

奥飞数据（300738.SZ）系列报告 2:

核心受益 AIGC 浪潮，IDC 黑马“国内+一带一路”双线成长

IDC 行业供给侧洗牌接近尾声，市场份额将向头部厂商集中，公司持续提升 alpha，在核心卡位积极布局大规模数据中心，不断加深与百度、字节等大型互联网客户和运营商的合作，使得公司未来持续成长具备坚实保障。

- **2 万存量，5 万待交，自持比例上升带动毛利率稳步增长。** 奥飞数据是国内领先的互联网云计算与大数据基础服务综合解决方案提供商。公司最早以租赁机柜为主，2014 年开始在广州自建机柜，2018 年公司上市后逐渐扩大自建机柜规模。截至 2021 年末公司数据中心总机柜数约 2 万个，23 年起公司在手储备的 5 万个机柜将陆续交付。其中，廊坊固安：25,000 个；广州南沙 10,000 个；天津武清 12,000 个；云南昆明首期规划 3300 个、江西南昌 2,200 个机柜均稳步推进中。
- **运营能力优秀，客户资源丰富。** 公司高管团队及骨干均具备运营商背景，在 IDC 运营方面积累了丰富的经验，吸引优质客户资源。与百度、快手、字节跳动、网易、腾讯、阿里等大互联网客户积极合作。公司与百度就南沙和廊坊固安数据中心项目达成合作协议，签约金额分别为 10 亿和 9.5 亿元，预计未来仍有持续扩容需求。同时作为三大运营商的核心合作伙伴，通过优质资源获绑定大客户，未来持续成长具备了坚实保障。
- **海外项目重启拓展，网络资源+先发优势助显著。** 作为国内最早实施出海战略的 IDC 厂商之一，从 16 年开始逐步扩张海外 IDC 资源节点。子公司奥飞国际搭建 AAE-1 海缆资源网络，拥有此海缆 250G 带宽和长久的使用权益，互联了公司在东南亚、欧洲和美洲等 40 多个节点。依托多年的技术累积、运营经验和资源优势，奥飞国际与超过 100 家的海外运营商、知名数据中心企业等进行深度合作。2022 年底在中阿峰会与各方签约在沙特投资建设数据中心与云计算平台，预计下半年开始动工，公司将得到一个自持自营、稳定的核心节点和业务枢纽，辐射周边国家地区，建立独特的资源优势。
- **维持“强烈推荐”投资评级。** 华南 IDC 黑马，全国机房稳步交付，作为 ChatGPT 算力支撑核心标的，将迎来戴维斯双击。从行业 beta 来看：（1）供给侧：加速洗牌，IDC 行业触底，头部厂商集中度将进一步提升；（2）需求侧：ChatGPT 训练和推理将带来海量算力需求；此外，近期老旧机房存量机柜迁移带来较多增量需求；从公司 Alpha 来看：南沙、廊坊批量交付+深度绑定百度等大客户+海外重启拓展。奥飞数据将迎来新一轮上行周期。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.56 亿元、2.08 亿元、3.03 亿元，对应 PE 为 69.7 倍、52.3 倍、35.9 倍，对应 EV/EBITDA 分别为 29.9 倍、21.2 倍和 17.6 倍。
- **风险提示：IDC 机房交付和销售进度低于预期、行业竞争加剧、海外业务拓展不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	841	1205	1085	1461	1939
同比增长	-5%	43%	-10%	35%	33%
营业利润(百万元)	177	160	171	234	342
同比增长	66%	-10%	7%	37%	46%
归母净利润(百万元)	157	145	156	208	303

敬请阅读末页的重要说明

强烈推荐（维持）

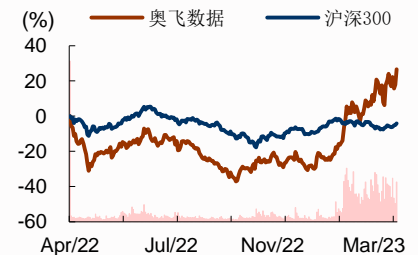
TMT 及中小盘/通信
 目标估值：NA
 当前股价：15.73 元

基础数据

总股本（万股）	69099
已上市流通股（万股）	68442
总市值（亿元）	109
流通市值（亿元）	108
每股净资产（MRQ）	2.4
ROE（TTM）	7.8
资产负债率	73.3%
主要股东	广州市昊盟计算机科技有限
主要股东持股比例	32.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	94	27
相对表现	18	87	31



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《奥飞数据（300738）—中阿峰会强调数字化转型，公司加速中东布局》2022-12-13
- 《奥飞数据（300738）—大型自建 IDC 有序推进，收入利润稳步提升》2022-04-26
- 《奥飞数据（300738）—归母净利润同比高增，供给侧改革赋予行业结构性机会》2021-10-27

梁程加 S1090522060001

liangchengjia@cmschina.com.cn

孙嘉擎 研究助理

sunjiaqing@cmschina.com.cn

同比增长	51%	-8%	8%	33%	46%
每股收益(元)	0.23	0.21	0.23	0.30	0.44
PE	69.4	75.2	69.7	52.3	35.9
PB	8.4	7.0	4.9	4.5	4.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司介绍：华南 IDC 黑马，全国机柜稳步交付	6
1、 从租赁到自建，华南 IDC 黑马规模持续扩张	6
2、 核心管理层行业背景深厚，股权激励彰显发展信心	8
3、 财务分析：IDC 业务复合增速超 50%，毛利率持续上升	10
4、 融资情况：多次融资扩张 IDC 版图	12
二、 行业情况：IDC 行业供给侧、需求侧迎来双拐点	14
1、 IDC 产业链情况	14
2、 IDC 行业迎来供需双拐点	15
(1) 供给侧：洗牌接近尾声，供给侧触底	15
(2) 需求侧：迎来短、中、长期三重催化	17
三、 公司优势：绑定优质客户核心卡位批量交付，海外业务重启拓展	19
1、 2 万存量，5 万待交，自持比例上升带动毛利率稳步增长	19
(1) 廊坊：有效承接北京需求外溢，机柜储备丰富	19
(2) 广州：5G 数字智慧产业园 1 万机柜建设中	20
(3) 天津：京津冀经济圈全面布局，规划建设 1.2 万机柜	21
(4) 云南昆明：促进西南地区企业智能化转型，启动建设 3300 机柜	22
(5) 江西南昌：中部地区产业升级赋，预计建设 2200 机柜	22
2、 运营能力优秀，客户资源丰富	22
3、 海外项目重启拓展，“一带一路”资源优势显著	23
4、 成立奥飞新能源，落实新能源战略规划	24
四、 投资建议	26

图表目录

图 1：奥飞数据历史沿革	6
图 2：公司 2017-2021 年前 5 大客户营业收入占比（单位：%）	8
图 3：公司股权结构（股东数据截至 22 年第三季度，子公司数据截至 22 年上半年）	8
图 4：公司营业收入及净利润情况	11
图 5：公司分产品收入情况	11
图 6：公司毛利率&净利率情况	12

图 7: 公司分业务毛利率情况.....	12
图 8: IDC 行业产业链图谱.....	14
图 9: IDC 产业链投资图谱.....	14
图 10: IDC 设备成本占比	14
图 11: IDC 各项运营成本占比	14
图 12 : 2014-2024 年中国 IDC 市场规模及预测 (亿元)	14
图 13: 2022Q2 全球 IDC 行业企业竞争格局.....	15
图 14: 2021 年中国 IDC 行业企业竞争格局	15
图 15 : 国内核心区域战略布局	19
图 16: 公司部分核心客户一览.....	23
图 17: 新能源业务合作模式.....	25
图 18: 公司分业务毛利率情况.....	25
图 19 : IDC 厂商 EV/EBITDA	27
图 20: 奥飞数据历史 PEBand	27
图 21: 奥飞数据历史 PBBand	27
表 1: 公司 IDC 服务描述及适用客户	7
表 2: 公司自建机柜数量以及数据中心扩建计划.....	7
表 3: 集团公司概况.....	8
表 4: 公司核心管理层职位及履历.....	9
表 5: 2021 股权激励授予情况	10
表 6: 2021 股权激励业绩考核标准	10
表 7: 募集资金情况.....	12
表 8: 八大算力枢纽节点 PUE 要求.....	16
表 9: 核心 IDC 厂商机柜布局及规划情况.....	16
表 10: 国内外科技公司积极布局 ChatGPT	18
表 11: 奥飞廊坊地区 IDC 情况	20
表 12: 奥飞广州地区 IDC 情况	21
表 13: 公司重大合作协议	23
表 14: 协议三方主体情况介绍	24
表 15: 奥飞新能源光伏项目签约 (截止到 2022 年 1 月) 和交付并网情况 (2022 年上半年)	25
表 16: 收入拆分	26

表 17: 奥飞数据估值分析表.....	27
附: 财务预测表.....	28

一、公司介绍：华南 IDC 黑马，全国机柜稳步交付

1、从租赁到自建，华南 IDC 黑马规模持续扩张

奥飞数据是国内领先的互联网云计算与大数据基础服务综合解决方案提供商。奥飞数据是一家专业从事互联网数据中心（Internet Data Center, IDC）运营的互联网综合服务提供商，业务已覆盖国内 30 多个城市及全球 10 多个国家和地区。

- 公司创立于 2004 年，早期核心业务为宽带租用服务。2015 年公司挂牌新三板，并于同年获得工信部颁发的 IDC、ICP 经营许可证，逐渐将资源倾斜至自建数据中心，同年 11 月，奥飞国际正式成立，公司开始拓展海外 IDC 业务及其他互联网综合服务。2017 年公司获得 CDN 牌照。2018 年公司成功登录 A 股创业板，收购了北京云基时代网络科技有限公司，并与北京德昇签订了价值 3.5 亿元的合作以建设一个规模约 3,200 个机柜的数据中心，开始了北京市场的布局。2021 年公司组建了新能源团队并投资设立控股子公司广东奥飞新能源有限公司，通过建设分布式光伏发电系统为数据中心提供绿色电力。截至 2022 年 6 月，奥飞数据业务覆盖中国 30 多个城市及全球 10 多个国家和地区，在全国 6 地拥有 13 个自建数据中心，总机柜数约 22,000 个。

图 1：奥飞数据历史沿革



资料来源：公司官网、招商证券

公司主要为客户提供高品质互联网基础设施及云计算大数据技术综合服务。公司主营业务为 IDC 服务、其他互联网综合服务、系统集成服务以及分布式光伏节能服务：

- IDC 服务：**通过自建或租用标准化电信级专业机房、互联网带宽、IP 地址等电信资源，为客户服务器搭建稳定、高速、安全的网络运行环境主要包括机柜租用、带宽租用、代理运维等服务。
- 其他互联网综合服务：**为客户提供网络接入、数据同步、网络数据分析、网络入侵检测、网络安全防护、智能 DNS、数据存储和备份等专业服务以及向客户销售服务器等设备，主要服务包括数据同步服务、网络接入服务、网络安全防护以及设备销售。
- 系统集成服务：**以系统集成总承包的形式为客户建设数据中心等工程项目，为客户提供数据中心建设项目规划咨询、标准化实施以及设备采购安装等服务，帮助客户高效的完成电信级专业数据中心的建设并降低建设成本。
- 分布式光伏节能服务：**以子公司广东奥飞新能源有限公司为经营主体，以投资运营分布式光伏发电项目为主要经营方向，逐步有序开展外部商业分布式光伏发电项目的签约和建设。

表 1: 公司 IDC 服务描述及适用客户

服务项目	服务描述	适用客户
机柜租用	以单个设备实际占用的空间（以 U 为单位，1U=4.445cm）为基础向客户提供机柜租用服务	传统企业客户或中小型互联网企业
机柜租用及代理运维	机柜租用	向客户提供 IDC 标准的整机柜租用，并配备独立机柜门锁
	专用机房（机笼）	可提供物理隔离的独立机房空间租用，包含机柜、独立指纹锁、独立使用的维护检测设备等
带宽租用	独享带宽	在接入层交换机端口下单独享用相应端口，通过服务质量保证计划（QoS）保证客户独享所购带宽
	共享带宽	主要提供 100M 共享，该网段下所有用户共用一个 100M 上连端口

