

2020年6月29日

云端网络 (834122.OC): 高速发展的互联网服务商

当前股价: 14.89 元

互联网

审慎推荐 (首次)

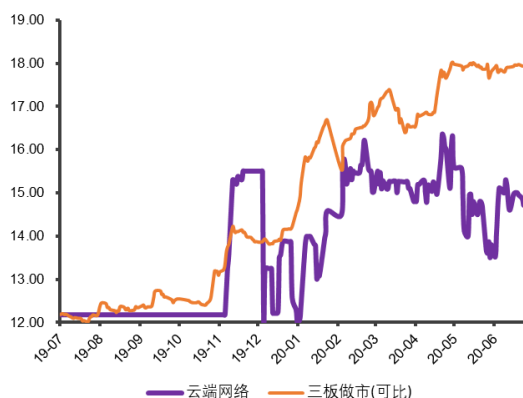
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	437	567	744	939
(+/-)	37.7%	29.8%	31.2%	26.3%
营业利润	45	65	88	113
(+/-)	18.9%	45.3%	35.8%	29.1%
归属母公	37	53	73	94
司净利润				
(+/-)	31.8%	43.6%	36.9%	29.8%
EPS (元)	0.91	1.31	1.80	2.33
市盈率	16.4	11.4	8.4	6.4

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	0.41 / 0.26
流通市值 (亿元)	3.86
每股净资产 (元)	8.66
资产负债率 (%)	32.9

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰  
执业证书编号: S1050520020002  
电话: (86 21) 64967860  
邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司  
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号  
邮编: 200030  
电话: (86 21) 64339000  
网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司致力于基础数据业务和云服务业务, 围绕互联网数据领域产业生态链的建设, 从服务端的 IDC 产品、CDN 产品、云主机产品到终端的 ISP 专线产品、宽带产品、云桌面、私有云产品等等, 将公司打造成从服务端到客户终端的服务供应商。

● 主要的盈利来源于 CDN 业务、IDC 业务、ISP 业务收入和云桌面业务收入。目前 IDC 业务仍是公司的主要收入来源, 营收占比超过 67.5%。同时, 公司 IDC 和 ISP 业务仍处于高速发展期, 营收增速处于较高水平, 2019 年公司 IDC 业务收入增速为 52.7%, ISP 业务营收增速也达到了 39.8%。

● 业绩增速快, 财务状况稳定。2014-2019 年期间, 公司营业收入从 0.71 亿元增长至 4.37 亿元, 年均复合增长率高达 43.77%。公司归母净利润从 370 万元上升至 3700 万元, 实现较大幅度增长。公司为提高市场竞争力, 保证持续长远的成长性发展, 为提搞业务技能加大研发投入, 研发费用在 2019 年增加较多, 达到 41.82%。

● 行业规模不断扩大, 但壁垒较高。2019 年中国 IDC 业务市场规模达到 1562.5 亿元, 同比增长 27.2%。而随着信息化转型加快, 以金融、制造等为代表的传统行业的市场份额将逐年扩大。随着工业互联网、物联网的发展, 部分制造企业连接互联网实现精准生产, 催生大量数据处理需求, 进一步推动了 IDC 需求规模增长。行业壁垒方面, 缺乏客户基础的新进入者通常难以获得足够客户群来满足上述保底采购的要求。采购量较大的 IDC 服务商比采购量小的服务商更具成本上的优势。

● 盈利预测: 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 5.67 亿元、7.44 亿元和 9.39 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 0.53 亿元、0.73 亿元和 0.94 亿元。按照公司最新收盘价测算, 对应的市盈率分别为 11.4 倍、8.4 倍和 6.4 倍。首次覆盖, 给予“审慎推荐”的投资评级。

● 风险提示: 市场竞争加剧的风险; 核心技术人员流失的风险; 市场系统性风险等。

## 正文目录

<b>1. 公司业务分析</b>	<b>4</b>
1.1 公司为互联网络数据领域的一站式服务提供商	4
1.2 多样化服务开拓更大市场领域	4
1.3 公司业绩维持较高增长	5
1.4 净利率稳定，费用率改善	6
1.5 资产负债率低，偿债能力强	6
<b>2. 公司所处行业情况</b>	<b>7</b>
2.1 IDC 业务市场规模持续增长	7
2.2 行业壁垒高，进入难度大	7
<b>3. 公司盈利预测与估值</b>	<b>8</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>9</b>

## 图表目录

图表 1 公司股权结构.....	4
图表 2 公司业务应用广泛.....	5
图表 3 公司营业收入（百万元）及增速（%） .....	5
图表 4 公司归母净利润（百万元）及增速（%） .....	5
图表 5 公司近期毛利率净利率表现（%） .....	6
图表 6 公司近期费用率表现（%） .....	6
图表 7 公司流动比率与速动比率（%） .....	6
图表 8 公司资产负债率（%）与已获利息倍数.....	6
图表 9 2014-2019 年中国 IDC 业务市场规模（亿元）及增速（%） .....	7
图表 10 公司营业收入假设.....	8
图表 11 公司盈利预测（百万元） .....	10

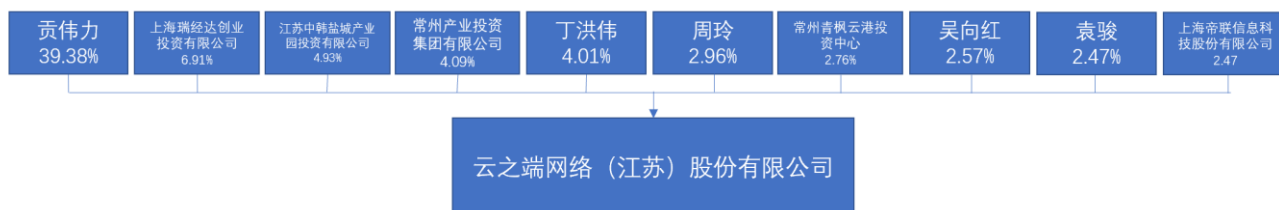
## 1. 公司业务分析

### 1.1 公司为互联网络数据领域的一站式服务提供商

公司致力于基础数据业务和云服务业务，基础数据业务包括互联网数据接入 IDC 业务、数据加速 CDN 业务、数据传输 ISP 业务，云服务业务包括云平台、数据存储、数据安全以及私有云业务。围绕互联网数据领域产业链的建设，从服务端的 IDC 产品、CDN 产品、云主机产品到终端的 ISP 专线产品、宽带产品、云桌面、私有云产品等等，将公司打造成从服务端到客户终端的服务供应商，即给目标用户提供一个互联网数据接入、传输、存储、分发的全套解决方案，一次性解决目标用户的所有需求，极大提高目标用户体验和使用效率，降低用户使用成本。

公司第一大股东、实际控制人为贡伟力，直接持有公司 39.38%的股份，2011 年 5 月至 2013 年 10 月任有限公司执行董事兼总经理；2013 年 10 月至 2014 年 5 月在有限公司工作，但未担任管理人员职务；2014 年 5 月至 2015 年 5 月任有限公司董事长兼总经理；股份公司成立后任股份公司董事长兼总经理。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

### 1.2 多样化服务开拓更大市场领域

主要的盈利来源于 CDN 业务、IDC 业务、ISP 业务收入和云桌面业务收入。

CDN 业务具体包括：网页加速、流媒体加速、下载加速、CDN 配套服务及增值服务等。CDN 服务的计费构成包括带宽服务费（或流量服务费）、初始调试费、CDN 节点服务费、存储服务费等部分。

公司 IDC 业务的盈利模式主要为：主机托管（带宽租用、空间租用），主机租用的收入和增值服务带来的收入。

ISP 业务的即互联网服务提供商，包括向广大用户综合提供互联网接入业务、信息业务、和增值业务的电信运营商等部分。公司 ISP 业务盈利模式主要为按照专线和带宽出口量按月为单位收取专线出租费用和带宽月租费用。公司云桌面业务盈利模式为按照用户需求配置成私有云或公有云等虚拟化桌面产品出售或者租赁给用户收取相

应费用。

目前 IDC 业务仍是公司的主要收入来源，营收占比超过 67.5%。同时，公司 IDC 和 ISP 业务仍处于高速发展期，营收增速处于较高水平，2019 年公司 IDC 业务收入增速为 52.7%，ISP 业务营收增速也达到了 39.8%。

