

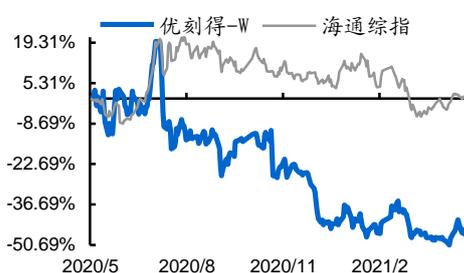
投资评级 优于大市 维持

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 05月07日收盘价(元) | 39.15 |
| 52周股价波动(元) | 35.84-92.74 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 423/313 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 16542/12261 |

相关研究

《从 IaaS 到 PaaS, 收入进入快速增长期》
2021.02.02

市场表现


| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|-----|-------|-----|
| 绝对涨幅 (%) | 4.3 | -10.3 | 0.4 |
| 相对涨幅 (%) | 5.8 | -6.4 | 8.1 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 洪琳

Tel: (021) 23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

分析师: 黄竞晶

Tel: (021) 23154131

Email: hjj10361@htsec.com

证书: S0850518110001

分析师: 于成龙

Tel: (021) 23154174

Email: ycl12224@htsec.com

证书: S0850518090004

Q1 营收增长 72%, 坚定发展战略客户

投资要点:

- 公司营收持续高速增长, 成长趋势确定。**公司发布 2020 年年报和 2021 年一季度报, 2020 年, 公司实现营业收入 24.55 亿元, 同比增长 62.06%; 公司归母净利润为 -3.43 亿元, 同比下降 1717.5%; 扣非后归母净利润为 -3.69 亿元, 同比下降 3802.44%。2021 年 Q1, 公司实现营业收入 7.11 亿元, 同比增长 72.31%; 公司归母净利润为 -1.32 亿元, 同比下降 414.45%; 扣非后归母净利润为 -1.39 亿元, 同比下降 370.15%。2020 年, 公司毛利率为 8.57%, 同比下降 20.47pct, 毛利率下滑的主要原因为: ①低毛利的业务收入占比快速提升导致的整体毛利率下降; ②价格下调导致的主要产品或服务自身毛利率的下降; ③服务器的升级换代使得一段时间内成本的叠加, 致使效益下降。我们认为, 毛利率的下降主要是受到公司积极拓展市场的战略影响, 未来毛利率有望回升; 同时, 2020 和 2021Q1 公司收入持续高速增长, 整体成长趋势确定, 未来有望持续扩大营收规模, 进一步提升行业竞争力。
- 优先扩大业务体量规模, 坚定发展战略客户。**公司上市以来优先扩大业务体量规模, 引入了一些互联网细分行业头部客户, 开拓的大客户收入实现了快速增长, 积累规模效应, 为后续向其提供更高附加值的云计算产品服务奠定基础。2020 年, 在消费互联网领域, 包括音视频、在线教育、远程办公、游戏等行业, 公司都取得了业务增长, 并支持用户持续向下沉市场渗透。由于互联网的马太效应呈现愈发明显的趋势, 公司不和用户竞争的中立定位, 符合整个产业互联网各方的利益诉求, 多云用户基本上会选择公司作为服务商之一。此外, 在数字政府领域, 公司的 UCloud 安全屋快速落地, 为某省公安厅搭建了公安数据安全共享系统, 数据流通的解决方案也已经在厦门、上海等多地的政务数据共享和管理中得到了成功应用。
- 核心技术创新提升公司竞争力, 工业互联网带来新动力。**2020 年, 公司研发投入为 2.46 亿元。同比增长 30.55%, 并建立了 534 人的研发队伍, 有效构建了公司在云计算行业的技术优势。2020 年, 公司持续投入底层软硬件融合技术的研发, 不断丰富“快杰”系列产品矩阵。先后推出了快杰-S、快杰-Max、快杰-Lite、裸金属物理云 2.0 等产品在市场上开展差异化竞争并取得积极成效。与此同时公司通过的将“快杰”相关技术的沉淀, 广泛复制在数据库 UDB、云内存 UMem、大数据 UHadoop 等产品中。核心存储能力方面, 2020 年公司于业内首家推出基于高密 JBOD 和 SMR 技术的冷存储产品。我们认为核心技术优刻得的创新将会成为公司维持竞争力的重要保障。2021 年 3 月, 公司子公司优云智联成立仪式暨全国工业互联网总部基地落成庆典, 在青岛光谷软件园内举行, 标志着优刻得与青岛市在工业互联网领域的全面合作正式展开。我们认为, 工业互联网作为“十四五”期间重点推动的领域, 在未来几年有望迎来爆发式增长, 公司这一布局有望成为公司未来增长的新动力。

主要财务数据及预测

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1515 | 2455 | 3722 | 5543 | 8105 |
| (+/-)YoY(%) | 27.6% | 62.1% | 51.6% | 48.9% | 46.2% |
| 净利润(百万元) | 21 | -343 | -308 | -291 | -183 |
| (+/-)YoY(%) | -72.6% | -1717.5% | 10.3% | 5.5% | -37.0% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.05 | -0.81 | -0.73 | -0.69 | -0.43 |
| 毛利率(%) | 29.0% | 8.6% | 8.0% | 9.2% | 10.7% |
| 净资产收益率(%) | 1.2% | -10.5% | -10.4% | -10.9% | -7.4% |

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利预测与投资建议。我们认为，公司的云产品技术优势显著，具有较强市场竞争力；此外，在客户拓展方面，公司积极挖掘互联网大型客户和政企以及垂直行业传统客户需求，未来有望持续提升市场份额，保持收入快速增长。我们预测，公司 2021-2022 收入分别为 37.22/55.43 亿元。参考可比公司，我们给予优刻得 2021 年 6.5-8 倍 PS，2021 年 9-10 倍 PB，对应 6 个月合理价值区间为 57.25-70.46 元，给予“优于大市”评级。

风险提示：企业上云需求不及预期，市场竞争加剧的风险。

表 1 公司分业务收入

| (单位: 百万元) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 公有云 | 1011.13 | 1197.96 | 1804.14 | 2634.04 | 3740.34 | 5236.48 |
| 同比增长 (%) | 32.3% | 18.5% | 50.6% | 46.0% | 42.0% | 40.0% |
| 混合云 | 138.82 | 243.81 | 301.69 | 467.62 | 748.19 | 1182.13 |
| 同比增长 (%) | 182.4% | 75.6% | 23.7% | 55.0% | 60.0% | 58.0% |
| 私有云及其他 | 34.60 | 72.51 | 344.44 | 619.99 | 1053.99 | 1686.38 |
| 同比增长 (%) | 36.8% | 109.6% | 375.0% | 80.0% | 70.0% | 60.0% |
| 其他业务 | 2.88 | 0.64 | - | - | - | - |
| 同比增长 (%) | 111.8% | -77.8% | - | - | - | - |
| 合计 | 1187.43 | 1514.92 | 2450.27 | 3721.65 | 5542.51 | 8104.99 |
| 同比增长 (%) | 41.4% | 27.6% | 61.7% | 51.9% | 48.9% | 46.2% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 公司分业务毛利

| (单位: 百万元) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 公有云 | 423.17 | 374.46 | 105.45 | 118.53 | 187.02 | 314.19 |
| 毛利率 (%) | 41.9% | 31.3% | 5.8% | 4.5% | 5.0% | 6.0% |
| 混合云 | 35.42 | 47.04 | 50.67 | 81.83 | 134.67 | 236.43 |
| 毛利率 (%) | 25.5% | 19.3% | 16.8% | 17.5% | 18.0% | 20.0% |
| 私有云及其他 | 15.45 | 17.90 | 49.54 | 99.20 | 189.72 | 320.41 |
| 毛利率 (%) | 44.7% | 24.7% | 14.4% | 16.0% | 18.0% | 19.0% |
| 其他业务 | -5.26 | 0.56 | 0.00 | - | - | - |
| 毛利率 (%) | -182.6% | 87.5% | - | - | - | - |
| 合计 | 468.78 | 439.96 | 205.66 | 299.56 | 511.41 | 871.03 |
| 毛利率 (%) | 39.5% | 29.0% | 8.4% | 8.0% | 9.2% | 10.7% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