资料来源：公司公告、招商证券

高速扩建数据中心，布局核心地区机柜资源。2014 年 4 月，公司第一个自建数据中心“广州金发数据中心”开始投建，2015 年全面达产，拉开自建 IDC 业务的帷幕。截至 2017 年底，公司在广州、深圳拥有三个自建 IDC 机房，可用机柜接近 1,500 个；2018 年，随着广州科学城神舟机房扩容项目和海南海口金鹿机房建设项目的竣工，公司自建机柜达到 2,950 个；2019 年，公司完成对北京云基时代网络科技有限公司的并购，在北京共实现了约 4,300 个机柜的交付，总机柜数达 7,200 个；2020 年，公司已在全国 6 地拥有 9 个自建数据中心，自建数据中心总机柜数数量约 16,000 个；2021 年，公司完成了廊坊讯云数据中心的项目扩容项目、广州阿里项目二期等项目的建设，使自建自营数据中心数量上升至 12 个，总机柜数增加至约 19,900 个；2022 年，在疫情的挑战下，广州南沙数据中心首期于上半年成功交付，公司总机柜数扩容至约 22,000 个，预计下半年廊坊固安数据中心、天津武清数据中心等项目将如期交付。

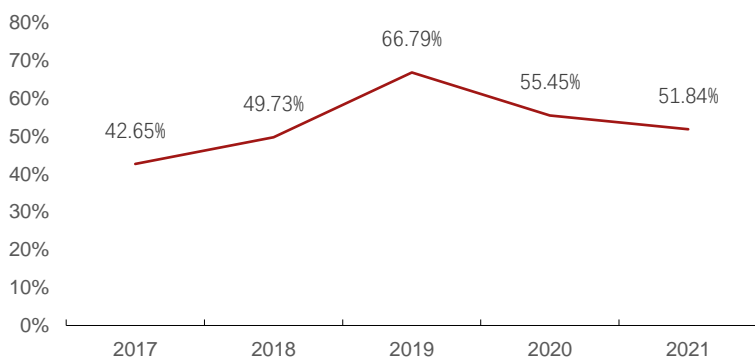
表 2: 公司自建机柜数量以及数据中心扩建计划

年份	自建机	数据中心覆	数据中心	新增（扩容）数据中心	数据中心扩建计划
2017	1,500	广州、深圳	3	广州科学城神舟机房一期	广州科学城神舟机房二期 海口金鹿机房
2018	2,950	广州、深圳、海口	4	广州科学城神舟机房二期 海口金鹿机房	广西南宁机房 北京 M8 机房（收购）
2019	7,200	北京、广州、深圳、海口	6	广西南宁机房 北京 M8 机房（收购）	广西南宁机房 北京 M8 机房二期/三期 廊坊讯云数据中心 广州数据中心
2020	16,000	北京、广州、深圳、海口、南宁、廊坊	9	北京 M8 机房二期/三期 广西南宁机房 廊坊讯云数据中心 广州阿里项目一期	广州阿里项目二期 廊坊讯云扩容项目 广州神舟机房改造工程
2021	19,900	北京、广州、深圳、海口、南宁、廊坊	12	广州阿里项目二期 廊坊讯云扩容项目 广州神舟机房改造工程	广州南沙数据中心 廊坊固安数据中心 天津武清数据中心 云南昆明数据中心 江西南昌数据中心 中国联通智云数据中心
2022H1	22,000	北京、广州、深圳、海口、南宁、廊坊	13	广州南沙数据中心	廊坊固安数据中心 天津武清数据中心 中国联通智云数据中心 廊坊讯云数据中心三期

资料来源：公司公告、招商证券

IDC 业务经验深厚，构建优质客户群体。公司在 IDC 业务深耕多年，在业内已形成一定影响力，行业经验与资源深厚，通过稳定的网络质量和完善服务体系获得下游客户广泛认可，目前，公司和百度、快手、阿里、欢聚时代、优视、搜狐、网易等一众知名互联网企业均有合作，2017-2021 年公司前 5 大客户平均占总营收比例超 50%，下游客户集中度高。

图 2: 公司 2017-2021 年前 5 大客户营业收入占比 (单位: %)

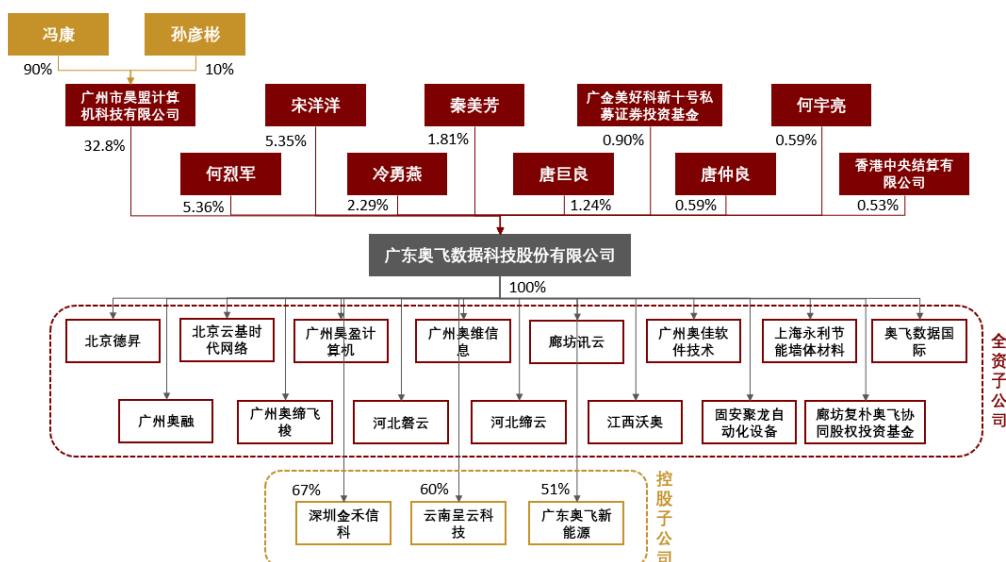


资料来源: 公司官网、招商证券

2、核心管理层行业背景深厚，股权激励彰显发展信心

公司董事长兼实际控制人冯康通过其持有 90% 股份的广州市昊盟计算机科技有限公司间接持有了公司 32.8% 的股份，截至 2022 年第三季度，公司共有 15 家全资子公司以及 3 家控股子公司，其中，奥飞数据国际有限公司拥有 SBO (香港网络信息服务)、UCL (综合传送者服务) 牌照，可以为全球客户提供全方位的通信解决方案。

图 3: 公司股权结构 (股东数据截至 22 年第三季度，子公司数据截至 22 年上半年)



资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 集团公司概况

子公司	概况
广东奥飞新能源	工商业分布式光伏电站 投资、建设、运维
广东奥融	数字产业节能技术研发 工业互联网及智能制造云平台
广东奥维	系统集成 云集成 产业投资
广州奥佳	云平台及大数据应用软件开发
广州昊盈	

广州奥缔飞梭
北京德昇
北京云基
廊坊讯云
云南程云

人工智能 智慧产业研究院 科技金融孵化 科创平台
互联网新型基础设施建设

资料来源：公司官网、公司公告、推介材料、招商证券

管理层行业背景深厚、经验丰富。公司的核心管理团队拥有多年基础电信运营商及互联网行业从业经验，对行业发展趋势有深刻见解，能够引领公司紧跟行业发展趋势。公司属于现代高技术服务业，行业下游客户专业化程度高，对服务质量要求严格，良好的客户体验依赖于营销、技术、客服等部门的通力配合。经过多年发展，公司在技术、市场、管理、运维各个领域积累了一批拥有丰富经验的骨干力量。

表 4：公司核心管理层职位及履历

姓名	职务	主要履历
冯康	董事长	1978 年 1 月出生，毕业于江西财经大学国际金融专业，长江商学院 EMBA，长江商学院 DBA 在读。曾任新华科技集团（中国）有限公司高级经理，中国网络通信股份有限公司广东省分公司宽带中心业务主管，广东睿江云计算股份有限公司经理，广州实讯通信科技有限公司执行董事
黄展鹏	董事、总经理	1976 年 1 月出生，本科毕业于浙江大学企业管理专业，曾任中国电信股份有限公司广州分公司大客户事业部销售团队经理，中国网络通信集团广州分公司市场部总监，海南四海行通信工程有限公司驻柬埔寨分公司运营总监等
何宇亮	董事、副总经理、 董事会秘书	1980 年 8 月出生，本科毕业于中山大学旅游酒店管理专业，于 2016 年取得深圳证券交易所董事会秘书资格证书。曾任中国网络通信集团广东省分公司互联网内容合作经理，杭州敏亮金属材料有限公司副总经理，广州朋游互联网科技有限公司数据部经理等
唐仲良	董事	1982 年 4 月出生，本科毕业于中国人民解放军西安通信学院计算机应用专业，曾任中国网络通信股份有限公司广州市分公司番禺营销中心销售市场部经理，中国联合网络通信有限公司广州市分公司市场部经理，广州实讯通信科技有限公司副总经理等
杨培锋	董事、副总经理	1984 年 11 月出生，本科毕业于南京邮电大学电子科学与技术专业，硕士研究生毕业于北京邮电大学软件工程专业，曾任中国联合网络通信股份有限公司广东省分公司 IP 网络维护主管、集客响应室经理、业务运营中心室经理
林卫云	董事、财务负责人	1972 年 6 月出生，本科毕业于江南大学会计学专业，曾任广州市黄埔南方轴承厂出纳，广州骏生气门有限公司会计主管，广州朗信通讯科技有限公司会计主管，广州实讯通信科技有限公司财务负责人

资料来源：公司公告、招商证券

股权激励绑定核心人员利益。2021 年 6 月，公司发布限制性股票激励计划，拟授予董事、高管、核心技术人员等 145 名激励对象共 1296.00 万股限制性股票，约占激励计划公告时公司股本总额的 1.89%，其中 80% 为首次授予部分，剩余 20% 为预留部分，授予价格为 5.78 元/股，股权激励将合计产生 7,624.41 万元摊销限制性股票费用，2021/22/23/24 年分别计入 2,016.71/3,644.84/1,488.71/474.15 万元。激励计划将公司净利润作为考核指标，以 2020 年归母扣非净利润为基准，首次授予部分要求 2021/22/23 年净利润同比增速达到 30%/60%/90%，预留部分要求 2022/23 年净利润同比增速达到 60%/90%，对应 2021/22/23 年公司净利润为 1.55/1.91/2.27 亿元。**股权激励彰显公司长期发展信心，团队积极性有望进一步提升。股权激励方案覆盖大量研发人员，有利于公司保持长久创新与竞争力。**

表 5: 2021 股权激励授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占公告日股本总额比例
黄展鹏	董事、总经理	25.83	1.9931%	0.0376%
何宇亮	董事、副总经理、董事会 秘书	25.83	1.9931%	0.0376%
林卫云	董事、财务负责人	25.83	1.9931%	0.0376%
唐仲良	董事	25.83	1.9931%	0.0376%
杨培锋	董事、副总经理	25.83	1.9931%	0.0376%
龚云峰	副总经理	25.83	1.9931%	0.0376%
谢纬璐	副总经理	25.83	1.9931%	0.0376%
丁洪陆	副总经理	25.83	1.9931%	0.0376%
核心技术人员、技术(业务)骨干人员及 董事会认为需要激励的其他人员(共 137 人)		830.48	64.0806%	1.2089%
首次授予部分合计		1037.12	80.0250%	1.5097%
预留限制性股票		258.88	19.9750%	0.3768%
合计		1296.00	100.00%	1.8866%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 2021 股权激励业绩考核标准

业绩考核年度	考核净利润	对应净利润(亿元)
2021	以 2020 年净利润为基数, 归母扣 非净利润增长率不低于	30%
2022		60%
2023		90%

