

业绩短期承压,下游需求有望逐步修复

华泰研究

2023年4月22日 | 中国内地

年报点评

通信服务

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

16.22

研究员

SAC No. S0570520090002
SFC No. BNC535

余熠

yuyi@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570521050001
SFC No. AUZ066

黄乐平, PhD

lepingle.huang@htsc.com
+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570122080148
wangke020520@htsc.com

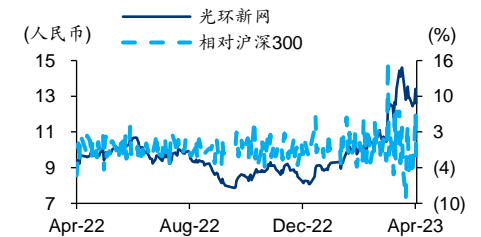
王珂

+ (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	16.22
收盘价(人民币 截至4月21日)	12.60
市值(人民币百万)	22,650
6个月平均日成交额(人民币百万)	524.45
52周价格范围(人民币)	7.86-14.61
BVPS(人民币)	6.83

股价走势图



资料来源: Wind

2022 年营收/归母净利润短期承压, 长期发展态势向好

2022 年公司营业收入为 71.91 亿元 (YoY: -6.61%); 归母净利润为 -8.8 亿元 (YOY: -205%)。1Q23 公司营业收入为 18.80 亿元 (YoY: 2.56%); 归母净利润为 1.74 亿元 (YOY: -10.26%), 主要系公司对子公司中金云网、无双科技计提资产减值准备, 同时 22 年部分数据中心客户上架进度有所延迟。公司继续夯实在核心区域的数据中心资源储备, 有望受益于 AIGC 等新应用的发展, 长期发展态势向好。我们预计公司 23~25 年 EBITDA 分别为 19.68/21.59/22.79 亿元 (前值: 21.86/23.19/-亿元)。考虑到电价上涨及无双科技下游需求下滑的影响, 给予公司 23 年 EV/EBITDA 15x (可比公司均值: 19.75x), 对应目标价 16.22 元 (前值: 13.76 元), 维持“增持”评级。

IDC 收入保持稳健, 毛利率一定程度受电力成本上涨影响

2022 年公司 IDC 及其增值服务业务实现营收 20.9 亿元, 同比增长 3%, 主要受疫情影响下, 公司项目建设进度及客户上架进度受到一定影响, 但公司 IDC 业务整体经营仍保持稳健。盈利能力方面, 公司 IDC 业务毛利率同比下降 13.05pct 至 37.30%, 主要受电力成本上涨及新交付项目折旧摊销费用的影响。项目储备方面, 2022 年公司一方面稳步推进自建数据中心项目建设; 另一方面公司完成了对赞普数据科技(天津)有限公司的收购, 进一步扩充了京津冀核心区域的数据中心资源储备。截至 2022 年底, 公司拥有超过 11 万个在建及储备项目规划机柜, 4.8 万个已投产机柜。

云计算及其相关服务收入短期承压, 计提子公司一次性资产减值损失

2022 年公司云计算及相关服务实现营收 50.15 亿元, 同比下降 10.30%, 主要系教育双减/互联网监管等政策导致相关行业需求下滑。其中, 子公司无双科技房地产、教育类客户以及部分互联网行业客户的广告业务投入持续减少; 云计算业务毛利率同比下降 3.61pct 至 5.98%。此外, 2022 年公司净利率同比下降 24.61pct 至 -14.03%, 主要系公司出于谨慎性原则, 对子公司中金云网、无双科技计提资产减值准备 13.5 亿元, 计提信用减值损失 4564 万元, 对净利润产生一次性影响。

维持“增持”评级

我们认为随着公司持续扩大核心地段 IDC 资源储备, 其长期业绩基础有望进一步夯实, 预计其 23~25 年 EBITDA 分别为 19.68/21.59/22.79 亿元 (前值: 21.86/23.19/-亿元)。23 可比公司 EV/EBITDA 均值为 19.75, 考虑到电价上涨及无双科技下游需求下滑的影响, 给予公司 23 年 EV/EBITDA 15x, 对应目标价 16.22 元 (前值: 13.76 元), 维持“增持”评级。

