

数据港（603881）

证券研究报告

2024 年 12 月 18 日

国有数据中心龙头，整体经营稳步向上

上海市静安区国资委投资控股的国有数据中心企业

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。经过近年来的高速发展，数据港于 2017 年登陆 A 股主板市场，成为国内为数不多的在上交所主板 IPO 上市的数据中心企业。24 年 9 月，公司成功入选国务院国资委公布最新“双百企业”名单。

已建成 35 座数据中心，折合 5Kw 标准机柜约 74,200 个

截至 2024 年上半年，公司已建成 35 座数据中心，主营业务规模达 371.1 兆瓦，折合 5Kw 标准机柜约 74,200 个，实现了京津冀、长三角、粤港澳大湾区东部枢纽及西部相应核心区域的前瞻战略布局。

以批发型数据中心为主，2021、2022 年固定资产规模扩张

截至 2023 年，公司以 IDC 服务业收入为主，收入规模达 15.25 亿元。同时，公司主要以批发型数据中心为主，2023 年，公司来自批发分销模式的收入达 15.10 亿元，占比达 97.93%，构筑了公司的重要收入来源。

根据公司财报披露数据显示，2019 年和 2020 年在建工程大幅度增长，随后 2021 年、2022 年公司固定资产提升较为显著。我们认为，随着公司机柜规模的不断扩大，固定资产随之提升，为公司后续经营提供保障。与此同时，在建工程变化情况可视为公司收入增长的领先指标之一。

经营稳健、重视研发，分红比例及频次有所提升

近三年来，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率呈现逐年下降趋势。同时，携手头部云计算运营商，持续加大自身核心技术研发投入，为中长期发展提供有力支持。

2019~2022 年公司保持较稳定的分红。2023 年起，公司加大了分红力度，同时，2024 年上半年进行了中期分红提高了频次。

盈利预测与投资建议：

我们认为，短期来看，公司经过 21、22 年固定资产规模快速扩张期后，整体收入增长稳定。同时，整体经营质量稳步提升，为短期盈利提供支撑。中长期来看，公司重视研发投入，且现金充裕，未来可期。

我们预计，公司 2024~2026 年归母净利润分别为：1.26 亿元、1.57 亿元和 1.84 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：客户集中度较高、市场竞争格局加剧、产业政策变化、灾害等不可抗力的风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,455.40	1,542.13	1,619.70	1,702.47	1,788.78
增长率(%)	20.70	5.96	5.03	5.11	5.07
EBITDA(百万元)	1,004.89	1,099.35	1,011.20	1,071.70	1,125.47
归属母公司净利润(百万元)	114.91	122.97	126.13	156.93	184.31
增长率(%)	3.52	7.02	2.56	24.42	17.45
EPS(元/股)	0.19	0.21	0.21	0.26	0.31
市盈率(P/E)	88.88	83.05	80.97	65.08	55.41
市净率(P/B)	3.39	3.26	3.16	3.06	2.94
市销率(P/S)	7.02	6.62	6.31	6.00	5.71
EV/EBITDA	9.72	9.49	11.10	9.95	8.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信服务
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	17.06 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	598.65
流通 A 股股本(百万股)	598.65
A 股总市值(百万元)	10,212.93
流通 A 股市值(百万元)	10,212.93
每股净资产(元)	5.34
资产负债率(%)	55.61
一年内最高/最低(元)	22.99/11.75

作者

林屹皓 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520040001
linhonghao@tfzq.com

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《数据港-半年报点评:中报业绩符合预期,关注规模化云数据中心定制需求》 2017-08-11
- 《数据港-首次覆盖报告:领先的批发数据中心服务商》 2017-03-15

内容目录

1. 数据港：以优质项目为依托，不断提高服务水平和技术能力.....	4
2. 国内数据中心龙头国有企业，经营业绩稳步增长.....	5
2.1. 受益于数字经济、人工智能等发展，中国 IDC 产业稳步发展.....	6
2.2. 三大业务板块，IDC 服务业为主要收入贡献.....	6
2.2.1. 以批发型数据中心为主，2019 年规模快速扩张.....	6
2.2.2. 由主营业务进一步延展至 IDC 解决方案业务，为客户提供整套解决方案及服务.....	8
2.2.3. 开拓云服务销售业务，积极探索产业链上下游.....	8
3. 整体经营稳健，中长期看，销售、管理、财务费用率稳中略降.....	9
3.1. 成本端设备折旧占比较高.....	9
3.2. 销售费用率稳定、管理费用率略降、财务费用率趋稳，研发投入持续.....	9
3.2.1. 携手头部云计算运营商，持续加大自身核心技术研发投入.....	11
3.2.2. EBITDA 和归母净利润体量逐年稳步增长，重点关注机柜上架情况及新项目交付节奏.....	11
3.2.3. 资产负债率企稳略降.....	13
3.2.4. 23 年以来，公司加大分红比例和频次.....	13
4. 投资建议与盈利预测.....	14
4.1. 公司收入及利润预测：.....	15
4.2. 同行业可比上市公司经营情况.....	15
4.3. 估值比较.....	16
5. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：公司股权结构图.....	4
图 2：公司发展历程.....	4
图 3：公司整体收入（单位：亿元）、毛利率（单位：%）情况.....	5
图 4：公司三块业务收入占比结构情况.....	6
图 5：公司 IDC 服务业收入（单位：亿元）及毛利率（单位：%）情况.....	7
图 6：公司 IDC 解决方案收入及毛利率情况（左坐标轴单位：亿元）.....	8
图 7：公司云服务销售业务收入（单位：亿元）及毛利率（单位：%）情况.....	8
图 8：公司成本构成情况（单位：%）.....	9
图 9：公司销售费用及销售费用率情况.....	10
图 10：公司管理费用及管理费用率情况.....	10
图 11：公司财务费用及财务费用率情况.....	11
图 12：公司研发费用及研发费用率情况.....	11
图 13：2019~2023 年公司息税折旧摊销前利润情况.....	11
图 14：2019~2023 年公司归母净利润（单位：亿元）及同比增速（单位：%）情况.....	12

图 15：2019~2023 年公司归母净利润变化情况.....	13
图 16：2019~2023 年公司资产负债率变化情况.....	13
图 17：2019~2023 年公司销售费用率及行业可比公司情况.....	16
图 18：2019~2023 年公司研发费用率及行业可比公司情况.....	16
图 19：2019~2023 年公司管理费用率及行业可比公司情况.....	16
图 20：2019~2023 年公司资产负债率及行业可比公司情况.....	16
表 1：公司 2016~2023 年在运营数据中心及机柜数量.....	7
表 2：2016~2023 年公司固定资产和在建工程变化情况（单位：亿元）.....	8
表 3：公司 2019~2023 年营收和经营情况，及 2024~2026 年三块业务营收预测.....	15
表 4：数据中心行业可选公司估值比较（截至 2024 年 12 月 13 日收盘价）.....	16

1. 数据港：以优质项目为依托，不断提高服务水平和技术能力

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。经过七年的高速发展，数据港于 2017 年 2 月 8 日成功登陆 A 股主板市场，成为国内为数不多的在上交所主板 IPO 上市的数据中心企业。

图 1：公司股权结构图

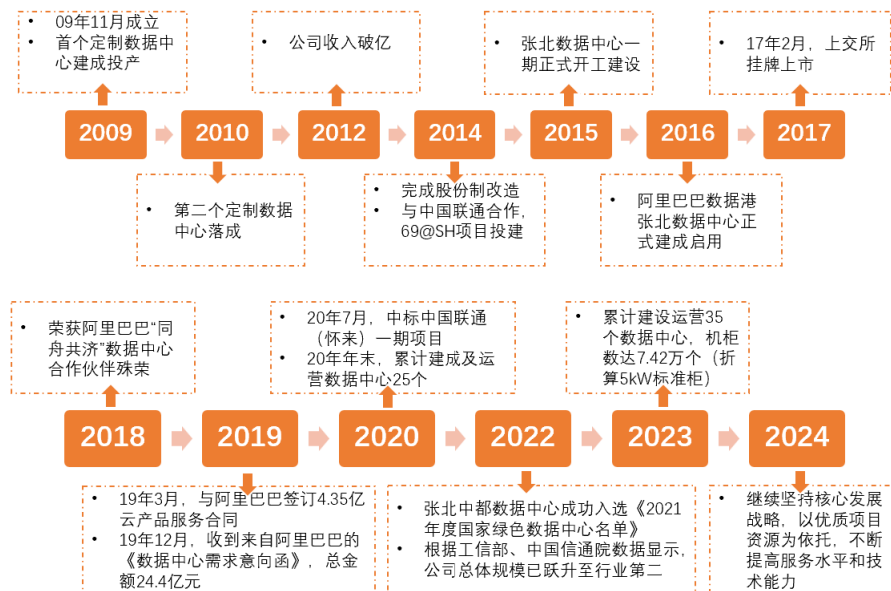


资料来源：公司官网、天风证券研究所

同时，24 年 9 月，国务院国资委公布最新“双百企业”和“科改企业”名单，公司成功入选“双百企业”。

公司自 09 年 11 月成立以来，持续坚持核心发展战略，以优质项目资源为依托，不断提高服务水平和技术能力，为客户提供更加高效和稳定的数据中心服务。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

