

远 · 见 | 探寻 IDC 龙头高估值背后的秘密——Equinix

案例分析（上）

2020 年全球 REITs 受疫情影响跌幅超过 40%，但由于线上数据流量大幅增长，IDC REITs 反而逆势上扬。从美国 IDC REITs 指数表现看，美国 5 家 IDC REITs 综合涨幅达 17%，远超其他行业 REITs。从 EV/EBITDA 看，Equinix 估值水平显著高于其他 4 家美国 IDC 企业。

为了对 IDC 企业的本质有更清晰的认识，本文将对海外市场上最具竞争优势的 IDC 龙头企业 Equinix 进行深度剖析，探寻其高估值的原因，以期为国内 IDC 企业发展提供更多的借鉴。

一、Equinix 的“前世今生”

回顾 Equinix 成为 IDC 巨头的发展史，主要可分为三个阶段：

第一阶段：本土上市+模式创新

Equinix 成立于美国互联网投资热潮的 1998 年，创始人 Adelson 和 Avery 看准企业在数据访问平等与中立性的需求，提出以第三方身份运营 IDC 的中立模式构想。

由于 Equinix 在中立业务上的模式创新，因而获得了微软、思科、AOL、凯雷等公司的青睐和投资；2000 年，Equinix 顺利完成美股纳斯达克上市，发行价 12 美元/股。两年间所筹资金主要用于建设未来几年的数据中心。

2002 年，Equinix 战略收购亚太地区两家网络中立的数据中心提供商 Pihana Pacific 和 i-STT，重组自身业务以获得财务稳定的同时，Equinix 数据中心得到进一步扩张。

第二阶段：全球布局+互联拓展

2003年后，一方面，Equinix 开启全球布局——2007年通过并购 IX Europe 布局欧洲市场，2011年收购 ALOG 进入南美市场，2012年与迪拜运营商合作融入中东市场；另一方面，Equinix 在巩固北美市场的同时，还通过合作、外延并购方式提升互联专业能力——2004年通过与运营商合作方式（AT&T、Sprint 等）开展互联业务，2010年收购数据交换与托管服务提供商 Switch&Data 近 90 个数据中心，升级互联能力。

第三阶段：大举扩张+云业务拓展

2015年 Equinix 成功转型 REITs，通过定增、发债与 JV 多种融资手段，共募得近 200 亿美元，主要用于 IDC 项目的建设。与此同时，Equinix 加快并购步伐，先后收购 Telecity Group、Verion 共 63 个数据中心，超越 Digital Realty 成为全球 IDC 行业龙头。

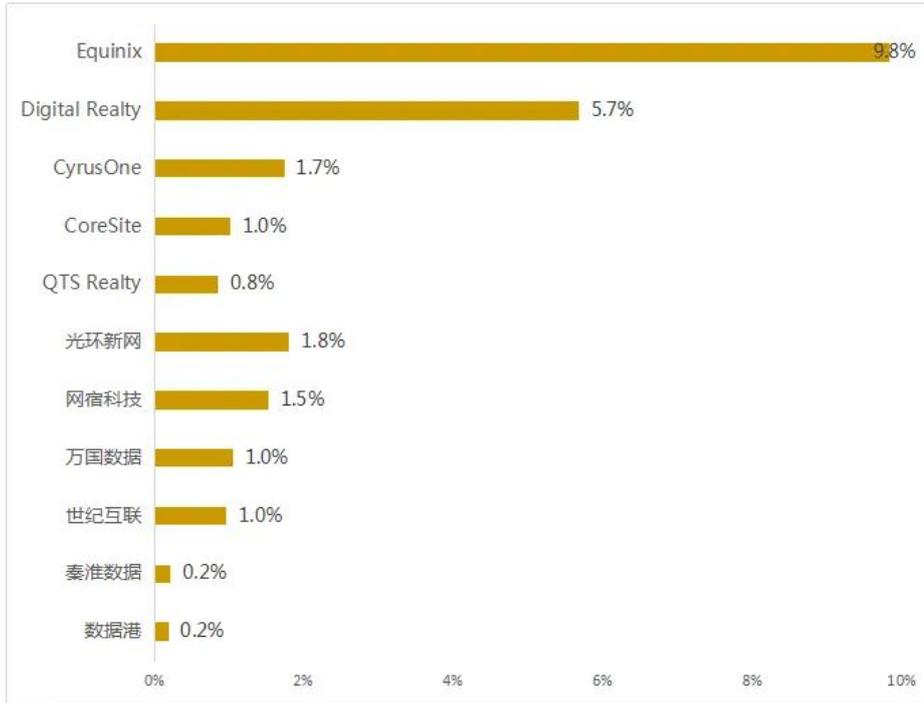
近几年，Equinix 持续在云服务、边缘计算等方面发力，先后并购云服务公司 Nimbo 与分布式云服务初创企业 Packet，**逐渐从资源驱动向增值服务上下游转变。**

