

**证券研究报告**
**公司研究**
**点评报告**
**光环新网(300383.SZ)**
**投资评级** 买入

**上次评级** 买入


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师

执业编号: S1500521010002

联系电话: +86 15510689144

邮箱: jiangying@cindasc.com

**相关研究**

 《光环新网深度报告: 5G 新基建时代, 被低估的 IDC 核心资产》  
2021. 3. 11

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

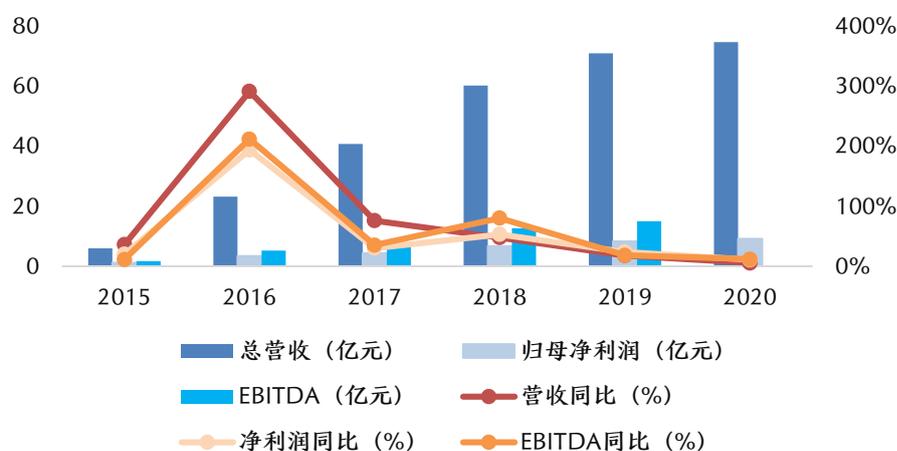
**业绩符合预期, IDC 新增产能逐步投放, 开启成长新曲线**

2021 年 04 月 21 日

**事件:** 2021 年 4 月 20 日, 公司发布 2020 年报和 2021 年一季度报, 2020 年公司实现营收 74.76 亿元, 同比增长 5.34%, 实现归母净利润 9.13 亿元, 同比增长 10.71%; 2021 年一季度公司实现营收 19.60 亿元, 同比下滑 18.82%, 实现归母净利润 2.24 亿元, 同比增长 1.38%。

**点评:**
**云计算客户结构持续优化, IDC 业务持续稳定发展**

虽然疫情对公司部分客户有所影响, 但 2020 年公司业绩依旧保持稳定增长, 2020 年实现营收 74.76 亿元, 同比增长 5.34%, 实现归母净利润 9.13 亿元, 同比增长 10.71%, 实现 EBITDA 16.68 亿, 同比增长 11.72%。公司的业绩增长主要是源于 IDC 上架机柜的持续提升。2020 年受疫情影响, 公司北京地区机房建设进程受到较大程度影响, 导致去年全年新增投放量仅几千个, 随着疫情的好转, 今年公司将开启大投放新周期, 不考虑扩容, 预计未来几年每年有望新增投放机柜超 1 万个。

**图 1: 公司 2020 年业绩保持稳定增长**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万)	7,097	7,476	8,567	10,069	12,150
同比(%)	18%	5%	15%	18%	21%
归属母公司净利润 (百万)	825	913	1,024	1,187	1,420
同比(%)	24%	11%	12%	16%	20%
毛利率(%)	21.5%	21.1%	20.6%	20.5%	20.8%
ROE(%)	9.9%	9.9%	10.0%	10.4%	11.1%
EPS (摊薄 (元))	0.53	0.59	0.66	0.77	0.92
P/E	32.75	29.60	26.37	22.77	19.03