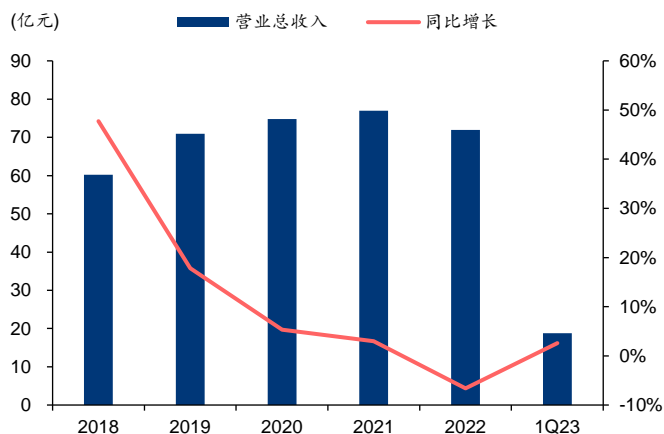
风险提示: 客户上架进度不及预期; 项目建设及交付进度不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	7,700	7,191	8,043	9,121	10,434
+/-%	2.99	(6.61)	11.85	13.40	14.39
归属母公司净利润 (人民币百万)	836.21	(879.92)	794.89	945.31	1,088
+/-%	(8.41)	(205.23)	190.34	18.92	15.05
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.47	(0.49)	0.44	0.53	0.61
ROE (%)	5.98	(7.97)	5.98	6.66	7.13
PE (倍)	27.09	(25.74)	28.49	23.96	20.83
PB (倍)	1.74	1.87	1.76	1.64	1.52
EV EBITDA (倍)	14.06	6.707	11.81	10.23	9.29

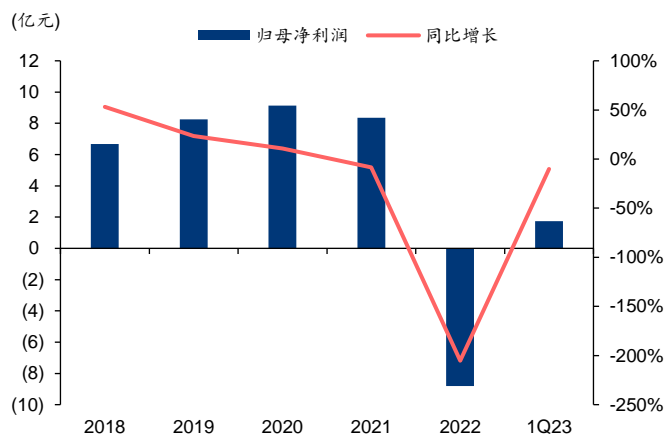
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 2018-1Q23 光环新网营业收入及同比增速



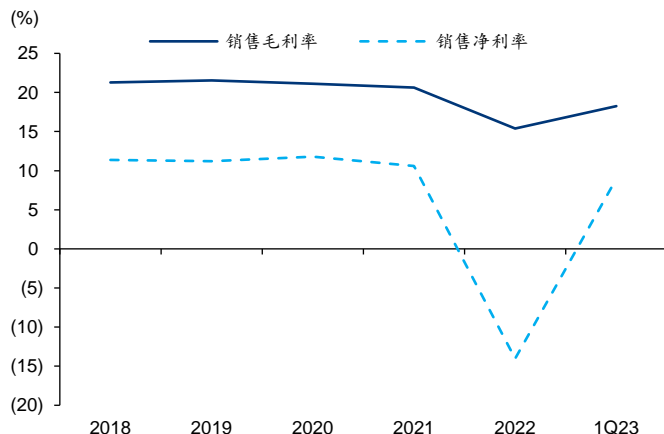
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表2: 2018-1Q23 光环新网归母净利润及同比增速



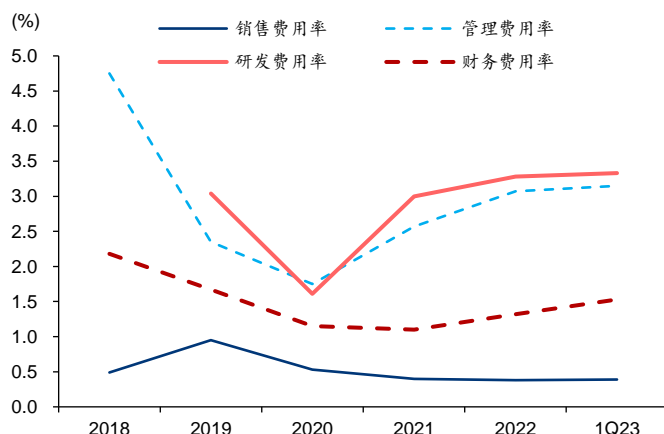
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表3: 2018-1Q23 光环新网毛利率及归母净利率



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表4: 2018-1Q23 光环新网期间费用率



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表5: 可比公司估值表 (截止 2023 年 4 月 22 日)

彭博代码	公司名称	当前市值 (亿元)	EBITDA (亿元)				EV/EBITDA				复合增速
			2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E	
002335 CH	科华数据	203.37	9.55	10.31	12.61	15.34	25.00	23.16	18.94	15.56	17.11%
600845 CH	宝信软件	954.01	24.70	27.07	34.14	43.89	37.29	34.04	26.99	20.99	21.12%
603881 CH	数据港	111.77	8.16	9.61	11.18	13.00	17.79	15.49	13.33	11.65	16.79%
	均值						26.70	24.23	19.75	16.07	19.11%

注: 可比公司 EBITDA 预测来自 Bloomberg 一致预期

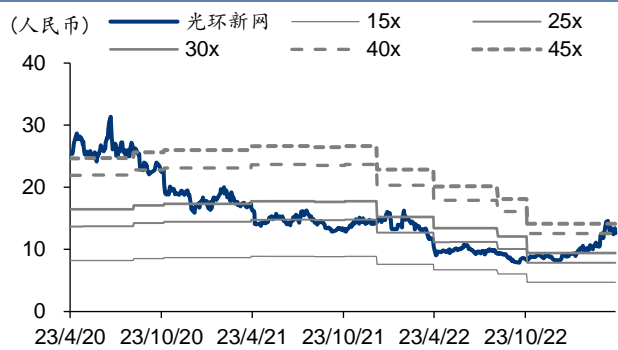
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 目标价测算表 (截止 2023 年 4 月 22 日)

彭博代码	公司名称	当前股价 (元)	目标价 (元)	目标市值 (亿元)	EBITDA (2023E, 亿元)	EV/EBITDA (2023E)	短期借款 (2023E, 亿元)	长期借款 (2023E, 亿元)	现金 (2023E, 亿元)	EV (2023E, 亿元)

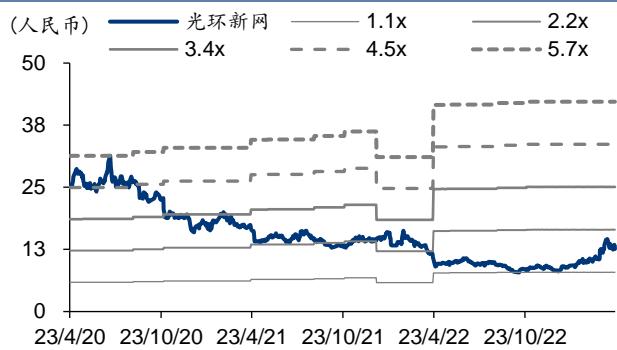
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表7: 光环新网 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表8: 光环新网 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,345	6,662	7,080	8,625	9,136
现金	2,270	2,259	2,988	3,686	4,159
应收账款	2,213	2,259	1,762	2,581	2,387
其他应收账款	282.15	245.35	344.67	324.41	440.96
预付账款	430.48	445.12	534.24	576.36	694.07
存货	10.73	14.11	11.81	17.91	16.38
其他流动资产	2,138	1,439	1,439	1,439	1,439
非流动资产	12,082	12,649	12,360	12,104	11,961
长期投资	31.59	30.76	29.94	29.11	28.29
固定投资	7,113	7,589	7,317	7,012	6,754
无形资产	1,174	1,197	1,333	1,500	1,683
其他非流动资产	3,763	3,832	3,680	3,563	3,497
资产总计	19,428	19,311	19,440	20,729	21,098
流动负债	3,184	2,523	2,324	3,154	2,894
短期借款	1,191	384.29	384.29	384.29	384.29
应付账款	1,452	1,525	1,120	1,978	1,596
其他流动负债	540.17	613.50	819.76	791.71	913.79
非流动负债	2,624	4,136	3,661	3,198	2,762
长期借款	2,300	3,399	2,924	2,462	2,025
其他非流动负债	324.38	736.55	736.55	736.55	736.55
负债合计	5,808	6,659	5,984	6,352	5,656
少数股东权益	595.43	545.59	555.24	566.73	579.93
股本	1,798	1,798	1,798	1,798	1,798
资本公积	7,224	7,224	7,224	7,224	7,224
留存公积	4,004	3,085	3,889	4,846	5,947
归属母公司股东权益	13,025	12,106	12,901	13,810	14,862
负债和股东权益	19,428	19,311	19,440	20,729	21,098

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	1,441	1,468	1,849	2,015	1,842
净利润	814.98	(1,009)	804.55	956.79	1,101
折旧摊销	616.32	854.64	876.38	943.04	947.07
财务费用	90.48	216.35	194.18	151.59	112.32
投资损失	(1.35)	(33.03)	(18.58)	(26.98)	(22.78)
营运资金变动	(83.84)	136.81	8.35	8.36	(274.60)
其他经营现金	4.83	1,302	(15.97)	(18.21)	(21.11)
投资活动现金	(4,392)	(1,207)	(569.28)	(660.04)	(781.09)
资本支出	(2,457)	(1,706)	(539.34)	(626.49)	(727.81)
长期投资	(1,940)	501.03	0.83	0.83	0.83
其他投资现金	4.67	(2.70)	(30.77)	(34.38)	(54.11)
筹资活动现金	3,999	(272.65)	(550.54)	(656.31)	(588.04)
短期借款	114.28	(806.64)	0.00	0.00	0.00
长期借款	962.05	1,100	(475.28)	(462.38)	(436.21)
普通股增加	254.45	0.00	0.00	(0.00)	0.00
资本公积增加	2,731	(0.00)	0.00	(0.00)	0.00
其他筹资现金	(63.68)	(565.71)	(75.26)	(193.92)	(151.82)
现金净增加额	1,047	(10.96)	729.09	698.24	472.54

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,700	7,191	8,043	9,121	10,434
营业成本	6,113	6,085	6,348	7,280	8,399
营业税金及附加	38.71	46.27	35.39	40.13	45.91
营业费用	36.30	32.49	36.19	41.04	46.95
管理费用	209.78	236.64	261.40	273.63	281.71
财务费用	90.48	216.35	194.18	151.59	112.32
资产减值损失	0.00	(1,351)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.12	2.91	1.07	1.29	1.59
投资净收益	1.35	33.03	18.58	26.98	22.78
营业利润	953.30	(1,031)	910.23	1,068	1,239
营业外收入	6.54	36.48	21.51	28.99	25.25
营业外支出	32.23	2.74	17.48	10.11	13.80
利润总额	927.60	(996.79)	914.26	1,087	1,251
所得税	112.62	11.75	109.71	130.47	150.10
净利润	814.98	(1,009)	804.55	956.79	1,101
少数股东损益	(21.23)	(128.63)	9.65	11.48	13.21
归属母公司净利润	836.21	(879.92)	794.89	945.31	1,088
EBITDA	1,633	3.63	1,968	2,159	2,279
EPS (人民币, 基本)	0.54	(0.49)	0.44	0.53	0.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	2.99	(6.61)	11.85	13.40	14.39
营业利润	(7.69)	(208.10)	188.33	17.37	16.01
归属母公司净利润	(8.41)	(205.23)	190.34	18.92	15.05
获利能力 (%)					
毛利率	20.61	15.39	21.07	20.19	19.50
净利率	10.58	(14.03)	10.00	10.49	10.55
ROE	5.98	(7.97)	5.98	6.66	7.13
ROIC	7.07	(6.57)	7.49	8.51	9.22
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.89	34.48	30.78	30.64	26.81
净负债比率 (%)	11.85	17.71	8.58	(0.09)	(5.99)
流动比率	2.31	2.64	3.05	2.73	3.16
速动比率	2.09	2.34	2.68	2.45	2.81
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.37	0.42	0.45	0.50
应收账款周转率	3.70	3.22	4.00	4.20	4.20
应付账款周转率	5.02	4.09	4.80	4.70	4.70
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	(0.49)	0.44	0.53	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.82	1.03	1.12	1.02
每股净资产(最新摊薄)	7.25	6.73	7.18	7.68	8.27
估值比率					
PE (倍)	27.09	(25.74)	28.49	23.96	20.83
PB (倍)	1.74	1.87	1.76	1.64	1.52
EV EBITDA (倍)	14.06	6,707	11.81	10.23	9.29

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，余熠、黄乐平，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 科华数据（002335 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师余熠、黄乐平本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 科华数据（002335 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司