

云计算公司估值逻辑探讨

——计算机

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

市场回顾:

上周(2019.11.18-2019.11.22)上证综指、深证成指、创业板指、申万计算机指数分别涨跌-0.21%、-0.22%、0.30%、0.35%，计算机指数在申万一级行业涨跌幅排名为正数第19名。

自2019年初至今，上证综指、深证成指、创业板指、申万计算机指数分别涨跌15.69%、32.97%、34.33%、41.31%，计算机指数在申万一级行业涨跌幅排名为正数第5名。

- 股价涨幅前五名分别为天夏智慧、英飞拓、*ST中安、神州数码、*ST工新。其中，天夏智慧、神州数码等主要受益法定数字货币推出、安全可控产品落地带来的投资机会，英飞拓等主要受益国资入主后的改善预期。
- 股价跌幅前五名分别为拉卡拉、四方精创、中威电子、方直科技、任子行。

每周一谈：云计算公司估值逻辑探讨

随着科创板的快速推出，多家颇具特色的SaaS标的有望登录A股。云计算企业往往要经历较长的快速成长期，如何为成长期内的云计算公司定价一直是市场关注的焦点，海外市场一般按市销率进行估值，我们认为该方法具备一定的合理性，也要考虑标的公司的具体情况，作出合理调整。

PS估值可以更好地反应成长期云计算公司的盈利能力和成长能力。考虑到云计算行业的特殊性，我们认为以净利润、净现金流口径进行估值将模糊对企业市场空间和盈利能力的评价。我们认为，成长期云计算公司在经营模式上有以下特点：

- 收入、现金流、成本不匹配：云服务的重要特点按需付费、云端存储，产品更新速度较快，客户黏性高；另一方面，云服务的获客成本一般发生在首次，交易一般以预付款的形式完成。从经营模式方向考虑，利润指标无法反映销售费用与收入的错配，现金流指标无法反应预收账款和收入的错配。
- 投入期内利润指标无法充分体现公司盈利能力：云计算公司往往具备较长的快速成长期和投入期，研发投入和硬件投入周期一般会与成长周期同步，或者略微领先，较大的资本开支和折旧将会显著降低利润水平。与其它行业不同的是，优秀的云计算公司的现金流水平往往会好于收入水平，高资本开支的压力和潜在风险相对可控；市场空间相对较大，在成长期仍然可以保持较好的盈利水平。

综上，我们认为细分行业空间、标的公司的技术能力和经营能力、行业特点与云计算业务模式是否契合是我们判断云计算公司价值的核心标准，云收入占比、云化进程、业务类型、市场空间/份额、现金流等因素都会影响企业的价值。我们建议在PS估值逻辑的基础上，仍要针对标的公司特点作出合理的调整，对于处于快速成长期的企业，可以适当给予估值溢价。

投资策略：以5G场景应用为核心主线，结合细分行业景气度，看好云计算、网络安全、医疗信息化、智能网联汽车、金融科技等方向。

投资组合：四维图新、万集科技、启明星辰、中科达、恒生电子各20%。

风险提示：政策落地进度低于预期；行业IT支出低于预期；产业竞争加剧。

评级

增持(维持)

2019年11月24日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

王宁

研究助理

wangning@shgsec.com

010-56931956

行业基本资料

股票家数	221
行业平均市盈率	49.72
市场平均市盈率	16.56

行业表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《计算机行业研究周报：2020年车联网投资前瞻》2019-11-17
- 2、《计算机行业研究周报：积极政策利好区块链走向正规发展》2019-11-10
- 3、《计算机行业研究周报：计算机行业三季度分析》2019-11-03

