

► **万国数据：全球领先的数据中心服务商。**自2009年起，公司开始由服务导向向资源驱动转型。2016年以后，公司进一步扩大数据中心在国内核心城市的覆盖范围，包括京津冀地区、长三角地区、华中地区、粤港澳大湾区、内蒙古地区、西南地区等。自2021年后，公司开始布局新加坡、马来西亚、印度尼西亚等东南亚市场，逐步形成新加坡-柔佛-巴淡岛地区战略。2024年，公司布局日本府中市，进军东北亚数据中心市场。

► **公司营业收入平稳增长，盈利能力有所回升。**公司在2023年全年总营收为9,957亿人民币。其中，公司的海外业务发展迅猛，同比增速达494%。公司的毛利率在2024年的前两个季度迎来小幅回升，分别为21.8%/22.6%。同时，2024年上半年公司的EBITDA margin回升至24.7%，体现出公司的盈利能力有所恢复。

► **国内算力需求逐步增加，数据中心发展趋势明显。**在数字化转型层面，据埃森哲调查，53%的中国受访企业愿意继续加大数字化投入。在技术层面，异构计算解决了国内企业的算力瓶颈，多芯异构促进了国内算力板块的蓬勃发展。经过20多年的发展，我国数据中心呈现出明显的集群化趋势，数据中心布局呈现出“中心向周边”“东部向西部”的部署趋势。公司重点探索实践液冷、储能和氢能等新型能源架构和心技术方案，形成Smart DC中的Turbo系列产品，致力于在2030年国家碳达峰时实现碳中和。

► **东南亚数据中心市场具备强劲的发展潜力。**近年来东南亚地区数字经济市场扩张速度较快。2023年10月28日，IDC预测东南亚数字经济增速将达到15.8%，超过美国（9.4%）和欧盟（8.7%）。东南亚电商市场在本地电商和跨境电商的支持下获得了斐然的业绩。大量中资企业，如PT华为、中兴通讯、烽火国际、中国移动国际等企业，助力了当地数字经济产业基础设施的建设。同时，AI技术的兴起引发了东南亚数据中心需求的激增。东南亚各国政府也为引进外资建设数据中心提供了免税、商业便利服务等优惠措施。近年来，公司在加快海外数据中心建设于运营的同时，积极签约海外电力公司，以确保稳定的电力供应。此外，公司与海外科技公司深化合作，共探燃料电池电源解决方案。

► **投资建议：**预计公司2024-2026年分别实现营业收入114.2/135.8/160.1亿元，实现EBITDA 48.6/55.5/64.5亿元，对应EV/EBITDA分别为14/12/11x。在人工智能、云计算、5G等产业趋势下，数据中心有望持续高增长。考虑到公司综合竞争优势突出，资源储备充分，有望加速发展。看好公司业务前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**政策落地不及预期，行业竞争加剧，宏观经济波动带来的风险，数据中心上架率不及预期，负债率过高、再融资的可能性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,957	11,419	13,580	16,006
(+/-)(%)	6.8	14.7	18.9	17.9
EBITDA	1,311	4,862	5,547	6,451
(+/-)(%)	-0.7	2.7	0.1	0.2
EPS	-2.81	-0.79	-0.38	0.11
EV/EBITDA	52	14	12	11
P/B	1.5	1.6	1.6	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年10月16日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

20.75 港元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

目录

1 万国数据：中国及东南亚地区领先的高性能数据中心和服务商	3
1.1 全球领先的第三方数据中心服务商	3
1.2 公司在大陆采用 VIE 架构，在境外直接控股	5
1.3 国际市场高歌猛进，盈利能力企稳回升	7
2 深耕中国数据中心市场，守稳营收主增长极	10
2.1 中国市场：算力需求快速增长，数据中心发展趋势显著	10
2.2 公司：深度扎根东数西算，大力迭代低碳技术	13
3 开拓东南亚数据中心市场，打造增长第二引擎	14
3.1 东南亚市场：数据中心具备较大投资潜力	15
3.2 公司：加速扩张海外版图，引领数据中心绿色建设	20
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 估值分析与投资建议	22
5 风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

1 万国数据：中国及东南亚地区领先的高性能数据中心中心和服务商

1.1 全球领先的第三方数据中心服务商

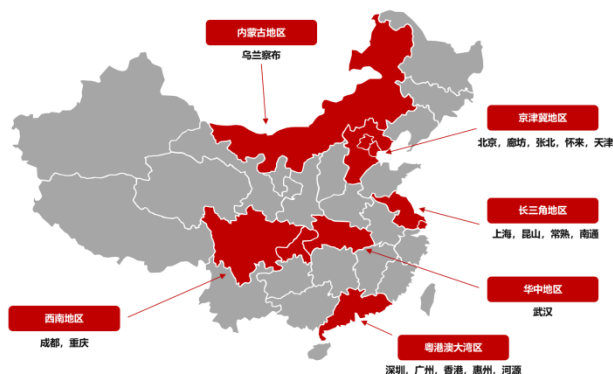
1.1.1 由境内核心城市覆盖到境外战略地区布局

万国数据服务有限公司是全球领先的第三方数据中心服务商。在公司创立初期，公司主要依靠租赁第三方数据中心提供服务。2001年，公司创立。2006年，公司注册。在创立的初始阶段，公司主要依靠第三方数据中心，深度扎根金融领域，以业务的可持续发展和灾难解决方案为为导向提供专业服务。

自2009年起，公司开始由服务导向向资源驱动转型。2009年，公司意识到关键市场的数据中心存量不足，开始布局数据中心建设与运营业务。自2011年开始，公司在国内的核心经济区和主要大城市布局数据中心逐步投入使用，进军大体量和高端用户市场，提供云和IT管理服务。2011年，公司在昆山，成都和上海3个新数据中心投入运营。2012年，公司的高可用数据中心投入运营。2014年，公司的深圳一号数据中心投入运营。2015年，公司在北京和上海的2个数据中心投入运营。

2016年以后，公司进一步扩大数据中心在核心城市的覆盖范围。2016年，公司在广州、深圳和上海的4个新数据中心投入运营。2017年至2019年的两年间，公司在上海、深圳、广州、北京、成都、河北、深圳等地不断建设数据中心。2020年，公司在上海、北京、昆山、廊坊和张北的15个新数据中心投入运营。2021年，公司在京津冀、长三角、粤港澳、西南、内蒙古等地区的26个数据中心投入运营。2022年，公司在上海、重庆、常熟和廊坊的4个数据中心投入运营。2023年，公司在北京、廊坊、深圳、香港的数据中心投入运营。同时，公司在此期间完成了美股和港股的双上市。2016年11月2日，公司在美国纳斯达克上市。2020年11月2日，公司在香港联交所主板二次上市。

图1：万国数据基础设施国内重要核心枢纽的主要分布



资料来源：万国数据官网，民生证券研究院

图2：万国数据基础设施东南亚重要核心枢纽的主要分布



资料来源：万国数据 2023 年年度报告，民生证券研究院

公司自 2021 年开始布局东南亚的数据中心业务，2024 年进军东北亚市场。

2021 年，公司通过收购马来西亚柔佛州和印度尼西亚巴淡岛的两块土地，将业务拓展至东南亚，形成新加坡-柔佛-巴淡岛地区战略。在接下来几年里，为了满足马来西亚高涨的消费者需求，公司又在马来西亚柔佛州收购了第二块土地。2022 年，公司成立了全资子公司 DigitalLand Holdings Limited，总部位于新加坡，主要负责万国数据在中国大陆以外的数据中心建设运营，以及公司未来在中国香港地区、新加坡、马来西亚（柔佛州）和印度尼西亚（巴淡岛）等战略地区的新数据中心开发。2023 年 10 月，公司与印尼主权财富基金印尼投资局(INA)成立了一家合资企业，开发和扩建印度尼西亚的数据中心。2024 年，公司在日本府中市获得两块土地的长期租赁，开始进军东北亚数据中心市场。

图3：万国数据发展历程



资料来源：万国数据官网，前瞻经济学人，民生证券研究院

1.1.2 多年深耕数据中心托管服务

公司的主营业务主要包括托管服务，托管管理服务和管理云服务。

托管服务是公司的核心业务板块。公司为客户提供高度安全、可靠和容错的数据中心环境，可以保证安全存放客户的服务器和相关 IT 设备。公司的核心托管服务主要包括提供重要设备的厂房资源、客户所需的电力、机架和制冷设备。

公司的托管管理服务板块包括多种增值服务，涵盖数据中心 IT 价值链的每一个环节。公司全面的托管管理服务包括业务连续性和灾难恢复解决方案、网络管理服务、数据存储服务、系统安全服务、操作系统服务、数据库服务和服务器中间件服务。

在管理云服务板块，公司正在开发一种创新化的服务平台，以帮助企业客户管理混合云。公司的 CloudMiX™ 平台管理界面，可让企业集成和控制混合云计算环境的所有方面，涵盖客户的私有服务器和一家或多家公有云服务提供商。

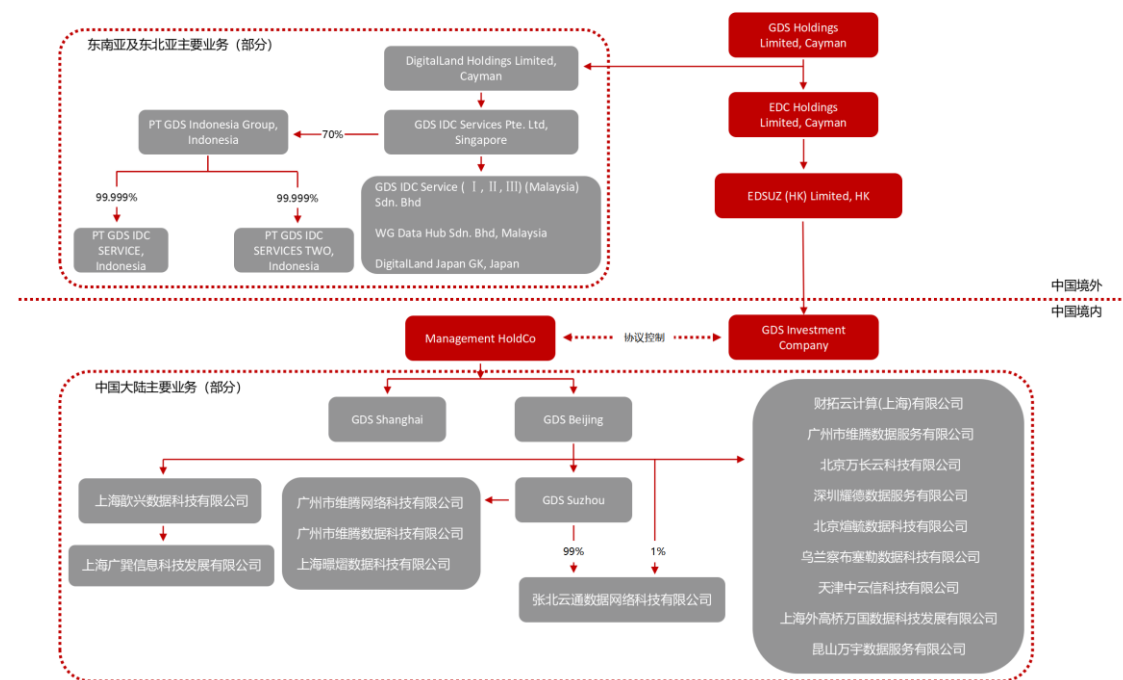
公司运营着数量庞大的自主开发数据中心和第三方数据中心，从而保障托管服务等业务板块的实行。截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有自主开发数据中心 93 个，在用总净建筑面积 565,062 平方米。除此之外，公司还运营 19 个第三方数据中心，总净建筑面积为 7,493 平方米，公司以批发方式租赁并用于为客户提供托管和管理服务。截至同一日期，公司还拥有在建的总净建筑面积 182,746 平方米，在服务和在建的 105 个自主开发的数据中心。同时，公司估计可开发的总净楼面面积约为 458,330 平方米，可供未来发展之用。

1.2 公司在中国大陆采用 VIE 架构，在境外直接控股

万国数据在中国大陆业务的股权结构主要采用 VIE 架构。由于中国大陆对电信相关业务公司外资所有权的部分限制，万国数据控股有限公司 (GDS Holdings Limited) 并不是注册在中国大陆的运营实体，而是一家在开曼群岛的控股公司。万国数据控股有限公司通过设立外商独资企业 GDS Investment Company，协议控制 Management HoldCo。Management HoldCo 由公司指定的 5 名管理人员持股 20%。Management HoldCo 通过控股 GDS Shanghai 和 GDS Beijing，实现了对中国大陆大量数据服务相关子公司的控制。

万国数据对东南亚及东北亚的子公司采用直接控股。2022 年，万国数据控股有限公司通过控股负责国际数据中心资产和运营的全资子公司 DigitalLand Holdings Limited，控制了公司在中国香港地区和新加坡-柔佛-巴淡岛等主要枢纽市场的海外业务。2024 年 3 月 26 日 A 系列可转换优先股认购后，万国数据持有 DigitalLand Holdings Limited 约 56.1% 的股权，高瓴资本、Rava Partners、博裕资本、Princeville Capital、Tekne Capital 等投资者持有其余 43.9% 的股权。截至目前，DigitalLand Holdings Limited 已获得来自全球和中国客户超过 200MW 容量的预订，其中超过 70MW 已经投运。

图4：万国数据股权架构（部分）



资料来源：万国数据 2023 年年度报告，民生证券研究院；注：数据截至 2023Q4

万国数据拥有经验丰富的管理团队。公司高管在创立或加入万国数据前，均在业内的不同公司拥有多年从业经历。公司的首席执行官黄伟曾担任上海美宁计算机软件有限公司的高级副总裁；公司的首席财务官 Daniel Newman 曾先后担任美银美林董事总经理，印度孟买信实通信董事长办公室顾问，德意志银行董事总

经理；公司的首席运营官 Jamie Gee Choo Khoo 曾先后工作于贝克休斯（新加坡），安永（新加坡），ABB (China) Holdings Limited 和 ST Telemedia。

表1：万国数据部分管理层简介

姓名	职位	简介
黄伟	首席执行官	男，出生于 1968 年，公司创始人兼董事会主席，自 2002 年起担任首席执行官。黄先生自 2004 年至 2020 年亦担任中国境内私募股权基金管理公司海富产业投资基金管理有限公司的董事。创立万国数据前，黄先生曾担任上海美宁计算机软件有限公司的高级副总裁。
Daniel Newman	首席财务官	男，出生于 1961 年，本科学历，自 2011 年 9 月起担任 GDS 首席财务官。在加入万国数据前，Newman 先生于 2009 年至 2011 年曾担任 GDS 顾问。自 2008 年至 2009 年，Newman 先生担任美银美林董事总经理，负责亚洲区的电信、媒体和科技领域的投资银行客户。自 2005 年至 2007 年，Newman 先生担任印度孟买信实通信董事长办公室的顾问。自 2001 年至 2005 年，Newman 先生担任德意志银行董事总经理，负责亚洲电信和媒体行业的投资银行客户。Newman 先生曾于 1997 年至 2001 年担任 Salomon Brothers（及其继任者）的投资银行家，并于 1983 年至 1997 年间在伦敦及香港担任 S.G.Warburg（及其继任者）的投资银行家。
Jamie Gee Choo Khoo	首席运营官	女，出生于 1964 年，硕士学历，自 2019 年 1 月起出任 GDS 首席运营官。Khoo 女士于 2014 年加入 GDS 高级管理层，担任副首席财务官。自 1996 年至 2007 年，Khoo 女士于 ST Telemedia 工作，在财务、会计及库务方面担任多个管理职务，并负责指定的海外投资实体。加入 ST Telemedia 之前，她曾于 1994 年至 1996 年在 ABB (China) Holdings Limited、于 1994 年在安永（新加坡）以及于 1989 年至 1993 年在贝克休斯（新加坡）工作，主要从事财务和谘询工作。Khoo 女士毕业于新加坡国立大学获会计学学士学位，并获赫尔大学工商管理硕士学位。Khoo 女士为新加坡特许会计师协会会员，亦为新加坡董事协会的会员。A 轮股份认购交割后，Khoo 女士将不再担任首席运营官，而是担任 GDS International 的首席执行官。

资料来源：万国数据 2023 年年度报告，民生证券研究院

1.3 国际市场高歌猛进，盈利能力企稳回升

1.3.1 国内收入稳健增长，海外业务发展迅猛

万国数据 2023 年实现营收 9,957 亿人民币，同比增长 6.8%，主要来自于在华服务收入。在公司的全年营收中，服务收入为 9,956 亿人民币，占比达 99.99%。在公司的服务收入中，在华业务板块的收入达 9,745 亿人民币，占比 98%。海外业务板块的收入为 223 亿人民币，占比 2%。

公司收入增长主要取决于获取和开发额外数据中心的能力。公司主要通过收购或租赁用于数据中心设施建设的地产，从第三方供应商处租赁现有数据中心容量和从其他公司收购高性能数据中心来扩大公司提供服务数据中心容量。

近年来，海外业务发展迅猛，逐步演变为公司可持续发展的“第二引擎”。2023 年，公司的海外服务收入同比增长 494%，每平方米月服务收入为 3,800 元，比国内高出 1,704 元，表现出了较强的盈利能力。截至 2023 年，公司在海外的数据中心总面积为 55,347 平方米。其中，可提供服务的数据中心面积为 24,203 平方米，较 2022 年增加 23,058 平方米，在总面积中占比 4%。万国数据董事长兼首席执行官黄伟认为，2024 年 3 月 26 日多家机构私募股权投资者对 DigitalLand Holdings Limited 的专项融资协议不但将加速万国数据国际业务的发展，也将为公司股东创造更大价值。国际业务或在未来成为中国大陆业务之外推动公司可持续发展的‘第二引擎’。

表2：万国数据 2023 国内外数据中心收入情况

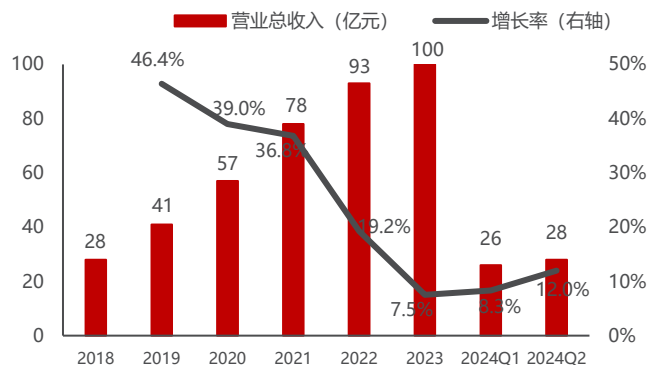
区域	营业收入 (亿元)	每平方米月服务收入 (元)	总面积 (m ²)	可提供服务面积 (m ²)	在建面积 (m ²)
国内市场	9,745	2,096	699,954	548,352	151,602
国际市场	223	3,800	55,347	24,203	31,144

资料来源：万国数据 2023 年年报，民生证券研究院

1.3.2 营业收入平稳增长，盈利能力有所回升

营业收入维持增长，增速逐渐放缓。2019 年至 2021 年，公司的营业收入增速较快，同比增长均超过 30%。主要原因为公司在 2020 年将 15 个新数据中心投入运营，2021 年将 26 个新数据中心投入运营。2023 年公司营业收入增速触底后，2024 年上半年企稳回升。公司的收入主要来自于有限数量的大客户。截至 2023 年，公司的 2 个客户分别占公司总营收的 34.0%和 13.7%。

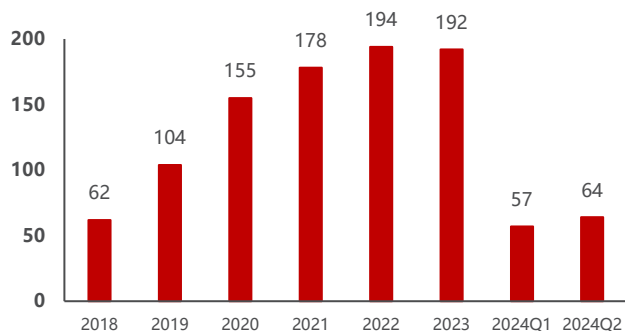
图5: 2018-2024Q2 收入 (亿元) 及增速



资料来源: choice, 民生证券研究院

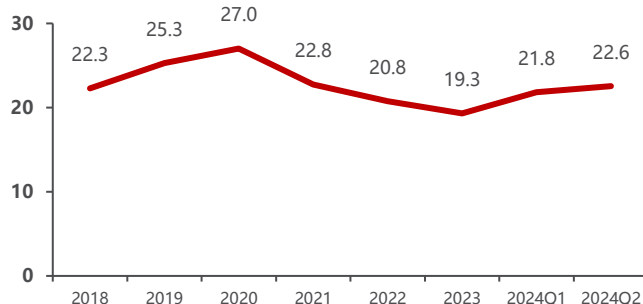
毛利润在快速上升后, 近两年已维持平稳。毛利率在多年下降后, 自 2024 年第一季度以来迎来小幅回升。

图6: 2018-2024Q2 毛利润 (亿元)



资料来源: choice, 民生证券研究院

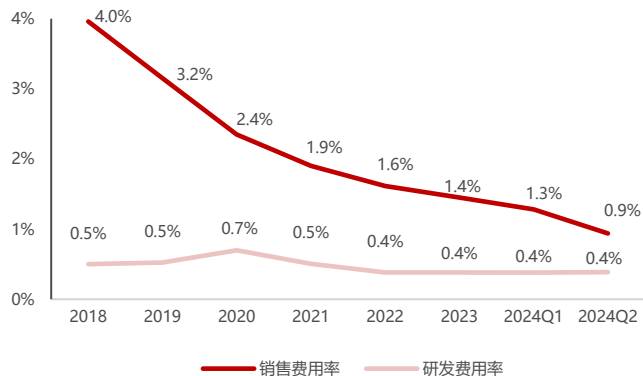
图7: 2018-2024Q2 毛利率 (%)



资料来源: choice, 民生证券研究院

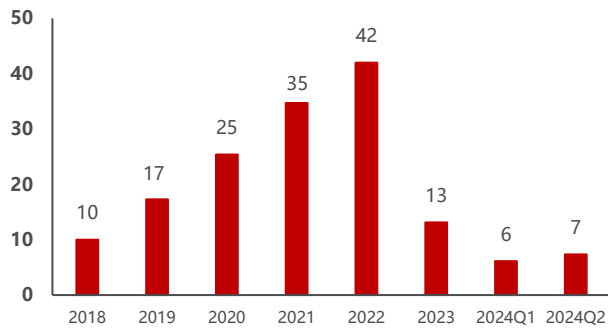
销售费用率逐步下降, 研发费用率维持平稳。目前公司的销售费用率出现了明显的下降趋势, 当前由于业务的增长, 公司计划增加销售和营销人员的数量, 并继续大力开展品牌宣传和市场营销活动。

图8: 2018-2024Q2 费用情况

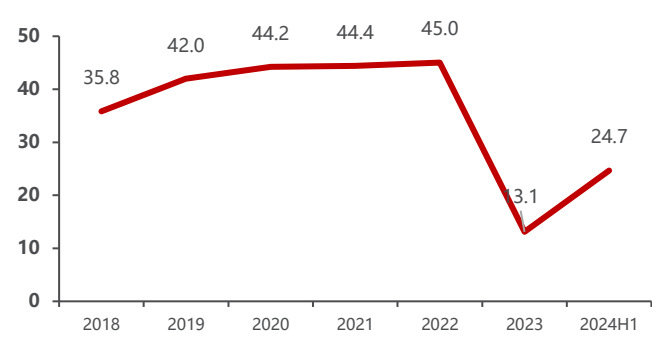


资料来源: choice, 民生证券研究院

2024 年上半年公司的盈利能力迎来一定程度的回升。2020~2022 公司 EBITDA 分别为 25/35/42 亿元，同比增长分别为 46.6%/36.8%/20.9%，维持着较高的增速。2023 年公司 EBITDA 实现 13 亿元，盈利能力有所下降。1H24 公司 EBITDA margin 为 24.7%，盈利能力迎来一定回升，主要由于海外业务放量。

图9: 2018-2024Q2 EBITDA (亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2018-2024Q2 EBITDA / 营业收入 (%)


资料来源: wind, 民生证券研究院

2 深耕中国数据中心市场，守稳营收主增长极

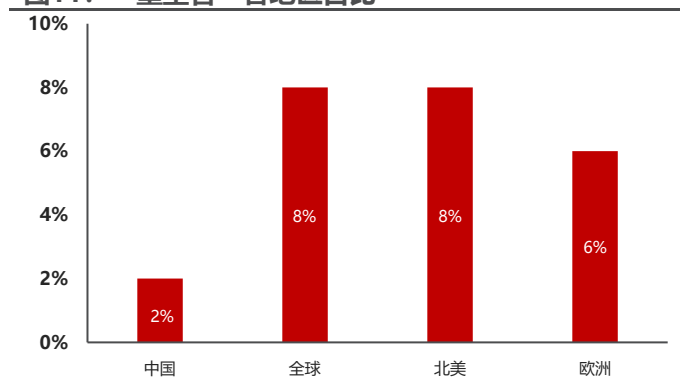
2.1 中国市场：算力需求快速增长，数据中心发展趋势显著

2.1.1 国内数字化转型和算力需求激增

中国企业数字化转型拉动对数据中心的需求。随着全球对数据安全重视程度的不断升级，数字安全相关法律法规不断成熟，数据价值挖掘、数字安全、数据合规都成为中国企业不可忽视的问题。2023 埃森哲中国企业数字化转型调研显示，有 53% 的中国受访企业计划继续加大数字化投入。

目前，中国企业开启全面数字化转型的规模与全球领先企业相比尚有差距，仍有较大发展空间。埃森哲企业全面重塑调研显示，全球企业中，重塑者占比 8%，北美和欧洲的重塑者占比分别为 8% 和 6%。埃森哲将符合“以强大的数字核心能力重塑各业务、各职能”等条件的企业称为“重塑者”。我们认为，未来中国数字化转型企业还有较大的增长空间，因此数据中心尚存较大规模的增量市场。

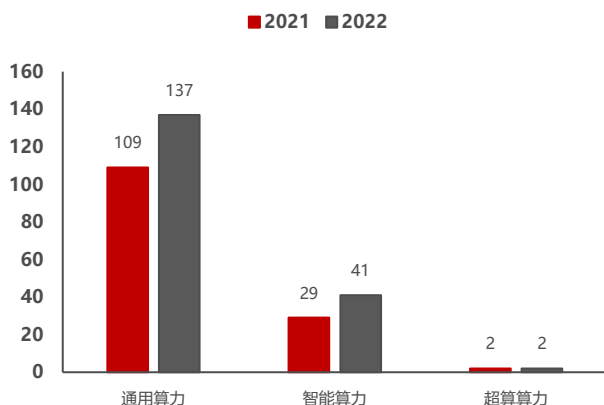
图11：“重塑者”各地区占比



资料来源：埃森哲企业全面重塑全球高管调研，民生证券研究院

持续增长的算力需求将带动数据中心的扩容。受以 ChatGPT 为代表的生产式 AI 以及元宇宙等新业态带动，智算应用场景在未来 3-5 年预计快速落地，千亿级大模型预训练对海量算力提出了要求。据 OpenAI 研究表明，2012-2018 年期间最大的 AI 训练的算力消耗已增长 30 万倍，平均每 3 个多月便翻倍，速度远远超过摩尔定律。

中国智能算力正处于高速增长阶段，超过全球整体智力算力增速。在算力规模方面，截止到 2022 年底，我国算力总规模为 180 EFLOPS，排名全球第二。其中，通用算力规模为 137 EFLOPS，智能算力规模为 41 EFLOPS，超算算力规模为 2 EFLOPS。2022 年我国智能算力规模同比增长 41.4%，规模占比达 22.8%，超过同期全球整体智能算力增速（25.7%）。

图12：2021-2022 国内算力规模 (EFLOPS)


资料来源：中国信通院，民生证券研究院

异构计算方案解决算力瓶颈，多芯异构已成行业发展趋势。异构计算主要指不同类型的指令集和体系架构的计算单元组成的系统的计算方式，在云数据中心场景等有着广泛应用。随着数据量的激增，用户可以选择多种异构计算单元加速数据处理，从而取得更高吞吐、更低延时，更低成本的效果。以腾讯云智算为例，其生产过程中集结了国内外前沿芯片。在 2024 年 9 月 5 日的腾讯全球数字生态大会上，英特尔、英伟达、AMD 在内的大厂纷纷以合作伙伴身份亮相，腾讯云智算还宣布和国产算力企业燧原科技在内的多方共建产业高效能云智算中心。腾讯云副总裁沙开波表示，需要通过“多芯兼容”满足更多的国产化诉求，同时缓解卡的供给风险。

东数西算算力集聚效应已经初步显现，为数据中心企业提供新的业务增长点。在 2024 年 8 月 29 日的中国国际大数据产业博览会上，国家数据局局长刘烈宏表示，截至 2024 年 6 月底，“东数西算”工程八大国家枢纽节点直接投资超过 435 亿元，拉动投资超过 2000 亿元，机架总规模超过 195 万架，整体上架率达 63% 左右。东西部枢纽节点间网络时延已基本满足 20 毫秒要求，新建数据中心 PUE 最低降至 1.04，东部算力需求有序向西部进行迁移。

国资委频发政策，支持 AI 算力发展和智算中心建设。近年来，国务院国资委把加快发展人工智能放在国资央企全局工作中统筹谋划，开展“AI+”专项行动，在算力、算法、数据、应用上同步发力。2024 年 7 月 26 日，国务院国资委科技创新局负责人方磊表示，为加快推动以应用示范牵引人工智能产业发展，国资委计划推行挖掘高价值场景并全面开放、构建高质量数据集、推进智算中心建设等四大核心举措。

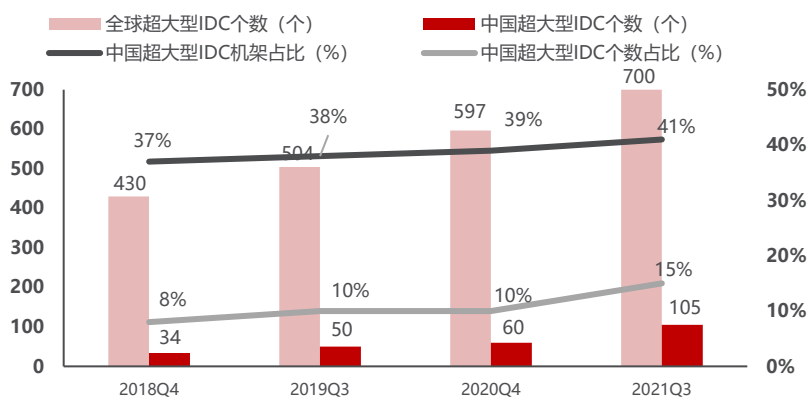
2.1.2 数据中心集群化趋势明显

经过 20 多年的发展，我国数据中心集群化趋势明显。超大型数据中心增长快速，市场主体推动数据中心向核心区域布局，呈现由“中心向周边”“东部向西部”转移的部署趋势。当前，全国八大枢纽节点投资占 80%，新建 90% 是大型及以上数据中心。从整体来看，中国超大型数据中心增速快，机架占比超 40%。中国超

大型数据中心整体数量从 2018 年的 34 个增长到 2021Q3 的 105 个，三年复合增长率达 45%。超大型数据中心机架占比也从 2018 年的 34%增长到 2021Q3 的 41%，数据中心集群化趋势明显。

市场主体的需求驱动和供给导向，推动数据中心集群化发展。从需求来看，一方面，OTT（大中型互联网客户）云承载需求趋势明显。另一方面，大中型行业客户的专属云需求升级，推动数据中心承载从小规模单中心向行业/区域大规模多中心、跨行业/区域中心演进，对数据中心规模化、集群化建设的需求更加强烈。

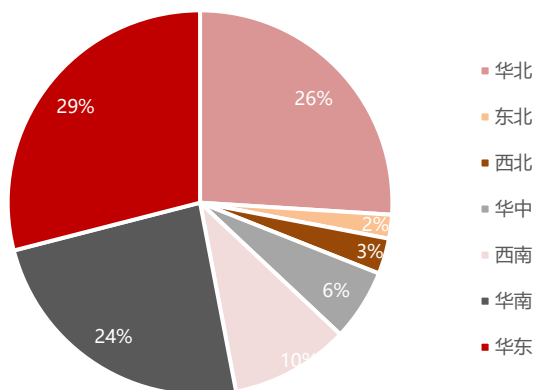
图13：全球及中国超大型数据中心发展情况



资料来源：Synergy Group，中国通服数字基建产业研究院，民生证券研究院

从供给看，整体呈现向核心区域集中部署态势。数据中心服务商主要在京津冀、长三角、粤港澳、成渝、内蒙古等区域布局。根据 CDCC 统计数据，2021 年，四大核心区域存量机柜总数占比超 80%，其中以北京及周边为核心的华北地区占比 26%、长三角为核心的华东地区占比 29%，以粤港澳为核心的华南地区占比 24%，以成渝为核心的西南地区占比 10%。

图14：2021 年全国各区域 IDC 存量机柜总数占比

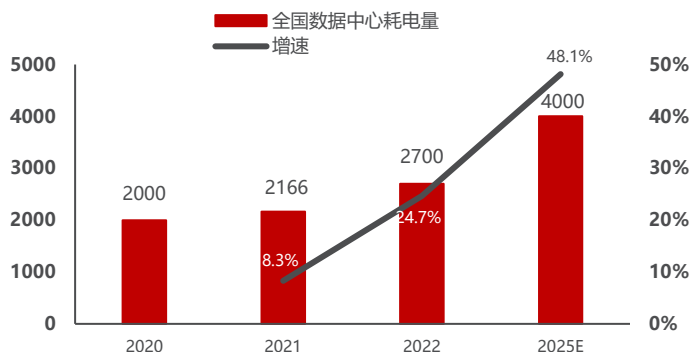


资料来源：CDCC《2021 年中国数据中心市场报告》，民生证券研究院

2.1.3 数据中心建设趋于低碳化

我国数据中心用电量处于增长态势。据测算，2017至2020年我国信息通信领域规模以上数据中心年耗电量年均增长28%，2020年5G基站耗电量同比增速达到19%。预计到“十四五”末，数据中心、5G基站耗电量将在2020年基础上翻一番。同时，数字基础设施更新迭代快，部分已建设施能效水平相对偏低，数字基础设施高效节能技术产品供给能力有进一步提升空间。加快推进数字基础设施节能提效，已经成为各界共识。

图15：2020-2025 全国数据中心耗电量（单位：千瓦时）



资料来源：工信部，立鼎产业研究网，民生证券研究院

数据中心 PUE 管控政策频频落地。2023年12月，深圳市工信局将该市新建数据 PUE 限制在 1.25 以下，绿色低碳等级达到 4A 级以上。“东数西算”政策也明确规定了各枢纽节点中心的 PUE 上限。至 2025 年，东部枢纽节点数据中心 PUE < 1.25，西部枢纽节点数据中心 PUE < 1.2。实际上，目前很多省份数据中心项目可研审批均要求在设计 PUE 在 1.2 以下。2023 年度国家绿色数据中心 PUE 平均值为 1.26。其中，抖音—秦淮官厅湖新媒体大数据产业基地一期、中国电信（国家）数字青海绿色大数据中心、中国科学院计算机网络信息中心信息化大厦等绿色数据中心 PUE 值约 1.15。

为了进一步降低 PUE，液冷等新技术嵌入加速应用至数据中心。据赛迪顾问预测，液冷渗透率预计在 2025 年达到 20%。同时，在氟泵变频技术、热管多联技术、间接蒸发却机组（AHU 一体化机组）、智慧机房运维（AI 调优等）等其他新技术也在快速推广开来，数据中心能效优化空间有望进一步扩大。2024 年 8 月 27 日，英伟达的 AI 和云服务首选合作伙伴 SMC（Sustainable Metal Cloud）通过将英伟达芯片浸没在合成油聚 α 烯烃中，实现了安装成本低于液冷同行 28%，且能耗比起传统风冷技术下降最多 50% 的成果。同时，国家也为相关技术成果的全面落地提供了指导和推广。2024 年 4 月 30 日，工业和信息化部发布《国家工业和信息化领域节能降碳技术装备推荐目录》，涉及高效液冷、智慧化综合能耗管控平台等 30 余项数据中心先进节能降碳技术，对数据中心关键共性节能降碳技术和解决方案进行推广。

2.2 公司：深度扎根东数西算，大力迭代低碳技术

2.2.1 深度布局东数西算工程

公司全面支持并紧跟东数西算战略布局。公司作为国内第三方 IDC 龙头企业，全面支持并紧跟“东数西算”国家战略，积极参与算力资源的跨域调配，调节东西部地区算力、电力供需不平衡。公司通过构建数据中心网络，将北上广深等一线城市的数据中心布局向周边地区及西部资源丰富地区转移，以缓解东部地区的压力，并带动西部地区的绿色能源消纳。早在 2008 年，万国数据就已经开始布局成渝地区。截至 2022 年 4 月，公司在成都、重庆共建成 3 座数据中心。2022 年 5 月，公司与韶关市人民政府签署协议，在全国一体化算力网络粤港澳大湾区国家枢纽节点韶关数据中心集群起步区内，共同开展“韶关·万国数据算力集群项目”。

2.2.2 聚焦三大业务板块，融合创新掀开时代新篇章

在绿色低碳方面，万国数据以打造零碳数据中心为目标。公司是行业内第一个承诺在 2030 年国家碳达峰时就实现碳中和的企业，将 100%使用绿电，并为此制定了明确的年度目标和实现路径。公司重点探索实践液冷、储能及氢能等新型能源架构和新技术方案，形成第一代 Smart DC 中的 Turbo 系列产品，实现用户价值提升，提供未来增长动力。

表3: Turbo 系列主要产品技术方向

产品名称	技术方向	概要
Turbo-L	液冷	统筹设计、建设交付、测试及运维能力，打造全链条液冷解决方案及产品。
Turbo-E	储能	打造真正符合“数据中心场景+数据中心安全级别”的储能系统。
Turbo-H	氢能	探索、实践数据中心氢能“主用+备电”模式，打造新一代零碳数据中心。

资料来源：万国数据官网，民生证券研究院

除了关注绿色低碳外，公司在敏捷交付和智能运营两大核心业务板块也独具创新。第一代 Smart DC 中还包含了 D-Pre、X-BP 两大系列产品。在敏捷交付方面，公司基于全生命周期数字化能力，打造适配各类型建筑的 D-Pre 系列，可实现四大方舱的标准模块化设计、预制化生产、标准化装配及白盒化接维，创造快速优质、标准复制、弹性扩容和精准透明价值。在智能运营方面，公司基于最佳运营实践及自研软硬件协同，形成 X-BP 系列产品，打造更懂数据中心的机电系统，实现全栈智能管理，最优化 TCO，带来极致能效和安全保障。

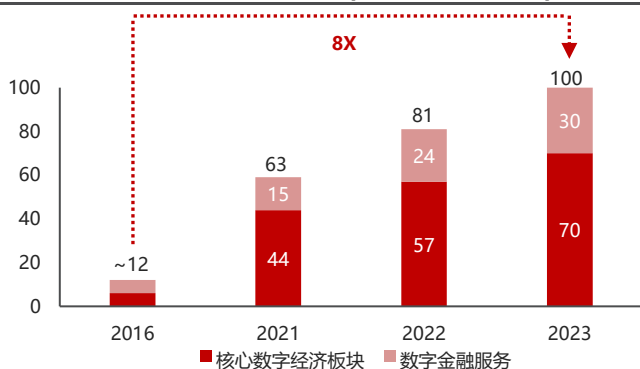
3 开拓东南亚数据中心市场，打造增长第二引擎

3.1 东南亚市场：数据中心具备较大投资潜力

3.1.1 数字经济蓬勃发展，数据处理需求与日俱增

东南亚地区数字经济极具扩张。由于互联网在东南亚的普及，互联网用户群体急剧扩张，消费者活跃度明显上升。据贝恩咨询调查，2022 年东南亚地区互联网用户已达 70% - 80%，互联网消费者已达 50% - 60%。2023 年，东南亚地区核心数字板块与数字金融服务的全年总营收之和为 1,000 亿美元，达到 8 年前 8 倍水平之高。2023 年 10 月 28 日，IDC 发布报告称，未来五年，东南亚数字经济增速将达到 15.8%，超过美国（9.4%）和欧盟（8.7%）。

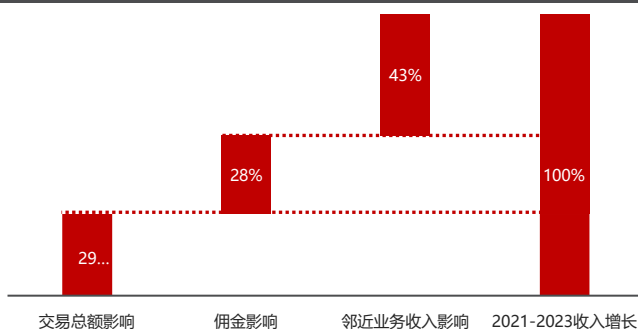
图16：东南亚数字经济总营收（单位：十亿美元）



资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

电子商务市场收入表现强劲。据维奥思社和贝恩咨询联合调查，交易总额、佣金和邻近业务收入都以较大的份额影响着东南亚电子商务市场平台的收入增长。在佣金率方面，东南亚地区的市场领导者率先将佣金上调 3.0% - 4.5%，几乎达到了中国的最高基准；在邻近业务收入方面，销售附加服务，例如广告、配送服务、保险等，已逐渐成为提高单笔订单收入和整体收入的普遍方式。尤其是广告业务，能够推动品牌知名度，进而推动品牌订单，有望成为未来盈利的核心。

图17：东南亚电子商务市场平台收入增长驱动因素



资料来源：维奥思社，贝恩咨询，民生证券研究院

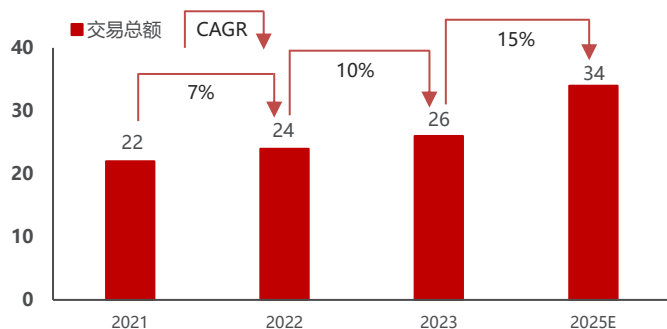
东南亚本土电商业绩斐然。自 2018 年起，新加坡 Shopee 一直延续着东南亚电商第一的优势地位。Shopee 在成立第二年就开启了跨境业务，在东南亚市场，Shopee 不断提升针对电商的基础能力，深耕供应链丰富度、本地物流服务的提升和营销手段的多样化。2022 年，Shopee 加大业务调整的力度，宣布关闭波兰站

点，全面撤出欧洲市场，更加专注于东南亚和巴西市场。

数字支付助长营商环境，跨境电商大批涌入东南亚市场。据 IDC 预测，到 2027 年，东南亚跨境电商收入将增长 70%，达到 1481 亿美元，而该增速也将超过该地区的国内电商收入增速。得益于数字支付的加速发展——主要推动力为“先买后付/BNPL”（38%）、移动钱包（18.9%）、国内支付（16.9%）和信用卡（14.4%），东南亚的电商市场规模在五年后也有望得到翻倍增长。2023 年 10 月 31 日，阿里巴巴国际站正式上线东南亚国家馆，通过国家化运营助力中国卖家转型 B2B 出口，继续加码东南亚市场。2023 年 12 月，TikTok Shop 斥资 8.4 亿美元收购印度尼西亚科技巨头 GoTo 的电商子公司 Tokopedia 75.01% 的股份，完成合并，成为印度尼西亚最大的电商之一。2024 年 7 月，阿里旗下的东南亚电商平台 Lazada 已实现盈利。根据毕马威 2024 年报告，目前 Lazada 和本土电商龙头 Shopee 占据东南亚市场份额前二。

东南亚网络媒体热度居高不下，交易总额持续上涨。2022-2023 年东南亚网络媒体交易总额的 GAGR 已达 10%。据贝恩咨询预测，2023-2025 年东南亚网络媒体交易总额的 GAGR 将达到 15%。其中，2023-2025 广告业务的 CAGR 为 15%，游戏业务的 CAGR 为 14%，音乐业务的 CAGR 为 11%，视频业务的 CAGR 为 12%。广告和短视频是网络媒体市场增长的关键动力，日趋兴起的人工智能将帮助该类业务板块加强目标和个性化。

图18：东南亚网络媒体交易总额（单位：十亿美元）及 GAGR

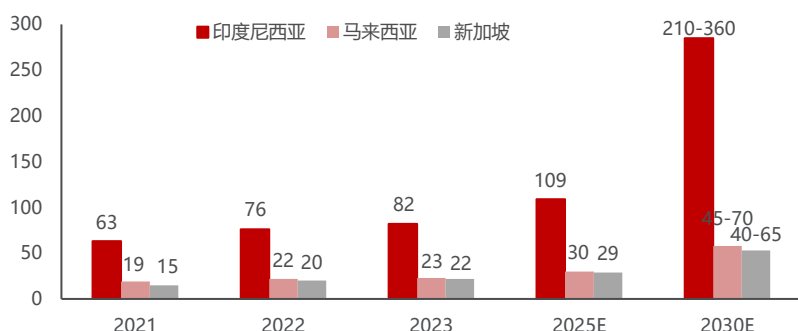


资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

东南亚国家政府对数字经济行业打开“绿色通道”。早在 2005 年，印度尼西亚政府就开启了 2020 Go Digital Vision 计划，主要目标包括帮助 100 万农民和渔民实现数字化，创建 1000 家当地科技创业公司，总价值达 100 亿美元，到 2020 年成为东南亚最大的数字经济体。为了支持当地的数字经济产业发展，印度尼西亚政府制定了国家电子商务路线图，支持当地电子商务生态系统的发展，为电子商务初创企业提供资金，保护消费者并加大网络安全力度。此外，当地的电子商务企业家在处理营业执照方面也得到了简化。当地的电子商务企业家无需通过政府商业登记办公室申请，只需要在印度尼西亚电子商务协会（idEA）等创业协会注册企业。同时，政府也在积极推进印度尼西亚各地的宽带网络建设。在政府的支持下，印尼联盟管理机构 Mastel 牵头成立了聚焦其本国 ICT 发展的印尼 FTTH 产业联盟，旨在通过构建印尼 ICT 发展生态系统，加速印尼宽带基础设施的建设，构建数

字经济发展的高速公路。

图19：2021-2030 东南亚部分国家数字经济交易总额（单位：十亿美元）



资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

中资企业也在助力当地数字经济产业基础设施建设。PT 华为技术投资有限公司、中兴通讯印尼公司、烽火国际印尼公司、中国移动国际(印尼)有限公司等中资企业，积极联手印尼运营商，共建“数字印尼”，用数字跨越海洋和山川，联接“千岛之国”。在 5G 的浪潮下，中资企业带领印度尼西亚进入 5G 时代。在过去的 22 年里，PT 华为与所有印尼主流运营商深度合作，在印尼所有主要岛屿上都实现了网络覆盖，累计部署超 10 万个通信基站，为约 2.6 亿印尼民众提供高质量的网络联接，丰富人们的通信和生活。2021 年，华为支持本地运营商实现 5G 发布，印尼通讯领域进入 5G 时代。同时，中资企业也致力于加大印尼信号覆盖范围，解决“通信难”的历史性难题。2018 年，中兴通讯携手印尼本地运营商完成了海面超远覆盖的验证测试，实现海面场景的网络信号实际覆盖达到 70 公里，助力印尼通讯与信息部发展渔业通讯。2021 年，PT 华为、中兴通讯和烽火国际中标印尼通讯与信息部启动的 4G LTE 网络覆盖村村通工程项目，烽火国际在该项目下建设无线通信基站覆盖超过 2700 个自然村。

3.1.2 AI 技术的普及引发东南亚数据中心需求激增

东南亚人工智能市场规模持续扩大。据 Statista Market Insights 调查，东南亚人工智能市场的市场规模预计将在 2024 年达到 67.2 亿美元。2024-2030 年市场规模的复合年增长率为 28.53%，到 2030 年市场规模将达到 300.3 亿美元。

东南亚国家的人工智能公司积极推动人工智能产品本土化。由于算力资源的限制，专注于特定领域、训练有特定功能的大语言模型是东南亚多数小公司的优先选项。与通用大模型相比，垂直领域大模型可以更快实现盈利。例如，新加坡 AI 公司 Greywing 推出的 SeaGPT 为人工智能对话产品，专注于航运通信领域；由菲律宾科技公司 Limitless Lab 在 2023 年 4 月推出的 GreatGov GPT 是一个用于公共政策编写的 AI 工具。除了人工智能大语言模型外，一些东南亚公司也推出了其它人工智能产品和服务。例如总部位于新加坡、由中国企业家创办的 ADVANCE.AI 提供“星鉴”数字身份验证和风险管理评估等多种服务，新加坡创业公司 ViSenze 为电商零售行业提供图像识别技术。

东南亚国家政府也积极推出人工智能产品。2023年2月，新加坡开放式政府产品 (Open Government Products) 宣布推出一款以 ChatGPT 为模型、为政府定制的虚拟写作助手原型。2023年10月，智慧国数字政府办公室 (SNDGO) 建立了一个名为人工智能政府云集群 (Artificial Intelligence Government Cloud Cluster) 的专用沙盒模型，以推动更多生成式人工智能应用和使用。同时，新加坡还针对私营企业推出了“人工智能开拓者”计划 (AI Trailblazers Initiative)，旨在加速开发“有影响力的”生成式人工智能解决方案。2023年12月4日，新加坡发布了更新后的《国家人工智能战略 2.0》，列出了新加坡未来3到5年的15项新规，其中包括针对 AI 的培训计划、AI 专用的物理空间以及为数据中心分配足够的碳预算等。此外，2023年新加坡国家人工智能计划 (AI Singapore) 正在研发名为 Sea-Lion 的大型语言模型，旨在深度赋能东南亚中小企业。该模型正在由印尼电商平台 Tokopedia 和新加坡 IT 公司 NCS 等公司进行测试。2024年9月9日，新加坡数码发展及新闻部长兼内政部第二部长杨莉明在亚细安企业峰会上强调，Sea-Lion 能够辅助其他大型语言模型，以东南亚语言为基础，帮助各机构开发自己专属的人工智能模型。

东盟积极制定框架，重点关注人工智能发展的治理。2024年2月2日，第四届东盟数码部长会议在新加坡举行，会上发布了人工智能治理与道德指南，旨在授权东盟的组织和政府负责地设计、开发和部署人工智能系统，并增加用户对人工智能的信任。东盟研究中心经济事务首席研究员 Kristina Fong 表示，之所以需要有一个论坛来讨论这些风险和问题，是因为有一个协调一致的方法来管理人工智能是很重要的。更重要的是，为目前落后的东盟成员国提供一个技术前进的方向。

外资加大对东南亚人工智能产业的投资力度。2024年4月，微软制定了新计划，以显著推动印度尼西亚人工智能和云计算的发展。在访问印尼期间，微软首席执行官萨蒂亚·纳德拉会见了印尼总统佐科·维多多，承诺在未来的四年向印尼投资 17 亿美元。这是微软在印尼 29 年历史上的最大单笔投资。

除此之外，大量中资企业也对东南亚的人工智能市场表现除了极大的兴趣。由于市场上缺少服务东南亚地区小语种的语言模型，因此企业在东南亚人工智能市场占有一席之地的前提是推出符合东南亚语系的语言模型。2023年12月，阿里巴巴达摩院推出了首个基于东南亚语言训练的人工智能大模型版本 SeaLLM，以及名为 SeaLLM-chat 的聊天版本，支持东南亚地区大多数官方语言，包括泰语、越南语、印尼语、马来语、老挝语等。在克服了大模型的语言障碍后，算力需求成了发展人工智能的第二个突破点。2024年1月30日，阿里云在新加坡举行了 AI&大数据峰会，并推出了 PAI (Platform for AI) -EAS (Elastic Algorithm Service) 的无服务器版本，旨在为个人和企业提供灵活的人工智能算法部署和推理解决方案，PAI-EAS 推理成本相较于传统定价模型可降低 50%。

3.1.3 东南亚地区各政府积极引进数据中心

马来西亚政府加快推动数据中心建设。日本 NTT Data 公司数据中心业务负

责人 Takeshi Kimura 表示，为了把马来西亚打造成一个 IT 中心，政府正在积极吸引相关企业，并采用了企业免税等激励措施。作为 2022 年税收改革的一部分，马来西亚启动了数字生态系统加速计划，免除所有数字基础设施供应商的合规投资的税收。除此之外，马来西亚政府日前正与国营公用事业公司合作，确保数据中心获得稳定的电力供应。同时，马来西亚政府也对未来数据中心建设的蓝图进行了规划。2023 年 9 月，政府公布的《2030 年新工业总体规划》称，推动数字化进程成为该国的重点发展方向之一。马来西亚投资、贸易和工业部部长 Tengku Zafrul Abdul Aziz 称，到 2025 年，马来西亚数据中心行业设定的目标是收入从目前的 4 亿美元增至近 8 亿美元。

马来西亚供电公司对数据中心项目提供优惠政策。在马来西亚，数据中心项目需通过马来西亚国家电力公司 (TNB) 确保稳定的电力供应。为加速高压电力供应项目的审批，TNB 提供了“绿色通道计划” (Green Lane Pathway)，该计划旨在为需要高压电力供应的项目（如大型数据中心）提供优先处理和加速服务。绿色通道计划的主要特点包括优先处理供电申请、缩短审批和并网时间、提供专门的项目经理和技术团队、确保在最短时间内完成电力供应的安装和调试。通过绿色通道计划，大型数据中心项目获得 TNB 电力供应审批的时间可从 36 个月缩短至 12 个月。2023 年 3 月 26 日，TNB 总裁兼首席执行官 Datuk Baharin Din 明确表达了对引进外资数据中心的支持。他表示，TNB 正在补充政府的外国投资友好政策，以培育一个健康的数据中心市场，帮助该行业实现其业务目标。

印度尼西亚数据中心市场也在政府的引导下蕴含较大潜力。2018 年，印尼政府正式推出了“印尼制造 4.0”计划及其路线图，这是印尼响应世界范围内的以数字技术、生物科技、物联网和自动化为主要特征的第四次工业革命所做的战略性布局。为了加快推动“印尼制造 4.0”战略，印度尼西亚政府专门推出了一系列专门针对数据中心行业的激励措施，这其中包括但不限于：免税期长达十年，免征股息预扣税，简化利润汇回本国的流程，放松对外资持股的限制以及外国公司享有数据中心项目土地使用权。

新加坡作为东南亚拥有最多数据中心的国家，对数据中心建设有一系列明确的激励政策。新加坡政府为当地数据中心行业运营的公司提供先锋企业优惠 (The Pioneer Certificate Incentive, PC)，旨在鼓励企业提升自身实力，并在新加坡开展新的经济活动或扩展现有的经济活动。同时，新加坡政府在 2022 年 7 月推出 Data Centre-Call for Application (DC-CFA) 试点计划，标志着向私营部门主导建设可持续数据中心的战略转变。此外，新加坡政府推出基础设施相关激励措施，包括豁免商品及服务税、进口关税等。同时，政府还对数据中心设备进口提供商品及服务税减免，包括服务器、网络设备和冷却系统等。

泰国政府对新的数据中心建设提供相关激励措施，旨在吸引对本国数据中心和云服务的投资。泰国政府免除数据中心和云服务所需设备的进口税，以降低投资者的启动成本。此外，政府还减免了长达 8 年的企业所得税，显著提高了项目的财务可行性。同时，政府为投资者提供了一系列包括启动和运营流程的商业便利

服务，确保投资者能够顺利进入泰国市场。

3.2 公司：加速扩张海外版图，引领数据中心绿色建设

近年公司加快海外数据中心建设与运营，在建数据中心预期未来推动公司业绩放量。2022年4月，公司与杨忠礼电力签署合作协议，在位于马来西亚柔佛州的杨忠礼绿色数据中心园区内共同开发8座独立的数据中心，总电力容量为168MW。2022年7月14日，公司位于印度尼西亚巴淡岛隆莎数码工业园的超大规模数据中心园区正式开工。2023年8月10日，万国数据马来西亚柔佛州努沙再也科技园超大规模数据中心园区（一期）正式开园。2023年10月16日，公司与印度尼西亚主权财富基金印尼投资局（Indonesia Investment Authority, INA）正式签约成立合资公司，共同推动印度尼西亚数据中心产业的规模增长与快速升级。2024年7月，万国数据马来西亚柔佛州努沙再也科技园数据中心园区二期正式开园投运，成为当地首个支持大规模AI算力部署的数据中心。

签约海外电力公司，获得稳定电力供应。2023年3月21日，公司与马来西亚国家能源有限公司（TNB）签署电力供应补充协议，TNB将为公司位于柔佛州努沙再也科技园的超大规模数据中心园区提供充足的电力供应。万国数据努沙再也科技园数据中心一期将在2023年年中启动运营，TNB将为项目先期提供16MW的电力供应，并将在年内扩容至85.5MW。未来公司和TNB在努沙再也科技园的合作预计超过300MW的规模。2023年7月14日，新加坡经济发展局和信息通信媒体发展局宣布DC-CFA结果，批准向四家数据中心运营商授予共计约80MW的电力容量，公司作为其中之一成功获得数据中心能源使用批准。2024年2月，公司与马来西亚太阳能发电商和多元化可再生能源开发商Cenergi签署了为期21年，总计22.5MWac的可再生能源虚拟电力购买协议（VPPA），用于为公司柔佛州努沙再也科技园数据中心园区供应绿色电力。协议签署后，公司成为马来西亚企业绿色电力计划中首批绿色电力承购商之一。

公司与海外科技公司深化合作，共探燃料电池电源解决方案。2022年8月19日，公司与韩国SK集团子公司SK ecoplant于首尔签署合作协议，共同推进基于燃料电池的环保电源解决方案在东南亚数据中心的应用。2023年9月4日，公司与韩国SK集团子公司SK ecoplant宣布，双方将针对公司未来在新加坡的新建数据中心深化合作，联合开展燃料电池电源解决方案技术试点，探索氢能等绿色能源在数据中心应用的最佳方案。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

在人工智能、云计算、5G 等产业趋势下，数据中心有望持续高增长。考虑到公司综合竞争优势突出，东南亚地区资源储备充分，有望加速发展。公司 21 年-23 年在运营面积分别为 49/52/57 万 m^2 ，折合销售单价分别为 2346/2251/2102 元/ m^2 /月。考虑到公司东南亚地区持续开展建设，我们预计公司 24-26 年在运营面积分别提升至 67/80/87 万 m^2 ，对应收入增速为 14.7%/18.9%/17.9%。公司大规模园区级数据中心自投/自建/自持/自运维优势突出，有望加速发展。考虑公司 2024 年陆续投产的园区级数据中心，短期上架率有爬坡过程，预计公司整体短期毛利率呈现小幅上升趋势，预计 2024-2026 年公司整体毛利率分别为 21.4%/24.7%/27.9%。

表4：万国数据业绩预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
在运营面积 (万 m^2)	57	67	80	87
YoY	6.6%	13.6%	8.0%	9.7%
机柜销售单价(元/ m^2 /月)	2,102	2,079	2,006	1,984
年收入 (亿元)	100	114	136	160
YoY	6.8%	14.7%	18.9%	17.9%
毛利率	19.3%	21.4%	24.7%	27.9%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

考虑到公司同互联网、海外云厂商客户关系稳固，以及规模效应影响下，销售费用率保持稳步下降趋势，预计 2024-2026 年分别为 1.03%/0.98%/0.93%；考虑公司管理逐渐规模化，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 11.4%/11.0%/10.6% 左右；研发方面，公司重视运维及温控等新技术使用，研发费用率将略提升，预计 2024-2026 年分别为 0.42%/0.40%/0.38%。

表5：费用率预测

费用率	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	1.45%	1.03%	0.98%	0.93%
管理费用率	11.91%	11.40%	11.00%	10.60%
研发费用率	0.38%	0.42%	0.40%	0.38%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

表6：万国数据盈利预测

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,957	11,419	13,580	16,006
(+/-)(%)	6.8	14.7	18.9	17.9
EBITDA	1,311	4,862	5,547	6,451
(+/-)(%)	-0.7	2.7	0.1	0.2
EV/EBITDA	51	14	12	10
P/B	1.4	1.5	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价时间为 2024 年 10 月 10 日

4.2 估值分析与投资建议

预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 114.2/135.8/160.1 亿元，实现 EBITDA 48.6/55.5/64.5 亿元，对应 EV/EBITDA 分别为 14/12/10x。考虑到万国数据的业务结构，我们选择具有 IDC 业务公司：润泽科技、奥飞数据、数据港、光环新网、宝信软件作为可比公司。考虑 IDC 属于重资产行业，投入与产出之间有一个过程，EBITDA 能够更好地反映公司的产能增长能力，而净利润可能会因为折旧、摊销等因素受到影响，我们选取 EV/EBITDA 估值方式。根据 Wind 一致预期，可比公司当前股价对应 2024 年 EV/EBITDA 均值为 17 倍。在人工智能、云计算、5G 等产业趋势下，数据中心有望持续高增长。考虑到公司综合竞争优势突出，资源储备充分，有望加速发展。看好公司业务前景，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表7：可比公司估值对比

代码	简称	企业价值 (亿元)	收入 (亿元)				EBITDA (亿元)				EV/EBITDA		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300442.SZ	润泽科技	635	44	63	86	107	22	30	42	52	21	15	12
300738.SZ	奥飞数据	161	13	20	25	31	6	9	12	14	18	14	11
603881.SH	数据港	118	15	16	17	19	11	9	10	11	13	12	10
300383.SZ	光环新网	213	79	89	102	118	14	15	17	19	14	12	11
600845.SH	宝信软件	682	129	152	184	225	33	37	46	58	18	15	12
平均											17	14	11
9698.HK	万国数据	777	100	114	136	160	13	49	55	65	14	12	11

资料来源：Wind，民生证券研究院；注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 10 月 16 日

5 风险提示

1) 政策落地不及预期。目前公司园区级数据中心陆续投产，对公司而言，数字经济、东数西算的推进节奏是公司上架率爬坡、业绩释放的一个重要因素。如政策落地不及预期，将会影响公司及客户需求；

2) 行业竞争加剧。IDC 行业迎来新的发展机遇，若行业玩家增加，可能会有价格竞争，从而影响行业及公司的盈利能力；

3) 宏观经济波动带来的风险。IDC 行业与宏观经济息息相关，易受到国际贸易和区域贸易波动的影响。如果公司业务覆盖范围内的国家及地区宏观环境发生变化，将直接影响该国家及地区的终端消费水平，进而影响客户端的需求，导致公司的营业收入等降低。

4) 数据中心上架率不及预期。有别于零售模式 80%左右的机柜利用率天花板，批发型 IDC 服务商的机柜资源如果由单一客户采购，调控电力使用不过载的话，理论上机柜上架率能够接近 100%。当前万国数据上架率仍存在改善空间，能否提升使用率是影响经营规模经济和利润弹性的关键变量之一。如果销售计划逊于预期或者发生断电事故等意外，会影响上架率的实现进度。

5) 负债率过高、再融资的可能性。当前公司 1H24 资产负债率达 71.1%，未来或维持较高资本开支，未来财务杠杆有可能进一步攀升，或者有可转债、股权融资的需求。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,957	11,419	13,580	16,006
其他收入	0	0	0	0
营业成本	8,034	8,977	10,231	11,539
销售费用	144	118	133	149
管理费用	1,185	1,302	1,494	1,697
研发费用	38	48	54	61
财务费用	1,939	2,245	2,326	2,470
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	98	57	68	80
除税前利润	-4,300	-1,214	-590	171
所得税	-15	-6	-3	1
净利润	-4,285	-1,208	-587	170
少数股东损益	5	0	0	0
归属母公司净利润	-4,290	-1,208	-587	170
EBIT	-2,361	1,031	1,736	2,640
EBITDA	1,311	4,862	5,547	6,451
EPS (元)	-2.81	-0.79	-0.38	0.11

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	10,984	12,989	14,882	19,975
现金及现金等价物	7,711	9,065	10,216	14,475
应收账款及票据	2,546	2,933	3,488	4,111
存货	0	0	0	0
其他	727	991	1,178	1,388
非流动资产合计	63,463	62,486	63,075	62,584
固定资产	47,499	46,299	46,579	45,989
商誉及无形资产	13,201	13,321	13,630	13,729
其他	2,762	2,866	2,866	2,866
资产合计	74,447	75,475	77,958	82,559
流动负债合计	8,305	9,559	11,408	14,318
短期借贷	3,382	4,082	5,082	7,082
应付账款及票据	3,425	3,792	4,322	4,874
其他	1,499	1,685	2,004	2,362
非流动负债合计	46,017	46,978	48,178	49,678
长期借贷	43,035	44,035	45,235	46,735
其他	2,982	2,943	2,943	2,943
负债合计	54,323	56,538	59,586	63,997
普通股股本	1	1	1	1
储备	19,958	18,771	18,205	18,396
归属母公司股东权益	19,958	18,771	18,206	18,397
少数股东权益	166	166	166	166
股东权益合计	20,124	18,937	18,371	18,562

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	6.76	14.69	18.93	17.86
归属母公司净利润	-237.92	71.85	51.43	128.96
盈利能力(%)				
毛利率	19.31	21.38	24.67	27.91
净利率	-43.09	-10.58	-4.32	1.06
ROE	-21.50	-6.43	-3.22	0.92
ROIC	-3.54	1.53	2.52	3.63
偿债能力				
资产负债率(%)	72.97	74.91	76.43	77.52
净负债比率(%)	192.34	206.22	218.28	211.94
流动比率	1.32	1.36	1.30	1.40
速动比率	1.28	1.30	1.25	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.15	0.18	0.20
应收账款周转率	4.02	4.17	4.23	4.21
应付账款周转率	2.47	2.49	2.52	2.51
每股指标 (元)				
每股收益	-2.81	-0.79	-0.38	0.11
每股经营现金流	1.35	3.22	3.81	4.40
每股净资产	13.09	12.31	11.94	12.07
估值比率				
P/E	/	/	/	171
P/B	1.5	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	52	14	12	11

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,065	4,907	5,815	6,703
净利润	-4,290	-1,208	-587	170
少数股东权益	5	0	0	0
折旧摊销	3,672	3,831	3,811	3,811
营运资金变动及其他	2,679	2,284	2,590	2,722
投资活动现金流	-6,326	-2,836	-4,332	-3,240
资本支出	-6,022	-2,750	-4,400	-3,320
其他投资	-304	-86	68	80
筹资活动现金流	3,142	-738	-352	775
借款增加	3,461	1,700	2,200	3,500
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-54	0	0	0
其他	-265	-2,438	-2,552	-2,725
现金净增加额	-964	1,354	1,151	4,259

插图目录

图 1: 万国数据基础设施国内重要核心枢纽的主要分布	3
图 2: 万国数据基础设施东南亚重要核心枢纽的主要分布	3
图 3: 万国数据发展历程	4
图 4: 万国数据股权架构 (部分)	5
图 5: 2018-2024Q2 收入 (亿元) 及增速	8
图 6: 2018-2024Q2 毛利润 (亿元)	8
图 7: 2018-2024Q2 毛利率 (%)	8
图 8: 2018-2024Q2 费用情况	8
图 9: 2018-2024Q2 EBITDA (亿元)	9
图 10: 2018-2024Q2 EBITDA / 营业收入 (%)	9
图 11: “重塑者” 各地区占比	10
图 12: 2021-2022 国内算力规模 (EFLOPS)	11
图 13: 全球及中国超大型数据中心发展情况	12
图 14: 2021 年全国各区域 IDC 存量机柜总数占比	12
图 15: 2020-2025 全国数据中心耗电量 (单位: 千瓦时)	13
图 16: 东南亚数字经济总营收 (单位: 十亿美元)	15
图 17: 东南亚电子商务市场平台收入增长驱动因素	15
图 18: 东南亚网络媒体交易总额 (单位: 十亿美元) 及 GAGR	16
图 19: 2021-2030 东南亚部分国家数字经济交易总额 (单位: 十亿美元)	17

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 万国数据部分管理层简介	6
表 2: 万国数据 2023 国内外数据中心收入情况	7
表 3: Turbo 系列主要产品技术方向	14
表 4: 万国数据业绩预测	21
表 5: 费用率预测	21
表 6: 万国数据盈利预测	22
表 7: 可比公司估值对比	22
公司财务报表数据预测汇总	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026