



云模式拓展长尾市场，SaaS 化改善公司现金流

2018.12.20

强烈推荐（首次）

夏清莹(分析师)	刘忠腾（研究助理）
电话：020-88832900	020-88832900
邮箱：xia.qingying@gzgzhs.com.cn	liu.zhongteng@gzgzhs.com.cn
执业编号：A1310518100002	A1310117080003

现价：	7.05
目标价：	8.48
股价空间：	20.33%

投资要点

● 2020 年 ERP 市场空间超 35 亿美元，云 ERP 带动整体市场增长

根据 IDC 统计数据，未来四年我国传统 ERP 软件增长维持在 7% 以内，云 ERP 增速保持在 40% 以上的高增速增长，后者复合增速接近为前者的 10 倍。预计 2021 年我国传统 ERP 与云 ERP 市场规模持平，整体行业市场规模超过 35 亿美元。

● 云模式拓展长尾市场，先发获取市场份额是 ERP 厂商竞争关键

1) 云模式降低 IT 采购成本，SaaS 化转型拓展长尾市场。云产品只需支付相当于原软件采购成本 20% 的订阅费，降低企业 IT 采购门槛，惠及 300 多万中小企业。2) 促进国产替代趋势下，国产 ERP 龙头最为受益。高端企业 ERP 市场利润空间巨大，仍有 50% 以上的国产替代空间，ERP 龙头厂商之一金蝶更为受益。3) 先发获取市场份额是竞争关键，后期业绩弹性非常大。SaaS 用户粘性较高，先发获取市场份额是竞争关键。只要续费率保持高位，客户生命周期越长，后期回报越大。

● 产品领先奠定先发优势，SaaS 模式改善现金流提升公司估值

1) 产品成熟度更高，性能更具优越性。金蝶云产品市场领先，相对于传统 ERP 软件，金蝶云在实施周期、设备采购、升级服务、数据和系统安全方面有许多的优越性。2) 持续加大研发投入和推广力度，奠定先发优势。近 5 年公司的研发投入和销售费用逐年增长，2017 年上半年金蝶云分别以 18.25% 及 46% 的市场份额在 SaaS ERP 和 SaaS 财务云领域排名第一。3) 金蝶云 74% 为外部用户，续费率 80% 用户粘性高。金蝶云专注于大中型企业市场，公有云年复合增长率超过 300%，客户续费率持续达到 80%，处于行业领先水平。4) 云业务改善公司现金流质量，现金流趋于稳定且具有较强的可预测性，企业的估值得到提升。

● 盈利预测与估值：

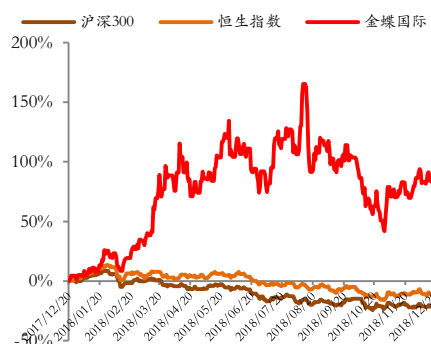
我们预测 2018-2020 年公司归母净利润分别为 4.42 亿、5.33 亿、6.53 亿港元，对应 EPS 分别为 0.13、0.16、0.20 港元，当前股价对应估值分别为 53、44、36 倍。采用分部估值法，云业务对标海外可比公司给予 12 倍 PS，对应市值 171 亿元，ERP 业务给予 17 倍 PE，对应市值 109 亿元，公司整体目标市值 280 亿元；6 个月目标价 8.48 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：

ERP 市场竞争加剧；苍穹云的推广低于预期；金蝶云用户增长率和续费率下降。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2761.62	3284.83	3918.07	4752.45
同比(%)	33.45%	18.95%	19.28%	21.30%
归属母公司净利润	371.66	441.93	532.94	653.03
同比(%)	16.04%	18.91%	20.59%	22.53%
毛利率(%)	81.46%	81.41%	81.40%	81.42%
ROE(%)	7.76%	8.45%	9.24%	10.18%
每股收益(元)	0.11	0.13	0.16	0.20
P/E	62.58	52.63	43.64	35.62
P/B	4.86	4.45	4.03	3.62
EV/EBITDA	4.63	1.58	0.74	0.20

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
金蝶国际	-7.72	-16.07	-12.96
恒生指数	-2.84	-6.75	-13.05
沪深 300	-6.90	-7.33	-15.29

基本资料

总市值(亿元)	232.59
总股本(亿股)	32.99
流通股比例	0.00%
资产负债率	40.56%
大股东	Oriental Gold
大股东持股比例	12.60%

相关报告



目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1. 领先企业级服务厂商，转型切入云服务市场.....	4
1.1 转型切入云服务市场，京东和富达战略持股金蝶.....	4
1.2 产品升级建立云生态体系，多个领域领跑云服务市场.....	5
1.3 公司整体收入保持稳定，云服务增长优化业务结构.....	6
2. 云模式拓展长尾市场，先发获取市场是竞争关键.....	7
2.1 企业管理软件市场回暖，云 ERP 带动整体 ERP 市场增长.....	7
2.2 云模式降低 IT 采购成本，SaaS 化转型拓展长尾市场.....	8
2.3 外资厂商主导高端市场，国产替代国内龙头最为受益.....	10
2.4 先发抢占市场份额是竞争关键，规模效应后期业绩弹性大.....	11
3. 产品领先奠定先发优势，SaaS 模式提升公司估值.....	12
3.1 产品线齐全、产品成熟度更高，性能更具优越性.....	12
3.2 持续加大研发投入和推广力度，奠定先发优势.....	13
3.3 金蝶云 74% 为外部用户，续费率 80% 用户粘性高.....	14
3.4 SaaS 模式提升公司估值，未来有望实现盈亏平衡.....	15
4. 盈利预测.....	16
5. 风险提示.....	17



图表目录

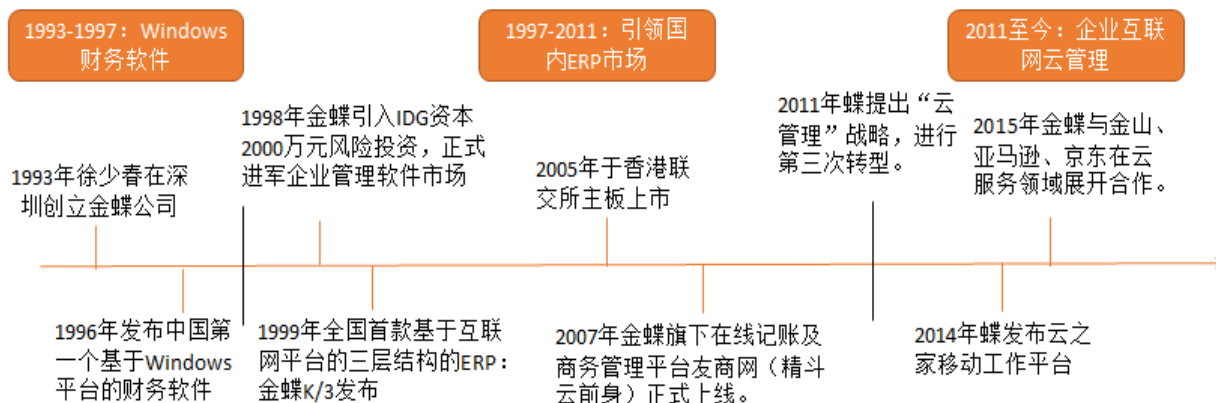
图表 1.	金蝶国际发展历程	4
图表 2.	公司股权结构和主要子公司（截止至 2018 年 8 月 31 日）	4
图表 3.	以金蝶云为核心的产品生态体系	5
图表 4.	金蝶云产品家族	5
图表 5.	金蝶近 5 年营业收入及增长率（亿元）	6
图表 6.	金蝶近 5 年净利润及增长率（亿元）	6
图表 7.	金蝶近 5 年业务结构变化（亿元）	6
图表 8.	金蝶近 5 年云业务增速及占比（亿元）	6
图表 9.	金蝶近五年期间费用变化情况	7
图表 10.	金蝶近五年盈利能力变化情况	7
图表 11.	我国企业管理软件市场规模及增长（亿元）	7
图表 12.	我国 ERP 市场规模和增长预测（亿美元）	7
图表 13.	传统 ERP 与云 ERP 未来增速对比	8
图表 14.	传统 ERP 与云 ERP 市场规模预测（亿元）	8
图表 15.	云服务按商业模式分类的组成图	8
图表 16.	传统企业软件和 SaaS 模式用户采购成本对比	9
图表 17.	我国大中小型企业数量及占比	9
图表 18.	商业领域长尾效应理论示意图	9
图表 19.	中国整体 ERP 市场竞争格局	10
图表 20.	中国高端 ERP 市场竞争格局	10
图表 21.	自主可控体系下受益国产替代的厂商	10
图表 22.	SaaS 服务商现金改善模型	11
图表 23.	软件公司成长过程中收入成本结构变化	11
图表 24.	Salesforce 收入和现金流变化（亿美元）	11
图表 25.	Salesforce 历年销售费用率变化（亿美元）	11
图表 26.	金蝶云·星空三级架构图	13
图表 27.	金蝶云·苍穹六大核心特征	13
图表 29.	近年来金蝶研发投入及占比情况	13
图表 30.	金蝶近 5 年销售费用及费用率（亿元）	13
图表 31.	2017H1 SaaS ERP 中国市场占有率	14
图表 32.	2017H1 SaaS 财务云中国市场占有率	14
图表 33.	金蝶云 ERP 客户的主要来源	14
图表 34.	金蝶云服务的主要客户	14
图表 36.	2012-2017 年末 Adobe 股价走势图（美元）	15
图表 37.	2012-2017 年末 Adobe 净利润（亿美元）	15
图表 38.	金蝶近 5 年现金流变化情况（亿元）	15
图表 39.	金蝶近 5 年资产负债率情况	15
图表 40.	云和 ERP 净利润情况	16
图表 41.	金蝶云业务实现盈利时间预测（亿元）	16
图表 42.	公司营业收入假设与预测	16
图表 43.	可比公司估值水平	17