1. 每周一谈：云计算公司估值逻辑探讨

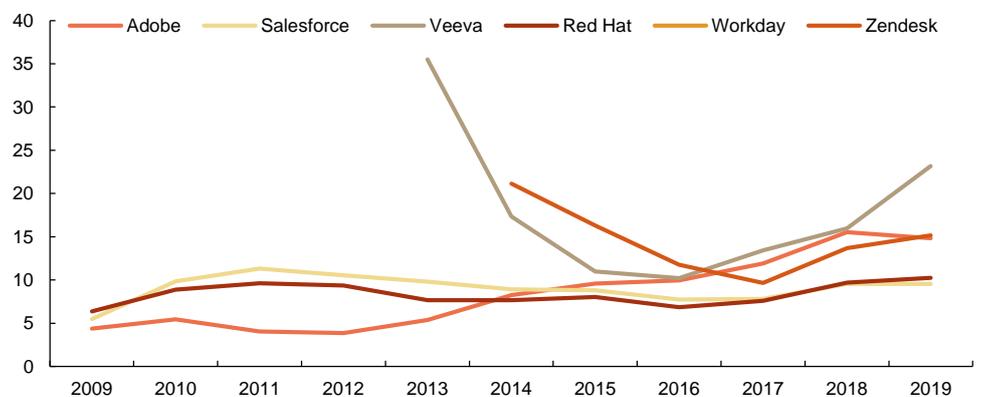
随着科创板的快速推出，多家颇具特色的 SaaS 标的有望登录 A 股。云计算企业往往要经历较长的快速成长期，如何为成长期内的云计算公司定价一直是市场关注的焦点，海外市场一般按市销率进行估值，我们认为该方法具备一定的合理性，也要考虑标的公司的具体情况，作出合理调整。

PS 估值可以更好地反应成长期云计算公司的盈利能力和成长能力。考虑到云计算行业的特殊性，我们认为以净利润、净现金流口径进行估值将模糊对企业市场空间和盈利能力的评价。我们认为，成长期云计算公司在经营模式上有以下特点：

- ◆ **收入、现金流、成本不匹配：**云服务的重要特点按需付费、云端存储，产品更新速度较快，客户黏性高；另一方面，云服务的获客成本一般发生在首次，交易一般以预付款的形式完成。从经营模式方向考虑，利润指标无法反映销售费用与收入的错配，现金流指标无法反应预收账款和收入的错配。
- ◆ **投入期内利润指标无法充分体现公司盈利能力：**云计算公司往往具备较长的快速成长期和投入期，研发投入和硬件投入周期一般会与成长周期同步，或者略微领先，较大的资本开支和折旧将会显著降低利润水平。与其它行业不同的是，优秀的云计算公司的现金流水平往往会好于收入水平，高资本开支的压力和潜在风险相对可控；市场空间相对较大，在成长期仍然可以保持较好的盈利水平。

从中长期看，市销率和市盈率指标是统一的。参考云服务转型的成功案例，在成长期/投入期结束后，公司的硬件投入、研发投入、销售费用均会得到大幅改善，毛利率和净利率也可以维持在较好水平。以 Adobe 为例，2016 年以来 Adobe 的盈利能力快速提升，其中营业开支占比从 65% 左右下降至 55% 左右，净利润率从 10% 左右上升至 25% 左右。我们认为，云服务企业在盈利能力上可以对标纯软件企业，即毛利率维持在 80%、净利率维持在 30% 左右，10xPS 即隐含了投入期结束后 30xPE，考虑行业的高盈利能力属性，这是一个相对公允的估值水平，以美股为例，美股云计算公司在进入成长期后，估值水平会相对稳定在 10xPS 左右的水平保持相当长的时间。

