

数据港 Shanghai AtHub (603881 CH)

交接覆盖：国资背景第三方数据中心头部服务商，坚持有效扩张发展战略
Head of Third-party & State-owned Data Center Service Provider, Adhere to Effective Expansion Development Strategy: Transferring Coverage

观点聚焦 Investment Focus

维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

| | |
|-------------|------------------------|
| 评级 | 优于大市 OUTPERFORM |
| 现价 | Rmb24.94 |
| 目标价 | Rmb35.67 |
| 市值 | Rmb8.20bn / US\$1.22bn |
| 日交易额(3个月均值) | US\$30.33mn |
| 发行股票数目 | 328.93mn |
| 自由流通股(%) | 50% |
| 1年股价最高最低值 | Rmb43.00-Rmb21.72 |

注：现价 Rmb24.94 为 2022 年 7 月 15 日收盘价



资料来源：Factset

| | 1mth | 3mth | 12mth |
|---------------|-------|--------|--------|
| 绝对值 | -1.8% | -14.5% | -26.0% |
| 绝对值(美元) | -2.0% | -19.3% | -29.0% |
| 相对 MSCI China | 3.2% | -10.9% | 9.3% |

| (Rmb mn) | Dec-21A | Dec-22E | Dec-23E | Dec-24E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1,206 | 1,447 | 1,809 | 2,261 |
| (+/-) | 33% | 20% | 25% | 25% |
| 净利润 | 111 | 87 | 187 | 269 |
| (+/-) | -19% | -22% | 116% | 44% |
| 全面摊薄 EPS (Rmb) | 0.34 | 0.26 | 0.57 | 0.82 |
| 毛利率 | 33.1% | 27.5% | 31.5% | 33.5% |
| 净资产收益率 | 3.7% | 2.8% | 5.8% | 7.7% |
| 市盈率 | 74 | 96 | 44 | 30 |

资料来源：公司信息, HTI

国内综合规模TOP3的第三方数据中心运营商。数据港成立于2009年，是上海市静安区国资委控股的国有数据中心企业。经过多年的发展，公司已在云计算数据中心技术领域具备国际先进水平。根据中国信通院今年公布的报告，数据港被列为第三方数据中心领域综合规模指数第二名。截止2022年Q1，公司累计已建成及已运营数据中心34个，IT负载合计约366.82兆瓦，较2018年末的68.1兆瓦（MW），运营规模增长了438%，折算成5千瓦（KW）标准机柜约73,365个。

公司 PUE 水平处于国内领先水平。我国数据中心政策对能效的要求日趋严格，能效考核指标以 PUE 为主。2021 年以来，我国陆续出台了多项数据中心能效政策，鼓励重点行业利用绿色数据中心等新型基础设施实现节能降耗，新建大型、超大型数据中心的 PUE 不超过 1.3，到 2025 年数据中心 PUE 普遍不超过 1.5，各地对未按规定完成改造的数据中心有逐步腾退和关闭的趋势。

根据上市的头部 IDC 运营商披露的数据，2021 年，世纪互联年度平均 PUE1.37；秦淮数据年度平均 PUE 维持在 1.2；万国数据自建的数据中心年度平均 PUE 保持在 1.3 的水平；而数据港的平均 PUE 为 1.22，其中最低 PUE 可达到 1.09，公司是率先使用液冷技术的 IDC 运营商之一，目前在能效管理方面处于国内领先水平。我们认为，随着国家引导绿色、低 PUE 数据中心的建设和运营，市场中头部 IDC 处于有利位置，低能效企业和其他中小型 IDC 将普遍面临数据中心改造和淘汰的竞争压力。

公司保持有效扩张，高 EBITDA 率体现良好运营水平。公司为批发型数据中心服务商，与大客户签约建设数据中心服务合同，有效保障公司的经营收入和利润，其 EBITDA 率高达 68%，普遍优于行业内其他公司，体现其良好的运营发展水平。公司正积极开拓新项目，环京两个，上海一个，拓展客户多元化，保障公司可持续发展。

投资建议：我们预测，公司 2022-2024 年营业收入分别为 14.47/18.09/22.61 亿元人民币，2022-2024 年 EBITDA 分别为 9.46/12.09/15.05 亿元人民币。考虑其综合规模（运营规模和投建规模）处于行业 TOP3，且增速保持较快水平。对比可比公司，我们认为应该获得合理的溢价空间。参考可比公司平均值，我们给予数据港 2022 年 15 倍 EV/EBITDA（-54.55%），则对应目标市值为 117.32 亿元人民币，按 3.2893 亿总股本计算，则目标价格为 35.67 元人民币/股（-45.09%），维持“优于大市”评级。

风险提示：公司单一大客户需求端放缓，影响公司收入增速，进而影响公司 EBITDA；公司单一大客户上架率放缓，导致年内收入增速放缓；公司新项目客户发展不及预期，影响 EBITDA 等风险。

1. IDC 产业政策和标准

伴随国内互联网产业及传统产业数字化的快速发展，大数据、云计算、人工智能、5G、自动驾驶、工业互联网、元宇宙、云原生和数字孪生等前沿技术不断推进，数据中心作为数字经济建设的重要基础设施，国家不断重视其有序、健康的发展，相应出台了一系列相关政策。

2021 年 11 月，国家发展改革委、中央网信办、工业和信息化部、国家能源局四部委联合发布了《贯彻落实碳达峰碳中和目标要求推动数据中心和 5G 等新型基础设施绿色高质量发展实施方案》。目标到 2025 年，数据中心运行电能利用效率和可再生能源利用率明显提升，全国新建大型、超大型数据中心平均能耗效率（PUE）降到 1.3 以下，国家枢纽节点进一步降到 1.25 以下，绿色低碳等级达到 4A 级以上。在双碳目标下，绿色数据中心建设成为大势所趋，碳排放指标未来将会成为数据中心的竞争力之一。

2022 年 1 月，国务院发布了《“十四五”数字经济发展规划》，提出数字经济是继农业经济、工业经济之后的主要经济形态。“十四五”规划部署了优化升级数字基础设施、大力推进产业数字化转型、加快推动数字产业化、持续提升公共服务数字化水平等八个重点任务，并提出了 2025 年国内数字经济核心产业增加值占 GDP 比重由 2020 年的 7.8% 提升至 10% 的发展目标。数据中心是数字经济的重要基础设施，将为我国产业数字化转型的提升发挥重要作用。

“东数西算”工程正式启动。2022 年 2 月，国家发改委、中央网信办、工信部、国家能源局联合印发通知，启动在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏等 8 地建设国家算力枢纽节点，并规划了 10 个国家数据中心集群。这是全国一体化数据中心体系的总体设计，按照一体化大数据中心体系布局，8 个国家算力枢纽节点将作为我国算力网络的骨干连接点，发展数据中心集群，开展数据中心与网络、云计算、大数据之间的协同建设，充分利用西部的可再生资源，合理分配东西部数据互动，全国一体化优化资源配置。

图 1: 历年数据中心 (IDC) 相关国家标准及产业政策

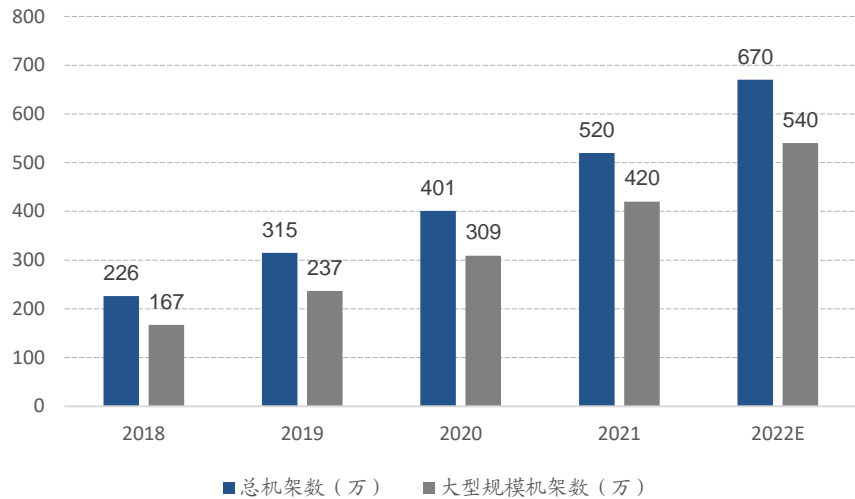
| 标准名称 | 发布日期 | 实施起 |
|---|------------|------------|
| YD/T 2542-2013 电信互联网数据中心 (IDC) 总体技术要求 | 2013/4/25 | 2013/06/01 |
| YD/T 2441-2013 互联网数据中心技术及分级分类标准 | 2013/4/25 | 2013/06/01 |
| YD/T 2442-2013 互联网数据中心资源占用、能效及排放技术要求和评测方法 | 2013/4/25 | 2013/06/01 |
| YD/T 2727-2014 互联网数据中心运维管理技术要求 | 2014/10/14 | 2014/10/14 |
| YD/T 2405-2015 互联网数据中心和互联网接入服务信息安全管理系统接口规范 | 2015/5/5 | 2015/05/05 |
| YD/T 2248-2015 互联网数据中心和互联网接入服务信息安全管理系统技术要求 | 2015/5/5 | 2015/05/05 |
| YD/T 2584-2015 互联网数据中心 (IDC) 安全防护要求 | 2015/5/5 | 2015/05/05 |
| YD/T 2963-2015 互联网数据中心 (IDC) 综合布线系统 | 2015/10/14 | 2016/01/01 |
| YD/T 2585-2016 互联网数据中心安全防护检测要求 | 2016/7/11 | 2016/10/1 |
| YD/T 2406-2017 互联网数据中心和互联网接入服务信息安全管理系统及接口测试方法 | 2017/1/9 | 2017/01/09 |
| YD/T 5237-2017 互联网数据中心 (IDC) 工程施工监理规范 | 2017/11/7 | 2018/1/1 |
| YD/T 3399-2018 电信互联网数据中心 (IDC) 网络设备测试方法 | 2018/12/21 | 2019/4/1 |
| YD/T 3407-2018 集装箱式互联网数据中心安全技术要求 | 2018/12/21 | 2019/04/01 |
| YD/T 3601-2019 电信互联网数据中心用冷水机组 | 2019/11/11 | 2020/01/01 |
| YD/T 2543-2013 电信互联网数据中心 (IDC) 的能耗测评方法 | 2013/04/25 | 2013/06/01 |
| YD/T 2949-2015 电信互联网数据中心 (IDC) 安全生产管理要求 | 2015/07/14 | 2015/10/01 |
| YD/T 3641.3-2020 互联网访问日志留存技术要求 第3部分: 互联网数据中心 | 2020/04/16 | 2020/07/01 |
| YD/T 3766-2020 电信互联网数据中心用交直流智能切换模块 | 2020/09/31 | 2020/10/01 |

