

推荐 (维持)

巨头B端之争，云计算列阵前行

2018年06月12日

——云计算专题系列 (四)

上证指数 **3053**

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	178	5.1
总市值 (亿元)	18409	3.4
流通市值 (亿元)	13540	3.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.4	5.2	4.2
相对表现	-0.4	10.7	-6.7



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《巨头角逐，迈向云计算红利时代——腾讯云降价点评》2018-05-24
- 2、《阿里云：打开中国云计算潘多拉魔盒——阿里云财报深度点评》2018-05-06
- 3、《大风起兮“云”飞扬——云计算行业专题报告》2018-04-17

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

研究助理

刘玉萍
liuyuping@cmschina.com.cn

研究助理

宋兴未
songxingwei@cmschina.com.cn

近期阿里、腾讯系频繁入股上市公司，与之前不同的是此番主要集聚在B端，且集中在金融和医疗领域。为什么是金融和医疗？为什么是现在？我们从技术的行业延伸方向以及产业的实际变革两方面切入，以尽量理顺背后的逻辑。

- **参股细分龙头，加速云服务落地。**相比早年阿里、腾讯对C端流量的争夺以及2014年前后对超一线计算机龙头的投资入股，此番巨头们的狩猎范围更广。各被参股公司都在各自的细分领域具备良好的客户关系基础以及丰富的产品服务及项目实施经验，有助于阿里、腾讯将自身云服务、大数据、人工智能等基础架构产品技术推向具体细分领域的落地。
- **政府-金融-企业的技术行业延伸方向。**新技术变革的价值难估量，且高应用门槛，所以计算机的发展首先几乎都是应用于国家战略部署，再叠加财富效应的驱动，金融领域成为行业延伸的第一方向。当前金融机构的产品及服务形态变化标志着云计算和大数据的场景化应用逐层渗透，Fintech的含义和实践也已经从互联网金融跨向了智能金融。分布式架构凭借高扩展性、高处理能力、低成本、高可用性、高灵活性和自主可控等优势成为配合银行变革创新的不二IT架构之选，云计算走出Gartner技术成熟度曲线走向商业落地。技术更迭的成本效益权衡，决定了对于较为封闭稀缺的医疗大数据，医疗信息化龙头之于互联网巨头的重要资源价值。
- **巨头云计算之争，破资源壁垒加速产业创新。**继之前阿里、腾讯在IaaS领域的角逐后，此番对上市公司的竞相入股将云计算的战火延续至PaaS/SaaS领域。巨头之争打破新技术资源获取壁垒，降低创新门槛，企业节省的IT开支将赋能更多创新应用的实现，IaaS之后SaaS大幕开启且市场空间更为广阔。云计算是智能化的重要基础和引擎，对基础计算资源的解放让大数据的价值得到释放，从而进一步助推物联网及人工智能应用的实现。
- **投资建议：B端之争一方面将加速巨头自身产品业务在细分领域的落地，另一方面将有力推动SaaS产业的发展。从两方面推荐具体标的：1) 巨头的角逐入股将推动细分领域龙头的价值重估，重点推荐：润和软件、恒生电子、卫宁健康、高伟达；2) 具有长期持续成长性的公有云能力公司，重点推荐：用友网络、金蝶国际(港股)、广联达、泛微网络。**

□ **风险提示：**技术落后风险；云计算进展不达预期。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
用友网络	25.3	0.27	0.47	0.76	54	33	8.6	强烈推荐-A
广联达	27.5	0.42	0.54	0.70	51	39	10.8	强烈推荐-A
泛微网络	79.4	1.31	1.69	2.43	47	33	13.5	强烈推荐-A
润和软件	12.7	0.35	0.46	0.62	28	21	2.3	强烈推荐-A
恒生电子	57.9	0.76	0.87	1.13	67	51	12.0	强烈推荐-A
卫宁健康	13.4	0.14	0.23	0.33	58	41	7.9	强烈推荐-A
高伟达	10.1	0.18	0.27	0.37	38	27	4.2	强烈推荐-A
金蝶国际	8.9	0.11	0.11	0.15	81	59	6.1	

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、B 端之争硝烟起	3
1、当下 B 端的云化服务之争	3
2、当年 C 端的流量红利抢夺	4
二、技术的行业延伸方向	6
三、银行信息化的变革	8
1、从互联网金融到智能金融	8
2、分布式架构及云服务平台的推进	9
四、破资源壁垒，降创新门槛	10
1、巨头的云计算之争	10
2、云计算是智能化的引擎	12
投资建议	12

图表目录

图 1：“深眸”实现人物多重信息提取和事件监测	7
图 2：海康“神补”实现车辆特征精准识别	7
图 3：Fintech 的发展变迁历程	8
图 4：云计算在美国银行业的应用实例	9
图 5：我国金融云服务市场规模及渗透率预测	10
图 6：阿里云产品价格持续下调	11
图 7：每一轮科技周期分为上下半场	11
表 1：近期阿里系入股的计算机行业上市公司	3
表 2：近期腾讯系入股的计算机行业上市公司	4
表 3：前期阿里系已入股的计算机行业上市公司	5
表 4：前期腾讯系已入股的计算机行业上市公司	5
表 5：前期阿里系已入股的其他行业上市公司	5
表 6：前期腾讯系已入股的其他行业上市公司	6
表 7：可比公司估值对比表	12

一、B 端之争硝烟起

近期，阿里和腾讯系频繁入股上市公司，和之前在传媒、零售、物流等领域的投资入股不同的是：一方面，这次不再是主要围绕 C 端流量争夺的生态布局的完善，而是集聚在 B 端；另一方面，此次的入股集中在金融和医疗领域，落地云计算产品和服务是一大主要的目的。

从 C 端到 B 端，从流量红利抢夺到云化服务之争，早已走出 Gartner 技术成熟度曲线的云计算已经真真切切地渗透入产业，对传统 IT 架构的变革已迈过一个重要的分水岭。为什么是金融和医疗？为什么是现在？我们从技术的行业延伸方向以及产业的实际变革两方面切入，以尽量理顺背后的逻辑。

1、当下 B 端的云化服务之争

相比于 2014 年阿里、腾讯对超一线计算机龙头（恒生电子、石基信息、四维图新）的投资入股，此番巨头们的狩猎范围更广。如果说 4 年前是巨头们在流量红利高潮之余，对细分领域核心技术的前瞻布局，那么现在云计算方面的发展和积淀使得巨头们的 B 端产品和服务的输出落地时机成熟。

5 月，蚂蚁金服全资子公司上海云鑫与高伟达共同出资设立合资公司北京伟达金科科技有限公司，云鑫投资出资 1.8 亿元，占注册资本 45%。双方将通过优势互补、资源共享的方式，基于高伟达在银行核心、风险管理等银行领域的应用及丰富的实施经验，以及蚂蚁金服出色的技术实力，围绕金融行业客户提供高品质的全产业链服务。

6 月，上海云鑫参股润和软件，双方将借助各自及关联方的优势，推动金融行业 IT 系统实现升级换代，共同为银行等金融机构提供创新金融科技服务、自主可控的平台产品及服务。同时双方通过共享技术资源、客户资源、团队资源，共同打造金融科技服务的新模式，共建金融科技新生态。

6 月，上海云鑫入股卫宁健康，双方拟在互联网+医疗健康领域展开深度、全面的合作，并进一步推动双方战略合作升级，但具体结算方式、合作方式等还需要双方进一步磋商。

表 1：近期阿里系入股的计算机行业上市公司

时间	公司	具体内容
2018.5	高伟达	高伟达与云鑫投资（蚂蚁金服 100%控股）以及伟达金科业务团队共同投资北京伟达金科科技有限公司，高伟达以现金 6,000 万以及部分无形资产作价出资，占注册资本 35%；云鑫投资出资 18,000 万元，占注册资本 45%；伟达金科业务团队出资 8,000 万元，占注册资本 20%。
2018.6	润和软件	润和软件股东王杰、徐鑫淼通过协议转让的方式将其所持润和软件 40,220,000 股股份转让给云鑫投资（蚂蚁金服 100%控股），每股价格为 11.48 元，占润和软件总股本的 5.05%，成为润和软件第二大股东。
2018.6	卫宁健康	卫宁健康科技集团股份有限公司发布停牌公告筹划重大事项，卫宁健康个别股东商议将手中股权转让给上海云鑫，转让比例预计达 5% 以上（含 5%），但股权转让事项并不涉及公司控制权变更，交易细节由于还在商议并未披露。

资料来源：公司公告、招商证券

4月，腾讯入股长亮科技，双方将借助各自及关联方的优势，开展以大数据、云服务、智能网上银营业厅、金融产品、智能金融系统、互联网账户系统、信息安全等多个层面的深入合作，共同推动打造互联网金融云服务，为国内外的银行或泛金融客户提供服务，共同带动和促进互联网金融、跨境金融、海外业务等金融和泛金融领域的建设和发展。长亮科技还有望借力腾讯的QQ钱包和微信钱包，打造“银户通”平台，以连接者的角色帮助中小银行“上云”和“变现”。

5月，腾讯入股东华软件，双方将在医疗云、智慧城市、能源云等相关领域合作，基于各自的优势共同布局开展（1）医疗云、医疗互联网、医疗人工智能及视频技术服务；（2）智慧城市案例共建；（3）能源物联网；（4）金融大数据四个专业方向深度合作，为全球用户提供相关服务。

6月，腾讯入股常山北明，双方将在在线矛盾纠纷多元化解平台与智慧城市领域进行深度合作。腾讯云将发挥云服务、云数据库、CDN、大数据平台、生物识别技术、人工智能、音视频、企业微信等基础架构方面的能力和智慧城市、政府行业 PaaS/SaaS 的优势，联合常山北明在政府、公共事业及大型企业的深度客户关系、软件产品、系统集成和项目实施能力，共同发力在线矛盾纠纷多元化解平台(ODR)平台及相关生态领域和智慧城市建设。

表 2：近期腾讯系入股的计算机行业上市公司

时间	公司	具体内容
2018.4	长亮科技	长亮科技股东王长春等拟向腾讯转让长亮科技 21,370,000 股 A 股股票，占总股本 7.14%，每股价格为 18.19 元，股份转让总价为 388,720,300 元，腾讯成为长亮科技第二大股东。
2018.5	东华软件	腾讯科技以 12.66 亿元的价格认购诚信电脑稀释后的 24.69% 股权。考虑到诚信电脑合计持股上市公司 20.6% 的股权，穿透之后腾讯将持有上市公司股权 5.086%。
2018.6	常山北明	林芝腾讯出资 29970 万元，受让转让方共计 140,030,770 份资管计划份额，标的份额对应的常山北明股票数量为 37,000,000 股，占总股本 2.24%，标的份额的转让价格按标的份额对应的常山北明股票价格为 8.10 元/股。

资料来源：公司公告、招商证券

可以看出，此番巨头入股的上市公司都在各自的细分领域具备良好的客户关系基础以及丰富的产品服务及项目实施经验，有助于阿里、腾讯将自身云服务、大数据、人工智能等基础架构产品技术推向具体细分领域的落地。

2、当年 C 端的流量红利抢夺

4年前，C端流量争夺鏖战正酣，“互联网+”给众多行业带来巨大的想象空间，彼时 Fintech、新零售刚刚面世，在疯狂浪潮下，除了对各种线上线下入口的争夺，阿里、腾讯还前瞻布局确定性技术龙头。

恒生电子是 A 股 Fintech 的“最强王者”，在金融 IT 领域占据绝对的龙头优势。无论从技术实力，创新能力还是市场竞争力来看，A 股上市公司都无出其右。当时的布局在今天看来，银行、基金、证券、信托等金融领域云服务的实现，恒生都是不二之选。

阿里系对朗新科技的入股，加强了支付宝在基于（移动）互联网开展公用事业缴费服务等 2C 业务领域的拓展。在 2016 杭州·云栖大会上，朗新科技与阿里云签订战略合作协议，双方将围绕公共事业、政府部委及其他垂直行业，在海关、公安（交管）、金

融等领域，有效整合各自在咨询、应用开发\集成服务以及云计算和大数据等方面的优势资源，建立安全可靠的云计算和大数据服务体系。

在酒店领域，**石基信息**有着不亚于恒生电子之于金融领域的地位，2014年，石基信息在中国五星级酒店业信息管理系统市场占有90%以上的份额，有近6000家以上酒店使用石基信息的服务。阿里系入股石基信息后，旗下的“淘宝旅行”和石基信息重点在酒店信息系统领域，包括：酒店系统直连、后付预订产品开发、会员服务接入、账单扫码支付四项合作领域进行深度合作。

表 3: 前期阿里系已入股的计算机行业上市公司

时间	公司	具体内容
2014.4	恒生电子	浙江融信（蚂蚁金服 100%控股）以现金方式受让恒生集团 100%的股份，合计交易总金额约为 32.99 亿元人民币。交易完成后浙江融信将通过恒生集团持有恒生电子 20.62%的股份。
2014.6	朗新科技	朗新科技向云鑫投资（蚂蚁金服 100%控股）发行 18,666,666 股，每股价格为 13.39 元，上海云鑫成为朗新科技第四大股东，持股比例为 10%。
2014.9	石基信息	石基信息向淘宝发行 54,550,588 股，每股价格为 51.42 元，淘宝成为石基信息第二大股东，持股比例为 13.07%。

资料来源：公司公告、招商证券

2011年，腾讯入股顺网科技，计划共同为网吧用户提升产品/服务体验，同时，双方在社区、游戏、音视频及其他泛娱乐产品等领域进行更深入的合作。当网吧流量难挡下滑趋势的时候，腾讯也逐步减持退出。

腾讯参股**四维图新**，旨在借助四维图新在导航电子地图、综合地理信息服务和车联网等方面全国领先的核心技术，并充分发挥自身互联网优势，实现优势互补。

表 4: 前期腾讯系已入股的计算机行业上市公司

时间	公司	具体内容
2011.11	顺网科技	腾讯通过大宗交易平台斥资 1.3 亿元购入 526 万股顺网科技股份，占其总股本的 3.98%，之后一直是第二大股东，但在 2017 年已减持，退出了前十股东的地位。
2014.5	四维图新	腾讯受让四维图新 7800 万股，单价为 15.04 元/股，股份转让总价为人民币 11.73 亿元，腾讯成为四维图新第二大股东。

资料来源：公司公告、招商证券

其他领域的投资包括传媒、零售、物流等更多地是丰富自身的内容体系，联合生态伙伴打造更完善的 C 端互动运营平台。巨头对于零售、物流的布局，主要旨在打通线上线下的定位，也不是做零售或者商业，更多地是通过支付、云服务、社交广告、小程序等连接人与商业的工具，服务于零售，实现“新数字化运营”和“新消费体验”两大目标。通过联通混改参股中国联通，在零售体系、渠道触点、内容聚合、家庭互联网、支付金融、云计算、大数据、物联网等领域展开重点合作。

表 5: 前期阿里系已入股的其他行业上市公司

时间	公司	具体内容
2015.3	光线传媒	光线传媒本次非公开发行总金额为 28 亿元人民币，杭州阿里创业投资认购金额为 24 亿元，控股股东上海光线投资控股认购 4 亿元。
2015	华谊兄弟	2015 年是由阿里领投的，但当前阿里持股已经降到了第四大。

零售	2016.6	苏宁易购	本次非公开发行的发行对象为淘宝(中国)软件有限公司和安信证券-苏宁众承 2 号定向资产管理计划。本次淘宝出资 282 亿元,发行完成后,淘宝(中国)软件持有的公司股票数量为发行后公司股本总额的 19.99%。 阿里投资 21.5 亿元,包括三个方面:
	2016.11	三江购物	
物流	2015.5	圆通速递	2015 年 5 月,阿里巴巴集团宣布,已联手云锋基金,对物流快递企业圆通进行战略投资,数额未知。
电信	2017	中国联通	腾讯入股 110 亿、百度入股 70 亿、京东入股 50 亿、阿里入股 43.3 亿、苏宁入股 40 亿,共同拿下联通 14.76% 的股份,阿里巴巴将持有 2.04% 的股份。

资料来源:公司公告、招商证券

表 6: 前期腾讯系已入股的其他行业上市公司

领域	时间	公司	具体内容
零售领域	2015.3	刚泰控股	刚泰控股拟非公开发行发行对象包括腾讯计算机等 9 名特定投资者,募集约 33 亿元。发行后腾讯将持股 1.53%。 腾讯对永辉超市的参股包括两部分:
	2017.12	永辉超市	1) 林芝腾讯科技有限公司拟通过协议转让方式受让永辉超市 5% 股份,成为第四大股东。 2) 永辉超市旗下子公司永辉云创科技有限公司(负责供应链和物流业务)新增注册资本 2.5 亿元人民币,其中林芝腾讯科技有限公司拟认购 1.875 亿元。增资完成后,林芝腾讯科技将持股 15%,为第二大股东。
	2018.2	海澜之家	腾讯近 25 亿元入股海澜之家,持股 5.31%,同时,双方拟共同设立 100 亿元产业投资基金。
文化传媒	2011、2015	华谊兄弟	2015 年,华谊兄弟拟向阿里创投、平安资管、腾讯计算机、中信建投四家公司定增 1.46 亿股公司股票,募资总额约 36 亿元。定增后,腾讯成为第二大股东,持股 7.94%。
	2017.6	掌趣科技	掌趣科技引入腾讯作为战略投资者,腾讯将取得公司 2% 的股份。腾讯直接投资 A 股市场游戏行业上市公司,此次尚属首例。
电信	2017.8	中国联通	腾讯入股 110 亿、百度入股 70 亿、京东入股 50 亿、阿里入股 43.3 亿、苏宁入股 40 亿,共同拿下联通 14.76% 的股份。其中,腾讯持股 5.18%。

资料来源:公司公告、招商证券

二、技术的行业延伸方向

一般计算机通用技术的发展总是率先在政府部门、国防领域率先得到应用,正如世界第一台计算机的诞生源于二战期间弹道问题的研究,万维网问世于欧洲核研究所。新的技术变革的价值往往难以估量,而其成熟应用必然需要高昂的资本和人力投入,所以几乎在任何先进国家,计算机的发展首先都是为国防服务,应用于国家战略部署上。高应用门槛,再叠加财富效应的驱动,金融领域成为行业延伸的第一方向。

海外的网络可视化龙头 Palantir,曾经作为 FBI 的神秘侍卫,后从政府走向公众商业,第一步就是金融。从 2010 年签下第一个金融行业客户 JPMorgan,到 2013 年拿下美国证监会 1.96 亿美元大单,Palantir 依靠政府客户带来显著的品牌效应和技术领先性,从金融领域开始开拓到后来越来越多的商业化服务,实现行业延伸突破估值瓶颈。

换句话说,政府部门的技术实践往往具有前瞻性。政务云建设已实施多年,全行业

的云计算落地指日可待；大数据和人工智能在安防领域的成熟应用我们大家有目共睹，还有什么理由不相信云计算、大数据和人工智能这些技术将会在越来越多的场景落地？

图 1：“深眸”实现人物多重信息提取和事件监测



资料来源：海康威视、招商证券

图 2：海康“神补”实现车辆特征精准识别



资料来源：海康威视、招商证券

技术的普及性更迭都要面临成本效益比的权衡，新技术能够带来的效益越高，技术更迭的速度就会越快。云计算对基础计算资源的解放让大数据的价值得到释放，除了自带财富效应的金融领域外，医疗是一大重要的资源领域。医疗大数据主要掌控在相对封闭的基层医疗机构，而互联网巨头对于医疗机构的渗透还止步于移动支付，医疗信息化龙头对于巨头的价值不言而喻。

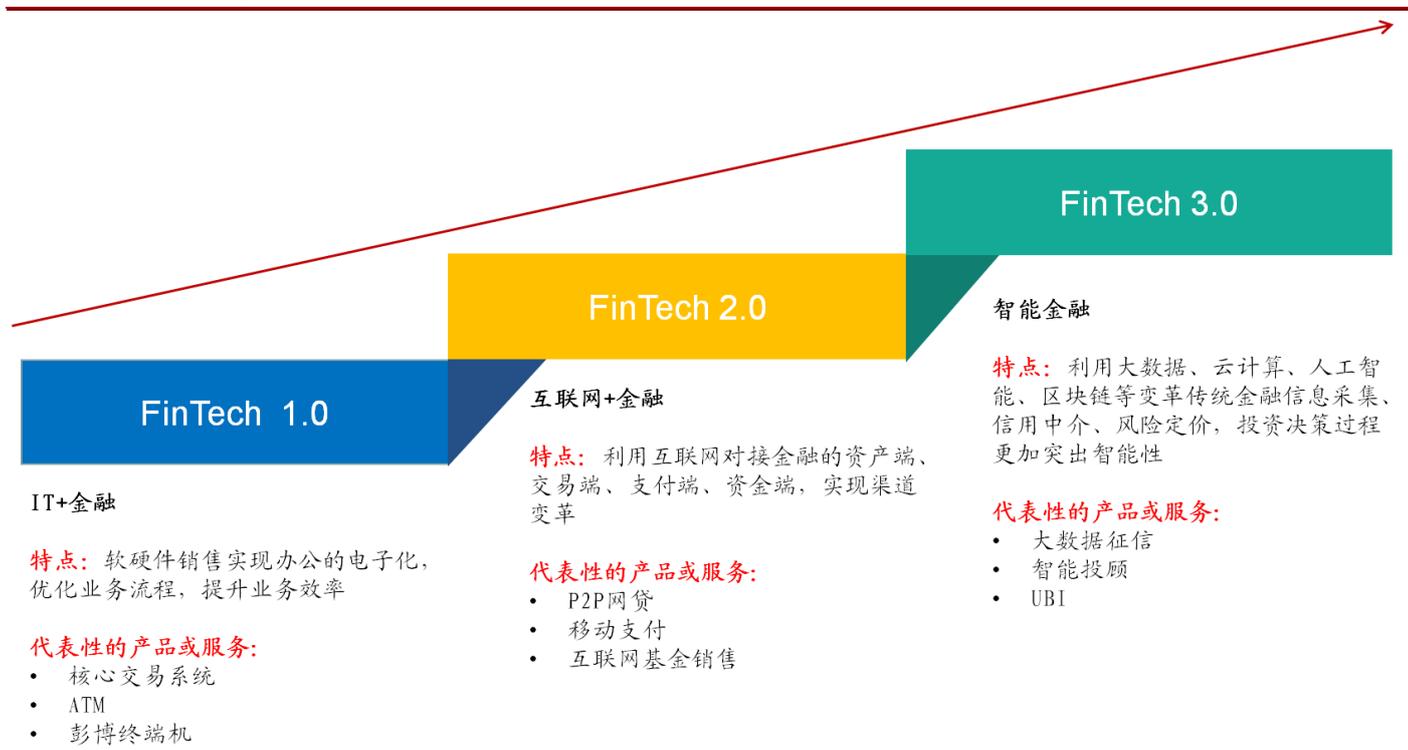
三、银行信息化的变革

巨头的参股让市场上沉寂已久的银行 IT 公司重回公众的视野，要摸索产业资本角逐背后的逻辑，势必要了解银行信息化行业正在发生的变革。**Fintech 的含义及实践**已经从互联网金融向智能金融变迁，银行产品业务也从资产端、交易端、支付端、资金端、渠道端的创新，逐渐迈向大数据、云计算、人工智能、区块链等技术的场景渗透，与之伴随的是分布式架构、云服务平台等在庞大的银行 IT 市场的变革。

1、从互联网金融到智能金融

“现象级”货币基金“余额宝”开启了我国互联网金融的大浪潮，但如今移动支付、P2P 网贷等早已成为我们生活周围的“常识”。大量的互联网+金融创新也带来了众多的风险因子，大数据征信、智能投顾等成为金融机构追捧的技术新宠。

图 3: Fintech 的发展变迁历程



资料来源: PWC、招商证券

如果用 Fintech 作为整个金融行业信息化实践 (而非概念主题) 的概括描述的话, 大体的进程可以划分为三个阶段:

1) 1998 年开始的电子金融阶段, 以会计账务电子化, 银行构建核心系统为主要特点, 那时银行的业务主要是存款、贷款、汇款;

2) 2008 年前后开始的互联网金融阶段, 互联网/移动互联网快速普及, 银行开始积极寻求资产端、交易端、支付端、资金端以及渠道端的变革创新。网上银行、手机银行、直销银行和网络理财等相继出现, 而后互联网基金销售、移动支付、P2P 网贷等如雨后春笋;

3) 2016 年前后开始的智能金融阶段, 人工智能/区块链/云计算/大数据等技术的场

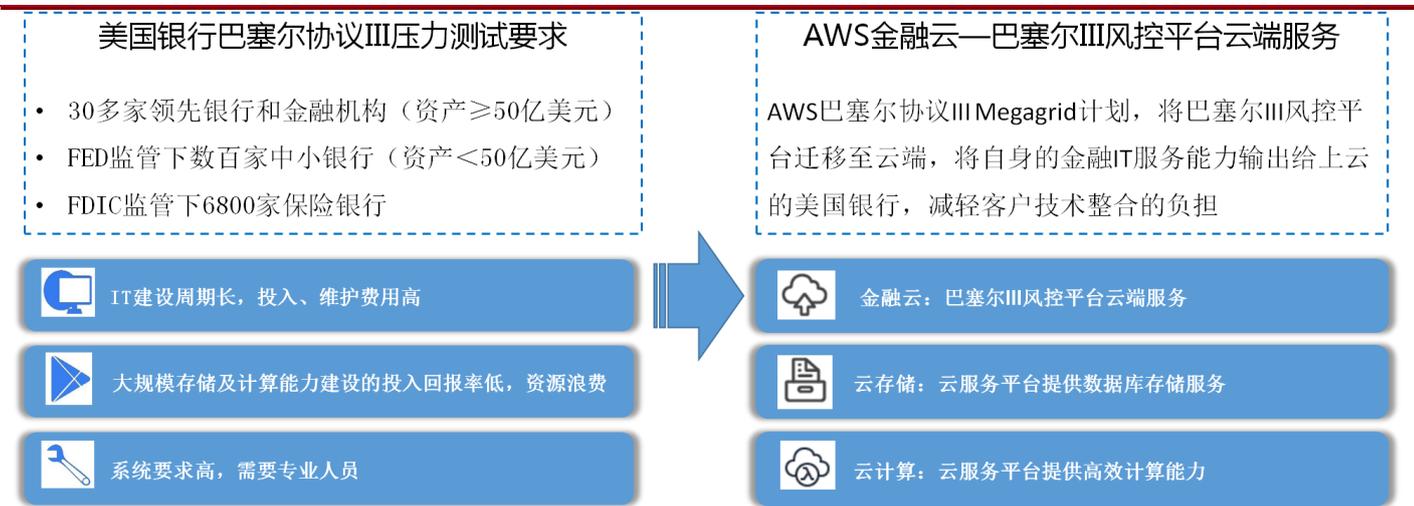
景化应用逐步开始落地，投资决策过程中智能性愈加突出，智能投顾、智能风控、智能客服等相继出现。

于一波波的炒作、追捧和质疑中，金融机构的产品及服务形态已经发生了显著的递进变化，云计算和大数据的场景化应用逐层渗透，Fintech 的含义和实践也已经从互联网金融跨向了智能金融。

2、分布式架构及云服务平台的推进

从 AWS 为美国银行执行全球银行业监管标杆“巴塞尔协议 III”压力测试开始，就注定金融云服务将不再只是资本市场炒作的一个主题。AWS 金融云将巴塞尔 III 风控平台迁移至云端，将自身的金融 IT 服务能力输出给上云的美国银行，减轻客户技术整合的负担。云计算的规模效应和按需、弹性的优势逐渐被产业论证和接受。

图 4：云计算在美国银行业的应用实例



资料来源：PWC、招商证券

面对互联网带来的数据量爆发等问题，云计算分布式架构通过以下四个方面应对互联网带来的挑战：

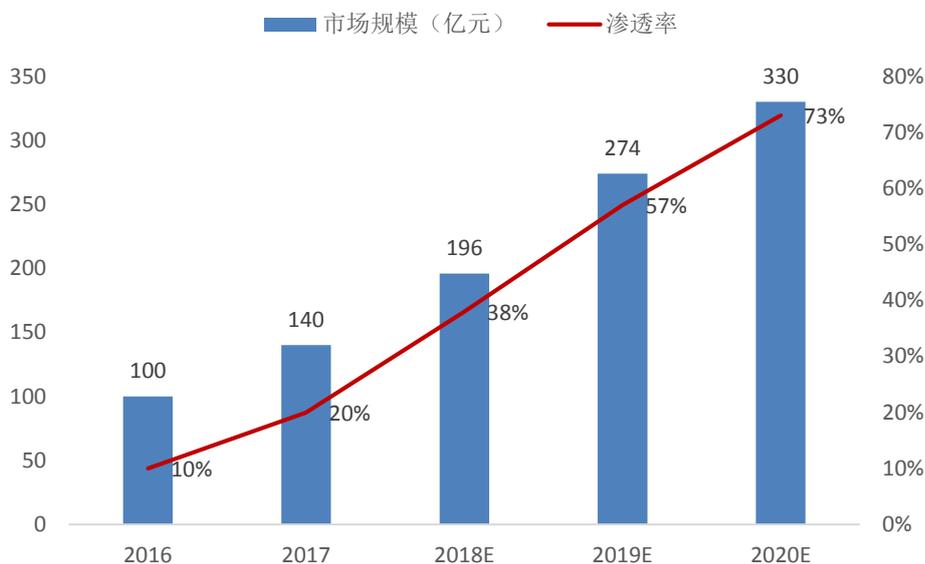
- 1) 大并发：**通过服务层的分布式，将核心系统拆分为多个子系统，每个子系统又可以按需部署多份实例，从而实现压力分解。
- 2) 大数据量：**通过数据层的分布式，将数据分布到多个物理节点上，可以从容的应对大数据量带来的压力。
- 3) 浪涌现象：**在服务和数据分布式的前提下，配合缓存的分布式体系，加上适当的样本部署、延迟入账等各种技术手段，就能应对秒杀或浪涌的现象。
- 4) 敏捷灵活：**服务层分布式将核心业务拆成更细的单元，可以按照微服务的理念，不仅可以快速应对变化，可以很快控制风险。

