

推荐（维持）

透视金山云：IaaS厂商的报表特点

2020年05月08日

“云踪锦书”系列报告（三）

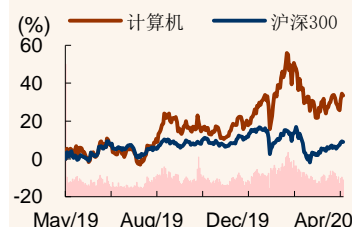
上证指数 2895

行业规模

	占比%
股票家数（只）	200 5.2
总市值（亿元）	25849 4.3
流通市值（亿元）	18280 3.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	6.8	15.8	33.7
相对表现	3.4	17.5	28.2



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《计算机行业 2019 年报及 2020 一季报总结》2020-05-05
- 2、《【解析 20Q1 计算机行业机构持仓】》2020-04-23
- 3、《阿里大幅加码云基建，助推国内云产业发展_云计算专题系列（七）》2020-04-20

刘玉萍

liuyuping@cmschina.com.cn
S1090518120002

金山云将于今晚正式在纳斯达克上市，成为继优刻得后国内第二家登陆资本市场的独立 IaaS 服务商。本文主要剖析金山云的一些特征数据，并和优刻得进行一些对比，以让投资者对 IaaS 行业公司财务特点和跟踪指标有更深入的认识。

- **金山云 VS 优刻得，IaaS 厂商特征几何？** 金山云是国内第三大互联网云服务提供商，第一大独立云服务提供商，5.4%的市场份额，2017-2019 年 CAGR 为 79%。优刻得已经实现盈利，但金山云目前仍处于大幅亏损状态。二者营收均绝大部分由公有云服务构成，但企业云服务/混合云近几年都呈现爆发式增长态势。金山云 97%以上的收入来自于年收入贡献超过 70 万元的高端客户，平均客单价远超过千万元；而优刻得客户较为分散，平均客单价不足 10 万元。IDC 成本是 IaaS 厂商最主要的营业成本支出项，营销费用率和研发费用率因不同市场和产品策略而差异较大。目前 IaaS 行业人均创收远超百万元，仍有望随着规模效应的发挥进一步提升。
- **IaaS 厂商的机遇及重点跟踪指标。** 客户留存率（续约率 X 续费率）是反映云服务质量的关键指标，也是决定公司成长性的核心要素。此外，经营性净现金流/营运资本优化，收入的季节性，资本开支均是 IaaS 企业非常重要的跟踪指标。我国云服务市场近几年高速增长，2019 年已达 1618 亿元，传统企业和公共服务部门云服务市场潜力较大，相较于美国云服务支出占 IT 总支出 15.8% 的比例，我国目前渗透率仅为 6%，相关厂商具有良好发展机遇。金山云作为国内最大的独立云服务提供商，具有客户信任优势，同时公司策略性地聚焦游戏、视频、金融三大高增长垂直领域，在技术上保持领先并具备和战略股东金山集团、小米的协同性，综合竞争实力突出。
- **投资建议：** IaaS 厂商延续高增长态势，且将进入新一轮资本开支扩张周期，上游服务器产业龙头浪潮信息、中科曙光将在云产业发展中持续受益。同时 IaaS 的快速发展也为用友网络、金山办公等应用层发展打下好基础。云计算产业整体长期配置价值突出。
- **风险提示：** 云计算产业进展不达预期；技术迭代及人才流失风险。

重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
浪潮信息	42.77	0.72	0.85	1.12	50	38	5.6	强烈推荐-A
中科曙光	40.83	0.66	1.04	1.32	36	28	9.9	强烈推荐-A
优刻得	72.93	0.06	0.08	0.14	903	539	8.7	无评级
金山办公	274.87	1.09	1.47	2.17	182	124	20.5	强烈推荐-A
用友网络	47.36	0.48	0.48	0.70	96	66	17.0	强烈推荐-A
广联达	52.20	0.21	0.39	0.53	135	101	17.4	强烈推荐-A
恒生电子	103.39	1.76	1.48	1.91	70	54	18.7	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券、优刻得盈利预测来自wind一致预期

正文目录

引言	4
一、金山云收入主要来自于大客户	4
二、成本费用分析	7
三、IaaS 行业情况及数据	9
1、人均创收情况	9
2、行业规模及渗透率	9
四、云特征指标	11
1、留存率	11
2、经营性净现金流	12
3、收入的季节性	12
4、资本开支	12
五、金山云的优势	13
1、国内最大独立云服务商	13
2、战略聚焦三大垂直市场	14
3、技术领先性和协同效应	16
六、投资建议	16

图表目录

图 1: 金山云主要亮点指标呈现	4
图 2: 金山云 2017-2019 年收入 CAGR 为 79%	5
图 3: 金山云目前依然处于大幅亏损状态	5
图 4: 优刻得 2016-2019 年收入 CAGR 为 43%	5
图 5: 优刻得目前已实现盈利	5
图 6: 金山云销售费用率提升	8
图 7: 金山云研发费用率下降	8
图 8: 优刻得销售费用率呈现下降态势	8
图 9: 优刻得研发费用率相比金山云较低	8
图 10: 金山云与优刻得研发人员情况	9
图 11: 金山云与优刻得人均创收 (万元) 情况	9

图 12: 我国公有云市场规模及细分、预测 (十亿元)	10
图 13: 我国传统企业和公共服务部门云服务市场规模 (十亿元) 及增长.....	10
图 14: 中美云服务市场渗透率对比情况.....	11
图 15: 经营性净现金流相对净利润调整了对公司业务经营有实质影响的现金项	12
图 16: 金山云近几年基础设施投入情况.....	13
图 17: 金山云在国内服务器分布图	13
图 18: 金山云全面可靠云平台及组件配置可广泛服务各行业.....	14
图 19: 互联网垂直行业对云资源需求图.....	14
图 20: 金山云视频云解决方案体系结构.....	15
图 21: 金山云游戏云解决方案体系结构.....	15
图 22: 金山云金融云服务解决方案体系结构	16
表 1: 金山云 2017-2019 年营收构成情况.....	5
表 2: 优刻得 2017-2019 年营收构成情况.....	6
表 3: 金山云高端客户数量及 ARPU 值双升	6
表 4: 优刻得客户较为分散.....	6
表 5: 2019 年优刻得前五大销售额客户	7
表 6: 金山云营业成本拆分	7
表 7: 优刻得营业成本拆分	7
表 8: 金山云三费情况	8
表 9: 金山云客户留存率高, ARPU 值持续提升	11
表 10: 优刻得客户续约率持续提升, ARPU 值快速提高	11
表 11: 金山云经营性净现金流和利润情况对比	12
表 12: 金山云高端客户数量及 ARPU 值双升	12
表 13: 相关标的估值对比表.....	17

引言

金山云将于今晚（5月8日）正式在美国纳斯达克上市，拟发行 2500 万股美国存托凭证（ADS），发行价区间为 17 美元，加上承销商可执行的 375 万股 ADS 超额配售部分，公司首次公开招股最大募资额为 4.89 亿美元，预计估值在 32-36 亿美元。

募资计划约 50% 用于投资基础设施；约 25% 用于技术和产品开发，尤其是 AI、大数据、云和物联网；约 15% 用于扩大生态及国际业务拓展；约 10% 用于补充营运资金。

金山云创立于 2012 年，根据 Frost & Sullivan 的数据，是国内第三大互联网云服务提供商，第一大独立云服务提供商，5.4% 的市场份额。公司的几个亮点指标如下图所示：

图 1：金山云主要亮点指标呈现



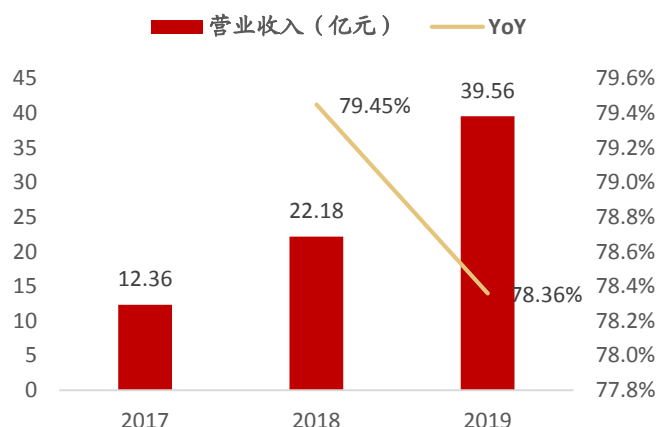
资料来源：金山云招股说明书、招商证券

金山云是继优刻得之后，国内第二家将登陆资本市场的独立 IaaS 服务商。本文主要剖析金山云的一些特征数据，并在一些方面和优刻得进行对比，以让投资者对 IaaS 行业公司财务特点和跟踪指标有更深入的认识。

一、金山云收入主要来自于大客户

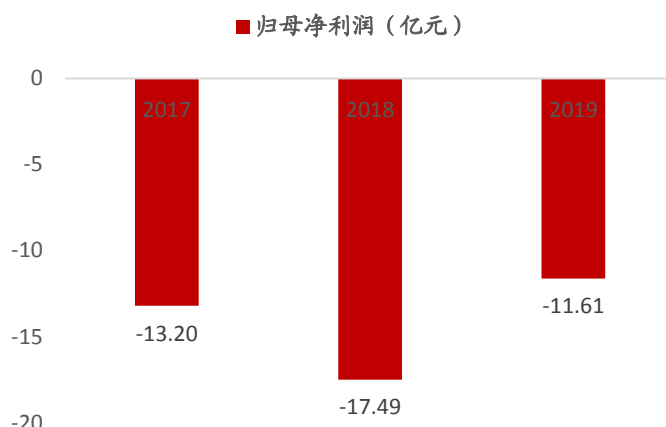
金山云 2019 年营收为 39.56 亿元，2017-2019 年 CAGR 为 79%。2020Q1 预计收入 13.5-14 亿元，YoY 59.6-65.5%。目前仍处于亏损状态，2017-2019 年的归母净利润分别亏损 13.20 亿元、17.49 亿元和 11.61 亿元。

图 2: 金山云 2017-2019 年收入 CAGR 为 79%



资料来源: 金山云招股说明书、招商证券

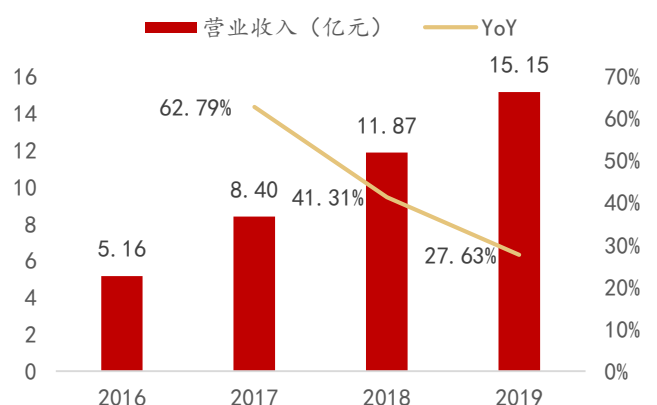
图 3: 金山云目前依然处于大幅亏损状态



资料来源: 金山云招股说明书、招商证券

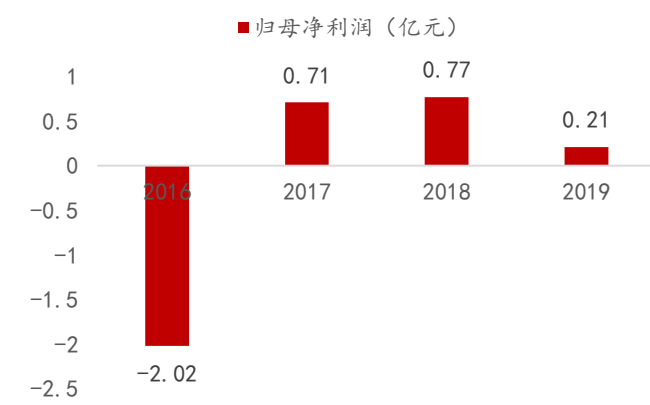
优刻得虽然近几年的营收增速不及金山云, 但是已经实现盈利。

图 4: 优刻得 2016-2019 年收入 CAGR 为 43%



资料来源: Wind、招商证券

图 5: 优刻得目前已实现盈利



资料来源: Wind、招商证券

金山云业务包含公有云服务 (public cloud services)、企业云服务 (enterprise cloud services) 和 AIoT 解决方案 (2019 年刚推出)。公有云服务按使用量和时间收费, 收入贡献接近 90%, 主要提供给互联网企业; 企业云服务按项目收费, 近几年增长较快, 主要提供给传统企业和公共服务部门。

表 1: 金山云 2017-2019 年营收构成情况

亿元	2017		2018		2019	
	人民币	%	人民币	%	人民币	%
公有云服务	12.02	97.30	21.11	95.10	34.59	87.43
企业云服务	0.15	1.20	0.94	4.30	4.86	12.29
其他	0.18	1.50	0.13	0.60	0.11	0.28
总收入	12.36	100.00	22.18	100.00	39.56	100.00
销售成本	13.54	109.60	24.19	109.00	39.49	99.81
毛利	1.18	9.60	2.00	9.00	0.08	0.19

数据来源: 金山云招股说明书、招商证券

优刻得收入构成也以公有云为主，混合云近几年以非常快的速度增长。

表 2：优刻得 2017-2019 年营收构成情况

亿元	2017		2018		2019	
	人民币	%	人民币	%	人民币	%
公有云	76.40	90.97	101.11	85.15	119.80	79.08
混合云	4.92	5.85	13.88	11.69	24.38	16.09
私有云及其他	2.53	3.01	3.46	2.91	7.25	4.79
主营业务收入	83.84	99.84	118.46	99.76	151.43	99.96
其他	0.14	0.16	0.29	0.24	0.06	0.04
营业收入合计	93.98	100.00	118.74	100.00	151.49	100.00

数据来源：优刻得招股书及年报、招商证券

2017-2019 年金山云公有云服务来自于高端客户的收入占比分别为 95.2%，95.8% 和 97.1%；企业云服务高端客户的收入贡献占比分别为 92.7%，98.4% 和 98.9%。最近 3 年，整体来自高端客户的收入比例分别约 **93.7%，95.3% 和 97.4%**，大客户是越来越强的增长贡献主力。

金山云对高端客户（Premium Customers）的界定是年收入贡献超过 70 万元。高端客户数 2017-2019 年分别为 113、154、243 个。高端客户平均客单价 2017-2019 年分别为 1030 万元，1370 万元和 1590 万元。用户数和 ARPU 值呈现很好的双升态势。

表 3：金山云高端客户数量及 ARPU 值双升

		2017	2018	2019
公有云服务	公有云服务高端客户数量	112	139	175
	公有云服务的高端客户净留存率	-	161%	155%
企业云服务	企业云服务高端客户数量	2	17	67
总计	高端客户数量	113	154	243
	高端客户 ARPU（百万元）	10.30	13.70	15.90

数据来源：金山云招股说明书、招商证券

前三大客户收入贡献占比及关联方收入贡献占比情况：

2017 年：27%（小米），19%，10%；

2018 年：25%（小米），24%，11%；

2019 年：31%，14%（小米），12%。

金山集团的总收入分别占 2017-2019 年总收入的 4.0%，3.5% 和 2.8%。

优刻得以小客户为主，客户数量众多，而单个客户收入贡献较小较分散。

表 4：优刻得客户较为分散

项目	2016	2017	2018	2019H1
期末注册用户数（万个）	8.45	10.48	14.45	16.46
消费 ID 数（万个）	1.22	1.15	1.29	1.18
ARPU 值（万元）	4.24	7.29	9.18	5.93
次月留存率	86.60%	88.85%	90.66%	92.13%

数据来源：优刻得招股说明书、招商证券

优刻得前五大客户合计销售额贡献比例也较低。

表 5：2019 年优刻得前五大销售额客户

序号	客户名称	销售额（万元）	占年度销售总额比例（%）
1	客户一	6,766.43	4.47
2	客户二	4,561.68	3.01
3	客户三	4,265.59	2.82
4	客户四	4,176.53	2.76
5	客户五	3,905.22	2.58
合计		23,675.45	15.63

数据来源：优刻得年报、招商证券

二、成本费用分析

作为一个纯粹的 IaaS 服务商，金山云的成本费用结构比较典型：IDC 成本（包含带宽成本和机架成本）是最大的成本支出项，占营业成本比例超过 70%；其次是折旧和摊销，员工成本。

表 6：金山云营业成本拆分

(亿元)	2017		2018		2019	
	人民币	%	人民币	%	人民币	%
IDC 成本	10.33	76.30	18.90	78.20	28.57	72.30
折旧和摊销	2.90	21.40	4.07	16.80	5.99	15.20
员工成本	0.17	1.30	0.24	1.00	0.52	1.30
其他成本	0.14	1.00	0.98	4.00	4.40	11.20
总营业成本	13.54	100.00	24.19	100.00	39.49	100.00

数据来源：金山云招股说明书、招商证券

优刻得公有云成本的 IDC 费用和光纤费用、CDN 费用等分开列示，但实际上无论是公有云还是混合云，IDC 成本仍旧是最主要成本支出项。

表 7：优刻得营业成本拆分

	(亿元)	2017		2018		2019	
		人民币	%	人民币	%	人民币	%
公有云成本	IDC 费用	23.36	44.01	25.41	41.22	31.45	38.19
	经营设备折旧	13.78	29.77	21.69	36.90	29.26	35.53
	光纤费用	1.52	3.29	1.85	3.14	2.05	2.49
	耗品摊销	0.95	2.06	1.50	2.55	1.63	1.98
	CDN 费用	5.90	12.74	4.04	6.87	13.66	16.56
	其他成本	3.76	8.12	4.31	7.33	4.31	5.23
	公有云成本合计	46.27	100.00	58.80	100.00	82.36	100.00
混合云成本	IDC 费用	3.43	76.12	7.24	70.01	15.42	78.39
	经营设备折旧	0.98	19.20	1.58	15.27	2.80	14.23
	其他成本	0.70	13.68	1.52	14.72	1.45	7.38
	混合云成本合计	5.11	100.00	10.34	100.00	19.67	100.00

数据来源：优刻得招股说明书及年报、招商证券

金山云营销费用呈现攀升态势，在市场开拓期，营销费用率上升比较明显，因为营销人员数量增加以及待遇提升。企业发展早期股权激励的因素使得管理费用率也上升。研发

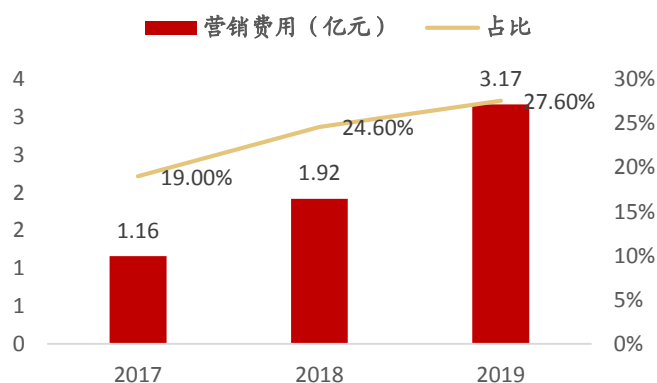
费用率随着收入快速增长，占比逐步下降。相比较而言，优刻得在费用支出上显得较为节约。

表 8: 金山云三费情况

(亿元)	2017		2018		2019	
	人民币	%	人民币	%	人民币	%
营销费用	1.16	19.00	1.92	24.60	3.17	27.60
管理费用	0.94	15.40	1.47	18.90	2.39	20.70
研发费用	3.99	65.60	4.41	56.50	5.95	51.70
总营业费用	6.09	100.00	7.79	100.00	11.51	100.00

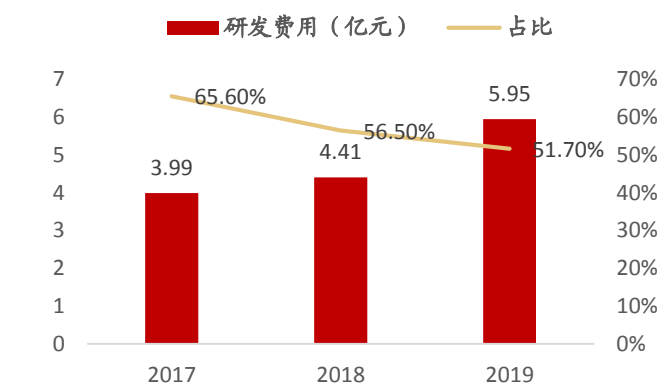
数据来源：金山云招股说明书、招商证券

图 6: 金山云销售费用率提升



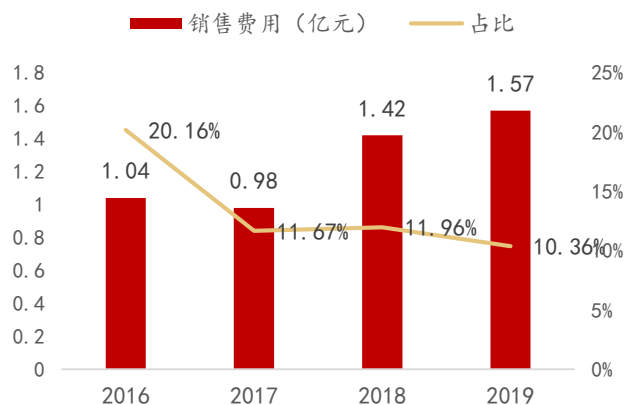
资料来源：金山云招股说明书、招商证券

图 7: 金山云研发费用率下降



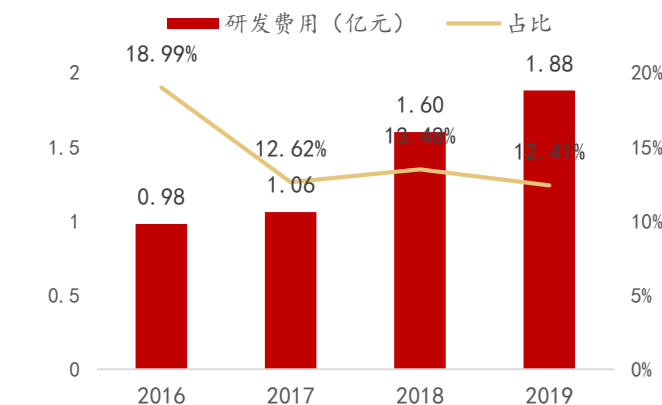
资料来源：金山云招股说明书、招商证券

图 8: 优刻得销售费用率呈现下降态势



资料来源：Wind、招商证券

图 9: 优刻得研发费用率相比金山云较低



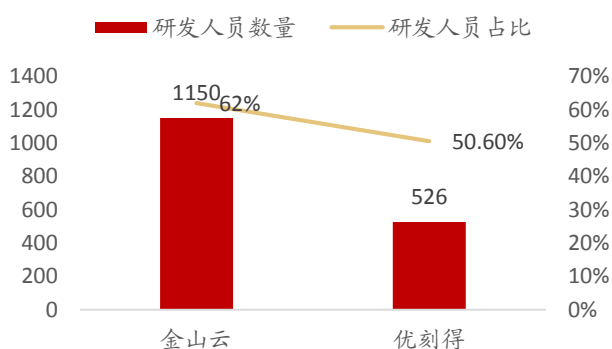
资料来源：Wind、招商证券

三、IaaS 行业情况及数据

1、人均创收情况

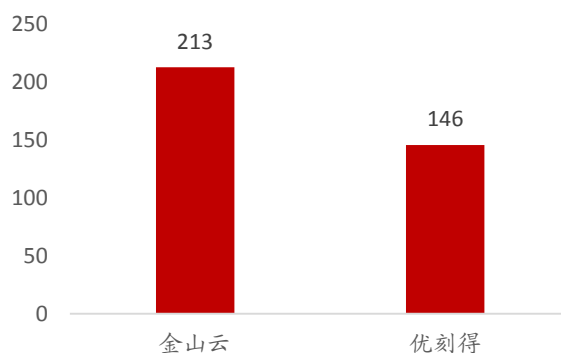
金山云截至 2019 年底研发人员 1150，占所有员工比例的 62%。优刻得 2019 年在职研发人员 526 人，占所有员工比例的 50.6%。2019 年金山云和优刻得的人均创收分别为 213 万元、146 万元，高于大多数计算机公司。预计随着规模的扩大，IaaS 人均创收仍有提升空间。

图 10：金山云与优刻得研发人员情况



资料来源：Wind、金山云招股书、招商证券

图 11：金山云与优刻得人均创收（万元）情况



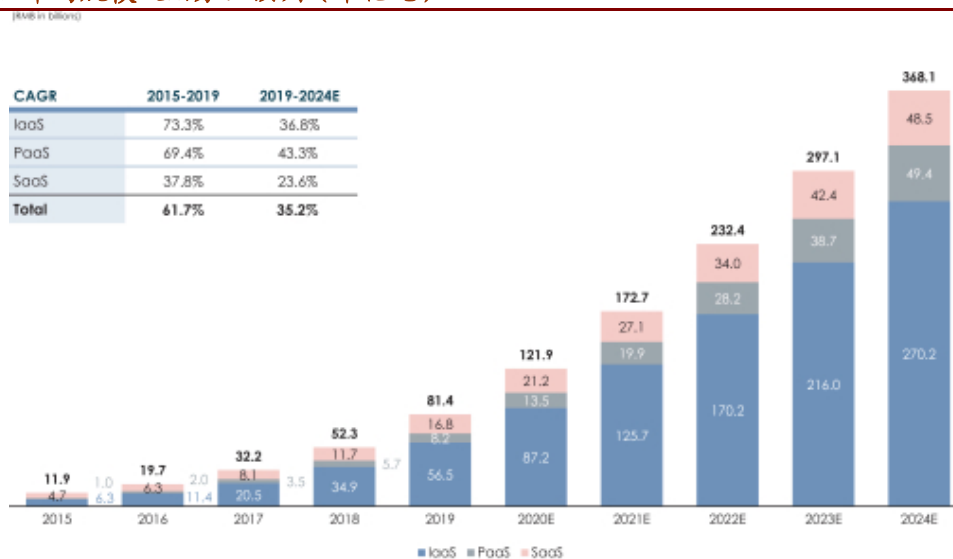
资料来源：Wind、金山云招股书、招商证券

2、行业规模及渗透率

根据 Frost & Sullivan 数据，美国云服务市场规模从 2015 年的 1025 亿美元增长到 2019 年的 2223 亿美元，CAGR 为 21.3%，预计到 2024 年将达到 5594 亿美元，2019-2024 年预测 CAGR 为 20.3%。

我国云服务市场规模已从 2015 年的 450 亿元增至 2019 年的 1,618 亿元，CAGR 为 37.7%，预计到 2024 年将达到 5,633 亿元，超过美国市场，2019-2024 年预测 CAGR 为 28.3%。其中公共云市场规模已从 2015 年的 119 亿元增加到 2019 年的 814 亿元，CAGR 为 61.7%，预计到 2024 年将达到人民币 3,681 亿元，2019-2024 年预测 CAGR 为 35.2%。

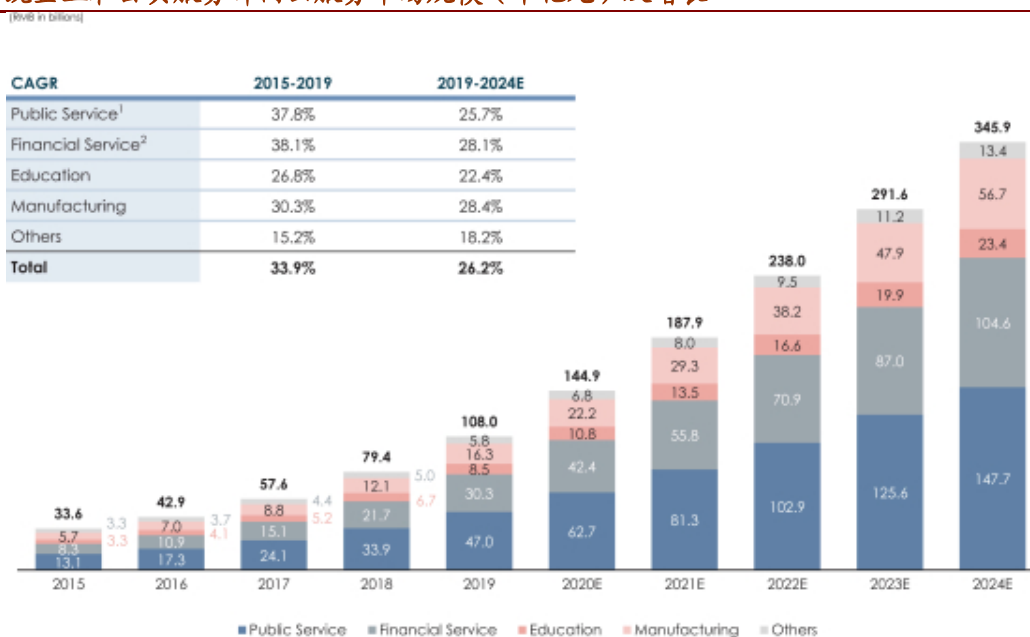
图 12: 我国公有云市场规模及细分、预测 (十亿元)



资料来源: Frost & Sullivan、招商证券

传统企业和公共服务部门云服务市场潜力较大。我国传统企业和政企部门正在逐步转云, 根据 Frost & Sullivan 数据, 2019 年美国 49.4% 的传统企业和公共服务部门正在使用云服务, 而我国的这一比例为 10.5%, 相关云服务厂商具有很好的发展机遇。

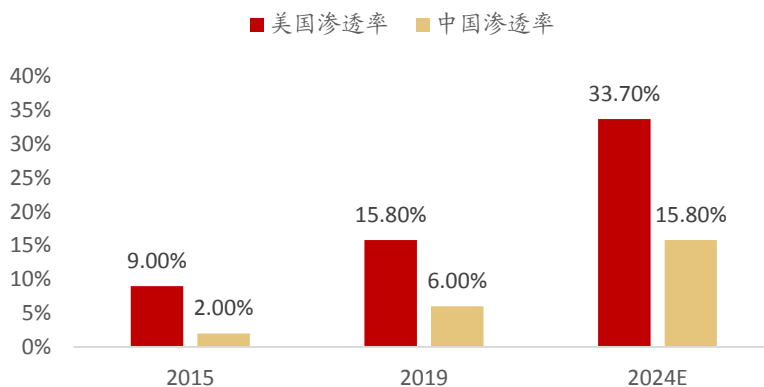
图 13: 我国传统企业和公共服务部门云服务市场规模 (十亿元) 及增长



资料来源: Frost & Sullivan、招商证券

我国的云服务市场仍处于起步阶段, 市场渗透率远低于美国。根据 Frost & Sullivan 的数据, 云服务支出在美国 IT 总支出的比例从 2015 年的 9.0% 增加到 2019 年的 15.8%, 预计到 2024 年将达到 33.7%; 云服务在中国 IT 总支出中的比例从 2015 年的 2.0% 增加到 2019 年的 6.0%, 预计到 2024 年将达到 15.8%。

图 14: 中美云服务市场渗透率对比情况



资料来源：金山云招股说明书、Frost & Sullivan、招商证券

四、云特征指标

1、留存率

金山云客户留存率高。金山云公有云服务的高端客户净留存率（net dollar retention rate），类似于续约率 X 续费率的概念，2018 和 2019 年分别为 161% 和 155%，这意味着即使不拓展新的客户，现有客户的续约加上 ARPU 值提升，公司亦能实现 50% 以上的增长。优刻得客户续约率从 2016 年的 86.6% 提升到 2019 年 6 月的 92.13%，呈现持续提升的态势。客户留存率是反映产品服务质量的關鍵指标，也是影响公司成长性的核心因素。

表 9: 金山云客户留存率高，ARPU 值持续提升

	2017	2018	2019
公有云服务的高端客户净留存率	-	161%	155%
高端客户 ARPU（百万元）	10.30	13.70	15.90

数据来源：金山云招股说明书、招商证券

表 10: 优刻得客户续约率持续提升，ARPU 值快速提高

项目	2016	2017	2018	2019H1
ARPU 值（万元）	4.24	7.29	9.18	5.93
续约率	86.60%	88.85%	90.66%	92.13%

数据来源：优刻得招股说明书、招商证券

优质产品服务客户粘性强，ARPU 值持续提升。好的产品和服务会强化客户粘性，更多产品和解决方案的再销售不断提升客户 ARPU 值，ARPU 值的提升也反映到客户留存率这一指标上。金山云和优刻得最近几年的 ARPU 值均呈现出良好的提升态势。

2、经营性净现金流

经营性净现金流高于净利润水平。经营性净现金流相比净利润的差额，除了经营设备的折旧摊销外，主要是营运资本变动，好的商业模式必定带来营运资本结构的优化。

表 11：金山云经营性净现金流和利润情况对比

(亿元)	2017	2018	2019
经营性净现金流	-1.35	-3.83	-4.39
归母净利润	-13.20	-17.49	-11.61

数据来源：金山云招股说明书、招商证券

图 15：经营性净现金流相对净利润调整了对公司业务经营有实质影响的现金项



资料来源：招商证券

3、收入的季节性

从金山云的经营情况我们可以看出，企业级云服务具有典型的季节性，而公有云服务没有明显的季节性。

表 12：金山云高端客户数量及 ARPU 值双升

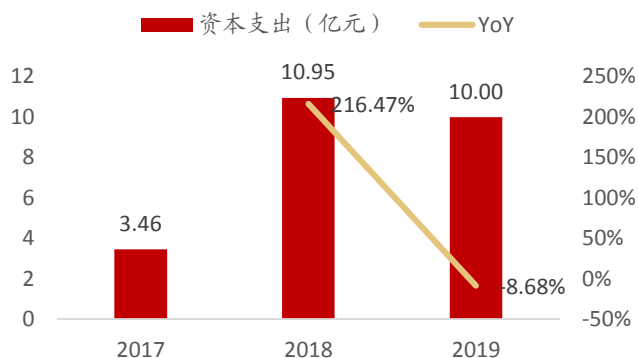
(亿元)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
公有云服务	4.27	4.54	5.73	6.56	7.63	8.66	8.85	9.45
企业云服务	0.06	0.01	0.24	0.63	0.83	0.68	1.14	2.20
其他	0.02	0.04	0.03	0.05	-	0.00	0.03	0.08

数据来源：金山云招股说明书、招商证券

4、资本开支

对于 IaaS 厂商来说，资本开支计划体现出公司对未来市场机遇的判断，也对未来几年公司的收入有一定的前瞻指引意义。我们将金山云购买固定资产和设备的支出界定为对服务器等基础设施的资本支出，金山云此次募资计划将约 50% 用于投资基础设施。

图 16: 金山云近几年基础设施投入情况



资料来源：金山云招股说明书、招商证券

金山云截至 2019 年底在中国及其他 6 个国家和地区拥有超过 7.3 万台服务器，优刻得截至 2019 年 6 月平均服务器总保有量是 4.12 万台。

图 17: 金山云在国内服务器分布图



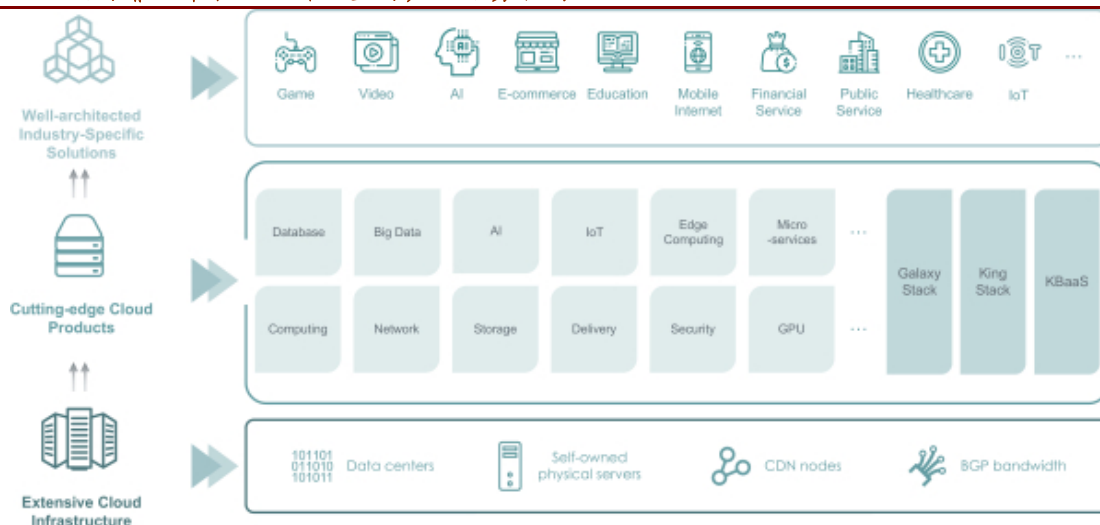
资料来源：金山云招股说明书、招商证券

五、金山云的优势

1、国内最大独立云服务商

根据 Frost & Sullivan 的统计，金山云是中国最大的独立云服务提供商。公司仅专注于 IaaS，充分调动资源来加强产品和解决方案的研发及竞争力；同时中立的定位与客户之间没有利益冲突和竞争，赢得了客户的充分信任；再者，规模越大越经济。

图 18: 金山云全面可靠云平台及组件配置可广泛服务各行业



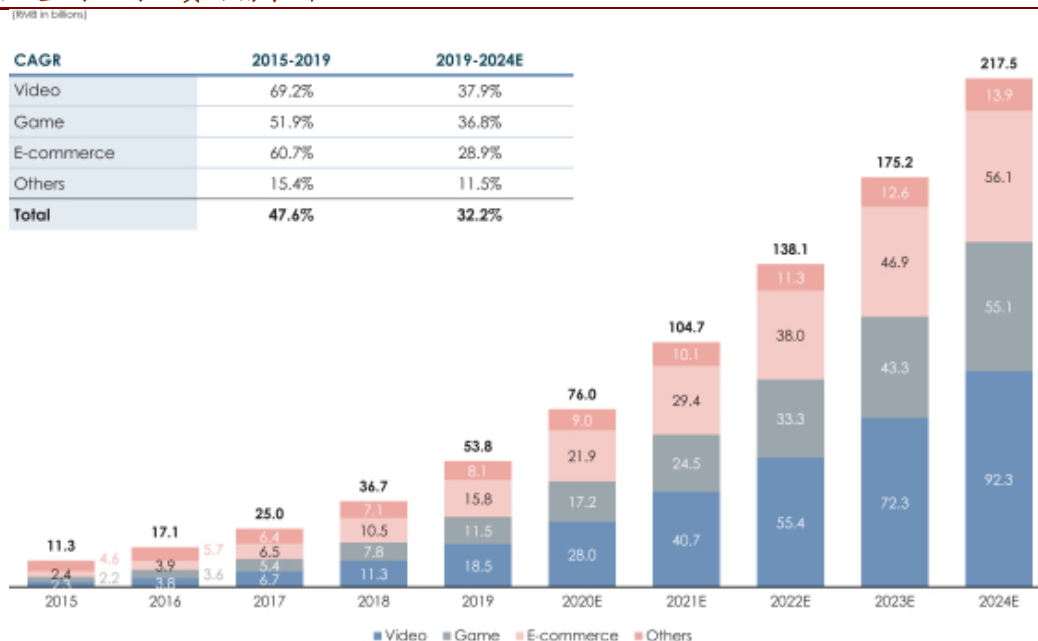
资料来源：金山云招股说明书、招商证券

2、战略聚焦三大垂直市场

金山云策略性地选择了三大高增长的垂直细分领域：游戏、视频、金融。

互联网垂直行业过去 5 年对云资源需求增长最快，尤其是视频、游戏、电子商务。2015-2019 年 CAGR 为 47.6%，2019-2024E 预计 CAGR 为 32.2%，2024 年将达到 2175 亿元。

图 19: 互联网垂直行业对云资源需求图

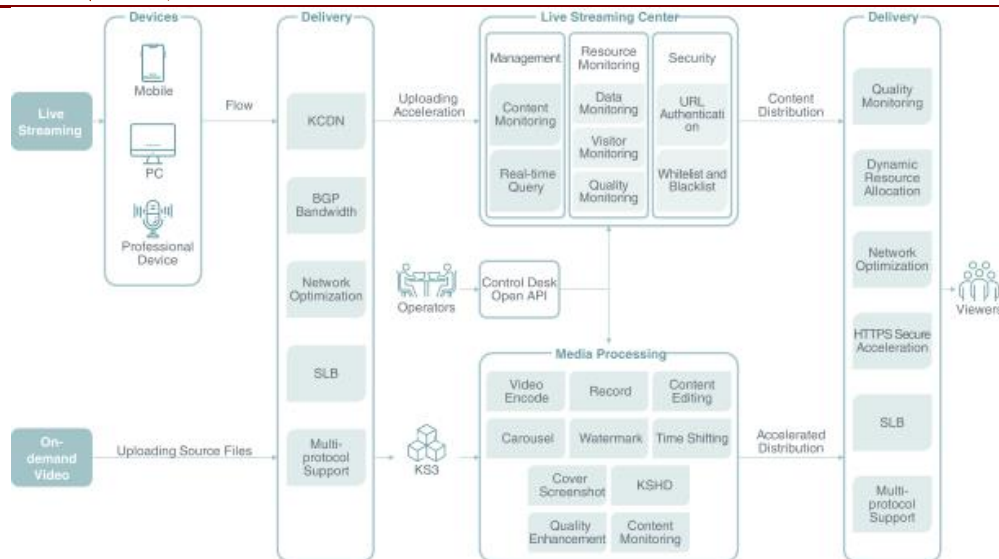


资料来源：Frost & Sullivan、招商证券

金山云在视频领域的代表客户包括：字节跳动、爱奇艺和 bilibili。中国视频云市场的复合年增长率从 2016 年的 38 亿元人民币增长至 2019 年的 185 亿元人民币，复合年增长率为 69.0%，并有望在 2019 年至 2024 年继续保持高速增长占 37.9%。视频领域客

用户对 IaaS 的核心需求包括：高速、稳定性、安全性、高清晰度、合规性。

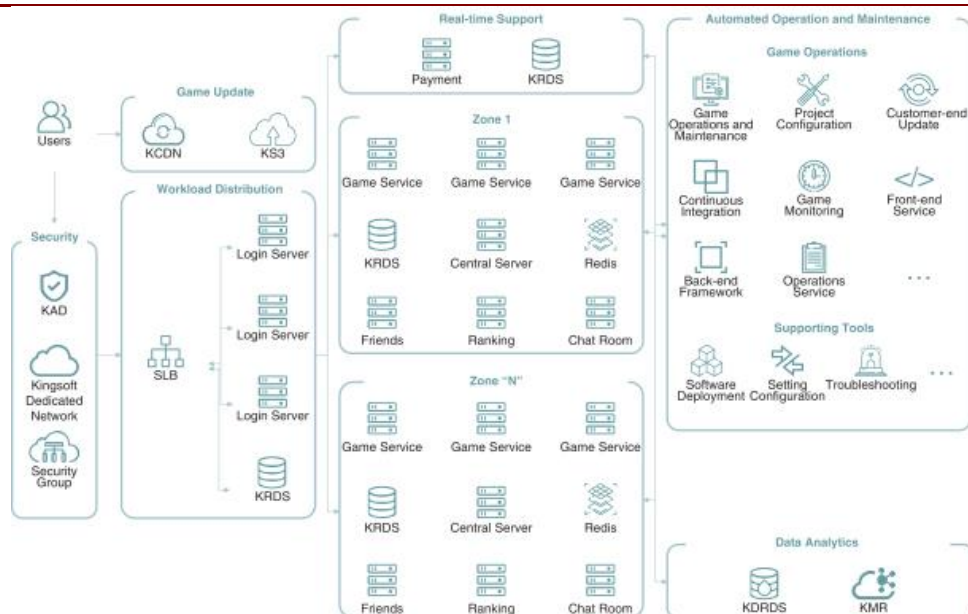
图 20：金山云视频云解决方案体系结构



资料来源：金山云招股说明书、招商证券

金山云在游戏领域的代表客户包括：巨人网络、完美世界，西山居和掌趣科技。中国游戏云市场的复合年增长率为 52.0%，从 2014 年的人民币 14 亿元增至 2019 年的人民币 115 亿元，并有望在 2019-2024 年继续保持 36.8% 的高增速。游戏领域客户对 IaaS 的核心需求包括：高并发性、低延迟、安全性、故障恢复和灾难恢复。

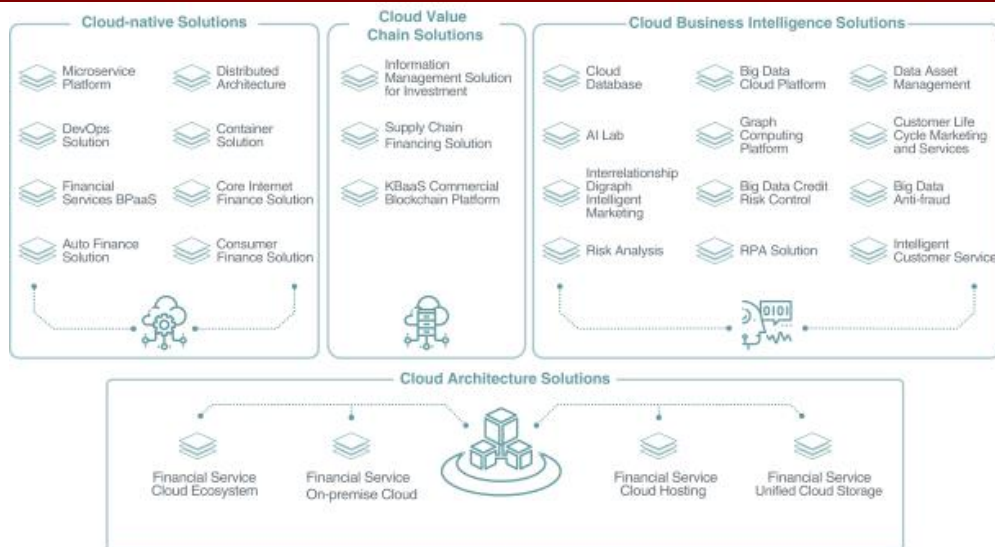
图 21：金山云游戏云解决方案体系结构



资料来源：金山云招股说明书、招商证券

金山云在金融领域的代表客户包括：建设银行和华泰证券。中国银行，金融服务和保险的云市场预计将以 28.1% 的复合年增长率从 2019 年的 303 亿元人民币增长到 2024 年的 1046 亿元人民币。金融领域客户对 IaaS 的核心需求包括：数字化转型、云原生优势、价值链连接、业务创新。

图 22: 金山云金融云服务解决方案体系结构



资料来源：金山云招股说明书、招商证券

3、技术领先性和协同效应

金山云一直保持较高的研发投入，持续推出行业领先的产品和服务：

- 2014 年，推出了具有固态驱动器的云主机，实现了当时中国最快的 I/O 吞吐量；
- 2015 年，成为中国第一家提供云物理主机的云服务商；
- 2016 年，首家在中国开发和提供全栈虚拟私有云产品；
- 2017 年，启动了金山深度学习平台，这是中国最早的商业化 AI 云 PaaS 平台之一；
- 2019 年，推出了行业领先的边缘计算产品；
- 提供了企业级本地云产品 Galaxy Stack，该产品除了具有公共云的优点外，还具有很高的安全性。

与战略股东金山集团、小米的协同性。金山云一方面与金山集团共同推广基于云的办公解决方案，另一方面交叉运用金山集团的销售网络；另外，还与小米及其他生态系统合作开发和推广 AIoT 等高端解决方案。

六、投资建议

金山云 VS 优刻得，IaaS 厂商特征几何？ 金山云是国内第三大互联网云服务提供商，第一大独立云服务提供商，5.4%的市场份额，2017-2019 年 CAGR 为 79%。优刻得已经实现盈利，但金山云目前仍处于大幅亏损状态。二者营收均绝大部分由公有云服务构成，但企业云服务/混合云近几年都呈现爆发式增长态势。金山云 97%以上的收入来自于年收入贡献超过 70 万元的高端客户，平均客单价远超过千万元；而优刻得客户较为分散，平均客单价不足 10 万元。IDC 成本是 IaaS 厂商最主要的营业成本支出项，营销

费用率和研发费用率因不同市场和产品策略而差异较大。目前 IaaS 行业人均创收远超百万元，仍有望随着规模效应的发挥进一步提升。

IaaS 厂商的机遇及重点跟踪指标。客户留存率（续约率 X 续费率）是反映云服务质量的关键指标，也是决定公司成长性的核心要素。此外，经营性净现金流/营运资本优化，收入的季节性，资本开支均是 IaaS 企业非常重要的跟踪指标。我国云服务市场近几年高速增长，2019 年已达 1618 亿元，传统企业和公共服务部门云服务市场潜力较大，相较于美国云服务支出占 IT 总支出 15.8% 的比例，我国目前渗透率仅为 6%，相关厂商具有良好发展机遇。金山云作为国内最大的独立云服务商，具有客户信任优势，同时公司策略性地聚焦游戏、视频、金融三大高增长垂直领域，在技术上保持领先并具备和战略股东金山集团、小米的协同性，综合竞争实力突出。

投资建议：IaaS 厂商延续高增长态势，且将进入新一轮资本开支扩张周期，上游服务器产业龙头浪潮信息、中科曙光将在云产业发展中持续受益。同时 IaaS 的快速发展也为用友网络、金山办公等应用层发展打下好基础。云计算产业整体长期配置价值突出。

风险提示：云计算产业进展不达预期；技术迭代及人才流失风险。

表 13：相关标的估值对比表

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	20PE	21PE	PB	评级
浪潮信息	42.77	0.72	0.85	1.12	50	38	5.56	强烈推荐-A
中科曙光	40.83	0.66	1.04	1.32	36	28	9.96	强烈推荐-A
优刻得	72.93	0.06	0.08	0.14	903	539	8.66	无评级
金山办公	274.87	1.09	1.47	2.17	182	124	20.49	强烈推荐-A
用友网络	47.36	0.48	0.48	0.70	96	66	17.03	强烈推荐-A
广联达	52.20	0.21	0.39	0.53	135	101	17.39	强烈推荐-A
恒生电子	103.39	1.76	1.48	1.91	70	54	18.72	强烈推荐-A

数据来源：Wind、招商证券、优刻得盈利预测来自 wind 一致预期

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘玉萍：招商证券计算机行业首席分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

范昶蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士，2017 年 8 月加入招商证券研究所。

周翔宇：招商证券计算机行业分析师，三年中小盘研究经历，获得 2016/17 年新财富中小市值团队第五、第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。