

本报告的主要看点:

1. 对 Ucloud 的差异化竞争优势及未来成长进行分析, 并结合企业成长周期及行业特性进行估值

科创板计算机研究: Ucloud—巨头间起舞, 差异化竞争是破局关键

基本结论

- **巨头围攻下快速成长, 技术及产品化能力趋向成熟。**Ucloud 是国内领先的第三方云计算厂商, 成立后仅用 5 年时间便实现扭亏为盈。从财务指标看, 2018 年公司实现营业收入 11.87 亿, 同比增长 41.39%; 经营现金流达 4.46 亿元, 同比增长 130.77%; 利润尚未进入大规模释放期。从客户粘性看, 2018 年客户 ARPU 值提升至 9.18 万元, 同比增长 25.93%; 客户留存率首次突破 90%, 印证公司技术及产品化能力走向成熟。营收结构方面, 公司自游戏领域起家, 随后拓展互联网及传统行业, 营收结构走向多元。我们认为, 伴随我国云计算发展由 Cloud 1.0 向 2.0 过渡, 传统企业上云将成为公司未来成长的主要推动力, 预计 2021 年传统行业营收占比超过 30%。
- **中立、内资、贴近需求, 差异化定位是破局关键。**我们认为, 公司在国内云计算市场具备较为显著的差异化竞争优势: 1) **中立**—国内份额前十厂商中唯一创业企业, 坚持不做上层应用, 不碰客户业务的经营战略。2) **内资属性**—更易获取党政军客户青睐, 中移动入股后有望获得更多资源支持和协同效应。3) **贴近需求**—国内首家以直销模式切入市场的云计算公司, 2018 年公司销售人数占比超过 27%。直销模式能够更深入沟通客户需求, 提供主动服务, 同时将各垂直领域的项目及解决方案经验迅速沉淀迭代。
- 我国云计算市场竞争格局尚未稳定, 华为、浪潮、微软等正加速追赶, 巨头挤压下公司市场份额存在一定下滑风险; 但我们仍看好公司凭借差异化定位在细分市场中占据相对优势, **长期看未来份额有望稳定在 3~4%, 排名稳定在 8-10 名。**
- **初创期向成长期过渡, EV/EBITDA 及 PCF 估值适用性高, 预计合理市值 160-200 亿。**我们结合企业成长的生命周期及行业特性对 Ucloud 进行估值。从生命周期看, 公司客户 ARPU 值及留存率稳健提升, 利润实现扭亏为盈, 正逐渐由初创期向成长期过渡。从行业特性看, IaaS 厂商重资产、研发投入的特性, 每年大量的折旧摊销会掩盖利润, EBITDA 及经营现金流更能反映公司经营实际。我们认为, Ucloud 是国内首家上市的全内资公有云厂商, 初登科创板能够享受较高溢价。综合 EV/EBITDA 及 PCF 两种方法, 给予 2019 年 35 倍 EV/EBITDA 及 28 倍 PCF, 认为公司合理市值约为 160-200 亿。长期看, 估值有望稳定在 22 倍 EV/EBITDA 及 18 倍 PCF 水平。

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

罗露 联系人
luolu@gjzq.com.cn

投资建议

- 我国云计算仍处发展初期, 看好国内市场未来 3-5 年的高速增长。建议关注 SaaS 龙头厂商金蝶国际、用友网络, IDC 龙头光环新网, 服务器龙头浪潮信息, 具备差异化优势的公有云厂商 Ucloud。

风险提示

- 国内云计算市场竞争加剧; 公有云市场对外开放导致竞争格局生变; 企业上云进程不及预期。

内容目录

一、巨头围攻下快速成长，份额仍存下滑风险.....	3
二、中立、内资、贴近需求，差异化定位是破局关键.....	6
三、Ucloud 2019-2021 业绩预测	8
四、初创期到成长期的过渡，预计市值 160-200 亿.....	10
五、风险提示.....	12