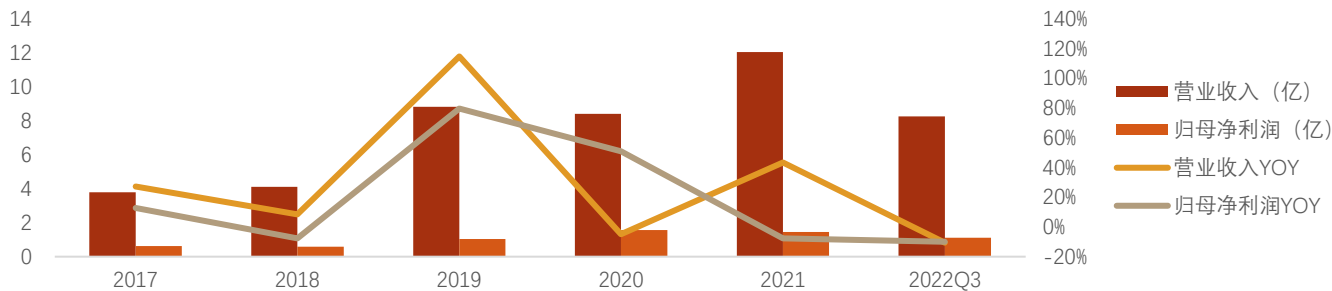
资料来源: 公司公告、招商证券

3、财务分析: IDC 业务复合增速超 50%, 毛利率持续上升

近年公司收入稳步增长, 2017-2021 年营收 CAGR 为 52.54%, 归母净利润 CAGR 为 -3.89%。2019 年公司实现营收 8.83 亿元, 同比上升 114.79%, 归母净利润为 1.04 亿元, 同比上升 79.71%。收入和利润增长来自建数据中心逐步运行和系统集成业务项目的交付, 并且海外板块业务发展保持较高增长。此外, 公司近年重点布局的以北京、廊坊为主的华北区域业务收入超过 6 个亿, 成为公司业绩增长的主要驱动力。

- 2020 年公司实现营收 8.41 亿元, 同比下降 4.79%, 原因是 2020 年公司承接的系统集成项目均未完工交付, 收入同比下降 100%; 分地区看华南和华北业务分别下降 14.05% 和 14.10%。2020 年公司归母净利润为 1.57 亿元, 同比上升 50.88%, 公司已交付自建数据中心业务释放利润持续增长。
- 2021 年公司实现营收 12.05 亿元, 同比上升 43.35%, 原因是存量自建数据中心上架率持续提升, IDC 业务收入同比增加 37.45%。2021 年公司归母净利润为 1.45 亿元, 同比下降 7.67%, 主要系海外业务受到较大冲击。

图 4: 公司营业收入及净利润情况

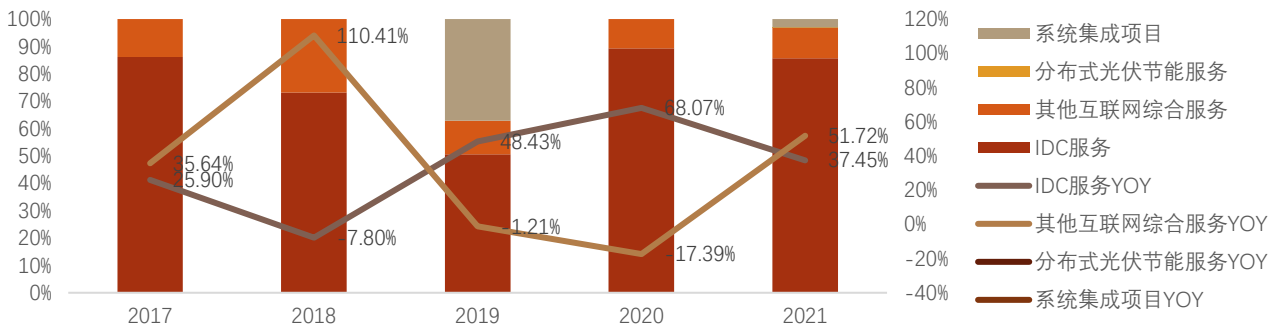


资料来源: 公司公告、招商证券

分业务来看公司主要包括 IDC 服务、其他互联网综合服务、分布式光伏节能服务和系统集成项目四项主营业务。截止 2021 年末公司四项业务占比分别为 85.63%、11.31%、0.01%、3.05%。

- IDC 服务 2017-2021 年收入持续增长, 2021 年收入达到 10.32 亿元, 同比增长 37.45%。2017-2021 年末公司机柜规模分别 1500、2950、7200、16000、19900。2018-2021 年末上架率分别为 54.68%、66.32%、63.80%、70.21%。
- 其他互联网综合服务 2017-2021 年收入稳步提升, 2021 年收入为 1.36 亿元同比增长 51.72%。
- 分布式光伏节能服务是公司 2021 年新拓展业务, 收入为 0.0014 亿元。在国家双碳战略指导下, 公司从自身业务需求拓展出新能源业务板块。截至 2021 年底, 奥飞新能源在广东、广西、江西等多个省份合计签约开发项目已达 35 个, 签约总体装机容量规模接近 100MW。
- 系统集成项目在 2019 和 2021 年交付, 收入分别为 3.27 亿元和 0.37 亿元。

图 5: 公司分产品收入情况



资料来源: 公司公告、招商证券

受到疫情影响, 21-22 年国际业务交付放缓, 整体毛利率和净利率有所下滑。2022Q3 公司毛利率为 28.91%, 同比下降 1.79%。净利率为 13.29%, 同比上升 0.16%。2021 年毛利率和净利率分别为 29.25%和 11.90%, 分别下降 0.26%和 6.91%, 源于新冠疫情和周边地缘政治、经济形势影响, 公司海外全资子公司奥飞国际业务受到了较大影响; 并且公司碳中和及新能源战略的制定和实施, 包括实现自建数据中心的历史碳中和、新能源公司的设立和投资、运营, 增加了相应的成本和费用。此外, 公司 2019 年毛利率和净利率分别为 20.64%和 11.83%, 分别下降 5.91%和 2.26%, 因为 IDC 服务毛利率下降 2.78%, 分地区看其他地区 and 广西地区毛利率分别下降 41.09%和 9.47%。

公司主要业务 IDC 服务毛利率保持稳步上升, 2017-2021 年毛利率分别为 28.27%、27.41%、24.63%、27.76% 和 30.87%, 利润提升来源于公司机柜数量扩大和存量数据中心上架率提升, 并且随着自建机房增加租赁费用同比降低 77.38%。2021 年互联网综合服务毛利率明显下降, 2017-2020 年其他互联网综合服务毛利率提升至 44.11%, 而 2021 年下降到 22.12%, 受到海外业务减少和公司碳中和战略实施运营成本增加 111.44%导致毛利率下降。2021 年分布式光伏节能服务毛利率为 72.97%。2019 年和 2021 年系统集成项目毛利率分别为 10.26%和 9.81%。

图 6: 公司毛利率&净利率情况

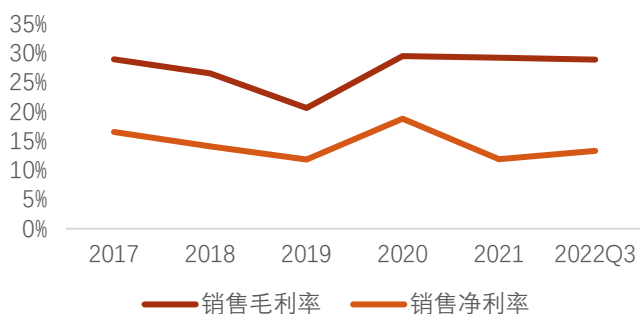
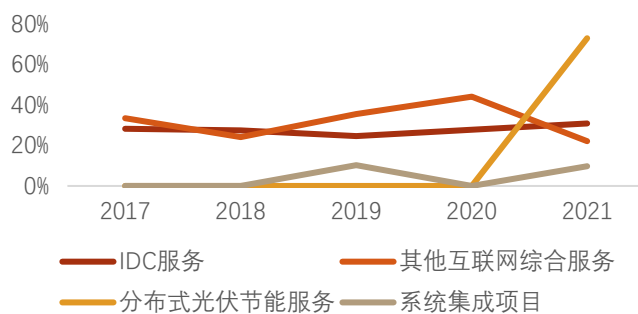


图 7: 公司分业务毛利率情况



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

4、融资情况: 多次融资扩张 IDC 版图

公司多次融资不断扩张 IDC 版图维持竞争力。公司核心业务 IDC 成本占比较高,除了在建设期需要花费土建、厂房等资本开支以外,建成后也需要花费大量运营、折旧摊销、水电等费用,公司需持续融资以确保资本结构的稳定以及项目的顺利投建。

- 2018年1月19日,公司首次公开发行,募集总资金达2.55亿元,截至2020年已全部投入互联网数据中心扩建项目;
- 2020年10月30日(定增公告日),公司向特定对象增发拟募集资金总额4.8亿元,截至2020年已投入廊坊讯云数据中心二期项目3.44亿元;2021年12月22日,公司公开发行可转债,拟募集资金6.35亿元,截至2022年6月底,实际募集资金6.27亿元,其中4.21亿元已投入新一代云计算和人工智能产业园(A栋)项目;
- 2023年2月6日(定增获准日期),公司再度开展定向增发,拟募集资金12.57亿元,拟投入新一代云计算和人工智能产业园(廊坊固安B栋和C栋)项目5.7亿元、数字智慧产业园(广州南沙A栋)项目3.7亿元。新一代云计算和人工智能产业园(廊坊固安B栋和C栋)项目达产后收入约为22,800万元/年,净利润超过6,300万元/年;数字智慧产业园(广州南沙A栋)项目达产后收入约为14,600万元/年,净利润超过4,000万元/年。

表 7: 募集资金情况

定增公告日期/ 上市日期	募集方式	募投项目名称	新增机柜(个)	投资总额 (万元)	拟以募集资金投入 金额(万元)	拟募集资金总额 (万元)
2018/1/19	首次公开发 行	互联网数据中心扩建	3,000	36,539.56	25,540.08	25,540.08
		互联网技术研发中心建设		4475.16	0.00	
2020/10/30	向特定对 象发行A 股股票	廊坊讯云数据中心二期	3,000	34,379.95	34,379.95	48,000.00
		补充流动资金及偿还银行 贷款		13,620.05	13,620.05	
2021/12/22	向不特定 对象发行 可转换公 司债券	新一代云计算和人工智能 产业园(A栋)项目	2,500	57,293.28	46,000.00	63,500.00
		补充流动资金及偿还银行 贷款		17,500.00	17,500.00	
2023/2/6(定增 获准日期)	向特定对 象发行A 股股票	新一代云计算和人工智能 产业园 (廊坊固安B栋和C栋) 项目	计划建设1,700 个4.4KW和 1,500个 8.8KW机柜	57,000.00	57,000.00	125,720.00

数字智慧产业园 (广州南沙 A 栋) 项目	计划建设 1,460 个 8.8KW 机柜	37,000.00	37,000.00
补充流动资金及偿还银行 贷款		31,720.00	31,720.00

合计

262,760.08

资料来源：公司公告、招商证券（新一代云计算和人工智能产业园（廊坊固安 B 栋和 C 栋）项目达产后收入约为 22,800 万元/年，净利润超过 6,300 万元/年；数字智慧产业园（广州南沙 A 栋）项目达产后收入约为 14,600 万元/年，净利润超过 4,000 万元/年）

据公司申请定增的审核问询函回复中测算，新一代云计算和人工智能产业园（廊坊固安 B 栋和 C 栋）项目预计在第三年开始机柜使用率达 90%，平均每年租用机柜 2,880 个，每年营收达 2.28 亿元，项目每年毛利率平均超过 39%，内部收益率 12.30%，投资回收期 6.70 年（含建设期）；数字智慧产业园（广州南沙 A 栋）项目预计在第三年开始机柜使用率达 90%，平均每年租用机柜 1,314 个，每年营收达 1.46 亿元，项目每年毛利率平均接近 38%，内部收益率 12.09%，投资回收期 6.74 年（含建设期），定增募投项目均具有良好的经济效益。