| 证券简称 | 证券代码 | 股价 (元) | 市值(亿元) | 营收 (亿元) | | | PS (倍) | | |
|-----------|-----------|--------|---------|---------|-------|--------|-----------|-----------|-----------|
| | | | | 2019 | 2020 | 2021E | 2019 | 2020 | 2021E |
| 金蝶国际 | 0268.HK | 24.70 | 715.79 | 34.10 | 34.30 | 42.11 | 21 | 21 | 17 |
| 金山云 | KC.O | 41.03 | 592.81 | 39.56 | 65.77 | 104.05 | 15 | 9 | 6 |
| 用友网络 | 600588.SH | 32.30 | 1056.38 | 83.97 | 84.26 | 104.06 | 13 | 13 | 10 |
| 广联达 | 002410.SZ | 68.19 | 809.42 | 34.98 | 39.67 | 49.94 | 23 | 20 | 16 |
| 平均 | | | | | | | 18 | 16 | 12 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所
 公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2021 年 05 月 07 日收盘价。

表 4 可比公司估值表

| 证券简称 | 证券代码 | 股价 (元) | 市值(亿元) | BPS (亿元) | | | PB (倍) | | |
|-----------|-----------|--------|---------|----------|------|-------|-----------|-----------|-----------|
| | | | | 2019 | 2020 | 2021E | 2019 | 2020 | 2021E |
| 金蝶国际 | 0268.HK | 24.70 | 715.79 | 1.8 | 2.2 | 2.3 | 13.7 | 11.0 | 10.9 |
| 金山云 | KC.O | 41.03 | 592.81 | - | 2.5 | - | - | - | - |
| 用友网络 | 600588.SH | 32.30 | 1056.38 | 2.2 | 2.3 | 2.6 | 14.7 | 14.0 | 12.6 |
| 广联达 | 002410.SZ | 68.19 | 809.42 | 2.8 | 5.4 | 5.7 | 24.8 | 12.6 | 12.0 |
| 平均 | | | | | | | 18 | 13 | 12 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所
 公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2021 年 05 月 07 日收盘价。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 2455 | 3722 | 5543 | 8105 |
| 每股收益 | -0.81 | -0.73 | -0.69 | -0.43 | 营业成本 | 2245 | 3422 | 5031 | 7234 |
| 每股净资产 | 7.71 | 6.99 | 6.30 | 5.86 | 毛利率% | 8.6% | 8.0% | 9.2% | 10.7% |
| 每股经营现金流 | 0.91 | 0.75 | 0.32 | 1.22 | 营业税金及附加 | 3 | 4 | 6 | 9 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 187 | 223 | 266 | 315 |
| P/E | -48.26 | -53.79 | -56.92 | -90.35 | 营业费用率% | 7.6% | 6.0% | 4.8% | 3.9% |
| P/B | 5.08 | 5.60 | 6.22 | 6.68 | 管理费用 | 122 | 158 | 180 | 215 |
| P/S | 6.74 | 4.44 | 2.98 | 2.04 | 管理费用率% | 5.0% | 4.2% | 3.2% | 2.7% |
| EV/EBITDA | 375.53 | -304.85 | -158.91 | 754.93 | EBIT | -346 | -398 | -384 | -285 |
| 股息率% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -33 | -60 | -52 | -46 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -1.3% | -1.6% | -0.9% | -0.6% |
| 毛利率 | 8.6% | 8.0% | 9.2% | 10.7% | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | -14.0% | -8.3% | -5.2% | -2.3% | 投资收益 | 15 | 22 | 33 | 48 |
| 净资产收益率 | -10.5% | -10.4% | -10.9% | -7.4% | 营业利润 | -332 | -301 | -286 | -180 |
| 资产回报率 | -8.0% | -6.8% | -6.0% | -3.2% | 营业外收支 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | -10.7% | -13.6% | -14.6% | -11.6% | 利润总额 | -339 | -301 | -286 | -180 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 41 | -48 | -94 | 20 |