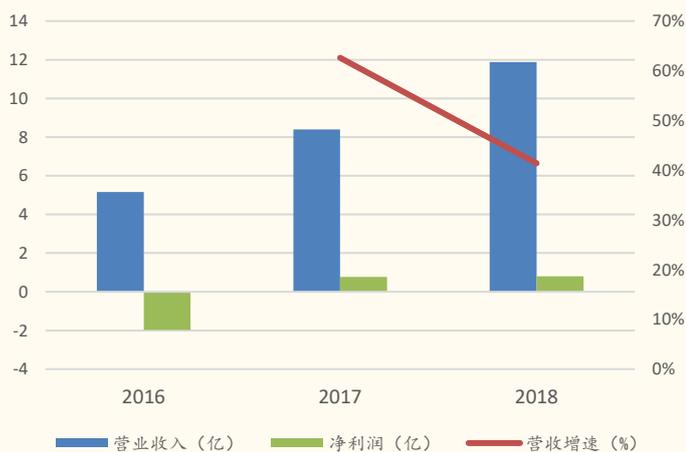
图表目录

图表 1: Ucloud 净利润实现转正	3
图表 2: Ucloud 各业务毛利走势，公有云贡献最多	3
图表 3: Ucloud 营收结构走向均衡	3
图表 4: 预计 2020 年传统企业用云量占比超 10%.....	3
图表 5: 海外市场收入占比超过 10%.....	4
图表 6: 2018 混合云收入增速超过 183%.....	4
图表 7: 公司公有云客户留存率不断提升.....	5
图表 8: 预收款及经营现金流稳健增长（亿元）	5
图表 9: 2017H1 Ucloud 市场份额排名第五.....	5
图表 10: 2018H1 Ucloud 份额及排名下滑	5
图表 11: 2018 年全球 IaaS 市场 TOP5 份额超 70%	6
图表 12: 主流公有云厂商 2018 年收入增速	6
图表 13: Ucloud 募投项目情况.....	6
图表 14: Ucloud 主要客户	7
图表 15: Ucloud 销售及研发人员中占比提升.....	8
图表 16: Ucloud 营收预测（亿元）	8
图表 17: 2018 年移动互联及互动娱乐为收入主要来源.....	9
图表 18: 预计 2021 年传统行业营收占比超 30%.....	9
图表 19: Ucloud 2019-2021 利润表预测.....	9
图表 20: 不同成长阶段的估值方法差异	11
图表 21: 伴随云业务布局深化，折旧与摊销比重大幅提升	11
图表 22: PE 波动性过大，EV/EBITDA 更稳定	11
图表 23: 行业 EV/EBITDA 倍数约 20-40 倍	12
图表 24: 国际公有云巨头 PCF 倍数稳定在 15-35 倍	12

一、巨头围攻下快速成长，份额仍存下滑风险

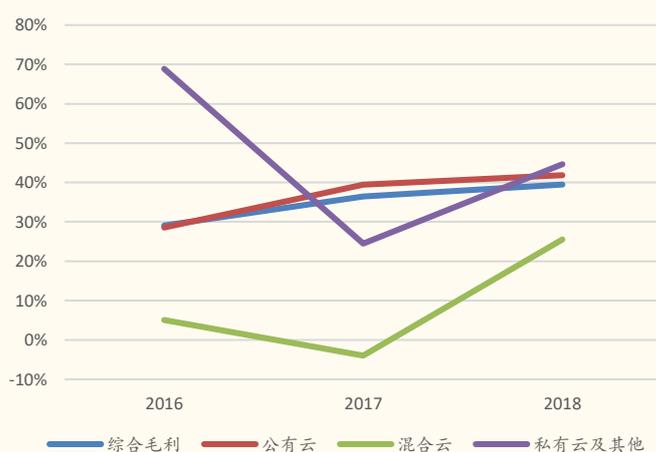
国内领先的公有云厂商，营收稳健增长，利润扭亏为盈。Ucloud 是国内领先的第三方云计算厂商，服务涵盖公有云、私有云、混合云等多种模式。目前公司在亚太、北美、欧洲等全球拥有 29 个可用区，覆盖 23 个地域，服务企业级客户上万家。2018 年公司实现营业收入 11.87 亿，同比增长 41.39%；实现归母净利润 8032.95，同比增长 4.54%。受益于客户体量增长带来的资源利用率提升，公司综合毛利率稳健增长，2018 年达 39.48%。其中公有云贡献 90% 以上毛利，为核心盈利业务。

图表 1: Ucloud 净利润实现转正



来源：招股说明书，国金证券研究所

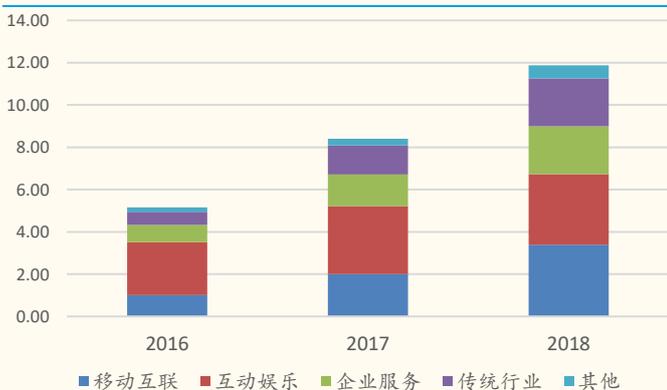
图表 2: Ucloud 各业务毛利走势，公有云贡献最多



来源：招股说明书，国金证券研究所

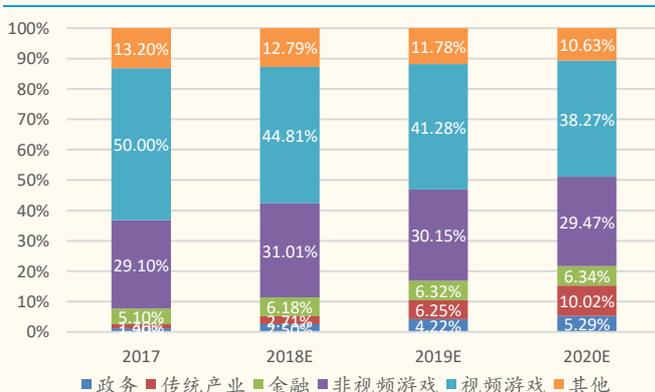
营收结构走向均衡，传统企业或成未来成长新动力。公司自游戏领域起家，随后拓展互联网、金融、教育等行业，营收逐渐走向多元。游戏所在的互动娱乐板块营收占比由 16 年的 48.64% 下滑至 18 年的 28.14%；互联网占比两年提升 9.24pp 至 28.58%；传统行业收入占比快速增长，16-18 年提升 6.86pp 至 18.91%。

