

非金融公司|公司深度|润泽科技（300442）

聚力 AIDC，有望长期成长



| 报告要点

AI 算力需求为我国 IDC 行业带来新的增量需求。根据 AI 算力高功耗、重视网络连接质量、需要液冷节能技术等新特征，我们分析了 AI 算力需求加速 IDC 产业优胜略汰的产业逻辑，润泽科技作为综合算力中心整体解决方案服务商，立足于廊坊、平湖、佛山、惠州，辐射重庆、兰州、儋州，布局“东数西算”五大算力枢纽。润泽科技作为算力平台链主方为终端大模型客户提供一体化智算服务，把握 AI 产业机会，提升主业竞争能力的发展态势。我们认为公司有望在 AI 产业发展过程中保持行业领先市场份额、增长速度和盈利水平。

| 分析师及联系人



张宁



张建宇



李宸

SAC: S0590523120003 SAC: S0590524050003

润泽科技(300442)

聚力 AIDC，有望长期成长

行业：通信/通信服务
投资评级：买入（首次）
当前价格：23.88 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,720.58/554.25
流通 A 股市值(百万元) 13,235.55
每股净资产(元) 5.54
资产负债率(%) 64.43
一年内最高/最低(元) 36.28/15.90

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

➤ 资源优势助力公司受益 AI 发展机会

IDC 咨询预测我国智能算力规模 2024-2027 年 CAGR 为 31%。2023 年我国在运营 IDC 机柜平均单机柜功率约为 4.6kW，显著低于 AI 服务器功率需求，我们认为这会加速老旧散小机柜产能出清，强化行业马太效应。公司于 2023 年“液冷元年”交付了业内首例整栋纯液冷智算中心，液冷机柜单机柜功率 21.5kW，机柜最高功率达到 48kW。公司领先的高功率机柜资源，有望助力公司受益 AI 发展机会。

➤ AIDC 第二曲线进展顺利，有望维持行业领先盈利能力

根据信通院披露，2023 年国内算力中心总体平均上架率达 66%；而公司成熟算力中心机柜上架率超过 90%。我们认为行业领先的上架率是公司盈利能力行业领先的关键。截至 2023 年底，公司作为 AIDC 智算中心的链主方，算力模组转售成为有效拉升 AIDC 上架率，提升客户粘性、吸引潜在 AI 客户的有效手段，叠加公司规模优势和大客户优势，有望维持行业领先盈利能力。

➤ 土地能耗资源储备充足，项目建设稳步推进

公司凭借前瞻性的全国战略布局，目前已在京津冀、长三角、大湾区、成渝经济圈、甘肃、海南自贸港等六大核心区域，规划了七个 AIDC 智能算力基础设施集群，布局 61 栋智算中心、约 32 万架机柜资源储备。截至 2023 年公司已建设 13 栋数据中心，占规划比例 21.31%。

➤ 中期业绩稳健、给予“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 64.47/86.74/111.89 亿元，同比增速分别为 48.19%/34.54%/28.99%，3 年 CAGR 为 37.01%；归母净利润分别为 21.22/31.47/39.03 亿元，同比增速分别为 20.43%/48.32%/24.02%，3 年 CAGR 为 30.36%，EPS 分别为 1.23/1.83/2.27 元/股。可比公司行业平均 PE 为 32.41 倍，综合绝对估值和相对估值，鉴于公司持续精进 IDC 业务，AIDC 业务开拓第二成长曲线，长期增长逻辑清晰，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；下游需求不及预期风险；机柜交付不及预期风险；电价上涨和节能不及预期风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2715	4351	6447	8674	11189
增长率（%）	32.61%	60.27%	48.19%	34.54%	28.99%
EBITDA（百万元）	1577	2255	2984	4356	5300
归母净利润（百万元）	1198	1762	2122	3147	3903
增长率（%）	65.98%	47.03%	20.43%	48.32%	24.02%
EPS（元/股）	0.70	1.02	1.23	1.83	2.27
市盈率（P/E）	34.3	23.3	19.4	13.1	10.5
市净率（P/B）	14.0	4.8	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	26.7	22.3	16.1	11.1	9.1

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 08 月 30 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

AI 算力需求加速 IDC 行业优势略汰。IDC 咨询预测 2027 年中国智能算力规模将达到 1117.40 EFLOPS, 2024-2027 年 CAGR 为 31%。同时, 我国在运营 IDC 平均单机柜功率约为 4.6kW, 显著低于 AI 服务器功率需求, 大量现有机柜无法承接 AI 算力需求。这会强化具备网络优势、功耗优势、节能技术优势的 IDC 项目的竞争力, 加速老旧散小产能出清, 行业马太效应凸显。

公司持续强化 AI 算力市场竞争优势。公司坚持“自投、自建、自持、自运维”的运营模式, 深受大型互联网、云厂商等终端客户信赖。秉持“研发创新驱动发展”的理念, 对液冷技术、AIDC 智算中心以及基于机器人和 AI 智能化管理系统等前沿技术进行了深入研究和布局, 于 2023 年“液冷元年”交付了业内首例整栋纯液冷智算中心, 实现了风冷机房向液冷机房的自主进化。公司积极主动承担智算中心的链主角色, 于“智算元年”牵头在京津冀园区和长三角园区部署了大规模算力模组, 实现了 IDC 向 AIDC 的自主进化。公司有望把握 AI 发展机遇, 提升市场占有率, 保持高盈利水平。

公司的全国资源布局提供广阔发展空间。截至 2023 年, 公司全国合计规划布局了约 61 栋智算中心、32 万架机柜, 且主要集中于北京、上海、广州、深圳等一线城市的卫星城, 已基本完成了全国“一体化算力中心体系”框架布局。公司已建设 13 栋数据中心, 占规划比例 21.31%。公司总体资源布局丰富, 扩产节奏明确, 全国资源布局为公司业务发展提供广阔发展空间。

核心假设

我们假设: 1) AI 产业链发展具有延续性, AIDC 智算中心能持续受益于 AI 需求增长; 2) 公司持续保持规模优势、成本管控优势、技术优势, 保持行业领先的竞争力; 3) 公司持续完成全国项目建设, 保持较好的经营质量, 实现稳步成长。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 64.47/86.74/111.89 亿元, 同比增速分别为 48.19%/34.54%/28.99%, 3 年 CAGR 为 37.01%; 归母净利润分别为 21.22/31.47/39.03 亿元, 同比增速分别为 20.43%/48.32%/24.02%, 3 年 CAGR 为 30.36%, EPS 分别为 1.23/1.83/2.27 元/股。可比公司行业平均 PE 为 32.41 倍, 综合绝对估值和相对估值, 鉴于公司持续精进 IDC 业务, AIDC 业务开拓第二成长曲线, 长期增长逻辑清晰, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

投资看点

- **短期:** 2023 年投产的 5 栋 IDC 项目上架进度进展顺利, 助力公司 2024-2025 年的营收利润规模稳步增长, AIDC 业务新模式得到市场认可;
- **中期:** 公司 2024-2026 年新项目投产, 不断强化 AIDC 业务优势、把握 AI 和数字经济发展机遇, 实现公司 2027 年股权激励目标;
- **长期:** 公司立足全国资源布局, 持续聚焦 IDC 和 AIDC 主业, 实现“积极拥抱技术革命浪潮, 奋力引领算力中心升级”的战略目标, 成为全球领先的园区级的智算中心供应商。

正文目录

1. 深耕细作的园区级 IDC 模式引领者	6
1.1 公司前瞻性资源布局奠定稀缺性优势	6
1.2 股权结构清晰，管理层经验丰富	7
1.3 业务布局持续拓展，营收规模增长稳健	9
2. AI 算力需求助力 IDC 行业优胜略汰	11
2.1 我国 IDC 行业供需规模持续增长	11
2.2 IDC 呈现规模化、集中化和绿色节能发展趋势	14
3. 传统业务优势稳固，AIDC 开拓第二增长曲线	20
3.1 商业模式和区位优势助力营收规模持续增长	20
3.2 AIDC 业务新模式有效提升上架速度	23
3.3 高上架率助力公司保持行业领先盈利水平	25
4. 盈利预测、估值与投资建议	28
4.1 核心假设及盈利预测	28
4.2 估值与投资建议	32
5. 风险提示	34

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司数据中心分布情况	7
图表 3: 公司 REITs 对资产负债表和现金流量表的影响	7
图表 4: 公司实控人股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）	8
图表 5: 公司股权结构（截至 2024 年 7 月 31 日）	8
图表 6: 公司管理层情况	9
图表 7: 公司 2018-2024H1 营业收入	10
图表 8: 公司 2018-2024H1 归母净利润	10
图表 9: 公司 2022-2024H1 营收构成（按产品划分）	10
图表 10: 公司 2022-2024H1 毛利构成（按产品划分）	10
图表 11: 公司 2022-2024H1 营收构成（按地区划分）	11
图表 12: 公司 2022-2024H1 毛利构成（按地区划分）	11
图表 13: 股权激励对公司层面的业绩考核要求	11
图表 14: 数据中心提供业务类型	12
图表 15: 数据中心分级要求	12
图表 16: 数据中心净利润-成本项目模型	13
图表 17: 2017-2023 年我国在用算力中心机架规模	13
图表 18: 2022 年全国各地区数据中心分布情况	14
图表 19: 2020-2023 年全国各地区新增机柜分布	14
图表 20: 2022 年运营商及第三方 IDC 服务商数据中心业务收入分布	14
图表 21: 2022-2023 年中国数字经济和东数西算政策梳理	15
图表 22: 全国及部分省市能耗政策	15
图表 23: 2020-2027 年中国通用算力规模及预测	16
图表 24: 2020-2027 年中国智能算力规模及预测	16
图表 25: 中国 IDC 业务市场规模进入算力中心阶段	17
图表 26: 智算中心产业链	17
图表 27: 传统 CPU 处理器与 AI 处理器功耗对比	18

图表 28:	英伟达及华为 AI 服务器功耗.....	18
图表 29:	Atlas 800 服务器采用液冷配置	18
图表 30:	2023-2028 年中国液冷服务器市场预测	19
图表 31:	2024 年运营商算力网络建设规划	19
图表 32:	供需错配带来 IDC 行业马太效应逻辑图.....	20
图表 33:	2021-2023 年中国数据中心行业并购案例	20
图表 34:	公司业务模式.....	21
图表 35:	截至 2021 年 10 月公司主要直接客户.....	21
图表 36:	截至 2021 年 10 月公司前五大终端客户.....	21
图表 37:	2018-2024Q2 公司固定资产及在建工程	22
图表 38:	2023 年 IDC 供应商使用权资产比例	22
图表 39:	公司“六大区域”和“七个智算基础设施集群”建设规划情况	22
图表 40:	公司数据中心规划数量.....	23
图表 41:	2024H1 IDC 业务与 AIDC 业务占比情况	23
图表 42:	公司 AIDC 业务收入构成.....	24
图表 43:	2023Q1-2024Q2 公司存货情况	24
图表 44:	公司 AIDC 业务相较传统 IDC 业务优劣势.....	25
图表 45:	2023 年 IDC 供应商及行业平均上架率情况	25
图表 46:	2019-2023 年 IDC 供应商毛利率（单位：%）	25
图表 47:	2024H1 公司营业成本构成	26
图表 48:	2024H1 公司传统 IDC 业务成本构成	26
图表 49:	电价对毛利率影响分析.....	26
图表 50:	公司 220kV 变电站送电投运.....	27
图表 51:	2019-2024H1 公司营收/电费/折旧同比增长率情况	28
图表 52:	公司廊坊项目收入预测.....	29
图表 53:	公司平湖项目收入预测.....	29
图表 54:	公司佛山&惠州项目收入预测.....	30
图表 55:	公司重庆项目收入预测.....	30
图表 56:	公司整体营收预测.....	31
图表 57:	公司营业成本和毛利率预测.....	31
图表 58:	公司盈利预测.....	32
图表 59:	基本假设关键参数.....	32
图表 60:	FCFF 估值过程	32
图表 61:	FCFF 敏感性测试结果	33
图表 62:	可比公司估值（可比公司盈利预测采用 iFind 一致预期）	33