表 8：新一期定增募投项目效益测算

新一代云计算和人工智能产业园（廊坊固安 B 栋和 C 栋）项目										
年度	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
机柜使用率	50%	70%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
平均机柜租用数量(个/年)	1,600	2,240	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880	2,880
营业收入(万元)	12,667.92	17,735.09	22,802.26	22,802.26	22,802.26	22,802.26	22,802.26	22,802.26	22,802.26	22,802.26
营业成本(万元)	9,510.08	11,554.94	13,520.67	13,540.12	13,710.53	13,746.97	13,785.97	13,827.76	13,872.54	13,920.55
毛利率	24.93%	34.85%	40.70%	40.62%	39.87%	39.71%	39.54%	39.36%	39.16%	38.95%
净利润(万元)	2,178.36	4,369.09	6,619.16	6,604.58	6,476.77	6,449.44	6,420.18	6,388.85	6,388.85	6,319.25
内部收益率：12.30%										
投资回收期：6.70 年（含建设期）										
数字智慧产业园（广州南沙 A 栋）项目										
年度	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
机柜使用率	50%	70%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
平均机柜租用数量(个/年)	730	1,022	1,314	1,314	1,314	1,314	1,314	1,314	1,314	1,314
营业收入(万元)	8,119.53	11,367.34	14,615.15	14,615.15	14,615.15	14,615.15	14,615.15	14,615.15	14,615.15	14,615.15
营业成本(万元)	6,168.34	7,541.58	8,824.04	8,838.15	9,002.98	9,033.55	9,066.39	9,101.70	9,139.69	9,180.57
毛利率	24.03%	33.66%	39.62%	39.53%	38.40%	38.19%	37.97%	37.72%	37.46%	37.18%
净利润(万元)	1,426.85	2,818.17	4,277.57	4,266.98	4,143.36	4,120.44	4,095.80	4,069.32	4,040.83	4,010.17
内部收益率：12.09%										
投资回收期：6.74 年（含建设期）										

资料来源：公司公告、招商证券

二、行业情况：IDC 行业供给侧、需求侧迎来双拐点

1、IDC 产业链情况

IDC 是互联网流量计算、存储及吞吐的一种特殊基础设施。数据中心产业链主要由上游基础设施、中游数据中心专业服务及相关解决方案（云服务商为主）和下游最终客户构成，行业市场化程度较高。上游基础设施主要为建设数据中心的硬件供应商，包括 IT 设备（服务器、交换机、路由器、光模块等）、电源设备（UPS、变压器等）、土地、制冷设备、发电设备和基础运营商提供的带宽服务等。中游是对上游的资源进行整合，建设出稳定高效的数据中心机房，并为信息系统提供服务及解决方案，包括运营商和网络中立的专业数据中心服务商及云服务商；下游是具体需要使用数据中心机房的企业，包括：互联网企业、金融机构、云服务商、政府机关、其他企业客户等。

图 8：IDC 行业产业链图谱

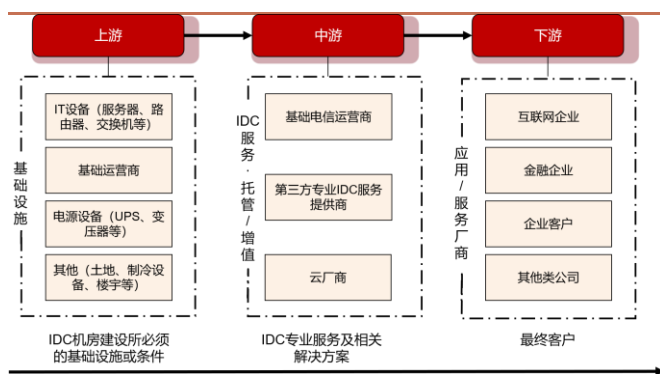


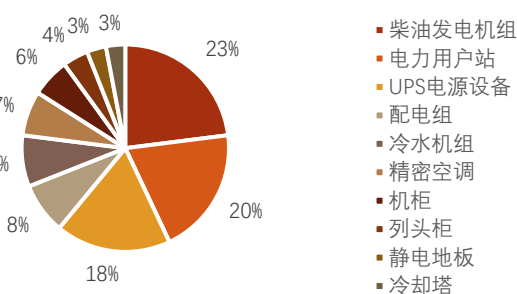
图 9：IDC 产业链投资图谱



资料来源：公司公告、招商证券

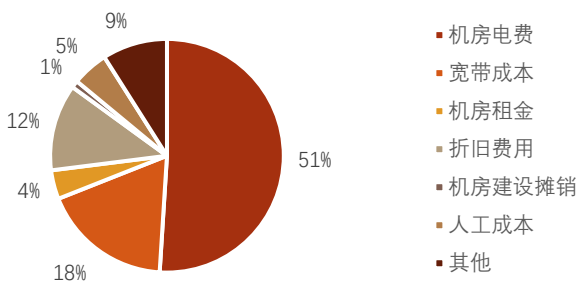
资料来源：公司公告、招商证券

图 10：IDC 设备成本占比



资料来源：IDC、招商证券

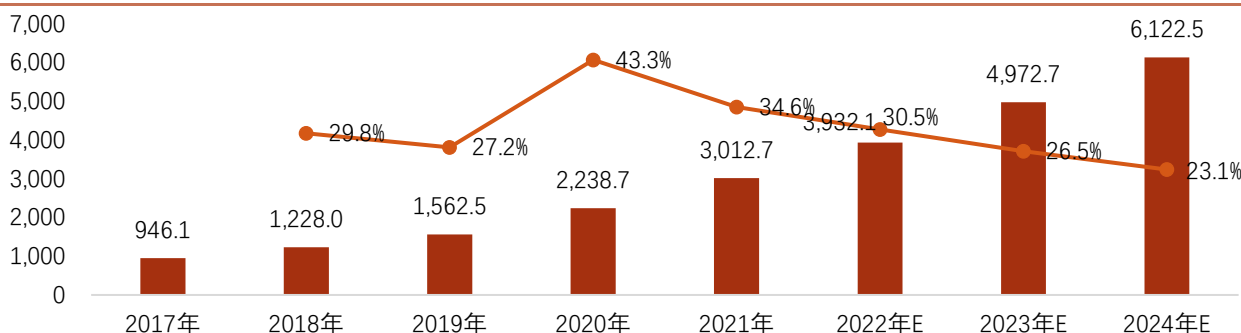
图 11：IDC 各项运营成本占比



资料来源：公司公告、招商证券

近年来我国 IDC 行业保持稳步增长态势。根据科智咨询（中国 IDC 圈）发布的《2021-2022 年中国 IDC 行业发展研究报告》，中国 IDC 行业的市场规模由 2017 年的 946.10 亿元增长至 2021 年的 3,012.70 亿元，一直保持高速增长的趋势，2022 年至 2024 年预计仍将快速增长，2024 年中国 IDC 行业的市场规模预计将达到 6,122.5 亿元。

图 12：2014-2024 年中国 IDC 市场规模及预测（亿元）

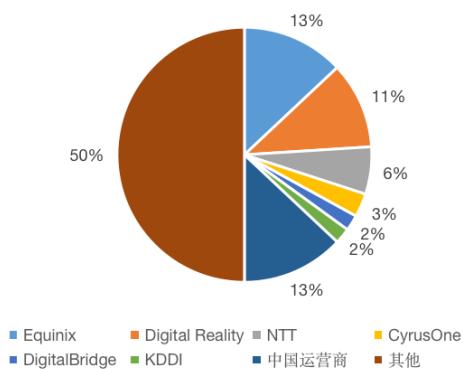


资料来源：中国 IDC 圈、招商证券

全球市场第三方 IDC 企业占主导地位，国内市场运营商具备显著优势。

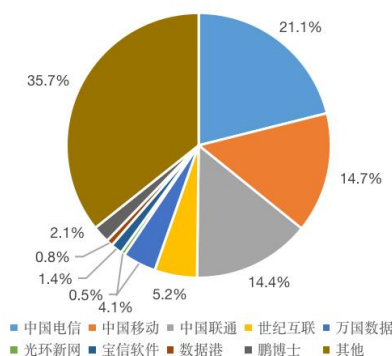
- 从全球 IDC 行业市场来看，2022Q2 美国第三方数据中心 Equinix 是全球数据中心的龙头企业，占据 13% 的市场份额，同样位于美国的 Digital Realty、NTT 分列于第二、三位，市场份额占比分别为 11% 和 6%，国内三家运营商合计占比 13%。
- 从国内 IDC 行业市场来看，2021 年中国电信、中国移动、中国联通的市场份额占比位列前三，分别为 21.1%、14.7% 和 14.4%；其次是属于第三方 IDC 服务商的万国数据和世纪互联，其市场份额占比分别为 4.1% 和 5.2%。我国数据中心行业企业中，基础运营商依靠其垄断地位获得行业先发条件，目前中国电信已发展成为国内市场规模最大的数据运营商。2021 年中国数据中心行业企业市场份额数据，CR3(中国电信、中国联通、中国移动所占份额)达 50.2%，CR5(中国电信、中国联通、中国移动、万国数据、世纪互联所占份额)达 59.5%，二者较 2019 年 (CR3 62.3%，CR5 71.6%) 均有所下降，但整体行业市场集中度仍然较高，龙头企业领先优势明显。

图 13: 2022Q2 全球 IDC 行业企业竞争格局



资料来源: Synergy、招商证券

图 14: 2021 年中国 IDC 行业企业竞争格局



资料来源: 中国通信院、ODCC、前瞻产业研究院、招商证券

2、IDC 行业迎来供需双拐点

(1) 供给侧: 洗牌接近尾声，供给侧触底

在供给侧，2020 年新基建政策提升了数据中心产业热度，在资本加持下，IDC 头部企业大规模扩张，跨界企业纷纷进入，市场供给快速增加。2021-2022 年 IDC 新建项目增速放缓，(1) 一线城市能耗指标收紧 (北京、广深地区不再新批 IDC 项目，上海地区 2023 年未新批 IDC 项目)；(2) “双碳”与“东数西算”政策对于各地新建及存量数据中心 PUE 指标提出严格要求，供给侧洗牌加速。根据产业调研，2023 年上半年，IDC 行业供给侧洗牌已经接近尾声，供给侧触底，长尾玩家陆续出局，行业头部商场集中度稳步提升。

- **北京地区:** 22 年 5 月，北京市发展改革委、市经济和信息化局联合印发《北京市低效数据中心综合治理工作方案》，方案指出：(1) 对于不符合国家强制性标准要求的数据中心，依法依规责令停业整治或关闭；(2) 逐步关闭年均 PUE 高于 2.0 或平均单机架功率低于 2.5 千瓦或平均上架率低于 30% 的功能落后的备份存储类数据中心 (主要指汇聚用于冷数据存储、备份数据信息的数据中心)。
- **上海地区:** 22 年 12 月发布《上海市碳达峰实施方案》，总体目标：“十四五”期间，强化数据中心、5G 基站整体能耗和碳排放管理，能效水平稳步提升，数据中心平均上架率大幅提升。新建数据中心能源利用效率 (PUE) 不高于 1.3，既有数据中心能源利用效率持续提升。全国一体化算力网络长三角枢纽节点的大型数据中心能源利用效率 (PUE) 降至 1.25 以下。完成对不少于 5000 个机架的数据中心退旧上新或腾换；试点打造近零碳数据中心。
- **广深地区:** 广东省能源局于 21 年 10 月 19 日发布红头文件，对未办理节能审查的违规数据中心依法依规停止使用或建设。对于少数承载政务、5G 基础设施、医疗、公共交通、广播电视及国家安全等重要业务数据的违规数据中心项目需在 15 个工作日内提出迁移方案；对于承载商用业务的违规数据中心项目，原则上需要在一个月

