

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

大规模数据中心集中交付，智算服务高速增长

——润泽科技(300442)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

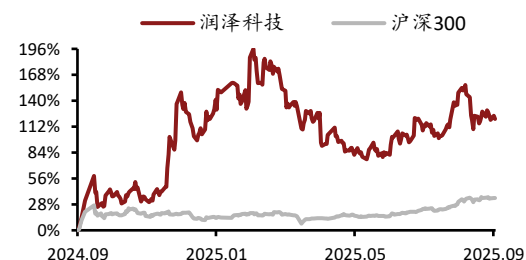
市场数据(2025-09-23)

收盘价(元)	52.56
一年内最高/最低(元)	70.82/25.15
沪深 300 指数	4,519.78
市净率(倍)	8.48
流通市值(亿元)	855.87

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	6.20
每股经营现金流(元)	1.31
毛利率(%)	49.40
净资产收益率_摊薄(%)	8.26
资产负债率(%)	64.07
总股本/流通股(万股)	163,434.36/162,837.40
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

《润泽科技(300442)年报点评：2025 年新一代智算中心步入集中交付期》 2025-05-29

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：

公司公布了 2025 年半年报：2025H1 公司收入 24.96 亿元，同比增长 15.31%；净利润 8.82 亿元，同比下滑 9.48%；扣非后净利润 8.78 亿元，同比下滑 7.55%。2025Q2，公司收入 12.98 亿元，同比增长 10.21%，环比增长 8.36%；净利润 4.54 亿元，同比下滑 8.72%，环比提升 6.52%；扣非净利润 4.50 亿元，同比下滑 6.15%，环比提升 5.05%。

● 分产品来看：

(1) AIDC：2025H1 公司 AIDC 业务实现收入 8.82 亿元，同比增长 36.95%，占比总体收入的 35%。AIDC 产品毛利率 53.92%，较上年下降 16.73%，但仍然保持较高毛利水平，我们认为主要是公司高性能模组销售业务减少导致，由于这部分业务在 2024 年调整为净额法计入，导致了 AIDC 毛利率的提升，随着这部分一次性引流业务的减少，公司 AIDC 业务毛利率会逐步接近其中智算服务毛利率水平。公司 AIDC 业务电费同比增长 147%，体现出了公司智算服务正在处于高增长过程中。

(2) IDC：公司 IDC 业务收入 16.14 亿元，同比增长 6.15%，毛利率 46.92%，较上年同期下降 4.44 PCT，我们认为主要受到传统 IDC 业务市场景气度和新数据中心利用率爬坡的影响。环比来看，较 2024H2 增长 3.58 PCT，源于公司部分数据中心升级改造完成并从 2024 年底逐步恢复上架所带来的业绩改善。上半年公司 IDC 业务电费达到 5.42 亿元，创出半年度新高，同比增长 19%。

● 分区域来看，公司华北业务收入在 2024H2 因为旧数据中心改造下滑，2025H1 逐步恢复，实现收入 17.93 亿元，同比增长 1.54%，但毛利率较上年同期下滑 2.89%至 50.58%；华东区域以 AIDC 为主，因而随着平湖 2024 下半年和 2025 上半年数据中心的陆续上架，实现了收入同比 69.94%的增长；华南区域来看，仅获得了 2487 万元收入，仍然处于产能爬坡期，随着上半年佛山 110kV 变电站建成，有望在年底实现不错的上架率。

● 三大核心指标来看，2025 年资源储备进一步提升，算力建设全面加速。

(1) 算力交付：2025 上半年公司有较大规模的数据中心集中交付。根据公司 2025 年 4 月年报电话会议，全年有望交付 440MW 算力，其中上半年已经交付了 220MW（平湖园区 100MW，廊坊园区 40MW，佛山园区 40MW 以及惠州园区 40MW），交付量创历史新高，剩余单体 200MW 的廊坊 B 区数据中心还在推进配套建设中。

从在建工程指标来看，上半年新增 57.12 亿元，较上年全年增长 10.66 亿元，同时在建工程转固金额 75.60 亿元，较上年全年增长 31.59 亿元。同时，公司预计年底将实现较好的上架率，给后续业绩高增长带来了保障。

(2) 能耗指标：2025H1 较 2024 年底新增 30%。

(3) 电力供应保障：新批复 550kV 变电站（廊坊 B 三座 110kV，平湖 220kV），新增投运变电站 110kV（佛山），年内还将投运 220kV（平湖 110kV+重庆 110kV）。

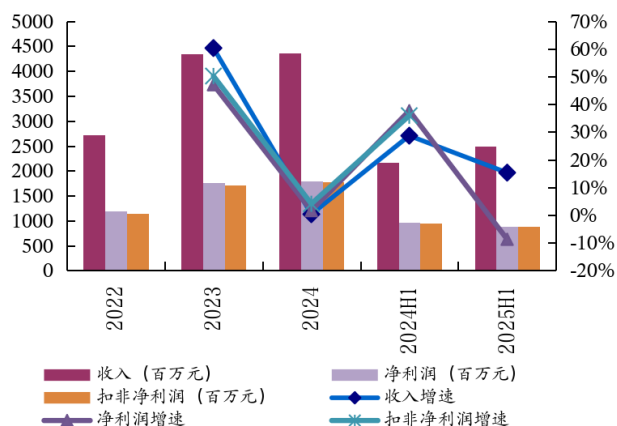
- 作为行业内首例交付整栋纯液冷智算中心的数据中心厂商，公司 2025 年协助客户完成了单机柜百千瓦超节点国产智算集群部署，随着超节点和液冷成为当前智算中心部署的大趋势，公司在智算集群设计、部署、适配及稳定运维方面的优势也将逐步显现。
- 8 月 8 日，南方润泽科技数据中心 REIT 在深交所正式上市，是国内首批和深交所首单数据中心 REIT，这意味着公司在资产证券化方面取得了重大突破，走通了轻重资产分离和输出运维服务能力的新业务模式。
- 维持对公司“买入”的投资评级。公司目前算力建设加速，即将迎来收入规模的高增长，同时公司资金充足、融资渠道通畅，正在积极寻找优质并购标的，有望进一步稳固行业头部低位和在智算领域的领导权。暂不考虑 REIT 对公司的财务影响，预测公司 2025-2027 年 EPS 为 1.36 元、1.91 元、2.56 元，按照 9 月 23 日收盘价 52.56 元，对应的 PE 分别为 38.72 倍、27.49 倍、20.51 倍。

风险提示：算力交付或上架进度不及预期；行业竞争加剧。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,351	4,365	5,963	7,996	10,335
增长比率（%）	60.27	0.32	36.61	34.09	29.26
净利润（百万元）	1,762	1,790	2,218	3,125	4,188
增长比率（%）	47.03	1.62	23.90	40.87	34.01
每股收益(元)	1.08	1.10	1.36	1.91	2.56
市盈率(倍)	48.76	47.98	38.72	27.49	20.51

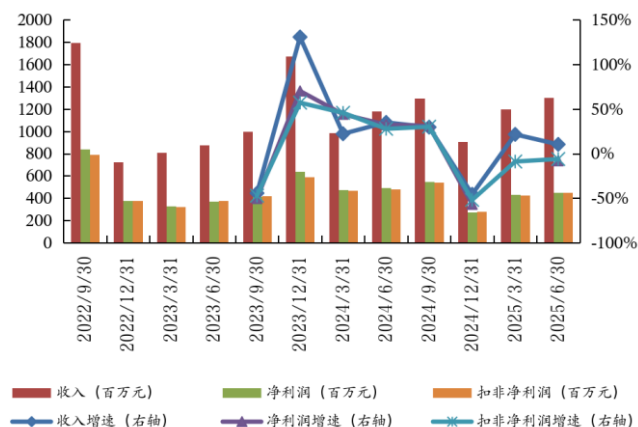
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：2022-2025H1 公司收入及净利润



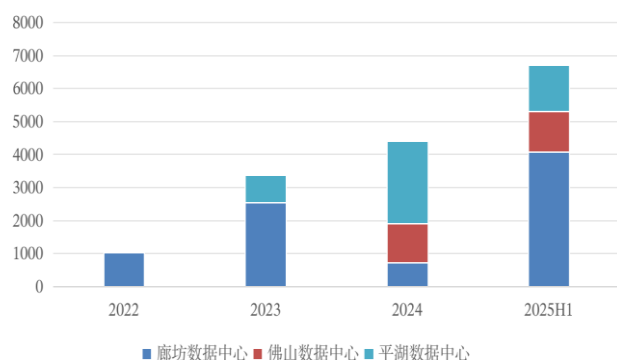
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 2：2022Q3-2025Q2 公司收入及净利润



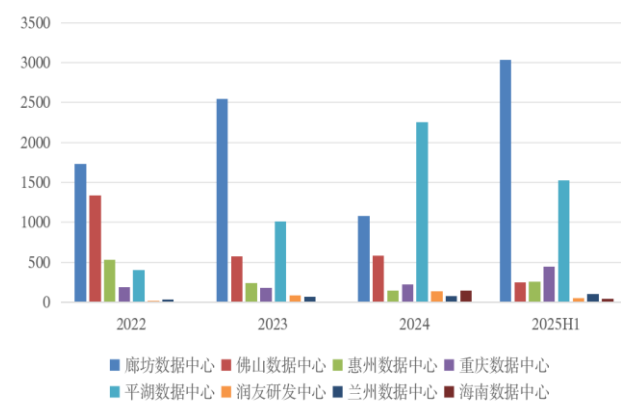
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 3：2022-2025H1 公司在建工程转固情况（百万元）



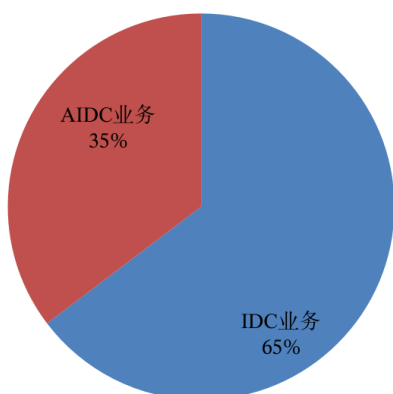
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 4：2022-2025H1 公司新建在建工程（百万元）



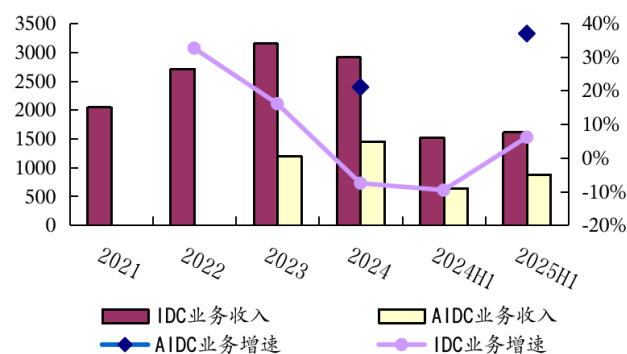
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 5：2025H1 公司收入分布



资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 6：2021-2025H1 公司分项业务收入（百万元）



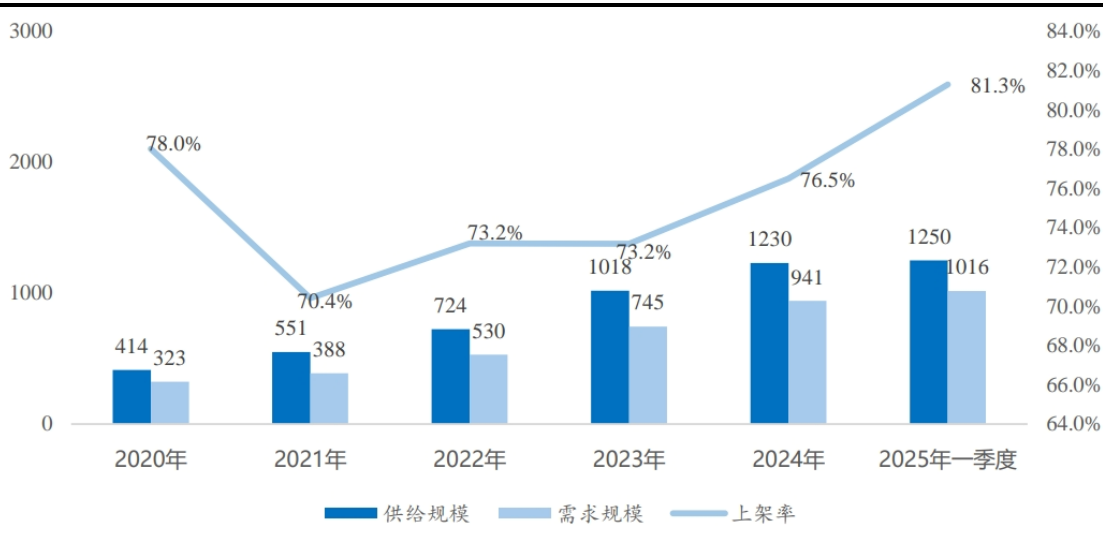
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 7：算力中心服务商企业综合矩阵图



