



尚航科技 (836366.OC): 雷军系优质 IDC, 5G 时代 IDC 有望长期景气

2019.1.7

魏也娜(分析师)

电话: 020-88836105

邮箱: weiyen@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518090001

报告摘要:

● 公司概况: 华南地区领先的 IDC 服务商和解决方案提供商

尚航科技是国内华南地区领先 IDC 服务商和解决方案提供商, 拥有 YY、UC 等忠诚度高、消费能力强的知名客户, 运营北京、广州等一线城市及无锡、武汉二线城市优质 IDC 数据中心。

● 需求、政策推动国内 IDC 行业发展, 预计到 2020 年国内 IDC 市场规模将超过 2000 亿

2017 年 IDC 市场规模 946.1 亿元, 同比增长 32.40%, 未来两年 IDC 市场增速趋缓, 整体市场规模仍将保持上升趋势, 预计 2020 年随着 5G 应用商业化进程加速, 中国 IDC 市场将迎来新一轮大规模增长, 市场规模将超过 2000 亿元。IDC 行业发展主要受两方面推动 (1) 需求端: 数据流量持续增长, 云计算、5G 等技术的快速发展, 共同拉动 IDC 需求增长。2021 年全球个人 IP 流量预计将达到每月 278 EB, 全球数据总量预计到 2020 年将达到 44ZB, 2025 年甚至达到 163ZB。(2) 政策端: 电信服务业在内的信息产业被列为战略性新兴产业, 政府出台政策鼓励扶持 IDC 行业发展。

● 专业 IDC 服务商有望提升份额, 客户、资金、数据中心地理位置是关键竞争力

尽管目前 IDC 市场以运营商为主, 基于 (1) IDC 业务并非三大基础电信运营商核心业务。(2) 全球竞争格局中第三方 IDC 市场份额显著高于国内, 根据 Synergy Research 数据全球市占率前十的厂商中, Equinix、Digital Realty、CyrusOne 等第三方 IDC 服务商占据主要地位, 而国内基础运营商占绝对的主导地位, 我们认为未来运营商凭借网络优势依然是市场重要主体, 但第三方 IDC 份额将有所提升, 其中拥有客户优势、资金优势, 数据中心用地用电资源具备稀缺性的 IDC 厂商具备高护城河。

● 公司核心竞争力: 获雷军投资, 客户资源、资本市场融资优势凸显

公司拥有三大核心竞争力: (1) 优质客户资源: 公司已在行业内形成了较高的品牌认知度, 拥有诸如 YY、搜狗、UC 等忠诚度高、消费能力强的知名客户。(2) 获雷军信任, 树立资本市场品牌: 公司团队受小米创始人雷军信任并投资, 在资本市场形成品牌背书, 成立以来先后获天使轮、A 轮近亿元、B 轮近亿元投资。(3) 拥有一线城市及优质二线城市 IDC 资源: 公司聚焦北京、广州、深圳等一线城市, 布局天津、南京、武汉、青岛等二线核心城市, 形成了基本全国的数据中心服务网络。

● 盈利预测与估值

根据公司现有业务情况, 不考虑并购及后续股权激励, 我们测算公司 2018-2020 年营收分别为 3.43 亿元、4.28 亿元、5.34 亿元, 同比增长率分别为 20.17%、24.81%、24.65%; 归母净利润分别为 4127 万元、6530 万元及 9944 万元, 同比增长率分别为 10.18%、58.23%、52.29%。

● 风险提示: 市场竞争风险、技术风险、关联方依赖风险、公司自建机房带来的资金投入风险、税收优惠变动风险。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入: 百万元	285.63	343.24	428.41	534.00
同比(%)	33.87%	20.17%	24.81%	24.65%
归属母公司净利润: 百万元	37.46	41.27	65.30	99.44
同比(%)	18.31%	10.18%	58.23%	52.29%
ROE(%)	24.02%	26.54%	29.61%	31.49%
每股收益(元)	26.47%	21.05%	26.19%	29.98%
P/E	0.43	0.48	0.76	1.15
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00

基本资料

收盘价 (元)	--
总股本 (亿股)	0.86
总市值 (亿元)	4.81
流通市值 (亿元)	1.35
大股东	兰满桔
大股东持股比例	40.69%

相关报告

- 1、【行业深度报告】云计算重构 IDC 价值, 2017 关注结构性机会
- 2、【行业深度报告】国内 IDC 产业未来有望进入并购加速期, 关注三大价值维度优质企业
- 3、【新三板云计算专题报告】2017 财报验证 IDC 投资逻辑, 关注新三板头部企业 2018 年 5 月 29 日

广证恒生

做中国新三板研究极客





目录

目录	2
图表目录	3
1. 尚航科技：华南地区优质 IDC 运营商	4
1.1 尚航科技主营业务为向客户提供互联网数据中心（IDC）业务及其增值服务	4
1.2 公司先后获得资本市场天使轮、A 轮、B 轮投资	5
1.3 实际控制人持股 40.69%，股权较为集中	5
1.4 业绩持续稳健增长，2018 年上半年营收增长 22.63%	6
2. 需求、政策将推动 IDC 规模超 2000 亿，未来专业 IDC 服务商有望提升市场份额	7
2.1 2017 年 IDC 市场规模为 946.1 亿元，同比增长 32.40%	7
2.1.1 IDC 行业上游为基础电信运营商，下游为客户	7
2.1.2 随着互联网的普及，IDC 市场迅速发展	7
2.2 市场需求、政策鼓励指导共同促进 IDC 行业发展	8
2.2.1 需求端——新兴技术的快速发展，拉动 IDC 需求增长	8
2.2.2 政策端——国家把信息产业列战略性新兴产业，出台政策鼓励扶持 IDC 行业发展	8
2.3 目前基础电信运营商占据 IDC 市场主要地位，未来专业 IDC 服务商有望提升市场份额	10
2.4 IDC 行业核心竞争要素为客户、资金、数据中心地理位置	12
2.4.1 资源稀缺性是 IDC 的关键价值	12
2.4.2 数据运营商逐步向大规模自有数据中心提供商转变，资金成为关键竞争要素	13
2.4.3 客户是 IDC 的关键资产	15
3. 公司核心竞争力：小米生态企业，优质客户资源及优质 IDC 资产铸就高壁垒	15
3.1 得雷军投信任票，树立资本市场品牌	15
3.1 拥有大量稳定优质用户，形成企业核心优质资产	16
3.3 聚焦北广深等一线城市，数据中心区位优势	17
4 公司未来规划	18
4.1 继续优化自由布局，扩大市场规模	18
4.2 加大研发投入，提升产品竞争力	18
4.3 保持人才引进计划，加大员工培训力度	18
5 盈利预测	18
6 风险提示	18



图表目录

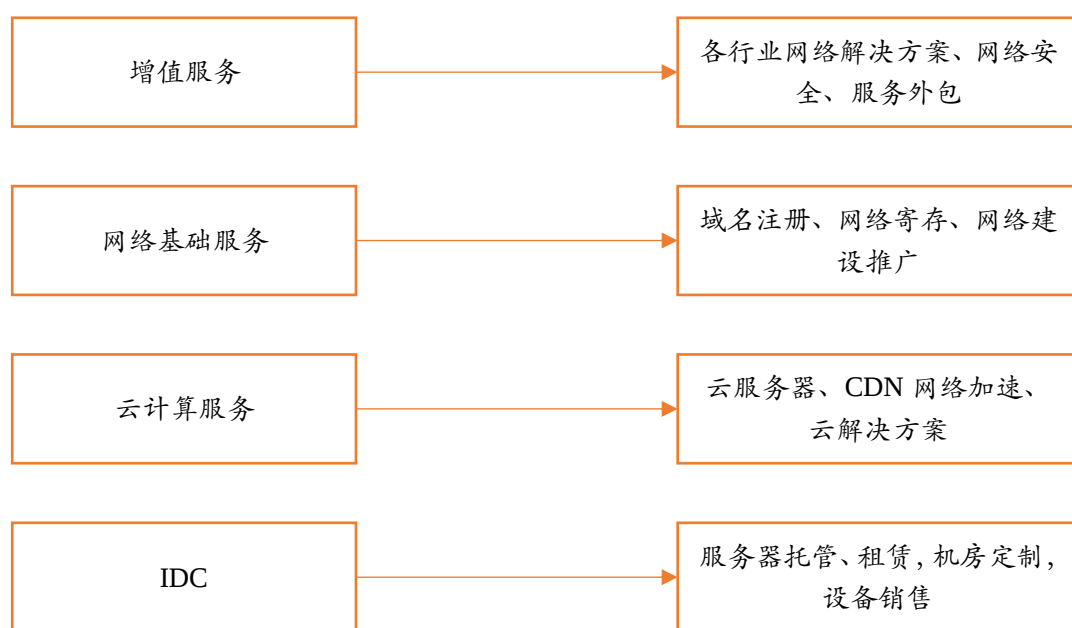
图表 1.	IDC 及其增值服务示意图.....	4
图表 2.	公司 IDC 业务持续增长.....	4
图表 3.	尚航科技发展有限公司.....	5
图表 4.	实际控制人持股 40.69%，股权较为集中.....	6
图表 5.	2013-2017 年公司营收年复合增长率为 62.93%.....	6
图表 6.	IDC 产业链.....	7
图表 7.	从 2016 到 2021 年全球 IP 视频流量增加近三倍.....	8
图表 8.	政府出台政策鼓励 IDC 行业发展.....	9
图表 9.	预计 IDC2020 年市场规模将超过 2000 亿元.....	10
图表 10.	专业 IDC 服务商服务相对灵活，且可提供定制化服务.....	10
图表 11.	IDC 业务并非三大基础运营商核心业务.....	11
图表 12.	全球 IDC 市场 Equinix、Digital Realty、CyrusOne 等第三方服务商占据主要地位.....	11
图表 13.	目前国内 IDC 市场基础运营商占市场份额的 71.97%，处于绝对的领导地位.....	11
图表 14.	全球 IDC 营业收入主要来源于一线城市.....	12
图表 15.	大城市对新建数据中心开始进行政策限制.....	13
图表 16.	各类数据中心机架仅电费便耗资数亿.....	13
图表 17.	数据中心建设成本高昂，需要充足资金保障.....	14
图表 18.	光环新网保持高额研发投入提升自身技术水平.....	14
图表 19.	以光环新网为例，数据中心运营需要众多软件支撑.....	15
图表 20.	公司得小米助力，小米创始人作为其第二大股东.....	16
图表 21.	公司自成立就受到资本市场的关注和青睐.....	16
图表 22.	公司已在行业内形成较高的品牌认知度.....	17
图表 23.	股东支持及优质的服务使得公司拥有一批核心优质客户.....	17
图表 24.	公司聚焦一线城市同时布局二线城市，建设覆盖全国的数据中心网络.....	18

1. 尚航科技：华南地区优质 IDC 运营商

1.1 尚航科技主营业务为向客户提供互联网数据中心（IDC）业务及其增值服务

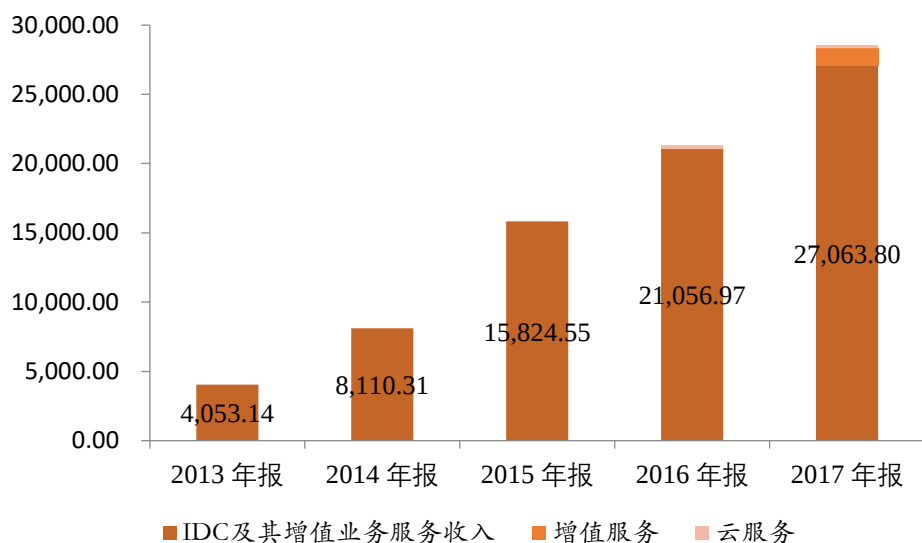
IDC 及其增值服务包括基础性服务和增值服务，基础性服务主要包括机房、带宽租用、服务器托管等资源类业务和虚拟主机、域名等服务。增值服务主要包括网络安全、网络管理、数据备份等服务。

图表1. IDC 及其增值服务示意图



资料来源：公司公告、广证恒生

图表2. 公司 IDC 业务持续增长



资料来源：公司公告、广证恒生

1.2 公司先后获得资本市场天使轮、A轮、B轮投资

尚航科技成立于2010年，成立之初便获得天使基金，之后又于2015年A轮获光大资本、光大证券等近亿元投资，于2018年B轮再获保利资本、亚商资本等亿元投资。

图表3. 尚航科技发展历程

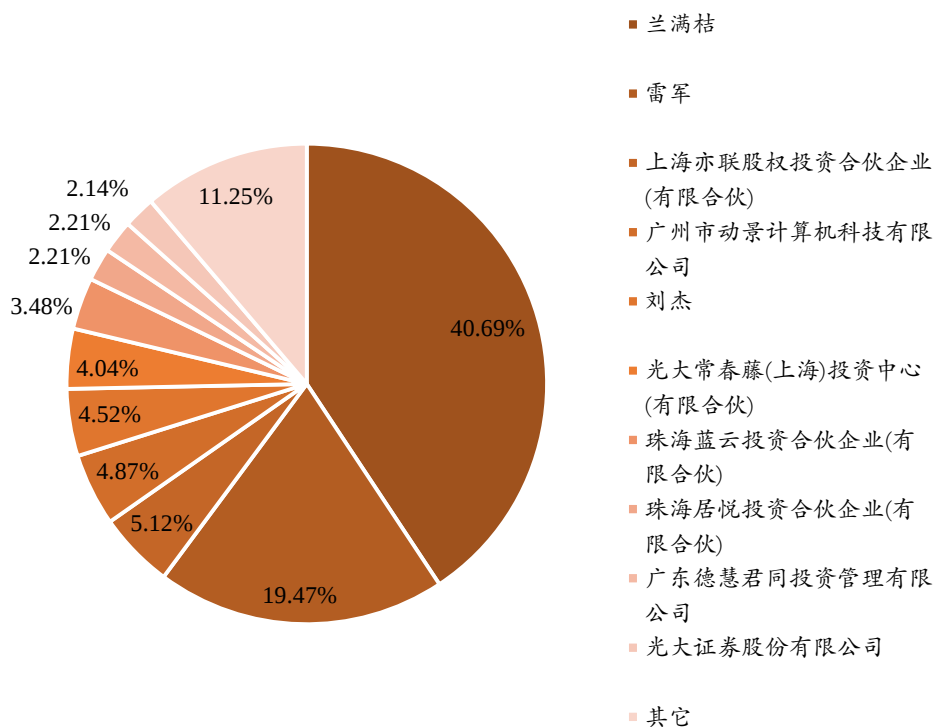


资料来源：公司公告、广证恒生

1.3 实际控制人持股 40.69%，股权较为集中

截止至2018年7月，大股东兰满桔直接持有公司股份40.69%，股权较为集中。

图表4. 实际控制人持股 40.69%，股权较为集中

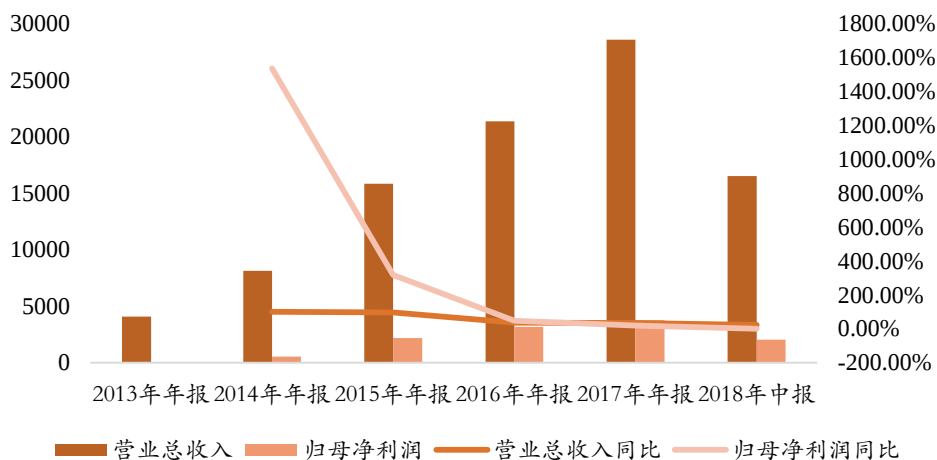


资料来源：公司公告、广证恒生

1.4 业绩持续稳健增长，2018 年上半年营收增长 22.63%

公司于 2016 年挂牌新三板,2013-2017 年营收年复合增长率为 62.93%,2017 年营业收入为 2.86 亿元,较上年同期增长 33.87%;归属于挂牌公司股东的净利润为 3745.58 万元,较上年同期增长 18.31%,业绩持续稳定增长。

图表5. 2013-2017 年公司营收年复合增长率为 62.93%



资料来源：公司年报、广证恒生

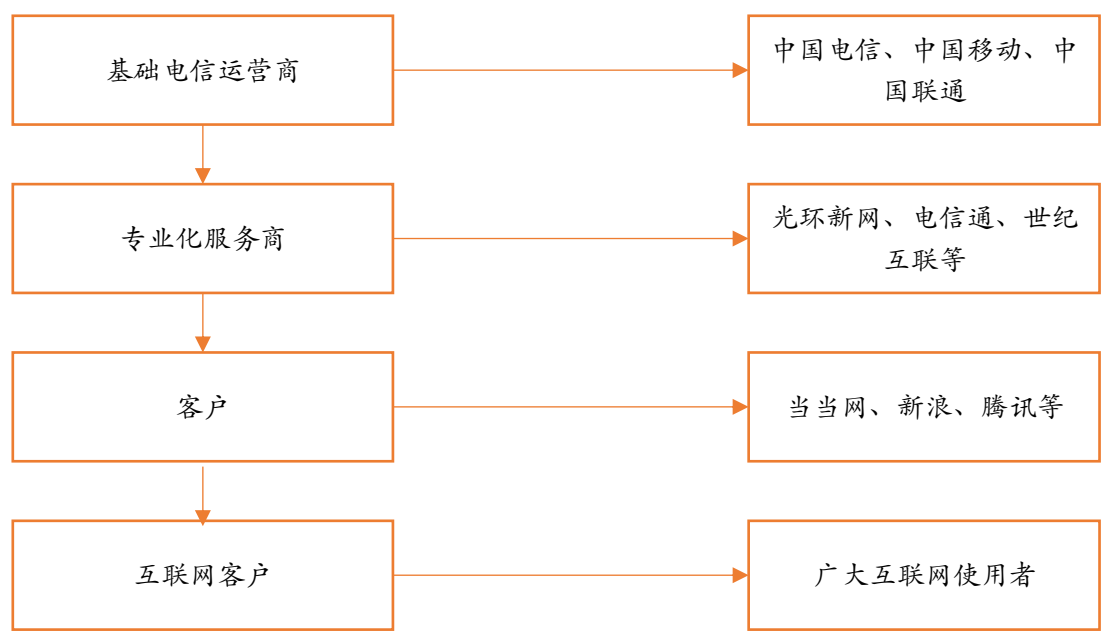
2.需求、政策将推动 IDC 规模超 2000 亿，未来专业 IDC 服务商有望提升市场份额

2.1 2017 年 IDC 市场规模为 946.1 亿元，同比增长 32.40%

2.1.1 IDC 行业上游为基础电信运营商，下游为客户

IDC 就是电信部门利用已有的互联网通信线路、带宽资源，建立标准化的电信专业级机房环境，为企业、政府提供服务器托管、租用以及相关增值等方面的全方位服务。IDC 产业链上游为中国电信、中国移动、中国联通三大基础电信运营商；中游为专业 IDC 服务商；下游为客户。

图表6. IDC 产业链



资料来源：Wind、广证恒生

2.1.2 随着互联网的普及，IDC 市场迅速发展

1996 年，中国电信创新性地向客户提供托管业务和信息港服务业务，这是我国 IDC 服务业务的雏形。当时中国电信该项业务的主要定位是：通过托管、外包或集中等方式向企业提供大型主机的管理维护，以达到专业化管理和降低运行成本的目的。

2000 年前后，IDC 的概念开始在国内迅速普及。随着互联网在国内市场的快速发展，大量企业上网的需求推动了 IDC 市场的迅速增长。从当时的定位来看，IDC 主要是作为一种以电信级机房设施为基础，向用户提供专业化、标准化的数据存放业务。IDC 的出现为国内互联网基础设施的升级提供了结构性变化的契机，并适应了当时国内互联网快速发展的需求。在这一阶段中，互联网的高速增长促使 IDC 市场以年均 50% 以上的增速高速增长，但 2000 年后，随着互联网泡沫的破灭，IDC 市场逐渐进入蛰伏期。

2002 年以后，服务于短信、网游、语音和视频宽带等应用的 IDC 业务迈向第二轮高速增长期。在这一阶段中，随着互联网应用内容的极大丰富以及国内互联网用户数、尤其是宽带用户数的剧增，网络的访问量不断增大，用户对访问速度和服务内容的需求不断升级，迫使大量互联网企业重新规划网络架构，进一步推动了国内 IDC 市场的发展。中国 IDC 市场 2005 到 2010 年的复合年均增长率达 49.25%，2010 年达

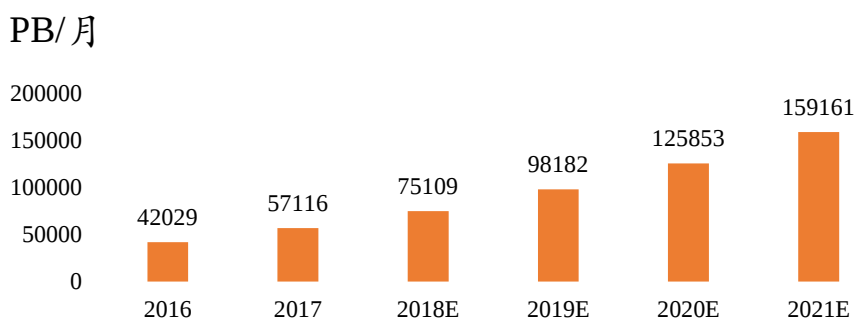
到 102.2 亿元人民币。根据中国 IDC 圈统计,2012 年中国 IDC 市场规模达到 210.5 亿元,同比增长 23.2%。

2.2 市场需求、政策鼓励指导共同促进 IDC 行业发展

2.2.1 需求端——新兴技术的快速发展,拉动 IDC 需求增长

数据流量持续增长拉动 IDC 需求增长。当前,互联网应用领域不断拓宽,预计未来仍将保持高速扩展势头。随着互联网用户的增长,网络视频、在线游戏、电子商务等互联网应用迅猛发展,互联网访问流量将继续保持较快增长态势。根据 Cisco VNI 数据,从 2016 年到 2021 年,全球 IP 视频流量增加近三倍,到 2021 年全球个人 IP 流量预计将达到每月 278 EB,其中互联网视频、在线游戏占据主要份额。

图表7. 从 2016 到 2021 年全球 IP 视频流量增加近三倍



资料来源: Cisco VNI、广证恒生

数据中心是数据处理、存储和网络传输、交换的中心枢纽,承载了超过 99% 的互联网流量(包括数据中心内部、数据中心之间及数据中心与用户流量)。随着数字经济不断崛起,数据中心资源需求旺盛。

与此同时云计算和 5G 等技术的快速发展也是拉动 IDC 需求增长的重要因素。云计算本身就是为适应大规模存储及大规模计算而生,公有云承载众多客户需求,天然对大规模、广覆盖有要求,需要大量采购 IDC 资源。同时 5G、物联网等技术逐步进入应用期,未来数据物理载体需求量有望呈现指数级增长,强烈拉动 IDC 需求。随着物联网应用的导入,终端多样化程度进一步提升,数据存储及传输需求有望大幅增长。据 IDC 圈统计,2016 年全球数据总量 12ZB,预计到 2020 年将达到 44ZB,2025 年甚至达到 163ZB,全球产生的数据量未来 10 年将至少增加 10 倍,虽然只有 15% 左右的数据最终将存储在数据中心当中,但数据总量的激增同样将带动数据中心的需求增长。

2.2.2 政策端——国家把信息产业列战略性新兴产业,出台政策鼓励扶持 IDC 行业发展

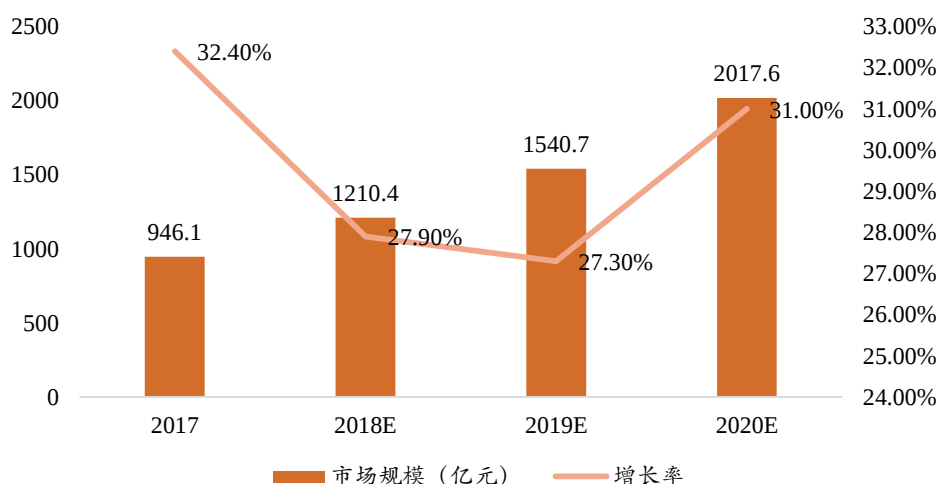
2006 年 2 月,国务院发布《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006—2020 年)》(国发[2005]44 号),提出了我国科学技术发展的总体目标,并将信息业以及现代服务业列入重点发展领域。自此之后国家又陆续出台了鼓励 IDC 产业发展的若干政策性文件。

图表8. 政府出台政策鼓励 IDC 行业发展

时间	机构	文件	主要内容
2008 年 6 月	工信部、国家发改委、财政部	《关于深化电信体制改革的通告》	鼓励基础电信运营企业进行改革重组；高度重视电信用户权益保护相关工作；做好改革重组期间电信服务相关信息的发布、公示和宣传；进一步加强电信服务质量监管
2012 年 11 月	工信部	《关于进一步规范因特网数据中心业务和因特网接入服务业务市场准入工作的通告》	进一步完善了 IDC 业务准入要求。监管政策降低了 IDC 市场准入门槛，促进 IDC 市场健康快速发展，
2013 年 1 月	工信部、国家发改委、国土资源部、电监会、能源局	《关于数据中心建设布局的指导意见》	引导市场主体合理选址、长远规划、按需设计、安标建设，逐渐形成技术先进、结构合理、协调发展的数据中心新格局。
2015 年 3 月	工信部、国家机关事务管理局、国家能源局	《关于国家绿色数据中心试点工作方案》	提出到 2017 年，围绕重点领域创建百个绿色数据中心试点，试点数据中心能效平价提高 8%以上，制定绿色数据中心相关国家标准 4 项，推广绿色数据中心先进适用技术、产品和运维管理最佳实践 40 项，制定绿色数据中心建设指南。
2015 年 8 月	国务院	《促进大数据发展行动纲要》	整合分散的数据中心资源；充分利用现有政府和社会数据中心资源，运用云计算技术，整合规模小、效率低、能耗高的分散数据中心，构建形成布局合理、规模适度、保障有力、绿色集约的政务数据中心体系。
2017 年 8 月	工信部	《关于组织申报 2017 年度国家新型工业化产业示范基地的通知》	将数据中心、云计算、大数据、工业互联网等新兴产业纳入国家新型工业化产业示范基地创建的范畴，并提出本年度优先支持新兴产业示范基地的创建。

资料来源：Wind、广证恒生

在上述驱动因素的推动下 IDC 市场保持高速增长，互联网企业的 IDC 应用场景更加稳定、传统企业数字化转型占比日趋提升，2017 年 IDC 市场规模为 946.1 亿元，同比增长 32.40%，未来两年 IDC 市场增速趋缓，整体市场规模仍将保持上升趋势，预计 2018 年将超过 1200 亿元。预计 2020 年，中国 IDC 市场将迎来新一轮大规模增长，市场规模将超过 2000 亿元。

图表9. 预计 IDC2020 年市场规模将超过 2000 亿元


资料来源：IDC 圈、广证恒生

2.3 目前基础电信运营商占据 IDC 市场主要地位，未来专业 IDC 服务商有望提升市场份额

IDC 行业竞争者分为两大群体，一是以中国电信、中国联通为主的基础电信运营商群体；二是以世纪互联、光环新网、网宿科技、数据港为代表的专业 IDC 服务商群体。基础运营商网络与机房资源丰富、资金雄厚、具有较强品牌影响力及价格竞争能力，但服务种类及深度不足，无增值服务；而专业 IDC 服务商服务相对灵活，且可提供 BGP 多线服务及定制化服务，但基础资源受制于运营商，议价能力较弱。

