

数据中心

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 17.70 港元 22.88个 +29.3%

2024年11月22日

万国数据 (9698 HK)

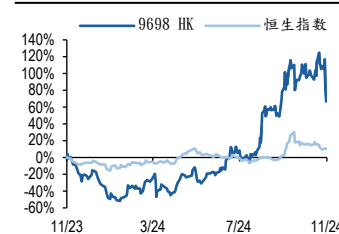
国际业务进展良好，上调目标价

- 3 季度业绩符合预期，上调全年 CAPEX 指引。2024 年 3 季度，公司实现收入约 29.66 亿元（人民币，下同），同比增加 17.7%，经调整 EBITDA 为 12.95 亿元，同比增加 15.0%（增速与 2 季度相若），为我们此前全年预测 48.5 亿元的约 26.7%。公司维持全年业绩指引不变，预计全年收入在 113.4 亿至 117.6 亿元之间，同比增速在 13.9-18.1%，调整后 EBITDA 在 49.50 亿至 51.50 亿元之间，同比增速在 7.0-11.4%。公司 2024 年前三季度收入/经调整 EBITDA 分别约为 84.2 亿/37.9 亿元，为全年指引的 71.6-74.2%/73.6-76.6%。公司调整 2024 年全年 CAPEX 指引，从此前 65 亿元（中国/国际业务 20 亿/45 亿元）上调至 110 亿元（中国/国际业务 30 亿/80 亿元），以支持中国租户加快进驻以及国际业务扩张提速。
- 中国业务：保持稳健增长。**公司中国业务在 3 季度实现营收 26.2 亿元，同比增长 6.1%，经调整 EBITDA 为 12.05 亿元，同比增长 3.6%，经调整 EBITDA 利润率同比下跌 1.0 个百分点至 43.7%。3 季度新增的使用面积为 25,647 平方米，较 2 季度的 20,265 平方米明显提速。公司今年前三季度在中国已投入使用面积达到 62,744 平方米，已超过去年全年的 48,739 平方米。
- 国际业务：持续获取超大规模订单，首进泰国。**2024 年 3 季度，公司在巴淡岛签署了一份大型销售合同，合约/储备容量达 34/38MW，并预期于 18 个月内进驻。同时，公司与另一全球领先科技公司最近宣布在泰国投资数十亿元，在春武里府收购数据中心园区土地，计划电力容量为 120MW。截至 2024 年 3 季度，国际业务客户已锁定容量已达 431MW（2023 年 3 季/2024 年 2 季度：111/388MW）。
- 维持买入，目标价上调至 22.88 港元。**公司 3 季度业绩符合预期，考虑到其在海外市场的拓展加速，我们给予更接近国际同业的估值，目标价上调至 22.88 港元，对应~14 倍的 2024 年 EV/EBITDA，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)	23.70
52周低位 (港元)	5.11
市值 (百万港元)	25,987.14
日均成交量 (百万)	3.57
年初至今变化 (%)	95.36
200天平均价 (港元)	14.23

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	11,508	13,307	14,895
同比增长 (%)	19.3	6.8	15.6	15.6	11.9
净利润 (百万人民币)	(1,459)	(2,449)	(996)	(976)	(907)
每股盈利 (人民币)	(1.03)	(2.96)	(0.72)	(0.70)	(0.65)
同比增长 (%)	14.0	186.9	-75.8	-1.9	-6.7
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA

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 年 3 季度业绩概览

(人民币千元)	3Q23	2Q24	3Q24	同比 (%)	环比 (%)
财务概况					
服务收入	2,518,978	2,826,369	2,965,713	17.7%	4.9%
设备销售收入	55	0	0	-	-
总收入	2,519,033	2,826,369	2,965,713	17.7%	4.9%
销售成本	(2,071,584)	(2,188,544)	(2,308,792)	11.5%	5.5%
非现金项目	799,805	813,632	845,378	5.7%	3.9%
经调整毛利润	1,247,254	1,451,457	1,502,299	20.4%	3.5%
经调整毛利率	49.5%	51.4%	50.7%	1.1ppts	(0.7ppt)
SG&A	(366,767)	(322,192)	(336,670)	(8.2%)	4.5%
非现金项目	223,213	165,224	156,422	(29.9%)	(5.3%)
外汇变动收益 (损失) 及其它, 净值	22,588	17,705	(26,360)	-	-
经调整 EBITDA	1,126,288	1,312,194	1,295,691	15.0%	(1.3%)
经调整 EBITDA 率	44.7%	46.4%	43.7%	(1.0ppt)	(2.7ppts)
运营更新 (平方米)					
已获客户签约及预签约总面积	609,140	614,094	626,783	3.5%	0.9%
运营面积	540,606	580,165	595,606	9.9%	5.6%
运营面积签约率	91.7%	92.3%	92.1%	40bps	+20bps
在建面积	150,116	117,861	120,422	(19.7%)	(16.8%)
在建面积预签约率	75.4%	66.9%	65.1%	(-10.3ppts)	(-1.8ppts)
已利用运营面积	393,225	419,976	438,654	10.2%	4.1%
运营面积利用率	72.7%	72.4%	73.6%	0.9ppt	1.2ppts
2024 年指引 (人民币百万元)					
	2023 年	2024 年指引	隐含同比增长		
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	11,000	+73.9%		