资料来源: 智研咨询, HTI

2. 我国 IDC 市场容量

根据中国信通院的数据，我国数据中心机架规模持续稳步增长，大型以上数据中心规模增长迅速。按照标准机架 2.5kW 统计，我国数据中心机架数量在不断增加，2021 年达到 520 万架，近五年年均复合增速超过 30%，其中大型及超大型占比 80%。

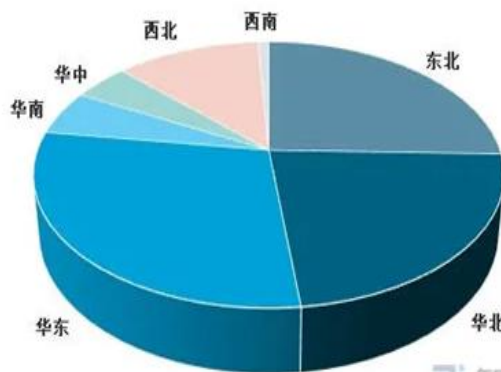
图 2: 中国数据中心机架规模



资料来源: 中国信通院, HTI

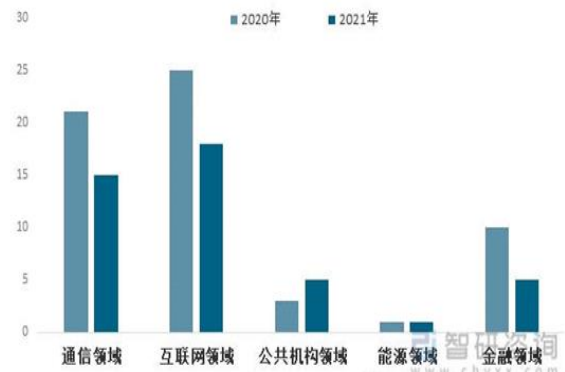
区域分布方面，2021 年，中国数据中心新增机柜主要集中在华东、东北、华北三大区，合计占比达 85%。我国 IDC 业务市场已逐渐形成以京津冀、长三角、大湾区为代表的城市群发展格局，这些区域的客户需求仍然在日益增长，拉升 IDC 业务市场规模。另外，根据智研咨询的数据，我国数据中心发展迅速，年耗电量为全社会用电量的 2%，但其中大多数数据中心的 PUE 普遍大于 2.2，与国际先进水平相比有较大差距，节能低碳潜力巨大。为强化绿色数据中心建设，工信部发布了绿色数据中心公示名单，2020-2021 年绿色数据中心公示数量分别为 60 个、44 个，其中互联网领域数量最多。

图 3: 2021 年全国各区域规划新增机柜总数占比



资料来源: 智研咨询, HTI

图 4: 20-21 绿色数据中心公示名单领域分布 (个)



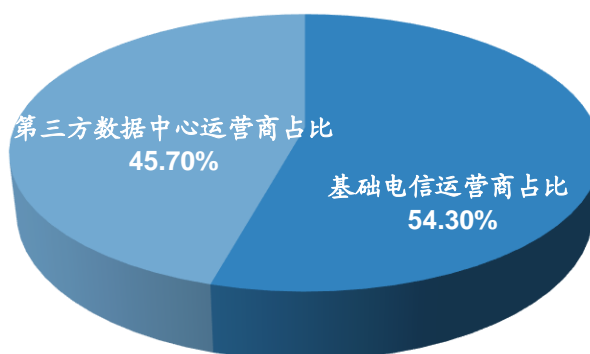
资料来源: 智研咨询, HTI

3. 行业竞争格局

我国 IDC 市场主要由电信运营商主导，形成了基础电信运营商及众多第三方 IDC 厂商共同参与的市场格局。基础电信运营商的数据中心，很大一部分作为保障信息通信传输和业务自用，市场商用部分的客户群体较为分散。而第三方数据中心运营商经过多年深耕，业务高速发展，主要承接核心城市的数据中心需求，如互联网、金融、政务客户需求等，大多在需求潜力较大的一线城市布局。

根据中国信通院的报告，从 2020 年数据中心业务市场收入占比来看，基础电信运营商约占总市场规模的 54.3%，其中中国电信市场规模约占 23.8%、中国联通约占 16.7%、中国移动约占 13.8%。第三方数据中心运营商市场规模占比为 45.7%，对比 2019 年的 40.7%，市场占比有明显提升。

图 5：中国数据中心市场格局

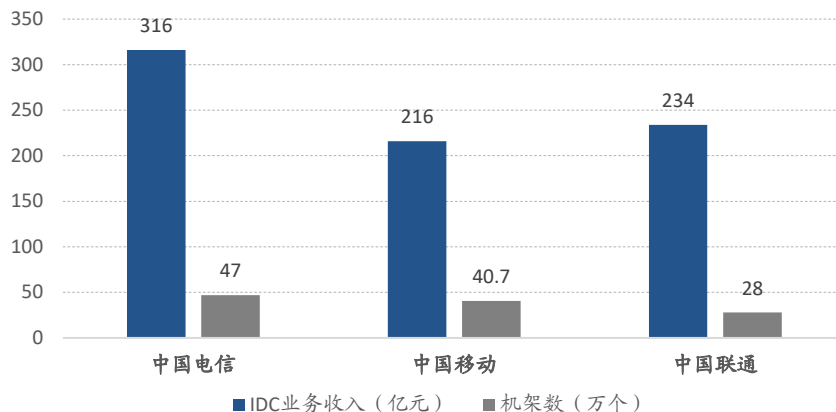


资料来源：中国信通院，HTI

3.1. 电信运营商

三大基础运营商因自身业务需要数据中心支撑发展，在数据中心行业领域具有先天优势，在客户资源、网络及土地资源等方面具有更多的资源掌握权和行业话语权。在三大运营商中，中国电信的市场份额多年来保持行业第一。

图 6: 中国三大电信运营商 IDC 业务发展情况



资料来源: 公司财报, HTI

注: (1) 中国电信和中国移动的数据为 2021 年数据, 中国联通为 2020 年数据; (2) 根据公开信息, 中国联通规划机架数超过 32 万个, 本数据为智研咨询披露的现有数据;

三大运营商未来发展策略各不相同, 将逐步差异化布局 IDC 业务。中国电信围绕核心城市规模部署 IDC, 同时着力发展政企市场中 IDC 和专线业务。中国移动持续优化“4+3+X”资源布局, 促进 IDC 业务强基提质。中国联通则着力布局“5+4+31+X”新型数据中心体系。

表 1: 中国三大运营商数据中心布局情况

| 运营商 | 数据中心布局情况 |
|------|---|
| 中国电信 | 拥有超过 700 个数据中心, 其中 80% 部署在京津冀, 长三角、粤港澳大湾区, 成渝 4 个重点区域, 形成 2+4+31+X+O 的资源布局。 |
| 中国移动 | 落实国家“东数西算”工程部署, “4+3+X”数据中心布局形成; 不断强化云化基础设施, “N+31+X”移动云布局持续优化, 中心节点 13 个。 |
| 中国联通 | 打造“联接+感知+计算+智能”的算网一体化服务, 打造云网边一体化、绿色集约的“5+4+31+X”新型数据中心体系。 |

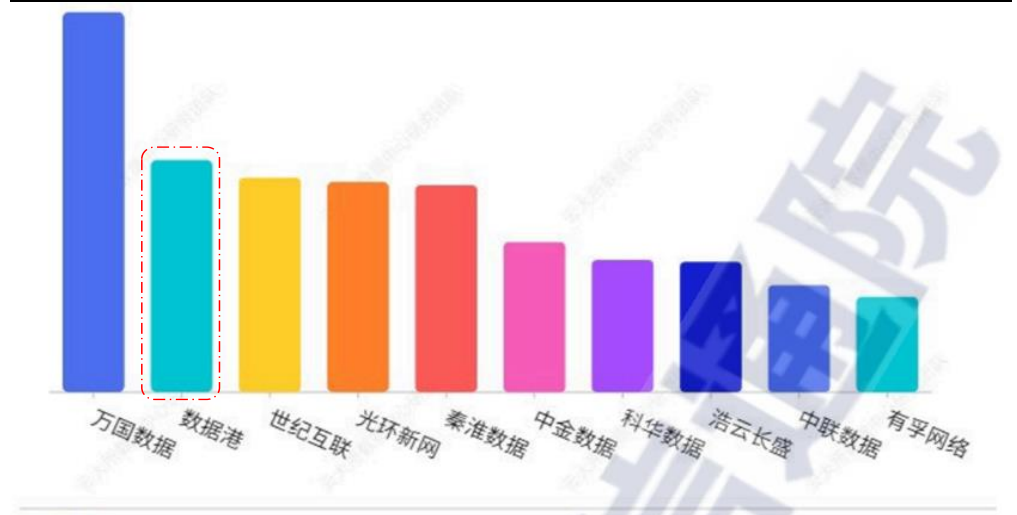
资料来源: 公司财报, 智研咨询, HTI

3.2. 第三方 IDC 厂商

第三方 IDC 厂商具有较深的资源背景, 凭借能耗控制能力在碳中和背景下实现快速扩张。相对于基础运营商, 第三方 IDC 厂商响应速度快, 通过模块化、标准化机房设计缩短建设周期, 可以更快速地满足企业需求。凭借多年运维经验, 第三方 IDC 厂商还能有效降低机房能耗, 保证机房稳定运行, 整合基础运营商的网络资源, 为客户提供更多选择。

目前, 第三方 IDC 厂商正在快速崛起, 凭借其自身优势逐步抢占市场份额。根据中国信通院的报告, 第三方数据中心运营商市场存在龙头效应, 头部企业占据较高市场份额, 但这一趋势有所减缓。2021 年, 第三方数据中心运营商数据中心机架规模 Top10 企业数据中心业务收入约占第三方市场总收入的 40%, 该数据较上年度的 50% 有一定下滑。一方面源自部分头部第三方数据中心运营商选择了轻资产转型, 出售一定规模数据中心, 导致市场格局发生变化。另一方面源自市场竞争加剧, 数据中心市场吸引力大, 行业新进入者增多, 头部效应有所减弱, 长尾效应有所增强。

图 7: 第三方 IDC 运营商规模指数 TOP10



资料来源: 中国信通院, HTI

从综合规模来看, 排名前五的公司皆为上市公司, 头部第三方数据中心运营商资金雄厚, 盈利能力强, 获利稳定。目前数据港位列行业 TOP3, 作为国内新一代数据中心服务的领军者, 近两年发展迅速。

表 2: 主要第三方 IDC 厂商数据对比

| 单位: 亿元人民币 | 2021 年 IDC 相关收入 | 收入增速 | 毛利率 (IDC 业务) | 数据中心覆盖的区域 | 机架数量 | 类型 |
|-----------|-----------------|-------|--------------|--|------|-----|
| 数据港 | 12.0 | 33.0% | 33.1% | 京津冀、长三角、粤港澳大湾区 | 7 万+ | 批发型 |
| 世纪互联 | 61.9 | 28.2% | 23.2% | 京津冀地区、长三角地区、粤港澳大湾区 | 7 万+ | 零售型 |
| 秦淮数据 | 27.6 | 51.3% | 43.1% | 中国: 环首都, 长三角, 粤港澳区域, 海外: 马来西亚, 印度 | 8 万+ | 批发型 |
| 光环新网 | 20.3 | 9.8% | 50.4% | 京津冀、长三角、华中地区 | 5 万+ | 零售型 |
| 奥飞数据 | 10.3 | 37.5% | 30.9% | 京津冀、长三角、粤港澳大湾区、广西北部湾经济区、海南自贸区 | 2 万 | 零售型 |
| 宝信软件 | 31.2 | 19.3% | 46.7% | 公司 IDC 资源主要布局在上海, 已在上海、华北、华南、太仓、武汉、南京等核心地区储备了大量资源。 | 3 万 | 批发型 |
| 万国数据 | 78.1 | 36.7% | 22.7% | 京津冀、长三角、粤港澳、成渝地区、华中地区、内蒙古地区, 马来西亚, 印尼 | 20 万 | 批发型 |

资料来源: 公司财报, 公开数据, HTI

第三方数据中心运营商营收整体增长良好, 财务状况均处于较好水平。从营业总收入情况来看, 万国数据、世纪互联、秦淮数据的总营收较高; 从机架规模来看, 万国数据一枝独秀, 数据港、世纪互联和秦淮数据处于第二梯队。

4. 我国数据中心发展趋势

当前, 我国正处于各行业数字化转型的加速期, 以数据中心为代表的数字基础设施应用场景将进一步扩大, 数据中心产业将迎来更大机遇, 发展前景将更为广阔。

布局逐步优化，区域协同发展。受市场内生算力需求驱动，及国家相关政策引导，我国数据中心总体布局持续优化，协同一体趋势将进一步增强。在市场层面，中西部地区自然环境优越，土地、电力等资源充足，但本地数据中心市场需求相对较低；东部地区市场需求旺盛，但土地、电力、人员等生产要素成本较高，东西部协同发展逐渐成为趋势。而随着网络质量的优化，中西部将不再仅是进行冷存储的灾备数据中心聚集区，也将承载更多的应用。在政策层面，我国数据中心全国一体化发展引导增强。同时，内蒙、贵州等地推出了电力、土地、税收等优惠政策，有效帮助数据中心降低建设运营成本，数据中心建设规模不断增长。未来，“东数西算”工程将进入到全面建设期，我国数据中心布局或将得到进一步优化。

创新驱动，技术提升。作为算力服务中枢，数据中心是数字经济底座。随着新一代信息技术的不断发展，数据中心正逐渐突破传统机房运营模式的桎梏，产业发展逐渐由资本驱动迈向创新驱动，技术创新将持续活跃。

从基础设施角度看，数据中心是由“风火水电”构成的建筑，早期数据中心建设主要参考建筑、电力、制冷、通信等行业的基建经验，并未专门针对数据中心环境进行创新优化。随着数据中心节能降碳、降本增效、智能运营等要求的不断提升，液冷、蓄冷、储能、高压直流、智能运维等新技术开始应用于数据中心的建设运营中，以技术促进数据中心基础设施变革的趋势不断增强。

从IT设备角度看，云计算技术的应用使得数据中心虚拟化程度不断提高，数据中心与云平台、网络、安全及运营之间的技术联接日益紧密，智能芯片、定制化服务器、分布式存储、SDN、智能运维等IT技术的应用，有效地提升了数据中心服务能力。

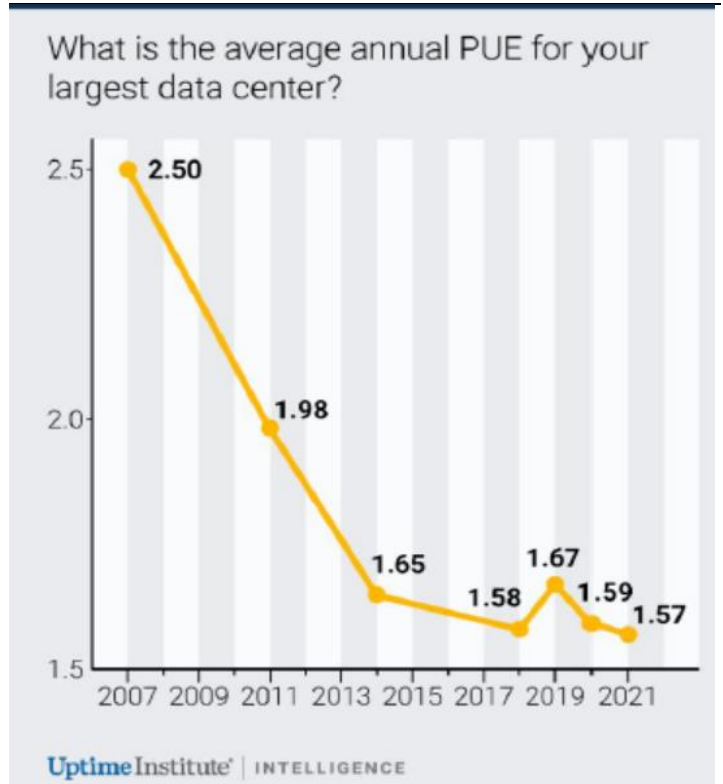
算网协同，高质发展。算网协同是实现算力服务泛在可达、灵活取用的重要途径，同时也是算力基础设施和网络设施融合创新发展的重要形态。当前，我国算网协同发展尚处于起步阶段，算网协同技术、运营机制及监管体制仍不完善，但算网协同是下一阶段我国算网设施发展的重要方向。在“东数西算”工程的背景下，以算网协同为基础，通过算力调度构建全国一体化算力网络，成为推动全国算力资源优化配置的关键。未来，以“东数西算”为牵引的全国一体化算力网络将逐步建成，并实现泛在算力的灵活高效调度。

赋能效应，支撑数字化转型。近年来，数字化转型的范围不断扩大、程度不断加深，数据中心产业赋能效应逐步深化。未来，数据中心对产业的赋能将主要体现在：（1）多样泛在的算力供给将逐步完善，传统企业“上云用数赋智”进程将进一步加快。电力、石油、石化、制造等工业领域可通过能源互联网平台、工业互联网平台的建设，加速实现云边端协同，提高企业生产运营效率；（2）随着数字化转型的深入，数据中心将与网络深度融合，形成算网一体服务，更好地为企业发展提供IT基础设施支撑；（3）分布式计算、存储及云边端协同的技术不断成熟，可实现对泛在终端海量数据的快速处理，从而支撑工业互联网和物联网的发展；（4）计算、存储及网络等服务模式将逐步变革，算力可更为深入地融入到企业数字化转型的各个方面，全面赋能企业生产、运营及管理各环节。

低碳要求，助力双碳目标实现。双碳目标及可持续发展战略将长期驱动我国数据中心产业绿色低碳发展。在政策方面，我国数据中心政策对能效的要求日趋严格，能效考核指标以 PUE 为主，未来有可能会纳入更多新的能效指标。绿色数据中心将成为支撑各产业数字化发展的引擎，绿色算力应用将全面赋能各行业的数字化转型，全面助力精益生产和绿色发展。在产业实践方面，数据中心制冷方案供应商将进一步加强新型制冷方案的研究，氟泵、液冷、间接蒸发、自然冷源等制冷技术将变得更加成熟，制冷效率将不断提升。同时，光伏、风电、储能、锂电池等绿色电力和供配电节能技术研发与应用也将不断深入。数据中心绿色低碳技术研发和应用都将进一步发展。（以上为中国信通院总结内容，HTI 整理）

