

金蝶国际(00268.HK) 买入 (首次评级)
港股公司深度研究

 市价(港币): 7.490 元
 目标(港币): 9.40-9.40 元

三力驱动, 云领未来
市场数据(港币)

 流通港股(百万股) 3,296.92
 总市值(百万元) 24,232.39
 年内股价最高最低(元) 11.100/3.810
 香港恒生指数 25792.87


股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-33.18	-4.55	54.74
相对香港恒生	-25.51	12.58	66.35

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	2303	2767	3438	4462
同比增长	23.7%	20.1%	24.3%	29.8%
母公司股东溢利(百万)	310	372	451	581
同比增长	12.0%	15.1%	21.1%	29.0%
毛利率	81.5%	81.8%	82.1%	82.8%
净利润率	14.0%	13.5%	13.1%	13.0%
每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18
每股经营现金流	0.25	0.32	0.33	0.34
市盈率(倍)	67.36	56.98	47.07	36.49

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

基本结论

- 软件行业正处于从传统向 SaaS 升级的发展阶段, 金蝶将延续领先优势, 2020 年中国市场占有率有望超 10%。SaaS 行业的盈利本质体现在高客户粘性带来的长期业绩激活, 商业模式的变化拓展长尾客户及数据价值, 提升行业市场空间。IDC 预测, 到 2022 年我国 SaaS 市场规模有望超 58 亿美元。根据我们构建的 SaaS 企业竞争三力模型分析, 金蝶依托在产品力、运营力及生态力上的优势, 在 SaaS 时代将延续领先地位。预计至 2020 年, 公司云业务占收比达 52%, SaaS 市占率有望超过 10%, 云将成为公司未来主要成长动能。
- 金蝶具备领先的产品力及运营力, 持续完善生态体系, 是国内最有希望成长为千亿级生态型 SaaS 企业的厂商之一。从定性的角度看, 我们认为, 在 SaaS 行业取得竞争优势的企业需具备产品力, 运营力及生态力, 三力融合形成强大的飞轮效应推动企业成长。金蝶依托深刻的行业理解(24 年经验)、庞大的客户规模(超 697 万客户)及清晰的战略布局, 在产品力及运营力方面建立了较高壁垒; 在生态构建方面, 公司正从过去较为封闭的、以自身业务多元化拓展为主的模式转变为开放性极强、与 ISV 协同合作为主的方式。我们认为, 未来伴随金蝶云平台对外开放, 公司有望进一步强化生态力, 由行业竞争者向赋能者进行转变。从定量的角度分析, 三力的经营效果可以通过四个指标进行衡量: 1) 客户数 2) 客户留存率 3) ARPU 值 4) LTV/CAC。公司核心云产品金蝶云·苍穹目前获取超大型客户十余家, ARPU 值超百万。金蝶云·星会获取大中型客户超 8500 家, ARPU 值 5-10 万, 客户留存率超 80%。我们对金蝶云目前的 LTV 及 CAC 进行了测算, 18H1 金蝶云 LTV/CAC=3.49, 参考海外标准(3-5 之间属健康发展状态), 公司云业务目前处稳健发展态势。未来伴随公司云平台对外开放, 我们认为, 金蝶是国内最有希望成长为千亿级生态型企业的 SaaS 厂商之一。
- 预期公司云业务下半年增速将回升, 宏观经济放缓暂不会对业绩产生影响, 对于市场担心的阿里钉钉竞争问题, 我们认为两者发展各有侧重, 短期内不会产生正面冲突。上半年受苍穹推出前大客户观望情绪及管易云业绩波动影响, 公司云业务收入增速下滑。下半年受益于苍穹推出及管易云战略调整, 云业务增势回暖, Q3 已完成云业务 60% 增速目标。根据产业链调研, 目前公司 ERP 及云订单获取情况暂未受到经济波动影响; 我们认为, SaaS 的根本目的在于帮助企业降本增效, 短期经济波动不会影响企业数字化转型需求。对于钉钉入局影响, 金蝶依托深刻的行业理解能力, 在定制化需求高的大中型企业市场更具优势; 以免费模式切入市场的钉钉, 主要客户为付费意愿较低的小微型企业; 同时我国 SaaS 行业处发展初期, 二者优势市场不同, 短期内不会产生此消彼长的竞争。

 罗露 联系人
 luolu@gjzq.com.cn

 唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
 tangchuan@gjzq.com.cn

价值评估与投资建议

- 预计公司 18-20 年实现收入 28/34/45 亿元; EPS 分别为 0.11/0.14/0.18, 对应当前 PE 为 57/47/37; 对应 PS 为 9/7/5。采用分部估值法, 我们认为合理估值为 274 亿元, 对应股价为 8.3 元人民币/9.4 元港币。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行导致部分企业 IT 支出缩减, 行业需求下降; SaaS 市场竞争加剧, 云业务拓展不及预期; 销售激励机制不明确导致云产品销售滞后风险。

内容目录

一、国内 ERP 领导者，云转型打开新一轮成长空间	5
1.1 国内成长型企业市占率第一，云转型打造完善服务生态	5
1.2 财务状况持续优化，预收款及经营现金净流量齐增长印证云转型效果显著	6
二、我国 SaaS 市场将迎爆发式增长，定制化是发展必然趋势	8
2.1 数字化需求推动我国 SaaS 行业进入景气期	8
2.2 SaaS 推动企业从产品向服务转型，带来市场空间的提升	11
2.3 SaaS 行业定制化需求强，提升产品可配性是企业发展必然趋势	12
三、市值十亿—百亿—千亿进阶，优质 SaaS 企业需具备产品力、运营力及生态力	13
3.1 产品力是 SaaS 企业发展的基石	13
3.2 运营力是 SaaS 企业存续发展的保障	14
3.3 生态构建是 SaaS 企业发展的最终方向	14
3.4 兼具产品力、运营力及生态力的 SaaS 企业有望诞生千亿级巨头	15
四、金蝶产品及运营力领先，持续完善生态体系，2020 年国内市场份额有望超 10%	16
4.1 云产品布局完善，SaaS 市场份额国内第一	16
4.2 金蝶具备领先的产品及运营力，生态体系不断完善，国内 SaaS 行业的领导者	19
4.3 金蝶云 LTV/CAC>3，云业务处稳健发展态势	20
4.4 金蝶竞争格局分析—在大中型企业级市场更具优势，战略聚焦 SaaS	22
五、金蝶估值方法探究—仍具备较大提升空间	24
5.1 SaaS 崛起公司估值应差异化，云转型企业更适用分部估值法	24
5.2 金蝶国际业绩预测	27
5.3 金蝶国际分部估值	28
六、风险提示	29
附录：三张报表预测摘要	30

图表目录

图表 1：金蝶国际历史沿革	5
图表 2：金蝶国际产品结构	6
图表 3：云转型带动收入回升，未来三年 CAGR 超 25%	6
图表 4：17 年利润达历史最优，未来三年 CAGR 近 20%	6
图表 5：云业务占比逐年提升，2018H1 达 28%	7
图表 6：Salesforce 销售费用率先上升后下降	7
图表 7：金蝶销售费用尚处投入期	7
图表 8：研发费用率维持在 15% 左右，预计未来三年将提升 0.6pp	8
图表 9：应付客户实施合同款稳定增长	8

图表 10: 经营活动现金净流量稳定增长.....	8
图表 11: 2017 年全球公有云市场结构	9
图表 12: 2017 年中国公有云市场结构	9
图表 13: 中美云计算发展相差 3-5 年	9
图表 14: 美国互联网普及率较为领先, 中国已超过 57%.....	10
图表 15: 云支出占比有较大提升空间.....	10
图表 16: SaaS 驱动企业的经营重心发生转移.....	11
图表 17: 2017 年全球与中国 IT 支出总额	12
图表 18: 中国 SaaS 市场 2022 年规模有望超 58 亿美元	12
图表 19: 2018Q2 微软 SaaS 市场份额超 17%, 行业 CR5 超 50%.....	12
图表 20: SaaS 企业竞争三力模型.....	13
图表 21: 产品力、运营力及生态力能够产生强大的飞轮效应	15
图表 22: Salesforce 依托强大生态力成长为市值千亿级巨头.....	16
图表 23: 2017 年中国企业级 SaaS 厂商销售收入占比	17
图表 24: 2017 年金蝶 SaaS ERM 市场份额第一	17
图表 25: 公司目标 2020 年云收入占比达 60%.....	17
图表 26: 金蝶云 88% 为新获取客户	18
图表 27: 服务、IT、制造、零售行业客户占比较高	18
图表 28: 以可比口径计算上半年云业务增速 45%.....	18
图表 29: 会计政策变更导致云预收款统计口径变化	18
图表 30: 金蝶产品力及运营力领先, 持续构建生态体系, 国内最有希望成长为 千亿级生态型企业的 SaaS 厂商之一.....	20
图表 31: 金蝶云 CAC 测算	21
图表 32: 金蝶云 LTV 测算	21
图表 33: 主流移动办公软件注册企业数量 (万家)	22
图表 34: 钉钉生态布局.....	23
图表 35: 用友总收入体量远超金蝶 (亿元)	23
图表 36: 金蝶云业务收入领先地位显著 (亿元)	23
图表 37: 用友业务布局更广泛.....	24
图表 38: 金蝶聚焦云转型战略	24
图表 39: SaaS 企业发展前期往往承受大幅亏损.....	25
图表 40: Salesforce P/E 与股价相关性低.....	25
图表 41: DCF 估值法需经过多项预测容易导致结果准确性降低.....	25
图表 42: Salesforce 营收稳健增长.....	26
图表 43: Salesforce P/S 与收盘价呈明显正相关性.....	26
图表 44: ADOBE P/S 与收盘价呈明显正相关性	26
图表 45: Oracle 历史股价与 P/E 走势.....	27
图表 46: 金蝶国际历史股价与 P/E 走势	27
图表 47: 金蝶 2018-2020 年业绩预测 (亿元)	28

图表 48: 金蝶国际分部估值—ERP 软件业务	28
图表 49: 金蝶国际分部估值—云业务	28

一、国内 ERP 领导者，云转型打开新一轮成长空间

1.1 国内成长型企业市占率第一，云转型打造完善服务生态

金蝶国际是国内领先的企业管理软件应用解决方案提供商。公司成立于 1993 年，由财务管理软件起家，旗下产品金蝶 K/3 是国内首款基于 Windows 系统的财务软件；经历 24 年发展，公司已连续十三年蝉联中国成长型企业市场占有率第一（IDC 统计）。2011 年起，金蝶发布其云转型战略，是国内市场中最早开始进行云转型的软件企业，目前公司已形成以金蝶云为核心的云服务生态体系。

图表 1：金蝶国际历史沿革



来源：公司官网，国金证券研究所

业务结构清晰，传统软件及云服务产品布局完善。金蝶国际目前业务结构包括传统 ERP 业务及 SaaS 云服务，已为超 680 万企业及政府提供相应服务。

传统业务以金蝶 EAS、金蝶 K/3、金蝶 KIS 为主要三大产品线：金蝶 EAS 主要面向业务结构复杂的大型集团企业，客户包括万科、中国电信、招商局、德邦等；金蝶 K/3 WISE 定位于成长型的中大型企业；金蝶 KIS 主打小微企业。

云服务方面，公司形成了以金蝶云（苍穹+星空）为核心，精斗云、管易云、行业云共同发展的云生态体系。金蝶云·苍穹为公司 18 年 8 月推出的针对超大型企业的 PaaS+SaaS 服务平台，年服务费约 50 万元，主要对标传统 EAS 软件；金蝶云·星空客户定位为中大型成长企业，年服务费 5-10 万元，对标传统 K/3 软件；目前金蝶云客户数量超 8500 家。精斗云面向小微企业，对标传统 KIS 软件；此外公司针对电商、车企等行业推出了管易云、车商悦产品；2017 年公司剥离了旗下前海百递、金蝶医疗及移动办公产品云之家，但其仍持有云之家 15% 的股权，并未失去此获客及增强粘性的接口。

图表 2：金蝶国际产品结构



来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 财务状况持续优化，预收款及经营现金净流量齐增长印证云转型效果显著

云转型效果逐渐显现，17 年营收及利润达到历史最优。从公司历史业绩情况来看，基本分为三个阶段：

2012 年以前，受益于其传统软件业务的飞速发展，公司营收及利润成长态势良好。

2012 年-2014 年，公司业绩出现较大下滑，主要原因有二：1) 受国内宏观经济下滑影响，企业对管理软件的需求疲软，这期间软件行业整体均遭受到了一定程度的业绩冲击。且当时海外巨头 SAP、Oracle 等处强势地位，国内软件企业的客户多为价格敏感型的中低端用户，故金蝶业绩受到较大影响。2) 公司于 2011 年起实行云转型战略，受 SaaS 行业特性影响，企业转型前期会承受业绩压力。

2015 年至今，受益于云战略逐步落地及国内企业信息化转型需求提振，15 年起公司业绩开始逐步回暖，2017 年营收及利润已达历史最高水平，公司 2017 年实现营收 23.03 亿元，同比增长 23.7%；实现归母净利润 3.10 亿，同比增长 7.6%。我们预计受云业务推动，未来三年收入 CAGR 有望超 25%；2020 年达 45 亿元。

