

万国数据-SW (09698.HK)

国内新签大单，受益于 AI 大趋势

2024 年使用面积进一步增长，收入稳健增长。4Q24 净新增使用面积增加 14440 平米，其中 14275 平米为内生增长，165 平米为 B-O-T 项目。全年新增使用面积 47792 平米，期末已使用面积为 45 万平米，同比增长 11.8%，上架率达到 73.8%。每平方米年度产生收入同比有所降低。公司 2024 年收入录得 103 亿人民币，同比增长 5.5%，实现稳健增长。4Q24 收入同比增长 9.1%至 26.9 亿人民币。2024 年公司实现了 48.76 亿的经调整 EBITDA，同比增长 3%，经调整 EBITDA 利润率同比降低 1.2pct 至 47.2%。需要特别说明的是，公司原控股子公司 DayOne 完成 B 轮融资后不再并表，倘若考虑 DayOne 在内的合并报表，2024 年的经调整 EBITDA 达到 51.9 亿，超出指引的 49.5-51.5 亿。

国内新签大单，受益于 AI 大趋势。1) 签约层面看，公司总签约面积 63 万平米，4Q24 新增签约面积 3214 平米，2024 年全年新增签约面积 1.1 万平米。但公司在 25Q1 成功中标某超大规模客户的重要项目，总容量达到 4 万平方米，创下公司国内单体订单规模的历史新高，该项目自订单获取到完全投运约 1 年。因此，该项目将对公司今年的收入产生较大积极影响。2) 使用层面看，截至 2024 年末，公司使用面积为 45 万平米，上架率达到 73.8%。3) 未来空间方面，公司截至年末的在建、运营、未来发展保留面积合计 110.5 万平米，截至 2024 年末拥有 17.7 万平米的积压订单。当前，DeepSeek 使得中国市场的推理需求快速增长，我们看好公司未来的创收潜力。

公司指引今年总收入有望增长 9.4%-12.3%至 112.9-115.9 亿人民币，调整后 EBITDA 同比增长 6.4%-10.5%至 51.9-53.9 亿人民币，EBITDA 的增速略低于收入增速，主要是因为，基于当前电价情况，公司预计未来一年的 MSR 将维持温和下行趋势。

投资建议：我们测算公司 2025-2027 年收入分别为 115/128/137 亿元人民币，调整后 EBITDA 分别为 52.9/57.7/61.8 亿元人民币。我们给予公司 450 亿人民币的目标估值，对应 2025 年 EV/经调整 EBITDA 约为 15x。由于公司当前股价对应的 25-27 年 EV/经调整 EBITDA 已经达到 14.3/13.0/11.8x，下调至“增持”评级。

风险提示：数据中心签约、上架不及预期的风险；负债率过高风险；行业格局变化的风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9782	10322	11517	12765	13707
(+/-) (%)	5%	6%	12%	11%	7%
经调整 EBITDA（百万元）	4733	4876	5291	5767	6179
经调整 EBITDA 利润率 (%)	48%	47%	46%	45%	45%
EPS（元）	-2.96	2.29	-0.31	0.10	0.47
P/E	-2.85	9.27	-86.49	277.66	58.05
EV/EBITDA	32.8	14.8	14.3	13.0	11.8

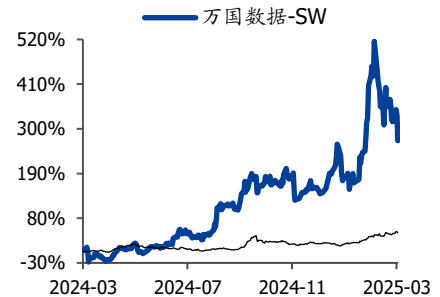
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 3 月 20 日收盘价

增持（下调）

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
03 月 20 日收盘价（港元）	29.10
总市值（百万港元）	45,255.76
总股本（百万股）	1,524
其中自由流通股 (%)	94.52
30 日日均成交量（百万股）	13.39

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号：S0680524070003

邮箱：liuling3@gszq.com

相关研究

- 1、《万国数据-SW (09698.HK)：业绩稳步增长，海外扩张持续推进》 2023-03-21
- 2、《万国数据-SW (09698.HK)：业绩稳步增长，东南亚进展顺利》 2022-11-24
- 3、《万国数据-SW (09698.HK)：业绩保持稳健，海外扩张将成增长新引擎》 2022-08-25

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,984	11,613	12,645	14,274	16,337
现金	7,711	7,868	8,466	9,642	11,364
应收账款及票据	2,546	3,022	3,372	3,737	4,013
存货	0	0	0	0	0
其他	727	723	807	895	961
非流动资产	63,463	62,036	60,919	59,810	58,711
固定资产	47,499	40,204	41,158	42,037	42,846
无形资产	13,201	11,561	9,491	7,504	5,596
其他	2,762	10,271	10,270	10,269	10,269
资产总计	74,447	73,649	73,564	74,083	75,048
流动负债	8,305	9,078	9,480	9,866	10,139
短期借款	3,382	4,978	4,978	4,978	4,978
应付账款及票据	3,425	2,593	2,821	3,025	3,160
其他	1,499	1,506	1,681	1,863	2,000
非流动负债	46,017	40,902	40,902	40,902	40,902
长期债务	43,035	38,084	38,084	38,084	38,084
其他	2,982	2,818	2,818	2,818	2,818
负债合计	54,323	49,980	50,382	50,768	51,040
普通股股本	1	1	1	1	1
储备	19,867	23,552	23,061	23,196	23,894
归属母公司股东权益	19,958	23,539	23,048	23,183	23,880
少数股东权益	166	130	134	133	127
股东权益合计	20,124	23,669	23,181	23,315	24,007
负债和股东权益	74,447	73,649	73,564	74,083	75,048

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,065	1,938	5,245	5,815	6,355
净利润	-4,290	3,425	-477	149	711
少数股东权益	5	6	4	-1	-6
折旧摊销	3,672	3,354	3,776	3,768	3,758
营运资金变动及其他	2,678	-4,847	1,943	1,899	1,891
投资活动现金流	-6,326	-8,761	-2,583	-2,575	-2,569
资本支出	-6,022	-2,965	-2,660	-2,660	-2,660
其他投资	-304	-5,795	76	85	91
筹资活动现金流	3,142	17,057	-2,051	-2,051	-2,051
借款增加	3,461	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-54	0	0	0	0
其他	-265	17,057	-2,051	-2,051	-2,051
现金净增加额	-964	10,222	598	1,176	1,722

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,782	10,322	11,517	12,765	13,707
其他收入	0	0	0	0	0
营业成本	7,831	8,099	8,811	9,446	9,869
销售费用	141	116	184	204	219
管理费用	966	918	1,037	1,149	1,234
研发费用	38	36	46	51	55
财务费用	1,843	1,835	1,893	1,881	1,858
除税前溢利	-3,942	-615	-378	118	563
所得税	-16	156	96	-30	-143
净利润	-3,926	-771	-474	148	705
少数股东损益	5	6	4	-1	-6
归属母公司净利润	-4,290	3,425	-477	149	711
经调整 EBITDA	4,733	4,876	5,291	5,767	6,179
EPS (元)	-2.96	2.29	-0.31	0.10	0.47

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	4.90%	5.52%	11.58%	10.84%	7.37%
归属母公司净利润	-237.92%	179.84%	-113.94%	131.15%	378.27%
获利能力					
毛利率	19.95%	21.53%	23.50%	26.00%	28.00%
销售净利率	-43.85%	33.19%	-4.14%	1.16%	5.19%
ROE	-21.50%	14.55%	-2.07%	0.64%	2.98%
ROIC	-3.14%	2.29%	2.87%	3.78%	4.52%
偿债能力					
资产负债率	72.97%	67.86%	68.49%	68.53%	68.01%
净负债比率	192.34%	148.70%	149.24%	143.34%	132.04%
流动比率	1.32	1.28	1.33	1.45	1.61
速动比率	1.28	1.28	1.33	1.45	1.61
营运能力					
总资产周转率	0.13	0.14	0.16	0.17	0.18
应收账款周转率	3.95	3.71	3.60	3.59	3.54
应付账款周转率	2.40	2.69	3.25	3.23	3.19
每股指标 (元)					
每股收益	-2.96	2.29	-0.31	0.10	0.47
每股经营现金流	1.35	1.27	3.44	3.81	4.17
每股净资产	13.09	15.44	15.12	15.21	15.67
估值比率					
P/E	-2.85	9.27	-86.49	277.66	58.05
P/B	0.64	1.37	1.79	1.78	1.73
EV/EBITDA	32.78	14.77	14.34	12.95	11.81

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 3 月 20 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com