

光环新网 (300383.SZ)

强烈推荐 (维持)

IDC 项目建设全面提速, 开启 AIGC 算力时代新篇章

**事件:** 公司 4 月 21 日晚发布 2022 年年度报告, 实现营业收入 71.91 亿元, 同比下降 6.61%, 归母净利润-8.80 亿元, 同比下降 205.22%; 2023 年一季度, 公司实现营业收入 18.80 亿元, 同比上升 2.56%, 归母净利润 1.74 亿元, 同比降低 10.26%。

1. 投产 4.8 万架机柜, 布局超 11 万架机柜

2022 年公司实现营业收入和归母净利润为 71.91 亿元和-8.80 亿元, 同比分别下降 6.6%和 205.22%。2022 年公司实现 EBITDA 0.04 亿元, 同比下降 99.78%。其中, 四季度单季度营业收入和归母净利润分别为 17.19 亿元和-12.93 亿元, 同比分别下降 2.63%和 949.34%, 营业收入对全年收入贡献率达到了 23.90%。2022 年公司持续推进数据中心业务, 最大限度加快新资源的交付。目前公司互联网数据中心业务形成了以北京为中心辐射京津冀、以上海为中心辐射长三角、以长沙为起点推动华中及西部地区业务发展的全国战略布局。

公司业绩下滑主要原因有以下几点:

- (1) 公司对子公司(中金云网、无双科技计)计提资产减值准备合计 139,680.64 万元, 导致 2022 年业绩亏损;
- (2) 公司面临经济放缓压力, 部分数据中心的建设进度和客户上架速度明显放缓甚至一度停滞, IDC 业务营业收入增速不及预期;
- (3) 22 公司数据中心运行成本显著增加;
- (4) 子公司无双科技受国家相关行业政策和经济放缓的影响, 其服务的房地产、旅游、教育等行业相关客户的云服务需求和预算大幅减少, 导致收入降幅超过 20%, 毛利较上年整体减少约 8,500 万元;
- (5) 2022 年受汇率波动影响, 公司美元贷款产生汇兑损失 6,595.70 万元。

风险提示: IDC 机房交付和销售进度低于预期、5G 发展不及预期

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7700	7191	8558	10371	12476
同比增长	3%	-7%	19%	21%	20%
营业利润(百万元)	953	(1031)	597	798	1151
同比增长	-8%	-208%	158%	34%	44%
归母净利润(百万元)	836	(880)	556	733	1045
同比增长	-8%	-205%	163%	32%	43%
每股收益(元)	0.47	-0.49	0.31	0.41	0.58
PE	27.1	-25.7	40.8	30.9	21.7
PB	1.7	1.9	6.0	5.3	4.4

资料来源: 公司数据、招商证券

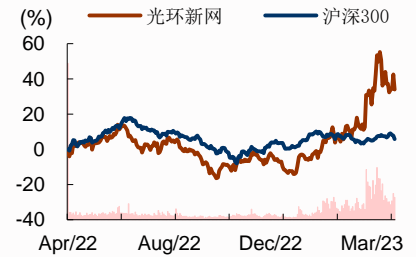
TMT 及中小盘/通信  
目标估值: NA  
当前股价: 12.6 元

基础数据

总股本(万股)	179759
已上市流通股(万)	179374
总市值(亿元)	226
流通市值(亿元)	226
每股净资产(MRQ)	6.8
ROE(TTM)	-7.3
资产负债率	34.0%
主要股东	舟山百汇达股权投资管理合
主要股东持股比例	25.75%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	47	8
相对表现	19	39	7



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 梁程加 S1090522060001  
liangchengjia@cmschina.com.cn
- 孙嘉擎 S1090523040001  
sunjiaqing@cmschina.com.cn

➤ **分产品来看**，主要由云计算、IDC 及其增值和运营管理服务、互联网宽带接入服务三部分组成：

①**云计算**：2022 年实现营收 50.15 亿元，同比下降 10.30%，营收占比为 69.74%。主要系子公司 SaaS 服务受国家相关行业政策和经济放缓的影响导致收入下降；公司运营的亚马逊科技中国（北京）区域业务保持增长态势，未来趋势向好。

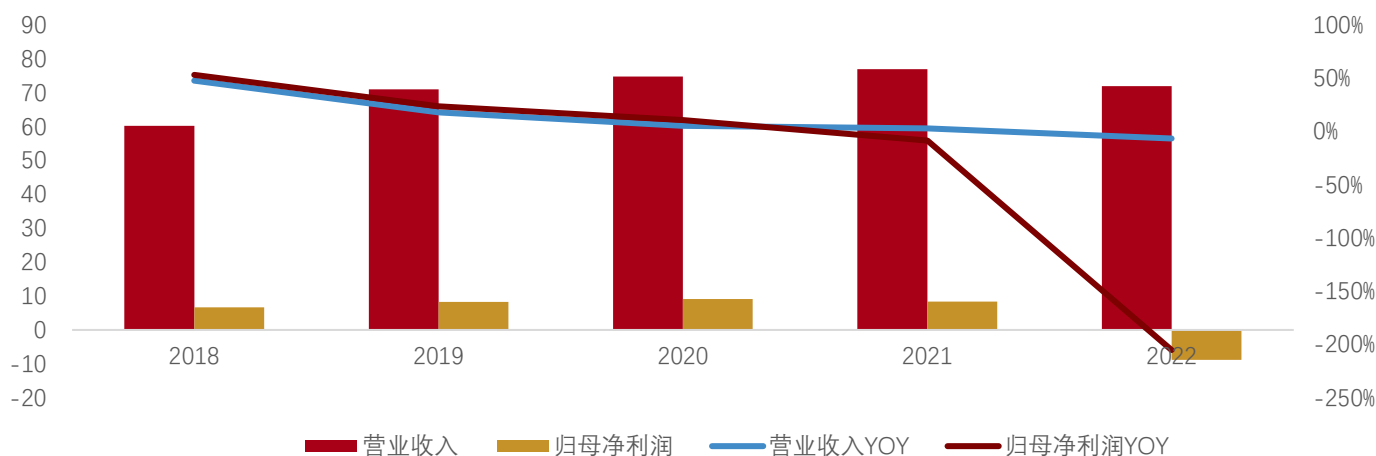
②**IDC 及其增值和运营管理服务**：2022 年实现收入 20.90 亿元，同比增长 3.00%，营收占比为 29.07%；由于经济放缓带来的压力，部分数据中心建设进度和客户上架速度明显放缓甚至一度停滞，导致 IDC 业务营业收入增速不及预期。并且，公司数据中心运行成本明显增加，主要是由于政策影响电价调控、新增投产转固的数据中心固定成本增加、现有机房的降耗改造所导致。此外，市场短期内供应量增加迅猛，需求端势能不足，导致数据中心租赁价格下降。

③**互联网宽带接入服务**：2022 年实现收入 0.55 亿元，同比上升 4.13%，营收占比为 0.76%；成本方面管控良好，物料消耗和电费，同比分别下降 45.86%和 54.06%。

➤ **分地区来看**，2022 年公司北京、河北、上海、海南、中国香港和新疆分别实现营业收入 63.67 亿元、4.35 亿元、2.70 亿元、0.69 亿元、0.42 亿元和 0.08 亿元，占营业收入比重为 88.54%、6.05%、3.76%、0.96%、0.59%和 0.11%。北京、海南、中国香港和新疆营业收入分别同比下降 8.98%、21.48%、7.55%和 35.34%；河北和上海营业收入分别同比增长 43.02%和 5.99%。

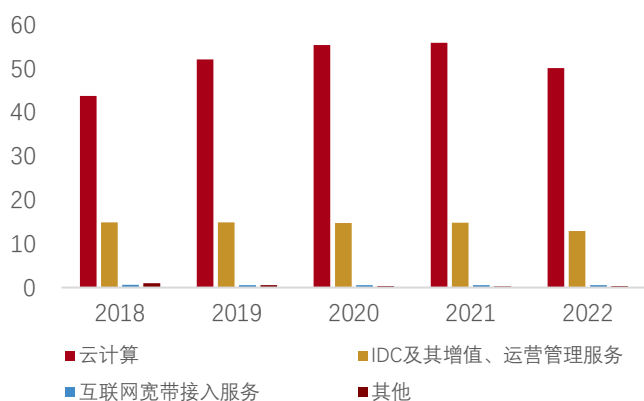
**2023Q1 各项业务平稳运营，经济复苏带动公司收入稳步增长。**公司实现营业收入 18.80 亿元，同比提升 2.56%；归母净利润 1.74 亿元，同比下降 10.26%；实现 EPS 0.10 元，同比下滑 9.09%。**2023 第一季度，公司已投产机柜超过 4.8 万个，销售率超过 90%，数据中心固定成本和运行成本增加，不过上架率的提升有效减缓了利润下滑趋势。**

图 1：2018-2022 年营收、净利润情况（亿元 %）



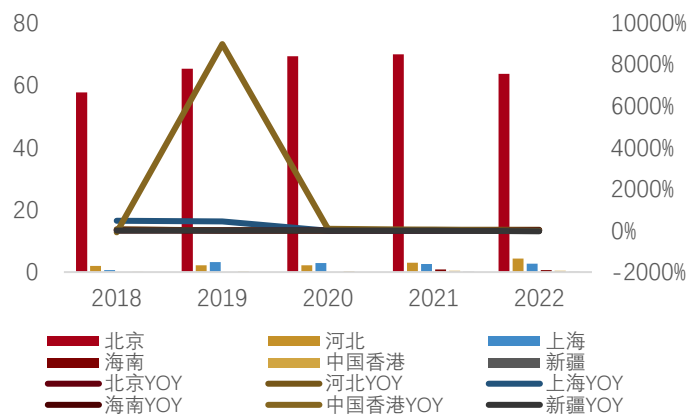
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：分产品收入情况（亿元）



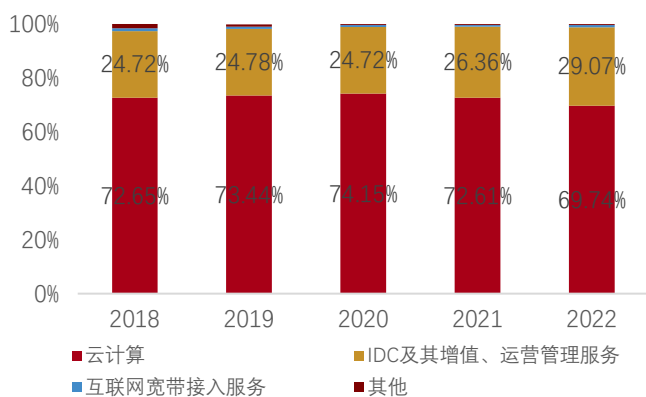
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：分地区收入情况（亿元）



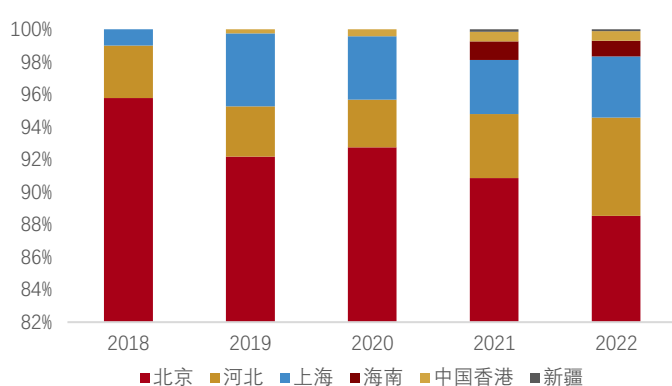
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：2018-2022 分产品收入占比情况 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：2018-2022 分地区收入占比情况 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

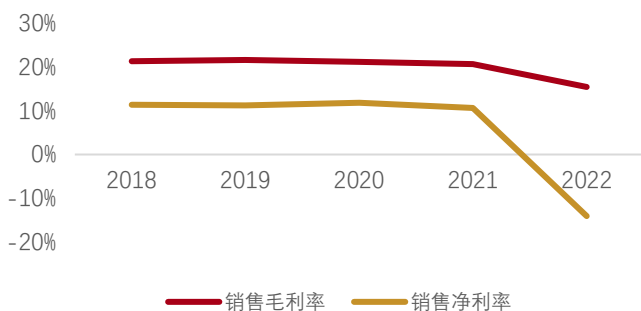
## 2. 研发投入持续增加

**毛利率方面**，2022 年公司销售毛利率 15.39%，同比下降 5.22 个百分点。分产品来看，云计算毛利率 5.98%，较同比下滑 3.61 个百分点，IDC 及其增值和运营管理服务毛利率 37.30%，同比下降 16.32 个百分点，互联网宽带接入服务毛利率 7.64%，同比下降 8.99 个百分点。分地区看，北京地区毛利率 15.01%，同比下滑 4.03 个百分点。

**费用方面**，销售费用为 0.32 亿元，同比下降 10.50%，销售费用率 0.45%，同比下降 0.02 个百分点，经济放缓带来业务增速放慢从而导致广告宣传费、业务招待费和交通差旅费的减少；管理费用为 2.37 亿元，同比增加 12.80%，管理费用率 3.29%，同比上升 0.57 个百分点，主要是由于折旧摊销费用明显增加所致；财务费用为 2.16 亿元，同比上升 139.12%，财务费用率 3.01%，同比上升 1.83 个百分点，财务费用的增加主要系借款利息增加以及美元贷款确认汇兑损失。

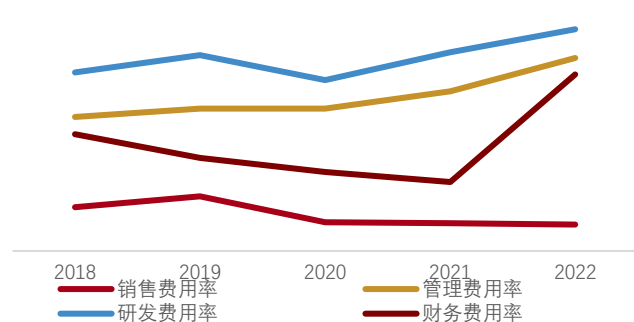
**研发费用 2.16 亿元**，同比增加 4.18%，研发费用率 3.78%，同比上升 0.39 个百分点。公司始终坚持能效水平绿色化、低碳化理念，在数据中心能耗方面不断进行技术试点与探索。为应对行业宏观不利影响，子公司无双科技积极开展项目研发，为客户提供更多选择，努力提升客户粘性。此外，公司通过自主研发打造的“爱智维”数据中心运维管理平台，实现了运营规模的自由横向“扩容”，全面助推核心运维能力的整体提升。

图 6：2018-2022 利润率情况 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

图 7：2018-2022 费用率情况 (%)



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：公司研发投入情况

	2021	2022	变动比例
研发投入金额 (亿元)	2.61	2.72	4.18%
研发投入占营收比例	3.39%	3.78%	0.39%
研发人员数量 (人)	538	407	-24.35%
研发人员数量占比	46.30%	35.55%	10.75%
研发投入资本化金额	0.00	0.00	0.00%

	2021	2022	变动比例
资本化研发投入占研发投入	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告、招商证券

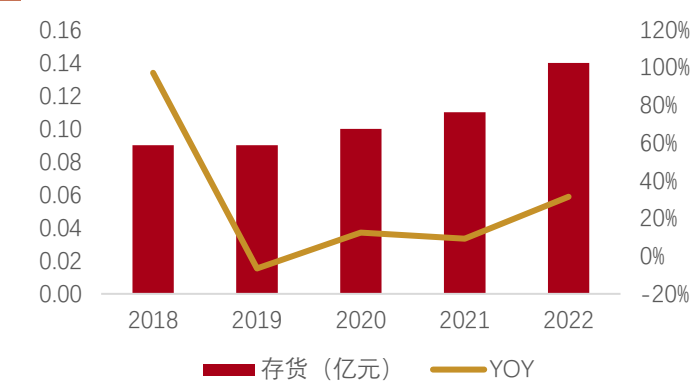
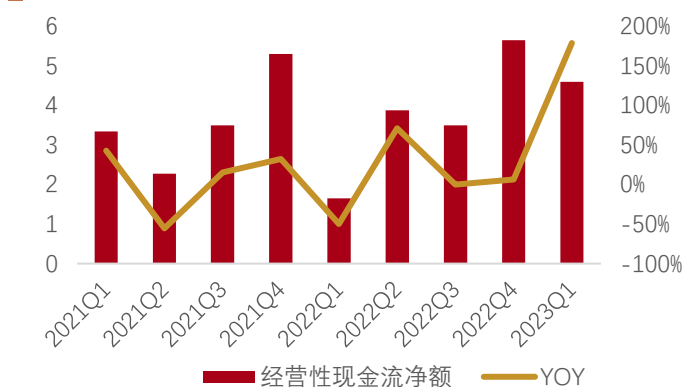
### 3. 现金流维持健康，整体趋势向好

2023Q1 实现 4.60 亿元经营现金流，同比增加 178.93%；2022 年实现 14.68 亿元经营现金流，同比增加 1.86%，主要来自收到的税费返还 1.05 亿元，同比增加 28.64%。其中，三、四季度经营现金流分别为 3.50 亿元和 5.65 亿元，贡献率分别为 23.84%和 38.49%。

其他方面，2022 年末，公司货币资金为 22.59 亿元，同比下降 0.48%，主要系银行存款下降所致；2022 年末存货为 0.14 亿元，同比增长 31.47%，主要原因为数据中心维护使用备品备件增加；合同负债 1.03 亿元，同比降低 9.85%。2022 年，公司预付款项 4.45 亿元，同比增加 3.4%；应收账款 22.59 亿元，同比增长 2.07%；公司应收账款周转天数为 111.96 天，较 2021 年有增加了 14.6 天，应收账款周转率为 3.22%，同比下降了 0.48%。

图 8：2021Q1-2023Q1 经营性净现金流情况（亿元，%）

图 9：2018-2022 年公司存货情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

### 4. 投资建议

**IDC 规模逐渐提升，市场稳定拓展。**公司互联网数据中心业务辐射北京、上海、天津、河北燕郊、湖南长沙、浙江杭州、新疆乌鲁木齐等七个城市及地区，进行全国战略布局，已投产机柜超过 4.8 万个，项目全部达产后将拥有超过 11 万个机柜的运营规模。

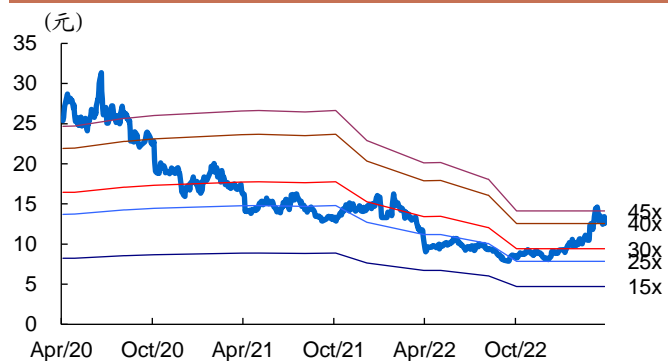
**积极拓展核心客户，机房上架率稳步提升。**公司与华为签署战略合作协议，约定未来在低碳数据中心、智能光伏储能、智慧网络、鲲鹏、昇腾 AI 计算产业、新型云计算业务等领域开展产品、服务及商业模式创新等方面的全面合作。同时，公司与广东电信、广东移动、广东联通、腾讯、百度、网易等多家头部企业和汕头华侨经济文化合作试验区共同签订数字产业合作项目，同时考虑部署东南沿海地区数据中心业务，进一步拓展 IDC 业务布局。

**紧抓 AIGC 机遇，开启算力时代新篇章。**（1）联手产业合作伙伴-摩尔线程拓展智能算力市场；（2）无双科技成为百度文心一言生态合作伙伴，整合营销初现成效，AI 融合提升效率；（3）AWS 发布多款 AIGC 产品，光环有云&光环云数据打开新成长空间。

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.56 亿元、7.33 亿元、10.45 亿元，对应 PE 为 40.8 倍、30.9 倍、21.7 倍，维持“强烈推荐”评级。

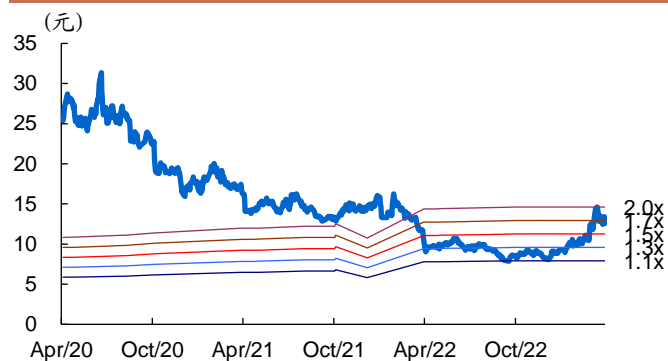
**风险提示：IDC 机房交付和销售进度低于预期、5G 发展不及预期**

图 10: 光环新网历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 11: 光环新网历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7345	6662	5773	6720	7847
现金	2270	2259	803	949	1139
交易性投资	1901	1136	1136	1136	1136
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2213	2259	2665	3230	3885
其它应收款	282	229	273	331	398
存货	11	14	10	12	15
其他	667	764	887	1063	1275
<b>非流动资产</b>	12082	12649	12764	12878	12991
长期股权投资	32	31	31	31	31
固定资产	7113	7590	8042	8449	8816
无形资产商誉	3572	2271	2044	1839	1655
其他	1366	2758	2647	2559	2488
<b>资产总计</b>	<b>19428</b>	<b>19311</b>	<b>18537</b>	<b>19599</b>	<b>20838</b>
<b>流动负债</b>	3184	2523	10028	10417	10678
短期借款	1191	384	7959	7992	7812
应付账款	1452	1546	1760	2092	2504
预收账款	115	104	118	140	168
其他	425	489	191	192	194
<b>长期负债</b>	2624	4136	4136	4136	4136
长期借款	2300	3399	3399	3399	3399
其他	324	737	737	737	737
<b>负债合计</b>	<b>5808</b>	<b>6659</b>	<b>14164</b>	<b>14553</b>	<b>14814</b>
股本	1798	1798	1798	1798	1798
资本公积金	7224	7224	7224	7224	7224
留存收益	4003	3084	(5276)	(4709)	(3884)
少数股东权益	595	546	627	734	887
归属于母公司所有者	13025	12106	3746	4312	5137
<b>负债及权益合计</b>	<b>19428</b>	<b>19311</b>	<b>18537</b>	<b>19599</b>	<b>20838</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1441	1468	1776	2098	2401
净利润	815	(1009)	637	840	1198
折旧摊销	592	820	1091	1091	1094
财务费用	106	183	451	675	670
投资收益	(1)	(33)	(66)	(66)	(66)
营运资金变动	(45)	1570	(340)	(451)	(503)
其它	(25)	(62)	2	7	8
<b>投资活动现金流</b>	(4392)	(1207)	(1141)	(1141)	(1141)
资本支出	(2457)	(1706)	(1207)	(1207)	(1207)
其他投资	(1935)	498	66	66	66
<b>筹资活动现金流</b>	3999	(273)	(2091)	(810)	(1070)
借款变动	7065	9586	7276	32	(180)
普通股增加	254	0	0	0	0
资本公积增加	2731	(0)	0	0	0
股利分配	(5881)	(9995)	(8916)	(167)	(220)
其他	(172)	136	(451)	(675)	(670)
<b>现金净增加额</b>	<b>1048</b>	<b>(12)</b>	<b>(1456)</b>	<b>147</b>	<b>190</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	7700	7191	8558	10371	12476
营业成本	6113	6085	6926	8234	9854
营业税金及附加	39	46	55	67	80
营业费用	36	32	39	41	50
管理费用	210	237	257	290	337
研发费用	261	272	300	332	399
财务费用	90	216	451	675	670
资产减值损失	(14)	(1399)	0	0	0
公允价值变动收	1	3	3	3	3
其他收益	14	30	30	30	30
投资收益	1	33	33	33	33
<b>营业利润</b>	953	(1031)	597	798	1151
营业外收入	7	36	36	36	36
营业外支出	32	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	928	(997)	630	831	1185
所得税	113	12	(7)	(9)	(13)
少数股东损益	(21)	(129)	81	107	153
<b>归属于母公司净利</b>	<b>836</b>	<b>(880)</b>	<b>556</b>	<b>733</b>	<b>1045</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	3%	-7%	19%	21%	20%
营业利润	-8%	-208%	-158%	34%	44%
归母净利润	-8%	-205%	-163%	32%	43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.6%	15.4%	19.1%	20.6%	21.0%
净利率	10.9%	-12.2%	6.5%	7.1%	8.4%
ROE	7.5%	-7.0%	7.0%	18.2%	22.1%
ROIC	6.3%	-4.8%	6.5%	9.3%	10.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.9%	34.5%	76.4%	74.3%	71.1%
净负债比率	18.7%	21.1%	61.3%	58.1%	53.8%
流动比率	2.3	2.6	0.6	0.6	0.7
速动比率	2.3	2.6	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	595.0	490.0	569.7	737.0	739.3
应收账款周转率	3.7	3.2	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	5.0	4.1	4.2	4.3	4.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.47	-0.49	0.31	0.41	0.58
每股经营净现	0.80	0.82	0.99	1.17	1.34
每股净资产	7.25	6.73	2.08	2.40	2.86
每股股利	3.64	4.96	0.09	0.12	0.17
<b>估值比率</b>					
PE	27.1	-25.7	40.8	30.9	21.7
PB	1.7	1.9	6.0	5.3	4.4
EV/EBITDA	23.4	-436.5	17.1	14.3	12.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022年加入招商证券。

孙嘉擎 招商证券通信行业研究助理 伦敦大学国王学院金融学硕士，思克莱德大学学士，21年加入招商证券，专注于运营商、IDC、云计算及云通信等相关领域研究。

## 投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。