



计算机

2020.05.31

后疫情时代超融合和混合云厂商稳中求进

评级:

增持


上次评级:

增持

细分行业评级

计算机

增持

 李沐华(分析师)

010-83939797

limuhua@gtjas.com

证书编号 S0880519080009

本报告导读:

VMware 和 Nutanix 在 2020 年 Q1 云服务市场营收良好, 订阅制及 EUC 收入双双表现亮眼。但疫情的不确定性对 2020 年带来的负面影响依然存在。

摘要:

- **投资建议:** 国内超融合和混合云未来市场前景广阔。国内超融合领域有望迎来快速发展。推荐对应 A 股标的:深信服、紫光股份。
- **VMware 和 Nutanix 在 2020 年 Q1 云服务市场营收良好, 订阅制及 EUC 收入双双表现亮眼。** 但各有某些指标不尽人意。VMware 的核心 SDDC 业务受疫情影响, 订购额下降; Nutanix 亚太订单有所延后, 新客产单量延后。
- **后疫情时代, 客户更青睐订阅制、SaaS 及云产品, EUC 业务增长迅猛。** 各家均看好未来 EUC 的可持续发展。VMware 专注产品升级, 扩大合作收紧收购; Nutanix 关注产品差异性, 近期将推出新品。
- **疫情仍然影响下季度营收预期。** SMB 市场受冲击更大, 下游企业仍需缓冲以重构财务计划。
- **风险提示:** 行业竞争加剧; 经济周期影响

相关报告

计算机《华为云崛起将带动中国计算产业跨越式发展》

2020.05.26

计算机《中间件的国产替代之路》

2020.05.17

计算机《鲲鹏: 计算产业新生态》

2020.05.17

计算机《从 Palo Alto 看中国网络安全厂商发展方向》

2020.05.12

计算机《服务器现状研究》

2020.05.12

目 录

1. 订阅制转型带动龙头营收，远程办公削减开支	3
1.1. VMware 订阅及 SaaS 收入依旧亮眼	3
1.2. Nutanix 订阅制转型风生水起	3
2. 后疫情时代，EUC 引领大厂合作、生态转型	5
3. 疫情仍然影响短期营收预期	6
4. 投资建议	7
5. 风险提示	7

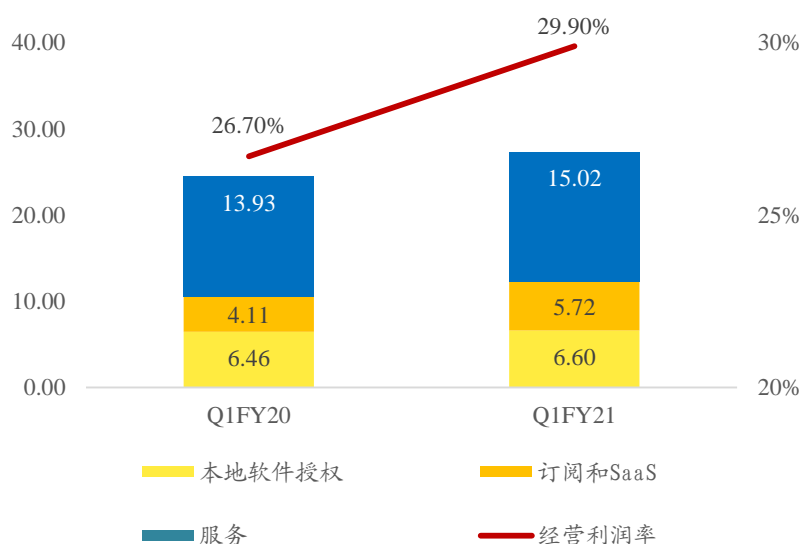
1. 订阅制转型带动龙头营收，远程办公削减开支

1.1. VMware 订阅及 SaaS 收入依旧亮眼

FY2021Q1 总收入为 27.34 亿美元，同比增速 11.6%，略高于 20Q4 指引。本地软件授权和 SaaS、订阅制收入为 12.32 亿美元，同比增长 16.6%。非通用会计准则下营业利润率为 29.9%。此外，季末预收账款为 92 亿美元，自由现金流 12.87 亿美元。

订阅和 SaaS 依旧强劲，混合云及网安产品表现亮眼。FY2021Q1 订阅和 SaaS 收入为 5.72 亿美元，同比增长 39%，占总收入的 21%。其中 EUC、Carbon Black 及 VeloCloud 产品表现出色，尤其 VMware Cloud on AWS 业务增长达三位数；Carbon Black 累积客户超 15000 家。老客户在选择网安供应商时，更为同家供应商高效简便的深度集成所吸引。本地软件授权收入 6.6 亿美元，同比上涨 2%，主要为 EUC 本地授权所驱动。

图 1: VMware 订阅和 SaaS 收入依旧强劲



数据来源：VMwareQ4FY20 投资者会议，国泰君安证券研究 注：单位（亿美元）

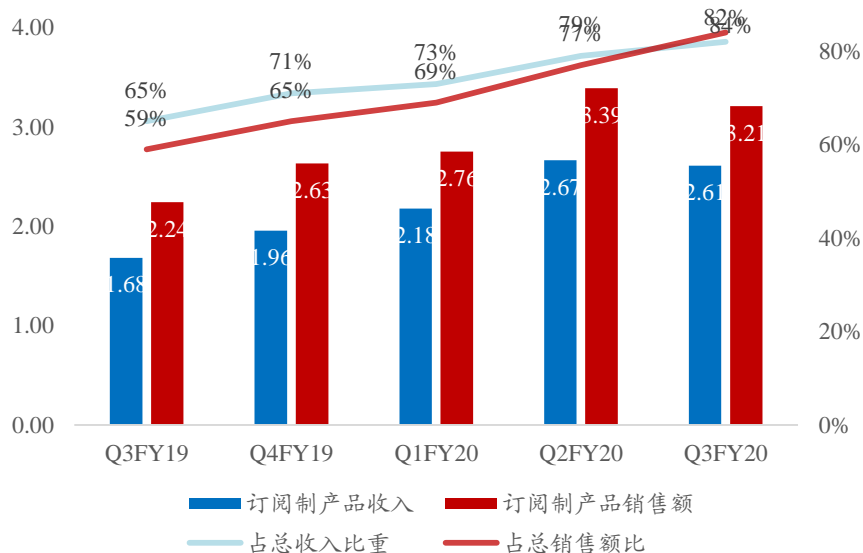
疫情之下，支柱产品订购额持续蹿升。核心 NSX 及 vSAN 仍有超 20% 的订购销售同比增速，SaaS 形式的 EUC 年化合同额同比增长 20%；VDI 需求强劲，本地授权销售同比增长 40%。而核心 SDDC 产品下滑中单位数。

1.2. Nutanix 订阅制转型风生水起

FY2020Q3，软件和服务产品共实现 3.8 亿美元合同总销售额，同比增长 17%，并带来确认后 3.14 亿美元 TCV 收入，同比增长 18.3%。此外，运营费用为 3.9 亿美元，好于 4.2-4.3 亿美元预期，主要得益于招人节奏减缓、出差降低及整体费用管控。递延收入达到 11.2 亿美元。自由现金流为负 1.17 亿美元。

Nutanix 订阅制转型风生水起，贡献销售额达 3.39 亿美元，占 FY2020Q3 总销售额 84%，同比增加 19 个百分点。亮眼的表现也对应带来了 2.61 亿美元收入，占总收入 82%，同比增加 23 个百分点；总平均合同期为 3.9 年。

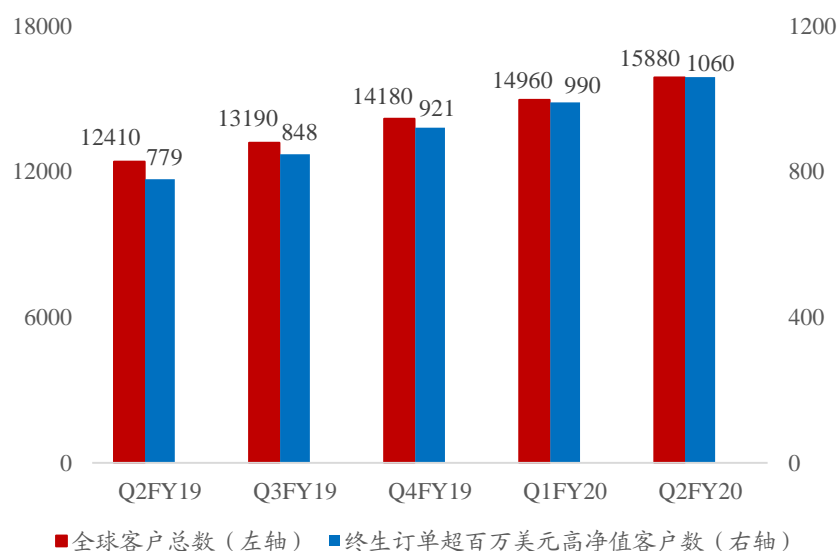
图 2: Nutanix 订阅制转型超预期



数据来源: Nutanix Q3FY2021 投资者会议, 国泰君安证券研究 注: 单位 (亿美元)

Q3 整体销售漏斗转化率略超预期，但新客户产单量延后，比重略有下降。新增客户 700 个，为历史最好表现。共完成超过 100 万美元的订单 59 个。在行业方面，金融客户仍旧是最大细分市场客户，占近 25% 份额，能源和医疗行业渗透率目前仍然较低。在地区方面，欧洲区部分新客户被免费 AHV 所吸引；亚太部分订单受疫情影响延期。

图 3: Nutanix 总客户及高净值客户迅速增长



数据来源: Nutanix Q3FY2021 投资者会议, 国泰君安证券研究

2. 后疫情时代，EUC 引领大厂合作、生态转型

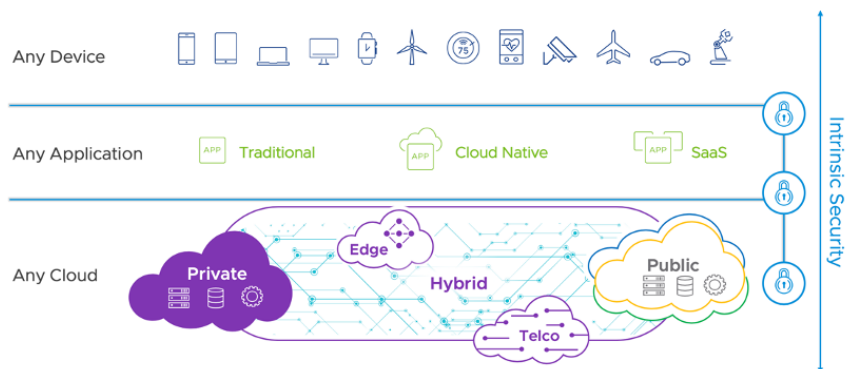
后疫情时代，VMware 客户在更青睐订阅制、SaaS、云产品。疫情刺激了客户向云的转变：部分原本侧重于本地部署的产业，会出于因监管、性价比等考虑维持现状，但同时也会加速采购云化产品，因而 VMware 将继续加强混合云、SaaS 产品的推进速度。VMware 混合云卡位优势明显：合作伙伴横跨 AWS、Azure、Google、阿里巴巴，相比其他替代方案成本更低，速度快 50%。

VMware 五大产品线将长期推进数字化转型，EUC 是当下关键。疫情期间，EUC 在金融、医疗、公共事业等细分行业得到发展，并带动本地软件授权收入 2% 增速。VDI 需求强劲，30 天试用期捕获不少新客户，预计将继续刺激新增 SaaS。短期内 EUC 是当下关键，但长期来看，VMware 依旧将靠五大支柱产品线（VMware Cloud Foundation、Tanzu、NSX、Workspace ONE 和 Carbon Black Cloud）推进数字化转型。

图 4：VMware 打造内生安全的云原生基础架构

VMware Delivers the Digital Foundation

Build, Run, Manage, Connect and Protect Any App on Any Cloud on Any Device



数据来源：VMwareQ1FY2021 投资者会议

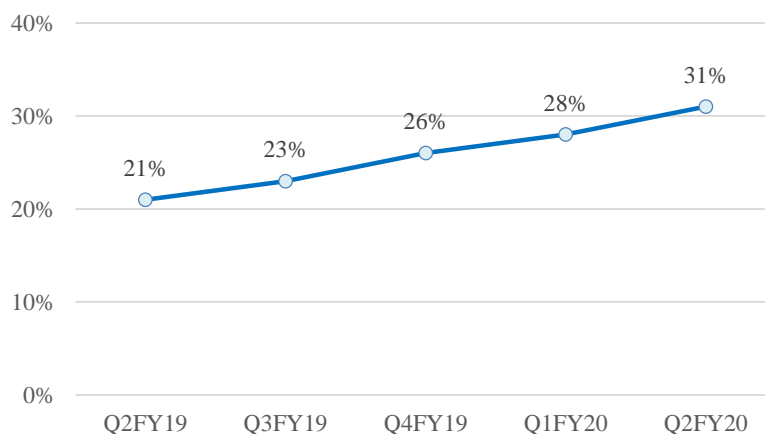
疫情期间 VMware 运转效率超预期，新一轮产品生命周期刚刚开始。公司如期发布了 NSX、vSAN、vRealize 新版本，这几乎是 10 年来各系产品的最大升级。

VMware 扩大合作收紧收购，未来将更关注性价比。FY2021Q1 VMware 和阿里云达成合作，发布了一些新的安全产品，包括 VMware Advanced Security for Cloud Foundation 这款产品能时为私有云和公有云提供统一网络安全。此外，不少通信服务商也表现出对 VMware Telco cloud 中虚拟化部署无线电接入网络（O-RAN）的兴趣。并购脚步也未因疫情停下。继 FY2020 收购 Carbon Black 和 Pivotal 后，宣布收购 Octarine，为运行在 Kubernetes 中的容器提供安全；未来公司将更关注收购性价比。

Nutanix 将继续基于订阅制加强与全球系统集成商合作。与 Wipro 合作推出了一款 EUC 和数据库服务解决方案，在 VDI 方面也表现良好，还包括面向 Splunk、NoSQL、Hadoop 等工作负载。此外，Nutanix 与

Capgemini, Arthos, HCL Infosys 合作也很紧密。Nutanix 有信心平稳渡过 FY2021, 即使需要再融资, 也将针对推动产品订阅制转型, 用以缩短平均合同期限, 而非关于维持公司日常开销。Nutanix 客户留存率高达 97%, 意味着可以以更低费用完成更高效的续订。

图 5: Nutanix 客户购买非核心 HCI 产品比例上升



数据来源: Nutanix Q2FY20 投资者会议, 国泰君安证券研究

Nutanix 关注产品差异性, 新品在路上。本地和云端的界限越发模糊, 客户也会根据数据主权、物理特性、长期性价比去权衡私有云与公有云, 因而 Nutanix 的产品也兼具了公有云的一些弹性特性, 比如自动伸缩等。比起率先与公有云合作的厂家, Nutanix 更注重产品差异性。未来 3-6 个月将有更多的产品发布。

Nutanix 致力于可持续的 EUC 增长, 未来市场空间巨大。EUC 已经在 Q3 驱动了亮眼的客户增长, 且 27% 的订单和 EUC 有关。很多 EUC 相关订单在 Q3 产生并完成, 这对 Q4 及 FY2021Q1 具有借鉴意义。据 Citrix 数据, 目前全球 5000 强等大型企业的 VDI 渗透率只有 30%, 中型企业市场同样也是一块大蛋糕。EUC 本身也在不停进化, 除了办公, 在医疗和教育也有一席之地。据 MarketsandMarkets 预测, 2023 年全球 EUC 市场规模将达到 111.7 亿美元。

3. 疫情仍然影响短期营收预期

外部环境错综复杂, 不确定性仍然影响各家营收预期。旅游娱乐业受疫情冲击最严重, SMB 市场比企业级市场冲击严重, 下游重构财务计划亦需要时间缓冲, 而亚太区情况在慢慢好转。

VMware 预计 FY2021Q2 的总收入为 28 亿美元, 软件授权、SaaS 和订阅制产品收入 13 亿美元, 营业利润率 28%, 现金流与业务基本保持一致。不会维持全年的区间指引, 但预计全年收入能保持中单位数增长; 若全球经济好转, 则或将在 FY2022 回复双位数增长。对公共事业、金融、通信三大客户行业保持乐观。

表 1: VMware 下季度及全财年指引

	Q2FY2021	
	数额 (亿美元)	同比增速
订阅、SaaS 及软件授权收入	13	7%
总收入	28	6%
经营利润率	28%	

数据来源: VMware Q1FY2021 投资者会议

受环境影响, Nutanix 无法给出 Q4 指引。但公司会进一步严格控制费用、招募、现金流等, 运营费用将控制在 3.75-4 亿美元。由于收入组成中, 仅有 10%可预测的订阅制业务将在 Q4 续订, Nutanix 将在 Q4 对 FY2021 做出指引。

4. 投资建议

超融合和混合云未来市场前景广阔。对标海外, 随着国内企业数字化转型不断推进, 传统三层数据中心架构越来越难支撑企业对于 IT 资源敏捷性、易用性的需求。客户对于超融合、混合云等的接受度不断提升, A 股超融合领域有望迎来快速发展, 推荐对应 A 股标的:深信服、紫光股份等。

表 2: 推荐标的盈利预测

股票名称	股价 (20200529)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
深信服	188.03	1.90	2.08	3.32	99	90	57	增持
紫光股份	38.27	0.90	1.07	1.35	43	36	28	增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

行业竞争加剧。随着海外巨头在国内市场渗透率不断提升, 行业存在竞争加剧、毛利率下滑的风险。

经济周期影响。由于下游客户行业分布广泛, 所以经济增速下滑会对行业增速造成负面影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		