

数据中心

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 7.89	港元 11.28	+43.0%

2024年5月24日

万国数据 (9698 HK)

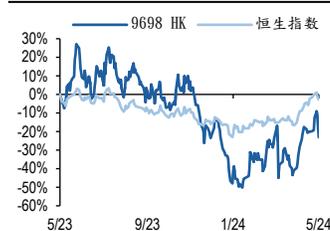
1 季度业绩大致符合预期，规模稳步扩大

- 1 季度业绩大致符合预期，维持稳定增长，全年指引不变。2024 年 1 季度，公司实现收入约 26.27 亿元（人民币，下同），同比增加 9.1%；经调整 EBITDA 为 11.83 亿元，同比增加 4.7%，约为我们 2024 年财年预测（46.48 亿元）的 25.5%，大致符合预期。公司维持全年业绩指引不变，预计全年收入在 113.4 亿元至 117.6 亿元之间，同比增速在 13.9-18.1%；预计调整后 EBITDA 在 49.50 亿元至 51.50 亿元之间，同比增速在 7.0-11.4%。
- 业务规模稳步扩大，扩张速度有所放缓。截至 1 季度末，公司的运营面积为 583,229 平方米，环比增加 1.9%，签约率为 92.5%，与上季度持平；在建面积为 172,537 平方米，同比减少 12.4%，预签约率同比持平；使用面积为 436,875 平方米，环比增长 4.3%。2024 年 1 季度公司新增的使用面积创三年新高，达到 36,891 平方米，主要包括中国廊坊数据中心新增的使用面积 17,072 平方米，和 NTP2 与 NTP3 这两个位于马来西亚柔佛的国际数据中心新增的使用面积 18,127 平方米。
- 国际业务持续推进，资金支持充足。公司国际业务已经扩展到以新加坡-柔佛州-巴淡岛为核心的东南亚地区、中国香港和日本这三个全球重要的数据中心市场。截至 1 季度末，公司国际业务已获得 182MW 容量的预定，其中约 40% 来自全球领先客户。此外，公司于 2024 年 5 月 13 日公布对旗下负责国际数据中心资产和运营的全资子公司 DigitalLand Holdings Limited 与多家机构私募股权投资投资者签订的 A 系列可转换优先股权认购协议进行了修订，将发行规模由 5.87 亿美元增加到 6.72 亿美元。该股权融资将为公司国际业务的持续扩容提供充足的资金支持。
- 维持买入评级，目标价 11.28 元。我们预测公司 2024-26 年营业收入分别为 113.57/128.69/142.43 亿元，期间 CAGR 为 12%，公司 2024-26 年经调整 EBITDA 分别为 46.48/51.25/57.58 亿元，CAGR 为 11%。考虑到公司在海外市场的拓展潜力，1 季度业绩大致符合预期，我们仍给予 8.2 倍的 EV/EBITDA，对应目标价 11.28 港元，维持买入评级。
- 风险提示：1) 行业增速放缓导致数据中心上架率不及预期；2) 新数据中心建设慢于预期；3) 成本意外上涨；4) 客户行为模式发生改变。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	13.12
52周低位 (港元)	5.11
市值 (百万港元)	11,926.45
日均成交量 (百万)	6.45
年初至今变化 (%)	(12.91)
200天平均价 (港元)	7.71

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com
(852) 3766 1815

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	9,326	9,957	11,357	12,869	14,243
同比增长 (%)	19.3	6.8	14.1	13.3	10.7
净利润 (百万人民币)	(1,459)	(2,449)	(1,104)	(1,055)	(981)
每股盈利 (人民币)	(1.03)	(2.96)	(0.79)	(0.76)	(0.70)
同比增长 (%)	14.0	186.9	-73.3	-4.2	-6.7
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
每股账面净值 (人民币)	15.72	12.87	12.12	11.40	10.73
市账率 (倍)	0.47	0.57	0.60	0.64	0.68

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

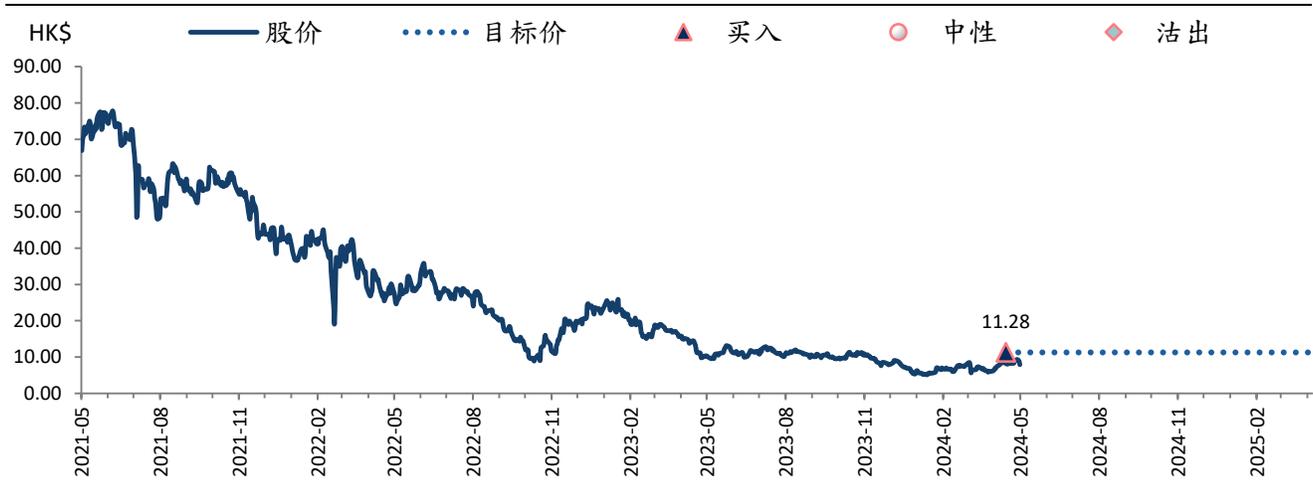
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 万国数据 2024 财年 1 季度业绩概览

(人民币千元)	1Q23	4Q23	1Q24	同比 (%)	环比 (%)
财务概况					
服务收入	2,408,449	2,556,490	2,627,367	9.1%	2.8%
设备销售收入	509	0	0	(100.0%)	N.A.
总收入	2,408,958	2,556,490	2,627,367	9.1%	2.8%
销售成本	(1,917,271)	(2,124,173)	(2,053,693)	7.1%	(3.3%)
非现金项目	767,689	838,605	794,406	3.5%	(5.3%)
经调整毛利润	1,259,376	1,270,922	1,368,080	8.6%	7.6%
经调整毛利率	52.30%	49.70%	52.10%	(0.2 ppts)	2.4 ppts
SG&A	(337,122)	(357,085)	-354,443	5.1%	(0.7%)
非现金项目	188,965	187,429	168,070	(11.1%)	(10.3%)
外汇变动收益(损失)及其它, 净值	18,818	31,366	1,707	(90.9%)	(94.6%)
经调整 EBITDA	1,130,037	1,132,632	1,183,414	4.7%	4.5%
经调整 EBITDA 率	46.90%	44.30%	45.00%	(1.9 ppts)	0.7 ppts
运营更新					
已获客户签约及预签约总面积	633,611	670,975	668,012	5.43%	(0.4%)
运营面积	518,517	572,555	583,229	12.48%	(1.9%)
运营面积签约率	93.90%	92.80%	92.50%	(140bps)	(30bps)
在建面积	196,858	182,746	172,537	(12.35%)	(5.59%)
在建面积预签约率	74.40%	76.40%	74.40%	-	(200bps)
已利用运营面积	376,632	418,748	436,875	16.00%	4.33%
运营面积利用率	72.60%	73.10%	74.90%	230bps	180bps
2024 年指引 (人民币百万元)					
	2023 年	2024 年指引	隐含 YoY		
总收入	9,956.5	11,340 – 11,760	+13.9% – +18.1%		
经调整 EBITDA	4,624.1	4,950 – 5,150	+7.0% – +11.4%		
资本支出	6,325.6	6,500	+2.8%		

资料来源: 公司资料、交银国际

图表 2: 万国数据 (9698 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际数据中心行业覆盖

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9698 HK	万国数据	买入	7.89	11.28	43.0%	2024年05月07日	数据中心
1686 HK	新意网集团	买入	2.76	4.50	63.0%	2024年05月07日	数据中心
VNET US	世纪互联	未评级	1.77	1.95	10.0%	2024年05月07日	数据中心

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年5月23日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	9,326	9,957	11,357	12,869	14,243
主营业务成本	(7,390)	(8,034)	(8,978)	(10,046)	(10,905)
毛利	1,936	1,922	2,378	2,824	3,339
销售及管理费用	(1,336)	(1,330)	(1,458)	(1,614)	(1,715)
研发费用	(36)	(38)	(44)	(49)	(55)
其他经营净收入/费用	(13)	(3,013)	0	0	0
经营利润	552	(2,459)	877	1,161	1,569
财务成本净额	(1,845)	0	(2,349)	(2,568)	(2,878)
其他非经营净收入/费用	304	0	0	0	0
税前利润	(990)	(2,459)	(1,473)	(1,407)	(1,308)
税费	(276)	15	368	352	327
非控股权益	(193)	(5)	0	0	0
净利润	(1,459)	(2,449)	(1,104)	(1,055)	(981)
作每股收益计算的净利润	(1,510)	(4,344)	(1,158)	(1,109)	(1,035)

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8,608	7,711	11,658	14,055	19,308
应收账款及票据	2,406	2,546	3,021	3,489	3,668
其他流动资产	937	727	782	845	895
总流动资产	11,951	10,984	15,461	18,389	23,872
物业、厂房及设备	46,917	47,499	49,956	52,258	54,321
无形资产	1,048	689	1,047	1,345	1,574
其他长期资产	14,899	15,275	15,396	15,613	15,811
总长期资产	62,863	63,463	66,399	69,216	71,706
总资产	74,814	74,447	81,861	87,604	95,578
短期贷款	3,624	2,834	2,669	3,484	4,383
应付账款	5,177	3,425	4,020	4,329	13,165
其他短期负债	1,803	2,047	2,175	2,445	2,691
总流动负债	10,603	8,305	8,863	10,258	20,240
长期贷款	23,518	26,706	33,403	36,733	41,704
长期应付账款	4,295	8,435	8,435	8,435	0
其他长期负债	12,213	10,876	12,140	14,215	16,651
总长期负债	40,026	46,017	53,978	59,382	58,356
总负债	50,629	54,323	62,841	69,640	78,595
股本	23,021	18,893	17,789	16,734	15,752
股东权益	23,021	18,893	17,789	16,734	15,752
记作权益的金融工具	1,047	1,065	1,065	1,065	1,065
非控股权益	117	166	166	166	166
总权益	24,185	20,124	19,019	17,964	16,983

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(1,266)	(4,285)	(1,104)	(1,055)	(981)
折旧及摊销	3,189	3,520	3,772	3,965	4,189
营运资本变动	674	(485)	(832)	(579)	(185)
其他经营活动现金流	261	3,316	0	0	0
经营活动现金流	2,858	2,065	1,835	2,330	3,022
资本开支	(7,847)	(6,022)	(6,019)	(6,049)	(5,982)
其他投资活动现金流	(3,428)	(328)	0	0	0
投资活动现金流	(11,275)	(6,350)	(6,019)	(6,049)	(5,982)
负债净变动	2,304	2,430	6,532	4,145	5,871
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	2,553	2,841	1,599	1,970	2,342
融资活动现金流	4,856	5,271	8,131	6,115	8,213
汇率收益/损失	416	154	0	0	0
年初现金	9,968	8,608	7,711	11,658	14,055
年末现金	8,608	7,711	11,658	14,055	19,308

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(1.031)	(2.959)	(0.789)	(0.755)	(0.705)
全面摊薄每股收益	(1.031)	(2.959)	(0.789)	(0.755)	(0.705)
每股账面值	15.720	12.868	12.116	11.397	10.729
利润率分析(%)					
毛利率	20.8	19.3	20.9	21.9	23.4
EBITDA利润率	45.5	45.3	40.9	39.8	40.4
净利率	(15.6)	(24.6)	(9.7)	(8.2)	(6.9)
盈利能力(%)					
ROA	(1.7)	(5.7)	(1.4)	(1.2)	(1.1)
ROE	(5.1)	(19.3)	(5.6)	(5.7)	(5.6)
其他					
净负债权益比(%)	76.6	108.5	128.4	145.6	157.7
利息覆盖率	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8
流动比率	1.1	1.3	1.7	1.8	1.2
应收账款周转天数	94.2	93.3	89.5	92.3	91.7
应付账款周转天数	172.7	148.1	160.4	160.4	160.4

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司及趣致集团有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。