

与腾讯云达成战略协作，成长空间有望进一步打开



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价(2021年02月01日)	294.7元
目标价格	365.04元
52周最高价/最低价	333.33/139.95元
总股本/流通A股(万股)	41,382/21,368
A股市值(百万元)	62,972
国家/地区	中国
行业	计算机
报告发布日期	2021年02月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.94	18.83	54.91	91.57
相对表现	2.28	14.96	37.59	84.08
沪深300	-6.22	3.87	17.32	7.49



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 浦俊懿
021-63325888*6106
pujunyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514050004

联系人 陈超
021-63325888*3144
chenchao3@orientsec.com.cn

事件:

公司在1月29日发布的《关于签订战略合作协议的公告》提及,近日已与腾讯云签订《战略合作协议》,此前腾讯已入股公司,根据此次协议双方将在云网资源、产品技术、服务体系等方面进行强强合作。

核心观点

- 公司将与腾讯云围绕技术、市场、品牌等多个层面展开“全方位合作”。此次合作内容包括:1)基于基于SD-WAN、云骨干网、SASE等技术及市场合作;2)基于云与安全业务整合的其他合作;3)双方将在各自大型合作伙伴系列活动,比如腾讯云+系列峰会等内容上,相互支持。合作内容已覆盖公司三大核心业务领域:企业级安全、云计算以及基础架构,同时在渠道以及合作伙伴资源上也有望实现相互赋能。
- 本次战略合作的落地有利于公司与腾讯云实现在云网资源、产品技术、服务体系的优势互补和深度融合,提升各自产品端的竞争力。IDC报告显示,腾讯云在20H1国内云市场市占率排名第二。公司在安全、云计算以及基础架构业务领域均有市场领先的优势产品。通过此次战略合作,双方将实现优势互补,有望为客户提供安全更好、体验更佳云服务,提升双方各自产品或业务的竞争力。
- 公司成长空间有望进一步打开。一方面,全方位的合作将直接带动公司相关产品的销售;另一方面,混合云将成为未来的发展趋势,与腾讯云的深度合作有利于公司提升混合云解决方案能力,成长天花板有望进一步打开。

财务预测与投资建议

- 略调整收入增速及费用率,我们预测公司20-22年营收分别为55.96/83.96/113.46亿(原预测为58.97/80.13/107.39亿),由于公司17-19年ROE(加权)高于可比公司调整后平均水平,并在安全、超融合等市场优势明显,根据可比公司21年的PS水平,我们给予公司10%的溢价,对应21年PS为18倍,对应合理股价为365.04元,上调至买入评级。

风险提示

战略落地不及预期的风险;云计算行业竞争加剧的风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,224	4,590	5,596	8,396	11,346
同比增长(%)	30.4%	42.3%	21.9%	50.0%	35.1%
营业利润(百万元)	614	789	823	1,304	1,707
同比增长(%)	-3.5%	28.4%	4.3%	58.5%	30.9%
归属母公司净利润(百万元)	603	759	746	1,180	1,543
同比增长(%)	5.2%	25.8%	-1.7%	58.3%	30.8%
每股收益(元)	1.46	1.83	1.80	2.85	3.73
毛利率(%)	73.3%	72.2%	72.0%	69.9%	69.4%
净利率(%)	18.7%	16.5%	13.3%	14.1%	13.6%
净资产收益率(%)	23.3%	19.6%	15.9%	20.8%	22.0%
市盈率	203.9	162.1	165.0	104.2	79.7
市净率	35.8	28.5	24.3	19.7	15.8

资料来源:公司数据,东方证券研究所预测,每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格,据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表：可比公司估值比较

公司	代码	最新市值 (亿) 2021/1/31	总营收 (亿)				市销率				ROE (加权, %)		
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	17	18	19
金山办公	688111	1913	15.80	25.00	37.17	51.07	121.08	76.52	51.47	37.46	23.17	26.84	22.60
奇安信	688561	781	31.54	44.58	63.26	87.06	24.76	17.52	12.35	8.97	-49.51	-26.98	-12.11
用友网络	600588	1409	85.10	91.71	109.81	138.42	16.56	15.36	12.83	10.18	6.71	10.27	18.35
广联达	002410	984	35.41	41.91	51.85	64.38	27.79	23.48	18.98	15.28	15.77	14.14	7.47
安恒信息	688023	198	9.44	13.63	19.55	27.40	20.97	14.53	10.13	7.23	17.46	16.37	14.59
博睿数据	688229	51	1.65	1.69	2.31	3.32	30.91	30.18	22.08	15.36	53.39	38.30	33.29
	最大值						121.08	76.52	51.47	37.46			
	最小值						16.56	14.53	10.13	7.23			
	平均数						40.34	29.60	21.30	15.75			
	调整后 平均						26.11	21.63	16.56	12.45	15.78	16.91	15.75