盈利能力稳定，近三年毛利率维持在 81%左右，预计未来三年提升 1pp。软件类企业的主要成本为运营成本，故其毛利水平普遍较高。除 15 年受云业务推广及宏观经济放缓影响，利润率产生较大下滑外，近年来金蝶毛利率及净利率基本稳定在 81%+ 及 10%+ 的水平。2017 毛利率及净利率分别为 81.46%、13.64%。我们预计，未来伴随云业务规模效应显现，公司综合毛利率将稳定提升，至 2020 年有望达到 82.8%。

图表 3：云转型带动收入回升，未来三年 CAGR 超 25%



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 4：17 年利润达历史最优，未来三年 CAGR 近 20%



来源：公司年报，国金证券研究所

云业务占比逐年提升，目标 2020 年达 60%。公司云业务收入逐年提升，2017 年实现收入 5.68 亿，同比增长 66.57%，占比 25%；2018H1 实现收入

3.55 亿元，同比增长 25.44%，占比 28%。2018 上半年云收入增速稍有下滑，主要是由于 18 年公司按照新收入准则进行了会计政策变更，导致收入统计口径不可比，以可比口径估算，上半年云业务整体增速约 45%。公司给出云转型长期目标，2020 年云业务收入占比达 60%。

图表 5：云业务占比逐年提升，2018H1 达 28%



来源：公司年报，国金证券研究所

销售费用率近三年维持 53-54% 水平，云业务仍处市场拓展阶段，预计未来三年将保持 50% 以上高位。2017 年金蝶产生销售费用 12.36 亿，占收入比重为 53.66%，近 5 年来该比值均处于 50% 以上水平。销售费用投入较大主要由于 SaaS 企业在发展初期需加大营销力度以获取更多客流量。但伴随企业发展进入成熟期后，SaaS 行业数字化营销、效果营销等方式实际上可以带来销售费用的降低；以 Salesforce 为例，其业务拓展稳定后，近年来销售费用率持续下行，从 13 年的 52.25% 下降至 17 年的 46.08%。金蝶目前仍处于拓展市场阶段，我们预计未来三年销售费用率仍保持 50% 高位。长期来看，随着云业务发展稳定，销售费用率将进入下行通道。

图表 6：Salesforce 销售费用率先上升后下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：金蝶销售费用尚处投入期



来源：公司年报，国金证券研究所

研发费用率维持 15% 水平，约 65% 投入云业务，预计未来三年研发费用率增长 0.6pp。公司自 2011 年制定云转型战略后，研发投入逐年加大，近年来研发费用率基本维持在 15% 左右的水平。根据我们的产业链调研，其中每年约 65% 的研发投入在云业务相关产品上。我们认为，公司未来将持续加大研发力度以提升自身产品力，预计到 2020 年，研发费用率达 15.6%。

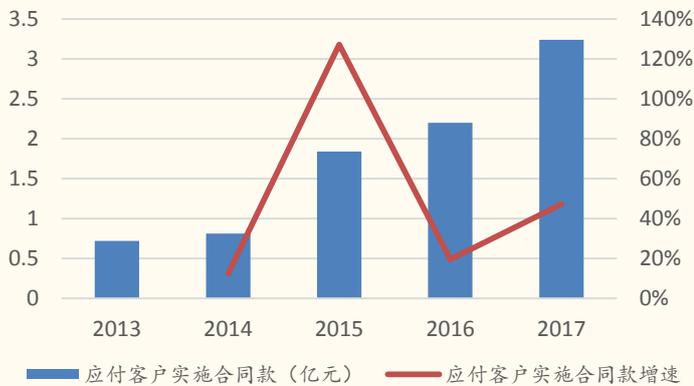
图表 8：研发费用率维持在 15%左右，预计未来三年将提升 0.6pp



来源：Wind，国金证券研究所

预收款及经营现金净流量齐增长，印证云转型效果良好。SaaS 订阅模式下，客户一般一次性支付年费，厂商逐月确认收入；预收账款反映着 SaaS 企业客户订阅金额的增长，是衡量云业务发展的先行指标；此外，伴随客户体量增长，企业经营现金流将逐年提升。2017 年公司应付客户实施合同款为 3.24 亿元，经营现金净流量为 8.24 亿元。预收款项及经营现金流量增长较好的印证了公司目前云转型进展顺利。

图表 9：应付客户实施合同款稳定增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10：经营活动现金净流量稳定增长



来源：公司年报，国金证券研究所

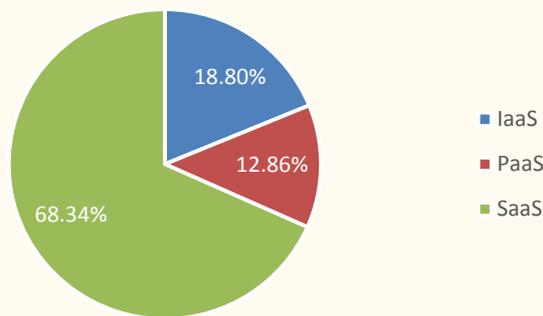
二、我国 SaaS 市场将迎爆发式增长，定制化是发展必然趋势

2.1 数字化需求推动我国 SaaS 行业进入景气期

2.1.1 我国与全球云计算市场存在较大结构性差异，已具备 SaaS 发展环境基础

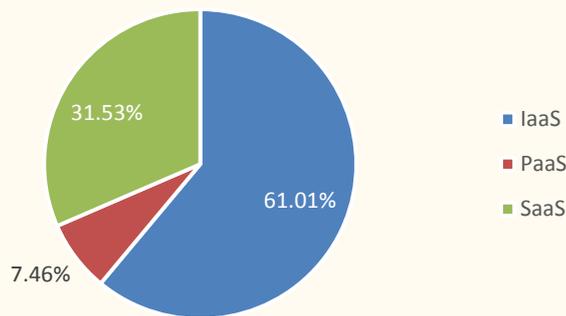
对比中国与全球云计算市场，二者存在较大结构性差异。全球市场以 SaaS 层为主导，我国市场中 IaaS 则占据主要份额。据 IDC 数据，2017 年全球公有云市场中，IaaS、PaaS、SaaS 分别占据份额为 18.80%、12.86%及 68.34%；中国市场中，此比例为 61.01%、7.46%、31.53%。

图表 11: 2017 年全球公有云市场结构



来源: IDC, 国金证券研究所

图表 12: 2017 年中国公有云市场结构



来源: IDC, 国金证券研究所

我们认为, 产生这种差异的主要原因有:

- 1) **SaaS 的快速发展需要基础设施 (IaaS) 的成熟作为支撑, 美国云计算领先我国 3-5 年。**全球公有云结构主要反映美国市场结构 (2017 年美国云计算市场占据全球 59.3% 的份额)。美国云计算发展领先我国 3-5 年。美国是传统软件强国, 其 SaaS 发展早于 IaaS, 2000 年 Salesforce 就推出了 SaaS 服务, 到 2006 年 AWS 才推出 IaaS 服务; 时间线上, 美国 SaaS 发展先于 IaaS。此外, 云计算时代, IaaS 已成为 SaaS 行业发展的有力支撑, 亚马逊、微软等互联网巨头的 IaaS 服务早已进入成熟期, 在此背景下, 微软、甲骨文、赛门铁克等传统软件企业自然而然向云服务模式进行迁移, 进一步推动了 SaaS 发展。我们认为, 伴随我国 IaaS 发展完善, 已为 SaaS 发展奠定了稳固基础, 未来将助力国内 SaaS 企业进入高速增长。

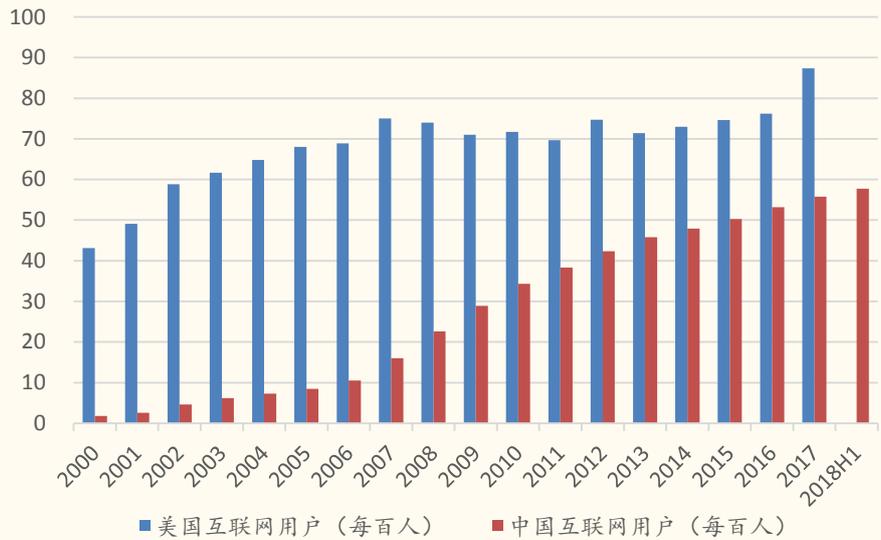
图表 13: 中美云计算发展相差 3-5 年

	2001-2006	2007-2011	2011-
美国	<ul style="list-style-type: none"> 云计算概念提出 Salesforce 成立, SaaS 兴起 (2000) Amazon 推出 AWS 云计算平台 (2006) 	<ul style="list-style-type: none"> 微软发布 Azure 云计算平台 (2008) Vmware 推出首个云操作系统 vSphere (2009) 云计算基础设施不断完善 	<ul style="list-style-type: none"> 政府不断推出政策促进产业发展 AWS、Azure 在中国商用 (2014) 政府及大型企业逐步上云
	导入阶段	快速发展	成熟阶段
中国	<ul style="list-style-type: none"> 云计算概念引入 公有云、私有云出现 阿里成立“电商云计算中心” (2009) 中国电信启动星云计划 用户对云计算认知度低 	<ul style="list-style-type: none"> 云计算概念引入 公有云、私有云出现 阿里成立“电商云计算中心” (2009) 用户对云计算认知度低 	<ul style="list-style-type: none"> 政府政策大力推动 云计算基础设施不断完善 生态及商业模式走向成熟
	2007-2010	2011-2015	2016-

来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

- 2) 从 C 端来看, 美国互联网普及率较高, 为 SaaS 发展提供庞大的用户基础。2000 年, 美国互联网用户 (每百人) 已达到 43.1, 2016 年这一数值已达到 76.2。据 CNNIC 数据, 截止 18 年上半年我国互联网普及率达到 57.7%, 正逐渐缩短与美国差距。

图表 14: 美国互联网普及率较为领先, 中国已超过 57%



来源: Wind, IWS, CNNIC, 国金证券研究所

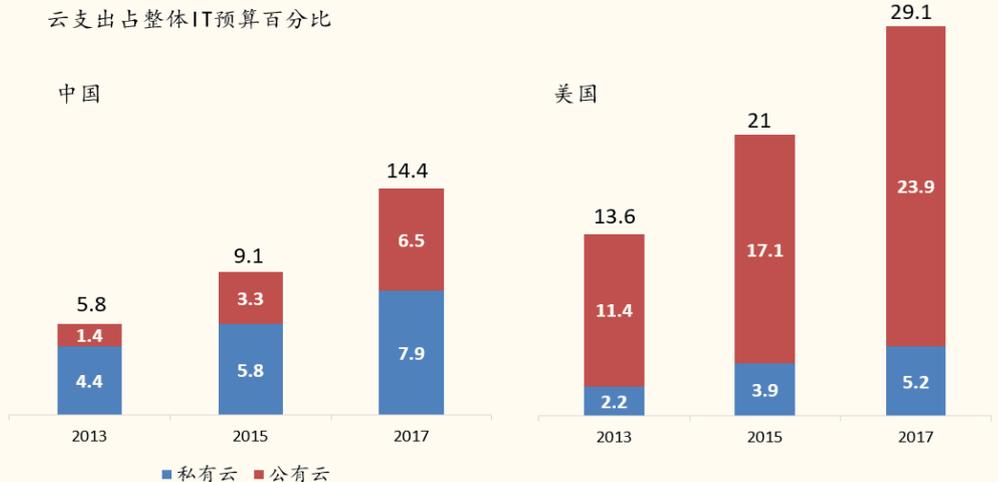
3) 从 B 端来看, 发达市场如美国早已进入云计算 2.0 时代, 传统企业上云比例较高。云计算 1.0 时代是互联网企业上云, 2.0 时代是传统企业上云。目前我国还处在 1.0 时代向 2.0 时代的转换期, 云计算市场主要用户是互联网企业, 其自身往往拥有较高的软件开发实力, 外购 SaaS 服务的意愿较低。我们认为, 伴随我国政策大力推动及企业数字化需求提升, 预计未来我国传统企业上云动力将大幅提升。

从底层基础设施来看, 我国 IaaS 的快速发展已经为 SaaS 奠定了基础; 从 B 端来看, 我国已进入云计算 2.0 时代, 传统企业上云需求日益提升; 从 C 端来看, 互联网渗透率已达到较高水平。我们认为, 目前我国已经具备 SaaS 发展的环境基础, 未来 SaaS 在我国云计算市场中将快速成长。

2.1.2 企业数字化转型需求推动, 我国 SaaS 有望迎来跨越式发展

我国企业云支出占 IT 预算比例达 14.4%, 相比美国具备较大提升空间。据麦肯锡统计, 近年来我国企业云支出占 IT 预算比例逐年提升, 2017 年达到 14.4%; 但相比美国 2017 年的 29.1% 仍具备较大提升空间。未来伴随云计算渗透率提升, 我国企业云支出占比将不断提高, 推动 SaaS 行业进一步发展。

图表 15: 云支出占比有较大提升空间



来源: 麦肯锡, 国金证券研究所

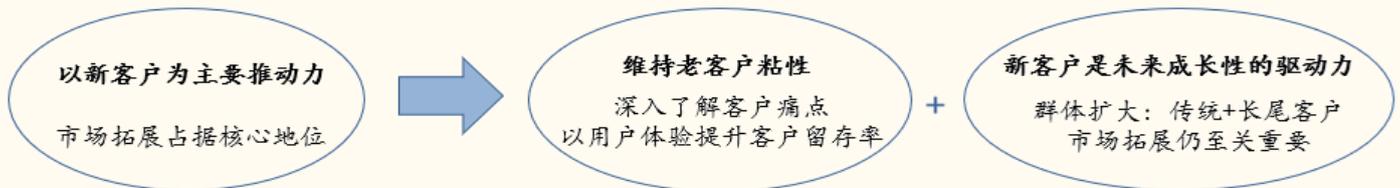
云化是数字化前提，政策推动下企业上云趋势愈加明显。随着 AI、云计算等新兴技术发展成熟，企业拥抱技术的程度正在提高，伴随数据资源的深度挖掘和应用，新的机会和价值正在不断的被发现和创造。据埃森哲数据，我国仅有 7% 的企业数字化转型成效显著，营收增长率是其他企业的 5.5 倍，净利率是 2.4 倍。数字化转型正成为我国企业发展的新方向。而实现数字化的必经之路是企业上云，近年来浙江、山东、四川、河南等各级地方相继出台政策，鼓励企业上云；工信部最新发布的《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》指出，目标到 2020 年，全国新增上云企业数量达 100 万家。

我们认为，伴随企业网络化及数字化程度提升，上云企业比例将持续扩大，我国 SaaS 行业需求将迎来爆发式增长。

2.2 SaaS 推动企业从产品向服务转型，带来市场空间的提升

SaaS 带来商业模式的变革，推动软件企业从产品向服务转型。传统软件企业的收费模式是一次性收取 license 费用，后续收入为小额服务费；SaaS 企业的收费变更为订阅模式，客户按需支付年费。在此背景下，客户转移成本较低（尤其是定制化需求不高的小微企业），订阅模式驱动软件企业从过去以“拓展新客户”为重心的模式向“拓展新客户+提升老客户粘性”转移。不断提升用户体验以保持高水平的客户留存率成为竞争的重点方向，企业逐渐从产品型转为服务型。总体来看，SaaS 企业获得新客户能力是其未来成长性的代表，客户留存率是 SaaS 企业持续发展的重要基石。

图表 16：SaaS 驱动企业的经营重心发生转移

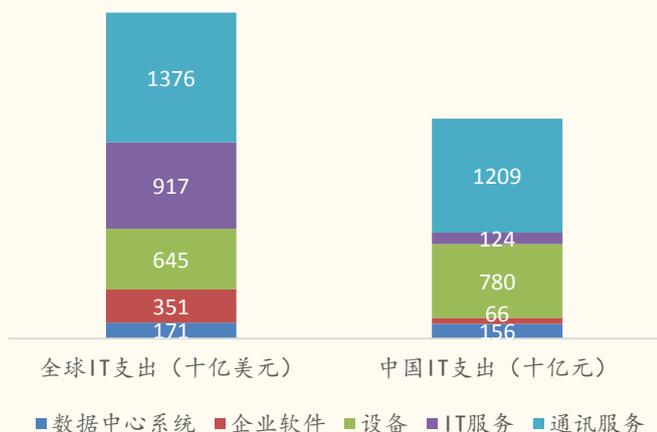


来源：国金证券研究所

长尾客户+数据价值助力 SaaS 行业市场空间进一步扩大。据 Gartner 数据，2017 年全球 IT 支出规模达 3.46 万亿美元，其中软件服务规模为 3510 亿美元，占比 10.14%；中国市场 IT 支出规模达 2.34 万亿元，软件服务规模达 660 亿元，占比 2.82%。据 IDC 预测，2022 年我国 SaaS 市场规模将达到 58.17 亿美元，年复合增速 35.7%。我们认为，相比传统软件行业，SaaS 将带来更大的市场空间，主要原因有二：

- 1) 订阅模式助力拓展长尾客户。SaaS 可以帮助企业大幅减少对传统 IT 硬件资源的投入，且付费由过去一次性大额支付转变为多年持续小额支付。这使得过去没有能力安装传统管理软件的小微企业具备了购置相关服务的能力。据工商局数据，截至 17 年 7 月底，我国小微企业数量达 2327.8 万户，占企业总数的 82.5%。
- 2) 数据全线打通带来更大的服务价值，提升产品力。传统软件安装在客户内部 IT 设备中，各软件之间的数据主要通过表单相连，并未真正打通，且客户自身往往不具备 AI 及大数据分析能力，企业的生产经营数据无法发挥其最大价值。SaaS 企业通过互联网实现服务，客户应用不同软件模块产生的数据均通过互联网集中存储至 SaaS 企业的云上（一般存储在合作 IaaS 厂商服务器中）。在此情况下，企业的数据能够实现客户-供应链-财务等全面打通，SaaS 厂商可以通过提供 AI 及大数据增值服务帮助客户实现数据效用最大化。同时，数据服务也帮助 SaaS 企业提升用户粘性。海外巨头 Salesforce 于 2016 年推出了其 AI 产品 Einstein，帮助企业挖掘潜在客户，提升客户转化率。从这个角度看，传统软件企业的云转型不仅仅是简单的软件上云，而是向 SaaS 及“AI+大数据”的同时转型。

图表 17: 2017 年全球与中国 IT 支出总额



来源: Gartner, 国金证券研究所

图表 18: 中国 SaaS 市场 2022 年规模有望超 58 亿美元

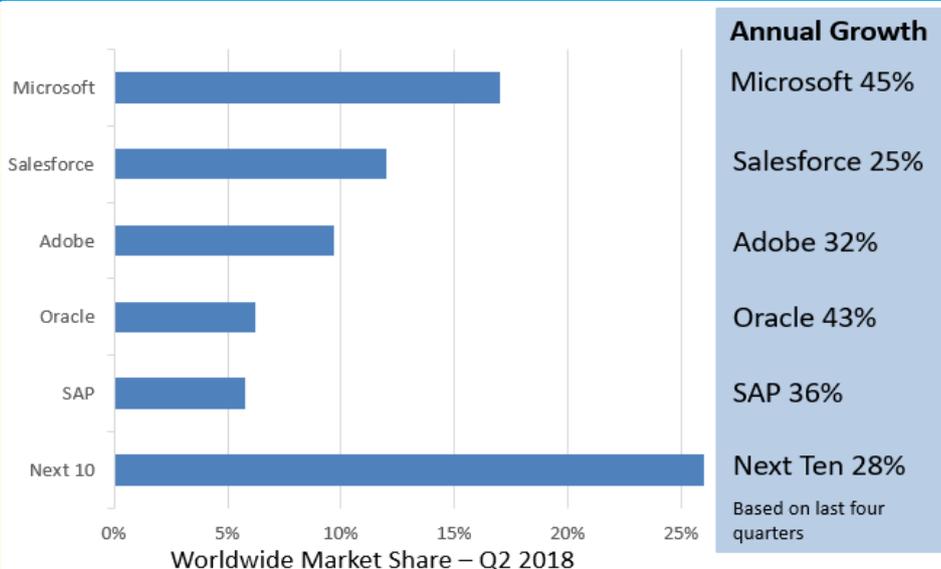


来源: IDC, 国金证券研究所

2.3 SaaS 行业定制化需求强, 提升产品可配性是企业发展必然趋势

SaaS 定制化需求强, 提升产品可配置性是行业发展的必然趋势, 未来市场集中度将持续提升。B 端市场中, 不同行业的企业组织形态不同, 工作模式及业务流程也千差万别, 故其对管理软件也产生了相应的定制化需求; 这种需求伴随企业的规模扩大而愈发强烈。不同企业间的差异性难以通过一个解决方案去满足。我们认为, SaaS 行业未来将逐步从标准化转向个性化; SaaS 厂商的标准化产品可以获取规模用户, 但只有满足个性化需求才能够提升用户粘性及 ARPU 值; 多元化布局, 提升产品可配置性将成为 SaaS 厂商发展的必然趋势。故我们认为国内 SaaS 行业市场集中度将持续提升。从海外市场发展历程来看, 2015 年全球 SaaS 市场 CR5 约 32%; 截止 2018 年 Q2, 根据 Synergy Research 最新统计, 行业 CR5 已超过 50%。

图表 19: 2018Q2 微软 SaaS 市场份额超 17%, 行业 CR5 超 50%



来源: Synergy Research, 国金证券研究所

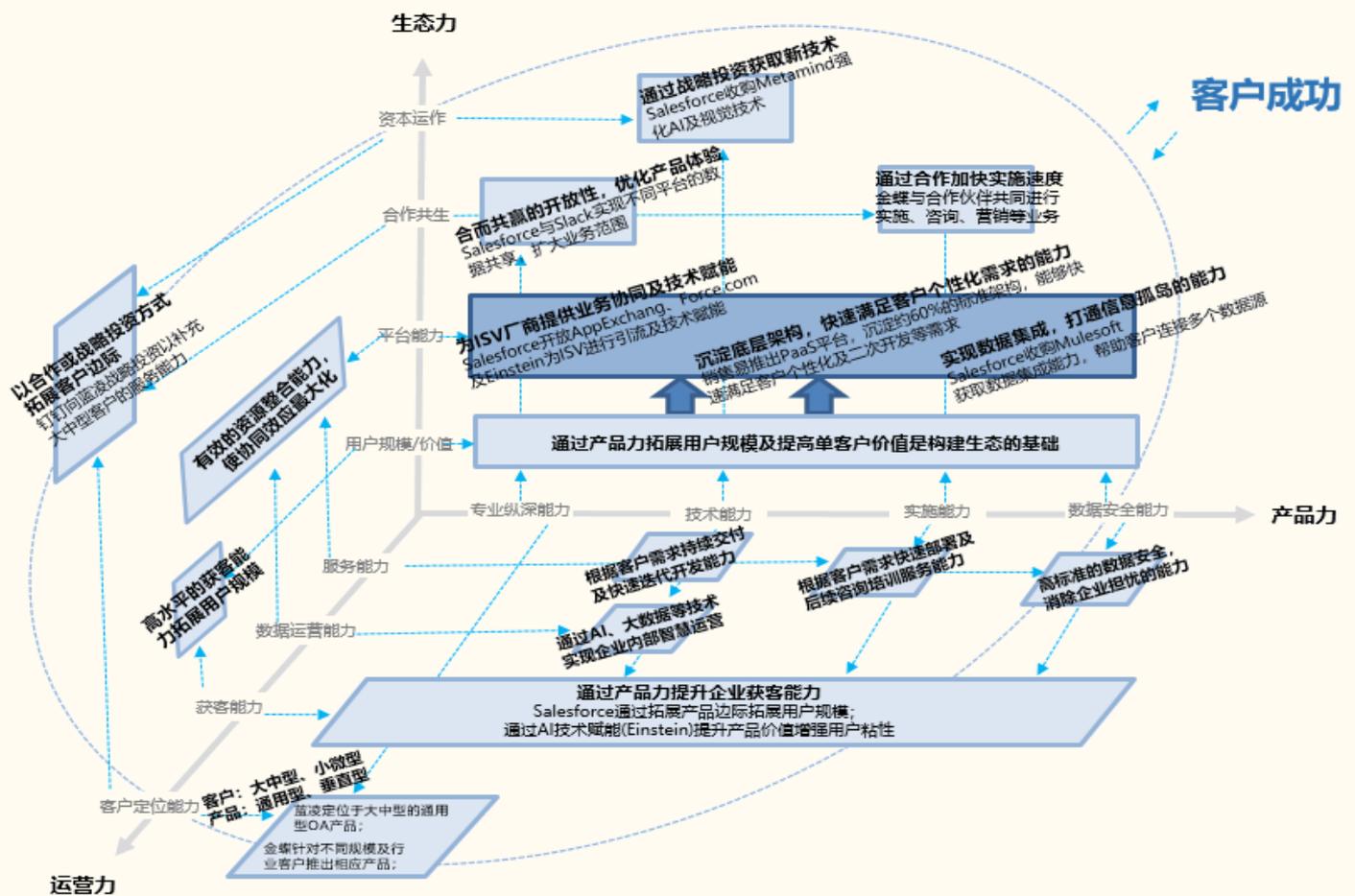
我们认为, 深耕行业多年经验丰富的传统软件巨头 (如金蝶、用友) 或具备较强生态构建能力的互联网厂商 (如阿里钉钉) 未来最有希望在 SaaS 行业取得头部位置; 无力构建完整生态的 SaaS 厂商将专注纵深领域, 在细分市场获取优势, 或选择成为巨头生态的参与者。

三、市值十亿—百亿—千亿进阶， 优质 SaaS 企业需具备产品力、运营力及生态力

从 Software as a service 到 Service as a Sales。SaaS 的盈利本质是存量客户带来的长期激活，这意味着企业需将客户成功放在经营首位，在“满意度”的基础上不断为客户带来“价值度”是提高客户留存率的根本，也推动着 SaaS 企业从产品向服务的转型。

基于大量的产业链调研和研究，我们构建了 SaaS 企业竞争三力模型，试图更加清晰的展现 SaaS 行业竞争中企业需要具备的各种能力。我们认为，在 SaaS 行业取得竞争优势的企业需具备切中需求痛点的产品力，高效的运营力及完善的生态力。需要注意的是，企业的每一种能力并不是分裂独立的，而是协同互补的，不同能力的组合间产生巨大的合力才是企业在竞争中制胜的本质。

图表 20: SaaS 企业竞争三力模型



来源：公开资料，分析师整理，国金证券研究所

3.1 产品力是 SaaS 企业发展的基石

产品力是 SaaS 企业发展的基石。我们认为，产品力是企业能否真正解决客户需求痛点的关键所在。这包括行业纵深能力、技术能力、实施能力及数据安全能力等。

- 1) 行业纵深能力：B 端市场不同于 C 端，企业级用户对价格相对不敏感，其更关注软件是否能够真正帮助企业解决问题。这就需要 SaaS 厂商在企业级市场中拥有足够积累，横向来看，需对 ERP/CRM/OA 等软件有深刻理解；纵向来看，对制造、医疗、金融等下游垂直应用行业有全面把

握。提供与企业需求完全适配的 SaaS 服务是获得客户成功的关键。

- 2) **技术能力**：我们认为，SaaS 企业的技术能力包括 AI、大数据、IoT、微服务、DevOps 等。云计算时代，SaaS 不仅仅是简单的软件上云，更要摆脱传统软件时代烟囱式的数据隔离，实现数据效用最大化。这需要 SaaS 厂商具备较强的 AI 及大数据分析能力。同时，大中型企业业务复杂，个性化需求强，厂商向 PaaS 层拓展是必然趋势。我们认为，SaaS 时代，技术能力是必不可少的底层支持，能够进一步强化企业的核心竞争实力，提升客户体验。
- 3) **实施能力**：能够将行业零散需求翻译为解决方案场景，再通过软件配置进行落地；实施速度及效果决定着用户体验。
- 4) **数据安全能力**：我国云计算尚处 1.0 时代向 2.0 的转换期。传统企业上云过程中最大的障碍来自于对数据安全的担心。一方面，企业具备利用自身数据提升经营效率的需求；另一方面对经营数据泄露的隐患有较大顾虑。能够提供全面数据安全保障的厂商具备更强的竞争力。

3.2 运营力是 SaaS 企业存续发展的保障

运营力是存续发展的保障。我们认为，运营力包括客户定位能力，获客能力，数据运营能力及服务能力。

- 1) **客户定位能力**：我国 B 端市场企业规模及类型纷繁众多，不同行业的大中型、小微型企业需求不同；清晰的客户定位能够让企业更有针对性的满足不同客户的个性化需求。
- 2) **获客能力**：SaaS 行业的获客能力除了受产品力影响外，还包括公司对销售渠道的投入力度，销售模式的选择及对销售人员的激励方式等。
- 3) **数据运营能力**：企业通过新兴技术实现自身的智慧运营，同时向合作伙伴客户进行赋能。
- 4) **服务能力**：售前售后响应客户需求的能力，包括响应市场，培训部署、咨询服务等能力。

3.3 生态构建是 SaaS 企业发展的最终方向

生态构建是发展的最终方向。我们认为，未来的 SaaS 不是烟囱式的工具，而是以业务为导向、真正贴合企业多样化需求的智能化服务。个体企业难以具备满足海量差异化需求的能力，在此背景下，构建生态实现不同企业间的协同互补将成为行业未来的发展方向。从海外巨头的发展历程来看，Salesforce 于 2005 年推出企业级软件交易市场 AppExchange，06 年向开发商开放了 PaaS 平台，平台上开发的应用可以直接通过 AppExchange 进行交易。通过 PaaS 平台，Salesforce 逐步建立了完善的生态圈，迅速在市场上占据主导位置。

我们认为，兼备技术与规模的 SaaS 企业未来将会依托自身核心 SaaS 产品，横向拓展产品种类，纵向上层 PaaS 延伸，并逐步将自身资源及能力对外开放，打造完善的 SaaS 平台。参考海外 Salesforce、Adobe 的发展路径，生态级 SaaS 企业有望达到千亿级别市值。我们认为，企业的生态构建能力包括用户价值，平台能力，合作共生及资本运作能力。

- 1) **用户价值**：通过产品力及运营力拓展用户规模及提升单客户价值是 SaaS 企业构建生态的基础。从业绩角度来看，SaaS 使软件缴费方式从一次性大额支付变为逐年小额持续支付，只有拥有较高用户流量的企业能够维持营收及经营现金流稳定；从生态角度看，只有在需求端积累庞大流量的 SaaS 企业才能在拓展 PaaS 平台时吸引足够的第三方开发者，从而形成完整的生态圈。
- 2) **平台能力**：生态构建者向生态参与者赋能的能力。将自身掌握的 PaaS 层技术向 ISV 厂商进行开放，如 Salesforce 开放 AppExchange、Force.com 及 Einstein 为 ISV 进行引流及技术赋能；销售易推出 PaaS 平台，沉淀约 60% 的标准架构，能够快速满足客户个性化及二次开发等

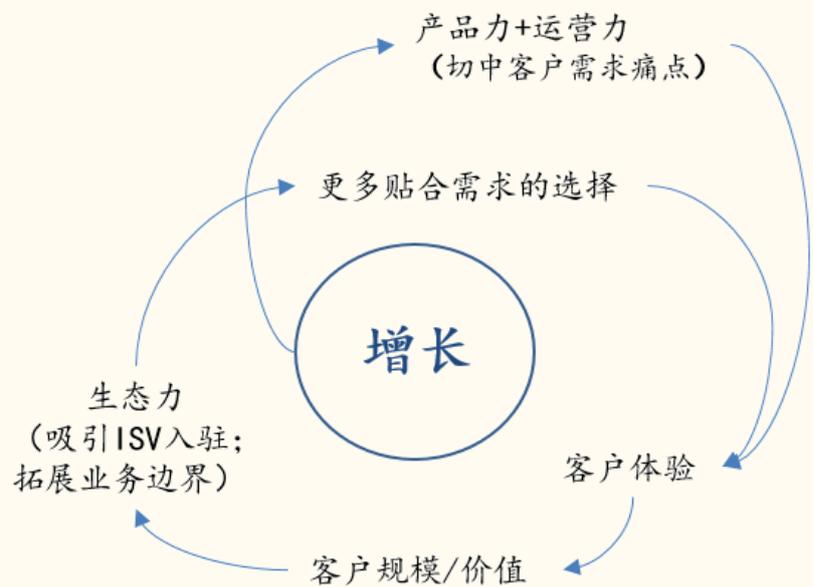
需求;平台构建者整合资源对接客户需求,逐步由行业竞争者转变为赋能者。

- 3) **合作共生**: 不同企业的合作能带来较大的协同效应,如 Salesforce 与 Slack 实现不同平台的数据共享,扩大业务范围;金蝶与合作伙伴共同进行实施、咨询、营销等业务,提高运营效率。
- 4) **资本运作**: 资本运作是快速获取新技术,拓宽产品条线,积累新业务资源的高效手段,如 Salesforce 收购 Metamind 强化其 AI 及视觉技术。

3.4 兼具产品力、运营力及生态力的 SaaS 企业有望诞生千亿级巨头

我们认为, SaaS 企业的产品力,运营力及生态力能够形成强大的飞轮效应。产品力及运营力是企业切入行业并建立一定竞争地位的基础,以此方式提升客户体验扩大客户规模;在累计一定客户规模后,通过生态力与 ISV 厂商合作,拓宽业务边界,向企业级客户提供更多贴合需求的选择,从而进一步强化客户体验。

图表 21: 产品力、运营力及生态力能够产生强大的飞轮效应

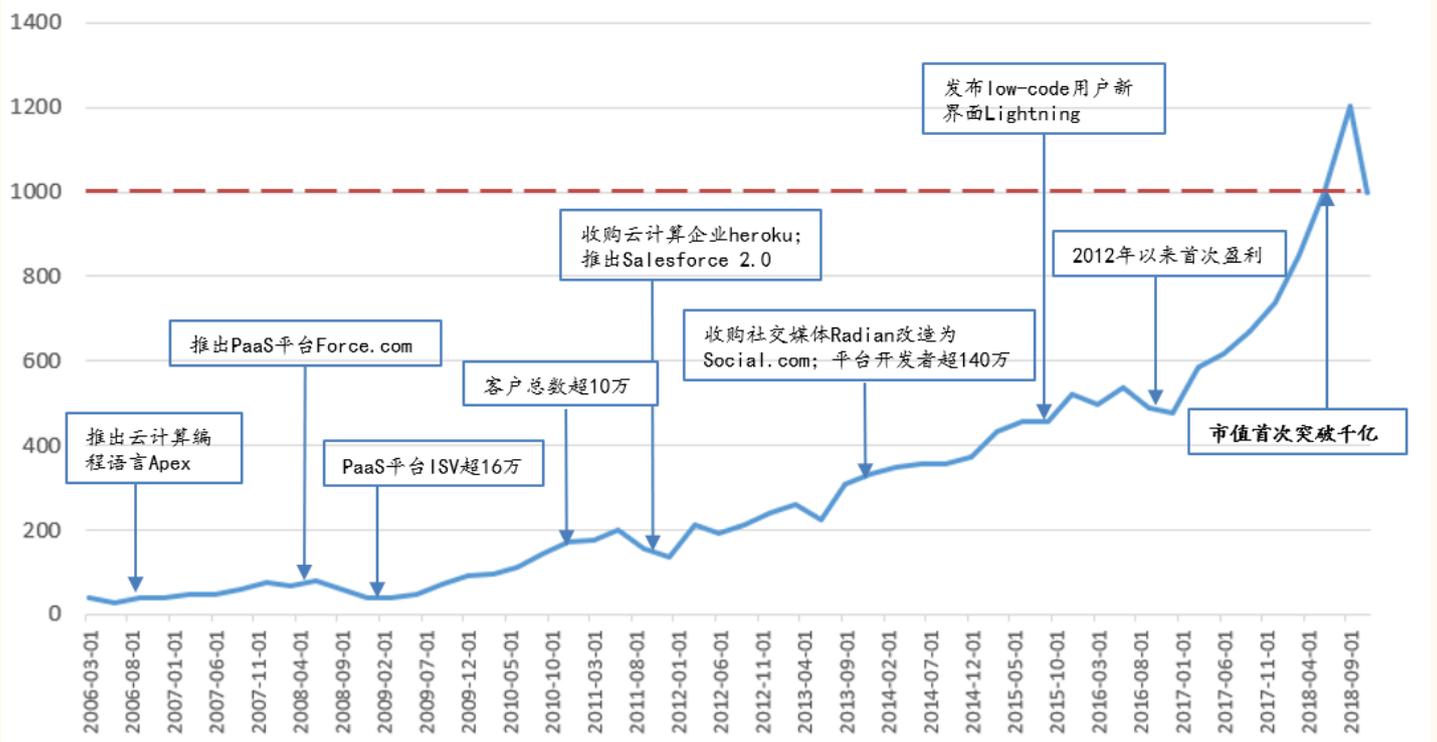


来源: 分析师整理, 国金证券研究所

我们认为, 由于不同行业、不同规模企业的业务流程千差万别, 在“Service as a sales”时代, 定制化将成为 SaaS 行业发展的必然方向。在此背景下, 单独的 SaaS 厂商难以覆盖不同行业多样化的客户需求, 具备技术及规模的 SaaS 厂商纵向拓展 PaaS 平台, 横向构建生态体系是发展的必然趋势。参考海外 SaaS 巨头的发展路径, 其往往通过构建生态的方式提升拓展业务领域, 最终由行业竞争者向赋能者转变, 成为市值千亿的生态型企业。