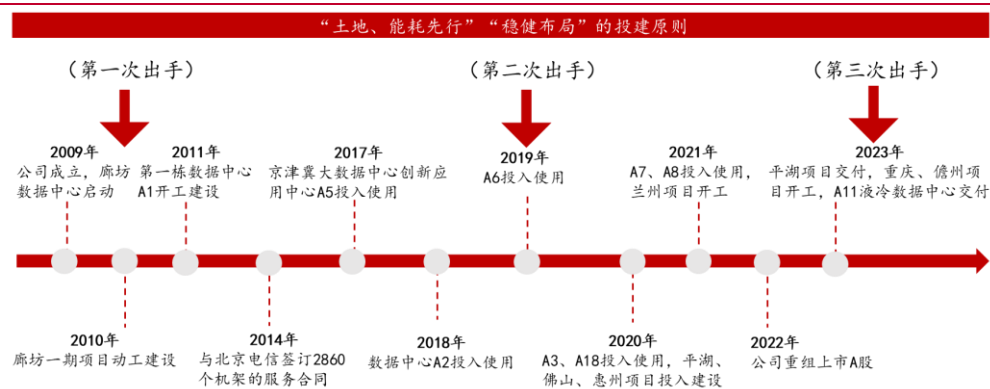
1. 深耕细作的园区级 IDC 模式引领者

1.1 公司前瞻性资源布局奠定稀缺性优势

公司全称“润泽智算科技集团股份有限公司”，2009 年成立，2022 年通过与上市公司普丽盛包装股份有限公司重组登陆创业板。公司是综合算力中心整体解决方案服务商，主营业务包括 IDC（数据中心）和 AIDC（智算中心）业务。IDC 业务方面，公司采用批发模式，通过与基础电信运营商合作，共同为互联网公司等终端客户提供服务器托管服务及其它增值服务。AIDC 业务方面，公司通过组建从智算基础设施、智算平台、完整的智算中心整体解决方案的产业生态，为终端大模型客户提供智算服务。

公司遵循“土地、能耗先行”、“稳健布局”投建原则，公司共有三次建设布局。公司 2010 年首次出手布局了京津冀核心节点，该节点规划约 13 万架机柜，公司已取得廊坊的土地使用权、能耗等资源；公司于 2019 年第二次出手，先后布局长三角（平湖）、大湾区（佛山、惠州）、成渝经济圈（重庆）、西北地区（兰州）等四处核心节点，公司在“数字经济”、“东数西算”等政策出台前取得土地（平湖、重庆、佛山等地土地使用权）、能耗等核心基础资源；公司于 2023 年第三次出手，布局海南园区（儋州）。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，国联证券研究所
注：图中 A1、A5、A18 等为公司廊坊数据中心编号

公司计划在全国部署约 61 栋数据中心。截至 2023 年，公司共交付 13 栋数据中心、7.6 万台机柜。其中 2023 年新增交付 5 栋数据中心：3 栋位于京津冀园区，1 栋位于长三角，1 栋位于大湾区；合计交付约 3 万台机柜，交付数量同比增长 65.22%。

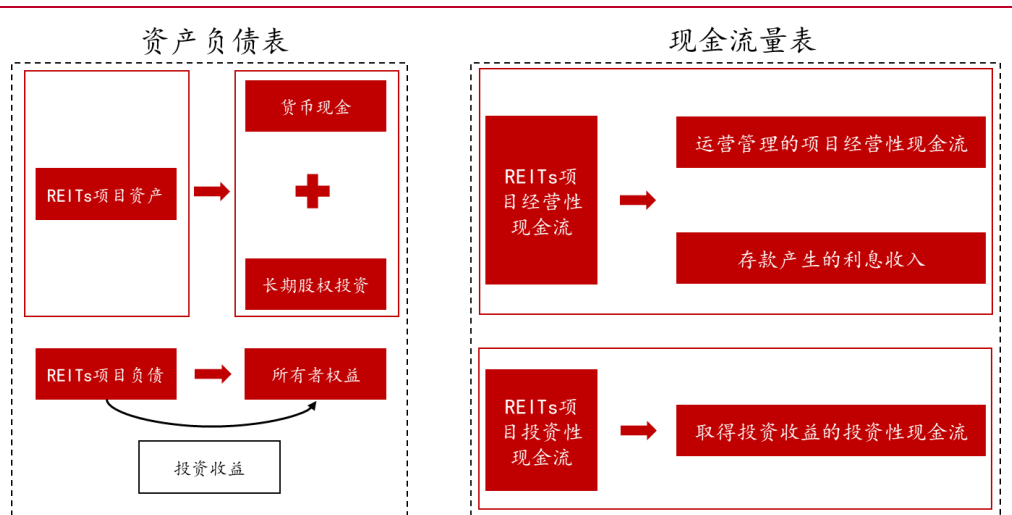
图表2：公司数据中心分布情况

区域位置	项目概述
廊坊	2023 年 A 区约 7 万架机柜正式交付投运，B 区建设正在建设中。
平湖	总建筑面积约为 70 万平方千米，共 9 栋高等级数据中心。
惠州	计划 2024 年交付投产。
佛山	2023 年陆续交付。
儋州	占地 16 万平方米，整体规划约 3 万个机柜。
重庆	规划 8 个数据中心，项目预计 2024 年陆续交付。
兰州	总投资约 16 亿元，总建设面积约 20 万平米。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

REITs 助力公司融资能力提升。2023 年公司的固定资产和在建工程合计为 162.99 亿元，同比增长 39.94%。2024 年 4 月公司拟将全资子公司润泽科技发展有限公司持有并运营的 A18 数据中心作为底层基础设施项目开展 REITs 试点申报。我们认为，REITs 的发行有利于拓宽公司融资渠道，盘活优质固定资产。

图表3：公司 REITs 对资产负债表和现金流量表的影响

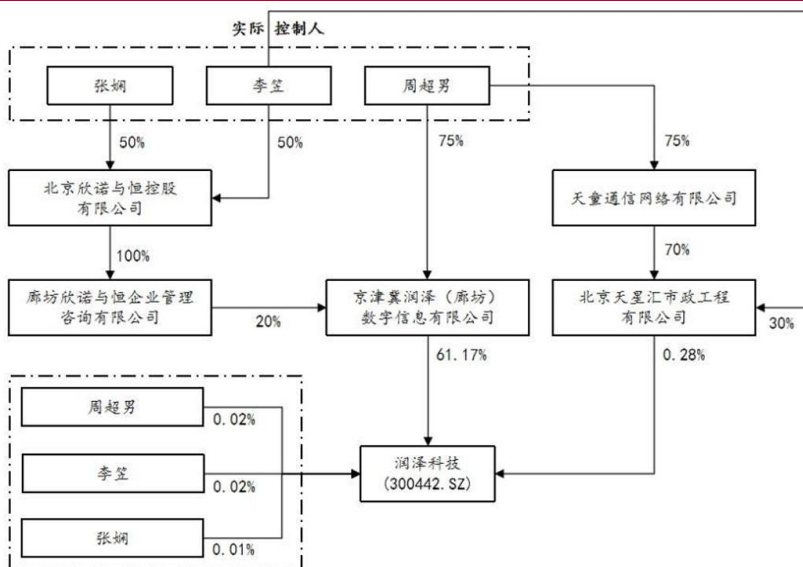


资料来源：国联证券研究所整理

1.2 股权结构清晰，管理层经验丰富

公司股权较为集中。公司实际控制人为周超男、李笠、张娴，合计直接和间接通过京津冀润泽、北京天星汇等持有润泽科技股权。

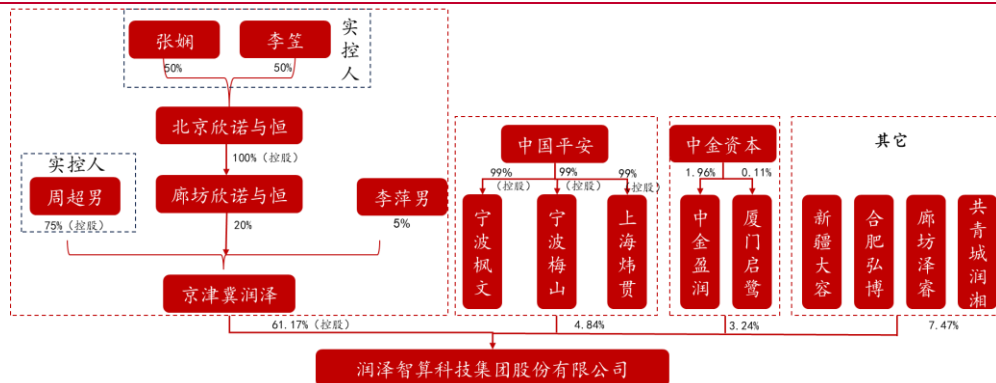
图表4：公司实控人股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

根据集团股东背景，前十大股东除京津冀润泽外，其他股东可分类为平安系（宁波枫文、宁波梅山、上海炜贯），持股 4.84%；中金系（中金盈润、厦门启鹭），持股 3.24%。

图表5：公司股权结构（截至 2024 年 7 月 31 日）



资料来源：iFind，国联证券研究所

公司管理层从业经验丰富。董事长周超男女士深耕通信领域 20 余年，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。副董事长兼总经理李笠先生曾任天童通信网络有限公司常务副总裁以及润泽发展董事和副总裁等。副董事长张炯女士 2018 年 12 月至今，就职于泽睿科技，现任执行董事以及现任润泽科技董事、副总经理。其他管理层均拥有金融、项目管理等行业的从业经验。

图表6：公司管理层情况

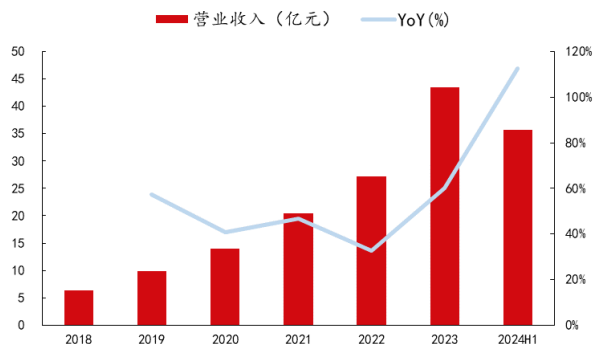
姓名	职务	个人简介
周超男	董事长	曾任湖南省衡阳市衡南县商业局教员、湖南省衡阳市衡南县江东粮油转运站员工、湖南省招商运输贸易公司衡阳分公司经理。现任天童通信网络有限公司董事长、第十四届全国政协委员、中国农工民主党第十六届中央委员会委员、河北省第十二届政协常委、中国数据中心产业发展联盟理事长。
李笠	董事、总经理	曾任天童通信网络有限公司施工员、销售经理、市场总监、副总裁、常务副总裁以及润泽发展董事和副总裁、执行董事。
祝敬	董事、副总经理	曾任全国海关信息中心工程师、中级工程师、中金数据集团有限公司专业主管、中国数码信息有限公司专业主管、北京天地云箱科技有限公司产品经理、太极计算机股份有限公司楼宇三部设计主管。
沈晶玮	董事、董事会秘书	曾任东北证券股份有限公司投资银行部项目经理、执行总监、内核小组召集人、安信证券股份有限公司并购融资部执行总监、公司内核小组成员。
张娴	董事、副总经理	2015年12月至今，就职于北京欣诺与恒控股有限公司，现任执行董事；2018年12月至今，就职于泽睿科技，现任执行董事。现任润泽科技董事、副总经理。
董磊	财务负责人	2012年7月至2014年10月，就职于致同会计师事务所，任项目经理；2014年10月至2016年2月，就职于毕马威会计师事务所，任助理经理；2016年2月至2022年7月，就职于安信证券股份有限公司，任高级业务副总裁，2022年7月加入润泽科技。现任润泽科技财务负责人。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.3 业务布局持续拓展，营收规模增长稳健

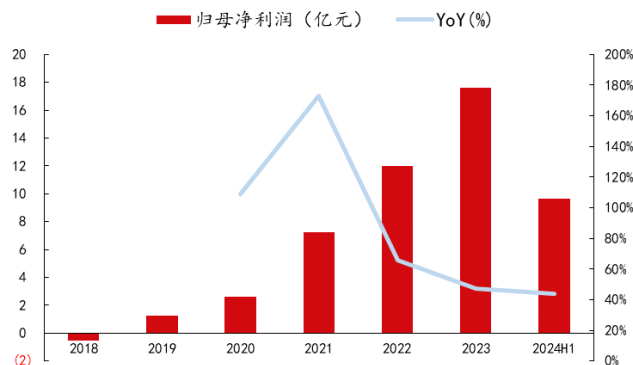
公司上架机柜总量和单机柜功率持续提升，业绩保持长期增长。2023 年公司营业收入达到 43.51 亿元，同比增长 60.27%，2018-2023 年 CAGR 为 47.25%；归母净利润达到 17.62 亿元，同比增长 47.03%，2019-2023 年 CAGR 为 93.14%。2024H1 公司营业收入为 35.75 亿元，同比增长 112.47%；归母净利润达到 9.67 亿元，同比增长 37.64%。

图表7：公司 2018-2024H1 营业收入



资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所

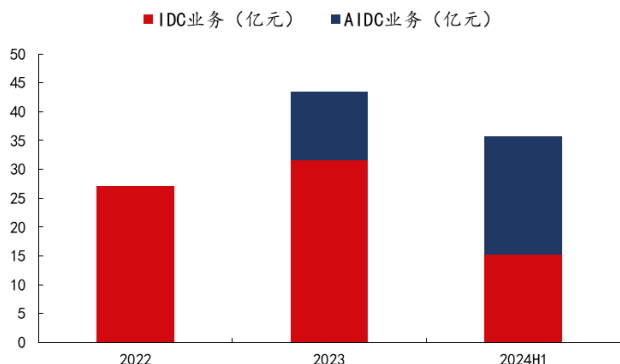
图表8：公司 2018-2024H1 归母净利润



资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所

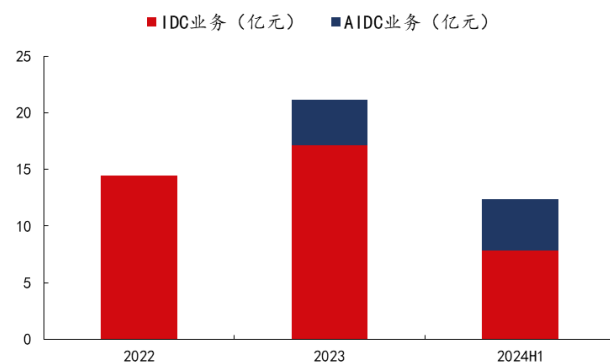
从产品的角度分析。IDC 业务方面，公司 2023 年交付的 5 栋数据中心上架率稳步提升，为业绩增长带来新驱动力，2024H1 营业收入为 15.21 亿元，同比增长 0.19%；毛利率为 51.36%。2024H1，公司 AIDC 业务实现高速增长，2024H1 营业收入为 20.54 亿元，同比增长 1147.85%；毛利率为 22.14%。

图表9：公司 2022-2024H1 营收构成（按产品划分）



资料来源：iFind，国联证券研究所

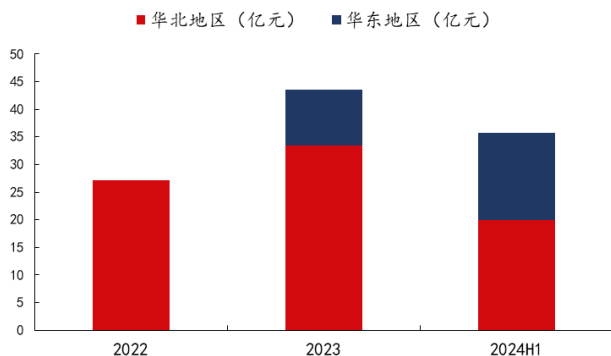
图表10：公司 2022-2024H1 毛利构成（按产品划分）



资料来源：iFind，国联证券研究所

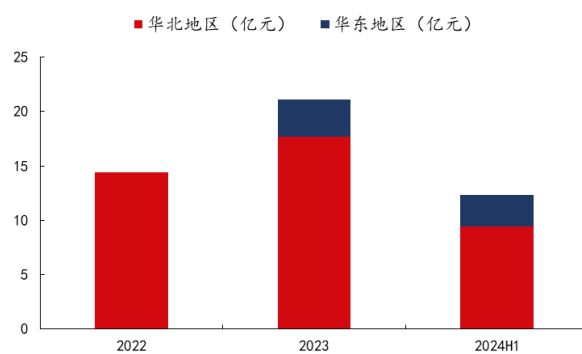
从地区的角度分析。华北地区，公司 2024H1 廊坊项目上架率和单机柜功率不断提升，公司成熟数据中心项目上架率达到 90%，2024H1 营业收入为 20 亿元，同比增长 18.91%；毛利率为 47.19%。华东地区，公司 2023 年平湖项目交付投产，2024H1 营业收入为 15.75 亿元，毛利率为 18.55%。

图表11：公司 2022-2024H1 营收构成（按地区划分）



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表12：公司 2022-2024H1 毛利构成（按地区划分）



资料来源：iFind，国联证券研究所

公司于 2023 年 7 月发布限制性股票激励计划，拟向董事、高级管理人员以及中层管理人员及核心员工等 93 人授予限制性股票总计 2260 万股，占当期总股本的 1.32%。本次激励计划对公司层面的考核目标为以 2024 年净利润为基数，2025-2027 年三个会计年度的净利润增长率分别不低于 50%/75%/100%。

图表13：股权激励对公司层面的业绩考核要求

解除限售期	考核年度	业绩考核目标
第一个解除限售期	2025	以公司 2024 年净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 50%。
第二个解除限售期	2026	以公司 2024 年净利润为基数，2026 年净利润增长率不低于 75%。
第三个解除限售期	2027	以公司 2024 年净利润为基数，2027 年净利润增长率不低于 100%。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

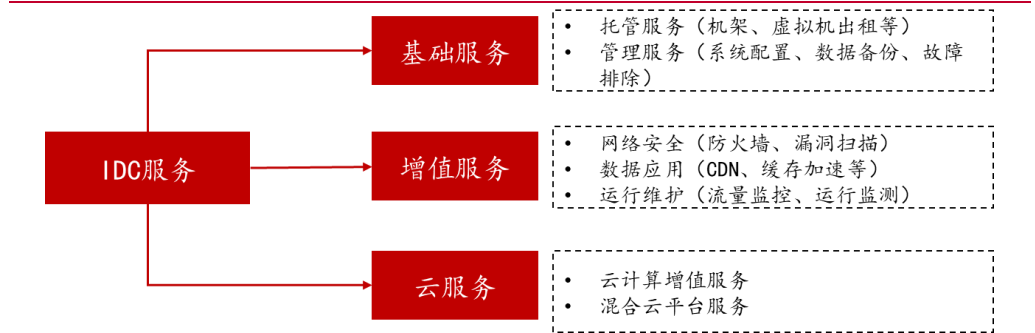
2. AI 算力需求助力 IDC 行业优胜略汰

2.1 我国 IDC 行业供需规模持续增长

2.1.1 上架率是 IDC 项目经营关键指标

数据中心（Internet Data Center）是指存放互联网计算机、存储设备以及相关网络设备的机房，主要用于组织、处理、存储和传输大量数据。在 IDC 平台基础上，IDC 服务商不仅向客户提供机架租赁服务，还积极拓展数据同步等增值业务，以及云服务。

图表14：数据中心提供业务类型



资料来源：中国信通院《2023年第三方数据中心报告》，国联证券研究所

根据工信部2023年11月发布的《互联网数据中心（IDC）技术和分级要求》，国内数据中心分为五个等级，在绿色节能、服务能力、算力与算效等方面对不同等级的数据中心做出相应的要求，该标准已于2024年6月1日正式实施。

图表15：数据中心分级要求

互联网数据中心分级要求	一级	二级	三级	四级	五级
绿色节能：	PUE ≤2.0	PUE ≤1.8	PUE ≤1.5	PUE ≤1.4	PUE ≤1.3
服务能力：	- 初步具备骨干网接入能力 - 具备线路冗余能力 - 内部网络互联可满足基本需求	- 具备良好骨干网接入能力 - 具备良好线路冗余能力 - 内部网络互联能力良好	- 具备较强骨干网接入能力 - 具备较强线路冗余能力 - 内部网络互联能力较强	- 具备优良骨干网接入能力 - 具备优良线路冗余能力 - 内部网络互联能力优良	- 具备卓越骨干网接入能力 - 具备卓越线路冗余能力 - 内部网络互联能力卓越
算力与算效：	- 通用算力（TFLOPS/架）满足[0, 10] - 算效（GFLOPS/架）满足[0, 5] - 智能算力（TFLOPS/架）满足[0, 100] - 算效（GFLOPS/架）满足[0, 25]	- 通用算力（TFLOPS/架）满足[10, 20] - 算效（GFLOPS/架）满足[5, 10] - 智能算力（TFLOPS/架）满足[100, 150] - 算效（GFLOPS/架）满足[25, 50]	- 通用算力（TFLOPS/架）满足[20, 50] - 算效（GFLOPS/架）满足[10, 13] - 智能算力（TFLOPS/架）满足[150, 250] - 算效（GFLOPS/架）满足[50, 75]	- 通用算力（TFLOPS/架）满足[50, 100] - 算效（GFLOPS/架）满足[13, 25] - 智能算力（TFLOPS/架）满足[250, 600] - 算效（GFLOPS/架）满足[75, 100]	- 通用算力（TFLOPS/架）满足[100, +∞) - 算效（GFLOPS/架）满足[25, +∞) - 智能算力（TFLOPS/架）满足[600, +∞) - 算效（GFLOPS/架）满足[100, +∞)

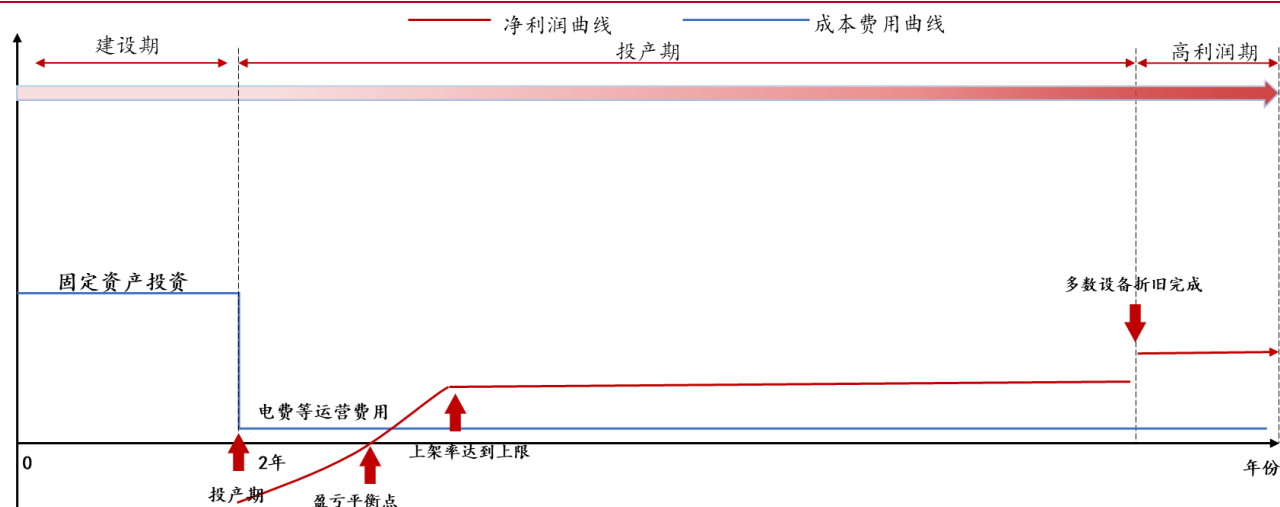
资料来源：工信部《互联网数据中心（IDC）技术和分级要求》，国联证券研究所

注：PUE：电能利用效率（power usage effectiveness）=数据中心全年消耗电量/数据中心IT设备全年消耗电量

数据中心为重资产行业，运营模式包括自建模式、租赁模式等。根据安永2023年11月发布的《中国第三方IDC行业财务数据回顾及未来展望》，IDC资源建设主要有三种模式：租用运营商IDC资源、与终端客户合建，以及自建模式。

以自建模式为例，数据中心的投资运营可以分为三个阶段。在建设期，数据中心项目会产生固定资产投资现金流流出。进入投产期阶段，随着上架率不断地提升，项目产生营业收入，营收规模增加，同时折旧费用占比减少，毛利率、净利率提高。在上架率达到40%-50%左右，数据中心实现盈亏平衡；在上架率达到上限时，项目营收规模亦达到最高点。当使用年限达到15年时，多数设备折旧完成，项目净利润提升，进入高利润阶段。

图表16：数据中心净利润-成本项目模型



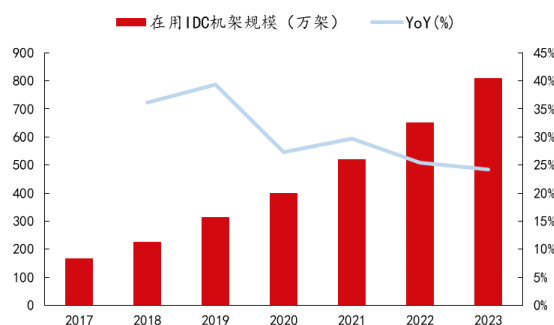
资料来源：IDC 图，国联证券研究所

2.1.2 行业供给规模持续上升，供给方存在区位和背景差别

东数西算启动以来，各行业涌入 IDC 行业。根据中国信通院《2023 年第三方数据中心报告》，在“东数西算”发展战略和信息技术加速赋能 IDC 产业应用的背景下，2022 年我国数据中心行业热度持续高涨，大量资本争先涌入市场；在政策和需求的双轮驱动下，新进入者逐渐涌入 IDC 行业，其中包括钢铁行业、房地产行业、食品行业及汽车等在 IDC 产业链之外的企业。

以人工智能、云计算、大数据、区块链、物联网为代表的数字技术带动算力需求与日俱增，根据中国信通院统计，截至 2023 年底，我国在用算力中心机架总规模达到 810 万标准机架，同比增长 24.20%。国内 IDC 总体平均上架率达 66%。我国算力总规模超过 230 EFLOPS，其中智能计算占比近 30%，存力规模达到约 1200 EB，先进存储容量占比超过 25%。全国在用算力中心平均 PUE 为 1.48，同比下降 2.63%。

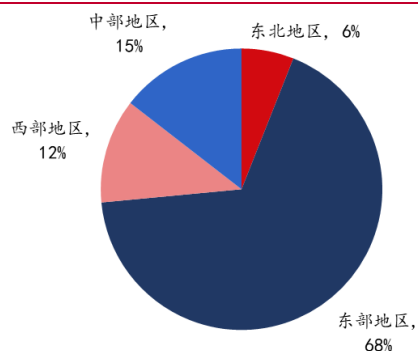
图表17：2017-2023 年我国在用算力中心机架规模



资料来源：中国信通院公众号，国联证券研究所
注：（以功率 2.5 千瓦为一个标准机架）

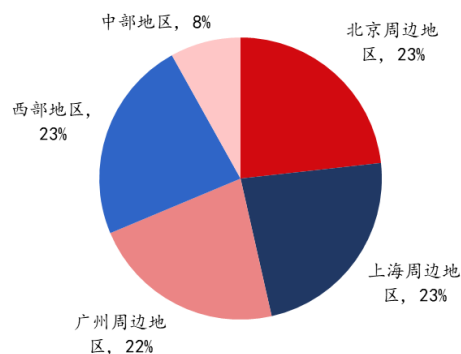
东部地区项目分布多于西部地区。我国东部地区互联网用户密度较高，对数据中心需求较为集中。根据 ODCC 的数据，2022 年东部发达省份数据中心所占比例为 68%，其它地区的数据中心布局相对较分散，中部、西部、东北地区占比分别为 15%/12%/6%。2020-2023 年新增机柜主要集中在一线城市周边：北京及周边地区占比 23%、上海及周边地区占比 23%、广州及周边地区占比 22%。

图表18：2022 年全国各地区数据中心分布情况



资料来源：ODCC《中国第三方 IDC 行业财务数据回顾及未来展望》，国联证券研究所

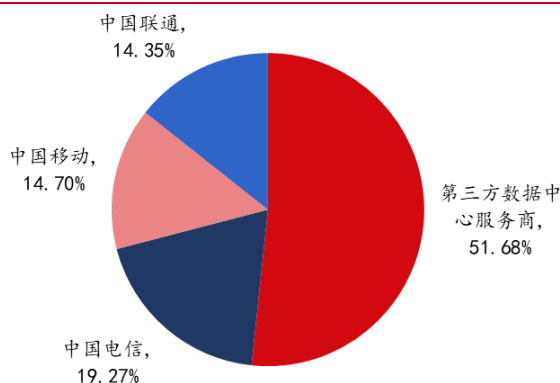
图表19：2020-2023 年全国各地区新增机柜分布



资料来源：ODCC《中国第三方 IDC 行业财务数据回顾及未来展望》，国联证券研究所

第三方 IDC 服务商市场份额占半数以上。根据信通院发布的《第三方数据中心报告》，从 2022 年 IDC 服务商数据中心业务的市场份额来看，基础电信运营商占比小于第三方数据中心运营商：中国电信、移动、联通分别占比约为 19.27%/14.70%/14.35%，第三方数据中心占比约为 51.68%。

图表20：2022 年运营商及第三方 IDC 服务商数据中心业务收入分布



资料来源：中国信通院《第三方数据中心报告》，国联证券研究所

2.2 IDC 呈现规模化、集中化和绿色节能发展趋势

2.2.1 政策推动 IDC 产业向绿色数据中心转型

“数字经济”和“东数西算”等政策共同规范数据中心行业发展。根据《“十四五”数字经济发展规划》内容，国家计划在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈等地区布局全国一体化算力网络国家枢纽节点，建设数据中心集群，优化数据中心建设布局。东数西算政策通过引导各类算力向国家规定的8大算力枢纽聚集，以协调东西部算力资源平衡。

图表21：2022-2023 年中国数字经济和东数西算政策梳理

发布时间	政策名称	主要内容
2023 年 12 月	《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》	- 引导各类算力向国家枢纽节点集聚，国家枢纽节点外原则上不得新建各类大型及超大型数据中心。 - 促进数据中心节能降耗，强化绿色低碳技术推广应用，提升数据中心绿电使用比例。 - 建设目标：算力电力双向协同机制初步形成，国家枢纽节点新建数据中心绿电占比超过 80%。
2023 年 2 月	《数字中国建设整体布局规划》	系统优化算力基础设施布局，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。
2022 年 1 月	《“十四五”数字经济发展规划》	- 在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈等地区布局全国一体化算力网络国家枢纽节点，建设数据中心集群，结合应用、产业等发展需求优化数据中心建设布局。 - 持续推进绿色数据中心建设，加快推进数据中心节能改造，持续提升数据中心可再生能源利用水平。

资料来源：中国政府网，国联证券研究所

能耗政策推动 IDC 厂商向绿色数据中心转型。能耗政策通过对低效数据中心成本端加码，规范 IDC 厂商降低 PUE、提高数据中心可再生能源使用比例、促进 IDC 厂商向绿色数据中心转型。北京、上海等城市对于数据中心建设的 PUE 值提出要求，例如北京市政府根据数据中心 PUE 值设定数据中心电价，单位电耗超过限额标准，每度电加价 0.5 元；上海市政府对 2025 年数据中心建设提出了新目标，要求 PUE 下降至 1.25 以内。

图表22：全国及部分省市能耗政策

时间	省份/城市	政策	主要内容
2023 年 7 月	北京市	《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。 - 市级节能审查机关组织对数据中心实际运行 PUE 值执行《数据中心能源效率限额》。 - 超过标准限定值（PUE 值 1.4）的数据中心，将按本市差别电价有关规定中超过单位产品能耗限额的情形，确定执行差别电价单位的名单，并通知北京市电力公司征收差别电价电费。

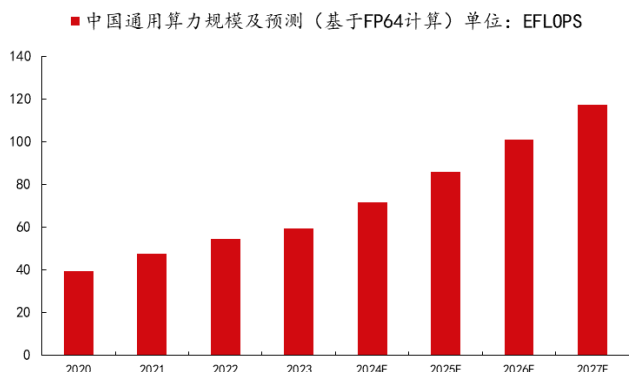
2023 年 4 月	上海市	《上海市推进算力资源统一调度指导意见》	目标：2025 年本市数据中心算力超过 18,000PFL0PS（FP32）；新建数据中心绿色算力占比超过 10%（不含市电结构中的绿电）；集聚区新建大型数据中心综合 PUE 降至 1.25 以内；绿色低碳等级达到 4A 级以上。
2023 年 3 月	全国性	《绿色数据中心政府采购需求标准（试行）》	采购人应当加强采购需求管理，根据《需求标准》提出的指标编制数据中心相关设备。

资料来源：北京市发展和改革委员会等，国联证券研究所

2.2.2 AI 智算设备的存放和运维对 IDC 行业提出新技术需求

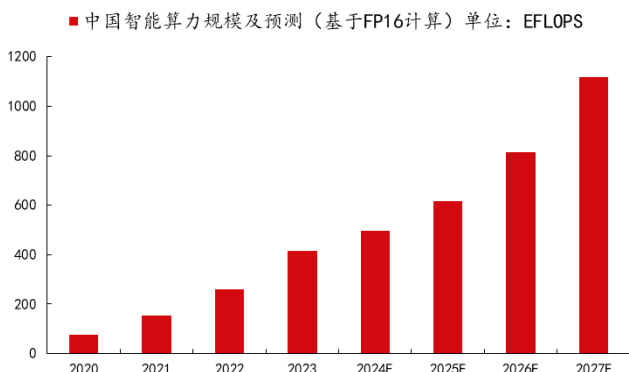
生成式 AI 助推智算需求增长。AI 大模型发展带动算力需求不断增长，根据《2023-2024 年中国人工智能算力发展评估报告》，预计 2027 年中国通用算力规模达到 117 EFL0PS，2024-2027 年 CAGR 为 18%；2027 年中国智能算力规模达到 1117 EFL0PS，2024-2027 年 CAGR 为 31%。

图表23：2020-2027 年中国通用算力规模及预测



资料来源：IDC《2023-2024 年中国人工智能算力发展评估报告》，国联证券研究所

图表24：2020-2027 年中国智能算力规模及预测



资料来源：IDC《2023-2024 年中国人工智能算力发展评估报告》，国联证券研究所

IDC 行业处于算力中心阶段，需求向“集群化数据中心”转变。根据中国数据中心产业发展白皮书，中国数据中心依次经历四个阶段：网络中心阶段（2000 年以前）、IT 中心阶段（2000-2010 年）、云中心阶段（2011-2020 年）和算力中心阶段（2021 年至今）。在算力中心阶段，需求呈现向“超大型 IDC+智能计算数据中心”转变。

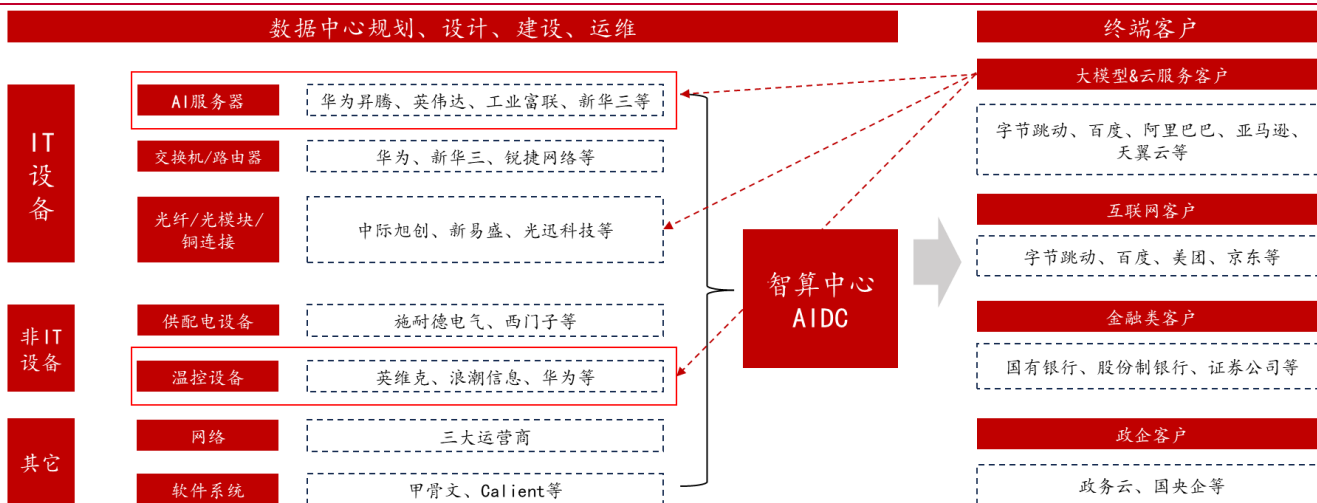
图表25：中国 IDC 业务市场规模进入算力中心阶段



资料来源：中国通服数字基建产业研究院《中国数据中心产业发展白皮书（2023年）》，国联证券研究所

智算需求带动 IDC 产业链升级。AIDC 产业链上游主要包括 IT 设备（服务器、交换机、光模块）、供电设备、温控设备等，下游客户主要包括大模型客户、互联网客户、金融类客户等。终端客户对智能算力有了更高的需求，例如推理和训练大模型，传统的云服务转换为 MaaS 等，使得 AIDC 产业链上游由传统的服务器转换为 AI 服务器，同时对数据中心液冷也有了更高的需求。

图表26：智算中心产业链



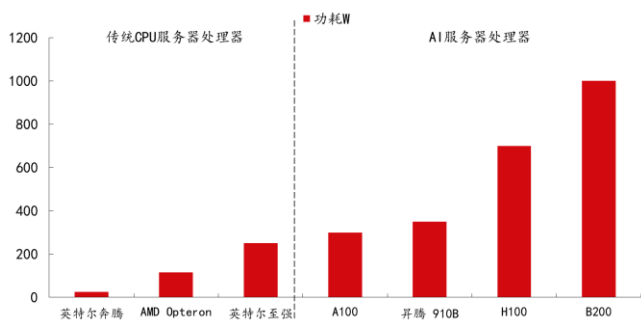
资料来源：艾瑞咨询《2020 年中国数据中心行业研究报告》，国联证券研究所

智能算力需求带动处理器功耗管理需求上升。在大模型客户对于智能算力需求不断增加的背景下，AI 处理器的功耗较传统处理器有大幅度提升。AI 服务器多采用异构架构，既包括 CPU 处理器又包括 GPU 处理器。GPU 处理器的功耗显著高于 CPU 处理器，传统的 CPU 功耗往往小于 300W，英伟达 H100 处理器的功耗为 700W。

AI 服务器功耗上升，对数据中心功耗管理提出更高要求。数据中心主要为客户服务器提供机柜物理空间，为服务器供电、互联互通提供了结构通道等。随着服务器处理器功耗不断提升、其它电子元器件的同步配套升级，服务器整体功耗有了显著的提升。

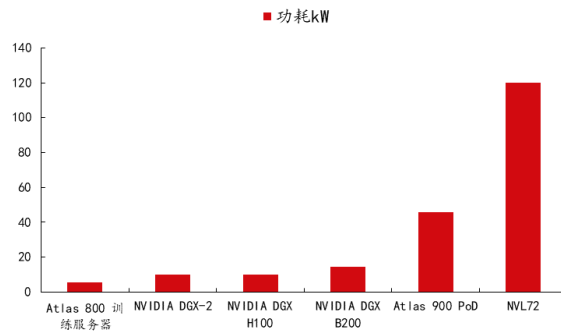
华为 Atlas 800 AI 服务器最大功耗为 5.6kW，Atlas 900 PoD 最大功耗为 46kW；2024 年英伟达在 GTC 大会上发布的 NVL72 服务器功耗预计达到 120kW。

图表27：传统 CPU 处理器与 AI 处理器功耗对比



资料来源：英特尔官网、英伟达官网、AMD 官网、华为官网，国联证券研究所

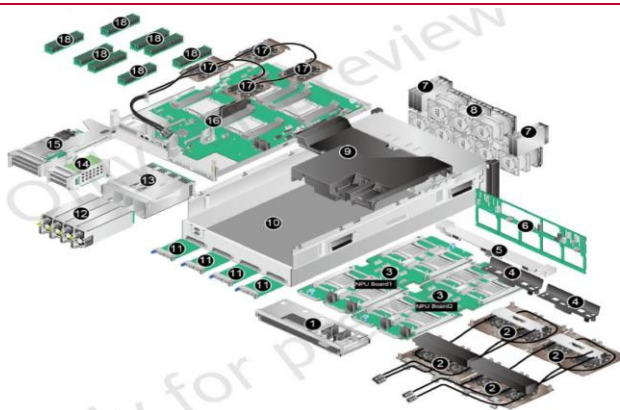
图表28：英伟达及华为 AI 服务器功耗



资料来源：IDC《2023-2024 年中国人工智能算力发展评估报告》，国联证券研究所

液冷技术发展确定性不断增强。华为《2024 数据中心能源十大趋势白皮书》指出，相较于通用服务器，智能算力需要庞大的推演算法，其内置的智能计算芯片导致其功率密度普遍较高，需要采用液冷方式进行冷却。华为 Atlas 800 服务器已完成液冷设计及配置，搭配 8 块液冷散热器，能够有效保证 AI 服务器的操作温度。

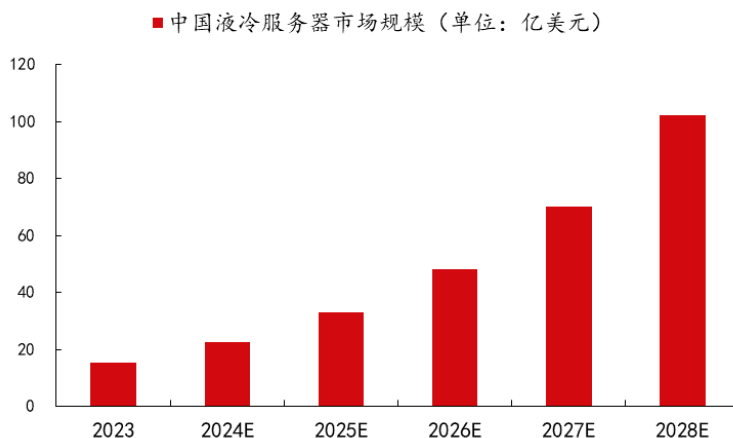
图表29：Atlas 800 服务器采用液冷配置



资料来源：华为官网，国联证券研究所
注：图中 2 为 NPU 液冷散热器，17 为 CPU 散热器

液冷技术市场需求不断提高。根据 IDC 数据，2023 全年中国液冷服务器市场规模达到 16 亿美元，预计 2028 年将达到 102 亿美元，5 年 CAGR 为 46%。互联网行业占整体液冷服务器采购市场份额为 46.30%，是 2023 年中国液冷服务器市场最大买方。

图表30：2023-2028 年中国液冷服务器市场预测



资料来源：IDC《中国半年度液冷服务器市场（2023 全年）跟踪》，国联证券研究所

2.2.3 AI 算力需求助力大规模智算中心份额提升

运营商加快算力基础建设，布局大规模智算中心。根据中国电信 2023 年业绩宣传材料，公司 2024 年预计在产业数字化投资 370 亿元，同比增长 4.11%。2024 年 5 月公司粤港澳大湾区首个大规模全液冷智能算力数据中心发布暨数字韶关框架协议签约。该算力中心是韶关集群内最早启动、进度最快、最先投产的项目，最大可承载 4 万卡国产化智能算力。

中国移动 2024 年预计在算力网络领域投资 475 亿元，同比增长 21.48%。根据公司 2023 年年度报告，公司对外可用 IDC 机架 47.8 万架，净增 1.1 万架，累计投产算力服务器超 80.4 万台，净增超 9.1 万台。2024 年 5 月 24 日，中国移动董事长杨杰在第七届数字中国建设峰会上表示中国移动正加快完善算网基础设施体系，年内将投产 3 个近两万张 GPU 卡的超大规模单体智算中心和 12 个区域智算中心。

图表31：2024 年运营商算力网络建设规划

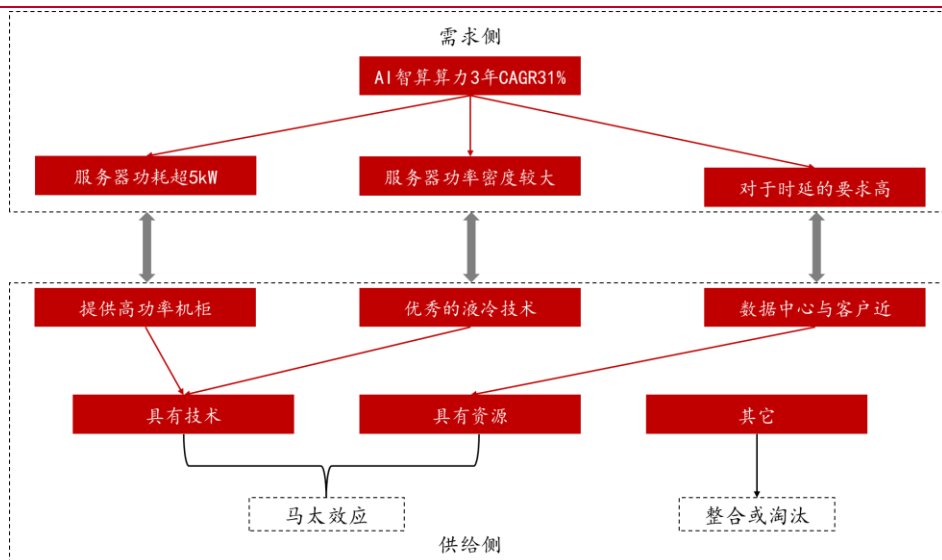
	2024E 算力/数字化投入	2024E 算力规模	2023 年 IDC 机架数（架）
中国电信	370 亿元 同比增长 4.11%	21 EFLOPS	50 万
中国移动	475 亿元 同比增加 21.48%	26 EFLOPS	>47.8 万

资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

供需错配增强 IDC 行业马太效应。IDC 行业供给仍然处于过剩的状态，难以满足智算需求。AI 服务器具有功耗高，发热量大的特点；只有满足配备高功率机柜、具有液冷技术的数据中心才能满足智算需求。在算力需求的带动下，IDC 产业有望实现资源向

头部企业集中，马太效应凸显。

图表32：供需错配带来 IDC 行业马太效应逻辑图



资料来源：国联证券研究所整理

根据 IDC 咨询《中国数据中心服务市场（2022 年）跟踪》，在一线城市能耗指标审批趋严的形势下，头部数据中心服务商在一线城市的前瞻性布局提高了资源稀缺性优势；头部数据中心服务商通过资本并购、老旧数据中心改造进一步提升市场集中度；数据中心上架功率提升，单客户价值不断增强。

图表33：2021-2023 年中国数据中心行业并购案例

时间	受让方	转让方	标的
2023/8/11	贝恩资本	秦淮数据	贝恩资本已与秦淮数据达成私有化协议，以每普通股 4.30 美元，每 ADS 股 8.60 美元的价格，收购秦淮数据所有已发行的股份
2022/10/21	科华数据	上海溯聚	上海成凡云计算科技有限公司
2021/6/7	宝能创展	鹏博士	酒仙桥数据中心、电信通数据中心、上海数据中心、广州数据中心、佛山数据中心
2021/4/28	凯德集团	中航信托	上海市闵行区的超大规模数据中心园区

资料来源：贝恩资本公众号、科华数据、鹏博士公司公告等，国联证券研究所

3. 传统业务优势稳固，AIDC 开拓第二增长曲线

3.1 商业模式和区位优势助力营收规模持续增长

3.1.1 公司采用“四自”模式提升客户粘性

公司主要采用与电信运营商合作运营的经营模式。公司向终端客户提供恒定不间断

的机房环境，由电信运营商提供带宽接入及其它电信增值服务。公司与电信运营商签署协议，运营商向公司按月结算服务费，并向终端客户收取相关服务费。

图表34：公司业务模式

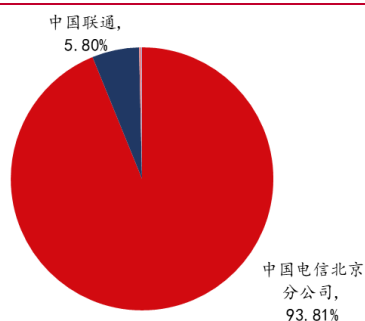


资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司的直接客户为运营商，终端客户为大型互联网厂商及政府部门等。公司主要的直接用户为中国电信北京分公司和中国联通，终端客户主要包括字节跳动、华为等企业。字节跳动近年来已成为公司的核心客户之一，根据公司重组说明书，2021年1-10月字节跳动占公司总营收的64.19%。

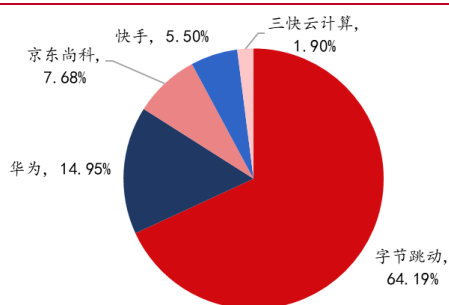
公司与重要客户的合作关系较为稳定，奠定持续盈利基础。根据公司重组说明书，公司与中国电信北京分公司签订合同平均期间为15年，与中国联通河北分公司签订合同平均期为10-15年。公司与运营商签订合同期间较长、合同的解除需双方同意，有效保证了数据中心的长期运营以及长期稳定的上架率。

