

润泽科技 (300442.SZ)

智算业务拓展顺利, 传统 IDC 稳步推进

增持

核心观点

全年净利润快速增长。公司发布 2023 年业绩预告, 预计 2023 年实现归母净利润 17.5-18.5 亿元, 同比增长 46.1%-54.4%; 实现扣非归母净利润 17.4-18.4 亿元, 同比增长 52.9%-61.7%。单四季度来看, 预计公司实现归母净利润 6.3-7.3 亿元, 以中值计算, 归母净利润同比增长 80.0%、环比增长 62.6%, 四季度利润快速增长。

传统 IDC 稳步推进, 核心资源储备充足。报告期内, 公司传统 IDC 业务稳步推进, 上架机柜总量和单机柜功率持续提升, 根据公告, 2023 年公司共新增交付 5 栋数据中心, 合计交付约 3w 机柜, 项目交付稳步推进。据公司公告, 2023 年公司预计实现传统 IDC 业务收入 35 亿元, 同比增长 30%左右。后续布局来看, 公司廊坊园区 220kV 变电站已正式投运, 最大供电量高达 960MW, 支撑廊坊园区后续发展所需的电力供应量; 廊坊地区外项目核心资源储备充足, 同时公司新增海南儋州数据中心园区布局, 整体规划约 3 万个机柜。

积极推进 AIDC 布局, 智算业务拓展顺利。公司已完成半栋纯液冷智算中心交付; 同时, 公司在廊坊和平湖两地多个机房部署了算力模组, 除用于国产芯片的测试、软硬件的调优适配外, 也对外提供算力服务, 新增 AIDC 相关业务拓展顺利, 相应的收入规模不断扩大。根据公司公告, 2023 年 AIDC 业务约不到 10 亿元。公司后续持续推进 AIDC 布局, 廊坊 B 区和平湖按照 AIDC 模式规划, 与终端客户、网卡、交换机、服务器等厂商建立了稳定的生态合作伙伴关系, 并共同完成了 AIDC 机房设计。

风险提示:政策落地不及预期, AI 发展不及预期, 公司数据中心建设及上架进度不及预期, IDC 行业竞争加剧。

投资建议: 上调盈利预测, 维持“增持”评级

公司 AIDC 业务拓展顺利, 三季度以来持续加速贡献收入, 基于此上调公司盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润由 16.6/22.6/34.6 亿元调整至 18.0/23.5/35.7 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 19/15/10x, 对应 EV/EBITDA 分别为 20/15/11x。公司传统 IDC 项目交付稳步推进, AIDC 业务拓展顺利, 看好发展潜力, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,047	2,715	4,349	6,352	9,377
(+/-%)	46.9%	32.6%	60.2%	46.1%	47.6%
归母净利润(百万元)	722	1198	1804	2350	3574
(+/-%)	172.9%	66.0%	50.6%	30.3%	52.1%
每股收益(元)	1.28	1.87	1.05	1.37	2.08
EBIT Margin	45.7%	44.1%	41.2%	39.6%	41.0%
净资产收益率 (ROE)	28.2%	40.8%	20.7%	23.2%	29.1%
市盈率 (PE)	15.5	10.7	19.0	14.6	9.6
EV/EBITDA	16.6	17.6	20.1	15.2	10.6
市净率 (PB)	4.39	4.35	3.93	3.39	2.79

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信服务

证券分析师: 马成龙 联系人: 钱嘉隆
021-60933150 021-60375445
machenglong@guosen.com.cn qianjialong@guosen.com.cn
S0980518100002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	19.88 元
总市值/流通市值	34205/7133 百万元
52 周最高价/最低价	75.80/19.80 元
近 3 个月日均成交额	203.54 百万元