截至 2024 年上半年，公司已建成 35 座数据中心，主营业务规模达 371.1 兆瓦，折合 5Kw 标准机柜约 74,200 个，实现了京津冀、长三角、粤港澳大湾区东部枢纽及西部相应核心区域的前瞻战略布局。

公司的数据中心业务从杭州、上海起步，并以市场化、规模化为导向，深入区域市场布局，充分发挥大数据产业、技术、市场资源密集的优势，挖掘潜在市场机遇，积极探索潜在客户发展潜力。

在原有数据中心的基础上，公司又陆续新增河北张北、北京房山、江苏南通、广东河源、内蒙古乌兰察布等数据中心。

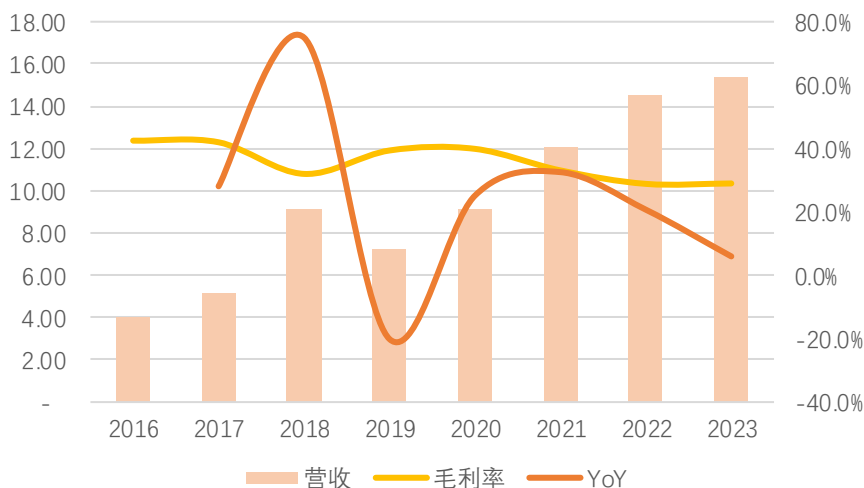
2019、2020 年在建工程显著提升，2021、2022 年固定资产规模扩张。公司主要收入来自数据中心服务器托管服务（即 IDC 服务业），随着固定资产规模扩张，公司机柜数量随之提升，为后续经营打下坚实基础。

以批发型数据中心为主，IDC 服务业是公司的主要收入构成。2024 年上半年，公司 IDC 服务业收入占比达 98.9%，机柜数量于 2019 年快速扩张，截至 2023 年年底，公司在运营机柜数量达 74,200 架（折 5kW 标准机柜）。

2. 国内数据中心龙头国有企业，经营业绩稳步增长

数据港作为国内数据中心龙头国有企业，紧紧围绕公司发展目标，抓机遇、稳发展，发挥既有优势，持续领跑国内第三方数据中心服务市场，各方面工作均取得显著成绩。在市场长期向好的发展态势下，公司积极寻求机会和拓展业务。凭借着十多年来专业的数据中心项目管理经验，数据港不断地挖掘自身优势资源，积极调动和利用外部资源，稳步拓展业务规模，实现了经营业绩的稳步增长。

图 3：公司整体收入（单位：亿元）、毛利率（单位：%）情况



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

2024 年上半年，公司实现整体收入 7.78 亿元，同比增长 4.33%；实现归母净利润 0.71 亿元，同比增长 2.80%，扣非后，同比增长 12.41%。2024 年前三季度，公司实现整体收入 11.83 亿元，同比增长 6.03%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 3.39%，扣非后，同比增长 10.50%。

公司目前已在北至乌兰察布、张北，南至广东深圳、河源建成 35 座数据中心，实现了京津冀、长三角、粤港澳大湾区东部枢纽及西部相应核心区域的前瞻战略布局，提前适配了国家“东数西算”的数据中心布局规划指引，并在战略枢纽上持续储备优质资源。

作为专业的第三方数据中心运营服务提供商，高效、稳定的运维体系是保障公司运转的基石，安全持续的推动运维工作是保证公司发展的生命线，为此运维管理严格执行各项制度及标准，并不断提优、创新、发展。

数据港的运维团队是一支高度专业、训练有素的队伍，凭借运维能力持续保持行业口碑。在机房遭遇突发事件、应急情况或自然灾害的情况下，运维团队能具备提前预判、及时应对、合理判断、果断决策的全流程管理体系与专业能力，并在安全第一、客户优先的原则下，通过专业判断与丰富经验，保证人员与客户生命及财产安全，以最优方案协同各方解决处理。在 2023 年整个 IDC 行业重大事件屡次突发的大背景下，数据港运维管理达成“零 SLA 事故、零故障、零客户投诉”的三大主要目标，再次夯实了与战略客户的合作。

公司具备出色的建设交付能力、运维管理能力和快速响应能力，积极响应客户的需求并助力业务规模的持续增长。2023 年，在中国信通院“影响力 TOP10”排名中，数据港在能力建设、绿色低碳、总体规模均位列行业前三，持续保持行业领先地位。

2.1. 受益于数字经济、人工智能等发展，中国 IDC 产业稳步发展

IDC 是建立在计算、存储、通信三大科技基础上的承载算力的物理实体，是数字经济的重要基础设施，为我国产业数字化转型和公共服务数字化水平的提升发挥重要作用。

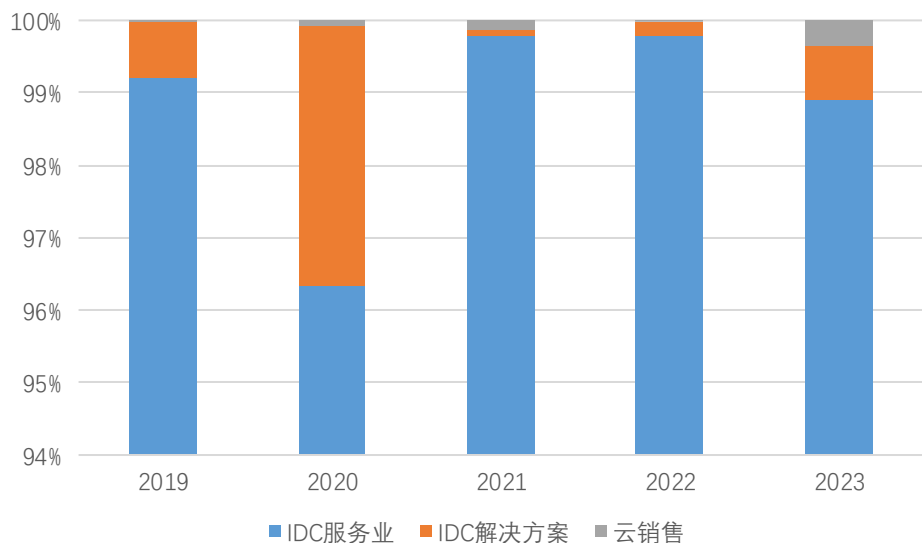
根据科智咨询《2023-2024 年中国 IDC 行业发展研究报告》，2023 年，中国整体 IDC 业务市场规模达到 5,078.3 亿元，同比增长 25.6%，未来，伴随宏观经济环境启稳，数字经济深入推进，消费互联网创新业态发展，以及人工智能带动的智算需求释放，中国传统 IDC 业务市场有望加速发展。预计到 2028 年，中国传统 IDC 业务市场规模将超 2500 亿元。

根据中国通服数字基建产业研究院《中国数据中心产业发展白皮书（2023 年）》，随着新一代信息技术发展、企业数字化转型以及数字经济发展不断深化，算力应用场景不断涌现，数据中心需求稳步提升，“东数西算”工程将进一步深入，未来国内数据中心建设将继续加大。

2.2. 三大业务板块，IDC 服务业为主要收入贡献

根据公司财报口径，公司业务可分为三类：1）IDC 服务业、2）IDC 解决方案；3）云销售。

图 4：公司三块业务收入占比结构情况



资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

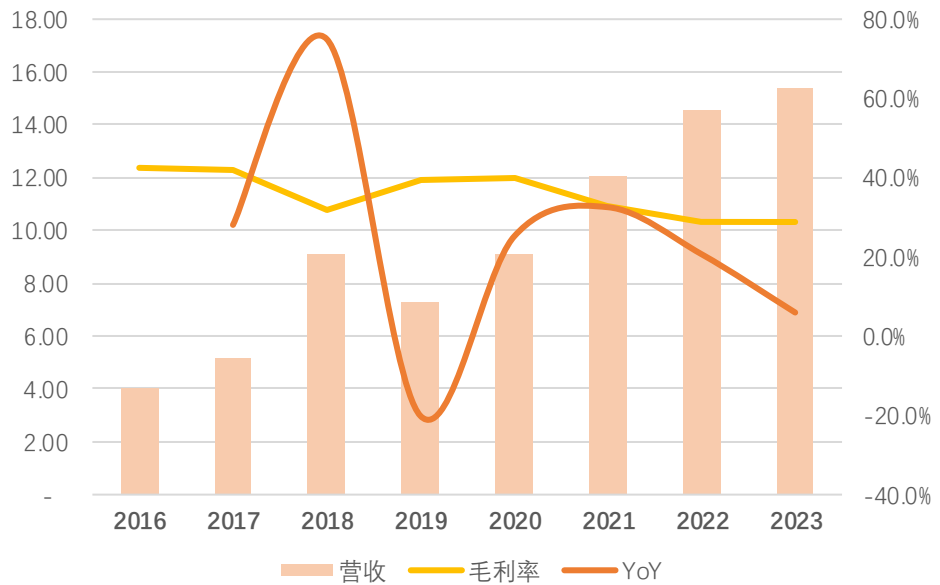
近 5 年来，IDC 服务业是公司的主要收入来源。2023 年 IDC 服务业占整体收入比达 98.9%。2024 年上半年，公司 IDC 服务业收入达 7.70 亿元，占整体收入比为 98.9%。

2.2.1. 以批发型数据中心为主，2019 年规模快速扩张

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，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。批发型合作模式下，公司根据电信运营商或大型互联网公司所提出的具体规划设计和运营服务等级要求进行数据中心投资建设，并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 365×24 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（均为最终用户）提

供相对标准化的服务器托管服务、网络带宽服务、运维管理服务。

图 5：公司 IDC 服务业收入（单位：亿元）及毛利率（单位：%）情况



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

公司自 17 年 2 月挂牌上市以来，整体收入由 16 年的 4.06 亿元提升至 23 年的 15.42 亿元，IDC 服务收入是公司重要组成部分，由 16 年的 4.02 亿元提升至 23 年的 15.25 亿元。2020 年~2022 年，公司 IDC 服务收入呈现快速增长主要得益于：**18 年公司陆续承接了大批量定制型数据中心项目建设及运营需求订单**，使得公司主营业务规模从 2018 年末的 68.1 兆瓦（MW）快速扩张至 2020 年末的 250.3 兆瓦（MW）。同时，公司凭借着优秀的建设交付能力、运维管理能力和快速响应能力，为业务发展打下基础。**随着终端客户业务需求快速提升**，带动公司前期已投入运营的数据中心机柜上电，进而实现了收入的快速增长。

表 1：公司 2016~2023 年在运营数据中心及机柜数量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
运营数据中心数量（个）	11	13	12	17	25	33	35	35
机柜数量（架）	7017	8600	13622	28200	50060	70544	74200	74200

资料来源：公司公告、天风证券研究所

备注 1：2018 年起，机柜数量为折合 5kW 标准机柜

备注 2：公司 18 年运营数据中心数量减少主要是由于公司对数据中心管理体系进行了更新及升级，将毗邻的多个小型数据中心合并为一个大型数据中心

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。**这也是公司继北京房山、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，为长三角、京津冀、大湾区三大城市带的协同发展提供数字化助力。**

根据公司财报披露数据显示，2019 年和 2020 年在建工程大幅度增长，随后 2021 年、2022 年公司固定资产提升较为显著。具体来看：

1) 2020 年在建工程增加主要由于：在建的 JN13 数据中心项目三期、@HUB2020-4 等数据中心等项目；

2) 2021 年固定资产增加主要由于：主要系@HUB 2020-1 项目、@HUB 2020-2 项目、@HUB 2020-3 项目、@HUB 2020-4 项目、@HUB 2020-6 项目、@HUB 2020-7 项目、HB33 项目四期、云创互通云计算数据中心项目、ZH13-A 云计算数据中心项目完工交付使用形成固定资产；

3) 2022 年 在建工程增加主要由于：主要系廊坊项目、怀来 1 号项目在建工程投入增加所致。

表 2：2016~2023 年公司固定资产和在建工程变化情况（单位：亿元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
固定资产	期初	4.85	7.01	8.00	13.41	15.10	32.81	51.66	48.90
	期末	7.01	8.00	13.41	15.10	32.81	51.28	48.90	44.72
在建工程	期初	1.26	0.81	2.71	2.12	12.64	19.04	3.34	4.50
	期末	0.81	2.71	2.12	12.64	19.04	3.34	4.50	2.65

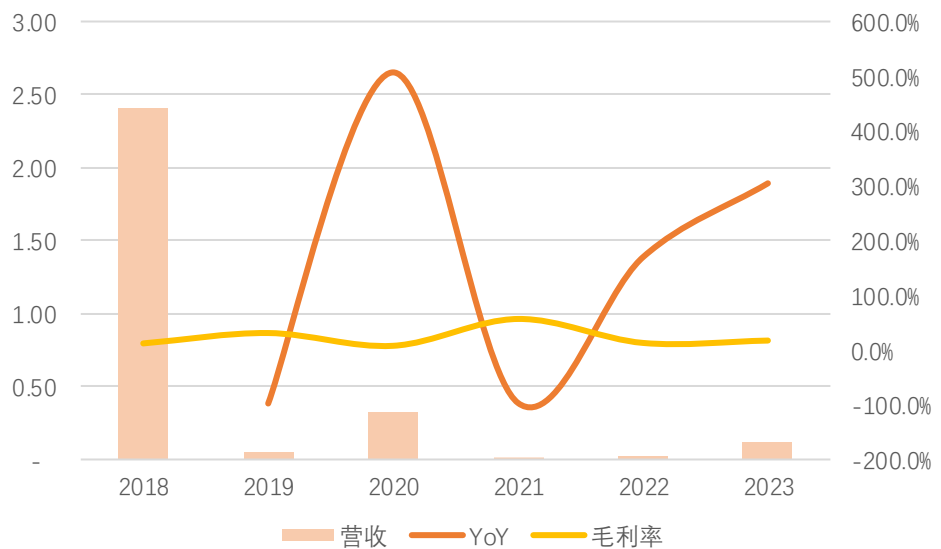
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

我们认为，随着公司机柜规模的不断扩大，固定资产随之提升，为公司后续经营提供保障。与此同时，在建工程变化情况可视为公司收入增长的领先指标之一。

2.2.2. 由主营业务进一步延展至 IDC 解决方案业务，为客户提供整套解决方案及服务

基于公司长期服务互联网头部企业，积累了丰富的竞争优势。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。

图 6：公司 IDC 解决方案收入及毛利率情况（左坐标轴单位：亿元）

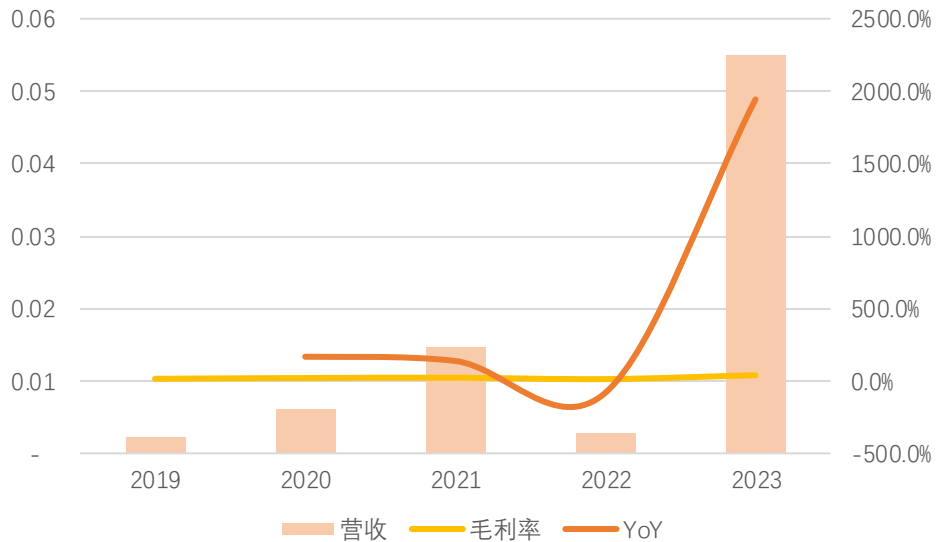


资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

2.2.3. 开拓云服务销售业务，积极探索产业链上下游

随着互联网的快速发展以及 5G 应用的普及，下游客户对于数据中心服务商的专业能力、服务范围、技术水平提出了更高的要求。2023 年，公司优化了云业务销售团队，深入了解各云服务及产品的特性和适用性，根据不同客户的需求进行云服务的销售和解决方案的制定。未来，公司将继续积极探索产业链上下游，为进一步提高自身服务业务范围做好战略准备。

图 7：公司云服务销售业务收入（单位：亿元）及毛利率（单位：%）情况



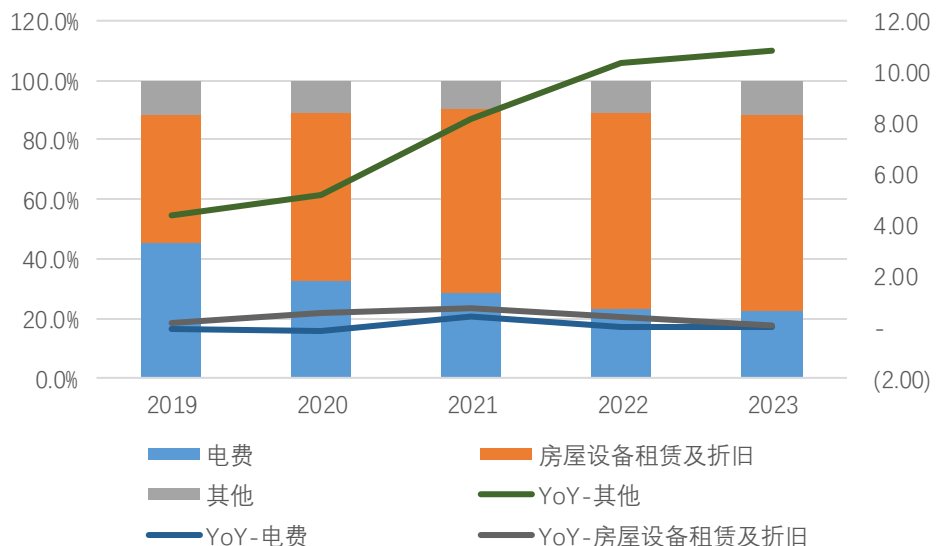
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

3. 整体经营稳健，中长期看，销售、管理、财务费用率稳中略降

3.1. 成本端设备折旧占比较高

在成本控制方面，数据中心成本（TCO）分为固定资产支出（CAPEX）和运营支出（OPEX）两部分。数据中心投资大、使用寿命周期长，数据中心固定资产折旧在整体成本中占据较大的比例，通常占 30% 以上。因此，数据中心建设成本直接影响到该数据中心项目的盈利能力和投资回报；而公司通过前期规划设计和合理布局，对建设成本形成了有效管控。

图 8：公司成本构成情况（单位：%）



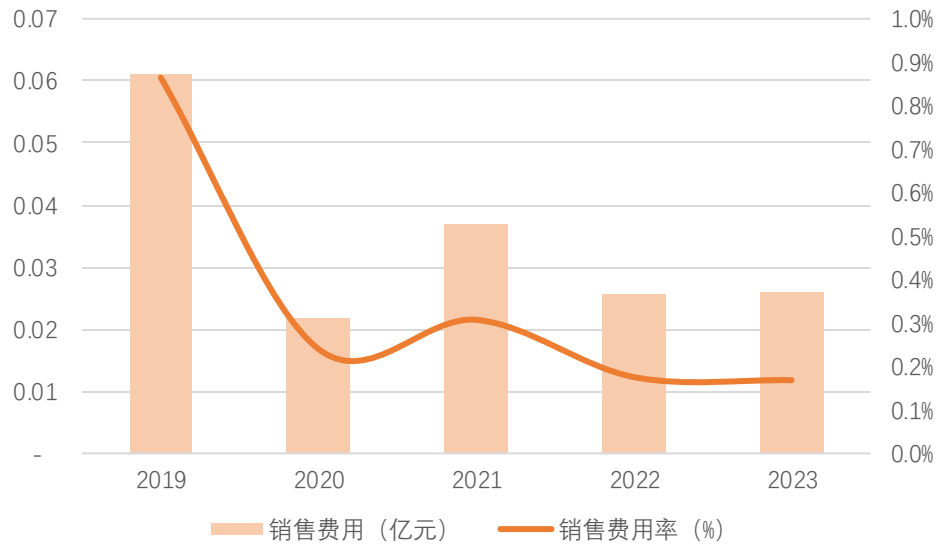
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

3.2. 销售费用率稳定、管理费用率略降、财务费用率趋稳，研发投入持续

公司整体销售费用率维持在较为稳定的水平，2019~2023 年公司销售费用率分别为：0.8%、0.2%、0.3%、0.2%、0.2%。2023 年，公司积极与运营商合作，深度参与运营商合作销售，为京津冀区域的机房整体销售探索解决方案；通过现有客户深度挖掘，深耕区域客户需求，制定一套适合区域中小企业的整体服务方案；分析市场需求情况，部署重点行业攻坚方向，加大客情关系跟踪，强化以算力、大模型、新能源汽车、金融、类金融客户需求为突破方向；寻求技术及服务输出业务，探索轻资产运营方向，将公司的软实力转化为新的经济增

长点。

图 9：公司销售费用及销售费用率情况



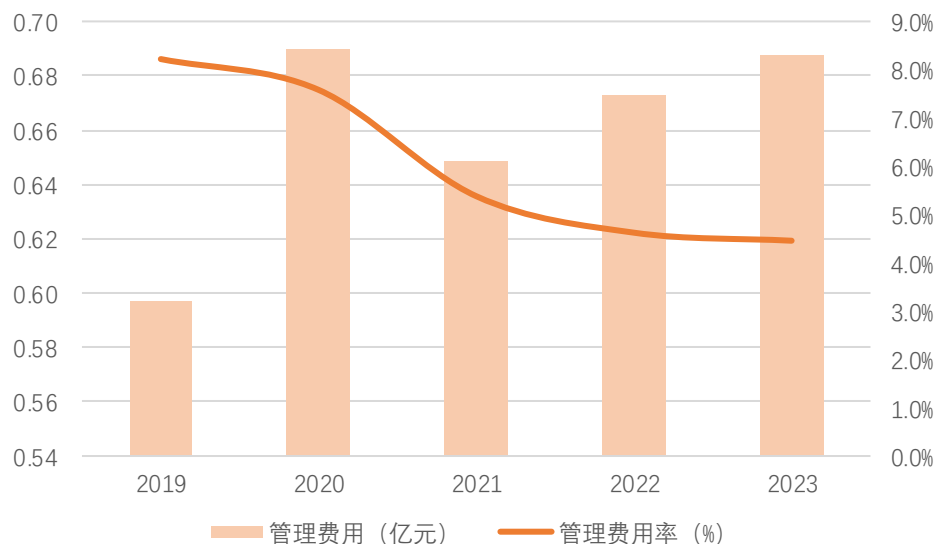
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

同时，公司针对数据中心行业周期性发展特点，不断调整销售战略，进一步夯实公司的主营业务收入。在战略客户领域，积极配合客户需求，持续推进客情建设，不断提高响应能力；在零售市场领域，抢抓客户合作契机，重点布局新兴产业，拓展多维深入合作。

展望未来，在公司主营业务无重大变化的前提下，公司销售费用率有望持续维持稳定。

公司管理费用率稳中略降，2019~2023 年公司管理费用率分别为：8.2%、7.6%、5.4%、4.6%、4.5%。

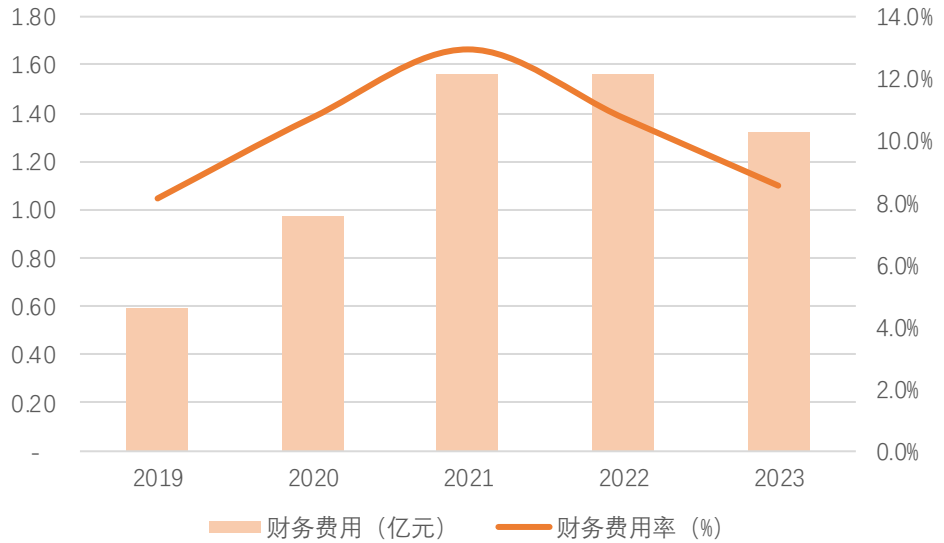
图 10：公司管理费用及管理费用率情况



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

公司财务费用率自 2021 年以来，呈现逐步下降态势。2019~2023 年公司财务费用率分别为：8.1%、10.8%、12.9%、10.7%、8.6%。2021 年公司财务费用较 2020 年增加 59.55%，主要系公司执行新租赁准则财务费用增加及项目转固后贷款利息停止资本化，计入财务费用所致。

图 11：公司财务费用及财务费用率情况



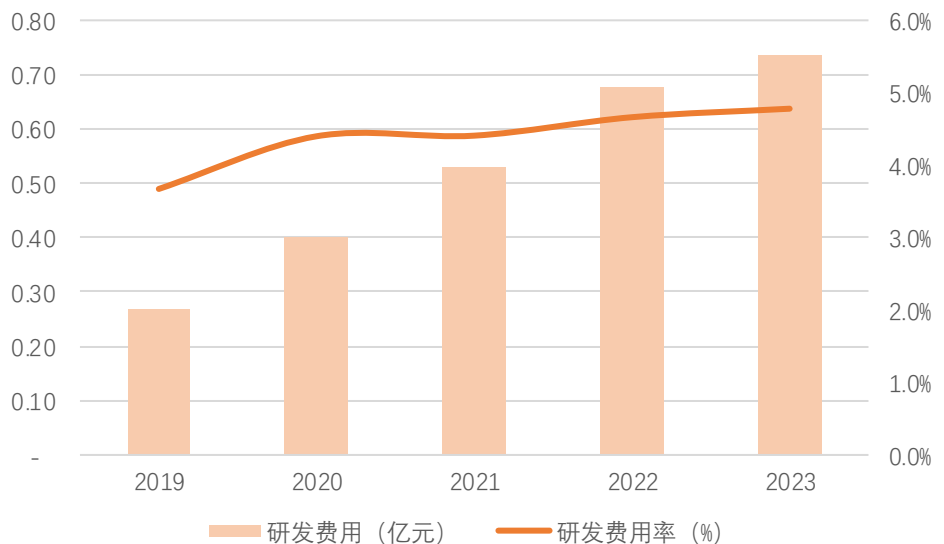
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

3.2.1. 携手头部云计算运营商，持续加大自身核心技术研发投入

公司重视研发投入，研发费用率维持稳定。2019~2023 年公司研发费用率分别为：3.7%、4.4%、4.4%、4.7%、4.8%。公司凭借行业领先的技术研发能力和国际水准的运营服务体系，继续与头部云计算运营商携手向前，共创共赢的数据中心生态圈。

2023 年，公司进一步加大了自身核心技术研发投入，设立数据中心绿色节能解决方案、节能回收配套装置、交换机配置管理系统、环境监测与处置系统及多元化管理系统等多个重点技术改进项目，为数据中心高效稳定运行和绿色节能可持续发展提供了良好保障。2023 年，公司共申请并获得专利技术和软件著作权 117 项，累计获得专利技术和软件著作权 677 项。

图 12：公司研发费用及研发费用率情况

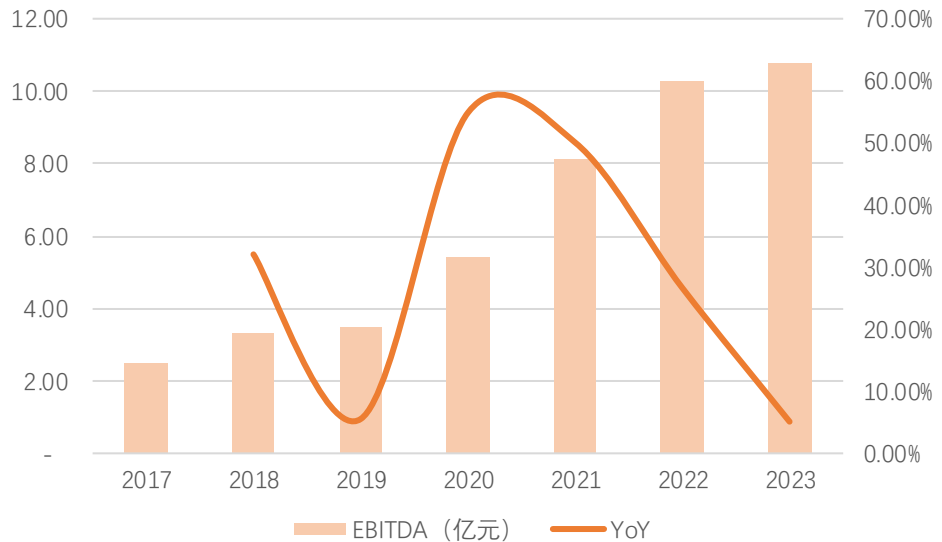


资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

3.2.2. EBITDA 和归母净利润体量逐年稳步增长，重点关注机柜上架情况及新项目交付节奏

2019~2023 年，公司息税折旧摊销前利润（EBITDA）体量整体稳步向上，2019、2020、2021 由于公司机柜规模快速扩张拉动整体 EBITDA 快速增长。

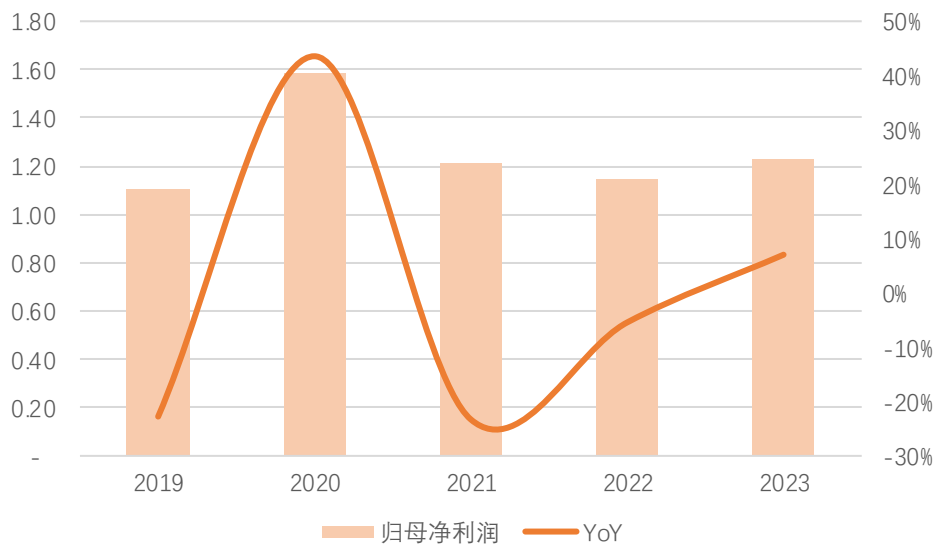
图 13：2019~2023 年公司息税折旧摊销前利润情况



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

2019~2023 年，公司归母净利润分别为：1.10 亿元、1.36 亿元、1.11 亿元、1.15 亿元、1.23 亿元。具体来看：

图 14：2019~2023 年公司归母净利润（单位：亿元）及同比增速（单位：%）情况



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

备注：公司 2022 年由于执行 15 号准则规定，经营数据有所调整

2019 年，公司归母净利润同比下滑 22.76%，主要是由于公司解决方案业务收入较上一年同期大幅减少；部分客户业务调整不再续租，机柜下电导致收入减少所致。

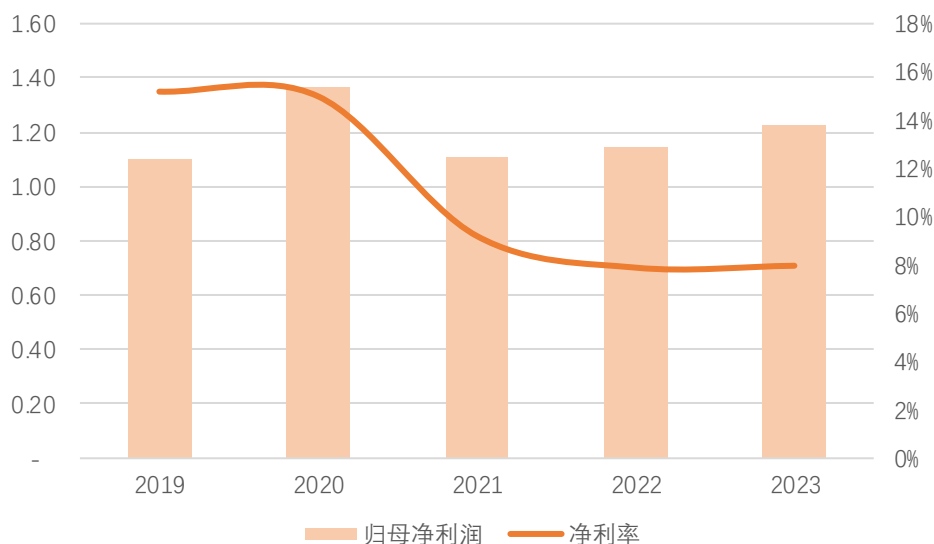
2020 年，公司归母净利润同比增长 23.58%，随着终端客户业务需求快速提升，带动公司前期已投入运营的数据中心机柜上电进程明显加快，从而实现了收入和利润的快速增长。

2021 年，公司归母净利润同比下滑 23.3%（根据公司 2022 年年报，由于执行 15 号准则，经营数据有所调整），主要是由于当期数据中心大量交付，折旧成本增加所致。

2022 年，公司归母净利润同比下滑 5.45%（根据公司 2022 年年报，由于执行 15 号准则，经营数据有所调整），主要是由于公司项目交付后固定资产折旧及运营成本增加所致。

2023 年，公司归母净利润同比增长 4.65%，公司不断地挖掘自身优势资源，积极调动和利用外部资源，稳步拓展业务规模，实现了经营业绩的稳步增长。

图 15：2019~2023 年公司归母净利润变化情况



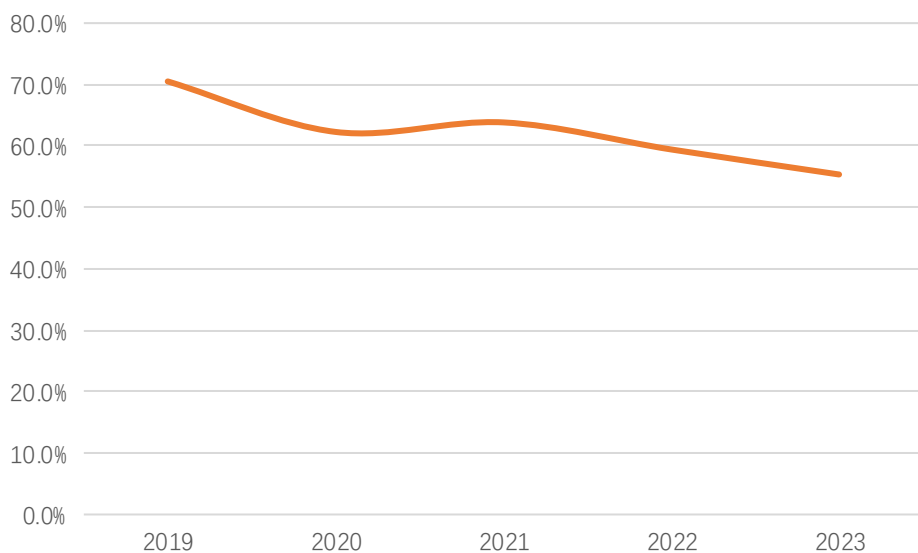
资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

数据中心行业属重资产运营模式，项目前期投入资产开支较大，投资回报周期较长，新投入运营的数据中心项目随终端客户上电进度逐步实现收入和利润，经营业绩需要经过一定的项目周期逐渐显现。展望未来，随着最终客户上电进度提升，公司盈利能力有望稳中略升。

3.2.3. 资产负债率企稳略降

2019~2023 年，公司资产负债率情况如下图所示：

图 16：2019~2023 年公司资产负债率变化情况



资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

经过 2019~2021 年的规模快速扩张期后，2022、2023 年公司资产负债率呈现逐年改善的态势。

3.2.4. 23 年以来，公司加大分红比例和频次

近年来，公司分红稳定，当期具体分红预案情况如下：

2019 年，公司拟现金分红 0.11 亿元，占当期归母净利润 10.12%；

2020 年，公司拟现金分红 0.14 亿元，占当期归母净利润 10.34%；

2021 年，公司拟现金分红 0.14 亿元，占当期归母净利润 10.07%；

2022 年，公司拟现金分红 0.14 亿元，占当期归母净利润 12.60%；

2023 年，公司拟现金分红 0.37 亿元，占当期归母净利润 30.33%；

2024 年上半年，公司拟现金分红 0.14 亿元，占上半年归母净利润 20.36%。由此可见，2019~2022 年公司保持较稳定的分红。2023 年起，公司加大了分红力度，同时，2024 年上半年进行了中期分红提高了频次。

4. 投资建议与盈利预测

展望未来三到五年，公司主要业务发展战略将继续围绕以下几方面开展：

- 1. 加快布局，建设自有资源批发型数据中心：**在政策及需求的双重影响下，核心城市与周边地区协同发展的数据中心产业集群加速形成。一方面，公司将继续基于目前华东、华北，华南三大区域布局精耕细作，提高服务质量，提升盈利能力，为长三角、京津冀、大湾区三大城市带的协同发展提供数字化助力。在此基础上，公司积极探索公开市场收并购等方式实现外延式发展，持续拓展数据中心资源，快速扩大业务规模及挖掘潜在客户。公司追求以匹配市场节奏的合理规模增长来做资源部署，立足长远，稳健发展；对内做好销售、建设、资金等方面的平衡；对外与区域经济发展、数据安全、科技创新、能源情况、数据安全等方面结合，全盘考量，合理发展。
- 2. 拓展业务，匹配不断升级的客户需求：**经过多年项目验证，公司已成为数据中心托管为主业，同时具备提供数据中心全生命周期解决方案能力的综合服务提供商。未来，公司将继续夯实主业，全力拓展数据中心服务器托管服务。随着客户需求不断升级，公司还将积极拓展适用于客户不同需求的混合云、私有云等业务，希望为未来多样化的客户群体提供先进的大数据、云服务、及安全可靠的互联网新技术，帮助企业快速、弹性、安全、高可靠、低成本的发展自身业务。
- 3. 深化合作，拓展多样化客户群体：**公司凭借行业领先的技术研发能力和国际水准的运营服务体系，继续与头部云计算运营商携手向前，共创共赢的数据中心生态圈；同时，公司不断深化与政企、运营商、头部互联网企业、金融企业等合作，持续致力于提升服务质量，满足不同类型客户的多样化需求。
- 4. 提高能效，打造绿色低碳数据中心：**公司自成立之日起，始终坚持绿色低碳可持续发展，提高能源使用效率，在新能源、冷却技术、全生命周期运维管理等方面的不断突破创新。在过去十年创业路程中，公司在绿色低碳数据中心技术创新和运营优化中进行了大量卓有成效的探索。早在 2016 年，公司就在全国五大风力发电基地之一的河北省张北县建设了一个大规模采用风能和太阳能为主要能源的超大型数据中心，是当时全亚洲最早大规模应用清洁能源的绿色低碳数据中心之一。

在企业内部治理方面：

- 1. 夯实战略客户基础，力争销售多元化拓展：**在夯实战略客户业务的同时，公司将在客户群体多元化、客户类型多样性方面持续投入，开拓销售渠道，降低客户风险。积极与运营商合作，深度参与运营商合作销售，为京津冀区域的机房整体销售探索解决方案；通过现有客户深度挖掘，深耕区域客户需求，制定一套适合区域中小企业的整体服务方案；分析市场需求情况，部署重点行业攻坚方向，加大客情关系跟踪，强化以算力、大模型、新能源汽车、金融、类金融客户需求为突破方向；寻求技术及服务输出业务，探索轻资产运营方向，将公司的软实力转化为新的经济增长点。
- 2. 全面推进标准化、智能化运维管理：**伴随着 AI、大数据时代的到来，新兴的技术不断融入到数据中心，数据中心的运维方式也在朝着标准化、智能化的方向快速演进。2024 年，公司对标准化管理、智能运维也提出了更高的要求，在纷繁复杂的运维工作中提炼出标准规范，为后续一系列的自动化、智能化工作提供稳固的基础；遵循“建体系、稳落地、重数据”的智能运维方针，依托运维开发平台，推进各项功能模块的优化工

作，打造一款具有产品化、标准化、专业化，享有数据港特色的自主平台，全方位提高运维服务效率，切实助力企业降本增效。

3. **明确投资项目建设方向，寻求优质项目资源**（截至 24 年三季报，公司货币资金达 9.62 亿元、交易性金融资产达 4.10 亿元）：目前廊坊项目正在紧锣密鼓地开展建设，将进一步扩充数据港的资源储备。随着国家持续推进“东数西算”，以及未来算力需求带来的新增长点，数据中心行业将迎来新一轮发展机遇。基于此，数据港要在充分论证，全面评估的基础上，确定新建项目的技术方案、客户模型、建设方向及合作模式，匹配市场快速变化的需求与技术应用。此外，公司也将积极探索市场上的优质资源项目，结合自身优势与能力审慎研判，以实现公司长期稳健发展及在数据中心行业的领先地位。
4. **推进业务联动，提升管理效能**：为了进一步加强对各分子公司的业务和职能管理的指导工作，加强各区域公司与总部之间的联动，增强工作合力，实现公司上下一盘棋，充分提高工作效率。在公司 2023 年度内控制度与流程优化成果的基础上，公司将继续致力于内控体系的强化和完善，并在制度体系的建设与优化、授权职责体系优化以及内控自评的深化等方面不断提升，进一步统一及规范业务全流程执行标准，促进业务风险把控效果，并提升管理效能。

4.1. 公司收入及利润预测：

公司主要营业收入以 IDC 服务业为主，2023 年，公司 IDC 服务业收入达 15.25 亿元，占整体收入比 98.9%。截至 2024 年上半年，公司已建成 35 座数据中心，主营业务规模已经达到了 371.1 兆瓦（MW），折合 5Kw 标准机柜约 74,200 个，为公司后续整体稳健增长提供重要支撑。

表 3：公司 2019~2023 年营收和经营情况，及 2024~2026 年三块业务营收预测

		2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
整体情况	营收(亿元)	7.06	9.1	12.06	14.55	15.42	16.20	17.02	17.89
	YoY (%)	-20.70%	28.90%	32.50%	20.70%	6.00%	5.03%	5.11%	5.07%
	成本(亿元)	4.41	5.47	8.07	10.36	10.95	11.59	12.1	12.62
	毛利率 (%)	37.50%	39.90%	33.10%	28.80%	29.00%	28.45%	28.93%	29.45%
IDC 服务业	营收(亿元)	7	8.76	12.03	14.52	15.25	16.01	16.81	17.65
	YoY (%)	7.80%	25.20%	37.30%	20.70%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 (%)	37.60%	41.11%	33.08%	28.87%	29.03%	28.50%	29.00%	29.50%
IDC 解决方案	营收(亿元)	0.05	0.33	0.01	0.03	0.11	0.12	0.13	0.14
	YoY (%)	-97.80%	507.10%	-96.80%	169.50%	304.50%	10.00%	10.00%	5.00%
	毛利率 (%)	30.98%	7.62%	56.69%	12.88%	17.25%	25.08%	23.90%	27.16%
云销售	营收(亿元)	0	0.01	0.01	0	0.05	0.06	0.08	0.09
	YoY (%)		167.00%	137.70%	-81.70%	1943.10%	25.00%	25.00%	20.00%
	毛利率 (%)	14.70%	19.93%	21.86%	12.49%	39.24%	21.64%	23.03%	23.65%

资料来源：Wind、天风证券研究所

我们预计，随着公司在运营机柜上架率提升，2024 年~2026 年 IDC 服务业整体维持 5% 的收入增速，对应收入规模约为 16.01 亿元、16.81 亿元、17.65 亿元。而 IDC 解决方案和云销售业务方面随着行业整体发展驱动对应业务稳健增长。

4.2. 同行业可比上市公司经营情况

公司主要以批发型数据中心为主，2023 年，公司来自批发分销模式的收入达 15.10 亿元，占比达 97.93%，构筑了公司的重要收入来源。同时，公司针对行业周期性发展特点，不断

调整销售战略。

在销售费用率方面，公司表现良好，优于行业平均水平。且近 3 年来，呈现持续下降态势。

图 17：2019~2023 年公司销售费用率及行业可比公司情况

	2019	2020	2021	2022	2023
数据港	0.84%	0.24%	0.31%	0.18%	0.17%
奥飞数据	1.64%	1.65%	1.60%	1.61%	1.34%
科华数据	10.43%	9.26%	8.58%	8.98%	9.07%
润泽科技	7.43%	8.48%	4.29%	0.15%	0.06%
光环新网	0.93%	0.49%	0.47%	0.45%	0.48%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

图 18：2019~2023 年公司研发费用率及行业可比公司情况

	2019	2020	2021	2022	2023
数据港	3.67%	4.40%	4.41%	4.66%	4.78%
奥飞数据	2.66%	2.56%	3.38%	3.67%	1.94%
科华数据	5.73%	5.34%	5.49%	6.16%	5.76%
润泽科技	4.07%	9.90%	4.68%	3.57%	2.33%
光环新网	3.34%	2.91%	3.39%	3.78%	3.25%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

在研发费用率方面，公司持续加大研发投入，依托行业领先的技术研发能力和国际水准的运营服务体系，继续与头部云计算运营商携手向前，共创共赢的数据中心生态圈

2023 年，公司参与编制的《零碳数据中心评价标准》正式发布，并获得了多项荣誉，包括“国家新型数据中心典型案例名单”“国家科技成果奖”2 个国家级奖项和 4 个行业奖项，获得国家知识产权局评选的“2023 年度国家知识产权优势企业”。张北数据港凭借着在创新能力、引领作用、研发水平、发展潜力等方面的综合优势，被河北省科技厅评选为河北省科技领军企业。

在管理费用方面，公司略高于行业整体水平，但近 5 年来，管理费用呈现逐年下降的态势。

图 19：2019~2023 年公司管理费用率及行业可比公司情况

	2019	2020	2021	2022	2023
数据港	8.22%	7.58%	5.38%	4.62%	4.46%
奥飞数据	2.29%	2.64%	2.75%	3.62%	3.17%
科华数据	4.38%	4.04%	4.12%	3.99%	3.21%
润泽科技	10.25%	15.44%	9.11%	4.46%	3.86%
光环新网	2.43%	2.43%	2.72%	3.29%	3.36%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

图 20：2019~2023 年公司资产负债率及行业可比公司情况

	2019	2020	2021	2022	2023
数据港	70.5%	62.3%	63.8%	59.4%	55.4%
科华数据	56.1%	58.1%	61.1%	60.8%	62.0%
润泽科技	52.9%	64.1%	63.6%	81.5%	63.3%
光环新网	31.8%	31.7%	29.9%	34.5%	30.8%
奥飞数据	57.8%	55.8%	71.3%	74.9%	64.1%
万国数据	63.9%	53.4%	63.8%	67.7%	73.0%
Equinix	63.1%	60.6%	61.0%	62.0%	61.7%
世纪互联	63.3%	64.4%	67.1%	74.1%	78.6%

资料来源：Wind、公司公告、天风证券研究所

在资产负债率方面，公司以资产负债率（即总负债除以总资产）为基础对资本结构进行监控，表现优于行业整体水平的同时，逐年改善。

4.3. 估值比较

我们选取数据中心行业可比厂商如润泽科技、奥飞数据、光环新网作为行业可比公司，就数据港进行估值对比分析。由于数据中心行业前期投入较大、折旧较高，故采用 EV/EBITDA 的方式进行估值，可比公司 25 年平均 EV/EBITDA 为 14.25，给予公司 25 年 14~15 倍 EV/EBITDA，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：数据中心行业可选公司估值比较（截至 2024 年 12 月 18 日收盘价）

公司	PE				EV/EBITDA			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E

数据港	84.07	81.97	65.88	56.09	9.49	11.10	9.95	8.70
奥飞数据	94.41	76.83	50.47	35.78	33.31	19.95	15.41	12.62
科华数据	22.17	20.87	14.94	12.01	7.89	11.39	9.28	9.31
润泽科技	47.01	37.38	25.71	20.36	40.84	31.92	22.91	18.74
光环新网	57.50	40.33	30.49	25.75	19.25	15.76	13.69	12.09
平均值	61.03	51.48	37.50	30.00	22.16	18.03	14.25	12.29

资料来源：Wind、天风证券研究所

备注：奥飞数据、科华数据、润泽科技、光环新网为 wind 一致预期计算，数据港为本报告预测值

5. 风险提示

- 客户集中度较高的风险：**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。公司批发型数据中心终端客户均为国内大型互联网头部企业，面向客户群体较小。目前，公司直接及间接来自于某大型互联网公司的收入占比较高，未来如果在合同有效期内因多次严重运营事故导致最终用户在合同期满后转移或减少订单、最终用户经营状况发生重大变化导致与相应的基础电信运营商终止合同而该基础电信运营商又无法签约其他用户以继续履行与公司的服务合同、或者基础电信运营商及最终用户经营状况发生重大不利变化，将直接影响到公司的生产经营，从而给公司盈利能力造成不利影响。
- 市场竞争加剧风险：**数据中心作为数据信息的存储、计算、交换所不可或缺的基础设施，其业务需求量随着国内 5G、云计算、人工智能等的快速发展而迎来大爆发阶段；与此同时，国家对“新基建”的支持力度也在不断加大，相关政策与激励措施趋于完善。伴随着国内新一轮的政策红利和市场需求，众多传统企业纷纷选择向数据中心行业转型。对于快速增加的网络中立数据中心服务商而言，竞争主要集中在服务和专业技术、安全性、可靠性和功能性、声誉和品牌知名度、资金实力、所提供服务的广度和深度以及价格上。公司作为国内主要的网络中立数据中心服务商之一，未来可能将面临更为激烈的市场竞争。
- 产业政策变化风险：**日前，“东数西算”工程正式全面启动，产业配套政策逐步落地，与此同时，在“双碳”目标的有序推进下，各地区对数据中心节能减排的具体标准与操作要求也日趋严格，数据中心作为高耗能行业之一，在提高能源使用效率，践行绿色低碳发展方面存在更大的挑战。若公司在建、拟建或在运营的数据中心项目不符合当地政策要求，将面临无法按时完成项目验收交付、项目整改或关停并转等措施，给公司带来相应的经营风险或经济损失
- 灾害等不可抗力风险：**如果公司数据中心的地区发生地震、暴雨、战争或其他难以预料及防范的自然灾害或人为灾害，可能会导致网络设施损坏、数据传输故障、电力供应中断等问题，导致数据中心运维服务受到不同程度的影响，从而直接或间接导致公司的经济损失。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	455.91	711.00	745.06	783.14	822.84
应收票据及应收账款	87.35	120.88	95.08	131.91	106.59
预付账款	20.00	2.13	21.04	3.16	22.08
存货	14.65	3.77	15.54	4.62	16.41
其他	215.00	236.70	918.75	862.66	960.79
流动资产合计	792.91	1,074.48	1,795.48	1,785.49	1,928.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,889.55	4,471.82	4,111.59	3,619.28	3,042.00
在建工程	449.59	265.32	513.79	368.27	280.96
无形资产	32.56	30.80	29.00	27.20	25.39
其他	829.51	780.72	716.09	657.42	604.12
非流动资产合计	6,201.21	5,548.66	5,370.48	4,672.17	3,952.47
资产总计	7,446.73	7,020.09	7,165.95	6,457.66	5,881.19
短期借款	1,200.15	1,313.77	1,551.02	1,192.52	456.46
应付票据及应付账款	528.74	343.22	590.33	384.34	632.26
其他	723.23	484.59	391.12	351.01	282.03
流动负债合计	2,452.13	2,141.58	2,532.47	1,927.87	1,370.75
长期借款	1,469.58	1,141.61	859.81	700.00	600.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	503.35	597.10	537.39	483.65	435.29
非流动负债合计	1,972.93	1,738.72	1,397.20	1,183.65	1,035.29
负债合计	4,425.55	3,886.09	3,929.67	3,111.53	2,406.03
少数股东权益	4.62	4.02	4.02	4.02	4.02
股本	328.93	460.50	598.65	598.65	598.65
资本公积	1,916.53	1,784.96	1,660.80	1,660.80	1,660.80
留存收益	771.10	884.52	972.81	1,082.66	1,211.68
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3,021.18	3,134.00	3,236.29	3,346.14	3,475.16
负债和股东权益总计	7,446.73	7,020.09	7,165.95	6,457.66	5,881.19

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	107.07	122.96	126.13	156.93	184.31
折旧摊销	651.76	691.47	704.56	739.63	766.39
财务费用	161.46	137.62	135.00	120.00	110.00
投资损失	(4.85)	(4.10)	(3.50)	(4.00)	(4.00)
营运资金变动	558.31	298.70	141.18	(130.38)	130.53
其它	(289.98)	(53.07)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	1,183.78	1,193.59	1,103.37	882.18	1,187.24
资本支出	599.76	(20.59)	650.71	153.74	148.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,409.89)	(394.83)	(1,438.21)	(249.74)	(244.37)
投资活动现金流	(810.13)	(415.42)	(787.50)	(96.00)	(96.00)
债权融资	(419.32)	(597.26)	(257.97)	(701.03)	(996.24)
股权融资	(14.47)	(37.30)	(23.84)	(47.08)	(55.29)
其他	(81.65)	111.48	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(515.45)	(523.08)	(281.81)	(748.11)	(1,051.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(141.80)	255.09	34.06	38.07	39.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,455.40	1,542.13	1,619.70	1,702.47	1,788.78
营业成本	1,035.66	1,095.26	1,158.90	1,209.95	1,261.99
营业税金及附加	1.57	1.46	1.78	1.70	1.79
销售费用	2.56	2.60	2.82	2.72	2.68
管理费用	67.31	68.75	72.08	74.91	77.81
研发费用	67.86	73.71	80.99	85.12	89.44
财务费用	156.38	131.96	135.00	120.00	110.00
资产/信用减值损失	(2.99)	(36.41)	(1.20)	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.85	4.10	3.50	4.00	4.00
其他	(24.08)	35.71	0.00	0.00	0.00
营业利润	146.28	165.01	170.44	212.07	249.07
营业外收入	0.78	2.03	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.91	0.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	145.15	166.31	170.44	212.07	249.07
所得税	38.07	43.34	44.32	55.14	64.76
净利润	107.07	122.96	126.13	156.93	184.31
少数股东损益	(7.83)	(0.01)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	114.91	122.97	126.13	156.93	184.31
每股收益（元）	0.19	0.21	0.21	0.26	0.31

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	20.70%	5.96%	5.03%	5.11%	5.07%
营业利润	10.42%	12.81%	3.30%	24.42%	17.45%
归属于母公司净利润	3.52%	7.02%	2.56%	24.42%	17.45%
获利能力					
毛利率	28.84%	28.98%	28.45%	28.93%	29.45%
净利率	7.90%	7.97%	7.79%	9.22%	10.30%
ROE	3.81%	3.93%	3.90%	4.70%	5.31%
ROIC	5.03%	4.35%	5.09%	5.79%	7.00%
偿债能力					
资产负债率	59.43%	55.36%	54.84%	48.18%	40.91%
净负债率	94.56%	68.17%	61.16%	40.65%	12.50%
流动比率	0.51	0.69	0.71	0.93	1.41
速动比率	0.50	0.68	0.70	0.92	1.40
营运能力					
应收账款周转率	17.45	14.81	15.00	15.00	15.00
存货周转率	107.98	167.44	167.71	168.85	170.09
总资产周转率	0.19	0.21	0.23	0.25	0.29
每股指标（元）					
每股收益	0.19	0.21	0.21	0.26	0.31
每股经营现金流	1.98	1.99	1.84	1.47	1.98
每股净资产	5.04	5.23	5.40	5.58	5.80
估值比率					
市盈率	88.88	83.05	80.97	65.08	55.41
市净率	3.39	3.26	3.16	3.06	2.94
EV/EBITDA	9.72	9.49	11.10	9.95	8.70
EV/EBIT	27.43	25.26	36.62	32.13	27.28

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com