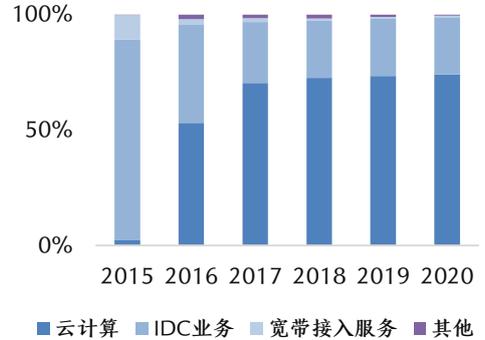
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 4 月 20 日收盘价

从收入拆分来看，2020 年 IDC 和云计算业务（AWS+无双科技）均实现稳定增长，2020 年云计算业务实现营收 55.44 亿元，总营收占比为 74.16%，同比增长 6.37%，2018-2020 年复合增速 12.56%，IDC 实现营收 18.48 亿元，总营收占比为 24.72%，同比增长 5.06%，2018-2020 年复合增速 11.44%，2020 年实现其他收入 0.87 亿元。

图 2: 云计算和 IDC 营收保持稳定增长(亿元)



图 3: 细分业务营收占比情况 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

资料来源: wind, 信达证券研发中心

从归母净利润拆分来看，公司净利润主要由 IDC 和无双科技 SAAS 业务贡献，2020 年无双科技实现净利润 0.87 亿元，其余 8.26 亿元主要由 IDC 贡献，同比增长 14.27%，总归母净利润占比为 90%。

图 4: IDC 及其他归母净利润稳定增长(亿元)



图 5: 细分业务归母净利润占比情况 (%)

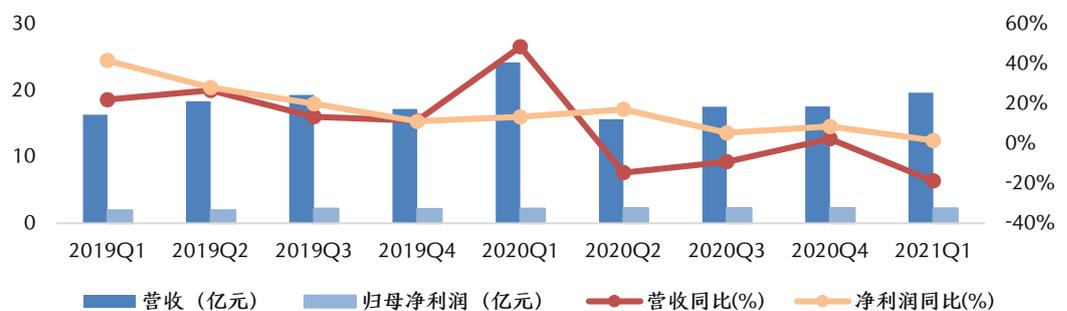


资料来源: wind, 信达证券研发中心

资料来源: wind, 信达证券研发中心

根据公司公告，公司 2021 年一季度总营收同比下滑 18.82%，**主要是公司对无双科技的客户结构进行了优化，主动对低价值冲量客户进行了清退所致**，我们预测无双科技一季度收入同比下滑超 36%。IDC 业务发展稳定，我们预测 2021 年一季度营收同比增长接近 7%。

图 6: 公司季度业绩情况(亿元)

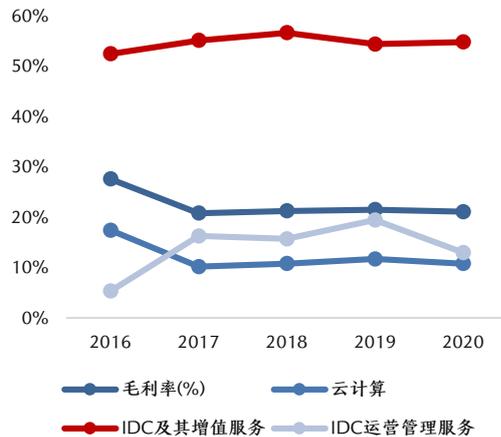


资料来源: wind, 信达证券研发中心

➤ **IDC 业务毛利率稳中有升，经营性净现金流大幅增长**

公司 2020 年整体毛利率为 21.10%，与 2019 年基本持平，其中 IDC 及其增值服务毛利率最高，一直保持在 50%以上的高水平，2020 年毛利率为 54.85%，同比提升 0.39 个百分点，体现了 IDC 业务盈利能力的逐步提升。另外，公司 2020 年实现经营性净现金流 14.48 亿元，实现大幅增长，同比增长 140.13%，主要是得益于公司经营利润的增长，以及对营运资金管理的进一步增强，也反应了公司良好的经营情况。

