



云服务

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

# 大规模数据中心建设如期推进, REIT 发行改善资金储备

——润泽科技(300442)三季度点评

## 证券研究报告-三季度点评

买入(维持)

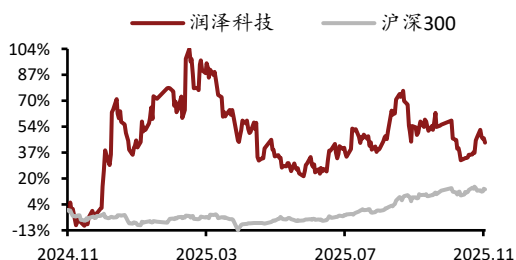
### 市场数据(2025-11-07)

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 49.38       |
| 一年内最高/最低(元) | 74.80/30.41 |
| 沪深 300 指数   | 4,678.79    |
| 市净率(倍)      | 5.96        |
| 流通市值(亿元)    | 804.09      |

### 基础数据(2025-09-30)

|              |                       |
|--------------|-----------------------|
| 每股净资产(元)     | 8.29                  |
| 每股经营现金流(元)   | 1.69                  |
| 毛利率(%)       | 48.11                 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 34.73                 |
| 资产负债率(%)     | 62.53                 |
| 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)中报点评: 大规模数据中心集中交付, 智算服务高速增长》  
2025-09-24

《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 年三季报: 2025 前 3 季度公司收入 39.77 亿元, 同比增长 15.05%; 净利润 47.04 亿元, 同比增长 210.73%; 扣非后净利润 13.53 亿元, 同比下滑 9.47%。2025Q3, 公司收入 14.81 亿元, 同比增长 14.61%, 环比增长 14.08%; 净利润 38.20 亿元, 同比增长 598.38%; 扣非净利润 4.75 亿元, 同比下滑 12.81%, 环比提升 5.47%。

- 公司 Q3 业绩暴增主要源于南方润泽科技数据中心 REIT (代码 180901) 8 月 8 日的成功上市。南方润泽科技数据中心 REIT 是国内首批和深交所首单数据中心 REIT, 本次发行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。该 REIT 转入的资产为公司廊坊 A-18 数据中心, 对该数据中心的股权处置给 Q3 带来了 37.56 亿的投资收益, 同时资产负债率从 6 月末的 64.07% 降低到了 62.53% (同时, 公司认购了南方润泽科技数据中心 REIT 34% 的份额, Q3 长期股权投资增加 15.42 亿元)。这笔资产转让, 也让公司 Q3 所得税从上年同期的 0.29 亿元增长到了 3.99 亿元。

- 2025 年公司大规模的数据中心建设计划有望如期完成投运。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。根据证券日报公众号 11 月 1 日的文章, 公司廊坊 B 区已经进入后期阶段, 规划 2025 年底正式建成投运, 对应 10 万卡以上的算力供应规模。

- 公司毛利率还在下降的过程中。2025Q3 毛利率 45.95%, 较上个季度下降了 3.14PCT, 较上年同期下降了 10.85 PCT, 我们认为影响公司毛利率的因素主要包括:

(1) 业务结构变化: 公司存货从 2025Q1 的 17.55 亿降低到 2025Q2 的 2.93 亿元, 这部分存货主要为支撑高性能模组销售业务的相关硬件, 这部分业务从 2024 以来采用净额法计入, 提升了 AIDC 业务的毛利率水平。这部分一次性引流业务的减少, 对 Q3 公司毛利率和整体盈利水平带来一定的负面影响。

(2) 折旧的影响: 2025 年公司数据中心建设明显加快, 前三个季度在建工程和固定资产总和分别增长 19.81 亿元、32.80 亿元、30.66 亿元, 对比来看, 2024 年该指标 2024 年总计增长仅 34.05 亿元。从成本构成来看 2025H1, 公司折旧摊销占比从上年度的 32% 增长到

33%，其中 IDC 业务的折旧摊销增长 12%，而 AIDC 折旧摊销同比增长 87%，考虑到 2025 年数据中心建设和转固进程的加快，AIDC 业务的折旧摊销也将快速增长。

**(3) 廊坊 A-18 数据中心划入 REIT 后的影响。**该资产 2024 年实现收入 5.4 亿元，净利润 2.57 亿元，毛利率 47.65%，签约率 100%，上架率 99%，固定资产 6.32 亿元。该资产作为 REIT 发行后，将不再纳入公司合并报表范围，考虑到该数据中心成熟度较高，毛利率较好，将对公司整体毛利率产生一定的负面影响。

