

园区级数据中心龙头，扬帆智算时代

华泰研究

2024年3月18日 | 中国内地

首次覆盖

通信服务

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

34.37

研究员 王兴
SAC No. S0570523070003 wangxing@htsc.com
SFC No. BUC499 +(86) 21 3847 6737

研究员 高名彦
SAC No. S0570523080006 gaomingyao@htsc.com
SFC No. BUP971 +(86) 21 2897 2228

联系人 王珂
SAC No. S0570122080148 wangke020520@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 陈越兮
SAC No. S0570123070042 chenyuexi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

园区级数据中心龙头，智算时代顺势启航

公司为国内领先的园区级数据中心服务提供商，形成丰富的核心地段资源积累、优质客户资源、与运营商良好的协作模式、领先的运维能力等四大竞争优势，自2018年起迈上规模及业绩高速增长的快车道，营业收入自2018年的6.28亿元快速增长到2022年的27.15亿元。未来随着公司新机柜持续交付上架、AIDC贡献新增长点，公司发展有望再上新台阶，预计其23-25年归母净利润分别为18.0/22.2/31.9亿元，考虑到公司增速高于行业平均且已建立良好的分红回报机制，给予其21倍24年EV/EBITDA(可比平均:14.3)，目标价34.37元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

从云计算迈向智算时代，IDC行业供需两端迎来新变量

云计算时代互联网巨头的规模化扩张塑造了2014-1H21年间的IDC黄金发展周期，经历了两年的供给出清及周期磨底后，我们认为智算将为行业带来关键转折点：1)据DatacenterHawk统计，AI需求已带动海外数据中心利用率创历史新高，2023年北美部分地区数据中心空置率仅为4.4%，价格上涨5%-20%，我们认为若国内智算建设起量，也将有效提振第三方IDC需求；2)由于互联网巨头为智算的主要终端需求方，且智算场景下，机柜密度明显提升，对供电、末端配电等能力提出更高要求，我们预计运维设计能力强且拥有优质互联网客户资源积累的公司将实现份额提升。

四大竞争优势助力公司登上高速增长快车道

2019-2022年公司归母净利润从1.27亿增长至11.98亿元，规模与业绩步入高速增长快车道，我们认为未来公司仍有望延续当前良好发展势头，主因：1)京津冀、长三角、大湾区等核心地段机柜资源储备丰富，投产及在建数据中心机柜数超32万，且23-25年处于密集交付期，为其提供扎实的成长及扩张基础；2)终端大客户字节跳动的旺盛需求；3)与电信运营商在渠道端良好的协作模式；4)园区级运营及行业领先的运维能力。在此背景下，截止1H23公司成熟数据中心上架率超过90%。

液冷/智算服务等AIDC业务有望塑造第二增长曲线

据公司24年1月30日投资者活动记录表，公司2023年AIDC业务拓展顺利，收入贡献约10亿元左右，占总收入的23%。科技巨头大模型军备竞赛加剧及AI芯片供应受限的背景下，国内智算资源稀缺性提升，催生出智算服务、AI云等领域的旺盛需求。参考北美云厂商的经验，4Q23微软Azure收入同比增长30%，其中，AI服务贡献Azure收入增长约6个百分点，我们预计公司AIDC业务也将实现快速增长，成为第二增长曲线。

风险提示：客户上电进度不及预期；项目建设及交付进度不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	2,047	2,715	4,490	6,359	8,915
+/-%	46.90	32.61	65.41	41.62	40.19
归属母公司净利润(人民币百万)	721.95	1,198	1,799	2,221	3,194
+/-%	172.92	65.97	50.12	23.46	43.82
EPS(人民币,最新摊薄)	0.42	0.70	1.05	1.29	1.86
ROE(%)	32.86	43.63	30.67	23.12	28.15
PE(倍)	59.58	35.90	23.91	19.37	13.47
PB(倍)	16.82	14.65	4.89	4.13	3.50
EV/EBITDA(倍)	40.65	33.50	21.76	16.90	12.84

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	34.37
收盘价(人民币截至3月18日)	25.00
市值(人民币百万)	43,014
6个月平均成交额(人民币百万)	239.83
52周价格范围(人民币)	18.03-73.69
BVPS(人民币)	4.58

股价走势图



资料来源：Wind



正文目录

报告核心观点	5
核心推荐逻辑	5
与市场不同的观点	5
公司股价复盘	6
园区级数据中心龙头，受益 AI 智算建设浪潮	7
深耕第三方 IDC 开发运营，重组上市再启航	7
股权结构集中，管理层经验丰富	7
营收规模不断扩大，盈利能力持续提升	8
行业：智算或成未来 IDC 行业供需演变的关键	11
行业概览：数据中心为云计算及 AI 的发展构筑重要底座.....	11
行业发展复盘：第三方数据中心供需格局变迁.....	13
行业展望：智算建设浪潮给数据中心行业带来怎样的变化？	16
变化#1：AI 带动海外数据中心利用率新高，关注国内智算建设规模化起量时点	16
变化#2：智算对数据中心的建设和运维提出新要求，能力突出的企业份额有望提升	17
公司：机柜储备充足，运营商协作深入，AIDC 打造新增长点	20
机柜储备丰富，布局核心节点，构建园区级数据中心.....	20
机柜储备丰富，资源优质，全国性布局.....	20
园区级数据中心路线在扩容性和上架率方面具备明显优势.....	22
自投/自建/自持/自运维模式，提供更强有力的电力、运维保障.....	22
与运营商深度合作，绑定终端优质客户	24
与电信运营商建立良性合作模式，实现更稳定的回款/更强的渠道销售能力	24
运营商助力链接优质终端客户	25
持续技术创新，布局液冷/智算等 AIDC 业务打造第二增长曲线.....	26
盈利预测与估值	28
盈利预测.....	28
估值分析.....	30
风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 公司股价表现复盘.....	6
图表 2: 公司历史沿革.....	7
图表 3: 公司股权结构 (截至 2023.4.30).....	8
图表 4: 公司管理层和核心技术人员简介.....	8
图表 5: 公司营业收入持续增长.....	9
图表 6: 公司归母净利润持续上升.....	9
图表 7: 公司累计业绩承诺与完成情况.....	9
图表 8: 公司毛利率及净利率情况.....	9
图表 9: 各项费用率.....	10
图表 10: 2020-9M23 公司有息负债及资本开支情况.....	10
图表 11: 全球数据中心市场规模.....	11
图表 12: 中国数据中心市场规模.....	11
图表 13: 我国数据中心机架规模.....	11
图表 14: 2021 年全国各区域数据中心存量机柜分布情况.....	12
图表 15: 2021 年全国各区域数据中心新增机柜分布情况.....	12
图表 16: 各地区数据中心上架率仍然存在分布不均情况.....	12
图表 17: IDC 行业供需情况跟踪框架.....	13
图表 18: 第三方数据中心营收规模.....	13
图表 19: 中国移动互联网接入流量及增速.....	14
图表 20: 信息基础设施建设促进政策.....	14
图表 21: 2020-2022 年间互联网领域监管情况.....	14
图表 22: 北上广深等一线城市 IDC 能耗指标收紧.....	15
图表 23: 我国 2022 年第三方云市场份额 (共 303 亿美元).....	16
图表 24: 2019 年中国 IDC 服务下游客户结构.....	16
图表 25: 英伟达数据中心业务营收进入 23 年后快速增长.....	16
图表 26: 国内互联网云收入增速放缓.....	16
图表 27: 2022 年以来北美数据中心市场新增/消化 MW 数明显提升.....	17
图表 28: 北美数据中心空置率持续下降.....	17
图表 29: 北美数据中心租赁价格持续提升.....	17
图表 30: 2020-2022 年国内数据中心市场份额.....	18
图表 31: 国内各数据中心企业业务指标 (截至各公司 2022 年年报发布时数据).....	18
图表 32: 三类 IDC 厂商的优劣势对比.....	18
图表 33: 国内高功率数据中心机柜占比显著提升.....	19
图表 34: 全球数据中心机柜密度分布 (Uptime Institute 调研数据).....	19
图表 35: 润泽科技各地区在建及已投产机柜 (截止 2021 年 10 月 31 日).....	20
图表 36: 廊坊地区电价具备优势.....	21
图表 37: 廊坊地区人员工资具备优势.....	21
图表 38: 公司全国范围内机房布局情况.....	21
图表 39: 润泽科技园区级数据中心带来上架率提升 (2022 年年报).....	22



图表 40: 润泽（廊坊）国际信息港整体效果图.....	22
图表 41: 润泽（廊坊）国际信息港区位图.....	22
图表 42: 自建国际信息港 220 千伏用户变电站于 2024 年投运.....	23
图表 43: 自建国际信息港 110 千伏用户变电站整体图.....	23
图表 44: 自建与租赁模式对比.....	23
图表 45: UPTIME 数据中心分级标准.....	24
图表 46: 零售型与批发型数据中心对比.....	24
图表 47: 润泽科技终端客户营收占比中字节跳动占比最大.....	25
图表 48: 润泽科技主要的直接及终端客户.....	25
图表 49: 以字节跳动为主要客户的秦淮数据营收快速增长.....	26
图表 50: 国内外液冷技术发展迅速.....	27
图表 51: 润泽（廊坊）国际信息港智算中心算力调度大厅.....	27
图表 52: 公司业务拆分及费用率假设（单位：百万元）.....	29
图表 53: 海外 IDC 龙头厂商 EQUINIX 与 DLR EV/EBITDA 估值倍数介于 20-35 倍之间.....	30
图表 54: 可比公司估值表（截止 2024 年 3 月 18 日）.....	30
图表 55: 目标价测算表（截止 2024 年 3 月 18 日）.....	30
图表 56: 润泽科技 PE-Bands.....	31
图表 57: 润泽科技 PB-Bands.....	31

报告核心观点

核心推荐逻辑

润泽科技是国内领先的数据中心解决方案提供商，多年深耕厚积薄发，迈上业绩和规模扩张的快车道，我们看好公司未来的业绩增长，主因：

1) AIGC 催生出国内旺盛的智算需求，第三方数据中心有望迎来新机遇。自 2023 年初 ChatGPT 发布以来，智算需求不断涌现，我们观察到，在 AI 发展更前沿的海外市场，智算的影响不仅限于芯片、服务器、交换机、光模块等环节，也给数据中心运营行业带来了很大的变化：据 DatacenterHawk 统计，一方面，AI 需求已带动海外数据中心利用率创历史新高，2023 年北美部分地区数据中心空置率仅为 4.4%，价格上涨 5%-20%。另一方面，智算场景下，机柜密度明显提升，对供电能力、末端配电、布线等设计能力提出更高要求，运维设计能力强的公司将实现份额提升；第三方 IDC 公司在云计算时代跟随国内科技巨头共同成长起来，积累了较强的运维技术实力、灵活的机制与市场竞争力，有望在国内智算建设起量的过程中受益。

2) 公司作为国内园区级数据中心龙头，有望凭借其在机柜资源、客户资源、运营商协作、运维能力等方面积累的竞争优势，延续高速增长势头。公司自 2009 年起进入数据中心行业，前瞻性地京津冀、长三角、粤港澳、成渝等六大核心区域、七大算力节点，总体规划 61 座数据中心，约 32 万架机柜。近年来，公司逐步迈上发展快车道，营收规模从 2018 年的 6.28 亿元快速增长到 2022 年的 27.15 亿元，营收 CAGR 超过 44%，我们看好公司 IDC 业务延续高速增长的势头：一方面，公司拥有充沛的核心机柜资源储备，且 2024-2025 年仍有多个核心地段机房将陆续建成交付；另一方面，由于园区模式及终端大客户字节跳动的旺盛需求，据公司 2023 年半年报披露，公司成熟机房的上架率超过 90%，且公司与电信运营商形成良性协作模式，未来有望借助运维能力、运营商的渠道合作等优势持续获客，保障上架率。

3) AIDC 业务拓展顺利，有望成为第二增长曲线。据公司 2023 年业绩预告，公司 2023 年归母净利润预计同比增长 46.05%-54.39%至 17.5-18.5 亿元，超出 WIND 一致预期的 17.5 亿元，主要系新增 AIDC 相关业务拓展顺利，相应的收入规模不断扩大，我们认为随着国内智算资源稀缺性提升，液冷/智算等 AIDC 业务的持续拓展有望为公司打造第二增长曲线。

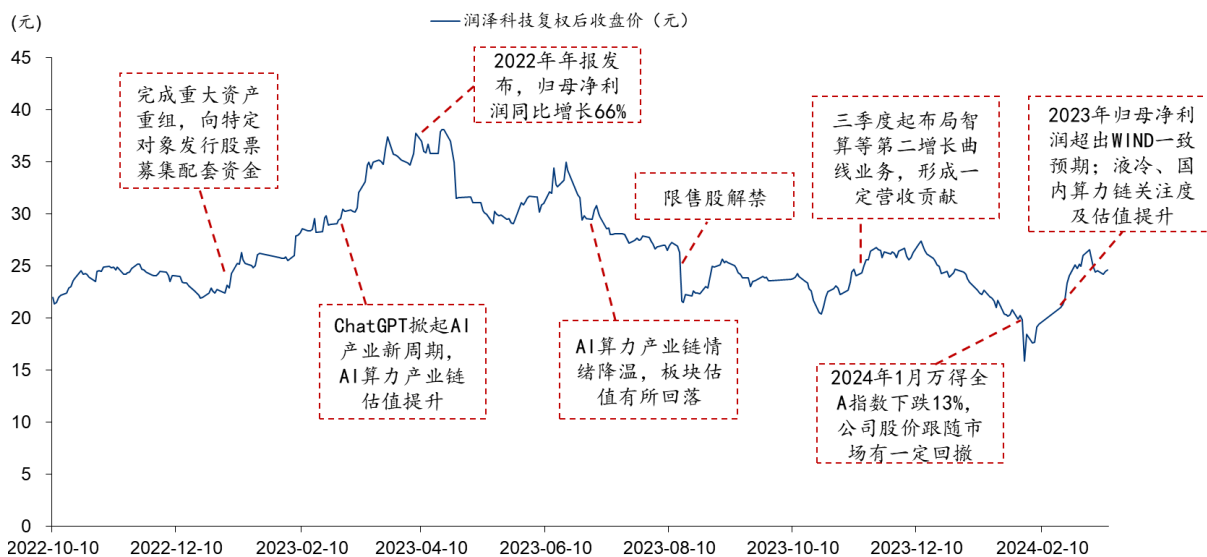
与市场不同的观点

市场担忧智算能否带动 IDC 行业供需关系改善，对此我们认为：1) 当前以字节跳动、BAT 为代表的互联网厂商为 AI 大模型训练、推理需求的主要来源，这些科技巨头也是第三方 IDC 企业的主要客户群体，以润泽科技为代表的第三方 IDC 企业有望凭借此前积累的客户优势率先受益。2) 据 DatacenterHawk 统计，海外市场中，AI 需求已促使海外数据中心利用率达到历史上的较高水平，北美数据中心运营商相应拥有了十年以来较强定价权，由此可见，IDC 运营作为 AI 基础设施的构成部分，也是 AI 产业链受益环节之一。3) 虽然美国法案限制高性能 AI 芯片出口，或影响短期内国内 AI 服务器出货量，但一方面，我们认为 AIGC 产业趋势已然明晰，后续随着华为昇腾、海光等国产 AI 芯片逐步成熟及英伟达 H20 芯片陆续出货，国内智算建设也将逐步起量；另一方面，短期芯片供给受限使得国内智算资源稀缺度提升，公司的 AIDC 业务有望加速拓展，打造第二增长曲线。