PUE（Power Usage Effectiveness）是衡量数据中心的能耗效率的重要指标。PUE=数据中心总设备能耗/IT 设备能耗，该指标越接近 1 代表 IT 设备的能耗在整体能耗中占比越高。数据中心的能耗主要由 IT 设备能耗与冷却系统能耗构成，PUE 指标越低代表数据中心的绿色化程度越高，即能效利用率越高。

图 8: 全球数据中心平均 PUE 统计



资料来源: Uptime Institute, HTI

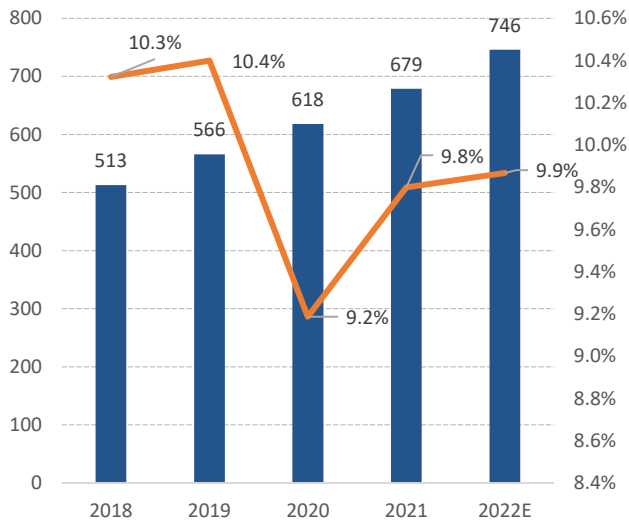
根据 Uptime institute 的统计数据, 目前全球数据中心的年平均 PUE 为 1.57, 相对来说, 我国的 PUE 水平还存在一定差距。在节能减排和双碳目标的要求下, 2021 年以来, 我国陆续出台了多项数据中心能效政策, 鼓励重点行业利用绿色数据中心等新型基础设施实现节能降耗, 新建大型、超大型数据中心的 PUE 不超过 1.3, 到 2025 年数据中心 PUE 普遍不超过 1.5。北京要求对年均 PUE 高于 2.0 的备份存储类数据中心逐步关闭; 加快对年均 PUE 高于 1.8 的数据中心进行改造, 改造后的计算型云数据中心 PUE 不高于 1.3, 对未按规定完成改造的数据中心要按照政府部门要求逐步腾退。

根据上市的头部 IDC 运营商披露的数据, 2021 年, 世纪互联年度平均 PUE 1.37; 秦淮数据年度平均 PUE 维持在 1.2; 万国数据自建的数据中心年度平均 PUE 保持在 1.3 的水平; 而数据港的年度平均 PUE 为 1.22, 其中最低 PUE 可达到 1.09, 公司是率先使用液冷技术的 IDC 运营商之一, 目前在能效管理方面处于国内领先水平。我们认为, 随着国家引导绿色、低 PUE 数据中心的建设和运营, 市场中头部 IDC 处于有利位置, 低能效企业和其他中小型 IDC 将普遍面临数据中心改造和淘汰的竞争压力。

5. 数据中心市场规模

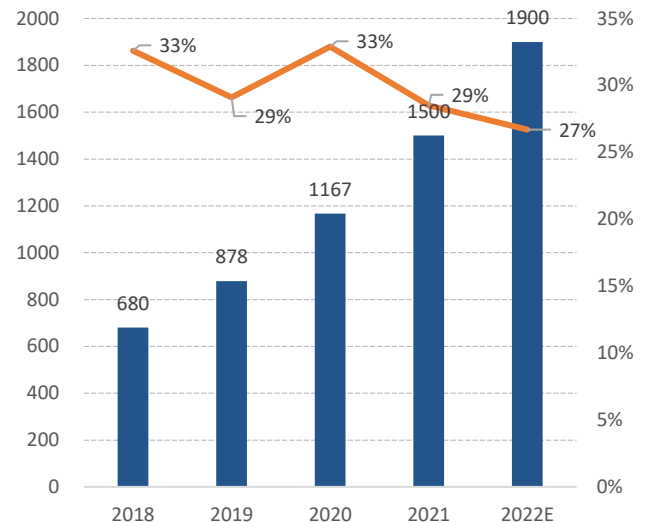
全球市场规模: 2021 年全球数据中心市场规模超过 679 亿美元, 较 2020 年增长 9.8%。预计 2022 年市场收入将达到 746 亿美元, 增速总体保持平稳。**中国市场规模:** 受新基建、数字化转型及数字中国远景目标等国家政策促进及企业降本增效需求的驱动, 我国数据中心业务收入持续高速增长。2021 年, 我国数据中心行业市场收入达到 1500 亿元左右, 近三年年均复合增长率达到 30.69%, 随着我国各地区、各行业数字化转型的深入推进, 我国数据中心市场收入将保持持续增长态势。

图 9: 全球数据中心市场规模 (亿美元)



资料来源: 中国信通院, HTI

图 10: 中国数据中心市场规模 (亿人民币)



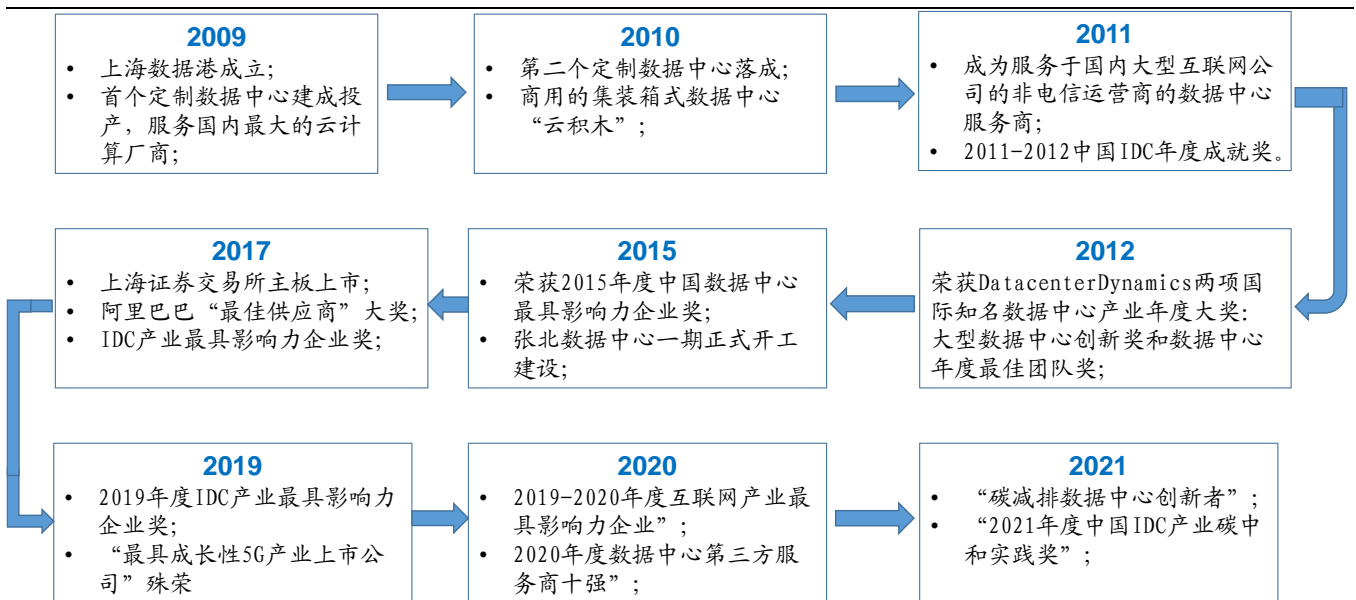
资料来源: 中国信通院, HTI

6. 公司介绍

数据港成立于2009年,是上海市静安区国资委投资控股的国有数据中心企业。经过多年的发展,数据港已经在云计算数据中心技术领域具备国际先进水平,公司的多项云计算数据中心核心技术指标已比肩亚马逊、谷歌、微软等全球云计算产业巨头。公司在亚洲率先设计投资和运营了亚洲首个大规模使用清洁能源的数据中心,2017年获得行业国家顶级科技大奖“数据中心科技奖——科技杰出奖(能效)”,公司在数据中心核心技术方面的指标位居行业前列。

6.1. 公司发展历程

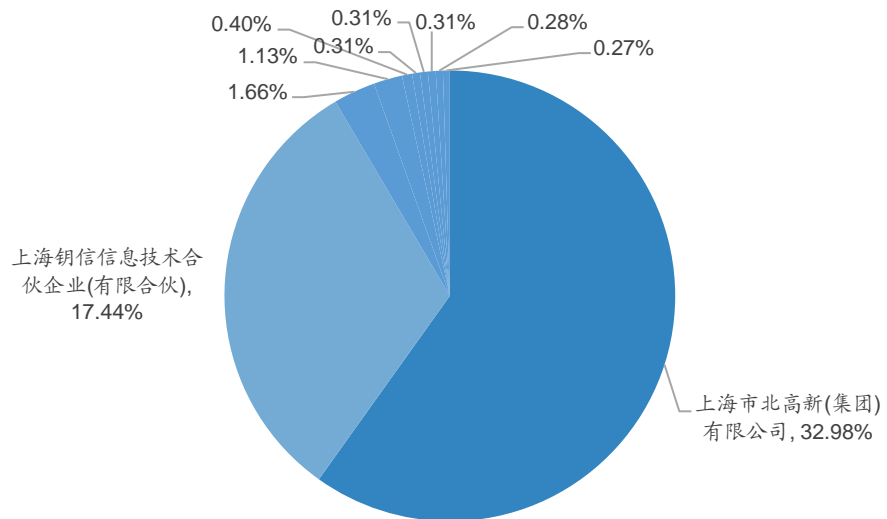
图 11: 公司发展历程



资料来源: 公司资料, HTI

6.2. 公司大股东结构

图 12: 公司大股东结构



资料来源: wind, HTI

公司控股股东为上海市北高新有限公司，该公司为上海市静安区国资委 100%持股。二股东为上海钥信，是曾犁的控股企业。目前公司前十大股东共计持股 55%。

6.3. 公司主要管理层介绍

罗岚，董事长。 历任上海不夜城联合发展（集团）有限公司副总经理，闸北区不夜城开发办公室副主任，上海不夜城新发展公司董事长、总经理，闸北区苏河湾建设推进工作办公室副主任，上海苏河湾投资控股有限公司董事长、总经理、党支部书记。现任上海市北高新（集团）有限公司党委书记、董事长，上海数据港股份有限公司董事长。