Salesforce 于 2005 年推出 AppExchange, 第三方开发人员可以创建自己的应用程序并将其销售给其他 Salesforce 社区的用户; 06 年发布首款云计算编程语言 Apex; 08 年推出 PaaS 平台 Force.com, 客户及 ISV 能够根据需求在平台上开发应用。至此, 公司初步构建了以 PaaS 平台为核心的生态结构, AppExchange, Apex 及 Force.com 形成较强协同效应。此后, Salesforce 不断通过收购拓展业务领域, 强化技术实力; 到 2013 年, 公司平台开发者超过 140 万; 2016 年实现净利润转正; 18 年公司市值超过千亿美元。Salesforce 通过持续构建生态体系, 最终成长为千亿级生态巨头。

图表 22: Salesforce 依托强大生态力成长为市值千亿级巨头



来源：公开资料，Wind，国金证券研究所

我们认为，拥有高水平产品力及运营力的专用领域 SaaS 企业（如 Zuora、Coupa 等）市值有望达到十亿美元级别；而通用型 SaaS 企业（如 Workday、ServiceNow 等）市值有望达百亿美元级别；而兼备产品力、运营力及生态力的 SaaS 企业有望诞生千亿级巨头（如 Salesforce、Adobe 等）。我国 SaaS 市场处于发展初期，我们认为金蝶依托产品力、运营力及持续强化的生态力，是目前国内最有希望伴随行业发展成长为千亿级生态型企业的 SaaS 厂商之一。

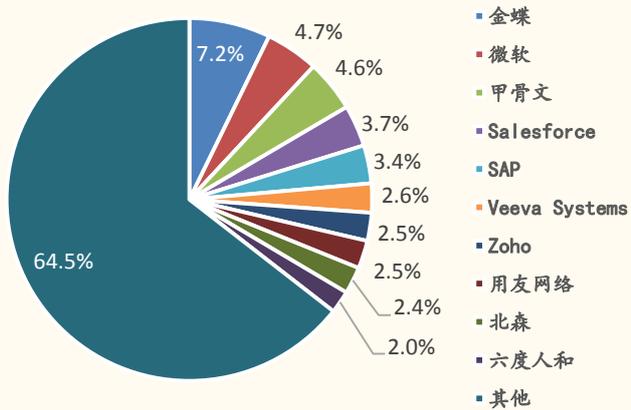
SaaS 行业的核心是通过提供服务帮助客户提升经营效率获取客户成功，而客户成功为 SaaS 企业带来的反馈是长期订阅的业绩激活。我们认为，SaaS 企业的总体经营效果可以通过四个核心量化指标进行追踪：1) 客户数；2) 客户留存率；3) ARPU 值；4) LTV/CAC。

四、金蝶产品及运营力领先，持续完善生态体系，2020 年国内市场份额有望超 10%

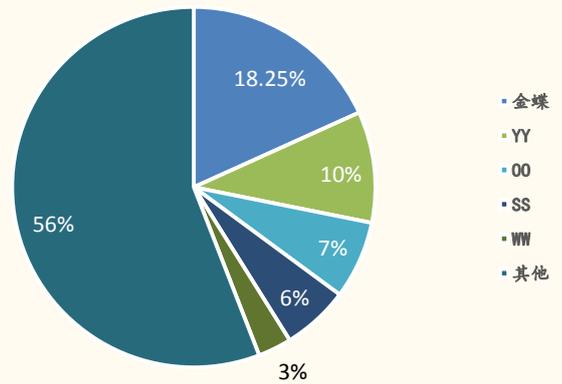
4.1 云产品布局完善，SaaS 市场份额国内第一

金蝶 17 年 SaaS 市场份额第一，预计 2020 年份额有望提升至 10%。公司在云服务方面形成了以金蝶云（苍穹+星空）为核心，精斗云、管易云、行业云共同发展的云生态体系。据 IDC 统计，2017 年金蝶以 7.2% 的市场份额占据我国 SaaS 行业首位；在 SaaS ERP 和 SaaS 财务云领域，分别以 18.25% 及 46% 的市场份额比例独占第一，远超国内外厂商。我们认为，公司有能力在 SaaS 时代延续领先地位，未来三年市场份额将持续提升，预计 2020 年云收入超过 23 亿元，SaaS 市场份额超 10%。

图表 23: 2017 年中国企业级 SaaS 厂商销售收入占比



图表 24: 2017 年金蝶 SaaS ERM 市场份额第一

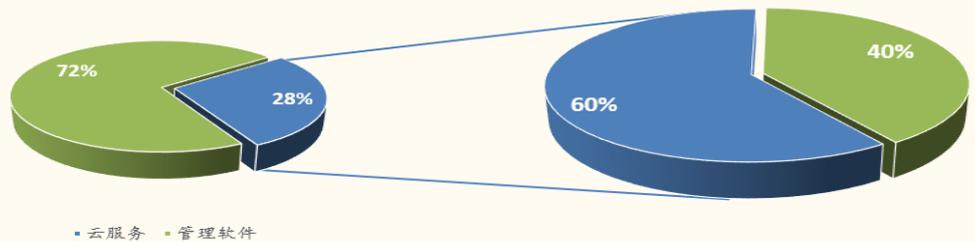


来源: IDC, 国金证券研究所

来源: IDC, 国金证券研究所

公司目标 2020 年云收入占比达到 60%。2018H1 实现收入 3.55 亿元，同比增长 25.44%，占比 28%。公司设定了业绩目标，2018 年云收入增速达 45%，到 2020 年云收入占比达到 60%。

图表 25: 公司目标 2020 年云收入占比达 60%



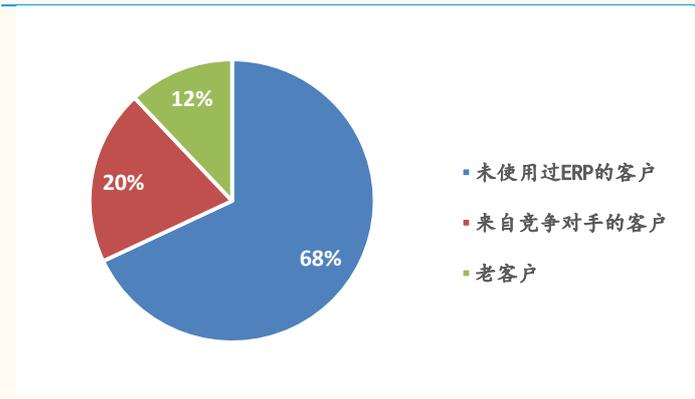
来源: 公司官网, 国金证券研究所

4.1.1 金蝶云—云转型的核心产品，客户留存率超 80%

金蝶云是公司推出的面向大中型企业市场的云服务。涵盖财务云、制造云、供应链云、移动办公云及全渠道云，帮助客户实现多组织异地协同、财务集中管控、供应链高效管理及生产制造智能化等功能。相比传统线下部署模式，金蝶云能够降低 70% 成本，帮助企业迅速实现智能化转型。金蝶云收入占据公司总营收约 20%，是公司云业务中的重点产品。

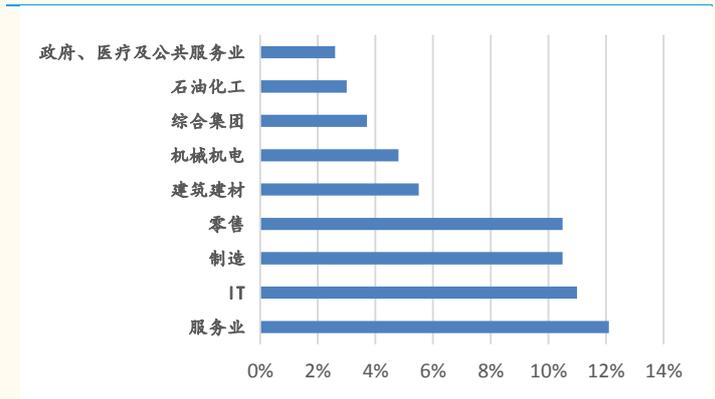
客户结构以新客户为主，服务、IT、制造、零售业占比较大。目前金蝶云客户总数超过 8500 家。客户结构中，68% 为未使用过 ERP 的客户，20% 为来自竞争对手的客户，12% 为原有的老客户。分行业来看，目前服务业、IT、制造及零售占比均超过 10%。

图表 26: 金蝶云 88% 为新获取客户



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 服务、IT、制造、零售行业客户占比较高



来源: 公司公告, 国金证券研究所

受政策变更及新产品发布影响, 上半年云业务表现不及预期。2018H1, 上半年云收入达 3.55 亿元, 同比增长 25.44%, 占比达 28%; 其中核心云产品—金蝶云收入 2.55 亿元, 同比增长 42.9%, 占总营收 20%。公司云业务上半年总体表现不及预期, 主要由于:

- 1) 市场往往以云收入+预收款项来衡量云业务发展情况, 但 18 年 1 月 1 日公司进行了会计政策变更, 导致云预收款统计口径可比性降低。据公司业绩交流会披露数据, 以可比口径计算, 2018H1 云业务增速达 45%。可以看出, 上半年云业务仍保持了较快增速; 公司给出云业务指引: 下半年增速达 60%, 全年增速 45%。根据产业链调研, Q3 公司已实现 60% 增长目标, 我们认为, 云业务全年有望达到 45% 增速。
- 2) 上半年管易云收入增速为 -17%, 产生较大幅下滑。主要原因为管易云是收购公司, 目前仍处于管理层交接及业务融合阶段, 发展较为动荡。此外, 17 年管易云定制化业务占比较大, 导致相关收入提升明显。但伴随业务发展, 用户流量增加, 18 年大型电商定制化服务需求下降, 更多的是中小企业的标准化收入, 故有较明显跌幅。目前公司已经替换销售总监, 预期下半年会恢复增长状态。
- 3) 上半年金蝶云的收入统计为金蝶云·星空的业绩, 但由于大型客户对下半年推出的二代云产品金蝶云·苍穹的观望, 导致上半年星空的销售出现了一定滞后。
- 4) 此外, 上半年公司续费率由 17 年的 90%+ 降低至 80%+, 主要源于改变了统计口径, 由原来的金额数变更为客户数; 18H1 原口径统计下续费率 85~86%。我们认为, 以客户数为统计口径更能够直观的反应公司云业务发展情况。

图表 28: 以可比口径计算上半年云业务增速 45%

	2017H1	2018H1
云收入	2.83	3.55
可比口径云预收款	1	2
云收入+云预收款	3.83	5.55
YoY		45%

来源: 公司公告, 业绩交流会披露数据, 国金证券研究所

图表 29: 会计政策变更导致云预收款统计口径变化

	变更前 2017.12.31	重新分割	变更后 2018.01.01
应付账款及其他应付款	6.78	与客户按金相关的合同负债 (1.85)	4.93
预收客户实施合同款	3.24	与实施合同相关的负债 (3.24)	-
递延收入	1.98	软件维护和云服务的合同负债 (1.13)	0.85
合同负债	-	6.22	6.22

来源: 公司公告, 国金证券研究所

苍穹 ARPU 值超百万，有望带来下半年环比改善。公司于今年 8 月 8 日推出了二代金蝶云产品—金蝶云·苍穹。苍穹是一款云原生的企业级 PaaS 平台，采用分布式架构，支持微服务、容器服务、DevOps 等为代表的云原生基础架构。融合 AI、大数据、物联网等新兴技术，可以在满足企业个性化需求的同时实现应用的快速开发。苍穹 PaaS 沉淀 70% 标准架构，平台上模型超过 1000 个，对标产品为 Salesforce 的 Force.com。产品定位于年收入 10 亿元以上的超大型企业，产品年服务费约 50 万元/年，目前已签约华为基建、Ecolovo、建发集团及温氏股份等十余家客户，ARPU 值达百万以上。超大型客户的粘性高、付费能力及续费率较强，PaaS 的推出可以帮助企业进一步降低部署成本、提升用户体验及 ARPU 值。我们认为，伴随苍穹推出，有望带动传统 EAS 客户上云，同时对 SAP、Oracle 客户亦存在替代机会，下半年公司云业绩有望得到释放，收入增速将得到环比改善。

4.1.2 精斗云、管易云发展稳健，客户留存率超 70%

小微企业的云服务平台—精斗云。精斗云前身为友商网，是公司于 2007 年推出的国内首款在线会计服务软件，至今已经历十余年发展。2016 年公司在友商网基础上升级推出云服务平台—精斗云，业务场景包括云会计、云进销存、云财贸、云 POS 及云报销等，主要目标客户群为小微企业。目前平台使用企业已超过 100 万家，付费客户超过 16 万家，客户续费率超 70%，客单价为数百元级别。

管易云—国内最大的电商管理软件云平台。公司于 2016 年以 2.47 亿元收购了管易云计算 58% 股权。管易云成立于 2009 年，专注为中小电商提供 IT 平台整体解决方案，成立三年即实现销售过亿，成为国内电商管理软件第一品牌。并购管易云，助力金蝶迅速拓展了新业务领域，进一步增强其产业优势，加大自身竞争力。管易云已成为淘宝、天猫、京东等超过 40 家主流电商平台的 ISV 合作伙伴；客户续费率超 70%。

