

新增交付创历史新高，能耗储备进一步增长

润泽科技 (300442.SZ)

核心观点

公司较早掌握了一线城市周边稀缺的土地、能耗、电力等核心基础资源，目前全国合计布局了七大园区、约 61 栋智算中心，且主要集中于北京、上海、广州、深圳等一线城市的卫星城，七大园区中五大园区已建、在建、待建项目已全部取得所需能耗。公司 2025 年上半年新交付 220MW，创历史新高。随着新数据中心的交付、上架，公司业绩有望持续增长。同时公司公募 REIT 成功发行，打通轻资产运营道路，并可优化公司资产结构，提升高功率机柜占比。发行后，公司账上现金充裕、融资渠道充足，上半年已考察多个潜在并购项目，市场份额和定价权有望提升。

事件

公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年，公司实现营业收入 24.96 亿元，同比增长 15.31%；归母净利润 8.82 亿元，同比减少 8.73%；扣非归母净利润 8.78 亿元，同比减少 7.55%。

简评

1、二季度业绩环比增长，新增交付创历史新高。

2025 年上半年，公司实现营业收入 24.96 亿元，同比增长 15.31%；归母净利润 8.82 亿元，同比减少 8.73%；扣非归母净利润 8.78 亿元，同比减少 7.55%。2025Q2，公司实现营业收入 12.98 亿元，同比增长 10.21%，环比增长 8.36%；归母净利润 4.52 亿元，同比减少 8.20%，环比增长 5.06%；扣非归母净利润 4.50 亿元，同比减少 6.15%，环比增长 5.05%。2025 年上半年，公司毛利率 49.40%，同比下降 7.70pct；净利率 35.27%，同比下降 9.66pct，主要是新增交付造成毛利率波动。2025 年上半年，公司累计交付 220MW，包括平湖园区 100MW、廊坊园区 40MW、佛山园区 40MW、惠州园区 40MW，交付量创历史新高，营业成本增加大于营业收入增加，营业成本中电费同比增加 1.62 亿元，折旧同比增加 1.18 亿元。公司表示，基于去年已签订的客户订单支撑以及目前上架节奏判断，预计在今年年底可实现较好的上架率，其中单体 100MW 项目交付后上架速度创历史新高，随着新数据中心的交付、上架，公司业绩有望持续增长。2025 年上半年，公司能耗指标进一步增长，较 2024 年末增长约 30%。

维持

买入

阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518040002

SFC 编号:BNS315

刘永旭

liuyongxu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070014

SFC 编号:BVF090

朱源哲

zhuyuanzhe@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070002

发布日期：2025 年 09 月 29 日

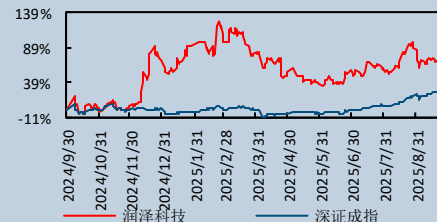
当前股价：52.85 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-12.79/-11.36	9.92/-0.85	110.14/77.97
12 月最高/最低价 (元)			70.82/26.17
总股本 (万股)			163,434.36
流通 A 股 (万股)			162,837.40
总市值 (亿元)			863.75
流通市值 (亿元)			860.60
近 3 月日均成交量 (万)			3198.13
主要股东			
京津冀润泽(廊坊)数字信息有限公司			59.18%

股价表现



2、液冷布局领先，单体 200MW 项目已按液冷标准规划设计。

公司 2021 年初即与终端客户合作布局液冷业务，2023 年已规模化交付行业内首例整栋液冷智算中心，不仅积累了大量长期运行数据，更与众多客户建立起深厚信任基础，业务发展具备先发优势。公司持续扩大液冷部署规模，自研新一代冷板式液冷技术已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。公司廊坊 B 区单体 200MW 智算中心项目已按液冷标准规划设计，目前正在有序推进配套建设，现阶段核心策略为：待液冷需求大规模释放时，以现货快速响应客户需求。