图表 3: Ucloud 营收结构走向均衡



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 4: 预计 2020 年传统企业用云量占比超 10%



来源：招股说明书，国金证券研究所

我们认为，云计算的发展可以划分为两个阶段：Cloud 1.0 时代，市场以互联网企业为主，此阶段以美国的亚马逊、谷歌，中国的阿里巴巴、腾讯等

企业为代表。Cloud 2.0 时代，伴随技术成熟完善，传统企业开始逐渐将业务上云。我国目前正处于 1.0 到 2.0 的过渡阶段，受益于公共服务数字化进程加快、政府推动传统企业上云力度加强，我们预计，2019-2020 年政务及传统行业用云量将快速增长，2020 年传统行业用云量占比将超 10%。

Ucloud 近年来逐渐将经营重心向金融、教育、零售、制造等传统行业客户转移，我们认为，伴随云计算在传统行业渗透率提升，传统企业上云将成为公司未来成长的主要推动力，预计 2021 年传统行业营收占比超过 30%。

海外市场及混合云业务逐渐放量。公司在海外市场的发展主要伴随国内客户的出海需求，如 2018 年世界杯带动中国赞助商对俄罗斯的出海云服务需求骤增，公司顺应客户需求，实现了俄罗斯云服务每月 100% 的增长。2018 年公司实现海外收入 1.19 亿元，占总收入比例达 10.03%。

在云计算部署方式逐渐趋向混合化背景下，公司发力混合云市场并实现了迅速增长。2018 年混合云业务培育成熟，实现收入 1.39 亿元，同比增长 182.44%；同时盈利水平显著提升，毛利由 17 年的-3.98%提升至 18 年的 25.52%。

图表 5：海外市场收入占比超过 10%



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 6：2018 混合云收入增速超过 183%



来源：招股说明书，国金证券研究所

客户数及 ARPU 值快速增长，留存率持续提升，产品化能力不断走强；预收款及经营现金流高速增长，先行指标保障未来稳健成长。截至 2018 年末，公司公有云平台注册用户数达 14.45 万名，2018 年公有云消费 ID 数达 1.29 万个；ARPU 值提升至 9.18 万元，同比增长 25.93%；留存率首次突破 90%。我们认为，ARPU 值及留存率的提升印证公司产品化能力正走向成熟。从财务指标来看，2018 年公司预收款项达 1.26 亿元，其中超过 97% 均来自充值预收款，CAGR 达 21.9%。2018 年经营现金净流量达 4.46 亿，CAGR 达 125.4%。预收款及经营现金流等先行指标稳健增长预示公司未来发展状况良好。

图表 7：公司公有云客户留存率不断提升

项目	2016	2017	2018
期末注册用户数据	84510	104796	144472
消费 ID 数	12178	11518	12930
ARPU 值	42410	72911.9	91835.5
次月留存率	86.60%	88.85%	90.66%

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 8：预收款及经营现金流稳健增长（亿元）

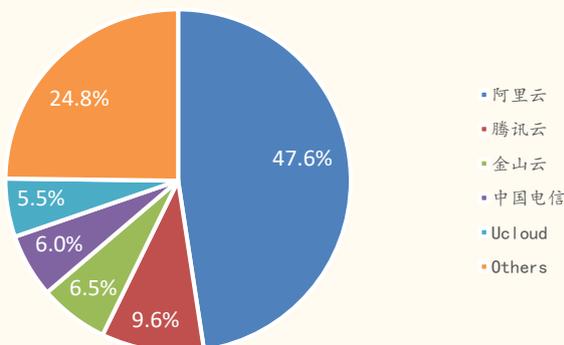


来源：招股说明书，国金证券研究所

2018H1 国内公有云份额 4.8%，国内公有云市场竞争激烈，份额仍有下滑风险。据 IDC 数据，2018 上半年 Ucloud 在我国公有云市场份额达 4.8%，排名第六；对比上年同期，Ucloud 份额下滑 0.7pp，排名下滑一位。IaaS 市场具备重资产、重研发、高投入的特性，行业进入壁垒较高且规模效应显著。从全球发展历程看，Top5 厂商市场份额由 2015 年的 50.1% 提升至 2018 年的 74.9%。从国内发展情况看，BAT、华为、AWS 等巨头对云计算市场的投入力度愈发强烈；从增速来看，2018 年阿里云收入增长 91.2%、腾讯云达 104.7%、金山云达 66.4%；对比之下，Ucloud 41.4% 的增长略显逊色。