市场走势

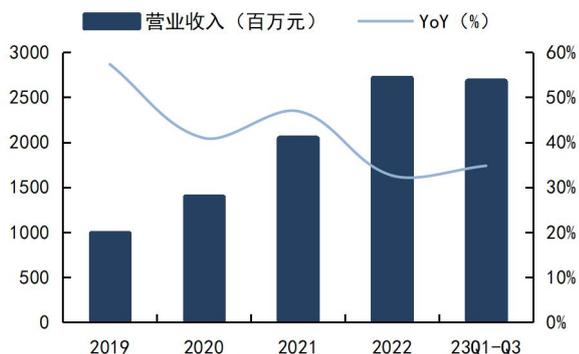


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《润泽科技 (300442.SZ) - 项目交付稳步推进, 积极布局液冷智算中心》——2023-11-02
- 《润泽科技 (300442.SZ) - 园区级数据中心企业重组上市, 联合运营商高速发展》——2023-08-02

图1: 润泽科技营收及增速 (单位: 亿元、%)



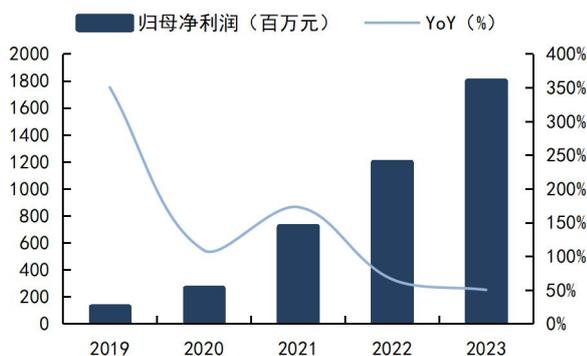
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 润泽科技单季营收及增速 (单位: 亿元、%)



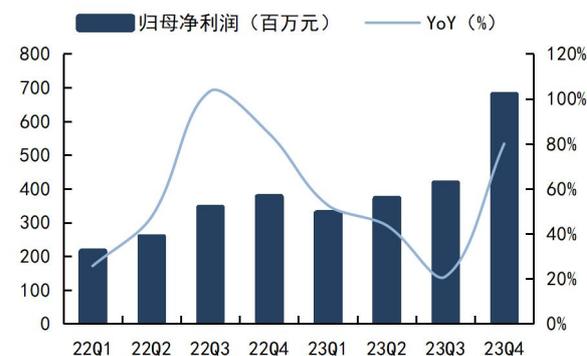
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 润泽科技归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



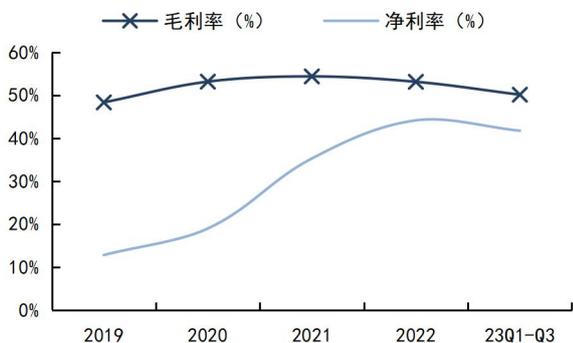
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 2023 年归母净利润为业绩预告中值

图4: 润泽科技单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



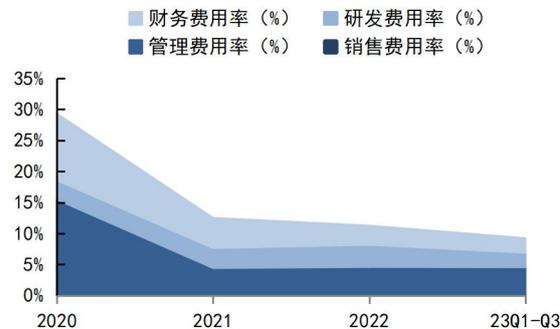
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 2023 年四季度归母净利润基于业绩预告中值计算

图5: 润泽科技毛利率和净利率 (单位: %)



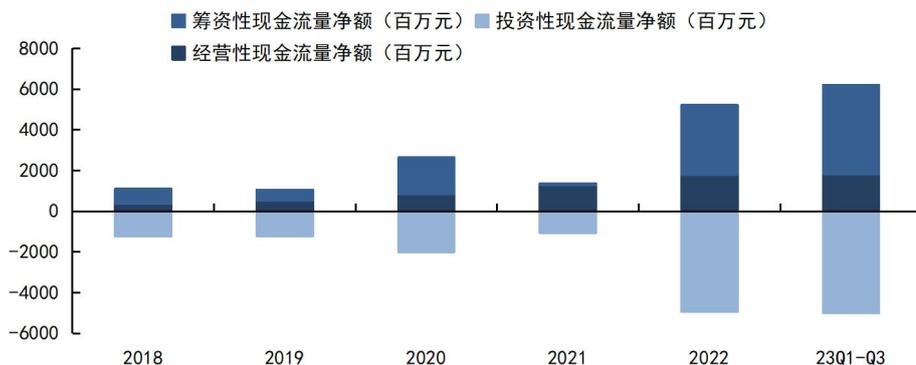
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 润泽科技期间费用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 润泽科技现金流情况 (百万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

IDC 业务:

此前, 基于公司总体规划和项目交付进度, 以及由于短期内佛山和惠州项目交付慢于此前预期, 低功率机柜改造影响短期利润。基于此, 下调公司 2023 年收入增速假设, 由 57% 下调至 41%, 预计公司 2023-2025 年分别实现收入 38.1/55.8/85.0 亿元, 增速分别为 41%/46%/52%。

公司 AIDC 业务拓展顺利, 一方面廊坊园区液冷数据中心上架进度较快, 另一方面公司在廊坊和平湖两地多个机房部署了算力模组, 对外提供算力服务, 收入规模增长较快。基于此调整收入预测, 预计 2023-2025 年收入增速分别为 60%/46%/48%。

毛利率方面, 短期内新交付项目上架率影响短期毛利率、新增智算业务毛利率相对主业较低, 中长期来看, 随着上架率提升, 毛利率有望逐步修复, 基于此调整 2023-2025 年公司毛利率假设, 由 50.9%/50.1%/51.5% 调整至 49.2%/47.3%/48.5%。

费用率方面, 假设整体费用率稳重有降, 其中财务费用方面, 由于公司融资渠道扩张, 平均贷款利率也有望维持稳中有降态势, 利息费用整体可控。

表1: 润泽科技收入预测 (百万元, %)

	2022	2023E	2024E	2025E
IDC 业务				
总营收 (百万元)	2,715	4,349	6,352	9,377
增速 (%)	32.6%	60.2%	46.1%	47.6%
毛利率 (%)	53.1%	49.2%	47.3%	48.5%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：公司 AIDC 业务拓展顺利，三季度以来持续加速贡献收入，基于此上调公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润由 16.6/22.6/34.6 亿元调整至 18.0/23.5/35.7 亿元，当前股价对应 PE 分别为 19/15/10x，对应 EV/EBITDA 分别为 20/15/11x。公司传统 IDC 项目交付稳步推进，AIDC 业务拓展顺利，看好发展潜力，维持“增持”评级。

表 2: 同类公司估值比较 (2023 年 1 月 31 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	PE			EV/EBITDA		
					2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E
300442.SZ	润泽科技	增持	19.88	342	19.0	14.6	9.6	20.1	15.2	10.6
同类公司：										
300738.SZ	奥飞数据	买入	8.26	79	39.5	27.1	19.4	20.2	14.6	10.8
603881.SH	数据港	无评级	15.74	72	49.1	37.3	32.0	10.6	9.3	8.0
300383.SZ	光环新网	无评级	7.78	140	26.9	19.5	15.4	11.4	9.5	8.8
600845.SH	宝信软件	无评级	41.00	985	37.1	29.7	23.5	25.9	20.8	16.8
	平均				38.1	28.4	22.6	17.0	13.5	11.1

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测；奥飞数据、光环新网、数据港、宝信软件采用 Wind 一致预期

风险提示：政策落地不及预期，AI 发展不及预期，公司数据中心建设及上架进度不及预期，IDC 行业竞争加剧。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1594	1396	2216	1400	1400	营业收入	2047	2715	4349	6352	9377
应收款项	303	399	631	940	1375	营业成本	934	1273	2209	3349	4831
存货净额	0	2	1	2	4	营业税金及附加	21	23	31	46	66
其他流动资产	374	915	1305	2160	3054	销售费用	3	4	3	5	7
流动资产合计	2271	2711	4153	4501	5833	管理费用	87	121	214	294	418
固定资产	7450	11647	15658	19446	21071	研发费用	66	97	98	143	211
无形资产及其他	702	828	796	764	732	财务费用	99	83	123	156	190
投资性房地产	329	817	817	817	817	投资收益	3	71	98	30	20
长期股权投资	16	5	5	5	5	资产减值及公允价值变动	0	0	20	2	5
资产总计	10768	16008	21429	25534	28458	其他收入	(58)	(52)	(98)	(143)	(211)
短期借款及交易性金融负债	553	1415	1000	2892	2049	营业利润	847	1229	1789	2393	3681
应付款项	1368	1098	1186	1836	3256	营业外净收支	(1)	(3)	50	15	0
其他流动负债	21	293	230	354	530	利润总额	846	1226	1839	2408	3681
流动负债合计	1942	2807	2416	5082	5835	所得税费用	125	29	37	60	110
长期借款及应付债券	4910	8117	8117	8117	8117	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)	(4)
其他长期负债	1329	2121	2151	2181	2211	归属于母公司净利润	722	1198	1804	2350	3574
长期负债合计	6239	10238	10268	10298	10328	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8181	13045	12684	15380	16163	净利润	722	1198	1804	2350	3574
少数股东权益	29	28	27	25	23	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2558	2936	8718	10128	12273	折旧摊销	233	267	542	747	913
负债和股东权益总计	10768	16008	21429	25534	28458	公允价值变动损失	0	0	(20)	(2)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	99	83	123	156	190
每股收益	1.28	1.87	1.05	1.37	2.08	营运资本变动	1747	(332)	(567)	(360)	293
每股红利	0.60	2.01	0.42	0.55	0.83	其它	(1)	0	(1)	(1)	(2)
每股净资产	4.55	4.59	5.08	5.90	7.15	经营活动现金流	2701	1133	1758	2733	4773
ROIC	9.66%	10.64%	11%	12%	16%	资本开支	0	(4459)	(4501)	(4501)	(2501)
ROE	28.23%	40.82%	21%	23%	29%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	54%	53%	49%	47%	48%	投资活动现金流	1	(4448)	(4501)	(4501)	(2501)
EBIT Margin	46%	44%	41%	40%	41%	权益性融资	0	0	4700	0	0
EBITDA Margin	57%	54%	54%	51%	51%	负债净变化	352	3207	0	0	0
收入增长	47%	33%	60%	46%	48%	支付股利、利息	(336)	(1284)	(722)	(940)	(1430)
净利润增长率	173%	66%	51%	30%	52%	其它融资现金流	(2306)	(729)	(415)	1892	(842)
资产负债率	76%	82%	59%	60%	57%	融资活动现金流	(2275)	3116	3563	952	(2272)
股息率	2.6%	10.0%	5.6%	7.4%	11.2%	现金净变动	427	(198)	820	(816)	0
P/E	15.5	10.7	19.0	14.6	9.6	货币资金的期初余额	1167	1594	1396	2216	1400
P/B	4.4	4.4	3.9	3.4	2.8	货币资金的期末余额	1594	1396	2216	1400	1400
EV/EBITDA	16.6	17.6	20.1	15.2	10.6	企业自由现金流	0	(3356)	(2768)	(1660)	2435
						权益自由现金流	0	(878)	(3304)	79	1409

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032