图 7: IDC 毛利率稳中有升 (%)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 8: 2020 年经营性净现金流大幅增长 (亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

➤ **夯实核心区位布局，今年逐步进入机柜大投放新周期**

公司战略发展规划清晰，以一线及周边 IDC 核心资产为根基，未来将沿着京津冀、长三角、珠三角核心地段打造三大 IDC 产业集群，坚持走在核心地段自持物业自建机房的模式，同时积极推进 IDC REITs。目前已投放和未来规划 IDC 机房主要分布在北京、上海及周边核心地段，目前拥有 8 处数据中心，分布于北京东直门、酒仙桥、亦庄经济开发区、房山窦店、上海嘉定及河北燕郊地区，现有数据中心设计容量约为 5 万个机柜，在建单体项目均为一万个以上大规模项目。截至 2020 年底，公司围绕核心城市区域共布局超 13 座机房，其中已运营的机房数为 8 座，总上架运营机柜数约 3.8 万架，储备机架规模近 10 万架，预计在未来 5 年内逐步推向市场。

公司在京津冀、长三角核心区域自建 IDC 布局有序推进中，未来，公司将进一步延展自身在长三角和珠三角的服务能力，逐步建立起多地三中心的布局，以满足不同客户对多地部署的业务需求。

**(一) 京津冀地区: 1) 北京房山:** 房山一期已完成 1#、2#楼的数据中心交付，上架率达 80%，3#、4#楼仍处于机电、网络设施安装过程中，预计于 2021 年内交付，其中 3# 楼客户预定，预计年内上架；房山二期已完成主体建设，机电设计同步启动。

**2) 环京燕郊三四期:** 已完成土建，建筑物封顶，机电设备安装中，已有客户定制，预计 2021 年开始陆续投放机柜。

**3) 天津宝坻:** 项目选址于京津中关村科技城核心区，占地 368 亩，已完成立项备案等前期建设手续，并取得能耗指标批复，整体园区项目建成后约 3 万 5KW 的 2N 机柜，第一期项目建设 5000 个 5KW 机柜，计划年内开工。

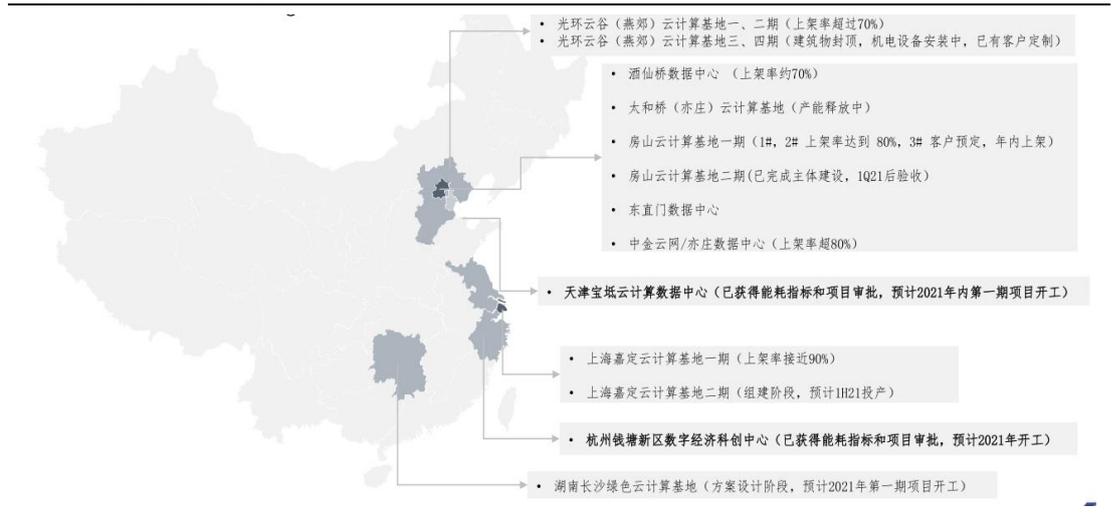
**(二) 长三角经济示范区: 1) 上海嘉定:** 目前嘉定一期 4500 个机柜已逐步达到满负荷运

