



数据中心系列二

智能算力枢纽 转型进行时

把握数智化大投资 周期的历史机遇

分析师 谢骐聪

重点公司

万国数据

9698 HK

新意网

1686 HK

世纪互联

VNET US

- 我们认为，全球数据中心正处于前所未有的扩张阶段，主要得益于数字服务容量需求的快速增长，而人工智能的超级投资周期更加速了这一增长。五年内全球行业规模有望翻番，数据中心总支出有望接近3万亿美元。
- 政策层面，“十五五”规划纲要首次将“数智化”单独成篇，将我国算力基础设施提升至新的战略高度。
- 收入预期强劲，签约率高。过去几年，各类数据中心的租金和价值均快速增长，同时云服务需求强劲，有力支撑了数据中心的基本面。我们认为2026年租金增长和收入增长势头有望持续。
- 2026-2030年是向“高质量”跃迁的关键五年。算力基础设施战略升维；区域市场梯队分化加剧，协同与竞争并存；结构性技术升级上游产业机会凸显；液冷技术全面普及，有望与智算中心深度融合。

行业评级
领先

2026年4月29日

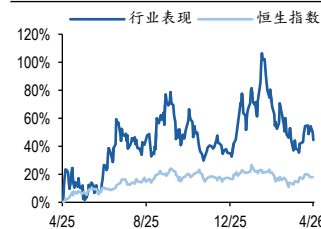
数据中心行业

数据中心系列研究（2）

“智能算力枢纽”转型进行时，把握数智化大投资周期的历史机遇

我们认为，全球数据中心正处于前所未有的扩张阶段，这主要得益于对数字服务容量需求的快速增长，而人工智能的超级投资周期更加速了这一增长。政策层面，“十五五”规划纲要首次将“数智化”单独成篇，将算力基础设施提升至新的战略高度。过去几年，各类数据中心的租金和价值均快速增长，同时云服务需求强劲，有力支撑了数据中心的基本面。我们维持行业领先评级。万国数据（9698 HK）、新意网（1686 HK）分别为我们中国内地及中国香港的首选标的，同时我们首予世纪互联（VNET US）买入评级。

行业与大盘一年趋势图



资料来源：FactSet

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

- ⊕ **五年内全球行业规模有望翻番。**据仲量联行预计，2026年至2030年间，全球数据中心行业规模或将增长97GW，到2030年，全球数据中心容量或达200GW，主要受益于超大规模云的扩张和人工智能需求驱动。仲量联行预计，未来五年100GW的新增容量，有望创造1.2万亿美元资产价值，叠加租户配备GPU和网络基础设施或将带动的1万亿至2万亿美元潜在支出，意味着未来五年数据中心的总支出或将接近3万亿美元。我们相信，新建数据中心仍正处于基础设施投资超级周期之中。
- ⊕ **收入预期强劲，签约率高。**2025年亚太地区的开发活动虽不如美洲地区强劲，但其规模仍具显著增长潜力，2026年亚太三大市场：东京、北京和上海的运营产能预计将分别增长20%、8%和12%。亚太地区除在建项目有高签约率（部分主要市场90%左右），规划中项目预租率也较高。另据戴德梁行数据，2024年底97个全球市场中，仅8个运营中数据中心拥有足够容量，可满足单个设施内20MW或以上容量的需求，大体量项目容量仍紧缺。在需求强劲、租户流失率较低及电力和土地限制等准入壁垒（尤其是在顶级低延迟地区）的三重推动下，我们认为2026年租金增长和收入增长势头有望持续。**定价权和高出租率正推动数据中心运营商净营业收入（NOI）和EBITDA的快速增长。**
- ⊕ **万国数据、新意网分别为我们中国内地/中国香港的首选标的，首予世纪互联买入评级。**1) **万国数据（9698 HK）**：中国数据中心行业高速发展的代表性标的。维持买入，上调目标价至56.65港元（原47.64港元）；2) **新意网（1686 HK）**：预计公司将在未来1-2年受益于新项目落地，容量大幅提升，同时也是中国香港市场唯一的代表性标的，具有稀缺性，维持买入，目标价维持8.58港元。3) **世纪互联（VNET US）**：我们相信双核战略以及基地型业务会带来收入增长动力。首予买入，目标价15.76美元。
- ⊕ **风险提示**：政策不确定加大成本及规划调整限制新供应；技术迭代加速；市场竞争加剧；供应链与成本意外上涨；及宏观经济波动。

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	---每股盈利---		---市盈率---		---市账率---		股息率
					FY25	FY26E	FY25	FY26E	FY25	FY26E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
世纪互联	VNET US	买入	15.76	8.50	-0.156	0.041	NA	1,490.2	NA	NA	NA
万国数据	9698 HK	买入	56.65	41.86	0.589	0.566	62.0	64.5	NA	NA	NA
新意网集团	1686 HK	买入	8.58	6.08	0.241	0.267	25.2	22.8	4.28	4.20	2.1
平均							43.6	525.8	4.28	4.20	2.1

资料来源：FactSet，交银国际预测 数据截至2026年4月29日

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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

目录

投资要点：把握数字经济大投资周期的历史机遇	4
维持“领先”行业评级；重点推荐万国数据（9698 HK）、新意网（1686 HK），首予世纪互联（VNET US）买入.....	6
2026-2030 年：向“高质量”跃迁的关键五年	13
算力基础设施的战略升维.....	13
区域市场发展差异：梯队分化加剧，协同与竞争并存.....	22
AI 算力驱动需求爆发，结构性技术升级上游产业机会凸显.....	26
技术演进：液冷普及将与智算中心深度融合.....	27
潜在风险因素	32
公司分析	36
世纪互联 (VNET US): 中国内地第二大数据中心中立服务提供商，AI 智算迎重估；首予买入....	37
万国数据 (9698 HK): AI 浪潮带来重估机会；重申买入，上调目标价.....	55
新意网集团 (1686 HK): MEGA IDC 把握行业增长机遇；重申买入.....	58

投资要点：把握数智化大投资周期的历史机遇

概要：我们在《[数据中心系列研究（1）：人工智能推动数字房地产强劲需求](#)》中，认为 1) 核心一线城市以及周边的城市需求较强；2) 云计算以及人工智能爆发是主要的需求增长点；以及 3) 行业估值会受到降息、融资环境改善以及需求上升而得到重估，上述观点在过去两年间得以印证，AI 拉动算力需求的爆发，直接推动了算力密度、冷却技术、网络架构与运维模式的全面升级。

此外，新的趋势也正在显现，当前受人工智能超级投资周期的带动，数据中心行业扩张进一步提速，政策层面，“十五五”规划纲要首次将“数智化”单独成篇，将算力基础设施提升至新的战略高度。本报告中，我们将重点剖析市场需求、供应及技术几个方面。当前，全球数据中心正处于前所未有的扩张阶段，这主要得益于对数字服务容量需求的快速增长，而正在早期阶段的人工智能投资周期更是加速了这一增长。过去几年，各类数据中心的租金和价值都出现了快速增长，同时强劲的云服务需求支撑着数据中心基本面。



数据中心行业：人工智能推动数字房地产强劲需求

五年内全球行业规模有望翻番，数据中心总支出有望接近 3 万亿美元。据仲量联行预计，2026 年至 2030 年间，数据中心行业规模有望增长 97GW，到 2030 年，全球数据中心容量或可达 200GW。这一快速增长将主要由超大规模云的扩张和人工智能需求驱动。仲量联行预计，未来五年 100GW 的新增容量，将创造 1.2 万亿美元的房地产资产价值，并需要约 8,700 亿美元的新增债务融资。这不包括租户为配备 GPU 和网络基础设施而花费的 1 万亿至 2 万亿美元。因此，这意味着未来五年数据中心的总支出可能接近 3 万亿美元。我们相信，新建数据中心仍正处于基础设施投资超级周期之中。

我们相信，这一历史性的扩张浪潮，正转化为数据中心运营商实实在在的订单与收入。强劲的需求赋予运营商强大的定价权，使得高签约率和租金增长成为普遍现象，直接推动了其 NOI 和 EBITDA 的快速增长。

收入预期强劲，签约率高。2025 年亚太地区的开发活动虽然不如美洲地区强劲，但相对于其规模而言仍具有显著增长潜力。亚太地区三大市场—东京、北京和上海—的运营产能预计将分别增长 20%、8%和 12%。亚太地区除在建项目有高签约率（部分主要市场 90%左右），规划中项目预租率也较高，当中包括柔佛（49%）和新加坡（46%）。另外，根据戴德梁行数据，2024 年底，97 个全球市场中，仅 8 个运营中的数据中心拥有足够的容量，可以满足单个设施内 20MW 或以上容量的需求，大体量项目容量依然不足。此外，全球 97 个主要市场中有 20 个市场的空置率极低，并低于 5%（当中 7 个市场的空置率低于 1%）。

2026 年租金和收入增长势头将持续。云存储和处理仍然是数据中心市场的需求核心，而综合不同机构的预测来看，到 2027 年云存储和处理预计仍占数据中心需求约 60 - 70%左右。虽然对传统云服务的需求预计将继续增长，但鉴于人工智能投资的迅猛发展，传统云服务在整体数据中心市场中的份额将会下降，

2026 年 4 月 29 日

数据中心行业

而人工智能训练以及推理应用将会为数据中心市场提供主要的增长动力。在强劲的需求、较低的租户流失率以及电力和土地限制等准入壁垒（尤其是在顶级低延迟地区）的推动下，2026 年租金增长和收入增长势头将持续。定价权和高出租率正在推动数据中心运营商净营业收入（NOI）和 EBITDA 的快速增长。

目前，尽管非主要大城市电力供应更充足，且价格更低廉，但鉴于这些地区尤其其人工智能训练需求（而人工智能训练尚无可靠的收入记录）。从长远来看，这些地区的风险也相对主要城市较大，同时中长期训练需求也有一定的不确定性。

我们预计，2026 年资本支出将保持强劲增长势头，大量资金将用于满足云计算、流媒体、人工智能数据中心设施、相关硬件和日益增长的需求。电力需求的激增，正促使公用事业公司在发电、储能和输电方面进行大量投资，以满足不断增长的负荷。

维持“领先”行业评级；重点推荐万国数据（9698 HK）、新意网（1686 HK），首予世纪互联（VNET US）买入

⊕ 重申数据中心板块“领先”评级

从产业周期来看，我们预计新人工智能模型的开发需求以及现有模型更新升级的需求将继续为整个行业的增长夯实基础。与此同时，不断上升的企业端和客户端推理逻辑需求有望接替成为整个行业的持续驱动力，预计将带动高规格数据中心的建设、投资和需求。主要互联网头部企业及云运营商先后开始规划自建数据中心，但我们认为这需要时间来交付。由于对更高功率密度的实时需求，我们预计，可作为即时供应补充、领先的数据中心运营商将继续利用资源禀赋和客户粘性巩固并扩大市场份额。因此，我们认为，高算力数据中心运营商仍将受益于产能快速增长和高锁定预租率，以确保未来几年的收入和 EBITDA 增长。

⊕ 重点推荐万国数据（9698 HK）、新意网（1686 HK），首予世纪互联（VNET US）买入评级。

万国数据、新意网分别为我们中国内地/中国香港的首选标的。1) 万国数据是中国数据中心行业高速发展的代表性标的。我们维持**买入**评级，上调目标价至 56.65 港元；2) 新意网：我们预计公司将在未来 1-2 年受益于新项目落地，容量大幅提升，同时也是中国香港市场唯一的代表性标的，具有稀缺性。维持**买入**，目标价维持 8.58 港元。

首予世纪互联买入评级。我们相信公司的双核战略以及基地型业务会带来收入增长动力。目标价 15.76 美元。

产业链方面：从相关上游装备行业层面看，我们认为液冷技术的规模化应用将继续拉动建设需求，有利于上游供应商的需求及绿色能源与合规服务商在政策驱动下增量市场。资本市场层面，我们相信，数据中心 REITs 的扩募机制落地与国际化布局，将进一步激活资产流动性，优质数据中心资产的估值溢价将持续凸显，同时全球利率仍有一定概率进一步下行，有望提升数据中心 REITs 的估值。

图表 1：全球主要数据中心所有者/运营商估值比较

股票代码	公司名称	币种	收盘价 (交易货币)	市值 (百万港元)	EV/EBITDA				EBITDA CAGR				股息率				PB			
					FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
美国																				
EQIX US	Equinix	USD	1,108.76	853,815	23.0	25.0	23.1	21.1	15.3%	2.4	1.9	2.0	2.2	7.7	7.6	7.5	7.3			
DLR US	Digital Realty Trust	USD	200.00	556,704	25.9	24.9	23.1	21.3	17.2%	3.2	2.5	2.5	2.6	3.1	3.1	3.1	3.1			
新加坡																				
DCREIT SP	Digital Core REIT	USD	0.53	5,383	13.8	21.1	17.9	21.3	9.1%	7.1	6.8	7.9	7.9	0.7	-	-	-			
KDCREIT SP	Keppel DC REIT	SGD	2.38	35,814	22.8	22.0	21.0	19.8	16.4%	4.6	4.6	4.7	5.0	1.4	1.4	1.4	1.4			
中国香港/中国内地																				
1686 HK	新意网	HKD	6.21	14,669	16.2	13.3	11.9	9.3	14.8%	1.6	2.1	2.7	3.4	2.5	4.0	3.6	3.2			
9698 HK	万国数据	HKD	43.96	72,579	24.7	16.6	15.1	13.0	15.1%	-	-	-	-	2.4	4.2	4.0	5.4			
VNET US	世纪互联	USD	9.22	20,572	9.5	8.4	6.8	6.0	16.7%	-	-	-	-	2.9	3.0	2.6	2.1			
603881 CH	数据港	CNY	5.21	3,243	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-	-	-	-	-	8.6	-	-	-			
300383 CH	光环新网	CNY	37.30	30,775	22.3	23.4	21.6	n.a.	5.8%	0.2	0.2	0.2	-	8.1	7.6	7.2	7.0			
平均					20.0	19.2	17.3	16.1	12.4%	2.4	2.3	2.6	3.5	3.4	4.1	3.9	4.2			

资料来源: Bloomberg, 交银国际, 截至 2026 年 4 月 27 日

⊕ 万国数据 (9698 HK)：维持买入，目标价上调至 56.65 港元

规模化以及海内外区域布局优势

中国内地领先的高性能数据中心运营商和服务商：万国数据是中国内地领先的高性能数据中心运营商和服务商，也是现在中国内地市场份额最大的独立第三方数据中心运营商，其数据中心以高电力密度、高可用性（Tier III 及以上标准）、广泛的网络连接和卓越的运营能力著称，是数字经济的核心基础设施供应商。截至 2025 年 4 季度，拥有 95 个超大规模数据中心，在营运面积达 65.4 万平方米，加上在建面积总面积达 72.7 万平方米。另外，计在 DayOne 下的已预订的容量达 837MW，已开始计费在营运容量超过 369MW。

核心业务：公司主要向大型云服务提供商（如阿里云、腾讯云、华为云等），深度绑定优质客户资源，为互联网公司、金融机构及大型企业提供“零售型”及“定制化”的数据中心服务，包括主机托管、托管云、网络及 IT 管理服务。这种合作关系基于多年的服务历史、遍布核心经济区的数据中心资源以及可靠的运营记录。进入 AI 时代，这些云厂商同样是 AI 算力需求的最大来源，使得万国数据能够最直接地受益于其客户的 AI 资本开支浪潮。

多方位核心竞争力

- 1) 项目资源与战略布局能力构建核心壁垒：**中国内地数据中心市场分化，但我们认为，万国数据卓越的项目资源与战略布局能力是其重要资产，其在一线及环一线核心城市获取土地、电力的能力（尤其是稀缺的稳定大电量）和能耗指标是核心壁垒。
- 2) 领先技术优势：**万国数据拥有领先技术优势，液冷技术渗透率达 30%，高算力密度数据中心占比超 40%。
- 3) 大规模布局增强客户粘性：**同时，其大规模布局为跨区域客户提供了一站式解决方案，丰富的网络接入点吸引了更多客户入驻，进一步增强了网络交换的价值和客户粘性。
- 4) AI 浪潮的新增量：**2023 年以来，传统云计算巨头资本开支进入消化周期，需求增速有所放缓。然而，AI 浪潮的到来，特别是大模型训练与推理的算力需求，为数据中心行业带来了结构性的新增量。市场需求从传统的通用计算向高功率密度（>10kW/柜甚至更高）的智算基础设施快速迁移。
- 5) “传统云+AI”双轮驱动战略卓有成效，现金流及海外业务提供额外支撑：**我们认为，公司“传统云+AI”双轮驱动战略确立，积极调整资源并将新建产能面向支持高功率 AI 负载的数据中心倾斜，可维持云业务基本盘的稳定，同时抓住 AI 爆发带来的增长点。

近年来，公司通过股权融资、引入战略投资者（如新加坡主权基金 GIC）等方式，有效补充了现金流，缓解了市场对其高杠杆的担忧，为抓住 AI 资本开支周期提供了“弹药”。

同时，背靠 DayOne 平台，公司在东南亚（马来西亚、印度尼西亚）的数据中心项目按计划推进，旨在跟随中国云厂商和互联网企业出海，并服务当地市场，构建第二增长曲线。

财务预测及估值

2026-2028 年 EBITDA CAGR 预计达 13%。我们预期到 2026 年，万国数据的业务结构将发生显著优化，AI 相关业务收入占比有望从目前的较低水平提升至 30% 以上，与核心云业务并驾齐驱，同时海外收入开始形成规模贡献。另外，随着高利润率的 AI 业务占比提升和运营杠杆效应，公司的调整后 EBITDA 利润率有望稳步扩张。收入增速将因 AI 需求的强劲拉动而重回双位数的高速增长通道。我们预期公司 2026 至 2028 年 EBITDA 增长至人民币 53.0 亿元/57.8 亿元/70.3 亿元，2026-2028 年 CAGR 预计达 13%。

维持买入评级，目标价上调至 56.65 港元。我们认为，当前股价尚未完全反映 AI 浪潮对万国数据带来的结构性价值重估机会。其中，AI 客户签约量及上电进度、融资成本下降及资产负债表改善、传统云需求复苏以及海外的贡献是业绩重点催化剂。公司凭借其卓越的客户资源、战略资源储备和技术能力，正处于从“数字地产”向“AI 算力基石”转型的关键拐点。短期内，市场可能仍会关注其负债和盈利波动，但中长期成长逻辑清晰，估值合理，我们上调目标价至

56.65 港元，约 FY26E 18 倍 EV/EBITDA，维持**买入**评级，建议积极关注其 AI 订单落地及利润率改善的进展，逢低布局。

主要风险

- 1) AI 需求落地速度以及头部云厂商订单交付不及预期；
- 2) 融资环境收紧影响扩张；
- 3) 行业竞争加剧导致定价承压；
- 4) 海外市场政策、地缘或监管不确定性。

⊕ **新意网（1686 HK）：维持买入，目标价 8.58 港元**

核心竞争力解析：高附加值跨境数据服务为中国香港区位主要优势

中国香港领先的数据中心服务商。新意网集团是中国香港领先的数据中心服务商，市占率最高，为新鸿基地产的科技旗舰，主要从事数据中心及资讯科技设施管理业务，并聚焦于中国香港地区业务。公司核心资产为 MEGA Campus 系列数据中心，涵盖 MEGA-i、MEGA Plus、MEGA IDC 等多个优质设施，布局于将军澳、沙田、荃湾等战略节点，已投入使用的电力容量超过 100MW，出租率超过 90%，加上 2027 年前预计竣工的 MEGA IDC 2 期，总规划电力容量达 280MW，约为中国香港市场已投入及规划中项目总电力容量的四分之一，拥有完善的运营网络，面向金融机构、跨国云服务商及企业客户提供高端批发型及定制化数据中心服务。