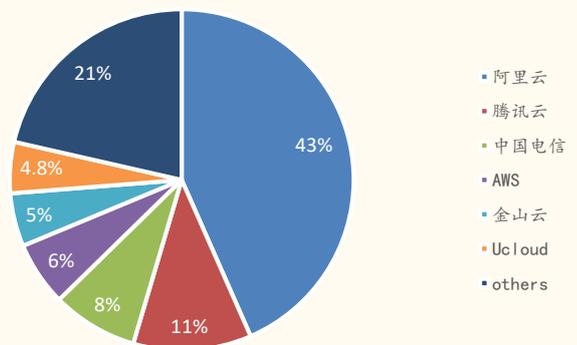
我们认为，IaaS 市场份额向巨头集中的趋势具备一定必然性，考虑到巨头资本投入力度增强，以及云计算市场对外资开放可能性，Ucloud 份额在未来存在一定下滑风险。公司凭借中立、内资的差异化定位在细分领域仍具备较强竞争力，且登陆科创板能够获得更大资金支持以拓展市场。整体来看，虽然未来发展上存在巨头竞争挤压的风险，但公司具备一定安全边际，长期来看预计公司份额有望稳定在 3~4%。

图表 9：2017H1 Ucloud 市场份额排名第五



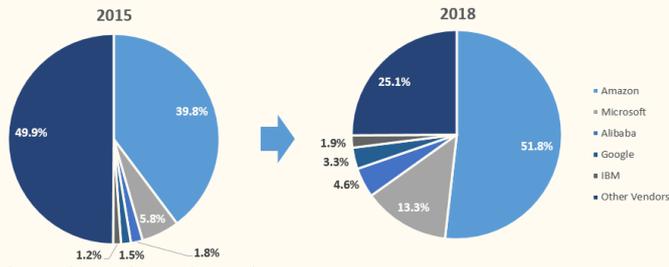
来源：IDC，国金证券研究所

图表 10：2018H1 Ucloud 份额及排名下滑



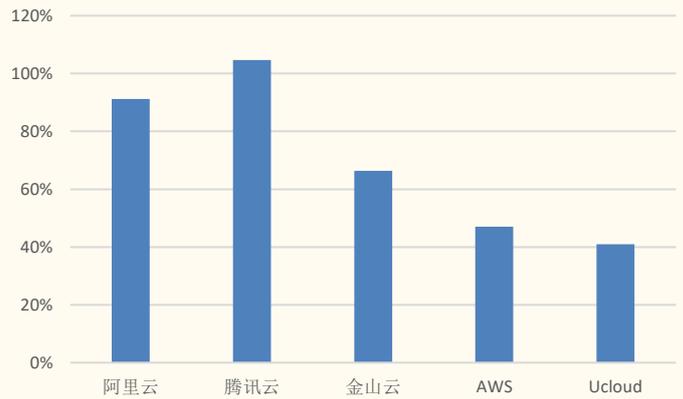
来源：IDC，国金证券研究所

图表 11: 2018 年全球 IaaS 市场 TOP5 份额超 70%



来源: Gartner, 国金证券研究所

图表 12: 主流公有云厂商 2018 年收入增速



来源: 公司公告, 招股说明书, 国金证券研究所

募集 47.48 亿元, 补充资金短板, 强化资源部署及技术能力。公司本次募集资金主要用于 4 个项目, 项目总投资投入 69.47 亿元, 募集资金 47.48 亿元。云计算 IaaS 市场是重资产、高技术投入行业, 我们认为, 本次募集能够大幅强化公司资源部署及核心技术能力, 提升未来在国内 IaaS 市场竞争力。

图表 13: Ucloud 募投项目情况

项目名称	投资总额	拟投入募集资金	建设期 (年)
多媒体云平台项目	10.46	10.46	5
网络环境下应用数据安全流通平台项目	2.20	2.20	5
新一代人工智能服务平台项目	8.80	8.80	5
内蒙古乌兰察布市集宁区优刻得数据中心项目	48.00	26.01	7
合计	69.47	47.48	-

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

二、中立、内资、贴近需求, 差异化定位是破局关键

公司是国内云计算市场前十名中唯一创业企业, 2012 年成立后, 仅用 5 年时间便实现盈利。我们认为, 公司在国内云计算市场具备较为显著的差异化竞争优势, 中立、内资及贴近需求的特性是其能够在巨头竞争中迅速成长的关键。我国云计算市场竞争格局尚未稳定, 华为、浪潮、微软等正加速追赶, 巨头挤压下公司市场份额具备一定下滑风险; 但我们仍然看好公司凭借差异化优势在细分市场占据相对优势, 长期看未来份额有望稳定在 3~4%, 排名稳定在 8-10 名。

