

润建股份（002929）

短期业绩承压，算力+应用双轮驱动未来空间广阔

事件：

润建股份发布 2024 年报及 2025 年一季报。24 年实现营收 91.99 亿元，同比增长 4.23%，实现归母净利润 2.47 亿元，同比下滑 43.77%。25Q1 实现营业收入 23.79 亿元，同比增长 11.24%，实现归母净利润 6933 万元，同比下滑 45.62%。

24Q4 单季度营收重回快速增长，实现营收 26.51 亿元，同比增长 27.79%，主要来源于部分数字、能源网络业务落地实现营收，算力网络业务实现快速增长；24Q4 归母净利润亏损 4312.72 万元，主要系公司基于外部环境变化，对存货跌价准备的估计更加谨慎，整体准备计提增加所致。

毛利率承压，期待回升。由于部分大型项目落地，24 年毛利率略微下降至 15.67%（同比下降 2.25 个百分点），25Q1 持续承压下降至 14.07%（同比下降 3 个百分点）。其中 2024 年通信网络业务、能源网络业务毛利率基本维持稳定，数字网络业务毛利率下滑 5.05 个百分点，幅度较大。随着公司 AI 及算力业务不断布局，有望实现快速增长，我们期待毛利率企稳回升。

受存货计提影响，公司 24 年净利润下滑较大。公司 2024 年存货跌价损失及合同履约成本减值损失 7311 万元，24 年存货跌价准备计提比例 3.64%，相比 23 年计提比例 0.28%、22 年计提比例 1.50% 有较大幅度上升。

50 亿资产池赋能后续 AI 业务开展：公司前期发布公告，开展资产池业务，总计不超过人民币 50 亿元的资产池额度，为公司拓展算力网络相关业务进行赋能，满足业务发展的资金需求相关布局与进展也预期会有持续显现。

算力业务前瞻布局，五象云谷 AIDC 迎高速发展机遇：

公司前瞻布局算力业务，利用自身五象云谷数据中心，进行算力业务拓展。五象云谷是面向国内及东盟国家客户提供数据服务、算力服务的高等级数据中心。三期规划建设 20000 个机柜，一期已投资建成 6000 个机柜规模。在算力业务拓展方面，公司目前已有较好客户资源，阿里云、百度等需求有望成为公司算力重要支柱与增量。

① 2023 年，五象云谷与阿里云签署了《合作协议》，拟就“中国-东盟智算云”项目及“数字经济创新中心”项目开展合作，为客户提供算力服务与数字化云。

② 与百度智能云紧密合作，正式部署百度大模型到五象云谷智算中心。

③ 与华为签署合作，加强与华为在新能源、算力、人工智能、数字化等领域的合作，双方还计划在智算中心、AI 大模型、大模型应用与云资源平台等领域拓展合作，并在润建股份五象云谷启动搭建基础云服务平台与昇腾算力中心测试环境。

④ 算力运维领域也实现中标，24 年成功中标全球运营商最大单体智算中心——内蒙古某单位智算中心运维项目，为智算中心提供全方位智能运维服务。

B 端应用持续布局，迎接应用开花时代

公司自 2023 年发布自研“曲尺”人工智能开放平台以来，已在多个行业场景成功实现应用落地。润建人工智能展厅将 Bytipping 开发者作业平台、数据标注、AI 模型生产线等复杂技术的演绎化繁为简，让体验更加直观。同时，大家还可感受结合 AI Agent 能力的全新数字人交互体验。在应用布局体现在：

① 在 2024 年，CV 大模型已成功部署在五象云谷智算中心，在 CV 大模型及 AI 智能助手等人工智能技术的赋能下，润建股份全面升级了数智城管系列产品，借助“人工智能+城市治理”创新模式，推动城市管理与服务更加精细化。

② 润建股份在南宁中关村成立了数据标注基地，同时与国内多所高校合作，组建数据标注团队，专注于为行业内 AI 应用提供精准、丰富的标注数据，可支撑内外部在大数据交易规模、增强数据流通效率、发挥数据要素乘数作用等探索服务，不断挖掘激活数据要素价值，加快培育发展更多新质生产力。

③ 低空经济领域布局。润建股份作为全品类无人飞行平台与低空经济 AI+行业应用专家，为天津宝坻区打造农村人居环境长效管理平台，该平台通过 AI 视觉识别大模型、无人机等现代技术，基于 AI 非现场执法系统，创新实现将乡村低空基础设施纳入公共基础设施体系。

④ 部署 DeepSeek-R1，DeepSeek-R1 的逻辑推理能力显著减少了提示词设计和部分 workflow 设计的复杂性，使得开发智能体的效率提升了 15% 左右。随着 DeepSeek-R1 的部署上线，润建股份曲尺私有化部署以及微调过的模型已经超过 15+，大大丰富了在大模型应用开发的选择。

盈利预测与投资建议：受 24 年及 25Q1 整体经营情况影响，公司毛利率有所承压同时存货跌价损失计提比例提升，同时考虑股权激励费用，我们调整 25-26 年归母净利润为 2.7/4.7（原值为 5.0/6.6 亿元），预计 27 年归母净利润为 7.4 亿元，对应 25-27 年 PE 估值为 57/32/21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧影响利润率，项目确认收入节奏问题，算力进展不及预期的风险

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	51.95 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	284.08
流通 A 股股本(百万股)	210.56
A 股总市值(百万元)	14,758.12
流通 A 股市值(百万元)	10,938.63
每股净资产(元)	21.96
资产负债率(%)	66.09
一年内最高/最低(元)	75.31/23.47

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《润建股份-公司点评:DeepSeek 催生行业红利，阿里云有望开启公司全新机遇》 2025-02-11
- 《润建股份-半年报点评:短期业绩承压，期待能源业务确收+盈利能力改善，算力布局未来可期》 2024-09-03
- 《润建股份-年报点评报告:业绩承压，算力赋能新增长动能，期待信息网络业务反转》 2024-05-06

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,825.81	9,198.73	10,532.82	12,907.58	15,688.71
增长率(%)	8.17	4.23	14.50	22.55	21.55
EBITDA(百万元)	1,102.06	1,119.73	697.65	937.29	1,267.70
归属母公司净利润(百万元)	438.53	246.57	269.17	471.43	741.57
增长率(%)	3.39	(43.77)	9.17	75.14	57.30
EPS(元/股)	1.54	0.87	0.95	1.66	2.61
市盈率(P/E)	34.80	61.89	56.70	32.37	20.58
市净率(P/B)	2.59	2.47	2.38	2.21	2.00
市销率(P/S)	1.73	1.66	1.45	1.18	0.97
EV/EBITDA	8.45	6.18	18.35	13.00	9.41

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	1,919.42	1,987.99	1,726.39	2,028.42	2,353.31
应收票据及应收账款	5,432.43	6,333.31	7,710.45	8,424.03	9,879.46
预付账款	159.54	191.33	154.35	257.20	228.55
存货	1,739.68	1,920.76	1,931.04	2,305.43	2,110.42
其他	741.07	1,770.69	1,653.38	2,191.55	2,434.09
流动资产合计	9,992.14	12,204.08	13,175.60	15,206.63	17,005.82
长期股权投资	102.71	99.37	99.37	99.37	99.37
固定资产	776.39	1,134.13	1,211.16	1,265.71	1,296.78
在建工程	436.97	286.72	292.03	295.22	297.13
无形资产	69.50	104.10	83.98	63.86	43.75
其他	2,516.48	2,636.27	2,644.49	2,891.87	3,041.87
非流动资产合计	3,902.05	4,260.58	4,331.03	4,616.03	4,778.89
资产总计	14,853.29	17,574.71	17,506.62	19,822.66	21,784.71
短期借款	2,036.98	2,767.14	2,000.00	2,000.00	2,295.11
应付票据及应付账款	5,686.84	6,902.55	7,912.06	9,518.00	10,353.33
其他	738.76	837.09	1,095.64	1,353.75	1,353.69
流动负债合计	8,462.58	10,506.78	11,007.69	12,871.75	14,002.14
长期借款	26.00	46.82	10.00	10.00	10.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.86	409.22	45.00	48.00	173.41
非流动负债合计	67.86	456.03	55.00	58.00	183.41
负债合计	8,875.79	11,373.34	11,062.69	12,929.75	14,185.54
少数股东权益	83.36	33.31	20.49	(1.96)	(37.27)
股本	279.70	281.83	284.08	284.08	284.08
资本公积	3,074.81	3,120.15	3,104.10	3,104.10	3,104.10
留存收益	2,461.54	2,637.95	2,907.12	3,378.56	4,120.13
其他	78.09	128.13	128.13	128.13	128.13
股东权益合计	5,977.50	6,201.37	6,443.93	6,892.91	7,599.17
负债和股东权益总计	14,853.29	17,574.71	17,506.62	19,822.66	21,784.71

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	399.78	200.82	269.17	471.43	741.57
折旧摊销	52.55	99.05	137.78	162.38	187.14
财务费用	102.60	106.13	46.94	26.73	21.46
投资损失	15.04	8.48	10.04	11.04	12.14
营运资金变动	(1,629.61)	(341.44)	(293.86)	(59.33)	(628.62)
其它	1,252.53	192.95	(10.49)	(12.45)	(35.31)
经营活动现金流	192.88	265.98	159.58	599.80	298.38
资本支出	237.45	(50.49)	564.22	197.00	74.59
长期投资	40.62	(3.34)	0.00	0.00	0.00
其他	(631.46)	(1,181.54)	46.10	(478.04)	(336.74)
投资活动现金流	(353.38)	(1,235.37)	610.32	(281.04)	(262.14)
债权融资	(589.38)	873.77	(1,017.70)	(16.73)	288.65
股权融资	1,104.47	97.52	(13.80)	0.00	0.00
其他	(326.21)	(48.55)	(0.00)	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	188.89	922.74	(1,031.49)	(16.73)	288.65
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	28.39	(46.65)	(261.60)	302.03	324.89

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	8,825.81	9,198.73	10,532.82	12,907.58	15,688.71
营业成本	7,244.43	7,756.92	8,888.76	10,893.78	13,247.55
营业税金及附加	18.75	22.36	21.07	25.82	31.38
销售费用	274.11	245.81	263.32	322.69	392.22
管理费用	260.38	251.87	463.44	490.49	423.60
研发费用	332.76	332.69	368.65	438.86	541.26
财务费用	36.61	45.81	46.94	26.73	21.46
资产/信用减值损失	(199.63)	(313.36)	(170.00)	(183.00)	(197.30)
公允价值变动收益	(0.02)	(0.21)	2.33	10.00	0.00
投资净收益	(15.04)	(8.73)	(10.04)	(11.04)	(12.14)
其他	400.39	626.47	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	473.07	239.11	302.93	525.18	821.80
营业外收入	0.34	0.92	1.02	1.12	1.23
营业外支出	4.75	8.45	9.29	10.22	11.24
利润总额	468.66	231.59	294.66	516.07	811.79
所得税	68.89	30.77	38.31	67.09	105.53
净利润	399.78	200.82	256.35	448.99	706.26
少数股东损益	(38.75)	(45.75)	(12.82)	(22.45)	(35.31)
归属于母公司净利润	438.53	246.57	269.17	471.43	741.57
每股收益（元）	1.54	0.87	0.95	1.66	2.61

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	8.17%	4.23%	14.50%	22.55%	21.55%
营业利润	-5.82%	-49.46%	26.69%	73.36%	56.48%
归属于母公司净利润	3.39%	-43.77%	9.17%	75.14%	57.30%
获利能力					
毛利率	17.92%	15.67%	15.61%	15.60%	15.56%
净利率	4.97%	2.68%	2.56%	3.65%	4.73%
ROE	7.44%	4.00%	4.19%	6.84%	9.71%
ROIC	16.08%	6.98%	8.42%	12.11%	19.23%
偿债能力					
资产负债率	59.76%	64.71%	63.19%	65.23%	65.12%
净负债率	2.87%	16.49%	4.87%	0.31%	0.09%
流动比率	1.24	1.22	1.20	1.18	1.21
速动比率	1.05	1.04	1.02	1.00	1.06
营运能力					
应收账款周转率	1.79	1.56	1.50	1.60	1.71
存货周转率	5.80	5.03	5.47	6.09	7.11
总资产周转率	0.64	0.57	0.60	0.69	0.75
每股指标（元）					
每股收益	1.54	0.87	0.95	1.66	2.61
每股经营现金流	0.68	0.94	0.56	2.11	1.05
每股净资产	20.75	21.71	22.61	24.27	26.88
估值比率					
市盈率	34.80	61.89	56.70	32.37	20.58
市净率	2.59	2.47	2.38	2.21	2.00
EV/EBITDA	8.45	6.18	18.35	13.00	9.41
EV/EBIT	8.84	6.76	22.87	15.72	11.04

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	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com