图表35：截至2021年10月公司主要直接客户



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表36：截至2021年10月公司前五大终端客户



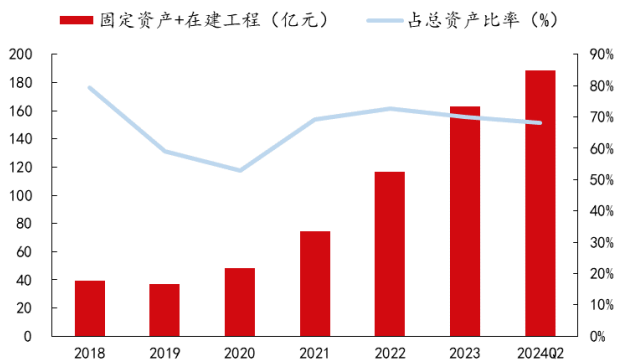
资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司固定资产采用“自投、自建、自持、自运维”模式提升客户粘性。根据公司公告，大型互联网、云厂商等终端客户具有租赁机柜数量多，服务器放置规模大以及服务器搬迁成本高等业务特性，其对IDC运营商机房要求具有长期性、稳定性等能力。而相

比较于租赁模式，公司的“四自”模式规避了租赁到期、出租方违约或周边场地限制等风险，有利于营造长期、稳定、可靠的运行环境，从而提升服务品质和客户黏性。

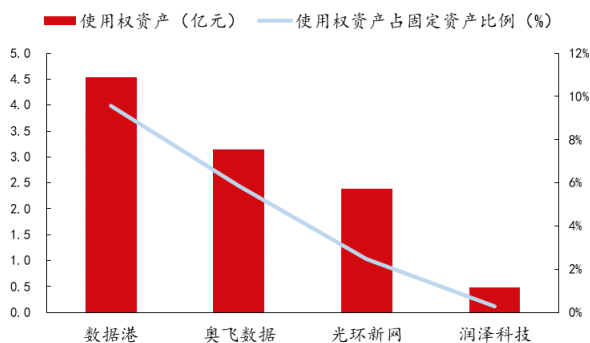
公司持续投入固定资产，使用权资产占比较低。截至 2024Q2，公司固定资产（包括在建工程）规模为 188.82 亿元，其占总资产比例为 68.18%，主要原因为公司交付的数据中心转为固定资产及工程持续建设中。使用权资产是公司在租赁期使用租赁资产的权利，其代表了 IDC 厂商租赁模式下数据中心的资产规模；公司 2023 年使用权资产为 0.48 亿元，仅占固定资产的 0.51%。与 IDC 行业其他企业相比，公司的使用权资产占固定资产的比重较低。

图表37：2018-2024Q2 公司固定资产及在建工程



资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所

图表38：2023 年 IDC 供应商使用权资产比例



资料来源：各公司公告，国联证券研究所
注：（固定资产包括在建工程）

3.1.2 算力枢纽资源布局确定区位优势

公司立足于廊坊、平湖、佛山、惠州，辐射重庆、兰州、儋州，布局“东数西算”五大算力枢纽。公司廊坊项目占地 134 万平方米，预计建设 22 栋数据中心；平湖项目占地 70 万平方米，预计建设 9 栋单体数据中心；佛山项目占地 15.53 万平方米，规划建设 5 栋数据中心和 1 栋快速反应中心，其它项目正在加速布局。

图表39：公司“六大区域”和“七个智算基础设施集群”建设规划情况

六大区域	算力集群	占地面积（万平方米）	建设规划
京津冀地区	廊坊	134	预计建设 22 栋数据中心。
长三角地区	平湖	70	共 9 栋单体数据中心。
	佛山	16	规划建设 5 栋数据中心和 1 栋快速反应中心，具有 3 万个机柜服务的能力。
	惠州	20	规划建设 5 数据中心，首期建成后满足 3 万架机架。
大湾区地区			
成渝地区	重庆	27	预计建设 8 栋数据中心。
西北地区	兰州	18	计划共建设 7 栋数据中心，1.4 万以上机柜。

海南地区

儋州

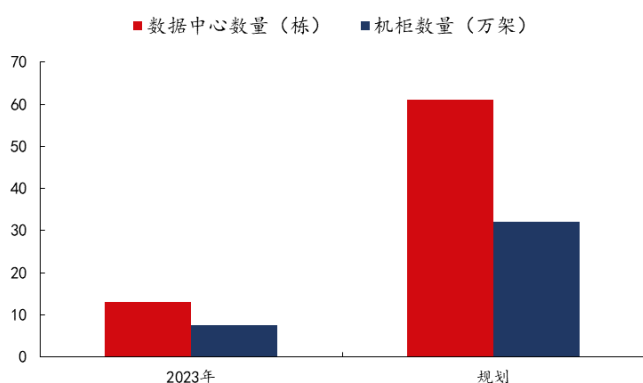
16

整体规划 3 万机柜。

资料来源：佛山市人民政府、惠州日报、公司公告等，国联证券研究所

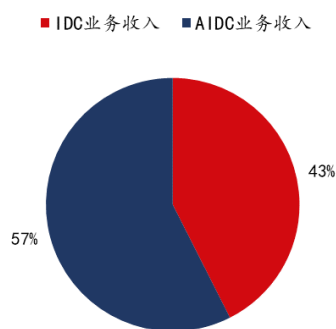
公司机柜总规模及 AIDC 业务占比均具有提升空间。公司合计布局了约 61 栋智算中心，32 万架机柜；截至 2023 年，公司交付了 13 栋数据中心，约 7.6 万架机柜，占总规划数据中心的 21.31%；2024H1，公司 IDC 业务收入 15.21 亿元，AIDC 业务收入 20.54 亿元，AIDC 业务占总营收比例为 57.46%。

图表40：公司数据中心规划数量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表41：2024H1 IDC 业务与 AIDC 业务占比情况



资料来源：iFind，国联证券研究所

地下管廊组合超大规模园区级数据中心，上架率带动数据中心营收规模增长。公司通过地下综合管廊已将廊坊 A 区 12 栋数据中心 7 万个机柜连接起来，相当于 1 栋数据中心有 7 万个机柜，最大化提高利用率，进而提高综合上架率。根据公司重组说明书披露，以已交付数据中心为例，上架率达到 50% 需要 8 个月，达到 70% 需要 13 个月，达到 90% 以上需要 24 个月。随着上架率的提升，固定资产的利用效率提高，公司营收随之增长。

3.2 AIDC 业务新模式有效提升上架速度

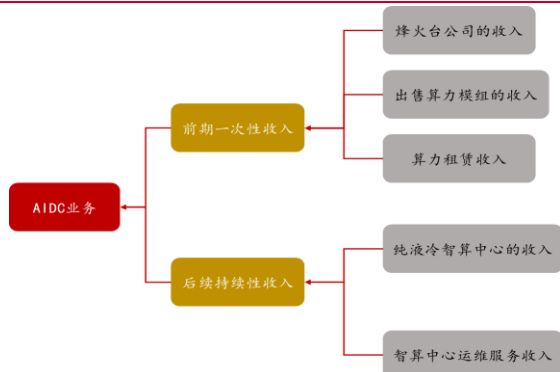
3.2.1 算力模组服务有效吸引 AIDC 高质量客户

2023 年，公司积极把握 AI 发展机遇，主动承担智算中心的链主角色，联合生态伙伴，通过汇聚资源、技术、模型、算法和数据，组织构建一个从智算基础设施，到智算平台，再到智算中心整体解决方案的完整产业生态，于“智算元年”牵头在京津冀园区和长三角园区部署了大规模算力模组，以卓越的技术实力赢得终端大模型客户的信任。

公司 AIDC 业务包括前期一次性收入和后续持续性收入。公司前期为吸引头部大模型

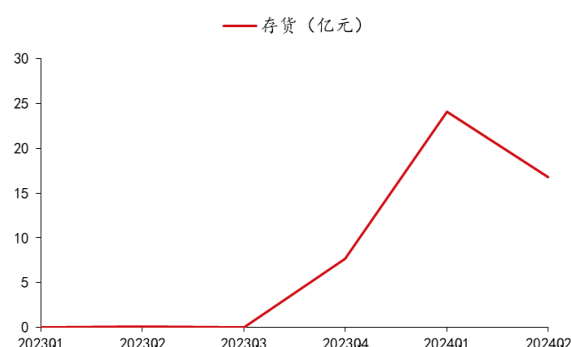
公司，将“训练基地”、“训练模组”搭建在润泽智算中心平台上，为客户提供资源、配件支持，向客户出售算力模组。2023 年 Q1-2024 年 Q2，公司存货从 0.01 增长至 16.78 亿元，根据公司公告，公司存货上升主要原因为 AIDC 业务拓展顺利，期末时高性能服务器尚未完成交付；随着公司的高性能服务器交付，将提升 AIDC 业务后续上架率。

图表42：公司 AIDC 业务收入构成



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表43：2023Q1-2024Q2 公司存货情况



资料来源：iFind，国联证券研究所

持续性业务带动 AIDC 整体毛利率提升。后续持续性收入包括机柜租赁和运维等服务。相较于传统 IDC 业务（2024H1 毛利率为 51.36%），AIDC 业务毛利率较低（2024H1 毛利率约为 22.14%），随着后续持续性收入规模增加后，AIDC 业务整体收入和毛利率有望逐步提升。

3.2.2 公司 IDC 具备自主进化能力，链主方角色打造 AIDC 完整解决方案

公司 IDC 具备自主进化能力。面对人工智能等技术发展带来的智能算力需求，公司秉持“研发创新驱动发展”的理念，紧跟行业发展趋势和市场需求，对液冷技术、AIDC 智算中心等前沿技术进行布局；公司于 2021 年在廊坊园区与合作伙伴进行液冷项目合作，经过验证后，于 2023 年交付了业内首栋纯液冷智算中心，实现了风冷机房向液冷机房的自主进化。

2023 年，公司作为算力平台链主方，为终端大模型客户提供一体化智算服务。公司于 2023 年 8 月设立子公司烽火台，提高自身算力模组的全链路交付能力。公司积累了液冷智算中心设计、研发、建设和运维经验，具备高密机柜和液冷机柜批量交付能力，为万亿大模型训练和推理提供服务支持和技术保障。

图表44：公司 AIDC 业务相较传统 IDC 业务优劣势

AIDC相较传统IDC优势

在产业链是
链主方

市场上首家纯液
冷数据中心

对数据的传输
能力要求更高

AIDC相较传统IDC劣势

算力模组的采购成本较高，算力设备销售业务的波动较大，
算力模组销售租赁业务毛利率较低。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

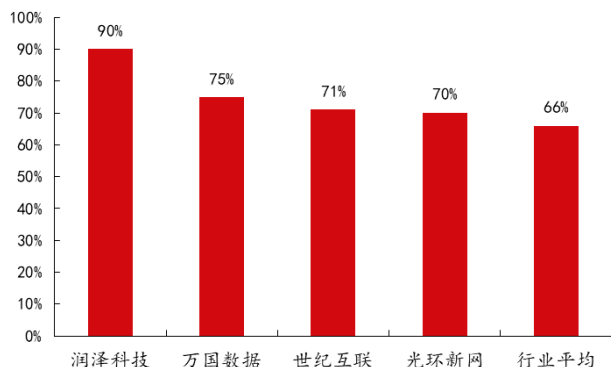
3.3 高上架率助力公司保持行业领先盈利水平

3.3.1 收入端：上架率提升带动毛利率上升

公司毛利率在 IDC 行业内较高，2019-2023 年维持在 50%左右。我们认为，公司在收入与成本上的优势奠定了高毛利率。从收入端来看，上架率的提升带动数据中心营业收入增长；同时公司采用自建模式，固定资产的折旧成本较为稳定，上架率提升使得折旧在收入中的占比逐渐降低。

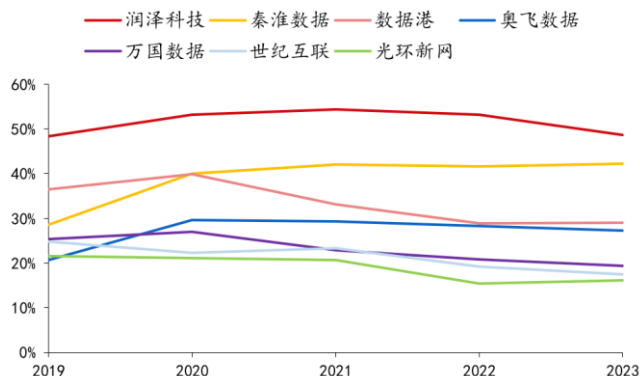
随着上架率提升，公司的“四自”模式摊薄数据中心投建成本。公司长期以来坚持“四自”模式，即自主投资、自主建设、自主持有和自主运维高等级数据中心集群。一方面，自建模式在初期需要较高的资本性支出，从长期经营的角度看，上架率、营业收入的持续提升，自建固定资产折旧在收入中的占比逐渐减少，毛利率随之提升。另一方面，公司采取“四自”模式，通过集采、设施共用，有效摊薄成本，折旧摊销成本占比较低。