1. 领先企业级服务厂商，转型切入云服务市场

1.1 转型切入云服务市场，京东和富达战略持股金蝶

金蝶国际软件集团始创于 1993 年，是香港联交所主板上市公司（股票代码：0268）。运用前沿科学技术，金蝶以管理信息化产品服务为核心，为超过 680 万家企业和政府组织提供云管理产品及服务，现有员工 8000 多人，设有深圳、上海、北京三个软件园。

图表1. 金蝶国际发展历程



资料来源：Wind、广证恒生

公司的发展历程经过了财务软件、ERP 软件和云服务转型三个阶段：

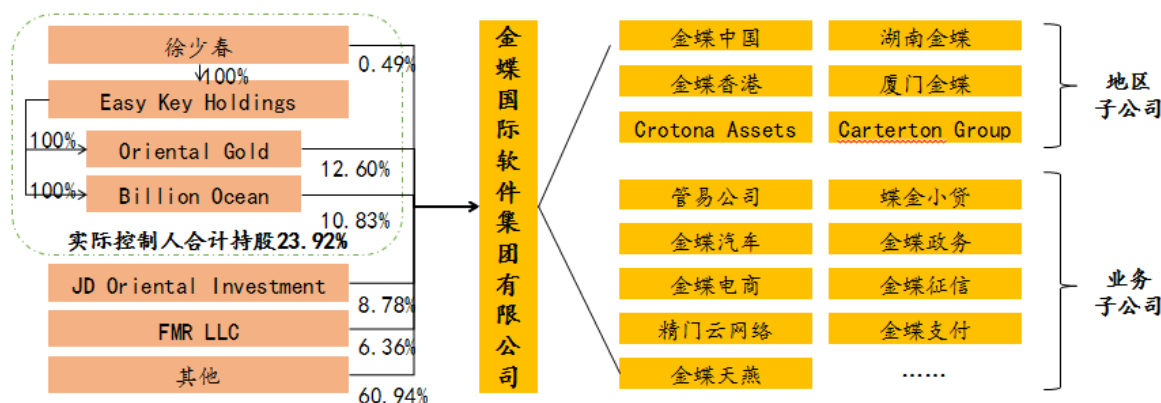
财务软件阶段（1993-1997 年）：徐少春于 1993 年在深圳创立金蝶公司，1996 年成功发布中国第一个基于 Windows 平台的财务软件。1998 年引入 IDG 资本 2000 万风险投资。

ERP 软件阶段（1997-2011 年）：1999 年金蝶发布金蝶 K/3，是全国首款基于互联网平台的三层结构的 ERP 软件。2005 年金蝶在港交所主板上市，2007 年发布在线记账及商务管理平台友商网。

云服务转型阶段（2011 年-至今）：2012 年金蝶进行全面云转型，2014 年发布成长性企业云管理平台金蝶云星空，2015 年获得京东战略投资，2017 年已成为亚马逊 AWS 云在中国的企业级合作伙伴，2018 年发布新一代大企业云服务平台金蝶云苍穹。

公司股权结构清晰，京东和富达战略持股。公司创始人徐少春是金蝶国际的实际控制人，通过 Easy Key Holdings 全资控股子公司 Oriental Gold Limited 和 Billion Ocean Limited 以及直接持股合计持有金蝶国际 23.92% 的股权。另外京东投资和富达基金分别战略持有公司 8.78% 和 6.36% 的股权。

图表2. 公司股权结构和主要子公司（截止至 2018 年 8 月 31 日）



资料来源：Wind、公司年报、广证恒生

此外，金蝶国际新设多家业务子公司开展各项 ERP 及云服务业务，包括：专注小微企业云服务领域的深圳精门云网络科技有限公司、提供电商云服务的管易公司、主营中间件产品的深圳金蝶天燕中间件有限公司、主营政务云产品的北京市金蝶政务软件有限公司，以及开展支付、小贷、征信和电商业务的相关子公司。

1.2 产品升级建立云生态体系，多个领域领跑云服务市场

公司将 ERP 软件升级至金蝶云服务产品，建立以金蝶云为核心的产品生态体系。公司拥有 ERP 软件和云服务两大产品线，针对大中小型企业市场进行从软件产品到云产品的升级：

- 1) 定位大型企业：EAS 企业管理软件=》金蝶云苍穹
- 2) 定位中型企业：K/3 企业管理软件=》金蝶云星空
- 3) 定位小型企业：KIS 企业管理软件=》精斗云

此外，公司还推出了 OA 协同管理产品云之家和电商云产品管易云，目前公司已经形成了以金蝶云平台为基础，以金蝶云（星空、苍穹）为核心，以精斗云、云之家、管易云为重点领域，以账无忧、车商悦、我家云、泾渭云等行业云为外延的云产品生态体系。

图表3. 以金蝶云为核心的产品生态体系



资料来源：公司宣传册、广证恒生

金蝶在企业管理软件市场中连续 14 年位居中国成长型企业市场占有率第一，在中国企业级 SaaS 云服务领域领跑市场。在金蝶云家族产品中，金蝶云（含金蝶云·星空、金蝶云·苍穹）、云之家、精斗云、管易云切入不同企业服务领域的不同需求，四朵云无论是在用户体验还是市场认可方面，都得到了成功验证，客户续费率持续达到 80%+。据 IDC《中国公有云市场 2017 年下半年跟踪报告》数据显示，金蝶以领先第二名 50% 的成绩获得第一；在 SaaS 财务云市场占有率高达 43.56%，超过第 2 到 15 名同行厂商的云收入总和。

图表4. 金蝶云产品家族

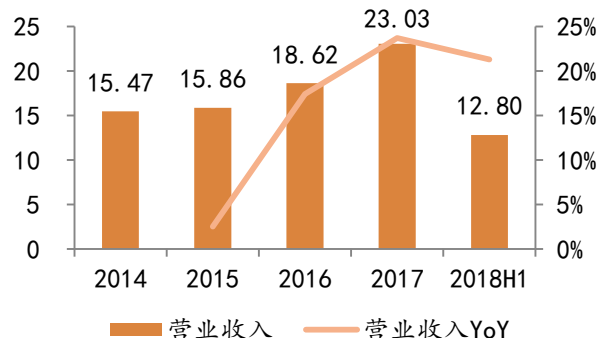


资料来源：公司官网、广证恒生

1.3 公司整体收入保持稳定，云服务增长优化业务结构

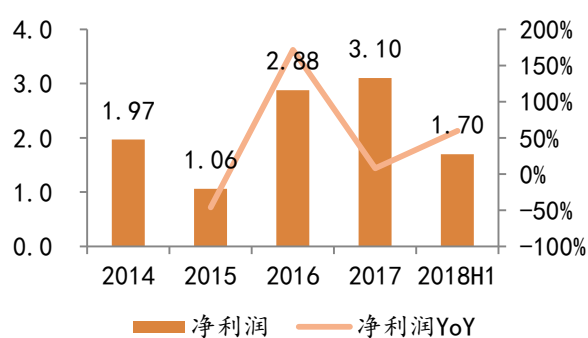
金蝶国际近五年营收和净利润增长稳定。2014-2017 年营业收入复合增长率为 14.2%，归母净利润复合增长率为 16.3%。其中 2018 年上半年营业收入 12.8 亿元，同比增长 21.3%，净利润为 1.7 亿元，同比增长 59.5%。净利润表现出现好转的主要原因是 ERP 软件业务景气度的回升和云服务业务亏损的减少。

图表5. 金蝶近 5 年营业收入及增长率 (亿元)



资料来源：公司年报、广证恒生

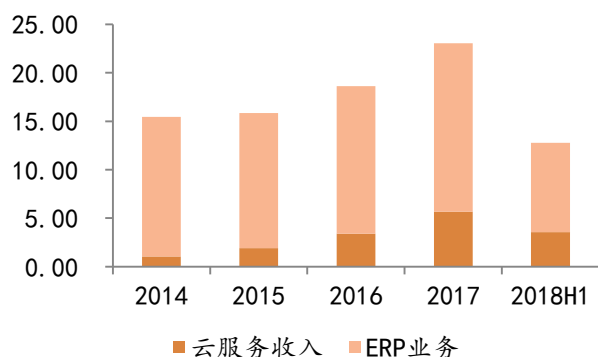
图表6. 金蝶近 5 年净利润及增长率 (亿元)



资料来源：公司年报、广证恒生

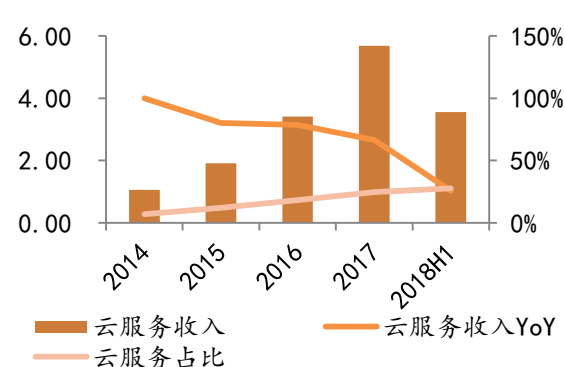
云服务高增长持续优化业务结构，未来有望实现盈亏平衡，成为新的利润增长点。2014-2017 年金蝶云业务增长非常快，在总营业收入中的占比由 6.9% 提升至 24.7%，公司业务结构不断优化。近 5 年公司云业务复合增速高达 75%，2017 年云业务实现营业收入 5.68 亿元，同比增长 66.6%。ERP 是公司传统业务，2017 年实现营业收入 17.35 亿元，营收占比 75.3%，随着市场的回暖保持稳定增长。云业务目前仍处于亏损状态，随着金蝶云用户的持续增长，未来几年有望实现盈亏平衡，成为公司新的盈利增长点。

图表7. 金蝶近 5 年业务结构变化 (亿元)



资料来源：公司年报、广证恒生

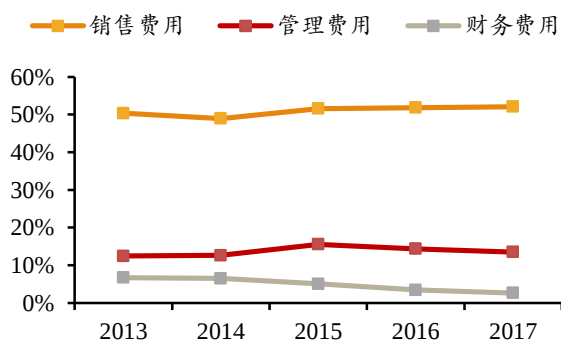
图表8. 金蝶近 5 年云业务增速及占比(亿元)



资料来源：公司年报、广证恒生

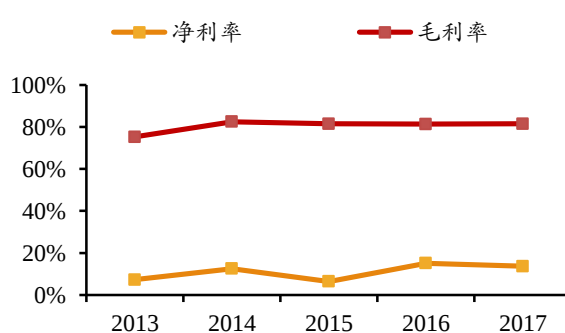
销售费用率不断提升，毛利率水平保持稳定。对于软件和 SaaS 企业，销售费用在公司成本费用中占比非常高，主要原因是公司需要按订单的一定比例给销售提成，造成企业获客成本居高不下。2014 年以来公司不断加大金蝶云的推广，销售费用率由 2014 年的 50.36% 提升至 2017 年的 52.11%。近五年公司毛利率保持稳定，净利率受到 ERP 市场景气度以及云业务亏损带来的影响呈现一定波动，2017 年公司整体毛利率为 81.5%，净利率为 13.6%。

图表9. 金蝶近五年期间费用变化情况



资料来源：公司年报、广证恒生

图表10. 金蝶近五年盈利能力变化情况



资料来源：公司年报、广证恒生

2. 云模式拓展长尾市场，先发获取市场是竞争关键

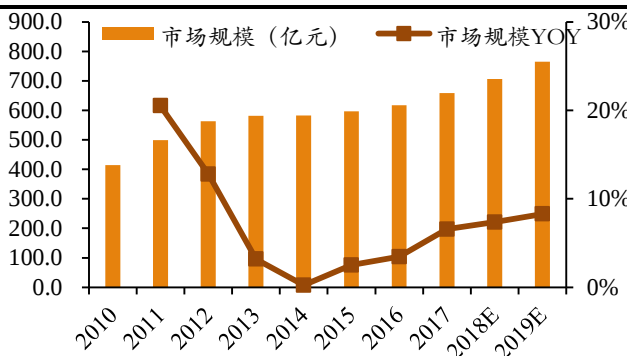
2.1 企业管理软件市场回暖，云 ERP 带动整体 ERP 市场增长

企业管理软件是面向企业、帮助企业管理者优化工作流程、提高工作效率的信息化系统。常见的企业管理软件系统包括 ERP (企业资源计划)、CRM (客户关系管理)、HR (人力资源)、OA (办公自动化)、财务管理软件系统，进销存系统，合同管理软件等。

近年来企业管理软件行业回暖，市场规模增速有望重回两位数。2012-2014 年间，受到宏观经济景气度和企业 IT 投资意愿等因素影响，国内主流的企业管理软件厂商面临低谷期，用友、金蝶等头部企业营收增速均有不同程度的下滑。2015 年以后国内企业管理软件市场需求逐渐回暖。根据智研咨询统计数据，2017 年我国企业管理软件市场规模约 658 亿元，同比增长 6.6%。

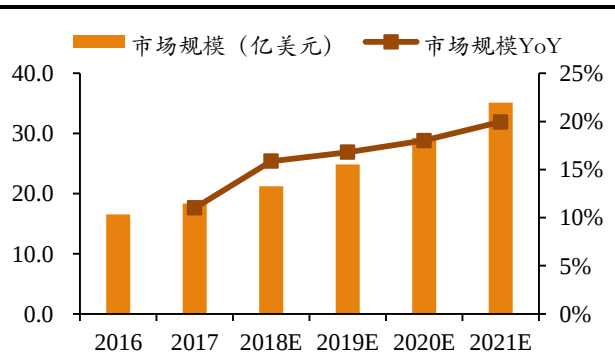
作为企业管理软件的主要大类 ERP (企业资源计划系统)，其增速高于行业整体，根据 IDC 统计数据，2017 年我国 ERP 市场规模约 18.3 亿美元，即 119 亿人民币，同比增长 11%，预计未来四年市场规模增速将保持在 15% 以上。

图表11. 我国企业管理软件市场规模及增长 (亿元)



资料来源：智研咨询、广证恒生

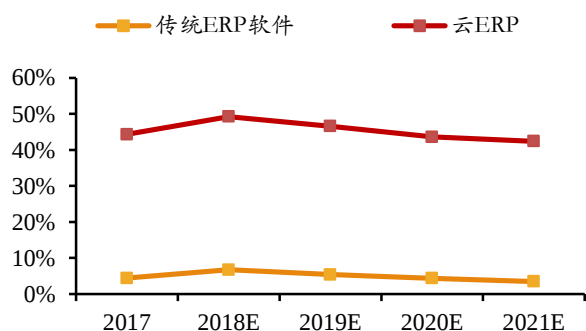
图表12. 我国 ERP 市场规模和增长预测 (亿美元)



资料来源：IDC、广证恒生

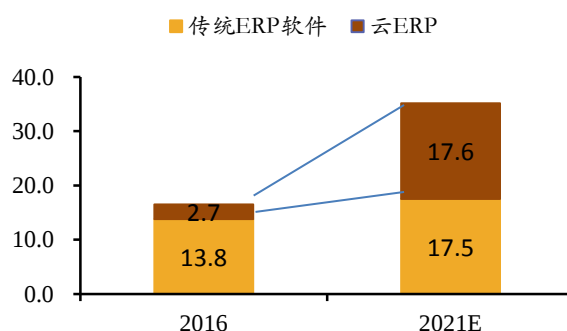
2021 年整体 ERP 市场规模超过 35 亿美元，云 ERP 市场规模复合增速接近为传统 ERP 的 10 倍。根据 IDC 统计数据，未来四年我国传统 ERP 软件增长维持在 7% 以内，云 ERP 增速保持在 40% 以上的高增长，后者复合增速接近为前者的 10 倍。预计 2021 年我国传统 ERP 与云 ERP 市场规模持平，整体行业市场规模超过 35 亿美元。

