

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

从 IaaS 到 PaaS, 收入进入快速增长长期

股票数据

02月01日收盘价(元)	40.64
52周股价波动(元)	37.37-126.00
总股本/流通A股(百万股)	423/313
总市值/流通市值(百万元)	17172/12727

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.4	-24.8	-24.0
相对涨幅(%)	-6.3	-31.7	-39.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021) 23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 洪琳

Tel: (021) 23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

分析师: 黄竞晶

Tel: (021) 23154131

Email: hjj10361@htsec.com

证书: S0850518110001

分析师: 杨林

Tel: (021) 23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

投资要点:

- 国内领先的中立第三方云计算服务商。**公司成立于2012年,是国内最早从事云计算业务的公司之一,短短8年时间,公司已经成长为国内最大的中立第三方云计算服务商,占据了3.4%的市场份额。公司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。公司恪守中立的原则,自主研发并提供计算、网络、存储等 IaaS 和基础 PaaS 产品,以及大数据流通平台、AI 服务平台等产品,通过公有云、私有云、混合云三种模式为用户提供服务。公司的中立的特性,与其他公司形成了差异化的市场定位。公司专注于云计算领域,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。根据中国信通院《云计算发展白皮书(2019年)》,阿里云、天翼云、腾讯云占据公有云 IaaS 市场份额前三,光环新网、优刻得、金山云(排名不分先后)处于第二集团。
- 公司作为创业企业,创始团队保证公司长远发展。**公司作为创业企业,于2020年1月正式登陆科创板,成为中国第一家公有云科创板上市公司,同时成为了中国A股市场首家“同股不同权”的公司。公司三位创始人季昕华、莫显峰及华琨均为技术出身,在网安、互联网、云计算等行业拥有丰富经验。截止2020年6月底,三位创始人合计直接持有公司23.12%的股份和60.06%的表决权,对公司的管理拥有绝对控制权。我们认为,公司作为创业企业,高管身为创始人相比于职业经理人对公司的长远发展考虑的更加深入、全面;而创始人深厚的从业背景和“同股不同权”的制度保障了公司未来发展的专业性和稳定性。目前,公司正在推动由云计算(Cloud Computing)战略、大数据(Big Data)战略、人工智能(AI)战略共同组成的“CBA”发展战略。我们认为,公司一战略高度契合行业需求趋势,充分的技术能力储备将为公司提供长远发展的强驱动力。
- IaaS 到 PaaS, 生态建设带来公司长期增长空间。**公司目前已经在 IaaS 市场取得了充分竞争优势,正在向 PaaS 进军。根据公司2020年半年报,公司逐渐形成了围绕公有云 IaaS、基础 PaaS 产品的较全面的技术能力和产品储备,并逐渐向混合云、下一代 PaaS、大数据、人工智能领域拓展。PaaS 即平台即服务,客户可使用云供应商支持的开发语言和工具,开发出应用程序,并发布到云基础架构上。我们认为, PaaS 平台的建设,相比于 IaaS, 可以提供更多的应用产品,并有助于公司与 SaaS 厂商共同构筑产品生态,这将带来粘性更高的客户群体和长期的增长空间。此外,根据中国信通院数据,2019年,我国公有云 PaaS 市场规模为42亿元,同比增长92.2%,呈加速上升的趋势,我国 PaaS 市场规模占公有云市场整体的6.08%。从全球来看,根据中商情报网援引 Gartner 数据,2020年全球 PaaS 份额占公有云市场15.46%。我们认为,我国 PaaS 市场未来还有巨大的发展空间,公司向 PaaS 扩展战略不仅符合公司自身需要,同时有助于抢占 PaaS 生态能力的竞争优势,有望在未来给公司带来更大成长空间。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1187	1515	2308	3513	5318
(+/-)YoY(%)	41.4%	27.6%	52.4%	52.2%	51.4%
净利润(百万元)	77	21	-63	-27	-14
(+/-)YoY(%)	8.8%	-72.6%	-398.8%	57.5%	-47.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.18	0.05	-0.15	-0.06	-0.03
毛利率(%)	39.5%	29.0%	31.3%	30.2%	30.2%
净资产收益率(%)	4.5%	1.2%	-1.8%	-0.8%	-0.4%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

公司 2020 年 Q3 单季营收增速突破 90%，行业领先。公司 2020 年前三季度实现营业收入 16.38 亿元，同比增长 52.87%，主要系公有云收入增加所致；实现归母净利润-1.79 亿元，同比下降 1765.68%。值得注意的是，公司 Q3 单季实现营业收入 7.26 亿元，同比增长 94.79%，远超同行业金山云等公司；这些表现印证了中短期内，公司优先考虑开拓业务、扩大收入并兼顾适当利润空间的基本经营策略正在有序推动。此外，公司业务以毛利率最高的公有云产品占主要地位，而公有云中又以毛利率较高的计算业务最为领先，另外毛利率较高的业务还有数据库、数据分析等。而毛利率较低的储存业务则在公有云产品中占比很低。我们认为，公司产品集中于毛利率较高的应用类业务，客户粘性较高，随着公司市场发展的逐渐成熟，此类业务毛利率有望进一步提高，成为公司未来长久的利润来源。公司在经营策略与行业利好等多重推动下，正在步入新的爆发期，未来营收增速有望保持在 50% 以上。

收入假设：

1. 公有云业务：我们认为，公司的公有云业务为核心业务，相关公有云产品技术优势显著，具有较强市场竞争力；此外，在客户拓展方面，公司积极挖掘互联网大型客户和垂直行业传统客户需求，未来有望持续提升市场份额。我们预计公司公有云业务将保持稳健增长，2020-2022 年收入增速分别为 40%/35%/28%。
2. 混合云业务：我们认为，混合云将成为传统行业以及政企客户等增量上云需求的主要部署方式，公司的混合云产品高度契合产业互联网业务场景需求，并且是公司近年来的重点发展领域之一，我们预计，公司未来混合云收入占比将不断提高，实现高速增长，2020-2022 年收入增速分别为 90%/90%/85%。
3. 私有云业务：我们认为，公司私有云业务中的产品创新以市场需求为主要导向，敏捷开发和快速产品迭代能力将使公司持续保持私有云业务的快速拓展，我们预计 2020-2022 年收入增速分别为 130%/120%/115%。

毛利率假设：

由于公司的业务标准化程度较高，且公司持续聚焦于相对高毛利的云主机、数据库等服务的拓展，此外，随着收入体量提升，规模效应的增加将打开公司长期毛利率提升的空间；但考虑到公司主机类产品处于较大规模升级换代的阶段，短期投入有所加大，我们预计公司 2020-2022 年毛利率有小幅提升，分别为 31.3%/30.2%/30.2%。

表 1 公司分业务收入

(单位：百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
公有云	763.99	1011.13	1197.96	1677.14	2264.14	2898.10
同比增长 (%)	61.8%	32.3%	18.5%	40.0%	35.0%	28.0%
混合云	49.15	138.82	243.81	463.24	880.15	1628.29
同比增长 (%)	119.0%	182.4%	75.6%	90.0%	90.0%	85.0%
私有云及其他	25.29	34.60	72.51	166.77	366.90	788.84
同比增长 (%)	18.6%	36.8%	109.6%	130.0%	120.0%	115.0%
其他业务	1.36	2.88	0.64	1.09	1.85	3.14
同比增长 (%)	166.7%	111.8%	-77.8%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	839.79	1187.43	1514.92	2308.24	3513.05	5318.37
同比增长 (%)	62.6%	41.4%	27.6%	52.4%	52.2%	51.4%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 公司分业务毛利

(单位: 百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
公有云	301.30	423.17	374.46	587.00	792.45	1043.32
毛利率 (%)	39.4%	41.9%	31.3%	35.0%	35.0%	36.0%
混合云	-1.96	35.42	47.04	92.65	176.03	358.22
毛利率 (%)	-4.0%	25.5%	19.3%	20.0%	20.0%	22.0%
私有云及其他	6.19	15.45	17.90	41.69	91.73	205.10
毛利率 (%)	24.5%	44.7%	24.7%	25.0%	25.0%	26.0%
其他业务	0.70	-5.26	0.56	0.54	0.92	1.57
毛利率 (%)	51.5%	-182.6%	87.5%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	306.23	468.78	439.96	721.89	1061.13	1608.21
毛利率 (%)	36.5%	39.5%	29.0%	31.3%	30.2%	30.2%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

收入敏感性分析
表 3 公司 2021 年营业收入 (百万元) 对公有云和混合云业务 2021 年收入增速的敏感性分析

		公有云业务 2021 年收入增速					
		26%	29%	32%	35%	38%	41%
混合云业务 2021 年 收入增速	78%	3306.52	3356.83	3407.15	3457.46	3507.77	3558.09
	82%	3325.05	3375.36	3425.68	3475.99	3526.30	3576.62
	86%	3343.58	3393.89	3444.20	3494.52	3544.83	3595.15
	90%	3362.11	3412.42	3462.73	3513.05	3563.36	3613.68
	94%	3380.64	3430.95	3481.26	3531.58	3581.89	3632.21
	98%	3399.16	3449.48	3499.79	3550.11	3600.42	3650.74

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 公司 2021 年营业收入 (百万元) 对私有云和其他业务 2021 年收入增速的敏感性分析

		私有云及其他业务 2021 年收入增速					
		105%	110%	115%	120%	125%	130%
其他业务 2021 年收 入增速	40%	3487.71	3496.05	3504.38	3512.72	3521.06	3529.40
	50%	3487.82	3496.15	3504.49	3512.83	3521.17	3529.51
	60%	3487.92	3496.26	3504.60	3512.94	3521.28	3529.62
	70%	3488.03	3496.37	3504.71	3513.05	3521.39	3529.73
	80%	3488.14	3496.48	3504.82	3513.16	3521.50	3529.83
	90%	3488.25	3496.59	3504.93	3513.27	3521.60	3529.94

资料来源: Wind, 海通证券研究所

盈利预测和估值:

我们预计公司 2020-2022 年实现收入 23.08 亿元、35.13 亿元和 53.18 亿元，同比增长 52.4%、52.2%及 51.4%。我们采用 PS 和 PB 两种估值方法对公司进行估值。

(1) PS 估值法: 根据可比公司 PS，给予优刻得 2021 年 7-8 倍 PS，对应 6 个月合理价值区间为 58.20-66.51 元。

表 5 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿元)	营收 (亿元)			PS (倍)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
金蝶国际	0268.HK	33.05	954.95	34.10	34.38	42.31	28	28	23
金山云	KC.O	50.27	709.19	39.56	66.25	106.02	18	11	7
用友网络	600588.SH	42.65	1395.01	83.97	91.71	109.81	17	15	13
广联达	002410.SZ	83.11	985.50	34.98	41.91	51.66	28	24	19
平均							23	19	15

资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2021 年 02 月 01 日收盘价。

(2) PB 估值法: 根据可比公司 PB，给予优刻得 2021 年 7-8 倍 PB，对应 6 个月合理价值区间为 58.63-67.00 元。

表 6 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿元)	BPS (元)			PB (倍)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
金蝶国际	0268.HK	33.05	954.95	1.8	1.9	1.9	18.3	17.8	17.3
金山云	KC.O	50.27	709.19	-	-	-	-	-	-
用友网络	600588.SH	42.65	1395.01	2.2	2.5	2.7	19.4	17.2	15.7
广联达	002410.SZ	83.11	985.50	2.8	4.1	4.4	30.1	20.3	18.7
平均							23	18	17

资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2021 年 02 月 01 日收盘价。

综上所述，结合 PS 和 PB 两种估值方法，我们给予优刻得 2021 年 7-8 倍 PS，对应 6 个月合理价值区间为 58.20-66.51 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示: 企业上云需求不及预期，市场竞争加剧的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1515	2308	3513	5318
每股收益	0.05	-0.15	-0.06	-0.03	营业成本	1075	1586	2452	3710
每股净资产	4.13	8.44	8.38	8.34	毛利率%	29.0%	31.3%	30.2%	30.2%
每股经营现金流	0.76	1.33	0.95	1.20	营业税金及附加	2	3	4	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	157	271	384	546
P/E	810.35	-271.18	-638.27	-1223	营业费用率%	10.4%	11.7%	10.9%	10.3%
P/B	9.85	4.82	4.85	4.87	管理费用	99	222	302	439
P/S	9.77	7.44	4.89	3.23	管理费用率%	6.5%	9.6%	8.6%	8.2%
EV/EBITDA	-2.74	108.48	64.91	80.99	EBIT	-6	-120	-111	-92
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-28	-51	-73	-68
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.9%	-2.2%	-2.1%	-1.3%
毛利率	29.0%	31.3%	30.2%	30.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	1.4%	-2.7%	-0.8%	-0.3%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	1.2%	-1.8%	-0.8%	-0.4%	营业利润	22	-58	-24	-12
资产回报率	1.0%	-1.4%	-0.6%	-0.3%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	-0.3%	-3.6%	-3.5%	-3.2%	利润总额	23	-58	-24	-11
盈利增长 (%)					EBITDA	320	139	235	190
营业收入增长率	27.6%	52.4%	52.2%	51.4%	所得税	2	5	3	2
EBIT 增长率	-111.4%	-1988.7%	7.7%	-16.5%	有效所得税率%	7.7%	-8.0%	-12.5%	-21.0%
净利润增长率	-72.6%	-398.8%	57.5%	-47.8%	少数股东损益	0	1	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	21	-63	-27	-14
资产负债率	20.9%	20.9%	26.3%	34.6%					
流动比率	2.90	3.28	2.50	1.78	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.81	3.23	2.43	1.71	货币资金	875	2500	2352	2169
现金比率	2.01	2.73	1.90	1.18	应收账款及应收票据	259	357	555	857
经营效率指标					存货	37	39	67	106
应收帐款周转天数	62.47	56.41	57.63	58.84	其它流动资产	93	105	118	135
存货周转天数	12.44	9.03	9.97	10.48	流动资产合计	1264	3001	3092	3268
总资产周转率	0.69	0.51	0.73	0.99	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.78	1.64	2.20	2.67	固定资产	851	1404	1597	1989
					在建工程	52	52	52	52
					无形资产	31	41	54	72
					非流动资产合计	945	1509	1715	2126
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2209	4511	4807	5394
净利润	21	-63	-27	-14	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	1	0	0	应付票据及应付账款	246	501	661	1008
非现金支出	342	259	345	283	预收账款	151	261	373	565
非经营收益	3	-1	-2	-3	其它流动负债	39	152	203	266
营运资金变动	-44	367	85	241	流动负债合计	436	914	1237	1838
经营活动现金流	321	562	401	507	长期借款	0	0	0	0
资产	-386	-822	-549	-690	其它长期负债	27	27	27	27
投资	-1	0	0	0	非流动负债合计	27	27	27	27
其他	-1	0	0	0	负债总计	463	941	1265	1865
投资活动现金流	-388	-822	-549	-690	实收资本	364	423	423	423
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1744	3566	3539	3525
股权募资	3	59	0	0	少数股东权益	3	4	4	4
其他	-3	1827	0	0	负债和所有者权益合计	2209	4511	4807	5394
融资活动现金流	1	1885	0	0					
现金净流量	-66	1625	-148	-183					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
洪琳 计算机行业
黄竞晶 计算机行业
杨林 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 易华录,四维图新,佳都科技,创业慧康,京北方,广联达,用友网络,金溢科技,锐明技术,中控技术,拉卡拉,捷顺科技,恒华科技,拓尔思,鼎捷软件,中电兴发,航天信息,金山办公,中望软件,中孚信息,万兴科技,云从科技,海康威视,启明星辰,长亮科技,金蝶国际,久远银海,京东数科,美亚柏科,广电运通

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。