

业绩符合预期, 盈利能力有望改善

投资要点

- **业绩总结:** 2020年上半年公司营业收入为9.1亿元, 较去年同期的7亿元增加2.1亿元, 同比增长了30.5%; 实现归属于母公司所有者净利润-0.8亿元, 较上年同期的0.08亿元减少了0.85亿元, 同比下降了1081%。
- **业绩符合预期, 盈利能力有望进一步改善。** 从营收端来看, 公司上半年营收为9.1亿元, 同比增长了30.5%, 呈现稳步增长态势; 从利润端来看, 公司归母净利润上半年为-0.8亿元, 同比下滑了1081%, 毛利润较去年同期下降0.6亿元, 降幅为28.6%, 公司利润端的下滑主要原因为: 1) 公司积极开拓视频娱乐、在线教育等行业的大客户, 但是视频点播、直播所需云分发产品的收入增速较快, 但其毛利率相对较低。2) 公司大部分主机类产品目前正处在升级换代阶段, 因而公司在本期加大了对云主机硬件端的投入, 短期内影响了资源利用率。我们认为利润端的影响是暂时的, 随着公司入驻新领域的规模效应逐渐形成和硬件端升级的完成, 公司盈利能力有望得到改善。
- **公司秉承“中立”原则, 是云计算服务商中的有力竞争者。** 公司一直秉持“中立”原则, 不从事下游客户的业务, 不会与客户发生业务上的竞争, 使得客户的业务、数据在私密性方面能得到较高的保障, 众多互联网企业及大型传统企业均选择公司提供基础云计算服务, 目前公司已成为国内最大的中立第三方云计算服务商, 并占据了3.4%的市场份额, 未来将成为阿里云、腾讯云等云计算服务商有力的竞争者。
- **研发持续投入, 产品不断推陈出新。** 云计算行业人才稀缺, 且培养难度较高, 公司为吸引人才, 提高了研发人员薪酬, 使得本期期间费用较上年同期有所上升, 同时, 本期公司加大研发、销售等人力成本投入, 使得公司薪酬总额同比增长了0.3亿元, 增长了13.6%。目前公司已经建立了513人的研发队伍, 能够有效保障公司在国内云计算行业的技术优势。在产品方面, 公司已经先后研发了“快杰”云主机、混合云、PATHX、安全屋及UCloudStack等80余款产品, 并逐渐形成了围绕公有云IaaS、基础PaaS产品的较全面的技术能力和产品储备, 并逐渐向混合云、下一代PaaS、大数据、人工智能领域拓展。
- **混合云业务增量空间巨大, 公司加快海外拓展步伐。** 公司的混合云产品十分契合产业互联网业务场景需求。而传统行业和政企客户等产业互联网越来越强烈的上云需求也将为公司的混合云业务带来巨大的增量空间。在海外布局方面, 公司在境外部署的服务器数量也在逐年增多, 覆盖区域越来越广泛, 提供的业务内容及客户类型也在不断丰富, 来自于境外IDC的收入逐年增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为0.07元、0.12元、0.19元, 对应PE分别为885倍、530倍、336倍, 未来三年归母净利润将保持年均57%的增长率。考虑到公司未来成长空间巨大且为第三方中立云计算龙头服务商, 我们长期看好公司发展, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、技术人员流失、新业务拓展不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1514.92	2090.36	3046.38	4856.57
增长率	27.58%	37.99%	45.73%	59.42%
归属母公司净利润(百万元)	21.19	30.49	50.94	80.33
增长率	-72.56%	43.89%	67.07%	57.69%
每股收益EPS(元)	0.05	0.07	0.12	0.19
净资产收益率ROE	1.19%	2.27%	2.69%	4.13%
PE	1273	885	530	336
PB	15.47	20.95	14.87	14.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-68415380
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.23
流通A股(亿股)	0.47
52周内股价区间(元)	45.98-126
总市值(亿元)	275
总资产(亿元)	43.55
每股净资产(元)	8.25

相关研究

关键假设：

假设 1：随着传统企业和政企越来越强烈的上云需求，公司混合云业务增速有望得到持续高速增长，随着疫情的催化，企业混合云订单量增长明显，未来混合云市场逐渐形成行业壁垒，公司混合云业务定价能力提升空间巨大，假设 2020-2022 年混合云订单量增速分别为 38%、56%和 77%，混合云业务营收增速未来三年分别为 80%、100%、120%；

假设 2：公司公有云业务得益于产品的不断推陈出新，大客户充足，订单量稳定，假设 2020-2022 年公有云业务订单量增速分别为 30%、35%、38%，公有云业务营收增速未来三年分别为 30%、32%、36%；

假设 3：公司私有云业务并非是公司的主营产品，且公司未来的战略重心也是混合云业务，因此我们认为未来私有云业务增速将会逐渐放缓，假设 2020-2022 年私有云业务营收增速分别为 30%、20%、15%。

