

ICT 行业证券研究报告
2019 年 05 月 16 日

企业上云巨大蓝海，云计算持续高景气 ——云计算板块 18 年报&19 一季报总结

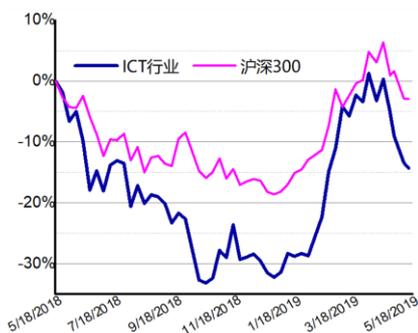
作者

分析师 李甜露
执业证书 S0110516090001
电话 010-56511916
邮件 litianlu@sczq.com.cn
研究助理 李嘉宝
电话 010-56511905
邮件 lijiaobao@sczq.com.cn

行业数据：ICT 行业 (电子、计算机、通信)

股票家数(家)	535
总市值(亿元)	61103.55
流通市值(亿元)	43133.39
年初至今涨跌幅(%)	24.93
每股收益(TTM,元)	0.19

ICT 行业近一年股价走势



相关研究

布局 5G “元”年
困局之下，科技股投资逻辑的
重新审视

投资要点

- ICT 行业中，企业上云是未来几年中最确定的趋势之一。本报告主要总结云计算板块 2018 年报和 2019 一季报。
- 业绩表现小结：在 2018 年高速增长的基数上，云计算板块的收入在 2019Q1 持续增长，环比增速有所扩大。2018 归母净利润增速受商誉等资产减值损失拖累，2019Q1 业绩增速强势反弹，位居 A 股行业类中第一。
- 股价表现小结：2018 年初至 2019 年 5 月 10 日，云计算板块上涨 19.14%，在 A 股的各行业中位居第三，仅次于农林牧渔和食品饮料，优于沪深 300 的-5.03%。
- 2018 年年报归母净利润增速最高的子板块为 PaaS（44.88%），其次为 SaaS（11.41%），最后为 IaaS（-68.53%）。2019Q1，PaaS 板块增速为 412.33%，IaaS 板块增速为 266.54%，SaaS 板块增速为 73.74%。板块重要财务指标方面，IaaS 板块的资产负债率有所减少，PaaS 板块毛利率持续高位且销售费用和管理费用率有明显降低，SaaS 板块净利率有一定提升。
- PaaS 及 SaaS 等软件板块有望实现相对较高的业绩增速。同时，软件行业基本以内销为主，能相对较好地规避贸易争端带来的可能性风险。在 PaaS 及 SaaS 服务商中，建议关注两类：1、有 AI 等协同性的底层技术能力的服务商较可能以平台型服务能力更好地抓住客户。2、在细分行业深耕，对客户业务深度理解，尤其是服务于 IT 架构非常传统、转型速度缓慢，但却是当前数字化风口上的“头雁”，对整个社会转型起到十分巨大示范作用的行业，如金融、政务、医疗和制造等垂直行业的优质供应商。
- 建议关注：东方通（中间件龙头）、用友网络（云平台及生态龙头）、佳都科技（领先的人工智能厂商，控股云从科技）、恒生电子（金融软件龙头）、宝信软件（工业软件龙头）、拓尔思（领先的 NLP 及大数据厂商）
- 风险提示：国际局势变动风险；政策落地不及预期风险；技术发展不及预期风险；行业竞争风险；汇率风险；股票价格波动风险；存货减值风险；并购风险；原材料价格波动风险；保留合适安全边际

目录

1	引言	3
2	业绩表现小结：收入环比扩大，业绩强势反弹	4
3	股价表现小结：在 A 股各行业中位居第三	6
4	细分行业及公司小结	7
	4.1 IaaS 板块：业绩改善明显，债务压力有一定缓解	8
	4.2 PaaS 板块：业绩增速达 412.33%，毛利率在云计算板块中持续最高	10
	4.3 SaaS 板块：业绩增速扩大，净利率有一定上升	11
5	投资建议	12
	5.1 投资逻辑：企业上云是国内巨大蓝海，建议关注两类软件服务商	12
	5.2 投资策略：注意持股公司登录科创板等概念升温及贸易战避险情绪	14
	5.3 建议关注标的	15
6	风险提示	16

图表目录

图表 1：云计算板块 2011Q1-2019Q1 各季度营业收入增长情况.....	4
图表 2：云计算板块 2011Q1-2019Q1 各季度归母净利润增长情况.....	5
图表 3：2018 年 A 股各板块归母净利润增速比较 (%)	5
图表 4：2019Q1 A 股各板块归母净利润增速比较 (%)	6
图表 5：2018 年初至今云计算板块与 ICT 行业及沪深 300 的走势比较.....	6
图表 6：2018 年 A 股各板块涨跌幅比较 (%)	7
图表 7：2019 年初至今 A 股各板块涨跌幅比较 (%)	7
图表 8：云计算板块及各子板块业绩情况.....	8
图表 9：IaaS 板块及公司业绩及主要财务指标.....	9
图表 10：PaaS 板块及公司业绩及主要财务指标.....	11
图表 11：SaaS 板块及公司业绩及主要财务指标.....	12

1 引言

在ICT (Information and Communication Technology, 信息和通信技术) 行业中, 企业上云是未来几年中最确定的趋势之一。

从需求侧来看, 企业要效率、要成本、要快速响应、互联网转型、移动端办公、小微企业数量增加、信息化程度提高、政策引导等因素使云服务成为必然。

从供给侧来看, 企业去IOE及IaaS的发展使云服务得到了基础设施层面的支持。中国网民规模超过欧洲人口总量, 是全球最大的互联网市场, 但是中国数据中心的规模却远远不及美国。据澎湃新闻报道, 腾讯是中国拥有服务器数量最多的公司, 但腾讯数据中心的服务器规模也仅有50多万台, 而亚马逊的数据中心有接近300万台的服务器, 微软也有200万台。需求和供给的巨大差距导致三大运营商及互联网巨头等将会持续投入基础设施建设。

从政策面来看, 近年中云服务领域的政策支持力度明显加大, 自上而下多层次推出政策支持企业上云, 政府出台一系列补贴政策为企业上云减轻了资金压力。

从世界范围来看, 美国的企业级云服务市场已经逐渐进入成熟期, 中国正处在高速增长期。

根据IDC发布的《中国公有云服务市场(2018下半年)跟踪》, 2018下半年中国公有云服务整体市场规模(IaaS/PaaS/SaaS)超40亿美元, 其中IaaS市场增速再创新高, 同比增长88.4%, 并预测2019年仍有望保持80%以上的高速增长; PaaS市场增速高达124.3%。2018年, 公有云市场后发厂商频频发力, 华为、百度、浪潮、京东等均得力于其强大的研发和生态实力, 实现了高达市场平均水平2-8倍的迅猛增长。据Gartner预测, 2019年全球公共云服务市场将增长17.5%, 达到2143亿美元。增长最快的分支市场是IaaS, 预计2019年将增长27.5%, PaaS市场将实现21.8%的增长率。到2022年, 预计云服务行业的增速将是整个IT服务的三倍。根据Gartner最近的调查, 超过1/3的企业将云投资视为三大投资重点。到2019年底, 超过30%的技术提供商的新软件投资将从云优先转向仅使用云。

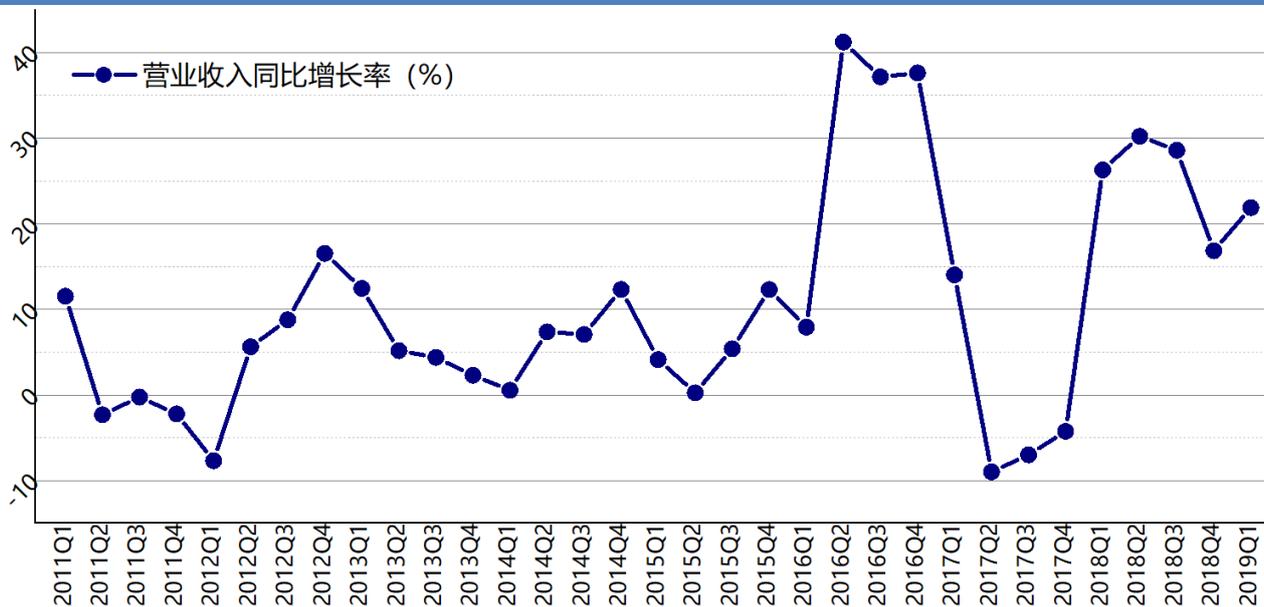
贸易战的压力在中短期很可能不会显著减小, 与国家战略息息相关且具有真实内需需求的细分行业在现今环境下具有真实驱动力, 更可能具有成长性。认为, 在现今环境下, 云计算行业具有较好的确定性且能较好地规避风险。

我们根据主营业务的相关性，剔除发生特殊状况的公司，从A股的ICT行业（申万电子、申万通信与中信计算机）中筛选出29家上市公司构成云计算板块。本报告中我们主要对云计算板块的2018年报和2019一季报情况进行总结。

2 业绩表现小结：收入环比扩大，业绩强势反弹

在2018年高速增长的基数上，云计算板块的收入在2019Q1持续增长，环比增速有所扩大。2018Q1至2019Q1云计算板块营业收入增速分别为26.28%、30.20%、28.57%、16.84%、21.87%。

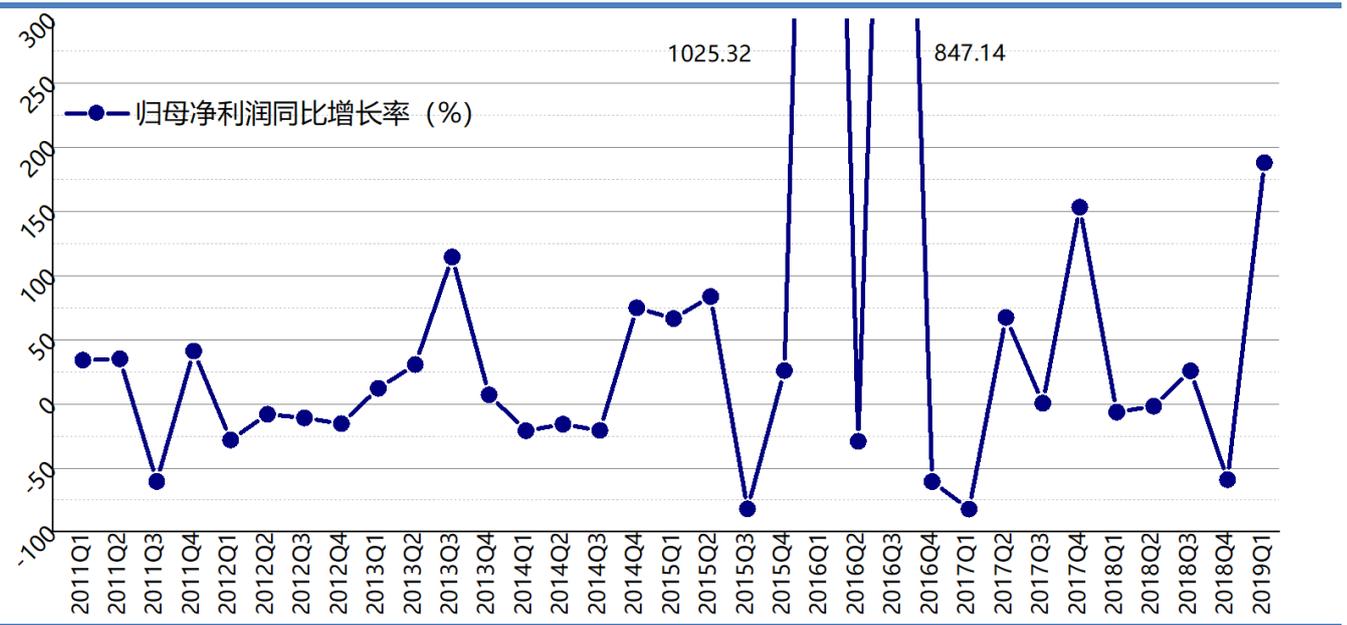
图表 1：云计算板块 2011Q1-2019Q1 各季度营业收入增长情况



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部整理

2018Q1至2019Q1云计算板块的归母净利润增速分别为-6.43%、-1.84%、25.75%、-59.11%、188.04%。据WIND数据，2018年年报云计算板块发生资产减值损失共计64.15亿元，如果在营业利润中加回此项，营业利润就由113.01亿元变为177.16亿元，营业利润的同比增速就从-15.93%变为31.79%。2018年年报发生的资产减值损失中，商誉减值损失共计15.02亿元，坏账损失共计16.44亿元，存货跌价损失共计15.40亿元。2019Q1的归母净利润增速大幅回升。

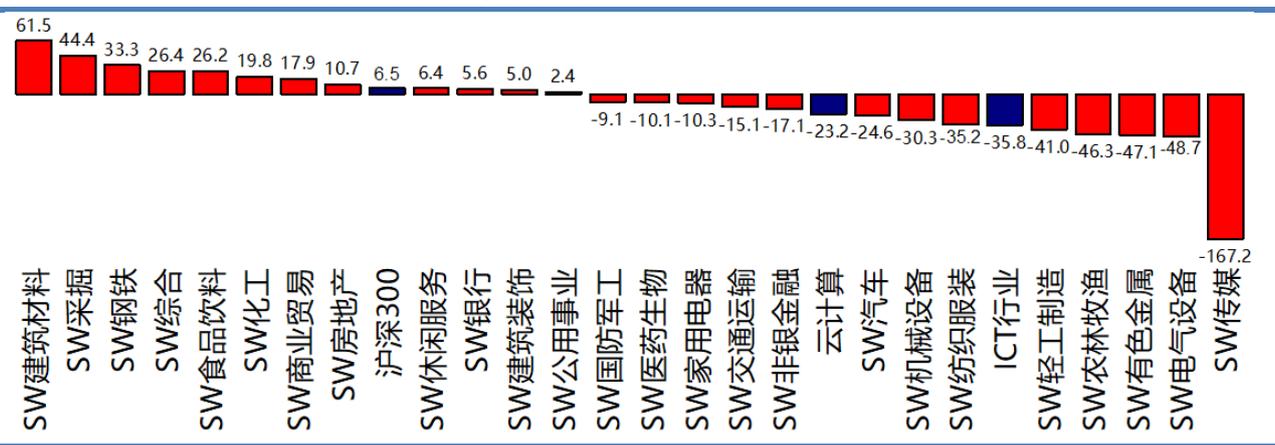
图表 2：云计算板块 2011Q1-2019Q1 各季度归母净利润增长情况



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部整理

受商誉减值、存货跌价、长期股权投资减值和可供出售金融资产减值等资产减值损失的拖累，云计算板块2018年的归母净利润增速处于行业中下游。计算机行业2018年商誉减值远超往年，2015年后并购热度持续下降，因此2019年商誉减值风险预计将有所下降。

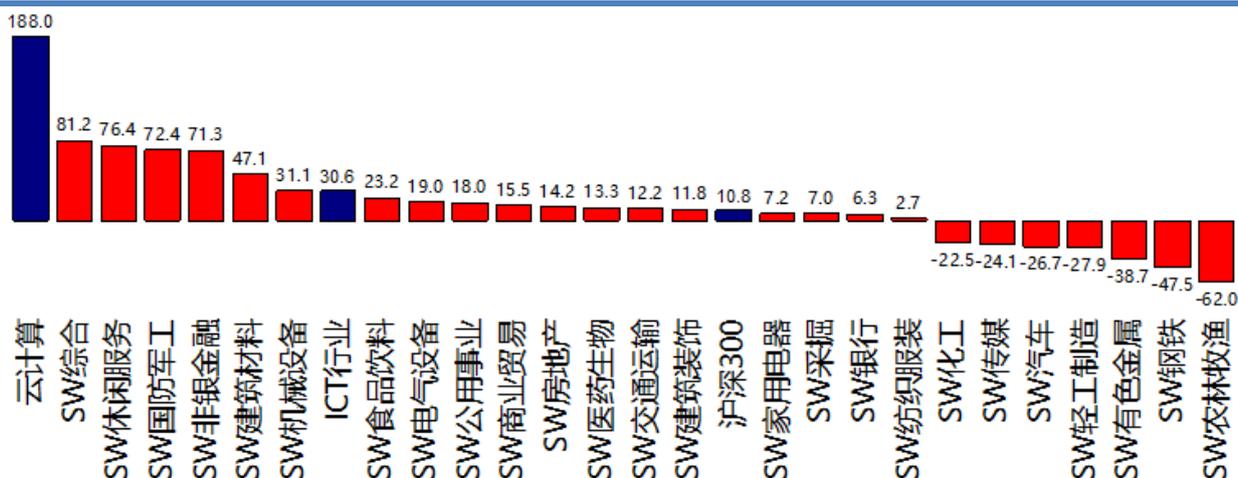
图表 3：2018 年 A 股各板块归母净利润增速比较 (%)



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部整理

2019Q1 云计算板块归母净利润增速回暖，位居行业第一。在需求驱动及税收优惠等政策利好的驱动下，全年增速有望优于A股行业平均水平。

图表 4：2019Q1 A 股各板块归母净利润增速比较（%）

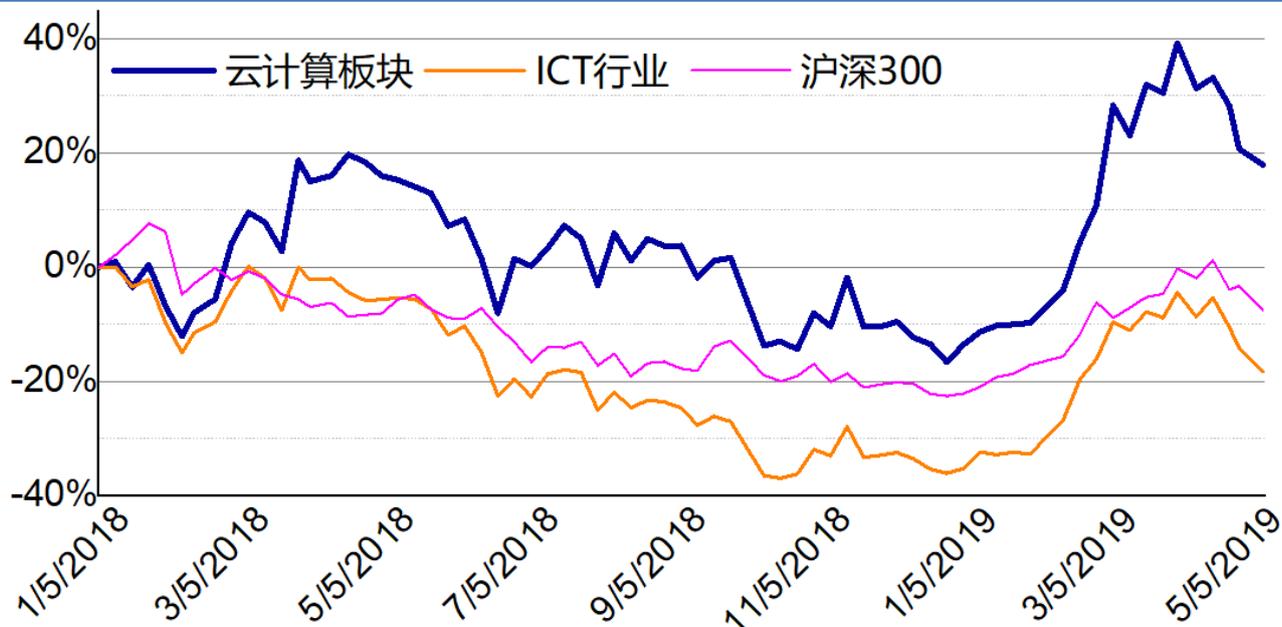


资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部整理

3 股价表现小结：在 A 股各行业中位居第三

自2018年初至2019年5月10日，云计算板块上涨19.14%，在A股的各项行业中位居第三，仅次于农林牧渔（申万）的22.30%和食品饮料（申万）的21.32%，优于沪深300的-5.03%和ICT行业（申万电子、申万通信与中信计算机）的-15.57%。

图表 5：2018 年初至今云计算板块与 ICT 行业及沪深 300 的走势比较



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部整理

2018年，云计算板块下跌16.47%，在A股的各项行业中位居第三，仅次于银行（申万）的-9.70%和休闲服务（申万）的-11.87%。

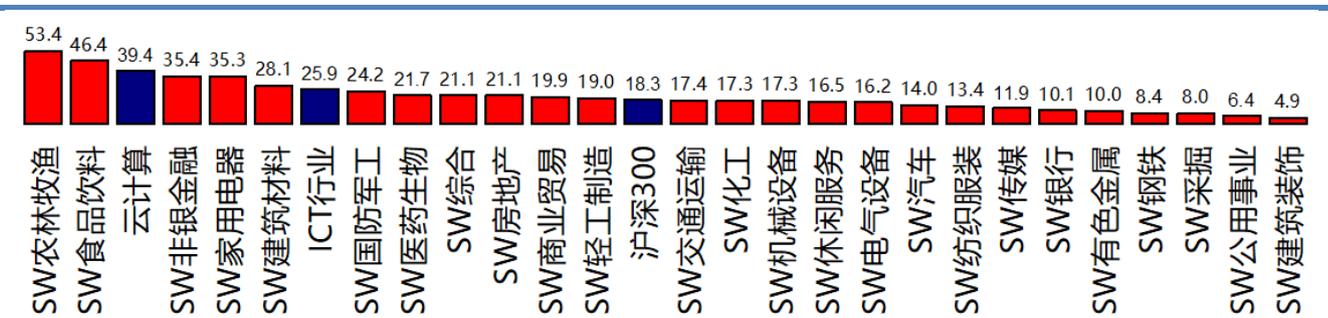
图表 6：2018 年 A 股各板块涨跌幅比较 (%)



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部整理

2019年初至5月10日，云计算板块上涨39.37%，在A股的各行业中位居第三，仅次于农林牧渔（申万）的53.42%和食品饮料（申万）的46.41%。

图表 7：2019 年初至今 A 股各板块涨跌幅比较 (%)



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部整理

4 细分行业及公司小结

2018年云计算板块收入增速为24.40%，增速最高的子版块为PaaS板块（27.87%），其次为IaaS板块（27.21%），最后为SaaS板块（8.78%）。2019Q1，云计算板块的营收在去年的增速基础上进一步增加21.87%，增速最高的子版块为PaaS（37.53%），较上年增速扩大近10个半百分点，增速第二的子版块为IaaS（15.19），在上年的高增速基础上增速有所回落，SaaS板块增速为13.11%，较上年增速扩大近5个百分点。

2018年云计算板块的毛利率为19.99%，毛利率最高的子版块为SaaS板块（40.69%），其次为IaaS板块（18.94%），最后为PaaS板块（12.30%）。2019Q1，三个子版块的毛利率均有一定回落。

2018年云计算板块的归母净利润增速为-23.24%，主要受商誉减值损失等资产减值损失的拖累。增速最高的子版块为PaaS（44.88%），其次为SaaS（11.41%），最后为IaaS（-68.53%）。2019Q1，板块归母净利润增速强势反弹至188.04%，PaaS板块增速为412.33%，IaaS板块增速为266.54%，SaaS板块增速为73.74%。

2018年云计算板块的净利率为3.26%，净利率最高的子版块为SaaS板块（10.79%），其次为IaaS板块（2.07%），最后为PaaS板块（1.90%）。2019Q1，云计算板块净利率有一定增长。IaaS板块增长最多，达到4.22%，SaaS板块增至11.16%，PaaS板块略有下降，为0.78%。

图表 8：云计算板块及各子板块业绩情况

项目	2018A (%)				2019Q1 (%)			
	营收增速	毛利率	归母净利润增速	净利率	营收增速	毛利率	归母净利润增速	净利率
云计算	24.40	19.99	-23.24	3.26	21.87	17.88	188.04	4.22
IaaS	27.21	18.94	-68.53	2.07	15.19	18.29	266.54	4.76
PaaS	27.87	12.30	44.88	1.90	37.53	8.94	412.33	0.78
SaaS	8.78	40.69	11.41	10.79	13.11	39.72	73.74	11.16

资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部整理

4.1 IaaS 板块：业绩改善明显，债务压力有一定缓解

IaaS板块的12家公司2018年营业收入整体增速为27.21%，2019Q1，板块在去年的基础上收入增速达到18.29%。根据Gartner的预测，2019年用于数据中心系统的IT支出在所有IT支出项目中将出现最大降幅（2.8%），主要是由于组件成本模式的调整导致服务器市场平均售价降低。板块中，除浪潮信息和光环新网之外，所有公司的营收增速均有所扩大，而浪潮信息和光环新网则是在上一年的高增速上仍然保持较高增速。

IaaS板块2018年归母净利润整体增速为-68.53%，若剔除业绩变化较大的同方股份和华胜天成，则归母净利润增速为22.80%。若只剔除同方股份，则归母净利润增速为12.35%。

华胜天成在报告期财务费用同比增加77.85%，资产减值损失同比增加53.63%，资产减值损失增加较多的科目为可供出售金融资产减值损失、长期股权投资减值损失、商誉减值损失。

同方股份下属的壹人壹本因市场竞争加剧、新产品投放效果不理想，使公司计提了大额商誉和无形资产减值；公司投资的深圳华融泰、中国医疗网络、广电信息、同方康泰等长期股权投资和可供出售金融资产，由于其自身或其持有的上市公司股票价格的波动，使得其公允价值发生了大幅下跌，并使得公司期末计提了大额长期股权投资和可供出售金融资产减值；由于公司当期和未来调整产业布局战略的不断推进，也使得公司部分老旧业务的存货出现了减值迹象，并使得公司期末计提了大额的存货减值。此外，部分老旧产业成本上升、财务费用支出加大、部分联营企业影响等因素叠加使得公司在2018年出现了大幅度的亏损。

2019Q1，云赛智联、卫士通、浙大网新、华胜天成、同方股份的归母净利润增速均实现回暖。很多公司在上一年的较高增速上实现了持续增长。星网锐捷、紫光股份、天玑科技的归母净利润增速比年报增速有所扩大。

图表 9：IaaS 板块及公司业绩及主要财务指标

项目	2018A (%)					2019Q1 (%)				
	营收增速	毛利率	归母净利润增速	净利率	资产负债率	营收增速	毛利率	归母净利润增速	净利率	资产负债率
云计算	24.40	19.99	-23.24	3.26	53.04	21.87	17.88	188.04	4.22	51.00
IaaS	27.21	18.94	-68.53	2.07	52.60	15.19	18.29	266.54	4.76	50.69
中国长城	5.29	21.93	69.88	10.55	58.44	58.44	20.82	20.82	3.01	56.76
浪潮信息	84.17	11.02	54.05	1.39	63.63	63.63	11.74	11.74	0.89	62.28
光环新网	47.73	21.28	53.13	11.36	34.09	34.09	22.06	22.06	11.55	33.51
中科曙光	43.89	18.30	39.43	5.16	69.24	69.24	15.27	15.27	2.32	73.33
星网锐捷	18.51	32.57	23.08	9.08	39.07	39.07	28.64	28.64	-2.52	30.62
紫光股份	23.63	21.24	8.86	6.07	37.21	37.21	19.79	19.79	5.05	33.88
天玑科技	7.80	31.53	6.69	14.61	9.70	9.70	36.43	36.43	9.08	7.29
云赛智联	5.76	18.54	-1.96	6.70	25.01	25.01	16.39	16.39	4.56	22.92
卫士通	-9.64	35.01	-28.90	6.45	28.38	28.38	31.49	31.49	-47.98	21.25
浙大网新	9.36	30.53	-41.76	5.82	30.03	30.03	27.50	27.50	8.49	27.34
华胜天成	-3.81	15.70	-199.05	-5.52	48.10	48.10	18.58	18.58	16.84	45.22
同方股份	-4.45	20.56	-3843.54	-14.08	68.73	68.73	23.83	23.83	14.36	66.47

资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部整理

2019Q1，IaaS 板块的毛利率为 18.29%，较 2018 年报的 18.94% 有些许回落。据 Gartner 预测的服务器市场平均售价降低可能是其中的因素之一。在这样的背景下，2019Q1，浪潮信息、光环新网、天玑科技、华胜天成、同方股份的毛利率较去年年报水平有所提升。

2019Q1，IaaS板块的净利率为4.76%，较2018年报的2.07%有一定增长。增长较为明显的有华胜天成、同方股份，上一年度大量资产减值的计提令企业得以轻装上阵。

2019Q1，IaaS板块的资产负债率为50.69%，相比2018年报中的52.60%有所减少。除中科曙光的资产负债率有所扩大之外，其他公司的债务压力均有一定缓解。

2018年报，IaaS板块研发支出占营业收入比例的中位数为7.19%，比2017年报的6.14%有所扩大。2018年报，研发支出占比前五位的公司为卫士通（12.46%）、星网锐捷（11.73%）、天玑科技（9.04%）、浙大网新（8.14%）、中科曙光（7.99%）。

4.2 PaaS 板块：利润增速达 412.33%，毛利率在云计算板块中持续最高

PaaS板块的6家公司2018年营业收入整体增速为27.87%，2019Q1，PaaS板块的营收增速扩大到37.53%，显示此领域尚有很大的市场空间。

PaaS板块2018年归母净利润整体增速为44.88%，2019Q1在去年的高增速基础上实现持续增长，归母净利润增速达到412.33%。其中，二六三、东方通、用友网络业绩持续高速增长，神州数码的2019Q1归母净利润增速较年报表现有所回暖。

2019Q1，PaaS板块的毛利率为8.94%，较2018年年报的12.30%有一定回落。板块内绝大多数公司，如赢时胜、东方通、用友网络、二六三的毛利率始终保持在非常高的水平。如果剔除毛利率在板块中显著较低的神州数码，板块2018年毛利率为59.83%，2019Q1毛利率为50.38%。

2019Q1，PaaS板块的净利率为0.78%，较2018年年报的1.90%有一定回落。其中，二六三的净利率在板块中实现逆势增长。

2019Q1，PaaS板块经营现金流净额/营收为-3.62%，较2018年报的2.85%有一定恶化，可能存在季节性因素。2019Q1除二六三和神州数码之外，其他公司的经营性现金流均为净流出。

PaaS/SaaS企业的费用率比传统软件企业高很多，有以下几个原因：新客户培育、销售渠道的建立等需要大量投入；按年收取服务费的模式导致回款与当期投入不匹配；产品尚未定型、研发支出较大。销售及管理费用率较高是限制企业盈利的重要原因之一。

2019Q1，PaaS板块的销售费用率为2.88%，较2018年报的3.91%有一定减少。管理费用率为2.11%，较2018年报的2.63%有一定减少。其中，二六三的销售费用和管理费用率有明显降低。

图表 10：PaaS 板块及公司业绩及主要财务指标

项目	2018A (%)								2019Q1 (%)							
	营收 增速	毛利 率	归母 净利润 增速	净利 率	经营 现金流 净额/营 收	销售 费用/ 营收	管理 费用/ 营收	营收 增速	毛利 率	归母 净利润 增速	净利 率	经营 现金流 净额/营 收	销售 费用/ 营收	管理 费用/ 营收		
云计算	24.40	19.99	-23.24	3.26	6.10	5.89	3.79	21.87	17.88	188.04	4.22	-18.38	6.08	4.02		
PaaS	27.87	12.30	44.88	1.90	2.85	3.91	2.63	37.53	8.94	412.33	0.78	-3.62	2.88	2.11		
二六三	11.11	58.80	177.67	8.01	8.01	19.16	31.92	30.95	53.97	165.85	14.09	15.65	16.79	25.60		
东方通	27.07	75.41	139.76	32.84	32.84	15.28	35.91	49.63	77.51	358.38	16.72	-62.31	20.00	47.95		
用友网络	21.44	69.95	57.33	10.52	10.52	21.40	35.90	16.57	62.48	176.15	8.11	-49.36	19.49	48.84		
中国软件	-6.67	39.10	47.95	2.62	2.62	4.72	31.79	78.18	28.02	4.13	-12.63	-45.23	4.73	34.53		
赢时胜	19.01	79.94	-14.72	28.38	28.38	3.37	48.99	6.37	76.25	3.16	17.75	-41.71	4.51	55.66		
神州数码	31.57	4.03	-29.12	0.63	0.63	2.00	0.44	37.83	3.68	22.22	0.63	1.22	1.59	0.38		

资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部整理

2018年报，PaaS板块研发支出占营业收入比例的中位数为19.11%，比2017年报的20.86%有所微减。2018年报，研发支出占比前三位的公司为赢时胜（36.05%）、中国软件（21.83%）、用友网络（19.30%）。

4.3 SaaS 板块：业绩增速扩大，净利率有一定上升

SaaS板块的11家公司2018年营业收入整体增速为8.78%，2019Q1，营收增速扩大至13.11%，显示市场规模尚存在增长空间。浪潮软件、宝信软件、华宇软件、佳都软件、佳都科技、拓尔思等公司的营收增速出现较明显的扩大。

SaaS板块2018年归母净利润整体增速为11.41%，2019Q1则扩大至73.74%。恒生电子、佳都科技、拓尔思等公司的归母净利润增速出现显著扩大。

2019Q1，SaaS板块的毛利率为39.72%，较2018年年报的40.69%出现略微下降。浪潮软件、宝信软件、华宇软件、东华软件、太极股份等公司的毛利率则出现一定的增加。

2019Q1，SaaS板块的净利率为11.16%，较2018年年报的10.79%有一定上升。宝信软件、恒生电子、佳都科技等公司的净利率增加较为明显。

2019Q1, SaaS板块经营现金流净额/营收为-45.91%，较2018年报的16.22%有较大的恶化，可能存在季节性因素。2019Q1除宝信软件之外，其他公司的经营性现金流均为净流出。

2019Q1, SaaS板块的销售费用率为13.18%，较2018年报的11.68%有一定增加。管理费用率为11.04%，较2018年报的9.06%有一定增加。其中，宝信软件、鹏博士、拓尔思的销售费用和管理费用率有一定降低。

图表 11: SaaS 板块及公司业绩及主要财务指标

项目	2018A (%)							2019Q1 (%)						
	营收增速	毛利率	归母净利润增速	净利率	经营现金流净额/营收	销售费用/营收	管理费用/营收	营收增速	毛利率	归母净利润增速	净利率	经营现金流净额/营收	销售费用/营收	管理费用/营收
云计算	24.40	19.99	-23.24	3.26	6.10	5.89	3.79	21.87	17.88	188.04	4.22	-18.38	6.08	4.02
SaaS	8.78	40.69	11.41	10.79	16.22	11.68	9.06	13.11	39.72	73.74	11.16	-45.91	13.18	11.04
浪潮软件	-6.88	53.08	153.85	25.89	12.80	9.14	47.77	19.45	55.56	-83.59	1.33	-88.66	12.37	51.57
宝信软件	14.56	27.94	57.34	13.03	17.63	2.75	13.20	32.62	30.22	36.40	15.40	21.09	2.73	11.07
恒生电子	22.38	97.11	36.96	20.79	28.72	27.03	56.72	11.17	96.79	593.66	65.68	-105.52	30.84	71.91
华宇软件	15.84	43.42	30.58	18.05	11.82	7.34	19.99	36.44	45.15	18.14	11.83	-117.64	9.81	27.88
佳都科技	8.54	14.82	23.36	5.60	3.71	3.78	5.41	26.13	13.42	571.37	23.28	-65.85	4.04	5.42
东华软件	16.19	26.77	21.48	9.42	4.15	3.47	12.00	17.00	30.81	15.06	9.09	-51.60	5.87	14.56
太极股份	13.52	22.22	8.29	5.23	11.31	1.80	14.28	9.44	23.88	6.65	1.00	-58.34	1.74	19.90
深信服	30.41	73.32	5.19	18.71	29.25	36.32	28.19	21.56	69.96	-171.30	-5.47	-61.21	53.06	42.68
超图软件	21.45	55.07	-14.60	10.29	10.95	12.25	32.10	-8.39	53.93	-39.98	2.89	-124.62	13.00	42.42
鹏博士	-16.04	50.96	-48.71	5.49	31.83	25.30	16.57	-9.16	45.96	-43.34	3.04	-8.20	23.65	16.42
拓尔思	2.92	59.44	-61.47	8.73	36.26	18.43	26.69	29.07	47.87	339.91	3.91	-34.37	16.37	25.58

资料来源: WIND 资讯, 首创证券研发部整理

2018年报, SaaS板块研发支出占营业收入比例的中位数为15.04%, 比2017年报的15.29%有所微减。2018年报, 研发支出占比前五位的公司为恒生电子(43.05%)、浪潮软件(31.83%)、深信服(24.16%)、拓尔思(19.37%)、超图软件(16.44%)。

5 投资建议

5.1 投资逻辑: 企业上云是国内巨大蓝海, 建议关注两类软件服务商

从运营商投资的角度看, 云计算与5G有着相互促进的协同关系, 驱动通信基础设施, 包括有线及无线通信网络、云计算数据中心等的支撑。据2018半年报显示, 云计算及物联网已成为运营商寄予厚望的新赛道, 呈现高速发展态势。

2018上半年，中国电信IDC收入保持20%的增速，云和大数据收入合计增幅达120%，天翼云在运营商中投入最坚决，发展最好。根据IDC最新公布数据，2017年天翼云已进入国内公有云前三，仅次于阿里云和腾讯云；中国联通IDC及云计算业务收入为58亿元，同比增长了22%，其中云计算收入同比增长39%；中国移动IDC业务规模相对小，上半年收入同比增长56.8%，云计算则是走发展内部的私有云到外部公有云向公众提供服务的演进路线，目前已在IaaS、PaaS、SaaS三层建立了完整的体系。三大运营商有动力推动云计算的建设。

互联网巨头也在推动云计算的建设。百度云在2018Q4宣布实现营收11亿元人民币，同比增速超过100%；阿里云在2018财年Q3（2018年10月-12月）宣布实现营收66.11亿元人民币，同比增长84%；腾讯云在2018Q4宣布当季收入达到31亿人民币，同比增长数据没有透露。此外，2019年Q1，金山云营收达到8.39亿元，同比增长100%，在上一季度81%的增速基础上再度提速。

从政策面来看，近年中云计算领域的政策支持力度明显加大。2018年8月份，工信部及发改委印发的《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020年）》要求推动企业上云，到2020年，实现中小企业应用云服务快速形成信息化能力。此外，政府出台一系列补贴政策为企业上云减轻了资金压力，如5月8日国常会决定对软件企业实施所得税“两免三减半”优惠政策。SaaS行业的所得税增速明显慢于营收增速，扣非净利润的同比增速显著慢于净利润，这也反映出税收、补助方面的支持力度。

云计算市场规模正快速增长。据统计，云计算行业目前营收的平均增速是52%，显示了企业上云依然是巨大蓝海市场，据公开资料显示，目前全球开发出的云市场只有10%。

据中国信通院的中国公有云发展调查报告（2018年），2017年中国公有云市场规模达到264.8亿元，相比2016年增长55.7%。预计2018-2021年中国公有云市场将继续保持高增速，预计到2021年市场规模将达到902.6亿元。2017年IaaS市场规模达到148.7亿元，同比增长70.1%；PaaS市场规模为11.6亿元，较去年增长52.6%；SaaS市场规模达到104.5亿元，与2016年相比增长了39.1%。云主机和云存储仍是公有云用户使用比例最高的产品。71.1%和56.6%的企业已经使用了云主机和云存储，与2016年相比分别上升了4.1%和1.4%。近六成的企业表示将继续加大在公有云领域的投入力度，市场需求增速预期良好。调查显示，57.6%的企业表示未来三年将会加大在公有云领域的投入力度，其中投入增加超过50%的企业占比为21.7%。

贸易战的压力在中短期很可能不会显著减小，与国家战略息息相关且具有真实内需需求的细分行业在现今环境下具有真实驱动力，更可能具有成长性。认为，在现今环境下，云计算行业具有较好的确定性且能较好地规避风险。

细分行业上看，PaaS及SaaS等软件行业有望实现相对较高的业绩增速。与此同时，软件行业基本以内销为主，能相对较好地规避贸易争端带来的可能性风险。

国内公有云行业目前存在几大趋势：

- 1、技术上主要围绕高性能计算、异构计算、容器和无服务器、机器学习和机器人应用、IoT平台、自研云原生数据库、混合云等关键词。
- 2、战略上围绕体现在组织结构调整、产品和服务研发上的云智能，基于云上的一体化的、使用便捷的AI服务能力成为公有云服务商比拼的重要方向。
- 3、行业探索方兴未艾，云服务商逐渐明确重点行业纵深发展战略，并借力合作生态布局不断拓展细分行业市场。

据此，在PaaS及SaaS服务商中，建议关注两类：1、**有AI等协同性的底层技术能力的服务商**较可能以平台型服务能力更好地抓住客户。2、**在细分行业深耕**，对客户业务深度理解，尤其是服务于IT架构非常传统、转型速度缓慢，但却是当前数字化风口上的“头雁”，对整个社会转型起到十分巨大示范作用的行业，如**金融、政务、医疗和制造等垂直行业的优质供应商**。

5.2 投资策略：注意持股公司注册科创板等概念升温及贸易战避险情绪

公司上看，我们认为能充分抓住赛道上行机遇，同时在现今国内外复杂环境下风险较小的公司有以下特点：1、重视关键技术及产品的自主研发，主动逐渐降低对美国等先进国家技术及产品的依赖，建立自主知识产权，具有一定技术壁垒，产品质量稳定，竞争力持续上升。2、重视诚信，重视品牌建设。3、管理团队稳定，对国际关系、国内形势有全面的判断、具有全局意识，战略清晰，专注主营业务。4、经营情况稳中向好，造血能力较强。5、现金流充足，足以应对可能的危机，投资节奏稳健。6、风险意识较强，负债率合理，质押风险可控。7、业绩稳中有增。8、价格合理，估值已经经过充分的回调。此外，民营企业将可能在中长期受到更多政策性利好。

市场情绪层面：注意政策利好、业绩披露、持股公司注册科创板、非A股上市的行业巨头业绩披露、重要行业新闻等时间节点下的概念升温，包括关联紧密的热点行业或概念，如**5G**、**人工智能**、**国产化替代**等的时间节点。同时注意中美贸易争端等事件节点可能带来的避险情绪。

最后，估值应与成长性匹配，并留出适合的安全边际。

5.3 建议关注标的

建议中长期关注：东方通、用友网络、佳都科技、恒生电子、宝信软件、拓尔思。

◆ 东方通 (300379)

公司专注于基础软件Tong系列中间件的研发、销售与相关服务，多年来保持中间件市场占有率国内厂商第一，是国内市场领导者象限唯一国产厂商。产品广泛应用于政府、交通、金融、电信、军工等众多行业领域。拥有全资子公司微智信业（专注于网络安全、信息安全和通信业务安全领域的研究和应用）、全资子公司泰策科技（业界领先的DNS系统和数据安全、应急安全产品及服务提供商）、全资子公司东方通宇（军工基础软件商）。

◆ 用友网络 (600588)

公司云服务业务以用友云为核心，用友云作为国内领先的企业云服务平台和生态，为众多行业的企业提供公共能力和领域服务。业务模块包括：云平台（用友iuap云平台聚焦PaaS，支撑SaaS、DaaS（数据服务）、BaaS（业务运营服务），适配多种IaaS）、领域云（包括营销云、协同云、人力云、采购云、财务云）、云ERP（NC Cloud目标客户群是从成长型集团企业到大型企业集团）、行业云（包括工业云、汽车云、金融云、财政云、教育云等）、畅捷通云（服务于小微企业）、云市场（用友云市场是专业的企业云服务市场）。

◆ 佳都科技 (600728)

公司是国内专业的人工智能技术与产品提供商，将近年来积累的计算机视觉、智能大数据等人工智能技术应用到城市中的轨道交通、公共安全、城市交通三大场景，为客户提供面向实战的智能软件产品、软硬一体产品以及行业级解决方案。截至2018年报，公司持有云从科技10.99%股权，云从科技为人脸识别独角兽，有望登录科创板。

◆ 恒生电子 (600570)

国内领先的金融软件供应商，提供的业务主要包括传统的金融IT软件产品与服务，以及基于互联网、云计算等技术的创新IT服务。公司的客户群体主要包括券商、期货公司、公募基金、信托公司、保险资管公司、银行、各类交易所、私募基金、三方理财销售公司等，并逐步拓展到和金融生态圈有关的互联网企业以及C端个人客户。公司基本覆盖了境内绝大部分的金融机构客户，在行业内处于领先地位。

◆ 宝信软件 (600845)

国内领先的工业软件行业应用解决方案和服务提供商。公司产品与服务遍及钢铁、交通、医药、有色、化工、装备制造、金融、公共服务、水利水务等多个行业。2018年，公司主要市场钢铁行业景气度提升，信息化、自动化业务需求增长；IDC业务规模持续扩大，上架率不断攀升。

◆ 拓尔思 (300229)

国内领先的拥有自主核心技术的人工智能和大数据技术及数据服务提供商。公司在人工智能领域最主要的优势研究方向是自然语言理解（NLP）。公司在大数据技术方面是数据管理特别是中文非结构数据管理的先驱者之一，公司全文信息管理系统软件曾获得国家科学进步奖。主要为政务、媒体、安全、金融、军工、企业、知识产权、出版和网信等多类行业用户提供产品、技术和解决方案。

6 风险提示

我们提示投资者关注以下可能的风险：

◆ 国际局势变动风险

中美贸易争端的发展具有不确定性，事件的发酵以及其他的国际局势不稳定因素可能为行业的发展带来不可预期的风险。

◆ 政策落地不及预期风险

行业目前受到政策的大力推动，若政策环境发生变化或政策联动、落地等不及预期，将会对行业内的投资、产能、技术布局等造成一定影响。

◆ 技术发展不及预期风险

云计算受到大众普遍关注，但最终能达到的技术水平和其实际造成的影响力可能不及预期，为相关行业带来风险。

◆ 行业竞争风险

随着行业技术的成熟和研发突破，行业内竞争可能愈发激烈。传统的竞争优势不一定能长期维持，对公司经营造成风险。

◆ 汇率风险

部分公司海外业务营收正在增长，当汇率出现大幅波动时，汇兑损益会对公司业绩产生一定影响。

◆ 股票价格波动风险

行业公司持有的上市公司股票价格波动可能使公司公允价值发生大幅下跌，并使公司计提大额长期股权投资和可供出售金融资产减值。

◆ 存货减值风险

公司老旧业务的存货可能使公司计提大额的存货减值。

◆ 并购风险

ICT行业对赌协议事件较多，部分公司可能面临商誉减值的风险。同时，重组并购的进度将对个股股价产生较大影响。

◆ 原材料价格波动风险

部分公司的上游基础原材料价格存在一定波动，尽管可以通过期货市场进行套期保值操作，但若原材料价格剧烈变动，很可能将会对公司的成本造成一定影响。

◆ 业绩季节性波动风险

部分公司可能存在明显的季节性销售特征。

◆ 保留合适安全边际

估值上保留合适的安全边际。

分析师简介

李甜露，TMT 行业分析师，中国人民大学新闻与传播专业硕士，对外经济贸易大学经济学学士，具有 4 年证券业从业经历。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 - 5%-5%之间
行业投资评级	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现