

# 润泽科技 (300442)

证券研究报告

2023年04月22日

业绩亮眼高增，数字经济+AI 浪潮下高功率液冷&amp;智算白马厂商扬帆起航

## 事件：

润泽科技发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 27.15 亿元，同比增长 32.61%，实现归母净利润 11.98 亿元，同比增长 65.98%，实现扣非净利润 11.38 亿元，同比增长 59.97%。2023 年一季度实现营收 8.08 亿元，同比增长 31.53%，实现归母净利润 3.30 亿元，同比增长 52.73%，实现扣非净利润 3.23 亿元，同比增长 52.21%。

## 1、业绩持续亮眼高增，向智算&超算演进

公司业绩持续高增，22 年实现归母净利润 60%+增长，一季度继续实现超 50%增速。公司上架机柜总量和单机柜功率持续提升，业务规模和营业收入持续扩张，今年公司将完成 A 区 7 万个机柜的正式交付投运，并启动 B 区建设，目前成熟数据中心上架率超 90%，同时 22 年底公司已完成 56 栋数据中心、约 29 万架机柜的布局，机柜规模领先。润泽科技业绩实现稳定增长，一方面受益于 IDC 行业景气度回升，供需环境持续改善，上架机柜总量和单机柜功率持续提升；另一方面得益于润泽科技稳步推动自身战略升级。

在数字技术革命浪潮中，公司开启战略升级新篇章，引领 IDC 向智算中心和超算中心快速演进，形成数据中心、智算中心和超算中心融合的综合算力中心，同时推进高功率液冷机柜应用，开始规模交付高功率高密度液冷式液冷数据中心。此外，公司积极打造低碳绿色算力中心，践行节能降碳。

## 2、持续维持较高盈利能力

公司维持较高毛利率水平，22 全年实现毛利率 53.11%，23Q1 实现 53.93%，园区型数据中心及自投自建自运营模式的优势凸显。净利率方面，公司 22 年全年实现销售净利率 44.09%，23Q1 实现净利率 40.82%，持续保持较高盈利水平。

## 3、数字经济+AI 浪潮下扬帆起航

我国推动数字经济建设，数字经济在政策推动下发展，将带动数据流量的增长，下游数据存储需求将持续旺盛。据中国信息通信研究院测算，我国 2022 年数字经济规模提升至 50 万亿元左右，同比增长 10%左右，占 GDP 比重持续提升已超过 40%。同时东数西算推动全国 8 大国家算力枢纽节点以及 10 个国家数据中心集群建设布局，并针对上架率、能耗指标进行规范，有望促进行业有序发展。

此外，ChatGPT 引领的行业变革，推动作为数据、算力底座的数据中心厂商不断演进，润泽科技已着手对低功率机柜进行升级改造，同时加快供应高密机柜和液冷机柜，快速向智算中心、超算中心转型，具备较强的自主进化能力优势。公司目前已建成 A7 数据中心中具有单机柜 20kW~50kW 的高功率液冷柜，并计划在今年批量投产高功率液冷机柜，服务于优质客户的高功率液冷机柜需求。

## 盈利预测与投资建议：

润泽科技是国内超大规模数据中心运营商，有望充分受益于数字经济发展下流量增长带来的数据中心需求提升。我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 18/25/34 亿元，对应 PE 分别为 37/27/20 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧导致上架率及盈利能力不及预期，液冷机柜投产进度不及预期，智算中心发展不及预期，行业整体需求不及预期

## 投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	71.3 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	953.87
流通 A 股股本(百万股)	65.88
A 股总市值(百万元)	68,010.76
流通 A 股市值(百万元)	4,697.42
每股净资产(元)	10.41
资产负债率(%)	62.86
一年内最高/最低(元)	75.80/38.88

## 作者

唐海清 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030002  
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090004  
wangyihong@tfzq.com

李鲁靖 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《润泽科技-公司点评:业绩靓丽高增,运营商数字经济基础设施建设核心受益》2023-02-06
- 《润泽科技-首次覆盖报告:手握核心机柜资产,数字经济下 IDC 龙头扬帆起航》2023-01-19

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	691.65	2,714.74	4,072.11	5,904.56	8,266.39
增长率(%)	50.52	292.50	50.00	45.00	40.00
EBITDA(百万元)	83.08	1,631.60	2,669.55	3,527.94	4,574.52
归属母公司净利润(百万元)	(11.69)	1,198.25	1,832.06	2,488.01	3,370.04
增长率(%)	(94.86)	(10,350.88)	52.89	35.80	35.45
EPS(元/股)	(0.01)	1.26	1.92	2.61	3.53
市盈率(P/E)	(5,818.21)	56.76	37.12	27.34	20.18
市净率(P/B)	141.89	23.17	6.23	5.30	4.41
市销率(P/S)	98.33	25.05	13.03	8.99	6.42
EV/EBITDA	53.34	21.36	21.40	15.44	11.59

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	15.67	1,395.78	5,001.73	5,500.19	6,952.17
应收票据及应收账款	236.23	375.10	529.81	782.31	1,054.66
预付账款	26.98	12.09	45.52	40.39	81.31
存货	532.49	1.53	784.04	440.99	1,350.06
其他	39.74	926.93	947.58	954.15	985.84
<b>流动资产合计</b>	<b>851.12</b>	<b>2,711.44</b>	<b>7,308.69</b>	<b>7,718.02</b>	<b>10,424.05</b>
长期股权投资	2.54	4.73	4.73	4.73	4.73
固定资产	227.22	6,057.04	7,822.94	9,058.81	9,753.66
在建工程	80.08	5,589.80	4,612.86	3,789.00	2,862.30
无形资产	69.05	828.02	818.22	808.41	798.60
其他	71.67	817.43	817.42	817.42	817.41
<b>非流动资产合计</b>	<b>450.55</b>	<b>13,297.01</b>	<b>14,076.17</b>	<b>14,478.36</b>	<b>14,236.69</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,301.67</b>	<b>16,008.45</b>	<b>21,384.86</b>	<b>22,196.39</b>	<b>24,660.74</b>
短期借款	205.42	0.00	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	260.25	1,098.43	786.96	2,108.58	2,139.43
其他	53.44	1,708.52	1,784.75	1,949.16	2,362.66
<b>流动负债合计</b>	<b>519.10</b>	<b>2,806.95</b>	<b>2,671.71</b>	<b>4,157.74</b>	<b>4,602.09</b>
长期借款	13.93	8,117.03	8,165.82	6,000.00	6,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.95	2,120.90	2,000.00	2,000.00	2,000.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>48.88</b>	<b>10,237.93</b>	<b>10,165.82</b>	<b>8,000.00</b>	<b>8,000.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>827.87</b>	<b>13,044.88</b>	<b>12,837.53</b>	<b>12,157.74</b>	<b>12,602.09</b>
少数股东权益	(5.51)	27.97	26.88	25.38	23.36
股本	100.00	640.16	744.28	744.28	744.28
资本公积	495.53	1,243.65	5,625.14	5,625.14	5,625.14
留存收益	(117.50)	1,051.79	2,151.03	3,643.84	5,665.86
其他	1.29	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>473.80</b>	<b>2,963.57</b>	<b>8,547.33</b>	<b>10,038.65</b>	<b>12,058.65</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,301.67</b>	<b>16,008.45</b>	<b>21,384.86</b>	<b>22,196.39</b>	<b>24,660.74</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(12.91)	1,197.02	1,832.06	2,488.01	3,370.04
折旧摊销	22.88	267.12	720.84	897.80	1,041.66
财务费用	14.62	117.65	70.00	80.00	80.00
投资损失	2.82	(70.93)	(100.00)	(90.00)	(99.00)
营运资金变动	52.98	1,072.44	(1,131.97)	1,575.16	(809.68)
其它	(28.39)	(795.16)	(1.83)	(2.49)	(3.37)
<b>经营活动现金流</b>	<b>51.99</b>	<b>1,788.15</b>	<b>1,389.11</b>	<b>4,948.49</b>	<b>3,579.66</b>
资本支出	(0.69)	10,666.51	1,620.90	1,300.00	800.00
长期投资	(2.82)	2.19	0.00	0.00	0.00
其他	(20.37)	(15,626.71)	(3,020.90)	(2,510.00)	(1,501.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(23.88)</b>	<b>(4,958.01)</b>	<b>(1,400.00)</b>	<b>(1,210.00)</b>	<b>(701.00)</b>
债权融资	(89.97)	9,210.86	(136.69)	(2,245.82)	(80.00)
股权融资	(18.45)	466.57	3,753.53	(994.21)	(1,346.67)
其他	66.08	(6,245.24)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(42.33)</b>	<b>3,432.19</b>	<b>3,616.84</b>	<b>(3,240.03)</b>	<b>(1,426.67)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(14.22)</b>	<b>262.32</b>	<b>3,605.94</b>	<b>498.46</b>	<b>1,451.99</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>691.65</b>	<b>2,714.74</b>	<b>4,072.11</b>	<b>5,904.56</b>	<b>8,266.39</b>
营业成本	547.36	1,272.89	1,885.39	2,863.71	4,133.19
营业税金及附加	5.07	23.22	32.58	47.24	66.13
销售费用	29.66	4.03	4.07	5.90	7.44
管理费用	63.00	121.04	164.92	245.04	343.05
研发费用	32.37	96.80	136.42	202.53	282.71
财务费用	15.24	83.47	70.00	80.00	80.00
资产/信用减值损失	(13.84)	(0.92)	(0.97)	(1.00)	(1.00)
公允价值变动收益	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.82)	70.93	100.00	90.00	99.00
其他	31.36	(185.76)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>(15.91)</b>	<b>1,229.04</b>	<b>1,877.77</b>	<b>2,549.14</b>	<b>3,451.86</b>
营业外收入	1.29	0.06	0.07	0.08	0.10
营业外支出	0.65	2.98	3.13	3.28	3.45
<b>利润总额</b>	<b>(15.27)</b>	<b>1,226.12</b>	<b>1,874.72</b>	<b>2,545.94</b>	<b>3,448.51</b>
所得税	(2.35)	29.10	44.49	60.41	81.83
<b>净利润</b>	<b>(12.91)</b>	<b>1,197.02</b>	<b>1,830.23</b>	<b>2,485.53</b>	<b>3,366.68</b>
少数股东损益	(1.23)	(1.23)	(1.83)	(2.49)	(3.37)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(11.69)</b>	<b>1,198.25</b>	<b>1,832.06</b>	<b>2,488.01</b>	<b>3,370.04</b>
每股收益(元)	(0.01)	1.26	1.92	2.61	3.53

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	50.52%	292.50%	50.00%	45.00%	40.00%
营业利润	-93.26%	-7824.97%	52.78%	35.75%	35.41%
归属于母公司净利润	-94.86%	-10350.88%	52.89%	35.80%	35.45%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.86%	53.11%	53.70%	51.50%	50.00%
净利率	-1.69%	44.14%	44.99%	42.14%	40.77%
ROE	-2.44%	40.82%	21.50%	24.85%	28.00%
ROIC	-0.08%	205.14%	17.83%	20.41%	30.23%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.60%	81.49%	60.03%	54.77%	51.10%
净负债率	46.96%	274.56%	52.23%	17.93%	2.88%
流动比率	1.09	0.97	2.74	1.86	2.27
速动比率	0.41	0.97	2.44	1.75	1.97
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.11	8.88	9.00	9.00	9.00
存货周转率	1.23	10.17	10.37	9.64	9.23
总资产周转率	0.52	0.31	0.22	0.27	0.35
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.01	1.26	1.92	2.61	3.53
每股经营现金流	0.05	1.87	1.46	5.19	3.75
每股净资产	0.50	3.08	11.45	13.45	16.17
<b>估值比率</b>					
市盈率	-5,818.21	56.76	37.12	27.34	20.18
市净率	141.89	23.17	6.23	5.30	4.41
EV/EBITDA	53.34	21.36	21.40	15.44	11.59
EV/EBIT	73.43	25.54	29.31	20.71	15.00

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com