

优刻得 (688158)

IaaS 下半场，中立第三方平台份额有望回升 买入（首次）

2020年03月12日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001
021-60199781

haob@dwzq.com.cn

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001
021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 薛翔

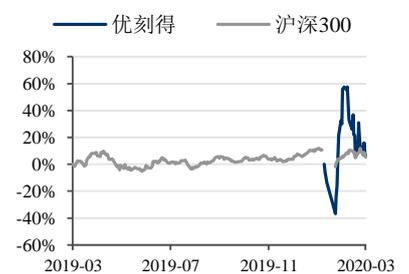
xuex@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,187	1,514	2,321	3,142
同比(%)	41.4%	27.5%	53.4%	35.4%
归母净利润(百万元)	77	21	41	78
同比(%)	8.8%	-72.8%	96.6%	90.2%
每股收益(元/股)	0.18	0.05	0.10	0.19
P/E(倍)	425.64	1,566.09	796.65	418.96

投资要点

- 中立第三方 IaaS 服务商性能领先，主打差异化竞争。** 优刻得是国内中立第三方 IaaS 服务商，是通过可信云服务认证的首批企业之一。面对行业巨头，公司秉持第三方中立原则，不从事下游客户相关业务。同时，通过产品和市场主打差异化竞争，一方面先后研发了高 IO 云主机、网络增强型云主机、PATHX、安全屋及 UCloudStack 等差异化产品，先后成为产品体系中的标杆产品。另一方面，公司先后踩准了互动娱乐、移动互联网、企业服务三个细分赛道，公有云业务高速增长。未来三年将重点突破产业互联网客户，尤其是云计算渗透率提升潜力大的传统行业。
- 中国公有云市场规模高速增长。** 根据信通院数据，2018 年中国公有云规模 437 亿元，同比增长 65.2%，其中，IaaS 市场规模达 270 亿元，同比增长 81.8%，占我国公有云市场规模 62%。预计到 2022 年，中国公有云市场规模将达到 1731 亿元，未来几年复合增速 41%。
- 四大因素决定 IaaS 下半场成败：** 1、互联网行业决定我国公有云上半场的市场份额，非互联网行业（政府、电信、金融、制造、交通、能源、教育、医疗等）将决定未来最终名次。2、目前国内 IaaS 厂商业务更多是毛利率比较低的云主机和存储等产品，毛利率比较高的数据分析、AI、IoT 等应用类产品比例少，未来结合具体场景产品将遍地开花。3、混合云成常态，云服务管理将迎来高速增长。4、生态将成为公有云厂商竞争核心要素。作为中立第三方平台，优刻得在下半场的竞争力提升。
- 成功登陆科创板，市场份额下降趋势有望扭转。** 此前优刻得市场份额由 2015 年的 4.9% 下降至 2018 年的 3.4%，一方面是 IPO 前融资竞争力略显不足，另一方面在互联网行业上云浪潮中相对巨头无生态体系下内部业务支撑。未来市场份额持续缩小的局面有望改变，加速增长可期：1、根据第三方机构评测，公司产品在主机性能、磁盘延时、内网质量等多项关键技术性能指标业内第一，并且价格相对互联网巨头优惠达 30%；2、成功登陆科创板后无论是品牌效应还是融资和硬件投入能力均得到大幅提升，考核向收入倾斜；3、产业互联网到来，传统行业上云需求释放，互联网巨头并无明显优势；4、数据类增值新产品进入放量轨道。
- 盈利预测和投资评级：** 我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 15.14/23.21/31.42 亿元，净利润分别为 0.21/0.41/0.78 亿元。根据 2018 年中国企业服务行业独角兽企业名单，阿里云估值 710.77 亿美元（按 19 年初 6.7 汇率算，约 4700 亿人民币），对应 2018 自然年 214 亿元 22 倍 PS，对应 2019 自然年 355 亿元 13 倍 PS。同时我们选取了几家云计算行业龙头公司（用友网络、金山办公、深信服），对应 2020 年的平均 PS 为 20.6 倍。考虑优刻得在 A 股稀缺性及行业高成长性，给予公司 2020 年 20 倍 PS，目标市值 464 亿。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：** IaaS 市场竞争激烈；核心产品降价

股价走势



市场数据

收盘价(元)	77.78
一年最低/最高价	45.98/126.00
市净率(倍)	9.20
流通 A 股市值(百万元)	3402.01

基础数据

每股净资产(元)	8.45
资产负债率(%)	16.93
总股本(百万股)	422.53
流通 A 股(百万股)	43.74

相关研究

内容目录

1. 登陆科创板成为 A 股唯一 IaaS 服务商	5
2. 国内外 IaaS 市场均保持高增长，行业龙头效应明显	9
2.1. 全球公有云市场中 IaaS 增速领跑，中国 IaaS 市场保持高增长	9
2.2. IaaS 厂商发展阶段和盈利模式具有较高相似性	11
2.3. 行业上半场，龙头效应愈发明显	12
2.4. 四大因素决定 IaaS 下半场的成败	15
3. 国内最大的第三方中立 IaaS 服务商，市场份额下降趋势有望扭转	16
3.1. 直销为主，单客户 ARPU 值提升是收入增长主要动力	17
3.2. 第三方中立 IaaS 服务商，主打差异化竞争	20
3.3. 多项关键性能测试业内第一，性价比优势凸显	21
3.4. 市场份额持续下降趋势有望扭转	22
4. 盈利预测和投资评级	26
5. 风险提示	27

图表目录

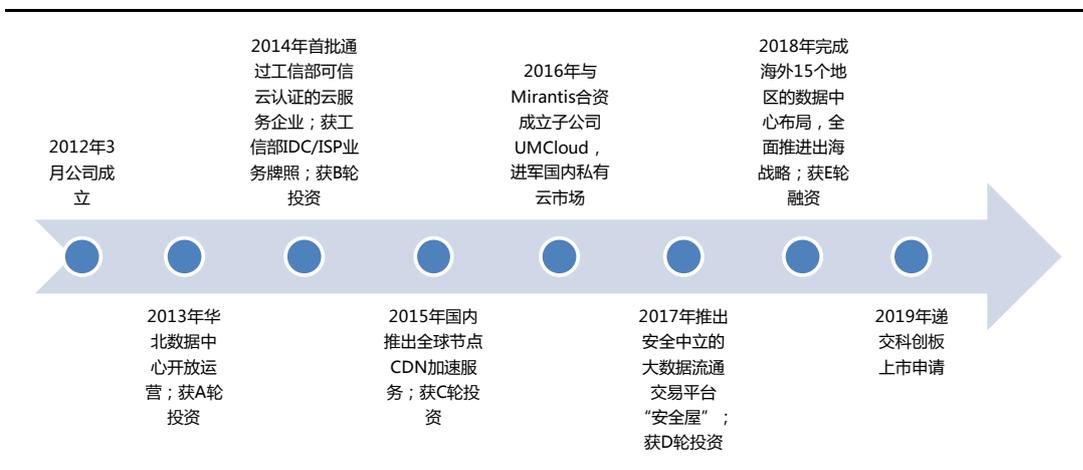
图 1: 优刻得发展历程	5
图 2: 优刻得主要产品	5
图 3: 优刻得营业收入 (亿元) 及增速	6
图 4: 优刻得归母净利润 (亿元)	6
图 5: 优刻得营收结构 (亿元)	7
图 6: 优刻得公有云收入构成 (亿元)	7
图 7: 优刻得混合云收入构成 (亿元)	7
图 8: 优刻得毛利率和净利率 (%)	8
图 9: 优刻得股权结构	8
图 10: 全球公有云市场规模(亿美元)及增速	9
图 11: 全球 SaaS 细分市场份额	9
图 12: 2018 年全球前十大公有云 IaaS 服务商市场份额	10
图 13: 中国云市场规模(亿元)及增速	10
图 14: 中国公有云细分市场规模(亿元)	10
图 15: 2018 年中国公有云市场份额	10
图 16: 公有云 IaaS 厂商的发展阶段	11
图 17: 公有云 IaaS 厂商的增值服务	12
图 18: 全球 IaaS 市场规模及市场份额	12
图 19: AWS 单季度收入及增速	13
图 20: 微软智能云单季度收入及增速	13
图 21: 微软 Azure 增速	13
图 22: 阿里云单季度收入 (亿元) 及增速	14
图 23: 金山云单季度收入 (亿元) 及增速	15
图 24: 智能云体系架构图	16
图 25: 优刻得盈利模式	17
图 26: 优刻得直销和非直销的营收 (万元)	17
图 27: 优刻得直销和非直销的毛利率和净利率	17
图 28: 优刻得公有云成本	18
图 29: 优刻得公有云各业务毛利率	19
图 30: 优刻得公有云各业务毛利占比	19
图 31: 优刻得已有客户和新增客户产生的营收 (万元)	19
图 32: 优刻得已有客户收入占比	19
图 33: 优刻得已有客户和新增客户产生的营收 (万元)	20
图 34: 优刻得已有客户收入占比	20
图 35: CloudBest 测试选取的云主机配置及价格概况	21
图 36: CloudBest 测试结果: 主机性能得分	21
图 37: CloudBest 测试结果: CPU 运算耗时 (秒)	21
图 38: CloudBest 测试结果: 磁盘延时低	21
图 39: CloudBest 测试结果: 内网每秒收包数	21
图 40: CloudBest 测试结果: 云主机性价比排行	22
图 41: 国内公有云厂商市场份额	22
图 42: 用户对公有云厂商的了解情况	23

图 43: 成本是用户选择公有云品牌的首要因素	23
图 44: 阿里云各季度经调整 EBITA (亿元)	23
图 45: 细分龙头公司固定资产占总资产比例 (2018 年报)	23
图 46: 固定资产周转率 (2018 年)	24
图 47: 优刻得下游行业的营收 (万元)	25
图 48: 优刻得下游行业营收 2017 和 2018 年增速	25
图 49: 安全屋产品客户案例	25
图 50: 优刻得业务拆分预测	26
图 51: 云计算行业公司估值	27

1. 登陆科创板成为 A 股唯一 IaaS 服务商

公司是国内领先的中立第三方云计算服务商，致力于为客户打造一个安全、可信赖的云计算服务平台，是通过可信云服务认证的首批企业之一。公司自主研发并提供计算、网络、存储等 IaaS 和基础 PaaS 产品，以及大数据、人工智能等产品，通过公有云、私有云、混合云三种模式为用户提供服务，依托位于亚太、北美、欧洲等地的全球 32 个可用区以及北京、上海、广州、深圳、杭州、成都、厦门等地的国内线下服务站，已为上万家企业级客户在全球的业务提供云服务支持，间接服务终端用户数量达到数亿人，公司客户包括互动娱乐、移动互联、企业服务互联网企业，以及金融、教育机构、新零售、智能制造等传统行业的企业。

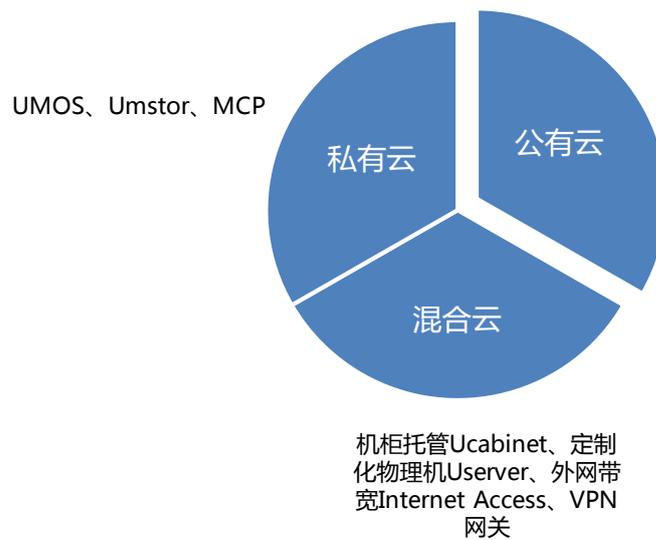
图 1：优刻得发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司产品主要包括公有云、私有云、混合云，以及大数据和人工智能等产品，其中公有云是营收主要来源，私有云、混合云是重点发展领域，收入金额快速增长；大数据及人工智能业务是公司着重研发投入的领域，目前收入占比不高，预计未来将成为公司新的盈利增长点。**1、公有云：**包括计算、网络、存储、数据库、数据分析、云分发、云安全等，客户以移动互联、互动娱乐、企业服务等互联网客户为主，也包括教育、金融、零售、制造、政府、智能制造等传统行业的企业客户。**2、私有云：**核心产品包括UMOS、UMstor、MCP、专有云服务及容器等，公司私有云产品的基础架构主要基于OpenStack 开源代码，主要客户为金融机构、大型央企、电信运营商、政府机构及零售业等传统企业。通过子公司上海优铭云为客户提供服务。**3、混合云：**通过“公有云+私有部署+专线网络”的方式为用户提供解决方案，混合云产品主要由机柜托管、定制化物理机、VPN 网关、外网、内网、云互通服务、运维服务等多种产品模块组成。客户主要是金融、政府等行业监管及合规要求特殊的机构。

图 2：优刻得主要产品



计算类（云主机Uhost、物理云主机UPHost、GPU云主机、私有专区UDHost）、网络类（网络Unet、高速通道UDPN、负载均衡ULB）、数据库类（云数据库、云内存存储Umem、分布式数据库UDDDB）、存储类（Udisk、对象存储Ufile、归档存储Uarchive、数据方舟UDataArk）、分发类（云分发UCDN）、数据分析（托管Hadoop集群）

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

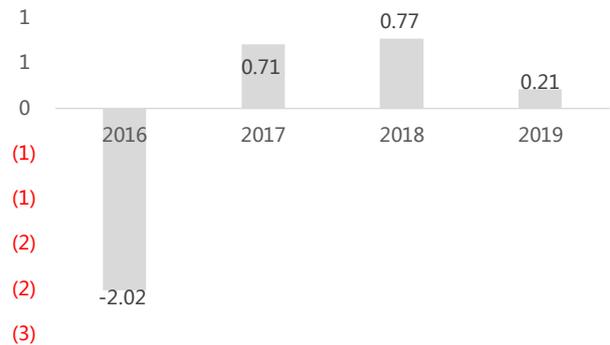
因产品降价、投入加大、行业红利下滑等原因导致公司 2019 年净利润受到影响。2018 年公司营收 11.87 亿元，同比增长 41.4%，归母净利润 0.77 亿元，同比基本持平。2019 年全年营收 15.12 亿元，同比增长 27.35%，归母净利润 2107 万元，同比下降 72.71%。业绩的下滑的原因，1、头部云计算厂商为拓展市场份额进行竞争性降价，以及单位资源采购价格下降、规模效应摊薄平均成本等原因，公司为了让利于客户，采取了主动降价措施导致报告期内公司主要产品的价格下降；2、公司对服务器资源进行大批量的采购和部署，并配套采购数据中心资源，导致报告期内经营设备折旧比同期增加约 36.45%，数据中心成本比同期增加约 43.89%，使得综合毛利率同比下降；3、由于 C 端流量红利消退以及行业监管政策变化的影响，云计算下游互联网行业整体增速放缓。

图 3：优刻得营业收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：优刻得归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公有云是收入主要来源，随着混合云收入增长，公有云收入占比下降。公司营收主要来源是公有云，2016-2018 年公有云收入分别为 4.72、7.64、10.11 亿元，各占全年营

收的 91%、91%、85%。随着混合云收入增长，公有云收入占比下降，2019 年上半年公有云收入占比进一步下降至 81%。

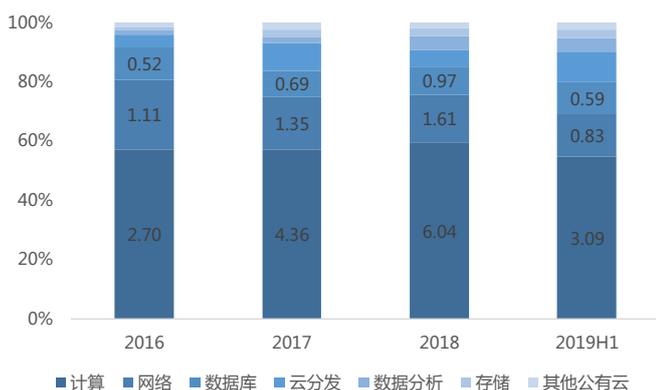
图 5：优刻得营收结构（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

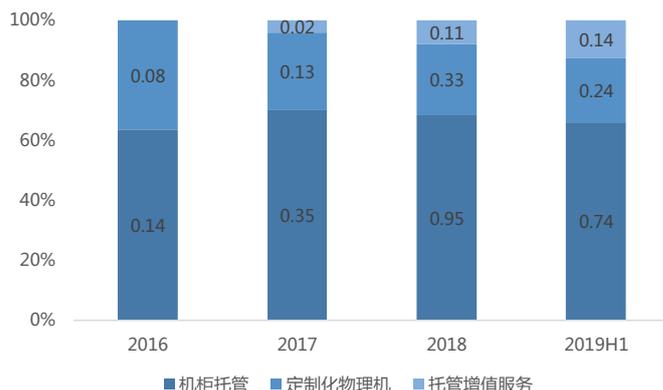
计算类产品和机柜托管各自是公有云和混合云收入的主要来源。计算类产品是公有云收入的主要来源，2016-2019H1 计算类产品收入分别为 2.70、4.36、6.04、3.09 亿元，占公有云收入比例分别为 57%、57%、60%、55%，网络类和数据库类产品在公有云收入比例中排第二三位。混合云收入主要来自机柜托管，2016-2019H1 机柜托管收入分别为 0.14、0.35、0.95、0.74 亿元，占混合云收入比例分别为 64%、71%、68%、66%。

图 6：优刻得公有云收入构成（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：优刻得混合云收入构成（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

毛利率呈稳步提高趋势，净利率波动较大。公司毛利率近三年整体呈稳步提高的趋势，2016-2018 年毛利率分别为 29.1%、36.5%、39.5%。而净利率波动较大，2016-2018 年净利率分别为 -40.8%、7.1%、6.5%，2019 年上半年净利率为 1.1%。数据分析、数据库、计算是公有云中毛利率最高的三类产品，2018 年各自毛利率分别为 62.54%、56.41%、

48.24%。机柜托管虽说是混合云收入的主要来源，但其毛利率较低，2018 年和 2019H1 的毛利率分别为 11.72%、2.39%。

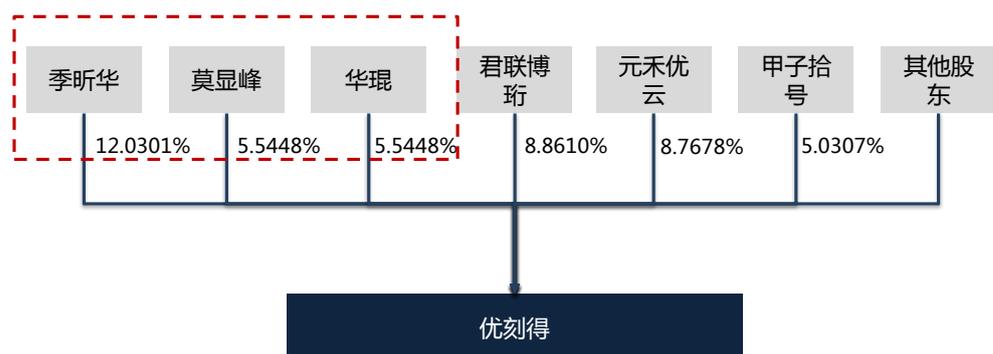
图 8：优刻得毛利率和净利率（%）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

三位共同实际控制人季昕华、莫显峰及华琨合计持有公司 23.1197% 的股份及 60.0578% 的表决权。目前，三位共同实际控制人季昕华、莫显峰及华琨合计持有公司 23.1197% 的股份。根据特别表决权设置安排，共同实际控制人季昕华、莫显峰及华琨持有的 A 类股份每股拥有的表决权数量为其他股东（包括本次公开发行对象）所持有的 B 类股份每股拥有的表决权的 5 倍。因此，季昕华、莫显峰及华琨拥有公司 60.0578% 的表决权，对公司的经营管理以及对需要股东大会决议的事项具有绝对控制权。

图 9：优刻得股权结构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

本次公司 IPO 募集资金拟投入四个项目：多媒体云平台项目、网络环境下应用数据安全流通平台项目、新一代人工智能服务平台项目、内蒙古乌兰察布市集宁区优刻得数据中心项目（一期和二期）。其中，内蒙古乌兰察布市集宁区优刻得数据中心项目（一期和二期）是主要投入项目，未来可以容纳 6000 个机柜。

2. 国内外 IaaS 市场均保持高增长，行业龙头效应明显

2.1. 全球公有云市场中 IaaS 增速领跑，中国 IaaS 市场保持高增长

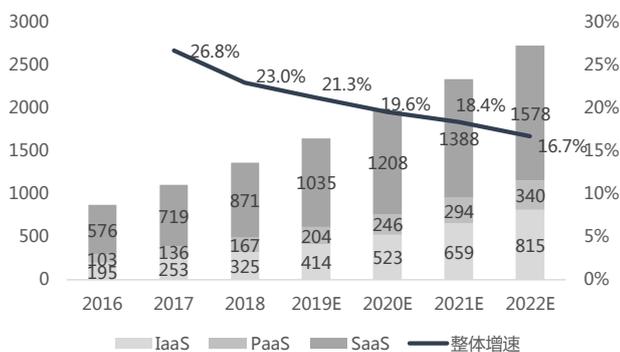
全球公有云市场发展稳定。根据信通院数据，2018 年全球公有云市场规模达到 1363 亿美元，同比增长 23.0%，增速逐步下降，预计未来几年平均增长率在 20% 左右，到 2022 年市场规模将超过 2700 亿美元。其中：

IaaS 市场增速领跑。IaaS 市场规模 2018 年达 325 亿美元，同比增长 28.5%，增速高于 PaaS 和 SaaS，占公有云整体规模 24%。预计未来几年平均增长率超过 26%，到 2022 年市场规模将达到 815 亿美元。

PaaS 市场增长稳定。PaaS 市场规模 2018 年达 167 亿美元，同比增长 22.8%，占公有云整体规模 12%。预计未来几年平均增长率保持在 20% 以上，到 2022 年市场规模将达到 340 亿美元。

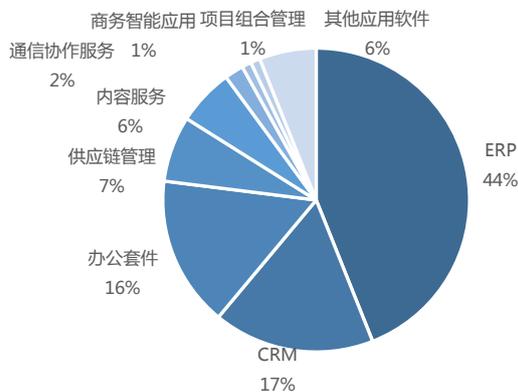
SaaS 占公有云比例 64%，预计增速将放缓，其中 ERP+CRM+办公套件占据 77% 份额。SaaS 市场规模 2018 年达 871 亿美元 (+yoy 21.1%)，占公有云整体规模 64%。预计未来几年平均增长率下降至 10%+，到 2022 年市场规模将达到 1578 亿美元。其中，ERP+CRM+办公套件占据 SaaS 市场 77% 份额。

图 10：全球公有云市场规模(亿美元)及增速



数据来源：信通院、Gartner，东吴证券研究所

图 11：全球 SaaS 细分市场占比



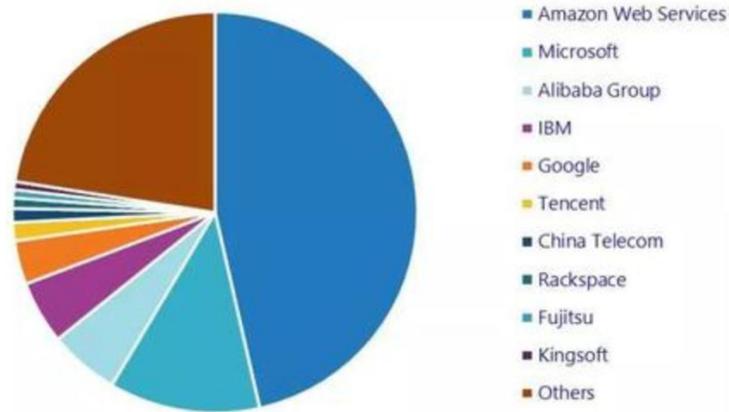
数据来源：信通院、Gartner，东吴证券研究所

中国公有云市场规模保持高增速。根据信通院数据，2018 年中国云市场规模达到 962.8 亿元，同比增长 39.2%。其中，公有云规模 437 亿元，同比增长 65.2%，预计到 2022 年市场规模将达到 1731 亿元，未来几年复合增速 41%；私有云市场规模 525 亿元，同比增长 23.1%，预计到 2022 年市场规模将达到 1172 亿元，未来几年复合增速 22%。

IaaS 占中国公有云市场规模 62%。2018 年中国 IaaS 市场规模达 270 亿元，同比增长 81.8%，占我国公有云市场规模 62%；PaaS 规模 22 亿元，同比增长 87.9%；SaaS 市

场规模 145 亿元，同比增长 38.9%。根据 IDC 数据，阿里巴巴、腾讯、中国电信、金山云上榜 2018 年全球十大公有云 IaaS 服务商，分别列第 3、6、7、10 位。

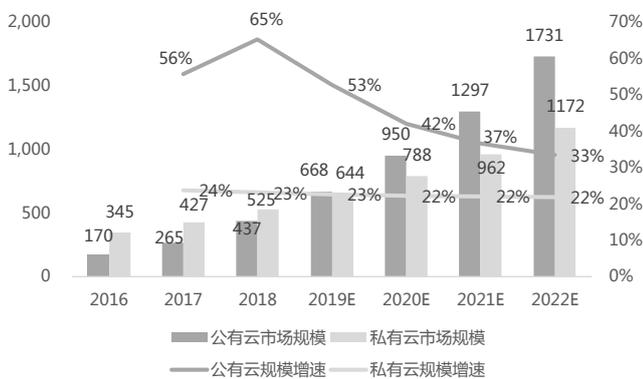
图 12：2018 年全球前十大公有云 IaaS 服务商市场份额



数据来源：IDC，东吴证券研究所

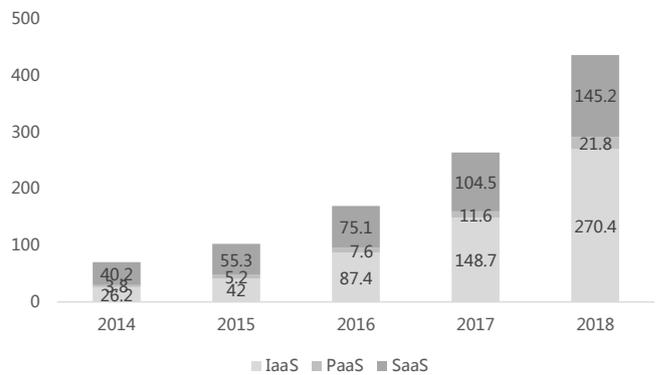
硬件占中国私有云市场规模 71%。2018 年私有云硬件市场规模 371 亿元，占比 70.6%，软件和服务规模分别为 83、71 亿元，分别占比 16%、14%。

图 13：中国云市场规模(亿元)及增速



数据来源：信通院，东吴证券研究所

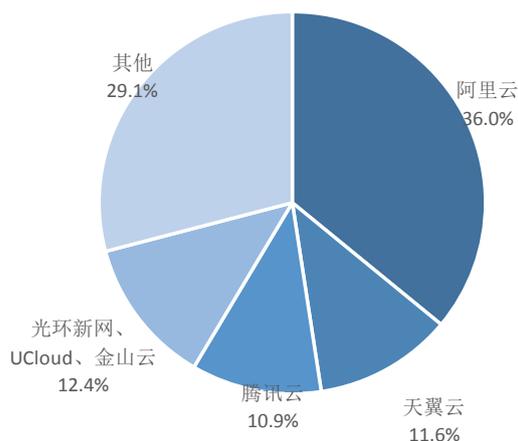
图 14：中国公有云细分市场(亿元)



数据来源：信通院，东吴证券研究所

2018 年阿里云、天翼云、腾讯云占据国内 IaaS 市场份额前三：分别占比 36.0%、11.6%、10.9%。同时，信通院报告显示，阿里云、腾讯云、百度云位列公有云 PaaS 前三；用友、金蝶、畅捷通位于公有云综合 SaaS 第一梯队。

图 15：2018 年中国公有云市场份额



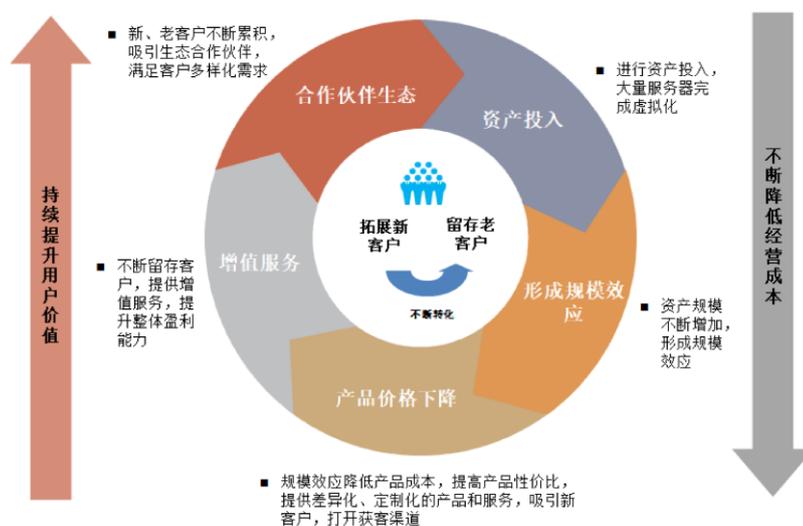
数据来源：信通院，东吴证券研究所

2.2. IaaS 厂商发展阶段和盈利模式具有较高相似性

公有云 IaaS 厂商无论是发展阶段还是盈利模式均具有较高的相似性。总体上，即企业不断吸引新客户、留存老客户，扩大客户群体；通过资产投入形成规模效应，降低成本创造盈利空间；通过增值服务及合作伙伴生态体系进一步实现规模化盈利。

发展阶段：前期重资产投入，中期形成规模效应，后期发展增值服务。发展前期重资产投入，企业处于低毛利或亏损阶段；发展中期形成规模效应，规模效应有效降低产品成本，同时依靠产品性能/性价比/差异化等方式吸引更多的新客户，新客户发展成老客户后需要更多广度和深度的产品以及服务，此时企业盈利能力逐步提升；发展后期发展增值服务，客户数量足够多吸引合作伙伴，共同建设生态，此时企业有望实现规模化盈利。

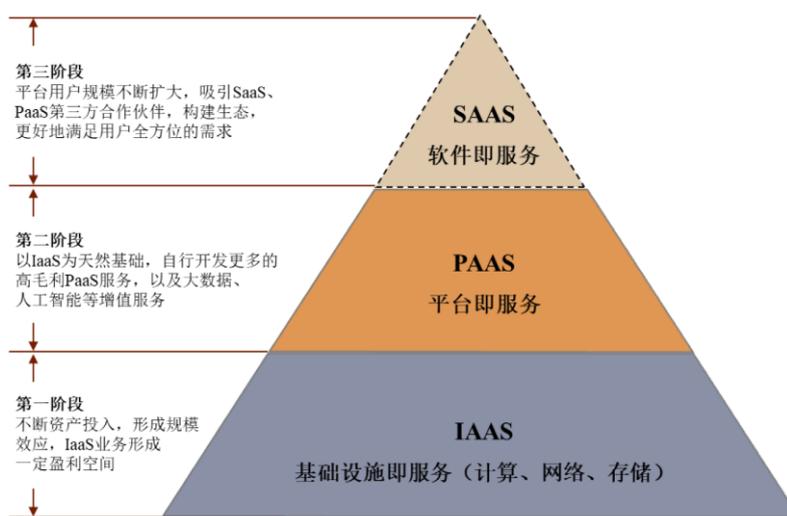
图 16：公有云 IaaS 厂商的发展阶段



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

增值服务:主要包括向 PaaS/SaaS 衍生的差异化产品和建立生态平台后的运营分成和广告费。公有云 IaaS 厂商能提供的增值服务具体包括: 1、PaaS/SaaS、大数据、人工智能平台等在内的高毛利产品, 这些产品需要 IaaS 资源支持, 公有云 IaaS 企业利用积累的现有客户群体、基础资源、品牌知名度可以更好的切入上述领域, 具备天然优势; 2、建立类似于应用市场的云服务生态平台, 引入其他软件及服务伙伴, 用户可以更便捷地购买其他 SaaS 软件及 PaaS 服务, 公有云 IaaS 企业通过运营分成和广告提升利润, 这种方式在提升用户粘性的同时, 也为企业带来更多的收入和商业机会。

图 17: 公有云 IaaS 厂商的增值服务



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2.3. 行业上半场, 龙头效应愈发明显

龙头效应愈发明显, 微软/谷歌/阿里奋力追赶 AWS。根据 Canalys 发布的最新 2019 年全球云市场份额数据, 全球云服务市场规模在 2019 年达到了 1071 亿美元, 同比增长 37.6%, Canalys 预计 2020 年全球云服务市场规模达 1410 亿美元, 同比增长 32%, 到 2024 年将增长至 2840 亿美元(人民币约 2 万亿元)。总体而言, 云服务市场越来越集中在少数巨头手中, 亚马逊、微软、谷歌和阿里云占据着全球 60% 云服务市场份额, 2018 年全球四强占据 55.2%。亚马逊 AWS 继续领跑云服务市场, 但面临的竞争不小, 2019 年其营收增速为 36%, 低于市场平均值 37.6%, 而微软、谷歌和阿里云同比增长都在 60% 以上。相较 2018 年 AWS 市场份额缩水 0.4%, 微软云强势增长 2.7%, 谷歌云和阿里云的市场份额分别增长了 1.6% 和 0.8%。此外, 在亚太和中国市场, 尤其是在全球第二大云服务市场的中国, 阿里云一枝独秀, 在国内份额超过四成, 腾讯云/华为云等厂商同样发力追赶。

图 18: 全球 IaaS 市场规模及市场份额

Worldwide cloud infrastructure spending and annual growth
Canalys estimates, full-year 2019

Cloud service provider	Full-year 2019 (US\$ billion)	Full-year 2019 market share	Full-year 2018 (US\$ billion)	Full-year 2018 market share	Annual growth
AWS	34.6	32.3%	25.4	32.7%	36.0%
Microsoft Azure	18.1	16.9%	11.0	14.2%	63.9%
Google Cloud	6.2	5.8%	3.3	4.2%	87.8%
Alibaba Cloud	5.2	4.9%	3.2	4.1%	63.8%
Others	43.0	40.1%	34.9	44.8%	23.3%
Total	107.1	100.0%	77.8	100.0%	37.6%

Note: percentages may not add up to 100% due to rounding
Source: Canalys Cloud Channels Analysis, January 2020

数据来源：Canalys，东吴证券研究所

AWS 继续领跑云服务市场，但收入增速放缓至 34%。2019Q4 单季度 AWS 收入 99.5 亿美元，同比增长 34%，为近几年增速最低。运营利润 26 亿美元，同比涨 19%，营业利润率 26%，较 19Q3 25% 有所好转。

图 19：AWS 单季度收入及增速

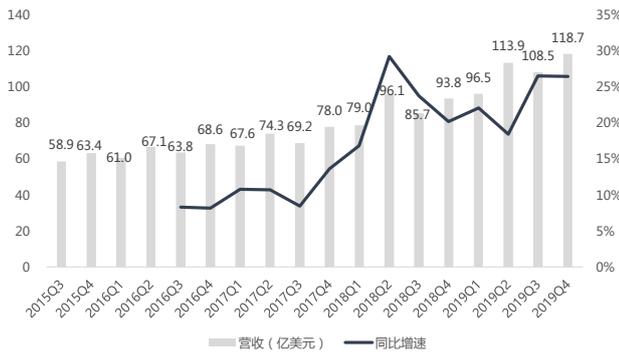


数据来源：亚马逊财报，东吴证券研究所

微软云保持公有云全球第二位置，向 AWS 发起挑战。微软智能云包含 Azure、服务器产品和企业云等业务。2020 财年第二季度，微软智能云收入达 119 亿美元，同比增长 27%，在微软总业务营收中占比达到 32%。其中，服务器产品和云服务收入增长 30%，企业服务收入增长 6%，Azure 收入增长 62%，Azure 增速处于放缓趋势（2019 年四个财季增速分别为 76%、76%、73%、64%）。2019 年 10 月，微软在美国国防部对公共云资源的竞标中，成功击败亚马逊、甲骨文和 IBM，赢得了一份为期 10 年、价值 100 亿美元的云服务合同，微软有望继续通过政府和大企业长订单带来长周期的稳健业绩，支撑 Azure 的成长，保持公有云行业第二的位置和高增速，并继续向龙头 AWS 发起挑战。

图 20：微软智能云单季度收入及增速

图 21：微软 Azure 增速



数据来源：微软财报，东吴证券研究所

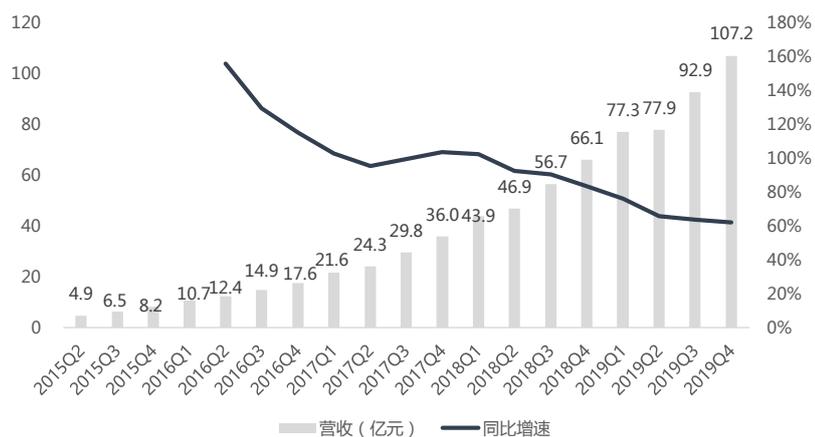


数据来源：微软财报，东吴证券研究所

谷歌云 2019 年实现营收 89.18 亿美元，同比增长 52.8%。谷歌云的营收包括谷歌云平台（GCP）、G Suite 办公套件、其他企业云服务。CEO 皮查伊在财报电话会议中表示，谷歌云的增长受 GCP 增长驱动较大，2018 年到 2019 年 GCP 的增速明显加快，业绩增长主要由多云平台 Authos 等基础设施产品以及数据与分析平台拉动，且 GCP 的增速要高于谷歌云整体业绩增速。2019Q4 谷歌首次披露了云的业绩情况，2019 年实现营收 89.18 亿美元，同比增长 52.8%，占总营收约 5.5%，其中 Q4 单季度营收为 26.14 亿美元。2017 和 2018 年谷歌云的收入分别为 40.56、58.38 亿元。

阿里云国内绝对龙头，收入增速放缓。2020 财年 Q1、Q2、Q3 单季度收入分别为 77.9、92.9、107.2 亿元，同比增速分别为 66%、64%、62%，较 2018 和 2019 财年增速下降明显。一方面，随着收入体量变大，增速自然向下；另一方面，受到消费互联网 C 端流量红利消退以及面临腾讯/华为等厂商强烈竞争等因素。

图 22：阿里云单季度收入（亿元）及增速



数据来源：阿里巴巴财报，东吴证券研究所

腾讯云年收入在 2019 第三季度破 100 亿，2019Q3 单季度收入同比增长 80%至 47 亿元。腾讯首次在 2019Q3 财报中披露单季度的云业务收入，收入同比增长 80%至 47 亿元，主要由于现有客户增加使用量，以及教育、金融、民生服务及零售业等的客户基

础扩大。并且，腾讯云年度收入在第三季度破 100 亿（2018 年腾讯云全年营收增长超过 100%至 91 亿元）。

金山云保持高速增长。2019Q3 单季度金山云收入 9.8 亿元，同比增长 62%，同比增长主要来自移动视频用户用量的增长及企业云收益的增加。从同比增速来看，2019Q2 以及 Q3 有一定下滑。

图 23：金山云单季度收入（亿元）及增速



数据来源：金山软件财报，东吴证券研究所

因产品降价、投入加大、行业红利下滑等原因导致优刻得 2019 年业绩受到影响，未来有望依靠传统行业和企业服务市场重回高增速。2019 年全年营收 15.12 亿元，同比增长 27.35%，归母净利润 2107 万元，同比下降 72.71%。因产品降价、投入加大、行业红利下滑等原因导致公司 2019 年业绩受到影响。未来公司有望依靠混合云产品切入传统企业上云的市场以及企业服务市场，重回高增速。

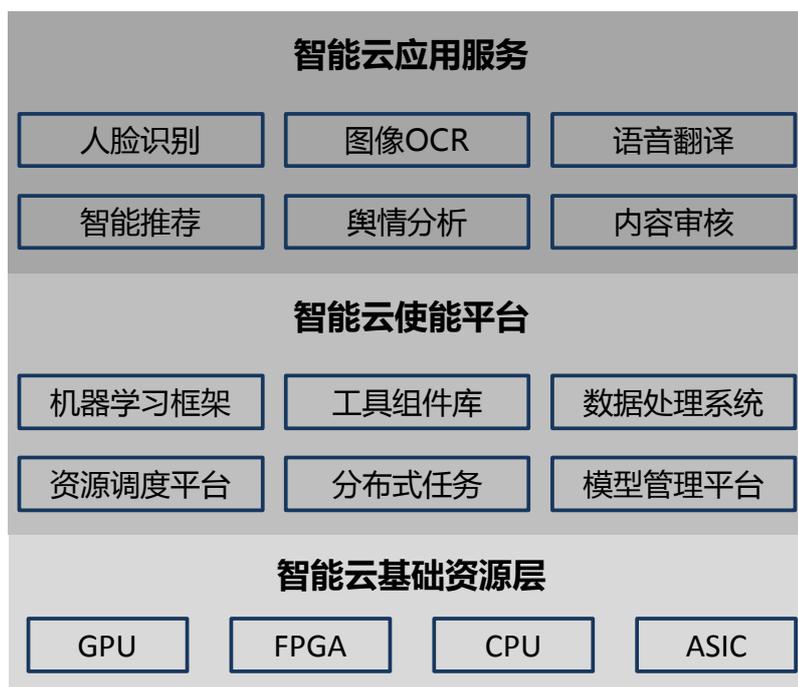
2.4. 四大因素决定 IaaS 下半场的成败

我们认为，未来四大因素将成为 IaaS 下半场成败的关键。

发展趋势 1：非互联网行业将决定 IaaS 厂商最后胜负。互联网行业决定我国公有云上半场的市场份额，非互联网行业（政府、电信、金融、制造、交通、能源、教育、医疗八大行业）将决定未来最终名次。1、政府：2018 年我国政务云规模 370.8 亿元，全国 31 个省级行政区全覆盖，地市级行政区覆盖 75%。跑马圈地期基本结束，未来以扩容为主。2、电信：网络云化和内部应用云化各自为战，未来打通共造 ICT 一朵云是趋势。3、金融：银行、保险、证券、互联网金融四个子行业进展不一。银行最复杂谨慎，大行倾向私有云，中小行选择行业云，参与者以银行科技公司为主。证券对交易速度要求苛刻，上云推进缓慢，在践行新业务过程中使用。保险行业重视开发运维一体化，推进速度加快。互联网金融的互联网属性强，是目前金融行业上公有云主力。

发展趋势 2：以 AI 为代表的增值高毛利类产品，将成为 IaaS 厂商下半场竞争的关键。我国 IaaS 业务更多是毛利率比较低的云主机和存储等产品，毛利率比较高的数据分析、AI、IoT 等应用类产品比例少，未来结合具体场景产品将遍地开花。以智能云为例，包括：**1、基础资源 IaaS 层：**CPU 发展无法满足当下 AI 的热情，以 GPU、FPGA、ASIC 为代表的异构计算成为未来方向，目前以 GPU 云主机为主，随着 FPGA 生态建立并完善以及 ASIC 芯片的成熟，未来异构计算有望三分天下。**2、使能平台 PaaS 层：**基于云原生技术搭建使能平台，向用户提供一站式智能云学习平台服务。**3、应用服务 SaaS 层：**基于异构计算和使能平台，催生丰富的定制化针对不同场景的 SaaS 应用服务。

图 24：智能云体系架构图



数据来源：信通院，东吴证券研究所

发展趋势 3：混合云成常态，云服务管理将迎来高速增长。公有云或私有云难以满足企业对 IT 系统成本、安全等因素的权衡考虑，混合云在 IT 基础架构管理上兼有公有云的灵活性和私有云的安全性等优势，使用户可以根据自身需求配置 IT 资源。未来越来越多的企业将采用混合云解决方案。同时，由于大型企业为制衡会采购多家云产品，催生出多云架构及解决方案市场，中国云管理服务市场尚处于发展初阶段，根据 IDC 数据，2018 年我国云管理服务市场规模 20.0 亿元，未来几年复合增长率 70% 左右，将迎来高速增长。

发展趋势 4：生态将成为公有云厂商竞争核心要素。SaaS 厂商、托管服务商、系统集成商等服务商悉数进场，助推公有云厂商在各垂直行业攻城略地，未来将是多个综合生态体之间的竞争。

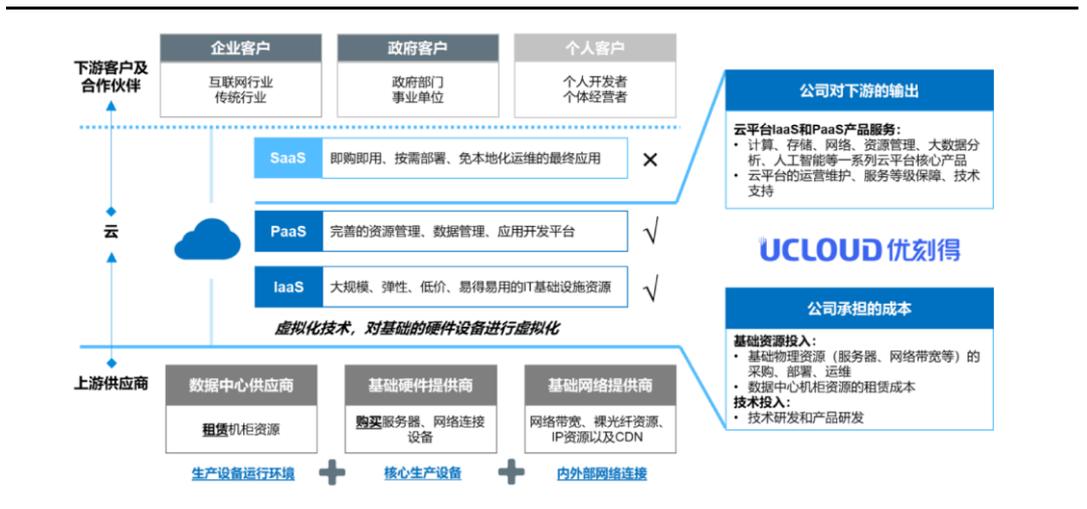
3. 国内最大的第三方中立 IaaS 服务商，市场份额下降趋势有望

扭转

3.1. 直销为主，单客户 ARPU 值提升是收入增长主要动力

公司盈利模式：首先，公司自主采购服务器、网络传输设备等硬件资源，放置于租用的高等级数据中心机柜中，以网线和网络模块等耗材进行数据中心内部网络连接，租用光纤专线资源进行数据中心之间的网络连接，向基础网络提供商租赁带宽资源并一次性买断或租赁 IP 资源，实现与外部公共网络的连接。在上述硬件及基础设施的基础上，公司对底层基础资源进行虚拟化，虚拟化技术将物理服务器虚拟成为多个相互独立的虚拟机，在一台服务器上同时运行多个逻辑计算机，每个逻辑计算机可运行不同的操作系统，并且应用程序都可以在相互独立的空间内运行而互不影响，可以实现 IT 资源的动态分配、灵活调度、跨域共享。公司向下游客户提供包括计算、网络、存储、数据库、数据分析、云分发、云安全等服务。用户则根据所购买的产品、所选择的资源配置，按照付费周期或者实际资源耗用量付费。

图 25：优刻得盈利模式

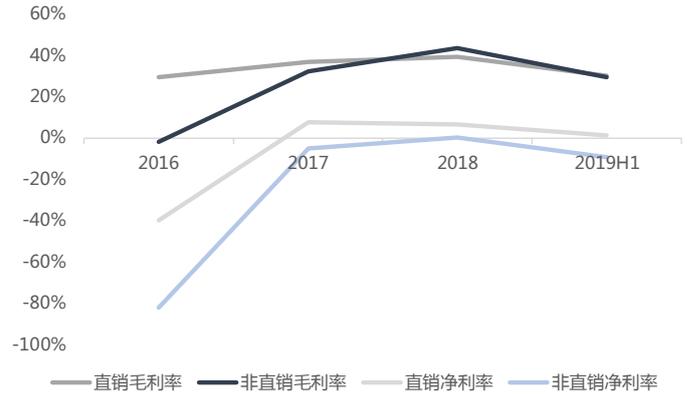


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司以直销为主，直销毛利率和净利率明显高于非直销。公司销售模式分为直销模式和非直销销售模式，基本为直销模式。2016-2019 年上半年，公司来自直销模式的收入分别为 5.08、7.98、11.59、6.83 亿元，占当年营收比例分别为 98.33%、94.98%、97.65% 和 97.80%。非直销模式下净利率水平明显低于直销模式，但由于非直销模式下收入占比较低，对公司总体净利率影响较小。

图 26：优刻得直销和非直销的营收（万元）

图 27：优刻得直销和非直销的毛利率和净利率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公有云业务成本主要是经营设备折旧和数据中心费用，混合云成本主要是数据中心费用。IaaS 业务使得公司需要大量采购包括服务器等硬件设备，并且数据中心服务公司主要向第三方供应商采购，因此公司的成本主要是经营设备折旧（主机设备、网络传输设备、其他经营设备）和数据中心费用（IDC 机柜，IP、带宽等网络资源）。以公有云为例，公有云收入的增长需要不断采购并充分利用经营设备和数据中心资源，2016-2019 年上半年，两项成本合计占比公有云营业成本分别为 73.48%、73.79%、80.11%和 76.65%。由于混合云业务需要租用较大规模的数据中心资源，2016-2019 年上半年数据中心费用占混合云业务成本之比分别为 67.34%、67.12%、70.01%和 77.26%，经营设备折旧费用占比分别为 17.40%、19.20%、15.27%、14.31%。

图 28：优刻得公有云成本

成本项目	2019上半年		2018		2017		2016	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经营设备折旧	14594.06	37.62%	21692.95	36.90%	13775.81	29.77%	9895.14	29.33%
数据中心费用	15140.48	39.03%	25410.82	43.22%	20364.89	44.01%	14890.95	44.14%
光纤费用	1017.66	2.62%	1845.60	3.14%	1520.02	3.29%	1535.53	4.55%
耗品摊销	1073.79	2.77%	1498.98	2.55%	954.57	2.06%	1146.23	3.40%
CDN费用	4652.13	11.99%	4037.85	6.87%	5895.17	12.74%	3323.84	9.85%
其他	2314.19	5.97%	4309.40	7.33%	3758.21	8.12%	2940.39	8.72%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司公有云业务盈利能力：计算业务毛利占比最高，数据库和数据分析成长能力显著。公有云是公司的收入的主要来源，以公有云为例，公司公有云业务租户要包括计算、网络、数据库、云分发、数据分析、存储、其他公有云。计算业务是公有云毛利的主要来源，随着企业各项业务盈利能力的提升，计算业务毛利占比逐步下降，2019 年上半年计算毛利占比仍有 67.59%。数据库和数据分析业务发展逐步成熟，毛利率和毛利逐步

提高，尤其是数据分析业务，提升显著，越来越成为公司重要的盈利来源。网络和存储等服务的毛利占比相对较低，但该业务有利于提高客户体验，增强用户粘性。

图 29：优刻得公有云各业务毛利率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 30：优刻得公有云各业务毛利占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

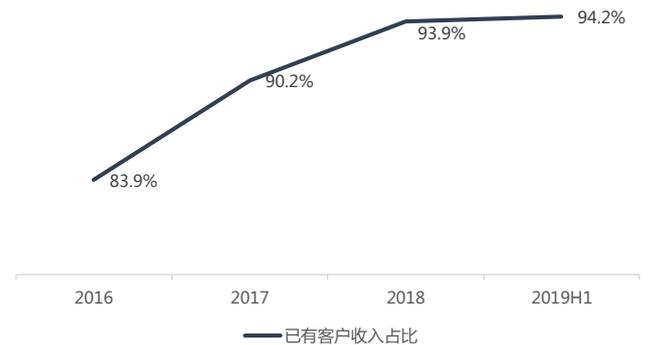
已有客户规模增长带来的收入增长是公司业绩增长主要驱动力。2016-2019H1 上半年，已有客户产生的收入分别为 4.33、7.57、11.15、6.58 亿元，分别占全年营收的 83.9%、90.2%、93.9%、94.2%，比例逐步提高。相应地，新增客户收入占比较低，这是由于和公司的合作时间较短，且因自身规模或信任程度等原因，采购公司的云服务规模较小。公司提供云计算服务提升客户经营效率，培育客户规模增长，客户对公司的收入贡献随着自身业务规模增长和对公司的信任度的提升而不断提高，已有客户的收入占比会不断提升。

图 31：优刻得已有客户和新增客户产生的营收（万元）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 32：优刻得已有客户收入占比



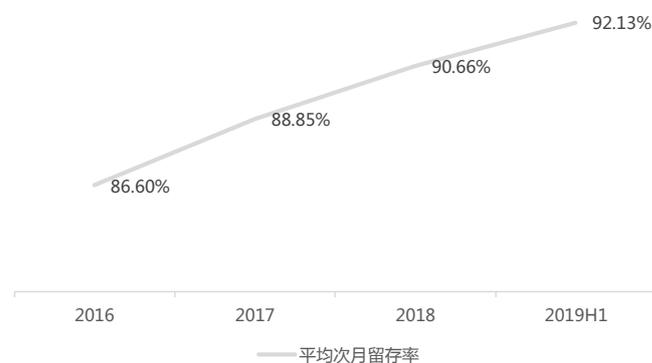
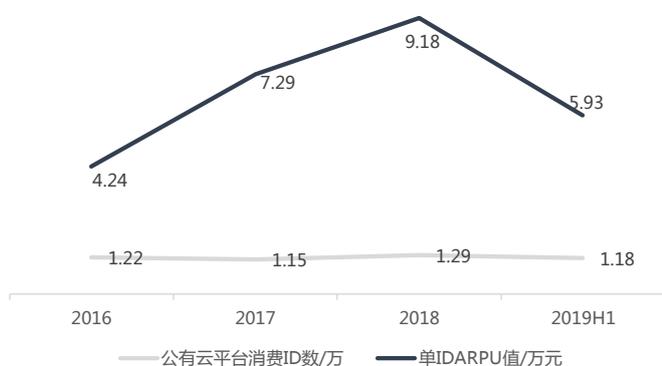
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

单 ID 的 ARPU 及客户留存率呈增长趋势。截至 2019 年上半年，公司公有云平台注册用户数达到 16.46 万名，2016-2019 年 6 月公有云平台消费 ID 数分别为 1.22 万个、1.15 万个、1.29 万个和 1.18 万个，单个 ID 的 ARPU 值分别为 4.24 万元、7.29 万元、9.18 万元和 5.93 万元，呈快速增长趋势，用户平均次月留存率分别为 86.60%、88.85%、90.66%

和 92.13%，客户留存率不断提升。

图 33：优刻得已有客户和新增客户产生的营收（万元）

图 34：优刻得已有客户收入占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 第三方中立 IaaS 服务商，主打差异化竞争

秉持中立原则，不从事下游客户相关业务。国内提供 IaaS 服务的厂商主要包括阿里云、腾讯云、中国电信、AWS、金山云，这些厂商均为大型集团公司控制下的子公司或者下属业务部门，集团公司的业务除了提供云计算服务，还包括电商、网络社交、游戏、软件等业务，而这些业务恰是云计算的下游行业。优刻得作为第三方中立 IaaS 服务商，不从事下游客户的业务，不会与客户发生业务上的竞争，使得客户的业务、数据在私密性方面能得到较高的保障，从而吸引了一大批客户。

产品差异化。公司先后研发了高 IO 云主机、网络增强型云主机、混合云、数据方舟、PATHX、安全屋、罗马及 UCloudStack 等差异化产品，先后成为产品体系中的标杆产品。2013 年公司研发 IO 加速技术，大幅提高云主机硬盘的 IO 性能，满足游戏厂商在数百万人同时在线时对云主机的高频访问需求；2015 年推出网络增强配置特性的云主机，提升主机产品的网络包处理能力，解决实时对战类游戏的网络性能高要求；2017 年推出全球网络加速产品 PATHX，帮助游戏、跨境电商客户实现全球网络链路动态加速。目前，公司数据分析和混合云等业务经过前几年研发投入迎来良好发展前景，相关产品收入取得了高速增长，2018 年数据分析业务同比增长 193.91%，混合云业务同比增长 182.44%。现阶段，公司开始逐步向混合云、下一代 PaaS、大数据、人工智能等新业务拓展。

市场差异化。自公司成立以来，依靠差异化市场策略先后踩准了互动娱乐、移动互联网、企业服务三个细分赛道，公司公有云业务获得了高速增长。未来三年，公司将重点突破传统行业客户，帮助传统行业客户转型升级。具体到在行业选择上，公司将选择云计算渗透率增长潜力大的传统行业，包括因技术变革而产生颠覆性经营模式的行业，大数据运用能显著提升经营效率的行业，以及因监管或各级政府要求上云的行业等。

3.3. 多项关键性能测试业内第一，性价比优势凸显

CloudBest 旗下监测实验室对业内主流 IaaS 平台进行横向测评:在 2020 年初之际，国内专业的云资源选型服务平台 CloudBest 旗下监测实验室，针对国内 4 家主流 IaaS 提供商（阿里云、腾讯云、UCloud 与华为云）进行了横向评测。本次测试选型选取的是云主机主流配置中的 8 核 16G。在尽量保证测试环境相同的情况下，从技术层面对云服务提供商提供的云主机产品进行性能(CPU、磁盘、网络等)测评。

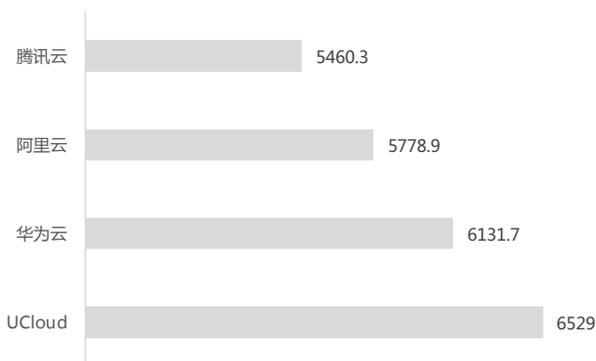
图 35: CloudBest 测试选取的云主机配置及价格概况

厂商	机型	类型	配置	区域	数据盘	计算方式	单价(元/月/台)
阿里云	ecs.c6.2xlarge	独享	8核16G	北京	数据盘 PL1 ESSD 2000G	包年包月	2785.00
腾讯云	S5.2XLARGE16	独享	8核16G	北京	SSD云盘 2000G	包年包月	2877.82
UCloud	快杰型	独享	8核16G	北京	数据盘 RSSD 2000G	包年包月	2013.00
华为云	c6.2xlarge.2	独享	8核16G	北京	超高IO云盘 2000G	包年包月	2869.20

数据来源: CloudBest, 东吴证券研究所

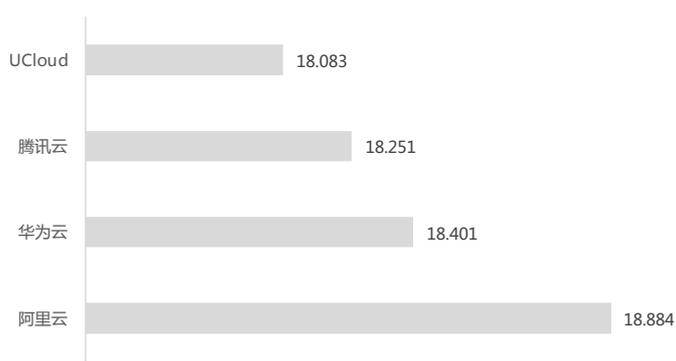
根据第三方测评报告，优刻得总体性能甚至优于阿里云、腾讯云和华为云。最后综合测试结果显示，在 IaaS 平台比较关键的主机性能、CPU 性能、磁盘性能、内网质量几个指标上，各有优劣，但是总体来说，UCloud 云主机在此次测试中，各项测试结果都表现突出，整体性能甚至优于阿里云、腾讯云和华为云。

图 36: CloudBest 测试结果: 主机性能得分



数据来源: CloudBest, 东吴证券研究所

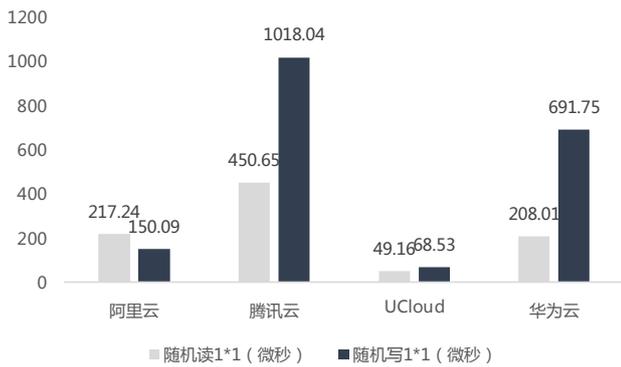
图 37: CloudBest 测试结果: CPU 运算耗时(秒)



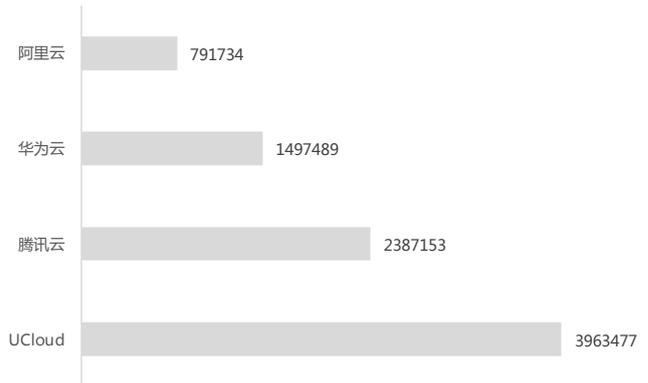
数据来源: CloudBest, 东吴证券研究所

图 38: CloudBest 测试结果: 磁盘延时低

图 39: CloudBest 测试结果: 内网每秒收包数



数据来源：CloudBest, 东吴证券研究所



数据来源：CloudBest, 东吴证券研究所

优刻得性价比排名第一：除了性能突出外，优刻得目前单价仅 2013 元/月/台，相比最贵的腾讯云优惠 30%。在性价比排行上，UCloud 占据此次评测榜首，华为云、阿里云和腾讯云差距不大，依次位列第二、第三、第四位。

图 40：CloudBest 测试结果：云主机性价比排行

排行	云主机	配置	性能得分	单价 (元/月/台)	性价比
1	UCloud	8核16G	6529	2013.00	3.243
2	华为云	8核16G	6131.7	2869.20	2.137
3	阿里云	8核16G	5778.9	2785.00	2.075
4	腾讯云	8核16G	5460.3	2877.82	1.897

数据来源：CloudBest, 东吴证券研究所

3.4. 市场份额持续下降趋势有望扭转

历史市场份额持续下降。根据 IDC 发布的公有云 IaaS 调研报告，国内公有云 IaaS 市场 2018 年阿里云市场份额为 43.0% 保持绝对领先，优刻得市场份额为 3.4%，位列阿里云、腾讯云（11.5%）、中国电信云（8.6%）、AWS（6.3%）、金山云（5.0%）、百度云（4.0%）、华为云（3.8%）之后，排名第八。从 2015-2018 年的趋势看，优刻得的市场份额由 2015 年的 4.9% 下降至 2018 年的 3.4%。公司市场份额的下降，一方面由于国内排列靠前的 IaaS 厂商多为互联网厂商且基本都有内部业务体系支撑，作为专注于 IaaS 业务的中立第三方厂商，在过去几年以游戏、短视频等为代表的互联网行业高速发展过程中，增长绝对值落于下风。

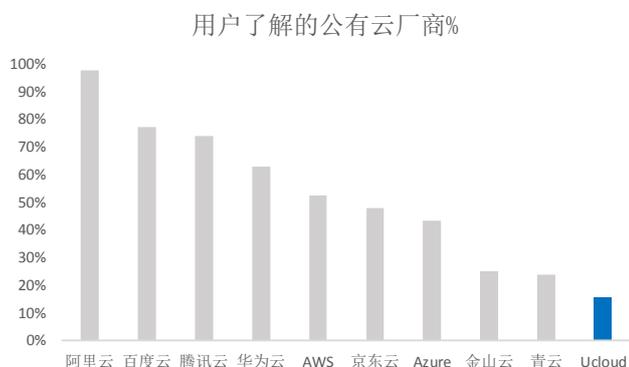
图 41：国内公有云厂商市场份额

排名	2018		2017		2016		2015	
	云厂商	市场份额	云厂商	市场份额	云厂商	市场份额	云厂商	市场份额
1	阿里云	43.00%	阿里云	44.50%	阿里云	41.10%	阿里云	29.80%
2	腾讯云	11.50%	腾讯云	10.10%	中国电信	8.60%	中国电信	12.70%
3	中国电信	8.60%	中国电信	7.40%	腾讯云	7.40%	中国联通	7.30%
4	AWS	6.30%	金山	6.30%	金山	6.10%	微软	6.80%
5	金山	5.00%	AWS	5.30%	微软	4.90%	腾讯	5.70%
6	百度	4.00%	微软	4.80%	中国联通	4.70%	优刻得	4.90%
7	华为	3.80%	优刻得	4.30%	优刻得	4.60%	金山	4.40%
8	优刻得	3.40%	中国联通	2.90%	AWS	3.70%	亚马逊	3.90%
9	微软	3.10%	百度	1.70%	IBM	1.60%	IBM	2.00%
10	浪潮	2.80%	IBM	1.00%	百度	0.90%	首都在线	1.20%

数据来源：IDC、招股说明书，东吴证券研究所

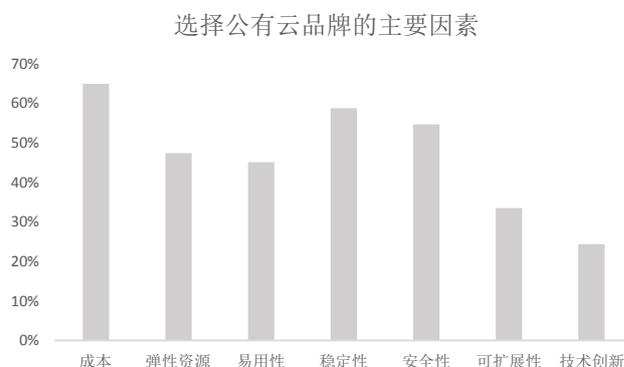
上市后品牌提升，性价比优势凸显。2018 年至顶网开展了一项公有云实施调研工作。在有效参与调研的用户中，公司规模在 100 人以下的所占比为 23.5%，公司规模在 100-500 人以内所占比例为 32.6%，500-1000 人的为 14%，1000 人以上的为 29.8%。根据调研结果，在用户对了解的公有云厂商投票中，优刻得投票率仅 15.4%，远低于第一名阿里云 90% 以上的投票率。登录科创板后，公司知名度有望大幅提升，而目前成本仍然是用户选择公有云的首要考虑因素，公司凭借卓越的性价比，有望获得用户青睐。

图 42：用户对公有云厂商的了解情况



数据来源：至顶网，东吴证券研究所整理

图 43：成本是用户选择公有云品牌的首要因素

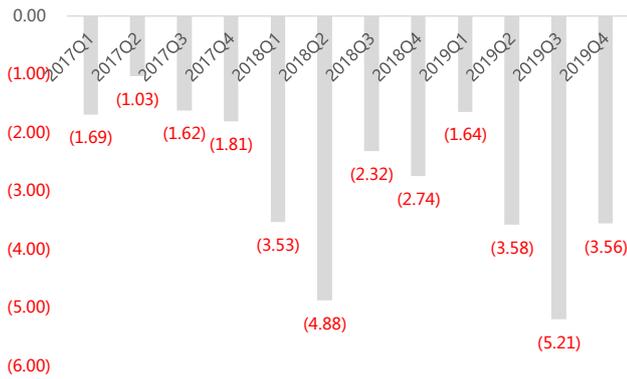


数据来源：至顶网，东吴证券研究所整理

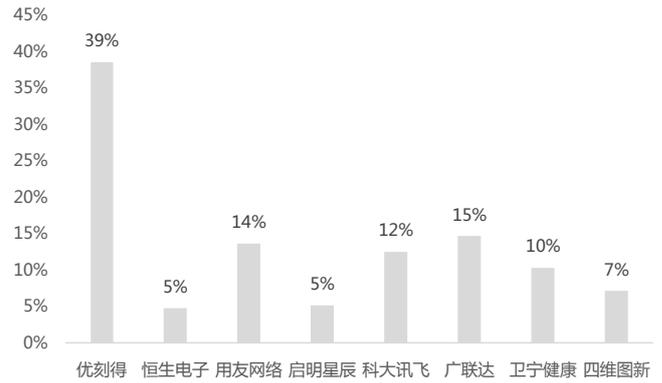
IaaS 属于重资产投入的行业，融资完成有助大幅提升投入能力。IaaS 属于重资产行业，前期需要投入较大资本用于平台研发和建设。对比优刻得和计算机行业软件类业务公司的固定资产率可以看到，优刻得固定资产占总资产比例达到 39%，远高于软件开发类的计算机公司。登录科创板公司融资 19.4 亿，是目前账面现金的 2.23 倍，将极大提升公司后续投入能力，未来加速扩张可期。

图 44：阿里云各季度经调整 EBITA (亿元)

图 45：细分龙头公司固定资产占总资产比例 (2018 年报)



数据来源：阿里巴巴财报，东吴证券研究所

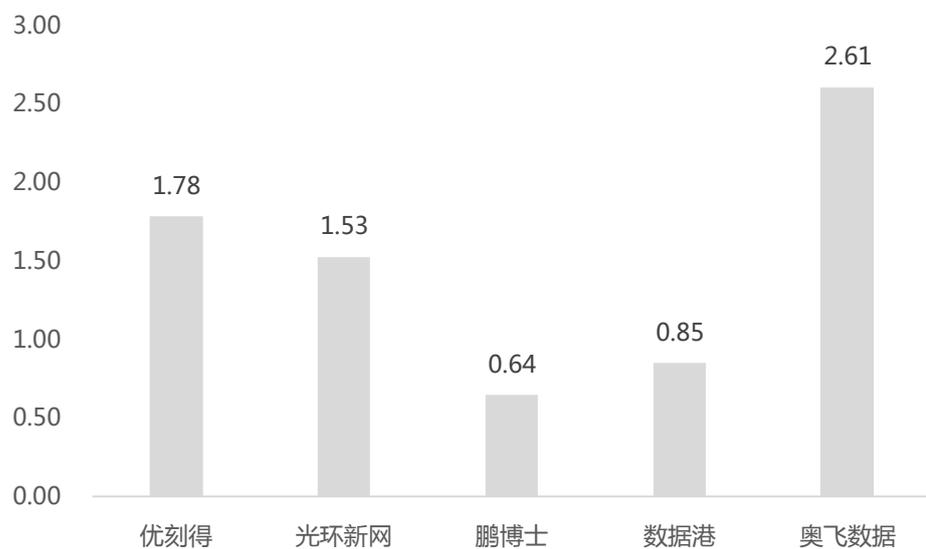


数据来源：Wind，东吴证券研究所

上市后考核重心有望向收入端倾斜。对 IaaS 公司来讲，业务扩张初期获得用户扩大收入比实现盈利更有利于长期竞争力和发展，国际巨头亚马逊的发展已经验证这样的产业规律，以国内龙头阿里云为例，过去几年尽管阿里云收入端持续保持高速增长，但利润端始终处于亏损，每个季度的经调整 EBITA 亏损 1-5 亿元不等，并且随收入增加亏损也出现增加的态势。优刻得登录科创板后，考核重心有望回归收入端，未来收入端加速增长可期。

资产周转率较高，凸显管理水平。我们选取了重资产投入大且和 IaaS 行业密切相关的上游 IDC 公司（光环新网、数据港、鹏博士、奥飞数据），优刻得固定资产周转率排名靠前，显示公司资产利用率较高，管理水平优良。

图 46：固定资产周转率（2018 年）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

企业服务和产业互联网带来新发展机遇。目前公司下游客户主要来自互动娱乐、移动互联、企业服务三个领域。其中，互动娱乐包括游戏、视频影音等行业，是公司近几

年最稳定的收入来源，由于 2018 年受到行业监管政策、消费互联网 C 端流量红利消退等因素的影响，互动娱乐行业中主要细分行业游戏客户增长放缓比较明显，导致 2018 年互动娱乐行业收入增速从 2017 年的 28.1% 降至 2018 年的 4.0%；移动互联行业客户包括从事电子商务、个人工具软件、社交网络、本地生活类 App 的互联网企业，如提供安全上网服务的连尚网络、经营在线社交的探探科技、经营同城快送的达疆网络，经过 2017 和 2018 两年的突破性增长，目前已成为公司收入占比最高的下游行业。企业服务市场主要涉及经营广告营销、人工智能、SaaS 软件产品等为企业提供服务的企业，近两年同样实现了收入的突破性增长；消费互联网中的企业服务领域近年来发展较快，同时公司通过混合云产品快速切入传统企业上云的市场，在产业互联网领域也实现了较高的增速。2018 年公司来自移动互联、互动娱乐、企业服务、传统行业、其他五类下游行业的收入分别为 3.39、3.34、2.27、2.25、0.62 亿元，各自占收入比例为 28.6%、28.2%、19.1%、18.9%、5.2%。

图 47：优刻得下游行业的营收（万元）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 48：优刻得下游行业营收 2017 和 2018 年增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

以安全屋为代表的新产品放量在即，带来新增长点。经过公司近两年的研发投入，公司一批新产品有望在今明两年放量。以安全屋为例，公司在原有云计算业务的基础上，不断深入对数据流通关键技术的研发，推出了数据可信流通平台安全屋，安全屋产品将堡垒机、密钥管理、权限控制等安全技术相融合，提供一整套基于云端的安全技术、计算技术和流通规则，确保数据所有者对数据的绝对控制权，数据需求方仅可获得计算分析后的结果，无法接触原始数据，确保在数据所有权不变的情况下，实现数据的安全共享，规避了数据的二次交易、数据泄露等风险。安全屋是一套通过实现数据所有权和数据使用权分离，以确保数据流通过程安全的产品技术方案，相对垂直型的 IaaS 平台，中立 IaaS 公司更容易获得用户信任。安全屋的产品构成包括：数据流通平台、计算平台、安全机制。安全屋产品适用于用户画像、精准营销、产业链数据共享、人工智能、私有化部署等场景中，目前公司客户案例包括拉勾、同程旅游、科大讯飞等。

图 49：安全屋产品客户案例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

份额下降趋势有望扭转，收入加速增长可期。公司过去融资渠道单一，作为需要重资本投入的行业，竞争力略显不足。上市后一方面品牌提升，另一方面融资能力提高，固定资产和研发投入能力大幅提升，考核重心有望转向收入端。随着消费互联网 C 端流量红利消退，产业互联网上云需求逐步旺盛，第三方中立 IaaS 平台的吸引力提升，并且新增产品陆续放量，市场份额持续缩小的局面有望扭转。

4. 盈利预测和投资评级

核心假设：我们认为，随着公司成功登陆科创板，公司业务拓展有望加速。预计 2019-2021 年，1) 公有云增速分别为 25%、55%、35%；2) 混合云增速分别为 50%、50%、40%；3) 私有云增速分别为 20%、20%、20%。

图 50：优刻得业务拆分预测

	2018	2019E	2020E	2021E
公有云	10.1	12.6	19.6	26.5
增速		25.00%	55.00%	35.00%
混合云	1.4	2.1	3.1	4.4
增速		50.00%	50.00%	40.00%
私有云及其他	0.3	0.4	0.5	0.6
增速		20.00%	20.00%	20.00%
合计	11.8	15.1	23.2	31.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测：基于以上假设，我们预计 2019-2021 年公司营收分别为 15.14、23.21、31.42 亿元，净利润分别为 0.21、0.41、0.78 亿元。

首次覆盖，给予“买入”评级。由于公司是 A 股唯一的 IaaS 厂商，无法找对对标公司，因此我们以阿里云为对标，根据 2018 年中国企业服务行业独角兽企业名单，阿

里云估值 710.77 亿美元（按 19 年初 6.7 汇率算，约 4700 亿人民币）。那么，对应 2018 自然年 214 亿元 22 倍 PS，对应 2019 自然年 355 亿元 13 倍 PS。同时，我们选取了几家云计算行业龙头公司（用友网络、金山办公、深信服），对应 2020 年的平均 PS 为 20.6 倍。考虑优刻得在 A 股的稀缺性以及行业的高成长性，给予公司 2020 年 20 倍 PS，对应市值 464 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 51：云计算行业公司估值

公司	市值（亿元）	2020年收入	对应2020年收入PS
用友网络	1076	107.81	10.0
金山办公	994	24.76	40.1
深信服	721	61.03	11.8
	平均		20.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所（2020 年收入为 wind 一致预测）

5. 风险提示

- 1、**IaaS 市场竞争激烈导致公司行业地位下降。**近年来 IaaS 市场竞争不断加剧，根据 IDC 数据，优刻得市场份额从 2015 年 4.9% 下降至 2018 年 3.4%。激烈的行业竞争有造成公司地位下降的风险。
- 2、**核心产品降价导致公司盈利能力下降的风险。**IaaS 产品降价已成为行业常态化趋势，未来产品有可能继续下降，导致公司盈利能力下降。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