图表10. 专业 IDC 服务商服务相对灵活，且可提供定制化服务

服务商类型	优势	劣势
基础运营商	网络与机房资源丰富、资金雄厚、具有较强品牌影响力及价格竞争能力	服务种类及深度不足，无增值服务
专业 IDC 服务商	服务相对灵活，且可提供 BGP 多线服务及定制化服务	基础资源受制于运营商，议价能力较弱

资料来源：公开资料整理、广证恒生

我们认为虽然目前国内基础运营商占据 IDC 市场主要地位，但未来专业 IDC 服务商有望提升市场份额，主要有两方面的原因：

1、IDC 业务并非三大基础运营商核心业务，业务优先级相对靠后。IDC 业务对于三大基础运营商来说业务优先级相对靠后，因此未来基础运营商不会在 IDC 市场进行过多的布局。三大运营商目前业务以通信业务及流量业务为主，IDC 业务并非基础运营商核心业务，而专业 IDC 服务商主要围绕 IDC 开展服务，必定会在 IDC 资源、技术领域不断扩张自身规模，未来专业 IDC 服务商在 IDC 市场更有竞争力。

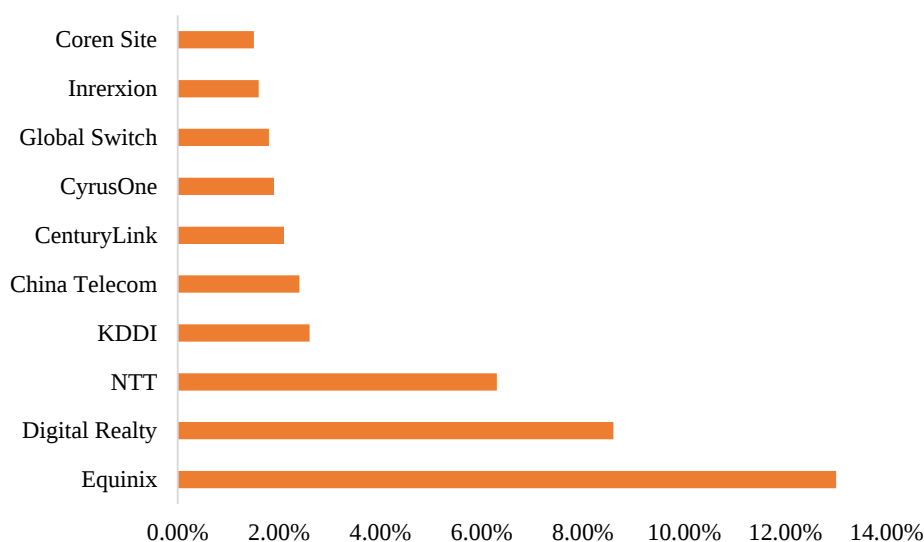
图表11. IDC 业务并非三大基础运营商核心业务

基础运营商	主营业务
中国电信	移动互联网、综合电信应用服务、语音业务、基础数据及网元出租
中国移动	通话费及月租费、增值业务收入
中国联通	电信业

资料来源：公司公告、广证恒生

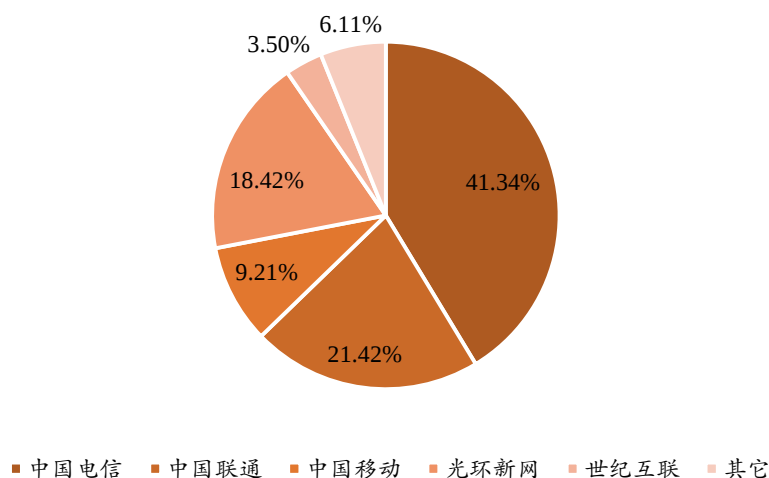
2、全球竞争格局以第三方 IDC 服务商为主导,专业服务商有望通过定制化服务进一步提升市场份额。根据 Synergy Research 的报告,Equinix 领导全球 IDC 市场,份额超过 12%。全球市占率前十的厂商中,Equinix、Digital Realty、CyrusOne 等第三方 IDC 服务商占据主要地位。反观目前国内市场,三大运营商占据绝对的主导地位,三者合计占据超过 70%的市场份额,第三方 IDC 服务商的市场份额还相对较小。考虑到第三方 IDC 服务商在个性化服务能力等方面的优势,未来第三方服务商有望进一步提升市场份额。

图表12. 全球 IDC 市场 Equinix、Digital Realty、CyrusOne 等第三方服务商占据主要地位



资料来源：Synergy Research、广证恒生

图表13. 目前国内 IDC 市场基础运营商占市场份额的 71.97%，处于绝对的领导地位



资料来源：公开资料整理、广证恒生



2.4 IDC 行业核心竞争要素为客户、资金、数据中心地理位置

我们认为数据中心行业的关键竞争要素为客户、资金、资源稀缺性（数据中心地理位置、级别及是否为自有物业）及 PUE 值。

2.4.1 资源稀缺性是 IDC 的关键价值

IDC 的资源稀缺性主要体现在数据中心位置不可复制，同时数据中心在服务级别、安全性、可持续性上的差异性，使得 IDC 具备资源价值，其商业模式类似于“商业地产”。数据中心最大的费用来自于地价、电费和设备费用，虽然中心城市的地价、电费均高于偏远地区，但中心城市的客户需求量大于偏远地区。根据调研机构 Synergy 的调查显示：全球托管数据中心在 2017 年第三季度获得的收入中有 59% 来自全球 20 个一线城市。这说明数据中心的主要客户需求来自于一线城市，总体来看，数据中心建在中心城市的收益是远大于偏远地区的，因此数据中心建设地址选在中心城市具有优势。此外中心城市土地资源十分有限，目前北京、上海等一线城市已经出台政策禁止或限制在市区内新建数据中心，这便使得光环新网中心城区的数据中心价值进一步提升，也有力地提高了自身竞争力。

图表14. 全球 IDC 营业收入主要来源于一线城市

排名	城市
1	华盛顿
2	纽约
3	东京
4	伦敦
5	上海
6	芝加哥
7	达拉斯
8	法兰克福
9	旧金山

资料来源：Synergy Research Group、广证恒生

此外 IDC 属于高耗能领域，能耗指标对后进入市场者形成壁垒。2016 年 12 月《“十三五”国家信息化规划》发布规划中明确要求“加快推进数据中心、基站等高耗能信息载体的绿色节能改造”，到 2018 年，新建大型云计算数据中心电能使用效率（PUE）值不高于 1.5；到 2020 年，形成具有国际竞争力的云计算和物联网产业体系，新建大型云计算数据中心 PUE 值不高于 1.4，具体实施途径为加快推动现有数据中心的节能设计和改造，有序推进绿色数据中心建设。

图表15. 大城市对新建数据中心开始进行政策限制

省市	时间	政策	主要内容
北京	2018.09	《北京市新增产业的禁止和限制目录》	明确规定全是禁止新建和扩建互联网数据服务、信息处理和存储支持服务中的数据中心。PUE 值在 1.4 以下的云计算数据中心除外；中心城区全面禁止新建和扩建数据中心
上海	2017.03	《上海市节能和应对气候变化“十三五”规划》	严格控制新建数据中心，确有必要建设的，必须确保绿色节能。
全国	2013.01	《工业和信息化部、发展改革委、国土资源部、电监会、能源局：关于数据中心建设布局的指导意见》	确保新建大型数据中心的 PUE 值达到 1.5 一下，争取改造后的数据中心 PUE 值低于 2
全国	2015.03	《关于国家绿色数据中心试点工作方案》	到 2017 年试点数据中心能效平均提高 8%以上
浙江	2017.09	《浙江省数据中心“十三五”发展规划》	新建数据中心 PUE 值低于 1.5，改造后数据中心 PUE 值低于 2.0
贵州	2018.06	《贵州省数据中心绿色化专项行动方案》	新建数据中心 PUE 低于 1.4

资料来源：公开资料整理、广证恒生

2.4.2 数据运营商逐步向大规模自有数据中心提供商转变，资金成为关键竞争要素

目前数据中心大型化趋势显著。IDC 服务商规模较小，服务同质化严重的企业逐渐被市场淘汰，大型化、规模化的 IDC 服务商优势增强，同时随着云计算的兴起，对 IDC 需求量进一步提升，云服务一般需要大量高标准自有产权数据中心，更高标准的大型数据中心成为行业趋势。

数据中心的建设是一项系统工程，要求位置选择合理、电源供应稳定、电力成本低廉，具有良好的机房环境和安全保证。传统数据中心每平方米建设成本在 4.5-4.8 万元，而云数据中心建设成本更是高达 27-30 万元每平方米，这对于中小企业来说是一个巨大的负担，此外由于电费占数据中心成本的 50%以上，超大型数据中心全年电费便耗资 32.85 亿元以上，大型数据中心全年电费为 9.86 亿-32.85 亿元，中型数据中心全年电费也需数亿。同时，需要投入大量性能优良的主机、数据存储设备、带宽资源和软件系统、精密空调系统、气体消防系统等高价值软硬件设施。除了在软硬件和带宽资源方面的投入外，IDC 企业还需要在研发团队和市场营销方面持续投入。因此，IDC 企业自身需要有较强的资金实力，以满足数据中心建设和业务运营的资金需求。

图表16. 各类数据中心机架仅电费便耗资数亿

标准机架规模	机架数	耗能/小时	PUE	全年电费 (1 元/kwh)
超大型	10000 以上	25000 千瓦以上	1.5	32.85 亿元以上
大型	3000-10000	7500 千瓦-25000 千瓦	1.5	9.86 亿-32.85 亿元
中小型	3000 以下	7500 千瓦以下	1.5	9.86 亿以下

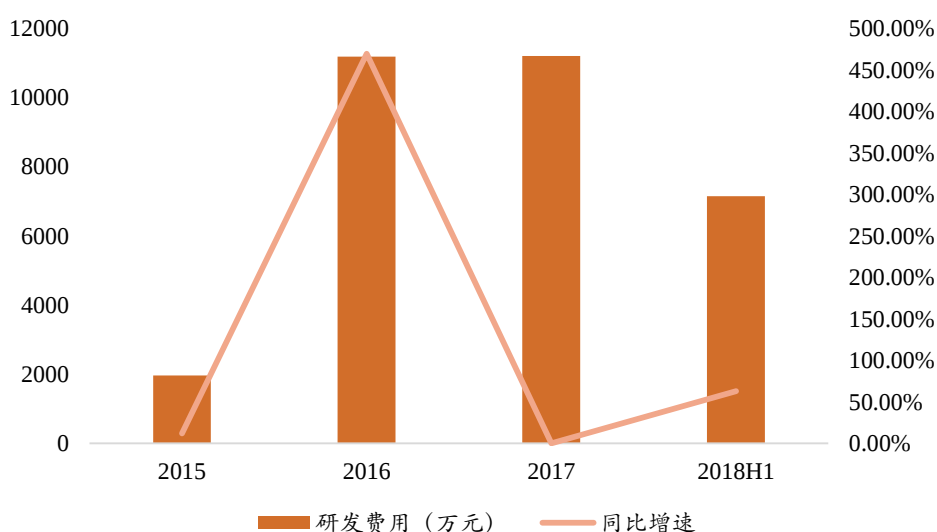
资料来源：公开资料整理、广证恒生

图表17. 数据中心建设成本高昂，需要充足资金保障

数据中心类型	IDC 单位综合造价
传统数据中心	4.5-4.8 万元/平米
云数据中心	27-30 万元/平米

资料来源：公开资料整理、广证恒生

另一方面，随着 IDC 专业化程度的进一步提升，IDC 本身技术投入也将进一步增加。以龙头企业光环新网为例，光环新网 2016 年、2017 年研发投入均在 1.1 亿以上，同时 2018 上半年研发投入同比增速 62.81%、前三季度研发投入达 1.1 亿以上。在大量的研发投入下，仅 2017 年光环新网及其子公司便取得 25 项软件著作权。随着互联网应用技术的不断更新，服务商应当具备持续研发能力，需要不断更新、优化其技术，才能满足市场的需求。

图表18. 光环新网保持高额研发投入提升自身技术水平


资料来源：公司公告、广证恒生

图表19. 以光环新网为例，数据中心运营需要众多软件支撑

序号	软件名称	日期
1	SEM 数据分析助手软件 V1.0	2017 年 12 月 6 日
2	多层模型广告点击率预测系统 V1.0	2017 年 12 月 6 日
3	广告主私有定制化人群库系统 V1.0	2017 年 12 月 6 日
4	SEM 内部运营管理平台系统 V1.0	2017 年 12 月 6 日
5	SEM 智能竞价 WEB 系统 V1.0	2017 年 12 月 6 日
6	基于搜索词的搜索引擎创意点击率优化系统 V1.0	2017 年 12 月 6 日
7	帐户体检系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
8	基于 OpenStack 架构的云计算平台 V1.0	2017 年 12 月 11 日
9	云计算平台数据块存储系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
10	网络性能分析系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
11	网络实时监控及日志维护系统 V1.0	2017 年 12 月 15 日
12	恒温空间自控系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
13	恒温空间自控系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
14	系统运维身份认证与授权系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
15	日志集中处理系统 V1.0	2017 年 12 月 15 日
16	日志审计系统 V1.0	2017 年 12 月 15 日
17	防 DDoS 攻击系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
18	web 应用防火墙系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
19	互联网数据传输监控系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
20	网络安全备案系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
21	云计算平台内容存储系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
22	云计算平台流量负载均衡系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
23	云计算平台资源调度系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
24	云计算平台分布式消息队列系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日
25	云计算平台分布式数据库系统 V1.0	2017 年 12 月 11 日

资料来源：公司公告、广证恒生

2.4.3 客户是 IDC 的关键资产

IDC 客户一般粘性较高，客户是 IDC 的关键资产。IDC 主要承载数据，服务在线率是互联网企业关注的重点，同时 IDC 成本占互联网企业成本较低，因此互联网企业一般较少迁移数据，核心大客户将产生持续的现金收入，客户是 IDC 的关键资产。IDC 稳定的客户现金流使得 IDC 之间并购整合时有发生，IDC 并购不仅有助于企业资源规模的提升，还有助于获得新的客户，不同区域 IDC 资源及客户还存在较好的协同效应。

3. 公司核心竞争力：小米生态企业，优质客户资源及优质 IDC 资产铸就高壁垒

3.1 得雷军投信任票，树立资本市场品牌

雷军为公司第二大股东，为公司资本市场融资树立品牌效应。公司第二大股东及联合创始人小米创始人雷军，其股份占比为 19.47%。雷军投资公司一方面代表了对企业管理团队的认可，另一方面有助于提升公司在资本市场的知名度，公司自成立起就受到资本市场的持续关注与青睐，先后于 2010 年获得大咖天使基金；2015 年 A 轮获光大资本、光大证券等近亿元投资；2018 年 B 轮再获保利资本、亚商资本等近亿元投资，相比于其他 IDC 运营商在融资渠道上更具优势。