曾犁，副董事长、总裁。 历任厦门建发集团有限公司业务经理，北京大元实业有限公司总经理，美国 EMC 公司全球总部产品经理、全球联盟经理、亚太区全球战略联盟总监、华东区渠道销售总监，美国 QUANTUM 公司北亚洲区总裁，美国 EMC 公司亚太区 OEM 副总裁、大中华区首席运营官，世纪互联宽带数据中心有限公司副总裁。现任上海数据港股份有限公司副董事长、总裁。

曾影，财务总监。 毕业于南京大学商学院会计系，硕士研究生学历，注册会计师。曾任江苏界达新材料有限公司财务总监等职务。

王臆凯，董事会秘书。 历任国投中鲁果汁股份有限公司证券事务专员，证券事务代表，用友网络科技股份有限公司证券与投资者关系部副总经理兼证券事务代表，现任上海数据港股份有限公司总裁助理，证券与投资者关系部总经理兼董事会办公室主任，业务管理部总经理，证券事务代表。

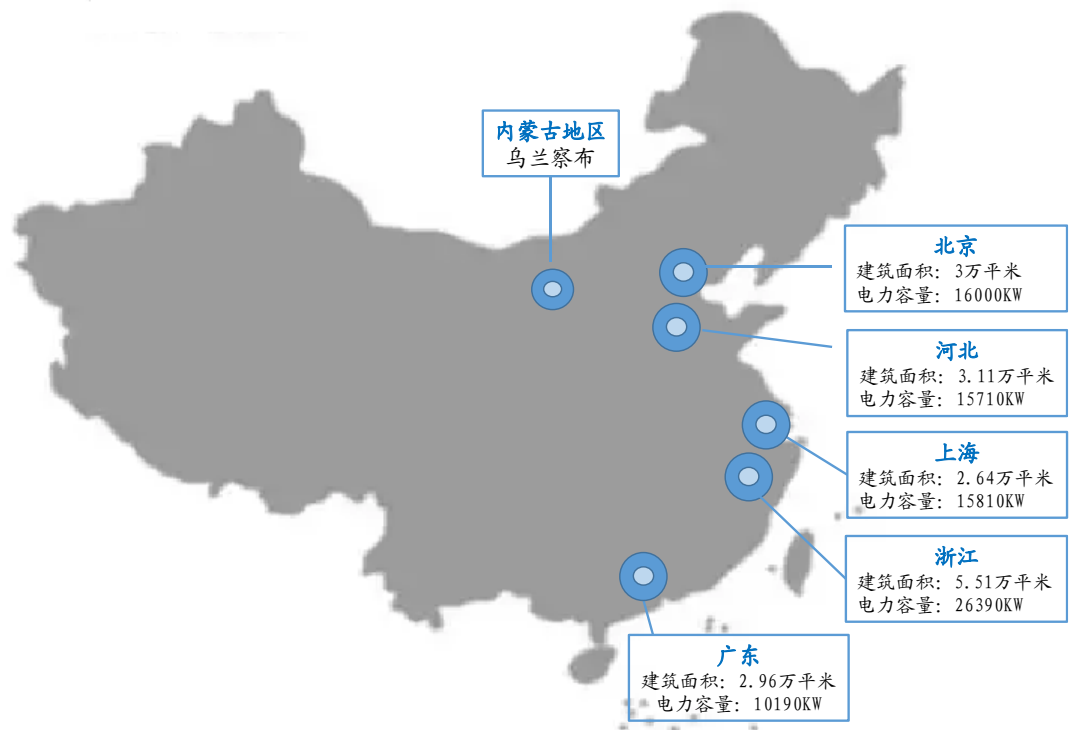
7. 公司业务介绍

7.1. 数据中心基础设施

截止 2022 年一季度，公司共计新增具备运营条件的自建数据中心 9 个，新增 IT 负载约 116.52 兆瓦 (MW)，累计已建成及已运营数据中心 34 个，IT 负载合计约 366.82 兆瓦 (MW)，较 2018 年末的 68.1 兆瓦 (MW)，运营规模增长了 438%，折算成 5 千瓦 (KW) 标准机柜约 73,365 个。从 IT 容量分布来看，公司在京津冀的容量为 145MW，占比 40%，长三角为 166MW，占比 45%，粤港澳的湾区为 57MW，占比 15%。

随着公司主营业务规模的快速扩张，公司近年来逐步实现了在华东、华北，华南三大区域的战略性布局，在此基础上，公司紧跟国家“东数西算”的数据中心布局规划指引，积极探索市场收并购等方式实现外延式发展，持续拓展与积累核心城市数据中心资源，快速拓展业务规模及挖掘潜在客户。2021 年，公司完成京云科技及其子公司 100% 股权收购，获得河北省廊坊市安次区新兴产业示范区内约 50 亩土地使用权，以备在该区域开展数据中心业务拓展，进行数据中心项目的建设及投资。这是公司继北京房山、河北怀来数据中心项目后在首都经济圈的又一重要战略布局点，有助于加速实现公司在国内一线核心区域战略资源储备。目前，公司有三个新项目，分别是河北怀来 (24MW)，河北廊坊 (43MW) 和上海闵行项目 (26MW)，将于今明两年交付，为公司拓展新客户和未来发展提供了有力保障。

图 13: 公司数据中心分布



资料来源：公司资料，HTI

7.2. 公司业务

IDC 业务

公司主营业务为数据中心服务器托管服务，根据客户规模和要求不同区分为批发型和零售型数据中心服务，并形成以批发型数据中心服务为主，零售型数据中心服务为辅的经营模式。批发型数据中心服务系面向大型互联网公司或电信运营商提供定制化的服务器托管服务。具体而言，电信运营商或大型互联网公司对公司提出具体的数据中心规划设计和运营服务等级要求，公司按照要求投资建设数据中心，最终用户将其服务器及相关设备置于数据中心内，并由公司按照与用户协商达成的运营服务等级对数据中心基础设施进行 365x24 小时不间断的技术运行和运维管理，确保数据中心基础设施处于有效安全的工作状态，保障用户服务器及相关设备安全稳定持续运行，并按照服务器所使用机柜上电数量收取服务器托管服务费。零售型数据中心服务系面向中小型互联网公司、一般企业等客户提供相对标准化的服务器托管服务及网络带宽服务。

IDC 解决方案业务

公司通过对主营业务进行延伸，针对公司在数据中心领域有较强的建设交付能力及运维托管能力，充分发挥公司技术、运营及供应链管理方面的优势，从而进行业务模式创新，并将公司在规划设计、系统集成、建设运维和提供增值服务等专业的核心技术能力进行模块化，以此根据不同客户需求提供不同产品组合业务，如设计规划咨询、项目管理、数据中心整体解决方案业务、数据中心改造业务、第三方托管服务等；从而扩展客户群体，拓宽公司业务范围；综上所述，解决方案业务暨“端到端”地负责把业务需求转化为规划、设计，直至交付并为客户长期运营服务。

数据中心是一个复杂的系统，要满足高可靠性、高可用性以及低成本的要求并不容易，不是单靠某个环节就能实现的，而是需要全面的、系统的考虑和评估、周密的实施和长期的优化和改进。全生命周期管理是未来发展的必然趋势。

云服务业务

随着互联网的快速发展以及 5G 应用的普及，下游客户对于 IDC 服务商的专业能力、服务范围、技术水平提出了更高要求。公司积极探索产业链上下游，为进一步提高自身服务业务范围，公司搭建了云业务销售团队，并深入了解各云服务及产品的特性和适用性，最终根据不同客户的需求进行云服务的销售，并获取相应的销售收入。公司通过云服务，可为企业提供先进的大数据、云计算、安全可靠的互联网新技术，以及“海量”的计算、存储、网络、CDN、BGP 资源，联合生态伙伴帮助企业快速、弹性、安全、高可靠、低成本地发展自身业务

目前 IDC 解决方案占比很低，且波动较大，未来只是作为 IDC 核心业务的有效补充。另外，公司把云服务业务作为未来可能的第二增长曲线，但目前营收很少，还处于初期探索阶段。

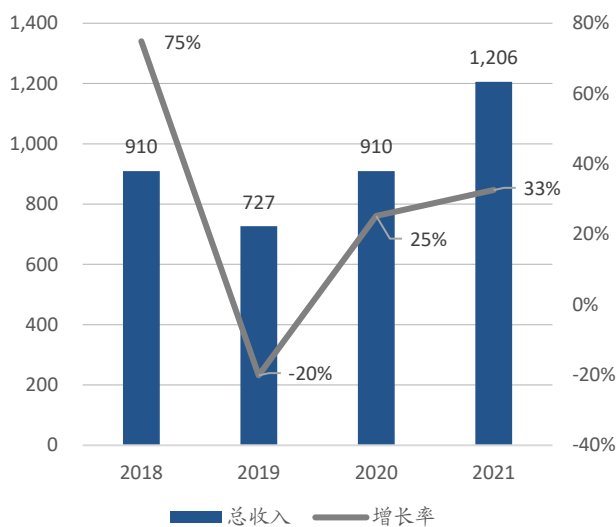
8. 公司业绩

8.1. 主营业务收入

2018 到 2021 年，公司实现营业收入分别为 9.097 亿，7.266 亿，9.097 亿和 12.058 亿元人民币，CAGR 为 10%。2021，公司录得营业收入 12.058 亿元，同比上年增长 32.55%，高于历年增速，主要系新项目交付产生的运营收入增加所致。其中，IDC 服务业 12.033 亿，同比增长 37.31%，IDC 解决方案 104.2 万元，同比下降 96.82%，云服务收入 147.27 万，同比增长 137.71%。我们预计，未来三年，随着公司新项目的投产（河北廊坊、河北怀来和上海闵行），公司客户将逐渐多元化，有利于主营业务收入进一步有效提升。

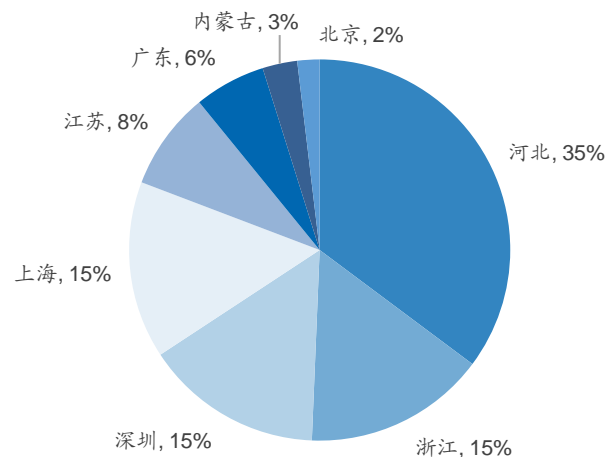
从销售模式上看，公司主要以批发业务为主，2021 年，其收入为 11.6 亿元，同比增长 35.68%，零售业务收入为 4569.58 万元，同比下降 16.46%。从区域来看，北京和江苏的收入增幅最大，2021 年，达到 247%和 144%，而河北，浙江，上海和深圳是公司最大的收入贡献地区。

图 14: 公司历年收入和增长率 (百万人民币)



资料来源：公司财报，HTI

图 15: 公司区域收入占比



资料来源：公司财报，HTI

2022 年 Q1，公司实现 3.425 亿元人民币，同比增长 30%。相比上年同期，公司运营规模扩大，机柜上电运营增加导致收入增加，继续保持较快增长势头。

8.2. 毛利率

2018 到 2021 年，公司毛利率分别为 29.8%，36.5%，39.9%和 33.1%。2021，公司毛利率出现较明显的下降，主要原因为其营业成本较去年同期增加了 47.55%，系新项目交付后折旧等运维成本增加，其中电费增长 36%，房屋设备租赁及折旧同比增长了 71%。

我们对公司未来 5 年进行了毛利率测算，预计 2022 年，公司将经历毛利率的历史低点，从 2023 年开始，毛利率有望触底反弹，年均增长 2-3 个百分点。

表 3: 未来 5 年毛利率测算

| 单位: 百万人民币 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 总收入 | 889.71 | 705.63 | 909.74 | 1205.84 | 1452.87 | 1822.75 | 2285.81 | 2867.28 | 3596.51 |
| IDC 服务业 | 649.54 | 700.01 | 876.37 | 1203.33 | 1444.00 | 1805.00 | 2256.24 | 2820.30 | 3525.38 |
| YoY | | 7.8% | 25.2% | 37.3% | 20% | 25% | 25% | 25% | 25% |
| IDC 解决方案 | 240.17 | 5.39 | 32.75 | 1.04 | 5.20 | 10.40 | 15.60 | 21.84 | 28.39 |
| YoY | | -97.8% | 507.6% | -96.8% | 400.0% | 100.0% | 50.0% | 40.0% | 30.0% |
| 云服务 | 0 | 0.23 | 0.62 | 1.47 | 3.68 | 7.35 | 13.97 | 25.14 | 42.73 |
| YoY | | | 169.6% | 137% | 150% | 100% | 90% | 80% | 70% |
| 总营业成本 | 618.92 | 440.72 | 546.85 | 806.85 | 1051.28 | 1255.91 | 1517.54 | 1826.63 | 2198.64 |
| IDC 服务业 | 407.66 | 436.8 | 516.10 | 805.25 | 1046.83 | 1245.72 | 1501.09 | 1801.31 | 2161.58 |
| YoY | | 7.1% | 18.2% | 56.0% | 30% | 19% | 21% | 20% | 20% |
| IDC 解决方案 | 211.26 | 3.72 | 30.25 | 0.45 | 1.58 | 4.73 | 6.62 | 8.60 | 10.32 |
| YoY | | -98.2% | 713.2% | -98.5% | 250.0% | 200.0% | 40.0% | 30.0% | 20.0% |
| 云服务 | 0 | 0.20 | 0.50 | 1.15 | 2.88 | 5.46 | 9.83 | 16.72 | 26.74 |
| YoY | | | 150.0% | 130.0% | 150.0% | 90.0% | 80.0% | 70.0% | 60.0% |
| 整体毛利率 | 30.44% | 37.54% | 39.89% | 33.09% | 27.64% | 31.10% | 33.61% | 36.29% | 38.87% |

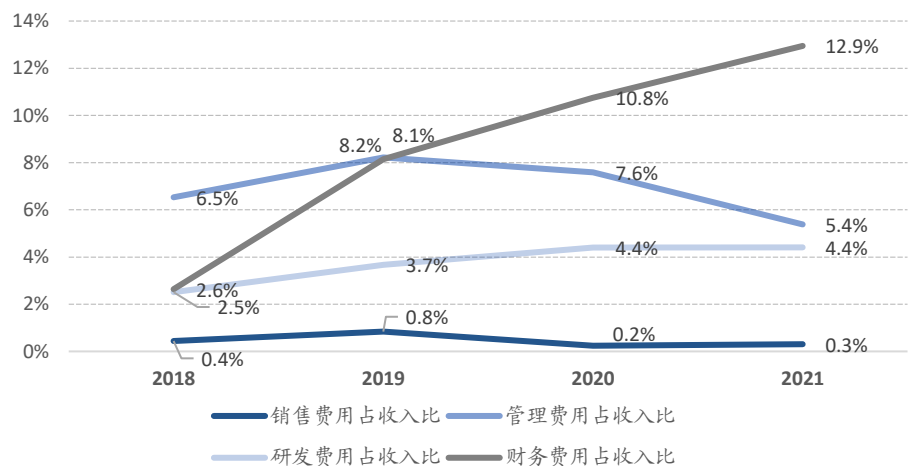
资料来源: 公司历史数据, HTI 预测

8.3. 运营成本 (OPEX)

2018 到 2021 年, 公司销售费用占收入比分别为 0.4%, 0.8%, 0.2% 和 0.3%; 管理费用占收入比分别为 6.5%, 8.2%, 7.6% 和 5.4%; 研发费用占收入比分别为 2.5%, 3.7%, 4.4% 和 4.4%; 财务费用占收入比分别为 2.6%, 8.1%, 10.8% 和 12.9%;

公司销售费用和研发费用占比相对稳定, 而管理费用占比呈逐年下降趋势。公司财务费用占比逐年攀升, 除历年借款额增加, 相应利息费用增加外, 2021 年, 公司还执行了新的租赁准则, 新增费用及项目转固定资产后贷款利息停止资本化, 导致计入的财务费用增加, 2021 年财务费用增长了 59.55%。我们预计, 随着新项目的建设, 公司借款金额仍将保持一定增速, 财务费用也会相应增加, 但占收比会逐步小幅下降。2022 年 Q1, 公司财务费用同比增长 20%, 财务费用占收入比为 12.5%。

图 16: 公司历年运营费用占收入比



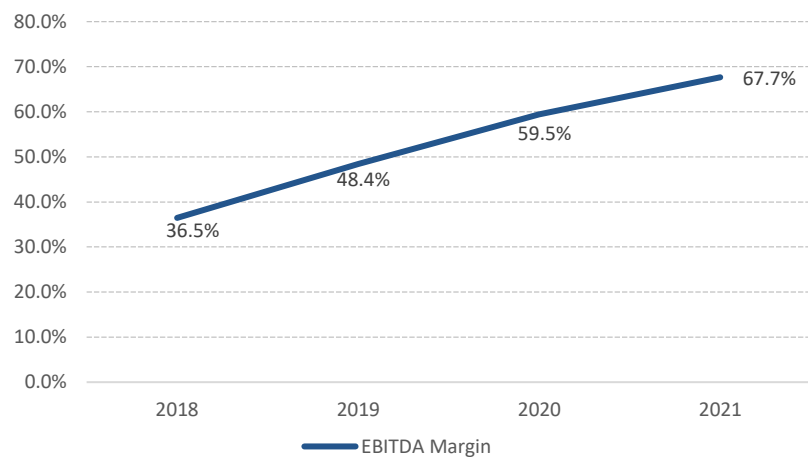
资料来源: 公司资料, HTI

8.4. EBITDA

2018 到 2021 年，公司实现 EBITDA 分别为 3.32 亿，3.52 亿，5.41 亿和 8.16 亿元人民币，CAGR 达到 35%；2021 年同比增长 50.83%，明显高于公司收入的增速。公司 EBITDA 率分别为 36.5%，48.4%，59.5%，67.7%，持续快速提升，体现了公司运营效率和盈利能力的良好表现。

2022 年 Q1，公司实现 EBITDA 2.35 亿元，同比增长 36.09%，EBITDA 率为 68.6%，继续保持高水平运营。

图 17: 公司历年 EBITDA Margin



资料来源：公司财报，HTI

8.5. 净利润

2018 到 2021 年，公司实现归母净利润分别为 1.4286 亿，1.1034 亿，1.3636 亿和 1.11 亿元人民币，净利率分别为 16%，15%，15%，9%。公司净利率一直保持在 15% 的水平，2021 年，因新投产大规模数据中心，造成固定资产及其折旧短期增幅较大，导致净利润同比减少 18.59%，净利率也相应下滑。

2022 年 Q1，公司实现归母净利润 1118 万元人民币，同比下滑 65.83%，依然系运营规模扩大导致的折旧成本大幅增加所致。

8.6. 经营性现金流

2018 到 2021 年，公司经营性现金流分别为 3.35 亿，1.90 亿，1.67 亿和 7.14 亿元人民币。2021 年同比增长了 327.25%，主要系加回的非现金折旧摊销大幅增加，且项目结算款增加所致。2022 年 Q1，公司经营性现金流为 1.746 亿元，继续大幅增长 372.23%。

8.7. 客户情况

公司经过十几年的稳定发展，客户范围涵盖华北、华东、华南 9 个核心城市，前五名客户销售额 11.44 亿元，占年度销售总额 94.89%。公司存在单一大客户集中度高问题，这是公司发展的历史因素，但由于公司大客户为中国最大的云计算厂商，业务发展十分稳定，且签约上架率留有足够的预置空间，所以我们认为，客户集中度问题在可见的未来不太会影响公司业务的正常发展。另外，随着环京的两个

个新项目和上海的一个新项目将在未来两年逐步建成运营，预计占公司总 IT 容量的 20%，新项目着力发展新的大客户，深化与政企、运营商、互联网客户、云计算等各类客户的合作，届时，将有效缓解客户集中度的问题。

公司业务以批发型数据中心服务为主，主要经营模式为：（1）电信运营商合作模式；（2）终端客户直销模式。目前，公司批发型数据中心终端客户皆为国内大型互联网头部企业，面向客户群体较小。

公司商业模式（收费模式）包括含电模式和租电分离模式，并以租电分离为主。租电分离模式中，一种是电费过账模式，一种是电费不过账，即电费不算做收入，电价的波动不对公司收入产生影响。

9. 公司的核心竞争力

（1）公司为国资上市企业，未来在能耗指标获取，绿地储备等方面具有先天优势。扩张方面，公司秉持有效扩张和有效储备，保证国资安全。

（2）公司作为国资上市公司，在信贷借款方面具备优势，资金成本低。

（3）公司 PUE 平均值 1.22，最低 1.09，能耗管理水平处于行业前列，公司是最早一批推进液冷技术的公司。

（4）公司具备高质量运维水平，目前零事故，SLA100%。

（5）公司为大客户批发型数据中心运营商，由于有签约保证，具有抗周期特点，内生成长性稳定。

10. 投资建议

表 4: 可比公司估值表

| 证券简称 | 证券代码 | 市值 (亿) | 2021 收入 (亿) | 21-24 收入 CAGR | 2021 年 EBITDA (亿) | 21-24 EBITDA CAGR | 2021 EV/EBITDA | 2022 EV/EBITDA | 2023 EV/EBITDA | 2024 EV/EBITDA | 2021 GPM | 2021 NPM |
|----------------------|-----------|--------|-------------|---------------|-------------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------|----------|
| Equinix | EQIX.O | 564.1 | 66.4 | 8.7% | 31.4 | 9.0% | 28.1 | 21.0 | 19.1 | 17.8 | 47.7% | 7.5% |
| Digital Realty Trust | DLR.N | 344.4 | 44.3 | 7.2% | 24.1 | 6.8% | 26.3 | 20.6 | 19.1 | 18.1 | 59.8% | 39.5% |
| 世纪互联 | VNET.O | 7.6 | 9.7 | 19.3% | 2.7 | 17.1% | 8.7 | 6.7 | 6.3 | 5.6 | 23.2% | 8.3% |
| 秦淮数据 | CD.O | 23.8 | 4.5 | 29.0% | 2.1 | 35.8% | 11.1 | 9.9 | 7.8 | 6.3 | 42.1% | 11.1% |
| 万国数据 | 9698.HK | 395.6 | 95.6 | 17% | 42.5 | 19.6% | 22.1 | 16.0 | 14.4 | 13.0 | 22.8% | -15.2% |
| 光环新网 | 300383.SZ | 166.1 | 76.6 | 8.2% | 16.6 | 10.4% | 17.2 | 10.4 | 9.1 | 8.6 | 20.2% | 10.6% |
| 奥飞数据 | 300738.SZ | 72.3 | 12.0 | 36.4% | 4.8 | 47.7% | 18.6 | 12.3 | 8.3 | 5.7 | 29.1% | 11.9% |
| 平均 | | | | 18.0% | | 20.9% | 18.9 | 13.8 | 12.0 | 10.7 | 35.0% | 10.5% |
| 数据港 | 603881.SH | 82.0 | 12.1 | 23.3% | 8.1 | 22.9% | 13.0 | 11.3 | 9.0 | 7.2 | 33.0% | 8.2% |

资料来源: wind, MarketScreener, HTI

注: (1)表中各公司的市值、收入和 EBITDA 为各自上市所在地的货币单位; (2)数据港采用海通预测数据, 其他公司为 wind 和 marketscreener 一致性预测; (3)市值为 2022 年 7 月 15 日收盘市值;

我们选择了 7 家具有代表型的数据中心运营商, 美国 2 家, 中国 5 家, 2022 年平均 EV/EBITDA 为 13.8 倍, 美国两家公司的企业倍数最高, 达到 21 倍。美国公司的毛利率最高, 但收入和 EBITDA 增速明显低于中国公司。数据港 21-24 收入 CAGR 为 23.3%, 21-24 EBITDA CAGR 为 22.9%, 均高于平均值。

估值逻辑

我们预测, 公司 2022-2024 年营业收入分别为 14.47/18.09/22.61 亿元人民币, 2022-2024 年 EBITDA 分别为 9.46/12.09/15.05 亿元人民币。公司目前综合规模(运营规模和投建规模)处于行业 TOP3, 且增速保持较快水平。另外, 对比奥飞数据, 两者当前市值接近, 收入规模相同, 2021 年增速趋同, 但数据港的机架规模和 EBITDA 水平远高于奥飞数据, 且数据港为批发型运营商, 具备一定的抗周期优势, 我们认为应该获得合理的溢价空间。参考可比公司平均值, 我们给予数据港 2022 年 15 倍 EV/EBITDA (-54.55%), 则对应目标市值为 117.32 亿元人民币, 按 3.2893 亿总股本计算, 则目标价格为 35.67 元人民币/股 (-45.09%), 维持“优于大市”评级

表 5: 估值表

| 2022 EBITDA (亿元人民币) | 2022 EV/EBITDA | 企业价值 (亿元人民币) | 市值 (亿元人民币) | 股价 (人民币) |
|---------------------|----------------|--------------|------------|----------|
| 9.46 | 15 | 141.94 | 117.32 | 35.67 |

资料来源: HTI

11. 风险提示

公司单一大客户需求端放缓，影响公司收入增速，进而影响公司 EBITDA；公司单一大客户上架率放缓，导致年内收入增速放缓；公司新项目客户发展不及预期，影响 EBITDA 等风险。

财务报表分析和预测

资产负债表 (百万人民币)

| 项目/报告期 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 1,936 | 1,445 | 1,820 | 1,977 | 2,100 |
| 货币资金 | 1,559 | 598 | 904 | 945 | 924 |
| 应收账款及票据 | 68 | 79 | 96 | 129 | 174 |
| 存货 | 2 | 12 | 16 | 19 | 23 |
| 其他流动资产 | 307 | 755 | 804 | 883 | 978 |
| 非流动资产 | 5,737 | 6,805 | 6,929 | 7,338 | 7,510 |
| 固定资产 | 3,281 | 5,128 | 5,253 | 5,661 | 5,833 |
| 在建项目 | 1,904 | 334 | 334 | 334 | 334 |
| 无形资产 | 11 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 使用权资产 | 0 | 663 | 663 | 663 | 663 |
| 长期待摊费用 | 81 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 商誉 | 16 | 160 | 160 | 160 | 160 |
| 其他非流动资产 | 443 | 449 | 449 | 449 | 449 |
| 资产总计 | 7,673 | 8,249 | 8,749 | 9,315 | 9,609 |
| 流动负债 | 3,027 | 2,882 | 2,904 | 3,002 | 3,154 |
| 应付账款 | 1,428 | 1,027 | 1,049 | 1,126 | 1,253 |
| 短期借款 | 1,018 | 1,163 | 1,163 | 1,163 | 1,163 |
| 其他流动负债 | 580 | 693 | 693 | 713 | 738 |
| 非流动负债 | 1,753 | 2,384 | 2,784 | 3,084 | 2,984 |
| 长期借款 | 1640 | 1803 | 2203 | 2503 | 2403 |
| 负债合计 | 4,779 | 5,266 | 5,688 | 6,085 | 6,137 |
| 股本 | 235 | 329 | 329 | 329 | 329 |
| 资本公积 | 2,011 | 1,917 | 1,917 | 1,917 | 1,917 |
| 未分配利润 | 607 | 697 | 775 | 943 | 1,186 |
| 归属母公司股东权益 | 2,892 | 2,989 | 3,066 | 3,234 | 3,477 |
| 少数股东权益 | 2 | -5 | -5 | -5 | -5 |
| 负债和股东权益 | 7,673 | 8,249 | 8,749 | 9,315 | 9,609 |

利润表 (百万人民币)

| 项目/报告期 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 910 | 1,206 | 1,447 | 1,809 | 2,261 |
| 营业成本 | 547 | 807 | 1,049 | 1,239 | 1,504 |
| 毛利 | 363 | 399 | 398 | 570 | 757 |
| 销售费用 | 2 | 4 | 4 | 6 | 7 |
| 管理费用 | 69 | 65 | 72 | 81 | 90 |
| 研发费用 | 40 | 53 | 58 | 72 | 90 |
| 营业利润 | 163 | 132 | 115 | 242 | 357 |
| 利息收入 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 利息支出 | 100 | 159 | 159 | 181 | 226 |
| 投资损益 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经营性损益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他损益 | 10 | 8 | 9 | 9 | 9 |
| 除税前利润 | 164 | 133 | 115 | 242 | 357 |
| 所得税 | 29 | 34 | 29 | 55 | 87 |
| 净利润 | 134 | 99 | 87 | 187 | 269 |
| 少数股东损益 | -2 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | 136 | 111 | 87 | 187 | 269 |
| Non-GAAP 净利润 | 136 | 111 | 87 | 187 | 269 |
| GAAP EPS/ADR (元) | | | | | |

现金流量表 (百万人民币)

| 项目/报告期 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 167 | 715 | 874 | 1,141 | 1,432 |
| 净利润 | 134 | 99 | 87 | 187 | 269 |
| 折旧摊销 | 280 | 527 | 676 | 791 | 928 |
| 营运资金变动 | -339 | -60 | -47 | -18 | 8 |
| 其它 | 92 | 148 | 159 | 181 | 226 |
| 投资活动现金流 | -1,623 | -1,758 | -800 | -1,200 | -1,100 |
| 资本支出 | -1,686 | -1,274 | -800 | -1,200 | -1,100 |
| 投资变动 | 0 | -483 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 63 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 2,773 | 83 | 232 | 100 | -353 |
| 金融负债 | 2,450 | 2,087 | -200 | -300 | -700 |
| 银行借款 | -1079 | -1639 | 600 | 600 | 600 |
| 权益融资 | 1,668 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 支付的利息和股利 | -134 | -170 | -168 | -200 | -253 |
| 其他 | -133 | -198 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 1,318 | -961 | 306 | 42 | -21 |
| 期初现金余额 | 241 | 1,559 | 598 | 904 | 945 |
| 期末现金余额 | 1,559 | 598 | 904 | 945 | 924 |

主要财务比率

| 项目/报告期 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 成长能力(%) | | | | | |
| 营业收入增长 | 25.2% | 32.5% | 20.0% | 25.0% | 25.0% |
| 营业利润增长 | 36.7% | -18.7% | -12.9% | 109.7% | 47.4% |
| 归属母公司净利润增长 | 23.6% | -18.6% | -22.1% | 115.8% | 44.3% |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 39.9% | 33.1% | 27.5% | 31.5% | 33.5% |
| 净利率 | 14.8% | 8.2% | 6.0% | 10.3% | 11.9% |
| ROE | 4.7% | 3.7% | 2.8% | 5.8% | 7.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 62.3% | 63.8% | 65.0% | 65.3% | 63.9% |
| 流动比率 | 0.64 | 0.50 | 0.63 | 0.66 | 0.67 |
| 速动比率 | 0.63 | 0.49 | 0.61 | 0.64 | 0.65 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.12 | 0.15 | 0.17 | 0.19 | 0.24 |
| 应收账款周转率 | 7.83 | 16.36 | 16.45 | 16.03 | 14.92 |
| 存货周转率 | 57.32 | 109.94 | 74.11 | 71.00 | 71.88 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.41 | 0.34 | 0.26 | 0.57 | 0.82 |
| 每股经营现金流 | 0.51 | 2.17 | 2.66 | 3.47 | 4.35 |
| 每股营业收入 | 2.77 | 3.67 | 4.40 | 5.50 | 6.87 |
| 每股净资产 | 8.80 | 9.07 | 9.31 | 9.82 | 10.55 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/S | 9.02 | 6.80 | 5.67 | 4.54 | 3.63 |
| P/E | 73.35 | 73.90 | 95.92 | 43.75 | 30.41 |
| EV/EBITDA | 17.20 | 12.96 | 11.27 | 9.03 | 7.21 |

资料来源: 公司年报 (2021), HTI 注: (1) 表中计算估值指标的收盘日期为 2022 年 7 月 15 日; (2) 以上为简表;

APPENDIX 1

Summary

- It is a third-party data center operator with Top3 comprehensive scale in China. Founded in 2009, Shanghai AtHub is a state-owned data center enterprise held by the State-owned Assets Supervision and Administration Commission of Shanghai Jing'an District. After years of development, the company has achieved international advanced level in the field of cloud computing data center technology. According to a report published by the China Academy of Information and Communications Technology this year, Shanghai AtHub was ranked second in the comprehensive scale index of the third-party data center sector. As of Q1 2022, the Company has accumulated 34 completed and operated data centers with a combined IT load of approximately 366.82 MW, representing a 438% increase in operational scale from 68.1 megawatts (MW) at the end of 2018, which translates into approximately 73,365 standard cabinets of 5 kilowatts (KW).
- The company's PUE level is at the leading level in China. China's data center policy has become increasingly strict on energy efficiency, and the energy efficiency assessment index is based on PUE. since 2021, China has successively introduced a number of data center energy efficiency policies to encourage key industries to use new infrastructure such as green data centers to achieve energy saving and consumption reduction, and the PUE of new large and super-large data centers should not exceed 1.3, and the PUE of data centers should generally not exceed 1.5 by 2025 In addition, there is a trend of gradually vacating and closing down data centers that have not completed the transformation as required.
- The Company maintains effective expansion and its high EBITDA ratio reflects its good operation level. The company is a wholesale data center service provider, contracting with large customers for the construction of data center services, effectively safeguarding the company's operating income and profits, and its EBITDA ratio is as high as 68%, generally better than other companies in the industry, reflecting its good operational development level. The company is actively exploring new projects, two in Beijing and one in Shanghai, to expand customer diversification and ensure sustainable and healthy development of the company.
- We estimate the company's 2022-2024 operating revenue to be Rmb1.447bn/1.809bn/2.261bn and 2022-2024 EBITDA to be Rmb946mn/1.209bn/1.505bn, respectively. Considering its combined scale (operation scale and investment scale) is in the TOP3 of the industry and the growth rate remains at a fast level. Compared to comparable companies, we believe it should get a reasonable premium space. Referring to the average of comparable companies, we value the company a 15x EV/EBITDA (-54.55%) in 2022, which corresponds to a target market capitalization of Rmb11.732bn, and a target price of Rmb35.67/share (-45.09%) based on a total equity of 328.93mn, maintain an Outperform rating.
- Risks: the company's single large customer demand-side slowdown, affecting the company's revenue growth, which in turn affects the company's EBITDA; the company's single large customer shelf rate slowdown, resulting in a slowdown in revenue growth during the year; the company's new project customer development is not as expected, affecting EBITDA and other risks.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，Liang Song，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Liang Song, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，Natalie Wu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Natalie Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 9698.HK 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 9698.HK within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 9698.HK for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

9698.HK 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

9698.HK is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

海通在过去 12 个月中获得对 9698.HK 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 9698.HK.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 9698.HK 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 9698.HK.

海通担任 0728.HK 及 0941.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 0728.HK and 0941.HK.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

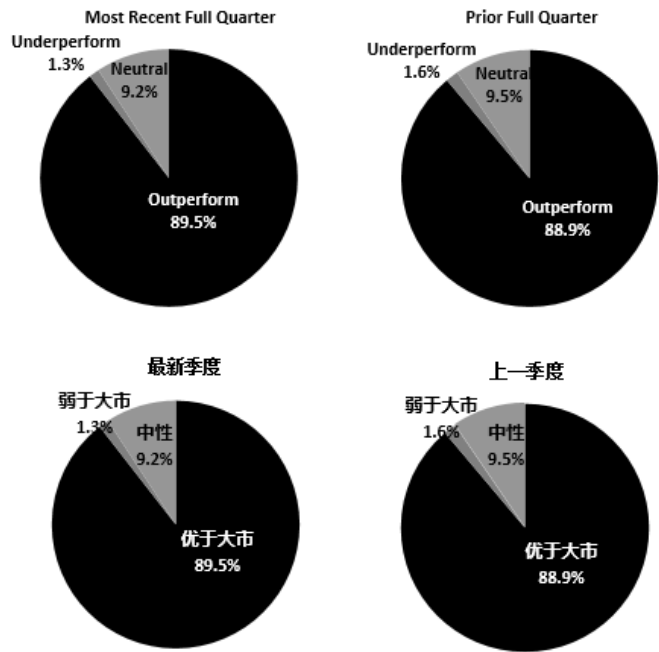
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2022 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

| | 优于大市 | 中性 (持有) | 弱于大市 |
|-------------|-------|------------|------|
| 海通国际股票研究覆盖率 | 89.5% | 9.2% | 1.3% |
| 投资银行客户* | 5.9% | 5.6% | 5.0% |

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2022

| | Outperform | Neutral (hold) | Underperform |
|------------------------------|------------|-------------------|--------------|
| HTI Equity Research Coverage | 89.5% | 9.2% | 1.3% |
| IB clients* | 5.9% | 5.6% | 5.0% |

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不承担或保证此任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with,

or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”)) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Recommendation Chart

Shanghai AtHub - 603881 CH



1. 15 Oct 2019 OUTPERFORM at 35.5 target 45.61.
2. 15 Oct 2019 OUTPERFORM at 35.5 target 45.61.
3. 31 Aug 2020 OUTPERFORM at 86.74 target 121.39.
4. 2 Nov 2020 OUTPERFORM at 69.69 target 118.19.
5. 9 Feb 2021 OUTPERFORM at 48.15 target 70.34.
6. 28 Mar 2021 OUTPERFORM at 43.68 target 57.06.
7. 3 Sep 2021 OUTPERFORM at 37.15 target 64.96.
- 1.4-for-1 split implemented on 26 Apr 2021

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates