

# 青云科技 (688316)

证券研究报告

2022年05月05日

## 短期投入导致亏损增大，22年毛利率有改善趋势

### 事件：

公司发布 2021 年年报，公司 2021 年共实现营业收入 4.24 亿元；归母净利润-2.83 亿元，其中扣非后归母净利润-2.96 亿元。

同时公司发布 2022 年一季报，公司 2022 年一季度实现营业收入 7963 万元；归母净利润-7211 万元，其中扣非后归母净利润-7297 万元。

### 点评：

#### 1、收入确认法则调整，带来全年收入下降

公司 2021 年收入下降主要原因为部分收入确收法则由全额法调整为净额法。若按照调整前的收入来看，公司 2021 年全年实现收入 5.01 亿元，同比增长 17%。

#### 2、战略软件增长突出，容器产品影响力跃居全球第二

分产品线来看，公司 2021 年云平台收入 3055 万元，同比下降 16.56%；超融合产品收入 1.73 亿元，在 IDC 发布的 2021 年中国超融合市场份额中占比 1.4%；软件定义存储产品收入 3377 万元，在 IDC 发布的 2021 年中国块存储市场份额中占比为 5.6%；战略软件收入为 2936 万元，同比增长 939.9%，其中公司开源容器平台 kubernetes 在 github 上影响力跃居第二；服务及其他收入 2161 万元，同比下降 41.71%。

#### 3、费用端投入增大导致利润下滑，22Q1 毛利率向好改善

公司 2021 年增大销售与研发投入，销售与研发费用同比增长 70.67%和 78.23%，从而导致利润端的大幅下滑。

公司 2022Q1 收入同比下降，我们判断主要原因为公司战略性选择高毛利项目带来收入下降，判断依据为公司 2022Q1 综合毛利率为 10.02%，较 21Q1 提高 11.48pct。展望 2022 年我们认为随着公司毛利率稳步提升，费用端投入增强管控，公司的利润亏损水平有望得到缩窄。

### 投资建议

我们调整此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入为 5.52/7.21/9.34 亿元（原 2022/2023 年预测 8.27/11.57 亿元），归母净利润为-2.23/-2.02/-1.90 亿元（原 2022/2023 年预测-1.97/-0.70 亿元）。考虑到公司 2021 业绩不及预期，盈利预测与此前有所下调，由“买入”评级下调为“增持”评级。

**风险提示：**1) 云计算行业竞争激烈；2) 持续研发和销售投入，公司数年内或将保持亏损状态；3) 受疫情等不确定性因素影响，可能导致收入不及预期；4) 容器产品商业化落地不及预期等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	428.61	423.83	551.82	720.53	933.64
增长率(%)	13.74	(1.11)	30.20	30.57	29.58
EBITDA(百万元)	(41.01)	(101.04)	(165.04)	(143.53)	(127.67)
净利润(百万元)	(163.38)	(282.79)	(222.55)	(201.87)	(190.11)
增长率(%)	(14.06)	73.08	(21.30)	(9.29)	(5.82)
EPS(元/股)	(3.44)	(5.96)	(4.69)	(4.25)	(4.01)
市盈率(P/E)	(8.93)	(5.16)	(6.56)	(7.23)	(7.68)
市净率(P/B)	8.15	2.49	4.01	9.01	(51.88)
市销率(P/S)	3.41	3.44	2.64	2.03	1.56
EV/EBITDA	0.00	(19.37)	(7.37)	(9.19)	(11.88)

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/IT 服务 II
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	30.75 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	47.46
流通 A 股股本(百万股)	35.01
A 股总市值(百万元)	1,459.46
流通 A 股市值(百万元)	1,076.46
每股净资产(元)	10.82
资产负债率(%)	39.35
一年内最高/最低(元)	106.19/28.00

### 作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
刘静一	联系人
liujingyia@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《青云科技-公司深度研究:青云科技:市场关注核心五问》2021-11-24
- 《青云科技-季报点评:容器商业化加速，股权激励深度绑定近 1/5 员工》2021-10-30
- 《青云科技-半年报点评:收入增速超预期，容器平台迈入规模化落地阶段》2021-08-27

## 事件：

公司发布 2021 年年报，公司 2021 年共实现营业收入 4.24 亿元，同比下降 1.11%；归母净利润-2.83 亿元，同比下降 73.08%，其中扣非后归母净利润-2.96 亿元，同比下降 74.4%。

同时公司发布 2022 年一季报，公司 2022 年一季度实现营业收入 7963 万元，同比下降 9.01%；归母净利润-7211 万元，同比下降 17.22%，其中扣非后归母净利润-7297 万元，同比下降 18.1%。

## 点评：

### 1、收入确认法则调整，带来全年收入下降

公司 2021 年收入下降主要原因为**部分收入确收法则由全额法调整为净额法**，对前三季度部分云产品收入进行追溯调整。若按照调整前的收入来看，公司 2021 年全年实现收入 5.01 亿元，同比增长 17%，其中云产品（私有云）收入 3.65 亿元（收入调整前），同比增长 24%，云服务（公有云）收入 1.36 亿元，同比增长 1%。公司 2021 年收入增速低于预期，我们认为主要原因为一方面在公有云领域，公司与公有云巨头竞争承压，不具备规模效应优势，故而更加聚焦于私有云领域，**不追求云服务业务的快速扩张**；另一方面在私有云领域，公司下半年**受到上游芯片短缺影响**，收入占比较大的超融合、软件定义存储产品增长受限。

### 2、战略软件增长突出，容器产品影响力跃居全球第二

分产品线来看，公司 2021 年**云平台收入** 3055 万元，同比下降 16.56%，主要由于公司 2020 年获得单一客户的大额订单导致高基数；**超融合产品**收入 1.73 亿元，在 IDC 发布的 2021 年中国超融合市场份额中占比 1.4%，位列行业第 8；**软件定义存储产品**收入 3377 万元，在 IDC 发布的 2021 年中国块存储市场份额中占比为 5.6%，位列行业第 6；**战略软件收入**为 2936 万元，同比增长 939.9%，其中**公司开源容器平台 kubernetes 在 github 上影响力跃居第二**，已有数千家企业在生产环境中使用；**服务及其他**收入 2161 万元，同比下降 41.71%，主要原因为公司自 2021 年起更专注于由公司自有产品的收入带来的持续性的维保收入，不再追求项目型的服务收入。

### 3、费用端投入增大导致利润下滑，22Q1 毛利率向好改善

公司 2021 年**增大销售与研发投入**，销售与研发费用同比增长 70.67%和 78.23%，对应销售和研发费用率为 26.48%与 31.81%，与 2020 年相比分别上升 11.14 和 14.16pct，从而导致利润端的大幅下滑。我们认为公司在 2021 年对销售人员和研发人员大幅补齐，**相应人员效能有望在 2022 年得到体现**。

公司 2022Q1 收入同比下降，我们判断主要原因为公司战略性选择高毛利项目带来收入下降，判断依据为公司 2022Q1 综合毛利率为 10.02%，较 21Q1 提高 11.48pct。展望 2022 年我们认为**随着公司毛利率稳步提升，费用端投入增强管控，公司的利润亏损水平有望得到缩窄**。

## 投资建议

根据公司 2021 年实际业绩情况，考虑到公司部分业务受到芯片短缺的影响或将持续，同时考虑到公司毛利率有望向好改善，我们调整此前盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入为 5.52/7.21/9.34 亿元（原 2022/2023 年预测 8.27/11.57 亿元），归母净利润为 -2.23/-2.02/-1.90 亿元（原 2022/2023 年预测 -1.97/-0.70 亿元）。考虑到公司 2021 业绩不及预期，盈利预测与此前有所下调，由“**买入**”评级下调为“**增持**”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	71.85	415.92	105.04	57.64	74.69	营业收入	428.61	423.83	551.82	720.53	933.64
应收票据及应收账款	112.56	112.33	163.58	176.67	238.28	营业成本	382.48	405.70	441.46	554.81	700.23
预付账款	12.27	11.03	14.99	16.37	23.99	营业税金及附加	0.90	0.93	1.24	1.57	2.06
存货	0.55	5.06	4.24	0.72	6.83	销售费用	65.77	112.25	117.86	139.59	161.72
其他	25.16	68.94	64.62	71.78	69.02	管理费用	72.07	62.92	74.61	60.80	64.03
<b>流动资产合计</b>	<b>222.39</b>	<b>613.28</b>	<b>352.47</b>	<b>323.19</b>	<b>412.81</b>	研发费用	75.64	134.82	141.56	167.65	194.23
长期股权投资	5.14	4.60	4.60	4.60	4.60	财务费用	1.56	0.94	(1.06)	(0.15)	3.93
固定资产	141.16	184.61	127.00	69.39	11.79	资产/信用减值损失	(4.53)	(7.98)	(5.57)	(6.03)	(6.53)
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.45	1.09	0.00	0.00	0.00
无形资产	1.85	2.43	2.01	1.58	1.16	投资净收益	0.56	4.30	1.71	2.19	2.74
其他	5.06	117.91	114.31	111.90	111.90	其他	0.64	0.39	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>153.21</b>	<b>309.56</b>	<b>247.93</b>	<b>187.48</b>	<b>129.45</b>	<b>营业利润</b>	<b>(166.94)</b>	<b>(291.52)</b>	<b>(227.70)</b>	<b>(207.58)</b>	<b>(196.35)</b>
<b>资产总计</b>	<b>375.60</b>	<b>922.84</b>	<b>600.39</b>	<b>510.67</b>	<b>542.27</b>	营业外收入	2.62	7.41	4.00	4.68	5.36
短期借款	62.78	122.81	0.00	43.42	216.51	营业外支出	0.59	0.46	0.35	0.46	0.42
应付票据及应付账款	81.25	75.90	101.96	117.76	159.13	<b>利润总额</b>	<b>(164.90)</b>	<b>(284.57)</b>	<b>(224.04)</b>	<b>(203.37)</b>	<b>(191.41)</b>
其他	27.80	55.53	103.80	147.56	113.86	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>171.82</b>	<b>254.24</b>	<b>205.76</b>	<b>308.75</b>	<b>489.50</b>	<b>净利润</b>	<b>(164.90)</b>	<b>(284.57)</b>	<b>(224.04)</b>	<b>(203.37)</b>	<b>(191.41)</b>
长期借款	0.00	9.82	0.00	10.85	53.13	少数股东损益	(1.52)	(1.78)	(1.49)	(1.50)	(1.30)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(163.38)</b>	<b>(282.79)</b>	<b>(222.55)</b>	<b>(201.87)</b>	<b>(190.11)</b>
其他	0.00	35.74	35.74	35.74	35.74	每股收益(元)	(3.44)	(5.96)	(4.69)	(4.25)	(4.01)
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>45.56</b>	<b>35.74</b>	<b>46.58</b>	<b>88.86</b>						
<b>负债合计</b>	<b>198.97</b>	<b>340.37</b>	<b>241.49</b>	<b>355.33</b>	<b>578.37</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	(2.38)	(3.68)	(5.17)	(6.67)	(7.97)	<b>成长能力</b>					
股本	35.46	47.46	47.46	47.46	47.46	营业收入	13.74%	-1.11%	30.20%	30.57%	29.58%
资本公积	506.60	1,184.89	1,184.89	1,184.89	1,184.89	营业利润	-13.48%	74.63%	-21.89%	-8.83%	-5.41%
留存收益	(362.29)	(645.08)	(867.63)	(1,069.49)	(1,259.61)	归属于母公司净利润	-14.06%	73.08%	-21.30%	-9.29%	-5.82%
其他	(0.76)	(1.13)	(0.66)	(0.85)	(0.88)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>176.63</b>	<b>582.47</b>	<b>358.90</b>	<b>155.34</b>	<b>(36.10)</b>	毛利率	10.76%	4.28%	20.00%	23.00%	25.00%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>375.60</b>	<b>922.84</b>	<b>600.39</b>	<b>510.67</b>	<b>542.27</b>	净利率	-38.12%	-66.72%	-40.33%	-28.02%	-20.36%
						ROE	-91.27%	-48.24%	-61.13%	-124.60%	675.78%
						ROIC	-98.14%	-204.57%	-140.45%	-171.46%	-887.79%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	52.97%	36.88%	40.22%	69.58%	106.66%
						净负债率	-5.14%	-43.20%	-20.45%	18.20%	-627.69%
						流动比率	1.12	2.08	1.71	1.05	0.84
						速动比率	1.11	2.06	1.69	1.04	0.83
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.93	3.77	4.00	4.24	4.50
						存货周转率	659.96	151.17	118.70	290.56	247.21
						总资产周转率	1.05	0.65	0.72	1.30	1.77
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	-3.44	-5.96	-4.69	-4.25	-4.01
						每股经营现金流	-1.14	-4.30	-3.82	-2.19	-4.15
						每股净资产	3.77	12.35	7.67	3.41	-0.59
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	-8.93	-5.16	-6.56	-7.23	-7.68
						市净率	8.15	2.49	4.01	9.01	-51.88
						EV/EBITDA	0.00	-19.37	-7.37	-9.19	-11.88
						EV/EBIT	0.00	-12.85	-5.45	-6.54	-8.16

  

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(164.90)	(284.57)	(222.55)	(201.87)	(190.11)
折旧摊销	53.90	54.52	58.03	58.03	58.03
财务费用	2.01	3.69	(1.06)	(0.15)	3.93
投资损失	(0.56)	(4.30)	(1.71)	(2.19)	(2.74)
营运资金变动	27.07	(88.69)	(12.71)	43.86	(64.91)
其它	28.39	115.30	(1.49)	(1.50)	(1.30)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(54.09)</b>	<b>(204.05)</b>	<b>(181.50)</b>	<b>(103.82)</b>	<b>(197.10)</b>
资本支出	31.50	58.96	0.00	0.00	0.00
长期投资	3.52	(0.54)	0.00	0.00	0.00
其他	(48.99)	(234.53)	1.71	2.19	2.74
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13.97)</b>	<b>(176.11)</b>	<b>1.71</b>	<b>2.19</b>	<b>2.74</b>
债权融资	57.27	100.56	(131.57)	54.42	211.44
股权融资	30.65	689.92	0.47	(0.19)	(0.03)
其他	(48.97)	(66.01)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>38.95</b>	<b>724.48</b>	<b>(131.10)</b>	<b>54.23</b>	<b>211.41</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(29.11)</b>	<b>344.32</b>	<b>(310.88)</b>	<b>(47.40)</b>	<b>17.05</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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