图表 2 公司业务应用广泛

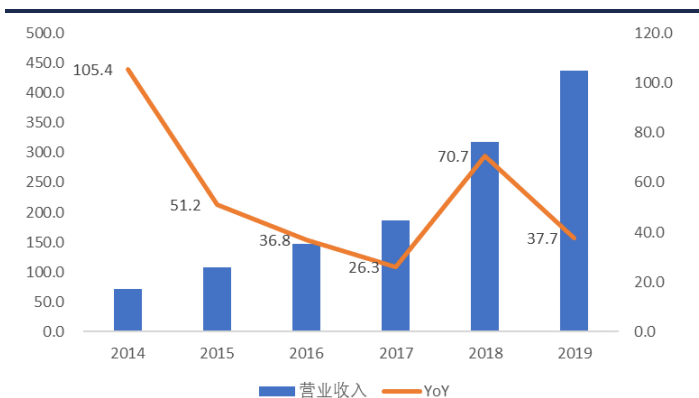


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

### 1.3 公司业绩维持较高增长

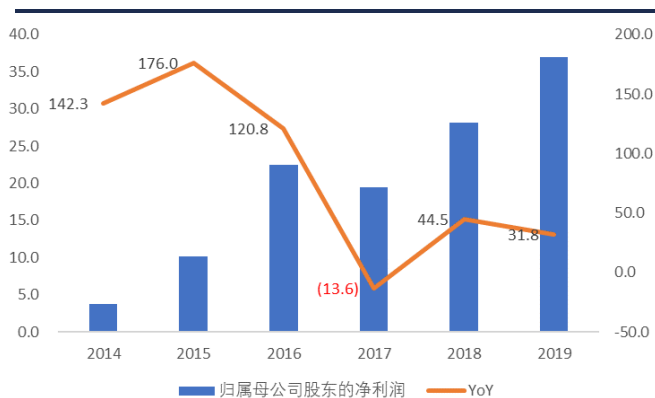
公司近年来通过开展战略合作，扩大业务规模，同时投资建设自建和合作机房，使得运营能力得到较大提升，优化了客户的结构。2014-2019 年期间，公司营业收入从 0.71 亿元增长至 4.37 亿元，年均复合增长率高达 43.77%，其中 CDN 业务受行业市场价格限制利润降低，自 2016 年以来规模持续降低，而 IDC、ISP 和智能化安装业务在近几年都维持了较高的增速。2014-2019 年期间，公司归母净利润从 370 万元上升至 3700 万元，实现较大幅度增长。

图表 3 公司营业收入（百万元）及增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4 公司归母净利润（百万元）及增速（%）

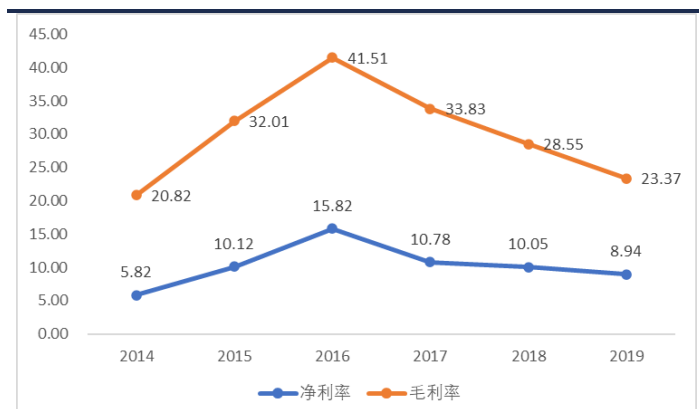


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 1.4 净利率稳定，费用率改善

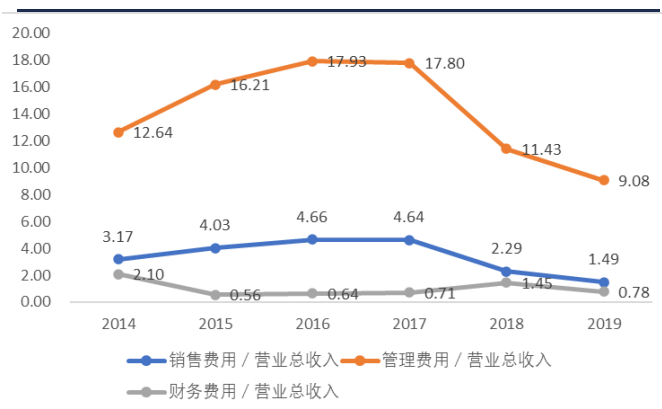
公司目前处于 IDC 业务、ISP 业务的投资建设期，折旧成本同比上升，同时带宽成本因业务规模处于发展过程导致成本下降速度未能完全匹配，2016 年开始毛利率逐渐下降，目前在 23% 左右。公司为提高市场竞争力，保证持续长远的成长性发展，为提搞业务技能加大研发投入，研发费用在 2019 年增加较多，达到 41.82%，而销售、管理和财务费用率近年来控制较好，一直处于下行通道。

图表 5 公司近期毛利率净利率表现 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6 公司近期费用率表现 (%)

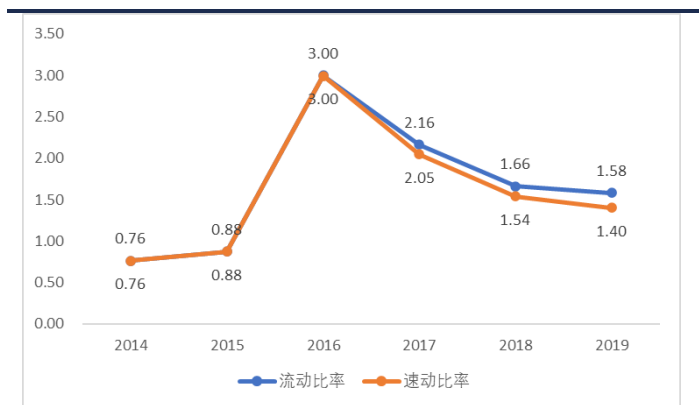


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 1.5 资产负债率低，偿债能力强

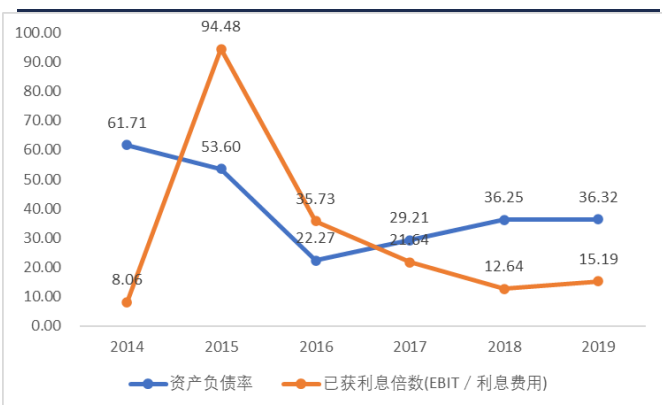
公司 2016 年短期偿债能力提升较大，之后一直处于小幅下滑的趋势，流动比率和速动比率稳定在 1.5 附近。一方面，公司短期借款近年来有所降低，另一方面，由于每年公司大量投资 IDC 和 ISP 业务，货币资金也相对减少，整体短期偿债能力维持在较健康的水平。同时，公司资产负债率自 2016 年来都处于行业的中低水平，，同时已获利息倍数在 2015 年以来一直维持在 2 位数的水平，长期偿债能力也有保证，公司财务状况良好。

图表 7 公司流动比率与速动比率 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 8 公司资产负债率 (%) 与已获利息倍数



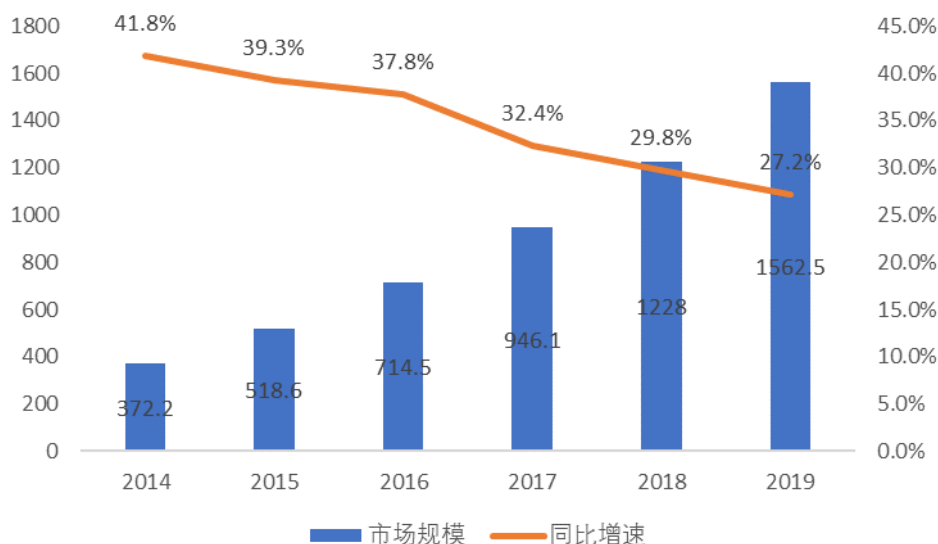
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 2. 公司所处行业情况

### 2.1 IDC 业务市场规模持续增长

2014 年开始，中国 IDC 业务市场规模仍保持稳定增长。数据显示，2019 年中国 IDC 业务市场规模达到 1562.5 亿元，同比增长 27.2%，增速略有放缓，市场规模绝对值相比 2018 年增长超过 300 亿元。主要市场份额由网络视频、电子商务、网络游戏为代表的互联网行业占据，而随着信息化转型加快，以金融、制造等为代表的传统行业的市场份额将逐年扩大。随着工业互联网、物联网的发展，部分制造企业连接互联网实现精准生产，催生大量数据处理需求，进一步推动了 IDC 需求规模增长。

图表 92014-2019 年中国 IDC 业务市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：中国 IDC 圈，华鑫证券研发部

### 2.2 行业壁垒高，进入难度大

我国对电信行业实行行政许可制度，根据《中华人民共和国电信条例》的规定，从事增值电信业务的企业必须取得所在省、自治区、直辖市通信管理局批准颁发的《增值电信业务经营许可证》，在两个以上省、自治区、直辖市开展业务的需取得工信部批准颁发的《跨地区增值电信业务经营许可证》。监管部门在进行许可证申请审核时，对申报企业的技术及资金实力均有较高要求，行业进入许可制度构成进入本行业的主要障碍。

我国基础电信资源市场目前处在寡头垄断的格局中，以中国电信、中国联通、中国移动的龙头企业在网络带宽资源和互联网出口带宽方面具有垄断性优势。基础电信运营商在选择合作方时一般都会事先约定机柜和带宽等电信资源的保底采购数量，缺乏客户基础的新进入者通常难以获得足够客户群来满足上述保底采购的要求。与此同时，有一部分基础电信运营商的电信资源定价实行阶梯收费制，采购量较大的 IDC 服



务商比采购量小的服务商更具成本上的优势。

### 3. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

(1) 公司 2019 年 IDC、ISP、智能化安装业务分别保持 35%、30%、20%增长，综合毛利率维持 24%左右。

(2) 公司销售费用率和管理费用率保持现有幅度的基础上，小幅下降，整体相对稳定；

(3) 公司其他收入保持相对稳定；

(5) 公司总股本按照当前股本 0.41 亿股计算。

图表 10 公司营业收入假设

营业收入（万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
IDC	19,319.7	29,495.9	39,819.4	53,756.2	69,883.1
YOY	78.8%	52.7%	35.0%	35.0%	30.0%
ISP	5,427.0	7,585.1	9,860.7	12,818.9	15,382.6
YOY	319.5%	39.8%	30.0%	30.0%	20.0%
智能化安装	3,937.4	4,790.8	5,749.0	6,898.8	7,933.6
YOY	58.1%	21.7%	20.0%	20.0%	15.0%
其他业务	3,013.8	1,810.0	1,267.0	886.9	709.5
合计：	31,697.8	43,681.9	56,696.1	74,360.8	93,908.9
营业成本（万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
视频云通信服务			30,263	40,855	53,111
视频通信行业解决方案			7,494	9,742	11,691
智慧城市视频融合业务			4,369	5,243	6,030
其他业务			963	674	539
合计：	22,665.2	33,472.7	43,089	56,514	71,371
毛利率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
视频云通信服务					
视频通信行业解决方案					
智慧城市视频融合业务					
其他业务					
合计：	33.1%	28.5%	23.4%	24.0%	24.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 5.67 亿元、7.44 亿元和 9.39 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 0.53 亿元、0.73 亿元和 0.94 亿元。按照公司最新收盘价测算，对应的市盈率分别为 11.4 倍、8.4 倍和 6.4 倍。首次覆盖，给予“审慎推荐”的投资评级。