数据来源：Wind、东方证券研究所

略调整收入增速及费用率，我们预测公司 20-22 年营收分别为 55.96/83.96/113.46 亿（原预测为 58.97/80.13/107.39 亿）。公司在新兴网络安全领域表现突出，我们选取同样在新兴网络安全领先的奇安信、安恒信息作为可比公司，同时公司在云计算领域处于行业领先，我们选取用友网络、广联达、金山办公等云计算厂商作为可比公司，另外我们选取同在企业级服务市场深耕的博睿数据作为可比公司。由于公司所在的安全以及云计算领域均处于快速成长期，同时公司每年均保持较高的研发及销售投入，更适合用 PS 来进行估值。由于公司 17-19 年 ROE（加权）分别为 39.44%、22.37%、19.74%，高于同期可比公司调整后平均水平，根据可比公司 21 年的 PS 水平，我们给予公司 10% 的溢价，对应 21 年 PS 为 18 倍，对应合理股价为 365.04 元，上调至买入评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	737	325	926	2,577	4,721	营业收入	3,224	4,590	5,596	8,396	11,346
应收票据及应收账款	308	410	515	772	1,044	营业成本	860	1,277	1,567	2,529	3,467
预付账款	12	36	39	59	79	营业税金及附加	43	53	67	101	136
存货	128	201	229	369	506	营业费用	1,171	1,608	2,018	2,855	3,858
其他	1,860	1,699	2,693	2,955	3,242	管理费用及研发费用	909	1,332	1,674	2,322	3,083
流动资产合计	3,045	2,671	4,401	6,733	9,593	财务费用	(77)	(123)	(129)	(138)	(149)
长期股权投资	0	29	30	30	30	资产减值损失	13	9	13	30	32
固定资产	182	264	259	216	148	公允价值变动收益	1	7	20	25	30
在建工程	0	14	0	0	0	投资净收益	19	29	31	32	34
无形资产	4	271	193	112	31	其他	289	319	386	550	724
其他	1,901	3,523	3,153	3,146	3,139	营业利润	614	789	823	1,304	1,707
非流动资产合计	2,088	4,102	3,635	3,504	3,347	营业外收入	5	5	5	5	5
资产总计	5,132	6,772	8,037	10,237	12,940	营业外支出	1	3	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	618	791	826	1,308	1,710
应付票据及应付账款	263	376	479	774	1,061	所得税	15	32	81	127	167
其他	1,247	1,847	2,311	3,037	3,910	净利润	603	759	746	1,180	1,543
流动负债合计	1,510	2,223	2,791	3,811	4,971	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	603	759	746	1,180	1,543
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.46	1.83	1.80	2.85	3.73
其他	185	228	174	174	174						
非流动负债合计	185	228	174	174	174	主要财务比率					
负债合计	1,695	2,451	2,965	3,985	5,145		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	403	409	414	414	414	营业收入	30.4%	42.3%	21.9%	50.0%	35.1%
资本公积	1,871	2,052	2,052	2,052	2,052	营业利润	-3.5%	28.4%	4.3%	58.5%	30.9%
留存收益	1,149	1,844	2,590	3,770	5,314	归属于母公司净利润	5.2%	25.8%	-1.7%	58.3%	30.8%
其他	14	16	16	16	16	获利能力					
股东权益合计	3,437	4,321	5,071	6,252	7,795	毛利率	73.3%	72.2%	72.0%	69.9%	69.4%
负债和股东权益总计	5,132	6,772	8,037	10,237	12,940	净利率	18.7%	16.5%	13.3%	14.1%	13.6%
						ROE	23.3%	19.6%	15.9%	20.8%	22.0%
						ROIC	20.2%	16.5%	13.3%	18.6%	20.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	33.0%	36.2%	36.9%	38.9%	39.8%
净利润	603	759	746	1,180	1,543	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	77	98	187	214	239	流动比率	2.02	1.20	1.58	1.77	1.93
财务费用	(77)	(123)	(129)	(138)	(149)	速动比率	1.93	1.11	1.49	1.67	1.83
投资损失	(19)	(29)	(31)	(32)	(34)	营运能力					
营运资金变动	145	1,158	382	510	623	应收账款周转率	11.0	11.8	11.2	11.9	11.4
其它	216	(717)	304	5	2	存货周转率	8.0	7.7	7.3	8.4	7.9
经营活动现金流	943	1,145	1,459	1,740	2,224	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
资本支出	(103)	(456)	(83)	(83)	(83)	每股指标(元)					
长期投资	0	(29)	(1)	0	0	每股收益	1.46	1.83	1.80	2.85	3.73
其他	(1,507)	(1,186)	(908)	(143)	(146)	每股经营现金流	2.34	2.80	3.53	4.20	5.37
投资活动现金流	(1,610)	(1,671)	(991)	(226)	(229)	每股净资产	8.31	10.44	12.26	15.11	18.84
债权融资	(14)	2	(2)	0	0	估值比率					
股权融资	1,198	186	5	0	0	市盈率	203.9	162.1	165.0	104.2	79.7
其他	1	36	129	138	149	市净率	35.8	28.5	24.3	19.7	15.8
筹资活动现金流	1,185	224	132	138	149	EV/EBITDA	198.7	159.8	138.4	88.3	67.8
汇率变动影响	3	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	227.1	183.3	175.7	104.5	78.3
现金净增加额	521	(301)	600	1,651	2,144						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn