

易华录 (300212)

证券研究报告

2019 年 10 月 16 日

合作主流运营商云，运营服务模式正式打开

事件

公司发布《关于签订中国联通沃云云市场入驻协议书的公告》，公司将与联通云合作运营，面向政企、企业客户提供蓝光云储存服务，通过联通沃云云市场进行产品推广。

点评

借力运营商渠道，正式建立数据运营服务模式，未来有望实现复制

不同于公司以硬件为主的传统产品形态，本次合作中，公司所提供的主要是蓝光储存资源，也标志着公司数据运营服务模式正式建立。本次合作主要基于联通的云基地和云数据中心打造“数据云湖”模式，后续的推广与服务也将拥有联通的渠道、品牌和网络资源，大大减少了公司服务推广的成本。如模式跑通，有望向其他运营商和云服务供应商实现复制。

预计初期规模在千万级别，投入产出周期良好

客观来看，云备份仍处于发展初期。根据 Coherent Market Insights 预计，2017 年全球云备份市场价值 1.29 亿美元，相比百亿美元级的云储存市场规模较小。我们认为，随着云服务用户习惯的培养和 5G 时代产生大量的冷数据储存需求，云备份市场有望快速增长。针对本次合作来看，2018 年联通 IDC 及云计算业务收入 147 亿元，估计联通云云备份服务规模应在千万元级别。

投入端来看，公司蓝光储存建设成本大约在 200-250 万元/PB，随技术进步还有降低空间。收入端参考阿里云收费标准，仅考虑储存价格，每年每 PB 收费在约 75-90 万元左右，此外 API 调用和流量还要额外收费。考虑设备使用不饱和和分成比例，保守预计成本回收也能够 3 年内完成。

数据湖业务高速发展带动公司业绩，运营模式打开有望再进一步

随着公司数据湖战略不断推进，数据湖业务取得高速发展。根据 2019 年前三季度业绩预告，数据湖建湖相关收入同比增长 200% 左右，带动公司业绩快速发展。本次运营模式打开，有望带动数据湖生态再进一步。

投资建议：看好数据湖业务长期成长性，看好蓝光技术体系产业前景，预计公司 2019/2020 年净利润 4.56/6.94 亿元，当前价格对应 19 年 PE 35.78 倍。维持“买入”评级。

风险提示：合作进展不及预期；产品推广受合作方经营情况影响大；数据湖落地不及预期。

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.57 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	542.16
流通 A 股股本(百万股)	508.63
A 股总市值(百万元)	16,031.59
流通 A 股市值(百万元)	15,040.05
每股净资产(元)	5.74
资产负债率(%)	68.06
一年内最高/最低(元)	36.49/18.73

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《易华录-公司点评:蓝光体系获华为认可，市场空间大幅扩大》2019-09-19
- 2 《易华录-半年报点评:数据湖+战略高速推进，公司盈利质量显著提升》2019-08-30
- 3 《易华录-公司点评:半年报业绩超预期，现金流持续为正表现亮眼》2019-07-13

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,993.36	2,956.45	3,914.49	5,098.62	6,628.20
增长率(%)	33.07	(1.23)	32.41	30.25	30.00
EBITDA(百万元)	522.38	713.25	1,053.91	1,422.71	1,847.75
净利润(百万元)	201.12	302.45	456.03	694.38	981.78
增长率(%)	42.53	50.38	50.78	52.27	41.39
EPS(元/股)	0.37	0.56	0.84	1.28	1.81
市盈率(P/E)	81.14	53.96	35.78	23.50	16.62
市净率(P/B)	6.03	5.40	4.57	3.95	3.29
市销率(P/S)	5.45	5.52	4.17	3.20	2.46
EV/EBITDA	23.61	17.29	18.33	13.64	10.54

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	959.08	1,273.88	313.16	407.89	530.26
应收票据及应收账款	1,272.02	2,763.50	3,651.91	4,789.13	5,705.52
预付账款	63.55	70.66	68.82	111.24	125.81
存货	4,090.79	3,820.38	4,277.39	4,288.29	3,766.82
其他	237.90	285.19	278.80	67.16	325.96
流动资产合计	6,623.34	8,213.60	8,590.08	9,663.71	10,454.37
长期股权投资	152.13	293.53	293.53	293.53	293.53
固定资产	347.53	355.35	517.83	629.30	697.16
在建工程	190.98	413.30	283.98	218.39	161.03
无形资产	645.90	742.51	495.01	247.50	0.00
其他	1,015.95	1,058.09	951.17	1,001.57	983.43
非流动资产合计	2,352.49	2,862.78	2,541.52	2,390.29	2,135.16
资产总计	9,047.43	11,111.10	11,185.48	12,107.40	12,636.86
短期借款	967.20	1,360.09	1,278.55	1,434.72	1,338.08
应付票据及应付账款	1,905.33	2,366.09	2,827.65	2,989.87	2,050.32
其他	973.72	1,043.86	1,135.09	1,186.16	1,612.14
流动负债合计	3,846.25	4,770.04	5,241.29	5,610.76	5,000.55
长期借款	1,419.50	1,654.40	800.00	537.67	500.00
应付债券	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
其他	32.98	361.10	145.45	179.84	228.80
非流动负债合计	1,952.49	2,515.50	1,445.45	1,217.52	1,228.80
负债合计	5,798.73	7,285.54	6,686.73	6,828.27	6,229.34
少数股东权益	542.51	803.84	926.29	1,149.92	1,453.02
股本	369.79	452.06	542.16	542.16	542.16
资本公积	1,569.08	1,651.72	1,651.72	1,651.72	1,651.72
留存收益	2,335.94	2,664.68	3,030.30	3,587.05	4,412.34
其他	(1,568.62)	(1,746.74)	(1,651.72)	(1,651.72)	(1,651.72)
股东权益合计	3,248.70	3,825.56	4,498.74	5,279.13	6,407.52
负债和股东权益总	9,047.43	11,111.10	11,185.48	12,107.40	12,636.86

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	274.19	357.76	456.03	694.38	981.78
折旧摊销	76.52	101.33	274.35	281.63	286.99
财务费用	124.61	179.41	103.61	119.59	124.96
投资损失	(5.85)	(0.48)	(0.87)	(3.55)	(2.41)
营运资金变动	(1,253.15)	(617.55)	(695.57)	(890.27)	(1,112.98)
其它	318.11	(401.56)	161.58	231.25	309.67
经营活动现金流	(465.58)	(381.08)	299.12	433.03	588.01
资本支出	1,077.64	234.30	275.66	45.60	1.05
长期投资	137.09	141.40	0.00	0.00	0.00
其他	(2,223.74)	(944.46)	(339.56)	(121.57)	(42.57)
投资活动现金流	(1,009.02)	(568.75)	(63.91)	(75.97)	(41.52)
债权融资	3,454.51	4,180.23	3,032.32	3,034.83	2,898.73
股权融资	(115.19)	(100.21)	(17.42)	(127.21)	(131.53)
其他	(1,561.90)	(2,970.47)	(4,210.84)	(3,169.95)	(3,191.33)
筹资活动现金流	1,777.41	1,109.55	(1,195.94)	(262.33)	(424.12)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	302.82	159.71	(960.72)	94.73	122.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,993.36	2,956.45	3,914.49	5,098.62	6,628.20
营业成本	2,139.47	1,809.34	2,513.10	3,212.13	4,142.63
营业税金及附加	13.61	14.86	32.10	45.38	58.99
营业费用	196.31	176.36	206.29	247.28	318.15
管理费用	184.27	285.27	258.36	305.92	371.18
研发费用	49.41	107.59	117.43	142.76	172.33
财务费用	115.43	169.65	103.61	119.59	124.96
资产减值损失	16.48	52.13	8.51	7.62	6.57
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.85	0.48	0.87	3.55	2.41
其他	(36.48)	(67.55)	(1.74)	(7.10)	(4.82)
营业利润	308.99	408.32	675.95	1,021.49	1,435.80
营业外收入	0.97	14.68	12.69	9.96	8.78
营业外支出	2.33	2.96	5.80	2.29	4.13
利润总额	307.63	420.04	682.84	1,029.16	1,440.45
所得税	33.44	62.28	73.75	111.15	155.57
净利润	274.19	357.76	609.10	918.01	1,284.88
少数股东损益	73.07	55.31	153.07	223.63	303.10
归属于母公司净利润	201.12	302.45	456.03	694.38	981.78
每股收益（元）	0.37	0.56	0.84	1.28	1.81

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	33.07%	-1.23%	32.41%	30.25%	30.00%
营业利润	57.85%	32.15%	65.54%	51.12%	40.56%
归属于母公司净利润	42.53%	50.38%	50.78%	52.27%	41.39%
获利能力					
毛利率	28.53%	38.80%	35.80%	37.00%	37.50%
净利率	6.72%	10.23%	11.65%	13.62%	14.81%
ROE	7.43%	10.01%	12.77%	16.82%	19.82%
ROIC	11.48%	9.81%	11.62%	15.49%	19.31%
偿债能力					
资产负债率	64.09%	65.57%	59.78%	56.40%	49.30%
净负债率	76.81%	75.97%	60.44%	49.76%	36.96%
流动比率	1.74	1.73	1.65	1.73	2.10
速动比率	0.68	0.93	0.83	0.97	1.35
营运能力					
应收账款周转率	2.79	1.47	1.22	1.21	1.26
存货周转率	0.78	0.75	0.97	1.19	1.65
总资产周转率	0.39	0.29	0.35	0.44	0.54
每股指标（元）					
每股收益	0.37	0.56	0.84	1.28	1.81
每股经营现金流	-0.86	-0.70	0.55	0.80	1.08
每股净资产	4.99	5.57	6.59	7.62	9.14
估值比率					
市盈率	81.14	53.96	35.78	23.50	16.62
市净率	6.03	5.40	4.57	3.95	3.29
EV/EBITDA	23.61	17.29	18.33	13.64	10.54
EV/EBIT	27.46	19.92	24.78	17.00	12.47

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com