


2023 年 04 月 26 日
润泽科技 (300442.SZ)

ESSENCE



证券研究报告

云基础设施服务

投资评级 **买入-A****维持评级**

6 个月目标价 **83.42 元**
股价 (2023-04-25) **67.17 元**

交易数据

总市值(百万元)	64,071.29
流通市值(百万元)	4,425.33
总股本(百万股)	953.87
流通股本(百万股)	65.88
12 个月价格区间	40.47/73.69 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.6	43.6	44.1
绝对收益	-4.2	38.4	48.0

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

相关报告

业绩预告高增长，经营战略稳步推进	2023-01-05
业绩持续高增，上架机柜数稳步提升	2022-10-20

业务持续高增长，AI 和数据要素带来算力需求

目 事件概述

公司近日发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 27.15 亿元，同比增长 32.61%，实现归母净利润 11.98 亿元，同比下增长 65.98%。实现扣非归母净利润 11.38 亿元，同比增长 59.97%。2023 年一季度，公司实现营业收入 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 52.99%，实现扣非归母净利润 3.23 亿元，同比增长 52.21%。公司业绩持续高增长，且在 2021 年和 2022 年均完成了上市的业绩承诺，体现出良好的发展态势。

目 机柜储备丰富支撑业绩增长，营收净利实现高增

从机柜建设情况来看，根据年报披露，2022 年公司加快全国数据中心的建设力度，推动机柜快速上架，实现了全国数据中心的快速建设和交付。廊坊数据中心 A 区约 7 万架机柜即将完成全部建设，将于 2023 年全部正式交付投运，同时启动廊坊数据中心 B 区建设；长三角、粤港澳大湾区（惠州和佛山两地）、成渝经济圈的数据中心，即将完成一期工程建设和交付，也将于 2023 年陆续正式交付投运。从 2023 年开始，公司迈入了从 1 个到全国多个园区级数据中心齐头并进贡献收入的新阶段。截至 2022 年末，公司已正式投产机柜数量约 4.6 万架，成熟的数据中心上架率超过 90%。

从远期的机柜布局来看，截至 2022 年末，公司在全国已完成了 56 栋数据中心，29 万架机柜的布局，资源储备丰富，且资源主要集中在北京、上海、广州、深圳等一线城市的卫星城。公司选址遵循“价值副中心服务价值核心”的原则，一方面在距离上可满足位于一线城市总部企业对数据传输低时延、快速现场保障服务等需求，另一方面在成本上可降低公司土地、电力、人力等综合运营成本。在“双碳”、“东数西算”等战略深入实施背景下，一线城市及周边的土地和电力资源日益紧张、能耗限制趋于严格，同时平台经济政策松绑，ChatGPT 引发的人工智能科技革命，一线城市机柜需求再次提升，进一步凸显了一线地区优质机柜资源的稀缺性。

目 前瞻布局液冷和超算，AI 和数据要素双驱动

根据公司年报和公告披露，2022 年公司联合电信运营商、头部终端客户创新研发的“数据中心智能低碳全域制冷系统”模块技术已顺利完成开发、实施应用、快速部署、安全稳定的试运行，技术方案的可行性和安全性均得到充分论证，公司已开始批量交付高功率液冷机柜。展望 2023 年，公司将积极贯彻“研发创新驱动发展”的理念，技术研发紧跟行业发展趋势和市场需求，在经具备高密机柜和液冷机柜批量交付能力的基础上，后续结合市场情况，逐步对低功率机柜进

行升级改造，加快推进高密机柜和液冷机柜应用，**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，引领算力中心转型升级。

AI 和数据要素驱动算力需求显著提升，公司有望持续受益。当前伴随 ChatGPT 等人工智能大语言模型的持续落地推广，国内各家头部科技企业陆续宣布或者已经发布自己的大模型算法，有望显著带动算力需求的提升。另一方面，“数据二十条”在去年底发布，2023 年初中共中央、国务院发布《数字中国建设整体布局规划》，数据要素和数字中国建设有望成为经济增长的新引擎。而数据流通体量的增长也将直接带来算力的提升，对于数据中心需求形成支撑。因此，我们认为行业将进入新的向上景气周期，而未来高功率、液冷等机柜伴随算力的提升也将持续增长。润泽科技机柜储备丰富，前瞻布局液冷和超算等技术，具备良好的竞争优势。

投资建议：

润泽科技是国内超大规模数据中心运营商，采用园区型集中式的开发模式，批发为主的销售模式，与运营商展开长期合作，业务布局涵盖京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝经济圈、西部地区等五大区域，兼具区位、规模、客户、运维四大优势，未来产能规划充足，有望在数字经济的政策促进下，实现快速增长。我们预计公司 2023/24/25 年实现营业收入 46.69/64.67/85.27 亿元，实现归母净利润 18.18/24.87/35.76 亿元。维持“买入-A”的投资评级，给予 6 个月目标价 83.42 元，相当于 2024 年 32 倍的动态市盈率。

风险提示：PUE 值不满足政策要求；终端客户依赖度高；上架率不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,047.2	2,714.7	4,668.8	6,466.6	8,527.3
净利润	721.9	1,198.3	1,818.1	2,486.6	3,576.3
每股收益(元)	1.28	1.87	1.91	2.61	3.75
每股净资产(元)	4.60	4.63	9.20	11.81	15.55

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	0.00	22.63	35.24	25.77	17.92
市净率(倍)	0.00	9.24	7.32	5.70	4.32
净利润率	35.3%	44.1%	38.9%	38.5%	41.9%
净资产收益率	32.9%	43.6%	31.1%	24.9%	27.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	10.9%	12.5%	14.7%	16.6%	19.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,047.2	2,714.7	4,668.8	6,466.6	8,527.3	成长性					
减:营业成本	934.2	1,272.9	2,149.0	3,047.8	4,055.7	营业收入增长率	46.9%	32.6%	72.0%	38.5%	31.9%
营业税费	21.0	23.2	39.9	55.3	72.9	营业利润增长率	154.7%	45.1%	64.2%	36.8%	32.6%
销售费用	3.4	4.0	6.9	29.0	38.2	净利润增长率	172.9%	66.0%	51.7%	36.8%	43.8%
管理费用	153.1	217.8	351.3	506.0	667.2	EBITDA增长率	83.1%	33.6%	69.5%	34.1%	29.3%
财务费用	99.3	83.5	186.9	151.6	124.3	EBIT增长率	96.4%	38.6%	68.4%	32.1%	30.0%
资产减值损失	-8.5	0.9	1.8	2.0	3.0	NOPLAT增长率	110.4%	58.9%	54.9%	32.1%	41.0%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	18.6%	55.2%	15.8%	18.8%	17.6%
投资和汇兑收益	3.2	70.9	85.1	85.1	93.6	净资产增长率	39.5%	14.6%	196.3%	28.3%	31.7%
营业利润	847.3	1,229.0	2,018.0	2,760.0	3,659.5	利润率					
加:营业外净收支	-1.4	-2.9	0.0	0.0	0.0	毛利率	54.4%	53.1%	54.0%	52.9%	52.4%
利润总额	845.9	1,226.1	2,018.0	2,760.0	3,659.5	营业利润率	41.4%	45.3%	43.2%	42.7%	42.9%
减:所得税	125.3	29.1	201.8	276.0	86.8	净利润率	35.3%	44.1%	38.9%	38.5%	41.9%
净利润	721.9	1,198.3	1,818.1	2,486.6	3,576.3	EBITDA/营业收入	57.6%	58.1%	57.2%	55.4%	54.4%
						EBIT/营业收入	46.1%	48.2%	47.2%	45.0%	44.4%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	847	750	580	610	576
货币资金	1,593.8	1,395.8	3,356.2	3,482.4	7,007.3	流动营业资本周转天数	121	177	184	172	179
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	405	365	446	368	479
应收账款	272.1	375.1	738.0	803.7	1,229.3	应收账款周转天数	42	44	44	44	44
应收票据	31.2	23.6	40.6	56.2	74.2	存货周转天数	-	-	-	-	-
预付账款	26.4	12.1	20.8	28.8	38.0	总资产周转天数	1779	1800	1506	1339	1193
存货	0.0	1.5	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	1435	1680	1132	970	865
其他流动资产	347.1	903.3	1,553.5	2,151.7	2,837.4	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	32.9%	43.6%	31.1%	24.9%	27.5%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	6.7%	7.5%	8.1%	10.0%	11.6%
长期股权投资	16.0	4.7	4.7	4.7	4.7	ROIC	10.9%	12.5%	14.7%	16.6%	19.8%
投资性房地产						费用率					
固定资产	5,097.2	6,057.0	8,790.9	12,805.8	14,106.7	销售费用率	0.2%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%
在建工程	2,352.5	5,589.8	6,221.8	3,633.1	3,324.7	管理费用率	7.5%	8.0%	7.5%	7.8%	7.8%
无形资产	702.2	828.0	975.4	1,151.5	1,362.0	财务费用率	4.9%	3.1%	4.0%	2.3%	1.5%
其他非流动资产	329.4	817.4	817.4	817.4	817.4	三费/营业收入	12.5%	11.2%	11.7%	10.6%	9.7%
资产总额	10,768.0	16,008.4	22,519.4	24,935.4	30,801.7	偿债能力					
短期债务	552.9	1,415.5	0.0	0.0	0.0	资产负债率	76.0%	81.5%	61.0%	54.8%	51.8%
应付账款	1,368.1	1,098.4	3,006.9	2,732.0	4,793.6	负债权益比	316.2%	440.2%	156.5%	121.4%	107.6%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.17	0.97	1.63	1.90	1.95
其他流动负债	20.6	293.0	494.7	701.7	933.7	速动比率	1.17	0.97	1.63	1.90	1.95
长期借款	4,910.5	8,117.0	8,117.0	8,117.0	8,117.0	利息保障倍数	7.52	15.74	9.91	14.35	18.65
其他非流动负债	1,328.9	2,120.9	2,120.9	2,120.9	2,120.9	分红指标					
负债总额	8,181.1	13,044.9	13,739.5	13,671.6	15,965.2	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	29.2	28.0	26.1	23.5	19.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	562.1	640.2	953.9	953.9	953.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,995.6	2,295.4	7,799.8	10,286.4	13,862.7						
股东权益	2,587.0	2,963.6	8,779.8	11,263.8	14,836.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.28	1.87	1.91	2.61	3.75
净利润	720.7	1,197.0	1,816.2	2,484.0	3,572.7	BVPS(元)	4.60	4.63	9.20	11.81	15.55
加:折旧和摊销	241.0	274.4	467.8	673.8	853.6	PE(X)	0.00	22.63	35.24	25.77	17.92
资产减值准备	-8.5	0.9	1.8	2.0	3.0	PB(X)	0.00	9.24	7.32	5.70	4.32
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/FCF	68.90	142.06	-31.41	507.52	18.18
财务费用	99.3	83.5	186.9	151.6	124.3	P/S	0.00	9.99	13.72	9.91	7.51
投资损失	-3.2	-70.9	-85.1	-85.1	-93.6	EV/EBITDA	4.63	23.25	26.10	19.52	14.97
少数股东损益	-1.3	-1.2	-1.9	-2.6	-3.7	CAGR(%)	-	112.8%	58.7%	44.1%	40.3%
营运资金的变动	223.4	304.5	1,072.9	-755.0	1,156.0	PEG	0.00	0.34	0.68	0.70	0.41
经营活动产生现金流量	1,271.2	1,788.1	3,458.7	2,468.8	5,612.2	ROIC/WACC	3.12	3.58	4.23	4.75	5.67
投资活动产生现金流量	-1,064.0	-4,958.0	-3,895.9	-2,190.9	-1,963.1	REP	0.22	0.82	1.14	0.86	0.61
融资活动产生现金流量	102.4	3,432.2	2,397.6	-151.6	-124.3						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034