## 4. 风险提示

### （1）市场竞争加剧的风险

市场对 CDN、IDC、ISP 及云服务的需求大幅提升，导致越来越多的企业进入到 CDN、IDC、ISP 及云服务市场。各互联网公司陆续进入 CDN 领域并宣布降价，直接导致 CDN 行业竞争亦愈发激烈。若公司无法在激烈的竞争环境中保持技术、服务、人才、价格等各方面的竞争优势，将有可能被竞争对手超越

### （2）核心技术人员流失及技术失密的风险

公司作为互联网高科技服务企业，是一家技术密集型企业。在产品更新和技术进步不断加快的背景下，互联网企业的发展在很大程度上取决于人才和技术优势。公司核心技术人员的流失可能导致核心技术流失或泄密，并且将影响公司进行技术研发和更新，导致公司的竞争力下降，从而对公司的生产经营造成重大影响。

### （3）市场系统性风险。

国内外经济形势变化带来的证券市场波动等。



图表 11 公司盈利预测（百万元）

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>437</b>	<b>567</b>	<b>744</b>	<b>939</b>
货币资金	42	28	12	7	营业成本	335	431	565	714
应收款	228	283	372	470	营业税金及附加	1	1	1	1
存货	40	48	63	79	销售费用	7	11	15	19
其他流动资产	28	31	34	38	管理费用	28	34	45	56
流动资产合计	357	391	481	594	财务费用	3	3	2	3
<b>非流动资产:</b>					费用合计	38	48	62	78
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	-9	10	10	10
固定资产+在建工程	74	126	129	131	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	37	38	40	42	投资收益	-1	-1	-1	-1
其他非流动资产	122	134	148	162	营业利润	45	65	88	113
非流动资产合计	287	298	317	336	加: 营业外收入	0	0	0	0
资产总计	645	689	799	930	减: 营业外支出	0	0	0	0
<b>流动负债:</b>					利润总额	44	65	88	113
短期借款	55	60	60	60	所得税费用	5	9	12	16
应付账款、票据	119	144	188	238	净利润	39	55	75	97
其他流动负债	52	48	53	58	少数股东损益	2	2	2	3
流动负债合计	226	252	302	356	归母净利润	37	53	73	94
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	9	9	10	11					
非流动负债合计	9	9	10	11					
负债合计	234	261	312	368					
<b>所有者权益</b>									
股本	41	41	41	41					
资本公积金	203	203	203	203					
未分配利润	104	143	194	260					
少数股东权益	60	60	60	60					
所有者权益合计	410	455	514	589					
负债和所有者权益	645	716	826	957					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	39	55	75	97	<b>成长性</b>				
折旧与摊销	16	14	16	18	营业收入增长率	37.7%	29.8%	31.2%	26.3%
财务费用	4	3	2	3	营业利润增长率	18.9%	45.3%	35.8%	29.1%
存货的减少	-17	-8	-15	-17	归母净利润增长率	31.8%	43.6%	36.9%	29.8%
营运资本变化	-10	-30	-44	-48	总资产增长率	22.3%	6.9%	15.9%	16.4%
其他非现金部分	1	-12	-13	-14	<b>盈利能力</b>				
经营活动现金净流量	40	23	23	39	毛利率	23.4%	24.0%	24.0%	24.0%
投资活动现金净流量	-84	-20	-20	-20	营业利润率	10.2%	11.4%	11.8%	12.1%
筹资活动现金净流量	35	-17	-18	-24	三项费用/营收	8.6%	8.4%	8.3%	8.3%
现金流量净额	-8	-14	-16	-5	EBIT/销售收入	0.0%	11.8%	12.1%	12.3%
					净利率率	8.9%	9.8%	10.1%	10.3%
					ROE	9.5%	12.2%	14.6%	16.5%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	67.8%	82.3%	93.1%	101.0%
					<b>资产结构</b>				
					资产负债率	36.3%	37.9%	39.0%	39.5%
					<b>现金流质量</b>				
					经营净现金流/净利润	1.04	0.41	0.30	0.40
					<b>每股数据 (元/股)</b>				
					每股收益	0.91	1.31	1.80	2.33
					每股净资产	10.13	11.22	12.68	14.54

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



## 分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020 年 1 月加盟华鑫证券研发部。

## 华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>