图表13. 传统ERP与云ERP未来增速对比



资料来源: IDC、广证恒生

图表14. 传统ERP与云ERP市场规模预测(亿元)



资料来源: IDC、广证恒生

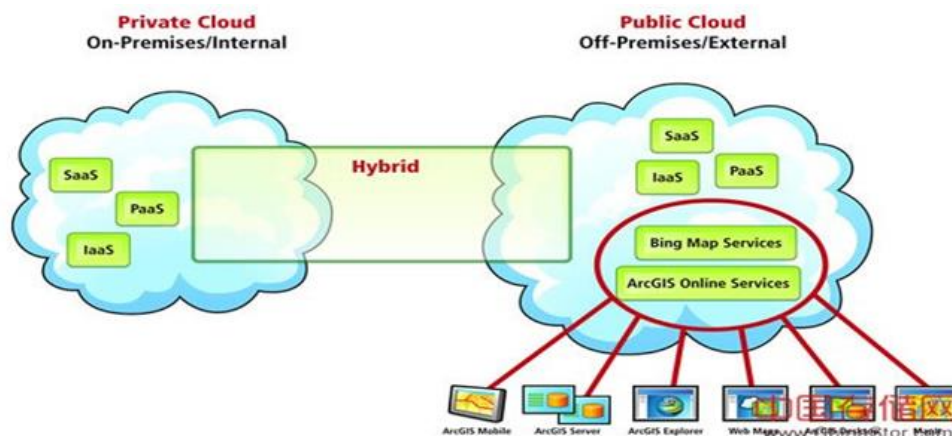
2.2 云模式降低IT采购成本, SaaS化转型拓展长尾市场

云计算是一种按使用量付费的模式:这种模式提供可用的、便捷的、按需的网络访问,进入可配置的计算资源共享池(资源包括网络,服务器,存储,应用软件,服务),这些资源能够被快速提供,只需投入很少的管理工作,或服务供应商进行很少的交互,具有虚拟化、超大规模、高可靠性、高可拓展性、按需服务等特征。

从资源归属的角度,云计算可划分为:公有云、私有云、混合云。

从服务形式的角度,云计算可划分为:基础设施即服务(IaaS),平台即服务(PaaS)和软件即服务(SaaS)。

图表15. 云服务按商业模式分类的组成图



资料来源: 中国存储网、广证恒生

云计算解决方案降低客户IT基础架构成本,提升灵活性,形成云生态:由于云计算按使用量付费的模式特征,企业在期初采购中能节省95%的成本。根据CSDN云计算统计,在传统企业软件采购成本中,硬件数据库采购、机房建设运营成本占比约20%,软件license费用占比约25%,实施费用占比约25%,定制开发费用占比约10%,售后支持费用占比约20%;使用云计算SaaS模式后,用户只需要按月/年支付订阅费和少量的实施费用,合计占比约原来传统软件采购成本的约20%,极大降低的企业软IT基础架构的成本。

云产品以线上服务为主,部署快速、简便,而且具备更大的灵活性和扩展能力。企业可以根据业务量的需求增加或减少云服务的采购量,如企业业务出现高速增长,只需增加购买云端计算、存储和带宽资源,满足业务增长的需要;如企业收缩业务线,也可通过减少和停用服务器,节省IT支持,避免资源浪费。

此外,云计算可以连接各类系统形成云生态,打破信息孤岛,让数据真正流动起来。云生态是一个开放的环境,以计算、存储、带宽等基础,融合进CDN、云安全、负载均衡、云数据库等多种云服务,企业基于开放的云平台将各类业务系统的数据实现有效对接流转,打破信息孤岛,使得数据真正流动起来,从而可以做到精准分析,挖掘数据价值。

图表16. 传统企业软件和 SaaS 模式用户采购成本对比

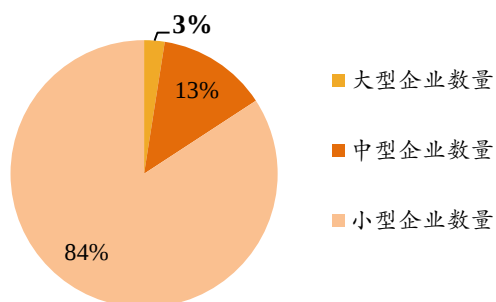


资料来源: CSDN 云计算、广证恒生

云计算按需付费降低了企业管理软件的采购门槛, 拓展中小企业长尾市场。企业管理软件产品 SaaS 化之后, 能极大的降低企业的采购门槛, 原来无力购买和使用盗版的小型企业转化为目标客户。假设企业购买一款大型 ERP 软件产品的售价为 250-500 万, 改为购买 SaaS 产品之后, 企业只需支付每年 25-50 万的订阅费即可获得相应的 ERP 服务, 同时还省去了机房建设、硬件购买、软件实施、定制开发等一系列成本。

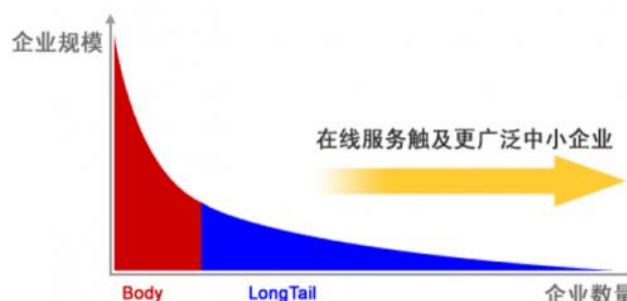
根据统计局数据显示, 我国大中小型企业数量分别为 0.92 万家、4.96 万家和 31.40 万家, 占比分别为 3%、13%和 84%; 中小型企业数量占比合计达到 97%, SaaS 服务触及更广泛的中小企业, 拓展长尾市场, 打开成长空间。

图表17. 我国大中小型企业数量及占比



资料来源: 国家统计局、广证恒生

图表18. 商业领域长尾效应理论示意图



资料来源: 百度百科、广证恒生

由于低门槛、灵活性和拓展性强等原因, 当前阶段云服务转化更适用于中小企业。Gartner 曾预计到 2018 年将会有 30% 的 ERP 系统迁移到云端, 就目前中国市场的现状来看, 大型企业 ERP 上云的案例寥寥无几, 这 30% 的上云趋势显然更容易出现在中小企业群体中。分析主要原因有三点:

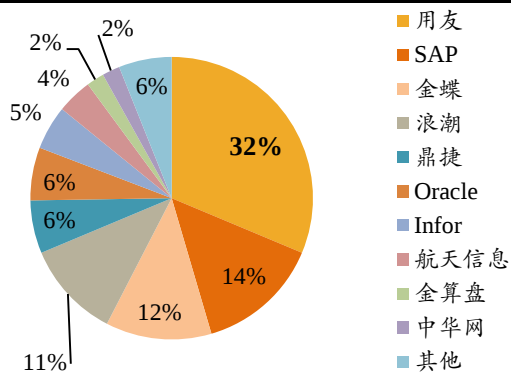
- 1) 大型企业往往已经具备相对成熟的 ERP 应用, 所谓船大调头难, 系统的迁移通常牵一发而动全身, 更涉及众多业务部门和员工的利益, 大型企业在选择改变时一般非常谨慎。
- 2) 其次, 大型企业在 ERP 应用中往往结合具体业务进行了大量二次开发, 在高度专业化的领域做了大量投入, 这些具有行业个性化、甚至企业个性化的应用, 无法保证在 ERP 云化过程中顺畅地切换。
- 3) 安全方面的原因。尽管云 ERP 供应商已经做出了巨大的努力来降低安全方面的隐患, 但大型企业的顾虑会更多一些, 将企业数据尤其是财务等核心数据放在云端, 大型企业相比于中小企业会更加谨慎, 这也导致它们对 ERP 上云持观望态度。

所以, 云 ERP 现阶段更适合中小型企业, 它们更加灵活、不会墨守陈规, 更容易享受到云模式下购买、部署和实施的灵活性, 云 ERP 可以减少企业在软件授权和相配套硬件上的一次性投入, 同时也可以提高 ERP 的部署效率。

