

公司研究 | 点评报告 | 润泽科技 (300442.SZ)

润泽科技 2025 三季度报点评： REITs 收益大幅增厚利润，资产规模快速扩张

报告要点

2025Q3, 公司收入表现符合预期, 净利润大幅提升, 主因 REITs 发行大幅增厚投资收益。25Q3 毛利率环比下降或主因算租业务占比提升, 算租业务开展+IDC 规模交付推动公司固定资产规模快速扩张。公司公募 REITs 成功发行上市, 率先成功搭建轻资产运作平台, 存量资产得到有效盘活。此外, 公司率先协助客户完成单机柜百千瓦级超节点国产液冷智算集群部署, 液冷交付经验丰富, 战略布局领先, 在国内云厂商 AI 军备竞赛背景下有望持续受益。

分析师及联系人



于海宁

SAC: S0490517110002

SFC: BUX641



温筱婷

SAC: S0490524100002

润泽科技 (300442.SZ)

2025-11-02

润泽科技 2025 三季度点评： REITs 收益大幅增厚利润，资产规模快速扩张

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

10 月 29 日，公司发布 2025 三季度报。2025 前三季度，公司实现营收 39.8 亿元，同比增长 15.0%，归母净利润 47.0 亿元，同比增长 210.7%，扣非归母净利润 13.5 亿元，同比下滑 9.5%。

事件评论

- 收入符合预期，REITs 发行大幅增厚投资收益。**2025 前三季度，公司实现营业收入 39.8 亿元，同比+15.0%，归母净利润 47.0 亿元，同比+210.7%，扣非归母净利润 13.5 亿元，同比-9.5%。单 25Q3，公司实现营业收入 14.8 亿元，同比+14.6%，环比+14.1%，表现符合预期；归母净利润 38.2 亿元，同比+598.4%，扣非归母净利润 4.7 亿元，同比-12.8%，环比+5.5%，净利润大幅增长主因 Q3 投资收益达 37.6 亿元，主要系本期公司将一家全资孙公司转让至南方润泽科技数据中心 REIT 产生的股权处置收益所致。
- 毛利率或主因算租业务占比提升影响，固定资产规模快速扩张。**截至 25Q3 末，公司存货规模较 2024 年底大幅下降，同时固定资产规模快速扩张至 220.3 亿元（2024 年底为 130.5 亿元），一方面因公司将高性能服务器转为自用，另一方面来自公司 IDC 业务的批量交付，2025H1 公司合计新增交付约 220MW 算力中心，交付规模达历史较高水平。25Q3，公司综合毛利率为 46.0%，同比下降 10.8pct，环比下降 3.1pct，同比下降较多主因今年为交付大年，Q3 仍在爬坡期，环比下降我们认为或主因算租业务占比提升所致。
- REITs 成功发行上市，存量资产有效盘活。**8 月 8 日，南方润泽科技数据中心 REIT 在深圳证券交易所上市，最终基金募集规模为 45 亿元。本次发行基础设施公募 REITs 使公司在国内成功搭建数据中心轻资产资本运作平台，既激活优质存量资产、优化资本结构，更是公司构建“重资产基础设施+轻资产运维服务”业务架构的创新实践。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，全力实现“加强运维团队培养，输出运维服务能力”的战略目标，增强公司可持续经营能力。
- 液冷交付经验丰富，战略布局领先。**IDC 液冷核心在于多细分环节协同作用，本质是经验沉淀的过程。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，具备先发优势。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，目前正有序推进配套建设，待液冷需求大规模释放时，将以现货快速响应客户需求。
- 投资建议：**2025Q3，公司收入符合预期，净利润大幅提升，主因 REITs 发行大幅增厚投资收益。25Q3 毛利率环比下降或主因算租业务占比提升，算租业务开展+IDC 规模交付推动公司固定资产规模快速扩张。公司公募 REITs 成功发行上市，率先成功搭建轻资产运作平台，存量资产得到有效盘活。此外，公司率先协助客户完成单机柜百千瓦级超节点国产液冷智算集群部署，液冷交付经验丰富。**预计公司 2025-2027 年归母净利润为 52.9、33.3、39.4 亿元，对应 PE 为 16x、25x、21x，维持“买入”评级，继续重点推荐。**

风险提示

- 1、上架率不及预期的风险；
- 2、中美贸易摩擦加剧的风险。

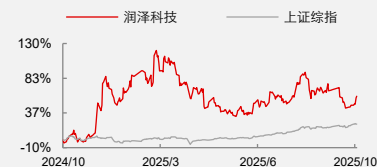
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	50.53
总股本(万股)	163,434
流通A股/B股(万股)	162,837/0
每股净资产(元)	8.29
近12月最高/最低价(元)	74.80/30.41