4.2 金蝶具备领先的产品及运营力，生态体系不断完善，国内 SaaS 行业的领导者

我们认为，金蝶在产品力、运营力方面均具备较强实力；在生态构建上，公司不断完善生态体系，正逐步走向开放。

产品力方面，公司深耕 ERP 领域 24 年，具备较强的专业纵深能力。金蝶是国内最早一批做企业管理软件应用解决方案的厂商，经历 24 年发展，具备深刻的行业理解力；有能力解决不同规模、不同行业企业的需求。同时，新推出的 PaaS 平台能够大幅提升公司产品可配置性，能以低成本方式满足客户定制化需求；同时融合了 AI、大数据等技术，针对每个企业提供个性化 AI 服务；同时大数据分析能够实现千万级数据秒级呈现，进一步强化公司产品力。在数据安全方面，公司于 2017 年底通过了国际权威机构 BSI 审核的 ISO 27001 信息安全管理体系标准认证，进一步升级了安全体系。

运营力方面，公司客户定位清晰，获客能力强劲。我们认为，金蝶在客户定位方面布局较为清晰，针对不同规模、不同行业的企业推出符合企业特性的产品，如针对超大型企业的产品苍穹，针对小型企业的精斗云等；在获客能力上，公司凭借强大的产品力，同时在销售力度上加大投入，近三年销售费用率均维持在 54% 左右水平；目前金蝶云客户超 8500 家，精斗云付费客户超 16 万家。从客户质量来看，公司拓展了大批优质企业级客户，包括华为、腾讯、阿里、海尔、可口可乐等，优质客户建立起强大品牌效应。在服务能力上，二代云平台将原来的交付频率由 2 版本/年提升至 1 版本/月。

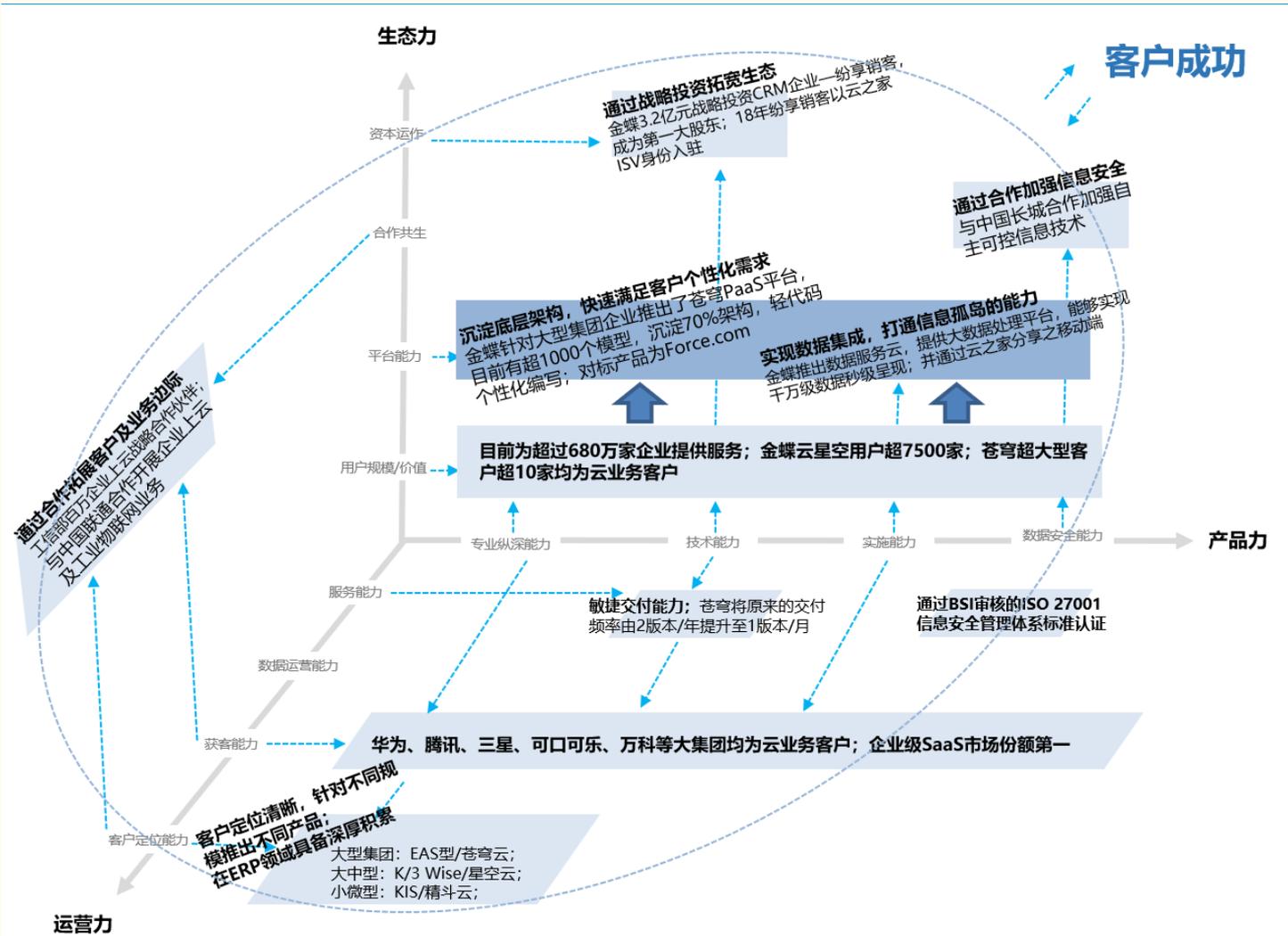
在生态力方面，公司逐步拓展业务领域，合作伙伴超 2000 家。我们认为，金蝶首先具备构建生态的客户规模基础。从客户数量来看，公司目前为超过 697 万家企业提供服务；从市占率来看，2017 年金蝶以 7.2% 的市场份额占据我国 SaaS 行业首位；尤其在财务软件方面，2017 年公司占据财务云市场 46% 的份额，优势十分显著。

在生态构建上，公司逐渐拓宽业务领域。在产品方面，16年推出移动办公产品—云之家（15%股权）；17年战略投资纷享销客涉足CRM领域；目前业务涵盖ERP、CRM、OA、HRM等多种产品。在行业方面，15年针对汽车行业设立金蝶汽车子公司；16年收购管易云计算58%股权，布局电商领域；目前业务涵盖电商、汽车、地产、制造、零售等16个行业。

在合作方面，公司目前在咨询、技术、实施等领域拥有合作伙伴超2000家。15年公司发布云之家开放平台战略，接入第三方ISV，构建以移动办公为入口的生态体系。10月，公司宣布将开放金蝶云平台，在产品互补、技术对接及资源互换方面与SaaS企业达成广泛合作。

总体来看，金蝶凭借深刻的行业理解能力、庞大的客户基础及清晰的战略布局在产品及运营力上建立了较高壁垒；在生态构建上，公司正从过去较为封闭的，以自身业务多元化拓展为主的模式转变为开放性极强，与ISV协同合作为主的方式。我们认为，未来伴随金蝶云平台对外开放，金蝶有望大幅强化生态力，由行业竞争者向赋能者进行转变。我们认为，金蝶是目前国内最有希望成长为千亿级生态型企业的SaaS厂商之一。

图表 30：金蝶产品力及运营力领先，持续构建生态体系，国内最有希望成长为千亿级生态型企业的 SaaS 厂商之一



来源：公司公告，分析师整理，国金证券研究所

4.3 金蝶云 LTV/CAC>3，云业务处稳健发展态势

我们认为，SaaS行业的核心是通过提供服务帮助客户提升经营效率获取客户成功，而客户成功为SaaS企业带来的反馈是长期订阅的业绩激活。SaaS企业的总体经营效果可以通过几个量化的指标进行追踪，客户留存

率、客户生命周期价值 (LTV) 以及获客成本 (CAC)。我们对金蝶的各项指标进行了测算, 总体来看, 金蝶云业务处于较稳健发展态势。

4.3.1 SaaS 企业发展的关键指标 — LTV/CAC

由于 SaaS 行业独有的经营特性, 单纯使用传统行业的营收、净利润等指标无法准确衡量 SaaS 企业当前的经营状况。客户留存率、获客成本及客户生命周期价值往往是市场关注重点:

- 1) 获客成本 (CAC) = 当年市场营销产生的费用 / 本年度获取新用户的数量
- 2) 客户留存率: 海外企业一般会分别披露客户数量及客户金额两个口径下的留存率, 而目前国内企业披露的数据多为金额口径统计下的数据, 金蝶 18 年的统计口径由金额变更为客户数量。
- 3) 客户生命周期价值 (LTV) = 年单客户收入 / 客户流失率; 客户生命周期价值代表单个用户从与产品建立关系开始到与产品彻底脱离关系的整个过程中对企业产生的价值。

海外市场一般用 LTV: CAC 的比值来衡量企业的发展情况, 若企业的客户生命周期价值超过其获客成本的 3-5 倍, 则被认为是可持续健康发展的经营状况。

海外成熟企业的 Churn rate 普遍在 5% 左右, 但我国 SaaS 市场处于发展初期, 大客户上云比重较低, 小客户流失率较高, 故使用 LTV:CAC 比重衡量国内企业发展时, 标准可适当降低。

4.3.2 金蝶云 LTV/CAC=3.49, 云业务发展稳健

运用上述方法, 计算金蝶的 CAC 与 LTV。由于公司对外披露的相关数据较少, 我们选取目前数据最全面、对公司业务影响最大的产品—金蝶云, 结合公司 18H1 业绩报告及相关产业链调研做粗略测算:

- 1) 获客成本: 公司的销售团队按目标客户群体的不同来划分, 每个销售团队同时负责传统软件及云产品的销售。从公司历史财务指标来看, 转型前后 (以 2011 年为分界点) 平均销售费用率均保持在 54~55% 之间, 云转型并未大幅提升销售费用支出。故在此我们按照金蝶云收入比重来划分销售费用, 测得 2018 上半年金蝶云获客成本为 6.44 万元。

图表 31: 金蝶云 CAC 测算

金蝶云收入占比	19.94%
2018H1 销售费用总额 (亿元)	6.46
分摊到金蝶云上的销售费用 (亿元)	1.29
2018H1 金蝶云客户增加数	2,000
2018H1 金蝶云 CAC (万元)	6.44

来源: 公司公告, 分析师测算, 国金证券研究所

- 2) 客户生命周期价值 (LTV): 目前金蝶云分为苍穹及星空两个产品, 苍穹客单价约 50 万/年, 星空为 5-10 万/年; 考虑苍穹为上半年新推出产品, 业绩还未放量, 暂不纳入测算范围。客单价以星空年费中位数 7.5 万测算。在客户留存率方面, 公司上半年调整了统计口径, 由金额变更为客户数量, 我们认为, 新口径更能反映企业运营的真实情况。同时金蝶云目前仅 60% 为公有云服务。

图表 32: 金蝶云 LTV 测算

2018H1 金蝶云续费率	>80%
单客户年收入 (万元)	7.50
金蝶云公有云服务占比	60%
金蝶云 LTV (万元)	22.50
LTV: CAC	3.49

来源: 公司公告, 分析师测算, 国金证券研究所

根据我们的测算结果，金蝶云当前 LTV:CAC 值约 3.49，其金蝶云业务属于较为稳定健康的发展状态。

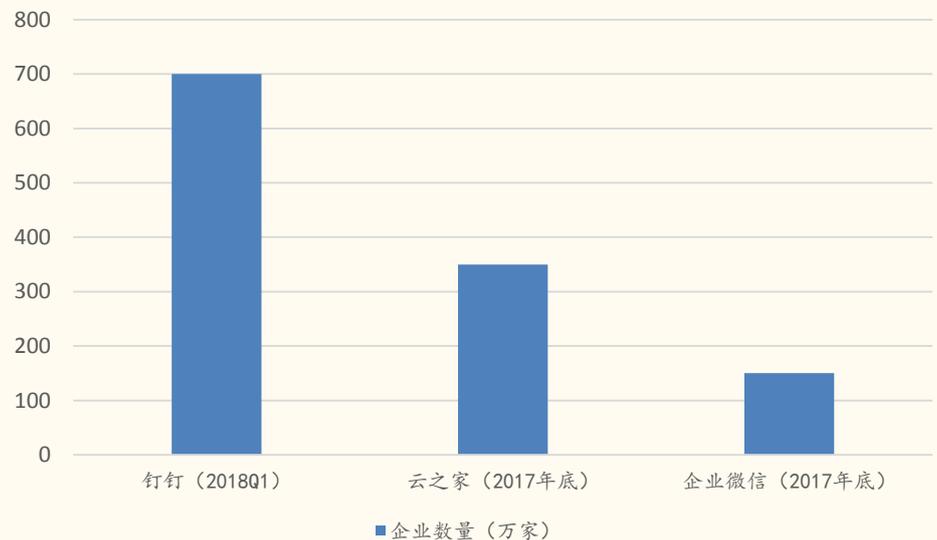
4.4 金蝶竞争格局分析—在大中型企业级市场更具优势，战略聚焦 SaaS

市场上主流的 SaaS 厂商大致分为三类：1) 金蝶、用友等传统软件厂商的云转型；2) 互联网头部企业涌入 B 端市场；3) 新兴的原生 SaaS 企业。目前金蝶受到的竞争主要来自于阿里钉钉凭借流量入口建立的 SaaS 生态以及同样进行云转型的通用型软件巨头用友网络。