将数据迁移至合法合规的数据中心项目。

表 9: 八大算力枢纽节点 PUE 要求

地区	政策文件	内容
北京	《北京市数据中心统筹发展实施方案（2021-2023 年）（征求意见稿）》 《关于印发进一步加强数据中心项目节能审查若干规定的通知》	老旧数据中心：PUE>2.0→关停； 对于 PUE>1.4 且 ≤1.8 的项目→每度电加价 0.2 元； 对于 PUE>1.8 的项目→每度电加价 0.5 元
上海	《上海市经信委关于做好 2021 年本市数据中心统筹建设有关事项的通知》 《上海市数据中心建设导则（2021 版）》 《关于明确全省数据中心能耗保障相关要求的通知》	新建项目：PUE ≤1.3；改造项目：PUE ≤1.4 PUE（第一年）≤1.4；PUE（第二年）≤1.3 “十四五”期间 PUE 值需降至 1.3 以下
广东	《国家发展改革委等部门关于同意 粤港澳大湾区启动建设全国一体化算力网络国家枢纽节点的复函》	韶关数据中心建设目标：数据中心平均上架率 ≥65%，PUE ≤1.25
贵州	《省人民政府办公厅关于印发贵州省新型基础设施建设三年	2024 年：机柜 60 万架，平均上架率 ≥65%，PUE ≤1.2
宁夏	《关于促进全国一体化算力网络国家枢纽节点宁夏枢纽建设若干政策的意见》	2023 年：新增机柜 30 万架，新建项目 PUE ≤1.2，上架率达 80%； 2025 年：机柜总数 72 万架（其中新增机柜 66.3 万架，新建项目 PUE ≤1.2），上架率达 85%
内蒙古	《内蒙古自治区“十四五”节能减排综合工作实施方案》	新建项目：PUE ≤1.3
甘肃	《甘肃省数据中心建设指引》	2023 年：大型及超大型数据中心 PUE ≤1.3，中小型数据中心 PUE ≤1.4，上架率达 60%； 2025 年：大型及超大型数据中心 PUE ≤1.25，中小型数据中心 PUE ≤1.35，上架率达 65%；
重庆	《重庆市信息通信行业绿色低碳发展行动实施方案（2022-2025 年）》	新建大型、超大型数据中心 PUE<1.25，上架率 ≥75%
成都	《成都市优化能源结构促进城市绿色低碳发展行动方案》	2025 年：PUE<1.25

资料来源：公开政策文件、招商证券

表 10: 核心 IDC 厂商机柜布局及规划情况

IDC 企业	证券代码	地理位置	机柜数量 (个)	未来机柜数量 (个)	合计
万国数据	GDS.O	京津冀	91,651	28,121	119772.4
		长三角	67,015	14,562	81577.6
		大湾区	32,196	11,289	43485.2
		川渝	7,595	1,676	9271.2
		其他	5,226	1,120	6346.4
		东南亚	521	10,373	10894.4
		香港	0	5,800	5800.4
		合计	204,205	72,942	277147.6
润泽科技	300442.SZ	廊坊	58,000	72,000	130,000
		上海	6,000	45,000	51,000
		佛山&惠州	3,000	57,000	60,000
		重庆		32,000	32,000
		兰州		14,000	14,000
合计	67,000	310,000	287,000		
宝信软件	600845.SH	上海	28,500	8,500	37,000
		太仓	30,000		30,000
		南京		7,000	7,000
		合肥	2,400	17,600	20,000
		武汉	2,216	15,784	18,000
		张家口		20,000	20,000
合计	63,116	68,884	132,000		
奥飞数据	300738.SZ	大湾区	8,443	10,000	18,443
		京津冀	12,460	37,000	49,460
		其他地区	1,030	5,500	6,530

		合计	21,933	52,500	74,433
光环新网	000383.SZ	京津冀	37,000	36,000	73,000
		长三角	10,000	15,000	25,000
		华中及西部地	/	16,000	16,000
		合计	47,000	67,000	114,000
世纪互联	VNET.O	北京	37,500	/	37,500
		长三角	21,600	/	21,600
		大湾区	9,300	/	9,300
		其他	9,100	/	9,100
		合计	77,500	5,090	82,590
证通电子	002179.SZ	粤港澳大湾区	12,000	/	12,000
		中部地区	5,500	/	5,500
		合计	17,500	/	17,500
数据港	603881.SH	京津冀+长三角+大湾区	73,365	8,800	82,165
科华数据	002335.SZ	北上广	30,000	/	30,000
云赛智联	600602.SH	上海	6,000	/	6,000
华东电脑	600850.SH	上海	3,024	/	3,024
东方国信	300166.SZ	内蒙古	/	20,000	20,000
		北京	9,000	/	9,000
		合计	9,000	20,000	29,000
城地股份	603887.SH	太仓	/	12,000	12,000
		上海(周浦+临港)	3,649	6,000	9,649
		合计	3,649	18,000	21,649
立昂科技	300603.SZ	广东	8,000	/	8,000
南兴股份	002757.SZ	广东	4,712	/	4,712
杭钢股份	600126.SH	杭州	8,625	10,800	19,425
浙数文化	600633.SH	北京	3,000	/	3,000
		杭州	9,500	/	9,500
		合计	12,500	/	12,500
浙大网新	600797.SH	杭州	24,253	/	24,253
		上海	1,786	/	1,786
		西南	3,620	/	3,620
		合计	29,659	/	29,659
龙宇燃油	603003.SH	北京	7,780	/	7,780
		无锡	5,874	/	5,874
		合计	13,654	/	13,654
网宿科技	300017.SZ	上海	3,000	/	3,000
特发信息	000070.SZ	深圳	2,800	/	2,800
沙钢股份	002075.SZ	/	并购中	/	0
佳力图	603912.SH	南京	/	8,400	8,400
美利云	000815.SZ	宁夏	17,000	/	17,000
鹏博士	600804.SH	北京	8,700	/	8,700
		上海	2,000	/	2,000
		深圳	4,000	/	4,000
		广州	20,000	/	20,000
		合计	34,700	/	34,700

资料来源：各公司公告、官网、招商证券整理

(2) 需求侧：迎来短、中、长期三重催化

短期：各地陆续推出碳达峰实施方案，PUE 不达标老旧机房迁出带来需求增量。自 2015 年以来，国务院、工信部、国家发改委、国家能源局等多部门都陆续印发了支持、指导和规范 IDC(互联网数据中心)的发展政策，涉及新型数据中心建设布局优化行动、网络质量升级行动、算力提升赋能行动、绿色低碳发展行动等内容。一线及环一线城市陆续

进行违规、落后产能清退。 PUE 不达标老旧机房陆续迁出，一线/环一线优质 IDC 资源迎来新增需求。

中期：ChatGPT 带动算力呈指数增长，IDC 需求提升。相关数据显示，GPT3.5 的训练使用了微软专门建设的 AI 计算系统，由 1 万个 V100 GPU 组成的高性能网络集群，总算力消耗约 3640 PF-days (即假如每秒计算一千万亿次，需要计算 3640 天)。大规模、长时间的 GPU 集群训练任务，对网络互联底座的性能、可靠性、成本等方面都提出较高要求。完成模型训练后，应用于 2C 端后的问答交互也带来大量运算成本。此外，ChatGPT 模型不断进行 Finetune 调优也带来较大算力迭代需求。根据近期数据中心建设信息披露，算力 500P 的数据中心项目，总投资额为 30.2 亿。支撑 ChatGPT 的初始运行，保底需要 7-8 个同等规模的数据中心支撑，基础设施的投入为百亿级别。

- 全球最大的几家科技公司正将他们的数字基础设施投资押注于人工智能驱动的未来。23 年 2 月，微软宣布向 OpenAI 投资 100 亿美元，用于 ChatGPT 的持续发展和扩张，此前微软已向 OpenAI 投资了 10 亿美元。谷歌也在人工智能开发方面进行了大量投资，而 Meta1 月暂停了全球数据中心的扩建，以便重新设计数据中心，以优化人工智能应用程序。
- 国内，除百度已在 3 月推出文心一言外，还有多家科技公司宣布已经或者即将布局。据新经济产经新媒体“价值研究所”不完全统计，进入 2023 年以后表态正研发 ChatGPT 相关产品、应用，或将相关技术引入业务的国内企业已超过百家。

表 11：国内外科技公司积极布局 ChatGPT

		发布时间	模型参数 (亿)
OPENAI	CPT-1	Jun-18	1.17
	CPT-2	Feb-19	15
	CPT-3	May-20	1750
	CHATGPT chatgpt4.0	Nov-22 预计今年	
Google	PaLM	Apr-22	5400
	USM	Nov-22	20
	PaLM-E	Mar-23	5620
百度	ERNIE 1.0	Mar-19	
	ERNIE 3.0	2021 年	
	鹏城-百度文心	2022 年	2600
	文心一言	Mar-23	
中国电信	中国电信智慧城		十亿参数量级
字节跳动	字节跳动语言大模型团队在今年组建，探索方向主要为与搜索、广告等下游业务的结合；团队目前的预期是在今年年中推出大模型		
阿里巴巴	M6	2021 年	百亿参数量级
	2 月 23 日晚间，阿里巴巴集团董事会主席兼首席执行官张勇在财报会上表示，将全力构建好自己的 AI 预训练大模型，并为市场上风起云涌的模型和应用提供好算力的支撑。		
腾讯	混元		
京东	ChatJD		千亿参数量级

资料来源：公开资料、各公司官网&公众号、招商证券整理

长期：中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》规划，首次明确提出数字中国建设纳入领导干部考核评价的参考。《规划》提出：到 2025 年，数字基础设施高效联通，数据资源规模和质量加快提升，数据要素价值有效释放，数字经济发展质量效益大幅增强，政务数字化智能化水平明显提升，数字文化建设跃上新台阶。政策推动政务+行业数字化转型稳步推进，底层算力基础设施需求持续释放。

三、公司优势：绑定优质客户核心卡位批量交付，海外业务重启拓展

1、2 万存量，5 万待交，自持比例上升带动毛利率稳步增长

公司在北京、广州、深圳、海口、南宁、廊坊等地拥有多个自建数据中心，在京津冀、粤港澳大湾区等核心区域已经具有一定的规模优势。公司最早以租赁机柜为主，2014 年开始在广州自建机柜，2018 年公司上市后逐渐扩大自建机柜规模。截至 2021 年末公司数据中心总机柜数接近 2 万个，23 年起公司在手储备的 5 万个机柜将陆续交付。其中，廊坊固安 25000 个、广州南沙 10000 个、天津武清 12000 个、云南昆明首期规划 3300 个、江西南昌 2,200 个机柜均稳步推进中，具备未来业绩增长潜力。

图 15：国内核心区域战略布局

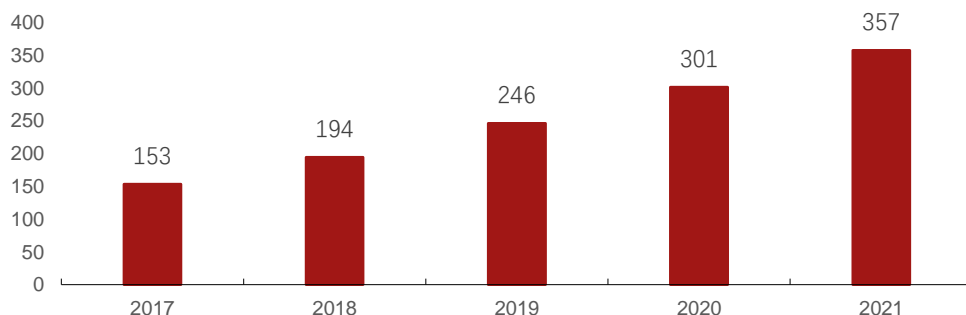


资料来源：公司公告、招商证券

(1) 廊坊：有效承接北京需求外溢，机柜储备丰富

环京地区数据中心供不应求。北京地区人口及互联网用户密度高、大型互联网、云计算、科技创新类企业和政企用户数量大，因此对数据中心的业务需求旺盛。北京及廊坊本地许多大型互联网企业 IDC 需求的年均增长率保持在 30% 以上。在北京市区 IDC 资源供不应求的状况下，大量需求溢出至廊坊、张家口等邻近的周边地区。廊坊接壤通州区，距离 ChinaNet 骨干网节点机房最近，是网络要求较高客户需求外溢的最佳选择。

图 16：2017-2021 年北京及周边地区 IDC 市场规模（单位：亿元）



资料来源：科智咨询、招商证券

- 公司 2019 年公司完成廊坊市讯云数据科技有限公司全部股权的收购，2020 年一期项目中 1500 个机柜投入使用，二期和三期共计 3819 个机柜分别在 2020 和 2022 年投入使用。公司在廊坊固安规划 2.5 万个机柜，2021 年首期规划建设 1 万个机柜，其中一期和二期共计 5700 个机柜预计 2023 年完工，三期尚未开工。
- 在建的廊坊固安 C 栋预计将产生 1,700 个 4.4kW 机柜的产能，目前公司已与北京联通签订了框架协议，为其提

供 IDC 服务和相关运维服务，此外，公司也与多个潜在意向客户进行沟通中，客户意向预计可以覆盖该项目建设

的机柜数量，因此廊坊固安 C 栋产能消化风险较低。

表 12: 奥飞广深地区主要已建机房的出租情况

机房名称	所在地点	可用机柜数 (个)	截至 2022 年 9 月 30 日的机柜使用率	机柜功率	投入使用时间	主要客户
廊坊讯云一期	河北省廊坊市安次区	1,500	100.00%	4.4kW	2020 年	快手
廊坊讯云二期	河北省廊坊市安次区	3,019	88.21%	4.4kW	2020 年	快手
北京德昇亦庄机房	北京亦庄经济技术开发区	3,078	90.68%	4.4kW	2019 年	快手、北京电信 (终端客户百度)
北京 M8 机房	北京市朝阳区	3,263	66.60%	2.6-4.4kW	2019 年	天津祥云、金山云、北京联通 (终端客户奇虎 360)

资料来源: 公司公告、招商证券

表 13: 奥飞廊坊地区 IDC 情况

数据中心	整体规划	投产/上架水平
廊坊讯云数据中心一期 A 栋	1500	2020 年投入使用/截止 2022 年 9 月上架率 100%
廊坊讯云数据中心二期 B&C 栋	3019	2020 年投入使用/截止 2022 年 9 月上架率 88.21%
廊坊讯云数据中心扩容 (三期)	800	2022 年 12 月完工, 预计 12 个月后上架率为 50%
固安聚龙数据中心一期 A 栋	2500	预计 2023 年 3 月完工, 预计 12 个月后上架率为 50%
固安聚龙数据中心二期 B 栋和 C 栋	3200	预计 2023 年 8 月完工, 预计 12 个月后上架率为 50%
固安聚龙数据中心三期	预计 4300	尚未开工

资料来源: 公司公告、招商证券

表 14: 廊坊固安 C 栋潜在意向客户

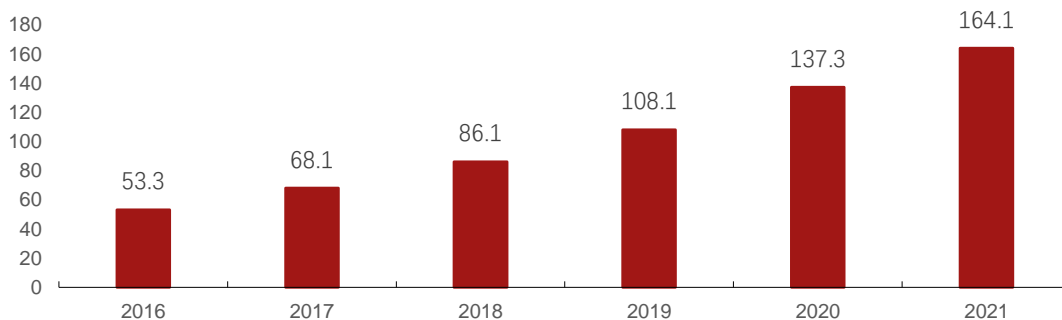
潜在意向客户	IDC 机柜需求	意向机柜需求数量 (个)
易车	业务拓展需要, 在京津冀存在数据中心需求	100
北京联通	在京津冀存在数据中心需求, 已签署框架协议	10,000
河北联通	在京津冀存在数据中心需求, 承接金融客户项目	1,500
新浪	在京津冀存在数据中心需求, 以降低成本及整合业务	2,000
360	原数据中心已不能满足业务增长, 拓展需要, 在京津冀存在数据中心需求	1,500
七牛	新的云项目拓展, 在京津冀存在数据中心需求	200

资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 广州: 5G 数字智慧产业园 1 万机柜建设中

广州南沙定位为粤港澳全面合作示范区, 对外能够对接港澳资源, 辐射亚洲, 联通全球互联网资源, 对内能够辐射整个泛大湾区地区, 为全国客户提供服务。在此背景下, 近年来一线城市周边地区的数据中心市场持续活跃、数据中心价值持续提升。IDC 服务商不断提升在一线城市周边建设数据中心的力度, 加快资源开发和机房建设有利于巩固 IDC 服务商的竞争优势。

图 17: 2016-2021 年广深及周边地区 IDC 市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 科智咨询、招商证券

- 2020 年 9 月, 广东省工信厅印发《广东省 5G 基站和数据中心总体布局规划 (2021 年—2025 年)》, 加快推进广东省 5G 网络和数据中心建设, 建成世界领先的新型信息基础设施, 为数字广东、网络强省、制造强省建设提供有力支撑。
- 公司 2014 年在广州金发投入使用 558 个机柜, 2017 年科学城一期 500 个机柜投入使用。2018 年上市后公司加大机柜建设, 2019 年科学城二期规划 3000 个机柜, 由于项目实施地点电力容量不足实际完工 870 个机柜。2020 和 2021 年与阿里合作共计建设 3700 个机柜。目前公司规划在广州南沙建设 1 万个机柜, 其中 A 栋 1 号楼 1460 个机柜预计在 2022 年 12 月完工。

表 15: 奥飞广深地区主要已建机房的出租情况

机房名称	所在地点	可用机柜数 (个)	截至 2022 年 9 月 30 日的机柜使用率	机柜功率	投入使用时间	主要客户
广州神州机房	广州高新技术产业开发区 (科学城)	1,348	62.17%	2.2-4.4kW	2017 年和 2018 年	湖南微算、深圳乐信软件
广州金发机房	广州高新技术产业开发区 (科学城)	558	55.02%	2.2kW	2014 年和 2015 年	广州联通、深圳众云数据
深圳福田铭可达机房	深圳市福田保税区	507	68.64%	2.2-7kW	2016 年	深圳电信、深圳凡二私募证券投资基金管理合伙企业 (有限合伙)

资料来源: 公司公告、招商证券

表 16: 奥飞广州地区 IDC 情况

数据中心	整体规划	投产/上架水平
金发	558	2014 年投入使用/截止 2022 年 9 月上架率 55.02%
科学城神舟机房一期	500	2017 年投入使用/截止 2022 年 9 月上架率 62.17%
科学城神舟机房二期	870	2019 年投入使用/截止 2022 年 9 月上架率 62.17%
阿里一期	3000	2020 年投入使用, 预计 36 个月后上架率为 90%
阿里二期	700	2021 年投入使用, 预计 24 个月后上架率为 70%
南沙 5G 数字智慧产业园 A 栋 1 号楼	1460	2022 年 12 月完工, 预计 12 个月后上架率为 50%
南沙 5G 数字智慧产业园 A 栋剩余 3 栋楼	8540	融资中

资料来源: 公司公告、招商证券

(3) 天津: 京津冀经济圈全面布局, 规划建设 1.2 万机柜

2022 年起天津市实施多项举措推进数字经济建设, 培育数字经济发展新动能, 推动天津经济转型发展。经济贸易发达地区数据中心的建设越来越成为刚需, 在“东数西算”工程的推动下天津市将快速承接北京溢出数据中心需求, 加快与北京高新技术产业对接步伐。

- 2021年7月，公司为增强服务能力和提高市场占有率收购天津盘古云泰科技发展有限公司40%股权，并规划在天津武清数据中心建设12000机柜。该项目地与北京大兴国际机场直线距离约37公里，区位优势突出。项目建设完成后，公司将在天津地区拥有第一座大型数据中心，是公司对于京津冀经济圈实现全面布局的重要之举。

（4）云南昆明：促进西南地区企业智能化转型，启动建设3300机柜

云南政策大力推动数字化发展，2022年建成数据中心50个，其中超大型1个、大型1个、中小型48个，在建和已建机架数达到4.1万架。并规划2025年打造10个以上行业级大数据中心，全省数据中心承载能力要达到10万标准机架以上，中型及以上数据中心平均利用率力争提升到65%以上。

- 2021年公司启动昆明数据中心项目，计划首期交付3300个机柜。公司响应“一带一路”的号召，布局西南地区核心节点，建设西南地区云计算和大数据公共服务平台、新一代云计算中心研发基地及智能化运维产业化基地，将服务众多互联网、金融行业知名企业，发力金融云、AI云、政务云等，为各行各业提供云计算解决方案，促进西南地区企业智能化转型。

（5）江西南昌：中部地区产业升级赋，预计建设2200机柜

2022年江西数字赋能不断深化，新增32家江西省大数据示范企业，目前示范企业总数为90家。2023年为推动大数据产业发展，江西将聚焦支柱、优势产业以及重点发展领域，开展大数据应用试点示范，力争江西省大数据示范企业总数突破120家。

- 2021年公司规划建设2200个机柜，该项目与江西联通签署中国联通智·云数据中心（临空）项目合作协议，双方将合作共建江西联通临空云数据中心，为中部地区产业升级赋能，结合南昌地区当地气象条件及各种节能技术采用，建设全年平均PUE值 ≤ 1.35 的绿色节能型数据中心。项目将作为中部地区重要的数据中心枢纽，服务金融、教育、工业、互联网等重点客户，以及云计算、边缘计算、高清视频等应用落地。

2、运营能力优秀，客户资源丰富

核心团队与优质客户深度绑定。由于公司核心管理层均具备运营商、华为、腾讯、阿里等企业的工作背景，拥有优质的行业资源和丰富的行业经验，通过多年的精细化运营和稳步发展，公司现已接入中国电信、中国联通、中国移动、教育网等全国性骨干网络，搭建了一个安全、稳定、高效的智能网络平台，积累了良好的商业信誉，从而吸引下游优质客户群体，为未来的持续成长打下坚实基础。

公司与众多知名网络游戏、短视频、门户、主流媒体企业及其他企事业单位保持了长期合作关系，已服务的客户覆盖互联网、金融和制造业等行业的知名企业、头部企业，**典型客户包括：百度、快手、字节跳动、网易、腾讯、阿里等。**在重大合作方面，公司自2019年起与快手、阿里巴巴、百度签订多条长期合作协议，深度绑定核心客户资源：

- 2019年7月29日，公司与**快手**签订长达5年的《云计算中心服务合同》，公司在合同规定期内需要交付数据中心模块给北京达佳使用，并协助其进行设备安装、联网调试及配置设定，签约金额约3.3亿元。
- 2020年1月3日，公司与**阿里巴巴**签署了合作备忘录，公司将为阿里建设数据中心机柜资源，并负责数据中心总体项目实施，协议总金额约5亿元，合同期限长达8年，签约金额约5亿元。
- 2021年9月27日，公司与**百度**就南沙数据中心项目合作达成意向，由公司向百度提供2,000个定制化高功率率数据中心机柜的服务能力及相关的增值服务，并于2022年2月28日前向百度交付500个机柜，服务期限为6年，签约金额约10亿元。
- 2022年2月28日，公司与**百度**就廊坊固安数据中心项目合作达成意向，由公司向百度提供1,850个定制化高功率率数据中心机柜的服务能力，并于2022年7月31日前向百度交付500个机柜，服务期限为6年，签约金额约9.5亿元。

图 18: 公司部分核心客户一览



资料来源: 公司官网、招商证券

表 17: 公司重大合作协议

日期	合作方	签约年限	签约机柜	签约金额	合作内容
2019/7/29	北京达佳互联(快手)信息技术有限公司	5 年		约 3.3 亿元	公司在合同规定期内需要交付数据中心模块给北京达佳使用, 并协助其进行设备安装、联网调试及配置设定
2020/1/3	阿里巴巴(中国)有限公司	8 年		约 5 亿元	公司将为阿里建设数据中心机柜资源, 并负责数据中心总体项目实施
2020/1/3	阿里巴巴(中国)有限公司	5 年(若双方无异议, 将自动续展至 8 年)			公司将为阿里巴巴提供华南地区数据中心资源及配套技术服务
2021/9/27	北京百度网讯科技有限公司	6 年	2,000	约 10 亿元	公司将向百度提供 2,000 个定制化高功率数据中心机柜的服务能力及相关的增值服务, 并于 2022 年 2 月 28 日前向百度交付 500 个机柜
2022/2/28	北京百度网讯科技有限公司	6 年	1,850	约 9.5 亿元	公司将向百度提供 1,850 个定制化高功率数据中心机柜的服务能力, 并于 2022 年 7 月 31 日前向百度交付 850 个机柜

资料来源: 公司公告、招商证券

3、海外项目重启拓展, “一带一路”资源优势显著

海外项目重启拓展, 海外数据中心运维经验和客户服务经验丰富。奥飞数据国际有限公司为广东奥飞数据科技股份有限公司海外全资子公司, 有多年的海外基础网络服务经验, 为中国企业出海 IT 服务提供整体解决方案, 主要业务范围覆盖亚太、欧美、澳洲等超过 20 个国家和地区, 在全球范围内超过 40 个节点, 为客户提供包括数据中心、国际互联网、传输组网、边缘计算和综合集成服务等 5 大类服务。

AAE1 国际海缆资源优势显著。2018 年 6 月, 公司作为中国大陆重要合作方, 参与亚非欧 1 号(Asia-Africa-Europe-1 Cable System 简称 AAE-1)海缆二期投资, AAE-1 海缆是 15 年来世界上最长、最复杂、技术最先进、时延最低的大型海缆系统。“AAE-1”项目于 20Q2 已交付, 奥飞国际拥有此海缆 250G 带宽和长久的使用权益。同时, 依托多年的技术累积、运营经验和资源优势, 奥飞国际与超过 100 家的海外运营商、知名数据中心企业等进行深度合作, 合作案例包括:

- Digital Realty: 2022 年 9 月, 奥飞国际与 Digital Realty (纽交所代码: DLR) 正式达成全球合作, 正式加盟 Digital Realty 全新启动的全球合作伙伴项目。基于双方的全球布局优势, 奥飞国际与 Digital Realty 将充分整合各自资源, 共同打造企业海外数据中心一站式部署解决方案, 助力出海发展的中国企业降本增效, 提升竞争优势。根据合作内容, 奥飞国际可与 Digital Realty 全球 4000 余名客户开展对接; 与此同时, 奥飞数据国内客户可使用 Digital Realty 旗下专属全球数据中心和互连平台 PlatformDIGITAL®。

- SpaceDC: SpaceDC 是总部位于新加坡的数据中心提供商。2022 年 7 月,奥飞国际与 SpaceDC 正式达成合作,根据合作内容,奥飞国际将与 SpaceDC 共同销售其在中国区的数据中心机柜(包括广州、河北固安和深圳的数据中心),以及 CDN、SDN 等业务。基于强大的全球 CDN 和 SDN 网络,奥飞的数据中心产品组合可以为 SpaceDC 及其客户提供易于部署且灵活的全球解决方案。

签约沙特数据中心项目,打开中东 IDC 市场空间。2022 年底,奥飞国际与沙特著名企业阿吉兰兄弟集团、白山云科技就共同合作在沙特阿拉伯首都利雅得投资新建数据中心和本地云计算平台项目合作事项签署合作协议。根据合作协议约定,三方将在利雅得建设、运营大型数据中心及本地云计算平台,为沙特及周边国家提供包括大数据、存储、网络覆盖和数据库服务等一体化解决方案,该合作协议预计于 2023 年下半年动工,公司将得到一个自持自营、稳定的核心节点和业务枢纽,辐射周边国家地区,建立独特的资源优势。

- 董秘访谈提到,合作细节还待多方沟通后落实,根据前期沟通该项目数据中心方面首期投资会在 7000 万到 1 亿美元之间,总功率不低于 10MW。同时还会建设独立的云计算品牌进行运营,服务沙特以至整个阿拉伯国家的各行业及互联网客户。从目前市场的情况估计,在中阿合作全面开展之后,本地和中资企业的需求将会激增,项目有望取得优于其他国家地区的收益。

表 18: 协议三方主体情况介绍

合作方	主营业务简介
奥飞国际	奥飞数据国际有限公司为广东奥飞数据科技股份有限公司海外全资子公司,有多年的海外基础网络服务经验,为中国企业出海 IT 服务提供整体解决方案。主要业务范围覆盖亚太、欧美、澳洲等超过 20 个国家和地区,在全球范围内超过 40 个节点,为客户提供包括数据中心、国际互联网、传输组网、边缘计算和综合集成服务等 5 大类服务。
阿吉兰兄弟	创办于 1979 年,是沙特在华规模最大的私营企业。集团围绕科技创新,充分把握金融服务、消费品制造、医疗健康、教育、游戏、矿业、旅游、物流等核心领域等,业务网络遍布全球超过 15 个国家和地区。
贵州白山云科技	创新的独立边缘云服务提供商,白山云已建立了遍布全球的边缘网络,服务覆盖海内外 250+城市。结合企业数字化转型的云化需求及 5G 和 IoT 应用落地场景,基于在能源、金融、制造、医疗、房地产、互联网、电商、游戏等众多行业的服务经验,白山云致力于为全球企业客户提供跨行业应用场景解决方案。

资料来源:公司官网、Wind、招商证

中东地区正处于大规模的数字化进程中,对数据中心的需求日益旺盛。作为传统能源出口地区,中东主要国家都在进行多元化的经济转型,试图摆脱对石油和天然气等能源经济的依赖,阿联酋、沙特阿拉伯、科威特等国都制定了十年经济转型计划,将发展数字化经济纳入国家发展战略。他们启动了各种智慧城市项目,推动了该地区数据中心的增长,亦将推动海湾合作委员会国家之间对边缘计算和边缘数据中心的需求。

较大的区域市场需求与现阶段市场供给的匮乏使中东成为全球数字化发展最有潜力的区域之一。据 Research and Markets 调研数据,中东数据中心到 2025 年,按收入计算的市场预计将超过 37 亿美元。Equinix、Global Data Center、Batelco、Gulf Data Hub、AWS 和 Khazna 是中东数据中心市场的主要投资和供应商。政府和机构的参与加速了中东数字化发展。不断增长的操作业务需求促使企业从服务器室操作迁移到数据中心服务,如托管服务、协同定位和混合基础设施服务。根据 IDC 圈,21 年,仅在中东的沙特阿拉伯,IT 支出就将增长 4.2% 达到 111 亿美元,其中云服务和基础设施占市场一半以上;预计 2022 年将在 IT 上花费 1700 亿美元;明年中东和北非地区的 IT 支出将继续增长。

4、成立奥飞新能源,落实新能源战略规划

积极布局新能源领域。2021 年,在国家双碳战略指导下,公司从自身业务需求开始延伸、拓展出了新能源业务板块。公司组建了新能源团队并投资设立控股子公司广东奥飞新能源有限公司,以投资运营分布式光伏发电项目为主要经营方向,选取廊坊讯云数据中心作为战略试点,并逐步有序开展外部商业分布式光伏发电项目的签约和建设。

- 公司立足华南区域,并相继在全国六个省份落地项目,截止到 2022 年三季度,奥飞新能源共实现并网发电 30

个项目，签约 120 个项目，装机规模累计 202MW。

- 从合作模式来看，客户负责提供建筑屋顶，奥飞新能源负责光伏电站的全额投资以及建设、运营和维护，光伏电站所发电能优先供应客户消纳，余电并入公共电网。公司自投自持电站，同华为、天合光能、晶澳太阳能、阿特斯、隆基、万克、迈格瑞能、施耐德电气等产业链最强资源合作。

表 19: 奥飞新能源光伏项目签约（截止到 2022 年 1 月）和交付并网情况（2022 年上半年）

签约项目	装机规模	年发电量	减少二氧化碳排放量
廊坊市讯云数据中心项目	4.2MW	560 万度	5583 吨/年
梅州市某工程机械制造公司项目	1.09MW	115 万度	1145 吨/年
茂名市某科技公司项目	1MW	110 万度	1096 吨/年
梅州市某工程机械制造公司项目	614KW	60 万度	596 吨/年
中船黄埔文冲船舶实现“绿色造船”	9.2MW	900 万度	4744 吨/年
交付项目	总装机容量	预计年发电量	
江门睿龙厂分布式光伏发电项目	898.8KW	885444kwh	
和平冠华一期光伏发电项目	720KW	707691.61kwh	
惠州爱森家私光伏发电项目	903.600KW	891729.19kwh	
佛山欣筑屋顶光伏项目	396KW	358174.03kwh	
从化顺昌源光伏发电项目	614.4KW	531353.52kwh	
中山佳立光伏项目	580.8KW	592849.28kwh	
佛山晟美光伏项目	473KW	427818.98kwh	
佛山喜妆光伏项目	319.55KW	289026.54kwh	

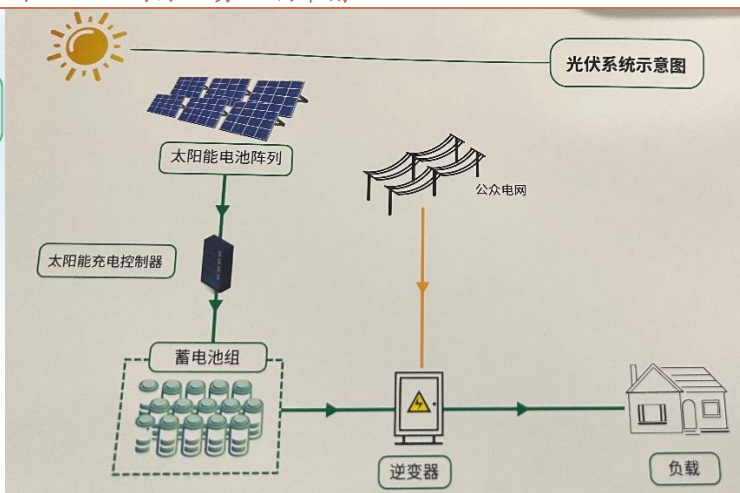
资料来源：奥飞数据公众号、奥飞新能源公众号、招商证券

图 19: 新能源业务合作模式



资料来源：公司推介材料、产业调研、招商证券

图 20: 公司分业务毛利率情况



资料来源：公司推介材料、产业调研、招商证券

四、投资建议

IDC 行业供给侧洗牌接近尾声，市场份额将向头部厂商集中，公司持续提升 alpha，在核心卡位积极布局大规模数据中心，不断加深与百度、字节等大型互联网客户和运营商的合作，使得公司未来持续成长具备坚实保障。

2 万存量，5 万待交，自持比例上升带动毛利率稳步增长。 奥飞数据是国内领先的互联网云计算与大数据基础服务综合解决方案提供商。公司最早以租赁机柜为主，2014 年开始在广州自建机柜，2018 年公司上市后逐渐扩大自建机柜规模。截至 2021 年末公司数据中心总机柜数约 2 万个，23 年起公司在手储备的 5 万个机柜将陆续交付。其中，廊坊固安：25,000 个；广州南沙 10,000 个；天津武清 12,000 个；云南昆明首期规划 3300 个、江西南昌 2,200 个机柜均稳步推进中。

运营能力优秀，客户资源丰富。 公司高管团队及骨干均具备运营商背景，在 IDC 运营方面积累了丰富的经验，吸引优质客户资源。与百度、快手、字节跳动、网易、腾讯、阿里等大互联网客户积极合作。公司与百度就南沙和廊坊固安数据中心项目达成合作协议，签约金额分别为 10 亿和 9.5 亿元，预计未来仍有持续扩容需求。同时作为三大运营商的核心合作伙伴，通过优质资源获绑定大客户，未来持续成长具备了坚实保障。

海外项目重启拓展，网络资源+先发优势助显著。 作为国内最早实施出海战略的 IDC 厂商之一，奥飞数据从 2016 年开始逐步扩张海外 IDC 资源节点。子公司奥飞国际搭建 AAE-1 海缆资源网络，拥有此海缆 250G 带宽和长久的使用权益，互联了公司在东南亚、欧洲和美洲等 40 多个节点。依托多年的技术累积、运营经验和资源优势，奥飞国际与超过 100 家的海外运营商、知名数据中心企业等进行深度合作。2022 年底在中阿峰会与各方签约在沙特投资建设数据中心与云计算平台，预计下半年开始动工，公司将得到一个自持自营、稳定的核心节点和业务枢纽，辐射周边国家地区，建立独特的资源优势。

投资建议： 华南 IDC 黑马，全国机房稳步交付，作为 ChatGPT 算力支撑核心标的，将迎来戴维斯双击。从行业 beta 来看：（1）供给侧：加速洗牌，IDC 行业触底，头部厂商集中度将进一步提升；（2）需求侧：ChatGPT 训练和推理将带来海量算力需求；此外，近期老旧机房存量机柜迁移带来较多增量需求；从公司 Alpha 来看：南沙、廊坊批量交付+深度绑定百度等大客户+海外重启拓展。奥飞数据将迎来新一轮上行周期。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.56 亿元、2.08 亿元、3.03 亿元，对应 PE 为 69.7 倍、52.3 倍、35.9 倍，对应 EV/EBITDA 分别为 29.9 倍、21.2 倍和 17.6 倍，维持“强烈推荐”评级。

表 20：收入拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计收入	840.54	1204.98	1084.69	1440.49	1939.38
系统集成项目	0.00	36.70			
IDC 服务	750.68	1031.81	949	1227	1661
其他互联网综合服务	89.86	136.34	125	163	204
分布式光伏节能服务	0	0.14	10.00	50.00	75.00

资料来源：公司公告、产业调研、招商证券测算

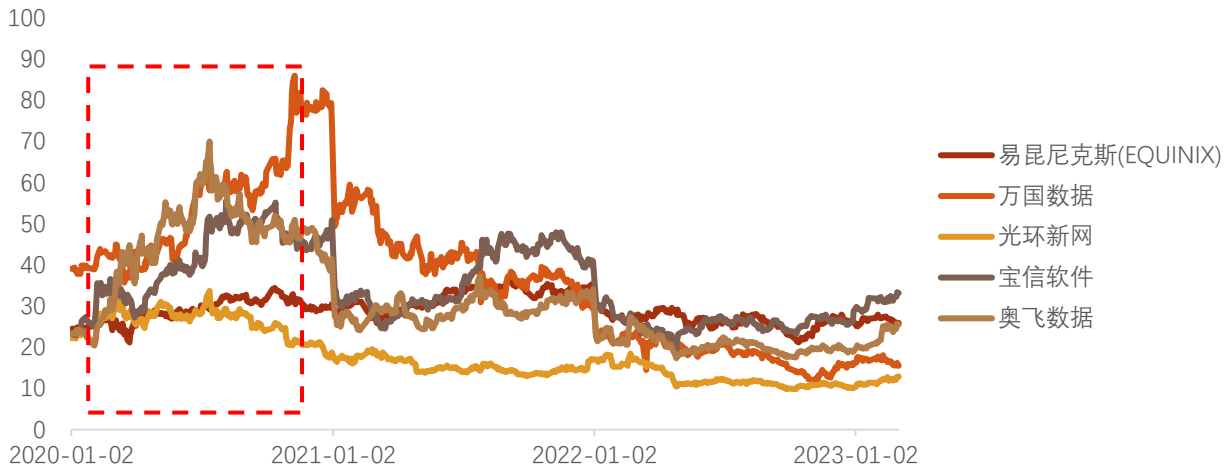
当前 IDC 行业 EV/EBITDA 估值处于底部，产业新一轮上行周期即将开启，EV/EBITDA 均值有望逐步修复。 在 20 年上半年，Equinix、万国数据、光环新网、宝信软件和奥飞数据的 EV/EBITDA 均值分别为 26.58X、43.07X、27.21X、33.47X 和 39.76X；奥飞数据在 20H1 EV/EBITDA 高峰一度达到 50-60X，我们认为伴随着 IDC 行业供给侧洗牌的收尾，以及超算中心、Chatgpt、AR/VR、自动驾驶汽车等新应用的到来，行业将迎来估值修复；同时，从奥飞自己的 ALPHA 来看，过去两年受到疫情和建设爬坡期的影响，公司的业绩增速放缓，但 2023 年开始公司在南沙、廊坊、天津等地的机房都将陆续交付，收入快速兑现期即将开始，可以给予 30X 合理 EV/EBITDA 估值，公司 23 年预计实现 EBITDA 6.22 亿元，对应 186.6 亿 EV 和 158.60 亿元合理权益价值；同时，按照 20X 保守 EV/EBITDA 估值，对应 124.4 亿 EV 和 96.39 亿元合理权益价值，安全边际充足。

表 21: 奥飞数据估值分析表

EBITDA (23E)	EV/EBITDA	EV	负债合计 (亿元) 23E	少数股东权益 (亿元) 23E	货币资金 (亿元) 23E	权益价值 (亿元)
	30	186.6				158.59
6.22	25	155.5	29.2	0.02	1.21	127.49
	20	124.4				96.39

资料来源: 公司公告、招商证券

图 21: IDC 厂商 EV/EBITDA



资料来源: Wind 招商证券

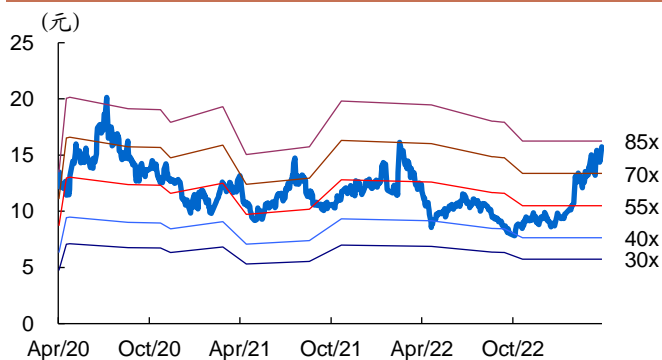
风险提示:

IDC 机房交付和销售进度低于预期: 面临宏观经济、行业周期、市场竞争等多重因素影响, 公司 IDC 机房建设及交付不及预期, 或客户 CAPEX 放缓, 上架不及预期。

行业竞争加剧: 2020 年以来, 国家大力促进新基建投资, 引起行业和资本市场的强烈关注。虽然下半年热度有所降温, 但行业的新进入者和原有企业的扩张, 未来仍然存在市场竞争加剧的可能。如公司市场规划和策略出现偏差, 将可能面临市场份额被竞争对手抢夺的风险; 另一方面, 竞争加剧可能导致整个 IDC 行业的整体毛利率下降。

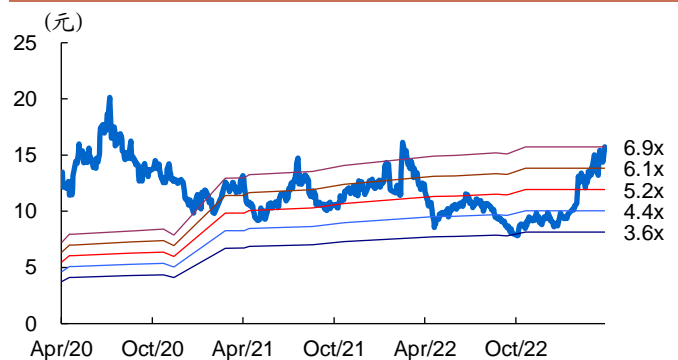
海外业务拓展不及预期: 地缘政治等因素影响, 数据中心的跨国行业交流和商务拓展存在一定的风险, 导致海外数据中心业务受到冲击。

图 22: 奥飞数据历史 PEBand



资料来源: 公司数据、招商证券

图 23: 奥飞数据历史 PBBand



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	690	1122	661	732	952
现金	255	670	273	209	258
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	1	1	1	2
应收款项	237	316	265	357	474
其它应收款	37	23	21	28	37
存货	1	3	3	4	5
其他	150	109	99	133	177
非流动资产	2250	4310	4244	4470	4670
长期股权投资	77	62	62	62	62
固定资产	1175	1039	937	1287	1596
无形资产商誉	693	983	1004	904	813
其他	305	2226	2240	2217	2198
资产总计	2940	5431	4905	5202	5622
流动负债	1119	1527	327	431	566
短期借款	611	919	0	0	0
应付账款	253	318	295	393	522
预收账款	62	18	17	22	30
其他	194	273	15	15	15
长期负债	521	2346	2346	2346	2346
长期借款	379	730	730	730	730
其他	142	1617	1617	1617	1617
负债合计	1640	3874	2673	2777	2913
股本	212	382	691	691	691
资本公积金	643	494	722	722	722
留存收益	442	680	818	1011	1293
少数股东权益	3	2	1	2	3
归属于母公司所有者权益	1297	1555	2231	2423	2705
负债及权益合计	2940	5431	4905	5202	5622

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	194	385	445	559	671
净利润	158	143	155	209	305
折旧摊销	128	181	223	339	367
财务费用	43	85	50	52	44
投资收益	(35)	15	(22)	(10)	(9)
营运资金变动	(150)	(43)	43	(37)	(44)
其它	49	6	(4)	7	8
投资活动现金流	(1065)	(1899)	(135)	(556)	(557)
资本支出	(722)	(1541)	(122)	(566)	(566)
其他投资	(342)	(358)	(13)	10	9
筹资活动现金流	939	1672	(707)	(67)	(65)
借款变动	541	329	(1177)	0	0
普通股增加	95	170	309	0	0
资本公积增加	376	(150)	228	0	0
股利分配	(12)	(16)	(17)	(16)	(21)
其他	(60)	1339	(50)	(52)	(44)
现金净增加额	68	159	(397)	(64)	49

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	841	1205	1085	1461	1939
营业成本	593	853	792	1055	1400
营业税金及附加	1	2	2	3	4
营业费用	14	19	20	29	39
管理费用	22	33	31	44	54
研发费用	22	41	36	48	60
财务费用	45	83	50	52	44
资产减值损失	(5)	(6)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
其他收益	2	7	7	7	7
投资收益	35	(15)	15	3	2
营业利润	177	160	171	234	342
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	177	160	171	234	342
所得税	19	17	16	25	37
少数股东损益	2	(1)	(1)	1	2
归属于母公司净利润	157	145	156	208	303

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-5%	43%	-10%	35%	33%
营业利润	66%	-10%	7%	37%	46%
归母净利润	51%	-8%	8%	33%	46%
获利能力					
毛利率	29.5%	29.2%	27.0%	27.7%	27.8%
净利率	18.6%	12.0%	14.4%	14.2%	15.6%
ROE	15.8%	10.1%	8.2%	8.9%	11.8%
ROIC	10.6%	7.5%	6.2%	8.3%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	71.3%	54.5%	53.4%	51.8%
净负债比率	36.6%	35.1%	14.9%	14.0%	13.0%
流动比率	0.6	0.7	2.0	1.7	1.7
速动比率	0.6	0.7	2.0	1.7	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4
存货周转率	1812.7	483.5	285.8	339.1	338.4
应收账款周转率	4.4	4.3	3.7	4.7	4.6
应付账款周转率	2.8	3.0	2.6	3.1	3.1
每股资料(元)					
EPS	0.23	0.21	0.23	0.30	0.44
每股经营净现金	0.28	0.56	0.64	0.81	0.97
每股净资产	1.88	2.25	3.23	3.51	3.92
每股股利	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04
估值比率					
PE	69.4	75.2	69.7	52.3	35.9
PB	8.4	7.0	4.9	4.5	4.0
EV/EBITDA	40.1	28.5	29.9	21.2	17.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022 年加入招商证券。

刘浩天 招商证券通信行业研究助理 中央财经大学金融硕士，曾就职于安信证券，2022 年加入招商证券。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022 年加入招商证券。

孙嘉馨 招商证券通信行业研究助理 伦敦大学国王学院金融学硕士，思克莱德大学学士，21 年加入招商证券，专注于三大运营商、IDC、云计算及云通信等相关领域研究。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。