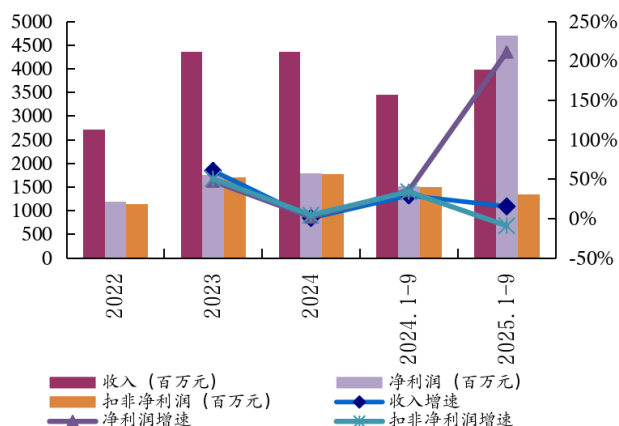
- 作为行业内首例交付整栋纯液冷智算中心的数据中心厂商，公司 2025 年协助客户完成了单机柜百千瓦超节点国产智算集群部署，随着超节点和液冷成为当前智算中心部署的大趋势，公司在智算集群设计、部署、适配及稳定运维方面的优势也将逐步显现。
- 维持对公司“买入”的投资评级。公司目前算力建设加速，即将迎来收入规模的高增长，同时公司资金充足、融资渠道通畅，正在积极寻找优质并购标的，有望进一步稳固行业头部低位和在智算领域的领导权。预测公司 2025-2027 年 EPS 为 3.17 元、1.85 元、2.63 元，按照 11 月 7 日收盘价 49.38 元，对应的 PE 分别为 15.57 倍、26.64 倍、18.81 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 | 5,846  | 8,172  | 10,859 |
| 增长比率（%）   | 60.27 | 0.32  | 33.93  | 39.78  | 32.89  |
| 净利润（百万元）  | 1,762 | 1,790 | 5,184  | 3,030  | 4,291  |
| 增长比率（%）   | 47.03 | 1.62  | 189.58 | -41.56 | 41.64  |
| 每股收益(元)   | 1.08  | 1.10  | 3.17   | 1.85   | 2.63   |
| 市盈率(倍)    | 45.81 | 45.08 | 15.57  | 26.64  | 18.81  |

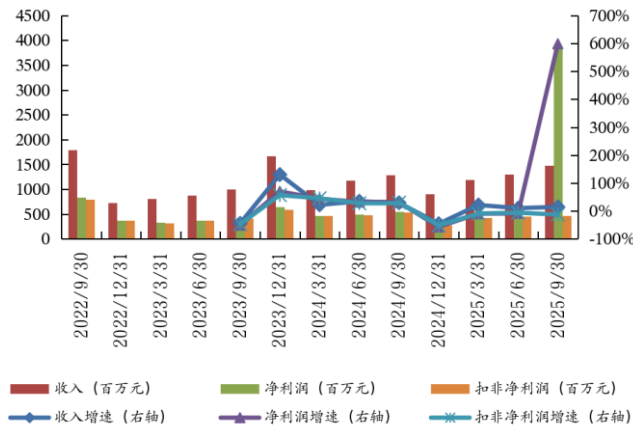
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：2022-2025.1-9 公司收入及净利润



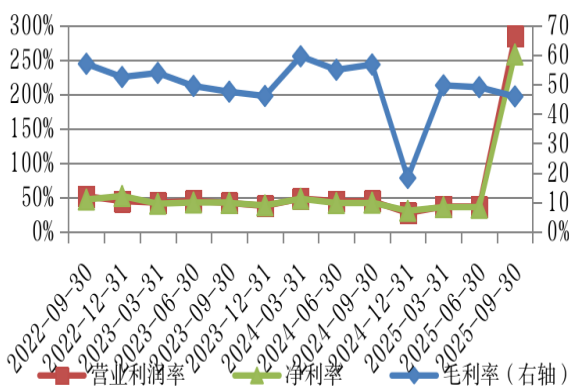
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 2：2022Q3-2025Q3 公司收入及净利润



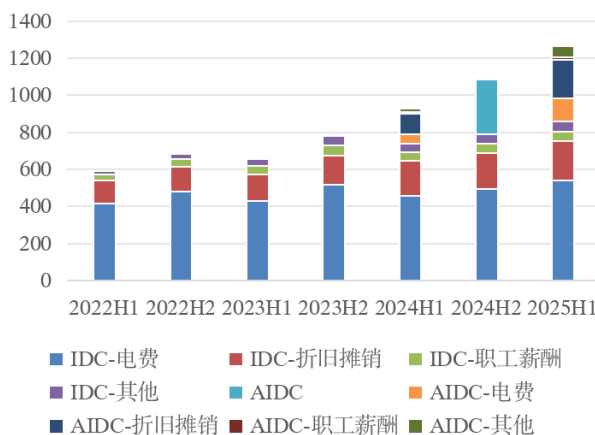
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 3：2022Q3-2025Q3 公司盈利能力指标



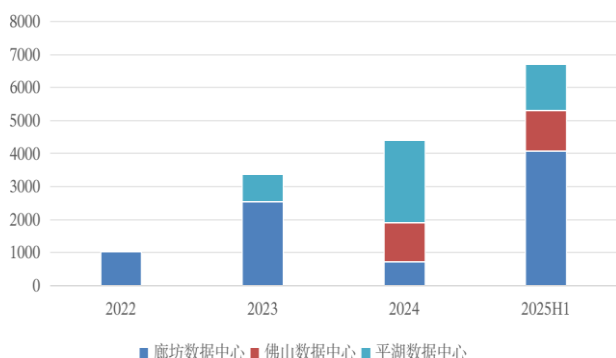
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 4：2022H1-2025H1 公司成本构成



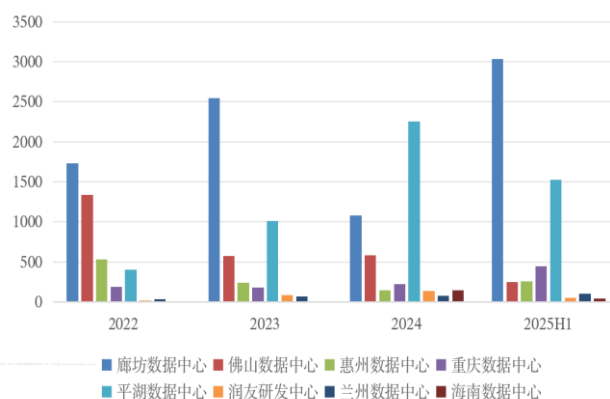
资料来源：公司公告，中原证券研究所

图 5：2022-2025H1 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 6：2022-2025H1 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 7: 22Q3-25Q3 公司固定资产和在建工程 (百万元)



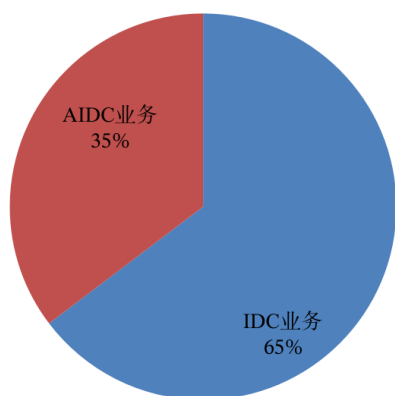
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 8: 2022Q3-2025Q3 公司存货 (百万元)



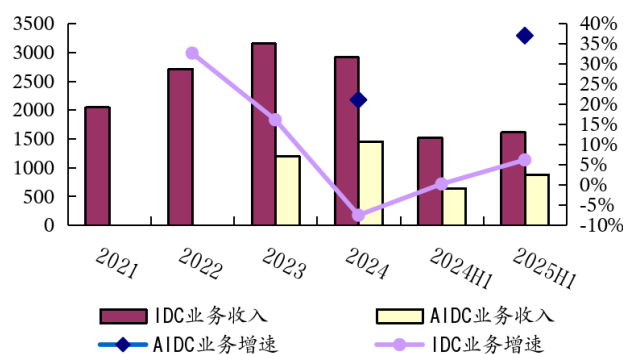
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 9: 2025H1 公司收入分布



资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 10: 2021-2025H1 公司分项业务收入 (百万元)



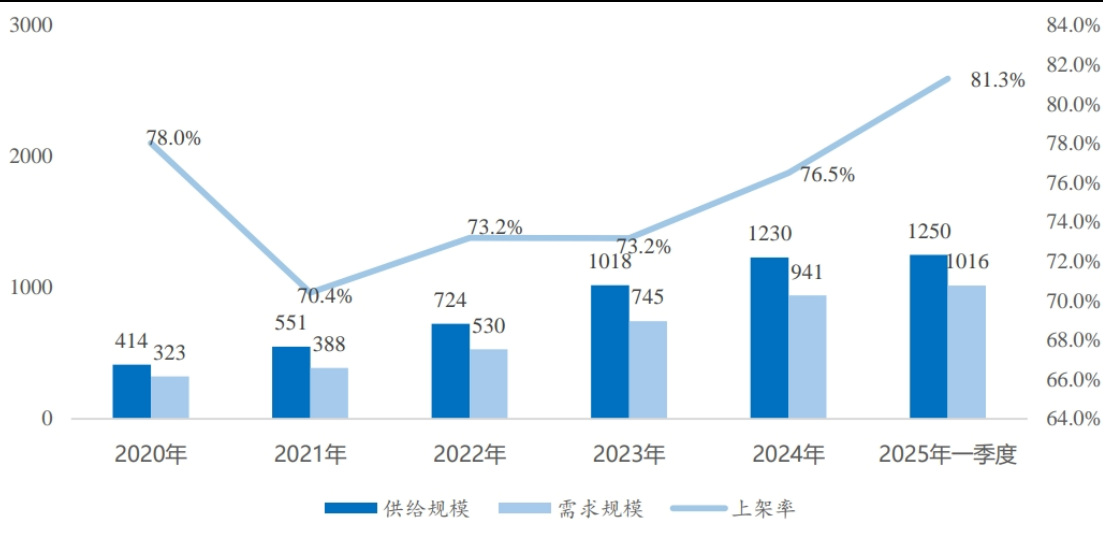
资料来源: 公司公告, 中原证券研究所

图 11：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 12：2020-2025 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         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>5,024</b>  | <b>8,941</b>  | <b>8,340</b>  | <b>10,885</b> | <b>12,783</b> |
| 现金             | 1,810         | 4,826         | 4,167         | 5,857         | 7,144         |
| 应收票据及应收账款      | 1,064         | 1,098         | 1,715         | 2,138         | 2,154         |
| 其他应收款          | 19            | 91            | 423           | 380           | 506           |
| 预付账款           | 11            | 23            | 32            | 37            | 56            |
| 存货             | 770           | 1,770         | 319           | 240           | 341           |
| 其他流动资产         | 1,351         | 1,133         | 1,683         | 2,233         | 2,583         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>18,286</b> | <b>22,368</b> | <b>31,741</b> | <b>33,845</b> | <b>37,256</b> |
| 长期投资           | 4             | 2             | 8             | 14            | 20            |
| 固定资产           | 9,373         | 13,049        | 23,644        | 28,536        | 32,338        |
| 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         | 6,770         | 3,936         | 3,509         |
| <b>资产总计</b>    | <b>23,311</b> | <b>31,309</b> | <b>40,081</b> | <b>44,730</b> | <b>50,040</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>4,302</b>  | <b>6,017</b>  | <b>9,502</b>  | <b>10,348</b> | <b>12,522</b> |
| 短期借款           | 100           | 100           | 1,310         | 1,420         | 2,230         |
| 应付票据及应付账款      | 1,969         | 1,738         | 3,021         | 3,033         | 3,673         |
| 其他流动负债         | 2,232         | 4,179         | 5,170         | 5,895         | 6,619         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>10,463</b> | <b>13,741</b> | <b>16,915</b> | <b>19,195</b> | <b>20,165</b> |
| 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         | 3,404         | 3,404         | 3,404         |
| <b>负债合计</b>    | <b>14,765</b> | <b>19,759</b> | <b>26,416</b> | <b>29,542</b> | <b>32,686</b> |
| 少数股东权益         | 24            | 1,584         | 1,580         | 1,592         | 1,619         |
| 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         | 5,613         | 7,123         | 9,263         |
| 归属母公司股东权益      | 8,522         | 9,966         | 12,085        | 13,595        | 15,735        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>23,311</b> | <b>31,309</b> | <b>40,081</b> | <b>44,730</b> | <b>50,040</b> |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2023A         | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,244</b>  | <b>2,094</b>  | <b>5,385</b>  | <b>5,055</b>  | <b>7,557</b>  |
| 净利润            | 1,758         | 1,819         | 5,180         | 3,042         | 4,318         |
| 折旧摊销           | 365           | 748           | 1,310         | 1,622         | 1,895         |
| 财务费用           | 159           | 259           | 617           | 759           | 846           |
| 投资损失           | -59           | -15           | -3,767        | -249          | -255          |
| 营运资金变动         | -986          | -675          | 2,108         | -127          | 744           |
| 其他经营现金流        | 7             | -41           | -63           | 8             | 9             |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-5,423</b> | <b>-4,293</b> | <b>-6,889</b> | <b>-3,477</b> | <b>-5,052</b> |
| 资本支出           | -4,775        | -4,876        | -10,600       | -3,720        | -5,301        |
| 长期投资           | -720          | 564           | -6            | -6            | -6            |
| 其他投资现金流        | 72            | 19            | 3,717         | 249           | 255           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>4,190</b>  | <b>5,499</b>  | <b>845</b>    | <b>111</b>    | <b>-1,218</b> |
| 短期借款           | 100           | 0             | 1,210         | 110           | 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         | -3,468        | -2,279        | -2,998        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>11</b>     | <b>3,300</b>  | <b>-659</b>   | <b>1,690</b>  | <b>1,287</b>  |

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         |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>4,351</b> | <b>4,365</b> | <b>5,846</b> | <b>8,172</b> | <b>10,859</b> |
| 营业成本            | 2,238        | 2,229        | 3,128        | 4,365        | 5,802         |
| 营业税金及附加         | 36           | 63           | 61           | 90           | 130           |
| 营业费用            | 3            | 2            | 2            | 2            | 2             |
| 管理费用            | 168          | 145          | 174          | 165          | 173           |
| 研发费用            | 101          | 150          | 203          | 254          | 300           |
| 财务费用            | 125          | 247          | 545          | 697          | 758           |
| 资产减值损失          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 其他收益            | 39           | 290          | 184          | 291          | 483           |
| 公允价值变动收益        | 6            | -1           | 0            | 0            | 0             |
| 投资净收益           | 59           | 15           | 3,767        | 249          | 255           |
| 资产处置收益          | 0            | -2           | -2           | -2           | -4            |
| <b>营业利润</b>     | <b>1,780</b> | <b>1,828</b> | <b>5,675</b> | <b>3,128</b> | <b>4,420</b>  |
| 营业外收入           | 4            | 4            | 5            | 7            | 10            |
| 营业外支出           | 7            | 3            | 3            | 5            | 6             |
| <b>利润总额</b>     | <b>1,777</b> | <b>1,829</b> | <b>5,676</b> | <b>3,131</b> | <b>4,423</b>  |
| 所得税             | 20           | 11           | 497          | 89           | 105           |
| <b>净利润</b>      | <b>1,758</b> | <b>1,819</b> | <b>5,180</b> | <b>3,042</b> | <b>4,318</b>  |
| 少数股东损益          | -4           | 28           | -5           | 13           | 27            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,762</b> | <b>1,790</b> | <b>5,184</b> | <b>3,030</b> | <b>4,291</b>  |
| EBITDA          | 2,205        | 2,810        | 7,532        | 5,450        | 7,076         |
| EPS (元)         | 1.08         | 1.10         | 3.17         | 1.85         | 2.63          |

主要财务比率

| 会计年度            | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 营业收入 (%)        | 60.27  | 0.32   | 33.93  | 39.78  | 32.89  |
| 营业利润 (%)        | 44.80  | 2.71   | 210.44 | -44.87 | 41.27  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 47.03  | 1.62   | 189.58 | -41.56 | 41.64  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 毛利率 (%)         | 48.57  | 48.93  | 46.50  | 46.58  | 46.57  |
| 净利率 (%)         | 40.49  | 41.02  | 88.68  | 37.08  | 39.52  |
| ROE (%)         | 20.67  | 17.96  | 42.90  | 22.29  | 27.27  |
| ROIC (%)        | 10.04  | 8.34   | 18.29  | 10.64  | 13.01  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 资产负债率 (%)       | 63.34  | 63.11  | 65.91  | 66.05  | 65.32  |
| 净负债比率 (%)       | 172.78 | 171.07 | 193.32 | 194.52 | 188.35 |
| 流动比率            | 1.17   | 1.49   | 0.88   | 1.05   | 1.02   |
| 速动比率            | 0.79   | 1.00   | 0.66   | 0.81   | 0.78   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.22   | 0.16   | 0.16   | 0.19   | 0.23   |
| 应收账款周转率         | 6.05   | 4.04   | 4.16   | 4.24   | 5.06   |
| 应付账款周转率         | 1.72   | 1.43   | 1.41   | 1.56   | 1.92   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |        |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 1.08   | 1.10   | 3.17   | 1.85   | 2.63   |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.76   | 1.28   | 3.30   | 3.09   | 4.62   |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 5.21   | 6.10   | 7.39   | 8.32   | 9.63   |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |        |
| P/E             | 45.81  | 45.08  | 15.57  | 26.64  | 18.81  |
| P/B             | 9.47   | 8.10   | 6.68   | 5.94   | 5.13   |
| EV/EBITDA       | 23.32  | 34.75  | 12.47  | 17.36  | 13.44  |

### 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者其他决定的唯一信赖依据。