图表20. 公司得小米助力，小米创始人作为其第二大股东

序号	股东名称	持股数（股）	持股占比
1	兰满桔	35100000	40.69%
2	雷军	16800000	19.47%
3	上海亦联股权投资合伙企业（有限合伙）	4414800	5.12%
4	广州市动景计算机科技有限公司	4200000	4.87%
5	刘杰	3900000	4.52%

资料来源：公司公告、广证恒生

图表21. 公司自成立就受到资本市场的关注和青睐

年份	融资轮次	投资方	投资金额
2010 年	天使轮	天使基金	--
2015 年	A 轮	光大资本、光大证券	近亿元
2018 年	B 轮	保利资本、亚商资本	近亿元

资料来源：公司公告、广证恒生

3.1 拥有大量稳定优质用户，形成企业核心优质资产

公司已在行业内形成了较高的品牌认知度，拥有诸如 YY、搜狗、UC 等忠诚度高、消费能力强的知名客户。公司自成立以来凭借优质的服务获得了广泛认可。

2011 年，公司先后获得 2011 中国 IDC 产业年度大典中的“指定 IDC 托管服务商”、“优秀 IDC 托管服务商”、计算机世界及计世网联合颁布的“2011 年最佳 IT 基础服务企业奖”、“2011 最佳 IDC 服务质量奖”；

2016 年，公司获中国 IDC 产业年度大典组委会授予的“2016 年度中国 IDC 产业优质服务奖”、中国计算机报社授予的“2015 年度 IDC 领域领军企业奖”、GITC 全球互联网技术大会主办方麒麟会颁发的“2016 年度全球互联网技术大会最佳合作伙伴奖”、AAMA 亚杰商会授予的“亚杰之星”等称号，同时获得广州市科技金融综合服务中心联合德勤中国颁发的 2016 年度“德勤-广州高科技成长 20 强”奖项；

2017 年公司获得中国电信股份有限公司广东分公司授予“2017 年度 IDC 最佳合作伙伴”；

2018 上半年，公司先后获得 CTOA 首席技术官领袖联盟颁发的“最佳品质 IDC 服务提供商”、魅族颁发的“最佳合作伙伴奖”。

股东支持及优质的服务使得公司获得了诸如 YY、搜狗、UC 等忠诚度高、消费能力强的知名客户，公司的优质客户在公司的业务量普遍连年增长，续约率一直保持在较高水平，良好的品牌形象和优质稳定的客户资源为公司的持续发展和新业务的拓展奠定了扎实的基础。

图表22. 公司已在行业内形成较高的品牌认知度

年份	颁奖方	奖项名称
2011	中国 IDC 产业年度大典组委会	指定 IDC 托管服务商、优秀 IDC 托管服务商
2011	计算机世界、计世网	2011 年最佳 IT 基础服务企业奖、2011 最佳 IDC 服务质量奖
2016	中国 IDC 产业年度大典组委会	2016 年度中国 IDC 产业优质服务奖
2016	GITC 全球互联网技术大会主办方麒麟会	2016 年度全球互联网技术大会最佳合作奖
2016	广州市科技金融综合服务中心、德勤中国	2016 年度德勤-广州高科技成长 20 强
2016	AAMA 亚杰商会	亚杰之星
2016	中国计算机报社	2015 年度 IDC 领域领军企业奖
2017	中国电信股份有限公司广东分公司	2017 年度 IDC 最佳合作伙伴
2018	魅族	最佳合作伙伴奖

资料来源：公司公告、广证恒生

图表23. 股东支持及优质的服务使得公司拥有一批核心优质客户

序号	客户	销售金额（万元）	年度销售比
1	广州华多网络科技有限公司	9411.20	32.95%
2	北京搜狗信息服务有限公司	4681.58	16.39%
3	广州市动景计算机科技有限公司	4338.54	15.19%
4	北京扬帆伟业科技有限公司	1640.86	5.74%
5	广州优视网络科技有限公司	1527.68	5.35%

资料来源：公司公告、广证恒生

3.3 聚焦北广深等一线城市，数据中心区位优势

公司聚焦北京、广州、深圳等一线城市，布局天津、南京、武汉、青岛等二线城市核心，建设覆盖全国的数据中心网络。上文中已经分析了数据中心建设在中心城市的收益会大于建设于偏远地区，IDC 行业在技术上不受地域限制，但由于我国各地经济发展并不平衡，各地互联网覆盖率、使用率存在一定差异，互联网基础设施、应用资源和网络用户都集中于经济较发达地区，且对于数据需求比较大的企业如电商、游戏公司等，多数集中在经济发达地区，因此行业发展具有一定的区域性。

目前我国大的市场主要集中在经济发达的大中城市，尤其是北上广深等地区，使得北上广深地区的 IDC 资源供不应求，上架率显著高于其它地区。公司在北京、广州、深圳等一线城市均已建成数据中心，这些地区对数据中心的强烈需求将拉动公司未来的业绩增长。同时随着一线城市土地、能源的稀缺和对新建数据中心的政策限制，未来数据中心有向一线城市外延中的趋势，目前北京已全面禁止中心城区新建和扩建数据中心，上海也严格控制新建数据中心，因此公司在二线城市的布局将在未来有更大的用武之地。

图表24. 公司聚焦一线城市同时布局二线城市，建设覆盖全国的数据中心网络

地区	数据中心所在城市
华南地区	广州、深圳、东莞、汕头、佛山
华北地区	北京、天津
华东地区	青岛、南京、无锡
东北地区	哈尔滨、长春、沈阳
华中地区	武汉

资料来源：公司公告、广证恒生

4 公司未来规划

4.1 继续优化自由布局，扩大市场规模

近些年，IDC 市场规模仍保持高速增长，2017 年公司把握时机业绩取得较好的增长，为继续扩大业务规模，公司在无锡购买厂房拟自建数据中心，同时公司将继续对已开拓的无锡、北京、深圳以及香港等区域的机房业务进行巩固，保证公司现有市场规模不受影响。

未来，公司也将进一步开拓国内外市场上海、广州、新加坡等核心城市区域，加深业务布局，将产品在国内市场进一步做大做强，也对海外市场的开拓力度加大。

4.2 加大研发投入，提升产品竞争力

过去一年公司持续在技术研发中投入大量的资金，取得不少技术成果，公司已熟练运用 SD-WAN、VXLAN 等相关的核心技术来为客户提供解决方案，并对相关的核心技术有着深刻的理解和应用。同时还获得了“信息技术服务管理体系认证证书（ISO20000）”。各项技术成果以及核心技术进一步提高了公司产品的竞争力。未来，公司将继续加大研发投入，保持技术竞争力。

4.3 保持人才引进计划，加大员工培训力度

公司已具备自身的核心技术人才以及高管团队，并已通过股权激励稳定团队核心。但随着公司业务的发展壮大，对人才的需求仍然十分迫切。因此，公司将继续优化人员结构，在加强人才引进的同时，也对现有员工加大培训力度，确保公司在技术研发、公司治理、以及资本运营方面取得人才保障。

5 盈利预测

根据公司现有业务情况，不考虑并购及后续股权激励，我们测算公司 2018-2020 年营收分别为 3.43 亿元、4.28 亿元、5.34 亿元，同比增长率分别为 20.17%、24.81%、24.65%；归母净利润分别为 4127 万元、6530 万元及 9944 万元，同比增长分别为 10.18%、58.23%、52.29%。

6 风险提示

(1) 市场竞争风险：随着 IDC 市场的持续增长，越来越多的企业涉足 IDC 及相关领域，尤其是国内外云服务商和资本巨头也逐渐完成拓展 IDC 相关市场的布局，行业竞争日益加剧，竞争者有可能以降价等促销战术，争取市场份额。公司有可能面临毛利率下降，业务份额下降等风险。

(2) 技术风险：公司所属行业技术发展更新速度快。公司必须准确把握客户业务所需的行业技术和应用发展趋势，持续推出适应市场需求的新产品。若公司技术产品应用和技术趋势判断不准确，或平衡满足不及时，公司的份额将受到威胁和影响。



(3) **关联方依赖风险：**公司关联交易占比仍然较大，截止 2018 年 6 月，公司关联交易占比仍较大，占当期营业收入的 46.19%，比年初 57.41%，降低了近 11.22%，对关联方仍存在一定程度的依赖。

(4) **公司自建机房带来的资金投入风险：**为持续提高公司市场规模，公司购买了位于无锡的厂房用于自建机房，后续将有大量资金的投入进行机房建设，未来可能会导致公司资金投入过大，原有的资金规模不足以支撑快速的发展。

(5) **税收优惠变动风险：**公司于 2016 年收到了广东省科学技术厅、广东省财政厅广东省国家税务局、广东省地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》，根据相关规定，公司将享受 15%税率的所得税优惠政策。若证书期满后无法通过复审，公司将无法继续享受税收优惠。

数据支持：李晓杰



附录：财务报表预测

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	70.80	377.82	151.51	246.60	经营活动现金流	20.50	(260.28)	408.95	120.64
现金	21.15	6.68	108.60	207.81	净利润	37.46	41.27	65.30	99.44
应收账款	15.38	327.86	0.00	0.00	折旧摊销	2.52	7.36	9.51	12.48
其它应收款	0.31	0.31	0.31	0.31	财务费用	(0.22)	7.68	7.00	(1.84)
预付账款	9.43	0.00	8.85	0.11	投资损失	(2.78)	0.00	0.00	0.00
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资金变动	(9.66)	(316.62)	327.15	10.56
其他	24.52	42.98	33.75	38.36	其它	(6.81)	0.03	(0.02)	0.01
非流动资产	115.20	103.76	144.84	155.63	投资活动现金流	(67.76)	4.05	(50.58)	(23.27)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	45.84	18.30	26.21	18.22
固定资产	43.74	56.30	73.91	85.08	长期投资	58.37	(29.18)	14.59	(7.30)
无形资产	11.84	17.58	26.18	33.24	其他	36.45	(6.84)	(9.78)	(12.35)
其他	59.62	29.88	44.75	37.31	筹资活动现金流	0.00	(7.68)	(7.00)	1.84
资产总计	186.00	481.58	296.35	402.22	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	10.62	264.93	14.40	20.84	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	249.43	0.00	0.00	其他	0.00	(7.68)	(7.00)	1.84
应付账款	4.35	5.06	6.05	7.34	现金净增加额	(47.26)	(263.91)	351.36	99.21
其他	6.27	10.44	8.36	13.50					
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	0.34	0.20	0.25	0.25
负债合计	10.62	264.93	14.40	20.84	营业利润增长率	0.25	0.10	0.58	0.52
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润增长率	0.18	0.10	0.58	0.52
归属母公司股东权益	175.38	216.65	281.95	381.39	获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	186.00	481.58	296.35	402.22	毛利率	0.24	0.27	0.30	0.31
					净利率	0.13	0.12	0.15	0.19
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	0.26	0.21	0.26	0.30
营业收入	285.63	343.24	428.41	534.00	ROIC	0.21	0.10	0.25	0.26
营业成本	217.01	252.14	301.58	365.85	偿债能力				
营业税金及附加	0.37	1.50	0.85	1.14	资产负债率	0.06	0.55	0.05	0.05



营业费用	11.73	12.34	16.49	19.88	净负债比率	0.00	1.15	0.00	0.00
管理费用	18.16	21.80	27.23	33.93	流动比率	6.66	1.43	10.52	11.83
财务费用	(0.22)	7.68	7.00	(1.84)	速动比率	6.66	1.43	10.52	11.83
资产减值损失	0.32	0.20	(0.01)	0.44	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.69	1.03	1.10	1.53
投资净收益	2.78	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	23.88	2.00	0.00	0.00
营业利润	43.19	47.58	75.27	114.61	应付账款周转率	0.02	0.02	0.02	0.02
营业外收入	0.03	0.03	0.03	0.03	每股指标(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.06	0.06	0.06	0.06	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.48	0.76	1.15
利润总额	43.16	47.56	75.24	114.59	每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	(3.02)	4.74	1.40
所得税	5.71	6.29	9.95	15.15	每股净资产(最新摊薄)	2.03	2.51	3.27	4.42
净利润	37.46	41.27	65.30	99.44	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	37.46	41.27	65.30	99.44	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	45.36	62.19	91.38	124.69	EV/EBITDA	(0.47)	3.90	(1.19)	(1.67)
EPS (摊薄)	0.43	0.48	0.76	1.15					

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下,广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队,以研究力为基础,为企业量身打造资本运营计划,对接资本市场,提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务,发挥桥梁和杠杆作用,为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员:

袁季(广证恒生总经理兼首席研究官):长期从事证券研究,曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖,携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队,创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏(新三板研究总监、副首席分析师):英国南安普顿大学国际金融市场硕士,8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景,曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验,熟悉一二级市场运作,专注机器人、无人机等领域研究,担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

温朝会(新三板副团队长):南京大学硕士,理工科和经管类复合专业背景,七年运营商工作经验,四年市场分析经验,擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞(新三板副团长):英国杜伦大学金融硕士,具有跨行业及海外研究复合背景,负责教育领域研究,擅长数据挖掘和案例分析。

司伟(新三板高端装备行业负责人):中国人民大学管理学硕士,理工与经管复合专业背景,多年公募基金从业经验,在新三板和A股制造业研究上有丰富积累,对企业经营管理有深刻理解。

魏也娜(新三板TMT行业研究员):金融硕士,中山大学遥感与地理信息系统学士,3年软件行业从业经验,擅长云计算、信息安全等领域的研究。

刘锐(新三板医药行业研究员):中国科学技术大学有机化学硕士,具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验,对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识,重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

胡家嘉(新三板医药行业研究员):香港中文大学生物医学工程硕士,华中科技大学生物信息技术学士,拥有海外知名实业工作经历,对产业发展有独到理解。重点研究中药、生物药、化药等细分领域。

田鹏(新三板教育行业研究员):新加坡国立大学应用经济学硕士,曾于国家级重点经济期刊发表多篇论文,具备海外投资机构及国内券商新财富团队丰富研究经历,目前重点关注教育领域。

于栋(新三板高端装备行业研究员):华南理工大学物理学硕士,厦门大学材料学学士,具有丰富的一二级市场研究经验,重点关注电力设备及新能源、新材料方向。

史玲林(新三板大消费行业研究员):暨南大学资产评估硕士、经济学学士,重点关注素质教育、早教、母婴、玩具等消费领域。

李嘉文(新三板主题策略研究员):暨南大学金融学硕士,具有金融学与软件工程复合背景,目前重点关注新三板投资策略,企业资本规划两大方向。

联系我们:

邮箱: li.jiawen1@gzgzhs.com.cn

电话: 020-88832292

广证恒生:

地址: 广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼



廣證恒生

GUANGZHENG HANG SENG

新三板企业深度

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。