华西证券版权所有发送给杭州同花顺数据开发有限公司 p1

2020 年 02 月 24 日

面向控股股东定增，经营活力及稳定性可期

佳云科技(300242)

评级：	增持	股票代码：	300242
上次评级：	首次覆盖	52 周最高价/最低价：	5.8/3.41
目标价格：		总市值(亿)	31.28
最新收盘价：	4.93	自由流通市值(亿)	28.60
		自由流通股数(百万)	580.19

▸事件概述

2020 年 2 月 23 日，佳云科技披露非公开发行 A 股股票预案，发行对象为公司控股股东佳速网络和公司董事张冰。本次非公开发行股票拟募集资金总额不超过 6.74 亿元，拟增发股票数量不超过 190,366,567 股（含本数），不超过本次发行前公司总股本的 30%，其中佳速网络拟认购股票数量占比本次增发数量 80.5%，张冰拟认购股票数量占比为 19.5%。

▸历史概述：商誉减值风险已消除，佳兆业股东背景雄厚

佳速网络为佳兆业集团(1638.HK)旗下全资投资平台，根据公司 2017 年 12 月 5 日公告，佳速网络收购了彼时的明家联合控股股东周建林 21.25%的公司股份，重组董事会及公司管理层，并于 2018 年 1 月 26 日发布公告披露通过全资子公司金源互动以 1080 万元收购了多彩互动 80%股份，明家联合于 2018 年 5 月 22 日更名为佳云科技。本次非公开发行完成后，佳速网络持股占比将由 21.31%提升至 34.97%，进一步提升了控股比例。张冰为多彩互动董事长，持有多彩互动 20%的股份。多彩互动作为佳兆业入局后引入的资产，为其他子公司的移动互联网广告业务注入活力，在 2018、2019H1 的业绩占比持续提升，未来有望超过 80%。

根据公司 2018 年年报披露，公司对旗下子公司金源互动、云时空、微赢互动、华腾时代分别计提了 0.97（剩余 3.00）、2.92（剩余 0.19）、8.00（全额计提）、0.0046（全额计提）亿元商誉减值。由于多彩互动为金源互动子公司，云时空为盈利状态，我们认为公司未来存在商誉减值的可能性较小。

▸定增展望：佳兆业核心高管保驾护航，定增资金将有效优化公司内部生态

过去两年，佳云科技董事会及管理层结构持续优化，佳兆业集团核心高管先后进入董事会参与管理决策。2018 年 1 月，郭晓群入选董事会，任公司董事。2019 年 1 月钟亮入选董事会，并于同年 10 月任总经理职务，曾理同年 11 月新任董事会秘书，2019 年 12 月，郭晓群新任董事长，孙越南、翟晓平、张冰入选董事会。郭晓群为佳兆业实控人之一郭英成长子，2018 年 5 月至今在佳兆业旗下金融、地产子公司任职高管；钟亮历任佳兆业集团投资银行部总经理及集团总裁助理，孙越南现任佳兆业集团董事局副主席兼执行董事；翟晓平现任佳兆业集团高级副总裁及旗下金融集团副总裁等职务；张冰历任腾讯、百度、360 搜索 KA 部负责人，2016 年 11 月创办多彩互动，目前担任董事长兼总经理。佳兆业集团多位核心高管出任董事及高管职务，有望注入佳兆业积累多年的经营管理经验，持续优化佳云科技的资源整合，为公司发展带来活力。多彩互动作为公司的核心资产，张冰作为创始人、董事长兼总经理出任董事，有望进一步发挥其在移动互联网广告领域的经营优势，夯实公司核心资产的竞争力。

根据公司公告，本次募集资金将全部用于补充流动资金，符合公司业务运营及发展需要，有利于优化公司资本结构，提升上市公司短期偿债能力，增强公司抵御财务风险的能力，提高公司盈利能力，彰显股东及高管的信心及决心。在“史上最宽松”的再融资新规出台的背景下，佳云科技本次非公开发行股票面向公司控股股东佳速网络及董事张冰，我们认为本次定增事件实际上是控股股东及核心高管的增持行为，佳速网络定增股份解禁期不低于 36 个月，张冰不低于 18 个月，同时公司发布 2020-2022 年股东回报规划，进一步彰显控股股东及核心高管对公司未来发展的信心。

▸核心业务展望：低位收购多彩互动显战投能力，移动互联网广告空间广阔

2018 年 1 月，公司发布公告披露子公司金源互动以 1080 万元的价格收购了多彩互动 80%的股权，收购多彩互动新增商誉 1070 万元，目前不存在减值风险。多彩互动主要为客户提供一站式整合营销解决方案，在业内具备较强的竞争力，是 OPPO、vivo、小米、三星、华为等头部媒体多年的核心商业化合作伙伴。根据公司公告披露，近期公司已陆续取得了小米广告 2020 年生活服务行业效果独家代理、vivo 2020 年网服行业核心代

华西证券版权所有发送给杭州同花顺数据开发有限公司 p2

理以及 OPPO 2020 年效果广告电商金融及游戏双行业核心代理资质。与此同时，公司加大了在信息流广告及短视频等内容营销领域的布局，2019 年、2020 年连续两年取得了巨量引擎（字节跳动旗下的今日头条、抖音、西瓜视频、火山小视频等超级流量平台）年度广告业务代理商。

根据公司 2018 年半年报、年报及 2019 年半年报，多彩互动业绩稳定，营业收入分别为 14.21、39.46、19.28 亿元，净利润分别为 2794、3595、3562 万元，公司盈利能力呈持续上升态势。公司多年深耕移动互联网广告领域，随着移动互联网广告市场空间的不断释放，移动广告占比互联网广告不断提升，预计 2021 年移动广告占网络广告的比例将超过 85%，多彩互动未来发展空间广阔。我们认为多彩互动作为佳云科技的核心资产，目前市场显著低估了其竞争力和市场价值。我们认为以多彩互动为主的移动互联网广告业务的市场竞争力和盈利能力有望进一步得到提升。

▸投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

本次控股股东及核心高管通过定增增持并承诺了严格的解禁条件，一方面表现出其对公司未来发展的信心，另一方面通过定增资金的注入公司将大大缓解资金面压力，为公司经营带来活力。我们预计公司 2019-2021 年将实现营业收入分别为 54.98、60.10、65.04 亿元，实现归母净利润分别为 0.12、0.81、1.29 亿元，EPS 分别为 0.02、0.13、0.20 元，对应当前股价的 PE 分别为 257、39、24 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

▸风险提示

宏观经济下行风险，核心人才流失风险，供应商过于集中风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2706.12	5610.20	5498.34	6009.83	6503.94
YoY（%）	-4.17%	107.31%	-1.99%	9.30%	8.22%
归母净利润(百万元)	193.07	-1251.31	12.16	80.75	128.54
YoY（%）	5.97%	-748.13%	100.97%	563.95%	59.19%
毛利率（%）	13.43%	4.42%	5.42%	6.56%	7.52%
每股收益（元）	0.30	-1.97	0.02	0.13	0.20
ROE	8.38%	-121.65%	1.16%	7.14%	10.21%
市盈率	16.20	-2.50	257.23	38.74	24.34

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋
邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002

联系人：赵琳
邮箱：zhaolin@hx168.com.cn
联系电话：17317165095

联系人：李钊
邮箱：lizhao1@hx168.com.cn
联系电话：13012822230

华西证券版权所有发送给杭州同花顺数据开发有限公司 p3

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5610.20	5498.34	6009.83	6503.94
YoY(%)	107.31%	-1.99%	9.30%	8.22%
营业成本	5362.21	5200.40	5615.34	6014.56
营业税金及附加	5.60	5.49	6.00	6.50
销售费用	38.38	63.23	66.11	71.54
管理费用	102.39	104.47	111.18	120.32
财务费用	44.85	55.53	24.04	19.51
资产减值损失	1253.81	7.82	0.73	0.70
投资收益	5.10	1.00	5.00	8.00
营业利润	-1245.93	21.91	143.55	228.51
营业外收支	3.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1242.20	21.91	143.55	228.51
所得税	2.57	5.70	35.89	57.13
净利润	-1244.76	16.22	107.66	171.38
归属于母公司净利润	-1251.31	12.16	80.75	128.54
YoY(%)	-748.13%	100.97%	563.95%	59.19%
每股收益	-1.97	0.02	0.13	0.20

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	252.86	-17.64	23.64	129.11
预付款项	422.14	409.40	442.07	473.50
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1054.58	878.92	957.39	1033.20
流动资产合计	1729.58	1270.68	1423.10	1635.80
长期股权投资	20.99	20.99	20.99	20.99
固定资产	5.91	8.01	9.26	11.68
无形资产	7.84	8.14	9.52	11.37
非流动资产合计	424.53	426.94	429.56	433.84
资产合计	2154.12	1697.62	1852.67	2069.64
短期借款	255.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	175.37	139.78	150.93	161.66
其他流动负债	675.46	484.27	520.50	555.36
流动负债合计	1105.82	624.05	671.43	717.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	13.12	13.12	13.12	13.12
非流动负债合计	13.12	13.12	13.12	13.12
负债合计	1118.95	637.17	684.55	730.14
股本	634.56	634.56	634.56	634.56
少数股东权益	6.58	10.63	37.55	80.39
股东权益合计	1035.17	1060.45	1168.11	1339.49
负债和股东权益合计	2154.12	1697.62	1852.67	2069.64

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	-1244.76	16.22	107.66	171.38
折旧和摊销	17.20	3.60	3.37	3.72
营运资金变动	-384.96	-46.20	-64.48	-62.35
经营活动现金流	-314.33	37.88	74.51	128.47
资本开支	-18.16	-6.00	-6.00	-8.00
投资	5.72	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	50.23	-5.00	-1.00	0.00
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	92.66	-255.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	326.99	-303.39	-32.23	-23.01
现金净流量	62.89	-270.50	41.28	105.46

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力（%）				
营业收入增长率	107.31%	-1.99%	9.30%	8.22%
净利润增长率	-748.13%	100.97%	563.95%	59.19%
盈利能力（%）				
毛利率	4.42%	5.42%	6.56%	7.52%
净利润率	-22.19%	0.29%	1.79%	2.64%
总资产收益率 ROA	-58.09%	0.72%	4.36%	6.21%
净资产收益率 ROE	-121.65%	1.16%	7.14%	10.21%
偿债能力（%）				
流动比率	**1.56**	**2.04**	**2.12**	**2.28**
速动比率	1.18	1.38	1.46	1.62
现金比率	0.23	-0.03	0.04	0.18
资产负债率	51.94%	37.53%	36.95%	35.28%
经营效率（%）				
总资产周转率	2.28	2.85	3.39	3.32
每股指标（元）				
每股收益	-1.97	0.02	0.13	0.20
每股净资产	1.62	1.65	1.78	1.98
每股经营现金流	-0.50	0.06	0.12	0.20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-2.50	257.23	38.74	24.34
PB	2.65	2.44	2.27	2.04

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层
网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。