二、Equinix 的“江湖地位”

1. 规模大——Equinix 机柜规模最大，市场占有率常年稳居行业第一

截至 2020 年底，Equinix 营业收入达 60 亿美元，比行业第二 Digital Realty 高出 21 亿美元。此外，Synergy2020 数据显示，全球 IDC 收入的 65%集中在全球 Top25 的都市区，**而 Equinix 数据中心业务在其中 16 个都市中均排第一。**2019 年 Equinix 全球市场占有率接近 10%。市场份额远大于其他竞争对手。

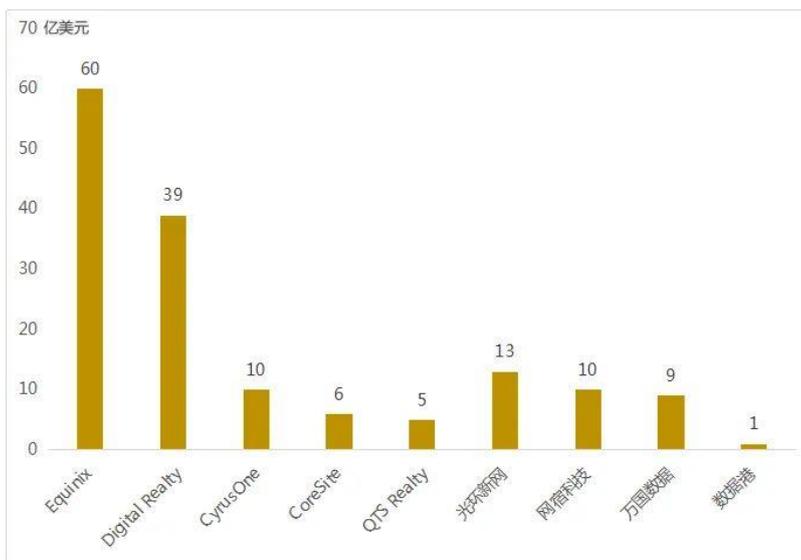
图 1 2019 年 IDC 企业市占率



注：世纪互联、秦淮数据暂未公布 2020 年营收；

数据来源：Wind、公司财报、Synergy、IDC 数据中心白皮书、远洋资本研究发展部

图 2 2020 年 IDC 企业营业收入



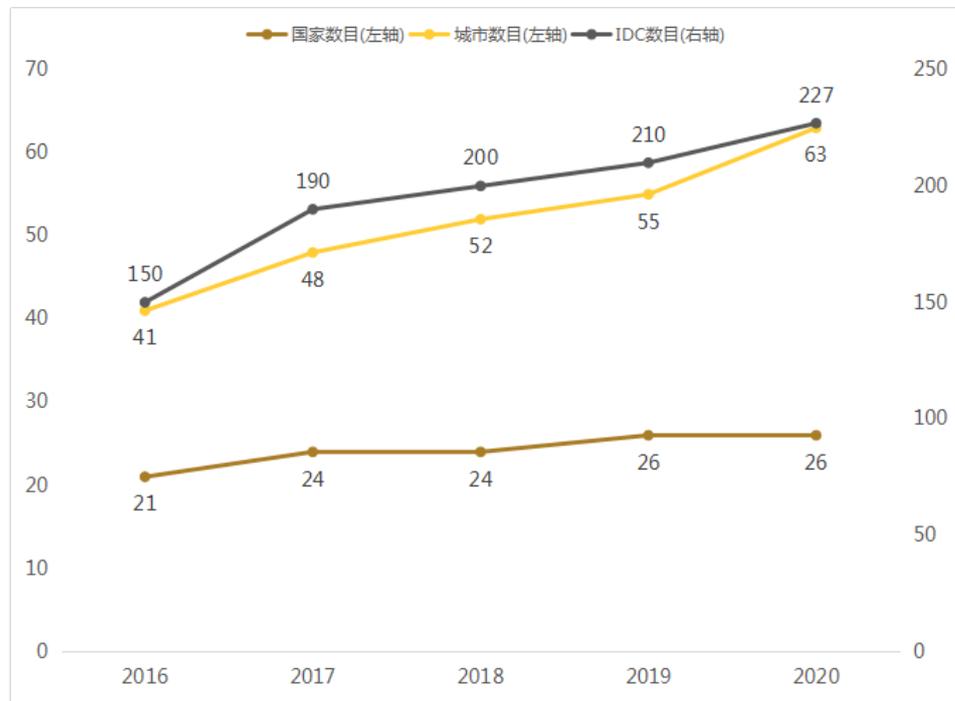
数据来源：Wind、公司财报、远洋资本研究发展部

2. 全球化——Equinix 全球布局成型，机柜区域分布均衡，规模优势明显

近三年，Equinix 全球布局已锁定在 26 个国家，而地区市场仍在不断拓展，城市规模扩至 63 个，IDC 数目达到 227 个。

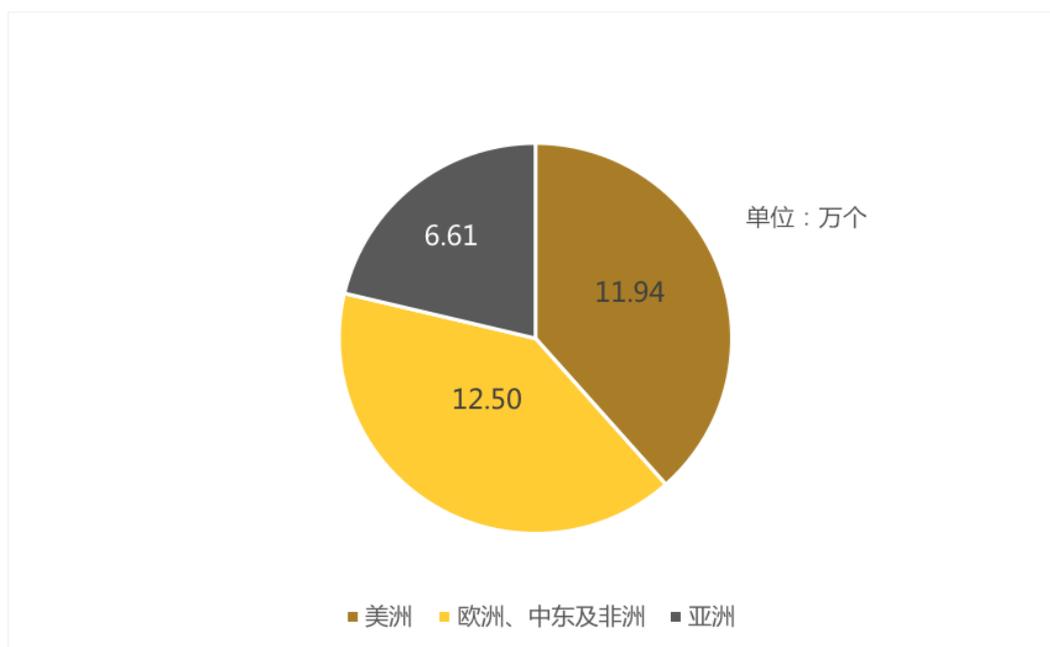
2020 年，Equinix 机柜总数超 31 万个，美洲、EMEA（欧洲、中东及非洲）与亚洲机柜比例分别为 39%、40%、21%。总体看，Equinix 机柜的地区分布均衡，同时兼具规模优势。

