

IaaS高速增长，SaaS崭露头角

——中国云计算上市公司一季报总结

2019年07月05日

看好/维持

计算机

深度报告

研究员	叶盛	电话：010-66554022	邮箱：yesheng@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517070003
研究员	王健辉	电话：010-66554035	邮箱：wangjh_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050004

投资摘要：

通常，云计算可以分为三层，分别是 IaaS 层、PaaS 层和 SaaS 层。不过，单纯做 PaaS 层的公司极少，本报告按照 IaaS 和 SaaS 两层来梳理中国代表性的云计算公司 2019 年第一季度的情况：

一、IaaS 层持续高速增长

在 IaaS 层，中国市场呈现“一超多强”的竞争格局。根据 IDC 的数据，2018 年上半年阿里云市场份额占比 45.5%，排名第一；腾讯云市场份额 10.3%，排名第二；中国电信第三，份额 7.6%，其后还有金山云、Ucloud 等。

1)、阿里云收入为 77.26 亿元，同比增长 76.2%。相比 18 年 91% 的收入增速，阿里云收入增速已经明显放缓。目前，尚难以判断阿里云收入增速放缓是受宏观经济影响，还是竞争加剧所致。

2) 而后续的腾讯云、百度云和金山云 2019Q1 增速都超过 100%，保持了更快的增长，争取更多的市场份额。

二、传统软件公司转型 SaaS

1)、广联达造价业务转型 SaaS 进展顺利，2019 年一季报，新签云合同 1.31 亿元，同比增加 72.61%。预计未来 1-2 年，造价收入仍将有 50% 以上增速。

2)、用友 2019 年第一季度实现云服务收入 1.25 亿元，同比增速高达 95%。整体收入不及预期，主要是由于投融资信息服务收入下降较多导致，投融资信息服务收入 1.97 亿元，同比下降 30%。

3)、石基信息下一代 PMS 已经研发完毕，进入关键的产品验证期。石基信息的部分 SaaS 产品已经取得了一定成绩。截止 2018 年底，石基的云收入的 ARR 为 1.6 亿元。

三、新兴 SaaS 公司崭露头角

新兴 SaaS 公司代表是中国有赞。2019 年第一季度，中国有赞软件系统服务收入 1.7 亿港元，同比增长 167%。ARPU 从去年同期的 2006 元上涨到 3000 元，同比增长 50%。由此测算，有赞付费商家数同比增长为 80%。

投资观点： 在传统软件转型 SaaS 方面，我们最看好广联达转型，继续给予“强烈推荐”评级。用友网络维持“强烈推荐”评级。石基信息正处于云化关键时期，建议积极关注其进展，维持“强烈推荐”评级。

在纯 SaaS 公司方面，我们最为看好中国有赞，公司赛道好、产品能力强，近期股价下跌之后，估值已经相当具有吸引力，继续维持“强烈推荐”的评级。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
广联达	0.39	0.41	0.51	0.66	84	80	65	50	12.3	强烈推荐
用友网络	0.32	0.34	0.44	0.55	81	76	59	47	11	强烈推荐
石基信息	0.43	0.53	0.65	0.78	84	68	55	46	4.7	强烈推荐
中国有赞	-	-0.01	-0.01	-0.01	-	-47	-47	-47	1.9	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. IaaS 层：持续高速增长	3
2. SaaS 产业逐渐进入爆发期	4
2.1 传统软件转型 SaaS 进展顺利	4
2.1.1 广联达造价业务 SaaS 转型顺利	5
2.1.2 用友网络金融信息、软件收入不及预期，云收入增速高达 95%	5
2.1.3 石基信息产品就绪，静待后续试用	6
2.2 新兴 SaaS 公司进入加速成长期	6
3. 云计算公司市场表现	7
3.1 市场短期反映出计算机板块高弹性的特点	7
3.2 长期涨幅居前的是具有坚实基本面的传统软件龙头	7
4. 投资观点	8
5. 风险提示	8
相关报告汇总	9

插图目录

图 1：2018 年上半年中国公有云市场跟踪报告	3
图 2：各家公有云厂商收入增长图（百万元）	3
图 3：各家公有云厂商收入及增速（百万元）	4
图 4：广联达历史预收账款情况（百万元）	5
图 5：用友网络云服务收入（百万元）	6
图 6：有赞微商城月平均登录活跃商家数量	6
图 7：有赞微商城商家每用户平均收益	6
图 8：云计算相关公司 2019Q1 涨跌幅	7
图 9：2019Q1 季报前后涨跌幅	7

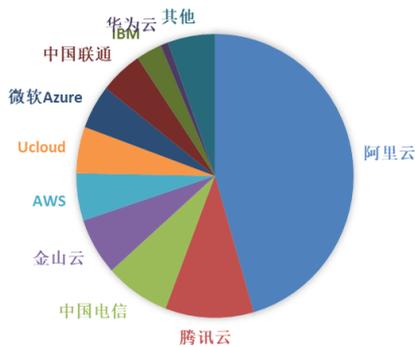
通常，云计算可以分为三层，分别是 IaaS 层 (Infrastructure as a Service)、PaaS 层 (Platform as a Service) 和 SaaS 层 (Software as a Service)。不过，单纯做 PaaS 层的公司极少，往往是做得好的 IaaS 层和 SaaS 层公司会去做 PaaS。因此，本报告按照 IaaS 和 SaaS 两层来梳理中国代表性的云计算公司 2019 年第一季度的情况。

1. IaaS 层：持续高速增长

在 IaaS 层，中国市场呈现“一超多强”的竞争格局。根据 IDC 的数据，2018 年上半年阿里云市场份额占比 45.5%，排名第一；腾讯云市场份额 10.3%，排名第二；中国电信第三，份额 7.6%，其后还有金山云、Ucloud 等。

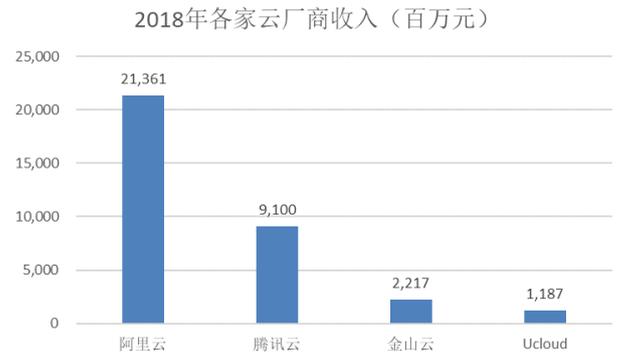
整体公有云市场仍然在高速成长期，各家公有云厂商都交出了靓丽的数据。根据各家 2018 年财报，阿里云收入为 213.61 亿元，同比增长 91%；腾讯云收入 91 亿元，同比增长超过 100%；金山云收入 22.17 亿元，同比增长 66.4%；UCloud 收入 11.87 亿元，同比增长 41.3%。

图 1：2018 年上半年中国公有云市场跟踪报告



资料来源：IDC，东兴证券研究所

图 2：各家公有云厂商收入增长图（百万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2019 年第一季度，各家公有云厂商数据如下：

1)、阿里云收入为 77.26 亿元，同比增长 76.2%。相比 18 年 91% 的收入增速，阿里云收入增速已经明显放缓。目前，尚难以判断阿里云收入增速放缓是受宏观经济影响，还是竞争加剧所致。

图 3：各家公有云厂商收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2)、腾讯云 2018 年收入达到 91 亿元，是中国第二大公有云厂商。腾讯未单独披露腾讯云 2019 年第一季度收入，只披露金融科技和企业服务收入达到了 218 亿元，同比增长 44%。但是，在季报中，腾讯表示“金融科技收入持平，云服务收入增速维持了迅速的同比增长”。由于腾讯云在 2018 年收入增速超过 100%，我们估计腾讯云在 2019 年 Q1 的收入增速同样超过 100%。

3)、百度云 2019Q1 营收 13 亿元，同比增长达 133%，延续了强劲的增长势头。2018Q4 营收 11 亿，同比增长一倍以上。百度云依托“云+AI”技术，拓展垂直服务内容，加速商业化落地，在视频、金融、教育、工业、农业、媒体、娱乐、公共安全等多个重要产业进行布局。

4)、金山云在 2019 年 Q1 收入达到 8.4 亿元，同比增长 100%。相比之下，金山云 2018 年收入增速 66%。近两个季度，金山云收入增速呈现加速增长。金山云除了巩固视频云的优势之外，还在政务和金融领域加速推进。

总之，整体公有云收入仍然在高速增长，阿里云收入增速趋缓，而后续的腾讯云、百度云和金山云都保持更快的增长，争取更多的市场份额。

2. SaaS 产业逐渐进入爆发期

我们把 SaaS 公司分为两类，一类是传统软件公司转型 SaaS，一类是新兴的纯 SaaS 公司。

2.1 传统软件转型 SaaS 进展顺利

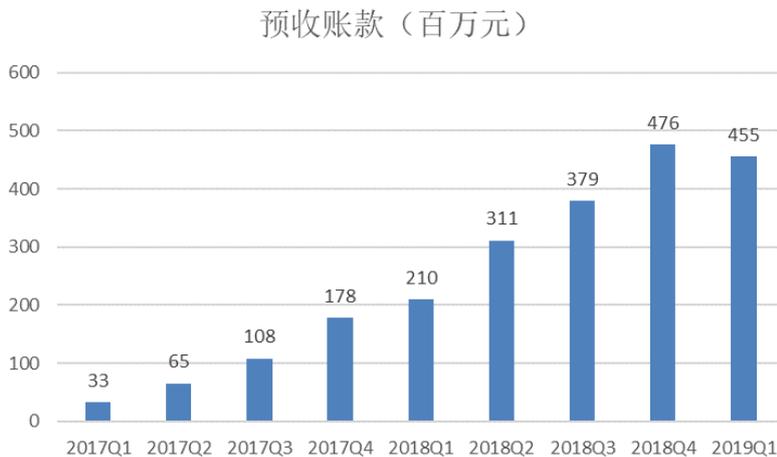
传统软件公司转型 SaaS 的代表是广联达（002410.SZ）、用友网络（600588.SH）、金蝶国际（0268.HK）和石基信息（002153.SZ）。

2.1.1 广联达造价业务 SaaS 转型顺利

广联达将在 2019 年启动第三批 10 个省份的造价 SaaS 转型，转型省份总计达到 21 个。目前，第一批转型的省份造价收入已经超过了转型前。公司造价业务整体转型顺利，预计未来 1-2 年，收入仍将有 50% 以上增速。

广联达并未披露具体云收入，我们可以从其预收账款的变化来看出其云收入的增长，因为预收账款主要是由云业务带来的。从 2017Q1 到 2019Q1，预收账款从 0.33 亿元增长到 4.55 亿元。而根据广联达 2019 年一季报，新签云合同 1.31 亿元，同比增加 72.61%，期末云相关预收款项余额 3.85 亿元。从预收账款来看，广联达造价业务 SaaS 转型顺利，持续加速。

图 4：广联达历史预收账款情况（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.1.2 用友网络金融信息、软件收入不及预期，云收入增速高达 95%

用友网络 2019Q1 总收入 12.5 亿元，同比增长 16.6%。整体收入不及预期，主要是由于投融资信息服务收入下降较多导致，投融资信息服务收入 1.97 亿元，同比下降 30%。这受整个宏观经济及 P2P 行业的影响。

在软件和云服务方面，传统软件收入为 8.46 亿元，同比增长 20%。而不含金融的云服务收入为 1.25 亿元，同比增长 95%。传统软件收入增速 20%，相比 18 年增速有一定下降，略微不及预期。显示出作为经济后周期行业，宏观经济增速下降对公司传统软件业务未来业绩带来了较大压力。

用友 2019 年第一季度实现云服务收入 1.25 亿元，同比增速高达 95%。我们预计公司云服务业务将在 2019 年保持高速增长。

图 5：用友网络云服务收入（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

2.1.3 石基信息产品就绪，静待后续试用

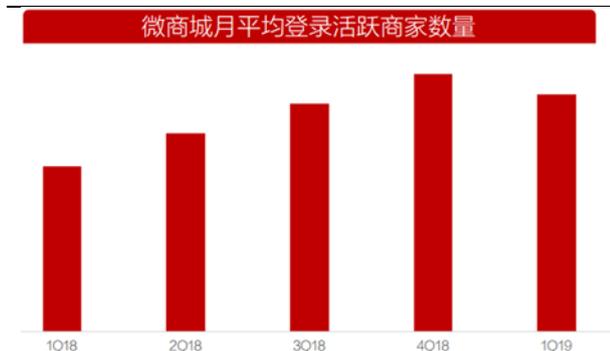
目前，石基信息的部分 SaaS 产品已经取得了一定成绩。以 Infrasy Cloud 为例，在酒店餐饮信息管理系统市场取得了重要突破，多家知名酒店集团都已经采用。截止 2018 年底，石基的云收入的 ARR 为 1.6 亿元。

未来，石基信息希望抓住酒店软件向 SaaS 转型的契机，成功切入中高端酒店核心软件市场。目前，公司下一代 PMS 已经研发完毕，希望能够在 2019 年有项目落地。

2.2 新兴 SaaS 公司进入加速成长期

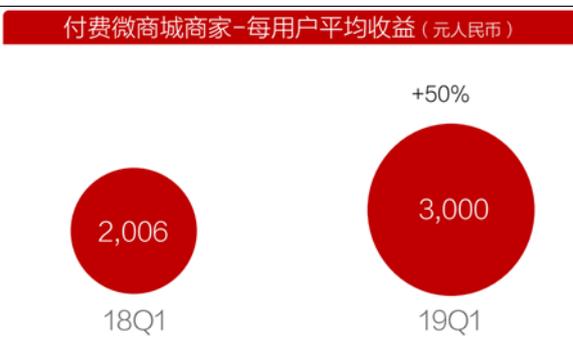
新兴 SaaS 公司代表是中国有赞 (8083.HK) 和微盟集团 (2013.HK)。微盟并未发布一季报，我们重点关注中国有赞的一季报情况。中国有赞是电商 SaaS 的代表，直接对标美国 Shopify。我们一直看好电商交易 SaaS，具体逻辑可见报告《中国有赞 (08083) 深度报告：中国率先腾飞的 SaaS 服务商》。

图 6：有赞微商城月平均登录活跃商家数量



资料来源：公司，东兴证券研究所

图 7：有赞微商城商家每用户平均收益



资料来源：公司，东兴证券研究所

目前，有赞的收入和付费商家数都保持强劲增长。2019 年第一季度，公司收入达到 2.9 亿港元，同比增

长 87%。其中软件系统服务收入 1.7 亿港币，同比增长 167%。公司 ARPU 从去年同期的 2006 元上涨到 3000 元，同比增长 50%。由此测算，有赞付费商家数同比增长为 80%。

有赞微商城 2019Q1 的 GMV 达到了 95 亿人民币，同比增长 50%。虽然仍处于高速增长中，但是较 18 年 74% 的增速有所放缓。

公司在一季度的 Menlo 发布会上，发布了新版的微商城、零售和美业 SaaS，并且利用有赞云做出了有赞教育。未来，重点关注有赞新零售 SaaS 的推广和使用情况。

3. 云计算公司市场表现

3.1 市场短期反映出计算机板块高弹性的特点

除了以上公司之外，还有许多公司也纷纷涉及到云计算领域，并陆续贡献收入。这些公司包括汉得信息、神州数码、东华软件、光环新网、梦网集团、思创医慧、东软集团、创业软件及汇纳科技等。由于数据披露不全，我们暂时未整理这些公司的季报数据。

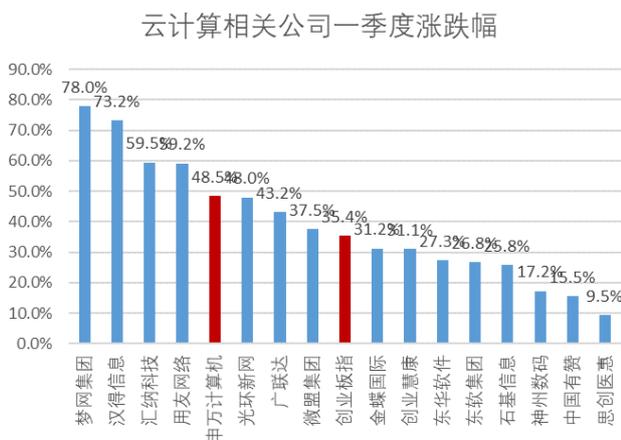
我们一并统计了上述所有公司的一季度市场表现：

2019 年第一季度，申万计算机指数涨幅为 48.5%，涨幅居前的是梦网集团、汉得信息和汇纳科技。这体现出计算机板块高弹性的特征。其中汇纳科技在季报披露前后涨幅接近 10%，显示出超预期特征，而梦网集团则下跌 8.2%，明显低于预期。

而重点云计算公司用友网络、广联达、微盟集团和金蝶国际也取得了较好的收益。其中，用友网络在季报前后下跌了 6.2%，季报明显不及预期。这主要是由于公司金融信息业务不及预期所致。

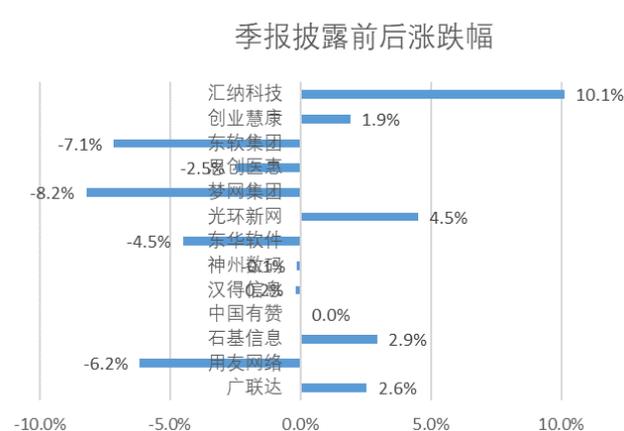
东华软件、石基信息、神州数码和中国有赞等涨幅靠后。

图 8：云计算相关公司 2019Q1 涨跌幅



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 9：2019Q1 季报前后涨跌幅



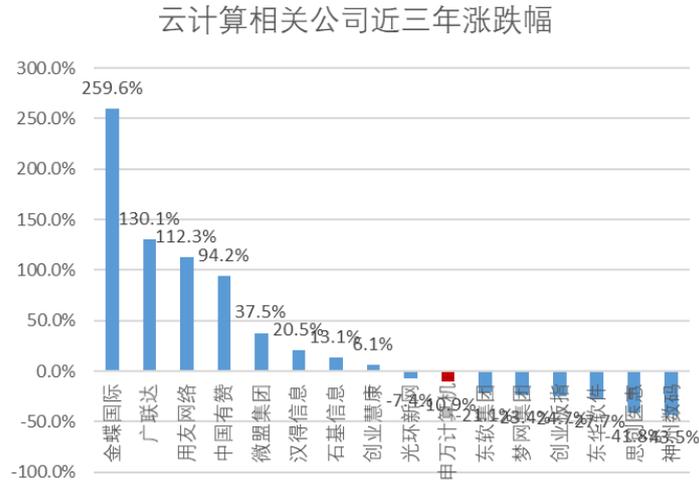
资料来源：wind，东兴证券研究所；此处按照季报披露前后各两天统计区间

3.2 长期涨幅居前的是具有坚实基本面的传统软件龙头

如果我们将视角拉长来看近三年云计算相关公司股价表现，则发现：

涨幅最好的依次是金蝶国际、广联达、用友网络，这几家公司都是传统软件龙头转型 SaaS 的代表，其转型云化进展也相对顺利。长期涨幅居前的正是这些具有坚实基本面支撑的公司。

图 10：云计算相关公司近三年涨跌幅



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 投资观点

云计算是产业趋势，未来必将诞生伟大的投资机会。我们对云计算产业长期看好，持续推荐。从一季报来看，IaaS 公司高速增长，SaaS 公司已经崭露头角。

我们看好龙头公司的发展。在 IaaS 层，一直看好阿里云和腾讯云成长为世界级云计算巨头。金山云近期表现强劲，未来值得期待，建议关注金山软件。

在传统软件转型 SaaS 方面，我们最看好广联达转型，市场对此也基本没有分歧，继续给予“强烈推荐”评级。用友网络本季度的云服务增速 95%，未来值得期待，维持“强烈推荐”评级。石基信息正处于云化关键时期，建议积极关注其进展，维持“强烈推荐”评级。

在纯 SaaS 公司方面，我们最为看好中国有赞，公司赛道好、产品能力强，近期股价下跌之后，估值已经相当具有吸引力，继续维持“强烈推荐”的评级。

5. 风险提示

宏观经济不及预期、SaaS 发展不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	美国 SaaS 产业：行业发展巡视及整体分析	2019-5-22
行业	新零售的核心受益者：腾讯、阿里和 SaaS 公司	2019-5-7
公司	石基信息（002153）：信息消费龙头，云价值腾飞在即	2019-6-17
公司	【东兴海外】港股数据周报 2017 年 11 月第 3 期	2017-11-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造价值理念。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。