2.3 外资厂商主导高端市场，国产替代国内龙头最为受益

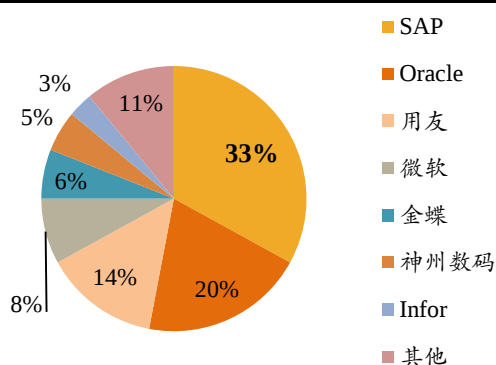
ERP 市场 Top4 市场份额超过 68%，高端市场外资厂商主导。从整体 ERP 市场看，Top4 厂商分别为用友（31%）、SAP（14%）、金蝶（12%）和浪潮（11%），合计市场份额达到 68%，市场集中度较高。在高端市场领域，外资厂商 SAP（33%）、Oracle（23%）占据半壁江山，国内龙头厂商用友（14%）、金蝶（8%）正在赶超。我们认为随着自主可控进程的加快，国内厂商实现国产化替代是大势所趋。

图表19. 中国整体 ERP 市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院、广证恒生

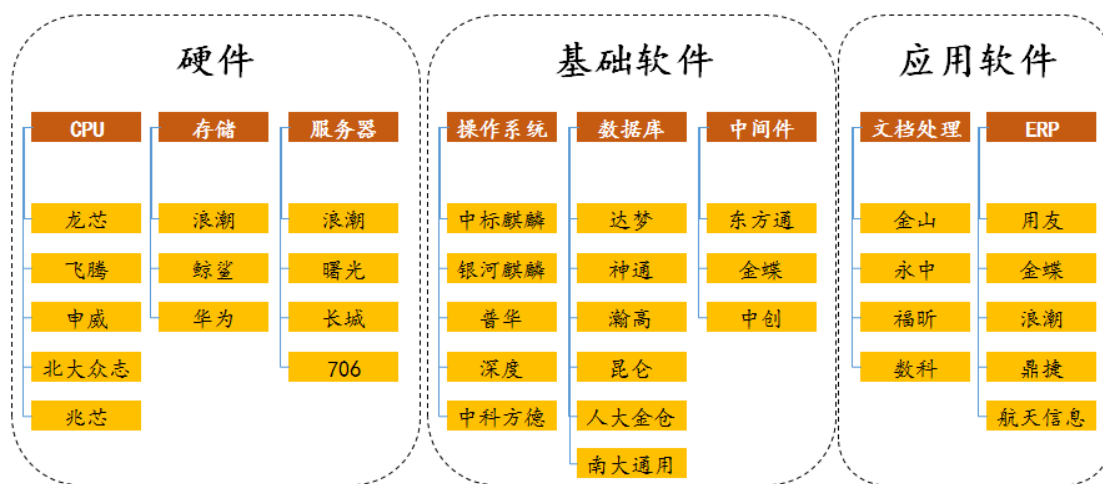
图表20. 中国高端 ERP 市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院、广证恒生

在强化自主可控、促进国产替代的趋势下，应用软件领域国产 ERP 龙头最为受益。全球科技创新活动密集活跃，“中兴事件”表明核心技术受制于人将为大国崛起带来阻碍，并且国外软、硬件的预装“后门”也会带来网络信息安全隐患，只有把关键核心技术掌握在自己手中，才能从根本上保障国家经济安全、国防安全和其他安全。国家领导多次在会议中强调，关键科学技术是国之重器，应努力推动核心芯片、操作系统、服务器、应用软件等科技制造领域的自主研发与应用。

图表21. 自主可控体系下受益国产替代的厂商



资料来源：公开资料整理、广证恒生

当前正处于新旧动能转换的关键时刻，国产替代加速将为自主可控领域的成长提供强劲动力。随着《国家信息化发展战略纲要》发布，央企等关键行业包括 ERP 在内的管理信息化系统的信息安全性将愈发受到重视。作为企业信息化的神经中枢系统，ERP 可以采集到企业众多维度的经营数据，从信息安全角度考虑 ERP 的国产化势在必行，未来的替代力度将得到加强。目前国内厂商在 ERP 高端市场的占有率合计不足一半，也就是说仍有超过 50% 以上的可替代空间。高端市场主要针对大型和超大型的企业客户，产品溢价高，利润空间大。金蝶是我国 ERP 领域最具实力的龙头厂商之一，在国产替代浪潮中更为受益。

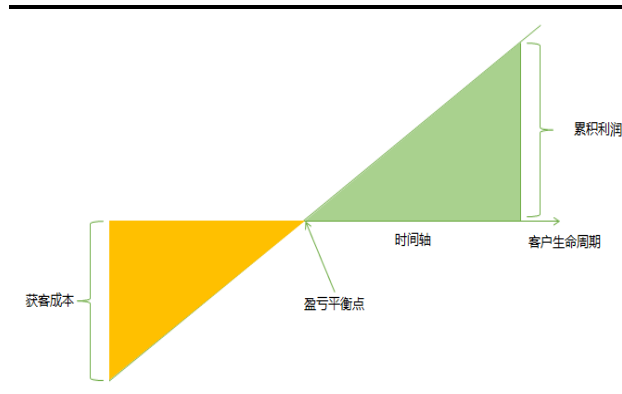
2.4 先发抢占市场份额是竞争关键，规模效应后期业绩弹性大

ERP 软件流程复杂用户替换成本较高，先发获取市场份额是 SaaS 厂商竞争关键。ERP 本身是一个相对较重的软件和应用，产品流程复杂学习成本较高，用户的使用习惯较难改变，从而转移成本也比较高；SaaS ERP 服务的数据主要沉淀在云端，数据转移也相对比较麻烦，企业一般不轻易替换 ERP 产品提供商，SaaS ERP 厂商的客户粘性较高。所以更早、更快的获取新客户，赢得更多的市场份额成为 SaaS ERP 厂商竞争的关键。

成本一次投入与收入分期确认导致 SaaS 厂商前期亏损，规模效应后期业绩弹性非常大。较于传统软件公司，SaaS 公司的成本是一次性付出，但是单个客户的收入却是分期确认，因此每获取一个客户，早期都会“入不敷出”，再加上早期客户较少，研发成本无法有效分摊，这反映在账面上，公司必然亏损。SaaS 行业具有非常明显的规模效应，只要续费率保持高位，客户的生命周期越长，后期回报越大，公司未来业绩弹性也越大。

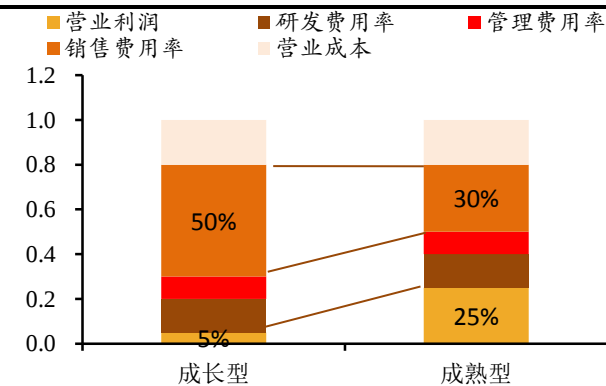
通过对比分析美股市场上成长性和成熟性两类软件公司的财务特征，我们发现：两类公司在营业成本率、管理费用率、研发费用率大体相当，企业成长过程中，销售费用率逐步由 50% 下降至 25%-30% 左右，而净利率由 5% 提升至 20%-25% 左右，分析结果验证了软件公司后期净利润的来源。

图表22. SaaS 服务商现金改善模型



资料来源：Wind、广证恒生

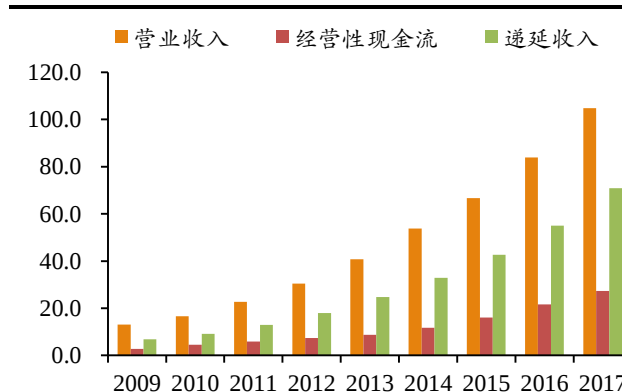
图表23. 软件公司成长过程中收入成本结构变化



资料来源：公司年报、广证恒生

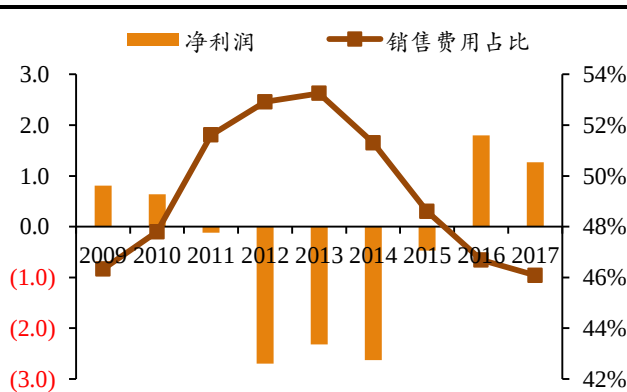
对标海外 SaaS 龙头 Salesforce，我们发现公司的发展同样遵循上述的市场份额优先的竞争策略。2010-2018 年公司的营业收入由 13.06 亿美元增长至 104.8 亿美元 8 年间复合增速高达 29.7%，与此同时，经营性现金流和递延收入亦出现高速增长的趋势，8 年复合增速分别为 33.5% 和 33.8%。但是从净利润方面来看，一直处于盈亏平衡的边缘，大量的销售费用（销售费用占总收入的比重一直维持在 50% 左右）是致使公司亏损的主要原因，且销售费用率与净利润呈现反向相关性。