图1：海外云计算公司 PS 比率一般稳定在 10x 左右



资料来源：Choice，申港证券研究所

综上，我们认为细分行业空间、标的公司的技术能力和经营能力、行业特点与云计算研究报告

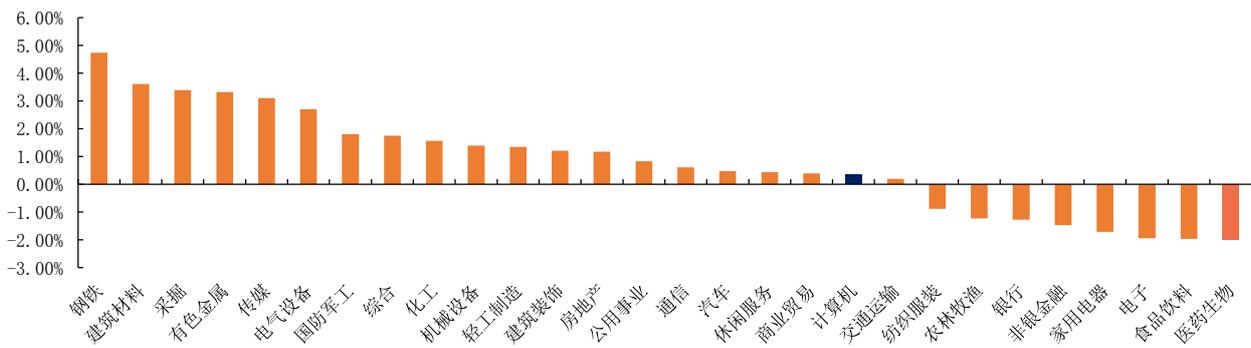
算业务模式是否契合是我们判断云计算公司价值的核心标准，云收入占比、云化进程、业务类型、市场空间/份额、现金流等因素都会影响企业的价值。我们建议在PS估值逻辑的基础上，仍要针对标的公司特点作出合理的调整，对于处于快速成长期的企业，可以适当给予估值溢价。

2. 市场回顾

上周（2019.11.18-2019.11.22）上证综指、深证成指、创业板指、申万计算机指数分别涨跌-0.21%、-0.22%、0.30%、0.35%，计算机指数在申万一级行业涨跌幅排名为正数第 19 名。

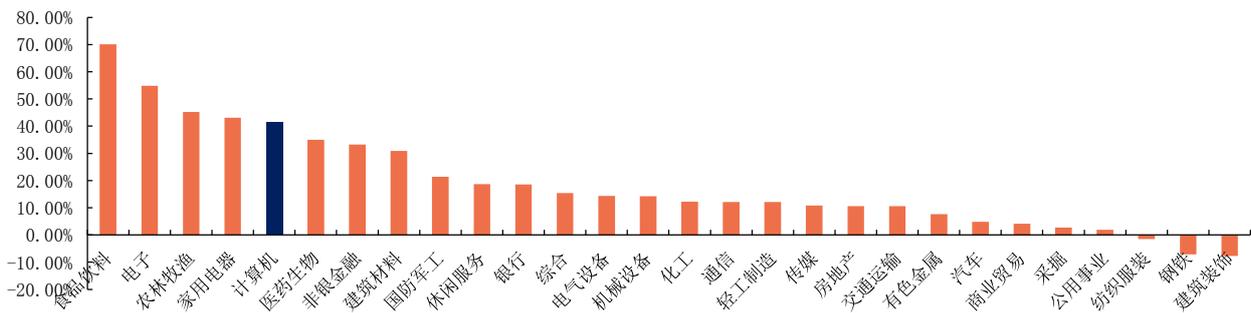
自 2019 年初至今，上证综指、深证成指、创业板指、申万计算机指数分别涨跌 15.69%、32.97%、34.33%、41.31%，计算机指数在申万一级行业涨跌幅排名为正数第 5 名。

图2：申万一级行业周涨跌幅对比



资料来源：Wind，申港证券研究所

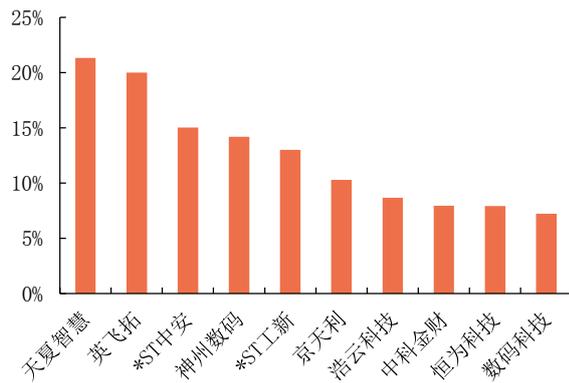
图3：申万一级行业年初至今涨跌幅对比



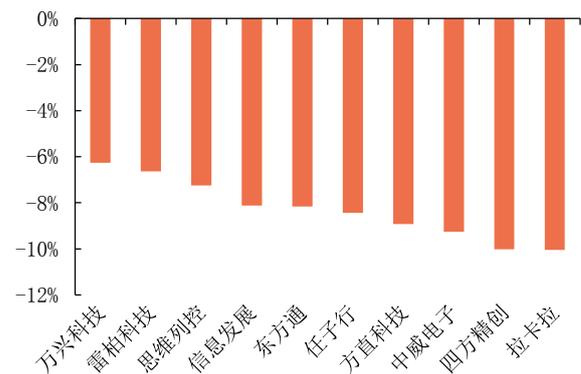
资料来源：Wind，申港证券研究所

股价涨幅前五名分别为天夏智慧、英飞拓、*ST 中安、神州数码、*ST 工新。其中，天夏智慧、神州数码等公司主要受益法定数字货币推出、安全可控产品落地带来的投资机会，英飞拓等公司主要受益国资入主后的经营改善预期。

股价跌幅前五名分别为拉卡拉、四方精创、中威电子、方直科技、任子行。

图4：本周涨幅前十


资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：本周跌幅前十


资料来源：Wind，申港证券研究所

3. 行业新闻

3.1 智能网联汽车

央行、银保监会印发关于金融服务支持收费公路制度改革的指导意见，提出鼓励商业银行、非银行支付机构主动与交通运输部门 ETC 大型服务机构对接，实现人工收费车道移动支付全覆盖。【财联社】

工信部就《国家车联网产业标准体系建设指南（车辆智能管理）》向社会征求意见。【工信部】

3.2 金融科技

11月20日，金融标准化技术委员会2019年工作会议暨第四届委员会第三次全体会议在京召开。中国人民银行副行长、金标委主任委员范一飞在会上介绍，为规范引导新技术应用，人工智能、区块链、大数据、云计算等17项金融行业标准已经立项，正在加紧研究制定。【金融科技研究】

中国农业银行与京东数字科技集团签署托管业务《框架协议》，并启动双方联合打造的“智能托管平台”。平台上线首周交易量达1.038亿元。此次合作中，京东数科基于大数据、人工智能等技术能力，将JT2智管有方与农业银行托管平台打通，以基金交易及托管业务流程线下转线上为切入点，为农业银行客户打造线上线下一体化、全流程的智能托管服务，覆盖投资机构的投前、投中、投后全流程周期。【财联社】

3.3 云计算

华为启动数据基础设施战略，开源数据虚拟化引擎 HetuEngine。【CSDN 云计算】

华为 GaussDB 数据库推出双分布式架构打造金融核心智能生产交易解决方案。【CSDN 云计算】

上海市杨浦区人民政府与腾讯云达成战略合作，双方将积极推动腾讯在人工智能、

云计算、大数据、区块链等方面的高新技术，与城市建设、政府治理、民生服务的深度融合，共同培育人工智能新兴产业、加快传统产业转型升级。【财联社】

3.4 人工智能

11月18日，在美国丹佛举行的SC19全球超算大会上，浪潮正式发布全新的AI开放加速系统MX1，可在一个AI服务器支持多种符合OAM(OCP Accelerator Module)规范的AI芯片，这也是全球首个可支持多家不同型号的AI芯片直接更换的AI开放加速系统。【浪潮服务器】

11月21日，徐汇区政府与依图科技举行战略合作协议签约仪式。依图将充分发挥品牌、技术和平台优势，全力支持徐汇人工智能发展集聚区建设，助力徐汇进一步提升人工智能发展的集聚度、显示度和贡献度，为区域经济社会发展注入人工智能新动能。【财联社】

3.5 5G 产业链

11月19日，北京市通信管理局发布消息，北京联通和北京电信实现了5G接入网存量基站全面共享，新增基站共建工作全面展开。北京成为全国第一批提供共建共享区域划分的省份，也是全国首个批量完成5G基站共建共享的城市。双方共建共享5G基站总量达到7000余个，已建成北京地区规模最大的5G网络。【财联社】

据国际电子信息技术网站The Fast Mode报道，新西兰通信公司Spark NZ将选择华为公司作为5G设备的供应商。【财联社】

工信部部长苗圩在首届世界5G大会上致辞称：全球采用统一的5G标准是全球科技发展的重要成果，中国、欧盟、美国、韩国申请的5G标准必要专利都超过10%。截至目前，中国已经开通了11.3万个5G基站，年底将达到13万；目前，中国5G用户达到了87万户。【财联社】

高通公司全球副总裁侯明娟在世界5G大会上表示，230多款搭载Qualcomm5G解决方案的5G终端已经发布或正在开发中。【财联社】

4. 重点公司动态

【创业慧康】

创业慧康拟非公开发行A股股票不超过145,718,108股，即不超过发行前总股本的20%；拟募集资金总额不超过131760.96万元，在扣除发行费用后将用于“数据融合驱动的智为健康云服务整体解决方案项目”“总部研发中心扩建和区域研究院建设项目”“营销服务体系扩建项目”和“补充流动资金项目”共四个项目。

【数字政通】

数字政通发布2019年创业板非公开发行A股股票预案，拟非公开发行股票数量不超过本次发行前上市公司总股本的20%，即不超过85,310,521股，募集资金总额不超过60,000.00万元；将用于智慧化城市综合管理服务平台建设项目、基于物联

网的智慧排水综合监管运维一体化平台建设项目、基于多网合一的社会治理信息平台建设项目、补充流动资金等项目。

【奥飞数据】

奥飞数据发布 2019 年度非公开发行 A 股股票预案，拟非公开发行股份总数不超过 2,349.57 万股，募集资金总额（含发行费用）不超过人民币 4.8 亿元，扣除发行费用后用于廊坊讯云数据中心二期项目和补充流动资金及偿还银行贷款。

【运达科技】

运达科技发布 2019 年限制性股票激励计划(草案),拟授予在公司任职的公司董事、高级管理人员及核心业务、技术人员及其他管理人员等 83 人限制性股票数量合计为 417 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 44,800 万股的 0.93%，无预留权益，授予价格为 6.21 元/股。业绩考核条件：以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年增速不低于 20%/40%/60%。

【南天信息】

根据 2019 年 2 月 1 日董事会审议通过的《关于投资参股广州市海捷计算机科技有限公司的议案》，公司已受让了海捷科技 30%的股权。为完善公司大数据业务布局，公司根据业务发展需要，将使用自有资金 960 万元，继续受让易航科技持有的海捷科技 30%的股权，投资完成后，南天信息共计持有海捷科技 60%股权，成为海捷科技控股股东。

【赛意信息】

赛意信息拟以自有或自筹资金出资 1,900 万元受让鑫光智能现有股东持有的鑫光智能 10%股权，并向鑫光智能以自有或自筹资金增资 3,000 万元认购鑫光智能新增注册资本 666.67 万元。本次交易完成后，公司将持有鑫光智能 19%股权。

【南洋股份】

2019 年 11 月 18 日，南洋股份的全资子公司与腾讯云在深圳签署《合作协议》，双方建立深度战略合作关系，推进双方在云服务及网络安全领域产品方案融合、市场拓展。

【神州数码】

神州数码与厦门市人民政府签署了《战略合作框架协议》，拟在鲲鹏超算中心、自主可控的服务器与 PC 生产基地、智慧城市、运营总部、资本合作领域开展战略合作，助力厦门建设鲲鹏产业生态基地。

【初灵信息】

初灵信息与北京联通签署了《2019-2020 年北京联通通信基站配套 CPRI 接口复用设备产品式集采设备采购框架协议》，本协议预估总金额为人民币 2131.18 万元(含税)。

【汇金科技】

汇金科技近日收到招标代理机构中捷通信有限公司出具的《中标通知书》，在其组织的“中国邮政储蓄银行现金及重要物品实物管理系统工程应用软件采购项目”的招标中，确定公司为中标单位。

【安居宝】

安居宝于 2019 年 11 月 18 日收到平安科技(深圳)有限公司发来的《中标通知书》，确定公司为广州“花都智能门禁项目前端设备及实施-20191012 (LF2019177960)”，中标金额为 7149.98 万元。

【千方科技】

千方科技拟与吉林高速、兆海金服共同出资设立吉林省吉高千方科技有限公司，吉高千方注册资本为人民币 5,000 万元，公司拟使用自有资金投资 2,000 万元，占注册资本的 40%。

【四维图新】

四维图新收到华为采购公司规定区域内自动驾驶地图数据的申请，双方将共同完成华为自动驾驶验证项目，推进华为自动驾驶项目落地。

【神州信息】

神州信息及下属子公司陆续新获得与收益相关的各项政府补助共计 503.75 万元，占公司最近一个会计年度经审计的归属于上市公司股东的净利润的 11.97%。

【汇金科技】

汇金科技收到《中标通知书》，在“交通银行股份有限公司 2019 年手持终端（一体式）设备入围选型”的招标中，确定公司为中标单位。

【山石网科】

拟使用募集资金向美国山石增资 500 万美元、向北京山石增资 20,000 万元以实施募投项目。

【湘邮科技】

湘邮科技地理信息资源平台在邮政行业的产业化应用项目收到政府补助资金人民币 100 万元（未经审计）。

5. 一级市场风向

我们统计了 16 起重点融资案例，重点关注酒店大数据携旅、即是影像服务平台 Vphoto。

表1：上周一级市场重点融资案例一览

类型	融资企业	投资方	轮次	融资金额	公司简介
人工智能	云蝠智能	YC 中国	天使轮		商业化语音 AI 机器人研发商
云计算	煮石科技	知思齐行资本、清源创投	Pre-A 轮		早教机构 SaaS 服务商
物联网	语禛物联	源码资本、盈动资本	Pre-A 轮		工业物联网服务提供者
物联网	小创科技	投哪儿 兴泓资产、青创投	Pre-A 轮	1000 万	物联网医疗设备研发商
人工智能	燧坤智能	和玉资本、图灵创投、景旭创投、盛鼎资本	A 轮		深度赋能药物研发平台
大数据	携旅	深创投	A+ 轮	1 亿	酒店行业数据资产运营者
云计算	商桥物流	前海母基金、启创资本、拓邦投资、中集集团	A++ 轮		零担物流透明化管理平台
大数据	Lynk Global	MMV SEA、阿里巴巴、Wavemaker、Partners	B 轮		全球知识即服务平台
VR/AR	七维科技	海通创意资本、巨峰科创	B 轮		虚拟现实及增强现实技术服务商
人工智能	志诺维思	华盖资本、梧桐树、清控金信蓝色微生物基金等	B 轮	6000 万	基因组精准医疗服务提供者
云计算	VPhoto	广发信德、达晨创投、子财富	B 轮	1 亿	即时影像共享服务平台
人工智能	翼菲自动化	CBC 宽带资本、七匹狼创投、蒙迈资本	B+ 轮		并联工业机器人制造商
集成电路	光梓科技	国投创业、华兴新经济基金	C 轮		光电集成电路芯片研发商
企业服务	微步在线	高瓴资本、星路资本	C 轮		安全威胁情报服务商
集成电路	昂瑞微	同芯企业、浑璞投资、南京科芯	C 轮	3000 万	物联网芯片生产商
云计算	EasyStack	OpenStack 云平台及服务提供商	D 轮		OpenStack 云平台及服务提供商

资料来源：企名片，企查查，申港证券研究所

6. 风险提示

- ◆ 政策落地进度低于预期；
- ◆ 行业 IT 支出低于预期；
- ◆ 产业竞争加剧；
- ◆ 新技术研发不及预期。

研究助理简介

王宁，南开大学学士及硕士，曾任职于新时代证券研究所，2018年水晶球卖方最佳分析师评比中小盘第一名团队核心成员。2019年加入申港证券研究所，任计算机行业首席研究员。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上