跨境数据枢纽的独特区位优势。随着跨境数据流通需求持续增长，中国香港、新加坡等跨境数据枢纽凭借独特的区位优势、完善的网络设施与监管环境，成为高附加值的投资赛道。该赛道的增长逻辑源于全球企业跨境业务扩张、数字贸易发展及数据要素全球化配置的需求。而跨境数据中心运营是核心环节。在此背景下，中国香港、新加坡的核心数据中心资产价值愈发凸显。

四大核心优势：行业地位、设施布局、网络资源及财务稳健性

- 1) **行业领先地位稳固：**作为中国香港最大的数据中心平台，公司拥有多元化设施组合，且多数数据中心为自有资产，能提供长期服务稳定性；
- 2) **设施布局与规格领先：**旗下 MEGA IDC 总规划电力容量达 180 MW，是中国香港最先进也是按总规划电力容量最大的超大规模数据中心，可满足 AI、云端服务等高功率密度需求；公司其余各数据中心地理位置优越，如沙田 MEGA Two 是中国内地与中国香港数据进出的核心通道，荃湾 MEGA Gateway 可快速连接全球网络，形成协同优势。
- 3) **网络连接资源稀缺：**MEGA-i 构建了完善的光纤互联及海底光缆连接生态，连接数百家全球电讯商、互联网服务商，能为客户提供高效、稳定的网络支撑，巩固中国香港作为亚洲网络连接枢纽的地位。

- 4) **公司财务结构稳健**：2026 上半财年底总负债仅 172 亿港元，融资成本仅 3.7%，是 2022 年加息以来的最低水平，净负债 EBITDA 比率降至 7.7 倍，财务结构相对稳健。同时，公司现金流强劲，资本支出管理灵活，可快速响应客户需求并支撑未来扩张，抗风险能力较强。

我们相信，中国香港数据中心市场面临土地稀缺的挑战，这强化了已获得关键资源（电力配额、土地）的现有运营商的行业壁垒。而 AI 热潮在金融、科研领域的渗透，正推动本地对高算力基础设施的咨询需求升温。新意网作为中国香港本土头部 IDC 运营商，拥有 MEGA IDC、MEGA Plus 等核心数据中心集群，通过自资建设的海底光缆 TKO Connect，实现低至 0.014 毫秒的数据传输时延。

关键增长动力：MEGA IDC 2 期进度

2026 年公司聚焦三大发展方向，以把握行业增长机遇。 1) 推进数据中心扩容，加快 MEGA IDC 第二期建设，该项目二期计划新增电力容量达 130MW，预计 2027 年度竣工，全面落成后，公司总容量及电力供应能力将显著提升至最多 280MW，可进一步承接超大规模及 AI 客户需求。2) 持续深耕 AI 及云端服务市场，依托现有高规格设施，重点拓展人工智能推理相关客户部署，抓住我国科技企业海外扩容带来的需求增长机遇，同时优化现有设施功率密度，满足客户多元化需求。3) 强化可持续发展与成本管控，持续推进绿色数据中心建设，扩大可再生能源使用比例，巩固 ESG 优势；同时严守成本控制纪律，灵活调整资本支出，优化现金流管理，应对利率波动等外部不确定因素。

财务预测及估值

财务预测更新：我们预测公司 2026 年预计实现收入 32.66 亿港元，同比增长 11.1%；调整后 EBITDA 为 23.7 亿港元，净利润 10.8 亿港元，分别同比增长 14.2% 以及 13.0%，主要是由于 MEGA IDC 利用率的进一步提升；成熟项目的租金上调；以及原有客户对容量需求的增加。

维持目标价 8.58 港元，维持买入。 我们认为公司作为中国香港数据中心行业龙头，受益于 AI 及数字经济发展红利，核心资产稀缺，财务稳健。短期来看，MEGA IDC 一期产能上架以及 AI 客户增长将支撑业绩稳步提升。中长期，MEGA IDC 二期在未来两年投入营运可带来容量增量并可有助进一步提升公司市场份额及盈利能力。我们维持目标价为 8.58 港元，约为 21 倍 FY26E EV/EBITDA，维持公司买入评级，相信公司在中国香港本地的龙头地位以及其市占率与中小型或外来企业相比具备估值优势。

主要风险

- 1) 新项目建设进度不及预期；
- 2) AI 需求增长放缓；
- 3) 行业竞争加剧；及
- 4) 宏观经济及地缘不确定性影响客户部署计划。

⊕ 世纪互联（VNET US）：首予买入，目标价 15.76 美元

中国内地第二大中立数据中心（IDC）服务提供商

中国内地第二大 IDC 运营商，深耕一线城市。世纪互联成立于 1996 年，并于 2011 年在美国纳斯达克上市，是中国内地最早的第三方数据中心服务商之一，同时也是目前中国内地第二大的运营商中立数据中心服务提供商。深耕数据中心及网络互联服务近三十年，其业务主要集中在一线及周边城市，包括北京、上海和大湾区，这些地区密集的互联网流量、IDC 资源的稀缺及对 IDC 设备的高要求带来良好的供需关系。截至 2025 财年末，该公司在全国 30 多个城市运营超过 50 座数据中心，基地型业务运营容量 889MW，城市型业务运营机柜数超 49,000 个。

数据中心产业集群规模化：其项目特点主要在于在其规模化的数据中心产业集群，形成了稳固、庞大、全连接的数字化核心底座，不仅满足企业在一线城市的业务布局，更可提供一线城市向边缘城市数据的平滑迁移。此外，作为微软的战略合作伙伴，世纪互联蓝云在中国内地运营国际水准的 Microsoft Azure，Microsoft 365，Dynamics 365 和 Power Platform 等云服务及相关云应用解决方案。

多元化的股东结构及经验丰富的核心团队

公司于 2023 年已通过发行约 6.5 亿股 A 类普通股（占扩大后股本约 42.1%），引入山高控股（412 HK/未评级）作为其战略投资者，并全面回购了 2026 年到期的可转换债券。我们相信公司拥有多元化的股东结构，山东高速等产业资本的入股为公司带来了稳定的战略资源和资金支持，增强了抗风险能力。

此外，管理层具备丰富的行业经验，核心团队在数据中心建设、运营和资本运作方面拥有出色的履历，战略执行能力强。

双核战略推动增长

相对于城市型市场，我们相信基地型市场的增长更受益于 AI 的强劲需求。基地型业务自 2020 年开始实现收入，在 2023 年开始持续获得超大规模客户的新订单。从订单客户类型来看，互联网厂商和云计算客户成为主力，这些订单大多用于支持 AI 训练、高性能计算等业务。从区域布局与订单规模看，订单主要集中在环京（京津冀）及乌兰察布等核心区域，而订单容量从数十 MW 到百 MW 级别，特别是 4Q25 年累计获得的 135MW 新增基地型订单，显示出公司强劲的订单承接能力。

同时公司自 2023 年起交付速度有所加速，在运营规模自 2023 年底的 332MW，大幅上升至 2025 年的 889MW，2 年 CAGR 为 63.6%，加上已签署谅解备忘录的基地型项目以及储备项目，总设计容量已达到 2,181MW。我们认为，快速增长以及大量具规模的订单需求支撑了公司 2025 年 82.4 亿元资本开支及 2026 年 100 亿-120 亿元的资本开支计划，主要用于保障这些订单的交付（2025 年交付 404MW，创历史新高；2026 年计划交付 450-500MW）。我们预计，基地型业务对于收入的贡献在 2025 年的 35%到 2027/2028 占 51%/56%，并实现 35.5%的三年收入复合年增长率。

财务预测及估值

基地型业务带来收入增长的动力。我们预计城市型 IDC 业务未来机柜的利用率和 MRR 都将适度上升，推动城市型 IDC 业务的营收在 2026/2027 财年达到 40.3 亿元/41.0 亿元。而基地型业务由于需求旺盛，上架速度提升，公司在手储备资源丰富，为未来 2-3 年收入增长提供有效保障。我们预计基地型 IDC 业务的营收在 2026/2027 财年达到 52.0 亿元/69.8 亿元，同比上升 50.4%/34.2%。非 IDC 业务则在未来数年收入大约维持 25-26 亿元。

我们预计公司总营业收入在 2026/2027/2028 年约为 117.7 亿元/136.4 亿元/153.5 亿元，同比增长约为 18.3%/15.9%/12.5%，3 年复合年增长率为 15.6%。另外，我们预计公司调整后的 EBITDA 将从 2025 年的 29.78 亿元分别增长至 2026/2027/2028 年的 36.8/45.4/55.0 亿元。

首予买入，目标价 15.76 美元。鉴于公司增长前景优于全球成熟型 IDC REITs，但考虑到中概股整体流动性折价，我们给予其 2026 年预期 EBITDA 13 倍的目标 EV/EBITDA 倍数。该倍数与其资产私募估值相若，目标价为 15.76 美元，首次覆盖，给予买入。以当前股价计算，世纪互联对应 2026 年市场一致预期的 EV/EBITDA 倍数约为 9 倍。世纪互联现时对应交易估值不仅显著低于 A 股同业，也低于美股同业万国数据，更大幅低于其自身成熟资产的交易估值。考虑到其 AI 相关业务增速更快、利润率改善空间更大，我们认为公司当前的估值有提升空间。

主要风险：

- 1) 城市型订单与需求不及预期风险；
- 2) 成本上涨超预期；
- 3) 财务与利率风险；以及
- 4) 市场竞争加剧风险以及项目运营风险。

2026-2030 年：向“高质量”跃迁的关键五年

概要：过去两年，AI 技术突破与商业化落地共同推动算力需求呈现爆发式增长，直接驱动了数据中心行业从算力密度、冷却技术、网络架构到运维模式的全面升级。算力需求的跃升已从量变引发质变：单机柜功率密度从传统“kW 级”向“MW 级集群”跨越，液冷从可选方案变为高密部署的必选项，供电架构从传统冗余向更高可靠性演进。与此同时，在“双碳”目标引领下，绿色低碳技术已从锦上添花升级为行业准入门槛，技术创新正从“单点突破”转向“系统集成”，行业整体呈现出“高密化、液冷化、绿色化、智能化”的融合发展态势。

同时，从政策层面，“十五五”规划纲要将算力基础设施提升至前所未有的战略高度。纲要首次将“数智化”单独成篇，明确提出“统筹布局、有序建设算力设施，推进算力资源规模化、集约化、绿色化、普惠化发展”，并将全国一体化算力网纳入 109 项重大工程项目。政府工作报告同步部署“实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程”。国家发改委明确将推进水网、电网、算力网、新型通信网等“六张网”建设，2026 年初步估算投资将超过 7 万亿元。在这一政策框架下，数据中心行业正迎来新一轮基础设施投资超级周期。

算力基础设施的战略升维

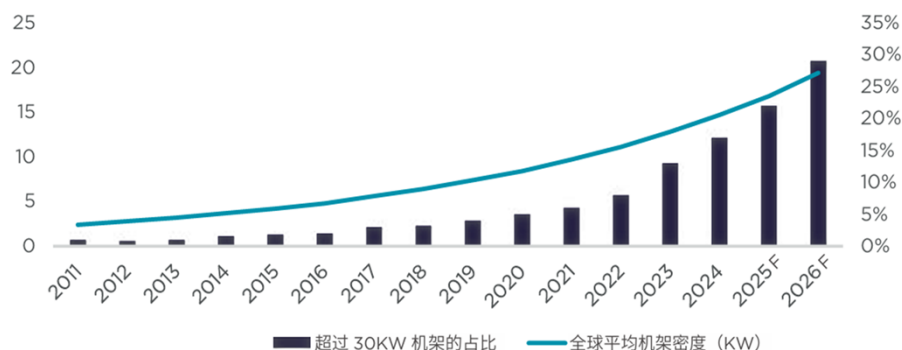
⊙ 算力密度能效转型：从 kW 级到 MW 级的跨越

AI 大模型训练对算力的需求攀升，推动数据中心单机柜功率密度实现跨越式提升。在生成式 AI 广泛应用前，数据中心服务商通常按照单机柜功率 2-10kW 的标准进行建设和部署。然而，随着 AI 技术的飞速发展和对算力需求的大幅增加，数据中心须部署更多如 GPU 等高性能服务器，以满足计算密集型任务。据戴德梁行数据显示，全球数据中心平均单机架功率已从 2017 年的 5.6kW/机架提升至 2023 年的 12.8kW/机架，超算、智算中心的单机柜功率甚至需超过 30kW。

目前，存量传统数据中心单机柜功率密度普遍为 5-8kW，而 2025 年新建 AI 专用数据中心单机柜功率密度已普遍达到 30-50kW，部分高端智算中心甚至突破 100kW，实现从“kW 级”向“MW 级集群”的跨越。

根据中国数据中心委员会（CDCC）的数据，2021 年，中国内地功率密度为 4-6kW 的机柜占比为 48%，6-8kW 占 34%，8-12kW 占 8%，12kW 以上仅占 4%，高密度机柜占比相对较小。而智算中心需求的爆发，预计将加速向更高功率密度的机柜演进。尽管如此，小功率机柜并不会完全被市场淘汰。一方面，它们在边缘计算、存储等特定应用场景中仍然具有价值；另一方面，虽然投入成本不低，但部份数据中心仍可有条件地通过技术升级和改造，去适应新的市场需求。

图表 2：全球平均机架密度预期大幅提升（单位：kW）



资料来源：EY-Parthenon Analysis，戴德梁行，交银国际

图表 3：IDC 通用数据中心与 AIDC 智算中心的差异

	IDC 通用数据中心	AIDC 智算中心
算力类型	提供通用算力（或称基础算力），以用于数据存储和虚拟化、通用（基础）计算、大数据分析等	提供智能算力，以用于人工智能的训练和推理计算，语言、图像和视频的智能处理
芯片	主要搭载 CPU 芯片	主要搭载 GPU、FPGA、ASIC 等 AI 加速芯片
应用场景	电子商务平台、社交媒体、即时通讯、音视频与流媒体平台等	自动驾驶、科研计算、生成式 AI 智能语言模型、公共安全系统、智能交通
机柜规格	普遍在 2-10kW	12-24kW 或以上
中国内地主要企业代表	万国数据、世纪互联、数据港、润泽科技、光环新网等	商汤科技、紫光集团、科大讯飞、浪潮集团、华为等

资料来源：戴德梁行，交银国际

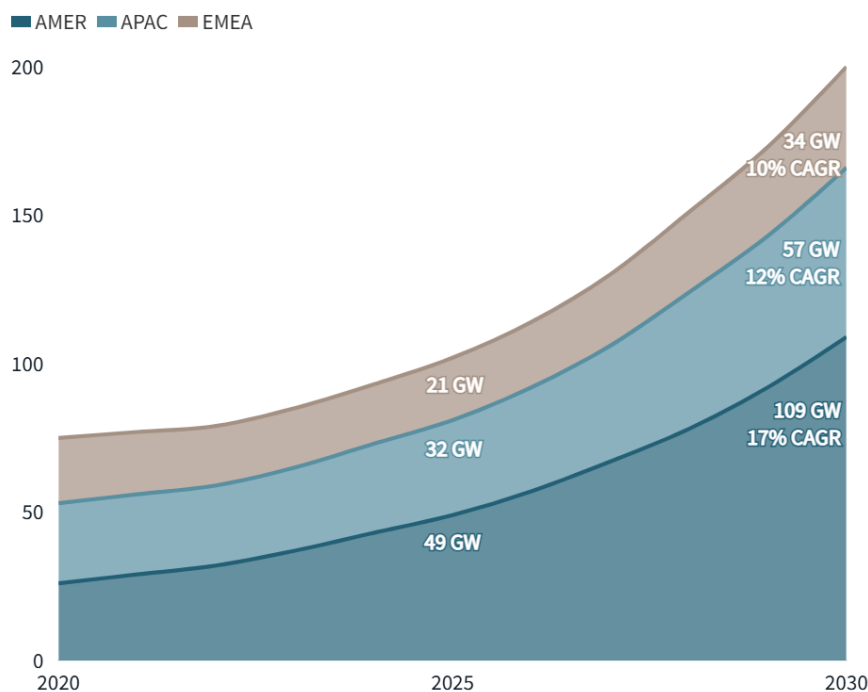
大型龙头 IDC 营运商加快转型布局智算中心迎需求。我们观察到一些中国内地龙头 IDC 营运商正在加快转型布局智算中心迎，当中万国数据以及世纪互联作为国内第三方算力中心服务商中规模领先的企业，正凭借其在核心经济区的规模布局战略，积极拥抱 AI 浪潮。其中，世纪互联在内蒙古乌兰察布等地打造的“算电协同”智算中心已入选国家级典型案例，成为其构建绿色、超大规模智算集群的核心抓手。香港龙头新意网则依托其母公司新鸿基地产，正以高规格的硬件设施深耕香港 AI 数据中心市场。公司斥资超 150 亿港元打造的 MEGA IDC 数据中心是转型关键，该设施专为 AI 时代设计，引入了液冷技术和高密度电力配置，一期已于 2024 年启用，二期预计在 2026 至 2027 年完成。随着香港及亚太地区对 AI 推理和跨境数据需求的持续增长，新意网有望凭借其区位优势和顶级基础设施，在 AI 算力浪潮中占据一席之地。

为匹配高算力密度的需求，数据中心也需要对供电架构同步升级。传统 N+X 以及 2N 冗余供电架构在应对 AI 芯片瞬时高功率波动时有所不足，2025 年，新建智算中心更多开始采用 3N+1 供电架构，通过多路径供电保障系统稳定性。此外，模块化供电方案得到广泛应用，华为、中兴等企业推出的一体化供电模块，可实现按需扩容，将供电效率提升至 96% 以上，有效降低能耗与投资成本。我们相信，在未来 5 年，随着数据中心市场在 AI 对算力需求有望持续提升，绿色低碳政策深化落地，以及技术架构革新，全球数据中心行业整体有望迎来新一轮基础设施投资超级周期。

⊕ 2026 年至 2030 年全球行业规模有望翻一番

据仲量联行预计，2026 年至 2030 年间，数据中心行业规模或将增长 97GW，到 2030 年，全球数据中心容量或将达到 200GW。我们认为，这一快速增长将主要受超大规模云业务的扩张以及人工智能需求驱动。

图表 4：2025 年至 2030 年间将新增近 100GW 的数据中心，使全球数据中心容量翻一番



资料来源：仲量联行预测，交银国际

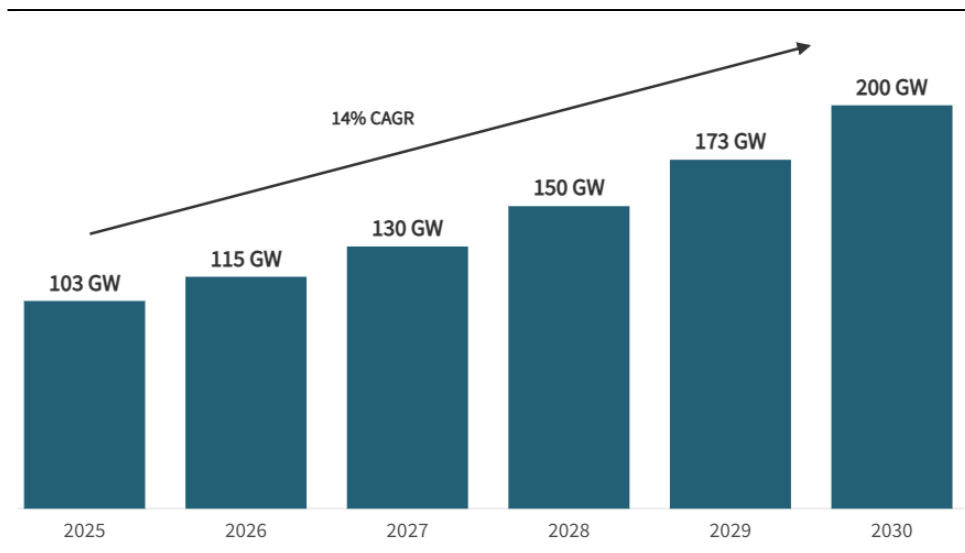
分地区来看：

- * **美洲**仍将继续为全球最大的数据中心区域，规模约占全球容量 50%，增速为三大全球区域中最快，仲量联行预计到 2030 年，其供应量复合年增长率将达到 17%，从而保持其作为主导数据中心区域的地位。美国是该地区数据中心活动的主要驱动力，约占美洲总容量的 90%。
- * **亚太地区**的数据中心容量将从 32GW 增长到 57GW，复合年增长率将达 12%。内部需求增长或会有所分化，其中托管服务或将以 19% 的复合增速领跑，而随着企业持续向云端迁移，未来五年本地部署容量预计将下降 6%。
- * **欧洲、中东和非洲地区 (EMEA)** 未来五年规模复合增速预计为 10%，这主要得益于政府对人工智能基础设施的支持及为满足数据隐私法规而对自主人工智能云的强劲需求。该地区将新增 13 GW 的供应量，增长主要集中在成熟的欧洲中心和正在推行数字化转型战略的新兴中东市场。

⊕ 到 2030 年，新增 100GW 容量或拉动 3 万亿美元的投资需求

仲量联行预计，未来五年 100GW 的新增容量，有望创造 1.2 万亿美元的房地产资产价值，以及约 8,700 亿美元的新增债务融资需求。其中尚未包括租户为配备 GPU 和其他网络基础设施的 1 万亿至 2 万亿美元潜在开支。这意味着，未来五年数据中心的总支出或将接近 3 万亿美元。因此，我们认为，新建数据中心仍正处于基础设施投资超级周期之中。

图表 5：2025 年至 2030 年间预计将新增近 100GW 的数据中心，5 年复合增长达 14%



资料来源：仲量联行预测，交银国际

⊖ 新建数据中心项目的规模越来越大，但建设成本也越来越高

根据仲量联行数据，2020 年至 2025 年间，全球数据中心平均建设成本从每兆瓦 770 万美元增至 1070 万美元，复合年增长率达 7%，仲量联行预测，2026 年全球平均成本将增长 6%，达到每兆瓦 1130 万美元。因此，巨大的开发成本以及建设和运营现代数据中心所需的技术日益复杂，正推动着行业持续整合。准入门槛不断提高，一些投机性项目逐步被淘汰，而信誉良好的公司支持的可行项目则加速推进。我们认为，未来数年，债务以及融资市场对数据中心行业公司仍将保持开放，但部份银行融资或会趋于保守，优先选择推进更优质项目。

⊖ 电力供应：仍是数据中心开发商的首要考虑因素

快速增长的业务需求叠加电力容量限制，迫使企业积极进行预租，并将新建项目的工期延长至 2027 年及以后。而部分地区在电力供应商无法及时供电的情况下，一些运营商选择与电力公司合作，建设变电站、输电线路或接入微电网。

大规模电力需求的增长、充足的土地资源以及 AI 对延迟要求的放宽，也促使超大规模数据中心运营商将业务进一步拓展至此前较为边缘的新兴市场。尽管这些新兴市场正逐步发展，但发展进程仍落后于成熟市场。同时，在各个地区，云服务提供商和 AI 相关公司都致力于尽早锁定办公空间，使得净吸纳量持续维持高水平。

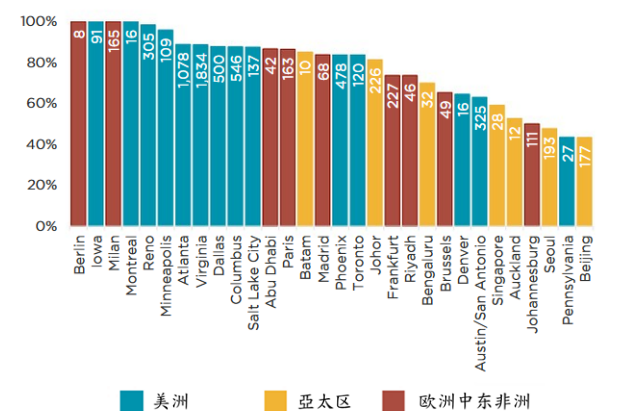
⊕ 市场收入预期强劲，签约率高

全球市场

2025 年，亚太地区的开发活动不及美洲地区强劲。我们认为，这主要是与该地区运营产能相对较低有关。而就需求端而言，亚太市场相对于其规模增长潜力仍显著。2025 年，亚太地区成熟市场占该地区在建新产能的 90% 以上。孟买在东南亚地区领先，在建产能达 335MW，一旦建成，将在未来几年内使其运营市场规模扩大 60% 以上。柔佛紧随其后，是东南亚地区在建产能第二大的市场，其在建项目近 82% 已被预租，预计建成后市场规模将增长约 56%。亚太地区三大市场——东京、北京和上海——的运营产能预计将分别增长 20%、8% 和 12%。

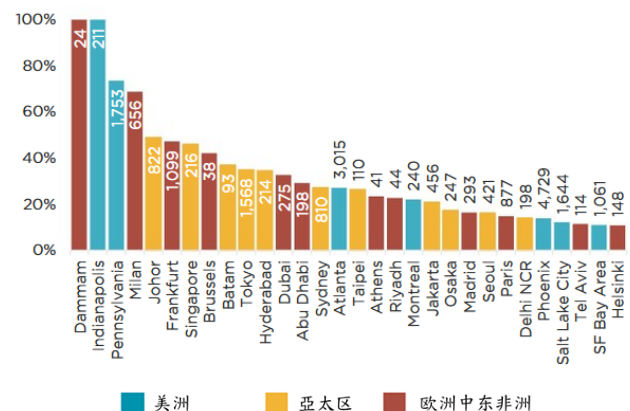
亚太地区的数据中心开发计划高度集中在成熟市场，预租率差异显著。从区域来看，19% 的规划开发项目已经签约租户，略低于欧洲、中东和非洲地区的 23%，但高于美洲地区的 17%。亚太地区规划预租率较高的市场包括柔佛（49%）和新加坡（46%）。东京在亚太地区规划总容量方面位居榜首，已规划近 1.6GW 用于数据中心开发，其中 35% 已签约。其他拥有大量规划项目的市场包括孟买、柔佛、悉尼和墨尔本，每个市场的规划容量都在 700 至 900MW 之间，表明投资者对这些市场的长期兴趣。

图表 6：前 30 大市场：2024 年底在建项目预租率以及规划容量



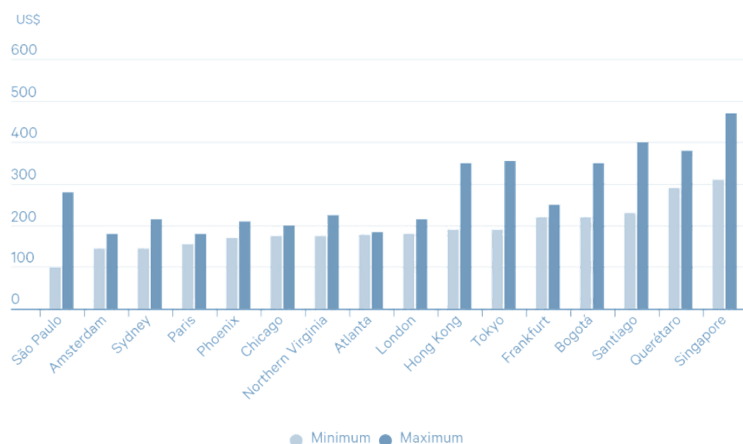
资料来源：戴德梁行，交银国际；*柱内数字为在建项目的规划容量(MW)

图表 7：前 30 大市场：2024 年底规划项目预租率以及规划容量



资料来源：戴德梁行，交银国际；*柱内数字为在建项目的规划容量(MW)

图表 8：主要市场租金在 200 美元/KW/月，稍高于中国内地水平，中国香港租金在国际市场靠前



资料来源：CBRE 2025 年 1 季度数据，交银国际；租金价格单位：美元/KW/月

图表 9：中国内地整体租金稍低于国际主要市场，东部市场租金明显高于西部区域，同时签约率也较高

地区	价格 (人民币元/KW/月)	签约率
华北地区	860-1450	65%-85%
华东地区	800-1400	50%-80%
华南地区	800-1500	60%-90%
华中地区	750-1100	60%-80%
华西地区	680-900	60%-80%

资料来源：戴德梁行，交银国际；统计为 2023 年中国各区域典型市场化租赁项目运营表现区间，其中部分定制型项目按照时点上架率统计；服务费均为含电价格（单位：元/KW/月）

中国内地市场

近年来，我国国家发改委等部门深入实施“东数西算”工程，即西部数据中心（主要包括内蒙、宁夏、甘肃、成渝以及贵州等地区）处理后台加工、离线分析、存储备份等对网络要求不高的业务，而东部枢纽（京津冀、长三角以及粤港澳枢纽）处理工业互联网、金融证券、即时通话、人工智能推理等对网络要求较高的业务；在全国范围内布局“八大枢纽十大集群”，充分发挥全国一体化算力网络国家枢纽节点引领带动作用，构建联网调度、绿色安全的全国一体化算力网。

具体来看，目前中国数据中心市场呈现出“东热西冷”的分布特征，其中以“京津冀”为主的华北、“长三角区域”为主的华东和“粤港澳大湾区”为主的华南地区由于经济发达、互联网企业聚集和市场需求大，成为数据中心的主要聚集地，其签约率和服务费价格也普遍高于其他地区。我们相信，随着国内人工智算以及云服务需求持续上升，租金水平有望保持稳定，而部份主要市场区域如华南及华北区，可受惠于高签约率，营运商可有更好的租金定价权。

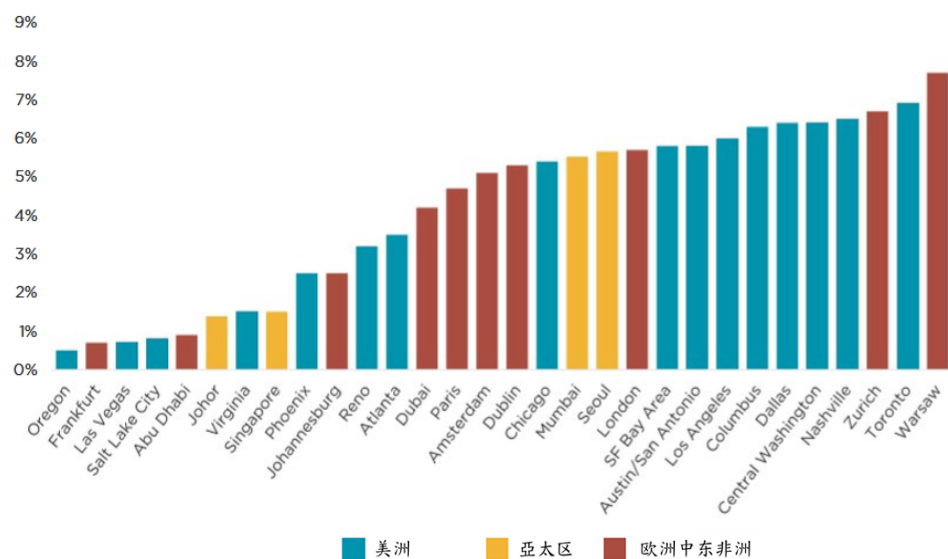
⊕ 空置率和吸纳率：衡量全球数据中心市场的紧俏程度的重要指标

数据中心虽然是独特的商业地产资产类别，但与传统资产类别有一些共同的指标，例如空置率。根据戴德梁行数据，在 24 年底 97 个全球市场中，只有 8 个运营中的数据中心拥有足够的容量，可以满足单个设施内 20MW 或以上容量的需求。此外，全球有 20 个市场的空置率极低，低于 5%（当中其中 7 个市场的空置率低于 1%）。

低空置率通常表明数据中心市场强劲，具有发展潜力，并且对新进入者具有吸引力。过去的情况也基本印证了这一点，但有时空置率也并非一定能反映市场的真实情况，因此我们认为要同时结合预租指标去看市场情况。因为有时在空置率高的市场中，预租率可以揭示可用容量是否适合出租，或者是否存在需求不足的情况。例如，高空置率加上在建项目强劲的预租率表明高空置率并非由于需求不足，而可能是由于容量不足或者现有容量不符合客户需求。

在过去几年里，在大型数据中心机房或整栋楼范围内找到合适以及连续可用空间变得越来越困难。需要 10MW 以上容量且空间连续的客户大多将搜索重点放在在建项目上，而容量需求较小（低于 2MW）的客户则可以在全球大多数数据中心市场找到更多选择。

图表 10：2025 年运营容量超 100MW 且空置率最低的市场



资料来源：戴德梁行，交银国际

⊕ 预期 2026 年租金保持增长

2026 年，我们相信续签租金和新租约定价将保持增长，尤其是在高预租率加上需求大于供应的一线低延迟市场。大多数租赁条款允许数据中心运营商转嫁大部分成本，而终止费用通常基于全部或大部分未偿租金。同时，因租户的设备投资通常是数据中心建设投资成本的数倍，这进一步降低了租户流失率，提高了已成熟数据中心的租金和现金流的稳定性。我们相信在，主要城市的 IDC 营运商有更好的定价权和高出租率，以推动快速增长的数据中心营运规模，并带动净营业收入（NOI）和 EBITDA 的快速增长。

另一方面，开发商通常在开发周期的早期阶段已开始预租，在电力供应紧张的大都市地区，开发商新项目通常会提前选择性地获取土地以及锁定电力供应，且往往在确定租户后才开始建设。同时，由于租户渴望长期锁定容量，很多超大规模数据中心的租赁期限已延长至 8-10 年以上，有效降低项目落地风险。

二三线市场短期确定性高，但中长期需关注后续需求。人工智能训练设施对延时要求较低，对运营成本以及电价更敏感，所以通常会位于二、三线市场，但这也限制了其用于其他需要低延迟的用途。由于初始租赁期现金流已完全签订合同，且租户无权终止租赁，因此可缓解部份空置率以及短期内租户更换风险。但相对而言，人工智能训练园区同样需要大量资金，与云存储和处理数据中心的收入相比，其在初始租赁期后的收入稳定性可能比较差，租金水平较低。后者已展现出需求和收入增长，因此中长期虽要关注人工智能训练设施后续需求以及更新换代成本问题。

区域市场发展差异：梯队分化加剧，协同与竞争并存

我们相信在未来数年，亚太数据中心市场区域分化趋势将进一步加剧，形成“第一梯队引领技术和应用、第二梯队强化优势和体量、第三梯队补短板”的发展格局。各区域依托自身资源禀赋与产业基础，聚焦不同细分领域，同时通过跨境网络与算力协同，实现区域间的互补发展。

图表 11：各地区域主要市场容量预计将翻一番以上

区域	北美市场	欧洲市场	亚太市场
容量 (MW)	运营容量：14,051MW <ul style="list-style-type: none"> 托管：12,269MW 超大规模：1,782MW 在建：6,423MW <ul style="list-style-type: none"> 托管：4,597MW 超大规模：1,827MW 规划装机容量：46,077MW <ul style="list-style-type: none"> 托管：42,118MW 超大规模：3,959MW 	运营容量：9,582MW <ul style="list-style-type: none"> 托管：6,753MW 超大规模：2,464MW 在建：2,935MW <ul style="list-style-type: none"> 托管：2,303MW 超大规模：612MW 规划装机容量：8,839MW <ul style="list-style-type: none"> 托管：7,580MW 超大规模：1,191MW 	运营容量：12,206MW <ul style="list-style-type: none"> 托管：10,424MW 超大规模：1,782MW 在建：3,087MW <ul style="list-style-type: none"> 托管：2,668MW 超大规模：419MW 规划装机容量：11,252MW <ul style="list-style-type: none"> 托管：9,784MW 超大规模：1,468MW
空置率	4.9%	8.0%	12.4%
主要市场排名 (2025年)	1. 弗吉尼亚州 2. 凤凰城 3. 达拉斯 4. 亚特兰大 5. 俄勒冈州 6. 哥伦布 7. 盐湖城 8. 芝加哥 9. 卡罗莱纳州 10. 圣保罗	1. 伦敦 2. 法兰克福 3. 阿姆斯特丹 4. 巴黎 5. 马德里 6. 米兰 7. 斯德哥尔摩 8. 都柏林 9. 布鲁塞尔 10. 约翰内斯堡	1. 北京 2. 上海 3. 悉尼 4. 柔佛州 5. 墨尔本 6. 广州 7. 孟买 8. 大阪 9. 首尔 10. 新加坡
市场动态	<p>弗吉尼亚州仍然是全球最大的数据中心市场，运营容量达 5.9GW，并正接近 6GW 规模。</p> <p>为更直观地理解这一数字，弗吉尼亚州的数据中心运营容量超过了美洲地区排名前三的数据中心市场的总和。它也占北美、中美洲和南美洲总运营容量的 25% 以上。除弗吉尼亚州之外，市场需求也推动了该地区多个大型数据中心市场的增长。</p> <p>目前北美已有六个成熟的数据中心市场运营容量超过 1GW，其中一个预计很快将达到 2GW。此外，预计未来 12 至 24 个月内，还有两个数据中心市场的运营容量也将超过 1GW。</p>	<p>FLAPD（法兰克福、伦敦、阿姆斯特丹、巴黎和都柏林）市场在运营规模方面仍是最大，但随着这些市场日趋成熟，增长速度有所放缓。</p> <p>在欧洲、中东和非洲地区，伦敦和都柏林的运营容量已突破 1GW，预计法兰克福将在未来几年内加入这一行列。阿姆斯特丹的运营容量可能接近这一里程碑，但因 2020 年暂停数据中心建设、监管环境和社会阻力等因素导致市场信心下降，最终可能无法达到。</p> <p>预计北欧和地中海次区域的成熟市场和新兴市场的运营规模将继续增长。与此同时，中东的阿布扎比和迪拜也蓄势待发，有望显著增长。</p>	<p>亚太主要市场的运营容量持续增长，其中包括全球第二大数据中心市场——北京，也是目前唯一一个运营容量超过 2GW 的市场。</p> <p>除北京外，上海、东京和新加坡的运营容量也均至少达到 1GW。</p> <p>此外，其他亚太市场规模也足以使其未来发展成为 GW 级市场，但或需更长时间，未来 3-5 年内实现仍有挑战。主因多数亚太主要市场面临监管、土地和电力挑战，已成为近期运营容量增长的限制。</p> <p>而孟买、柔佛和悉尼等其他成熟市场，由于规模较大，这些挑战相对较小，因此仍在持续增长。</p>

资料来源：戴德梁行，交银国际

⊕ **第一梯队（中国内地、新加坡、日本）：技术引领，聚焦高附加值领域**

第一梯队市场成熟度高，技术领先，将聚焦 AI 训练、金融科技、工业互联网等高附加值领域，推动数据中心从“基础设施”向“算力服务平台”转型。

1. **中国内地**将继续深化东数西算工程，东部算力枢纽如京津冀、长三角、粤港澳大湾区等枢纽聚焦低时延算力需求，优化升级现有数据中心，重点发展智算中心与边缘数据中心；西部算力枢纽依托清洁能源优势，大规模建设绿色数据中心集群，承接东部地区离线分析、存储备份等业务，内蒙古、贵州、甘肃、宁夏等节点将形成千万千瓦级绿色算力集群。
2. **新加坡**将成为全球绿色数据中心标杆，IMDA 与行业共同开发增强型标准与认证（数据中心能源效率标准 SS 715:2025），要求新建数据中心 PUE 全部控制在 1.25 以下，现有数据中心也要通过技术升级实现能效提升，并推出液冷技术标准，推动液冷技术在新加坡的普及。

尽管新加坡对数据中心托管的需求依然强劲，但由于政府的环境和可持续发展法规，新增机房供应仍然有限。目前，新加坡的整体空置率仅为 2%，市场整体处于低位，租金溢价维持在区域内的平均 30% 以上，市场供不应求。

与此同时，邻近的柔佛州市场正快速崛起，开发商们希望利用其与新加坡的地理优势，以及更易获得的土地、电力和更低的总体占用成本。

3. **日本**将聚焦高密度数据中心建设，支撑半导体与 AI 研发需求。ResearchAndMarkets 报告指出，东京、大阪等核心城市数据中心部份单机柜功率密度已提升至 50kW 以上，液冷技术渗透率超 50%。

受 GPU 服务器驱动，我们相信，未来两三年新建数据中心单机柜密度可将从传统的 8kW 提升至 40kW-50kW 以上。展望，东京仍是亚太地区除了中国外最大的信息技术市场之一，云服务提供商和人工智能相关部署的需求强劲。受日本国内企业数字化转型举措的推动，企业级数据中心托管服务提供商的需求也保持稳定。尽管过去一年中多个大型项目竣工，但第一季度市场整体空置率仍维持在 13%。

⊖ 第二梯队（中国香港、韩国、澳大利亚）：强化区位优势，推动高端化转型

第二梯队将依托自身区位优势，聚焦跨境服务、半导体与 AI 融合、绿色能源利用等领域，推动数据中心高端化转型。

1. **中国香港**是全球重要的商业中心，作为通往中国内地市场的门户，拥有强大的区域互联互通能力。托管需求相对稳定，主要由我国云服务提供商、大型科技公司、内容提供商和中国内地企业驱动。与亚太其他主要市场相比，来自美国超大规模数据中心运营商的需求相对疲软。该地区吸引了众多本地和国际运营商，SUNeVision、DayOne（原 GDS）、Goodman、Equinix 和 Vantage 等公司即将在此拓展业务。我们预计，得益于 AI 推理需求的本地化部署和中国内地企业出海，2026-2028 年中国香港高端数据中心租金年复合增长率有望维持在中高单位数。

近年来，中国香港正积极推动沙岭数据园区发展，将其作为北部都会区产业发展的重要站点。2025 年 10 月 10 日，香港特区政府于以“双信封制”公开招标沙岭约 10 公顷数据园区用地，旨在发展先进算力设施，推动人工智能与创科产业，于 2025 年 12 月 31 日截标，目标是吸引具实力营运商建立高端数据中心，巩固中国香港数字基建枢纽地位。同时透过放宽地积比率（最多 20%）鼓励重建老旧工厦为高端数据中心，截至 2024 年中，已批准多项申请，提供接近 30 万平方米的楼面面积。

2. **首尔**是韩国最大的数据中心市场，拥有约 700MW 的装机容量。尽管新增供应量显著，但市场需求依然旺盛，空置率相对较低，低于 10%。政府对土地和电力的规划政策仍然较为严格，迫使开发商将目光投向首尔以外的地区，寻找新的项目机会。首尔地区现有电力容量超过 40MW 的数据中心预计很快售罄。因此，开发电力容量相对容易获取的边缘数据中心越来越受到关注，其装机容量最高可达 10MW。未来韩国将聚焦半导体与 AI 融合领域，数据中心主要服务于芯片研发、自动驾驶等高端场景。首尔、釜山等城市数据中心算力密度提升至 40kW/柜以上，液冷技术与智能运维系统全面普及。SK Telecom、KT 等运营商将加大智算中心投资，推动算力资源与半导体产业深度融合，提升产业链竞争力。
3. **澳大利亚**将依托可再生能源优势，吸引全球超大规模数据中心投资。澳洲政府规定，从 2025 年 7 月 1 日起，所有托管政府数据的设施必须达到 5 星级 NABERS 能源评级（约 PUE 1.4 或更低）。悉尼、墨尔本等城市数据中心可再生能源匹配占比可超过 80%，PUE 控制在 1.4 以下。亚马逊 AWS、微软 Azure 等国际云厂商计划在澳大利亚投资超 250 亿澳元建设绿色数据中心以及相关基建，以支撑其亚太地区的 AI 推理与存储需求。

⊖ 第三梯队（印度、马来西亚、印度尼西亚、泰国）：补短板扩规模，释放增长潜力

第三梯队市场增长潜力巨大，未来数年增长率将达 15-20%，核心驱动因素为数字经济普及、电商增长和数据本地化需求，不同市场一方面重点推进基础设施补短板，同时扩大市场供给。印度和马来西亚将成为亚太地区增长最快的市场，2026 年数据中心容量将突破 1500MW。

1. **印度政府**将加大网络与电力基础设施投资，改善数据中心运营环境，同时通过数据本地化政策推动本土数据中心企业发展。孟买是印度的金融中心和现在最大的数据中心市场，总容量约为 670MW。在云计算、银行、金融服务和保险（BFSI）以及大型科技公司的强劲需求推动下，该市场持续快速扩张。凭借完善的网络连接和强大的基础设施，孟买市场吸引了众多国内外数据中心开发商。
2. **东南亚**将形成新加坡、马来西亚、印度尼西亚数据中心三角，其中第一梯队的新加坡作为区域数据枢纽，聚焦高端托管与跨境数据服务；马来西亚、印度尼西亚则依托成本优势，承接中低端数据存储、处理以及人工智能训练需求。同时，泰国、越南等新兴市场将加速数据中心建设，政府推出税收优惠、土地补贴等政策吸引投资。
3. 2026 年，**泰国**数据中心容量将突破 300MW，主要服务于电商、金融科技等行业；**越南**将重点发展边缘数据中心，支撑工业互联网与智慧城市建设，边缘数据中心数量同比增长 60%。

AI 算力驱动需求爆发，结构性技术升级上游产业机会凸显

我们认为，2026年亚太地区数据中心市场的增长动力将呈现“**刚性需求爆发、政策持续赋能以及资本流入**”三重共振特征。其中，AI大模型训练与推理需求的规模化释放成为最核心的增长引擎，叠加企业上云渗透率提升及跨境数据流通需求增长，推动市场规模增长。同时，供应链约束的边际缓解（如高端AI芯片供应改善）将触发被压抑的建设需求集中释放，进一步强化市场增长动能。

⊕ 2026年亚太地区市场核心增长逻辑可概括为三大核心趋势：

1. **AI算力需求从“脉冲式增长”转向“常态化扩张”**。随着大模型应用场景的持续丰富，从生成式AI到自动驾驶、工业质检等领域，算力需求呈现刚性增长，头部云厂商加速锁定AIDC资源。例如，我国互联网头部企业字节计划2026-2028年连续三年锁定IDC资源，2026年在中国内地规划投资1,600亿元人民币，当中一半用于采购先进半导体，并持续租用数据中心以支持大模型研发。另外，阿里也上调未来3年的AI基础设施建设投资额预测，从3,800亿增加至4,800亿元。
2. **数据要素市场化激活增量需求**。中国内地数据要素市场规模快速扩大，各类数据资产登记、存储、交易等环节需求提升，带动数据中心存储与处理能力升级。
3. **资本赋能推动行业整合与扩张**。数据中心REITs扩募机制试点落地，2026年数据中心REITs发行规模有望进一步突破，释放千亿级别市场流动性，降低企业融资成本，加速行业整合；同时，私募股权与险资等长线资金持续流入，KKR、EQT等计划2026年收购亚太地区数据中心资产，布局数字基础设施。

⊕ 现场供电和储能为数据中心缓解部份供电限制

另外值得关注的是，市场主要供给约束仍将存在，成为影响增长节奏的关键变量。数据中心作为高耗能行业的代表，其电力成本在运营总成本中占比较大。

中国内地方面，能耗指标管控渐趋严格；而海外能源基建不完善，也对数据中心增量带来一定的限制；此外，核心区域土地资源紧张，如中国香港、新加坡等市场新增供给有限，也推动租金维持高位。我们相信，供需错配叠加AI算力需求刚性增长，会推动高算力密度数据中心租金溢价，行业盈利弹性显著。

主要数据中心市场并网等待时间平均超过三至四年，因此，我们预计数据中心运营商将增加用户侧供电方案，并探索共址电池储能。

在美国，天然气预计有望缓解电网的部分压力方面发挥重要作用，既可用于临时过渡供电，也越来越多地用于永久性现场发电。我们看见全球涡轮机订单激增便印证了这一点。然而，值得注意的是，一些大型数据中心租户对天然气解决方案持谨慎态度，认为此方案可持续性不高。

而在欧洲、中东和非洲地区（EMEA）以及亚太地区，天然气则并非常见的解决方案之一。在这些地区，太阳能和风能等可再生能源的利用率正在不断提高。例如，在 EMEA 地区，将可再生能源与专用输电线路相结合的项目，与电网供电相比，可以将租户的电力成本降低 40%。由于公用事业并网延迟，一些数据中心运营商正放弃购电协议（PPA），转而直接投资自有能源生产。此外，许多市场已经实施了“自带电源”令，这进一步推动了这一趋势。

技术演进：液冷普及将与智算中心深度融合

2026 年，亚太数据中心技术领域有望迎来“架构重构与技术普及”双轮驱动的行业革新，AI 原生设计理念贯穿数据中心全生命周期，液冷技术从“可选”变为“必选”，绿色低碳与智能化水平持续提升，技术创新从“单点突破”转向“系统集成”，推动数据中心从“基础设施”向“智能算力枢纽”转型。

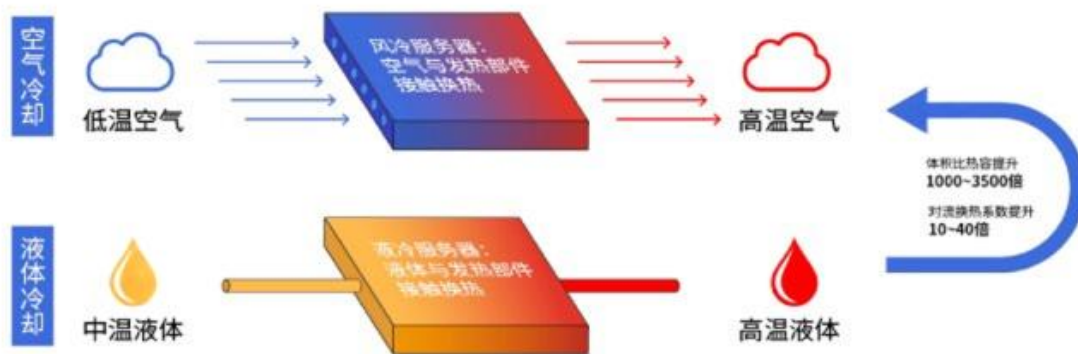
⊕ 液冷技术全面普及：从试点到规模化，多技术路线协同发展

1. 风冷单点散热已达极限

随着 AIGC 的快速发展，算力需求呈几何级增长，这也来了数据中心的功耗和热管理需求问题。近年多家 AI 模型争相加快训练步伐以提前抢占用户，同时推理过程中的高计算资源需求，也导致服务器芯片发热量和热流密度大幅不断增加，并对散热技术提出了更高的要求。据业内研究人员表示，当芯片长时间处于高温运行状态，有可能会影响其性能及使用寿命并提升故障率。此外，当芯片的工作温度接近 70-80°C 时，温度每升高 10°C，芯片性能会降低约 50%。同时除了芯片侧，在机柜侧数据中心单机柜功率密度也在持续上升。

目前，数据中心的主要制冷方式分别有风冷和液冷两种方式。其中，液冷技术是指利用液体取代空气作为冷却介质，与服务器发热元器件进行热交换，将服务器元器件产生的热量带走，以保证服务器工作在安全温度范围内的一种冷却方法。风冷技术依赖于风扇和空调系统，通过空气流动带走热量。液冷技术通过液体直接冷却发热器件，液体的导热能力是空气的 25 倍，液体的体积比热容是空气的数千倍，因此液体的对流换热系数可以是空气的数十倍，同等情况下液冷的冷却能力远高于空气。

图表 12：液冷技术冷却能力远高于空气冷却技术



资料来源：亿源通科技，交银国际

从实际应用层面，传统风冷技术通常可以解决 12kW~15kW 以内的机柜制冷极限需求，据 Uptime Institute 发布的《2022 年全球数据中心调查报告》，英伟达 DGX A100 服务器的单体最大功率为 6.5kW，一个标准的 42U 高度的机柜大约可以放置 5 个 5U 高度的 AI 服务器，单机柜总功率已远超过 20kW。所以，传统的风冷已开始无法满足 AI 服务器机柜的散热需求。

2. 数据中心节能需求驱动，要求的更低 PUE

另外，数据中心的能源消耗一直是行业近年的关注的重点，尤其是在全球能源资源紧张和环保意识增强的背景下，提升数据中心的能效显得尤为重要。液冷技术通过更高效的散热方式，减少了空调系统的能耗，从而显著降低了数据中心的 PUE 值。这不仅有助于降低运营成本，还能够减少碳排放，符合可持续发展的要求。

在我国“双碳”战略与全球碳中和目标为液冷技术普及下，国家层面明确要求新建大型数据中心降低 PUE，部份城市对 PUE 高于 1.25-1.35 的数据中心征收差别电价，并出台专项政策推动液冷技术规模化应用。例如，财政部对 PUE<1.25 的数据中心给予最高 30% 的所得税减免，地方层面通过算力券补贴、建设补贴等措施进一步降低企业投资成本。根据 CDCC 与浪潮信息，风冷方案数据中心 PUE 一般在 1.4-1.5 左右，而液冷数据中心 PUE 可降低至 1.2 以下，采用更加节能、效率较高的液冷散热技术是大势所趋。

我们预计液冷技术渗透率在 AI 数据中心带领下，渗透率将从 2025 年的 20% 左右提升在未来数年会提升至 40%。据 ResearchAndMarkets 预测，中国液冷服务器市场预计在 2024 年至 2029 年间将以 46.8% 的复合年增长率增长，到 2029 年将达到 162 亿美元。

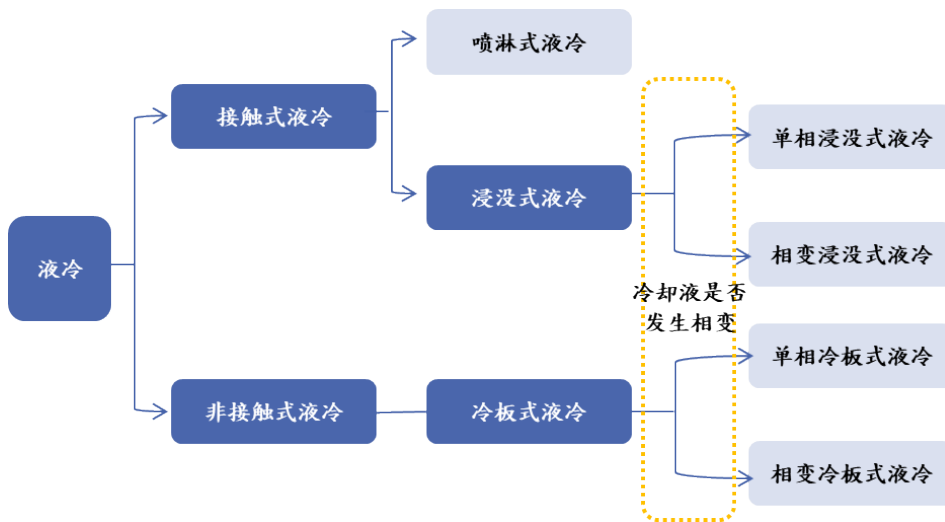
⊕ 冷却技术升级：液冷成为主流，混合冷却模式兴起

液冷系统根据液体与硬件直接的接触方式分为直接液冷和间接液冷，直接液冷就是液体与需要冷却的硬件组件直接接触达到冷却的目的，又可分为浸没式和喷淋式；间接液冷是指液体不与硬件直接接触，通过一个中介组件（散热器或冷却板）将热量带走达到冷却，一般常见的为冷板式液冷。相对而言，工作液体不与电子器件直接接触，该技术对计算机系统改动不大，仅需将原风冷散热片替换为液冷散热套件并将冷媒管路引出机箱即可，适用于中高热流密度散热。冷板式液冷凭借技术成熟度高、改造难度低的优势，我们相信短期内可能会成为市场主流，主要应用于 30-50kW/柜的智算中心与企业级数据中心。

在我国，部分龙头冷板式液冷方案已实现规模化应用，可将 PUE 降至 1.1-1.2，较传统风冷节能 30% 以上。另外，直接液冷（DLC）技术开始进入更大规模的商用阶段，主要应用于 50kW/柜以上的超高算力密度场景，如万卡级 AI 训练集群。直接液冷通过冷却液直接与芯片接触实现散热，散热效率较冷板式明显提升，可满足大供率（kW 级别）以上高端 AI 芯片机组的散热需求。

展望 2026 年，我们相信头部云厂商将加大直接液冷投入，阿里云计划在杭州、乌兰察布等智算中心大规模部署直接液冷方案，支撑千亿参数大模型训练。浸没式液冷技术处于试点向商用过渡阶段，凭借更高的散热效率（PUE 降至 1.2 以下），成为高端智算中心的重要技术选项，百度智能云、华为云等企业已在部分项目中试点应用，预计 2026 年小规模商用。

图表 13：不同液冷技术分类



资料来源：亿源通科技，交银国际

图表 14：液冷技术与空气冷却技术比较

技术	空气冷却技术	液冷技术
优势	<p>安装更简便： 这意味着风冷式冷水机组无需冷却塔或水泵等额外基础设施，安装起来更便捷快速。</p> <p>前期成本更低： 风冷式冷水机组的部件较少，因此安装成本通常更低。</p> <p>维护更便捷： 这些冷水机组通常无需水处理或水泵维护。</p>	<p>更低能耗： 10-20% 的 IT 负载</p> <p>更高效的冷却： 水冷系统等大型应用效率更高，因为水比空气更能有效地吸收热量。</p> <p>更安静的运行： 水冷式冷水机组运行噪音更低，因为它无需风扇，因此非常适合对噪音敏感的环境。</p> <p>高温环境下的更佳性能： 在炎热地区，这些冷水机组的效率与在低温环境下一样高。</p>
缺点	<p>更高能耗： 30-40% 的 IT 负载</p> <p>环境温度高时效率降低： 风冷式冷水机在温暖气候下需要更长时间运转，从而降低效率。</p> <p>运行噪音更大： 在实验室等对噪音要求较高的环境中，风扇会产生更大的噪音。</p> <p>运行成本更高： 尽管如此，风冷式冷水机的运行成本可能会随着时间的推移而增加，尤其是在高温地区。</p>	<p>安装成本更高： 水冷式冷水机组需要使用冷却塔、水泵和额外的管道，这使得初始系统更加复杂且成本更高。</p> <p>维护成本更高： 冷却塔或水循环系统需要定期维护，包括水处理以防止腐蚀和结垢。</p> <p>对水源的依赖性： 水冷式冷水机组的正常运行高度依赖于稳定可靠的供水。</p>

资料来源：戴德梁行，交银国际

我们相信随着液冷技术产业链将持续完善，核心材料与部件的国产化率显著提升。高端氟化液、液冷板、CDU（冷量分配单元）等核心环节需求会持续上升，上游部件如液冷板材料、液冷部件及泵阀等企业将受益于行业增长。同时，液冷技术标准逐步统一，中国信通院计划 2026 年发布《液冷数据中心技术标准》，规范液冷系统设计、施工与运维，推动行业健康发展。

④ 绿色低碳深度发展：能效标准提升与能源结构优化

在全球“双碳”目标与区域环保政策的双重驱动下，2026 年亚太数据中心绿色低碳转型将持续提升能效标准，并不断优化能源结构。中国内地将推行数据中心 PUE 分级管理，2025 年新建大型数据中心 PUE 必须低于 1.3，超大型数据中心 PUE 必须低于 1.2，现有数据中心将加速绿色改造，预计 2026 年绿色数据中心占比将提升至 75%。西部算力枢纽依托风能、太阳能优势，绿电占比有望超过 90%，宁夏中卫、甘肃庆阳等节点将成为全球绿色算力标杆。

潜在风险因素

虽然 AI 算力需求的爆发式增长、技术架构的深度重构、政策红利的持续释放及资本的加速涌入，将共同推动市场实现高速增长。然而，行业发展同时面临监管政策不确定性、技术迭代加速、市场竞争加剧、供应链约束及宏观经济波动等多重风险挑战。

⊙ 监管政策不确定性

数据中心行业作为数字基础设施的核心组成部分，受政策调控影响显著，监管政策的变化将直接影响行业的发展节奏与企业的运营成本。当前，全球数据中心行业监管政策呈现“能耗约束趋严、数据安全监管强化、区域规划调整频繁”三大趋势，存在政策不确定性风险。

能耗与环保政策趋严，企业运营成本压力加大。中国内地已全面推行数据中心 PUE 分级管理办法，明确新建大型数据中心的 PUE 要求，对超标项目实施不同程度的限制。据行业调研显示，目前中国内地仍有 30% 的存量数据中心 PUE 高于 1.4，若要完成绿色改造，将显著增加中小企业的资金压力。

数据安全与跨境数据流通政策变化可能增加合规成本。全球各国纷纷加强数据安全监管，有可能拉长数据跨境流通的审批流程，并对违规企业处罚。在跨境数据流通政策完善的过程中，有可能调整审批流程，或将影响跨境数据枢纽的业务开展。

区域规划调整风险，新增供给受限。为避免重复建设与资源浪费，地方政府也可能收紧数据中心审批权限，调整建设规划，部分已规划的项目有推迟或取消的风险。同时，中国香港土地资源紧张，将导致新增容量不足，进一步加剧市场供需矛盾。

⊙ 技术迭代加速风险：基础设施提前淘汰与投资损失

数据中心行业技术迭代速度快，AI 芯片、冷却技术、网络架构等核心领域的创新突破，可能导致现有基础设施提前淘汰，给企业带来重大投资损失。随着 AI 芯片功耗持续提升、液冷技术路线迭代、AI 原生架构普及，技术迭代风险将进一步凸显。

AI 芯片技术迭代，现有供电与冷却系统适配性不足。2026 年英伟达 GB300 芯片将实现量产，功耗较前代产品（如 GB200、H100 等）大幅提升，现有数据中心的供电系统（如 480V 直流供电）与冷却系统（如传统冷板式液冷）有部份已无法满足其运行需求，需要进行大规模改造。若企业未能提前预留升级空间，将面临基础设施提前淘汰的风险，若企业押注的技术路线被市场淘汰，将导致相关智算中心项目投资损失。

液冷技术路线竞争激烈，部分技术可能被市场淘汰。当前，冷板式、直接液冷、浸没式等液冷技术路线并存，各有优劣，市场尚未形成统一标准。若未来直接液冷技术凭借更高的散热效率成为市场主流，将导致冷板式液冷系统的投资面临损失；反之，若浸没式液冷技术实现成本大幅下降，可能对冷板式、直接液冷技术形成替代。

部份龙头企业采用模块化、可扩展的设计理念，预留技术升级空间；加大研发投入，布局全技术路线，降低单一技术路线风险；同时加强与芯片厂商、技术供应商的合作，提前适配新技术；建立灵活的资产处置机制，及时淘汰落后产能。

⊖ 市场竞争加剧风险：产能过剩与利润空间压缩

随着 AI 算力需求爆发，数据中心行业吸引大量资本涌入，市场竞争持续加剧。中长期看，核心区域供需矛盾如得到缓解，部分区域或出现产能过剩的情况，这可引发价格上的竞争并压缩企业利润空间。

核心区域竞争激烈，优质资源争夺白热化。中国内地京津冀、长三角、粤港澳大湾区等核心区域，因靠近客户与网络资源丰富，成为数据中心建设的重点，头部 IDC 运营商、云厂商、运营商纷纷加大投资，市场竞争激烈。另一方面，阿里云、腾讯云等云厂商大规模自建智算中心，减少对外采购。头部企业通过规模效应维持毛利率，但中小企业可能因成本较高致使盈利能力下降。

部分区域产能过剩，机柜利用率下降。中国内地西部算力枢纽建设提速，多个项目集中上马，若需求增长不及预期，可能导致产能过剩。若机柜利用率下降，这可导致企业现金流紧张。

价格下降压缩企业利润空间。中小企业为抢占市场份额，采取低价竞争策略，导致行业平均租金水平下降。中国内地非核心区域的机柜租金已从 2023 年的 8000 元/柜/月下降至 2025 年的 6500 元/柜/月。头部企业虽凭借规模效应与技术优势，毛利率维持在 30-45% 以上，但也面临降价压力。此外，核心零部件价格上涨导致建设成本上升，进一步压缩利润空间。

⊖ 供应链与成本上涨风险：核心部件短缺与运营压力增大

数据中心建设与运营依赖于服务器、AI 芯片、电力设备、冷却设备等核心零部件，全球供应链紧张、核心部件短缺及原材料价格上涨，可能导致数据中心建设进度延迟、成本上升，增加企业运营压力。

核心部件供应紧张，建设进度延迟。高端 AI 芯片供应紧张，交货周期长，而国产 AI 芯片虽逐步放量，但完全替代仍需时日。随着数据中心建设需求放量，AI 芯片供应紧张问题可能进一步加剧，导致项目推迟交付，影响企业收入确认。另外，原材料价格上涨也会导致建设与运营成本上升。全球大宗商品价格近月波动等因素导致数据中心核心零部件的原材料价格上涨。若原材料价格持续上涨，或将进一步增加建设成本。

全球能源价格波动导致电力成本上升。电力成本是数据中心运营成本的核心，占比达 50% 以上，部份用量需求较大的互联网类终端客户项目电力成本占比可高达 70%-80%。中国内地部分省份的电价同比已上涨 8%，中国香港新年也有上调电价，这也增加企业运营压力。

⊖ 宏观经济波动风险：需求增长放缓与融资难度加大

宏观经济波动对数据中心行业的影响主要体现在两个方面：一是企业 IT 投资意愿下降，导致数据中心市场需求增长放缓；二是融资环境收紧，企业融资成本上升，影响扩张计划。全球经济增长仍存在不确定性，宏观经济波动可能对行业发展产生影响。

若全球经济复苏不及预期，电商、金融、工业等下游行业的 IT 投资可能收缩，影响数据中心的客户需求。如电商行业若增长放缓，将减少对物流数据处理、存储等服务的需求，影响边缘数据中心的运营效率；工业企业若面临经营压力，可能推迟工业互联网数据中心的建设计划。

宏观经济波动也可能导致货币政策调整。虽然美国仍处于利率下行的通道，但若因宏观经济波动导致通胀加剧，这可引至降息周期提前结束，甚至提前加息，这将增加企业融资成本，影响数据中心企业的扩张计划。数据中心建设属于资本密集型行业，企业普遍存在高杠杆运营的情况，融资成本上升将显著增加财务压力。

汇率波动也可能对跨境数据中心企业产生影响。中国香港、马来西亚等跨境数据中心运营商的收入主要以美元、港元等货币结算，若货币汇率波动，可能导致企业汇兑损失。

图表 15：交银国际房地产及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/ 评级发表日期	子行业
VNET US	世纪互联	买入	8.50	15.76	85.4%	2026 年 04 月 29 日	数据中心
9698 HK	万国数据	买入	41.86	56.65	35.3%	2026 年 04 月 29 日	数据中心
1686 HK	新意网集团	买入	6.08	8.58	41.1%	2026 年 03 月 06 日	数据中心
17 HK	新世界发展	买入	8.32	11.96	43.8%	2026 年 03 月 11 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	137.00	111.70	-18.5%	2025 年 11 月 27 日	香港房地产
823 HK	领展房托	买入	38.96	45.70	17.3%	2025 年 11 月 21 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	买入	30.36	32.68	7.6%	2025 年 09 月 19 日	香港房地产
778 HK	置富产业信托	买入	4.82	5.92	22.8%	2025 年 09 月 01 日	香港房地产
659 HK	周大福创建	买入	8.21	10.60	29.1%	2026 年 03 月 04 日	基建与物流
2191 HK	顺丰房托	买入	2.58	3.12	20.9%	2026 年 04 月 02 日	物流房地产
PLD US	安博	买入	141.53	134.94	-4.7%	2024 年 11 月 15 日	物流房地产
123 HK	越秀地产	买入	3.68	5.36	45.7%	2026 年 01 月 22 日	内地房地产
1109 HK	华润置地	买入	30.94	35.30	14.1%	2025 年 08 月 27 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.23	1.16	397.9%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
6098 HK	碧桂园服务	买入	6.13	9.54	55.6%	2025 年 09 月 01 日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	1.72	4.20	144.2%	2025 年 08 月 22 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	3.95	6.30	59.5%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	中性	2.01	3.20	59.2%	2025 年 08 月 29 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.57	0.60	5.3%	2023 年 11 月 30 日	物业服务

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 4 月 28 日

2026 年 4 月 29 日
数据中心行业

公司分析

数据中心

收盘价	目标价	潜在涨幅
美元 8.50	美元 15.76	+85.4%

2026年4月29日

世纪互联 (VNET US)

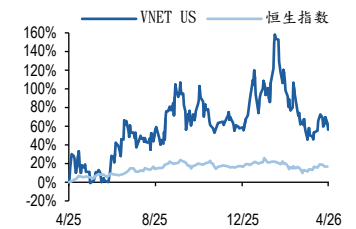
中国内地第二大数据中心中立服务提供商，AI 智算迎重估；首予买入

- 中国内地第二大的中立数据中心 (IDC) 服务提供商，首予买入。世纪互联集团为中国内地第二大的运营商中立 (carrier-neutral) 数据中心服务提供商，业务主要分布在一二线及周边城市。截至 2025 年末，公司在全国 30 多个城市运营超过 50 座数据中心，基地型业务运营容量 889MW，城市型业务运营机柜数超 49,000 个。公司自 2019 年起实施“双核战略”，我们认为有利于促进其收入和 EBITDA 的增长，我们预计公司 2026/2027 年调整后 EBITDA 分别为 36.8 亿/45.4 亿元人民币，同比增长约 23.6%/23.3%。我们首次覆盖公司，给予买入评级，目标价 15.76 美元，对应 2026 年 13 倍目标 EV/EBITDA 倍数，对比国际及亚太区同业普遍高于 20 倍。考虑到 AI 相关业务增速快、利润率改善空间大，我们认为公司估值有提升空间。
- 基地型市场更受益于 AI 强劲需求。随着双核战略实施，我们预计未来公司收入主要受以下因素推动：1) 来自基地型业务的订单和新项目；及 2) 零售 IDC 业务和非 IDC 业务稳定增长。我们相信基地型市场增长更受益于 AI 强劲需求，该业务自 2020 年开始实现收入，2023 年起持续获超大规模新订单并快速交付，在运营规模自 2023 年底的 332MW 大幅上升至 2025 年的 889MW，加上已签署谅解备忘录的基地型项目以及储备项目，总设计容量已达到 2,181MW。我们预计基地型业务对于收入的贡献从 2025 年的 35% 到 2027/2028 占 51%/56%，并实现 35.5% 的三年收入复合年增长率。
- 基地型业务为收入增长提供有力保障，预计公司总营收 3 年复合年增长 15.6%。我们预计城市型 IDC 业务未来机柜的利用率和 MRR 都将适度上升，推动城市型 IDC 业务的营收在 2026/2027 财年达到 40.3 亿元/41.0 亿元。而基地型业务由于需求旺盛，上架速度提升，公司在手储备资源丰富，为未来 2-3 年收入增长提供有效保障。我们预计基地型 IDC 业务的营收在 2026/2027 财年达到 52.0 亿元/69.8 亿元，同比上升 50.4%/34.2%。非 IDC 业务则在未来数年收入大约维持 25-26 亿元。我们预计公司总营业收入在 2026/2027/2028 年约为 117.7 亿元/136.4 亿元/153.5 亿元，同比增长约为 18.3%/15.9%/12.5%，3 年复合年增长率为 15.6%。另外，我们预计公司调整后的 EBITDA 将从 2025 年的 29.78 亿元分别增长至 2026/2027/2028 年的 36.8/45.4/55.0 亿元。
- 风险：1) 城市型订单与需求不及预期风险；2) 成本上涨超预期；3) 财务与利率风险；及 4) 市场竞争加剧风险以及项目运营风险。

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 (美元)	14.03
52周低位 (美元)	5.34
市值 (百万美元)	2,284.05
日均成交量 (百万)	5.50
年初至今变化 (%)	0.47
200天平均价 (美元)	9.72

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com
(852) 3766 1815

财务数据一览

年结 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	8,259	9,949	11,774	13,644	15,351
同比增长 (%)	11.4	20.5	18.3	15.9	12.5
净利润 (百万人民币)	248	(133)	219	273	338
每股盈利 (人民币)	0.11	(0.16)	0.04	0.05	0.05
同比增长 (%)	-103.9	-235.9	-126.0	11.1	7.1
Non-GAAP EBITDA (百万人民币)	2,429.8	2,978.2	3,680.0	4,535.6	5,495.5

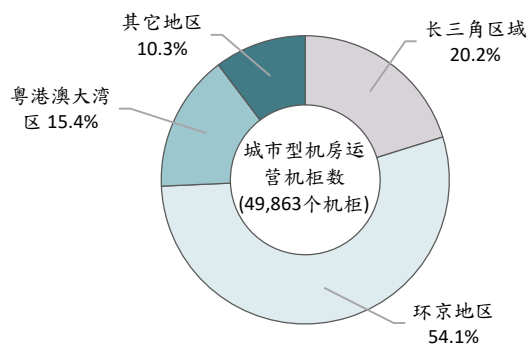
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

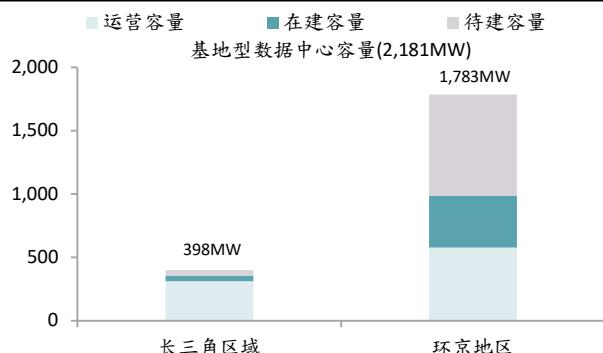
世纪互联的六大关键图表

图表 16：城市型机房运营机柜数（49,863 个机柜），大部分投资组合位于核心经济区



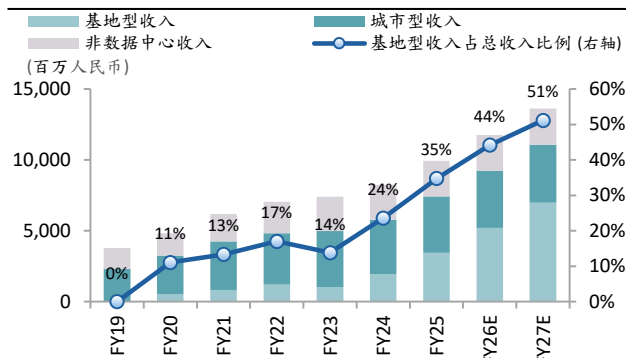
资料来源：公司资料，交银国际*截至 2025 年底

图表 17：基地型数据中心容量分布，大部分位于环京地区



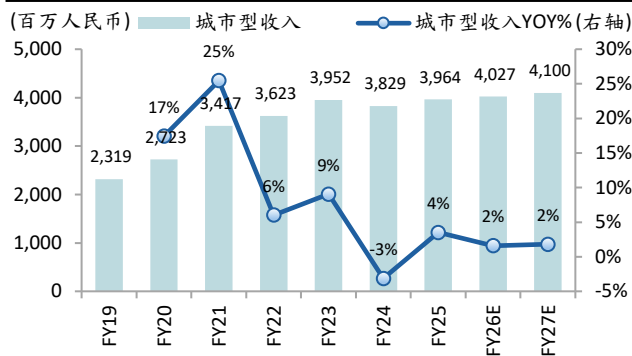
资料来源：公司资料，交银国际*截至 2025 年底

图表 18：基地型收入占比预计于 2027 年过半



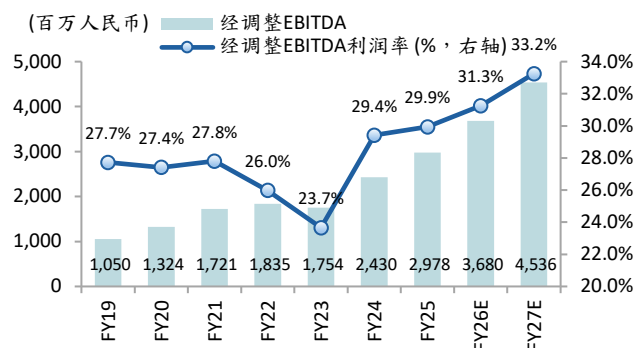
资料来源：公司资料，交银国际预测*截至 2025 年底

图表 19：预计城市型业务保持相对稳定（百万元人民币）



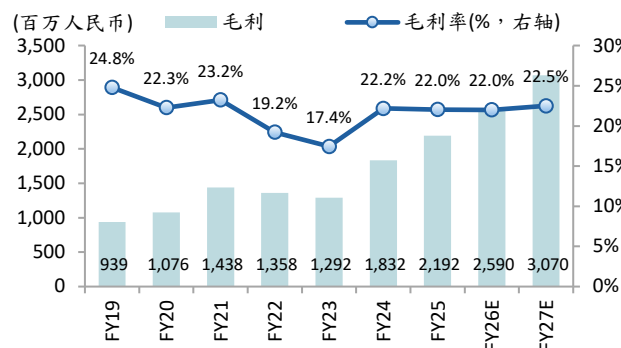
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 20：预计 2025-2027 年 EBITDA 两年 CAGR 达 23.4%



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 21：预计 2025-27 年毛利率预计维持 22-23%



资料来源：公司资料，交银国际预测

中国第二大IDC运营商，AI智算核心受益标的迎价值重估

主攻一线城市的中国内地第二大 IDC 运营商。世纪互联宽带数据中心有限公司 (VNET Group, Inc., “世纪互联”)，成立于 1996 年，并于 2011 年在美国纳斯达克上市，是中国最早的第三方数据中心服务商之一，同时是目前中国内地第二大的运营商中立数据中心服务提供商。深耕数据中心及网络互联服务近三十年，其业务主要集中在一线及周边城市，包括北京、上海和大湾区，这些地区密集的互联网流量、IDC 资源的稀缺以及对 IDC 设备的高要求带来良好的供需关系。截至 2025 财年末，该公司在全国 30 多个城市运营超过 50 座数据中心，基地型业务运营容量 889MW，城市型业务运营机柜数超 49,000 个。

其项目特点主要在于在其规模化的数据中心产业集群，形成了稳固、庞大、全连接的数字化核心底座，不仅满足企业在一线城市的业务布局，更可提供一线城市向边缘城市数据的平滑迁移。此外，作为微软的战略合作伙伴，世纪互联蓝云在中国内地运营国际水准的 Microsoft Azure，Microsoft 365，Dynamics 365 和 Power Platform 等云服务及相关云应用解决方案。

图表 22：大部分机柜位于环京首都区域（截至 2025 年底）

区域	%
基地型数据中心运营容量 (889MW)	
长三角区域	35.0%
环京地区	65.0%
合计	100.0%
基地型数据中心在建容量 (452MW)	
长三角区域	9.7%
环京地区	90.3%
合计	100.0%
基地型数据中心代建容量 (840MW)	
长三角区域	5.1%
环京地区	94.9%
合计	100.0%
城市型机房运营机柜数 (49,863 个机柜)	
长三角区域	20.2%
环京地区	54.1%
粤港澳大湾区	15.4%
其它地区	10.3%
合计	100.0%

注：⁽¹⁾ 城市型 IDC 业务运营指标已考虑 2025 年 11 月公告的私募 REIT 出表影响
资料来源：公司资料，交银国际

转向基地型业务以驱动增长，抢占 AI 算力基建黄金赛道。相较于主要竞争对手，此前公司更专注于零售业务。自 2019 年起，公司开始实施“双核战略”，以发展基地型业务。鉴于基地型业务的需求增长强劲，我们认为公司的战略转型符合需求趋势。公司前瞻性地把握“东数西算”国家战略机遇，在环京地区等地布局大规模、低PUE的绿色数据中心集群，成功抢占 AI 算力基建的黄金赛道。由于来自超大规模客户的在手订单强劲，我们预计公司的总收入在 2025-2028 年期间将以 15.6% 的复合增长率增长。除 IDC 业务外，公司还通过与微软合作，自 2013 年以来在中国内地引入了 Azure 和 Office 365，以提供全球云服务。此外，公司还在中国内地提供 VPN、云和混合 IT 服务。我们预计公司非 IDC 业务将继续稳步增长，到 2030 年底仍贡献约 14-15% 的收入。

多元化的股东结构，核心团队行业经验丰富。公司于 2023 年已通过发行约 6.5 亿股 A 类普通股（占扩大后股本约 42.1%），引入山高控股（412 HK/未评级）作为战略投资者，并全面回购了 2026 年到期的可转换债券。我们相信公司拥有多元化的股东结构，山东高速等产业资本的入股，为公司带来了稳定的战略资源和资金支持，增强了抗风险能力。管理层具备丰富的行业经验，核心团队在数据中心建设、运营和资本运作方面拥有出色的履历，战略执行能力强。

首予买入评级，目标价为 15.76 美元。我们预计公司 2026/2027 年调整后 EBITDA 分别为 36.8 亿/45.4 亿元人民币，同比增长约 23.6%/23.3%。鉴于公司增长前景优于全球成熟型 IDC REITs，但考虑到中概股整体流动性折价，我们给予其 2026 年预期 EBITDA 13 倍的目标 EV/EBITDA 倍数。该倍数与其资产私募估值相若，目标价为 15.76 美元，首次给予**买入**评级。以近期股价计算，世纪互联对应 2026 年市场一致预期的 EV/EBITDA 倍数约为 9 倍。世纪互联现时对应交易估值不仅显著低于 A 股同业；也低于美股同业万国数据（9698 HK/买入）；更大幅低于其自身成熟资产的交易估值。我们中长期看好 AI 以及 AIDC 带来的长期资产价值重估机会，并考虑到公司 AI 相关业务增速更快、利润率改善空间更大，我们认为公司当前的估值有提升空间。

双核战略蓄势待发，非IDC业务稳步增长

双核战略于2019年启动。作为中国内地最早的运营商中立IDC，公司自1996年成立以来一直专注于提供零售服务。多年来，公司已在不同行业建立了多元化的客户群，目前已拥有超过7,000个客户，近年来，受数字化转型、云计算普及、大数据和物联网应用蓬勃发展的推动，超大规模IDC的需求呈现爆发式增长。捕捉到这一趋势，公司在2019年推出了“大定制+新零售”的双核战略，以抓住IDC批发市场更强劲的增长势头和需求。

图表 23：世纪互联双核战略



资料来源：公司资料，交银国际

基地型业务为新重点：助力改善利用率和现金流

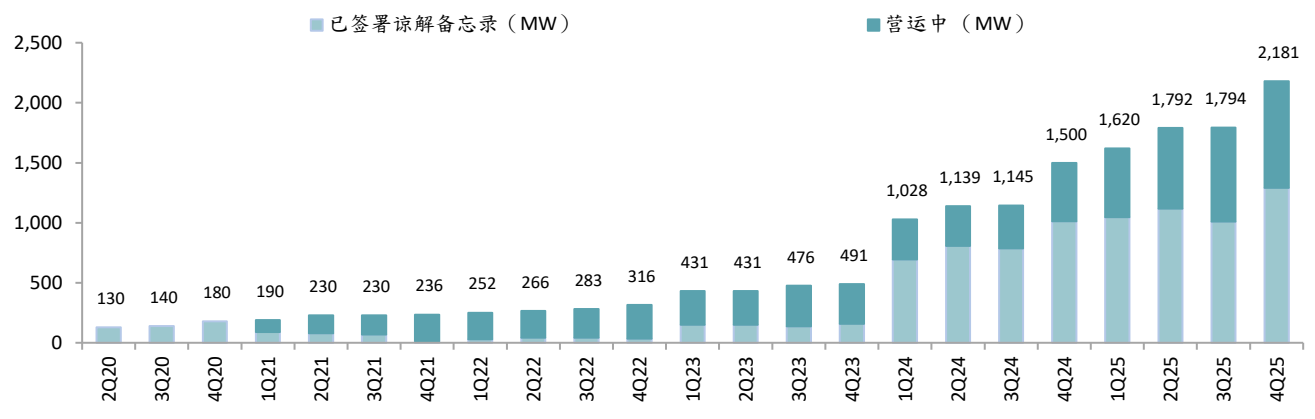
⊕ 增长驶入快车道

公司的基地型业务自2020年开始实现收入，并在收入规模和运营能力方面保持稳步增长，并在2023年开始持续获得了来自超大规模客户的新订单。同时，公司基地型业务交付量自2023年快速增长，运营规模自2023年底的332MW，大幅上升至2024年/2025年的约486MW/889MW，2年CAGR约为63.6%。加上已签署谅解备忘录的基地型项目以及储备项目，总设计容量已达到2,181MW。

此外，自2023年以来，公司获得了多个大型订单，主要集中在基地型（批发型）IDC业务。从订单客户类型来看，互联网厂商和云计算客户成为主力，这些订单大多用于支持AI训练、高性能计算等业务。从区域布局与订单规模看，订单主要集中在环京（京津冀）及乌兰察布等核心区域，而订单容量从数十MW到百MW级别，特别是2025年4季度累计获得的135MW新增基地型订单，显示出公司强劲的接单能力。另外，据2026年3月媒体报道，公司与字节跳动签署约500MW合作协议，若最终落地，将巩固公司在AI算力基础设施领域的龙头地位，并使其运营规模有望实现翻倍式增长。

同时，我们认为快速增长及大量具规模的订单支撑了公司2025年82.4亿元资本开支及2026年100亿-120亿元的资本开支计划，主要用于保障这些订单的交付（2025年交付404MW，创历史新高；2026年计划交付450-500MW）。

图表 24：世纪互联基地型业务规模（包括运营中及已签署谅解备忘录）

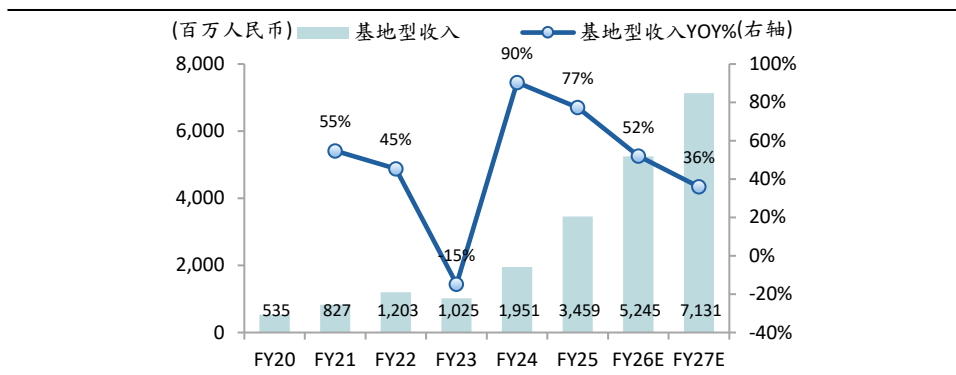


资料来源：公司资料，交银国际

⊕ 预计基地型业务将推动整体利用率和现金流能见度的提升

截至 2025 年底，基地型业务对总收入的贡献已从 2023 年约 14% 大幅提升至 35%。我们预计，基地型业务对收入的贡献比例在 2026/2027/2028 财年将分别增加 9/7/5 个百分点，达到约 44%/51%/56%，到 2033 财年末则可达到约 70%+。一般而言，我们认为基地型 IDC 由于客户数量较少，但因使用容量大致可选替代项目较少，且自身基本建备以及硬件投入高，客户搬迁意愿较低，导致整体流失率相对低，项目通常会拥有较高的利用率和较短的启动期。因此，尽管公司的基地型 IDC 业务预计在未来三年内因谅解备忘录和新竣工项目的快速交付而快速扩张，由于 AI 需求带动新项目普遍有较高预租率，我们预计整体利用率仍将呈温和增长。截至 2025 年底，公司基地型 IDC 的整体利用率为 70.1%，我们预计到 2026-2028 财年底这一数字将逐步提升至 75-77%。

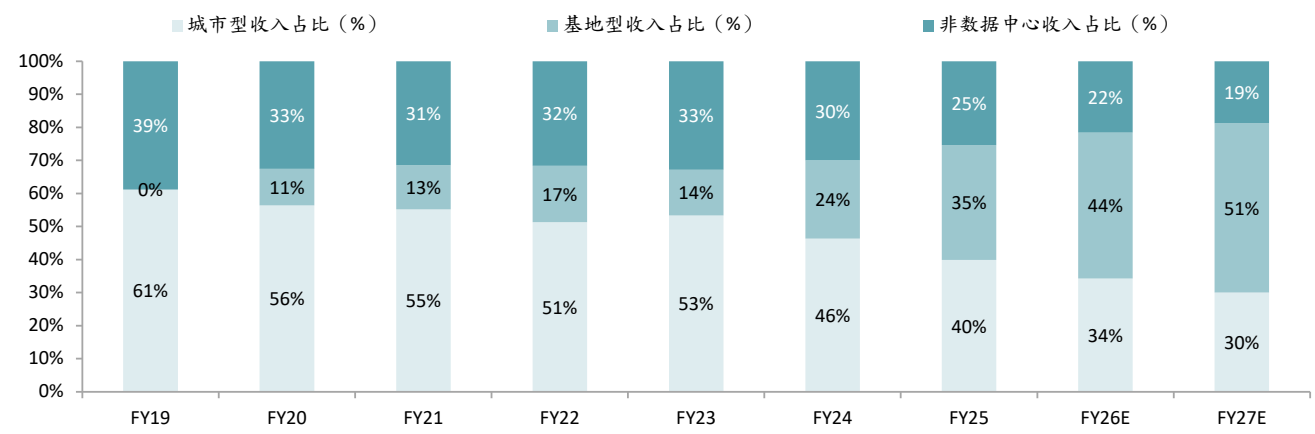
图表 25：公司基地型 IDC 业务收入及同比增长趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

此外，我们认为，基地型业务具有更好的现金流能见度，因为基地型合同通常具有较长的期限，范围为 8 到 10 年以上，而零售合同期限较短，通常为 3 年。因此，随着基地型业务对收入的贡献比例增加，我们预计公司整体现金流能见度将随之提升，从而改善公司长期的流动性状况。

图表 26：2025 年基地型 IDC 业务收入占比大幅上升，料到 2027 年占比过半



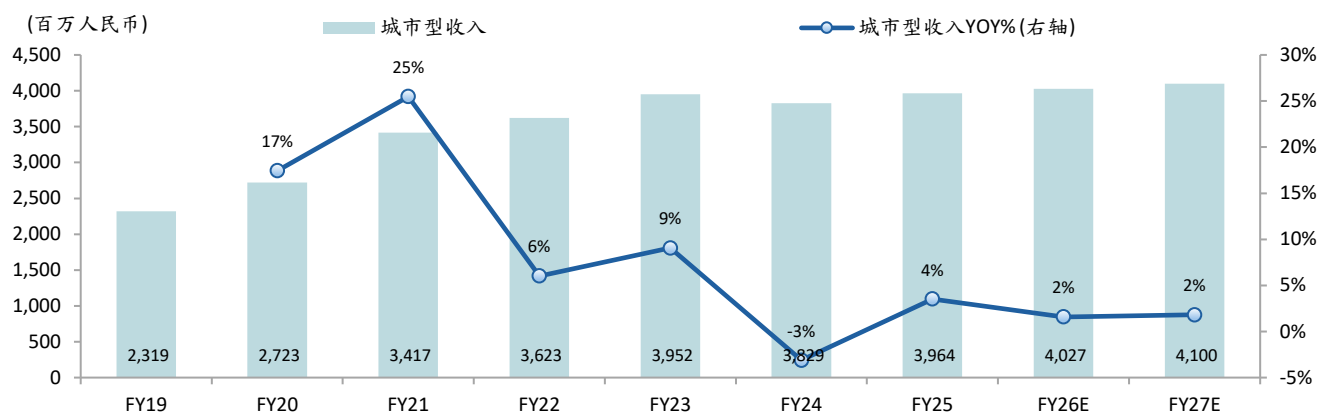
资料来源：公司资料，交银国际预测

城市型业务：均价创近年新高缓解机柜数量下降

城市型业务稳步发展。公司过去一直在扩大其零售业务，客户基础不断夯实。从 2019 年到 2023 年，企业客户数量从约 5,000 家增加到超过 7,000 家。我们注意到这些企业客户表现出很高的忠诚度，这可从过去连续七年保持 1% 以下的平均托管流失率得以验证。随着忠诚度的提高，我们预计零售业务将稳步向前发展。

城市型业务的收入贡献料将减少。过去三年中，城市型业务一直保持增长趋势，但增速略有放缓。零售业务的收入在 2022-2025 财年同比变动分别为 6%/9%/-3%/4%，部分原因是公司战略转向基地型业务。我们预计，在未来 3-5 年内，城市型业务的收入增长将保持在中低个位数百分比，这主要是受平均销售价格增长的推动。此外，随着基地型业务对净收入的贡献增加，城市型业务的贡献相应下降，从 2019 年的 61% 降至 2025 年的 46%。我们预计，到 2027 年，这个比例将进一步逐渐降到约 30%，并在长期内稳定在 15 - 20% 左右。

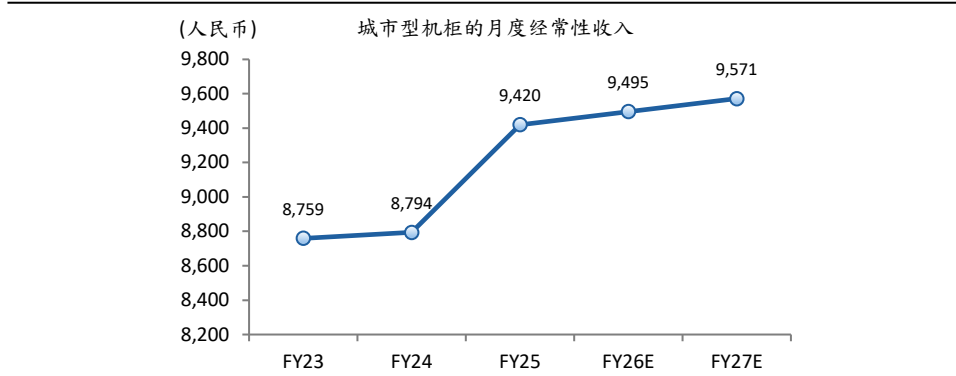
图表 27：公司城市型业务收入及同比增长趋势



资料来源：公司资料，交银国际预测

高均价业务缓解利润压力。我们注意到零售业务每个机柜的月度经常性收入（Monthly Recurring Revenue, MRR）的增加，有助于缓解整体毛利率的下降趋势。零售业务每个机柜的 MRR 持续稳步增长，在 2025 年达到了 9,420 元。

图表 28：零售机柜的月度经常性收入（MRR）



资料来源：公司资料，交银国际预测

非IDC业务：稳定增长可期

公司的非 IDC 业务主要涵盖云服务和 VPN 服务，截至 2025 年，其对总收入的贡献约为 25%。就云服务而言，公司与微软合作，在中国内地提供 Azure、Microsoft 365、Dynamics 365 和 Power Platform 等公共服务。公司与微软之间的现有协议将延续至 2027 年，为公司提供了稳定的收入来源。根据管理层指引，我们认为云服务和 VPN 业务有望继续稳健增长，并预计未来将为总收入贡献约 20%。

财务预测

作为中国第二大的 IDC 服务提供商，世纪互联可以利用其规模和网络优势，保持城市型业务规模稳中有增，同时在基地型市场上大幅提升规模并提高利用率，以推动收入增长。我们预计公司的基地型业务将在未来几年保持强劲增长，从而维持公司的营收势头。

公司营收从 2020 年的 48.29 亿元增长到 2025 年的 99.47 亿元，复合年增长率为 15.5%。随着双核战略的实施，我们预计未来公司的收入主要将受以下因素推动：1) 来自基地型业务的订单和新项目；以及 2) 零售 IDC 业务和非 IDC 业务的稳定增长。

基地型业务带来收入增长的动力

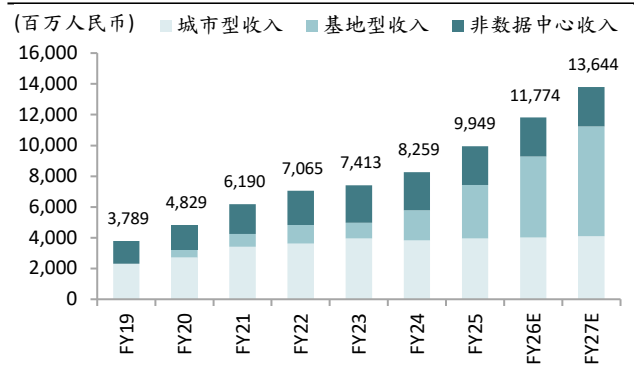
城市型 IDC 业务：在 2020-25 年期间，尽管城市型 IDC 的整体利用率保持在 55-65% 的稳定水平，其收入仍从 27.2 亿元增长到 39.6 亿元，复合年增长率达到 7.8%。这主要归因于公司已利用的城市型 IDC 机柜数量的增加，从 2020 年的 25,261 个增长至 2025 年的 49,863 个，以及每机柜 MRR 的大致仍能保持稳定在 9,000-9,400 元，显示公司在城市型市场的定价能力和产品结构升级策略成功。我们预计未来机柜的利用率和 MRR 都将适度上升，并推动城市型 IDC 业务的营收在 2026/2027 财年达到 40.3 亿元/41.0 亿元。

基地型 IDC 业务：截至 2025 年末，公司基地型总运营容量达 889MW，签约容量为 1,292MW，总额定设计容量达 2,181MW。当中，在营运的 IDC 上架率为 70.1%。其中，在营运成熟期的 IDC 占比约为 62.5%，平均上架率达到 93.1%；而爬坡期容量占比约为 37.5%，平均上架率则为 31.7%。我们相信基地型业务由于需求旺盛，上架率提升速度快，而公司在手储备资源丰富，为未来 2-3 年收入增长提供有效保障。我们预计基地型 IDC 业务的营收在 2026/2027 财年达到 52.0 亿元/69.8 亿元，同比上升 50.4%/34.2%。

非 IDC 业务：除此之外，随着 VPN、云服务和其他服务等其他业务领域的需求大致稳定，我们预计非 IDC 业务未来数年收入大约维持在 25-26 亿元。

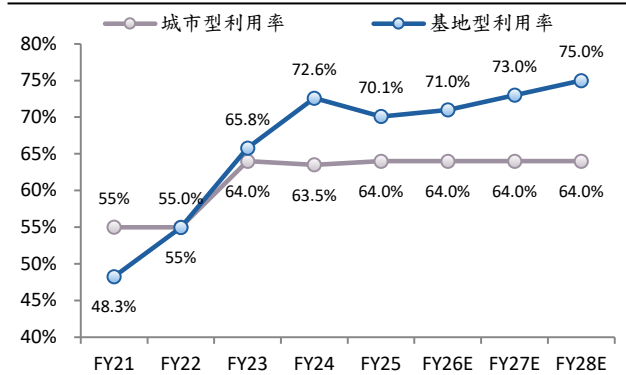
在基地型 IDC 业务的快速增长带动下，我们预计公司总营业收入在 2026/2027/2028 年约为 117.7 亿元/136.4 亿元/153.5 亿元，同比增长约为 18.3%/15.9%/12.5%，3 年复合年增长率为 15.6%。

图表 29: 基地型业务将推动公司的收入增长



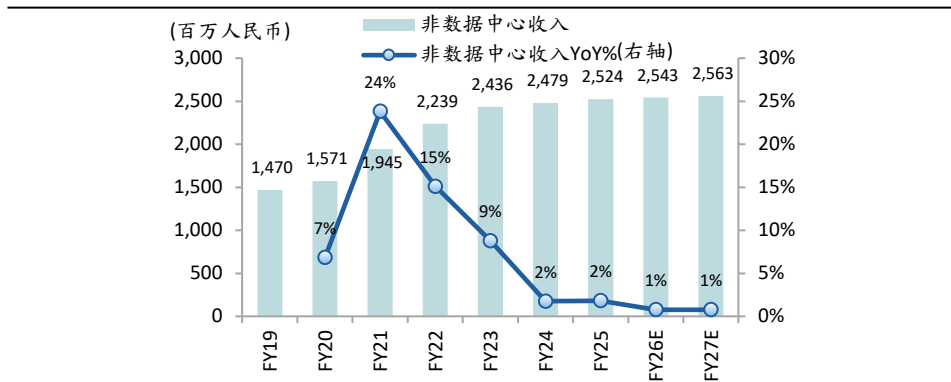
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 30: 预计基地型业务利用率持续提升



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 31: 我们预计 2026-27 年非数据中心收入以低单位百分比增长



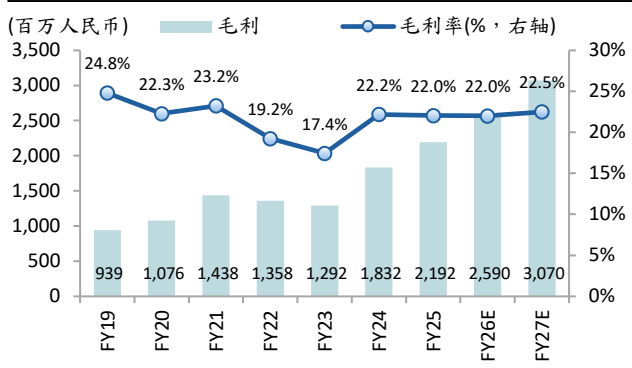
资料来源：公司资料，交银国际预测

预计毛利率稳定在~22%，EBITDA 率上升至~30+%

公司的利润率自 2019 年开始持续承压，主要是由于基地型 IDC 业务的启动以及快速交付的新 IDC 在爬坡期利润率较低所致。毛利率/调整后的 EBITDA 率分别从 2019 年的约 24.8%/27.7% 下降到 2023 年的约 17.4%/23.7%。随着基地型 IDC 业务规模上升，较高利润率的成熟基地型项目开始贡献更多收入占比，使 EBITDA 率有所改善。我们看到 2025 年毛利率/调整后的 EBITDA 率已明显反弹至 22.0%/29.9%。

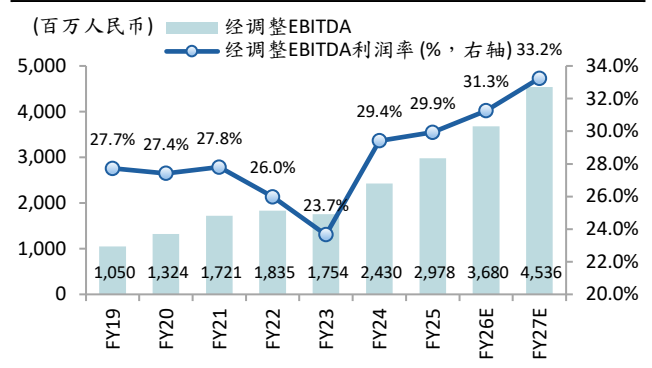
展望未来，尽管基地型 IDC 业务领域新增爬坡的 IDC 仍有可能给利润率带来压力，但我们预计公司整体利润率压力会随成熟 IDC 规模持续上升而有所缓和。同时，我们预计公司的毛利率已在 2023 年触底，并在此后稳定在 22% 左右的水平。另一方面，公司调整后的 EBITDA 率已在 2024-2025 年开始反弹并上升至~29-30%，我们预计 EBITDA 率有望进一步上升，并预测公司调整后的 EBITDA 将从 2025 年的 29.78 亿元分别增长至 2026/2027/2028 年的 36.8/45.4/55.0 亿元。

图表 32: 2023 年毛利率见底，预计随后稳定在 22% 左右



资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 33: 预计 EBITDA 快速增长，EBITDA 率进一步上升



资料来源：公司资料，交银国际预测

同时，公司积极管理债务结构，通过长期债务置换短期债务，优化期限匹配。尽管处于高速投资期，经营性现金流保持净流入。随着已投入运营的批发项目进入收获期，经营性现金流预计将大幅增强。公司在 2025 年通过 REITs、资产处置等方式回笼约 20 亿元人民币资金，这将显著改善投资活动现金流，支持后续发展。我们认为，通过 REITs 等工具将进入稳定运营期的成熟资产“轻资产化”，实现资本的高效循环，可持续提升公司的资产周转率和股东回报。

首予买入，目标价15.76美元，对应13倍2026年EV/EBITDA，而国际和亚太区同行普遍高于20倍

我们采用企业价值倍数法（EV/EBITDA）作为主要估值方法。此方法能有效剔除不同资本结构、税率和折旧政策的影响而导致估值结果失真，更适合评估资本密集型的 IDC 企业。

从相对估值的角度来看，全球领先的数据中心 REITs，如 Equinix (EQIX)、Digital Realty (DLR)，其远期 EV/EBITDA 倍数通常在 18-25 倍之间，反映了市场对稳定现金流资产的溢价。万国数据（9698 HK/买入）作为在美上市的中概股同行业公司，其远期 EV/EBITDA 倍数约为 12-15 倍。另外，与 A 股同业比较：A 股上市的 IDC 公司，如宝信软件（600845 SH/未评级）、数据港（603881 SH/未评级），因其业务往往与国资背景或特定大客户深度协同，且享受一定估值溢价，其 EV/EBITDA 倍数通常在 20-25 倍甚至更高。

从底层资产层面估值参考，另一比较有参考意义的是世纪互联自身通过私募 REITs 进行的资产交易。公司于 2025 年 11 月完全发行全国数据中心行业首单绿色持有型不动产 ABS，项目发行规模约人民币 8.6 亿元，其资产包出售给机构投资者估值对应交易水平约 13 倍 EV/EBITDA。这为上市公司旗下庞大的、包含大量高增长潜力的资产组合，提供了一个坚实的估值底部。同时，我们认为该公司在一线城市以及附近的卫星城市的布局，使得公司能够捕捉到这些核心经济地区受经济增长强劲和对数据中心更高的需求带动的更多业务机遇。

以近期股价计算，世纪互联对应 2026 年市场一致预期的 EV/EBITDA 倍数约为 9 倍。世纪互联现时对应交易估值不仅显著低于 A 股同业，也低于美股同业万国数据，更大幅低于其自身成熟资产的交易估值。考虑到其 AI 相关业务增速更快、利润率改善空间更大，我们认为公司当前的估值有提升空间。

首予买入，目标价 15.76 美元。我们预计公司 2026/2027 年调整后 EBITDA 分别为 36.8 亿/45.4 亿元人民币，同比增长约 23.6%/23.3%。鉴于公司增长前景优于全球成熟型 IDC REITs，但考虑到中概股整体流动性折价，我们给予其 2026 年预期 EBITDA 13 倍的目标 EV/EBITDA 倍数。该倍数与其资产私募估值相若，目标价为 15.76 美元，首次给予**买入**评级。

图表 34: 公司 2020 年以来的预测 EV/EBITDA (倍数) 区间



资料来源: Bloomberg, 交银国际, 数据截至 2026 年 4 月 15 日

图表 35: 全球主要数据中心所有者/运营商估值比较

股票代码	公司名称	币种	收盘价 (交易货币)	市值 (百万港元)	EV/EBITDA (x)				EBITDA CAGR	股息率 (%)				PB (x)			
					FY25A	FY26E	FY27E	FY28E		FY26-28E	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	FY25A	FY26E	FY27E
美国																	
EQIX US	Equinix	USD	1,108.76	853,815	23.0	25.0	23.1	21.1	15.3%	2.4	1.9	2.0	2.2	7.7	7.6	7.5	7.3
DLR US	Digital Realty Trust	USD	200.00	556,704	25.9	24.9	23.1	21.3	17.2%	3.2	2.5	2.5	2.6	3.1	3.1	3.1	3.1
新加坡																	
DCREIT SP	Digital Core REIT	USD	0.53	5,383	13.8	21.1	17.9	21.3	9.1%	7.1	6.8	7.9	7.9	0.7	-	-	-
KDCREIT SP	Keppel DC REIT	SGD	2.38	35,814	22.8	22.0	21.0	19.8	16.4%	4.6	4.6	4.7	5.0	1.4	1.4	1.4	1.4
中国香港/中国内地																	
1686 HK	新意网	HKD	6.21	14,669	16.2	13.3	11.9	9.3	14.8%	1.6	2.1	2.7	3.4	2.5	4.0	3.6	3.2
9698 HK	万国数据	HKD	43.96	72,579	24.7	16.6	15.1	13.0	15.1%	-	-	-	-	2.4	4.2	4.0	5.4
VNET US	世纪互联	USD	9.22	20,572	9.5	8.4	6.8	6.0	16.7%	-	-	-	-	2.9	3.0	2.6	2.1
603881 CH	数据港	CNY	5.21	3,243	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-	-	-	-	-	8.6	-	-	-
300383 CH	光环新网	CNY	37.30	30,775	22.3	23.4	21.6	n.a.	5.8%	0.2	0.2	0.2	-	8.1	7.6	7.2	7.0
平均					20.0	19.2	17.3	16.1	12.4%	2.4	2.3	2.6	3.5	3.4	4.1	3.9	4.2

资料来源: Bloomberg 预测, 交银国际, 截至 2026 年 4 月 27 日

主要风险因素

宏观经济与政策风险：若宏观经济复苏不及预期，可能导致企业IT预算收缩，延迟或减少数据中心租用。国家对于数据中心能效指标（PUE）、用水效率（WUE）的监管可能进一步收紧，影响新项目的审批和建设进度。“东数西算”政策的实施细则变化也可能影响区域需求。

订单与需求不及预期风险：如果AI算力需求增速放缓、头部客户资本开支削减，可能导致新增订单不足。同时，如产能投放过快，上架率不及预期，也会影响营收与盈利增长。

成本上涨超预期。全球通胀以及地缘政治的不确定性或对数据中心运营的最大成本项——能源成本产生影响。若能源成本急剧上升，即会导致在费率重设或合同续签之前的利润率降低。

技术与供应链风险：全球AI芯片（特别是高端GPU）若供应紧张或出口管制升级，可能延缓下游客户的数据中心上架和扩容计划，从而影响世纪互联的机柜交付和收入确认节奏。

财务与利率风险：公司处于高速扩张期，资本开支较大。若海内外货币政策收紧，市场利率上升，将增加公司的财务成本，侵蚀利润。如果资本市场融资环境恶化，可能影响其扩张速度和融资计划。

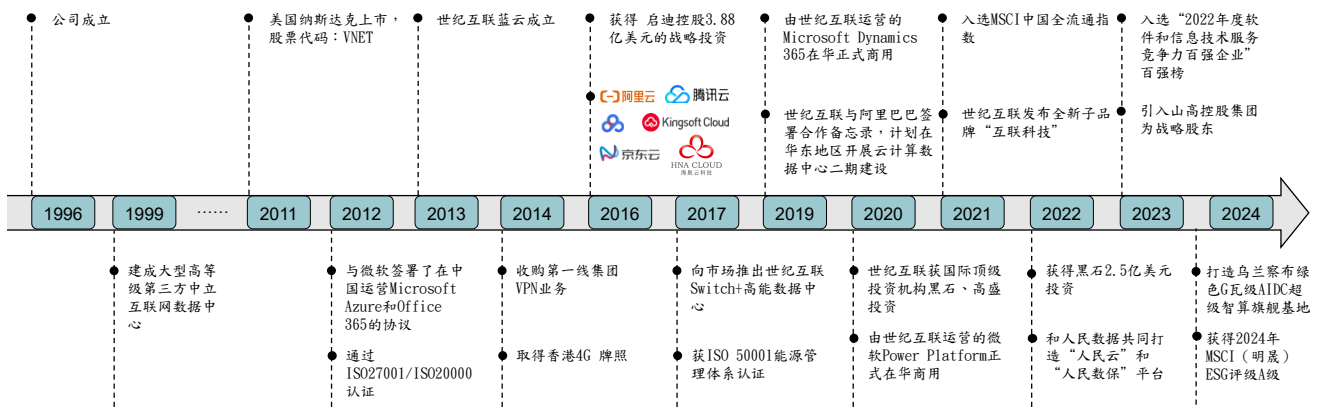
市场竞争风险：IDC行业吸引力强，除了传统第三方IDC，电信运营商、云厂商自身也在加大自建数据中心投入。市场竞争可能加剧，尤其是在一些热门区域，可能导致价格压力，影响短期利润率。

运营与项目风险：数据中心建设规模大、周期长，可能面临建设延期、成本超支的风险。已运营的数据中心需确保电力供应绝对稳定，任何重大运营中断都会对声誉和财务造成严重影响。

附录

公司发展里程碑

图表 36: 公司发展沿革



资料来源：公司资料，交银国际

管理层简介

陈升——创始人兼执行董事长：陈升先生1991年毕业于清华大学电机工程系，从1991年开始就专注互联网基础设施及新一代信息技术领域，是业界著名技术构架设计和产品创新的引领者，曾荣获工信部“中国两化融合十大领军人物”奖项。陈升先生目前为中国领先的第三方专业数据中心服务提供商、美国纳斯达克上市企业-世纪互联集团（Nasdaq：VNET）创始人兼执行董事长；中国互联网协会常务理事；中国信息化百人会理事；国家能源互联网产业及技术创新联盟副理事长；清华大学互联网产业研究院副理事长；清华大学能源互联网创新研究院副理事长。陈升先生在区块链领域笔名为元道，现任中关村区块链产业联盟理事长，上海复旦大学区块链工程技术研究中心技术委员会委员；中央财经大学区块链联合实验室学术委员会副主任委员。元道先生是中国区块链产业著名的通证思想创始人，中国区块链行业意见领袖。

刘晓——轮值首席执行官：刘晓女士自2025年11月起任世纪互联集团执行副总裁，2025年12月起担任集团轮值总裁。刘晓女士拥有超过20年的财务管理、投融资及企业管理经验。2010年至2021年期间，刘晓女士曾于世纪互联集团担任多项高级管理职务，包括于2018年至2021年出任集团首席财务官，并于2020年至2021年兼任批发IDC业务群总裁。在任首席财务官期间，她主导制定了集团的五年战略规划，协助公司市值增长至超50亿美元，并成功完成了总计16.5亿美元的融资工作。此后，刘晓女士曾在一家超大规模数据中心公司及一家专注于大模型的人工智能科技公司担任首席财务官。在首次加入世纪互联之前，她于2003年至2010年在毕马威华振会计师事务所担任审计经理。刘晓女士持有北京大学经济学及法学双学士学位，并具备美国北达科他州注册会计师资格。

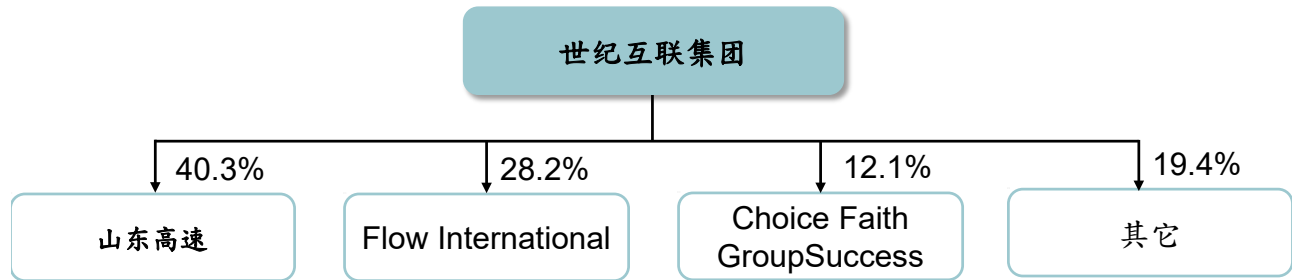
王琪宇——首席财务官：王琪宇先生自2023年7月起担任世纪互联集团的首席财务官。他自2022年4月起担任集团的财务副总裁。在加入集团之前，王先生在中国电信行业拥有超过20年的经验，负责业务运营、财务管理和资本运营。从2016年到2021年，王先生曾担任中国电信国际有限公司的副总裁，负责战略业务发展和并购工作。王先生拥有香港科技大学的工商管理硕士学位（EMBA）。

申成钢——集团执行副总裁、IDC战略事业群总经理：申成钢先生于2017年1月加入公司，现任世纪互联集团执行副总裁兼IDC战略事业群总经理。在加入世纪互联之前，申成钢先生在IT战略规划、云计算和数据中心等相关领域有近20年的业务运营管理经验。申成钢先生曾在某大型数据中心担任副总裁职位，并在三星电子、惠普、电子资讯系统等大型跨国企业担任高级管理职位，在金融、制造、能源、航空等多个行业积累了丰富的技术与管理经验。申成钢先生拥有四川大学软件工程学士学位。

马炬——集团执行副总裁、AIDC战略事业群总经理：马炬先生于2021年1月加入公司，现任世纪互联集团执行副总裁兼AIDC战略事业群总经理职务。在加入世纪互联之前，马炬先生于2018年至2020年期间担任中视瑞德公司总经理职务。在此之前，马炬先生先后担任中央人民广播电台副总工程师、国家广电总局广播科学研究院院长、国家广电总局科技司副司长、新疆广播电视台副厅厅长等职务。马炬先生拥有教授级高级工程师职称以及清华大学硕士学位。

股权架构

图表 37: 世纪互联集团股权架构



资料来源：公司资料，交银国际

图表 38：世纪互联 (VNET US) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	8,259	9,949	11,774	13,644	15,351
主营业务成本	(6,427)	(7,757)	(9,184)	(10,574)	(11,820)
毛利	1,832	2,192	2,590	3,070	3,531
销售及管理费用	(923)	(1,076)	(1,284)	(1,475)	(1,644)
研发费用	(247)	(261)	(341)	(396)	(445)
其他经营净收入/费用	7	(75)	(94)	(109)	(123)
经营利润	669	780	870	1,090	1,319
财务成本净额	(373)	(561)	(616)	(772)	(921)
其他非经营净收入/费用	178	198	20	23	24
税前利润	475	417	274	341	422
税费	(234)	(558)	(55)	(68)	(84)
非控股权益	8	7	0	0	0
净利润	248	(133)	219	273	338
作每股收益计算的净利润	183	(252)	65	73	78

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,492	5,524	9,519	10,532	10,520
应收账款及票据	1,656	2,222	3,893	3,330	4,951
其他流动资产	3,672	3,706	5,010	5,681	6,150
总流动资产	6,820	11,452	18,422	19,542	21,620
物业、厂房及设备	17,217	22,776	30,363	37,509	45,239
无形资产	1,404	2,005	2,274	2,737	3,363
其他长期资产	6,916	8,362	8,246	8,425	8,503
总长期资产	25,537	33,142	40,883	48,671	57,105
总资产	32,357	44,594	59,305	68,214	78,726
短期贷款	589	1,173	1,173	1,173	1,173
应付账款	4,397	6,356	11,458	11,820	14,376
其他短期负债	4,357	4,919	7,746	9,174	10,442
总流动负债	9,343	12,447	20,376	22,167	25,990
长期贷款	7,767	11,580	18,097	23,745	29,299
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8,325	12,003	12,048	13,246	14,043
总长期负债	16,093	23,582	30,145	36,991	43,341
总负债	25,436	36,030	50,521	59,157	69,331
股本	6,259	6,102	6,321	6,594	6,932
储备及其他资本项目	107	116	116	116	116
股东权益	6,366	6,218	6,438	6,711	7,049
非控股权益	555	2,346	2,346	2,346	2,346
总权益	6,921	8,564	8,784	9,057	9,395

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	248	(133)	219	273	338
折旧及摊销	1,598	110	2,727	3,352	4,064
营运资本变动	(309)	2,691	3,437	531	845
其他经营活动现金流	468	(444)	186	511	539
经营活动现金流	2,005	2,223	6,571	4,666	5,786
资本开支	(4,924)	(8,170)	(10,235)	(10,418)	(11,705)
其他投资活动现金流	533	(770)	(579)	(756)	(977)
投资活动现金流	(4,391)	(8,939)	(10,814)	(11,174)	(12,682)
负债净变动	(1,511)	7,335	8,291	6,570	6,345
其他融资活动现金流	(2,630)	3,502	(52)	951	539
融资活动现金流	(4,140)	10,837	8,239	7,520	6,884
汇率收益/损失	(5)	0	0	0	0
年初现金	2,244	1,492	5,524	9,519	10,532
年末现金	1,492	5,524	9,519	10,532	10,520

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.115	(0.156)	0.041	0.045	0.048
全面摊薄每股收益	0.105	(0.155)	0.040	0.045	0.048
利润率分析(%)					
毛利率	22.2	22.0	22.0	22.5	23.0
EBITDA利润率	27.5	8.9	30.6	32.6	35.1
净利率	3.0	(1.3)	1.9	2.0	2.2
盈利能力(%)					
ROA	0.8	(0.3)	0.4	0.4	0.5
ROE	3.7	(1.7)	2.5	3.1	3.7
其他					
净负债权益比(%)	99.2	84.4	111.0	158.8	212.4
利息覆盖率	6.8	1.6	4.4	4.4	4.5
流动比率	0.7	0.9	0.9	0.9	0.8
应收账款周转天数	89.3	93.0	94.8	96.6	98.4
应付账款周转天数	43.2	44.9	44.4	44.1	44.5

数据中心

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 41.86	港元 56.65个	+35.3%

2026年4月29日

万国数据 (9698 HK)

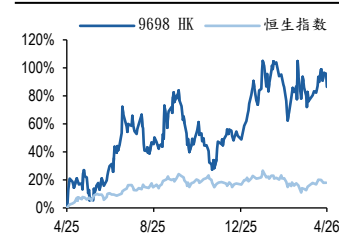
AI 浪潮带来重估机会；重申买入，上调目标价

- ⊕ **中国内地领先的高性能数据中心运营商和服务商。**万国数据是当前中国内地市场份额最大的独立第三方数据中心运营商，其数据中心以高电力密度、高可用性（Tier III 及以上标准）、广泛的网络连接和卓越的运营能力著称，是数字经济的核心基础设施供应商。截至 2025 年第 4 季，拥有 95 个超大规模数据中心，在营运面积达 65.4 万平方米，加上在建面积总面积达 72.7 万平方米。另外，计在 DayOne 下的已预订的容量达 837MW，已开始计费在营运容量超过 369MW。
- ⊕ **多方位核心竞争力。**我们认为公司拥有多方位的核心竞争力以保障市场竞争力并有助快速提升其收入：1) 项目资源与战略布局能力构建核心壁垒；2) 领先技术优势、高液冷技术渗透率及高算力密度数据中心占比；3) 大规模布局，客户粘性强；4) AI 浪潮的新增量以及大模型训练与推理的算力需求推升收入；及 5) 海外业务提供额外业务支撑以抓住 AI 爆发带来的增长点。
- ⊕ **2026-2028 年 EBITDA CAGR 预计达 13%。**我们预期到 2026 年万国数据的业务结构将发生显著优化，AI 相关业务收入占比有望从目前的较低水平提升至 30% 以上，同时海外收入开始形成规模贡献。我们预计收入增速将因 AI 需求的强劲拉动而重回双位数的高速增长通道。我们预期公司 2026 至 2028 年 EBITDA 增长至人民币 53.0 亿元/57.8 亿元/70.3 亿元，2026-2028 年 CAGR 预计达 13%。
- ⊕ **重申买入，上调目标价至 56.65 港元。**我们认为，当前股价尚未完全反映 AI 浪潮给公司带来的结构性价值重估机会。业绩重点催化剂包括：AI 客户签约量及上电进度、融资成本下降及资产负债表改善、传统云需求复苏及海外的贡献。公司凭借其卓越的客户资源、战略资源储备和技术能力，正处于从“数字地产”向“AI 算力基石”转型的关键拐点。短期内，市场或仍会关注其负债和盈利波动，但中长期成长逻辑清晰，估值合理，我们上调目标价至 56.65 港元，对应约 FY26E 18 倍 EV/EBITDA，重申**买入**，建议积极关注其 AI 订单落地及利润率改善的进展，逢低布局。

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)	46.00
52周低位 (港元)	23.15
市值 (百万港元)	61,458.85
日均成交量 (百万)	2.23
年初至今变化 (%)	24.21
200天平均价 (港元)	38.07

资料来源：FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	10,322	11,432	12,888	15,140	17,652
同比增长 (%)	5.5	10.8	12.7	17.5	16.6
净利润 (百万人民币)	(649)	959	57	860	1,792
每股盈利 (人民币)	2.29	0.59	0.57	1.21	1.96
同比增长 (%)	-177.2	-74.2	-3.8	113.2	62.0
Non-GAAP EBITDA (百万人民币)	4,876.4	5,403.5	5,964.1	6,975.7	8,402.2
市盈率 (倍)	16.0	62.0	64.5	30.2	18.7

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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 39：万国数据 (9698 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	10,322	11,432	12,888	15,140	17,652
主营业务成本	(8,099)	(8,847)	(9,865)	(10,832)	(12,012)
毛利	2,223	2,585	3,023	4,308	5,640
销售及管理费用	(1,034)	(1,047)	(1,116)	(1,251)	(1,404)
研发费用	(36)	(33)	(37)	(43)	(50)
其他经营净收入/费用	0	(1,561)	0	0	0
经营利润	1,152	(56)	1,870	3,014	4,186
财务成本净额	(1,835)	(1,635)	(1,944)	(2,044)	(2,002)
其他非经营净收入/费用	68	2,404	150	176	205
税前利润	(615)	713	75	1,146	2,389
税费	(156)	(470)	(19)	(287)	(597)
非控股权益	122	716	0	0	0
净利润	(649)	959	57	860	1,792
作每股收益计算的净利润	3,371	895	861	1,836	2,975

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7,868	14,441	15,147	16,561	14,651
应收账款及票据	3,022	2,467	4,092	3,610	4,918
其他流动资产	723	1,639	1,803	1,958	2,148
总流动资产	11,613	18,547	21,042	22,129	21,717
物业、厂房及设备	40,204	38,054	39,444	41,936	45,208
无形资产	481	689	903	1,154	1,447
其他长期资产	21,350	22,709	23,605	24,768	26,166
总长期资产	62,036	61,451	63,951	67,858	72,821
总资产	73,649	79,998	84,993	89,986	94,538
短期贷款	4,342	2,952	4,300	5,474	6,501
应付账款	2,594	1,932	14,947	2,464	3,312
其他短期负债	2,143	2,244	2,339	2,716	3,135
总流动负债	9,078	7,128	21,587	10,654	12,948
长期贷款	21,906	23,363	23,742	36,771	34,883
长期应付账款	8,577	12,144	0	0	0
其他长期负债	10,419	9,625	11,012	12,019	13,134
总长期负债	40,902	45,133	34,754	48,789	48,017
总负债	49,980	52,261	56,341	59,443	60,966
股本	22,458	25,783	26,699	28,589	31,618
股东权益	22,458	25,783	26,699	28,589	31,618
记作权益的金融工具	1,081	1,057	1,057	1,057	1,057
非控股权益	130	897	897	897	897
总权益	23,669	27,737	28,653	30,543	33,572

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	3,304	959	916	1,891	3,029
折旧及摊销	3,243	3,459	3,765	3,563	3,788
营运资本变动	(544)	94	(1,904)	(1,002)	(1,863)
其他经营活动现金流	(4,065)	(1,147)	0	0	0
经营活动现金流	1,938	3,365	2,776	4,452	4,955
资本开支	(3,169)	(3,040)	(5,155)	(6,056)	(7,061)
其他投资活动现金流	(5,591)	0	0	0	0
投资活动现金流	(8,761)	(3,040)	(5,155)	(6,056)	(7,061)
负债净变动	629	(1,492)	1,727	14,202	(860)
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	16,428	7,598	1,358	(11,185)	1,057
融资活动现金流	17,057	6,106	3,085	3,017	197
汇率收益/损失	(14)	(84)	0	0	0
年初现金	7,355	7,868	14,441	15,147	16,561
年末现金	7,868	14,441	15,147	16,561	14,651

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	2.285	0.589	0.566	1.208	1.956
全面摊薄每股收益	2.285	0.544	0.524	1.117	1.809
利润率分析 (%)					
毛利率	21.5	22.6	23.5	28.5	32.0
EBITDA利润率	47.2	47.1	44.9	46.1	47.6
净利率	(6.3)	8.4	0.4	5.7	10.2
盈利能力 (%)					
ROA	(1.0)	0.3	0.1	1.0	1.9
ROE	(3.5)	0.9	0.2	2.9	5.6
其他					
净负债权益比 (%)	77.7	42.8	45.0	84.1	79.6
利息覆盖率	2.4	2.6	2.7	3.1	3.8
流动比率	1.3	2.6	1.0	2.1	1.7
应收账款周转天数	106.9	78.8	92.9	92.8	88.2
应付账款周转天数	120.4	93.4	93.4	93.4	93.4

数据中心

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 6.08	港元 8.58	+41.1%

2026年4月29日

新意网集团 (1686 HK)

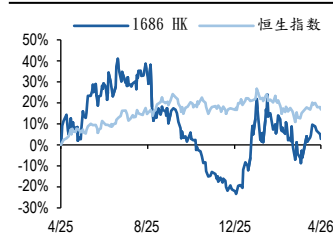
MEGA IDC 把握行业增长机遇；重申买入

- 中国香港领先的数据中心服务商。新意网集团是中国香港市占率最高的数据中心服务商，为新鸿基地产的科技旗舰，主要从事数据中心及资讯科技设施管理业务，并聚焦于中国香港地区业务。公司核心资产为 MEGA Campus 系列数据中心，涵盖 MEGA-i、MEGA Plus、MEGA IDC 等多个优质设施，布局于将军澳、沙田、荃湾等战略节点已投入使用的电力容量超过 100MW，加上 2027 年前预计竣工的 MEGA IDC 2 期，总规划电力容量达 280MW，约为中国香港市场已投入及规划中项目总电力容量的四分之一，拥有完善的运营网络。
- MEGA IDC 2 期添增长动力。2026 年公司聚焦三大发展方向以把握行业增长机遇，包括 1) 加快 MEGA IDC 第二期建设，该项目全面落成后公司总容量及电力供应能力将显著提升为最多 280MW；2) 持续深耕 AI 及云端服务市场，抓住我国科技企业海外扩容带来的需求增长机遇，同时优化现有设施功率密度，满足客户多元需求；及 3) 强化可持续发展与成本管控。
- 预测 2026 年 EBITDA 增 13%。我们预测公司 2026 年预计实现收入 32.66 亿港元，同比增长 11.1%；调整后 EBITDA 为 23.7 亿港元，净利润 10.8 亿港元，分别同比增长 14.2% 以及 13.0%，主要由于 MEGA IDC 利用率的进一步提升；成熟项目的租金上调；以及原有客户对容量需求的增加。
- 维持目标价 8.58 港元，维持买入。我们认为，公司作为中国香港数据中心行业龙头，受益于 AI 及数字经济发展红利，核心资产稀缺，财务稳健。短期来看，MEGA IDC 一期产能上架以及 AI 客户增长将支撑业绩稳步提升。中长期，MEGA IDC 二期在未来两年投入营运可带来容量增量并可有助进一步提升公司市场份额及盈利能力。我们维持目标价为 8.58 港元，约为 21 倍 FY26E EV/EBITDA，维持公司买入评级，相信公司在中国香港本地的龙头地位及其市占率与中小型或外来企业相比具备估值优势。

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)	8.33
52周低位 (港元)	4.53
市值 (百万港元)	24,679.17
日均成交量 (百万)	3.20
年初至今变化 (%)	32.17
200天平均价 (港元)	5.79

资料来源：FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

年结6月30日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万港元)	2,674	2,938	3,266	3,691	4,306
同比增长 (%)	14.0	9.9	11.1	13.0	16.6
净利润 (百万港元)	907	979	1,083	1,282	1,486
每股盈利 (港元)	0.22	0.24	0.27	0.32	0.37
同比增长 (%)	0.2	7.8	10.6	18.3	16.0
Non-GAAP EBITDA (百万港元)	1,849.0	2,127.0	2,368.7	2,666.6	2,973.5
每股账面净值 (港元)	1.26	1.42	1.45	1.50	1.55
市账率 (倍)	4.82	4.28	4.20	4.07	3.93
股息率 (%)	1.8	2.0	2.2	2.6	3.0

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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 40：新意网集团 (1686 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结6月30日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	2,674	2,938	3,266	3,691	4,306
主营业务成本	(1,259)	(1,273)	(1,402)	(1,585)	(1,928)
毛利	1,414	1,665	1,863	2,106	2,378
销售及管理费用	(155)	(180)	(189)	(214)	(250)
其他经营净收入/费用	20	17	0	0	0
经营利润	1,279	1,502	1,674	1,892	2,128
财务成本净额	(220)	(337)	(384)	(361)	(348)
其他非经营净收入/费用	0	(3)	0	0	0
税前利润	1,060	1,162	1,290	1,532	1,780
税费	(152)	(183)	(207)	(250)	(294)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	907	979	1,083	1,282	1,486
作每股收益计算的净利润	907	979	1,083	1,282	1,486

资产负债表 (百万港元)					
截至6月30日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	499	424	512	1,011	1,660
应收账款及票据	697	907	1,008	1,140	1,329
存货	6	4	4	4	4
其他流动资产	39	38	38	38	38
总流动资产	1,240	1,372	1,562	2,192	3,031
物业、厂房及设备	22,770	23,464	24,545	25,541	26,496
其他长期资产	62	59	59	59	59
总长期资产	22,832	23,523	24,604	25,600	26,555
总资产	24,072	24,895	26,166	27,792	29,586
短期贷款	0	98	0	0	107
应付账款	1,780	1,408	1,551	1,753	2,132
其他短期负债	183	2,420	2,727	3,271	3,817
总流动负债	1,963	3,926	4,277	5,024	6,056
长期贷款	11,897	9,529	10,345	11,026	11,583
其他长期负债	5,094	5,662	5,662	5,662	5,662
总长期负债	16,991	15,191	16,006	16,687	17,244
总负债	18,954	19,117	20,283	21,712	23,300
股本	234	236	236	236	236
储备及其他资本项目	4,882	5,540	5,644	5,842	6,047
股东权益	5,116	5,776	5,880	6,079	6,283
非控股权益	2	2	2	2	2
总权益	5,118	5,778	5,882	6,081	6,285

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结6月30日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	907	979	1,083	1,282	1,486
折旧及摊销	152	183	199	216	223
营运资本变动	(81)	(190)	42	71	190
利息调整	206	326	384	361	348
税费	396	564	306	545	545
其他经营活动现金流	10	12	0	0	0
经营活动现金流	1,590	1,875	2,014	2,474	2,793
资本开支	(2,978)	(1,195)	(896)	(852)	(830)
其他投资活动现金流	14	13	0	0	0
投资活动现金流	(2,965)	(1,182)	(896)	(852)	(830)
负债净变动	3,273	976	717	681	664
权益净变动	700	500	0	0	0
股息	0	125	(979)	(1,083)	(1,282)
其他融资活动现金流	(2,336)	(2,368)	(767)	(721)	(696)
融资活动现金流	1,637	(767)	(1,030)	(1,123)	(1,314)
年初现金	237	499	424	512	1,011
年末现金	499	424	512	1,011	1,660

财务比率					
年结6月30日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(港元)					
核心每股收益	0.223	0.241	0.267	0.315	0.366
全面摊薄每股收益	0.223	0.241	0.266	0.315	0.366
每股股息	0.112	0.121	0.134	0.158	0.183
每股账面值	1.260	1.421	1.446	1.495	1.546
利润率分析(%)					
毛利率	52.9	56.7	57.1	57.1	55.2
EBITDA利润率	69.2	72.4	72.5	72.2	69.1
净利率	33.9	33.3	33.2	34.7	34.5
盈利能力(%)					
ROA	4.0	4.0	4.2	4.8	5.2
ROE	18.6	18.0	18.6	21.4	24.0
其他					
净负债权益比(%)	222.7	159.3	167.1	164.7	159.6
利息覆盖率	2.4	2.8	3.1	3.7	4.3
流动比率	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转天数	1.1	0.6	0.4	0.4	0.3
应收账款周转天数	88.1	99.6	107.0	106.2	104.6
应付账款周转天数	239.9	198.0	165.3	163.3	164.7

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拔康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司及上海易景信息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及光大证券股份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，或可能以委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，并可能受递送延误、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。



机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
张靖	(852) 3710 3330	jing.zhang
张家尔	(852) 3710 3206	William.Zhang
洪尚	(852) 3710 3226	carla.hong