资料来源：信通院，中原证券研究所

图 8：2020-2025 年一季度廊坊市数据中心市场供需情况



资料来源：南方润泽科技数据中心 REIT 公告，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	9,588	10,386	12,282
现金	1,810	4,826	6,295	6,284	7,702
应收票据及应收账款	1,064	1,098	1,253	1,426	1,475
其他应收款	19	91	266	297	354
预付账款	11	23	33	35	53
存货	770	1,770	59	111	117
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	29,647	35,675	39,984
长期投资	4	2	8	14	20
固定资产	9,373	13,049	21,224	27,431	31,659
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	7,096	6,870	6,915
资产总计	23,311	31,309	39,235	46,061	52,266
流动负债	4,302	6,017	9,563	12,532	15,645
短期借款	100	100	1,110	2,120	2,930
应付票据及应付账款	1,969	1,738	1,993	2,183	2,529
其他流动负债	2,232	4,179	6,460	8,229	10,185
非流动负债	10,463	13,741	17,122	19,402	20,372
长期借款	7,601	10,500	13,510	15,790	16,760
其他非流动负债	2,862	3,241	3,611	3,611	3,611
负债合计	14,765	19,759	26,685	31,934	36,016
少数股东权益	24	1,584	1,593	1,612	1,647
股本	1,540	1,541	1,634	1,634	1,634
资本公积	4,889	5,461	5,461	5,461	5,461
留存收益	2,144	3,028	4,134	5,692	7,780
归属母公司股东权益	8,522	9,966	10,957	12,515	14,602
负债和股东权益	23,311	31,309	39,235	46,061	52,266

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	7,673	7,651	10,191
净利润	1,758	1,819	2,227	3,143	4,223
折旧摊销	365	748	1,840	2,679	3,397
财务费用	159	259	616	763	855
投资损失	-59	-15	-86	-84	-108
营运资金变动	-986	-675	3,085	1,142	1,816
其他经营现金流	7	-41	-10	8	9
投资活动现金流	-5,423	-4,293	-9,020	-8,622	-7,599
资本支出	-4,775	-4,876	-9,200	-8,700	-7,701
长期投资	-720	564	-6	-6	-6
其他投资现金流	72	19	186	84	108
筹资活动现金流	4,190	5,499	2,817	960	-1,175
短期借款	100	0	1,010	1,010	810
长期借款	-516	2,900	3,010	2,280	970
普通股增加	900	1	93	0	0
资本公积增加	3,646	571	0	0	0
其他筹资现金流	60	2,027	-1,296	-2,330	-2,955
现金净增加额	11	3,300	1,469	-11	1,418

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	5,963	7,996	10,335
营业成本	2,238	2,229	3,150	4,090	5,402
营业税金及附加	36	63	62	88	123
营业费用	3	2	2	2	2
管理费用	168	145	148	150	158
研发费用	101	150	200	250	295
财务费用	125	247	544	668	761
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	39	290	307	338	552
公允价值变动收益	6	-1	0	0	0
投资净收益	59	15	86	84	108
资产处置收益	0	-2	-2	-2	-4
营业利润	1,780	1,828	2,240	3,158	4,241
营业外收入	4	4	5	7	9
营业外支出	7	3	3	5	6
利润总额	1,777	1,829	2,241	3,161	4,244
所得税	20	11	14	18	21
净利润	1,758	1,819	2,227	3,143	4,223
少数股东损益	-4	28	9	18	36
归属母公司净利润	1,762	1,790	2,218	3,125	4,188
EBITDA	2,205	2,810	4,625	6,507	8,402
EPS (元)	1.08	1.10	1.36	1.91	2.56

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	36.61	34.09	29.26
营业利润 (%)	44.80	2.71	22.52	41.02	34.28
归属母公司净利润 (%)	47.03	1.62	23.90	40.87	34.01
获利能力					
毛利率 (%)	48.57	48.93	47.17	48.85	47.73
净利率 (%)	40.49	41.02	37.20	39.08	40.52
ROE (%)	20.67	17.96	20.24	24.97	28.68
ROIC (%)	10.04	8.34	9.26	10.96	12.89
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.34	63.11	68.01	69.33	68.91
净负债比率 (%)	172.78	171.07	212.62	226.06	221.64
流动比率	1.17	1.49	1.00	0.83	0.79
速动比率	0.79	1.00	0.82	0.64	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.22	0.16	0.17	0.19	0.21
应收账款周转率	6.05	4.04	5.07	5.97	7.13
应付账款周转率	1.72	1.43	1.85	2.19	2.63
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.08	1.10	1.36	1.91	2.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.76	1.28	4.69	4.68	6.24
每股净资产 (最新摊薄)	5.21	6.10	6.70	7.66	8.93
估值比率					
P/E	48.76	47.98	38.72	27.49	20.51
P/B	10.08	8.62	7.84	6.86	5.88
EV/EBITDA	23.32	34.75	20.96	15.40	11.97

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其他决定的唯一信赖依据。