图表24. Salesforce 收入和现金流变化（亿美元）



资料来源：公司年报、广证恒生

图表25. Salesforce 历年销售费用率变化(亿美元)



资料来源：公司年报、广证恒生

3. 产品领先奠定先发优势，SaaS 模式提升公司估值

3.1 产品线齐全、产品成熟度更高，性能更具优越性

金蝶拥有企业管理软件和云服务 2 条产品线，云产品不断丰富构建云生态。从产品功能上看，金蝶产品包括财务管理、协同管理、供应链管理、CRM、智能制造等应用领域；从行业分布来看，金蝶产品覆盖了机械、化工、医疗、建筑、食品、商贸等行业。从产品形态上看，金蝶拥有企业管理软件和云服务 2 条产品线，云产品不断丰富构建云生态。

管理软件领域公司推出 EAS、K/3 wise、KIS 三大 ERP 产品系列。其中 EAS 主要适用于大型集团，K/3 wise 和 KIS 系列分别适用于中小型企业和小微型企业。

云服务领域公司推出星空云、苍穹云、精斗云、管易云和云之家五款产品。目前的主打产品为星空云，主要应用于成长型企业。二代产品苍穹云处于推广阶段，主要针对大型企业。精斗云是针对小微企业的云服务 APP，关于云是电商云服务平台，云之家是移动办公 APP。

业务分类	市场定位	产品名称	IaaS 基础	主要客户	备注
ERP 业务	大型企业市场	EAS		海亮集团、九州通、西王集团	实施周期 1-2 年，软件费用 250 万-350 万，每个模块 2-3 万，方案生命周期大于 10 年
	中小型企业市场	K3		航盛集团、好想你	软件费用 30-50 万，每个模块报价 4 千-3 万。
		KIS		苏雪达	每个模块 2 百-1 千，针对小微型企业。
金蝶云	中大型企业市场	星空云	AWS	云南白药、尚品宅配、梅花伞业	实施周期 2-3 个月，年费 5-10 万
		苍穹云	AWS、华为云	华为基建、江苏益客、温氏集团	实施周期半年，年费 30-50 万，面对大型/超大型企业
	小微企业市场	精斗云	腾讯云	巴黎贝甜、赛迪网	财务、进销存管理，付费用户同比增长 75%，续费率 70%
		管易云	阿里云	贝因美、歌瑞尔	电商云服务，客户包括富士康、中科资源
		云之家	金山云	海尔集团、万科	大中型企业 OA 移动办公市场占有率第一
创新业务	各类市场	天燕		光大银行	主要布局央企及政府市场
		汽车云		国贸汽车、中升集团	产品覆盖中国汽车经销商集团百强榜中 47% 的企业
		金蝶贷付			供应商金融，基于金蝶 EAS 移动分销平台与金蝶云平台的在线信用融资产品。
		泾渭云			大数据征信平台

■ 金蝶云：云 ERP 研发早，市场成熟度较高

金蝶·星空云 (1.0 版) 是金蝶在移动互联网时代基于最新技术研发的一款战略性 ERP 产品。帮助客户实现多组织异地协同、财务精益化集中管控、全渠道 O2O 营销平台供应链高效管理、生产制造智能化，同时，其线上部署模式，让客户随时随地轻松办公。星空云主要的应用场景包括财务云、制造云、供应链云、移动办公和全渠道云。

金蝶·苍穹云 (2.0 版) 是公司最新推出的自主可控和基于云原生架构的企业级云服务平台，利用动态领域模型等核心技术满足企业个性化需求，利用云计算能力提供实时的业务和实时数据洞察力，从流程管控到人人协作，实现自动弹性伸缩，按照需求使用资源，实现人、体验与生态的有机融合。苍穹云主要的 SaaS 服务包括：员工服务云、财务服务云、人力云服务、采购云服务、渠道云服务等。

图表26. 金蝶云·星空三级架构图



资料来源：公司官网、广证恒生

图表27. 金蝶云·苍穹六大核心特征



资料来源：公司官网、广证恒生

相对于传统 ERP 软件，金蝶云服务产品在实施周期、设备采购、升级服务、数据和系统安全方面有许多优越性。客户无需购买 ERP 软件，只需借助互联网，在“云端”（即线上）进行一站式部署，并缴纳平台租赁费。相比传统线下模式，大幅度降低成本，助力客户快速向云端转型。

图表28. 传统 ERP 软件和金蝶云服务的差异

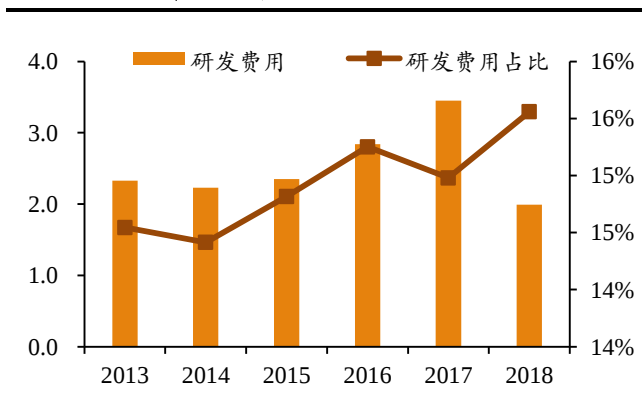
项目	传统 ERP 软件	金蝶云服务
实施周期	3-6 个月，包括设备采购、安装调试和部署。	在线申请，15 分钟完成，无需采购设备、安装部署等。
访问模式	客户端访问，C/S 架构	多线 BGP 网络接入，浏览器访问，B/S 架构
服务器	客户自己购买	金蝶和亚马逊 AWS 提供
数据存储	本地存储	本地存储/亚马逊 AWS 服务器存储
服务	收费、预约上门服务	免费，10 分钟内相应问题处理
升级	收费	免费
IT 运维	客户自己运维，成本较高	无运维成本，SaaS 厂商总提供 7*24 小时技术支持
数据/系统安全	需自行备份数据，普通安全级别	数据多重冷备，系统、服务器双重网络保护。

资料来源：公开资料整理、公司年报、广证恒生

3.2 持续加大研发投入和推广力度，奠定先发优势

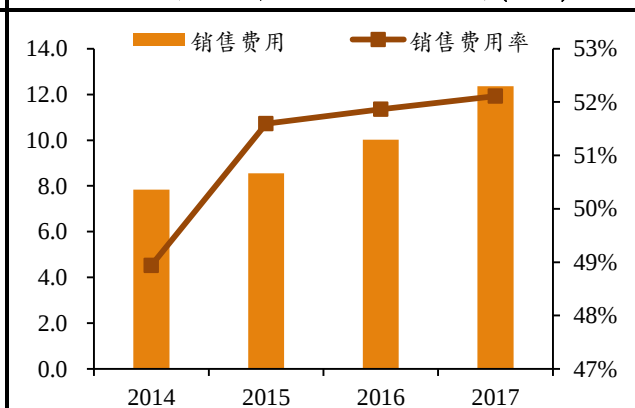
研发投入和销售费用持续增长，保持云产品持续创新和领先。金蝶从 2012 年云转型以来，一直致力于云产品的研发和创新，不断建设销售团队，拓宽营销渠道，长期领跑企业级云服务市场。近 5 年公司的研发投入逐年增长，2017 年公司投入研发费用 3.45 亿元，占营业成本 15%。近 5 年公司的销售费用率由 49% 提升至 52%，2017 年销售费用为 12.4 亿元，同比增长 23.35%。

图表29. 近年来金蝶研发投入及占比情况



资料来源：公司年报、广证恒生

图表30. 金蝶近 5 年销售费用及费用率(亿元)

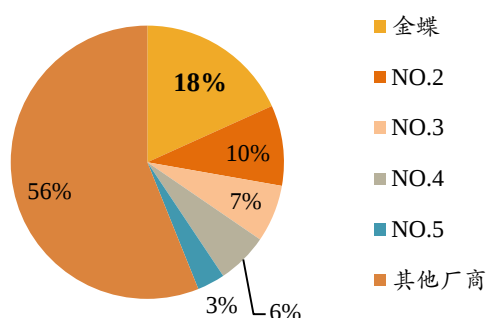


资料来源：公司年报、广证恒生

金蝶云在中国企业级 SaaS 应用软件市场排名第一。据 IDC 最新《中国公有云服务市场半年度跟踪报告》数据显示，金蝶 2017 年上半年在整体 SaaS 市场占有率蝉联第一，同时在 SaaS ERP 和 SaaS 财务云领

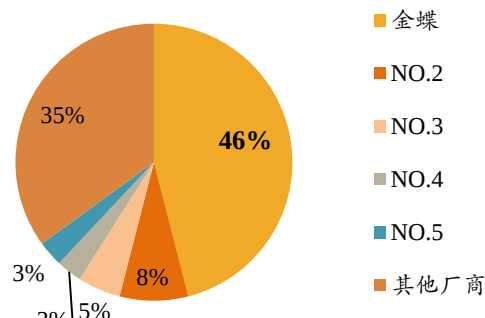
域，分别以 18.25%、及 46% 的市场份额排名第一，金蝶云已经成为我国 ERP 云化市场的领导厂商，先发优势明显。

图表31. 2017H1 SaaS ERP 中国市场占有率



资料来源：IDC 中国、广证恒生

图表32. 2017H1 SaaS 财务云中国市场占有率

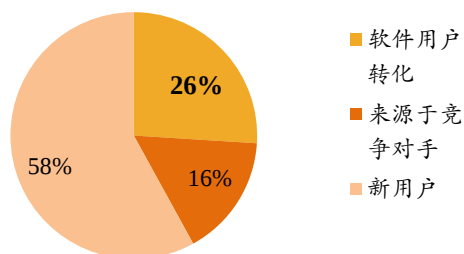


资料来源：IDC 中国、广证恒生

3.3 金蝶云 74%为外部用户，续费率 80%用户粘性高

金蝶云 74% 的新增用户为外部用户，云服务客户中 79.7% 来源于成长性企业。2017 年金蝶云新增用户统计结果显示，由公司原 ERP 软件转化过来的用户占比只有 26%，58% 的用户为非 ERP 用户，还有 16% 的用户来源于竞争对手，意味金蝶云的新增用户中有 74% 为外部用户。在这些新增用户中，79.7% 是快速成长的新锐企业，如 OfO、亿航无人机、Makeblock 等；11.9% 的客户是集团型企业的创新业务板块，如华为零售终端事业群、腾讯、可口可乐粗粮王、中兴 Nubia 等，这两类公司是当下中国经济结构中最具生命力的企业。

图表33. 金蝶云 ERP 客户的主要来源



资料来源：公司年报、广证恒生

图表34. 金蝶云服务的主要客户



资料来源：公司年报、广证恒生

在金蝶云家族产品中，金蝶云、云之家、精斗云、管易云切入不同企业服务领域的不同需求，四朵云无论是在用户体验还是市场认可方面都得到了客户验证。金蝶云作为金蝶最核心的云服务产品，专注于大中型企业市场，公有云年复合增长率超过 300%，客户续费率持续达到 80%，处于行业领先水平。

图表35. 金蝶云各项产品相关指标 (2018 年 H1)

	金蝶云	精斗云	管易云	云之家
服务内容	ERP 企业管理系统	财会 SaaS 云服务	电商云服务	移动办公协作
客户定位	大中型企业	小微企业	电商平台	多类型企业
市场状况	云 ERP 领域市场占有率第一	财务云服务平台排名第一	2016 年企业内部管理软件 TOP1，系统运行零失误	连续两年中国移动办公市场领导者
收入	同比增长 43%	同比增长 30%	同比增长 17%	
用户数	7500 家，同比增长 110%	16 万付费用户，同比增长 28%	7000 家用户，同比增长 20%	350 万+企业 3000 万+注册用户
续费率	80% 以上	70% 以上	70% 以上	-

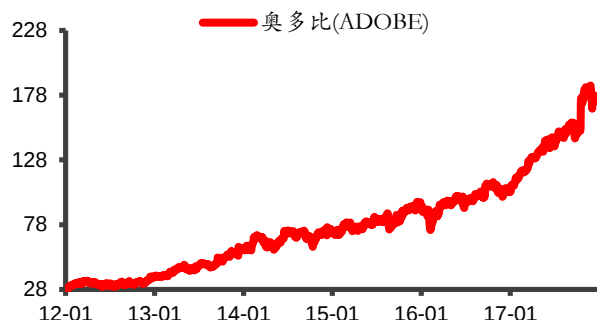
资料来源：公司官网、广证恒生

3.4 SaaS 模式提升公司估值，未来有望实现盈亏平衡

SaaS 模式改善公司现金流，提升云服务企业整体估值。根据现金流折现模型 DCF(Discounted cash flow) 的定义，企业的估值等于未来现金流按一定的折现率折合的现值。在 SaaS 模式下，客户需要定期支付（预付）软件服务使用费，软件企业的现金流趋于稳定且具有较强的可预测性，显著降低现金流入的不确定性，未来收益的风险降低，折现率相应的降低，进而企业的估值得到提升。

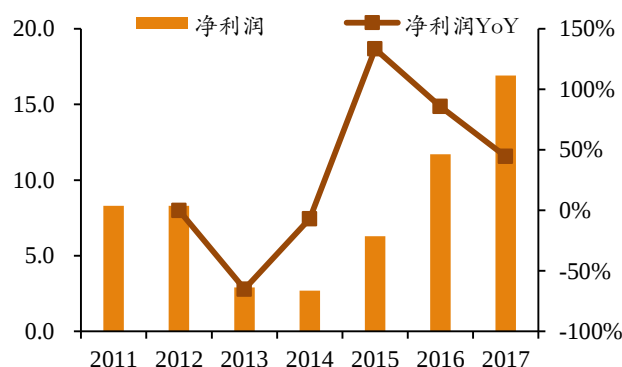
我们选取云服务转型成功的 Adobe 为例，从股价（前复权）走势来看，Adobe 公司的股价从 2012 年初的 28.57 美元大幅上涨到 2017 年底的 175 美元，上涨了 6.13 倍，同期净利润从 8.3 亿美元增长至 16.94 亿美元，仅增长了 2 倍。我们认为，其余的上涨空间主要来自于市场对公司 SaaS 模式的认可，从而导致对公司估值的抬升。

图表36. 2012-2017 年末 Adobe 股价走势图（美元）



资料来源：Wind、广证恒生

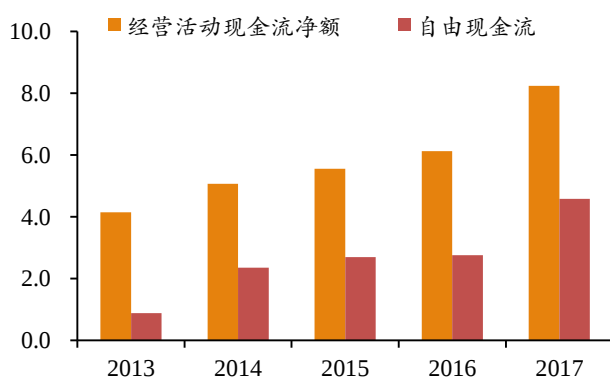
图表37. 2012-2017 年末 Adobe 净利润（亿美元）



资料来源：Wind、广证恒生

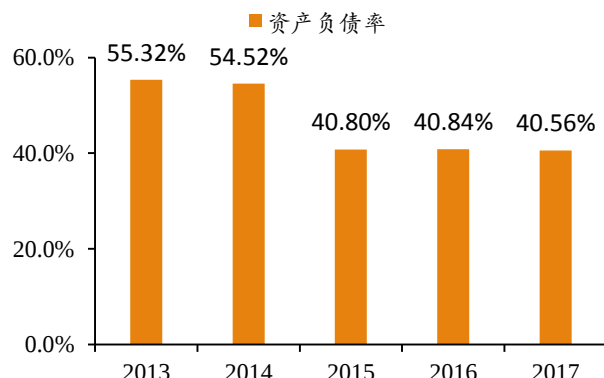
受益于云模式，金蝶近五年现金流明显改善，资产负债率逐年降低。2013-2017 年金蝶经营活动现金流由 4.15 亿元增长至 8.24 亿元，自由现金流由 0.88 亿元增长至 4.58 亿元，现金流质量明显改善。同时资产负债率由 55.32% 下降至 40.56%，财务杠杆减少。

图表38. 金蝶近 5 年现金流变化情况（亿元）



资料来源：Wind、广证恒生

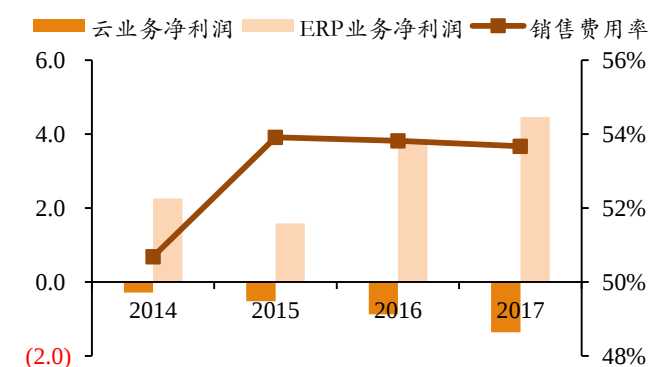
图表39. 金蝶近 5 年资产负债率情况



资料来源：Wind、广证恒生

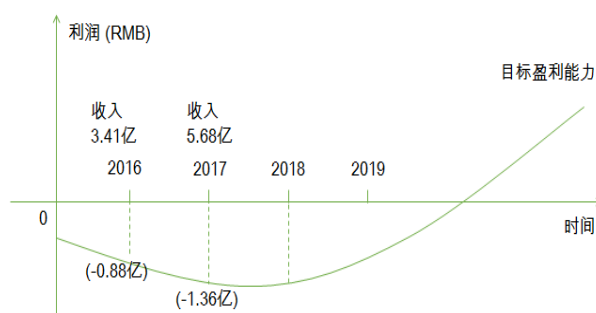
云业务营收占比逐年增加，未来有望实现盈亏平衡。由于云业务早期的研发投入和一次性销售费用，云业务呈现出先亏损再盈利的财务特性。2017 年公司云业务净利润亏损 1.36 亿元，随着金蝶云苍穹的试点推广和金蝶云星空用户数量的增长，未来几年云业务有望停止亏损，实现盈利。

图表40. 云和 ERP 净利润情况



资料来源: 公司年报、广证恒生

图表41. 金蝶云业务实现盈利时间预测 (亿元)



资料来源: 公司宣传册、广证恒生

4. 盈利预测

根据对公司业务的分析及相应市场评估, 我们对其 2018-2020 年的业务盈利状况进行了如下假设和分析 (单位: 百万港元, 按最新汇率计算):

关键假设: 1) 宏观经济放缓对企业 IT 支出的减少有限。2) 企业通过信息化升级降低管理成本的需求越发迫切。3) 中小企业用户对云化产品的接受度提升, 市场逐步成熟。4) ERP 行业市场竞争格局相对稳定。5) 新一代金蝶云产品苍穹推广顺利。

分析预测:

1) 云 ERP 仍处于早期市场开拓阶段, 苍穹 19 年有望带动金蝶云持续高增长, 预计未来三年金蝶云增速保持在 50% 以上。管易云受电商线上流量放缓的影响, 未来三年增速在 10% 以内。精斗云适用于小微企业, 新用户增长比较快, 目前体量较小。整体上, 金蝶云占比的提升有望逐步抵消管易云增速降档带来的影响, 我们预计云业务 2018-2020 年的增速为 40%、49%、50%。

2) 由于宏观环境放缓造成企业 IT 支出的减少, ERP 市场需求会受到一定影响, 考虑到金蝶作为头部企业有望获得高于行业的增长, 预计 2018-2020 年的增速为 12%、7%、5%。

图表42. 公司营业收入假设与预测

业务 (百万港元)		2017	2018E	2019E	2020E
公司整体	收入	2761.07	3284.17	3917.29	4751.51
	同比增长	23.68%	18.95%	19.28%	21.30%
云服务	收入	680.98	954.47	1424.51	2134.09
	同比增长	66.57%	40.16%	49.25%	49.81%
	业务占比	25%	29%	36%	45%
ERP 业务	收入	2080.09	2329.70	2492.78	2617.42
	同比增长	14.07%	12.00%	7.00%	5.00%
	业务占比	75%	71%	64%	55%

数据来源: wind、广证恒生

盈利预测与估值: 我们预测 2018-2020 年公司归母净利润分别为 4.42 亿、5.33 亿、6.53 亿港元, 对应 EPS 分别为 0.13、0.16、0.20 港元, 当前股价对应估值分别为 53、44、36 倍。采用分部估值法, 云业务对标海外可比公司给予 12 倍 PS, 对应市值 171 亿元, ERP 业务给予 17 倍 PE, 对应市值 109 亿元, 公司整体目标市值 280 亿元; 6 个月目标价 8.48 元, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。



图表43. 可比公司估值水平

证券名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2019EPS (元)	2019 营收 (亿元)	2019PE	2019PS
用友网络	22.2	424.4	0.5	105.5	45.6	4.0
Oracle	320.4	11,500.7	22.2	2,837.8	14.4	4.1
Adobe	1,549.8	7,565.2	43.6	776.1	35.5	9.7
Salesforce	904.8	6,922.1	6.8	1,116.2	132.3	6.2
金蝶国际	6.5	215.9	0.1	30.7	43.0	7.0

资料来源: Wind、港澳资讯、广证恒生

5. 风险提示

ERP 市场竞争加剧; 苍穹云的推广进度低于预期; 金蝶云用户增长率和续费率下降的风险。



附录：公司财务预测表

财务报表预测及比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1001.87	1987.70	3091.80	4181.65	营业额	2761.62	3284.83	3918.07	4752.45
应收账款	180.69	214.92	256.36	310.95	销售成本	511.90	610.56	728.88	882.79
预付款项、按金及其他应收	929.93	942.66	1073.44	1236.94	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	1481.70	1778.73	2141.22	2578.21
存货	16.85	20.10	24.00	29.06	管理费用	797.89	922.90	1100.82	1335.25
其他流动资产	1789.52	1642.41	1567.23	1663.36	财务费用	32.50	68.21	60.51	56.67
流动资产总计	3918.87	4807.80	6012.82	7421.96	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	37.67	12.63	-8.15	-27.03	投资收益	-18.26	-25.04	-20.78	-18.88
固定资产	611.69	600.20	741.70	1004.86	公允价值变动损益	115.60	157.85	224.43	284.05
在建工程	0.00	125.00	225.00	325.00	营业利润	34.96	37.23	90.29	164.71
无形资产	845.76	725.63	622.17	510.38	其他非经营损益	418.73	401.98	442.17	490.81
长期待摊费用	0.00	50.00	50.00	50.00	税前利润	453.69	439.20	532.46	655.52
其他非流动资产	2423.39	2195.83	1961.63	1720.79	所得税	65.71	-13.66	-13.66	-13.66
非流动资产合计	3918.51	3709.29	3592.35	3584.00	税后利润	387.98	452.86	546.12	669.18
资产总计	7837.38	8517.09	9605.17	11005.97	归属于非控股股东利润	16.31	10.93	13.18	16.15
短期借款	185.86	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	371.66	441.93	532.94	653.03
应付账款	22.22	26.50	31.64	38.32	EBITDA	486.19	1091.59	1289.13	1501.66
其他流动负债	1351.16	1759.59	2296.42	3021.35	NOPLAT	-113.84	-38.76	-59.98	-49.02
流动负债合计	1559.24	1786.09	2328.06	3059.67	EPS (元)	0.11	0.13	0.16	0.20
长期借款	1430.89	1430.89	1430.89	1430.89	主要财务比率				
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
非流动负债合计	1430.89	1430.89	1430.89	1430.89	成长能力				
负债合计	2990.13	3216.98	3758.95	4490.56	营收额增长率	0.33	0.19	0.19	0.21
股本	85.84	85.84	85.84	85.84	EBIT增长率	0.89	0.04	0.17	0.20
储备	4704.17	4704.17	4704.17	4704.17	EBITDA增长率	0.89	1.25	0.18	0.16
留存收益	0.00	441.93	974.87	1627.89	税后利润增长率	0.21	0.17	0.21	0.23
归属于母公司股东权益	4790.01	5231.94	5764.88	6417.91	盈利能力				
归属于非控股股东权益	57.23	68.16	81.35	97.50	毛利率	0.81	0.81	0.81	0.81
权益合计	4847.25	5300.11	5846.23	6515.41	净利率	0.14	0.14	0.14	0.14
负债和权益合计	7837.38	8517.09	9605.17	11005.97	ROE	0.08	0.08	0.09	0.10
现金流量表					ROA	0.05	0.05	0.06	0.06
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01
税后经营利润	-53.34	-95.58	-113.36	-100.46	估值倍数				
折旧与摊销	0.00	584.18	696.16	789.47	P/E	62.58	52.63	43.64	35.62
财务费用	32.50	68.21	60.51	56.67	P/S	8.42	7.08	5.94	4.89
其他经营资金	1008.36	509.60	441.04	412.33	P/B	4.86	4.45	4.03	3.62
经营性现金净流量	987.52	1066.41	1084.35	1158.00	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性现金净流量	-1163.95	173.48	80.26	-11.48	EV/EBIT	4.56	3.35	1.56	0.38
筹资性现金净流量	-282.92	-254.07	-60.51	-56.67	EV/EBITDA	4.56	1.56	0.72	0.18
现金流量净额	-459.34	985.83	1104.10	1089.85	EV/NOPLAT	-19.49	-43.84	-15.42	-5.47

数据来源：同花顺iFinD



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。