中立—不做上层应用, 不碰客户业务。国内份额前十的公有云厂商中, 除 Ucloud 外 9 家均是转型企业。阿里主业涉及电商、金融、物流等, 腾讯经营移动社交、游戏等, 华为涉及运营商业业务、智能终端、车联网等; 其他公有云厂商主业均会与部分客户会产生竞争关系, 这也为 Ucloud 的业务发展提供机会。公司是国内最大的独立公有云厂商, 一直强调专注于云计算 IaaS+PaaS 领域, 不会触及应用, 避免与客户产生竞争。我们认为, Ucloud 的中立性使其能在与巨头业务产生竞争的客户群体中具备一定优势。

图表 14: Ucloud 主要客户



来源：公司官网，国金证券研究所

内资属性—更易获取党政军客户青睐，中移动入股后有望获得资源支持和协同效应。公司于 2016 年拆除 VIE 架构，是国内稀缺的全内资公有云厂商。我们认为，全内资属性能够增强公司在党政军领域客户的竞争优势。2018 年公司获得中移动 9.6 亿元投资，我们认为，中移动与公司协同效应显著，国资委背景能够进一步为公司带来资源支撑，强化细分领域竞争力，保障未来稳健成长。

贴近需求—直销为主，深耕特定细分领域，灵活、定制化满足客户需求。公司是国内首家以直销模式切入市场的云计算公司，2018 年公司销售人员数量达 288，占比 27.3%。我们认为，直销模式是 Ucloud 差异化服务的关键所在：**1) 深入客户需求，快速沉淀解决方案能力。**直销模式能够让公司更深入的沟通客户的产品需求，提供更主动的服务，同时将各垂直领域的项目及解决方案经验迅速沉淀迭代；**2) 产品迭代迅速，渠道更新滞后。**公有云的技术及产品更新速度非常快，如 AWS 2017 年推出了 1430 新服务，平均每天有 4 项新服务面世。内部销售人员往往能比渠道商更快了解自身产品更新进程，向市场传递。

我们认为，Ucloud 在销售模式上的选择具备积极战略意义。类似阿里、腾讯及 AWS 等云计算巨头，资源及技术实力雄厚，在业务拓展上更多偏重大而全的覆盖，生态及渠道是推广服务的主要方式。对于 Ucloud 这类创业企业，在发展初期更多是专注小而美的细分市场，直销模式能够更加贴近客户需求加强对其的精细化把握，相对巨头提供更细致的差异化服务。

图表 15: Ucloud 销售及研发人员中占比提升



来源：招股说明书，国金证券研究所

三、Ucloud 2019-2021 业绩预测

营收预测：我们预计公司 2019-2021 营业收入分别为 16.75 亿、23.29 亿、31.30 亿；同比增速分别达 41.13%、39.04%、34.38%；其中移动互联网及传统行业发展仍然保持较高增速，互动娱乐业务预计保持个位数增长。

图表 16: Ucloud 营收预测 (亿元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
移动互联	1.00	2.00	3.39	5.25	7.62	10.67
互动娱乐	2.51	3.22	3.34	3.57	3.72	3.83
企业服务	0.82	1.50	2.27	3.41	4.60	5.98
传统行业	0.62	1.36	2.25	3.71	6.31	9.47
其他	0.21	0.32	0.62	0.81	1.05	1.36
合计	5.16	8.40	11.87	16.75	23.29	31.30

来源：招股说明书，国金证券研究所

我们预计 2021 年公司营收结构相比目前会有较大改变，主要原因：

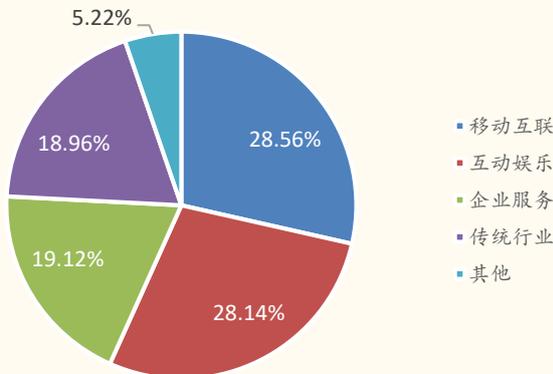
1) 互联网企业是云计算发展中最先上云的行业，海外的 Amazon、Facebook 及国内的阿里、腾讯等发展均印证这一路径。目前我国互联网行业上云速度及比重最高，预计未来板块仍能保持高速增长。至 2021 年公司移动互联业务占比提升至 34.08%。

2) 伴随我国云计算市场由 Cloud 1.0 向 Cloud 2.0 转型，党政军及传统企业上云比重提升，Ucloud 全内资背景在行业趋势下具备一定优势。此外，中移动入股后，预期能够进一步产生业务协同，开拓传统市场。预计至 2021 年传统行业收入占比达 30.25%。

3) 游戏行业类似一个个风口，企业生存周期短，能否获得迅速爆发具备一定偶然性，且在此领域腾讯已具备显著优势。从 2018 年收入情况来看，公司游戏业务增势已经放缓，我们认为伴随 Ucloud 向传统行业发力，未来

