

润泽科技 (300442.SZ) / 通信

证券研究报告/公司深度报告

2023年2月13日

评级：买入（首次）

市场价格：52.63元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

电话：021-20315728

Email: chenyy@r.qlzq.com.cn

分析师：王逢节

执业证书编号：S0740522030002

Email: wangfj@r.qlzq.com.cn

研究助理：余雨晴

Email: sheyq@r.qlzq.com.cn

研究助理：肖冬卿

Email: xiaodq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	820
流通股本(百万股)	99
市价(元)	52.63
市值(百万元)	43,179
流通市值(百万元)	5,221

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,394	2,047	3,093	5,101	6,889
增长率 yoy%	41%	47%	51%	65%	35%
净利润(百万元)	265	722	1,265	1,822	2,475
增长率 yoy%	109%	173%	75%	44%	36%
每股收益(元)	0.32	0.88	1.54	2.22	3.02
每股现金流量	1.00	1.55	2.56	3.73	4.64
净资产收益率	14%	28%	34%	33%	31%
P/E	163.2	59.8	34.1	23.7	17.4
PEG	0.8	-0.2	0.3	0.3	0.3
P/B	23.5	16.9	11.9	8.1	5.6

备注：以 2023 年 2 月 13 日收盘价计算

报告摘要

- 园区级数据中心龙头，重组上市提升融资能力。**润泽科技成立于 2009 年，2022 年创业板重组上市，公司专注开发及运营超大规模、高等级数据中心集群，是国内领先的园区级数据中心龙头厂商。公司紧抓一线城市周边城市的布局规划，2010 年启动廊坊润泽国际信息港项目，目前已经在京津冀、长三角、大湾区、成渝经济圈和西北地区 5 个区域布局 6 个超大规模数据中心，总体规划 56 栋数据中心，合计 29 万个机柜。公司直接客户主要为电信运营商，终端客户包括字节、华为、京东、快手等巨头及部分国家部委。2019-2021 年，营收复合增长超过 40%，扣非净利润复合增速超过 150%，业绩进入高成长期。
- IDC 供需格局改善，是数字经济的核心基础设施。**数据中心是服务器、网络、存储等 ICT 设备不间断管理和运营的基础设施。占我国全社会用电量约 2% 的数据中心，支撑了占全国 GDP 约 36.2% 的数字经济规模，对提升全社会生产效率和全要素生产率作用巨大。国内 IDC 经历了两轮投资热潮，第一轮是 14-15 年以电商为代表的互联网厂商兴起，第二轮是 17-20 年以云计算和视频为代表的互联网巨头崛起，ChatGPT 引领 AI 新趋势，或将驱动算力需求和数据流量新一轮增长。随着 5G 商用，云计算、AI、IOT、AR/VR、自动驾驶等应用发展，带动 IDC 行业规模持续扩容。短期来看，电信运营商资本开支向算力网络倾斜，互联网政策回暖，行业需求将明显改善。IDC 能耗指标趋严，政策对新建和存量 IDC 的 PUE 要求提升，有利于无效供给出清，东数西算规划促进行业中长期健康发展。
- 核心资源+园区级模式，打造 IDC 运营新标杆。**对于第三方数据中心运营商，选址能力和资源储备成为其核心竞争力之一，能够匹配大客户需求的资源，将会有更好的业务前景。公司的主要优势：（1）廊坊已成为京津冀大数据的核心节点，公司前瞻布局的廊坊超大规模数据中心资源稀缺，全国围绕一线城市卫星城储备 29 万机柜。（2）运营模式：公司采用独特“自投、自建、自持、自运维、100%包电”模式，建设标准高，自建部分变电站，园区内数据中心光纤直连，有利于增强运维可靠性，上架率业内领先。（3）销售模式：与运营商全面、深度绑定战略合作，批发型销售，运营商合同期限一般 10-15 年，优质客户资源助力超额成长。（4）规模优势：园区级超大规模数据中心有较好的盈利能力，2023 年公司主运园区级数据中心将由 1 个变成 4 个，正式迈入新的发展阶段。
- 投资建议：**公司是国内园区级数据中心龙头，拥有大规模稀缺的资源储备，独特的运营模式，盈利能力处于行业领先水平，配套融资增强资金实力，随着机柜规模增长，业绩进入高速增长期。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 12.65 亿元，18.22 亿元和 24.75 亿元，对应 2023 年 PE 估值 24X，首次覆盖，给予买入评级。
- 风险提示：**机柜上电进度不及预期；单一大客户依赖风险；假设不及预期风险；研报使用的信息数据更新不及时的风险。

投资主题

报告亮点

(1) 从互联网监管和新应用角度分析行业需求改善。5G 商用、云计算、AI、物联网、AR/VR、自动驾驶、在线教育医疗等领域的发展带动数据流量显著增长，ChatGPT 等高算力应用有望成为未来流量增长的动因，驱动 IDC 行业规模持续扩容。此前国内 IDC 发展受互联网行业需求波动影响，2022 年 4 月中央政治局会议提出了“完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”，国内云巨头资本开支有望回暖，行业需求将明显改善。

(2) 通过模式对比和政策要求分析市场竞争格局。IDC 厂商按照资源属性和角色定位可以分为运营商、专业第三方 IDC 服务商和云服务商及其他互联网厂商三大类，各自先天优势不同。第三方 IDC 服务商竞争力分化加大，主要因素包括选址能力、规模情况和运维服务，拥有一线城市稀缺资源和较强运维能力的大型园区级 IDC 更受客户青睐。东数西算政策下，行业无效供给持续出清，热点地区价值凸显，市场格局持续向头部集中。

(3) 对比行业其他公司，总结梳理四大优势。结合行业其他公司情况，对比总结公司能力优势，即：（1）资源布局和规模优势，公司前瞻布局的廊坊超大规模数据中心资源稀缺，围绕一线城市卫星城资源储备充足，园区级超大规模数据中心有较好的盈利能力。（2）客户资源优势，与运营商全面、深度绑定战略合作，批发型销售，运营商合同期限一般 10-15 年，优质客户资源助力超额成长。（3）运营模式优势；公司采用独特“自投、自建、自持、自运维、100%包电”模式，建设标准高，自建部分变电站，有利于增强运维可靠性，上架率业内领先。（4）技术和品牌优势，重视技术积累，持续降本提效，提升自身盈利能力。

(4) 从项目进展出发，测算公司未来三年规模增速。基于公司建设规划，本文结合廊坊 A1-A12 和 B 区、平湖 A1-A3、佛山 A1-A3、重庆和兰州等项目，梳理了未来三年公司上述项目进展情况，并对上架率进行合理假设，测单机柜投放进度。单机柜售价方面，随着客户需求提升，带动单机柜功率增长，本文根据不同地区机柜功率规划，对售价进行假设，测算未来三年公司营收增速。

投资逻辑

润泽科技是国内园区级 IDC 龙头，围绕一线城市周边卫星城积极布局，已规划 28 万个机柜，投产 7.5 万个机柜，在建项目有序推进，业绩高速增长。优质客户保障上架，直接客户主要为电信运营商，终端客户包括字节跳动、华为、京东、快手等巨头及部分国家部委，保障盈利的稳定性。公司是运营商数字经济基础设施重要参与者，AI 等高算力应用带动流量增长，计算和存储需求持续提升。东数西算规范行业发展，无效供给逐步出清，一线城市核心资源价值凸显。公司优势体现在核心城市资源储备充足，并采用“自投、自建、自持、自运维、100%包电”模式，上电率业内领先，集群建设，有效降低并摊薄了固定资产折旧等成本，消除了租赁到期带来的搬迁风险，增强客户稳定性。我们认为公司是国内园区级数据中心龙头，拥有大规模稀缺的资源储备，独特的运营模式，盈利能力处于行业领先水平，配套融资增强资金实力，随着机柜规模增长，业绩进入高增长期。

投资建议：我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 12.65 亿元，18.22 亿元和 24.75 亿元，对应 2023 年 PE 估值 24X，首次覆盖，给予买入评级。

内容目录

园区级 IDC 龙头，重组上市再起航	- 6 -
深耕 IDC 建设运营，创业板重组上市.....	- 6 -
核心管理团队专业经验丰富.....	- 7 -
营收规模高增长，盈利能力持续提升.....	- 8 -
数字经济驱动 IDC 需求，东数西算优化资源配置	- 10 -
AI 应用将引领流量增长，IDC 供需格局改善.....	- 10 -
运营商主导 IDC 市场，第三方厂商竞争力分化加大.....	- 13 -
东数西算统筹全国资源，供给侧逐步出清.....	- 16 -
储备大量优质资源，打造运营新模式	- 20 -
资源布局领先，发挥卫星城成本优势.....	- 20 -
与运营商深度合作，批发型模式稳定性强.....	- 23 -
自建自持自运维，上市拓宽融资渠道.....	- 26 -
持续强化技术优势，积累品牌效应.....	- 28 -
投资建议	- 31 -
风险提示	- 34 -

图表目录

图表 1: 润泽科技发展历史	- 6 -
图表 2: 公司主要客户结构	- 6 -
图表 3: 公司股权结构	- 7 -
图表 4: 核心管理团队人员介绍	- 8 -
图表 5: 公司机柜数量	- 9 -
图表 6: 公司营收、归母净利润及增速 (单位: 亿元)	- 9 -
图表 7: 公司毛利率、净利率逐年提升	- 9 -
图表 8: 公司业绩承诺 (单位: 亿元)	- 9 -
图表 9: 中国移动互联网流量增长快速 (单位: 亿 GB)	- 10 -
图表 10: 数据中心产业链	- 10 -
图表 11: 中国数字经济规模快速增长	- 11 -
图表 12: 全球移动网络数据流量 (EB/月)	- 11 -
图表 13: 每一代 GPT 模型的参数量都爆炸式增长	- 11 -
图表 14: 全球和国内 IDC 市场规模及增速	- 12 -
图表 15: 我国数据中心机架规模	- 12 -
图表 16: 2019-2021 年国内互联网数据中心市场份额	- 13 -
图表 17: 数据中心厂商主要类型	- 13 -
图表 18: 批发和零售型数据中心对比	- 14 -
图表 19: 国内云厂商资本开支 (亿元)	- 15 -
图表 20: 运营商云业务收入增速 (单位: 亿元)	- 15 -
图表 21: 运营商累计投产机架 (万个)	- 15 -
图表 22: 运营商 IDC 业务收入 (亿元)	- 15 -
图表 23: 东数西算八大枢纽和十大集群	- 16 -
图表 24: 中国电信骨干网 (ChinaNet) 架构	- 16 -
图表 25: 上海 2019-2021 年三批数据中心项目用能批复一览	- 17 -
图表 26: 中国电信算力网络进展	- 17 -
图表 27: 上海存量数据中心管控方案	- 18 -
图表 28: 国内各省对数据中心 PUE 要求	- 18 -
图表 29: 全球超大规模数据中心数量 (个)	- 19 -
图表 30: 公司数据中心资源聚焦一线城市	- 20 -
图表 31: 已投运数据中心对比	- 21 -
图表 32: 公司在建及规划数据中心 (机柜数单位: 个)	- 21 -
图表 33: 廊坊区位优势显著	- 22 -

图表 34: 廊坊 A 区数据中心	- 22 -
图表 35: 电费占据主要运营成本	- 22 -
图表 36: 一线城市及周边平均电价 (元/度)	- 22 -
图表 37: 廊坊数据园区自有电站	- 23 -
图表 38: 电费占成本比重预测	- 23 -
图表 39: 电信运营商为公司主要客户	- 24 -
图表 40: 近年来前五大直接和终端客户	- 24 -
图表 41: 2022Q3 短视频 APP 月活跃规模 Top5	- 25 -
图表 42: 21 年 12 月头部派系 APP 使用时长占比	- 25 -
图表 43: 自建模式与租赁模式对比	- 26 -
图表 44: 公司单机柜投资成本低 (单位: 万元)	- 26 -
图表 45: 公司 IRR 高于同行	- 26 -
图表 46: 包电模式下, 公司电费占比更高	- 27 -
图表 47: 配套募资项目用途	- 27 -
图表 48: 机房设计逐步走向标准化	- 28 -
图表 49: 公司持续优化数据中心 PUE	- 29 -
图表 50: 在建数据中心 PUE 满足所在地要求	- 29 -
图表 51: 同行平均上架率比较	- 29 -
图表 52: 2022Q3 公司及同行毛利率比较	- 29 -
图表 53: 同行销售+管理费用率比较	- 30 -
图表 54: EBITDA Margin 比较	- 30 -
图表 55: 公司收入结构拆分 (机柜: 个)	- 31 -
图表 56: EV/EBITDA 估值比较	- 31 -
图表 57: PE 估值比较	- 32 -
图表 58: 润泽科技盈利预测模型 (单位: 百万元)	- 33 -

园区级 IDC 龙头，重组上市再起航

深耕 IDC 建设运营，创业板重组上市

- **专注数据中心开发运营，业务进入高成长期。**润泽科技于 2009 年在廊坊经济技术开发区注册成立，专注开发及运营超大规模、高等级、高效高性能数据中心集群，是国内领先的 IDC 解决方案提供商。公司紧抓一线城市周边城市的布局规划，2010 年启动廊坊润泽国际信息港项目，目前已经在京津冀、长三角、大湾区、成渝经济圈和西北地区 5 个区域布局 6 个超大规模数据中心，总体规划 56 栋数据中心，合计 29 万个机柜。2019-2021 年，营收复合增长超过 40%，扣非净利润复合增速超过 150%，业绩进入高成长期。

图表 1：润泽科技发展历史



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 2：公司主要客户结构



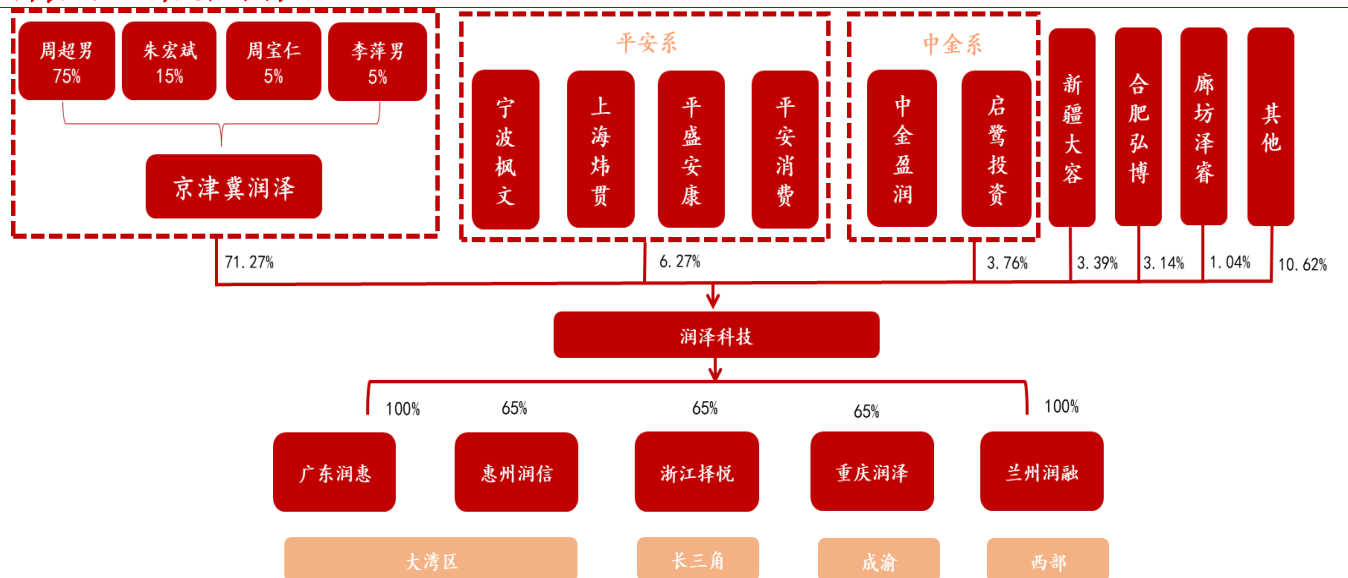
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **定位批发型模式，服务行业标杆客户。**公司形成以批发型数据中心服务为主，零售型业务为辅的经营模式，直接客户主要为电信运营商，并形成了良好且长期的合作关系，由电信运营商提供带宽接入及其他电信

增值服务，电信运营商向终端用户收取相关服务费，公司根据电信运营商机柜上电数量和约定价格按月结算相关服务费，与中国电信、中国联通深度合作，终端客户包括字节、华为、京东、快手等巨头及部分国家部委。

- 创业板重组上市，大股东持股集中。**公司是创业板借壳上市第一家，2020年10月28日普丽盛公告停牌，拟将除COMAN公司100%股权外的资产及负债以6.02亿置出，将润泽科技100%股权以142.68亿作为置入资产，差额136.66亿将通过上市公司发行股票购买。深交所于2022年4月同意本次重组上市，6月份通过证监会注册申请。公司与普丽盛于2022年7月25日进行资产交割，8月8日实现新增股份的发行上市，9月13日正式更名为润泽科技。重组上市后，公司第一大股东为京津冀润泽，持股比例为71.27%，京津冀润泽控股股东为周超男女士，也是公司实际控制人。其他股东包括了原普丽盛持股平台新疆大容、润泽员工持股平台、以及平安系和中金系相关资本。公司主要控股公司包括广东润惠、惠州润信、浙江泽悦、重庆润泽和兰州润融等，上述五家全资子公司均是公司在国内数据中心布局的实施主体。

图表 3: 公司股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所（截止2022年10月31日）

核心管理团队专业经验丰富

- 核心高管专业背景深厚。**董事长周超男于2000年成立了天童通信，主要从事城市信息管网集约化建设和服务。副总经理祝敬先生曾担任全国海关信息中心数据中心技术负责人，主导完成海关数据中心多项建设工作。运维总监张克春曾任职于中国石油集团公司通信公司，参与多个数据中心行业标准编写工作。运维总监梁纲先生曾参与银监会信息中心、国家电网信息中心等数据中心项目的规划、建设和管理工作，具有丰富的IDC行业工作经验。

- 技术管理团队拥有丰富行业经验，形成人才梯队培训体系。**核心团队专业基础强，拥有超大规模高等级数据中心集群全生命周期的投建运行维护管理经验，在规划设计、建设实施、运维管理、技术研发等方面持续提升和优化，通过国际权威机构 UPTIME INSTITUTE 的相关认证，其中，A1 数据中心 M1 模组获得 UPTIME Tier IV (T4 级，即数据中心的最高级别)，A1、A2、A5 数据中心同时取得 UPTIME M&O 认证，且已有 18 名员工获得 UPTIME AOS (运维操作专家) 认证。运维团队主要管理人员具备数据中心设计、建设、运维等方面 15 年以上工作经验，每年定向培训 20-30 名 UPTIME AOS 和 ATD/ATS 认证工程师。

图表 4：核心管理团队人员介绍

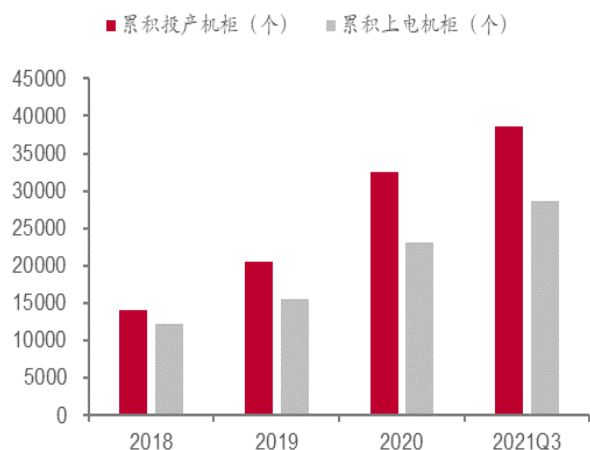
姓名	简历
周超男	公司董事长、高级通信工程师，研究生学历。1994年1月至2000年2月，任湖南省招商运输贸易公司衡阳分公司经理；2000年3月至今，任天童通信网络有限公司董事长；2009年8月至今，任润泽科技发展有限公司董事长。现任中国农工民主党第十六届中央委员会委员，河北省第十二届政协常委，中国数据中心产业发展联盟理事长。
李笠	公司董事、总经理，研究生学历。2004年至2013年7月，就职于天童通信网络有限公司，历任施工员、销售经理、市场总监、副总裁、常务副总裁；2013年7月加入润泽科技，任公司董事和副总裁职务，现任公司董事、总经理。
沈晶玮	公司董事、董事会秘书，博士学历。2000年至2008年11月，就职于东北证券股份有限公司，历任投资银行部项目经理、执行总监、内核小组召集人；2008年11月至2020年4月，任职于安信证券股份有限公司，任并购融资部执行总监、公司内核小组成员。2020年5月至今，任职于润泽科技，现任公司董事、董事会秘书。
祝敬	公司董事、副总经理，本科学历。2006年9月至2010年10月，就职于全国海关信息中心，历任工程师、中级工程师；2010年10月至2011年1月，就职于中金数据集团有限公司，任专业主管；2011年1月至2012年7月，就职于中国数码信息有限公司，任专业主管；2012年7月至2013年4月，就职于北京天地云籍科技有限公司，任产品经理；2013年4月至2013年7月，就职于太极计算机股份有限公司，任楼宇三部设计主管；2013年7月至今，就职于润泽科技，历任运维总监、副总裁，现任公司董事、副总经理。
任远	公司财务负责人，中国注册会计师，本科学历。2014年7月至2019年12月，就职于容诚会计师事务所（特殊普通合伙）安徽分所，历任审计员、高级审计员、项目经理、高级项目经理；2019年12月加入润泽科技，现任公司财务负责人。
张克春	公司运维总监，国家注册一级建造师，高级工程师，本科学历。1986年7月至2018年3月，就职于中国石油集团公司通信公司，历任工程师、高级工程师、高级项目经理、通信运行中心主任、通信设计院院长、数据中心部总监等；2018年4月加入润泽科技，曾任运行优化部总监，现任运维部总监。
梁纲	公司运维总监，本科学历。1986年至2000年，就职于首钢电子研究院，任工程师；2001年至2010年，就职于中华通信系统公司北京分公司，任总经理；2010年至2016年，就职于中国国际电子商务中心，任数据中心总监；2016年至今，任润泽科技数据中心运维总监。

来源：公司公告，中泰证券研究所

营收规模高增长，盈利能力持续提升

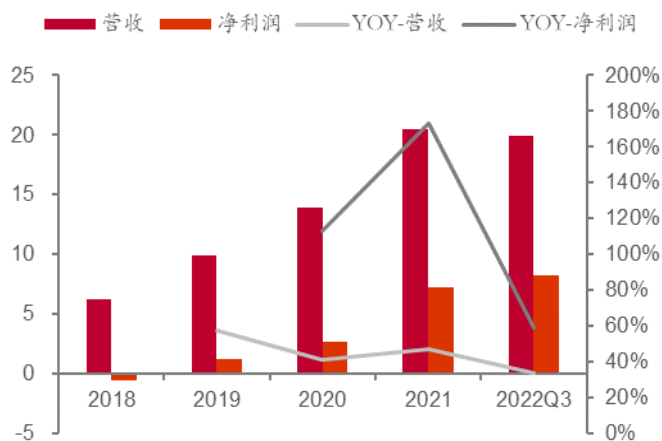
- 机柜持续投放上架，营收规模快速提升。**随着客户需求快速提升，公司上架机柜总量不断增加，营收规模快速增长。2018-2021 年公司营收从 6.28 亿元增长至 20.47 亿元，CAGR 高达 48%。2022 年前三季度，公司营收达到 19.89 亿元，同比增长 33.69%。利润方面同样维持较高增速，2022 年前三季度公司实现归母净利润 8.21 亿元，同比增长 58.6%，全年业绩预告归母净利润 12.4 亿元-13 亿元，同比增长 71.76%-80.07%。

图表 5: 公司机柜数量



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

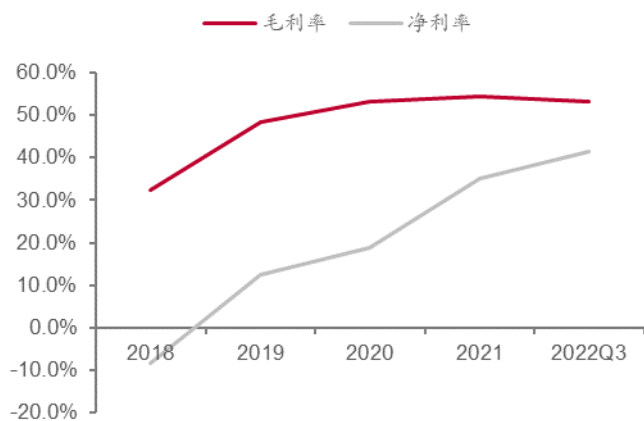
图表 6: 公司营收、归母净利润及增速 (单位: 亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

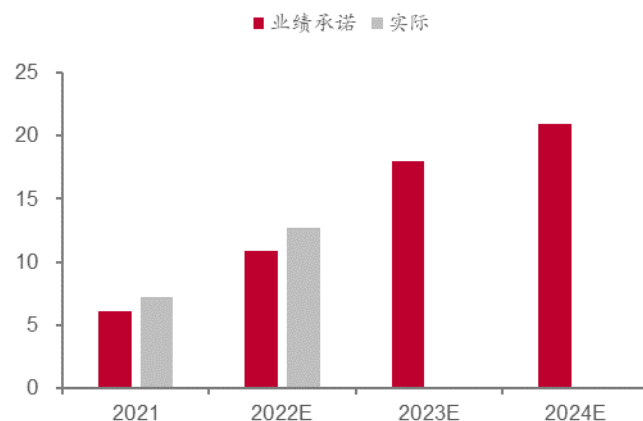
- 规模效应凸显, 盈利能力处于行业领先水平。**随着 IDC 机柜规模扩大和上架率提升, 公司毛利率和净利率随着规模效应稳步增长, 毛利率从 2018 年 32.3% 提升至 2022Q3 的 53.3%, 净利率从 2018 年的 -8.3% 提升至 2022Q3 的 41.3%, 盈利能力大幅改善。重组上市方案中, 主要股东发布业绩承诺, 预计 2021-2024 年扣非归母净利润分别不低于 6.12 亿元/10.98 亿/17.94 亿/20.95 亿, CAGR 超过 50%。2021 年和 2022 年公司均已超额完成业绩对赌, 增发完成后资金实力进一步增强, 新项目有序落地将为业绩持续增长提供支撑。

图表 7: 公司毛利率、净利率逐年提升



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 公司业绩承诺 (单位: 亿元)



