付股利、利息	(820)	(888)	(687)	(1034)	(988)
净利润增长率	47%	2%	50%	22%	22%	其它融资现金流	1157	3175	1666	466	(2462)
资产负债率	63%	63%	59%	57%	50%	融资活动现金流	4190	5499	654	(949)	(3852)
息率	1.1%	0.9%	1.3%	1.2%	1.5%	现金净变动	11	3300	(826)	0	(1000)
P/E	45.2	44.5	29.6	24.2	19.8	货币资金的期初余额	1396	1810	4826	4000	4000
P/B	9.3	6.9	5.9	5.0	4.2	货币资金的期末余额	1810	4826	4000	4000	3000
EV/EBITDA	43.8	39.6	27.3	22.3	18.1	企业自由现金流	(3074)	(2665)	(1505)	921	2905
						权益自由现金流	(2557)	3164	(161)	1010	45

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032