分布式架构凭借高扩展性、高性能、高处理能力、低成本、高可用性、高灵活性和自主可控等优势成为配合银行变革创新的不二 IT 架构之选。

目前我国金融云市场还处在初步发展阶段，市场渗透率低，增长迅速。2017 年 6

月《中国金融业务信息技术“十三五”发展规划》鼓励金融业全面云化，在政策的大力推动下，通过 IaaS 层面的私有云及公有云服务和 API 调用云服务模式，大小金融机构的 IT 差距得以拉小，2020 年国内金融云服务市场规模有望达到 330 亿元人民币，渗透率有望超过 70%。

图 5：我国金融云服务市场规模及渗透率预测



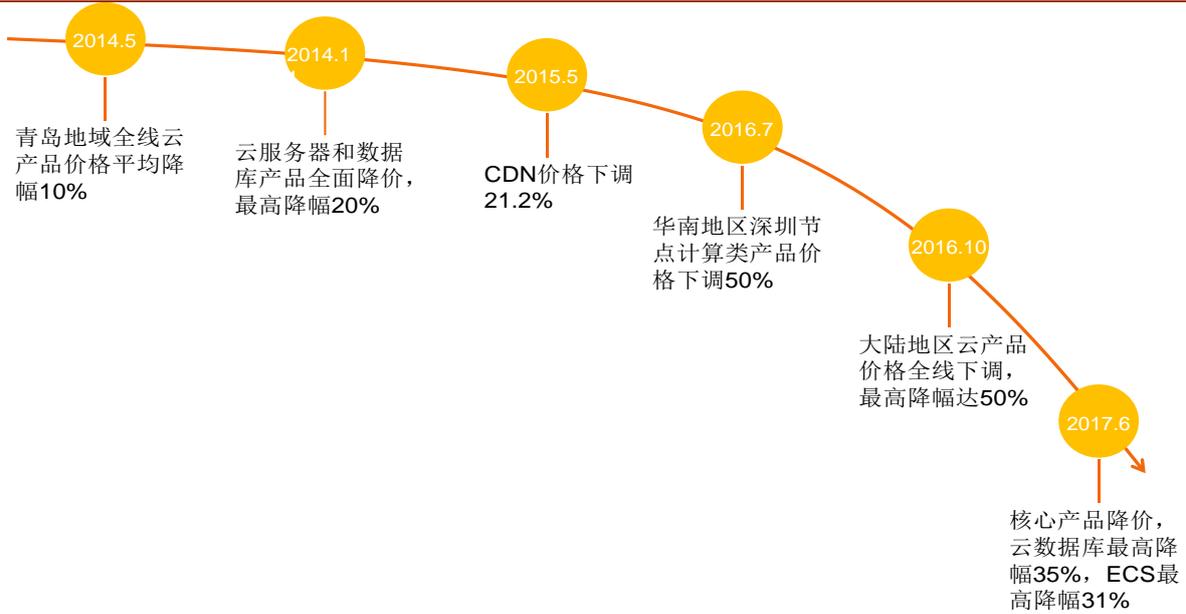
资料来源：PWC、招商证券

四、破资源壁垒，降创新门槛

1、巨头的云计算之争

阿里、腾讯 IaaS 持续降价。腾讯云在 2018 “云+未来”峰会上宣布新一轮核心产品价格下调，包括 CVM 多款产品降价，AMD 标准型实例降价 30%，搭载英伟达 P40 卡的 GPU 机型 GN8 在西南地区降价 20%，而为批量计算量身打造的离线计算机型降价 50%。同时，CDN 官网也全线降价，最高降幅达 20%，西南区（成都、重庆）数据库全线产品降价 30%，COS 存储西南区（成都、重庆）降价 24%，低于行业均价 33%，达到全球最低价。此外腾讯云还宣布数十种 AI 应用服务将能够免费接入。2014 年至今，阿里云每年降价十余次，年降幅高达 30%。

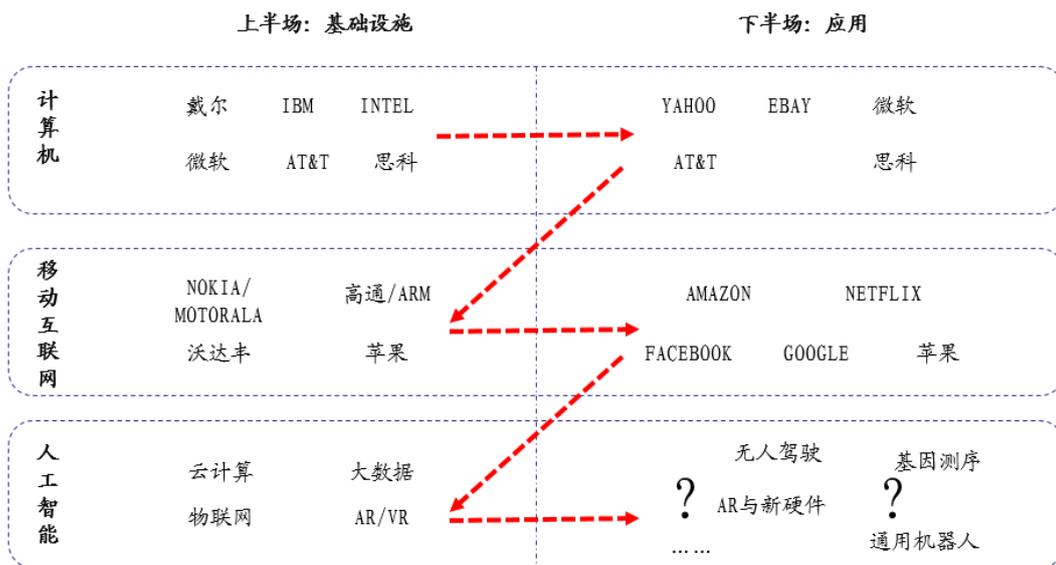
图 6: 阿里云产品价格持续下调



资料来源: 阿里云官网、招商证券

巨头角逐释放 IaaS 红利, 推动下半场 SaaS 全面爆发。腾讯云大举降价全面杀入云计算基础设施市场, 阿里云凭借强大的规模效应, 持续降价仍不挡营收三位数增长, 同时亏损持续收窄, 在 IaaS 这一资本壁垒深筑的市场, 巨头的角逐一方面折射出云计算巨大的空间容量, 规模效应还有大量亟待释放的空间, 我们预计价格有望进一步下调释放更多的 IaaS 红利; 另一方面, 每一轮科技周期分为上下半场, IaaS 层全面爆发, 巨头打破资源获取壁垒降低创新门槛后, 企业节省的 IT 支出将赋能更多创新软件服务应用的投入, SaaS 大幕开启且市场规模将数倍于 IaaS。

图 7: 每一轮科技周期分为上下半场



资料来源: 招商证券

IT 基础设施铺垫, 应用变革拉开下半场帷幕。亚马逊 2005 年率先提供云计算服务, 第一次打破硬件服务和软件服务之间的隔断, 推动服务器门槛被打破, IT 基础设施正经

历前所未有的技术变革。“安迪比尔定律”概括了硬件和软件的相互依存和相互促进关系，每一轮的科技周期也必将分为上下半场。作为基础设施的云计算 IaaS 层已全面爆发，更为广阔的企业级应用服务大幕才刚刚开启。

2、云计算是智能化的引擎

云计算将是智能化时代的“心脏”。腾讯希望基于云构建“人联网”、“物联网”和“智联网”，打破信息孤岛，掌握更底层的前沿技术以深化物理世界和数字世界的连接，进而与合作伙伴一起构建智联网助力各行各业和政府建立自己的超级大脑。阿里将物联网上升至第五大战略，物联网亦是阿里云今年云栖大会最重要的主题。如果将 AI 比作智能化时代的“大脑”，那么云计算将是“心脏”，大数据是纵贯全身的“血液”，而物联网即是遍布全身的“神经系统”，云计算是智能化的重要基础和引擎。

阿里、腾讯等互联网巨头对 B 端细分领域龙头的争夺，是积极寻求将自身云服务、大数据、人工智能等基础架构产品技术推向具体细分领域的落地；是对大数据资源的跑马圈地；是对物联网入口的抢夺以最终逐鹿智能化时代。

投资建议

海外云计算市场已非常成熟，亚马逊、微软、Salesforce 等股价数十倍的涨幅都已证明云计算公司的巨大投资价值。相比之下，国内云计算市场正处于爆发初期，阿里云连续 12 个季度翻倍增长，阿里云、腾讯云竞相持续降价，打破资源壁垒，降低云计算架构下的创新门槛。此番对 B 端企业的竞相入股一方面将加速巨头自身产品业务在细分领域的落地，另一方面将有力推动 SaaS 产业的发展。

因此，我们从两个方面推荐具体标的：1) 巨头的角逐入股将推动细分领域龙头的价值重估，重点推荐：润和软件、恒生电子、卫宁健康、高伟达；2) 具有长期持续成长性的公有云能力公司，重点推荐：用友网络、金蝶国际(港股)、广联达、泛微网络。

风险提示：技术落后风险；云计算进展不达预期。

表 7: 可比公司估值对比表

公司名称	证券代码	2017EPS	2018EPS	2019EPS	2018PE	2019PE	PB	市值(亿)
用友网络	600588.SH	0.27	0.47	0.76	53.9	33.3	8.6	481
广联达	002410.SZ	0.42	0.54	0.70	50.8	39.2	10.8	307
泛微网络	603039.SH	1.31	1.69	2.43	47.0	32.7	13.5	81
润和软件	300339.SZ	0.35	0.46	0.62	27.6	20.5	2.3	101
恒生电子	600570.SH	0.76	0.87	1.13	66.5	51.2	12.0	358
卫宁健康	300253.SZ	0.14	0.23	0.33	58.3	40.7	7.9	217
高伟达	300465.SZ	0.18	0.27	0.37	37.5	27.4	4.2	46
金蝶国际	0268.HK	0.11	0.11	0.15	80.9	59.3	6.1	292

资料来源: Wind、招商证券

参考报告:

《大风起兮“云”飞扬——云计算行业专题报告》2018/4/17

《阿里云：打开中国云计算潘多拉魔盒——阿里云财报深度点评》2018/5/6

《巨头角逐，迈向云计算红利时代——腾讯云降价点评》2018/5/24

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

张陈乾：招商证券计算机行业高级分析师，北京邮电大学学士、硕士，4 年公募基金，保险资管从业经验。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

范跌蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。