图 3 近 5 年 Equinix 数据中心区域布局



数据来源：公司财报、远洋资本研究发展部

图 4 2020 年 Equinix 机柜区域分布



数据来源：公司财报、远洋资本研究发展部

3. 领先性——Equinix 互联服务领先行业，网络优势明显

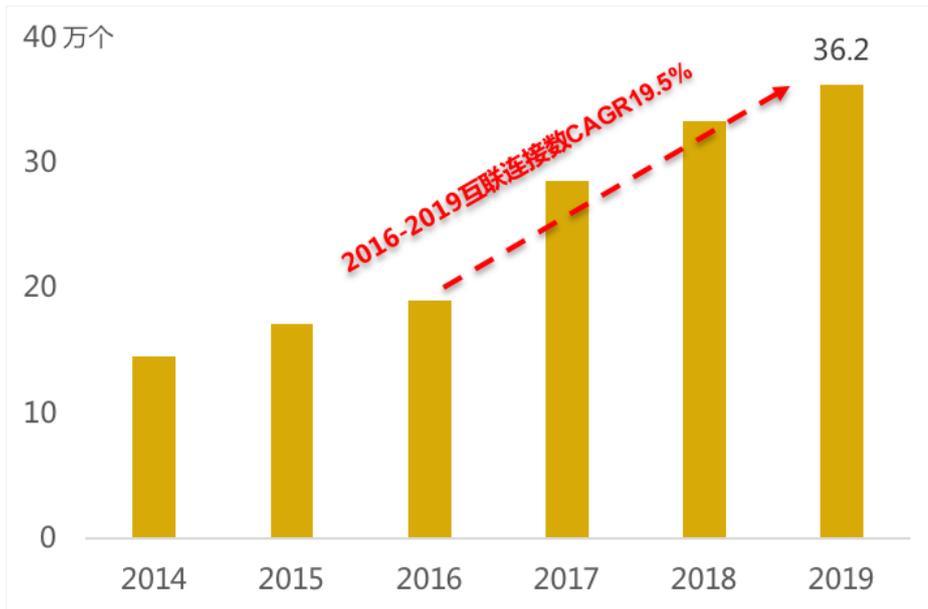
Equinix 是全球最早提出“互联（Interconnection）”概念的 IDC 公司，互联服务具备专业领先性与网络优势。

互联连接方面，2019 年 Equinix 互联连接数突破 36 万个、虚拟互联数量接近 2.3 万个，近几年总体 CAGR 达 24%。

IPTP 网络资源方面，目前 Equinix 在全球共有 123 个 PoP 节点，占比高达 54%，网络效应显著。

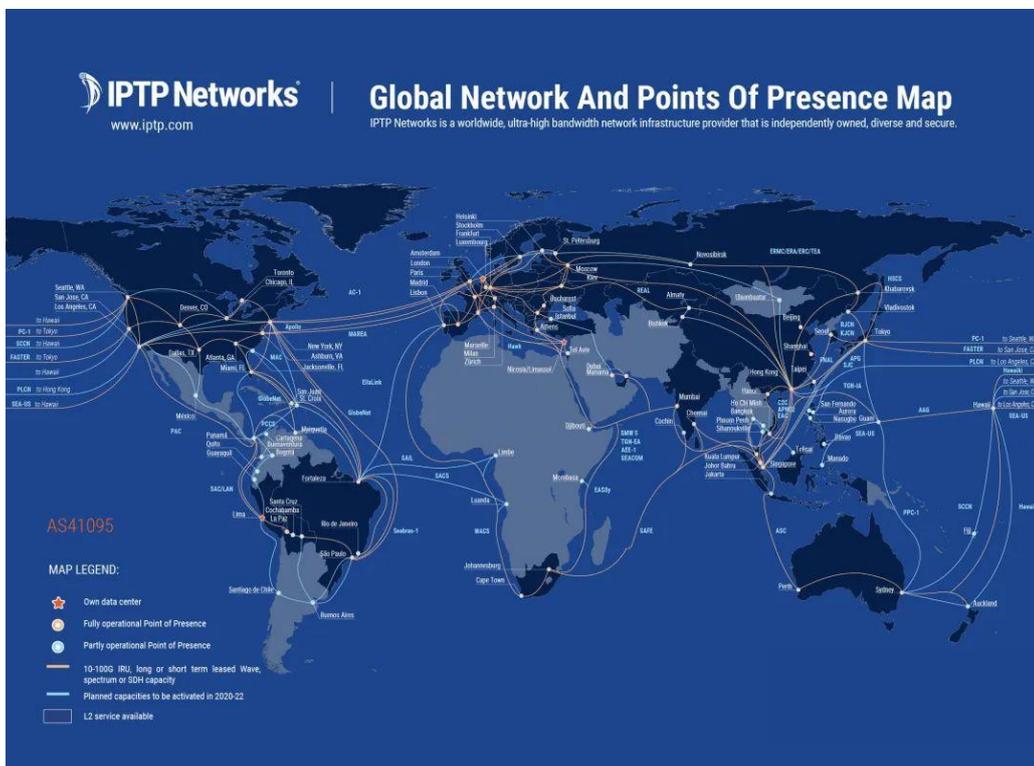
带宽资源方面，2020 年 Equinix 全球带宽容量接近 6000Tbps，近几年 CAGR 高达 51%。

图 5 Equinix 互联连接数目变化



数据来源：公司财报、远洋资本研究发展部

图 6 全球 IPTP 网络与 PoP 节点分布



数据来源：公司财报、网络资料整理、IPTP Network、远洋资本研究发展部

三、Equinix “财能几何”

1. 盈利模式：零售为主，机柜出租与增值服务轻重并举

Equinix 营收中以机柜托管为主，收入占比 71%，业务模式主要为零售业务，服务近 9800 客户。近几年随着云计算、互联网快速发展，两类客户合计收入占比达 52%。为满足云商、互联网客户多种需求，Equinix 也同时开展定制化服务。

除了机柜托管业务以外，Equinix 还提供丰富的增值服务，比如为客户提供互联类增值服务（多云互联、数据互联等），以及基础设施管理类增值服务（互联转型架构、云基础设施管理服务）。2019 年，互联类与基础设施管理类增值服务合计占比 23%，远超全球其他 IDC 企业。增值服务已成为 Equinix 另一大业务增长点。

表 1 美国 5 家 IDC REITs 业务模式对比

企业名称	模式类型	收入构成
Equinix	零售为主 批发为辅	托管71%、互联17%、 基础设施管理6%、安装服务6%
Digital Realty	批发	整租72%、托管20%、互联8%
QTS Realty	零售+批发	托管65%、整租35%
CoreSite	零售	托管80%、互联15%、整租5%
CyrusOne	批发+零售	整租55%、托管40%、互联5%

数据来源：网络资料整理、公司财报、远洋资本研究发展部

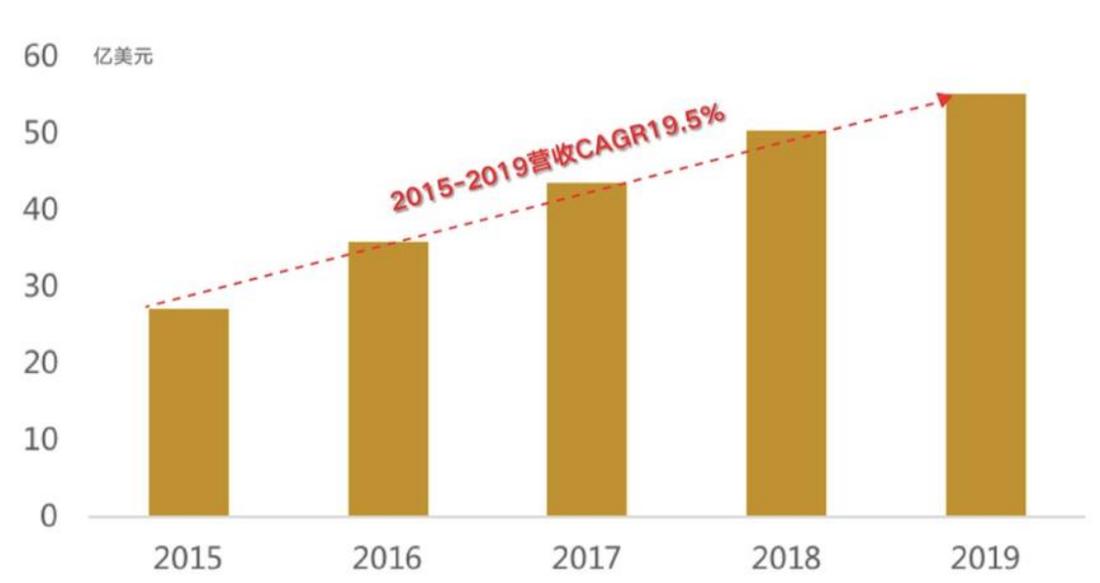
2. 成长性：收入与利润端呈现高速增长

从收入端来看，Equinix 营业收入始终保持 CAGR 约 19.5% 的高速增长，主要得益于每年新增项目数量以及租金的稳步提升。

从利润端来看，EBITDA 均维持 10% 以上的年度同比增速，2016 年后 EBITDA 年均复合增速高达 21%。

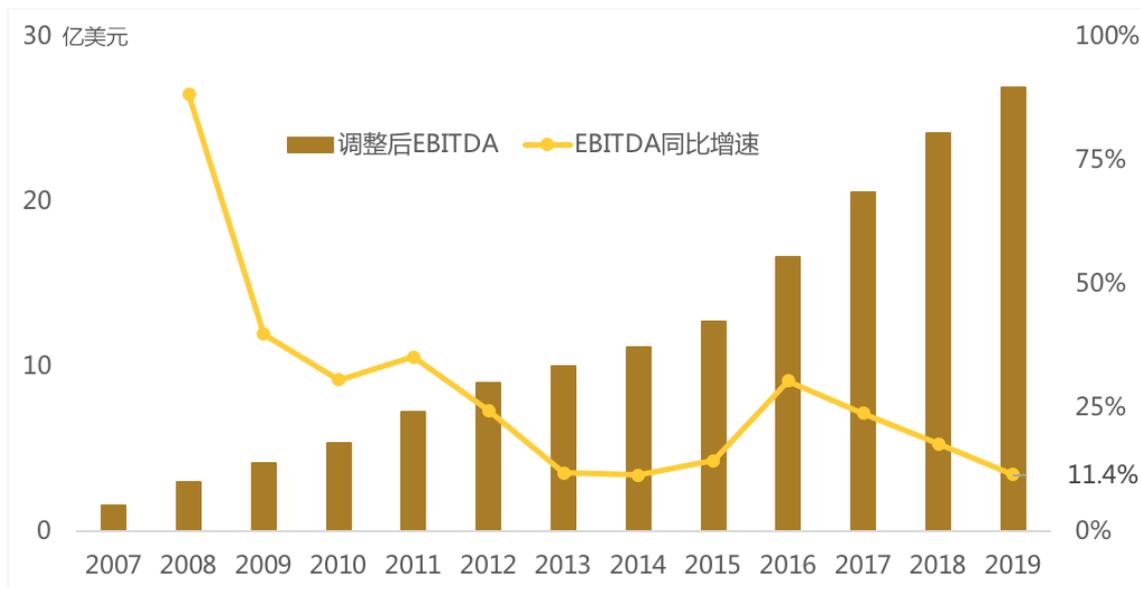
拆分看，Equinix 在利润端的高成长性主要源于互联业务的高增速，2019 年其他业务同比增速降至 10% 以下，唯有互联业务仍维持 10% 以上的同比增速。

图 7 Equinix 业务收入高速增长



数据来源：公司财报、远洋资本研究发展部

图 8 Equinix 利润端始终维持 10% 以上同比增速



数据来源：公司财报、远泽资本研究发展部

3. 盈利性：盈利能力稳健，但 EBITDA margin 水平稍低

由于客户粘性较高，Equinix 盈利能力较为稳健，EBITDA 维持两位数同比增长，但 EBITDA 利润率不高，仅有 44%，主要是因为销售和管理费用占比较高(29%)。而其他几家美国 IDC 企业的销售和管理费用占比仅为 10%左右，因而 EBITDA 利润率达到了 52%-55%。

表 2 2019 年 Equinix 及对标公司的业绩表现

公司名称	业务模式	营收 亿美元	2016-2019 营收增速	2016-2019 EBITDA增速	ROE 水平	资产 周转率	净利 率	EBITDA 利润率	资产 负债率	增值服务 占比
Equinix	零售为主	55.6	15.5%	20.6%	6.2%	0.25	9.1%	44%	63.1%	23%
Digital Realty	批发	32.1	14.4%	16.1%	5.7%	0.14	18.7%	55%	53.8%	8%
CyrusOne	批发+零售	9.8	22.9%	28.7%	1.8%	0.17	4.2%	55%	60.4%	5%
CoreSite	零售	5.7	12.7%	13.3%	49.3%	0.29	17.3%	52%	89.8%	15%
QTS Realty	批发+零售	4.8	6.2%	11.0%	2.4%	0.16	6.6%	46%	55.2%	0%
平均数			14.3%	18.0%	13.1%	0.20	11.2%	50.4%	64.5%	
中位数			14.4%	16.1%	5.7%	0.17	10.1%	52%	61.7%	

注：CoreSite、Digital Realty 为互联网增值服务；

CoreSite 因销售管理费用占比低、高杠杆高周转而具有高 ROE

数据来源：公司财报、远洋资本研究发展部

四、Equinix “技高一筹”

1. 股价表现：近 5 年股价持续攀升，远超美国 REITs 整体水平

2015 年以后，Equinix 股价大幅攀升，年均涨幅高达 23.7%，股价走势远好于同期的美国 REITs 综合指数。公司市值大于另外 4 家美国 IDC 企业 REITs 的市值总和。

图 9 2015 年后 Equinix 股价持续攀升



数据来源：Wind、远洋资本研究发展部

2. 收益表现：近 5 年综合收益率持续维持高位

2015-2020 年，Equinix 综合收益率达到 27.2%。资本利得贡献 Equinix 总收益的绝大部分，近 5 年 CAGR 高达 23.7%。

表 3 2015-2020 年美国 IDC REITs 综合收益表现

企业名称	综合收益率	资本利得率	派息率
Equinix	27.2%	23.7%	3.5%
Digital Realty	21.1%	16.4%	4.7%
QTS Realty	17.5%	13.5%	4.0%
CoreSite	30.2%	25.1%	5.1%
CyrusOne	24.2%	20.1%	4.1%

数据来源：Wind、NAREITs、公司财报、远洋资本研究发展部

3. 估值水平：估值领先行业，EV/EBITDA 约 25 倍，单机柜估值约 25 万美元/个

从 EV/EBITDA 估值来看，2019 年 Equinix REIT 的企业价值达到 623 亿美元，EBITDA 约 25 亿美元，公司整体估值排美国 IDC 上市 REITs 首位，EV/EBITDA 估值约 25 倍。

单机柜估值方面，通过 EBITDA 乘数*EBITDA margin*机柜租金的计算方法近似算出美国 5 家 IDC 企业的机柜估值。我们发现，Equinix 机柜估值最高，约为 25 万美元/个，显著高于其他几家 16-22 万美元/个的单机柜估值水平。

表 4 2019 年美国 IDC 可比公司估值

公司名称	估值 EV/EBITDA	单机柜估值 万美元	市值 亿美元	企业价值 亿美元	EBITDA 亿美元
Equinix	25.2	25.0	490.5	622.7	24.7
Digital Realty	16.6	18.9	242.2	365.4	22.0
CyrusOne	20.1	22.0	72.8	108.9	5.4
CoreSite	20.0	16.4	40.6	59.4	3.0
QTS Realty	21.7	17.2	30.6	48.4	2.2
平均值	20.7	19.9			
中位数	20.1	18.9			

注：机柜估值计算方法=EBITDA 乘数*EBITDA Margin*单机柜租金

数据来源：Wind、网络资料整理、公司财报、远洋资本研究发展部

五、Equinix 的“武林秘籍”

综合以上分析，我们认为 Equinix 高估值的驱动因素主要有以下几点：

▷**行业龙头地位**：2016 年后 Equinix 始终处于 IDC 行业第一，无论从营收规模、机柜数目或是市场占有率来看，Equinix 都是全球最大的 IDC 厂商，龙头效应显著。

▷**独特资源布局**：Equinix 数据中心覆盖全球主要商业城市，IDC 布局广泛、分布均衡，具有规模与网络优势。此外，Equinix 占据全球半数以上的 PoP 节点，具有丰富的带宽资源。

▷**多元增值服务**：Equinix 增值服务收入占比最高，并且服务类型多样，包括区域互联、互联网互联、云端互联等多种互联服务，以及云架构咨询、互联转型架构、混合云等多种基础设施管理服务，满足客户差异化需求，增强客户粘性、提升机柜租金。

▷**业绩表现突出**：Equinix 数据中心业务具有营业收入稳健、盈利可预见性高等优势。2020 年营收规模突破 60 亿美元，利润端 EBITDA 始终保持 10% 以上的同比增速。

总体看，**行业地位、资源布局、差异化服务与业绩表现四大优势是影响 IDC 企业估值的根本所在。**