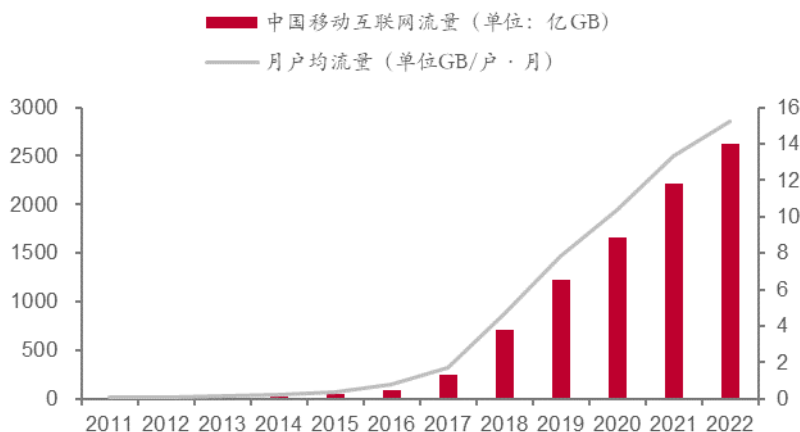
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (2022 年为预告中值)

数字经济驱动 IDC 需求，东数西算优化资源配置

AI 应用将引领流量增长，IDC 供需格局改善

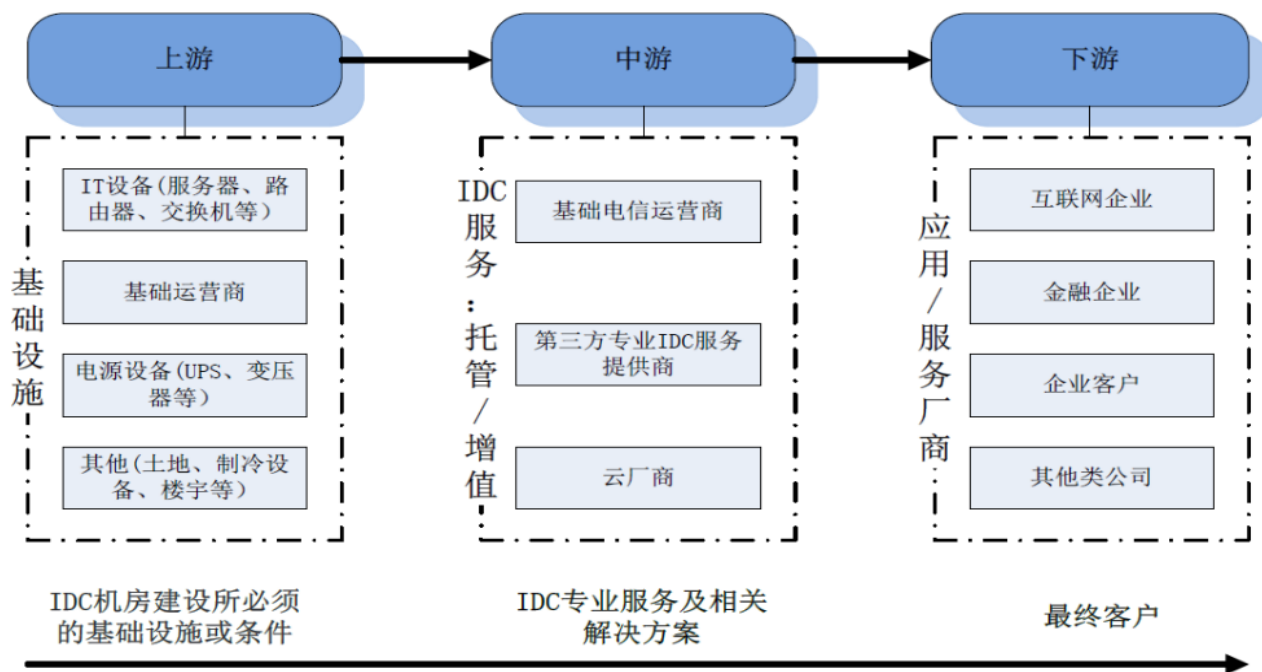
- **数据中心是数据流量计算和存储载体。**数据中心定义为服务器、网络、存储等 ICT 设备不间断管理和运营的基础设施，是数据流量的存储和计算中心，主要为互联网、云计算、金融机构等客户提供存放服务器的空间场所，包括网络、电力、空调等基础设施，并提供运营维护、安全管理及其他增值服务，随着 5G 商用，云计算、AI、物联网、AR/VR、自动驾驶、在线教育医疗等领域进一步发展，数据流量继续显著增长，驱动 IDC 行业规模持续扩容。

图表 9：中国移动互联网流量增长快速（单位：亿 GB）



来源：工信部，中泰证券研究所

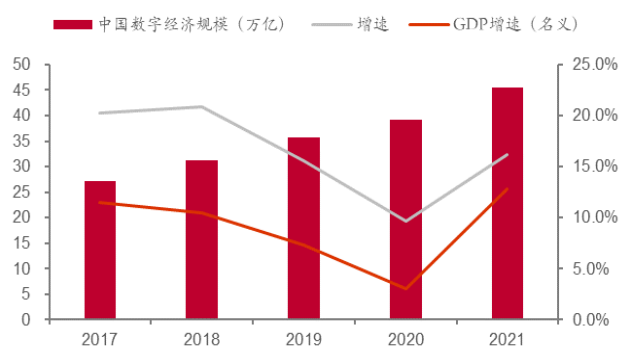
图表 10：数据中心产业链



来源：公司公告，中泰证券研究所

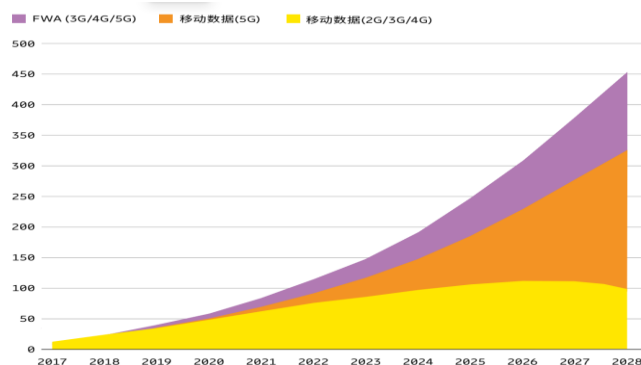
- **数据中心是数字经济时代的核心基础设施和国家战略资源。**数据中心占我国全社会用电量约 2%，支撑了全国 GDP 约 36.2% 的数字经济规模，对提升全社会生产效率和全要素生产率作用巨大。数字经济发展促进数据流量的快速增长，根据爱立信数据，2022 年底全球移动数据总流量将达到每月 90 EB 左右，预计 2028 年将增长近 4 倍，达到每月 325 EB，CAGR+24%。工信部印发《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023）》，明确用 3 年时间基本形成布局合理、技术先进、绿色低碳、算力规模与数字经济增长相适应的新型数据中心发展格局。

图表 11: 中国数字经济规模快速成长



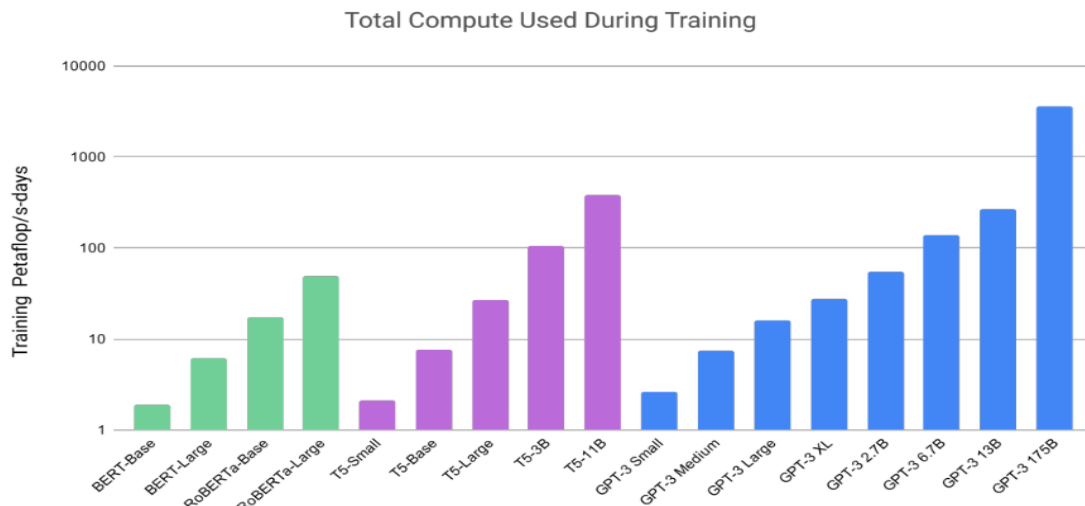
来源: 中国信通院, 中泰证券研究所

图表 12: 全球移动网络数据流量 (EB/月)



来源: 爱立信, 中泰证券研究所

图表 13: 每一代 GPT 模型的参数量都爆炸式增长

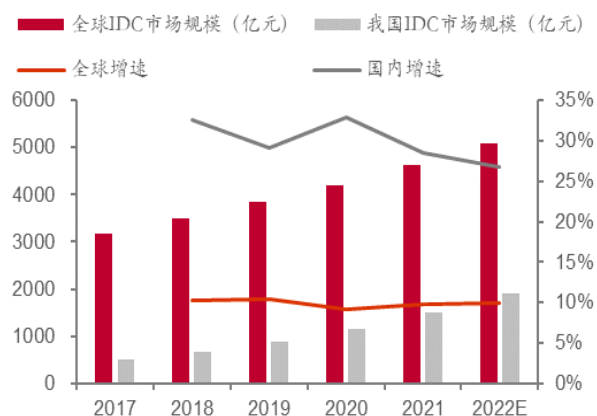


来源: 《Language Models are Few-Shot Learners》, 中泰证券研究所

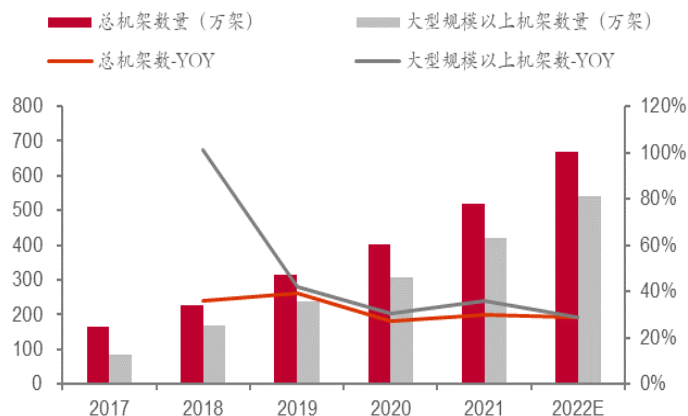
- **ChatGPT 引领 AI 新趋势，将驱动算力需求和数据流量快速增长。**热点互联网应用是推动数据流量高速增长的核心因素，上一轮数据流量高速增长主要来自短视频和云计算等应用快速普及。2022 年 12 月，OpenAI 公司上线了聊天机器人模型 ChatGPT，迅速引发了全球关注热潮，两个月注册用户突破 1 亿。微软宣布加大对 OpenAI 的投入，将在搜索引擎必应、办公全家桶 Office、Azure 中嵌入 ChatGPT。亚马逊、BuzzFeed 等互联网大厂同样宣布与 ChatGPT 展开合作。ChatGPT 等 AI 应用需要有大量参数及数据参与训练，对算力基础设施有较高要求，科技巨头加大 AI 布局将促进算力基础设施市场增长。

ChatGPT 模型的出现对于文字/语音模态的 AIGC 应用具有重要意义，会对 AI 产业下游产生重大影响，有望成为流量高速增长的新一轮驱动力。

- 流量增长持续推动数据中心规模扩大，互联网需求回暖。**信通院数据，截止到 2021 年年底，我国在用数据中心机架规模达到 520 万架（标准机架 2.5kW），近五年年均复合增速超过 30%。预计 2022 年全球 IDC 行业市场整体规模达到 746 亿美元，同比增长 9.9%。国内数据中心发展受互联网行业需求波动影响，2022 年 4 月中央政治局会议提出了“完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”，国内云巨头资本开支有望回暖。预计 2022 年中国 IDC 行业市场整体规模达到 1900.7 亿元，同比增长 26.70%，未来仍有望保持快速增长势头。

图表 14：全球和国内 IDC 市场规模及增速


来源：中国信通院，中泰证券研究所

图表 15：我国数据中心机架规模


来源：工信部，中泰证券研究所

运营商主导 IDC 市场，第三方厂商竞争力分化加大

- 运营商主导市场，拥有核心资源的第三方价值凸显。**数据中心服务商的数据中心稳定性、运行规模、可扩容能力、运行维护经验、快速部署能力、需求响应能力、知名客户评价、增值服务功能，都是下游客户选择数据中心服务商的重点考量因素。根据资源优势和运营模式差异，数据中心服务行业的主要参与方包括电信运营商、专业第三方 IDC 服务商和云服务商及其他互联网厂商。我国 IDC 市场格局以运营商为主，其凭借网络带宽和国企背景等资源优势，自建机房在国内市场占据优势份额，但由于运营商业务体量大种类多，IDC 并非其核心业务，在部分热点区域布局不充足，且只提供各自网络接口，无法满足服务高时效和客户定制化需求。在此背景下，第三方数据中心应运而生，依托在一线城市及周边布局的核心资源，部分第三方数据中心公司具备一定的资源稀缺性，业务上持续聚焦，优化运维能力和丰富运营经验，积极满足一线城市热点城市运营商和云厂商需求。

图表 16：2019-2021 年国内互联网数据中心市场份额

企业名称	2019年	2020年	2021年
中国电信	30.6%	26.5%	21.1%
中国联通	19.1%	19.5%	14.7%
中国移动	12.6%	12.6%	14.4%
万国数据	4.8%	5.5%	5.2%
世纪互联	4.5%	4.5%	4.1%
鹏博士	1.8%	1.5%	0.5%
光环新网	1.8%	2.3%	1.4%
数据港	0.8%	0.9%	0.8%
宝信软件	1.5%	1.2%	2.1%
其他	22.5%	25.5%	35.7%

来源：中国信通院 ODCC，前瞻产业院，中泰证券研究所

图表 17：数据中心厂商主要类型

建设主体	典型企业	优势	劣势	发展趋势
电信运营商	中国电信、中国联通、中国移动	资金实力强，资源丰富，掌握带宽资源，具有品牌优势，容易获得客户信任	IDC 并非其核心业务，建设及运维以外包为主，运营成本较高	国内运营商将专注其核心业务，加大与第三方 IDC 服务商合作，发挥双方的优势形成资源互补，抢占市场
云服务商及大型互联网企业	阿里云、腾讯云、华为云等	承载其核心业务需要，服务其下游客户，资金实力雄厚	IDC 并非其核心业务，缺少 IDC 方面的专业化建设运维团队，建设及运维成本较高	核心资源自建，随着业务的发展逐渐租用第三方 IDC
第三方 IDC 服务商	润泽科技、奥飞数据、数据港、光环新网、宝信软件等	具备专业化的 IDC 建设和运维能力，还能够满足客户定制化的需求	自建机房投入较大，业务发展受融资能力影响	向规模化、集中化发展，一线城市及周边的 IDC 区位优势明显

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 超大规模 IDC 规模优势突出，批发型成本优势显著。**按照租赁模式分类，数据中心可分为批发型和零售型两类，其中批发型数据中心大客户收入占比高，用户流动性小，主要面向云计算互联网客户，综合上架率较高，上架速度相对较快，租期稳定，增长前景广阔，但单机柜租金收入相比零售型较低。零售型数据中心主要面向中小客户群，客户结构较为平衡，流动性比较高，各客户间上架节奏差异导致上架率低，但单机柜租金收入优于批发型模式。国内 IDC 批发型为主厂商主要包括数据港、宝信软件、润泽科技等，零售型为主厂商包括世纪互联、鹏博士等，很多零售型厂商开始向批发型业务拓展。

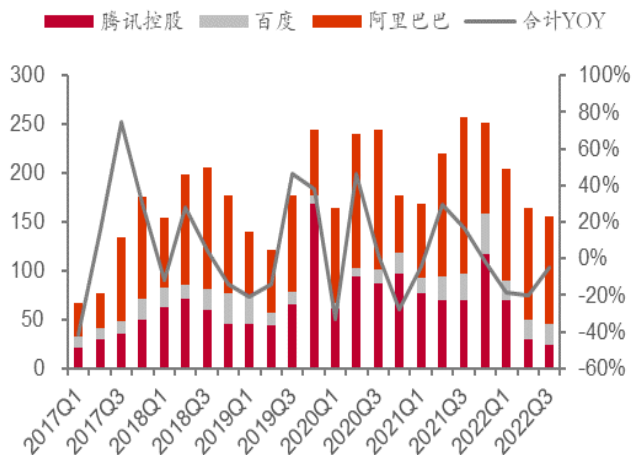
图表 18：批发和零售型数据中心对比

	零售型	批发型
目标客户	中小型客户、类型多元	大型客户、当前主要为互联网厂商，电信运营商
客户集中度	低	高
租期	通常为 1 年	通常为 5 年及以上
用户流动性	较高	极低
销售单位	单机柜起租	按机房模块起租
单机柜价格	较高	较低
数据中心启用至满租时间	一般 2-4 年	1 年
上电率	取决于地段和运营能力	取决于大客户
类型企业	光环新网、鹏博士等	数据港、宝信软件、润泽科技等
	秦淮数据、万国数据、世纪互联和奥飞数据等	

来源：公司公告，中泰证券研究所

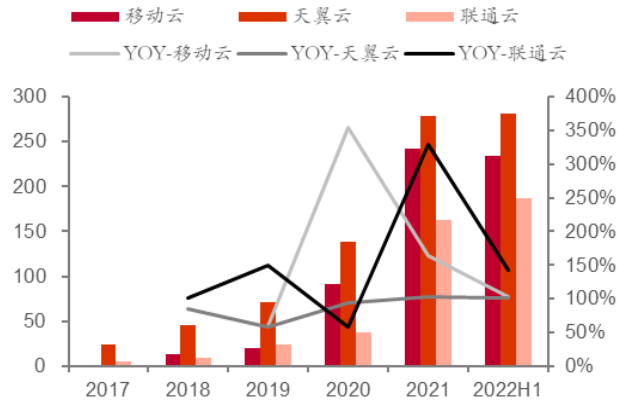
- 国内互联网企业由严监管走向健康发展，互联网对 IDC 需求有望逐步回暖。**互联网与云计算巨头对 IDC 发展产生重要影响。2019 年以来，国家出台多条反垄断和数据安全方面政策。2020 年 11 月，政治局会议上提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”，后续对互联网巨头的市场活动进行了实质性监管，规范行业向健康方向发展。2021 年 4 月，工信部联合公安部共同发布《移动互联网应用程序个人信息保护管理暂行规定(征求意见稿)》，6 月发布《中华人民共和国数据安全法》，10 月《反垄断法》修正案通过人大初审，11 月国家反垄断局成立。2022 年 4 月，政治局会议提出，要出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，表明互联网企业监管进入下一个阶段。
- 国内互联网云厂商资本开支低迷，运营商云计算份额快速提升。**在严监管趋势下，国内互联网大厂业务受到一定程度影响，优化资本开支结构。2022 年 BAT 资本开支持续回落，22Q3 BAT 合计资本开支为 155.2 亿元，同比减少 40%，云业务份额下滑，对 IDC 需求放缓。三大运营商，云业务呈现强势增长，2021 年天翼云营收 279 亿元，同比增长 102%，移动云营收 242 亿元，同比增长 163.85%，联通云营收 163 亿元，同比增长 329%，2022 年上半年三大运营商云业务均实现同比翻倍增长，营收出现规模放量。

图表 19: 国内云厂商资本开支 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

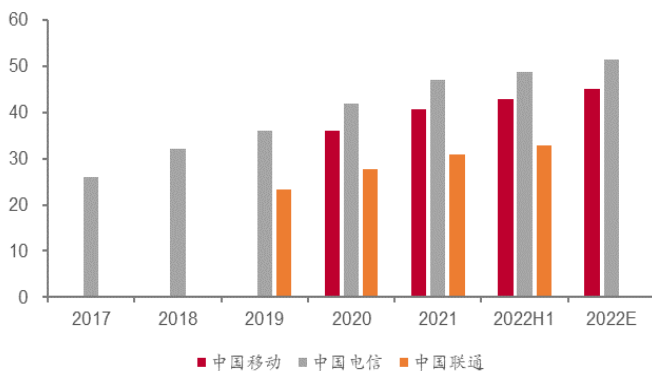
图表 20: 运营商云业务收入增速 (单位: 亿元)



来源: 运营商公告, 中泰证券研究所

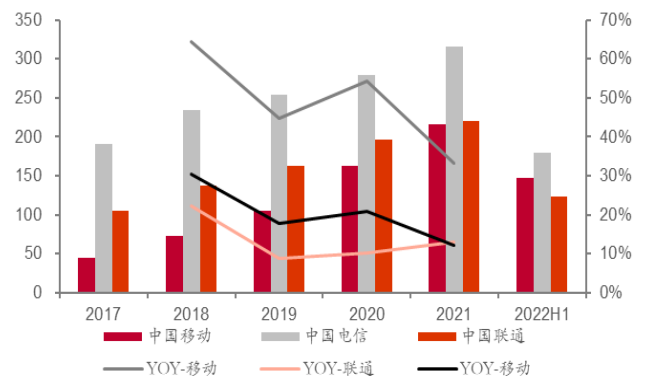
- **运营商 CAPEX 向算力网络倾斜, 数据中心投资力度加大。**运营商云业务保持快速增长, 当前仍处于规模投入期, 加大云网融合方面资本开支投入。2022 年中国移动算力网络资本开支约 480 亿元, 预计 2022 年底 IDC 机架将达到 45 万机柜, 累积投产云服务器超 66 万台。中国电信产业数字化资本投入约 279 亿元, 预计全年新增 IDC 机架 4.5 万台, 新增云服务器 16 万台。中国联通预计全年算网投资为 145 亿元, 同比增长 65%, 全年算力规模预计提升 43%, 云投资预计提升 88%, 全年 IDC 机架有望达到 34.5 万架, 较上年底增长 3.5 万架。随着运营商云业务放量, 与运营商深度合作的 IDC 厂商有望获得结构性增长, 运营商资本开支向算力网络倾斜, 利好具备稀缺资源的 IDC 厂商。

图表 21: 运营商累计投产机架 (万个)



来源: 运营商公告, 中泰证券研究所

图表 22: 运营商 IDC 业务收入 (亿元)



来源: 运营商公告, 中泰证券研究所

东数西算统筹全国资源，供给侧逐步出清

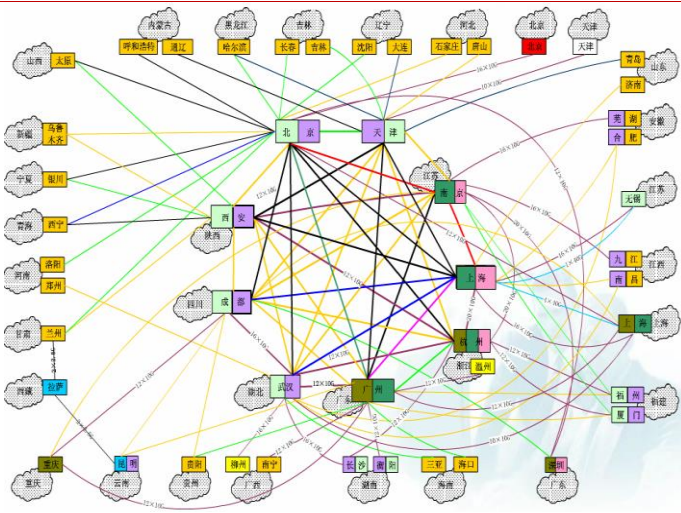
- **东数西算规范行业发展，优化资源配置。**“东数西算”于 2021 年 5 月提出，规划在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏等 8 地启动建设国家算力网络枢纽节点，并规划了张家口等 10 个国家数据中心集群。将东部算力需求有序引导到西部，优化数据中心建设布局，促进东西部协同联动。国内算力规模将有序提升，同时提高了使用效率，根据规划要求，数据中心集群内平均上架率均不低于 65%，减少资源浪费，实现国内算力向规模集约、绿色节能以及有序方向发展，对增量数据中心建设提出更规范要求。

图表 23: 东数西算八大枢纽和十大集群



来源: C114, 中泰证券研究所

图表 24: 中国电信骨干网 (ChinaNet) 架构



来源: 中国电信, 中泰证券研究所

- **IDC 能耗指标趋严，一线城市供需紧张，需求外溢周边区域。**互联网人口最集中的地区对互联网需求较大，倾向于将其服务器部署在靠近业务中心的区域。全国 IDC 分布来看，集中在广东、上海、北京，根据 ODCC 数据，仅广东省的数据中心资源就占全国数据中心资源的 13%。2021 年下半年，能耗双控相关政策对新建 IDC 项目的能耗指标、供电等进一步收紧，尤其一线城市新增供给较少，IDC 行业门槛持续提高，影响了部分 IDC 的交付。目前，单体量小（非园区级）数据中心居多，无法满足头部运营商和互联网企业冗余数据的扩展，无法保证稳定性。未来一线城市对 IDC 相关指标的严控仍将持续，一线城市 IDC 供给仍将面临缺口。在资源限制和政策的约束下，北上深数据中心建设需求向周边地区外溢，如张北、廊坊、怀来、乌兰察布、南通、太仓、昆山、嘉兴、佛山、惠州等周边地区，一线城市的周边地区将成为核心竞争区域。

图表 25: 上海 2019-2021 年三批数据中心项目用能批复一览

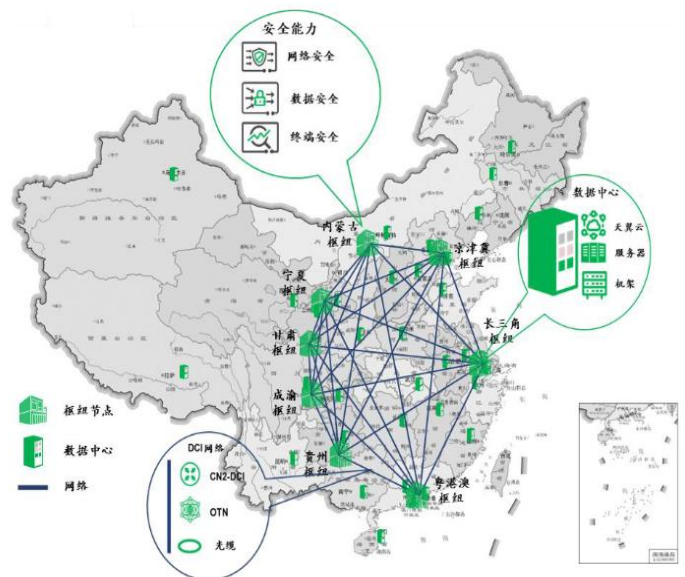
	2019	2020	2021	2022
报建企业数量	6	12	10	
机架设计总功率 (MW)	-	总功率应不低于18MW	18	总功率应不低于18MW
机架数 (个)	25075	36000	30000	
单机柜功率 (KW)	-	平均机架设计功率不低于6kW	6	平均机架设计功率不低于6kW
材料提交期	8月28日至9月10日	3月27日-4月10日	4月15日至5月6日	12月16日至2023年1月16日
结果公告日期	11月14日	6月5日	7月22日	
备注	严格按照《建设导则》要求推进建设, 确保在2020年年底投产运行	严格按照《建设导则》要求推进建设, 确保在2021年6月底前投产运行	已批复项目需要在四个月内完成项目节能审查申报和开工建设准备, 半年内开工建设, 两年内投产运行	

来源: 上海市经信委, 中泰证券研究所

- **西部土地电力等资源丰富, 运营成本较低。**“东数西算”规划建设 8 个国家算力枢纽节点、10 个数据中心集群, 将东部算力需求有序引导至西部, 优化数据中心建设布局, 促进东西部协同联动。中国联通在 2022 年 7 月发布《“东数西算”专题研究报告 (2022)》, 其中提到运营商布局和投资要呈现出由东向西转移的趋势。中国电信正在进一步优化东西部比例, 使数据中心由现在的 7:3 调整至“十四五”末的 6:4。目前中国移动在呼和浩特、中卫布局了数据中心, 中国联通在中卫、成都、重庆布局了数据中心, 中国电信在重庆和和林格尔布局了数据中心。

图表 26: 中国电信算力网络进展

算力	<ul style="list-style-type: none"> • 3.1 EFLOPS, 提高1.0EFLOPS
IDC	<ul style="list-style-type: none"> • >700个数据中心, 48.7万机架, 增加1.9万架, 利用率: 72% • 加快新增枢纽能力建设: 江苏、上海、浙江、安徽、四川、甘肃等地枢纽节点的征地和新机楼的建设 • 上半年收入: 179亿元, 411.1%, 收入规模中国No.1
DCI	<ul style="list-style-type: none"> • 全光网强化保障, 32万公里四区六轴八枢纽多通道光缆网大动脉 • 建成业界领先DCI网, CN2-DCI、政企OTN联接全国八大枢纽节点及主要城市IDC; 骨干网带宽>300T • 八大区域间互联平均时延下降约1ms, 达到15ms
绿色	<ul style="list-style-type: none"> • 新建数据中心PUE<1.3; 枢纽节点南方PUE<1.25、北方PUE<1.2 • 开展>130老旧机房节能改造, 持续推进老旧设施退网 • 积极参与绿电市场化交易, 加快绿电引入



注: 基础建设增量为同比2021.12

来源: 中国电信, 中泰证券研究所

- PUE 要求提升，存量机柜持续规范化。**根据 2021 年发布的《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》，要求 2021 年底新建大型及以上数据中心 PUE 降低到 1.35 以下。到 2023 年底全国新建大型及以上数据中心 PUE 降低到 1.3 以下，严寒和寒冷地区力争降低到 1.25 以下，对枢纽节点数据中心 PUE 要求持续提升。目前高 PUE 值的机柜主要集中在存量机房中，2022 年 2 月，上海市经信委发布通知，开展市内数据中心资源摸底工作，摸排范围为上海市超过 100 个标准机架（2.5kW）的在用数据中心、在建数据中心、“十四五”期间规划数据中心、边缘数据中心。存量机柜整顿，使得落后供给出清，将有利于规范的数据中心厂商获得更高的市场份额。

图表 27：上海存量数据中心管控方案

项目	规定
用能检测	对规模超过100个标准机架（2.5KW）的数据中心（包括已建和在建）逐一登记造册，将年综合能耗超过1万吨标准煤的数据中心全部纳入重点用能单位管理。
能效水平	全国新建大型、超大型数据中心平均电能利用效率降到1.3以下，国家枢纽节点进一步降到1.25以下
利用率	区域内数据中心整体上架率（建成投用1年以上）低于50%的，不支持规划新的数据中心集群和超大型数据中心
能耗超标惩罚措施	上海：对于单位产品能耗超过限额标准一倍以内，单位电价 +0.2元/kwh；超过一倍以上，单位电价 +0.5元/kwh

来源：发改委，上海经信委，中泰证券研究所

图表 28：国内各省对数据中心 PUE 要求

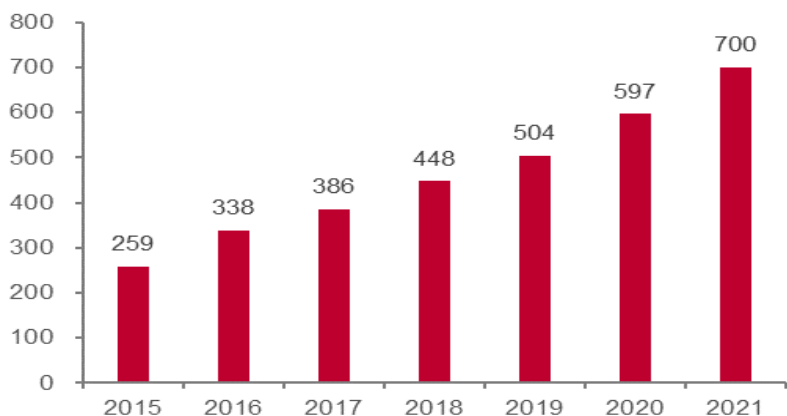
省/市	时间	规划
福建	2022.03	福建省发展和改革委员会：加快建设绿色数据中心，逐步对PUE超过1.5的数据中心进行节能降碳改造。
河北	2021.12	《关于破解瓶颈制约助推数字经济健康发展的若干政策》：到2025年，PUE1.3以上的大型和超大型存量数据中心依法依规全部腾退关停。
山西	2021.11	《关于推进数据中心高质量发展的实施意见》：到2021年，新建大型及以上数据中心PUE降低到1.35以下；到2025年，全省在用在建数据中心机架规模达到50万架以上，大型及以上数据中心PUE降低到1.3以下。
云南	2021.08	《云南省大数据中心发展专项规划（2021-2025）（征求意见稿）》：整合提升存量数据中心，分类分批推动存量“老旧小散”中小型数据中心改造升级。
江苏	2021.12	《江苏省新型数据中心统筹发展实施意见》：改造升级效益不显著、设备设施落后的“老旧”数据中心。迁移整合分布零散、能耗较高的“小散”数据中心。
浙江	2022.01	合理布局数据中心，辐射带动小散旧存量数据中心淘汰改造；加快传统数据中心节能降碳改造。
湖南	2021.07	“老旧”数据中心加快应用高密度、高效率的IT设备和基础设施系统，“小散”数据中心加速迁移、整合，提高“老旧小散”数据中心能源利用效率和算力供给能力，更好满足当地边缘计算应用需求。
江西	2021.10	《江西省“十四五”信息通信行业发展规划》：实施“老旧小散”数据中心改造工程，新建数据中心设计电能使用效率值（PUE）严格控制在1.3以下。

来源：各地发改委，中泰证券研究所

- 超大规模数据中心是发展趋势，园区级 IDC 规模优势凸显。**互联网和云计算的寡头效应催生了大型和超大型数据中心需求。为应对互联网用户非结构化数据量高速增长，以及确保与核心节点传输效率，互联网公司对数据中心的可扩容能力有强烈的需求，超大规模数据中心集群成为用户的首选。数据中心规模集约化将帮助客户有效降低各类开支的单位成本，例如土地、水电、网络等，达到资源有序应用的目的，同时仅有

少数配套供应商能够入围云厂商的服务体系，各类配套硬件与设施将体现集约化、头部集中的趋势。根据 Synergy 数据，截止 2021Q2，超大规模提供商运营的大型数据中心总数增加到 659 个，相比 2016 年同期增加一倍多。根据国内信通院数据，国内大型以上数据中心机架规模增速高于整体，2021 年大型数据中心机架规模 420 万架（标准机架 2.5kW），同比增长 36%，预计 2022 年将达到 540 万架，同比增长 29%。

图表 29：全球超大规模数据中心数量（个）



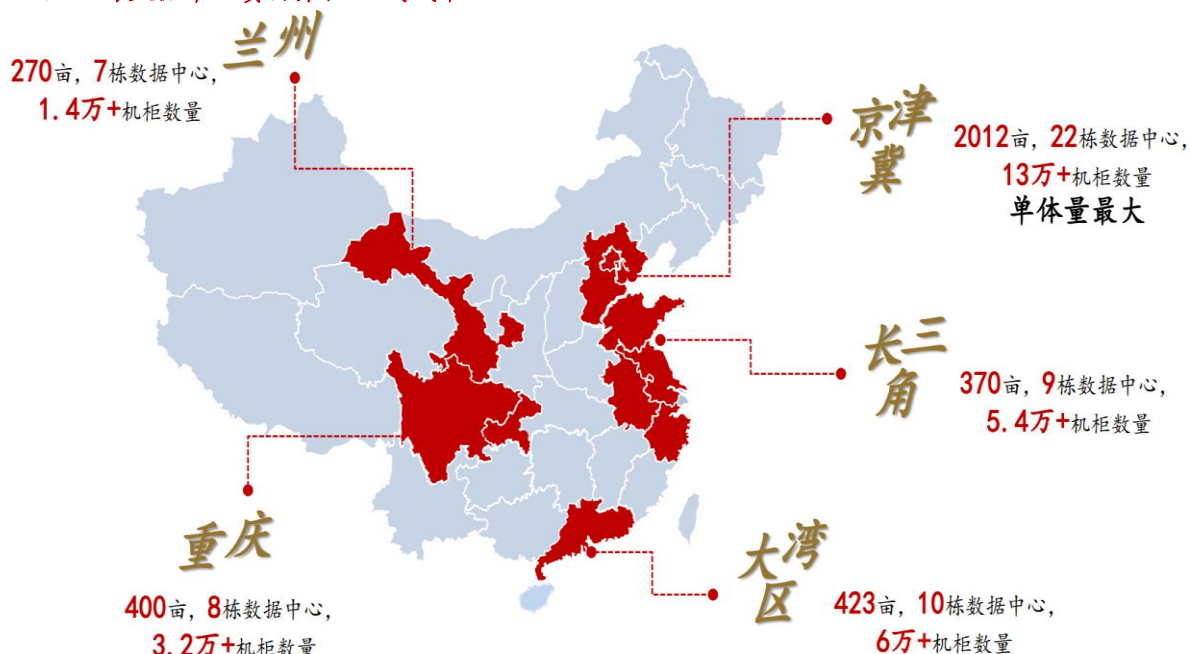
来源：Synergy Research Group，中泰证券研究所

储备大量优质资源，打造运营新模式

资源布局领先，发挥卫星城成本优势

- **前瞻布局五大枢纽，选址一线城市周边卫星城。**作为国内大型第三方数据中心服务商，公司响应国内“东数西算”发展战略，在东部核心城市周边加快项目建设，同时在西部地区有序布局。公司在京津冀的廊坊建有超大规模高等级数据中心是国内最大单体数据中心，并在长三角、粤港澳大湾区、成渝经济圈等城市群布局，贴近用户需求，区域优势明显。对于第三方数据中心运营商，选址能力成为其核心竞争力之一，能够匹配大客户需求的资源，将会有更好的销售前景。

图表 30：公司数据中心资源聚焦一线城市



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **规模快速提升，储备资源丰富。**公司布局京津冀（河北廊坊）、长三角（浙江平湖）、大湾区（广东佛山和惠州）、成渝（重庆）和兰州五大枢纽布局 6 个超大规模数据中心，总体规划 56 栋数据中心，29 万个机柜，取得了 72 万吨标准煤的能耗指标。截止 2022 年底，已投产机柜 7.5 万架，其中廊坊 5.7 万架，新增平湖、佛山、惠州各 6000 架。廊坊 A11-A12、平湖 A2、佛山 A2-A3 等在建项目有望快速投产，IDC 运营和储备规模处于行业领先水平。
- **五大枢纽数据中心规划：**（1）廊坊项目规划分为 AB 区共 13 万机柜，A 区是规划 12 栋数据中心，约 7 万个机柜，拟建 B 区规划为 10 栋数据中心，约 6 万个机柜。（2）平湖项目总体规划 9 栋数据中心，约 5.4 万个机柜，一期工程规划 2 栋数据中心。（3）佛山和惠州项目总体规划 10 栋数据中心，约 6 万个机柜，佛山和惠州各 3 万个机柜，佛山一期工程规划 3 栋数据中心，惠州一期工程规划 2 栋数据中心。（4）重

庆项目总体规划 8 栋数据中心，约 3.2 万个机柜，一期工程规划 2 栋数据中心。(5) 兰州项目总体规划 7 栋数据中心，约 1.4 万个机柜，一期工程规划 2 栋数据中心。

图表 31: 已投运数据中心对比

公司名称	投产机柜	类型	主要分布区域	主要客户	储备与扩张计划
润泽科技	76000 (2022Q4)	批发型	廊坊、平湖、惠州、佛山以及重庆等	直接客户以运营商为主，终端客户字节跳动、京东等	布局京津冀（河北廊坊）、长三角（浙江平湖）、大湾区（广东佛山和惠州）、成渝（重庆）和兰州五大枢纽布局6个超大规模数据中心，总体规划56栋数据中心，29万个机柜
万国数据	204204 (2022Q3)	批发为主+零售型	北京、天津、廊坊、上海、昆山、常熟、深圳、广州、成都、重庆、香港等	阿里云、腾讯云、华为云等	截至第三季度末,万国数据的数据中心总签约面积达618,369平方米,同比增长16.0%,折算约24.73万个机柜。
数据港	73365 (2022H1)	批发型	上海、北京、杭州、广州等	阿里、拼多多等	新建廊坊数据中心，预计规划建设机柜约8800架(机柜平均功率密度为5KW)，与中国联通合作的(怀来)大数据创新产业园一期项目及公司自建闵行等项目，均处于施工建设和前期准备中
宝信软件	30000 (2022H1)	批发型	上海、南京、马鞍山、武汉等	中国电信等	上海宝之云四期合计3万个（可拓展至6万个），武汉1.8万，其他新增合计储备在10万以上
奥飞数据	22000 (2022H1)	批发+零售型	在北京、广州、深圳、海口、南宁、廊坊拥有12个自建自营的数据中心	快手、阿里、百度等	规划自建廊坊固安数据中心 25000 个机柜和广州南沙数据中心 10000 余个机柜
光环新网	47000 (2022H1)	批发+零售型	北京、上海、天津、河北燕郊、湖南长沙、浙江杭州、新疆乌鲁木齐等七个城市及地区	阿里云、AWS、百度云等	形成了以北京为中心辐射京津冀，以上海为中心辐射长三角、以长沙为起点推动华中及西部地区业务发展的全国战略布局，项目全部达产后将拥有超过11万个机柜的运营规模。
世纪互联	82660 (2022Q3)	批发+零售型	北京、廊坊、上海、广州等	阿里、腾讯、京东等	瞄准国内一线城市及周边区域，为客户提供定制化数据中心解决方案
秦淮数据	115800 (2022Q3)	批发+零售型	张家口、大同、庆阳	字节跳动、网宿科技等	在建约48400个机柜，当前合计总规模约164200个机柜

来源：公司公告，中泰证券研究所（万国数据机柜数量以 2.5 平方米/柜估算，秦淮数据机柜数量按照 5Kw 标准估算）

图表 32: 公司在建及规划数据中心（机柜数单位：个）

项目地	投产			在建			规划		
	项目	机柜数	主要客户	项目地	项目	规划机柜数	项目地	项目	规划机柜数
河北廊坊 (京津冀)	A1	4858	电信、联通、自营客户	河北廊坊 (京津冀)	A11	6000	河北廊坊	B区	60000
	A2	5830	电信、联通		A12	6000		浙江平湖	A3-A9
	A3	6040	电信、联通	浙江平湖	A2	6016	广东佛山	A4-A5	12000
	A18	6000	电信	佛山 (大湾区)	A2	6000	广东惠州	A3-A5	18000
	A5	3784	电信、自营客户		A3	6000	重庆	A3-A8	24000
	A6	6020	电信	重庆	A1	4000	兰州	A2-A7	12000
	A7	6000	中国电信北京分公司		A2	4000			
	A8	6000	中国电信北京分公司	兰州	A1	2000			
	A9	6000	中国联通河北分公司						
	A10	6000	中国电信北京分公司						
浙江平湖	A1	6000	联通(浙江)						
佛山和惠州 (大湾区)	惠州A1	6000	中国电信广东分公司						
	佛山A1	6000	中国电信广东分公司						
小计	投产	74532		在建	40016	规划		168000	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 廊坊已成为京津冀大数据的核心节点，也是公司核心基地。润泽（廊坊）国际信息港 2010 年正式投资建设，以超前的眼光规划了超大规模数据中心，单园区规模位居全国前列，距离上便于服务以京津为中心的终端客户，且综合运营成本低于北京、天津，拥有良好的区位优势，可供终端客户根据自身业务的迅速发展直接在本地数据中心扩容。互联网公司对数据中心的可扩容能力有强烈的需求，超大规模数据中心集群成为用户的首选。

图表 33: 廊坊区位优势显著



来源：润泽科技公众号，中泰证券研究所

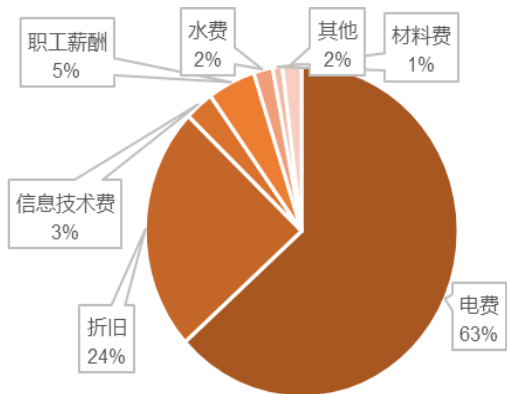
图表 34: 廊坊 A 区数据中心



来源：公司公告，中泰证券研究所

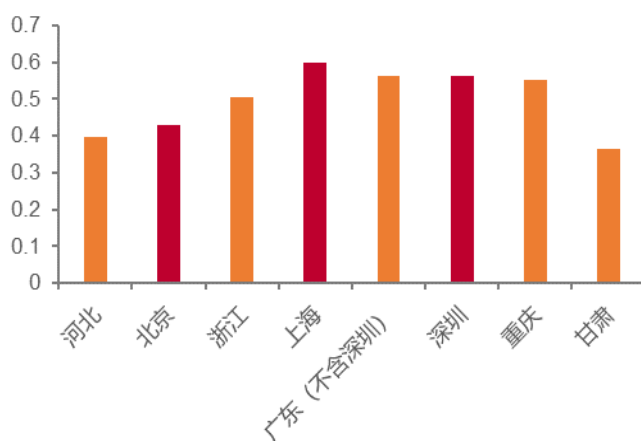
- 发挥卫星城资源禀赋优势，价值洼地服务价值高地。公司以“价值洼地服务价值高地”为选址原则，公司数据中心在一线城市的卫星城，土地、电力、人力和运营成本都低于一线城市。以电价为例，在数据中心运营支出中，电力和折旧成本占比达到 70%以上，其中电力成本更是平均高达总支出的 60%左右，电价直接影响行业公司盈利能力。根据北极星电网数据，河北省工业用电均价约为 0.39 元/度，相比北京工业用电均价 0.43 元/度低 10%左右，具有较强的电费成本优势。

图表 35: 电费占据主要运营成本



来源：公司公告，中泰证券研究所（数据：2021 年 1-10 月）

图表 36: 一线城市及周边平均电价（元/度）



来源：北极星电力网，中泰证券研究所

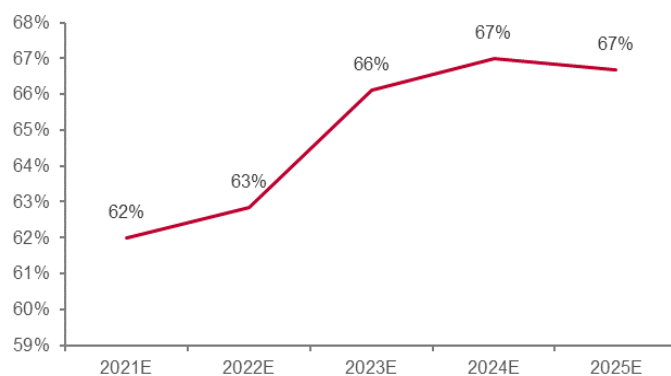
- **自建变电站提供稳定可靠保障。**根据国家发改委批准的指导电价，公司与国网冀北电力有限公司廊坊供电公司签订采购合同采购电力，与其建立了长期合作关系。公司还与售电公司签订了电力交易合同，积极参与国家电力交易。公司廊坊润泽国际信息港数据中心集群 A 园区自建的 110KV 变电站于 2020 年 9 月顺利通电，该站内部设备均采用国内外一流品牌，建成后将成为润泽国际信息港的首个核心电力供应设施，保障园区内用电稳定及安全，优化润泽国际信息港园区电网结构，也为正在建设的超大规模数据中心集群提供了强劲电力引擎。为保障后续其他园区用电需求，廊坊 B 园区将再新建一座 220KV 变电站，长三角投运一座 110KV 变电站，重庆规划建设一座 110KV 变电站。

图表 37: 廊坊数据园区自有电站



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

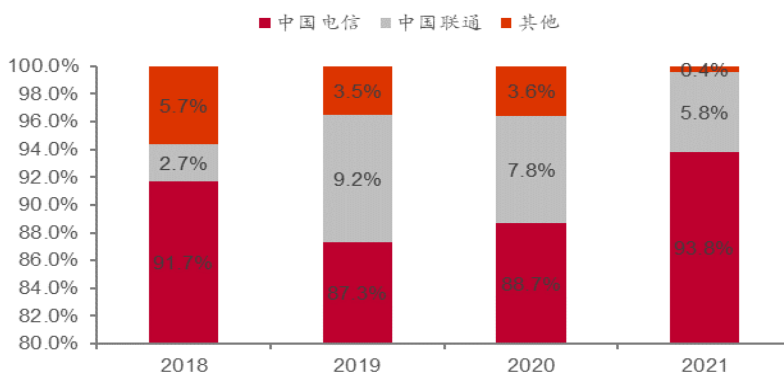
图表 38: 电费占成本比重预测



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

与运营商深度合作, 批发型模式稳定性强

- **与电信运营商深度合作, 签订长期合同。**公司采取批发型销售模式, 客户根据机柜上电数量和约定价格, 按月进行结算。公司在行业内具有较高的知名度, 与电信运营商中国电信、中国联通保持长期稳定的合作关系, 来自运营商收入占比由 2018 年的 94.35% 提升至 2021 年 10 月的 99.61%, 具体客户包括中国电信北京分公司、中国联通河北分公司等。公司在广东佛山、浙江平湖的在建数据中心已与中国电信广东分公司、中国电信浙江分公司签署框架协议/合作协议, 有效期为 10 年。公司与运营商相关合同期限一般为 10-15 年, 签约年限较长, 保障了公司盈利的稳定性。

图表 39: 电信运营商为公司主要客户


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 终端客户包括字节跳动、华为、快手、京东等巨头。**公司将机房向运营商租用后, 由运营商附加宽带接入和电信增值服务等, 再向下游大型互联网企业进行销售。公司终端客户主要是头部互联网企业字节跳动等, 凭借自身地理位置、集群建设运营模式和较高的运维水平, 满足了终端用户对于快速部署及可扩展性方面的动态需求。中国电信联合公司与字节跳动签订了 10 年的合作协议, 公司为其构建了安全稳定可靠的底层设施。截止 2021 年前三季度, 字节跳动占营收比重达到 64.2%, 也是其主要供应商之一, 占比约为 35%-40%。公司在服务大型互联网企业的过程中也积累了丰富的大客户服务经验, 良好的品牌形象和优质稳定的客户资源, 有利于公司进一步稳定和扩大市场份额。

图表 40: 近年来前五大直接和终端客户

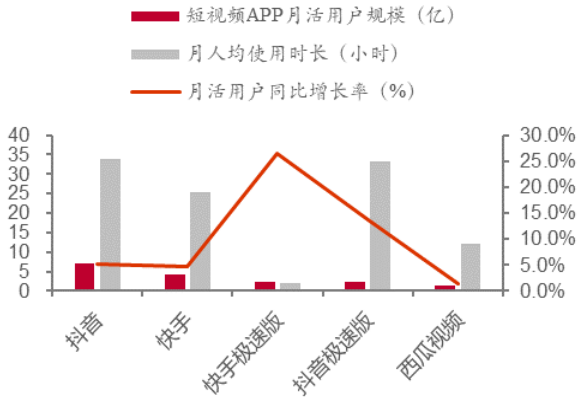
2018				2019			
终端客户	直接客户	销售金额 (亿元)	占营收比重	终端客户	直接客户	销售金额 (亿元)	占营收比重
字节跳动	电信	3.58	57.0%	字节跳动	电信	5.19	52.5%
京东	电信、联通	1.15	17.8%	华为	电信、联通	1.65	16.7%
华为	电信、联通	0.66	10.5%	京东	电信、联通	1.41	14.2%
三快云	电信	0.37	5.8%	快手	电信	0.51	5.2%
光环新网	电信	0.06	1.0%	三快云	电信	0.37	3.7%
2020				2021年1-10月			
终端客户	直接客户	销售金额 (亿元)	占营收比重	终端客户	直接客户	销售金额 (亿元)	占营收比重
字节跳动	电信	7.73	55.5%	字节跳动	电信	10.72	64.2%
华为	电信、联通	2.3	16.5%	华为	电信、联通	2.5	15.0%
京东	电信、联通	1.46	10.4%	京东	电信、联通	1.28	7.7%
快手	电信	1.02	7.3%	快手	电信	0.92	5.5%
三快云	电信	0.37	2.7%	三快云	电信	0.31	1.9%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 字节跳动经营向好, 持续加大投入。**近年来, 字节系产品如抖音、今日头条、西瓜视频等发展迅猛, 整体经营持续向好。根据 Quest Mobile 数据, 2021 年 12 月字节系 APP 使用时长占比同比提升 5.2 个 pct, 达到 21%, 2022Q3 短视频 APP 中, 月活排名前五的包括字节系的三款产品。业务的快速发展也带动了数据中心投入加大, 根据腾讯云数据,

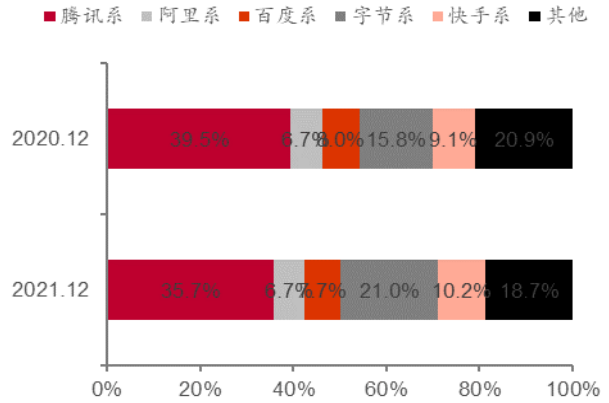
2017年初字节跳动服务器规模大约2~3万台，截止2018年年底服务器数量增加至17万台。根据Synergy Research Group数据，2021Q2数据中心投入较大的云企业包括亚马逊、谷歌和微软，其次是Facebook、苹果、阿里巴巴、字节跳动和腾讯，字节实现了首次投入超越腾讯，在国内仅次于阿里，并加大在公有云市场投入。

图表 41: 2022Q3 短视频 APP 月活跃规模 Top5



来源: QuestMobile, 中泰证券研究所

图表 42: 21 年 12 月头部派系 APP 使用时长占比



来源: QuestMobile, 中泰证券研究所

自建自持自运维，上市拓宽融资渠道

- **坚持自建自持自运维模式。**第三方数据中心一般包括两种经营模式，一种是自建模式，由服务提供商自主投建数据中心、采购机柜等基础资源，再向下游客户提供数据中心服务；另一种是租赁模式，由服务提供商租赁数据中心、机柜等物理资源，再向下游提供数据中心服务。互联网公司服务器在数据中心的托管，具有长期性、稳定性、可靠性的要求，服务的迁移对在运行的线上业务造成较大的损失，且增加服务器故障的风险，一般服务器不轻易迁移，自建模式更具优势。公司采用“自投、自建、自持、自运维”的模式，并进行集群建设，有效降低并摊薄了固定资产折旧等成本，消除了租赁到期带来的搬迁风险，增强客户稳定性。

图表 43：自建模式与租赁模式对比

模式	优势	劣势
自建模式	1、对建筑物结构、精密空调、消防、电力、安全、通讯等基础设施要求高，对超大型企业或政府机关部门的核心涉密业务与关键业务具备很强的吸引力；2、运营期间成本较低，毛利率较租赁模式更高。	前期资本性支出较高，对于企业的资金实力要求较高，发展进度受资金投入影响大。
租赁模式	1、前期资本性支出较低，能够有效降低业务发展初期的成本投入，最大化资金使用效率；2、侧重服务导向和资源衔接，着力发展增值服务，强调以服务质量提高竞争力来获取客户。	1、对 IDC 服务商的运维服务能力、客户拓展能力和上下游议价能力有更高的要求； 2、运营期间成本较高，需要支付租赁费用，毛利率较自建模式低。

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44：公司单机柜投资成本低（单位：万元）

数据中心名称	投资总额 (含税, 万元)	可比投资总额 (不含税, 万元)	机柜数量 (个)	单机柜投资额 (万元/台)
数据港中国联通 怀来大数据创新 产业园项目	49306	39270.27	3000	13.09
数据港宝山数据 中心	28547.28	22737.57	1327	17.13
奥飞数据廊坊讯 云数据中心二期 项目	38379.95	30568.1	3000	10.19
金云科技-西里B8	-	27700	2420	11.45
同行业平均				12.97
润泽科技-A6	-	64262.26	6020	10.67
润泽科技-A18	-	66394.33	6000	11.07

来源：公司公告，中泰证券研究所（数据截止 2020 年 12 月 31 日）

图表 45：公司 IRR 高于同行

公司	润泽科技	润泽科技	宝信软件	奥飞数据	奥飞数据
募投项目名称	佛山A2、A3	平湖A2	宝之云（四）	廊坊固安B栋、C栋	广州南沙A栋
工程费用 (万元)	134930	67695	238071	55,945.74	36,324.52
工程建设其他费 (万元)	6530	3265	15881		
基本预备费 (万元)	9902	2129	5317	527.16	337.75
建设期利息 (万元)	10075	4225			
流动资金 (万元)	8231	3992		527.11	337.74
总投入 (万元)	169668	81306	259269	57000.01	37000.01
机柜数量 (个)	12000	6000	12600	3200	1460
单机柜投资 (万元/个)	14.139	13.551	20.58	17.81	25.34
IRR	14.40%	14.52%	10.09%	10.03%	12.30%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 集中规模化建设摊薄单机柜成本。** 公司与中国建筑第八工程局、中国建筑第二工程局等大型国有建设施工单位建立了长期稳定的合作关系，长期向卡特彼勒、西门子、ABB、伊顿、西恩迪等国际知名设备供应商或其授权的代理商集中采购，在保证设备质量、服务的同时降低采购价格。规模化建设和批量采购将有利于发挥公司规模效应，单机柜投资成本略低同行水平，凸显单机柜成本优势。
- 100%包电模式，上架率提升利润率。** 公司选择了 100%包电销售的结算模式，包电模式下公司向电信运营商之间的报价中包含了服务器托管费用、运营管理费用以及水电费等。机电分离的模式下，客户所耗电费会单独计量核算，由客户自己承担电费，不计入成本中。目前互联网巨头与 IDC 供应商之间结算倾向于机电分离。但在包电模式下，节能升级将有利于提升运营利润率，较高水平的上电率和数据中心的规模优势驱动固定资产使用效率的不断提升，对于大规模数据中心运营商来说，包电模式下将有更大的利润空间。

图表 46: 包电模式下，公司电费占比更高

公司	电费结算模式	科目	2018		2019		2020	
			金额 (万元)	占成本比例	金额 (万元)	占成本比例	金额 (万元)	占成本比例
润泽科技	100%包电	电费	22045.04	55.92%	28881.3	56.51%	38535.24	59.02%
数据港	包电+与客户结算电费	电费	21097.56	51.75%	19906.09	45.57%	16638.57	32.24%
光环新网	包电+与客户结算电费	电费	26203.29	46.83%	31827.87	44.78%	34879.66	46.32%
奥飞数据	租用机柜的电费成本计入运营成本	水电费	1547.28	7.08%	4659.91	13.84%	13342.21	24.60%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 47: 配套募资项目用途

项目名称	实施主体	用地面积/亩	在建机柜数/架	机柜平均功率密度/KW	签约情况	签约柜数/架	协议有效期
润泽（佛山）国际信息港A2、A3数据中心项目	广东润惠	44	12,632	7.04	中国电信	12,000	10年
					中国联通	1,000	3年
润泽（平湖）国际信息港A2数据中心项目	浙江泽悦	44	6,016	7.04	中国电信	3,000	10年

来源：公司公告，中泰证券研究所

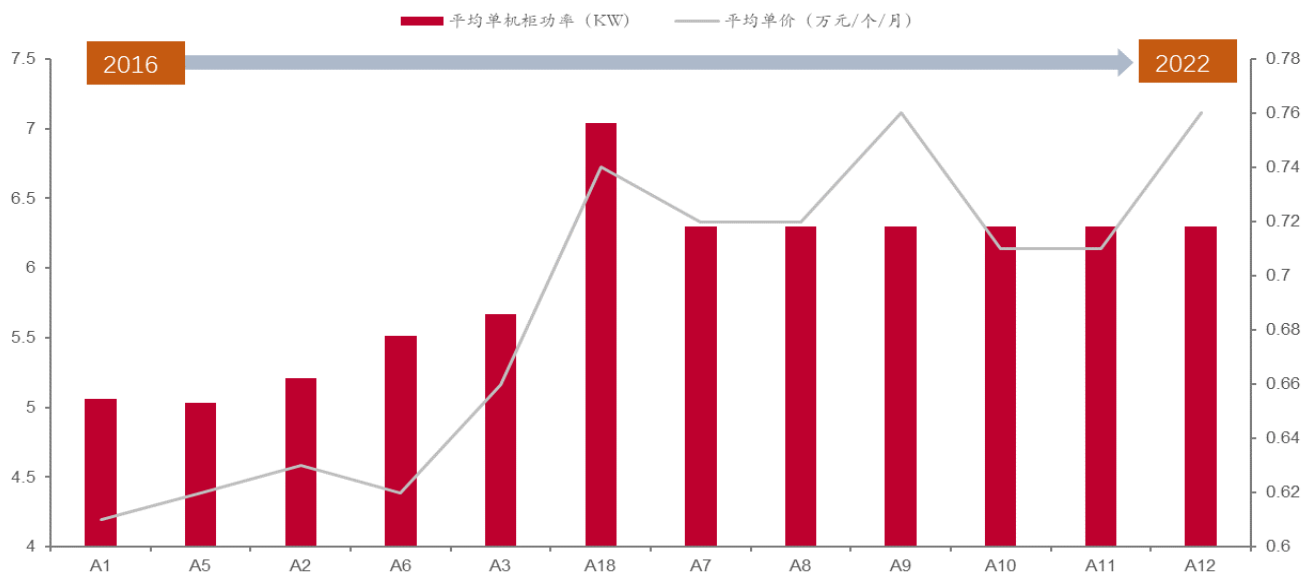
- 上市增强融资能力，配套募资 47 亿助力项目建设。** IDC 作为重资产行业，需要持续资本开支投入，重组上市有利于公司拓宽融资渠道。2 月 3 日公司公告，定增募资已完成，募资总额 47.0 亿元，发行数量为 1.33 亿股，增发价格为 35.22 元/股。募集配套资金用于建设佛山数据

中心项目（16.97 亿元）、平湖数据中心项目（7.63 亿元）以及偿还银行借款（20.90 亿元）。本次募投项目有助于加快公司在大湾区及长三角区域数据中心建设的步伐，巩固竞争优势。同时，增强公司的资本实力、优化资产结构，降低资产负债率，减少公司财务费用。

持续强化技术优势，积累品牌效应

- 坚持技术自主积累，从产品向方案商转型。**公司致力于成为国内顶尖的数据中心基础设施服务提供商，在技术革新、改善客户体验、提高运营效率等方面投入了大量资源，具有超大规模高等级数据中心集群全生命周期的投建运行维护管理经验，在规划设计、建设实施、运维管理、技术研发等方面持续提升和优化。以廊坊园区为例，早期的 A1、A5 机房在结构设计等方面处在摸索阶段，不断优化方案，逐步形成了可复制、且领先成熟的数据中心建设运营模型，在降低投资成本、运行成本以及提升运营效率等方面形成独特优势，从产品向方案商转型。公司自主开发了温湿度监测数据实时上传云平台、综合监控报警联网平台、机房网络监控系统、安全管理系统等 19 项软件著作权，帮助公司持续优化能耗管理。下一步，公司将持续面向新型技术研发，包括液冷数据中心、基于机器人及 AI 的智能化管理系统等在内的新型技术，提高公司在未来数据中心的服 务能力。

图表 48：机房设计逐步走向标准化



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 践行绿色发展理念，PUE 持续降低。**公司通过技术升级降低 PUE 值，掌握背板式液冷和浸没式液冷散热解决方案以及 UPS 照明系统改为动态节能模式等方式。已达产数据中心实际 PUE 值均在 1.5 以下，公司对于已建成的数据中心制定了较为明确的改造方案，通过加大数据中心节能改造力度，引入优秀的节能产品和方案，加快推进绿色节能设备和新技术应用，促进 PUE 值在逐年优化。佛山、惠山、重庆等地建设的

数据中心设计 PUE 已达到 1.29，符合当地要求，此外数据中心投产初期交付运行第一年内，由于上电率较低，制冷系统等设备需全部开启，同时对未交付开启状态的动力设备进行定期的开机检查消耗额外的电力等，PUE 值往往高于设计值。在数据中心交付运行第二年内，实际负荷的增长会趋近平缓，并逐步恢复。未来，公司已建设运营的数据中心实际 PUE 和正在建设中的数据中心设计 PUE 均降低至 1.3 以下。

图表 49：公司持续优化数据中心 PUE

序号	数据中心名称	设计PUE	实际PUE			
			2018年	2019年	2020年	2021年1-10月
1	A1	1.5	1.51	1.47	1.45	1.43
2	A5	1.5	1.46	1.43	1.39	1.36
3	A2	1.5	1.82	1.44	1.4	1.37
4	A6	1.5	-	1.95	1.57	1.44
5	A3	1.5	-	-	1.54	1.45
6	A18	1.38	-	-	3.96	1.43
7	A7	1.38	-	-	-	-

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 50：在建数据中心 PUE 满足所在地要求

序号	在建项目名称	设计PUE
1	国际信息云聚核港(ICFZ)项目数据中心 A8	1.38
2	国际信息云聚核港(ICFZ)项目数据中心 A9、A10、A11、A12	1.38
3	长三角平湖润泽国际信息港项目数据中心 A1、A2	1.38
4	润泽(西南)国际信息港项目数据中心 A1、A2	1.29
5	润泽(佛山)国际信息港项目数据中心 2号、3号、4号	1.29
6	润泽(惠州)国际信息港项目数据中心 A2、A3	1.29

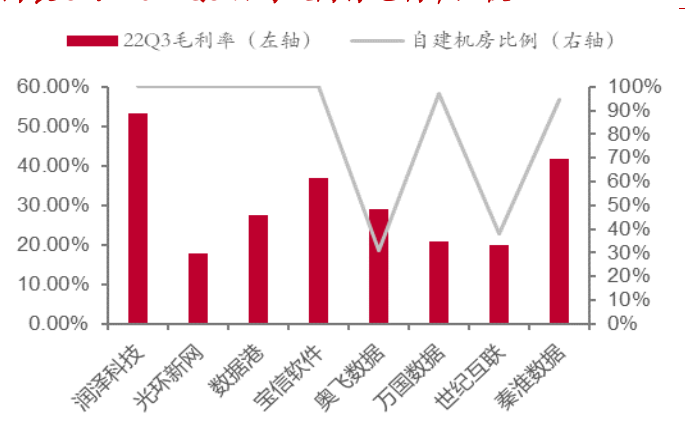
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 掌握超大规模光纤直连技术，减少机架空置率。**公司具备数据中心全生命周期整体运营成本控制能力。通过数据中心光纤直连等技术，合理调配园区资源，减少单栋机房零星机柜数空置浪费。从上架率上看，公司近年来加大机柜投放，尽管多个数据中心处在上架率爬坡阶段，整体上架率约为 75%-80%。除去投产时间较短的 A7、A8 数据中心，剩余数据中心从 2016 年陆续投产运行，2021 年底平均上架率在达到 93.73%，处在同行较高水准。“自投、自建、自持、自运维”模式叠加集中式建设以及光纤直连等技术领先，共同促进公司毛利率处于行业领先地位，2022Q3 公司毛利率为 53.3%，高于秦淮数据（41.85%）和宝信软件（36.98%），处于行业领先水平。

图表 51：同行平均上架率比较

公司名称	整体机柜上架率
润泽科技	约 75%~80%
万国数据	71.10%
数据港	-
宝信软件	超过 80%
奥飞数据	63.80%
光环新网	77.41%
世纪互联	61.20%
秦淮数据	75.95%

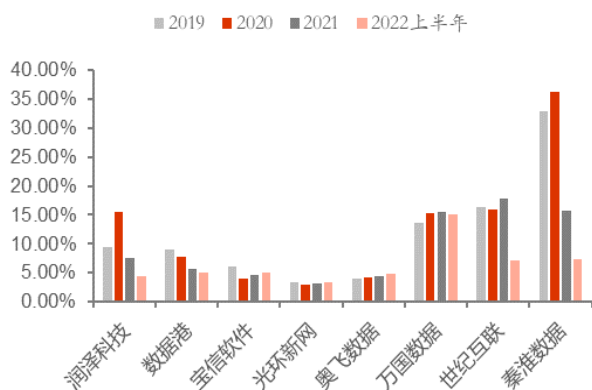
来源：公司公告，中泰证券研究所（截止 2020 年底）

图表 52：2022Q3 公司及同行毛利率比较


来源：wind，中泰证券研究所

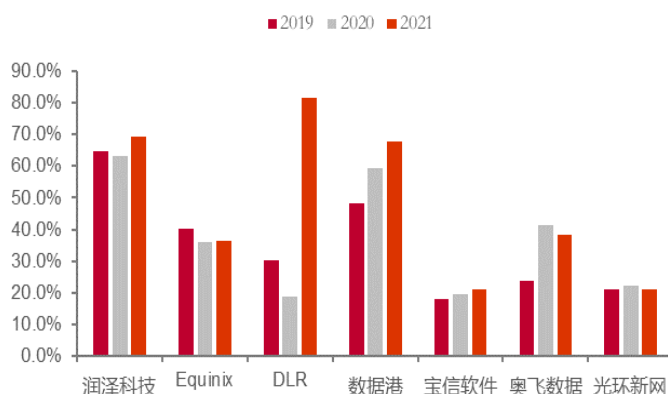
- 运维管理能力突出，费用率显著优化。**公司拥有十多年的园区级数据中心运营经验，数据中心建设标准高，拥有业内规模较大的自运维团队，得到国家信息中心、国家信息安全中心、国家电子政务外网、国家超算中心天津中心等国家部委客户认可。公司技运维团队主要管理人员具备数据中心设计、建设、运维等方面 15 年以上工作经验。已建立起系统级、设备级、固件级的竖向培训体系，及设计、工艺、实操的横向培训体系，通过内部人员自培训、外部专家培训、设备供应商专业培训、国际咨询机构认证等多维度培训架构提高人员基础技术和维护能力，公司销售和管理费用相对刚性，2022 年上半年已优化到行业领先水准。

图表 53: 同行销售+管理费用率比较



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 54: EBITDA Margin 比较



来源: wind, 中泰证券研究所

- 收购慧运维纵向拓宽运维服务深度。**公司于 2022 年 9 月以 4.2 亿收购北京慧运维技术有限公司，其专注于提供数据中心托管后服务器端的运维服务，专业运维团队超 150 人，已形成了“标准化、定制化、信息化和智能化”有效的方法论和管理模型。公司机房运维能力突出，本次收购有助于公司快速切入数据中心服务器端的运维服务市场，具备从建设端环境侧运维到服务器运维的全条线运维链条。收购完成后公司运维团队将超过 650 人，协同“慧运维”的客户资源实现业务规模再扩大，有利于润泽实现管理数字化、服务精细化、流程智能化的运维服务目标，巩固润泽科技在数据中心业务领域的优势地位。

投资建议

- 公司是国内批发型数据中心龙头企业，围绕一线城市及周边卫星城积极布局，资源积累深厚，能耗指标充足，重组上市拓宽融资渠道，加速公司业务布局和发展。我们根据公司数据中心机房规划布局，结合机柜投放进度进行合理假设，预计 2022-2024 年营收分别为 30.93 亿元、51.01 亿元和 68.89 亿元，同比增速分别为 51%、65%和 35%，毛利率分别为 54%、52%和 51%。净利润分别为 12.65 亿元，18.22 亿元和 24.75 亿元，同比增速分别为 75%、44%和 36%。

图表 55: 公司收入结构拆分 (机柜: 个)

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
廊坊	投产机柜	32,532	38,690	56,551	68,551	88,551
	规划机柜	132,000	132,000	132,000	132,000	132,000
平湖	投产机柜	0	0	6,000	12,016	18,016
	规划机柜	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000
惠州	投产机柜	0	0	6,000	12,000	18,000
	规划机柜	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
佛山	投产机柜	0	0	6,000	18,632	18,632
	规划机柜	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000
重庆	投产机柜	0	0	0	8,000	16,000
	规划机柜	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000
兰州	投产机柜	0	0	0	0	4,000
	规划机柜	14,000	14,000	14,000	14,000	14,000
总投产机柜		32,532	38,690	74,551	119,199	163,199
总规划机柜		292,000	292,000	292,000	292,000	292,000
营收 (百万元)		1,393.56	2,047.19	3,093.40	5,100.72	6,889.11
增速		40.93%	46.90%	51.10%	64.89%	35.06%
毛利率		53.15%	54.37%	53.72%	51.94%	51.12%

来源: 中泰证券研究所

- 考虑到 IDC 公司前期投入和折旧大，我们采取 EV/EBITDA 和 PE 估值方法，截止 2023 年 2 月 13 日，公司 2022-2024 年 EV/EBITDA 分别为 20X、14X 和 11X，PE 分别为 34X、24X、17X，低于国内同行均值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 56: EV/EBITDA 估值比较

公司	市值 (亿元)	当前 EV (亿元)	EBITDA				EV/EBITDA			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
光环新网	180.66	221.44	16.58	17.24	20.58	23.67	13.35	12.84	10.76	9.36
宝信软件	823.14	825.45	25.22	26.88	33.04	40.95	32.72	30.71	24.98	20.16
奥飞数据	89.97	123.30	4.81	6.05	7.44	9.35	25.61	20.40	16.57	13.19
数据港	102.46	134.34	8.11	9.76	12.49	14.68	16.56	13.76	10.75	9.15
平均值	299.06	326.13	13.68	14.98	18.39	22.16	22.06	19.43	15.77	12.96
润泽科技	431.79	372.00	9.68	18.33	27.44	35.06	38.43	20.29	13.56	10.61

来源: wind, 中泰证券研究所 (按 wind 一致预期测算, 以 2023 年 2 月 13 日收盘价计算)

图表 57: PE 估值比较

A股公司	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)				PE			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
光环新网	180.66	8.36	7.69	9.42	11.31	21.60	23.49	19.17	15.98
宝信软件	823.14	18.19	21.76	27.37	34.67	45.26	37.83	30.07	23.74
奥飞数据	89.97	1.45	1.80	2.40	3.07	62.22	50.11	37.52	29.29
数据港	102.46	1.11	1.09	1.86	2.56	92.30	94.16	55.08	40.03
平均值	299.06	7.28	8.08	10.26	12.90	41.10	36.99	29.14	23.18
润泽科技	431.79	7.22	12.65	18.22	24.75	59.80	34.13	23.70	17.45

美股公司	总市值 (亿美元)	净利润 (亿美元)				PE			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
秦淮数据	31.18	0.50	1.44	1.96	3.30	62.83	21.66	15.88	9.45
世纪互联	9.37	0.78	-0.22	-0.06	-0.20	12.08	-42.70	-146.76	-46.26
万国数据	44.76	-2.06	-2.08	-2.22	-2.15	-21.72	-21.51	-20.17	-20.83
EQUINIX	675.30	5.00	-	-	-	135.01	-	-	-

来源: wind, 中泰证券研究所 (按 wind 一致预期测算, 以 2023 年 2 月 13 日收盘价计算)

图表 58: 润泽科技盈利预测模型 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,594	3,144	5,588	8,892	营业收入	2,047	3,093	5,101	6,889
应收票据	0	0	0	0	营业成本	934	1,432	2,452	3,368
应收账款	272	411	678	916	税金及附加	21	31	41	55
预付账款	26	40	69	95	销售费用	3	4	6	6
存货	0	0	0	0	管理费用	87	127	199	234
合同资产	0	0	0	0	研发费用	66	97	163	207
其他流动资产	378	603	995	1,344	财务费用	99	46	68	1
流动资产合计	2,271	4,199	7,331	11,247	信用减值损失	9	8	8	8
其他长期投资	16	24	40	54	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	16	16	16	16	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	5,097	5,268	5,492	5,764	投资收益	3	3	3	3
在建工程	2,352	2,452	2,452	2,352	其他收益	1	1	1	1
无形资产	706	853	1,036	1,092	营业利润	847	1,479	2,185	3,030
其他非流动资产	309	309	310	310	营业外收入	0	0	0	1
非流动资产合计	8,497	8,924	9,346	9,589	营业外支出	1	1	1	1
资产合计	10,768	13,123	16,676	20,836	利润总额	846	1,478	2,184	3,030
短期借款	0	0	0	0	所得税	125	207	306	425
应付票据	494	792	1,326	1,843	净利润	721	1,271	1,878	2,605
应付账款	874	1,435	2,376	3,320	少数股东损益	-1	6	56	130
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	722	1,265	1,822	2,475
合同负债	0	0	0	0	NOPLAT	805	1,311	1,936	2,607
其他应付款	4	4	4	4	EPS (按最新股本摊薄)	0.88	1.54	2.22	3.02
一年内到期的非流动负债	553	553	553	553					
其他流动负债	16	23	35	41	主要财务比率				
流动负债合计	1,942	2,808	4,295	5,762	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	4,910	5,310	5,610	5,810	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	46.9%	51.1%	64.9%	35.1%
其他非流动负债	1,329	1,329	1,329	1,329	EBIT增长率	96.4%	61.2%	47.7%	34.6%
非流动负债合计	6,239	6,639	6,939	7,139	归母公司净利润增长率	172.9%	75.2%	44.0%	35.9%
负债合计	8,181	9,447	11,235	12,901	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,558	3,640	5,350	7,712	毛利率	54.4%	53.7%	51.9%	51.1%
少数股东权益	29	36	92	222	净利率	35.2%	41.1%	36.8%	37.8%
所有者权益合计	2,587	3,676	5,442	7,935	ROE	27.9%	34.4%	33.5%	31.2%
负债和股东权益	10,768	13,123	16,676	20,836	ROIC	10.5%	14.5%	17.9%	19.8%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	76.0%	72.0%	67.4%	61.9%
					债务权益比	262.6%	195.7%	137.7%	96.9%
					流动比率	1.2	1.5	1.7	2.0
					速动比率	1.2	1.5	1.7	2.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
					应收账款周转天数	42	40	38	42
					应付账款周转天数	303	290	280	304
					存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.88	1.54	2.22	3.02
					每股经营现金流	1.55	2.56	3.73	4.64
					每股净资产	3.12	4.44	6.52	9.40
					估值比率				
					P/E	60	34	24	17
					P/B	17	12	8	6
					EV/EBITDA	38	20	14	11

来源: wind, 中泰证券研究所 (以 2023 年 2 月 13 日收盘价计算)

风险提示

- **机柜上电进度不及预期。**一般而言，公司会与客户约定在规定时间内上电机柜达到双方约定数量，但实际情况下，存在客户上电机柜不及预期的可能性。
- **单一大客户依赖风险。**公司终端客户主要为字节跳动，较为集中，若字节跳动采购或上电进度低于预期，会对公司造成较大影响。
- **假设不及预期风险。**在盈利预测中，基于公司机房建设规划，对公司投产机柜数进行假设展望，但实际过程中存在结果同假设区别较大的风险。
- **研报使用的信息数据更新不及时的风险。**报告中行业和公司数据可能存在时滞，投资者应注意相应的风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。