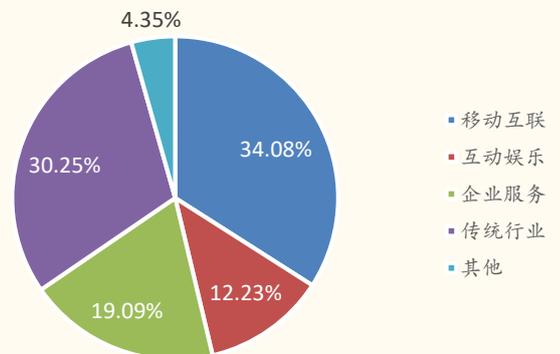
互动娱乐板块收入占比会逐渐下滑，业务保持个位数增长。预计至 2021 年收入占比降至 12.23%。

图表 17: 2018 年移动互联及互动娱乐为收入主要来源



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 18: 预计 2021 年传统行业营收占比超 30%



来源：招股说明书，国金证券研究所

利润表假设基础:

综合毛利率: 客户进入公司后，伴随使用时间增长 ARPU 至会有显著提升。Ucloud 年付费客户数 2016-2018 年仅增长 752 个，但 ARPU 由 4.24 万增长至 9.18 万，带动收入增长 129.9%。我们认为，一方面，伴随客户体量增加，ARPU 值增长，内部数据中心及服务利用效率提升，公司毛利率会有继续提升趋势。但考虑到未来云计算市场仍然处于激烈竞争态势，公司不具规模优势，或通过降价策略抢夺市场。总体上看，2019-2021 毛利率逐年小幅增长，分别为 39.8%、40.3%、40.7%。

销售费用: 公司过去主要以直销方式进行市场拓展，未来会在此基础上逐步增加渠道销售比重。销售费用会产生一定程度上涨，预计 2019-2021 年销售费用分别为 2.05 亿、2.89 亿、3.94 亿，销售费用率为 12.2%、12.4% 及 12.6%。

研发费用: 公有云业务需要大量研发投入，公司近年来提出 CBA 战略将向大数据及人工智能方面持续增加投入。预计研发费用占比未来仍会保持高位，2019-2021 年分别为 2.35 亿、3.2 亿、4.2 亿，研发费用率为 14%、13.7%、13.5%。

图表 19: Ucloud 2019-2021 利润表预测

损益表 (人民币百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	516.5	839.8	1,187.4	1,675.2	2,329.2	3,130.0
主营业务成本	366.3	533.6	718.7	1,008.5	1,390.5	1,856.1
%销售收入	-70.9%	-63.5%	-60.5%	-60.2%	-59.7%	-59.3%
毛利	150.2	306.2	468.8	666.7	938.7	1,273.9
%销售收入	29.1%	36.5%	39.5%	39.8%	40.3%	40.7%
营业税金及附加	-1.6	-1.3	-2.0	-3.0	-4.0	-5.6
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-103.6	-98.4	-141.5	-205.2	-288.8	-394.4
%销售收入	20.0%	11.7%	11.9%	12.2%	12.4%	12.6%
管理费用	-154.1	-104.3	-114.4	-160.0	-221.3	-294.2

%销售收入	29.8%	12.4%	9.6%	9.6%	9.5%	9.4%
研发费用	-98.0	-106.5	-160.5	-235.0	-320.0	-423.0
%销售收入	19.0%	12.7%	13.5%	14.0%	13.7%	13.5%
息税前利润 (EBIT)	-207.1	-4.3	50.4	63.5	104.6	156.7
%销售收入	n.a	n.a	4.2%	3.8%	4.5%	5.0%
财务费用	-6.3	14.1	32.5	30.0	23.0	32.0
%销售收入	1.2%	-1.7%	-2.7%	-1.8%	-1.0%	-1.0%
资产减值损失	-5.1	-4.3	-10.1	4.0	-3.0	-5.0
信用减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2.2	23.9	0.0	20.0	10.0	5.0
%税前利润	-1.0%	49.7%	0.0%	16.7%	6.6%	2.5%
其他收益	0.0	10.9	13.3	11.0	8.0	3.0
营业利润	-216.3	40.3	86.1	128.5	142.6	191.7
营业利润率	n.a	4.8%	7.2%	7.7%	6.1%	6.1%
营业外收支	5.5	7.7	-1.2	-9.0	8.0	5.0
税前利润	-210.8	48.1	84.8	119.5	150.6	196.7
利润率	n.a	5.7%	7.1%	7.1%	6.5%	6.3%
所得税	0.1	-11.2	7.7	13.0	13.1	17.9
所得税率	n.a	23.3%	-9.1%	-10.9%	8.7%	9.1%
净利润	-210.9	59.3	77.2	106.5	137.5	178.8
少数股东损益	-13.7	-17.6	-3.2	-3.0	-5.0	-6.0
归属于母公司的净利润	-197.2	76.8	80.3	109.5	142.5	184.8
净利率	n.a	9.1%	6.8%	6.5%	6.1%	5.9%

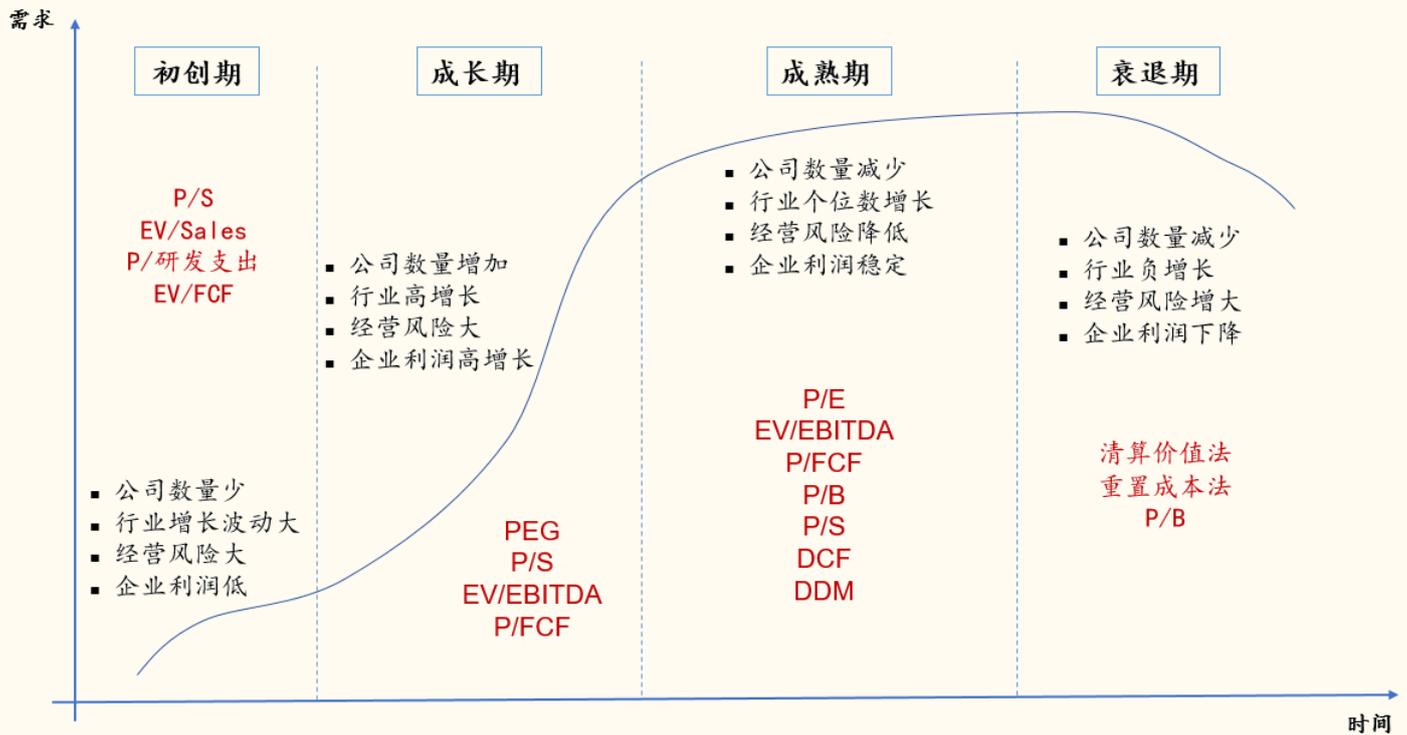
来源：招股说明书，国金证券研究所

四、初创期到成长期的过渡，预计市值 160-200 亿

在之前报告《科创板 ICT 研究：从生命周期及行业特性看科创企业估值方法》中，我们对科创板 ICT 企业的估值方法进行了研究。我们认为，对科创企业进行估值，需要综合企业发展所处生命周期及所在行业的具体特征选择合适的指标。

Ucloud 技术及产品化能力趋于成熟，客户 ARPU 值及留存率持续增长，逐渐由初创期向成长期过渡。从客户粘性来看，2018 年公司客户留存率达 90.66%，ARPU 值不断增长至 9.18 万元，印证公司产品化能力愈发成熟。从财务指标看，2017 年公司开始实现扭亏为盈，虽然利润尚未进入完全释放期，但经营现金流已实现快速增长，2018 年达 4.46 亿，同比增长 130%。我们认为，Ucloud 正逐渐由初创期向成长期过渡。这个时期应更多关注公司的成长性（增速）、EBITDA、经营现金流等指标。

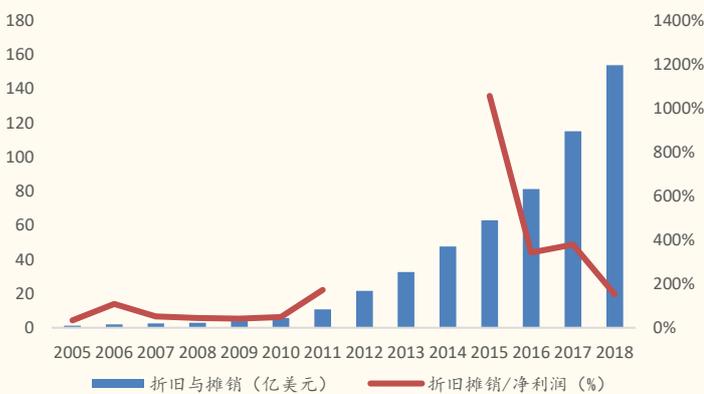
图表 20：不同成长阶段的估值方法差异



来源：公开资料，分析师整理，国金证券研究所

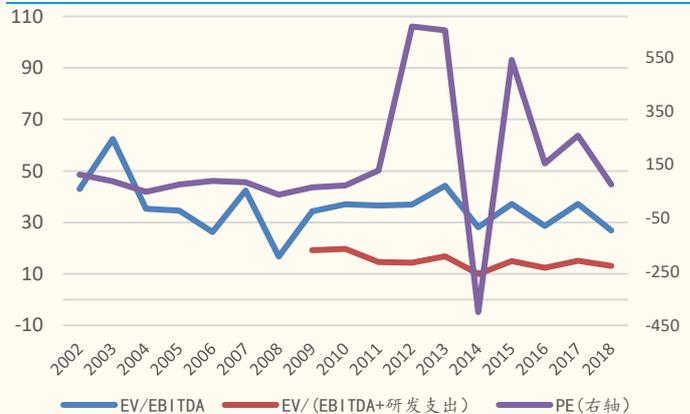
云计算 IaaS 厂商资产、研发高投入，关注 FCF、EBITDA 及研发支出。IaaS 厂商对数据中心建设投入较高，随之带来每年高水平的折旧及摊销。以 Amazon 为例，2005 年起布局 IaaS 市场后历年折旧摊销逐渐走高，2018 财年达 153 亿美元，为净利润的 1.5 倍。在此背景下，EBITDA 能够更好反映公司盈利水平。从 PE 来看公司似乎产生过高溢价，近两年一直在 100-300 倍之间，且走势呈显著波动性。但从 EV/EBITDA 走势来看，基本稳定在 20-40 倍之间；若考虑研发支出，EV/(EBITDA+研发支出) 维持在 10-15 倍水平；从这个角度看公司价值并未产生高估。

图表 21：伴随云业务布局深化，折旧与摊销比重大幅提升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 22：PE 波动性过大，EV/EBITDA 更稳定



来源：Bloomberg，国金证券研究所

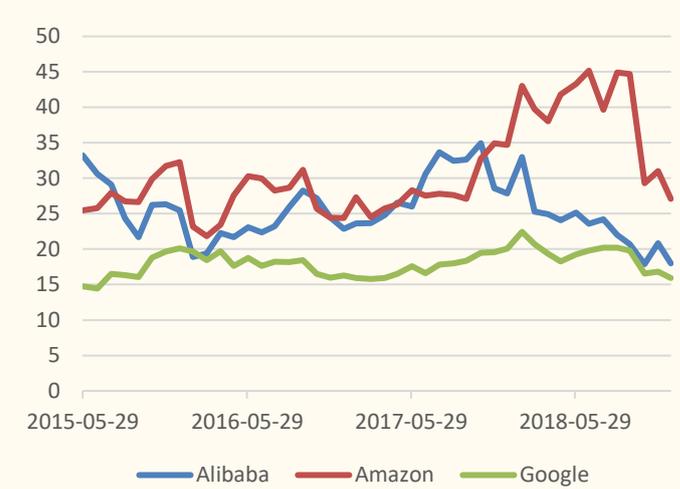
综上，根据 Ucloud 所处生命周期（初创期—成长期过渡）及 IaaS 行业重资产重研发的特性，我们选取 EV/EBITDA 及 PCF 两种方法对公司进行估值。

图表 23：行业 EV/EBITDA 倍数约 20-40 倍



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 24：国际公有云巨头 PCF 倍数稳定在 15-35 倍



来源：Wind, 国金证券研究所

我们预计公司 EBITDA 及经营现金流仍能保持较高增长，2019 年分别达 4.38 亿、7.14 亿元。从海外云计算厂商估值水平来看，EV/EBITDA 倍数基本稳定在 20-40 倍水平。我们认为，Ucloud 是国内首家上市的全内资公有云厂商，初登科创板能够享受较高溢价，预计 EV/EBITDA 有望达 35 倍，对应企业价值 153.3 亿，若以 2019 年资本结构测算，对应市值应在 160 亿左右。

国际公有云厂商 PCF 稳定在 15-35 倍，初期给予 28 倍估值，对应合理市值约 200 亿元。

综合两种方法，我们认为公司 2019 年合理市值约为 160-200 亿元。

五、风险提示

- 国内云计算市场竞争加剧；
- 公有云市场对外开放导致竞争格局生变；
- 企业上云进程不及预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH