

万国数据 (9698 HK)

4 季度业绩增长稍低于预期，2025 年指引双位数增长

- ④ **2024 年 4 季度业绩稍低于预期。**2024 年 4 季度，按剔除 DayOne（前 GDSI，2024 年末 B 轮融资后现按权益法入账）口径计算，公司实现收入约 26.9 亿元（人民币，下同），同比增加 9.7%，经调整 EBITDA 为 13.97 亿元，同比增加 11.8%，增速较 3 季度有所放缓。我们看见较好的成本控制拉升利润率，经调整 EBITDA 率为 48.2%，同/环比上升 2.0/2.2 个百分点。全年收入为 103.2 亿元，同比上升 5.5%，而经调整 EBITDA 为 48.8 亿元，同比上升 3.0%，大致符合预期。
- ④ **2025 年指引约 10% 增长。**按 DayOne 合并口径计算，2024 全年收入及经调整 EBITDA 为 115.5 亿元及 51.9 亿元，分别同比增长 16.0% 及 12.3%。公司指引 2025 全年收入在 112.9 亿至 115.9 亿元之间，同比增速在 9.4-12.3%，经调整 EBITDA 在 51.9 亿至 53.9 亿元之间，同比增速在 6.4-10.5%。另外，2025 年资本开支指引约为 43 亿元，同比上升 42.9%。
- ④ **内地入驻保持增长。**2024 年 4 季度内地业务的新增使用面积有所回落，约为 14,440 平方米，主要受益于大型互联网公司的入驻速度。公司在 2024 年在内地新投入使用面积达到 47,792 平方米（2023 年：35,788 平方米）。截至 2024 年底，已投入使用面积达 613,583 平方米。2024 年 4 季度，公司在内地签订多个大型订单，包括在廊坊 LF20/21 以及长沙 CS3 2 期/CS4 各自约 76MW 之订单。截至 2024 年底，公司已锁定约 176,904 平方米订单，当中超过三分之二可以在未来两年交付，并预计 2025 年可交付面积约为 86,662 平方米。我们预计人工智能发展所带来的新需求将继续支持进驻稳步增长。另外，国际业务订单增长持续，2024 年 4 季度新增 36MW 订单及交付 18MW 新容量。截至 2024 年底，已锁定订单及投入使用容量达 467MW 及 121MW（2024 年 3 季度分别为：431MW / 121 MW）。
- ④ **维持买入。**我们认为 2024 年 4 季度业绩增长略低于预期，但相信在人工智能需求带动下，2025 及 2026 年仍可保持双位数 EBITDA 增长，维持买入评级，目标价 28.89 港元。我们稍后将检视并更新财务预测及估值。

谢骥聪, CFA, FRM
philip.tse@bocomgroup.com
(852) 3766 1815

图表 1: 万国数据 2024 年 4 季度业绩概览

(人民币千元)	4Q23	3Q24	4Q24	同比 (%)	环比 (%)
财务概况					
服务收入	2,465,283	2,619,578	2,690,662	9.1%	2.7%
销售成本	(2,032,352)	(2,061,995)	(2,112,545)	3.9%	2.5%
非现金项目	816,391	765,445	816,391	0.0%	6.7%
经调整毛利润	1,249,322	1,323,028	1,396,693	11.8%	5.6%
经调整毛利率	50.7%	50.5%	51.9%	1.2 ppt	1.4 ppt
SG&A	(293,124)	(252,336)	(296,481)	1.1%	17.5%
非现金项目	158,646	128,616	159,603	0.6%	24.1%
外汇变动收益（损失）及其它，净值	24,356	5,587	37,844	55.4%	577.4%
经调整 EBITDA	1,139,200	1,204,895	1,297,659	13.9%	7.7%
经调整 EBITDA 率	46.2%	46.0%	48.2%	2.0 ppts	2.2 ppts
(人民币千元)					
		2023	2024	同比 (%)	
财务概况					
服务收入		9,782,448	10,322,068	5.5%	
销售成本		(7,831,222)	(8,099,439)	3.4%	
非现金项目		3,136,404	3,091,545	(1.4%)	
经调整毛利润		5,087,630	5,314,174	4.5%	
经调整毛利率		52.0%	51.5%	(0.5 ppt)	
SG&A		(1,145,031)	(1,070,636)	(6.5%)	
非现金项目		682,249	564,899	(17.2%)	
外汇变动收益（损失）及其它，净值		108,156	67,999	(37.1%)	
经调整 EBITDA		4,733,004	4,876,436	3.0%	
经调整 EBITDA 率		48.4%	47.2%	(1.2 ppt)	
(人民币千元)					
	4Q23	3Q24	4Q24	同比 (%)	环比 (%)
运营更新（平方米）					
已获客户签约及预签约总面积	593,068	608,645	614,094	3.5%	0.9%
运营面积	528,105	549,352	580,165	9.9%	5.6%
运营面积签约率	92.3%	92.1%	92.3%	-	+20bps
在建面积	146,741	141,576	117,861	-19.7%	-16.8%
在建面积预签约率	71.9%	72.6%	66.9%	(5 ppts)	(5.7 ppts)
已利用运营面积	380,978	403,609	419,976	10.2%	4.1%
运营面积利用率	72.1%	73.5%	72.4%	0.3 ppt	(1.1 ppt)
2025 年指引（人民币百万元）					
	2024 年	2025 年指引	同比 (%)		
总收入	10,322.10	11,290 - 11,590	+9.4% - +12.3%		
经调整 EBITDA	4,876.40	5,190 - 5,390	+6.4% - +10.5%		
资本支出	3,009.20	4,300	42.9%		

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



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/公允价值* (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	29.10	28.89	-0.7%	2025 年 01 月 21 日	数据中心
1686 HK	新意网集团	中性	7.71	8.58	11.3%	2025 年 02 月 26 日	数据中心
VNET US	世纪互联	未评级	9.85	1.95	-80.2%	2024 年 05 月 07 日	数据中心

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 3 月 20 日 *世纪互联为公允价值估算

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有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、湖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、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司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，而并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，在参与有关报告内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。