

润泽科技(300442)

报告日期: 2025年09月05日

## 加速交付, 受益于 AIDC+液冷浪潮

### ——润泽科技 25 年中报点评报告

#### 投资要点

##### □ 收入稳健增长, 电费及折旧使利润短期承压

25H1 公司实现营收 24.96 亿元, YOY+15.31%; 归母净利润 8.82 亿元, YOY-8.73%。利润下滑主要系成本端显著上升, 25H1 毛利率 49.4%, 同比-7.7pct, 营业成本增长明显, 其中电费同比增加 1.62 亿元, 折旧同比增加 1.18 亿元; 销售、管理、财务、研发费用率分别为 0.04%/3.28%/5.77%/3.35%, 同比分别-0.01pct/-0.44pct/+1.45pct/+0.45pct, 财务及研发费用率提升, 财务费用增长主要由在建工程转固、融资规模增加, 相应利息费用化所致。

单 Q2 公司实现营收 12.98 亿元, YOY+10.21%, QOQ+8.36%; 归母净利润 4.52 亿元, YOY-8.20%, QOQ+5.06%。

##### □ 交付规模达 220MW, 能耗指标稳步扩充

25H1 公司累计交付 18 栋算力中心, 合计新增交付约 220MW, 包括平湖园区 100MW 智算中心, 廊坊园区 40MW, 佛山园区 40MW 以及惠州园区 40MW。交付规模创历史新高。能耗指标较 2024 年末增长约 30%, 廊坊、长三角、佛山、重庆等园区新增多座 110kV 或 220kV 变电站投运或获批, 电力与能耗保障进一步提升。

##### □ IDC 业务稳健扩张, 低功率改造项目已恢复且上架率达较高水平

25H1 公司 IDC 业务实现营收 16.14 亿元, YOY+6.15%, 毛利率 46.92%, 同比-4.44pct。毛利率下滑主要因电费和折旧摊销增加, 其中 IDC 业务电费 5.42 亿元, 同比+19.12%, 折旧摊销 2.12 亿元, 同比+11.80%。自 2024 年底起, 公司逐步对早期交付的低功率数据中心进行改造, 改造期间客户下架但继续计提折旧, 短期影响利润; 截至 2025 年 3 月末, 改造后的数据中心计费机柜总功率已超过改造前的 90%, 上架率稳步恢复。

##### □ AIDC 业务高增长, 完成单体 100MW 智算中心交付并快速上架

25H1 公司 AIDC 业务实现营收 8.82 亿元, YOY+36.95%, 毛利率 53.92%, 同比-16.73pct。AIDC 业务电费 1.26 亿元, 同比+147.14%, 折旧摊销 2.07 亿元, 同比+86.77。业务结构实现关键升级, 已由早期一次性“引流业务”转向“稳盈利、长合作、强粘性”的智算服务为主。公司完成行业领先的单体 100MW 新一代智算中心交付并快速上架, 上架速度创历史新高, 显示出 AIDC 业务的扩张潜力。

##### □ 融资渠道丰富, 公募 REITs 落地优化资本结构

25 年 8 月, 南方润泽科技数据中心 REIT 在深交所上市, 成为全国首批、深交所首单数据中心 REIT, 标志公司在资产证券化领域取得突破。同时, 公司继续充分利用银行间市场融资工具, 25 年 4 月成功发行 25 年度第一期超短期融资券(科创票据), 规模 10 亿元, 创下民营企业同等条件下全国最低发行利率纪录; 同年 8 月, 公司又成功发行 25 年度第一期科技创新债券, 规模 10 亿元, 作为河北省首单民营企业科技创新债券, 再次刷新民营企业同等条件下发行利率最低的全国纪录。多元化融资体系的完善和有效运作, 为公司后续的稳健发展提供了有力支撑。

##### □ 盈利预测与估值

目前公司已于 6 大核心区域建成 7 个 AIDC 智算基础设施集群, 基本完成全国“一体化算力中心体系”框架布局, 并规划约 61 栋智算中心、约 32 万架机柜。公司持续夯实 IDC 领先、液冷领先和 AIDC 领先三大优势, 未来有望抓住 AI 产业机遇, 持续受益于 AI 高速发展及大模型集群效应显著增强带来的智算需求爆发。公司为国内高功率液冷 IDC 稀缺标的, 以头部互联网和云厂商为主要客户, IDC+AIDC 业务双轮驱动, 有望受益于算力需求持续增长。预计 25-27 年归母净利润 26.45/32.52/39.92 亿元, 当前市值(2025 年 9 月 5 日收盘价)对应 25-27 年 PE 分别为 35/28/23 倍, 维持“买入”评级。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 张建民  
执业证书号: S1230518060001  
zhangjianmin1@stocke.com.cn

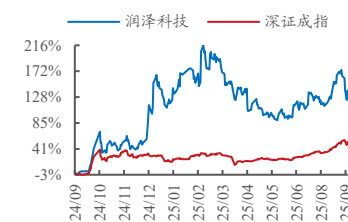
分析师: 王逢节  
执业证书号: S1230523080002  
wangfengjie@stocke.com.cn

分析师: 邢艺凡  
执业证书号: S1230525080009  
xingyifan@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 53.43
总市值(百万元)	87,322.98
总股本(百万股)	1,634.34

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《机房改造等影响业绩增速, 稀缺 AIDC 资源优势突显》 2025.05.07
- 《业绩符合预期, 液冷 AIDC 加速拓展》 2024.11.04
- 《业绩符合预期, AIDC 加速放量》 2024.09.04

**风险提示**

产品交付进度不及预期风险；机柜上架率不及预期风险；行业竞争加剧风险。

**财务摘要**

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4365	6656	8181	10000
(+/-) (%)	0.32%	52.49%	22.91%	22.24%
归母净利润	1790	2645	3252	3992
(+/-) (%)	47.03%	47.75%	22.94%	22.76%
每股收益(元)	1.04	1.54	1.89	2.32
P/E	51.38	34.77	28.28	23.04

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	8941	10494	12209	17216
现金	4826	4826	5502	9245
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1098	1670	2049	2501
其它应收款	91	139	171	209
预付账款	23	35	43	53
存货	1770	2691	3310	4075
其他	1133	1133	1133	1133
<b>非流动资产</b>	22368	24082	25414	25792
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2
固定资产	13049	15269	17142	18167
无形资产	1269	1396	1523	1650
在建工程	7170	6536	5869	5095
其他	877	877	877	877
<b>资产总计</b>	31309	34576	37623	43009
<b>流动负债</b>	6017	7453	7696	8527
短期借款	100	531	100	100
应付款项	1738	2643	3251	4002
预收账款	0	0	0	0
其他	4179	4279	4345	4425
<b>非流动负债</b>	13741	12641	12141	12641
长期借款	10500	9400	8900	9400
其他	3241	3241	3241	3241
<b>负债合计</b>	19759	20094	19837	21168
少数股东权益	1584	1626	1678	1741
归属母公司股东权益	9966	12856	16108	20100
<b>负债和股东权益</b>	31309	34576	37623	43009

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2094	3293	4251	5047
净利润	1819	2687	3304	4055
折旧摊销	734	928	1109	1263
财务费用	247	247	222	182
投资损失	(15)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	1124	368	251	325
其它	(1815)	(917)	(614)	(759)
<b>投资活动现金流</b>	(4293)	(2622)	(2422)	(1622)
资本支出	(3920)	(2500)	(2300)	(1500)
长期投资	1	0	0	0
其他	(374)	(122)	(122)	(122)
<b>筹资活动现金流</b>	5499	(671)	(1153)	318
短期借款	(0)	431	(431)	0
长期借款	2900	(1100)	(500)	500
其他	2599	(2)	(222)	(182)
<b>现金净增加额</b>	3300	0	677	3743

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	4365	6656	8181	10000
营业成本	2229	3389	4169	5132
营业税金及附加	63	69	90	119
营业费用	2	4	5	6
管理费用	145	206	237	290
研发费用	150	200	245	300
财务费用	247	247	222	182
资产减值损失	3	4	5	6
公允价值变动损益	(1)	0	0	0
投资净收益	15	20	20	20
其他经营收益	288	148	98	98
<b>营业利润</b>	1828	2705	3325	4083
营业外收支	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	1829	2706	3327	4084
所得税	11	19	23	29
<b>净利润</b>	1819	2687	3304	4055
少数股东损益	28	42	52	63
<b>归属母公司净利润</b>	1790	2645	3252	3992
EBITDA	2757	3880	4657	5529
EPS (最新摊薄)	1.10	1.62	1.99	2.44

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	0.32%	52.49%	22.91%	22.24%
营业利润增长率	2.21%	47.97%	22.95%	22.77%
归属于母公司净利润增长率	1.62%	47.75%	22.94%	22.76%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.93%	49.08%	49.04%	48.68%
净利率	41.67%	40.37%	40.38%	40.55%
ROE	17.82%	20.32%	20.16%	20.15%
ROIC	7.77%	10.44%	11.58%	12.14%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.11%	58.12%	52.73%	49.22%
净负债比率	65.90%	61.47%	57.58%	56.32%
流动比率	1.49	1.41	1.59	2.02
速动比率	1.19	1.05	1.16	1.54
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.16	0.20	0.23	0.25
应收账款周转率	4.04	4.80	4.38	4.37
应付账款周转率	1.43	1.70	1.55	1.55
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.04	1.54	1.89	2.32
每股经营现金	1.22	1.91	2.47	2.93
每股净资产	6.47	7.47	9.36	11.68
<b>估值比率</b>				
P/E	51.38	34.77	28.28	23.04
P/B	8.26	7.15	5.71	4.58
EV/EBITDA	37.04	26.80	22.00	17.96

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>