注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《润泽科技 2025 半年报点评：IDC 交付规模创新高，AIDC 收入结构优化》2025-09-11
- 《润泽科技 2025 一季报点评：环比改善显著，在手订单明确》2025-05-02
- 《润泽科技 2024 年报点评：IDC 改造致业绩短期承压，AIDC 持续领先》2025-04-25


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

1、上架率不及预期的风险：截至报告期末，公司已在北京·廊坊、长三角·平湖、大湾区·佛山和惠州、成渝经济圈·重庆、甘肃·兰州、海南·儋州等六大区域、七大节点，前瞻性地布局了 61 栋智算中心、约 32 万架机柜。目前，公司进入算力中心快速交付期，全国各地算力中心将陆续正式交付贡献收入，但是交付前期上架率较低，将直接影响公司短期盈利能力。

2、中美贸易摩擦加剧的风险：公司算力中心主要大型设备均来自全球头部设备供应商，尽管公司采购商主要为相关品牌的境内生产商，所涉及设备主要为国内生产，但部分设备及配件全链条生产过程可能存在进口环节，受中美贸易摩擦影响，相关产品可能被纳入加征关税清单，导致设备及配件采购成本攀升，进而直接推高公司整体运营成本。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4365	6271	10454	12763	货币资金	4826	8323	12655	17447
营业成本	2229	3411	6043	7407	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2136	2860	4411	5356	应收账款	1098	2012	3174	3182
%营业收入	49%	46%	42%	42%	存货	1770	409	94	112
营业税金及附加	63	63	105	128	预付账款	23	17	30	37
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1224	1681	1759	1719
销售费用	2	3	4	5	流动资产合计	8941	12442	17713	22497
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	2	1544	1544	1544
管理费用	145	149	209	255	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	2%	2%	2%	固定资产合计	13049	18011	21721	23276
研发费用	150	188	251	306	无形资产	1269	1269	1269	1269
%营业收入	3%	3%	2%	2%	商誉	385	385	385	385
财务费用	247	377	505	627	递延所得税资产	39	39	39	39
%营业收入	6%	6%	5%	5%	其他非流动资产	7624	8124	8624	9124
加: 资产减值损失	0	0	0	0	资产总计	31309	41815	51295	58135
信用减值损失	-3	-25	-15	-10	短期贷款	100	1300	2300	3100
公允价值变动收益	-1	0	0	0	应付款项	1585	2205	3838	2746
投资收益	15	3700	84	102	预收账款	0	0	0	0
营业利润	1828	5799	3459	4179	应付职工薪酬	15	27	48	59
%营业收入	42%	92%	33%	33%	应交税费	46	63	105	128
营业外收支	1	2	2	2	其他流动负债	4271	4887	5231	5171
利润总额	1829	5801	3461	4181	流动负债合计	6017	8483	11521	11204
%营业收入	42%	93%	33%	33%	长期借款	10500	14000	17000	20000
所得税费用	11	406	24	29	应付债券	0	0	0	0
净利润	1819	5395	3437	4152	递延所得税负债	225	225	225	225
归属于母公司所有者的净利润	1790	5287	3333	3945	其他非流动负债	3016	3021	3026	3031
少数股东损益	28	108	103	208	负债合计	19759	25729	31773	34460
EPS (元)	1.04	3.23	2.04	2.41	归属于母公司所有者权益	9966	14394	17727	21672
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1584	1692	1795	2003
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	11550	16086	19522	23675
经营活动现金流净额	2094	4387	6279	5047	负债及股东权益	31309	41815	51295	58135
取得投资收益收回现金	19	3700	84	102	基本指标				
长期股权投资	1	-1542	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-4876	-6497	-5497	-3497	每股收益	1.04	3.23	2.04	2.41
其他	563	0	0	0	每股经营现金流	1.22	2.68	3.84	3.09
投资活动现金流净额	-4293	-4339	-5413	-3395	市盈率	49.96	15.62	24.77	20.94
债券融资	0	0	0	0	市净率	8.98	5.74	4.66	3.81
股权融资	2113	-208	0	0	EV/EBITDA	34.75	25.82	17.63	14.70
银行贷款增加 (减少)	2900	4700	4000	3800	总资产收益率	5.7%	12.6%	6.5%	6.8%
筹资成本	-1448	-1048	-539	-665	净资产收益率	18.0%	36.7%	18.8%	18.2%
其他	1934	5	5	5	净利率	41.0%	84.3%	31.9%	30.9%
筹资活动现金流净额	5499	3449	3466	3140	资产负债率	63.1%	61.5%	61.9%	59.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	3300	3497	4332	4792	总资产周转率	0.16	0.17	0.22	0.23

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。