| 营业收入增长率 | 62.1% | 51.6% | 48.9% | 46.2% | 所得税 | 4 | 4 | 3 | 2 |
| EBIT 增长率 | -5935.6% | -15.0% | 3.6% | -25.8% | 有效所得税率% | -1.2% | -1.2% | -1.2% | -1.2% |
| 净利润增长率 | -1717.5% | 10.3% | 5.5% | -37.0% | 少数股东损益 | 0 | 3 | 1 | 1 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | -343 | -308 | -291 | -183 |
| 资产负债率 | 24.2% | 34.2% | 44.6% | 56.2% | | | | | |
| 流动比率 | 2.76 | 1.89 | 1.35 | 1.10 | 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 速动比率 | 2.67 | 1.80 | 1.26 | 1.02 | 货币资金 | 2082 | 1941 | 1526 | 1555 |
| 现金比率 | 2.06 | 1.29 | 0.72 | 0.49 | 应收账款及应收票据 | 496 | 647 | 1011 | 1508 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 76 | 104 | 164 | 233 |
| 应收账款周转天数 | 73.78 | 63.41 | 66.55 | 67.91 | 其它流动资产 | 132 | 152 | 166 | 194 |
| 存货周转天数 | 12.29 | 11.05 | 11.92 | 11.75 | 流动资产合计 | 2786 | 2843 | 2868 | 3490 |
| 总资产周转率 | 0.57 | 0.83 | 1.15 | 1.43 | 长期股权投资 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 固定资产周转率 | 2.01 | 2.80 | 3.49 | 4.53 | 固定资产 | 1224 | 1328 | 1589 | 1787 |
| | | | | | 在建工程 | 155 | 155 | 155 | 155 |
| | | | | | 无形资产 | 85 | 114 | 151 | 192 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 1519 | 1651 | 1950 | 2188 |
| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 资产总计 | 4305 | 4494 | 4818 | 5678 |
| 净利润 | -343 | -308 | -291 | -183 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 0 | 3 | 1 | 1 | 应付票据及应付账款 | 687 | 911 | 1344 | 2024 |
| 非现金支出 | 441 | 350 | 289 | 305 | 预收账款 | 65 | 287 | 375 | 463 |
| 非经营收益 | -12 | -25 | -38 | -57 | 其它流动负债 | 259 | 306 | 398 | 673 |
| 营运资金变动 | 300 | 297 | 173 | 448 | 流动负债合计 | 1010 | 1504 | 2117 | 3160 |
| 经营活动现金流 | 386 | 317 | 135 | 514 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -992 | -480 | -583 | -534 | 其它长期负债 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 投资 | -15 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 其他 | 0 | 22 | 33 | 48 | 负债总计 | 1041 | 1535 | 2148 | 3191 |
| 投资活动现金流 | -1007 | -458 | -550 | -486 | 实收资本 | 423 | 423 | 423 | 423 |
| 债权募资 | 7 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 3259 | 2952 | 2661 | 2478 |
| 股权募资 | 1858 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 4 | 7 | 8 | 10 |
| 其他 | -40 | 0 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 4305 | 4494 | 4818 | 5678 |
| 融资活动现金流 | 1824 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 | 1207 | -141 | -415 | 28 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
洪琳 计算机行业
黄竞晶 计算机行业
于成龙 计算机行业

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 易华录,四维图新,佳都科技,创业慧康,京北方,广联达,用友网络,银江股份,金溢科技,锐明技术,中控技术,拉卡拉,捷顺科技,恒华科技,鼎捷软件,中电兴发,优刻得-W,金山办公,道通科技,中望软件,中孚信息,万兴科技,云从科技,海康威视,启明星辰,长亮科技,金蝶国际,久远银海,京东数科,美亚柏科

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。