营状态。上海嘉定二期项目已获得 3000\*6KW 个机柜的能耗指标，嘉定二期项目土建主体已完工，可进一步开展机电安装工作，项目电力供应已全部到位，并与客户达成初步意向，预计年内将开始陆续投产。

**2) 长沙项目：**长沙一期项目已完成立项备案，并取得能耗指标批复及环评批复，目前项目已形成初步设计方案，预计在 2021 年下半年开工建设。

**3) 浙江杭州：**为进一步拓展长三角地区业务范围，公司计划在浙江杭州地区投建数据中心项目，规划建设 10000 个 5KW 的 2N 标准机柜，目前项目已完成立项备案，并取得能耗指标批复及环评批复。

图 9：公司项目推进情况



资料来源：公司公开资料，信达证券研发中心

### ➤ 业务模式从零售向“零售+批发”双轮驱动转变，不断加强运维体系建设

公司根据市场需求变化趋势，逐步加大对于数据中心批发客户的市场开拓，逐渐由零售模式转向零售和批发双轮驱动的业务模式。公司目前客户结构优质，其中云计算客户占比为 30%-40%，包括 AWS、阿里、腾讯、百度、美团、华为等巨头，金融客户占比为 25%，互联网客户占比为 30%，政企客户占比为 5%-10%，多元化的客户结构保证了公司强劲的盈利能力和持续的成长性。

运营能力对于 IDC 企业的重要性不断凸显，公司不断加强“规划+运维”一体化数据中心运营管理体系建设，形成全新的螺旋式循环上升发展生产链。公司自主建设综合智能分析系统，利用物联网 IOT 技术实施海量数据采集并建立运营数据仓库，采用人工智能技术进行节能平台建模，持续对各数据中心运行情况、能耗情况、资源等情况进行分析和持续优化。

公司在数据中心技术创新、节能优化领域不断探索，采用分布式供电实现机房单元灵活快速布置，应用新技术实现热通道封闭、热泵余热回收，通过冷热电三联供等方式实现能源的梯级利用，采用人工智能技术进行节能平台建模，从数据中心运营的多个方面进行优化调整，不断提升数据中心的用能效率。

**图 10: 公司拥有多元化的客户结构**


资料来源: 公司公开资料, 信达证券研发中心

### ➤ 公司大力开拓基于 AWS 的云增值服务, 有望打开发展新空间

由公司运营的亚马逊云科技云业务进展顺利, 亚马逊云科技目前在中国区域共推出超过 400 项新服务和新功能, 并将在 2021 年内正式发布第三个可用区, 目前已经为国内外多家新能源汽车企业提供后台云服务, 智能汽车的发展有望带动 AWS 云业务的成长。

公司持续拓展与亚马逊云科技相关的增值服务, 通过光环云数据推广、销售亚马逊云科技云产品和服务, 通过光环有云提供培训、技术和实施等售后服务。光环有云继续为用户提供以 AWS 公有云为核心的咨询、部署、迁移、运维托管等基于云计算的增值服务, 目前已经服务于多个大客户和多个行业, 包含世界五百强企业、高端制造、快消、金融、电商、互联网、教育、政企等多个领域; 光环云数据与应通科技和中信网络达成的战略合作协议, 建设并运营覆盖全国主要热点城市的裸金属-云骨干接入网络, 该网络已获得亚马逊接入合作伙伴认证, 实现了为客户提供一站式、端到端和混云-多云接入与部署的能力; 另外光环云数据完成了亚马逊云科技的视频服务产品 ELEMENTAL 的落地引入, 并成为亚马逊云科技 Elemental 中国区认证合作伙伴和两家总代理之一, 并正式推出云桌面集成产品, 包括亚马逊云科技 WORKSPACES、华为云桌面和自有品牌的云桌面产品。

### ➤ 定向增发获证监会同意批复, 项目投产有望加速

2021 年 3 月 5 日公司定向增发获证监会同意批复, 定向增发又近一步, 建设节奏有望加快。根据公司公告, 公司拟募集金额 50 亿, 非公开发行股票数量不超过 4.63 亿股, 非公开发行的股票数量不超过发行前公司总股本的 30%。

本次募集资金主要用以数据中心建设、股权收购和补充流动资金。数据中心建设涉及 4.1 万个机柜建设, 主要包括房山二期、嘉定二期、燕郊三四期、长沙一期等核心区域数据中心的建设, 股权收购为向智达云创增资 11.27 亿取得 65% 股权。公司 2021 年投资规划超过 32.31 亿, 建设节奏明显加快。

### ➤ IDC 为流量驱动长期成长赛道, 外资持续加仓, 看好公司长期成长空间

IDC 最核心驱动力为流量的增长, 5G 时代, 超高清视频、自动驾驶、物联网等应用将成为流量爆发的重要驱动因素。光环新网在北京及周边、上海及周边等核心城市拥有大规模 IDC 布局, 且大部分位于北京及周边, 一方面, 政策趋严下核心城市供给进一步收缩, 另一方面, 需求随着新应用的崛起有望逐步提升, 一线 IDC 机房稀缺性将进一步凸显。IDC REITs 及

后续的并购有望助力公司在一线核心地段实现快速扩张，看好公司长期成长空间。

外资持仓较多光环新网，根据沪深港股通持股情况，截至 2021 年 4 月 19 日，外资持股占光环自由流通股本的 11.56%，占全部 A 股 7.78%，占流通 A 股 7.99%。

图 11：外资持续加仓光环新网



### ➤ 盈利预测与投资评级

IDC 底层驱动力为流量的增长，兼具高成长与高确定属性，公司在一线拥有大规模 IDC 布局，REITs 有望助力并购/自建提速，开启成长新曲线，我们看好公司长期成长性。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 10.24 亿元、11.87 亿元、14.20 亿元，对应 PE 为 26.37 倍、22.77 倍、19.03 倍，维持“买入”评级。

### ➤ 风险因素

5G 发展不及预期、IDC 建设与上架不及预期、REITs 与定增不及预期、新冠疫情蔓延

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>3,604</b>	<b>4,387</b>	<b>4,779</b>	<b>6,397</b>	<b>8,448</b>	
货币资金	677	1,223	1,205	2,210	3,415	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,928	1,951	2,197	2,582	3,116	
预付账款	312	458	528	622	747	
存货	9	10	7	8	10	
其他	458	628	723	851	1,023	
<b>非流动资产</b>	<b>8,629</b>	<b>9,160</b>	<b>9,146</b>	<b>9,143</b>	<b>9,149</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合)	4,486	4,654	4,814	4,957	5,086	
无形资产	490	705	634	571	514	
其他	3,654	3,801	3,698	3,615	3,549	
<b>资产总计</b>	<b>12,233</b>	<b>13,546</b>	<b>13,924</b>	<b>15,540</b>	<b>17,597</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,969</b>	<b>2,546</b>	<b>1,910</b>	<b>2,347</b>	<b>2,986</b>	
短期借款	425	1,077	547	751	1,077	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,106	983	1,134	1,334	1,604	
其他	320	486	229	262	306	
<b>非流动负债</b>	<b>1,919</b>	<b>1,749</b>	<b>1,749</b>	<b>1,749</b>	<b>1,749</b>	
长期借款	1,381	1,338	1,338	1,338	1,338	
其他	538	412	412	412	412	
<b>负债合计</b>	<b>3,888</b>	<b>4,295</b>	<b>3,659</b>	<b>4,096</b>	<b>4,736</b>	
少数股东权益	-3	8	28	52	80	
归属母公司股	8,348	9,244	10,237	11,393	12,782	
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,233</b>	<b>13,546</b>	<b>13,924</b>	<b>15,540</b>	<b>17,597</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	7,097	7,476	8,567	10,069	12,150	
同比(%)	18%	5%	15%	18%	21%	
归属母公司净利润	825	913	1,024	1,187	1,420	
同比(%)	24%	11%	12%	16%	20%	
毛利率(%)	21.5%	21.1%	20.6%	20.5%	20.8%	
ROE%	9.9%	9.9%	10.0%	10.4%	11.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.53	0.59	0.66	0.77	0.92	
P/E	32.75	29.60	26.37	22.77	19.03	
P/B	3.24	2.92	2.64	2.37	2.11	
EV/EBITDA	21.78	18.85	15.31	14.04	12.49	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	<b>7,097</b>	<b>7,476</b>	<b>8,567</b>	<b>10,069</b>	<b>12,150</b>	
营业成本	5,568	5,899	6,800	8,004	9,621	
营业税金及附加	27	33	56	66	80	
销售费用	66	37	26	30	36	
管理费用	181	173	171	210	287	
研发费用	218	208	206	253	345	
财务费用	113	101	111	108	107	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	13	6	6	6	6	
其他	0	0	0	0	0	
<b>营业利润</b>	<b>917</b>	<b>1,033</b>	<b>1,211</b>	<b>1,403</b>	<b>1,680</b>	
营业外收支	2	11	3	3	3	
<b>利润总额</b>	<b>919</b>	<b>1,043</b>	<b>1,214</b>	<b>1,406</b>	<b>1,683</b>	
所得税	123	162	169	196	235	
<b>净利润</b>	<b>796</b>	<b>881</b>	<b>1,045</b>	<b>1,210</b>	<b>1,448</b>	
少数股东损	-28	-32	20	23	28	
<b>归属母公司</b>	<b>825</b>	<b>913</b>	<b>1,024</b>	<b>1,187</b>	<b>1,420</b>	
EBITDA	1,387	1,603	1,974	2,152	2,419	
EPS(当年)(元)	0.53	0.59	0.66	0.77	0.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>587</b>	<b>1,448</b>	<b>1,286</b>	<b>1,573</b>	<b>1,649</b>	
净利润	825	913	1,024	1,187	1,420	
折旧摊销	389	517	652	641	633	
财务费用	124	108	111	108	107	
投资损失	-26	-6	-6	-6	-6	
营运资金变	-700	-66	-521	-387	-542	
其它	-25	-18	25	30	37	
<b>投资活动现</b>	<b>-784</b>	<b>-1,349</b>	<b>-632</b>	<b>-632</b>	<b>-632</b>	
资本支出	-946	-1,120	-638	-638	-638	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他	162	-229	6	6	6	
<b>筹资活动现</b>	<b>434</b>	<b>446</b>	<b>-671</b>	<b>65</b>	<b>188</b>	
吸收投资	84	44	31	31	31	
借款	631	698	-530	204	326	
支付利息或股息	-31	-31	-31	-31	-31	
<b>现金流净增加额</b>	<b>237</b>	<b>546</b>	<b>-18</b>	<b>1,005</b>	<b>1,205</b>	

## 研究团队简介

**蒋颖，通信行业首席分析师。**中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017年到2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖IDC&云计算产业链、物联网产业链、5G产业链等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华东总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。