4.4.1 阿里钉钉生态布局影响几何？—金蝶在大中型市场优势显著

伴随 SaaS 在国内持续火热，互联网巨头加速布局这一市场。阿里以移动办公为入口，推出 IM 产品—钉钉。在需求端，凭借其在 C 端市场的品牌效应，最初以免费商务电话补贴获得大量用户流量；在供给端，钉钉以客流量吸引 ISV 厂商入驻提供 SaaS 服务，从而形成了完整的 SaaS 生态圈。截至 2018 年 Q1，钉钉平台上的企业组织数量已超过 700 万家，入驻开发者数量达 10 万。目前每一笔在平台上成交的订单，钉钉抽取 30% 服务费。

图表 33：主流移动办公软件注册企业数量（万家）



来源：公开资料整理，国金证券研究所

钉钉的生态布局以 IM 移动办公软件为入口，这部分基础办公服务由钉钉提供；CRM、财务、供应链等其他企业级服务主要由入驻平台的 ISV 提供；而智能服务硬件由 ISV 及钉钉共同提供。围绕钉钉开放平台的生态体系已初步建立，向政府、互联网、金融、制造、地产等下游行业提供全面的解决方案。钉钉的基础服务以免费为主，初期针对付费意愿较低的小微企业开放免费的标准化产品，对 ISV 厂商提供的额外个性化需求进行收费。钉钉生态的出现被认为将对 SaaS 行业造成较大冲击，剥夺原有 SaaS 厂商的市场份额。

图表 34: 钉钉生态布局



来源：阿里巴巴，国金证券研究所

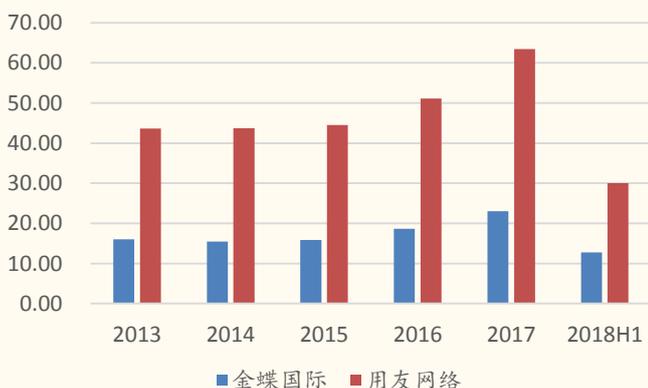
我们认为，钉钉有能力在小微企业中占据一席之地，但受 B 端专业经验缺乏影响，在大中型企业级市场中，未来仍将以金蝶等传统巨头为主导：

- 1) 小微企业市场格局将是价格与专业性之间的博弈。B 端企业价格敏感度低于 C 端，大企业更注重软件使用效果而非价格。钉钉以补贴形式切入市场，获得的流量大部分为价格相对敏感的小微企业，其付费意愿不强。此外，钉钉最大的问题在于缺乏服务企业级市场的基因，相比金蝶（云之家），其在提供服务及构建生态时缺乏一定专业性。我们认为，钉钉在小微企业 SaaS 市场具备较大优势，但这种优势并非压倒性的，最终的市场格局将是客户在价格及使用体验之间博弈的结果。
- 2) 大中型企业市场中，金蝶占据显著优势。大中型企业业务种类繁多、流程复杂，在应用管理软件时，有更强的定制化需求。在寻求服务时，更倾向于寻找品牌效应强大、企业级市场经验丰富的厂商。在此领域，金蝶优势明显。

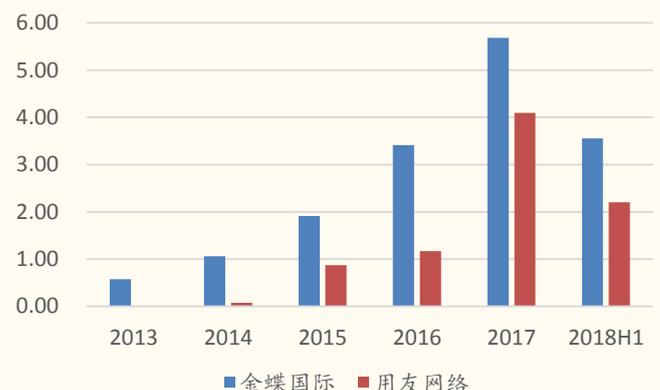
4.4.2 用友业务布局多元，金蝶更加聚焦 SaaS

金蝶云业务已实现对用友的超越。在传统 ERP 领域，用友一直是金蝶最大的竞争对手，且占据较大优势。从历年营业收入来看，用友的总收入一直是金蝶收入的近 3 倍。从云业务发展来看，金蝶一直处于领先地位。2018 年上半年，金蝶实现云服务收入 3.55 亿元，用友为 2.2 亿元。可以说，在 SaaS 领域，金蝶已在新赛道实现对用友的超越。

图表 35: 用友总收入体量远超金蝶 (亿元)



图表 36: 金蝶云业务收入领先地位显著 (亿元)



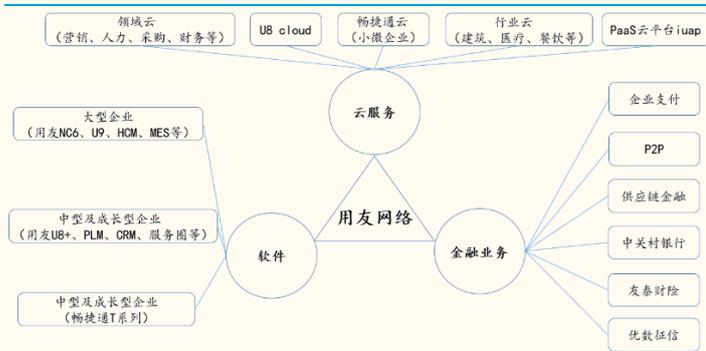
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

金蝶业务结构清晰，战略聚焦 SaaS，弹性更高：

- 1) 从业务结构来看，用友除了软件及云服务外，近年来在金融服务方面有较大投入，先后布局 P2P、征信、供应链金融等领域，业务布局更加广泛。相比之下，金蝶业务结构更清晰，近年来持续聚焦于云转型战略；
- 2) 从业务体量来看，用友在传统软件业务上体量较大，云转型时需要在软件及云拓展进程中进行平衡；金蝶的传统业务体量相对小，在云转型过程中更加轻量化；
- 3) 从布局时点上看，金蝶自 2011 年起就开始了转型进程，是国内最早进行云转型的厂商，先发优势明显。我们认为，在 SaaS 领域，金蝶持续聚焦，发展更快，弹性更高；用友的业务布局更加多样，受单一业务波动影响更小。

图表 37：用友业务布局更广泛



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 38：金蝶聚焦云转型战略



来源：公司官网，国金证券研究所

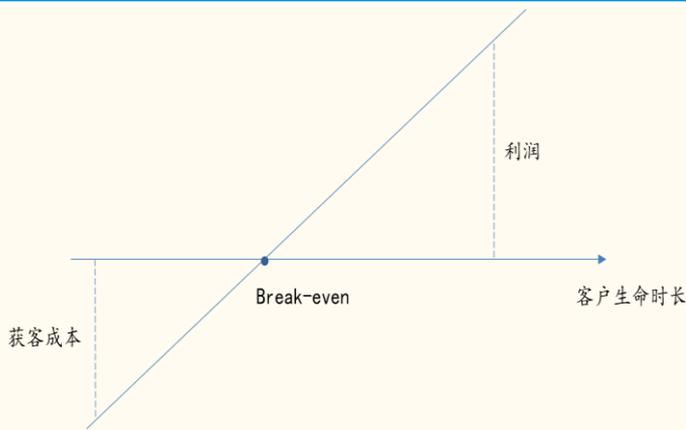
五、金蝶估值方法探究—仍具备较大提升空间

5.1 SaaS 崛起公司估值应差异化，云转型企业更适用分部估值法

商业模式的变革促使主流估值方法适用性降低。SaaS 企业的收费由传统一次性收取 license 费用改为订阅模式，客户按需支付年费。企业发展早期往往需要投入大量销售费用，在维持老客户粘性的同时拓展新客户群，其销售费用约占营收比重超过 50%。故成长期的 SaaS 企业往往无法很快实现盈利，以 Salesforce 为例，2011-2015 年期间，其净利润一直处于亏损状态，近两年才开始逐步实现盈利。目前市场对于计算机行业中企业的估值普遍使用 P/E 相对估值法，但由于 SaaS 行业的经营模式往往是牺牲短期利润以换取收入的高速增长，因此对于成长期的 SaaS 企业来说，利润往往无法准确的反映出企业的发展经营状况，传统的 P/E 估值方法参考性降低。

从 Salesforce 历史 P/E 与股价走势来看，其历史 P/E 波动幅度较大，且二者相关性较低，无法采用 P/E 对企业价值进行评估。

图表 39: SaaS 企业发展前期往往承受大幅亏损



来源：公开资料，国金证券研究所

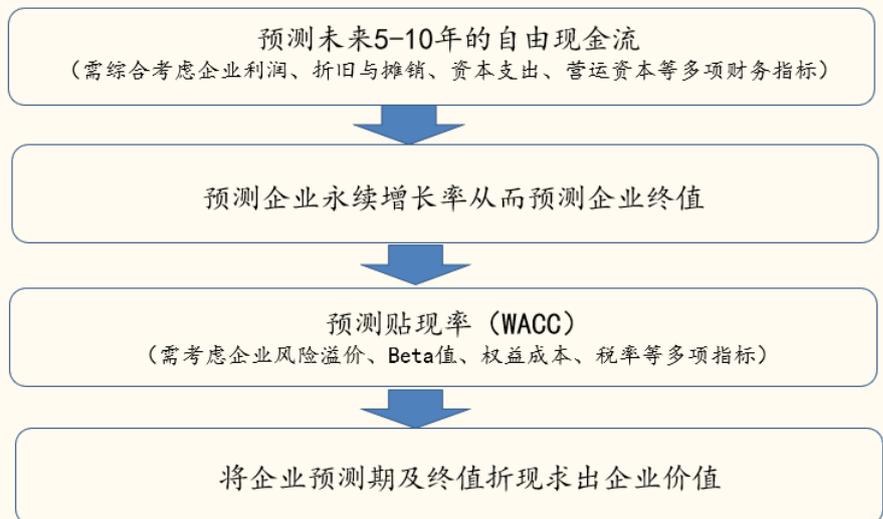
图表 40: Salesforce P/E 与股价相关性低



来源：Wind，国金证券研究所

绝对估值法需经过多步预测，估值对预测数值敏感度高，结果往往容易产生较大偏差。以绝对估值法中最主流的自由现金流折现法（DCF）为例，DCF 认为企业的价值是其未来现金流折现值。计算时需对企业未来 5-10 年的自由现金流、永续增长率及贴现率等多项指标进行预测，预测值的不同会对结果产生影响。尤其是对企业永续增长率的预测，1% 的调整即会对企业价值产生大幅影响。故虽然理论上 DCF 是较理想的估值方法，但在实际应用过程中，受预测偏差的影响，DCF 的结果往往是精确度最低的。相比之下，相对估值法可操作性更强，往往能得出更加贴近企业市场价值的结果。

图表 41: DCF 估值法需经过多项预测容易导致结果准确性降低



来源：公开资料，国金证券研究所

收入是衡量 SaaS 企业未来发展的先行指标。不同于时常处于亏损状态的净利润，企业的营收不会出现负值情况。伴随客户体量及需求增长，SaaS 企业的营收能在较长时期内维持稳定增长，一般不会出现大幅波动的情况。营收被视为 SaaS 企业未来获利能力的先行指标，市场往往会给高收入增速的 SaaS 企业较高的估值。

图表 42: Salesforce 营收稳健增长



来源: Wind, 国金证券研究所

P/S 及 EV/Sales 适用于原生或云转型基本完成的 SaaS 企业。对于如 Salesforce 的原生 SaaS 企业,以及 Adobe、Workday 等云转型已大致完成的企业(云服务收入占比已超过 80%),P/S 及 EV/Sales 能够较准确的反映企业价值。Salesforce 及 Adobe 的历史股价及 P/S 走势均呈现较强的正相关性。Salesforce P/S 值近两年呈稳定上升趋势,由 16 年的 6X 上涨至当前的 9.8X; Adobe 自 2013 年 6 月宣布全面转型后,其 P/S 值从 5.4X 上涨至目前的 15.4X; Autodesk 2014 年起全面实施云转型,2016 年停止 License 销售,其 P/S 由 14 年的 5.0X 上升至目前的 15.2X。可以看出,伴随企业发展成熟度提升,P/S、EV/Sales 与股价同步上涨,以此方法估值能够较好的反映出企业价值。海外市场多给予 SaaS 企业 5-15 倍估值。

图表 43: Salesforce P/S 与收盘价呈明显正相关性



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: ADOBE P/S 与收盘价呈明显正相关性



来源: Wind, 国金证券研究所

EV/Sales 更适用于初创企业。企业价值比销售收入是 P/S 的主要替代指标。P/S 在理论上的主要缺点在于,对于一家有过多债务融资的企业,无法确认并非所有的销售收入属于企业的股权投资者。企业营收的一部分将被用于支付企业债权人的利息及本金。这导致负债较少的企业与依赖债务融资的企业不具备可比性。EV/Sales 考虑了企业的债务价值,在比较不同资本结构的公司时较为有效。SaaS 企业在发展早期需产生较大资本投入以拓展市场,故初创企业的负债率往往更高,此时使用 EV/Sales 方法进行估值更加适用。

转型企业采用分部估值法，根据各自特性对传统及 SaaS 业务进行分别估值。对于像 Oracle、SAP、金蝶等传统巨头，其本身的传统软件业务已具备较大体量，在转型时往往采用循序渐进的布局方式。在云业务收入占比小时，P/E 仍能够较好的解释企业价值。但伴随云转型逐步深入，P/E 与股价相关性下滑，单纯的 P/E、P/S 或 EV/Sales 均不能准确的反映企业的价值。在此背景下，分部估值法最为适用。对企业的传统软件业务沿用过去的 P/E 估值法，对转型后的云业务采用 P/S、PCF 或 EV/Sales 等方法。

图表 45: Oracle 历史股价与 P/E 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 金蝶国际历史股价与 P/E 走势



来源: Wind, 国金证券研究所

5.2 金蝶国际业绩预测

综上，我们依据以下假设对金蝶未来三年业绩作出预测：

- ERP 软件业务：**从传统软件龙头业绩可以看出，17 年以来 ERP 市场处于回暖状态，金蝶 ERP 软件业务 2017 年、2018H1 收入增速分别达到 14.07%、19.69%。考虑到未来云业务会持续起量，云转型初期主要以拓展新客户为主（目前金蝶云 88% 客户为新拓展客户），伴随云转型深入，未来云 ERP 将逐渐对传统 ERP 存量客户进行替代。下半年推出的二代云产品—苍穹，其主要目标客户群即是 EAS 传统客户。故我们认为未来三年传统软件业务收入增速将逐年下滑。18/19/20 年，预计公司传统 ERP 业务收入分别为 19.4/20.8/21.5 亿元，增速分别为 12%/7%/3.5%。
- 云业务收入：**我们认为，未来三年云业务将是公司收入增长的主要推动力。2016、2017、2018H1 公司云业务收入增速分别为 78.5%、66.6% 及 25.4%。金蝶在我国 SaaS 行业发展中有先发优势，兼具产品力、运营力及生态力，占据目前 SaaS 市占率第一位置。我们认为，金蝶将成为未来 SaaS 行业需求爆发的最大受益者。公司拳头产品苍穹的推出将大幅增强公司快速满足客户个性化需求的能力，助力其在大中型企业级市场进一步占据主导地位。我们看好金蝶在 SaaS 时代延续传统软件时代的龙头地位。18 年受会计政策变更及业务变动影响，上半年云业务增速稍有下滑，根据我们的产业链调研，苍穹推出以来，下半年金蝶云收入回暖效果显著，预计 18H2 云业务整体增速为 60%，全年增速 45%。18/19/20 年，预计公司云业务收入分别为 8.2/13.6/23.1 亿元；增速分别为 45%/65%/70%。
- 公司预期到 2020 年收入达 35-45 亿元，其中云业务占比达到 60%。**我们预期公司 2020 年收入达 45 亿元，云业务占比达 52%。产生差异的原因主要为：我们看好云业务的高速发展，但认为其对传统 ERP 业务的替代速度不会太快。我国仍处于云计算 1.0 向 2.0 的过渡阶段，大型企业对上云的数据安全性仍有担忧；且已自建 IT 设备的大中型企业由边缘业务上云到核心业务上云需要一定时长。故我们认为，未来三年公司 ERP 业务仍保持增速逐年下滑的小幅增长，至 2020 年云业务占比达 52%。

- 4) **销售毛利率**：随着云业务发展完善，毛利率受益于规模效应显现逐步提升（大中型企业新需求扩张带来的订单金额增加大于成本增加，微型企业客户数增加大于成本增加）；此外 PaaS 平台推出后，公司满足客户个性化需求的成本将大幅下降。18/19/20 年，公司综合毛利率分别为 81.8%/82.1%/82.8%。

图表 47：金蝶 2018-2020 年业绩预测（亿元）

	2017	2018E	2019E	2020E
ERP 业务	17.35	19.43	20.79	21.52
ERP 业务增速		12.00%	7.00%	3.50%
云业务	5.68	8.24	13.59	23.10
云业务增速		45.00%	65.00%	70.00%
总收入	23.03	27.67	34.38	45.00
总收入增速		20.14%	24.26%	29.78%
云业务占比	25%	30%	40%	52%
销售毛利率	81.5%	81.8%	82.1%	82.8%

来源：Wind，国金证券研究所

- 5) **销售费用率**：公司云业务处市场拓展阶段，未来三年销售费用率仍会保持高位，但受益于云业务规模效应逐步凸显，预期将保持小幅下滑态势。我们认为 18/19/20 年，公司销售费用率分别为 53.3%/53.1%/52.9%。
- 6) **研发费用率**：公司近年来为强化云产品线加大了研发力度，PaaS 平台的技术壁垒高，与其公司未来三年仍会持续加大研发力度以增强云产品实力。我们认为 18/19/20 年，公司研发费用率分别为 15.2%/15.4%/15.6%。
- 7) **经营活动现金流**：SaaS 订阅模式下，现金流入伴随客户体量增加逐年增长；受益于云业务发展顺利，预期未来三年公司经营活动现金流将保持增长态势。我们认为 18/19/20 年，公司经营活动产生的现金流分别为 10.5/10.8/11.3 亿元。

5.3 金蝶国际分部估值

我们采取分部估值法对金蝶进行价值评估：

图表 48：金蝶国际分部估值—ERP 软件业务

公司	代码	EPS			PE		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
石基信息	002153.SZ	0.47	0.56	0.67	69.2	58.22	48.13
泛微网络	603039.SH	1.12	1.5	2.04	65.51	49.2	36.44
用友网络	600588.SH	0.34	0.49	0.64	76.87	54.43	41.11
鼎捷软件	300378.SZ	0.35	0.49	0.66	31.89	22.47	16.56
广联达	002410.SZ	0.46	0.55	0.72	56.74	47.49	36.4
平均		0.55	0.72	0.95	60	46	36

来源：Wind 一致预期，国金证券研究所

图表 49：金蝶国际分部估值—云业务

公司	代码	Sales		PS	
		2018E	2019E	2018E	2019E
Salesforce	CRM.N	131.84	158.42	7.86	6.54
Adobe	ADBE.O	89.94	107.89	13.29	11.08
Workday	WDAY.O	27.7	34.62	10.96	8.77
Hubspot	HUBS.N	5.06	6.35	10.50	8.36
ServiceNow	NOW.N	26.1	33.7	12.20	9.45

平均	10.96	8.84
----	-------	------

来源：Bloomberg，国金证券研究所

ERP 业务估值 (P/E 估值法)：预计 18-20 年公司传统 ERP 业务 EPS 分别 0.079/0.082/0.086；金蝶在 ERP 行业深耕多年，业务布局完善，龙头地位稳固，我们给予公司 ERP 业务 19 年 46x 估值，对应合理估值为 124 亿元。

云业务估值 (P/S 估值法)：预计 18-20 年公司云业务收入分别 8.2/13.6/23.1 亿元；考虑公司在 SaaS 行业有先发优势，兼具产品力、运营力及生态力，预期云业务未来将保持高速发展。我们给予公司云业务 19 年 11x 估值，对应合理估值为 150 亿元。

根据分部估值的方法，我们认为公司估值为 274 亿元，对应合理股价为 8.3 元人民币；9.4 元港币；具备 25% 上涨空间。

六、风险提示

- 宏观经济下行导致部分企业 IT 支出缩减，行业需求下降；
- 我国 SaaS 市场处发展初期，除传统企业转型外，互联网头部企业、新兴 SaaS 尝试涌入行业，未来市场竞争或加剧导致公司云业务拓展不及预期；
- 公司云业务目前与传统软件业务复用同一批销售人员，未来或面临销售激励机制不明确导致云产品销售滞后风险。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3534	3556	3956	4339	营业额	2303	2767	3438	4462
现金及现金等价物	2152	2423	2825	3251	销售成本	427	504	615	767
交易用投资	397	232	189	153	毛利	1876	2263	2823	3695
应收款项	752	806	871	914	销售、一般性和行政开支	1556	1858	2277	2880
其他应收款	-	-	-	-	研究发展费用	345	421	529	696
存货	14	4	21	9	其他营业收入	96	102	123	147
非流动资产	3268	3961	4553	5143	EBITDA	406	538	640	789
可供出售投资	50	50	50	50	折旧和摊销	-	157	188	221
联营和共同控制实体的投资	31	31	31	31	EBIT	406	382	452	569
投资物业	1722	2058	2164	2243	融资收入净额	-27	13	59	68
固定资产	510	587	645	710	分占联营和共同控制实体的溢利	-	-	-	-
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	378	395	511	637
土地使用权	69	81	93	105	所得税开支	55	22	60	56
无形资产	817	1154	1569	2004	除所得税后溢利	324	372	451	581
总资产	6802	7517	8509	9482	非控制性股东应占溢利	14	-	-	-
流动负债	1405	1703	2243	2636	股息	39	-	-	-
短期借款	155	-	-	-	母公司股东应占溢利	310	372	451	581
应付款项	1002	1343	1813	2174	EPS	0.09	0.11	0.14	0.18
其他	248	360	430	462	主要财务比率				
非流动负债	1354	164	164	164	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	1194	4	4	4	成长性				
其他	161	161	161	161	营业额增长率	23.7%	20.1%	24.3%	29.8%
负债合计	2759	1867	2407	2800	EBIT 增长率	75.3%	-5.9%	18.4%	25.8%
股本	72	195	195	195	净利润增长率	12.0%	15.1%	21.1%	29.0%
储备	695	695	695	695	盈利能力				
保留溢利	1548	1920	2371	2952	EBIT/营业额	17.6%	13.8%	13.1%	12.7%
非控制性股东权益	48	48	48	48	EBITDA/营业额	17.6%	19.5%	18.6%	17.7%
总权益	4043	5650	6101	6683	毛利率	81.5%	81.8%	82.1%	82.8%
总负债和总权益	6802	7517	8509	9482	净利率	14.0%	13.5%	13.1%	13.0%
					ROE	7.8%	6.6%	7.4%	8.8%
综合现金流量表					偿债能力				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	40.6%	24.8%	28.3%	29.5%
除所得税后溢利	258	374	454	580	流动比率	2.52	2.09	1.76	1.65
折旧和摊销	-	157	188	221	速动比率	2.35	2.03	1.73	1.64
利息费用	-	-13	-59	-68	营运能力				
营运资本的变动	286	296	390	329	资产周转率	0.34	0.37	0.40	0.47
经营活动产生现金流量	824	1054	1082	1132	应收帐款周转率	3.15	3.55	4.10	5.00
资本性支出	-1140	-918	-780	-811	应付账款周转率	2.75	2.36	2.18	2.24
投资、贷款于联营和共同控制实体	-1	-	-	-	存货周转率	42.05	54.81	48.43	51.62
投资活动产生现金流量	-971	-686	-739	-773	每股资料				
借款变动	-80	-1345	-	-	每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18
发行股份	-	1235	-	-	每股经营现金流	0.25	0.32	0.33	0.34
支付的股利和利息	-	13	59	68	每股净资产	1.21	1.70	1.84	2.01
融资活动产生现金流量	-236	-97	59	68	估值比率(倍)				
现金净变动	-383	271	401	427	PE	68.43	56.98	47.07	36.49

现金的期初余额	1465	2152	2423	2825	PB	5.31	3.79	3.50	3.20
现金的期末余额	1057	2423	2825	3251	EV/EBITDA	23.43	36.02	29.75	23.63

盈利预测结果

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	2303	2767	3438	4462
增长率	23.7%	20.1%	24.3%	29.8%
经营溢利(百万)	406	382	452	569
增长率	75.3%	-5.9%	18.4%	25.8%
母公司股东溢利(百万)	310	372	451	581
增长率	12.0%	15.1%	21.1%	29.0%
最新摊薄每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18
每股净资产	1.21	1.70	1.84	2.01
市盈率(倍)	68.4	57.0	47.1	36.5
市净率(倍)	5.3	3.8	3.5	3.2

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	2303	2767	3438	4462
同比增长	23.7%	20.1%	24.3%	29.8%
母公司股东溢利(百万)	310	372	451	581
同比增长	12.0%	15.1%	21.1%	29.0%
毛利率	81.5%	81.8%	82.1%	82.8%
净利润率	14.0%	13.5%	13.1%	13.0%
每股收益	0.09	0.11	0.14	0.18
每股经营现金流	0.25	0.32	0.33	0.34
市盈率(倍)	68.4	57.0	47.1	36.5
市净率(倍)	5.3	3.8	3.5	3.2

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
- 中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
- 减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH