

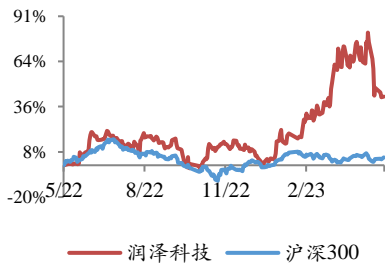
业绩符合预期，AI 有望驱动机柜总量和功率持续增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-05-10

收盘价（元）	57.50
近 12 个月最高/最低（元）	73.69/39.58
总股本（百万股）	954
流通股本（百万股）	66
流通股比例（%）	6.91
总市值（亿元）	548
流通市值（亿元）	38

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

相关报告

1. 超大规模数据中心时代来临，以专业服务润泽数字经济 2023-01-15

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年报/2023 年一季报。

2022 年公司实现收入 27.2 亿元，同比增长 32.6%（2022 年公司对普丽盛实施反向购买按装入资产可比口径）；实现归母净利润 12.0 亿元，同比增长 66.0%，扣非归母净利润为 11.4 亿，同比增长 60.0%。公司 2022 年超额完成业绩承诺，业绩符合市场预期。

2023 年一季度公司实现营收 8.1 亿元，同比增长 31.5%，环比增长 11.4%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比增长 52.7%，环比下降 12.7%，剔除奖金计提、投资收益等影响业绩继续环比提升。

● 廊坊 A 区机柜快速投放上架，收入连续环比增长。

2022 年底公司廊坊数据中心 A 区正式投产机柜数量约 4.6 万架，成熟楼栋上架率超过 90%。公司 A 区约 7 万机柜即将完成全部建设，将于 2023 年全部正式交付投运，同时客户需求迫切，订单指引明确，有望继续保持 18 个月的快速上架爬坡速度。从 2018-2022 五年时间来看，公司实现了连续 20 个季度收入环比增长的“奇迹”，奠定了园区级数据中心行业引领者优势。我们认为，随着 AI、云计算、定制芯片等竞争优势向科技头部巨头集中的趋势，参考美国发展经验，国内超大规模数据中心将实现高于行业平均水平的增长，具有充足资源储备、专业运维能力以及高能效比的超大规模园区级 IDC 运营商将实现更快增长。润泽廊坊国际信息港作为京津冀最大的园区级数据中心，规划了自有变电站、地下管廊等，将 22 栋数据中心联接为一个整体，满足客户快速扩容需求。

● 2023 廊坊外四大园区启动投放开启第二增长曲线。

公司在 2019 已完成长三角、粤港澳大湾区、成渝经济圈、西北地区等全国性布局，新增约 16 万机柜规划，并在“双碳”、“东数西算”等政策正式出台前取得土地、电力、能耗等核心指标。2023 年，公司平湖、佛山、惠州、重庆四地园区级数据中心将陆续交付投运，新投放数据中心仍然采取运营商批发销售模式，终端客户覆盖大型互联网、云计算、政府、行业数字化转型等行业，将为公司开启第二增长曲线。长期来看，公司平湖、佛山、惠州、重庆、兰州数据中心园区分别规划了 5 万、3 万、3 万、3 万以及 1.4 万个机柜，满足东数西算核心枢纽节点快速增长的算力需求。

● AI 驱动高密度高功率液冷机柜需求，公司研发应用步伐领先。

AI 应用爆发带动智能算力需求快速增长，智能算力基础设施投资景气周期加快启动。根据 IDC 联合浪潮信息发布的《2022-2023 中国人工智能算力发展评估报告》，2021-2026 年期间，预计国内智能算力规模

CAGR 为 52.3%。智能算力中心上架高功率 AI 服务器，单机柜功率达到 10kw-30kw，对于高功率电源、高可靠 UPS、高效率风冷/液冷等配套数据中心设备提出要求，以往老旧小数据中心难以满足要求。公司已逐步对低功率机柜进行升级改造（低功率机柜占比在 20%以下），加快推进高密机柜和液冷机柜应用，正在交付的以 10kw 高密机柜为主，20kw 以上液冷机柜已在 23Q1 开始批量交付。公司廊坊 A7 数据中心液冷机柜最低 20kw，目前已交付的最高可达 50kw，创新使用液冷技术，能效大幅提升，能够满足客户大模型应用场景需求。随着高功率机柜逐渐提升，同等上架率下，液冷机柜毛利率略优，长期来看有助于公司保持业内领先的毛利率水平。

● **自投自建自持自运维，绑定主流客户保持高盈利能力。**

2022 年公司综合毛利率为 53.1%，在 IDC 业内处于领先水平，主要源于公司自投自建自持自运维的商业模式。公司成本结构中占比最大为电费，其次为折旧、服务费、人工费、其他费用。电费方面，公司以电费洼地服务价值高地，相比一线城市有 15-20%优势，且自建变电站，具有一定议价能力；折旧方面，公司成熟数据中心上架爬坡快，折旧摊销比例呈下降趋势；网络带宽方面，由客户单独向运营商采购；人力和服务方面，公司布局地区用工成本具有优势，对于服务器后端运维通过收购慧运维降低了专业运维成本。客户方面，字节跳动在 2021 年公司终端收入中占比 60%以上，字节跳动月活用户已快速发展至 7 亿以上，收入转化率仍不断提升；2021 年底，字节跳动宣布火山引擎进军 B 端市场，2023 年春季，宣布推出火山高速训练引擎，升级机器学习平台，全力支持大模型，支持单任务 GPU 万卡集群，微秒级超低时延网络。

● **投资建议**

随着廊坊 A 区 7 万个机柜快速爬坡上架，我们认为公司营收将持续快速环比增长，同时廊坊外新项目交付短期或影响毛利率，但长期看将打开成长空间。我们预计公司 2023-2025 归母净利润分别为 18.2 亿（前值 18.0）、23.1 亿（前值 24.7）、31.2 亿元，维持“买入”评级。

● **风险提示**

新项目机柜交付上架爬坡速度不及预期拉低毛利率，电费成本上涨风险，大客户上架爬坡速度放缓。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2715	4382	6204	7966
收入同比 (%)	32.6%	61.4%	41.6%	28.4%
归属母公司净利润	1198	1819	2305	3116
净利润同比 (%)	66.0%	51.8%	26.7%	35.2%
毛利率 (%)	53.1%	50.3%	47.3%	49.0%
ROE (%)	40.8%	20.4%	21.3%	23.4%
每股收益 (元)	1.57	1.91	2.42	3.27
P/E	26.98	31.46	24.83	18.37
P/B	11.84	6.43	5.29	4.29
EV/EBITDA	28.32	23.12	17.63	13.42

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2711	6008	5649	7182	营业收入	2715	4382	6204	7966
现金	1396	3597	3583	5424	营业成本	1273	2176	3269	4059
应收账款	375	645	798	1057	营业税金及附加	23	35	50	64
其他应收款	24	37	32	57	销售费用	4	4	7	8
预付账款	12	22	33	41	管理费用	121	131	168	199
存货	2	3	0	0	财务费用	83	76	39	50
其他流动资产	903	1703	1203	603	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	13297	14218	14551	15901	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	71	9	12	16
固定资产	6057	8492	10338	10903	营业利润	1229	1907	2558	3457
无形资产	828	814	800	786	营业外收入	0	7	2	2
其他非流动资产	6407	4907	3407	4207	营业外支出	3	1	1	1
资产总计	16008	20226	20200	23083	利润总额	1226	1913	2559	3458
流动负债	2807	3894	3964	4334	所得税	29	96	256	346
短期借款	0	0	0	0	净利润	1197	1817	2303	3113
应付账款	1064	1958	2037	2473	少数股东损益	-1	-2	-2	-3
其他流动负债	1743	1935	1927	1862	归属母公司净利润	1198	1819	2305	3116
非流动负债	10238	7401	5401	5401	EBITDA	1515	2602	3301	4199
长期借款	8117	5117	3117	3117	EPS (元)	1.57	1.91	2.42	3.27
其他非流动负债	2121	2283	2283	2283					
负债合计	13045	11294	9365	9735					
少数股东权益	28	26	24	21	主要财务比率				
股本	640	1537	1537	1537	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1244	4833	4833	4833	成长能力				
留存收益	1052	2537	4442	6958	营业收入	32.6%	61.4%	41.6%	28.4%
归属母公司股东权益	2936	8906	10811	13327	营业利润	45.1%	55.2%	34.1%	35.2%
负债和股东权益	16008	20226	20200	23083	归属于母公司净利	66.0%	51.8%	26.7%	35.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	53.1%	50.3%	47.3%	49.0%
					净利率 (%)	44.1%	41.5%	37.2%	39.1%
					ROE (%)	40.8%	20.4%	21.3%	23.4%
					ROIC (%)	9.7%	12.2%	15.2%	17.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	81.5%	55.8%	46.4%	42.2%
					净负债比率 (%)	440.2%	126.4%	86.4%	72.9%
					流动比率	0.97	1.54	1.43	1.66
					速动比率	0.64	1.10	1.11	1.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.20	0.24	0.31	0.37
					应收账款周转率	8.39	8.57	8.57	8.57
					应付账款周转率	1.31	1.44	1.64	1.80
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.57	1.91	2.42	3.27
					每股经营现金流薄)	1.87	2.81	3.76	4.83
					每股净资产	3.58	9.34	11.33	13.97
					估值比率				
					P/E	26.98	31.46	24.83	18.37
					P/B	11.84	6.43	5.29	4.29
					EV/EBITDA	28.32	23.12	17.63	13.42

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师简介

分析师: 张天, 华安通信团队首席分析师, 5 年通信行业研究经验, 主要覆盖光通信、数据中心核心科技、AI 和元宇宙系列应用等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。