3、REIT 成功上市，赋能轻重资产分离架构搭建。

2025 年 8 月 8 日，南方润泽科技数据中心 REIT 在深交所正式上市，为全国首批、深交所首单数据中心 REIT，REIT 平台为公司搭建“募投管退”全周期资本运作体系，推动轻重资产分离。未来，公司成熟自建、自持数据中心可通过被 REIT 扩募收购回流可观现金，同时公司收购的项目有望被 REIT 扩募收购赚取一定差额收益。现金回流增加，一方面可以降低公司的资产负债率，减少利息支出，利于公司抓住 AIDC 旺盛需求的时机，快速新建高功率、大规模机房；另一方面为公司收购优质项目提供资金支持，形成正向循环。公司此前成熟数据中心被 REIT 收购出表后回流资金新建大规模 AIDC，将进一步提升公司高功率机柜的占比，优化资产结构。同时公司作为 REIT 的管理机构，对 REIT 仍履行相关运营管理职责，随着 REIT 规模的扩大、新建及收购项目的增多，公司市场份额有望快速提升。

4、盈利预测与投资建议

公司早掌握了一线城市周边稀缺的土地、能耗、电力等核心基础资源，目前全国合计布局了七大园区、约 61 栋智算中心、32 万架机柜，且主要集中于北京、上海、广州、深圳等一线城市的卫星城，七大园区中五大园区已建、在建、待建项目已全部取得所需能耗。公司 2025 年上半年新交付 220MW，创历史新高，随着新数据中心的交付、上架，公司业绩有望持续增长。同时公司公募 REIT 成功发行，打通轻资产运营道路，并可以优化公司资产结构，提升高功率机柜占比。发行后，公司账上现金充裕、融资渠道充足，上半年已考察多个潜在并购项目，市场份额和定价权有望提升。不考虑 REIT 发行可能带来的投资收益，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.72 亿元、34.83 亿元和 43.29 亿元，对应当前市值 PE 为 32x、25x、20x，维持“买入”评级。

表：润泽科技盈利预测

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,350.79	4,364.83	6,449.86	8,404.11	10,148.95
增长率（%）	60.27	0.32	47.77	30.30	20.76
归母净利润（百万元）	1,761.82	1,790.34	2,671.72	3,483.32	4,329.06
增长率（%）	47.03	1.62	49.23	30.38	24.28
PE	49.03	48.25	32.33	24.80	19.95

数据来源：ifind，中信建投

5、风险提示：

IDC 项目建设交付进度不及预期。如果 IDC 项目建设由于各种原因导致进度不及预期，则会造成项目交付延迟，对公司未来收入增长造成负面影响。

市场竞争加剧。IDC 机柜租金价格采用市场化方式确定，如果未来市场整体机柜投放数量增加，则会导致供给大于需求的情况出现，机柜租金价格下降，对公司收入和盈利能力造成不利影响。

市场需求不及预期。客户在机柜上架后向公司支付租金，如果未来客户 AI 业务发展情况不佳，则会导致客户的机柜上架进度较慢，进而导致公司业务收入增长放缓。

国家节能政策变化风险。2021 年 12 月河北省发改委印发相关政策通知，提出到 2025 年，电能利用效率 1.3 以上的大型和超大型存量数据中心依法依规全部腾退关停。截至目前，公司正在交付及在建的数据中心设计 PUE 已降到 1.3 以下，大部分已运营的数据中心实际 PUE 也已降到 1.3 以下。但最终 PUE 值尚需届时有关主管部门对 PUE 的监察检查或认定，仍然存在实际运行效果未能满足 1.3 以下的可能性，或者国家届时出台更加严格的节能政策，将会给公司带来相应的经营风险或经济损失。

分析师介绍

阎贵成

TMT 及海外研究组组长，通信行业首席分析师，北京大学学士、硕士，7 年中国移动工作经验，2017 年加入中信建投证券研究发展部通信团队。目前专注于人工智能、云计算、物联网、5G/6G、光通信、运营商等领域研究，2019 年以来曾多次获得证券行业各大评选的通信行业第一名，如新财富、水晶球、金麒麟、上证报、Wind 等。

刘永旭

通信行业联席首席分析师，南开大学学士、硕士，曾从事军工行业研究工作，2020 年加入中信建投通信团队，主要研究云计算 IDC、工业互联网、通信新能源、卫星应用、专网通信等方向。2020-2021 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员。

朱源哲

通信行业分析师，北京大学学士、硕士，2024 年 6 月加入中信建投证券研究发展部通信团队，主要研究 IDC、交换机等方向。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk