

海外巨头资本开支触底回升，关注相关产业链投资机会

基本结论

- 海外云计算巨头收入放缓趋势持续，资本开支 Q2 触底回升，消化期即将过去，未来有望重新进入加速增长期。从 Q2 收入表现来看，海外巨头云收入仍然放缓，AWS 增速首次跌破 40%，Azure 跌破 70%，仅 Google 表现相对强劲，增速达到 40%。从资本支出力度来看，触底回升现象已经显现。自 17 年 Q1 起，经历了 5-6 季度的持续加速增长后，18 年 Q2 起巨头资本开支进入消化期，我们认为此前的增速回调符合商业逻辑。从收入端来看，虽然巨头的收入增长幅度产生放缓，但仍具备一定刚性，19 年 Q1 FAMGA 云收入平均增速仍保持在 32%。我们认为，较为强韧的收入支撑下，消化期逐渐走远，19 年 Q2 触底回升已经出现，预计未来几个季度海外巨头资本开支有望重新走高。
- 全球云计算市场持续增长，行业发展确定性高，IaaS 市场马太效应明显，后来者正实现追赶。18 年全球云计算 IaaS 市场规模达 437 亿美元，近几年增速维持 30%~40% 水平；中国云计算 IaaS 规模达到 320 亿元，增速再创历史新高达 86.1%。中国市场全球份额占比由 14 年的 6.3% 提升至 18 年的 12.9%。我们认为，国内云计算市场需求刚刚起量，未来仍有望领跑全球，预计全球份额占比 2021 年将突破 20%。
- 国内市场格局逐渐清晰，头部厂商优势愈发显著，中小企业扎根细分领域避其锋芒。据 IDC 数据，2018 年国内公有云 CR5 达到 74.6%，较去年同期提升 1.6pct。由于 IaaS 市场具备重资产、重研发、高投入的特性，我们预计，未来头部厂商领先优势还将在马太效应作用下不断扩大，第二梯队云企业或将专注细分领域避开巨头锋芒。如金山云在视频、游戏等行业拥有丰富经验和定制方案；排名份额紧随 Top5 之后的 Ucloud 则主打游戏领域。
- 我国云计算巨头资本开支中长期仍具备较大上涨空间。1) 从增速角度，目前国内 BAT 仍处于收入稳定高速增长阶段，根据 19 年 Q1 报告期数据，BAT 收入合计实现 22.4% 同比增长，能够为资本开支提供相对充足安全边际支撑。2) 从体量角度，BAT 资本开支体量尚小，合计仅约为国外 FAMGA 的十分之一，由于美国云计算市场领先我国 3-5 年，参照巨头历史增速，彼阶段其资本开支仍可维持 2-3 年较高速增长（增速为 30-40% 水平）。3) 从需求角度，未来伴随企业上云比重提升带来需求扩大，亦有望支撑国内资本开支维持高增速。根据信通院数据，我国目前传统企业用云量占比仅 1.4%，预计 2020 年有望提升至 10%，这其中带来的巨大云计算需求，将成为巨头资本开支维持高增速提供重要托力。可以看到，19 年 Q1 BAT 资本开支增速下滑止刹，触底反弹逻辑已初现，实现同比增速 13.0%，高出前期 2.2pct。

投资建议

- 资本开支触底回升，关注产业链上游投资机会。我们预计，未来 2-3 个季度国内外云计算巨头资本开支有望触底回升，建议关注产业链上游投资机会：服务器厂商浪潮信息；IDC 厂商光环新网、宝信软件；光模块厂商中际旭创、光迅科技等。

风险提示

- 云计算厂商资本开支不及预期；企业上云进度不及预期。

罗露 联系人
luolu@gjzq.com.cn

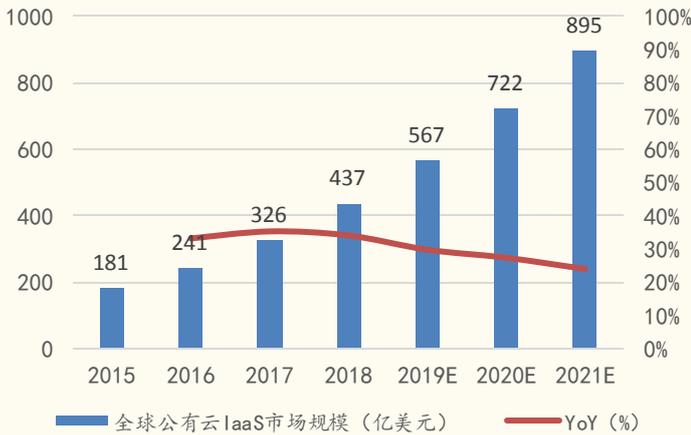
唐川 分析师 SAC 执业编号：S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

一、全球云计算市场持续增长，行业发展确定性高

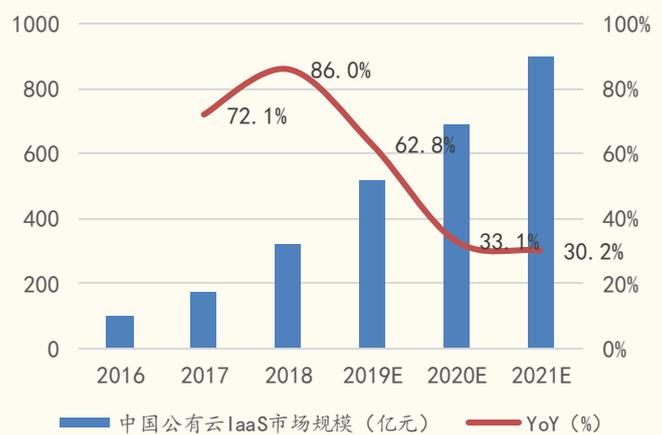
1.1 IaaS 市场马太效应明显，后来者正实现追赶

行业市场规模持续高增长，国内增速领跑全球。2018 年全球云计算 IaaS 市场规模达 437 亿美元，近几年增速维持在 30%-40% 水平。2018 年中国云计算 IaaS 规模达到 320 亿元，增速再创历史新高，增长 86.1%。国内云计算市场需求旺盛，增速远高于全球水平。

图表 1：全球公有云 IaaS 市场规模及增速



图表 2：中国公有云 IaaS 市场规模及增速



来源：Gartner, 国金证券研究所

来源：IDC, 国金证券研究所

中国市场全球份额占比持续提升，由 2014 年的 6.3% 提升至 18 年的 12.9%。根据 IDC 数据，2019-2021 年间，全球云计算 IaaS 市场规模增速将略放缓，增长率低于 30%，而中国云计算市场规模 19 年增速预计将保持在 60% 以上的高位。我们认为，未来三年中国云市场有望持续领跑全球，份额占比三年提升 7.3pct。

图表 3：全球公有云 IaaS 市场中国份额占比不断提升



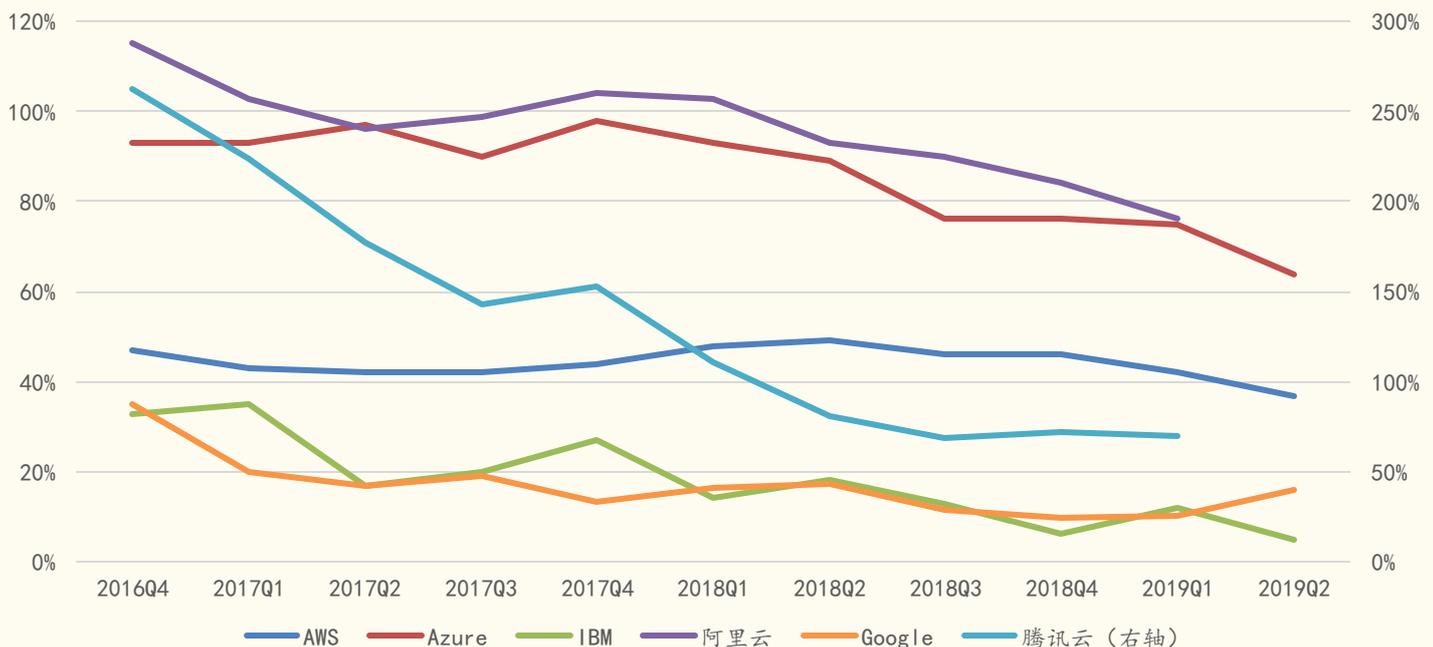
来源：IDC, 分析师预测, 国金证券研究所

海外巨头云收入放缓，Google 表现强劲，国内厂商增势保持平稳。16 年 Q4-19 年 Q2 期间，AWS、Azure 以及 IBM 云收入增速放缓趋势较为明显。AWS 的营业收入从 2016 年 Q4 开始至今，同比增速始终保持在 40% 以上水平，并在 18 年 Q2 达到 49% 的峰值，但随后其增长幅度开始呈现放缓趋势，最新披露的 19 年 Q2 财报数据显示，同比增速滑落至 37%。Azure 云

计算业务收入坚挺，19年Q1、19年Q2同比增长75%、64%，在海外厂商中其增长相对强劲。IBM的云业务表现差强人意，增速波动下跌。18年Q1开始，IBM云业务营收增速已下滑至20%以下，最新披露的2019年Q2增速更是跌至5%。海外云厂商中Google表现最佳，云业务带动Google others revenues业务收入提速至40%，同时公司给出未来一年云计算营收实现80亿的指引。我们认为，海外云厂商收入增速虽有放缓趋势，但仍保持一定刚性，印证下游客户对计算、存储及分析的需求仍较为旺盛，预计未来伴随巨头全球扩张，成长性仍能维持稳定。

反观，阿里云和腾讯云的收入高增势保持平稳。16年Q4-19年Q2观察区间内，阿里云收入在它庞大的现有体量基础上，增速仍维持在80%~110%水平，复合增速达96%。腾讯云由于体量较小，处于高速追赶期，复合增速高达128%。

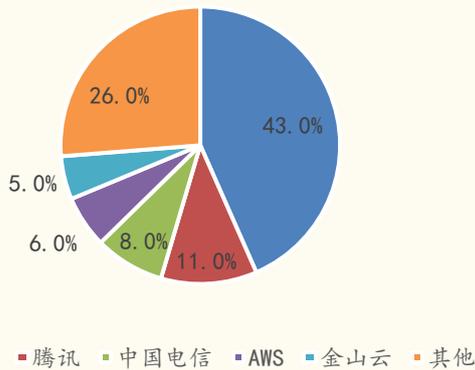
图表 4：16年Q4-19年Q2海内外云巨头云计算收入增速（%）



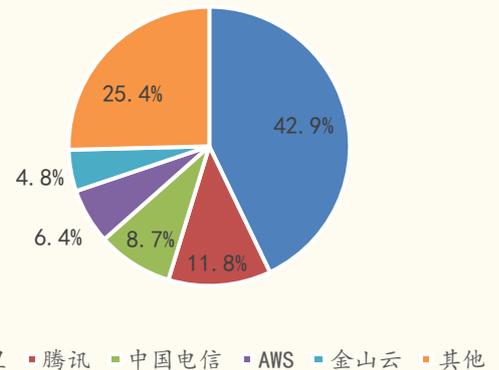
来源：Bloomberg，国金证券研究所

国内市场格局逐渐清晰，头部厂商优势愈发显著，中小企业扎根细分领域避其锋芒。国内云计算市场巨头优势愈发显著，一超（阿里）多强（腾讯、电信、金山等）竞争格局初步确立。根据 IDC 数据，2018 年国内公有云 CR5 达到 74.6%，较去年同期提升 1.6pct。由于 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，我们预计，未来头部厂商领先优势还将在马太效应作用下不断扩大，竞争将集中在巨头间的市场份额争夺，第二梯队中小云企业或将专注细分领域避开巨头锋芒。举例来看，金山软件从游戏、视频起家，金山云在视频（包括短视频、长视频、直播）、游戏等行业；拥有丰富经验和定制方案，排名份额紧随 Top5 之后的 Ucloud 则主打游戏领域。这类企业凭借相对巨头更为中立的定位，以及更细化的差异竞争，在细分领域仍具备较强竞争力。

图表 5：2017 年中国公有云 IaaS 厂商市场份额



图表 6：2018 年中国公有云 IaaS 厂商市场份额



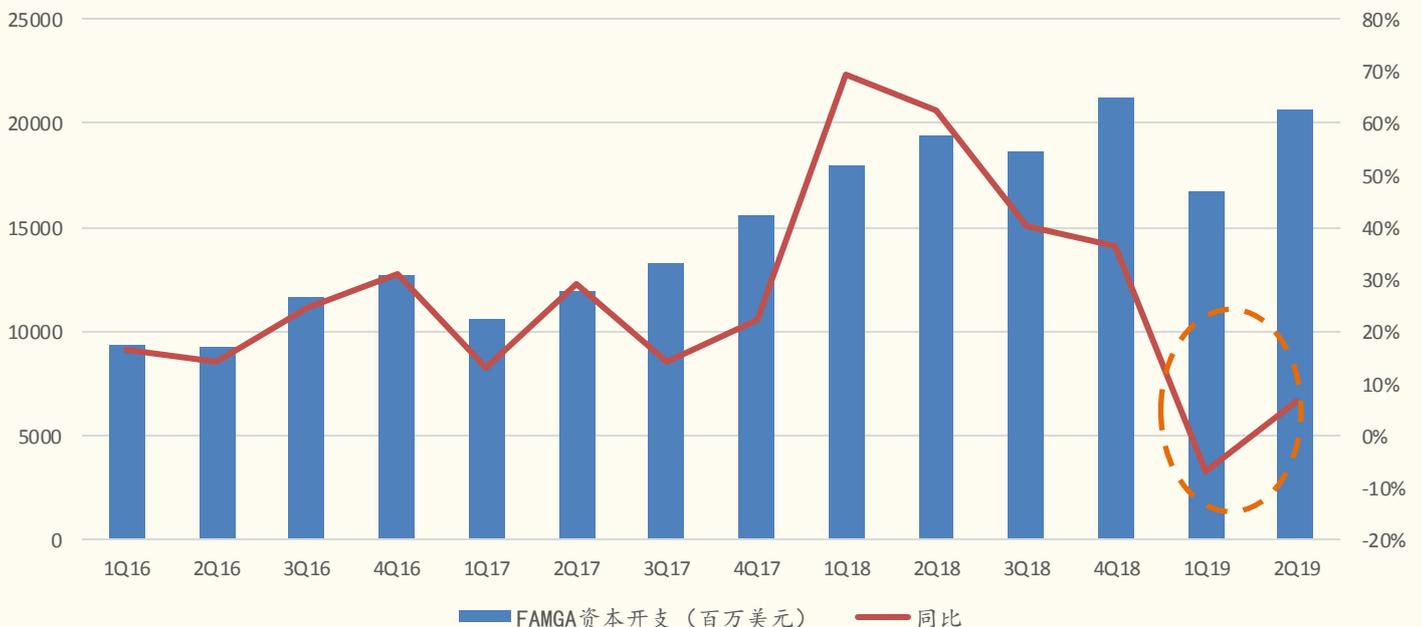
来源：IDC，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

1.2 资本开支有望触底回升，国内市场潜力巨大

海外云计算巨头资本开支 Q2 触底回升，消化期即将过去，未来有望重新进入加速增长期。从收入端来看，15 年 Q4 开始，FAMGA 的收入增速就步入快车道，至 17 年 Q2 实现连续 6 季度上窜；受益于收入快速增长，海外厂商数据中心建设需求高涨，带动了 17 年 Q1 起云厂商资本开支经历了连续 5-6 个季度的持续性增长。18 年 Q2 起，进入高速扩张后的消化期，增速出现回调符合商业逻辑。但是，从收入增速增长幅度及资本开支下滑幅度对比来看，资本开支下滑的幅度过大，速度过快，19 年 Q1 甚至呈现负增长 6.9%，而收入增速仍保持一定刚性，19 年 Q1 FAMGA 云收入平均增速仍有 32%。我们认为，较为强韧的收入支撑下，消化期逐渐走远，19 年 Q2 触底回升已经出现，预计未来几个季度海外巨头资本开支有望重新走高。

图表 7：12 年 Q2-19 年 Q1 FAMGA 资本开支触底回升

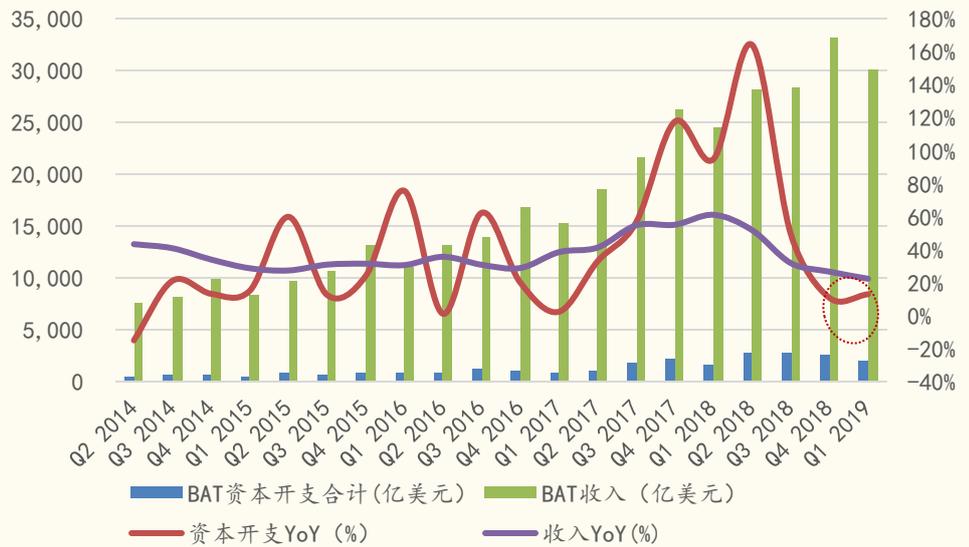


来源：Gartner, Bloomberg，国金证券研究所

我国云计算巨头资本开支中长期仍具备较大上涨空间。从增速角度，目前国内 BAT 仍处于收入稳定高速增长阶段，对比国外巨头，增速下滑更为节

制。根据最新 19 年 Q1 报告期数据，BAT 收入合计实现 22.4% 同比增长，能够为资本开支提供相对充足安全边际支撑。此外，可以看到 19 年 Q1 资本开支增速下跌止刹，触底反弹逻辑已初现，实现同比增速 13.0%，高出前期 2.2pct。从体量角度，目前 BAT 资本开支合计仅约为国外 FAMGA 的十分之一，由于美国云计算市场领先我国 3-5 年，参照巨头历史增速，彼阶段其资本开支仍可维持 2-3 年高速增长（增速为 30-40% 水平）。综上，由于我国云计算巨头资本开支体量相对尚小、收入增势明朗，我们合理推测中长期内其资本开支高增速具备一定可持续性。

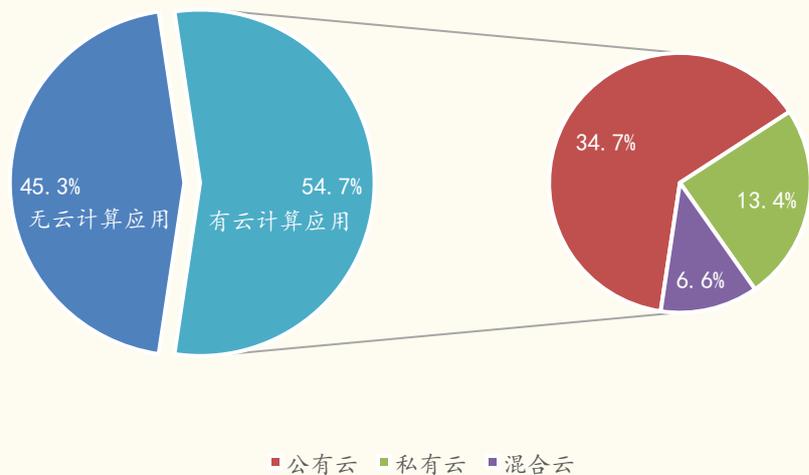
图表 8：12Q2-19Q1 BAT 3 家互联网巨头季度资本开支及同比增速对比



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

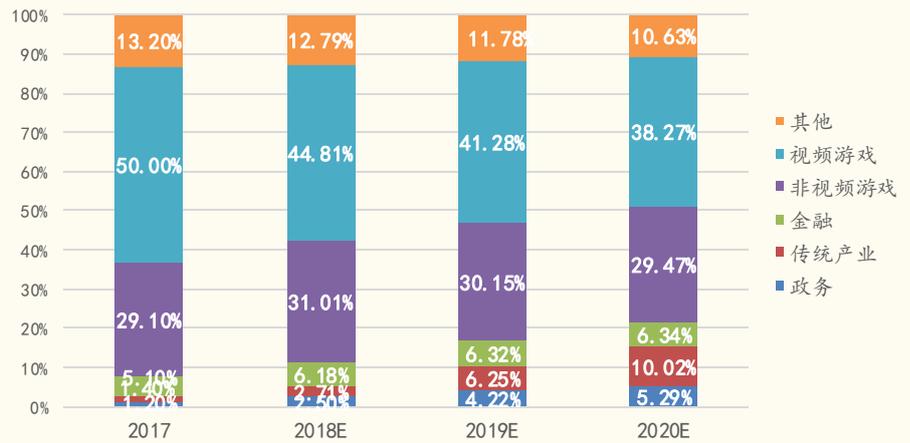
未来伴随企业上云比重提升带来需求扩大，亦有望支撑资本开支增速回升。根据信通院 2018 年中国市场云计算调查，我国只有 54.7% 的企业应用云计算，上云企业中公有云、私有云、混合云的比例分别为 63.4%、29.6% 以及 19.0%，而在美国，80% 的企业已使用云计算。我们认为，国内云计算市场需求刚刚起步，看好未来几年的高速增长。

图表 9：中国市场企业上云比重仅 54.7%



来源：信通院, 国金证券研究所

图表 10：我国目前传统企业用云量占比仅 1.4%，预计 2020 年有望提升至 10%



来源：信通院，国金证券研究所

我国正由 Cloud 1.0 向 2.0 时代转换，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，越来越多的传统企业开始选择和拥抱云服务模式。根据信通院数据，我国目前传统企业用云量占比仅 1.4%，预计 2020 年有望提升至 10%，据 AWS 测算，工业企业的公有云整体市场规模为互联网的 10 倍以上，这其中带来的巨大云计算需求，将成为巨头资本开支增速回弹并维持高增速提供重要助推力。

资本开支触底回升，关注产业链上游投资机会。我们预计，未来 2-3 个季度国内外云计算巨头资本开支有望触底回升，建议关注产业链上游投资机会：服务器厂商浪潮信息；IDC 厂商光环新网、宝信软件；光模块厂商中际旭创、光迅科技等。

1.3 风险提示

- 云计算厂商资本开支不及预期；
- 企业上云进度不及预期。

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