基于此，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

业务分拆 (单位：百万元)		2019A	2020E	2021E	2022E
公有云	收入	1197.9	1557.3	2055.7	2795.8
	增速	1.1%	30.0%	32.0%	36.0%
	毛利率	31.3%	32.0%	31.0%	30.0%
混合云	收入	243.8	438.9	877.7	1931.0
	增速	-4.4%	80.0%	100.0%	120.0%
	毛利率	19.3%	23.0%	25.0%	27.0%
私有云及其他	收入	72.5	94.3	113.1	130.1
	增速	17.9%	30.0%	20.0%	15.0%
	毛利率	24.7%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	1514.3	2090.5	3046.5	4856.9
	增速	19.5%	38.0%	45.7%	59.4%
	毛利率	29.02%	29.0%	29.2%	30.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1514.92	2090.36	3046.38	4856.57	净利润	20.81	29.24	48.86	77.72
营业成本	1074.96	1484.16	2156.83	3399.60	折旧与摊销	325.55	41.47	41.47	41.47
营业税金及附加	1.75	2.90	4.12	6.47	财务费用	-28.07	-1.03	-2.10	-1.55
销售费用	157.14	270.91	399.08	621.16	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	98.73	309.37	466.10	747.91	经营营运资本变动	-77.98	162.02	31.30	128.70
财务费用	-28.07	-1.03	-2.10	-1.55	其他	81.09	-0.03	-26.04	-1.04
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	321.40	231.66	93.50	245.29
投资收益	0.00	0.00	28.00	0.00	资本支出	271.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.06	0.03	0.04	0.04	其他	-660.16	0.03	28.04	0.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-388.38	0.03	28.04	0.04
营业利润	22.45	24.09	50.39	83.03	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.09	10.12	6.78	7.89	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	22.54	34.21	57.16	90.92	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1.73	4.97	8.30	13.20	支付股利	0.00	-4.24	-6.10	-10.19
净利润	20.81	29.24	48.86	77.72	其他	0.66	-480.84	483.58	1.55
少数股东损益	-0.38	-1.25	-2.08	-2.61	筹资活动现金流净额	0.66	-485.08	477.48	-8.64
归属母公司股东净利润	21.19	30.49	50.94	80.33	现金流量净额	-65.87	-253.39	599.02	236.70
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	874.75	621.37	1220.38	1457.08	成长能力				
应收和预付款项	273.30	362.66	534.48	849.75	销售收入增长率	27.58%	37.99%	45.73%	59.42%
存货	36.62	50.57	71.48	114.82	营业利润增长率	-73.92%	7.31%	109.17%	64.78%
其他流动资产	79.24	108.95	158.78	253.13	净利润增长率	-73.03%	40.52%	67.11%	59.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.14%	-79.83%	39.11%	36.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	901.88	863.65	825.42	787.19	毛利率	29.04%	29.00%	29.20%	30.00%
无形资产和开发支出	30.53	27.63	24.73	21.83	三费率	15.04%	27.71%	28.33%	28.16%
其他非流动资产	12.92	12.58	12.25	11.91	净利率	1.37%	1.40%	1.60%	1.60%
资产总计	2209.25	2047.41	2847.53	3495.71	ROE	1.19%	2.27%	2.69%	4.13%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.94%	1.43%	1.72%	2.22%
应付和预收款项	426.38	717.91	988.02	1558.02	ROIC	-0.54%	2.09%	4.70%	7.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.12%	3.09%	2.95%	2.53%
其他负债	36.34	39.84	45.61	56.26	营运能力				
负债合计	462.72	757.76	1033.63	1614.28	总资产周转率	0.69	0.98	1.24	1.53
股本	364.03	422.53	422.53	422.53	固定资产周转率	1.80	2.52	3.85	6.44
资本公积	1367.32	1367.32	1367.32	1367.32	应收账款周转率	6.97	6.96	7.19	7.43
留存收益	11.78	38.03	82.87	153.01	存货周转率	40.39	34.04	34.77	35.92
归属母公司股东权益	1743.52	1287.90	1814.22	1884.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.72%	—	—	—
少数股东权益	3.00	1.75	-0.32	-2.93	资本结构				
股东权益合计	1746.53	1289.65	1813.90	1881.43	资产负债率	20.94%	37.01%	36.30%	46.18%
负债和股东权益合计	2209.25	2047.41	2847.53	3495.71	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.90	1.57	1.97	1.69
					速动比率	2.82	1.50	1.90	1.61
					股利支付率	0.00%	13.90%	11.97%	12.68%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.07	0.12	0.19
					每股净资产	4.13	3.05	4.29	4.46
					每股经营现金	0.76	0.55	0.22	0.58
					每股股利	0.00	0.01	0.01	0.02
业绩和估值指标									
EBITDA	319.93	64.52	89.75	122.94					
PE	1273.14	884.81	529.60	335.86					
PB	15.47	20.95	14.87	14.32					
PS	17.81	12.91	8.86	5.56					
EV/EBITDA	69.89	350.48	245.27	177.13					
股息率	0.00%	0.02%	0.02%	0.04%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn