

云 SaaS 龙头受益于云化趋势，云业务核心指标正复制海外巨头成长之路

中国 SaaS 龙头，云转型领军者

云业务产品从聚焦开始迈向多元。公司自 2013 年开始云转型，目前已经连续 2 年在企业级 SaaS 云服务市场占有率排名第一。当前公司云业务主要聚焦于核心产品金蝶云星空，该产品一直是公司云业务最重要的产品，2017 至 2018 年占云业务收入比重年基本保持在 70% 左右，其收入增长一直高于整体云业务增长，2018 年实现收入同比增长 53.8%（云业务收入同比增长 49.5%）。2018 年来公司云业务开始迈向多元发展，先后投资了云 CRM 独角兽纷享销客、推出面向大型客户平台金蝶云苍穹，产品线不断完善。

2011-2015 年公司营收情况经历了一波下行，在 2015 年后业务重回高速增长轨道，我们认为 ERP 业务回暖叠加云转型成功是最重要的两点原因。首先管理软件行业景气度回升使得公司 ERP 业务回暖，2015-2018 年 ERP 业务增长速度为-3.1%、9.0%、14.1%、13.9%；其次公司通过云转型带来增量收入，公司当前云业务的高速发展主要是来自新增客户的需求，并非老客户软件转云，具体体现在软件业务在明显高于行业增速的基础上，云业务在高速增长，2015-2018 年云业务收入增速分别为：80%、78%、67%、50%。总体来看公司自 2015 年后，业务重回高速增长轨道，2016-2018 年实现营业收入 19.3 亿元、23.7 亿元、28.8 亿元，同比增长 22%、23%、22%。

中国云 SaaS 龙头显著受益于云化趋势，增长空间巨大

内外两方面的因素共同驱动云计算落地，内部因素包括云服务的灵活性、成本节约和稳定性（安全性）。外部因素包括基础设施完善、新经济驱动、云 IT 的快速增长和政策驱动。

中国云计算加速追赶美国，SaaS 仍处于起步阶段。云计算起源于美国，中国云计算正处于加速追赶过程中。从时间上来看，中国云计算起步落后与美国约 5 年左右的时间；从规模上来看，中美云计算市场规模仍有 10 倍差距，IaaS 龙头收入仍有 8 倍差距，SaaS 龙头收入有 100 倍差距，其中 SaaS 领域差距最大。我们认为未来云计算市场结构逐渐从 IaaS 层传导到 SaaS 层，SaaS 公司将迎来更好发展机遇。

金蝶国际 (00268. HK)

维持

买入

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

香港证监会中央编号：BEM208

金戈

jinge@csc.com.cn

010-85159348

执业证书编号：S1440517110001

发布日期：2019 年 04 月 09 日

当前股价：8.93 港元

目标价格 6 个月：12.47 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.22/-7.77	30.56/14.32	-13.85/-9.88

12 月最高/最低价 (港元) 11.34/5.5

总股本 (万股) 330,597.49

流通 H 股 (万股) 330,597.49

总市值 (亿港元) 295.22

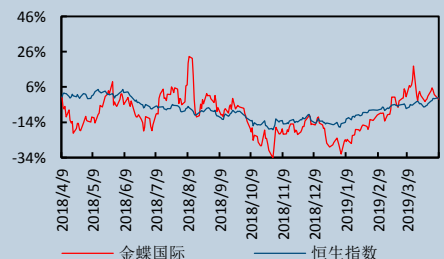
流通市值 (亿港元) 295.22

近 3 月日均成交量 (万) 2,701.6

主要股东

Easy Key Holdings Limited 23.59%

股价表现



相关研究报告

【中信建投 TMT】金蝶国际(0268):业绩增长符合预期，看好公司云 SaaS 未来发展
 19.03.13

云业务核心指标正在复制海外巨头成长之路

云转型初期依靠新增客户快速提升。公司云转型以来，收入高速增长，2018 年云业务收入是 2014 年的 8 倍，其主要原因是由于新增客户数量的快速增长，由于金蝶云星空一直是公司云业务收入的主要来源，故我们选取金蝶云星空客户数量作为标本，2018 年星空的客户数量为 9500 个，2015-2018 年金蝶云星空客户增长速度为 200%、150%、120%、70%，是云收入增长的主要原因。

当用户增长速度趋稳后，云计算公司未来增长动力来自 ARPU 值提升。以 Salesforces 为例，大客户营收占比不断提升使得 ARPU 值大幅增加，对应公司 2011 年至 2016 年间 ARPU 值由 2.2 万美元/年上升到了 5.6 万美元/年，增长了 154.5%。公司于 2018 年 8 月重磅推出面向大型客户提供 PaaS+SaaS 一体化的云平台金蝶云苍穹，ARPU 值超过百万，我们认为苍穹的推出将在 ARPU 这个维度复制 Salesforce 的大客户战略，随着苍穹 ARPU 值得提升将为公司云收入增长带来后续动力。

两大 SaaS 关键指标健康保证公司长期健康发展。两大指标判断 SaaS 公司模式长期可持续发展：1) 客户生命周期价值 (LTV)/获客成本 (CAC) 大于 3，保证公司在该 SaaS 模式下长期可实现盈利；2) 收回获客成本的时间小于 12 个月，保证公司在较短时间内可以盈利。根据我们测算公司 LTV/CAC 约为 6.6，收回获客成本的时间约为 14 个月，指标整体来看十分健康。

盈利预测与估值

我们预计 2019-2020 年公司实现收入为 35.3 亿元、43.8 亿元；实现净利润为 4.9 亿元、6.0 亿元。

当前国内主流云转型公司采用分部估值法：软件业务按照 PE 估值+云业务按照 PS 估值，我们认为该估值法在公司云转型初期较为合理，因为公司云业务收入增长主要来自新增客户并不影响传统软件的收入增长，两套业务能够较为独立发展。但是当公司进入云转型成熟期后分部估值法已经不再适用，因为云业务增长情况必然会影响软件业务的收入，“左右互搏”现象必然会出现。

我们认为金蝶国际当前已经进入云转型成熟期，未来云化趋势已经确立，预计 2020 年云收入占比将超过 50%。因此我们认为公司当前应当按照云转型成熟期来估值。采用海外公司阶段对标法，我们选取经历了完整云转型的公司 Adobe，与其处于云转型成熟阶段进行对标。

Adobe 于 2012 年提出云转型，根据订阅收入占总收入比重来看，2013 年及以前公司处于云转型初期阶段（订阅收入占比小于 30%）；2014-2016 年处于云转型成熟阶段（订阅收入占比 50%-80%）；2017 年以后处于云转型完成阶段（订阅收入占比大于 80%）。2020 年我们预计金蝶国际云业务收入为 22.2 亿元，占收入比重为 50.5%，云业务收入占比与 Adobe 云转型成熟期 2014 年订阅收入占比（50%）情况相当，2014 年 Adobe 的 PS 为 8.2 倍，因此我们按照 8 倍 PS 计算，公司对应市值为 352 亿（人民币），折合 412 亿港币，对应目标价为 12.47 港币，给予“买入”评级。

目录

一、中国 SaaS 龙头，云转型领军者	3
1.1 公司简介	3
1.2 软件业务产品丰富，云业务产品从聚焦开始迈向多元.....	3
1.3 软件业务回暖叠加云转型成功，公司业务重回快速增长轨道.....	5
管理软件行业景气度回升使得软件业务回暖。.....	6
云转型带来新增客户，为公司增长注入活力.....	8
二、中国云 SaaS 龙头显著受益于云化趋势，增长空间巨大.....	9
1.1 内外部因素共同驱使云化趋势加速发展.....	9
1.2 中国云计算加速追赶美国，SaaS 仍处于起步阶段.....	10
5 年落后时间	11
规模差距巨大	11
云市场结构逐渐从 IaaS 层传导到 SaaS 层	12
三、云业务核心指标正在复制海外巨头成长之路.....	12
3.1 云转型初期依靠新增客户快速提升，来未来增长动力来自 ARPU 值提升	13
3.2 推出金蝶云苍穹加码大客户市场，ARPU 值远期有望得到提升	14
以 CRM 起家的 Salesforce 为例，大客户营收占比不断提升使得 ARPU 值大幅增加：	14
3.3 两大 SaaS 关键指标健康保证公司长期健康发展.....	15
3.4 遭 Webb-site 做空迎来布局良机，各项经营指标良好.....	16
四、盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 估值	18

图表目录

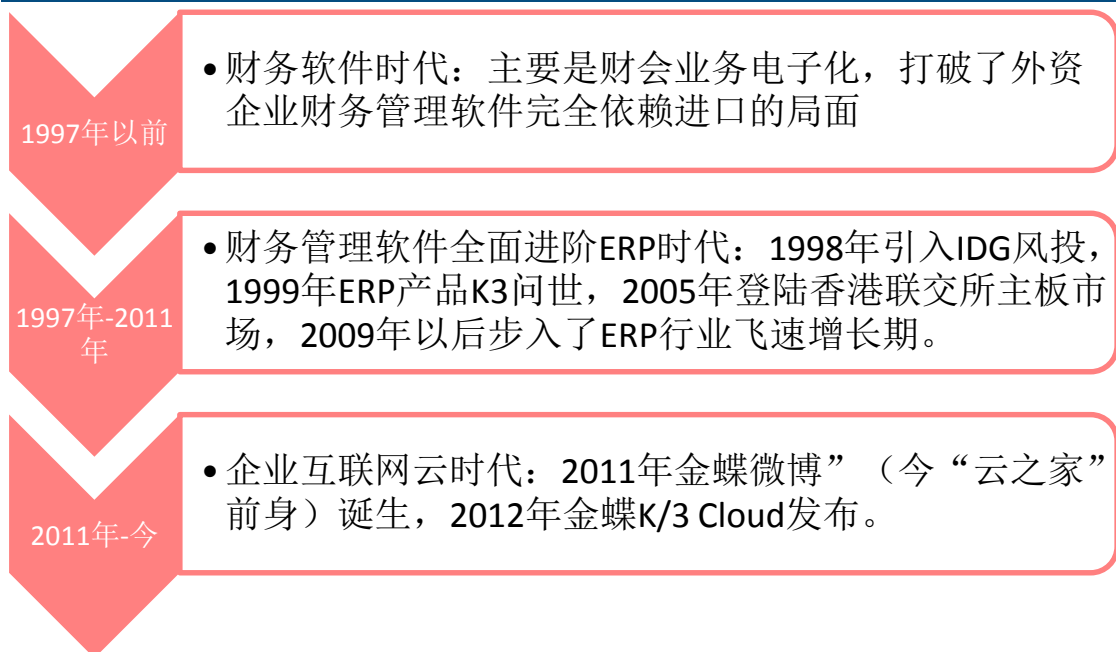
图表 1: 公司自成立以来经历了三个阶段	3
图表 2: 金蝶软件产品	4
图表 3: 金蝶云星空收入占比以增速情况	4
图表 4: 金蝶云星空主要功能及代表客户	4
图表 5: 此处录入标题	5
图表 6: 金蝶国际营收增速在 2016 年重回高速增长轨道.....	6
图表 7: 我国私营、非私营单位工资情况	7
图表 8: 公司 ERP 业务自 2015 年后明显好转（单位：万元）	8
图表 9: 云收入占比持续增高	8
图表 10: 金蝶、用友等软件业务增长情况	9
图表 11: 灵活性、成本节约和稳定性是企业上云的三大驱动因素.....	10
图表 12: 云计算的四大外部驱动因素	10
图表 13: 中国云计算落后美国约 5 年时间	11
图表 14: 中美云计算市场份额情况	12
图表 15: 中美 IaaS、SaaS 龙头收入对比	12
图表 16: 2017 年美国云计算市场结构	12
图表 17: 2017 年中云计算市场结构	12
图表 18: 金蝶云星空客户数量保持快速增长	13
图表 19: 金蝶云星空 ARPU 值小幅下降	13
图表 20: Adobe Creative Cloud 订阅人数增长情况	14
图表 21: ARPU 在客户增长趋于稳定时出现提升	14
图表 22: Salesforce 大客户数量快速上升	14
图表 23: 年付费 100 万美元以上的大客户营收占比提升	14
图表 24: Salesforce 采用大客户战略后 ARPU 值增长明显	15
图表 25: Salesforce 用户规模增长情况	15
图表 26: 星空与苍穹 ARPU 值对比	15
图表 27: LTV、CAC 以及比值测试	16
图表 28: 2017 年中国主流纯以软件收入为主的公司退税占比情况.....	17
图表 29: Adobe 历史 PS (TTM) 以及订阅占收入比例.....	18

一、中国 SaaS 龙头，云转型领军者

1.1 公司简介

公司成立于 1993 年，公司自成立以来主要经历了三个阶段发展历程：1) 1997 年以前的财务管理软件阶段；2) 1997 年至 2011 年的 ERP 产业转型阶段；3) 2011-今的企业软件云转型阶段。虽然历程不同，但是目标一直是为企业管理信息化提供服务，目前公司员工数量超过 8000 人，服务客户数 670 多万，连续 14 年稳居成长型企业应用软件市场占有率第一、更连续 2 年在企业级 SaaS 云服务市场占有率排名第一。

图表1： 公司自成立以来经历了三个阶段

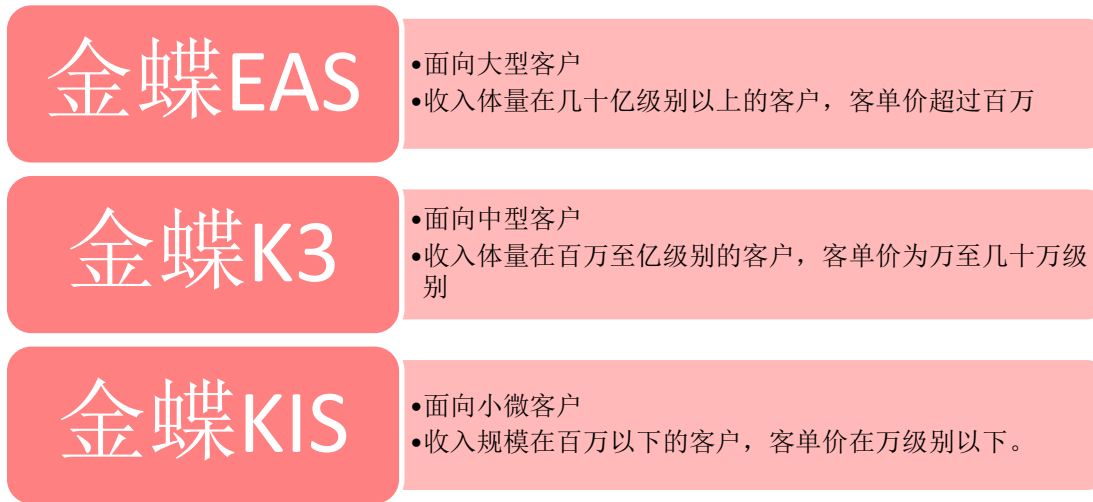


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

1.2 软件业务产品丰富，云业务产品从聚焦开始迈向多元

公司是国内软件厂商最早开启云转型的厂商之一，也是转型最成功的厂商之一。目前公司主要的软件产品主要有三种：面向大型客户的金蝶 EAS、面向中型客户的金蝶 K3、面向小微客户的金蝶 KIS。各类产品按照模块收费：EAS 主要面向收入体量在几十亿级别以上的客户，客单价超过百万；K3 主要面向收入体量在百万至亿级别的客户，客单价为万至几十万级别；KIS 主要面向收入规模在百万以下的客户，客单价在万级别以下。

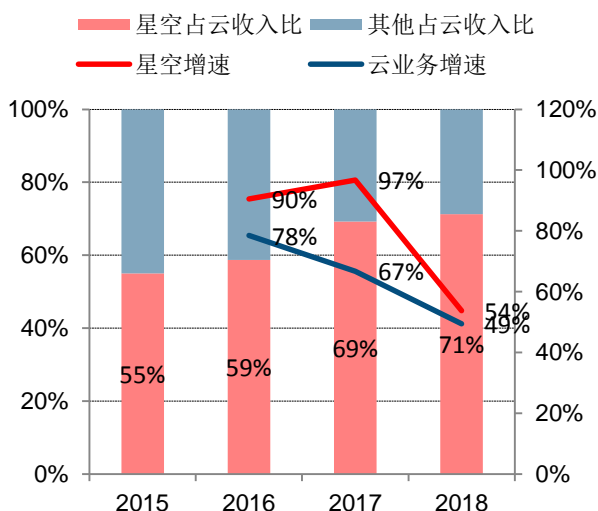
图表2：金蝶软件产品



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

作为中国云转型的引领者，公司云业务产品从聚焦开始迈向多元。当前公司云业务主要聚焦于核心产品金蝶云星空，该产品一直是公司云业务最重要的产品，2017至2018占云业务收入比重基本保持在70%左右，其收入增长一直高于整体云业务增长，2018年实现收入同比增长53.8%（云业务收入同比增长49.5%）。金蝶云星空主要面向中大型、成长型企业提供解决方案，主要的方案有：财务云、供应链云、制造云、渠道云、餐饮云、PLM云等，代表客户有华为、腾讯、三星、OPPO等超级巨头公司，凭借该产品公司一直保持中国SaaS企业市占率第一名的位置。

图表3：金蝶云星空收入占比以增速情况



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

图表4：金蝶云星空主要功能及代表客户



资料来源：公司官网中信建投证券研究发展部

2018年以来，公司云业务开始多元布局。2018年初投资5000万美金参股了纷享销客，新增云CRM产品；2018年8月推出了金蝶云苍穹，开启PaaS平台云生态之旅。至此公司云业务产品有：金蝶云苍穹、金蝶云星

空、精斗云、云之家、管易云、纷享销客。

图表5： 此处录入标题

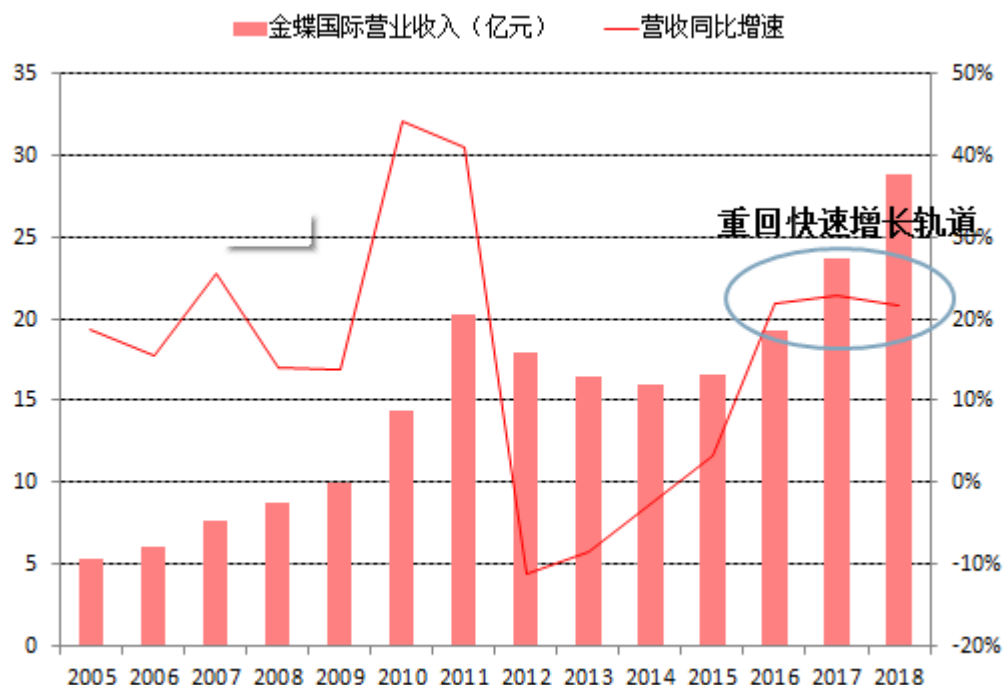
苍穹	<ul style="list-style-type: none"> 自主可控和基于云原生架构的企业级云服务平台，涵盖PaaS和SaaS服务，2018年8月推出，推出半年左右时间合同金额达3980万，签约客户有华为、建发、中石油国际、西王、温氏等大型公司。
星空	<ul style="list-style-type: none"> 云ERP面向成长型企业，累计客户数大9500，客户续费率达95%，2018年签约三星、大族激光、网易等知名成长型公司。
精斗云	<ul style="list-style-type: none"> 面向小微企业云产品，2018年收入同比增长105%，陆续推出云会计、云管家、进销存等微信小程序，年内APP安装量超过10万。
云之家	<ul style="list-style-type: none"> 智能协同办公云，连续三年在大中型企业市占率第一，目前大型企业付费客户数量超过7000家，年内新签约客户有：安踏、湖南盐业集团、深圳宝安国资委、温氏股份、立白集团等。
管易云	<ul style="list-style-type: none"> 电商云ERP，为电商企业构建完整新零售闭环的云服务，代表客户有：欧普照明、百诚网络、富士康、伊利等。
纷享销客	<ul style="list-style-type: none"> 云CRM提供商，累计服务科大讯飞、今麦郎、正大种业、腾达科技、美年大健康等60多万家企业客户，涉及快消、农牧、电气/机械/设备制造、医疗医药、家居建材、互联网软件等各个行业领域

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

1.3 软件业务回暖叠加云转型成功，公司业务重回快速增长轨道

目前我国企业级信息化服务主要参与者有 SAP、Oracle、用友、金蝶、浪潮、鼎捷等公司。整体来看行业在 2011 年以前我国管理软件行业规模处于高速增长阶段，进入 2011 年后，随着企业信息化达到一定水平，管理软件的渗透变得困难，2011-2015 年间经历了一轮增长率的下行，公司营收出现负增长情况。但是 2015 年后，公司业务重回高速增长轨道，2016-2018 年实现营业收入 19.3 亿元、23.7 亿元、28.8 亿元，同比增长 22%、23%、22%。

图表6：金蝶国际营收增速在 2016 年重回高速增长轨道



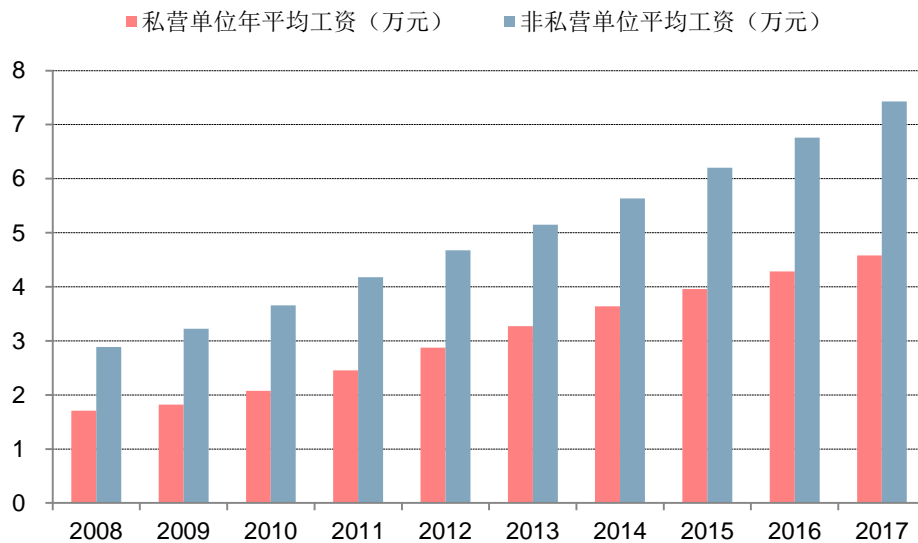
资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

管理软件行业景气度回升使得软件业务回暖。

我们认为管理软件景气度回升主要原因有两点：1) 由于人力成本不断攀升使得企业通过加大信息化建设来提高效率，节省成本；2) 政府对企业信息化建设政策支持力度加大。

首先人力成本上升带来的替代效应将刺激对 ERP 软件的需求。近年来，我国企业承担的人均工资成本不断攀升，2017 年我国私营企业、非私营企业承担的工资成本分别为 2008 年的 2.7 倍、2.6 倍。随着人力成本的上升，企业会加大信息化支出以替代人工管理，为 ERP 增长提供支持。

图表7：我国私营、非私营单位工资情况



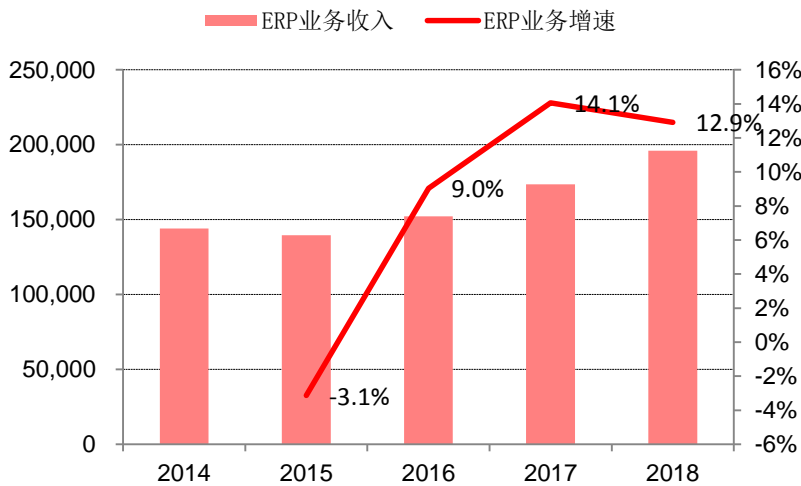
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

其次，政府对企业信息化建设政策支持力度不断加大。围绕中国制造 2025、“互联网+”、创新驱动等国家战略，国家近年来对企业信息化的关注度不断走强。2017 年 1 月工信部发布《关于进一步推进中小企业信息化的指导意见》，指导意见明确指出将通过研发费用加计扣除政策、专项资金扶持、信息化支出融资担保等形式加大对中小企业信息化服务的支持力度。以此为背景，符合资质的中小企业开展 ERP 等信息化建设项目通常可以获得当地政府的补贴，具体的政策支持力度则因当地情况而异。

例如，深圳市中小企业服务署设有对当地民营及中小企业企业信息化建设的资助计划，信息化建设项目包括 ERP、CRM、OA 等。政策指出对总投资额在 50 万元以上、400 万元以下的信息化项目，按实际发生的总投资额给予不超过 30% 的补贴，且最高补贴额不超过 75 万元。

表现在公司 ERP 业务收入上来看，自 2015-2018 年收入增速基本保持上升态势，分别为：-3.1%、9.0%、14.1%、12.9%。

图8：公司 ERP 业务自 2015 年后明显好转（单位：万元）

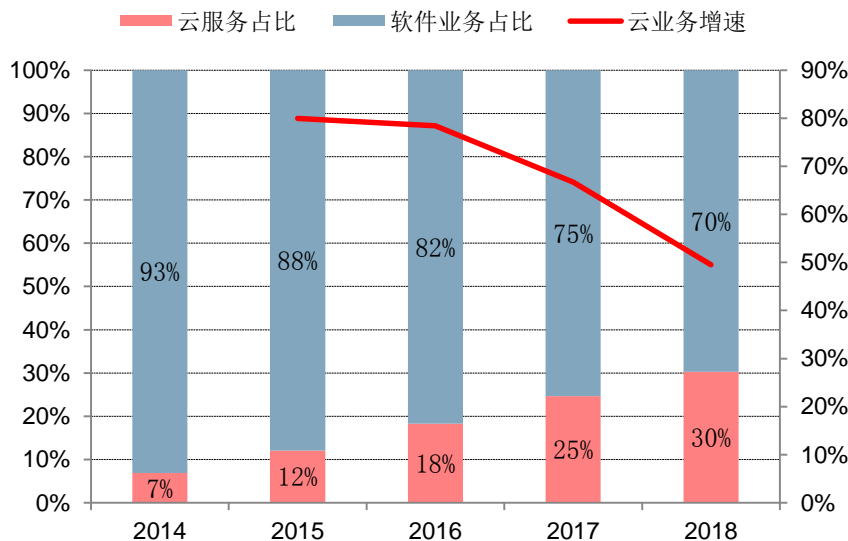


资料来源：中国产业信息网，中信建投证券研究发展部

云转型带来新增客户，为公司增长注入活力

公司自 2014 年云业务收入过亿后，每年持续高速增长，2015-2018 年增速分别为 80%、78%、67%、50%，云业务收入占比逐渐增大。2018 年公司实现软件收入 19.6 亿元，云业务收入 8.5 亿元，云业务收入占比达到 30%。

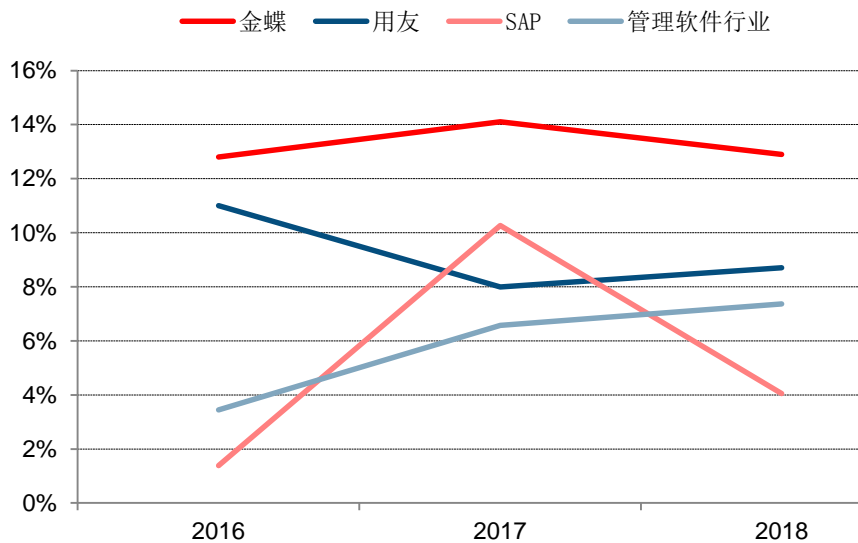
图9：云收入占比持续增高



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

我们认为公司当前云业务的高速发展主要是来自新增客户的需求，并非老客户软件转云，具体体现在软件业务在明显高于行业增速的基础上，云业务在高速增长。我们将公司软件收入增速与管理软件行业增速、用友网络软件收入、SAP 亚太（除日本）区收入进行比较，2016-2018 年公司软件收入一直处于可比范围内最快水平，分别达到 12.8%、14.1%、12.8%，因为我们认为公司云业务的快速发展并非“左右互搏”。

图表10：金蝶、用友等软件业务增长情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

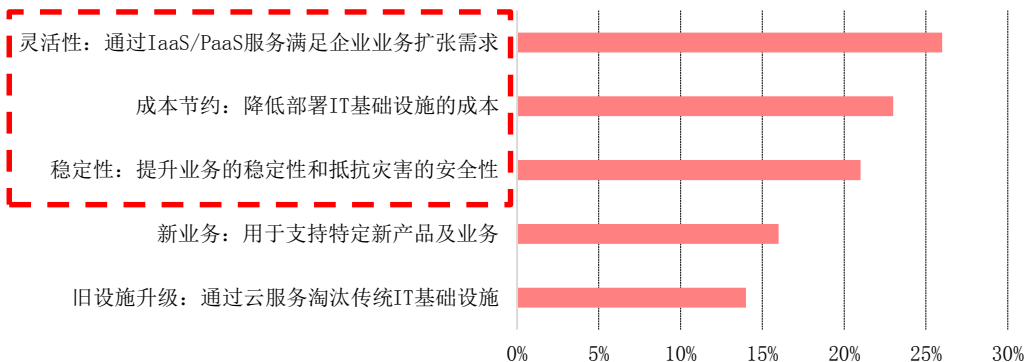
二、中国云 SaaS 龙头显著受益于云化趋势，增长空间巨大

1.1 内外部因素共同驱使云化趋势加速发展

内外两方面的因素共同驱动云计算落地，内部因素包括云服务的灵活性、成本节约和稳定性（安全性）。外部因素包括基础设施完善、新经济驱动、云 IT 的快速增长和政策驱动。

内部因素来看，云服务落地的内部驱动因素来自云服务本身的特性，云服务的灵活性、成本节约、稳定性（安全性）是首要三大因素。在 IDC 的混合云市场调研中发现，26%的受访企业认为灵活性是他们考虑上云的主要驱动因素，23%的受访企业认为降低 IT 基础设施成本是重要的驱动因素，同时还有 21%的企业认为云计算能够帮助其提升业务的稳定性和安全性。

图表11： 灵活性、成本节约和稳定性是企业上云的三大驱动因素

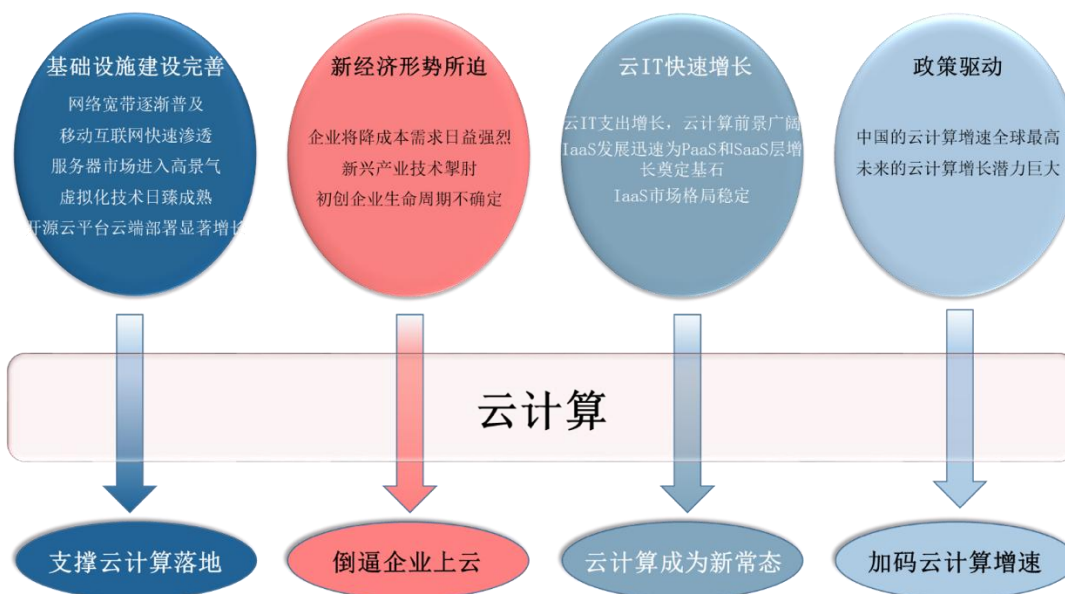


资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

除了云服务本身特性之外，以基础设施完善为前提的四大外部驱动因素为云服务的落地完善了外部条件。四大外部驱动因素分别为基础设施完善、新经济驱动、云IT的快速增长和政策驱动。

具体来说，底层基础设施建设逐步完善为云计算概念落地提供了硬件基础；新经济形势下，现存企业为了提高盈利水平，新兴企业为了摆脱技术限制，初创企业为增加存活筹码，纷纷选择上云；全球云IT支出逐年增长，IaaS等云IT的发展为SaaS和PaaS层奠定了良好基石；最后，各项直接刺激云计算落地发展的政策相继出台，为云计算提供了良好环境。

图表12： 云计算的四大外部驱动因素



资料来源：公开渠道信息整理，中信建投证券研究发展部

1.2 中国云计算加速追赶美国，SaaS 仍处于起步阶段

云计算起源于美国，中国云计算正处于加速追赶过程中。从时间上来看，中国云计算起步落后与美国约 5

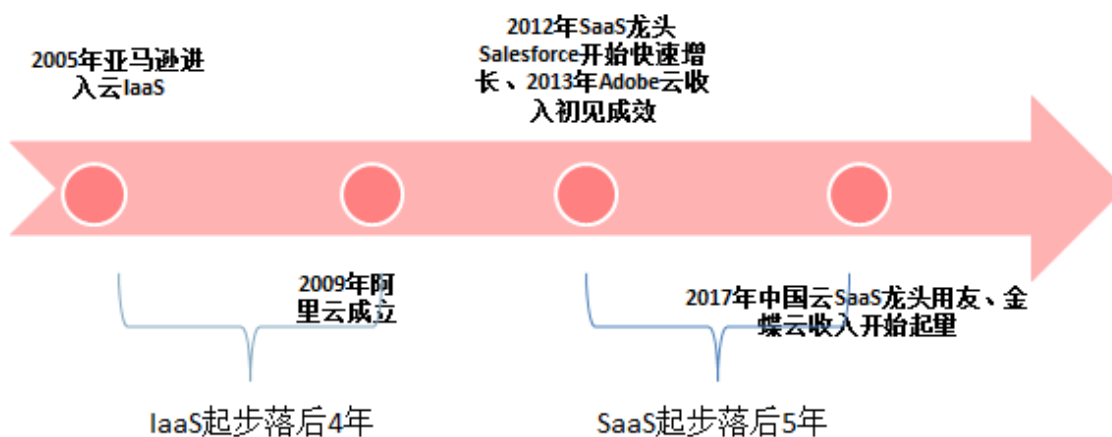
年左右的时间；从规模上来看，中美云计算市场规模仍有 10 倍差距，IaaS 龙头收入仍有 8 倍差距，SaaS 龙头收入有 100 倍差距，其中 SaaS 领域差距最大。我们认为未来云计算市场结构逐渐从 IaaS 层传导到 SaaS 层，SaaS 公司将迎来更好发展机遇。

5 年落后时间

云计算根据服务层级分为 IaaS、PaaS、SaaS。IaaS 是云计算发展的基础设施层，因此发展最早，海外云计算龙头亚马逊于 2005 年开始涉足云 IaaS，2006 年推出第一个云存储服务；而我国云计算龙头阿里在 2009 年创办阿里云，落后美国 4 年时间。

随着基础设施的成熟，美国 SaaS 在 2012 年左右开始了快速增长，例如：云 SaaS 龙头收入增速自 2012 年开始进入了加速增长期，2012-2015 年收入增速同比增长 37%、35%、33%、32%，传统软件巨头 Adobe 于 2013 年开启了云转型之路；而我国云 SaaS 龙头用友、金蝶云收入在 2017 年才有较大体量，整理来看落户美国约 5 年时间。

图表13：中国云计算落后美国约 5 年时间

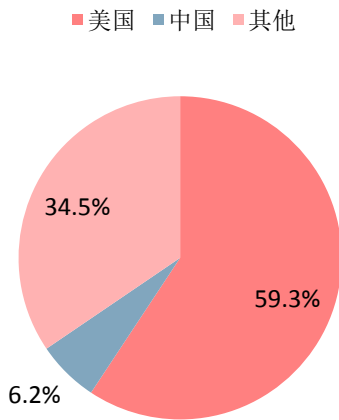


资料来源：中信建投证券研究发展部

规模差距巨大

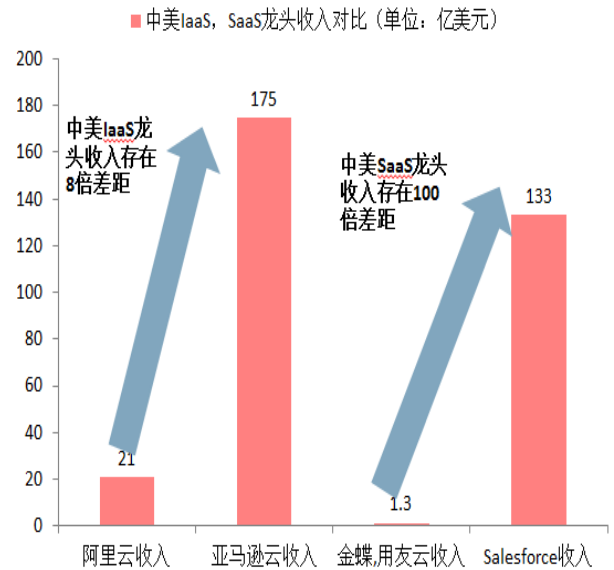
根据 Gartner，2017 年美国云计算市场占据全球 59.3% 的市场份额，中国占据 6.2% 的市场份额，中美之间云计算整体市场规模存在约 10 倍的差距。细分来看，美国云 IaaS 龙头亚马逊 2017 年云收入为 175 亿美金，而中国云 IaaS 龙头阿里 2018 年云收入为 21 亿美金，中美 IaaS 巨头差距约 8 倍；云 SaaS 龙头 Salesforce 2018 年收入为 133 亿美金，而中国云 SaaS 龙头金蝶、用友 2018 年收入规模约为 1.3 亿美金，收入体量上存在约 100 倍的差距。

图表14：中美云计算市场份额情况



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

图表15：中美 IaaS、SaaS 龙头收入对比

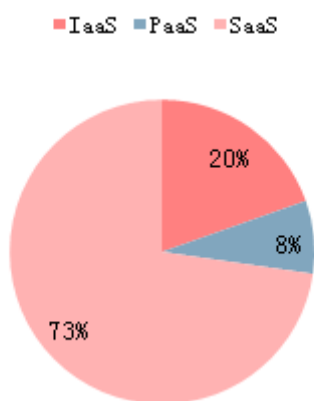


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

云市场结构逐渐从 IaaS 层传导到 SaaS 层

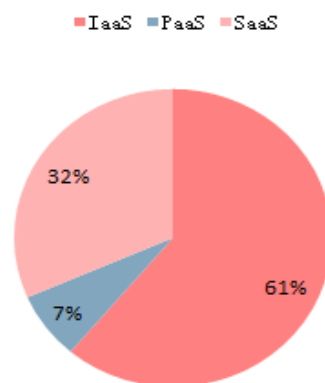
全球 2017 年 IaaS、PaaS、SaaS 三类业务三种业务分别占比 20%、8%、73%。国内公有云三种业务占比则为 61%、7%、32%，私有云硬件服务的占比则更高，达到 72%。相对成熟的海外市场比较，我国的 PaaS、SaaS 占比总体云计算市场还有明显差距，我国云计算主战场仍然处于基础设施层阶段，我们认为未来随着技术、应用场景以及市场的需求我国云计算主战场重心将逐渐向 PaaS 和 SaaS 层偏移。

图表16：2017 年美国云计算市场结构



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

图表17：2017 年中云计算市场结构



资料来源：IDC，中信建投证券研究发展部

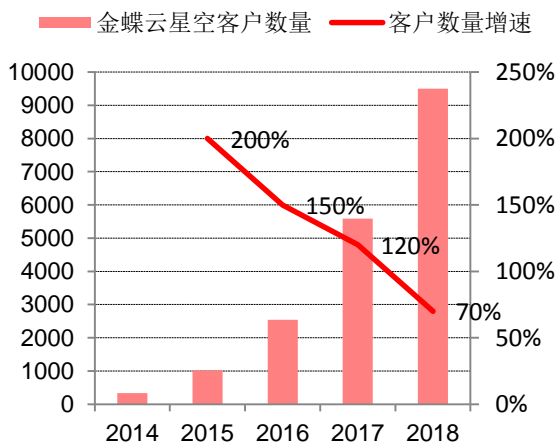
三、云业务核心指标正在复制海外巨头成长之路

3.1 云转型初期依靠新增客户快速提升，来未来增长动力来自 ARPU 值提升

目前，云转型已经全面拉开序幕，表现为传统软件云化、传统企业上云和新进企业上云。背后有两个方面的原因：一方面，传统软件在交付方式、定制化特性和未来延展性上都缺少灵活性，客户覆盖面有限，目前其渗透率逐渐到达瓶颈。另一方面，云化软件提供更为多样的交付方式、丰富的产品组合及更有想象空间的未来延展性，提升了客群覆盖面积和客户支付意愿，从而实现增量和 ARPU 值的双重提升。当前公司云业务增长依靠客户数量的快速提升，我们认为未来将依靠 ARPU 值的提升来保持增长。

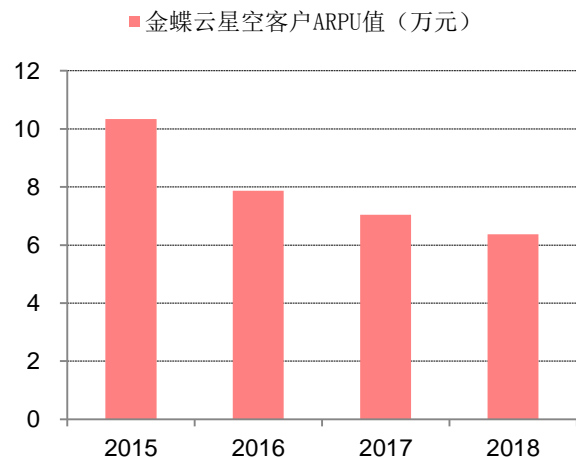
公司云转型以来，收入高速增长，2018 年云业务收入是 2014 年的 8 倍，其主要原因是由于新增客户数量的快速增长，由于金蝶云星空一直是公司云业务收入的主要来源，故我们选取金蝶云星空客户数量作为标本，2018 年星空的客户数量为 9500 个，2015-2018 年金蝶云星空客户增长速度为 200%、150%、120%、70%，是云收入增长的主要原因。但我们注意到客户数量的快速增长的同时，ARPU 值却在下降，2015-2018 年的 ARPU 值分别为：10.3 万元、7.9 万元、7.0 万元、6.4 万元。

图表18：金蝶云星空客户数量保持快速增长



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

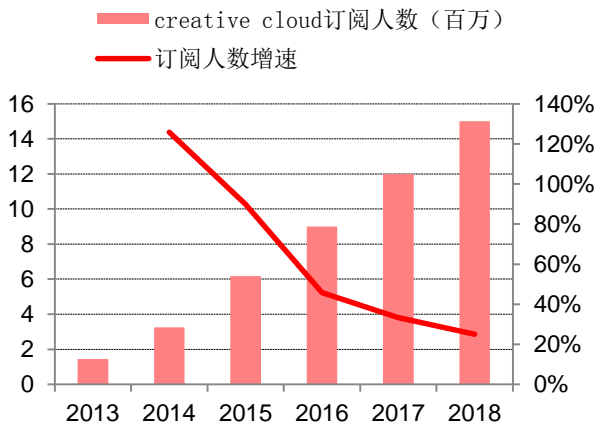
图表19：金蝶云星空 ARPU 值小幅下降



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

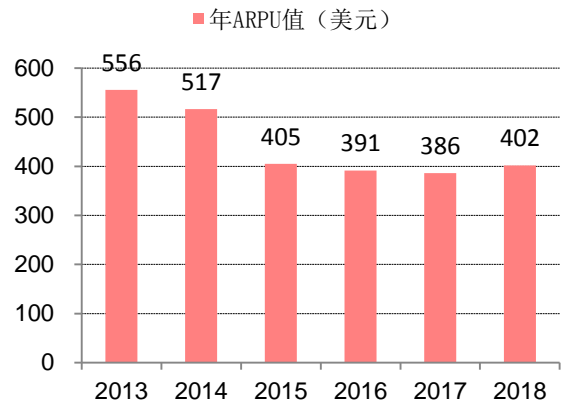
我们认为云转型初期 ARPU 值下降属于正常现象，海外公司在客户数量高速增长的情况下都经历了 ARPU 的下降，但随着客户数量增长趋于稳定，ARPU 值的增长为海外云计算公司带来第二动力。以云转型典范 Adobe 为例：Adobe 于 2013 年开始云转型，转型之初 Creative Cloud 订阅客户数量高速增长，2017 年订阅客户数达到 1200 万，2014-2017 年订阅客户增速为：126%、90%、46%、33%，ARPU 值由 517 美元下降到了 386 美元，但是随着客户数量增速趋于稳步增长，ARPU 值开始回升，2018 年 ARPU 值首次实现同比提升，达到 402 美元。

图表20: Adobe Creative Cloud 订阅人数增长情况



资料来源: Adobe 财报, 中信建投证券研究发展部

图表21: ARPU 在客户增长趋于稳定时出现提升



资料来源: 中信建投证券研究发展部

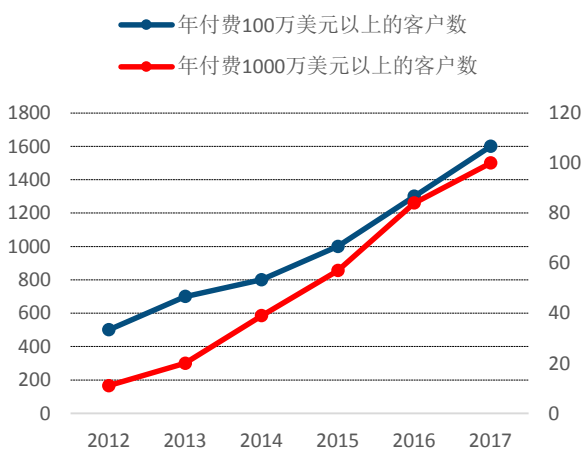
3.2 推出金蝶云苍穹加码大客户市场, ARPU 值远期有望得到提升

云化时代的另一个推动维度是 ARPU 值提升。ARPU 值提升背后的原因其实是软件使用价值的提升, CRM、ERP、企业财税等管理类软件对应的管理需求极大, 这些软件云化之后将相应地具有更大的 ARPU 值提升空间, 海外经验表明抓住大客户市场可以带来 ARPU 值提升。

以 CRM 起家的 Salesforce 为例, 大客户营收占比不断提升使得 ARPU 值大幅增加:

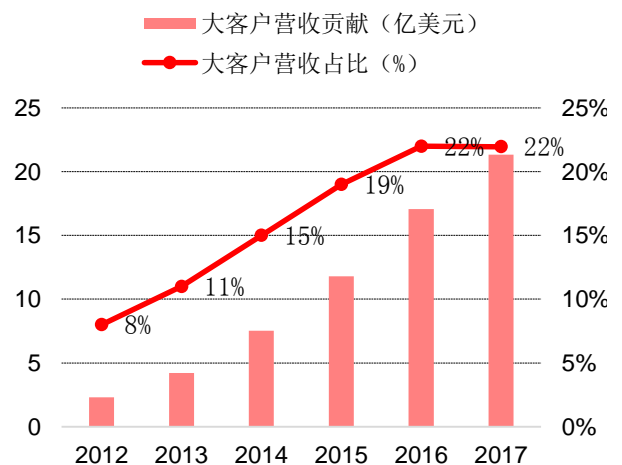
公司于 2011 年开始采取大客户战略向大客户提供高价值的复杂云服务, 通过 ARPU 值提升支撑收入增长。2012 年至 2017 年, 年付费 1000 万美元以上的客户数由 11 家提升到了 100 家, 增长 809%, 使得大客户营收占比不断提升, 从 2012 年营收占比 8% 提升至 2017 年 22%。

图表22: Salesforce 大客户数量快速上升



资料来源: Salesforce, 中信建投证券研究发展部

图表23: 年付费 100 万美元以上的大客户营收占比提升

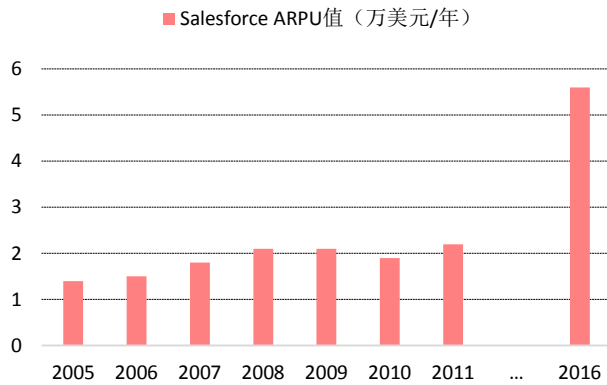


资料来源: Salesforce, 中信建投证券研究发展部

对应公司 2011 年至 2016 年间 ARPU 值由 2.2 万美元/年上升到了 5.6 万美元/年, 增长了 154.5%。在 ARPU

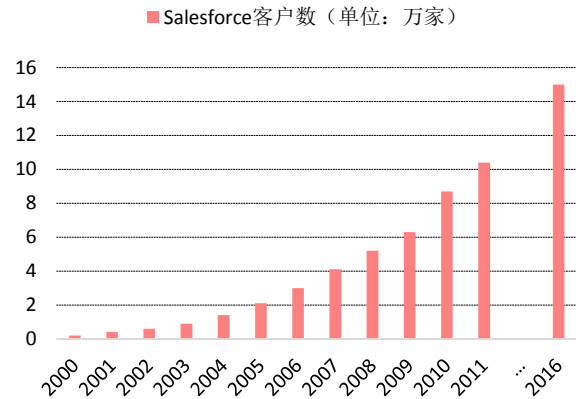
值提升的同时，用户数量由 10.4 万提升到了 15 万，增长了 44.2%。对比同期 154.5%增幅的 ARPU 值，可以发现大客户收入占比提高是公司 ARPU 提升的关键。

图表24: Salesforce 采用大客户战略后 ARPU 值增长明显



资料来源: Salesforce, 中信建投证券研究发展部

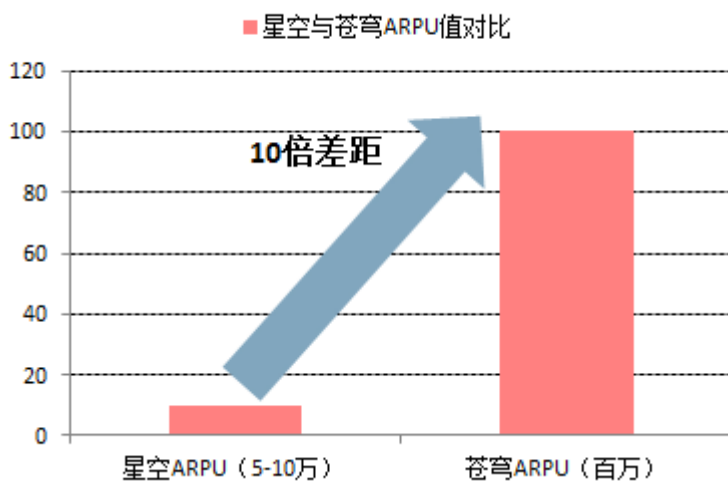
图表25: Salesforce 用户规模增长情况



资料来源: Salesforce, 中信建投证券研究发展部

公司于 2018 年 8 月重磅推出金蝶云苍穹，该产品是面向大型客户提供 PaaS+SaaS 一体化的云平台。目前签订合同额 3980 万，确认收入 700 万，签约客户有华为、中石油、建发等巨型客户，ARPU 值超过百万，是金蝶云星空的约 10 倍。从金蝶云到苍穹我们可以看到公司的客户类型从中型客户迈入到巨型客户，说明了企业对云化的认可。我们认为苍穹的推出将在 ARPU 这个维度复制 Salesforce 的大客户战略，随着苍穹的收入体量占比增加，未来 ARPU 将企稳回升，为公司云收入增长带来后续动力。

图表26: 星空与苍穹 ARPU 值对比



资料来源: 中信建投证券研究发展部

3.3 两大 SaaS 关键指标健康保证公司长期健康发展

两大指标判断 SaaS 公司模式长期可持续发展: 1) 客户生命周期价值 (LTV) / 获客成本 (CAC) 大于 3,

保证公司在该 SaaS 模式下长期可实现盈利；2) 收回获客成本的时间小于 12 个月，保证公司在较短时间内可以盈利。根据我们测算公司 LTV/CAC 约为 6.6，收回获客成本的时间约为 14 个月，指标整体来看十分健康。具体测算方法如下：

首先客户生命周期价值 (LTV) 代表单个客户在其整个生命周期中对公司产生的收入总值。由于金蝶云星空占公司绝大部分云业务收入 (无论是公有云还是私有云都是每年收取费用)，因此我们以星空为例测算。根据定义， $LTV = \text{客单价} \times \text{该客户的生命周期}$ ，我们已知 2018 年星空的客单价为 6.4 万 (图 19)，在客户数量高速增长阶段，客单价会进一步下降，加至考虑到未来现金折现，因此保守给予客单价为 5 万，根据星空 90% 以上的续费率计算得到 LTV 值为 50 万。

我们继续以星空为例计算公司获客成本，计算公式为：星空的销售费用/当期新增客户数。由于公司软件以及云的销售为一体化，因此我们按照星空的收入占比计算其云业务的销售费用，带入公式得出 $CAC = 7.6$ 万元/客户。因此公司 LTV/CAC 约为 6.6，收回获客成本的时间约为 14 个月。

图表27： LTV、CAC 以及比值测试

星空2018年客单价	实际计算客单价	星空续费率
6.4万	5万	90%
LTV=实际计算客单价×云产品生命周期=5万/(1-90%)=50万		
星空收入占比	销售费用 (亿)	客户增加数量
20%	14.9	3911
CAC = 销售费用/客户增加数量 = 14.9/3911 = 7.6万		
收回获客成本时间 = CAC/客单价 = 7.6/6.4 = 1.2年 = 14个月		
LTV:CAC = 50万/7.6万 = 6.6		

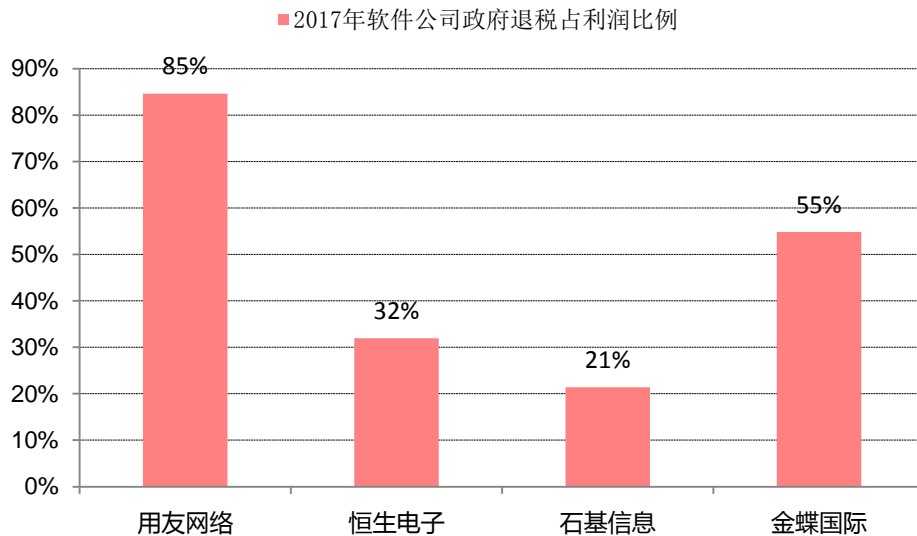
资料来源：中信建投证券研究发展部

3.4 遭 Webb-site 做空迎来布局良机，各项经营指标良好

Webb-site 发布了金蝶做空报告，其核心内容有三点：1) 公司利润主要来自政府退税，并非正常经营利润；2) 关联贷款激增且未披露；3) 涉嫌对子公司利益输送。我们认为公司经营一切正常，遭遇错杀迎来布局良机。

针对第一点：中国软件企业享受政府退税政策是国家针对软件企业不能享受增值税退税给予的特殊政策，属于可持续性退税政策，中国软件企业享受的退税额度与净利润的比值普遍很高，属于行业政策显现。我们选取国内主流纯以软件收入为主的企业来看，2017 年用友网络、恒生电子、石基信息、金蝶国际政府退税占利润比例分别为：85%、32%、21%、55%。我们可以看到占比基本都比较高，公司由于处于云转型期，云业务亏损影响总体利润导致该比例高于恒生电子、石基信息。

图表28： 2017年中国主流纯以软件收入为主的公司退税占比情况



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

针对第二点：质疑公司 2018 年下半年关联方贷款激增，存在对子公司利益输送。关联方贷款主要用于青岛软件园建设，土地价格为 6.4 亿元，购买土地主体为青岛鑫润，公司当时持有青岛鑫润 80% 股权，按照对应股权比例，公司向青岛鑫润给予 5.9 亿贷款。

针对第三点：质疑云之家回购存在对大股东利益输送。公司于 2016 年将云之家剥离体外，变为其参股公司，2019 年 3 月公告拟收购云之家 52% 的股权，但随后 4 月份又发布停止对云之家的收购。我们认为是否对云之家的收购都在合理范围内，首先如果进行收购，云之家的收购估值仅为 9754 万元，对应 19 年 PS 仅 1.2 倍，大幅低于 SaaS 公司正常 PS 倍数；其次，终止收购我们认为主要是考虑到云之家仍处于亏损阶段，还未成熟，当前时点收购仍然影响上市公司利润。

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

盈利预测假设：

- 1) 我们预计云业务收入 2019-2020 年依旧保持强劲增长。其中金蝶云星空依旧保持高速增长，预计 2019-2020 年同比增长 70%、60%，金蝶云苍穹 2019-2020 年实现收入 0.5 亿元、1.3 亿元，加总其他云业务，预计 2019-2020 年云业务收入为 14.1 亿元、22.0 亿元，同比增长 66%、56%。
- 2) 公司在云转型初期云业务以获取新增客户为主保证收入快速增长，随着公司开启中大型客户战略，我们认为未来会存在部分软件客户转云的情况，因此我们预计 2019-2020 年公司 ERP 业务收入增速将有所下降（2018 年增速为 13%），预计 ERP 业务收入为 21.2 亿元、21.8 亿元，同比增长 8%、3%。
- 3) 虽然高毛利的云业务占比提升，但是未来云业务偏定制化的业务占比将会增加，因此我们预计

2019-2020 年公司整体毛利率为 81.5%、81.5%保持稳定水平。

综上假设，我们预计 2019-2020 年公司实现收入为 35.3 亿元、43.8 亿元；实现净利润为 4.9 亿元、6.0 亿元。

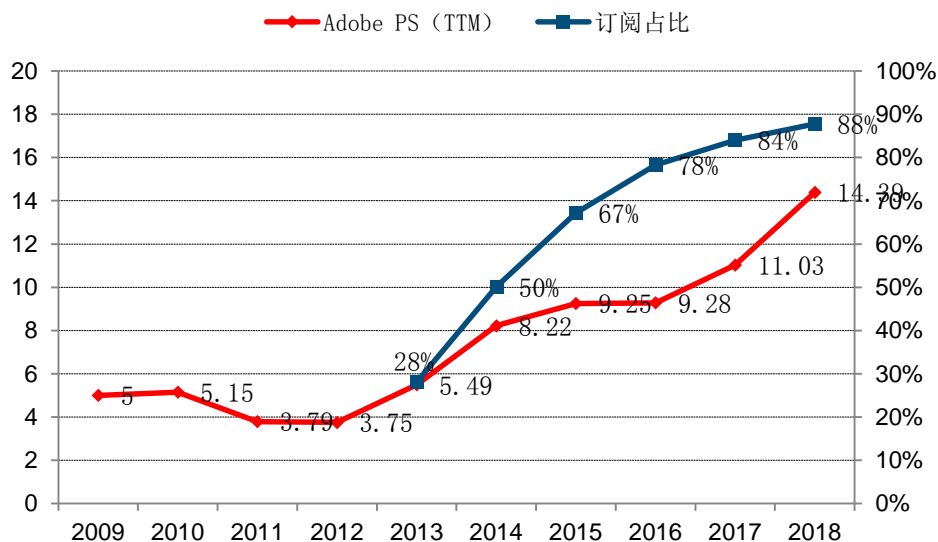
4.2 估值

当前国内主流云转型公司采用分部估值法：软件业务按照 PE 估值+云业务按照 PS 估值，我们认为该估值法在公司云转型初期较为合理，因为公司云业务收入增长主要来自新增客户并不影响传统软件的收入增长，两套业务能够较为独立发展。但是当公司进入云转型成熟期后分部估值法已经不再适用，因为云业务增长情况必然会影响软件业务的收入，“左右互搏”现象必然会出现。

我们认为金蝶国际当前已经进入云转型成熟期，未来云化趋势已经确立，预计 2020 年云收入占比将超过 50%。因此我们认为公司当前应当按照云转型成熟期来估值。采用海外公司阶段对标法，我们选取经历了完整云转型的公司 Adobe，与其处于云转型成熟阶段进行对标。

Adobe 于 2012 年提出云转型，根据订阅收入占总收入比重来看，2013 年及以前公司处于云转型初期阶段（订阅收入占比小于 30%）；2014-2016 年处于云转型成熟阶段（订阅收入占比 50%-80%）；2017 年以后处于云转型完成阶段（订阅收入占比大于 80%）。2020 年我们预计金蝶国际云业务收入为 22.2 亿元，占收入比重为 50.3%，云业务收入占比与 Adobe 云转型成熟期 2014 年订阅收入占比（50%）情况相当，2014 年 Adobe 的 PS 为 8.2 倍，因此我们按照 8 倍 PS 计算，公司对应市值为 352 亿（人民币），折合 412 亿港币，对应目标价为 12.47 港币，给予“买入”评级。

图表29： Adobe 历史 PS（TTM）以及订阅占收入比例



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

分析师介绍

武超则：中信建投证券研究发展部行政负责人，董事总经理，TMT 行业首席分析师，专注于 TMT 行业研究，包括云计算、在线教育、物联网等。2013-2017 年连续五年《新财富》通信行业最佳分析师评选第一名。2018 年保险业 IAMAC 最受欢迎卖方分析师通信行业第一名，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名。

金戈：计算机行业分析师，帝国理工学院工科硕士。2017 年加入中信建投计算机团队，擅长人工智能、云计算、金融科技等领域。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859