图表45：2023 年 IDC 供应商及行业平均上架率情况



资料来源：各公司公告，中国信通院公众号，国联证券研究所

图表46：2019-2023 年 IDC 供应商毛利率（单位：%）



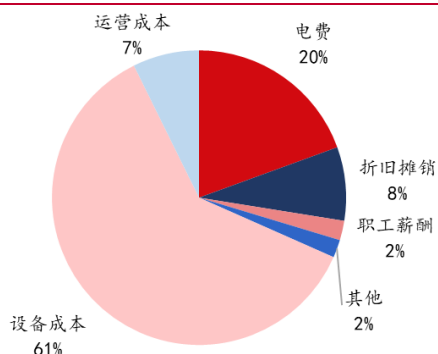
资料来源：各公司公告，国联证券研究所

3.3.2 成本端：电费成本降低推动毛利率提升

从成本端来看，得益于公司园区主要位于一线城市周边，电费成本较低，以及低 PUE 值和自建变电站，公司电费成本持续优化。

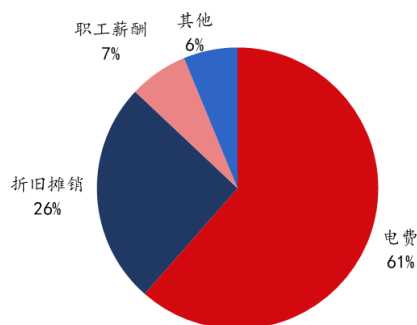
电费成本占成本比例较高。电费在传统 IDC 业务成本中占比较高；2024H1 传统 IDC 业务成本构成中，电费占比为 61%。在机柜租赁市场定价相同的情况下，电费成本低意味着公司的毛利率更高。

图表47：2024H1 公司营业成本构成



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表48：2024H1 公司传统 IDC 业务成本构成



资料来源：公司公告，国联证券研究所

根据公司重组说明书，公司以 2020 年数据模拟测算，公司与同行业可比公司可比业务相比，公司的电价优势对毛利率约有 8%-12%的影响。

图表49：电价对毛利率影响分析

2020	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）	139356.15	139356.15	139356.15	139356.15
成本（万元）	65291.29	76358.69	81552.43	77430.79
毛利率	53.15%	45.21%	41.48%	44.44%
电费（万元）	38535.24	49602.64	54796.38	50674.74
电量（万千瓦时）	89739	89739	89739	89739

资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司获取变电站资源，电力成本持续优化。2020 年 9 月，公司自用 110kV 变电站顺利通电，有效优化了数据中心的电网结构，满足了客户对稳定、安全、可靠电力保障和服务的需求。2024 年 1 月，公司自建的 220kV 变电站顺利送电投运，其最大供电能力达 960MW，电力供应能力增加两倍以上。根据公司公告，220kV 变电站的投运使得电费单价再次下降，公司用电总量逐年增加使得公司在电力市场化交易谈判时具有一定的议价能力，电费单价也有进一步的下降空间。

图表50：公司 220kV 变电站送电投运



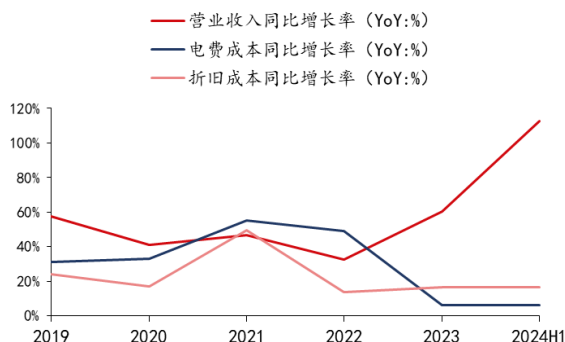
资料来源：公司公众号，国联证券研究所

液冷机柜有望进一步提升公司成本优势。公司液冷机柜起步较早，积累了大量的运行数据；根据中国信通院数据，2023 年全国运营 IDC 平均 PUE 为 1.48，公司 2023 年 7 月交付了单机柜功率超 20kW 的业内首例整栋纯液冷智算中心，PUE 降至 1.16。根据公司公告，因液冷机柜降低 PUE，其运营成本将较风冷有所降低。

公司数据中心保持低 PUE，股东管理层绿色数据中心目标建设一致。我们认为，公司能够获得较低的成本，主要归因于较低的电费，同时公司能够有效控制自身的 PUE 值。公司与京津冀润泽（公司控股股东，直接持股 61.17%）等公司签订协议，在公司 PUE 降至 1.3 以下之前上市公司股份将继续锁定，不会对外进行转让。

从 2019-2024 年 H1 公司财务数据增速分析：公司 2024H1 营业收入/电费成本/折旧费用同比增速分别为 112.47%/6.37%/30.26%；成本端的电费和折旧费用增速低于营收增速。

图表51：2019-2024H1 公司营收/电费/折旧同比增长率情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 核心假设及盈利预测

收入端：1) 对于传统 IDC 机柜，佛山/惠州按照廊坊 A1-A12 机柜单价取平均值（6850 元/架/月）作为销售单价；西部地区供需关系较东部地区缓和，重庆/儋州/兰州按照廊坊 A1-A12 机柜售价的 70%（4795 元/架/月）作为销售单价，对于 AIDC 机柜，假设 AIDC 机柜功率均为 21.5kW，按照 AIDC 机柜与传统 IDC 机柜平均功率比的 80%，假设廊坊/平湖/佛山/惠州的 AIDC 机柜销售单价为 19932 元/架/月，重庆/儋州/兰州的 AIDC 机柜销售单价为 17442 元/架/月。

2) 假设机柜上架率爬升时间为 2 年；机柜在廊坊/平湖地区满 12 月/24 月时，上架率分别为 50%/90%，机柜在平湖地区满 12 月/24 月时，上架率分别为 40%/90%，其它地区满 12 月/24 月时上架率分别为 30%/90%。

成本端：1) 假设公司传统 IDC 机柜 PUE 为 1.16，AIDC 机柜 PUE 为 1.08；假设各地区电费保持稳定，廊坊/平湖/佛山/惠州/重庆/兰州/海南电价分别为 0.5192/0.6250/0.5604/0.6494/0.6357/0.4322/0.6062 元/kW*h。2) 假设数据中心折旧率 2024-2026 年保持 3.50%。3) 假设高性能服务器 5 年内满足终端客户的智算需求，无需更换。

4.1.1 收入端：营收规模稳步增长

我们假设公司廊坊项目：1) A1/A3/A6/A18/A7/A8 已达到预定上架率且 2024-2026 稳定，2024 年上架率分别为 90.66%/90%/90%/90%/93.25%/90.17%，A2/A5 在改造中，2024 年上架率均为 60%，预计 2025 年上架率均达到 90%；

2) 假设 A9/A10/A11 均于 2023 年投产, A9/A10/A11 上架率于 2025 年均达到 90%;

3) 预计 A12 于 2024 年投产, B1 于 2025 年投产, B2 于 2026 年投产。

根据以上假设, 我们预计公司 2024-2026 年廊坊项目营收分别为 38.65/53.40/60.49 亿元, 同比增速为 38.16%/13.29%, 2 年 CAGR 为 25.11%。

图表52: 公司廊坊项目收入预测

项目名称	投产时间 (年)	机柜数量 (架)	收入 (万元)			单机柜功率 (kW)
			2024E	2025E	2026E	
A-1 数据中心	2016	4,858	31,245.60	31,245.60	31,245.60	5.1
A-2 数据中心	2018	5,830	25,584.37	38,376.56	38,376.56	5.2
A-3 数据中心	2020	6,040	43,059.64	43,059.64	43,059.64	5.7
A-5 数据中心	2017	3,784	16,534.87	24,802.30	24,802.30	5.0
A-6 数据中心	2019	6,020	40,069.36	40,069.36	40,069.36	5.5
A-7 数据中心	2021	6,000	48,394.51	48,394.51	48,394.51	6.3
A-18 数据中心	2020	6,000	48,114.00	48,114.00	48,114.00	7.0
A-8 数据中心	2021	6,000	46,796.07	46,796.07	46,796.07	6.3
A-9 数据中心	2023	6,000	10,977.12	49,397.04	49,397.04	6.3
A-10 数据中心	2023	6,000	26,730.00	48,114.00	48,114.00	6.3
A-11 数据中心	2023	4,096	48,987.75	88,177.94	88,177.94	21.5
A-12 数据中心	2024	6,000		27,442.80	49,397.04	6.3
B-1 智算中心	2025	4,096			48,987.75	21.5
B-2 智算中心	2026	4,096				21.5

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

我们假设公司平湖项目: AIDC 智算中心 2024 年上架率达到 90%; 平湖二期预计 2025/2026 年上架率分别为 40%/90%。根据以上假设, 我们预计公司 2024-2026 年平湖项目营收分别为 8.82/12.74/17.64 亿元, 同比增速为 44.44%/38.46%, 2 年 CAGR 为 41.42%。

图表53: 公司平湖项目收入预测

项目名称	投产时间 (年)	机柜数量 (架)	收入 (万元)			单机柜功率 (kW)
			2024E	2025E	2026E	
AIDC 智算中心	2023	4,096	88,177.94	88,177.94	88,177.94	21.5
A2	2024	4,096		39,190.20	88,177.94	21.5

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

我们假设公司佛山&惠州项目: 1) 对于佛山项目, A2 项目 2024-2026 年上架率分别为 30%/90%/90%; A3/A4 项目 2026 年上架率分别为 30%/30%。2) 对于惠州项目, A2

项目 2025/2026 年上架率分别为 30%/90%，A3 项目 2026 年上架率为 30%。根据以上假设，我们预计公司 2024-2026 年佛山项目营收分别为 1.56/4.67/7.79 亿元，同比增速为 200%/66.67%，2 年 CAGR 为 123.61%；2025-2026 年惠州项目营收分别为 1.48/5.92 亿元，同比增速为 300%。

图表54：公司佛山&惠州项目收入预测

项目名称	投产时间（年）	机柜数量（架）	收入（万元）			单机柜功率（kW）
			2024E	2025E	2026E	
佛山	A2	2023	6,316	15,575.67	46,727.01	7.04
	A3	2025	6,316		15,575.67	7.04
	A4	2025	6,316		15,575.67	6.3
惠州	A2	2024	6,000	14,796.39	44,389.18	6.3
	A3	2025	6,000		14,796.39	6.3

资料来源：公司公告，国联证券研究所

我们假设公司重庆项目：A1 项目 2025/2026 年上架率均分别为 30%/90%；A2 项目 2026 年上架率为 30%。根据以上假设，我们预计公司 2025-2026 年重庆项目营收分别为 0.72/2.89 亿元，同比增速为 300%。

图表55：公司重庆项目收入预测

项目名称	投产时间（年）	机柜数量（架）	收入（万元）		单机柜功率（kW）
			2025E	2026E	
A1	2024	4,184	7,222.61	21,667.84	6.3
A2	2025	4,184		7,222.61	6.3
A7	2026	4,096			21.5
A8	2026	4,096			21.5

资料来源：公司公告，国联证券研究所

我们假设兰州&儋州项目于 2026 年末投产，2024-2026 年不产生收益。

AIDC 业务前期一次性营业收入：该部分业务核心在于吸引大模型客户把设备搭载在公司的智算中心中，我们假设该部分业务营收增速与 AIDC 机柜数量增速相等，毛利率为 3%。我们预测，2024-2026 年 AIDC 业务前期一次性营业收入分别为 15.45/13.73/17.17 亿元，同比增速分别为-11.11%/25%，2 年 CAGR 为 5.41%。

基于上述假设，我们预测 2024-2026 年公司营业收入分别为 64.47/86.74/111.89 亿元，同比增速分别为 48.19%/34.54%/28.99%，2023-2026 年 CAGR 为 37.01%。

图表56：公司整体营收预测

单位：百万元		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	销售收入	2,714.74	4,350.79	6,447.47	8,674.37	11,189.09
	YoY (%)	32.61%	60.27%	48.19%	34.54%	28.99%
IDC 业务收入	销售收入	2,714.74	3,151.82	3,530.81	5,145.58	6,337.20
	YoY (%)		16.10%	12.02%	45.73%	23.16%
AIDC 业务收入	销售收入		1,198.97	2,916.66	3,528.79	4,851.88
	YoY (%)			143.26%	20.99%	37.49%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.1.2 成本端：精细管理效果显著

IDC 业务：我们预计，2024-2026 年，电费成本分别为 12.20/18.91/24.92 亿元，同比增速为 28.99%/54.97%/31.81%，3 年 CAGR 为 38.12%；折旧费用成本分别为 4.14/5.18/6.39 亿元，同比增速为 37.85%/25.35%/23.35%，3 年 CAGR 为 28.70%；职工薪酬费用成本分别为 1.04/1.35/1.66 亿元，同比增速为 0.59%/29.41%/22.73%，3 年 CAGR 为 16.90%。

AIDC 业务：我们预计，2024-2026 年，设备成本分别为 15/13.33/16.67 亿元，同比增速为 104.91%/-11.11%/25%，3 年 CAGR 为 31.55%；电费成本分别为 6.85/10.66/15.43 亿元，同比增速为 55.67%/44.70%。

图表57：公司营业成本和毛利率预测

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业成本（百万元）		1,272.89	2,237.51	3922.81	4943.60	6506.77
IDC 业务	电费	892.16	945.74	1219.95	1890.54	2492.00
	折旧摊销	256.93	299.97	413.52	518.36	639.39
	职工薪酬	76.05	103.79	104.40	135.11	165.82
AIDC 业务	设备成本		732.04	1500.00	1333.33	1666.67
	电费			684.94	1066.26	1542.90
毛利率 (%)	IDC 业务	53.11%	54.46%	50.93%	50.57%	47.98%
	AIDC 业务		33.10%	25.09%	32.00%	33.85%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

基于上述假设，我们预测 2024-2026 年公司营业收入分别为 64.47/86.74/111.89 亿元，同比增速分别为 48.19%/34.54%/28.99%，2023-2026 年 CAGR 为 37.01%；归母净利润分别为 21.22/31.47/39.03 亿元，同比增速分别为 20.43%/48.32%/24.02%，3 年 CAGR 为 30.36%；EPS 分别为 1.23/1.83/2.27 元/股。

图表58：公司盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2714.74	4350.79	6447.47	8674.37	11189.09
增长率（%）	32.61%	60.27%	48.19%	34.54%	28.99%
归母净利润（百万元）	1198.25	1761.82	2121.69	3146.85	3902.68
增长率（%）	65.98%	47.03%	20.43%	48.32%	24.02%
EPS（元/股）	0.70	1.02	1.23	1.83	2.27

资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

行业端：从需求分析，AI 智能算力需求不断提升，因制造工艺接近物理极限带来摩尔定律失效，芯片功率持续增长，AI 智能算力的高功率机柜、散热需求和“双碳”政策推动液冷智算中心需求增长，智算中心成为重要的新型基础设施。从供给分析，“东数西算”政策使得一线城市及周边地区土地和能耗限制更严格。需求增长和优质数据中心供给不足使得一线城市机柜资源稀缺，行业呈现马太效应。

公司端：公司拥有 IDC 和 AIDC 核心区域位置资源优势，凭借液冷技术和高功率机柜获取头部互联网公司和终端大模型客户订单，长期业绩规模具有高确定性；随着公司上架率提升分摊折旧成本以及电费成本降低，IDC 和 AIDC 项目毛利率维持高位，公司盈利能力逐步提升。

4.2.1 绝对估值法

我们采取 FCFF 方法进行估值，无风险利率采用十年期国债收益率；市场收益率采用 10 年沪深 300 指数 ROE；假设第二阶段为 10 年，增长率为 9.2%；永续增长率为 1.50%。指标假设依据如下：

图表59：基本假设关键参数

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.20%
市场预期回报率 Rm	10.24%
第二阶段年数（年）	10
第二阶段增长率	9.2%
长期增长率	1.5%
有效税率 Tx	6%
Ke	12.78%
Kd	4%

图表60：FCFF 估值过程

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
第一阶段	2,088.46
第二阶段	34,877.77
第三阶段（终值）	24,943.63
股权价值	54,816.47
除：总股本（百万股）	1,720.58
每股价值（元）	31.86

Wd	45%
WACC	8.83%

资料来源：iFind、公司公告，国联证券研究所

资料来源：iFind，国联证券研究所

根据以上关键参数，FCFF 测得每股价值为 31.86 元。

图表61：FCFF 敏感性测试结果

敏感性测试结果						永续增长率					
WACC	0.93%	1.02%	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%
5.48%	74.67	75.68	76.86	78.21	79.78	81.63	83.81	86.41	89.56	93.43	98.27
6.03%	62.94	63.67	64.50	65.45	66.55	67.83	69.34	71.11	73.23	75.79	78.94
6.63%	52.92	53.43	54.01	54.68	55.45	56.34	57.37	58.58	60.01	61.72	63.78
7.30%	44.34	44.70	45.11	45.57	46.10	46.72	47.42	48.24	49.21	50.35	51.71
8.03%	37.00	37.25	37.54	37.86	38.22	38.64	39.12	39.68	40.33	41.08	41.98
8.83%	30.74	30.91	31.11	31.33	31.58	31.86	32.18	32.56	32.99	33.49	34.08
9.71%	25.40	25.52	25.65	25.80	25.96	26.15	26.37	26.62	26.91	27.24	27.62
10.68%	20.85	20.93	21.02	21.12	21.23	21.36	21.50	21.67	21.85	22.07	22.32
11.75%	17.00	17.05	17.11	17.17	17.24	17.33	17.42	17.53	17.65	17.79	17.95
12.93%	13.73	13.76	13.80	13.84	13.89	13.94	14.00	14.07	14.15	14.24	14.34
14.22%	10.97	10.99	11.01	11.04	11.07	11.11	11.14	11.19	11.24	11.29	11.35

资料来源：iFind，国联证券研究所

4.2.2 相对估值法

公司主营业务包括 IDC 业务和 AIDC 业务，我们依照同类业务模式选取光环新网、奥飞数据、宝信软件作为可比公司。考虑到 IDC 行业整体仍处于供给大于需求的竞争格局，公司在 IDC 行业中资源稀缺性优势突出、盈利能力较强，我们给予公司 2024 年 26 倍 PE，公司合理市值为 530.5 亿元，对应目标价为 31.98 元。

图表62：可比公司估值（可比公司盈利预测采用 iFind 一致预期）

代码	简称	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300383.SZ	光环新网	144.17	0.33	0.42	0.50	24.46	19.06	15.93
300738.SZ	奥飞数据	88.57	0.20	0.31	0.43	45.13	29.64	21.45
600845.SH	宝信软件	709.94	1.15	1.42	1.76	27.66	22.27	17.98
	平均		0.56	0.72	0.90	32.41	23.66	18.45
300442.SZ	润泽科技	410.87	1.23	1.83	2.27	19.37	13.06	10.53

资料来源：iFind，国联证券研究所预测，市值选取 2024 年 8 月 30 日收盘价

4.2.3 投资评级

公司商业模式增强业务稳定性，区位优势奠定营收持续性，得益于收入和成本优势，毛利率维持高位。鉴于公司持续精进 IDC 业务，AIDC 业务开拓第二成长曲线，长期增长逻辑清晰，综合相对估值和 DCF 绝对估值法的结果，给予公司 2024 年 26 倍 PE，对应目标价为 31.98 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1) 需求不及预期风险

公司终端客户为互联网厂商，主要的需求动力为 AI 算力需求，目前一线地区算力业务市场需求较强，供给受周边土地和能耗限制，若 AI 算力需求不及预期，公司 IDC 上架率较低，则会导致营收增速不及预期。

2) 行业竞争加剧风险

AIDC 行业属于成长阶段，若行业竞争加剧或供给过剩，则会导致公司的营收增速不及预期。

3) 机柜交付不及预期风险

若公司数据中心建设周期或上架率完成周期较长，则会导致机柜交付不及时，公司收入不及预期。

4) 电价上涨和节能不及预期风险

电价在公司成本构成中占比较高，若电价上涨，则会导致公司营业成本上升，毛利率水平不及预期。公司目前机柜实际运行效果可能未能满足 1.3，若国家出台更加严格的节能政策，公司成本有上升风险。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1396	1810	2070	173	424	营业收入	2715	4351	6447	8674	11189
应收账款+票据	375	1064	1234	1660	2141	营业成本	1273	2238	3923	4944	6507
预付账款	12	11	31	35	45	营业税金及附加	23	36	54	72	93
存货	2	770	676	994	1401	营业费用	4	3	4	6	7
其他	927	1370	2079	2632	3157	管理费用	218	269	322	434	559
流动资产合计	2711	5024	6090	5494	7169	财务费用	83	125	60	100	140
长期股权投资	5	4	3	2	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	6063	9422	16290	23861	26829	公允价值变动收益	0	6	0	0	0
在建工程	5590	6926	3463	0	0	投资净收益	71	59	58	58	58
无形资产	828	1127	940	752	564	其他	45	35	-1	-1	-1
其他非流动资产	812	808	808	808	808	营业利润	1229	1780	2143	3177	3940
非流动资产合计	13297	18286	21503	25422	28201	营业外净收益	-3	-2	-1	-1	-1
资产总计	16008	23311	27593	30917	35370	利润总额	1226	1777	2142	3177	3940
短期借款	0	100	0	95	0	所得税	29	20	24	35	43
应付账款+票据	1098	1969	3812	4564	6066	净利润	1197	1758	2118	3142	3896
其他	1709	2232	3915	5121	6591	少数股东损益	-1	-4	-4	-5	-7
流动负债合计	2807	4302	7728	9780	12656	归属于母公司净利润	1198	1762	2122	3147	3903
长期带息负债	8119	7634	7634	7634	7634	财务比率					
长期应付款	2493	2493	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	336	336	0	0	0	成长能力					
非流动负债合计	10238	10463	10463	10463	10463	营业收入	32.61%	60.27%	48.19%	34.54%	28.99%
负债合计	13045	14765	18191	20243	23119	EBIT	38.55%	45.23%	15.75%	48.82%	24.52%
少数股东权益	28	24	20	15	8	EBITDA	33.87%	43.01%	32.32%	46.01%	21.67%
股本	640	1540	1540	1540	1540	归属于母公司净利润	65.98%	47.03%	20.43%	48.32%	24.02%
资本公积	1244	4889	4889	4889	4889	获利能力					
留存收益	1052	2092	2953	4229	5812	毛利率	53.11%	48.57%	39.16%	43.01%	41.85%
股东权益合计	2964	8546	9403	10674	12250	净利率	44.09%	40.40%	32.85%	36.22%	34.82%
负债和股东权益总计	16008	23311	27593	30917	35370	ROE	40.82%	20.67%	22.61%	29.52%	31.88%
现金流量表						ROIC	19.92%	18.15%	14.42%	19.97%	22.75%
单位:百万元						偿债能力					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	81.49%	63.34%	65.92%	65.48%	65.37%
净利润	1197	1758	2118	3142	3896	流动比率	1.0	1.2	0.8	0.6	0.6
折旧摊销	267	353	782	1080	1220	速动比率	0.6	0.8	0.5	0.2	0.2
财务费用	83	125	60	100	140	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-2	-768	93	-318	-407	应收账款周转率	7.2	4.1	5.2	5.2	5.2
营运资金变动	244	-994	2720	657	1547	存货周转率	830.2	2.9	5.8	5.0	4.6
其它	-6	759	-151	261	350	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
经营活动现金流	1783	1232	5623	4921	6747	每股指标(元)					
资本支出	-4043	-4083	-4000	-5000	-4000	每股收益	0.7	1.0	1.2	1.8	2.3
长期投资	-143	-720	0	0	0	每股经营现金流	1.0	0.7	3.3	2.9	3.9
其他	-772	-620	58	58	58	每股净资产	1.7	5.0	5.5	6.2	7.1
投资活动现金流	-4958	-5423	-3942	-4942	-3942	估值比率					
债权融资	3208	-385	-100	95	-95	市盈率	34.3	23.3	19.4	13.1	10.5
股权融资	78	900	0	0	0	市净率	14.0	4.8	4.4	3.9	3.4
其他	146	3675	-1321	-1970	-2460	EV/EBITDA	26.7	22.3	16.1	11.1	9.1
筹资活动现金流	3432	4190	-1421	-1875	-2555	EV/EBIT	32.2	26.4	21.8	14.7	11.8
现金净增加额	258	-1	260	-1896	250						

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 08 月 30 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街 208 号玖安广场 A 座 4 层
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 16 楼

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 8 层
深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