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 万国数据 (9698 HK) 目标价及评级



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公司

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		子行业
						发表日期		
9698 HK	万国数据	买入	17.70	22.88	29.3%	2024 年 11 月 21 日		数据中心
1686 HK	新意网集团	买入	4.12	4.50	9.2%	2024 年 05 月 07 日		数据中心
VNET US	世纪互联	未评级	4.33	1.95	-55.0%	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 11 月 22 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	9,326	9,957	11,508	13,307	14,895
主营业务成本	(7,390)	(8,034)	(8,925)	(10,187)	(11,180)
毛利	1,936	1,922	2,583	3,119	3,715
销售及管理费用	(1,336)	(1,330)	(1,461)	(1,650)	(1,773)
研发费用	(36)	(38)	(44)	(51)	(57)
其他经营净收入/费用	(13)	(3,013)	0	0	0
经营利润	552	(2,459)	1,077	1,418	1,885
财务成本净额	(1,845)	0	(2,405)	(2,720)	(3,095)
其他非经营净收入/费用	304	0	0	0	0
税前利润	(990)	(2,459)	(1,329)	(1,302)	(1,209)
税费	(276)	15	332	325	302
非控股权益	(193)	(5)	0	0	0
净利润	(1,459)	(2,449)	(996)	(976)	(907)
作每股收益计算的净利润	(1,510)	(4,344)	(1,050)	(1,030)	(961)

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8,608	7,711	12,659	16,896	23,106
应收账款及票据	2,406	2,546	3,095	3,636	3,848
其他流动资产	937	727	779	853	911
总流动资产	11,951	10,984	16,533	21,386	27,865
物业、厂房及设备	46,917	47,499	50,036	52,538	54,853
无形资产	1,048	689	1,055	1,369	1,619
其他长期资产	14,899	15,275	15,391	15,627	15,839
总长期资产	62,863	63,463	66,482	69,534	72,311
总资产	74,814	74,447	83,015	90,920	100,176
短期贷款	3,624	2,834	2,720	3,615	4,573
应付账款	5,177	3,425	3,977	4,479	13,247
其他短期负债	1,803	2,047	2,201	2,522	2,805
总流动负债	10,603	8,305	8,898	10,615	20,625
长期贷款	23,518	26,706	34,420	39,490	45,628
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	12,135	14,229	16,679
总长期负债	40,026	46,017	54,989	62,154	62,307
总负债	50,629	54,323	63,887	72,769	82,932
股本	23,021	18,893	17,897	16,921	16,014
股东权益	23,021	18,893	17,897	16,921	16,014
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	19,127	18,151	17,244

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(1,266)	(4,285)	(996)	(976)	(907)
折旧及摊销	3,189	3,520	3,772	3,972	4,212
营运资本变动	674	(485)	(934)	(453)	(289)
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	1,842	2,542	3,016
资本开支	(7,847)	(6,022)	(6,099)	(6,254)	(6,256)
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)	(6,099)	(6,254)	(6,256)
负债净变动	2,304	2,430	7,599	5,965	7,096
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	2,553	2,841	1,606	1,985	2,353
融资活动现金流	4,856	5,271	9,205	7,950	9,449
汇率收益/损失	416	154	0	0	0
年初现金	9,968	8,608	7,711	12,659	16,896
年末现金	8,608	7,711	12,659	16,896	23,106

财务比率					
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)	(0.715)	(0.702)	(0.654)
全面摊薄每股收益	(1.031)	(2.959)	(0.715)	(0.702)	(0.654)
利润率分析 (%)					
毛利率	20.8	19.3	22.4	23.4	24.9
EBITDA利润率	45.5	45.3	42.1	40.5	40.9
净利率	(15.6)	(24.6)	(8.7)	(7.3)	(6.1)
盈利能力 (%)					
ROA	(1.7)	(5.7)	(1.3)	(1.1)	(0.9)
ROE	(5.1)	(19.3)	(5.1)	(5.2)	(5.1)
其他					
净负债权益比 (%)	76.6	108.5	128.0	144.4	157.1
利息覆盖率	2.0	1.9	1.8	1.8	1.8
流动比率	1.1	1.3	1.9	2.0	1.4
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者之观点；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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。