公司股价复盘

复盘公司重组上市以来的股价表现，我们发现公司股价主要受以下因素影响：1) 国内算力产业链估值及市场情绪影响；2) 公司实际业绩是否高于或低于市场一致预期；3) 公司 IDC、AIDC 业务未来成长潜力的变化，例如，2023 年 10 月，美国商务部发布芯片限制法案，国内智算资源稀缺度提升，公司智算服务业务有望受益；2024 年 2 月，超微电脑在其业绩发布会上表示公司将在企业液冷技术方面进行投资和创新，交货时间不断完善，到 24 年 6 月，公司拥有大量专用产能，生产 100KW-120KW 的液冷机架，北美厂商的引领下，液冷产业趋势进一步明确，公司相关业务发展有望受益。

图表1：公司股价表现复盘



资料来源：Wind，华泰研究

园区级数据中心龙头，受益 AI 智算建设浪潮

深耕第三方 IDC 开发运营，重组上市再启航

润泽科技是国内领先的数据中心服务与运营提供商。公司成立于 2009 年 8 月，专注于开发及运营超大规模、高等级、高效高性能数据中心集群，是国内领先的数据中心整体解决方案提供商。公司立足京津冀·廊坊、长三角·平湖、粤港澳大湾区·佛山和惠州，辐射成渝经济圈·重庆和甘肃·兰州，前瞻性地在“东数西算”国家算力枢纽节点中的六大核心区域、七大算力节点，总体规划布局 61 栋数据中心、约 32 万架机柜。2022 年实现营业收入 27.15 亿元，归母净利润 11.98 亿元，2018-2022 年营收复合增长率超过 44%。

十余载沉淀厚积薄发，与电信运营商及终端大客户形成深度合作关系。公司于 2010 年 5 月启动润泽（廊坊）国际信息港项目，并于 2020 年开始布局长三角、大湾区、成渝等地数据中心项目，乘着移动互联网时代数据量快速增长的东风，逐步成长为园区级数据中心龙头。除移动互联网时代的红利外，公司在发展过程中也形成了明显的运营模式优势：在润泽科技成立之前，公司实控人周超男于 2000 年创设天童通信网络有限公司，主营网络管道的铺设和维护业务，自此，公司核心管理团队即与电信运营商建立了长期稳定的伙伴关系。在这一历史渊源的加持下，公司在数据中心服务领域与中国电信、中国移动建立起良好的协作模式，由电信运营商提供带宽接入服务（I：互联网连接），公司提供机柜运营服务（DC：共享机柜出租），公司根据机柜上电数量和约定价格按月与电信运营商结算相关服务费。

图表2：公司历史沿革

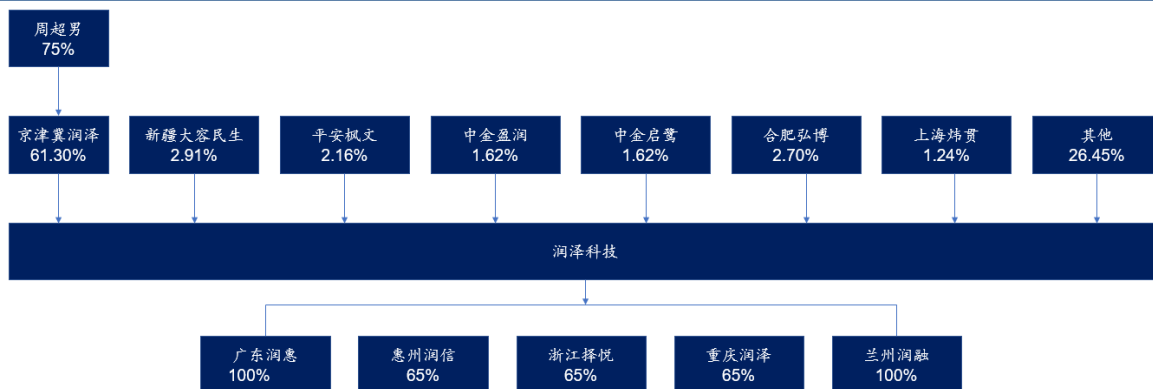


资料来源：公司公告，华泰研究

股权结构集中，管理层经验丰富

公司大股东持股集中。公司通过与普丽盛资产置换完成重组上市后，第一大股东为京津冀润泽，持股比例为 61.3%（截至 2023 年 4 月 30 日），京津冀润泽控股股东为周超男女士，是公司实际控制人。其他股东包括了原普丽盛控股股东新疆大容、润泽员工持股平台、以及中金盈润、平安鼎创等金融资本。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（截至 2023.4.30）



资料来源：公司公告，华泰研究

核心管理层经验丰富，技术团队逐步扩张。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。截至 2022 年，公司已有 7 名规划设计工程师取得了 UPTIME ATD (Tier 标准设计师) 认证，40 名员工获得 UPTIME AOS (运维操作专家) 认证，良好的培训机制保证了核心技术团队的稳步扩张。

图表4：公司管理层和核心技术人员简介

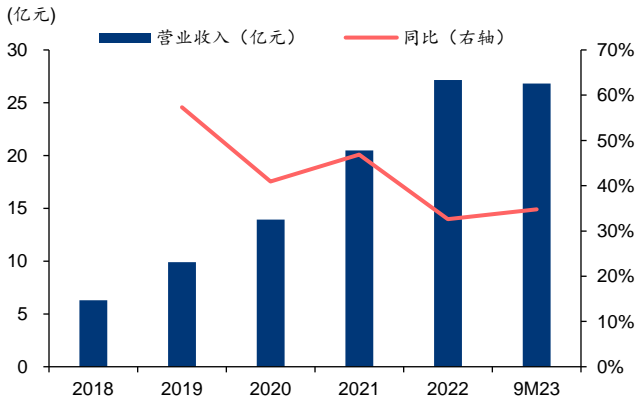
公司管理层	姓名	职务	主要经历
公司高管	周超男	董事长	高级通信工程师，2009 年至今，任天童通信、润泽科技董事长，负责公司战略制定。现任河北省第十二届政协常委，中国数据中心产业发展联盟理事长
	李笠	总经理、副董事长	曾就职于天童通信网络，历任销售经理、市场总监、副总裁、常务副总裁；2013 年 7 月加入润泽科技发展有限公司，历任销售经理、市场总监、副总裁，现任润泽科技董事、总经理
	祝敬	副总经理、董事	曾就职于中金数据集团、中国数码信息、北京天地云、太极计算机等公司，2013 年 7 月至今历任润泽科技发展有限公司运维总监、副总裁，现任润泽科技董事、副总经理
	沈晶玮	董事会秘书、董事	博士研究生学历，曾就职于东北证券投资银行部，安信证券并购融资部执行总监，现任公司董事、董事会秘书
	张娟	副总经理，董事	2015 年 12 月至今任北京欣诺与恒控股经理、执行董事，2018 年 12 月至今任廊坊泽睿执行董事，2020 年 4 月至今任浙江润湖信息科技经理、董事
	任远	财务负责人	注册会计师，曾就职于容诚会计师事务所，历任项目经理、高级项目经理，2019 年 12 月至今负责公司财务工作
公司核心技术 人员	祝敬	副总经理、核心技术人员	从事数据中心行业十多年，有丰富的数据中心建设、运维、运营经验。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目建设，参与海关 H2000、H2010 通关系统基础建设工作，根据多年运维从业经验研发了数据中心运维管理系统
	张克春	运维总监	参加多项国家及行业标准编写工作。曾就职于中国石油集团通信公司，任通信运行中心主任、通信设计院院长、数据中心部总监；2018 年 5 月加入润泽科技，任运行优化部总监，现任运维部总监
	梁纲	运维总监	曾就职于中华通信系统公司，任总经理，2010-2016 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

资料来源：公司公告，华泰研究

营收规模不断扩大，盈利能力持续提升

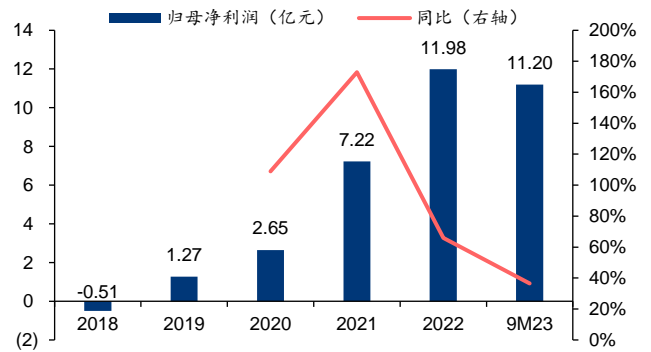
公司营收及利润规模持续提升。公司的营收规模从 2018 年的 6.28 亿元快速增长到 2022 年的 27.15 亿元，营收 CAGR 超过 44%，数据中心需求的快速增长拉动了营收规模的增长，同期公司的投产机柜数量与上电率也稳步提升。公司 2022 年归母净利润为 11.98 亿元，同比提升 66%，盈利情况持续向好。截止 9M23，公司实现营业收入 26.81 亿元，同比增长 34.76%，实现归母净利润 11.2 亿元，同比增长 36.51%。

图表5：公司营业收入持续增长



资料来源：公司公告，华泰研究

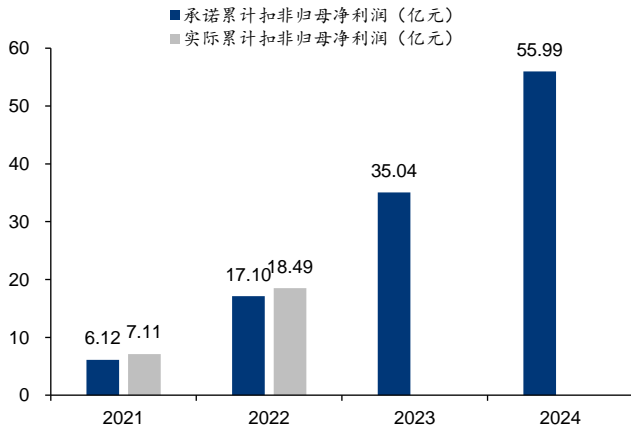
图表6：公司归母净利润持续上升



资料来源：公司公告，华泰研究

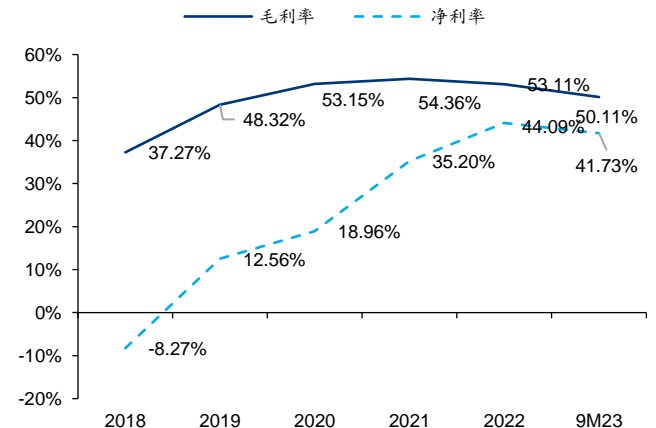
业绩承诺超额完成，股权激励目标彰显管理层对未来业绩高增长的信心。根据润泽科技与普丽盛签署的《业绩承诺补偿协议》的约定，自 2021 年 1 月 1 日开始计算，至 2021 年底、2022 年底、2023 年底、2024 年底公司累计实现归母扣非净利润分别不低于 6.12 亿元、17.1 亿元、35.04 亿元、55.99 亿元。截止 2021 年底、2022 年底，润泽科技自 2021 年 1 月 1 日起实际累计实现扣非归母净利润为 7.11、18.49 亿元，完成率达 116%、108%，均超额完成业绩承诺。同时，公司于 2023 年 7 月发布《2023 年限制性股票激励计划》，规定以 2024 年净利润为基数，2025-2027 年的净利润增长率目标分别为 50%/75%/100%，进一步彰显公司管理层对未来净利润增长的信心。

图表7：公司累计业绩承诺与完成情况



资料来源：公司公告，华泰研究

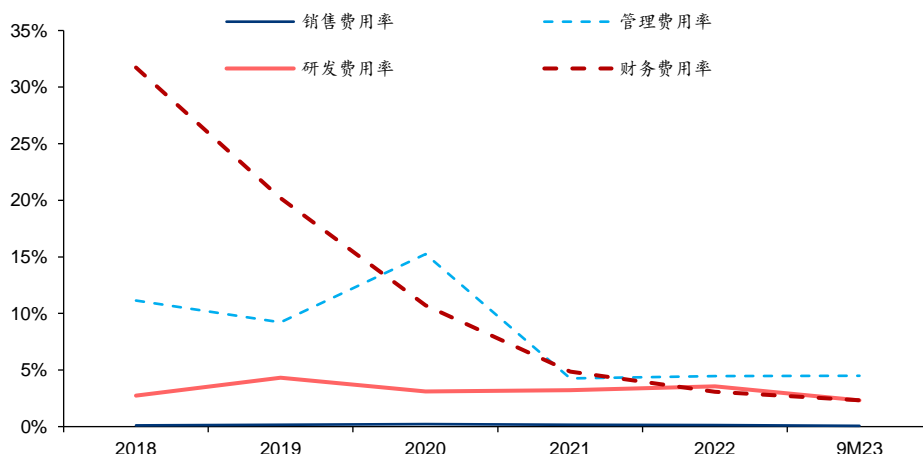
图表8：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

公司费用控制良好，盈利质量较高。公司的费用控制情况良好，9M23 销售，管理，财务，研发费用率分别为 0.07%，4.49%，2.33%，2.32%。公司的销售费用率在行业中处于较低水平（9M23 可比公司数据港/光环新网/奥飞数据销售费用率分别为 0.22%/0.43%/1.48%），主因公司的运营模式以与电信运营商合作为主，公司与电信运营商共同负责终端客户的拓展，并且终端客户粘性较高，所需的销售费用较少，同时公司以批发模式为主，相较于批零结合等模式，无需在零售客户获取上花费销售成本。公司整体的费用情况较为健康，有利于后续利润稳步增长。

图表9：各项费用率



资料来源：公司公告，华泰研究

资产负债方面，公司的有息负债以长期借款为主，2020-9M23 末公司长期借款账面余额分别为 45.59/49.10/81.17/78.69 亿元，长期借款规模增长主因公司数据中心建设规模扩大，加大了相关投入所致。从现金流量表中，我们亦可以看出公司建设与投资规模的扩张，2020-9M23 公司资本开支分别为 19.56/28.40/48.33/31.93 亿元。资金成本方面，据公司重组上市公告，截止 2021 年 10 月，公司长期借款利率介于 4.9%-6.2%之间。

2023 年初，公司通过向特定对象定向增发的方式募集 47 亿元资金，补充了自有资金，截止 9M23 末，公司在手现金及交易性金融资产达 44.92 亿元，为后续项目建设提供了良好的资金保障，相应的借款需求有所降低，财务费用有所减少。定向增发后，公司资产负债率由 2022 年的 81.5%降低至 9M23 的 63.6%，利息保障倍数 (EBIT/财务费用) 由 2022 年的 15.74 倍提升至 9M23 的 19.46 倍。

图表10：2020-9M23 公司有息负债及资本开支情况

	2020	2021	2022	9M23
有息负债 (亿元)				
短期借款	0.00	0.00	2.00	0.00
长期借款	45.59	49.10	81.17	78.69
募集及在手资金 (亿元)				
定增募集资金				47.00
在手现金及现金等价物	11.67	15.94	13.96	44.92
资本开支 (亿元)				
购建固定资产、无形资产和 其他长期资产支付的现金	19.56	28.40	48.33	31.93
财务费用 (亿元)				
利息支出	1.92	1.26	1.18	0.98
利息收入	0.43	0.27	0.34	0.29
财务比率 (%)				
资产负债率	79.8%	76.0%	81.5%	63.60%
EBIT/财务费用	3.22	9.52	15.74	19.46

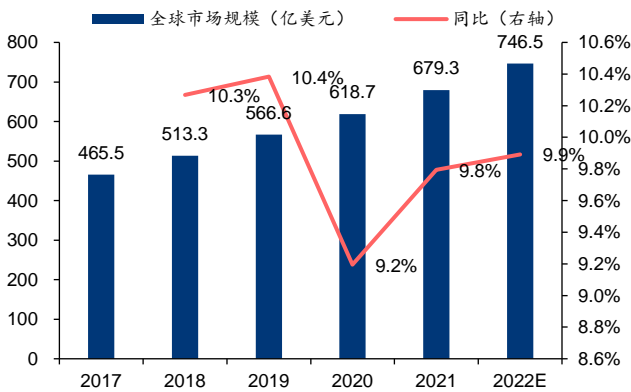
资料来源：公司公告，华泰研究

行业：智算或成未来 IDC 行业供需演变的关键

行业概览：数据中心为云计算及 AI 的发展构筑重要底座

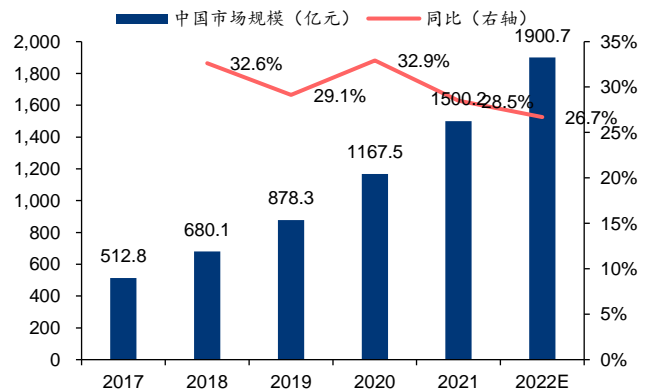
AI 及云计算等技术发展带动 IDC 市场规模不断增长。随着 AIGC、通用大模型、云计算、人工智能等行业的快速发展，我国数据中心需求持续增长。据信通院发布的《数据中心白皮书》，从机架数看，中国数据中心机架数从 2017 年的 166 万架增长到 2021 年的 520 万架，复合增长率 33.03%，同时，据信通院估算，2022 年国内机架数达到 670 万架；从市场规模看，全球 IDC 市场规模保持同比 9% 以上的增速，中国 IDC 市场规模从 2017 年 512.8 亿元增长至 2021 年 1500.2 亿元，年复合增长率达 30.78%。

图表11：全球数据中心市场规模



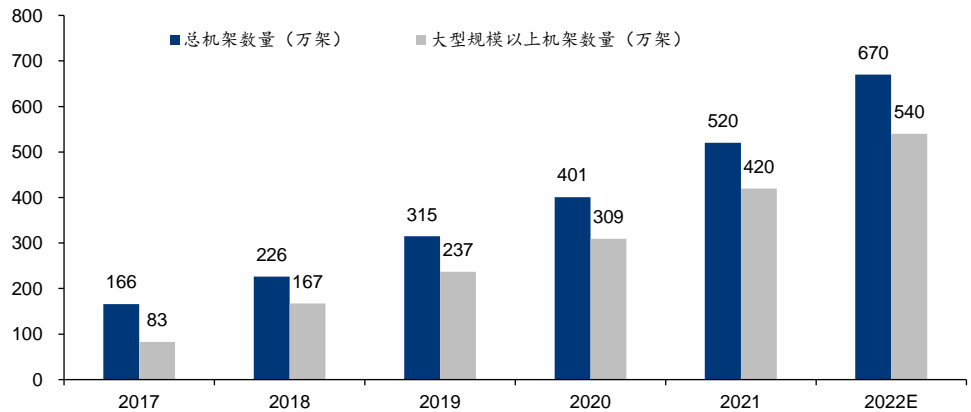
资料来源：信通院，华泰研究

图表12：中国数据中心市场规模



资料来源：信通院，华泰研究

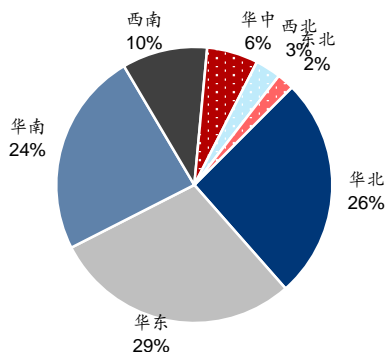
图表13：我国数据中心机架规模



资料来源：信通院，华泰研究

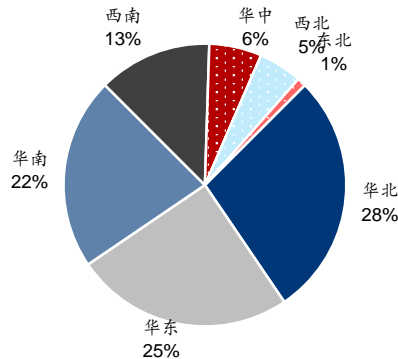
产业分布方面，目前我国存量及新增机柜分布仍偏重华北华东等发达城市群周边。在我国，数据中心主要分布在华北地区的京津冀城市群以及华东地区的长三角，华南地区的珠三角城市群，根据 CDCC，截至 2021 年，华东地区存量机柜占比 29%，华北地区存量机柜占比 26%；2021 年的新增机柜占比中，华北与华东地区占比超过半数。目前，存量机柜与新增机柜仍存在东西分布不均匀的情况，未来，随着国家“东数西算”政策的出台，成渝，兰州等骨干网络节点也将成为数据中心发展的重点地区。

图表14: 2021年全国各区域数据中心存量机柜分布情况



资料来源: CDCC, 华泰研究

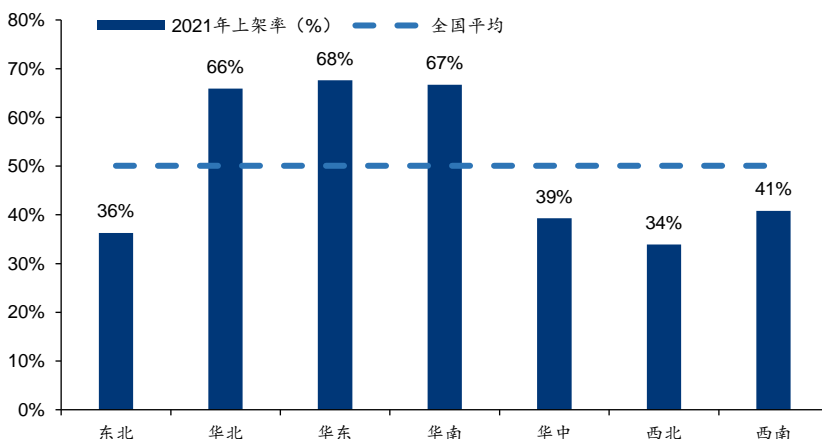
图表15: 2021年全国各区域数据中心新增机柜分布情况



资料来源: CDCC, 华泰研究

供需格局方面, 目前全国整体 IDC 上架率仍然不足, 且各地区上架率存在一定的差异。全国 IDC 上架率在各地区分布仍然不均匀, 国内整体上架率水平仍然较低。根据 CDCC 统计, 全国 2021 年 IDC 上架率约在 50%, 其中华北, 华南, 华东等发达地区的数据中心上架率平均水平较高, 而西北, 东北等地区的上架率则低于平均水平, 未来在东数西算及数字中国政策刺激下, 我国各地区数据中心上架率有望进一步提升。

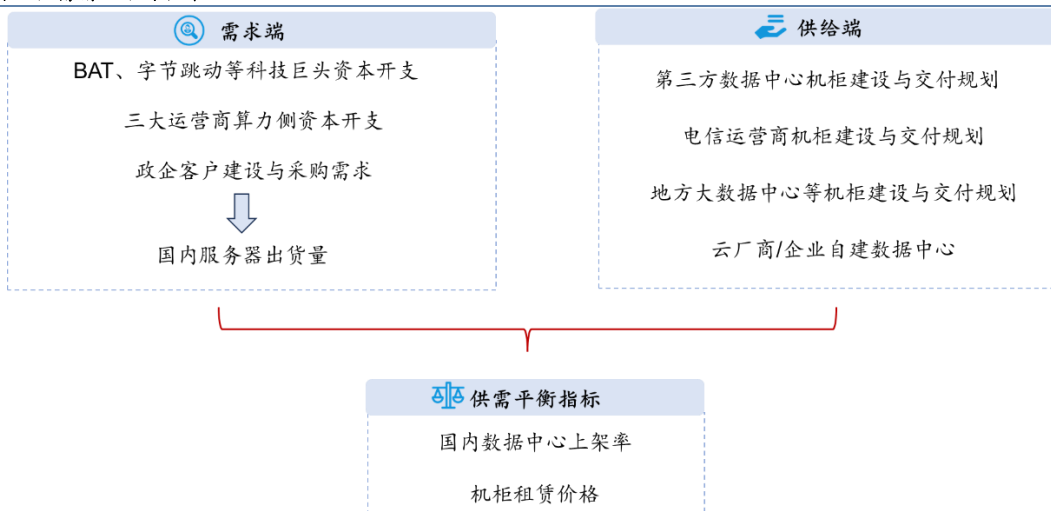
图表16: 各地区数据中心上架率仍然存在分布不均情况



资料来源: CDCC 《2021年中国数据中心市场报告》, 发改委, 华泰研究

根据我们对于需求侧、供给侧前瞻性指标的跟踪, IDC 行业供需格局已处在逐步改善的阶段。我们使用 BAT、电信运营商等厂商的资本开支, 及国内服务器的出货量作为需求的前瞻性指标; 而第三方数据中心、电信运营商等披露的在建数据中心规划为供给的前瞻性指标; 数据中心上架率、价格为表征当前行业供需平衡状态的指标。通过对需求侧、供给侧前瞻性指标的跟踪, 我们观察到国内 IDC 行业供需格局正在逐步改善的过程中: 1) 在智算需求带动下, 3Q23 BAT 合计资本开支同比增长 0.8%, 首次出现回暖迹象; 2) 电信运营商在算力领域集采不断, 资本开支将进一步向算力倾斜; 3) 4Q23 国内服务器出货量同比增长 27%, 国内算力产业链景气度有所回升; 4) 供给侧, 老旧小散数据中心逐步出清, 且第三方数据中心适当放缓建设步伐, 例如, 万国数据资本开支由 2022 年的 112.7 亿元下降至 2023 年的 75 亿元。

图表17: IDC行业供需情况跟踪框架

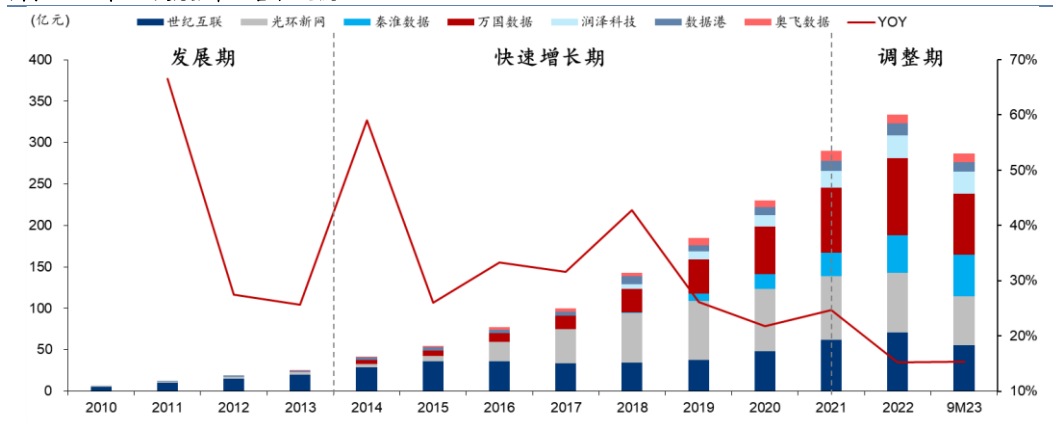


资料来源: 各公司公告, 华泰研究

行业发展复盘: 第三方数据中心供需格局变迁

复盘 2010 年来的行业发展历程, 我们认为可根据行业供需格局的演变, 将我国第三方数据中心行业的发展过程分为发展期 (2010-2013)、快速增长期 (2014-1H21)、调整期 (2H21-至今) 三个阶段:

图表18: 第三方数据中心营收规模

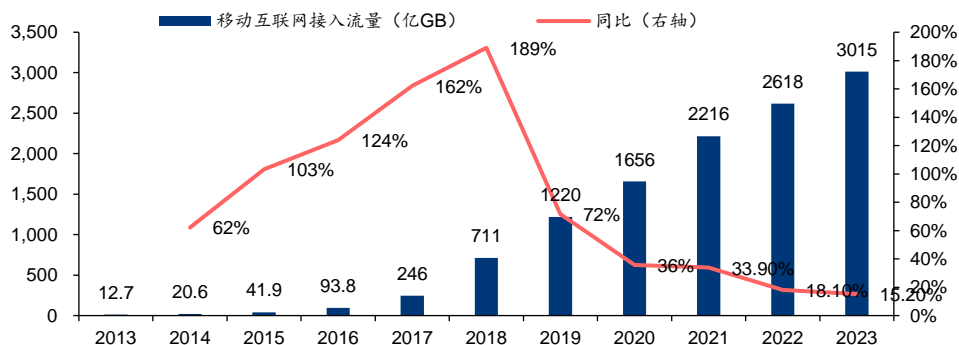


资料来源: 各公司公告, 华泰研究

发展期 (2010-2013 年): 互联网普及使得数据中心的实质性需求开始显现; 在互联网发展的初期阶段, 数据中心主要作为电信宽带机房的基础设施, 电信运营商是当时数据中心建设的主力军。2010 年前后, 随着宽带接入率的提升及部分移动端应用的普及, 用户对访问速度和服务内容的需求不断升级, 数据吞吐量大幅增加, 促使大量互联网企业重新规划网络架构, 推动了国内 IDC 市场发展。这一阶段的数据中心服务主要由电信运营商提供, 第三方数据中心服务商较少。

快速发展期 (2014-1H21 年): 移动互联网的黄金时代来临, 我国 4G 网络普及、短视频, 手游等加速渗透, 手机端 APP 用户人数快速增长, 人均网络使用时长不断提升, 在这些因素共同作用下, 互联网厂商数据的存储、运算及带宽需求呈几何级倍增。在此期间, 我国数据中心行业呈现出需求拉动的高速增长, 第三方数据中心服务商相继登上历史舞台, 例如, 万国数据于 2016 年在纳斯达克上市, 开启版图扩张之路; 秦淮数据于 2015 年成立; 2018 年 5 月, 数据港公告收到阿里巴巴采购部数据中心需求意向函等。同时, 2020 年 3 月起, 中央层面也在新基建领域密集出台多项政策, 鼓励数据中心等信息化基础设施建设, 带动国内数据中心行业加快了扩张建设的步伐。

图表19: 中国移动互联网接入流量及增速



资料来源: 工信部, 华泰研究

图表20: 信息基础设施建设促进政策

时间	具体内容
2018年12月	中央经济工作会议确定 2019 年重点工作任务时提出“加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设”
2019年7月	中共中央政治局召开会议,提出“加快推进信息网络等新型基础设施建设”
2020年1月	国务院常务会议确定促进制造业稳增长的措施时,提出“大力发展先进制造业,出台信息网络等新型基础设施投资支持政策,推进智能、绿色制造”
2020年2月	中央全面深化改革委员会第十二次会议指出,“要统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展”
2020年3月	中共中央政治局常务委员会召开会议,强调“要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入,加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度”
2020年4月	国家发改委新闻发布会正式明确了新型基础设施的定义,新基建包括信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施三方面,其中提及数据中心
2020年5月	全国两会首次将新型基础设施写入政府工作报告
2020年10月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提出“系统布局新型基础设施”

资料来源: 新华社, 国家发改委, 华泰研究

调整期 (2H21-2022): 2021 年下半年起, 行业由高速发展期进入阶段性的调整期。从供给端来看, 在国家“新基建政策”及 2020 年前高需求的拉动作用下, 第三方 IDC 厂商在前期加大投资规模, 2020 年及 2021 年上半年第三方 IDC 建成规模持续增加, 大量中小数据中心厂商涌入。从需求端来看, 2021 年后国家加强了对平台经济的监管, 叠加数据安全背景下, 国内云计算市场份额逐步从互联网厂商向运营商云转移, 以 BAT 为代表的互联网云厂商收入增速有所放缓, 整体数据中心市场在这一时期展现出供大于求趋势, 部分地区供需错配较为明显, 开始出现价格战案例。

图表21: 2020-2022 年间互联网领域监管情况

时间	事件	部门	政策详情
2020.11	蚂蚁集团科创板上市暂缓发行	上交所	上交所发布《关于暂缓蚂蚁科技集团股份有限公司科创板上市的决定》, 决定暂缓蚂蚁集团上市程序
2021.02	《关于平台经济领域的反垄断指南》	国务院反垄断委员会	2021 年正式落地, 《指南》明确二选一、大数据杀熟等违法行为, 扼制大型企业滥用垄断优势的不正当竞争行为。
2021.06	修订《中华人民共和国未成年人保护法》	全国人大常委会	新增内容: 如孩子使用的手机应当安装保护软件; 参与网络直播、网络社交, 时间要有限制、付费要有监管; 网络游戏产品要按年龄分类等内容。
2021.07	“滴滴出行”App 下架	国家网信办	国家网信办通报, “滴滴出行”App 存在严重违法违规收集使用个人信息问题, 依法通知应用商店下架“滴滴出行”App, 并进驻滴滴开展网络安全审查。
2021.08	《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	国家新闻出版署	针对未成年人过度使用甚至沉迷网络游戏问题, 进一步严格管理措施, 坚决防止未成年人沉迷网络游戏, 切实保护未成年人身心健康。
2021.08	《“精神鸦片”竟长成数千亿产业》文章	经济参考报	新华社旗下经济参考报在一篇报道中剑指网络游戏市场, 直言网络游戏为“精神鸦片”, 并暗指网络游戏产业不能以毁掉一代人的方式来发展
2021.09	中宣部约谈腾讯、网易等游戏公司和直播平台	中宣部等	要求公司严格落实《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》中的各项要求
2021.01	美团被罚款 34.42 亿元	市场监管总局	市场监管总局依据《反垄断法》对美团处以共计 34.42 亿元罚款

资料来源: 新华社, 网信办, 中央人民政府, 华泰研究

同期，国家加大了对数据中心绿色发展，降低能耗的要求，供给侧开始出清：除了对互联网企业的监管趋严，降低了数据中心的存量需求，国家也在数据中心绿色发展，低能耗上做出了进一步的要求：1) 行业准入规则层面，2021 年来北上深等一线城市能耗指标明显收紧，新建 IDC 规定 PUE 准入水平为 1.15-1.3，低于 2021 年行业平均 PUE 水平 1.5，在此规则下，未来绿色化能力较差的项目将逐步从行业中出清。2) 运营成本层面，峰谷差价拉大、尖峰电价、惩罚性电价等措施的出台使得高 PUE 的 IDC 电费成本上涨。在此带动下，绿色化能力差的中小旧散数据中心开始逐步出清。

图表22：北上广深等一线城市 IDC 能耗指标收紧

地区	时间	部门	政策	主要内容
北京市	2021.7.27	北京市发改委	《关于印发进一步加强数据中心项目节能审查若干规定的通知》	新建及改扩建数据中心应当逐步提高可再生能源利用比例，鼓励 2021 年及以后建成的项目，按照每年 10% 逐年提高可再生能源使用比例，到 2030 年实现 100%。 新建、扩建数据中心，年能源消费量小于 1 万吨标准煤的项目 PUE 值不应高于 1.3；大于等于 1 万吨标准煤且小于 2 万吨标准煤的项目，PUE 值不应高于 1.25；大于等于 2 万吨标准煤且小于 3 万吨标准煤的项目，PUE 值不应高于 1.2；大于等于 3 万吨标准煤的项目，PUE 值不应高于 1.15。
	2021.7.30	北京市政府	《北京市关于加快建设全球数字经济标杆城市的实施方案》	利用虚拟化技术、绿色节能技术及自动化技术，以绿色低碳为目标，全面改造升级传统数据中心。
	2022.5.16	北京市发改委	《北京市低效数据中心综合治理工作方案》	对能耗强度或碳强度不降反升的区，或者年能耗 2000 吨标准煤以上的数据中心整体上架率低于 50% 的区或单个项目，实行数据中心项目区域或项目单位能评缓批。逐步关闭年均 PUE 高于 2.0 或平均单机架功率低于 2.5 千瓦或平均上架率低于 30% 的功能落后的备份存储类数据中心
上海市	2021.4.2	上海市经济信息化委	《上海市数据中心建设导则 (2021 版)》	新建大型数据中心单项目规模应不低于 3000 个标准机架，综合 PUE 严格控制不超过 1.3；新建边缘数据中心单项目规模应控制在 100 个机架内，PUE 不应高于 1.5。
	2021.4.7	上海市经信委、发改委	《关于做好 2021 年本市数据中心统筹建设有关事项的通知》	新建项目综合 PUE 控制在 1.3 以下，改建项目综合 PUE 控制在 1.4 以下；鼓励集约建设，原则上应不低于 3000 标准机架规模
	2021.10.28	上海市人民政府办公厅	《上海市全面推进城市数字化转型“十四五”规划》	打造高端低碳算力集群，建设超大型、大中型数据中心和边缘数据中心组合的高性能协同计算生态
广州/深圳	2021.8.9	深圳市工信局	《深圳市 2021 年工信领域重点用能单位能耗在线监测系统方案》	能耗在线监测系统建设实施对象主要是纳入我市重点用能单位名单且综合能源消费总量 5000 吨标煤以上 (含 5000 吨) 的工业和通信领域企业。鼓励综合能源消费总量 5000 吨标煤以下重点数据中心参照执行。
	2021.8.16	深圳市工信局	《关于明确全省数据中心能耗保障相关要求的通知》	明确以直接资助、奖励两种事后资助形式，对符合条件的绿色、节能项目给予资助和奖励。其中，对于符合条件的绿色数据中心项目，将给予不高于 1000 万元的扶持资金，以及不高于 100 万元的奖励资金。
	2021.10.9	广东省能源局	《广东省能源局关于做好违规数据中心项目整改工作的通知》	未办理节能审查的违规数据中心均需依法依规停止使用或建设；少数承载政务、5G 基础设施、医疗、公共交通、广播电视及国家安全等重要业务数据的违规数据中心项目，可给予一定时间的数据迁移过渡期。

资料来源：各省市发改委，工信部，政府办公厅，华泰研究

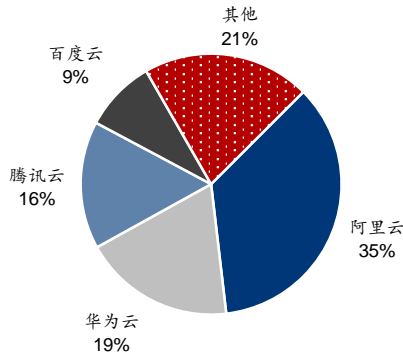
2023 年开始，在 AIGC 等新应用发展带来的增量需求拉动下，IDC 行业开始逐步迈入新的良性发展周期。回望 2023 年，我们观察到 IDC 行业供需格局已经有了逐步改善的迹象：1) 从需求侧来看，数字中国顶层设计落地，平台经济政策逐步松绑，ChatGPT 引发人工智能科技革命，在此带动下，BAT 资本开支增速 3Q23 已经同比回正；从供给侧来看，一方面，2023 年以万国数据为代表的第三方 IDC 厂商适当放慢了新建项目交付的节奏（例如，万国数据资本开支由 2022 年的 112.7 亿元下降至 2023 年的 75 亿元）；另一方面，在新电价政策与数据中心绿色化政策的限制下，大量老旧、不合规的机房不断出清，整体 IDC 市场正逐步回归良性竞争格局，头部玩家有望受益于市场需求的放量增长。

行业展望：智算建设浪潮给数据中心行业带来怎样的变化？

变化#1：AI 带动海外数据中心利用率新高，关注国内智算建设规模化起量时点

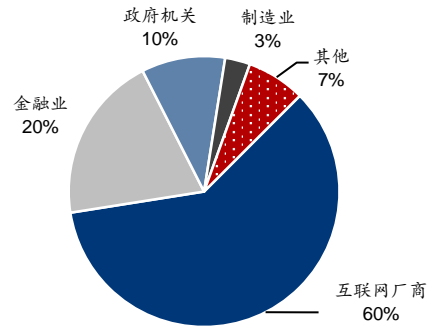
以阿里巴巴、腾讯、百度、字节跳动为代表的互联网/云计算厂商为数据中心行业下游主要需求来源。根据艾瑞咨询统计，数据中心下游客户中互联网企业需求占比超过半数以上。而互联网企业对数据中心的需求主要以提供云服务（云计算、云存储等）为主。其余的如金融企业，政府机关等也有数据存储和云计算的需求，出于数据安全等考虑，其一般选择国资云、自建私有云平台的形式存储和计算相关数据。

图表23：我国 2022 年第三方云市场份额（共 303 亿美元）



资料来源：Canalys，华泰研究

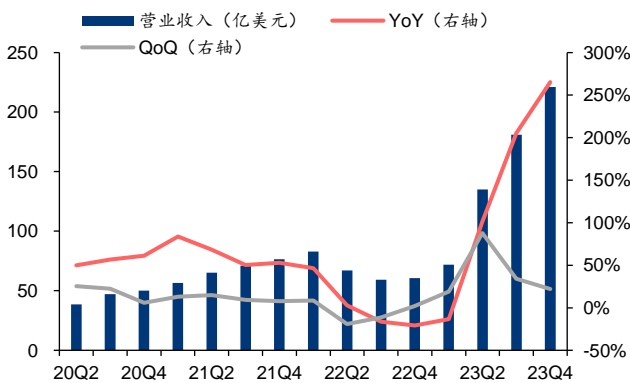
图表24：2019 年中国 IDC 服务下游客户结构



资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

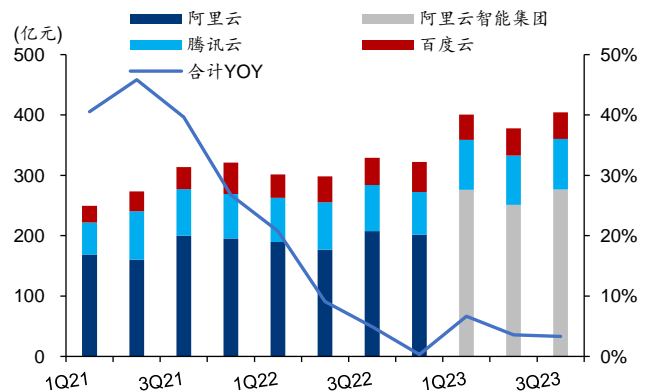
2023 年以来，我们观察到头部互联网厂商云业务收入增速有所放缓，而 AIGC 领域的算力军备竞赛却日趋激烈。OpenAI 在 2022 年底发布 Chat-GPT 后，在 23 年 3 月正式发布 GPT-4。22 年 3 月 16 日，百度文心一言发布；22 年 3 月 17 日，微软发布 Office 365 Copilot，将 GPT-4 嵌入日常办公软件中。22 年 3 月 21 日，Adobe 推出了 AI 图片生成应用工具 Firefly，专注于图像生成和文本效果；同日谷歌也宣布将聊天机器人 Bard 开放内测。科技大厂争相布局 AIGC 相关模型的背后离不开底层算力的支持，而数据中心正是承载算力的重要基础设施。上游英伟达用于数据中心的 GPU 已经率先开始放量增长。我们认为伴随国内科技企业加速布局大模型，未来数据中心相关需求将进一步提升。

图表25：英伟达数据中心业务营收进入 23 年后快速增长



资料来源：英伟达财报，华泰研究

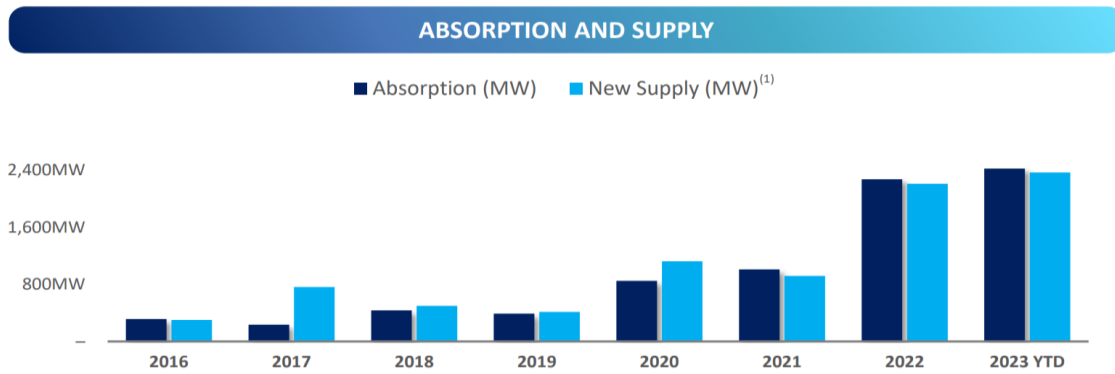
图表26：国内互联网云收入增速放缓



注：阿里云收入统计口径有所调整；腾讯云营收结合 Canalys 数据测算
资料来源：各公司公告，华泰研究

在 AIGC 需求带动下，海外数据中心利用率已经达到历史高点，2024-2025 年国内智算需求增长也有望带动国内数据中心在运营规模增长。据 DataCenterHawk 统计，在 AI 及云计算双重需求增长驱动下，4Q23 北美数据中心市场保持较高景气度，市场在运营规模超过 1.4GW，2023 全年超过 4GW。2023 年北美部分数据中心一级市场的平均空置率仅为 4.4%，北佛吉尼亚州、华盛顿州等大型市场的空置率接近 1%，已经较少有空闲的数据中心可以提供给客户，价格相应上涨 5%-20%，北美数据中心运营商相应拥有了十年以来较强定价权。相应的，我们看到 9M23 全球数据中心巨头 EQUINIX 营收增速达到 12.7%，较 2022 年提升 3.2pct，9M23 DLR 营收增速达到 18.8%，较 2022 年提升 12.8pct，2023 年 EQUINIX/DLR 的股价上涨 25.4%/39.9%。展望 2024-2025 年，随着 AI 芯片供应瓶颈缓解，BAT、字节跳动等科技巨头持续加大智算领域的投入，国内数据中心在运营 IT 容量规模也将有明显的增长，为第三方 IDC 行业带来新的需求增量。

图表27：2022 年以来北美数据中心市场新增/消化 MW 数明显提升



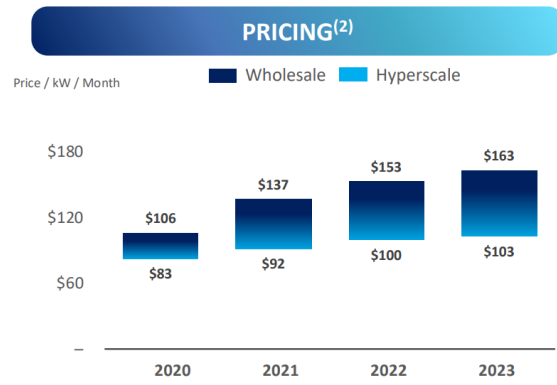
资料来源：DatacenterHawk，华泰研究

图表28：北美数据中心空置率持续下降



资料来源：DatacenterHawk，华泰研究

图表29：北美数据中心租赁价格持续提升



资料来源：DatacenterHawk，华泰研究

变化#2：智算对数据中心的建设和运维提出新要求，能力突出的企业份额有望提升

国内数据中心供给方以三大运营商主导，第三方 IDC 市场份额持续上升。据 IDC 统计，2019-2022 年，三大运营商 IDC 的市占率分别为 62.30%、61.40%、60.70%和 60.2%，2022 年万国数据和世纪互联作为第三方 IDC 服务龙头，市场份额分别为 7.2%和 4.8%。第三方 IDC 企业近年来份额不断提升，主因运营商和第三方 IDC 在业务发展上各有侧重，运营商数据中心跟随我国新基建的步伐，发展较为平稳，而 2019-2022 年以来，第三方 IDC 跟随头部互联网/云计算公司持续进行规模扩张。

图表30: 2020-2022 年国内数据中心市场份额

	2020 年	2021 年	2022 年
中国电信	27.0%	25.6%	24.1%
中国联通	18.6%	17.4%	17.7%
中国移动	15.8%	17.6%	18.4%
万国数据	5.9%	6.8%	7.2%
世纪互联	4.2%	4.6%	4.8%
秦淮数据	1.8%	2.3%	3.2%
宝信软件	2.5%	2.2%	2.1%
润泽科技	1.4%	1.8%	2.1%
光环新网	1.9%	1.8%	1.6%
科华数据	1.2%	1.3%	1.1%
数据港	0.9%	1.0%	1.1%
奥飞数据	0.6%	0.8%	0.7%
其他	18.2%	16.8%	15.9%

资料来源: IDC, 华泰研究

图表31: 国内各数据中心企业业务指标 (截至各公司 2022 年年报发布时数据)

	上架率	在运营机柜数 (架)	在建机柜数 (架)	IDC 业务收入/百万人民币	总收入/百万人民币	IDC 业务收入占比	下游客户结构
世纪互联	56.50%	87,322	5,090	7,065	7,065	100.00%	运营商, 互联网企业, 金融及电力企业等
数据港	—	74,200	7,965	1,455	1,455	100.00%	支付宝、阿里云、天猫、淘宝、网易游戏等
万国数据	71.80%	206,314	77,085	9,326	9,326	100.00%	互联网与云计算企业、商业银行等
奥飞数据	80.00%	22,000	50,000	967	1,097	88.15%	百度、快手、搜狐、网易、UC、风行等
润泽科技	>90.00%	46,000	244,000	2,715	2,715	100.00%	字节跳动、华为、京东、美团和快手等
科华数据	80.00%	30,000	-	1,479	5,648	26.19%	三大运营商、互联网企业、商业银行等
秦淮数据	85.60%	122,600	47,000	4,551	4,551	100.00%	字节跳动、腾讯、百度、京东等
光环新网	75.00%	48,000	62,000	2,090	7,191	29.06%	互联网公司、政府机关、金融机构、制造业公司等
宝信软件	-	-	-	3,410	13,150	25.93%	客户包括阿里, 中国化工, BFC 等
中国移动	-	467,000	-	-	937,259	-	-
中国联通	-	363,000	-	-	354,944	-	-
中国电信	-	513,000	-	-	474,967	-	-

注: 万国数据机柜数按 2.5 平米/架折算; 秦淮数据机柜数按 5KW/架折算
资料来源: 各公司公告, 沙利文《中国数据中心行业独立市场研究》华泰研究

图表32: 三类 IDC 厂商的优劣势对比

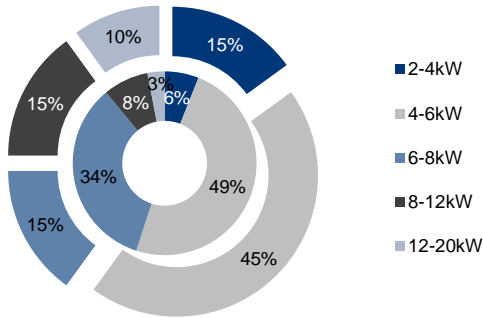
建设主体	典型企业	优势	劣势	发展趋势
电信运营商	中国电信、中国联通、中国移动	资金实力强, 资源丰富, 掌握带宽资源, 具有品牌优势, 容易获得客户信任	IDC 并非其核心业务, 建设及运维以外包为主, 运营成本较高	国内运营商将专注其核心业务, 加大与第三方 IDC 服务商合作, 发挥双方的优势形成资源互补, 抢占市场
云服务商及大型互联网企业	阿里云、腾讯云、华为云	承载其核心业务需要, 服务其下游客户, 资金实力雄厚。	IDC 并非其核心业务, 缺少 IDC 方面的专业化建设运维团队, 建设及运维成本较高	核心资源自建, 随着业务的发展逐渐租用第三方 IDC
第三方 IDC 服务商	奥飞数据、数据港、光环新网、宝信软件、润泽科技	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

资料来源: 润泽科技重组报告书, 华泰研究

智算时代来临, 数据中心内部架构一定程度上发生变化, 对其运维、设计能力提出新的要求, 具体体现在以下几个方面:

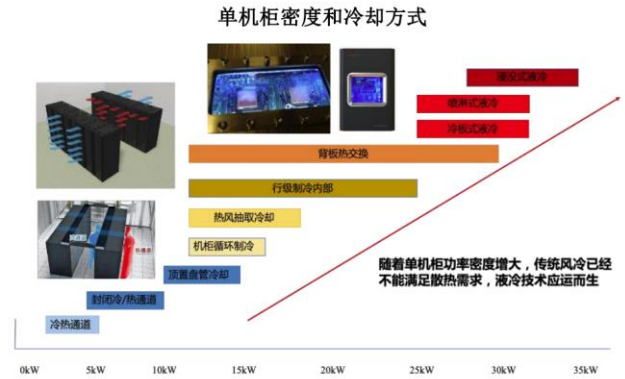
1) 机柜密度较之前明显提升。由于 AI 服务器比传统服务器能耗更高, 相应带动数据中心机柜向更高密度演进, 根据 DLR 统计, 现在其数据中心机房中, 用于 AI 训练的机柜密度普遍在 35-100KW, 用于 AI 推理的机柜密度普遍分布在 15-25KW, 在 AI 系统中用户“数据湖”存储的机柜密度普遍分布在 5-15KW 之间。除 AI 带来的变化外, 机柜密度提升也是整个行业近年来的大趋势之一, 据 CDCC 统计, 2022 年国内高功率的数据中心机柜占比正在显著提升, 据华为 2023 年 3 月发布的《数据中心能源十大趋势白皮书》预计, 未来五年单 IT 机柜功率密度将从当前的 6-8KW 向 12-15KW 演进。

图表33: 国内高功率数据中心机柜占比显著提升



注: 内圈为 2021 年, 外圈为 2022 年
资料来源: CDCC, 华泰研究

图表34: 全球数据中心机柜密度分布 (Uptime Institute 调研数据)



资料来源: Uptime Institute, 华泰研究

2) 在选址方面, 是否有充足的“能源”供应逐步成为首要考量因素。根据 DatacenterHawk, 2023 年, 北美主要市场数据中心处于供不应求的状态, 主因 AI 及云计算带动下数据中心需求增长较快, 而电力供给无法迅速扩张, 限制了数据中心供给的增长速度。根据北美电力设备供应商伊顿最新一期财报, 公司对 2024 年在手订单及收入情况展望乐观, 来自数据中心的需求是其收入增长的核心来源, 公司预计 2022-2025 年数据中心市场复合增速达到 16%。在此背景下, 是否拥有充足的能源供应成为北美大型数据中心选址的首要考量因素, 北美大型云厂商的数据中心选址向能源丰富、气候条件更有利于绿色化的地带倾斜。同时, 有越来越多的数据中心选择自建现场发电设备, 例如, 微软耗资 1 亿欧元在爱尔兰都柏林建造一座 170MW 的天然气管道发电厂, 一旦天然气厂发生故障, 微软还获得当地政府批准, 可在现场运行 150 多台柴油发电机。

3) 智算对数据中心布线、末端配电等提出了更高的要求。根据罗格朗数据中心生态总监 2023 年 12 月在数据中心未来科技大会上的介绍, 传统数据中心上线运行后, 负载情况相对平稳, 而智算中心项目负载波峰和谷底的波动相对较大, 相应对配电、制冷方案提出更高要求。此外, 据 IDCC2023 大会上长芯盛科技有限公司综合布线技术总监王珩介绍, 布线方面, 智算中心也提出了若干新的要求: 1) 更低的时延, 需使用空芯光纤等新型光纤来满足需求; 2) 更短的时间差, 需通过新的综合布线方案来解决问题; 3) 更高的机柜密度也会使得综合布线芯数更多, 需使用新技术缩小线缆体积等。

部分第三方 IDC 厂商长期深度绑定互联网科技巨头, 拥有较为优质的运维、设计能力, 有望受益于 AIGC 建设浪潮。2014 年以来, 国内 IDC 行业跟随云计算产业实现高速的规模扩张和发展, 相应的, 部分第三方 IDC 厂商也跟随 BAT、字节跳动等科技巨头逐步成长起来, 拥有较为优质、更适应前沿应用的运维能力, 有望快速适应 AIGC 带来的产业变化, 实现市场份额的提升。例如, 润泽科技努力打造绿色化、集约化、智能化、标准化的 AIDC, 率先实现纯液冷绿色智算中心的交付运营; 奥飞数据是百度智能云虚拟云商合作伙伴之一, 为客户提供最适合的大模型、AI 原生应用解决方案和算力服务等。

公司：机柜储备充足，运营商协作深入，AIDC 打造新增长点

2018-2022 年，公司营收 CAGR 超过 44%，实现了高速规模扩张，我们认为公司后续仍能维持当前高速发展的势头，主因：1) IDC 业务的机柜规模持续扩张。公司前瞻性布局京津冀、长三角、大湾区、成渝、甘肃、海南等核心节点，拥有充沛的核心机柜资源储备，且 2024-2025 年仍有多个核心地段机房将陆续建成交付；2) 园区模式、客户资源、运维能力及运营商渠道保障上架率。由于园区模式及终端大客户字节跳动的旺盛需求，据公司 2023 年中报披露，公司成熟机房的上架率达到 90% 以上，且公司与电信运营商形成良性协作模式，未来有望借助运维能力、运营商的渠道合作等优势持续获客，保障上架率。3) AIDC 业务打造第二增长曲线。据公司 2023 年业绩预告，公司 2023 年归母净利润预计同比增长 46.05%-54.39% 至 17.5-18.5 亿元，超出 Wind 一致预期的 17.5 亿元，主要系新增 AIDC 相关业务拓展顺利，相应的收入规模不断扩大，我们认为液冷/智算等 AIDC 业务的持续拓展有望为公司打造第二增长曲线。

机柜储备丰富，布局核心节点，构建园区级数据中心

机柜储备丰富，资源优质，全国性布局

公司机柜储备丰富全面，前瞻性布局环京地区及东数西算节点，锁定核心优势资源。公司自 2009 年成立以来严格遵循“土地、能耗先行”、“稳健布局”的投建原则，于 2010 年正式投建廊坊数据中心，在廊坊模式走通后，经过大量市场调研，坚定在核心城市布局数据中心，于 2019 年迅速完成长三角、粤港澳大湾区、成渝经济圈、西北地区等全国性布局，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。据公司 23 年 2 月 23 日投资者互动平台上的披露，公司总体规划布局 61 栋智算中心，约 32 万架机柜，为未来业务成长夯实了资源基础。

迈向 2024 年，公司已逐步走出廊坊地区，在长三角、粤港澳相继交付新的数据中心，步入又一个全新增长阶段。据公司 2024 年 1 月 30 日发布的《投资者关系活动记录》，公司 2023 年新增交付 5 栋数据中心，3 栋来自廊坊，1 栋来自长三角，1 栋来自粤港澳地区，截止 2023 年末，公司已交付 13 栋数据中心，近 8 万架机柜，机柜交付数量较 2022 年末增长 65%。此外，公司在海南儋州新增自贸港国际数据产业园项目，规划 3 万架机柜，于 2023 年 12 月开工建设，充足的全国性数据中心资源布局、机柜交付数量的高速增长为公司收入维持较高增速打下了扎实的基础。

图表35：润泽科技各地区在建及已投产机柜（截止 2021 年 10 月 31 日）

项目名称	具体地点	建筑面积 m ²	项目进度	投产/预计投产时间	机柜数量/架	平均单机柜功率/KW
润泽（廊坊）国际信息港 A-1 数据中心	廊坊	40,669.83	已投产	2016 年 5 月	4,858	5.06
润泽（廊坊）国际信息港 A-2 数据中心	廊坊	43,000.06	已投产	2018 年 1 月	5,830	5.21
润泽（廊坊）国际信息港 A-3 数据中心	廊坊	40,523.88	已投产	2020 年 7 月	6,040	5.67
润泽（廊坊）国际信息港 A-5 数据中心	廊坊	31,251.96	已投产	2017 年 5 月	3,784	5.03
润泽（廊坊）国际信息港 A-6 数据中心	廊坊	40,523.88	已投产	2019 年 4 月	6,020	5.51
润泽（廊坊）国际信息港 A-7 数据中心	廊坊	45,272.60	已投产	2021 年 4 月	6,000	6.3
润泽（廊坊）国际信息港 A-18 数据中心	廊坊	45,272.60	已投产	2020 年 12 月	6,000	7.04
润泽（廊坊）国际信息港 A-8 数据中心	廊坊	45,272.60	在建	2022 年 7 月	6,000	6.3
润泽（廊坊）国际信息港 A-9 数据中心	廊坊	41,726.34	在建	2023 年 6 月	6,000	6.3
润泽（廊坊）国际信息港 A-10 数据中心	廊坊	41,726.34	在建	2023 年 7 月	6,000	6.3
润泽（廊坊）国际信息港 A-11 数据中心	廊坊	41,726.34	在建	2023 年 7 月	6,000	6.3
润泽（廊坊）国际信息港 A-12 数据中心	廊坊	41,726.34	在建	2023 年度	6,000	6.3
润泽（佛山）国际信息港 2# 数据中心	佛山	42,297.85	在建	2023 年中期	12,632	7.04
润泽（佛山）国际信息港 3# 数据中心	佛山	42,297.85	在建	2023 年度	6,000	7.04
润泽（佛山）国际信息港 4# 数据中心	佛山	42,297.85	在建	2023 年度	6,000	6.3
润泽（惠州）国际信息港 2#	惠州	44,879.27	在建	2023 年中期	6,000	6.3
润泽（惠州）国际信息港 3#	惠州	44,879.27	在建	2023 年度	6,000	6.3
平湖润泽国际信息港 A1 楼	平湖	46,193.56	在建	2023 年中期	6,000	6.3
平湖润泽国际信息港 A2 楼	平湖	45,994.76	在建	2023 年度	6,016	7.04
润泽（西南）国际信息港 1# 数据中心	重庆	34,071.57	在建	2023 年度	4,000	6.3
润泽（西南）国际信息港 2# 数据中心	重庆	33,988.00	在建	2023 年度	4,000	6.3

注：数据截止 2021 年 10 月 31 日，来源于 2022 年 5 月发布的《公司重大资产置换、发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》

资料来源：公司公告，华泰研究

除资源丰富外，由于公司核心数据中心节点位于廊坊地区，还具备着电价及区位优势，且能够通过运营商骨干网络直连北京核心区。润泽（廊坊）国际信息港于 2010 年正式投资建设，规划建设 22 栋机房，实现了超大规模园区级数据中心建设。公司廊坊数据中心选址遵循“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北京企业总部对数据传输低时延、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。据公司 2022 年 5 月发布的重大资产置换报告书披露，公司在廊坊地区的用电成本相比北上广的平均电价低约 19.8%，毛利提升约 9.4pct。公司在廊坊地区的人均工资相比可比竞对低约 28%。此外，公司在廊坊的数据中心接入了直连北京地区的运营商骨干网络，可以在享受廊坊区位优势的同时达到与北京地区 IDC 相同的低延时效果。

图表36：廊坊地区电价具备优势

2020 年	廊坊	北京郊区	上海	广州
标准电价(不含税)(元/千瓦时)	0.46	0.55	0.61	0.56
IDC 业务收入(万元)	139,356.15	139,356.15	139,356.15	139,356.15
成本(万元)	65,291.29	76,358.69	81,552.43	77,430.79
毛利率	53.15%	45.21%	41.48%	44.44%
电费(万元)	38,535.24	49,602.64	54,796.38	50,674.74
电量(万千瓦时)	89,739.00	89,739.00	89,739.00	89,739.00

资料来源：润泽科技《公司重大资产置换、发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，华泰研究

图表37：廊坊地区人员工资具备优势

	数据港	奥飞数据	平均值	润泽科技
2020 年人均薪酬/万元	27.7	18.4	24.7	16.0
2019 年人均薪酬/万元	26.0	18.1	23.3	15.9
2018 年人均薪酬/万元	19.8	16.7	18.5	15.3

资料来源：润泽科技《公司重大资产置换、发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，华泰研究

在廊坊这一核心节点之外，公司在多个东数西算核心节点实现全国性布局。空间布局角度上，公司已完成了全国八大算力枢纽内五个节点布局，具体包括京津冀廊坊国际信息港（A 区规划 7 万架，B 区规划 6 万架）、长三角平湖国际信息港（规划 5.4 万架，其中一期 1.2 万架）、大湾区惠州&佛山国际信息港（惠州规划 3 万架机柜，其中一期 1.2 万架；佛山规划 3 万架机柜，其中一期 1.8 万架）、西南地区重庆国际信息港（规划 3.2 万架，其中一期 1.2 万架）以及西部地区兰州国际信息港（规划 1.4 万架）。公司坚持园区级超大规模数据中心投运模式，符合国家“东数西算”战略规划，数据中心布局高度贴合政策导向。

图表38：公司全国范围内机房布局情况

地区	项目	具体规划
京津冀地区	廊坊项目	规划数据中心（A 区+B 区）共计 22 个数据中心：其中 A 区 12 个数据中心，7 万架机柜；B 区 10 个数据中心，6 万架机柜，合计 13 万架机柜
长三角地区	平湖项目	规划 9 个数据中心，合计 5.4 万架机柜
大湾区	惠州项目 佛山项目	规划 10 个数据中心，合计 6 万架机柜，佛山和惠州各 3 万架机柜
重庆地区	重庆项目	规划 8 个数据中心，合计 3.2 万架机柜
兰州地区	兰州项目	规划 7 个数据中心，合计 1.4 万架机柜

资料来源：公司公告，华泰研究

园区级数据中心路线在扩容性和上架率方面具备明显优势

园区级数据中心布局，把握区位及规模优势。公司 2009 年成立之初，锚定园区级数据中心的发展战略，并抓住了整个互联网爆发的窗口期，当前已在全国五大核心区域，六大算力节点布局了园区级数据中心，积累了丰富的园区级数据中心运营经验。公司布局了 1 处 13 万架机柜园区，1 处 5 万架机柜园区，3 处 3 万架机柜园区及 1 处 1.4 万架机柜园区，远大于行业制定的超大规模数据中心标准，特别是廊坊数据中心，已成为全国最大的园区级数据中心之一，规模和区位优势显著。

园区级数据中心在扩容性和上架率上具备优势。园区级数据中心优势明显：1) 建设及运营成本低，规模优势明显，有效降低并摊薄固定资产折旧等成本；2) 可扩容性强，支持大客户数据驱动业务的持续增长，满足其即时扩容需求；3) 批发型模式下，客户上架进度更快。以上优势主要因为园区级数据中心通过管廊将各个机房相连，因此客户在单栋机房上不需要再预留冗余空间，而是可以在整个园区中配置机柜。从而使每栋机房相较非园区级数据中心都可以实现较高的上架率。

图表39：润泽科技园区级数据中心带来上架率提升（2022 年年报）

	上架率	是否为园区级数据中心
润泽科技	>90.00%	是
秦淮数据	85.60%	否
科华数据	80.00%	否
万国数据	71.80%	否
奥飞数据	80.00%	否
世纪互联	56.50%	否

资料来源：各公司公告，华泰研究

图表40：润泽（廊坊）国际信息港整体效果图



资料来源：公司公告，华泰研究

图表41：润泽（廊坊）国际信息港区位图



资料来源：润泽科技公众号，华泰研究

自投/自建/自持/自运维模式，提供更强有力的电力、运维保障

“自投、自建、自持、自运维”模式下强化配套设备投入，提供更可靠的电力、运维保障。我们观察到，随着数据中心机柜密度及服务器耗电量的逐步提升，对数据中心的电力供应能力提出了更高的要求。公司所运营数据中心均为自投、自建、自持资产，在此前提下，公司更有意愿加强数据中心配套设备投入，以便为客户提供更加可靠的运维保障，2020 年，公司自建 110 千伏变电站顺利通电，优化了园区电网结构，为超大规模数据中心集群的建设提供了强劲的电力引擎；2024 年初，公司 220 千伏变电站正式投运，配置 4*24 万 KVA 变压器容量，最大供电量高达 960MW，带动廊坊园区电力供应增加 2 倍以上，有效提升了廊坊的数据中心集群的供电稳定性和可靠性，迈向智算时代，随着“能源“保障在数据中心运营中的重要性日益提升，公司前期的强投入有望逐步转换为核心竞争力。

图表42: 自建国际信息港 220 千伏用户变电站于 2024 年投运



资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表43: 自建国际信息港 110 千伏用户变电站整体图



资料来源: 公司官网, 华泰研究

此外, 公司资产“自持”模式具有规模大、集中度高, 可扩容性强等优势, 不会受到诸如租赁到期或出租方违约、周边无场地扩容等因素的影响, 有利于营造长期、稳定、可靠的运行环境, 进而提高服务品质和客户黏性。截至 2022 年 5 月, 公司运营的所有数据中心均为“自持”模式, 公司固定资产中房屋建筑物占比超过 50%, 与客户签署的合作协议亦超过 10 年。公司资产“自投、自建、自运维”模式有利于数据中心迭代更新, 公司在前期建设及运营的基础上, 自有设计、运维及研发团队在规划设计、建设实施、运维管理、技术研发等方面持续提升和优化, 通过运营实践与数据反馈的良性正循环, 可以有效保证数据中心的迭代更新。

图表44: 自建与租赁模式对比

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。

资料来源: 《公司重大资产置换、发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》, 华泰研究

自建模式下逐步技术积累, 进一步提升数据中心质量。公司通过自行组建项目管理团队, 在对前期已建机房的规划建设经验总结提升后, 形成迭代开发经验, 不断完善数据中心规划建设水平, 并通过与建设施工单位和设备供应商的合作, 进行数据中心的建造, 以达到高等级数据中心的交付条件。公司逐步通过自有机房的建设积累, 沉淀建设规范, 为构建高品质机房奠定基础。对于已有机房, 公司的自运维团队实行楼长负责制, 运维团队激励与运营效率相挂钩, 充分提升了已有机房的能效情况。

公司数据中心满足国际标准, 运维团队专业性强。为了满足甚至超越客户的需求及期望, 公司自行培养高水平设计及运维服务团队, 截至目前公司已有 7 名规划设计工程师取得了 UPTIME ATD (Tier 标准设计师) 认证, 近 40 名运维工程师取得了 UPTIME AOS (运维操作专家) 认证, 在业内树立了良好的声誉和品牌影响力。同时, 为满足客户不断升级的多样化需求, 公司廊坊数据中心 A1、A2、A3、A5、A6 共 5 栋数据中心均获得 UPTIME M&O 认证。

图表45: UPTIME 数据中心分级标准

项目指标	Tier I	Tier II	Tier III	Tier IV
值班	没有值班	1名轮班	1名值班+轮班	24小时值班
通路数量	一路	一路	主活、被动一路	二路主活
冗余	实际量	实际量+一路	实际量+一路	双系统或二路
区域划分	无	无	无	有
同时可维修性	否	否	能	能
单系统关键负荷	N的100%	N的100%	N的90%	N的90%
连续冷却	无	无	有	有
单点故障	很多+人为	很多+人为	很少+人为	无+人为
服务可用性	99.67%	99.74%	99.98%	100.00%
年平均故障时间(小时)	28.8	22	1.6	0.4

资料来源: UPTIME INSTITUTE, 华泰研究

与运营商深度合作, 绑定终端优质客户

与电信运营商建立良性合作模式, 实现更稳定的回款/更强的渠道销售能力

公司与运营商深度合作, 建立良性合作模式。与市场主流的批发型数据中心不同, 公司采取深度绑定运营商模式, 通过与电信运营商签署协议, 根据机柜上电数量和约定价格统一批发给电信运营商, 再由电信运营商交付给终端客户。公司通过与电信运营商的强强联合、合作开发的模式, 与运营商形成深度绑定。该合作模式优势在于通过签订 10-15 年长期协议、价格稳定、采取 T+1 账期模式回款更快, 且可以充分运用运营商的渠道能力开拓客户。由于运营商的带宽资源具有垄断性, 议价能力强, 因此与运营商形成良好协同关系一定程度上能为公司未来业务增长提供助力。

公司以批发模式为主, 对接下游大客户, 通过运营商渠道获取较强的渠道销售能力, 实现双赢共生。数据中心在租赁模式上分为批发型和零售型两种。润泽科技的业务模式主要为批发型业务模式, 首个数据中心 A1 建成投产后, 润泽科技业务模式包括自营和与电信运营商合作模式(批发型), 经过一段时间的摸索和融合后, 后续数据中心转变为与电信运营商合作模式。在该种合作模式下, 润泽科技可发挥在数据中心行业内专业的设计能力、全面的建设能力、优质的运维能力, 通过与电信运营商合作可以获得更加优质的客户资源; 电信运营商可发挥其品牌优势和互联网带宽运营能力、综合解决方案提供能力, 通过与润泽科技合作可以在无需重大资本支出的条件下, 锁定京津冀等核心区域的合作机房资源, 加强其对核心客户的掌控能力。在该种模式下, 双方优势互补, 形成互利共赢的盈利模式。

图表46: 零售型与批发型数据中心对比

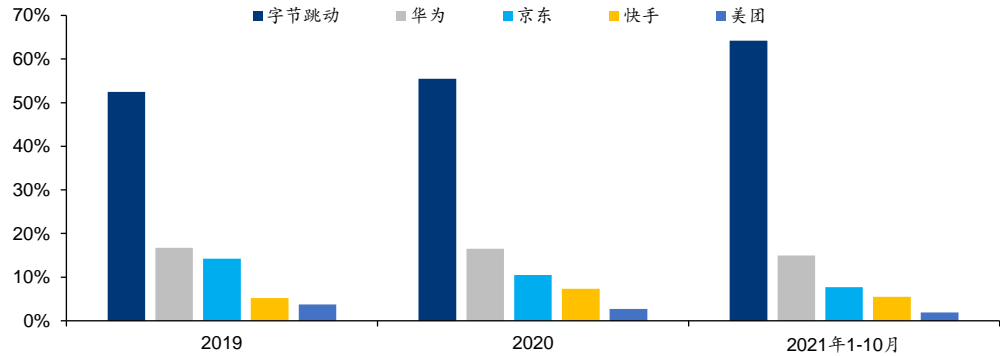
	零售型	批发型
目标客户	中小型客户、类型多元	大型客户、当前主要为互联网厂商, 电信运营商
客户集中度	低	高
租期	通常为 1 年	通常为 5 年及以上
用户流动性	较高	极低
销售单位	单机柜起租	按机房模块起租
单机柜价格	较高	较低
数据中心启用到满租时间	一般 2-4 年	1 年
上电率	取决于地段和运营能力	取决于大客户

资料来源: 润泽科技《公司重大资产置换、发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》, 华泰研究

运营商助力链接优质终端客户

公司通过与运营商的深度协作绑定终端大客户。2019 年以来，公司长期合作大客户主要为字节跳动、华为、京东、快手、美团等互联网和云巨头。其中，字节跳动在公司营收占比不断提升，表明公司专业的服务能力和弹性扩容空间受到头部互联网客户认可。近年来公司作为其核心 IDC 供应商，持续受益于字节跳动的快速发展。

图表47： 润泽科技终端客户营收占比中字节跳动占比最大



资料来源：润泽科技《公司重大资产置换、发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，华泰研究

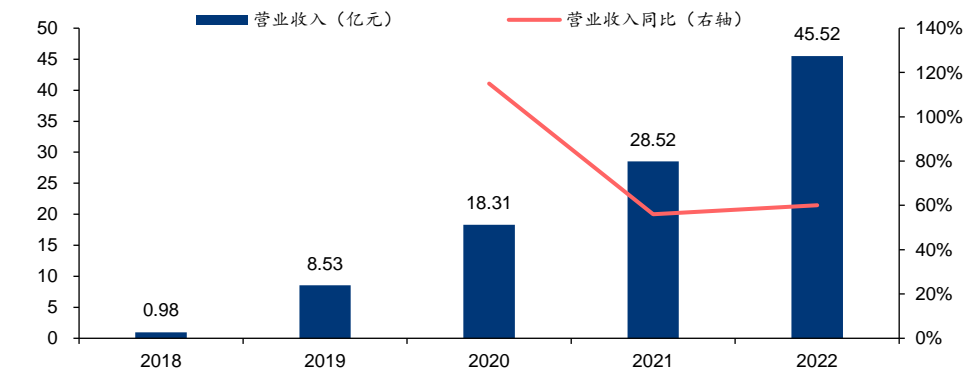
图表48： 润泽科技主要的直接及终端客户



资料来源：润泽科技《公司重大资产置换、发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，华泰研究

公司终端大客户中字节跳动占比较高，公司发展将受益于字节业务的高速增长。2021 年 1-10 月，字节跳动在公司终端收入占比为 64%，多年来均位居公司第一大客户。根据公司重组说明书披露，字节跳动已与中国电信北京分公司签署到期日为 2029 年的 10 年 IDC 服务合同，公司也与中国电信北京分公司签署了 10-15 年的 IDC 合作协议，与字节跳动的合作有望成为公司收入增长的主要驱动力。字节跳动作为抖音，今日头条，西瓜视频等的母公司，近年来在移动互联网发展中份额不断提升，2022 年月活用户数已达到 7 亿以上，带动大量的数据及算力需求；且公司业务向 B 端不断发展，推出的火山引擎系列云服务产品，依托于字节在云计算领域的技术积累，未来有望成为公司新的增长点。对比来看，以字节跳动为终端大客户的秦淮数据 2021-1H23 收入分别增长 56%/60%/53%，印证了字节跳动的较高需求景气度。

图表49：以字节跳动为主要客户的秦淮数据营收快速增长



资料来源：秦淮数据财务公告，华泰研究

公司未来客户也将更加多元化，加大对云客户和行业客户开拓。目前廊坊国际信息港终端客户除字节外，公司已与华为、美团、快手、京东等云和 Top10 互联网客户以及国家信息中心、国家市场监督管理总局、新智云等数字化转型客户建立业务合作。在数字中国战略的进一步推动下，我们认为多元化的客户结构将有助于公司在不同行业承接数据中心需求，从而带动营收增长。

持续技术创新，布局液冷/智算等 AIDC 业务打造第二增长曲线

液冷/智算等 AIDC 业务拓展顺利，带动 2023 年度业绩超预期。据公司 2023 年度业绩预告，公司 2023 年归母净利润预计同比增长 46.05%-54.39% 至 17.5-18.5 亿元，超出 Wind 一致预期的 17.5 亿元。公司业绩超预期主要系新增 AIDC 相关业务拓展顺利，相应的收入规模不断扩大所致。自 ChatGPT 发布以来，海内外科技大厂相继陷入大模型军备竞赛，纷纷加大力度投入，以免在新一轮科技革命之际落于下风，这也相应为国内算力行业带来变化：1) AI 服务器功耗较此前明显提升，高密度机柜部署增多，促使液冷技术从 0 到 1 加速导入应用；2) 海内外科技大厂、各垂直行业客户纷纷加入大模型训练行列，叠加美国法案限制高性能 AI 芯片出口，使得国内智算资源稀缺性提升，催生出智算服务、AI 云计算等相关行业的旺盛需求。

公司把握本轮 AIDC 行业机遇，利用资深禀赋优势率先入局，拓展液冷/智算等新业务，打造第二增长曲线。在需求旺盛的液冷、智算等 AIDC 领域，公司已在前期有一定的积累和布局，具体而言：

液冷方面，公司自 2020 年开始探索数据中心液冷技术，部分液冷机柜已经交付投运。公司于 2020 年开始和客户合作设计液冷机柜解决方案，2021 年底开始交付实验性液冷机柜，2022 年底公司着力打造业内首例整栋纯液冷绿色智算中心—润泽（廊坊）国际信息港 A-11，采用“智能低碳全域制冷系统”技术，2023 年 7 月 A-11 液冷智算中心陆续交付运营。2023 年，公司顺利交付了单机柜功率 21.5KW 起步的整栋纯液冷智算中心及 10.5KW 起步的高密风冷数据中心。公司的高密机柜交付能力在市场处于领先地位，有望受益于 AI 智算算力的放量增长。未来公司将持续加大 AIDC 投入，打造以纯液冷绿色智算中心为核心的新型智能算力生态体系，并逐步向 AIDC 产业链上下游拓展新业务。

智算方面，与服务器、网卡、交换机等厂商建立稳定的合作伙伴关系，形成算力模组全链路交付能力。公司一直坚持在相关领域的大规模投入，目前正在联合行业内的生态合作伙伴，齐心协力部署大规模算力模组，团队已具备了包括 IB 网络轨道优化、网络排错能力、服务器侧调优能力、监控软件等在内的算力模组全链路交付能力，技术水平业内领先。展望 2024 年，智算业务已成为公司未来增长的主要发力点之一，资源方面，廊坊 B 区及平湖两大数据中心节点均按照 AIDC 的模式设计规划，客户方面，包括大型互联网公司、云厂商、创业型 AI 公司等在内的大中小客户均有旺盛的大模型训练需求。

图表50：国内外液冷技术发展迅速



资料来源：三大运营商《电信运营商液冷技术白皮书》，华泰研究

图表51：润泽（廊坊）国际信息港智算中心算力调度大厅



资料来源：公司官网，华泰研究

总的来看，我们认为润泽科技拥有高于可比公司的盈利能力与成长性主要源于以下几点核心竞争优势：1) 优质的客户资源。字节跳动作为公司的第一大客户，过去几年业务高速增长，对于 IDC 的需求旺盛，同样以字节跳动为终端大客户的秦淮数据 2021-1H23 收入分别增长 56%/60%/53%，印证了字节跳动的较高需求景气度；2) 与运营商良好的协作关系。一方面，运营商渠道助力公司链接优质的终端客户；另一方面，据公司公众号披露，廊坊数据中心能够实现至北京任意节点的裸光纤直连服务，用户无距离感，极大提升数据转换效率；3) 公司采用园区级数据中心布局，廊坊 A 区单节点规划机柜数达 7 万架，相较于单节点规模较小的数据中心，大规模园区级数据中心在上架率和扩容性方面具备优势，截止 1H23，公司成熟数据中心上架率超过 90%；4) 机柜资源储备丰富，总体规划布局 61 栋智算中心，约 32 万架机柜，为未来业务成长夯实了资源基础。

盈利预测与估值

盈利预测

从收入端来看，截止 2022 年底，公司收入 100% 来源于其 IDC 业务，按照 IDC 业务的盈利模式，其收入=在运营机柜数量×上架率×单机柜租金。单机柜租金一般由合同约定价或市场价格决定，故 IDC 公司收入增长主要由新交付机柜数量增长、客户上架率提升两个核心因素驱动。

廊坊地区：廊坊 A 区数据中心的陆续交付、上架为公司过去几年收入高速增长的核心驱动力。截止 2023 年上半年，公司投产机柜数量达 5.8 万架，成熟数据中心上架率均超过 90%，其中，廊坊 A 区 A1-A8 栋数据中心于 2022 年前交付，2023 年新增交付 A9-A11 三栋数据中心，若廊坊 A 区 12 栋数据中心全部完成交付，机柜总数将达到 7 万架。此外，廊坊 B 区已启动建设，锚定 AIDC 等智算需求展开规划设计，预计于 2024 年底前后开始陆续交付。廊坊 A 区是公司当前收入利润的核心来源，直接客户为中国电信和中国联通，终端客户服务字节跳动、华为、京东等。廊坊 A 区数据中心的陆续交付上架为公司过去几年收入高速增长的核心驱动力，2019-2022 年，公司营业收入分别为 9.9 亿、13.9 亿、20.5 亿、27.1 亿元，同比增长 57%/41%/47%/33%。展望 2023-2025，廊坊 A9-12，廊坊 B 区陆续交付带来的机柜增量将为公司业绩持续快速增长提供有效支撑。

其他地区：2023 年起迈出廊坊，交付长三角、粤港澳数据中心，开启全国化布局之路。

长三角：平湖项目总体规划 9 栋数据中心，约 5.4 万架机柜，一期工程规划 2 栋数据中心，第 1 栋数据中心 6000 个机柜 2023 年上半年已交付，二期项目于 2023 年 6 月正式开工，建设正逐步推进，视客户需求情况交付。

大湾区：佛山和惠州项目总体规划 10 栋数据中心，约 6 万架机柜，佛山和惠州各 3 万架机柜，佛山一期工程规划 3 栋数据中心，第 1 栋数据中心 6000 架机柜已于 2023 年交付，剩余数据中心交付工作亦在有序推进中。此外，惠州一期工程规划 2 栋数据中心，也将于 2024 年后陆续进入交付阶段。

成渝经济圈：重庆项目总体规划 8 栋数据中心，约 3.2 万架机柜，一期工程规划 2 栋数据中心，后续将陆续进入项目交付阶段。

西北地区：兰州项目总体规划 7 栋数据中心，约 1.4 万架机柜，兰州一期主体结构于 2023 年 5 月完成封顶，后续将陆续进入项目交付阶段。

海南地区：2023 年，公司在海南儋州新增自贸港国际数据产业园项目，计划 2023 年 12 月起开工建设，总用地 246 亩，整体规划约 3 万架机柜。

此外，在 AIGC 发展的浪潮下，公司自 2023 年起新增以液冷、智算为代表的 AIDC 相关业务，该业务规模持续扩大，为 2023 年收入、利润增长做出有效贡献，未来有望形成第二增长曲线。据公司 2024 年 1 月 30 日投资者关系记录表，公司 2023 年传统 IDC 业务收入贡献 35 亿元左右，AIDC 业务收入贡献 10 亿元左右，很多 AIDC 客户都在茁壮成长且 AIDC 需求不断提升。参考北美云厂商的经验，4Q23 微软 Azure 同比增长 30%，其中，AI 服务贡献 Azure 收入增长约 6 个百分点，我们预计在 AI 训练需求旺盛的背景下，公司 AIDC 相关业务将实现快速增长，预计 24-25 年 AIDC 业务分别增长 40%/40% 至 14/19.6 亿元。

综上，我们预计公司 23-25 年收入同比增长 65%/42%/40% 至 44.9/63.6/89.2 亿元。主要受到以下因素驱动：1) 廊坊 A 区 9-12 栋数据中心陆续交付上架，形成收入；2) 平湖、佛山、惠州等地项目陆续交付上架；3) 以液冷、智算为代表的 AIDC 业务构筑第二增长曲线。

营业成本和毛利率：根据 2022 年年报披露，公司 2022 年主营业务成本中，电费和折旧的占比分别为 70%和 20%。2022 年，公司电费同比增长 49.22%，主要系数据中心上架机柜总量和单机柜功率持续提升，用电量增加所致；公司折旧摊销费用同比增长 15%，主要系新机柜交付所致。根据公司在手数据中心储备项目及相关规划，我们预计 2023-2025 年仍将是数据中心密集交付期，新交付机柜产生的费用增长将短暂影响毛利率，预计公司 2023-2025 年毛利率分别为 49.9%/47.4%/47.1%，后续随着客户上架率逐步提升，毛利率也将逐步回升。

费用率：销售费用方面，由于公司与电信运营商建立了良好的协作关系，销售费用率一直维持在较低水平，9M23 公司销售费用率为 0.07%，随着公司逐步走出廊坊，向长三角、粤港澳大湾区等核心算力节点拓展全国性业务，我们预计销售费用率较此前将略有提升，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 0.10%/0.15%/0.15%。管理费用方面，随着公司收入规模扩大，经营效率提升，规模效应逐步显现，管理费用率将逐步下降，预计 2023-2025 年管理费用率分别为 3.7%/3.6%/3.5%。研发费用方面，9M23 公司研发费用率为 2.32%，随着公司发力液冷/智算服务等第二增长曲线，研发费用率将略有提升，预计 2023-2025 年研发费用率分别为 3.3%/3.5%/3.6%。

图表52：公司业务拆分及费用率假设（单位：百万元）

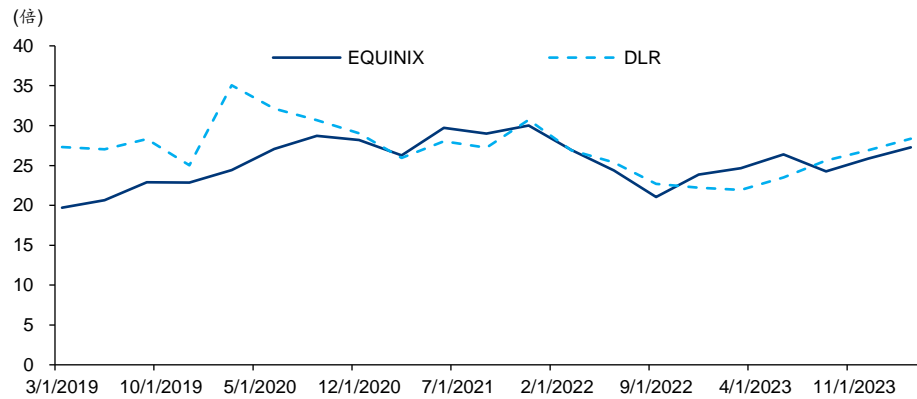
假设简表	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	988.82	1393.56	2047.19	2714.74	4490.45	6359.36	8915.20
yoy	57.3%	40.9%	46.9%	32.6%	65.4%	41.6%	40.2%
IDC 业务营收	988.82	1393.56	2047.19	2714.74	3490.45	4959.36	6955.20
yoy	57.3%	40.9%	46.9%	32.6%	28.6%	42.1%	40.2%
AIDC 业务营收					1000.00	1400.00	1960.00
yoy						40.0%	40.0%
总成本	511.04	652.91	934.25	1272.89	2247.49	3347.68	4712.40
yoy	29.6%	27.8%	43.1%	36.2%	76.6%	49.0%	40.8%
总毛利	477.77	740.65	1112.94	1441.85	2242.96	3011.68	4202.80
yoy	104.0%	55.0%	50.3%	29.6%	55.6%	34.3%	39.6%
总毛利率	48.3%	53.1%	54.4%	53.1%	49.9%	47.4%	47.1%
营业成本							
电费	288.81	385.35	600.87	892.16	1701.27	2534.08	3567.12
固定资产折旧	128.76	151.05	223	256.93	298.21	439.82	586.83
职工薪酬	19.6	28.37	47.5	76.05	134.28	200.01	281.55
其他	73.87	88.14	62.88	47.75	113.72	173.78	276.9
期间费用率							
销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
管理费用率	9.2%	15.2%	4.3%	4.5%	3.7%	3.6%	3.5%
研发费用率	4.3%	3.1%	3.2%	3.6%	3.3%	3.5%	3.6%
财务费用率	20.2%	10.7%	4.9%	3.1%	2.7%	2.5%	2.5%
净利率	12.6%	19.0%	35.2%	44.1%	40.0%	34.9%	35.8%
归母净利润	126.64	264.53	721.95	1198.25	1798.83	2220.82	3194.00
yoy		108.9%	172.9%	66.0%	50.1%	23.5%	43.8%

资料来源：Wind，华泰研究

估值分析

复盘全球 IDC 行业龙头厂商 EQUINIX 与 DLR 2019 年至今的估值变化，我们发现其 EV/EBITDA 估值在 20-35 倍的区间内波动，而国内 IDC 厂商的当前估值则低于这个区间水平，我们认为或与两者的分红差异有关：1) 海外龙头厂商 EQUINIX、DLR 均已处于稳定盈利、稳定上架阶段，每年稳定进行分红，2022/2023 年 EQUINIX 每股分红 12.71/15.34 美元，分红率达 171%/150%；2022/2023 年 DLR 每股分红 4.88/4.88 美元，分红率达 404%/161%。2) 国内厂商中，拥有较高分红水平的 IDC 厂商同样估值水平较高，例如，宝信软件 2021/2022 年每股分红 1/0.8 元，分红率达 84%/73%，润泽科技 2022/1H23 年每股分红 1/0.39 元，分红率达 68%/60%。

图表53：海外 IDC 龙头厂商 EQUINIX 与 DLR EV/EBITDA 估值倍数介于 20-35 倍之间



资料来源：Bloomberg，华泰研究

估值方面，我们借鉴美股对于 EQUINIX、DLR、万国数据等 IDC 代表性企业的估值方法，并综合 IDC 业务本身的特性，采用 EV/EBITDA 方法对润泽科技进行估值。截至 2024 年 3 月 18 日，可比公司如光环新网、宝信软件、数据港、奥飞数据等 A 股第三方 IDC 公司的 2024 年 EV/EBITDA 均值为 14.3 倍，我们预计润泽科技 2024 年的 EBITDA 为 30.75 亿元，23-25 年 EBITDA 复合增速为 39%，考虑到公司 23-25 年的 EBITDA 复合增速高于可比公司平均的 17.64%，具备更高的成长性，且拥有较好的分红回报机制，给予公司 21 倍 2024 年 EV/EBITDA 估值，对应目标价 34.37 元，给予“买入”评级。

图表54：可比公司估值表（截止 2024 年 3 月 18 日）

彭博代码	公司名称	当前市值 (亿元)	EBITDA (亿元)				EV/EBITDA				2023-2025 EBITDA 复合增速
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
300383 CH	光环新网	178.68	15.35	15.96	19.15	21.41	12.5	12.0	10.0	8.9	11.74%
600845 CH	宝信软件	846.12	27.07	32.61	40.48	49.91	30.2	25.0	20.2	16.4	22.62%
300738 CH	奥飞数据	96.69	5.03	5.65	7.75	10.29	25.9	23.1	16.8	12.7	26.95%
603881 CH	数据港	88.88	9.61	10.29	11.16	12.52	12.0	11.2	10.3	9.2	9.23%
	均值						20.1	17.8	14.3	11.8	17.64%

资料来源：Wind，华泰研究

图表55：目标价测算表（截止 2024 年 3 月 18 日）

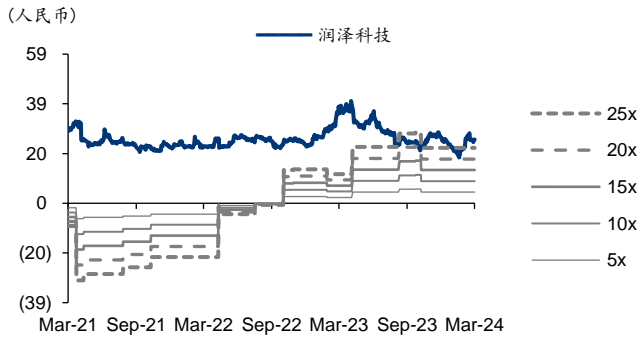
彭博代码	公司名称	当前股价 (元)	目标价 (元)	目标市值 (亿元)	EBITDA (2024E, 亿元)	EV/EBITDA (2024E)	短期借款 (2024E, 亿元)	长期借款 (2024E, 亿元)	现金 (2024E, 亿元)	EV (2024E, 亿元)

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

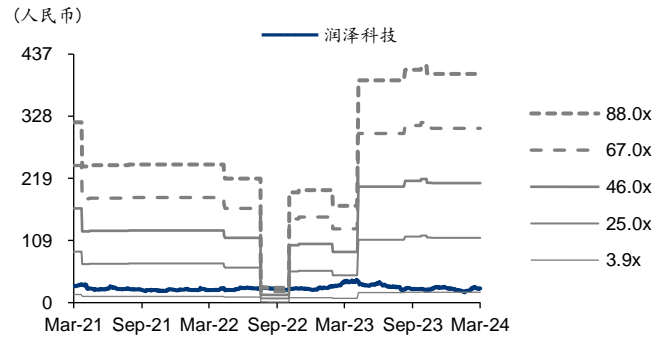
- 1. 客户上电进度不及预期。**公司的收入确认同客户的实际上电率密切相关，若上电率低于预期，一方面将导致收入增速不及预期，另一方面将影响现金流及债务的偿还。
- 2. 项目建设及交付进度不及预期。**IDC 的规模扩张分为内生和外延，若公司项目建设及交付进度不及预期，将使得公司机柜规模扩张速度放缓，进而影响公司成长性。

图表56: 润泽科技 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表57: 润泽科技 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,271	2,711	6,925	6,098	7,178
现金	1,594	1,396	3,979	3,284	4,584
应收账款	272.13	375.10	522.99	688.32	585.28
其他应收账款	31.20	23.61	67.05	61.34	118.66
预付账款	26.43	12.09	51.62	38.60	87.88
存货	0.00	1.53	1.17	2.86	2.82
其他流动资产	347.13	903.32	2,303	2,023	1,799
非流动资产	8,497	13,297	17,489	21,702	26,545
长期投资	16.04	4.73	4.69	4.57	4.40
固定资产投资	5,097	6,057	9,926	13,387	16,629
无形资产	702.20	828.02	875.10	957.70	1,024
其他非流动资产	2,682	6,407	6,683	7,353	8,888
资产总计	10,768	16,008	24,414	27,800	33,723
流动负债	1,942	2,807	4,535	6,300	10,683
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	2,956
应付账款	874.42	1,064	1,183	2,164	2,548
其他流动负债	1,067	1,743	3,352	4,136	5,178
非流动负债	6,239	10,238	11,058	11,061	10,743
长期借款	4,910	8,117	8,987	8,966	8,647
其他非流动负债	1,329	2,121	2,072	2,094	2,096
负债合计	8,181	13,045	15,594	17,361	21,425
少数股东权益	29.21	27.97	26.12	23.84	20.55
股本	562.13	640.16	1,537	1,537	1,537
资本公积	1,322	1,244	5,047	5,047	5,047
留存公积	673.96	1,052	1,704	2,592	4,187
归属母公司股东权益	2,558	2,936	8,794	10,416	12,277
负债和股东权益	10,768	16,008	24,414	27,800	33,723

现金流量表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	1,271	1,788	2,692	3,821	4,780
净利润	720.66	1,197	1,797	2,219	3,191
折旧摊销	234.75	271.78	315.45	465.23	620.74
财务费用	99.29	83.47	122.11	157.74	218.56
投资损失	(3.25)	(70.93)	(86.46)	(78.77)	(82.53)
营运资金变动	222.74	(374.16)	668.24	1,062	804.64
其他经营现金	(2.96)	680.97	(124.02)	(4.40)	28.35
投资活动现金	(1,064)	(4,958)	(5,747)	(4,295)	(5,187)
资本支出	(2,840)	(4,833)	(4,727)	(4,634)	(5,499)
长期投资	0.00	0.00	0.04	0.12	0.17
其他投资现金	1,776	(124.78)	(1,020)	338.60	311.90
筹资活动现金	102.44	3,432	5,638	(220.58)	(1,250)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	2,956
长期借款	351.53	3,207	869.50	(20.15)	(319.41)
普通股增加	0.00	78.03	896.53	0.00	0.00
资本公积增加	(0.30)	(78.03)	3,803	0.00	0.00
其他筹资现金	(248.80)	225.64	68.88	(200.43)	(3,886)
现金净增加额	309.70	262.32	2,583	(695.44)	(1,656)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度(人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,047	2,715	4,490	6,359	8,915
营业成本	934.25	1,273	2,247	3,348	4,712
营业税金及附加	20.98	23.22	38.41	54.40	76.26
营业费用	3.45	4.03	4.49	9.54	13.37
管理费用	87.25	121.04	166.15	228.94	312.03
财务费用	99.29	83.47	122.11	157.74	218.56
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	(5.00)	5.00	8.00
投资净收益	3.25	70.93	86.46	78.77	82.53
营业利润	847.30	1,229	1,893	2,467	3,397
营业外收入	0.00	0.06	0.03	0.03	0.04
营业外支出	1.37	2.98	1.66	2.01	2.22
利润总额	845.93	1,226	1,892	2,465	3,394
所得税	125.27	29.10	94.58	246.50	203.66
净利润	720.66	1,197	1,797	2,219	3,191
少数股东损益	(1.29)	(1.23)	(1.85)	(2.28)	(3.29)
归属母公司净利润	721.95	1,198	1,799	2,221	3,194
EBITDA	1,180	1,581	2,329	3,087	4,233
EPS(人民币, 基本)	(0.12)	1.57	1.17	1.45	2.08

主要财务比率

会计年度(%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	46.90	32.61	65.41	41.62	40.19
营业利润	154.66	45.05	54.04	30.31	37.68
归属母公司净利润	172.92	65.97	50.12	23.46	43.82
获利能力(%)					
毛利率	54.36	53.11	49.95	47.36	47.14
净利率	35.20	44.09	40.02	34.89	35.79
ROE	32.86	43.63	30.67	23.12	28.15
ROIC	10.10	9.95	11.64	12.07	14.39
偿债能力					
资产负债率(%)	75.98	81.49	63.87	62.45	63.53
净负债比率(%)	189.42	334.64	102.43	98.34	99.40
流动比率	1.17	0.97	1.53	0.97	0.67
速动比率	0.98	0.64	1.32	0.82	0.58
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.20	0.22	0.24	0.29
应收账款周转率	8.62	8.39	10.00	10.50	14.00
应付账款周转率	1.19	1.31	2.00	2.00	2.00
每股指标(人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.70	1.05	1.29	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	1.04	1.56	2.22	2.78
每股净资产(最新摊薄)	1.49	1.71	5.11	6.05	7.14
估值比率					
PE(倍)	59.58	35.90	23.91	19.37	13.47
PB(倍)	16.82	14.65	4.89	4.13	3.50
EV EBITDA(倍)	40.65	33.50	21.76	16.90	12.84

免责声明

分析师声明

本人，王兴、高名焱，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 宝信软件（600845 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王兴、高名焱本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 润泽科技（300442 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 宝信软件（600845 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司