

分析师：唐月
 登记编码：S0730512030001
 tangyue@ccnew.com 021-50586737

2025 年新一代智算中心步入集中交付期

——润泽科技(300442)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(首次)

市场数据(2025-05-29)

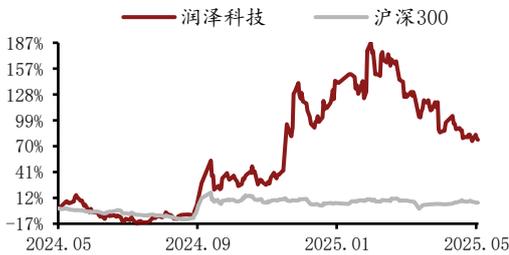
收盘价(元)	44.14
一年内最高/最低(元)	70.82/20.67
沪深 300 指数	3,836.24
市净率(倍)	7.32
流通市值(亿元)	242.71

发布日期：2025 年 05 月 29 日

基础数据(2025-03-31)

每股净资产(元)	6.03
每股经营现金流(元)	0.50
毛利率(%)	49.73
净资产收益率_摊薄(%)	4.15
资产负债率(%)	63.56
总股本/流通股(万股)	172,148.16/55,425.24
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

公司发布 2024 年报：全年实现收入 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%；扣非后归母净利润 17.78 亿元，同比增长 4.07%；每股收益 1.04 元。

● 公司 2024Q4 业绩整体低于预期，2025Q1 重回增长势头。2024Q4 公司一改前三个季度增长势头，收入、净利润分别同比下滑了 45.64%和 56.89%，但是 2025Q1 的收入增长了 21.40%，净利润下滑 9.29%。拖累公司 2024 年和 Q4 业绩的主要因素包括：

(1) 2024 年，公司对于高性能模组销售收入确认方式从“总额法”调整为“净额法”，由于调整在年报期间才追溯到全年，公司前三季度的收入从 64.10 亿元降低到 34.57 亿元（但是不影响净利润），增速从 139.1% 降至 28.95%。由于高性能模组销售是公司前期发展 AIDC 业务引流的重要手段，可持续性不强，2024 年进行这一会计处理的以后，可以较好地减少对 2025 年收入增速的持续影响。

(2) 公司为了最大程度提升智算集权的计算能力和 MFU 值，在购买了高性能服务器以后，对 CPU、内存、硬盘、网卡等硬件进行了统一，置换下来的硬件在 2024Q4 进行了统一的成本冲减收入，拖累了 Q4 收入增速。

(3) 公司从 2023 年底对早期交付的多栋数据中心进行了升级改造，并于 2024 年底逐步恢复上架，成功抓住新一代智算中心批量投运前的短暂窗口期。改造期间由于还在进行折旧同时不产生收入，对 2024 年净利润产生了 3 亿影响，但是充分发掘了早期数据中心的潜在价值，更有利于公司长期的发展。

● 润泽发展未完成业绩承诺，2021-2024 年累计扣非净利润 52.39 亿元，业绩承诺完成比例 93.56%，补偿金额 9.18 亿元。

● 公司在行业中优势较为明显：

(1) 区位优势：公司在全国 6 大区建成了 7 个 AIDC 智算基础设施集群，其中 5 大集群位于核心经济发达区域，包括了廊坊（京津冀）、平湖（长三角）、惠州（大湾区）、佛山（大湾区）、重庆（成渝），另有甘肃兰州（西北）、海南儋州（跨境）。

(2) 规模优势：公司合计拥有了 61 栋智算中心约 32 万架机柜的算力规划储备，其中包括 1 处 13 万架、1 处 5 万架、4 处 3 万架、1 处 1.4 万架机柜园区，远大于超大规模数据中心标准（1 万个标准机架），其中京津冀园区成为了全国最大的园区级算力中心之一。公司从 2009 年成立就锚定了园区级算力中心的发展战略，这更加符合数据中集约化、规模化的发

展趋势，因而也更具竞争优势。

(3) 资金优势：公司拥有充足的银行授信（超 300 亿元），畅通的银行间融资渠道，申请的业内首批公募 REITs 已经获得了证监会和交易所的受理，控股股东持股比例较高，股权融资空间充足。

(4) 能耗指标充足：2024 年公司能耗指标较上年增加 130%，廊坊、平湖、惠州、重庆、兰州项目都已经取得所需能耗，佛山、儋州已建、在建项目都已经取得所需能耗。

(5) 电力供应保障性较强：公司多园区进行高等级变电站建设，为客户扩容提供了充足电力扩容保障。廊坊 220kV 变电站 2024 年 1 月集成；平湖投运 110kV 变电站，还在建设第二座 110kV 变电站并申请 220kV 变电站；重庆、佛山启动 110kV 变电站建设；惠州在申请 110kV 变电站报批。

(6) 液冷先发优势：公司率先交付了行业内首例整栋液冷智算中心，2024 年将自研的新一代冷板液冷技术全面应用于全国多园区新一代智算中心项目，实现单机柜 40kW 以上的高密度、绿色化部署，并参与编制了《冷板式间接液冷数据中心液冷系统运维指南》等多项行业标准。

● **2025 年主要看点：**

(1) 算力交付：公司将有较多的算力交付，有助于整体收入的提升。2025 年公司在平湖园区的单体 100MW 和廊坊园区单体 200MW 两栋智算中心预计完成投运，到 2025 年末，累计交付的算力中心有望达到 19 个。通过 2023 年、2024 年的引流策略，公司吸引了众多优质头部 AI 客户入驻，目前廊坊、平湖、大湾区已交付和即将交付的算力中心全部取得投产订单，在智算需求爆发性增长的大背景下，占据了先发优势。

(2) 外延式扩张：公司在 2025 年开始执行横向扩张战略，这意味着公司整体收入规模也将加快增长，并借助外延方式加速资源扩张，提高市场占有率和话语权。

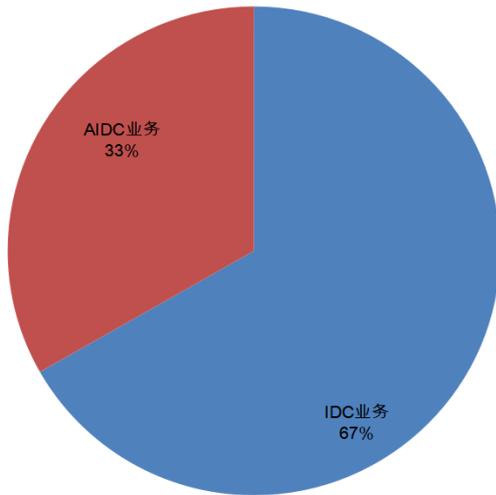
● **首次覆盖，并给与公司买入的投资评级。**考虑到公司业务布局的优势和 AI 应用加速发展的大趋势，我们积极看好公司在智算时代的发展潜力。预计 25-27 年公司 EPS 分别为 1.44 元、1.97 元、2.35 元，按 5 月 29 日收盘价 44.14 元计算，对应 PE 为 30.65 倍、22.40 倍、18.82 倍。

风险提示：AI 能力提升不及预期，AI 芯片供给不足。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,351	4,365	6,266	8,567	9,969
增长比率（%）	60.27	0.32	43.55	36.73	16.36
净利润（百万元）	1,762	1,790	2,479	3,392	4,038
增长比率（%）	47.03	1.62	38.49	36.82	19.03
每股收益(元)	1.02	1.04	1.44	1.97	2.35
市盈率(倍)	43.13	42.44	30.65	22.40	18.82

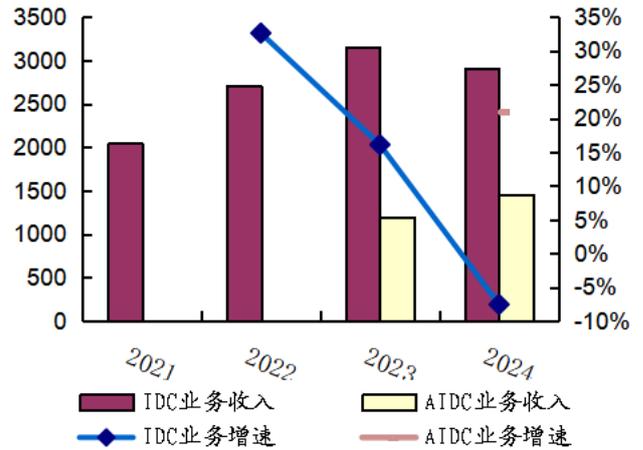
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：2024 年公司分业务收入结构



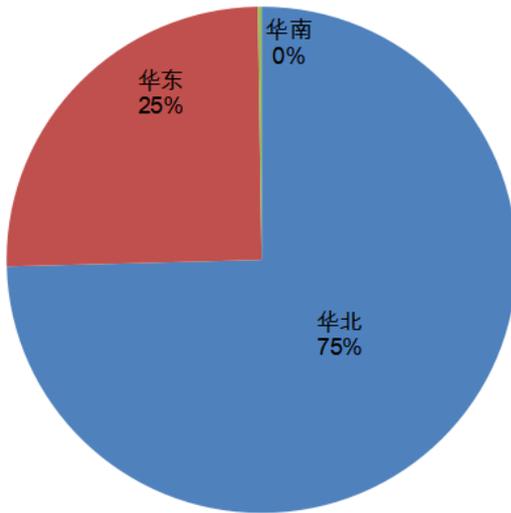
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 2：2021-2024 年公司分业务收入及增速（百万元）



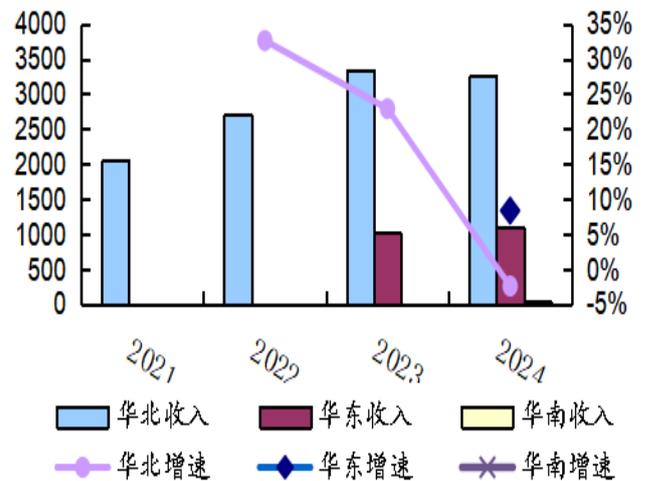
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 3：2024 年公司分业务收入结构



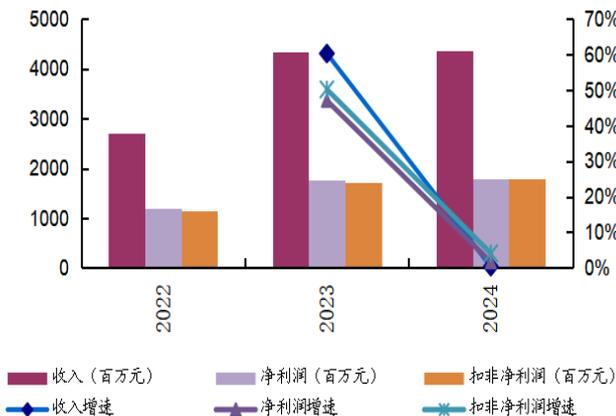
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 4：2021-2024 年公司分业务收入及增速（百万元）



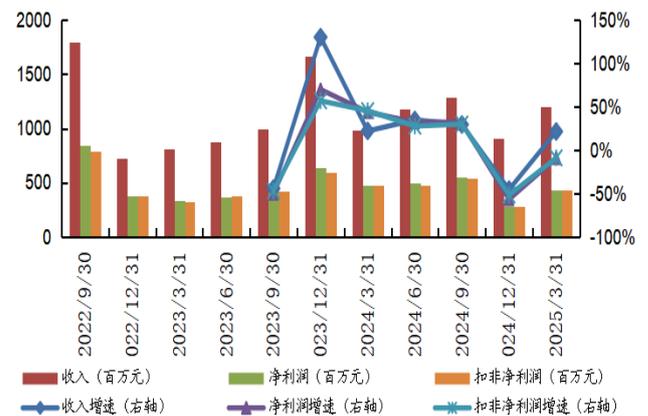
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 5：2022-2024 年公司收入、净利润及增速



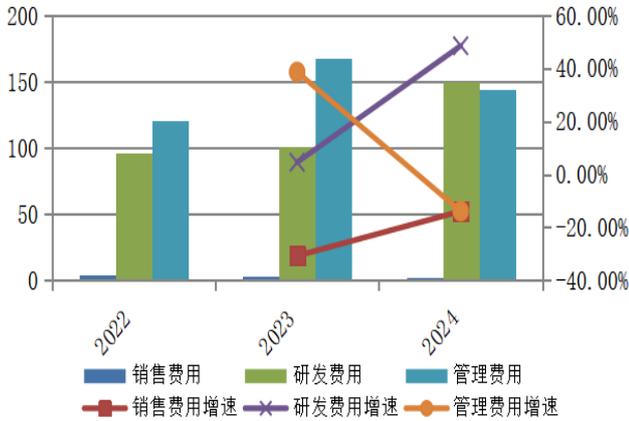
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 6：2022Q3-2025Q1 公司收入、净利润及增速



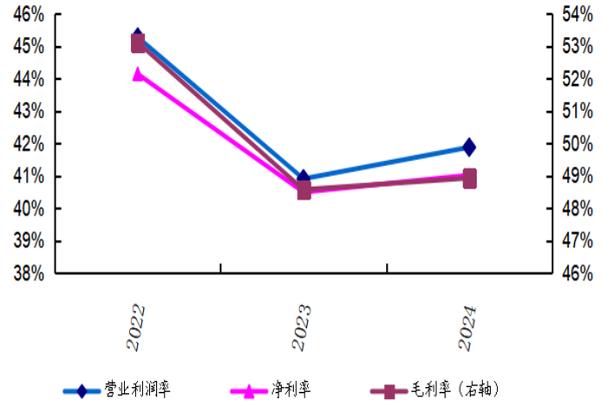
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 7：2022-2024 年公司三大费用（百万元）及增速



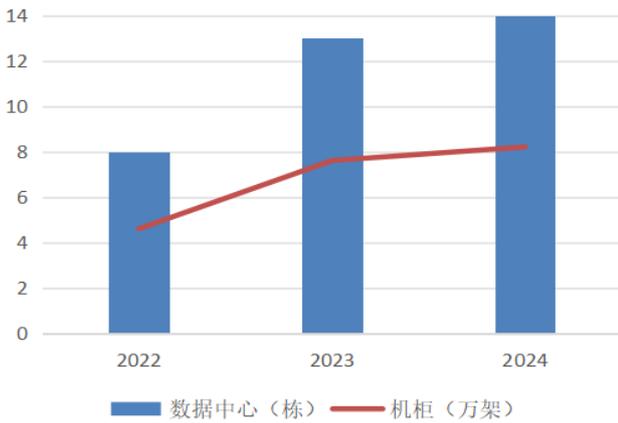
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 8：2022-2024 年公司盈利能力



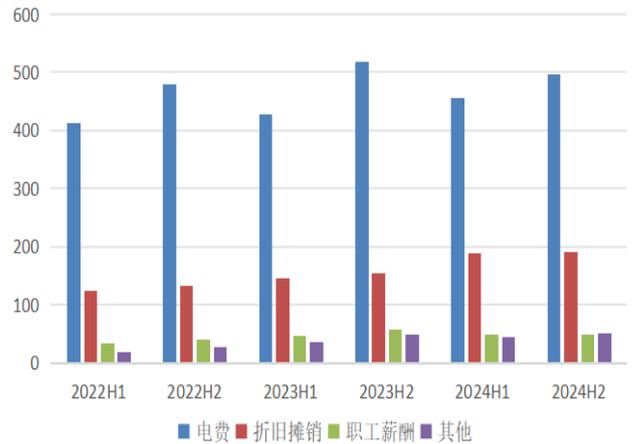
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 9：2022-2024 年公司数据中心交付情况



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 10：2022-2024 年公司 IDC 业务成本分布（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 11：2022-2024 年公司来自前五大客户的收入（亿元）

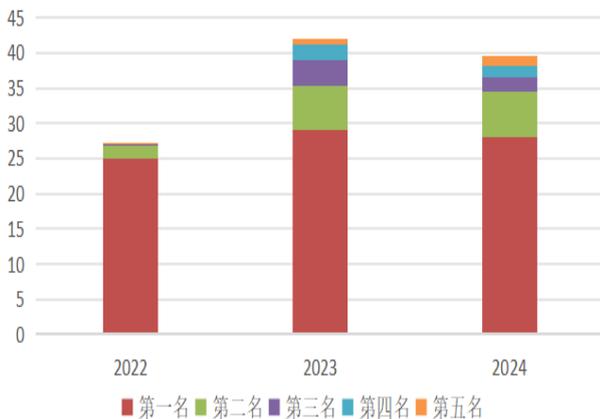
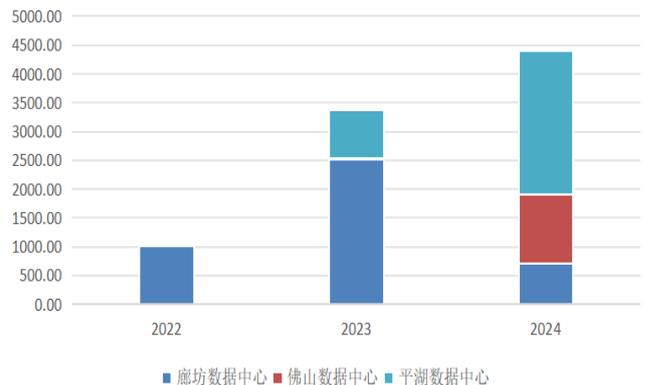


图 12：2022-2024 年公司数据中心转固情况（百万元）



资料来源：公司公告，中原证券研究所

资料来源：公司公告，中原证券研究所

表 1：2024 年企业 IDC 相关业务对比（亿元）

公司	相关业务	2024 年								2023 年
		收入	增速	净利润	增速	毛利率	毛利额	人员增速	算力规模	收入
万国数据		103	4%	34	180%	22%	30.8	-3%	61.36 万平米	100
世纪互联		83	11%	1.8	107%	22%	18.3	-15%	5.21 万架+ 486MW	74
秦淮数据*		46	60%	6.5	106%	42%	18.9	10%	12.26 万架	
润泽科技		44	0.3%	17.9	1.6%	49%	21.4	9.5%	8.2 万架	44
宝信软件	服务外包	37	5%			45%	16.4			35
奥飞数据		22	62%	1.2	-12%	26%	5.7	1%	4.3 万架	13
光环新网	IDC 及其增值服务	21	-6%			34%	7.2		5.19 万架	22
数据港		18	12%	1.3	7%	31%	5.3	49%	7.42 万架	15
商汤	AIDC 相关业务子公司收入	16.5	50%						23EFLOPS	11
DayOne		12.6	618%	-4.0	-12%				2.64 万架	1.8
科华数据	IDC 服务	12	-5%			23%	2.9		3 万架+	13

资料来源：上市公司公告，Wind，中原证券研究所（*秦淮退市，故取 2022 年数据，秦淮数据、数据港、光环新网、DayOne 为 5KW 标准机架折算，科华数据为 2024H1 数据）

表 2：公司数据中心分布及概况

区域	节点	数据中心（栋）	机柜（万架）	土地获取	数据中心开始交付的年份	2024 收入（亿元）	已获能耗指标的数据中心
京津冀	廊坊		13	2010 年	2016	32.55	已建、在建、待建
长三角	平湖		5	2019 年	2023	10.99	已建、在建、待建
大湾区	佛山			2019 年	2024	0.10	已建、在建
	惠州			2019 年	2025E	0	已建、在建、待建
成渝经济圈	重庆			2019 年		0	已建、在建、待建
西北	兰州			2019 年		0	已建、在建、待建
海南（跨境）	儋州	5	3	2023 年		0	已建、在建

资料来源：上市公司公告，Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,024	8,941	10,283	11,730	11,840
现金	1,810	4,826	5,400	6,304	5,288
应收票据及应收账款	1,064	1,098	1,491	1,727	2,006
其他应收款	19	91	71	104	148
预付账款	11	23	34	38	52
存货	770	1,770	1,605	1,323	1,763
其他流动资产	1,351	1,133	1,683	2,233	2,583
非流动资产	18,286	22,368	26,389	29,953	33,376
长期投资	4	2	8	14	20
固定资产	9,373	13,049	16,692	19,936	23,029
无形资产	1,127	1,269	1,319	1,359	1,389
其他非流动资产	7,782	8,048	8,369	8,644	8,938
资产总计	23,311	31,309	36,672	41,683	45,216
流动负债	4,302	6,017	6,871	7,612	8,153
短期借款	100	100	410	520	630
应付票据及应付账款	1,969	1,738	2,023	2,326	2,433
其他流动负债	2,232	4,179	4,438	4,766	5,090
非流动负债	10,463	13,741	16,840	19,420	20,390
长期借款	7,601	10,500	13,010	15,590	16,560
其他非流动负债	2,862	3,241	3,829	3,829	3,829
负债合计	14,765	19,759	23,711	27,032	28,543
少数股东权益	24	1,584	1,595	1,614	1,649
股本	1,540	1,541	1,721	1,721	1,721
资本公积	4,889	5,461	5,461	5,461	5,461
留存收益	2,144	3,028	4,249	5,919	7,906
归属母公司股东权益	8,522	9,966	11,367	13,036	15,024
负债和股东权益	23,311	31,309	36,672	41,683	45,216

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,244	2,094	3,921	5,983	6,446
净利润	1,758	1,819	2,490	3,412	4,073
折旧摊销	365	748	1,364	1,842	2,353
财务费用	159	259	599	730	820
投资损失	-59	-15	-90	-90	-104
营运资金变动	-986	-675	-442	81	-703
其他经营现金流	7	-41	0	8	9
投资活动现金流	-5,423	-4,293	-5,288	-5,316	-5,672
资本支出	-4,775	-4,876	-5,323	-5,400	-5,771
长期投资	-720	564	-6	-6	-6
其他投资现金流	72	19	41	90	104
筹资活动现金流	4,190	5,499	1,941	237	-1,790
短期借款	100	0	310	110	110
长期借款	-516	2,900	2,510	2,580	970
普通股增加	900	1	180	0	0
资本公积增加	3,646	571	0	0	0
其他筹资现金流	60	2,027	-1,060	-2,453	-2,870
现金净增加额	11	3,300	574	904	-1,016

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,351	4,365	6,266	8,567	9,969
营业成本	2,238	2,229	3,269	4,516	5,319
营业税金及附加	36	63	65	94	119
营业费用	3	2	2	2	2
管理费用	168	145	148	155	161
研发费用	101	150	158	171	184
财务费用	125	247	527	649	725
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	39	290	322	362	532
公允价值变动收益	6	-1	0	0	0
投资净收益	59	15	90	90	104
资产处置收益	0	-2	-2	-2	-4
营业利润	1,780	1,828	2,499	3,421	4,082
营业外收入	4	4	6	8	9
营业外支出	7	3	4	5	6
利润总额	1,777	1,829	2,501	3,424	4,085
所得税	20	11	11	12	13
净利润	1,758	1,819	2,490	3,412	4,073
少数股东损益	-4	28	10	20	35
归属母公司净利润	1,762	1,790	2,479	3,392	4,038
EBITDA	2,205	2,810	4,391	5,915	7,164
EPS (元)	1.02	1.04	1.44	1.97	2.35

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	60.27	0.32	43.55	36.73	16.36
营业利润 (%)	44.80	2.71	36.70	36.92	19.32
归属母公司净利润 (%)	47.03	1.62	38.49	36.82	19.03
获利能力					
毛利率 (%)	48.57	48.93	47.82	47.29	46.64
净利率 (%)	40.49	41.02	39.57	39.60	40.51
ROE (%)	20.67	17.96	21.81	26.02	26.88
ROIC (%)	10.04	8.34	10.38	12.15	13.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.34	63.11	64.66	64.85	63.13
净负债比率 (%)	172.78	171.07	182.94	184.51	171.19
流动比率	1.17	1.49	1.50	1.54	1.45
速动比率	0.79	1.00	1.01	1.07	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.16	0.18	0.22	0.23
应收账款周转率	6.05	4.04	4.84	5.32	5.34
应付账款周转率	1.72	1.43	1.99	2.59	2.87
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.02	1.04	1.44	1.97	2.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.72	1.22	2.28	3.48	3.74
每股净资产 (最新摊薄)	4.95	5.79	6.60	7.57	8.73
估值比率					
P/E	43.13	42.44	30.65	22.40	18.82
P/B	8.92	7.62	6.69	5.83	5.06
EV/EBITDA	23.32	34.75	19.73	14.95	12.64

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。