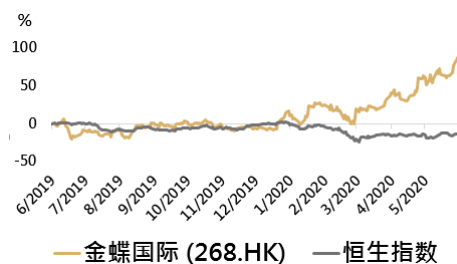


2020年6月23日

云起龙骧 谁得天下

市场表现



资料来源：万得

资料截至 2020 年 6 月 23 日

投资要点

■ 数字经济迎来革命性创新

2020 年的疫情间接加快了数字经济的发展步伐，未来数字经济将成为拉动经济增长的一个重要引擎，各行业数字化转型步伐将大大加快。2018 年，我国数字经济规模达 31.3 万亿元，占国内生产总值(GDP)的比重达 34.8%。伴随着「新基建」号角吹响，云计算作为「新基建」的技术支撑和基础设施再次迎来暖风。

■ 云计算市场规模持续增长，阿里云 IaaS 领跑全国

中国 2018 年各行业企业上云率在 40%左右；同年美国的企业上云率达到 85%以上，可见国内云发展的空间极大。随着传统企业上云进程加快，在政府引导和企业需求驱动下，云计算规模持续扩张。目前阿里、腾讯、中国电信、华为、AWS 位居 IaaS+PaaS 及 IaaS 市场前五，均占据近 75-80%的市场份额，持续拉大领先优势，呈现出「一超多强」的格局。

■ 我国对 SaaS 的探索仍在路上

当前我国 SaaS 行业市场规模高速增长，2018 年中国 SaaS 市场规模占应用软件的比例上升至 13%，不过相比西方趋于成熟的 SaaS 市场，国内市场仍处于发展初期，考虑到 i) 企业由依赖人口红利转为精细化管理；ii) SaaS 相比传统软件优势明显，具成本及效率优势；iii) 过低的企业 IT 支出会在数字经济大背景下出现逆转，预期 SaaS 渗透率会再提升。

■ 金蝶(00268)可受惠 ERP 国产替代浪潮

自 2018 年，中美摩擦在科技领域上频生，外部环境变化不断，迫使国家追求发展全产业链的决心，加强核心技术为大势所趋，而金蝶作为国内领先 ERP 企业，可直接受惠国产替代浪潮。考虑到 i) 预期用户数增加带来的规模效应；ii) 企业前期烧钱阶段总会过去；iii) 续费率能保持高位，金蝶现时的高估值可以理解。根据分类加总估值法(SOTP)，我们得出公司合理股价为 17.45 港元，给予「持有」评级。

谭美琪 Cynthia Tam

CFA

宝新证券研究部助理经理

电话：(852) 2379 8906

电邮：

cynthia.tam@hk1282sec.com

更多：



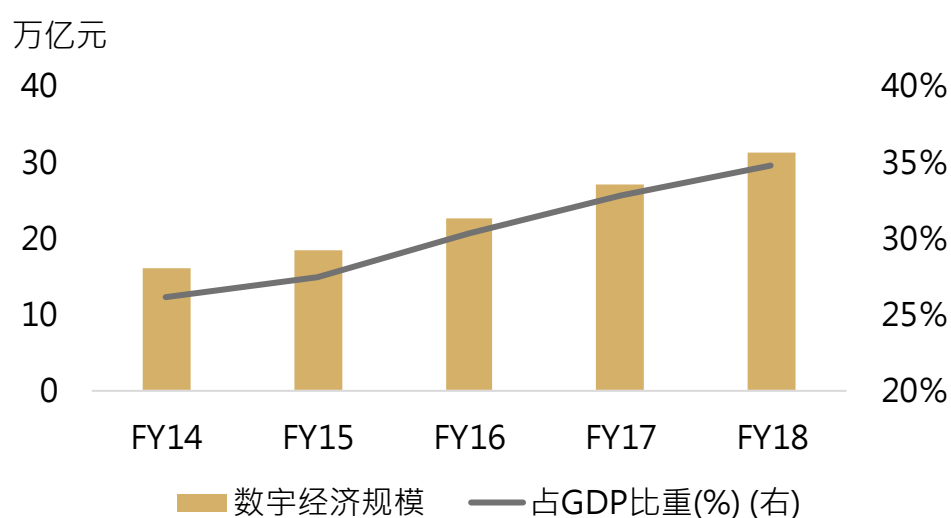
1. 数字经济迎来革命性创新.....	3
2. 算力基础设施需求增，推动 IDC 产业发展	6
3. 云计算市场规模持续增长.....	8
4. 云计算在国内外的的发展情况	13
5. IaaS 行业集中度持续提升，阿里云 IaaS 领跑全国.....	18
6. 中国对 SaaS 的探索仍在路上.....	21
7. 个股分析---金蝶国际(00268).....	26
8. 投资建议	39
9. 同业估值比较	40

1. 数字经济迎来革命性创新

自古乱世出英雄，2020 年的疫情间接加快了数字经济的发展步伐。新冠肺炎疫情影响全球经济，国家发改委表示，这次疫情让我们更加认识到了信息技术深度融合与数字化转型所带来的巨大效益，大数据、远程医疗、电子商务、移动支付等为疫情防控和复工复产都发挥了巨大作用，未来一段时期，数字经济将成为拉动经济增长的一个重要引擎，各行业各领域数字化转型步伐将大大加快。

2018 年，我国数字经济规模达 31.3 万亿元，占国内生产总值(GDP)的比重达 34.8%。数字经济已成为我国经济增长的重要引擎。伴随着「新基建」号角吹响，云计算作为「新基建」的技术支撑和基础设施再次迎来暖风。

图 1：我国数字经济规模



资料来源：中国信息通信研究院、宝新整合

新基建的 7 个领域分别是 5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、还有工业互联网，新基建的推动可以让我们真正的做到万物互联。7 大领域中，大数据中心、工业互联网、人工智能等领域均与云计算密切相关，可以说云计算是新基建的核心底座，为该等领域发展提供技术支撑和基础设施。新基建的核心就在于「联接和计算」，在数字经济领域中，5G、云、AI 不是一个完全在业态上独立拆分的技术，而是一个全栈的技术，最终目标是释放整个数字红利。

图 2：新基建的 7 大领域



资料来源：通信世界网、宝新整合

具体来看，5G 有着高速率、低时延、高可靠、海量连接的特性；AI (人工智能)提供驱动系统将机器学习和深度学习等 AI 算法集成到支持自动化技术的复杂环境，属于推动数字经济的发动机；至于云，在新基建中起重要作用，i) 云计算可提供海量算力及存储资源来支持人工智能，ii) 云有分 IaaS、PaaS、SaaS，当中的 IaaS 是大数据中心的重要组成部分；iii) 工业互联网的大前提是制造业 IT 系统上云。因此 5G 的可靠网络连接、云计算的海量算力、AI 的颠覆性潜能正在相互协同。

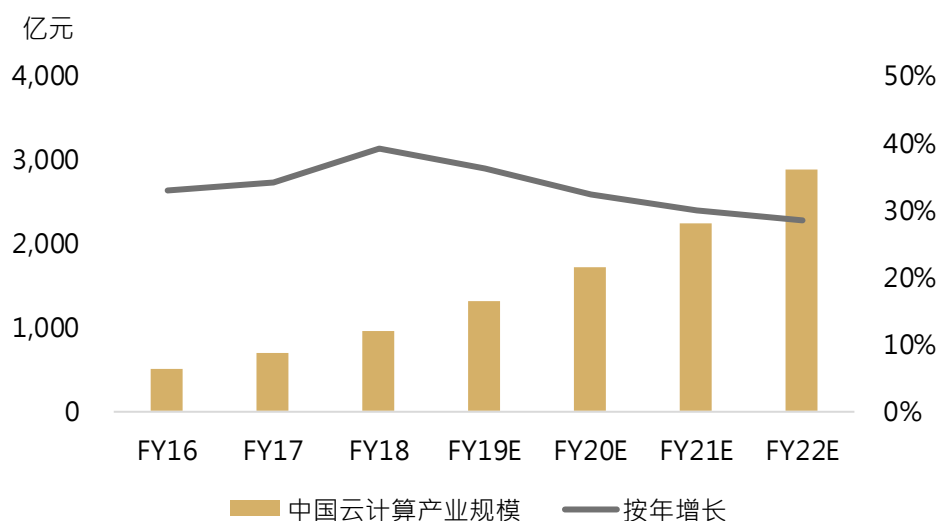
图 3：5G、云、AI 在数据生命周期中的作用



资料来源：中国信通院、宝新整合

根据中国信息通信研究院数据，2018 年中国云计算产业市场规模达到 962.8 亿元（公有云 437.4 亿元；私有云 525.4 亿元），同比增长 39.2%。互联网企业需求保持高速增长，传统企业上云进程加快，拉动了公有云市场规模快速增长。根据 IDC 数据，2019 上半年中国公有云服务整体市场规模（IaaS/PaaS/SaaS）达到 54.2 亿美元，下半年达到 69.6 亿美元（即全年合共逾 850 亿元人民币）。

图 4：中国云计算产业规模



资料来源：中国信息通信研究院、宝新整合

2. 算力基础设施需求增，推动 IDC 产业发展

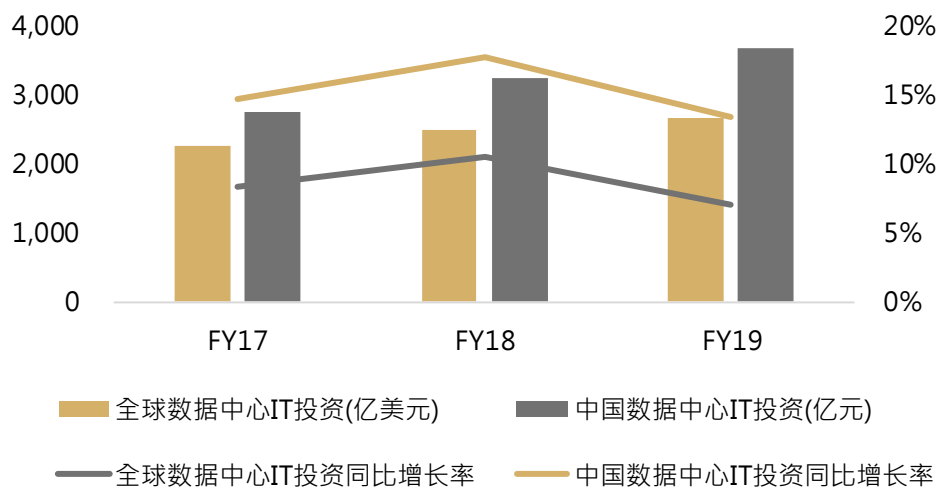
云计算发展至今，其特点主要体现为几个方面，分别是虚拟化（支持用户在任意位置、使用各种终端获取应用服务）、规模化整合（例如，一个公有云中可以有几十万甚至上百万台服务器）、高可靠性（使用了多副本容错技术、计算节点同构可互换等措施来保障服务的高可靠性）、高可扩展性（云计算具有高效的运算能力，在原有服务器基础上增加云计算功能能够使计算速度迅速提高）、按需服务（云计算是一个庞大的资源池，使用者可以根据需要来进行购买），要做到以上效果，需要以数据中心为代表的算力基础设施作为「底层基础」。

IDC 属于「新基建」体系中的信息基础设施，其以标准化的专业级机房环境和设备平台，为市场主体提供大规模、高质量、安全可靠的专业化数据存储、互联网资源协作、互联网接入等服务，这是传统数据中心无法应对的。其重要性于疫情间尤为突出，以腾讯会议为例，据腾讯科技的报导，从 1 月 29 日开始到 2 月 6 日，腾讯会议每天都在进行资源扩容，日均扩容云主机接近 1.5 万台，8 天总共扩容超过 10 万台云主机，而且用户需求还在进一步增长，而这些需求正是由腾讯在全国 58 个互联网数据中心 (IDC) 作为基础设施支撑起来的。而就中长期来看，新经济众多 5G 应用场景如智慧医疗、工业互联网、车联网、智慧城市等新领域发展需要大量的 IDC 基础设施建设作为基石，受益于移动互联网流量爆发，以及云计算的持续推动，IDC 市场快速发展，尤其是一线城市的 IDC 资源呈现供不应求的局面。

中共中央政治局常务委员会于 3 月召开会议，明确提出「加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度」。于 4 月 30 日，证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》。同时，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。IDC 行业前期需要较大的投资，回报周期较长，但同时 IDC 公司面向企业客户提供机柜出租，以租金收入为其主要收入来源，现金流入相对稳定、可预期，被称为「数字世界商业地产」，REITs 模式将有助 IDC 企业显著改善融资效率，加快行业发展速度。

世界主要国家和企业纷纷开启数字化转型之路，在这一热潮推动下，全球数据中心 IT 投资呈现快速增长趋势。全球及中国数据中心 IT 投资规模增长率均高于全球 GDP 增长率和中国 GDP 增长率。受市场需求和利好政策的多重驱动，IDC 作为「新基建」体系中的信息基础设施可直接受惠。

图 5：全球及中国数据中心 IT 投资规模及增长

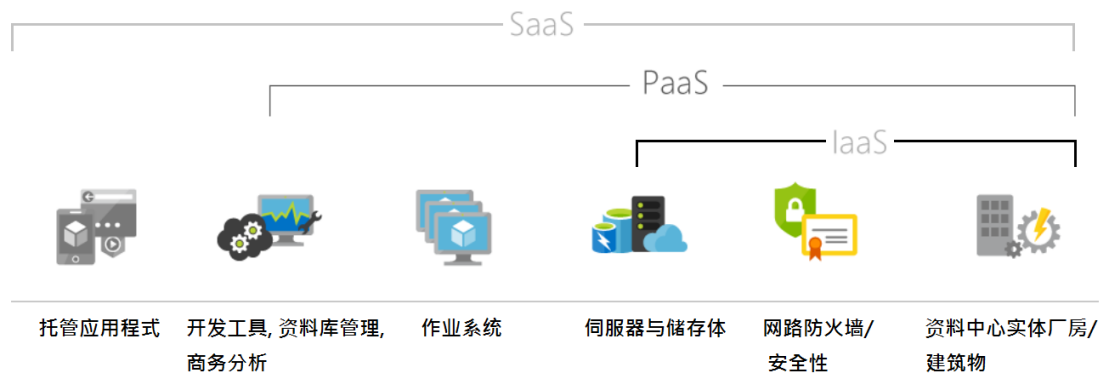


资料来源：赛迪顾问、宝新整合

3. 云计算市场规模持续增长

在数字经济年代，云计算变得重要。云计算取代了传统 IT 概念，只要用户能透过网络、由客户端登入远程服务器进行操作，就可以称为云端运算。IaaS 云服务商向企业提供了 IT 基础资源；PaaS 服务提供着运算平台与解决方案服务；SaaS 服务提供着完整的软件解决方案。

图 6：云计算业务模式



资料来源：Microsoft Azure、宝新整合

云服务诞生的原因

为了要储存企业营运数据，并进行库存、采购、财务等方面的管理，企业过往需要服务器以应付其运算能力需求，这不但高耗能成本高，还要极多空间，有了基础硬设备后，企业还需要投放资源于操作系统、应用软件及企业资源规划系统(ERP)，同时要定期更新操作系统。为了节省成本及提升效率，云服务因此而诞生。

3.1 云的服务模式

IaaS (基础设施即服务)

IaaS 供货商为用户提供对服务器、存储和网络等计算资源的访问，让使用者在业务初期可以依据需求租用；待业务量成长时可再租用新的空间随时扩充、业务低时亦可降低租用量，弹性更高，有利于节省企业购买和维护硬件的成本。用户可以在服务提供商的基础架构中使用自己的平台和应用，有权管理操作系统之上的一切功能。

主要优势包括：i) 消除资本支出并减少后续成本。IaaS 避开设定及管理现场数据中心所产生的前期费用，对要测试新构想的公司及新兴企业而言是项经济实惠的选项。ii) 更快速地因应变动的商务状况。IaaS 让用户可以快速地相应增加资源，以容纳应用程序的需求高峰（例如假期期间），然后在活动减少时再次相应减少资源以节省花费。iii) 聚焦于核心业务。IaaS 让用户可以聚焦于组织的核心业务，而无须操心 IT 基础结构。iv) 提升稳定性、可靠性与支持。有了 IaaS，用户便不须维护及升级软件与硬件，也无须对设备问题进行疑难解答。

PaaS (平台即服务)

平台即服务 (PaaS)是云端中完整的开发与部署环境，供货商为用户提供云环境，用于开发、管理和交付应用。如同 IaaS，PaaS 也包含像是服务器、存储器与网络这些基础结构，但同时还提供了中间件、开发工具、商业智能 (BI) 服务、数据库管理系统以及更多项目。PaaS 让企业无须购买及管理软件授权、基础应用程序基础结构及中间件、Kubernetes 这类容器协调器或开发工具及其他资源，避免这些过程带来的花费及复杂性。用户只需管理其所开发的应用程序与服务，而云端服务提供商通常会包办其他一切事项。这使组织能够将精力集中于开发，无需担心底层基础架构。

主要优势包括：i) 减少编码时间。PaaS 开发工具透过平台内建的预先编码应用程序组件，像是工作流程、目录服务、安全性功能、搜寻等等，进而减少替新的应用程序编码所需的时间。ii) 更轻易地为多个平台进行开发，包括行动平台。部分服务提供商会提供用户多个平台的开发选项，例如计算机、行动装置以及浏览器，让跨平台应用程序的开发程序更快速容易。iii) 使用经济实惠且精细的工具。随用随付制模型让个人或组织得以使用精细的开发软件及商业智能与分析工具，而无须购买超出预算的整套工具。iv) 有效管理应用程序生命周期。PaaS 提供用户支持完整 Web 应用程序生命周期所需的所有功能：建置、测试、部署、管理与更新，且位于相同的整合环境中。

SaaS (软件即服务)

软件即服务 (SaaS) 让使用者可透过因特网连接至并使用云端式应用程序。常见范例为电子邮件、行事历以及 Office 工具 (例如 Microsoft Office 365)。企业较多使用的 SaaS 还包括精细的商务应用程序，例如客户关系管理 (CRM)、企业资源规划 (ERP)以及文件管理。SaaS 为用户提供对供货商云端软件的访问。用户无需在其本地设备上安装应用。相反，应用驻留在远程云网络中，通过 Web 或 API 进行访问。通过应用，用户可以存储和分析数据，并可进行项目协作。

主要优势包括：i) SaaS 供货商通过预订模式向用户提供软件和应用。ii) 企业不必管理、安装或升级软件；这一切都由 SaaS 供货商负责。iii) 数据在云端受到保护；设备故障不会导致数据丢失。iv) 企业可根据服务需求对资源用量进行扩展。v) 使用者可直接从其网页浏览器执行大多数的 SaaS 应用程序，而无须下载及安装任何软件 (部分应用程序需要插件)。

根据中国信息通信研究院数据，2018 年，以 IaaS、PaaS 和 SaaS 为代表的全球公有云市场规模达到 1,363 亿美元，增速 23.01%。未来几年市场平均增长率在 20%左右，预计到 2022 年市场规模将超过 2,700 亿美元。

■ 3.2 云的部署模式

除了服务模式，云计算可根据部署模式划分。其中，部署模式分为公有云、私有云、混合云等。

公有云

公有云指基础设施由第三方所拥有，透过网络将资源共享给用户使用的一种云端运算模式。用户仅需根据自己的用量付费以及一笔基础的订阅费用。其中最为常见的提供商有 AWS、Azure、阿里云、以及 Google 云端，由 AWS 掌握最多的市占率。云计算服务商利用公共网络、以低廉的价格向所有的客户提供具有弹性的计算资源和服务，允许用户根据服务使用量支付费用的云计算模式，可以实现规模经济和共享资源，有助于减少成本和提高资源利用率。然而，出于安全上的疑虑，许多企业对于公有云这种共享因特网与资源的模式感到担忧，而这正是私有云的存在价值。

私有云

私有云，同时也称作内部云，为第三方提供商透过因特网（或是专用网络）将资源提供给「指定用户」使用，不同于提供同样的云端基础建设给所有用户的公有云，私有云最简单来说是企业建构一个云端，没有占用公用资源，提高了网络保安等级和灵活度，虽然私有云同样享有公有云的优势，例如不需支付硬件成本、易用性、易扩展性，但用户却必须要像传统的 On-Premise 数据中心一般，自行管理以及维护数据中心的运作，要有 IT 专员管理或第三方供货商管理，因此提高了成本，这也导致私有云的营运成本远高于公有云，其中整合与管理的困难性，也让许多仍使用传统数据中心管理的业者不认为有转移至私有云端的必要性。这也是为何同时部署私有与公有云的模式渐渐的成为了大企业的选择，也是所谓的混合云。

混合云

混合云指同时部署公有云和私有云的云计算部署模式。混合云 (Hybrid Cloud) 是近年流行的趋势，主要是因应单一种云端运算服务（不论公有云或私有云）都无法满足企业的需求，就企业角度，无法全部全用费用高昂的私有云或太过开放的公有云，若有部分较无安全疑虑的服务由公有云来辅助，就能合乎企业的需求。运作方面，整个混合云架构是通过互联网连接组合一个或多个公用云和私有云，允许在不同的云环境之间共享数据和各种应用程序。通常企业会把最核心、最重要的数据寄存在私有云上，然后把工作流程应用在公有云环境上。当工作负载超出可用资源的限制时，可以将其他工作自动传输到公用云环境。这种方法为按需服务提供了额外的容量，这种方法通常称为「云爆发」(cloud bursting)。总括而言，混合云就是公有云和私有云两者兼备，可同时提升业务系统整体的可用性和核心数据的安全性。

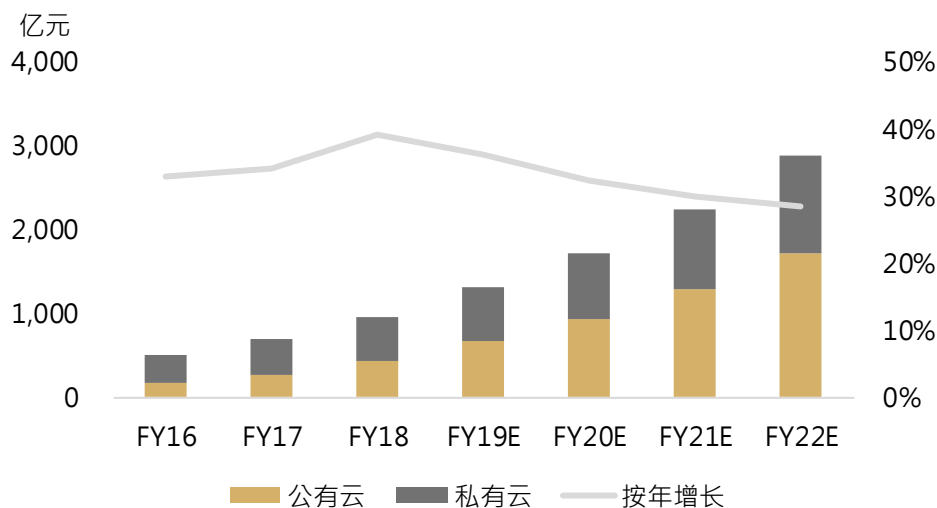
图 7：公有云、私有云、以及混合云的差异



资料来源：OOSGA、宝新整合

2018 年中国云计算产业市场规模达到 962.8 亿元，同比增长 39.2%。其中，公有云市场规模达到 437.4 亿元，相比 2017 年增长 65.2%；私有云市场规模达到 525.4 亿元，相比 2017 年增长 23.1%；

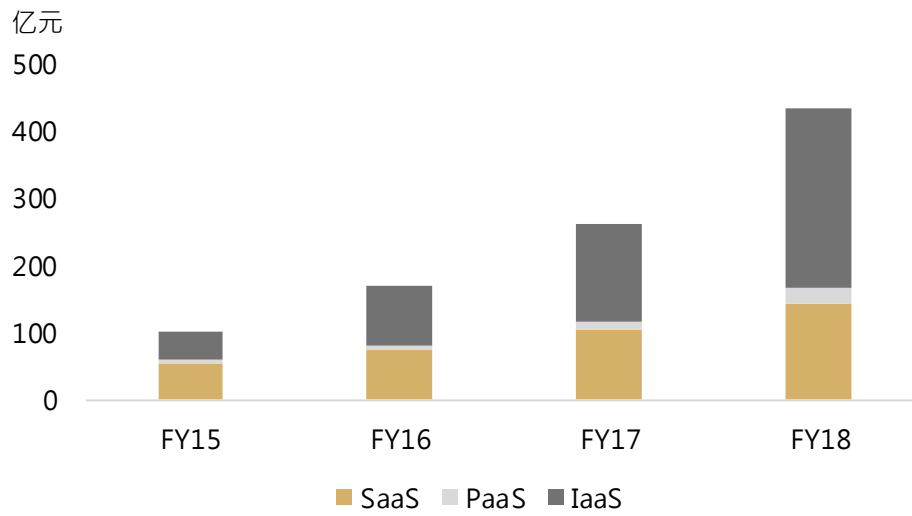
图 8：中国云计算产业规模



资料来源：中国信息通信研究院、宝新整合

公有云方面，IaaS 依然占据公有云市场的主要份额。IaaS/PaaS/SaaS 市场规模达到 270 亿元/22 亿元/145 亿元，比 2017 年增长 81.8%/87.9%/38.9%。

图 9：中国公有云市场规模



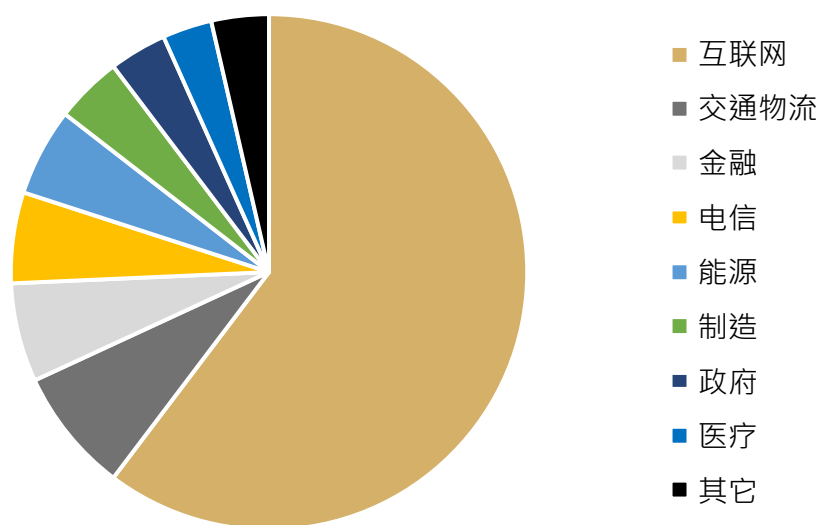
资料来源：中国信息通信研究院、宝新整合

互联网企业需求保持高速增长，传统企业上云进程加快，拉动了公有云市场规模快速增长。根据 IDC 数据，2019 上半年中国公有云服务整体市场规模 (IaaS/PaaS/SaaS) 达到 54.2 亿美元，下半年达到 69.6 亿美元 (即合共逾 850 亿元人民币)。

4. 云计算在国内外的的发展情况

2018年，中国各行业企业上云率在40%左右；同年云计算大国美国的企业上云率达到85%以上，欧盟在70%左右，可见国内云发展的空间极大。随着企业上云成为大势在趋，云服务如同水电煤一样成为生活必需品，其应用场景亦不断拓展。从行业角度来看，当前，中国云计算的主要用户集中在互联网、交通、物流、金融、电信、政府等领域，在政府引导和企业需求驱动下，云计算规模持续扩张。

图 10：中国云计算产业行业结构



资料来源：中国云计算产业发展白皮书、宝新整合

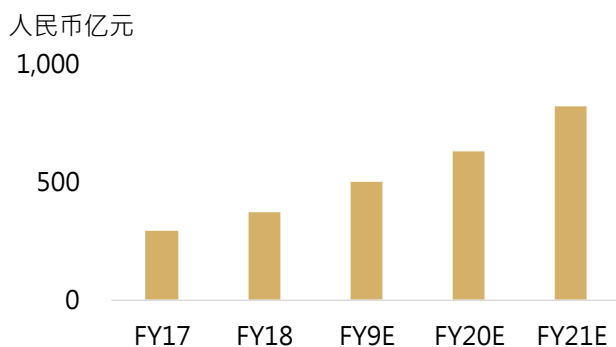
政务云：助力智慧城市建设，提升城市管理效能

智慧城市是运用信息和通信技术手段感测、分析、整合城市运行核心系统的各项关键信息，从而对包括民生、环保、公共安全、城市服务、工商业活动在内的各种需求做出智能响应，实现城市管理工作的智能化。

参考西方国家，政务云对智慧城市建设起着重大意义。早在 2010 年，美国联邦 CIO 就发布了「改革联邦 IT 管理的 25 点实施计划」，实施「云计算优先」策略，并制定了「联邦云计算战略」。战略的主要内容包括推动政府数据中心整合，开展云服务和云服务商的安全认证(FedRAMP)，上线政府云应用商店(Apps.gov)，完善云计算标准等，并强制要求各联邦机构拿出一定比例的应用迁移到云上。

政府对云计算的重视，是对整个国家数字化转型的重要支撑。现时国内政务云占行业规模高达 40%，在短时间内，政务云将仍会是决定现有云服务商市场容量的主要考虑标准。

图 11：全国政务云规模



资料来源：中国信息通信研究院

图 12：国内政务云主要服务商

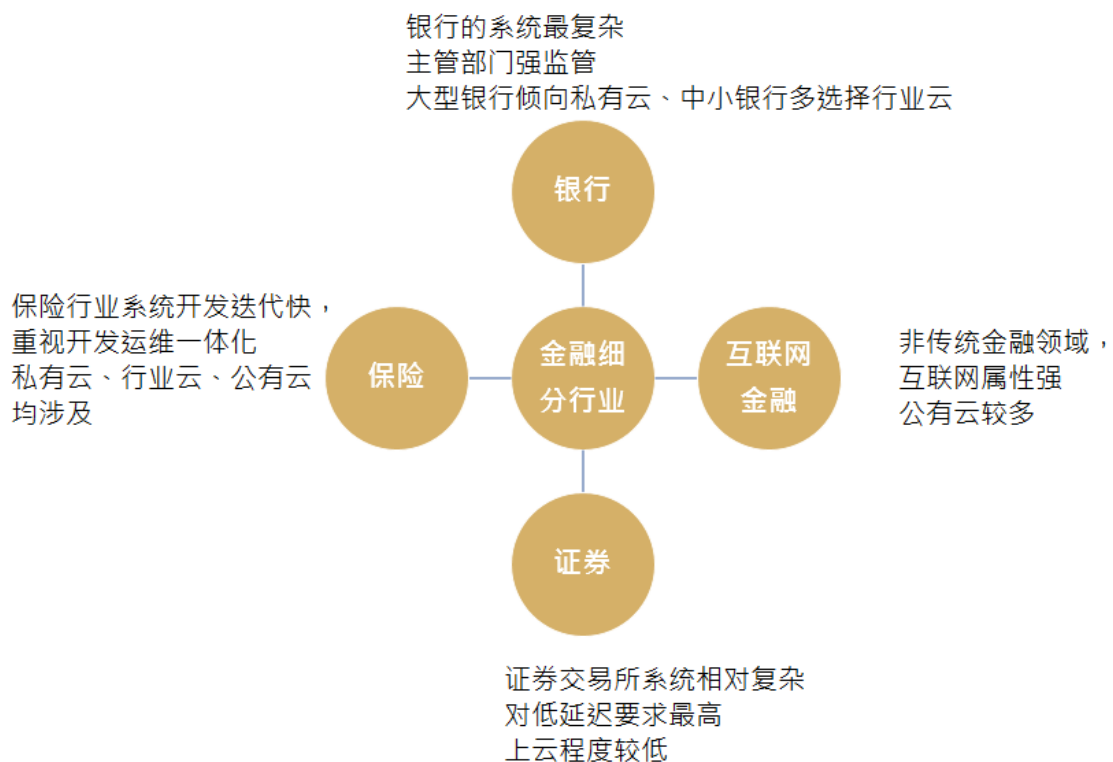


2018 年，我国政务云市场规模达 370.8 亿元，预计未来几年仍保持稳定增长，到 2021 年市场规模将达到 820.6 亿元。截至 2018 年底，我国 31 个省级行政区中，已实现 100% 已经建有或正在建设政务云。在我国 334 个地级行政区中，超七成已经建有或正在建设政务云。在疫情期间，政务云在应急物资管理、疫情分析、疫情动态显示、防控信息发布等工作上发挥了巨大作用，凸显出云计算对国家治理的重要性。

金融云：金融行业与云计算融合

随着「互联网+」的兴起，金融行业与云计算融合早已成为大势所趋，金融机构利用云技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务。由于金融四个细分领域在监管要求和业务需求上的不同，其对云计算的应用也不尽相同。

图 13：国内金融细分行业监管要求和业务需求



资料来源：中国云计算产业发展白皮书、宝新整合

不过无论如何，AI 能够对金融业积累的交易数据进行深入分析；5G 网络则能够将业务拓展到移动端，为客户提供快捷的在线支付手段；云平台可以对海量数据的存储和处理起到支撑作用，更好地应对业务中断等风险。

医疗云：疫情间充份体现存在价值

医疗云利用在线平台把医院端、患者端、医生端、诊所端、药店端等联系起来。以平安好医生之线上线下布局为例，该集团与多家线下医院达成战略合作协议，具有集在线诊疗平台、处方共享平台、商保医保支付平台三合一的互联网医院管理平台建设，成功地完善线上线下服务闭环，为用户提供一体化的服务。

图 14：平安好医生之线上线下布局



资料来源：平安好医生、宝新整合

其实早于疫情前，国家已强调「互联网+」医疗的发展，例子一，于 2019 年 6 月，国家医保局要求建成统一的医保信息系统，采用「云+中台」的技术方案，对医保疾病诊断、医疗服务、药品、医用耗材等 15 项信息启用全国统一业务编码，建设成为统一、高效、兼容、便捷、安全的信息系统。在医保基金规模不断扩大的背景下，医保信息化和标准化可解决医保标准不统一、数据不互认、系统分割、难以共享、区域封闭等问题。例子二，于 2019 年 8 月，国家医保局发布《关于完善「互联网+」医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，将「互联网+」医疗服务价格纳入现行医疗服务价格的政策体系统一管理；对符合条件的「互联网+」医疗服务，按照线上线下公平的原则配套医保支付政策。及后，于疫情间，国家发改委首提「探索互联网医疗首诊制」，可以说是为互联网医疗全开绿灯。

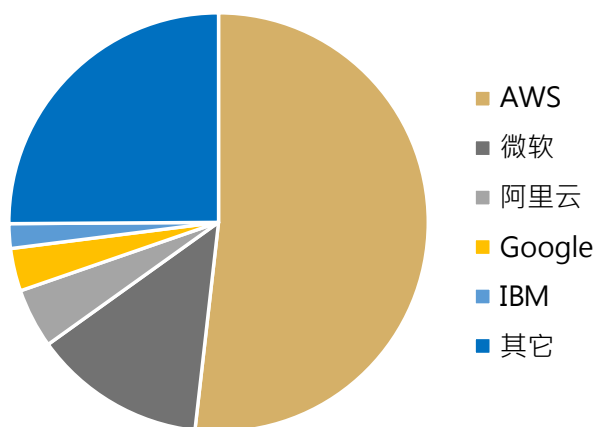
新冠疫情成为了互联网医疗落地的推动器，疫情期间，互联网医疗应用在多个层面上。医生通过在线平台为患者进行诊断，降低了市民就医交叉感染风险，亦缓解了各大医院门诊压力。同时，医务人员或在家隔离的病人可以通过云健康打卡填表功能每日反馈健康情况，而在医疗物资紧张时，也可以通过填报功能上报汇总快速得到物资响应。伴随着疫情持续，疫苗研发和药物筛选工作变得争分夺秒，病毒基因测序、分离毒株、药物筛选、新药研发等工作需要进行大量的数据分析，依赖着云计算强大的算力。

疫情期间，市民开始习惯在线问诊，各地亦开始探索互联网医疗对接医保支付。疫情加快了互联网医疗实质性落地，展望未来，云服务的使用场景会进一步增加，提供包括影像筛查、远程医疗等服务。根据 IDC 统计，2018 年中国医疗云 IT 总支出达到 50.5 亿元，预计 2023 年将达到 168.8 亿元，CAGR 为 27.3%。无论是政策红利及市民接受程度，都支持着医疗云市场规模及渗透率持续提升。

5. IaaS 行业集中度持续提升，阿里云领跑全国

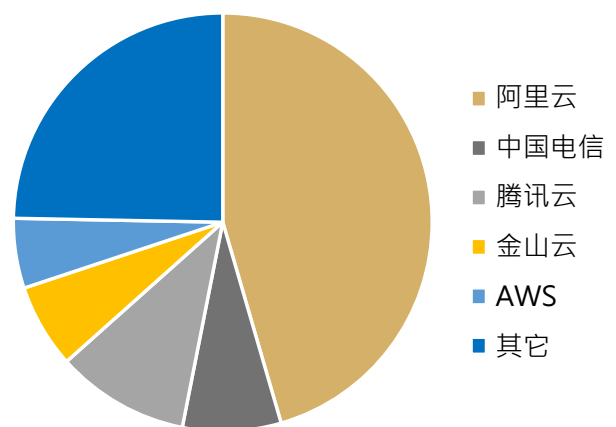
国内 IaaS 市场呈现「一超多强」局面，以阿里云为领头羊，在中国市场份额达 46%，并以 4.6% 全球市场份额位居第三。根据中国信息通信研究院的统计，阿里云、天翼云、腾讯云占据公有云 IaaS 市场份额前三，光环新网、UCloud、金山云则处于第二阶梯。

图 15：全球云计算 IaaS 服务市场份额



资料来源：IDC、宝新整合

图 16：中国云计算 IaaS 服务市场份额

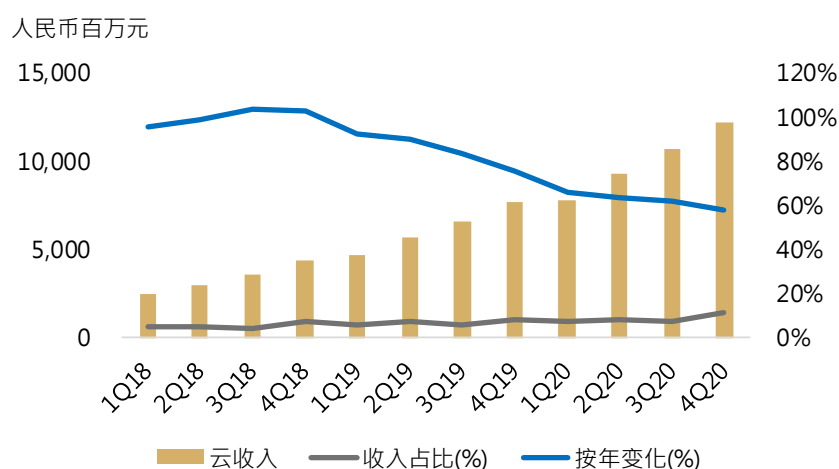


资料来源：IDC、宝新整合

阿里云

阿里云创立于 2009 年，是中国最大的公有云服务(包括 IaaS 和 PaaS)提供商。在 2019 年第四季，阿里云达到了两项重要的财务及技术里程碑。首先，云计算业务单季收入首次突破百亿元。由于来自公有云与混合云业务的收入贡献均实现增长，云计算的季度收入同比增加 62% 至 107.2 亿元。其次，阿里云将集团电商服务的核心系统迁移至公共云上。双 11 期间，阿里云提供了具有高延展性、可靠性及安全性的公共云基础设施，能够处理高达 2,684 亿元的单日 GMV，并在整个活动的 24 小时不间断地处理了 970PB 数据，充分展现阿里云在公共云环境下领先的网络安全技术实力，解除客户对公共云安全上的疑虑，以吸引更多客户使用阿里云的公共云基础设施。

于 2020 年 3 月底止季度，阿里云计算收入同比增长 58% 至人民币 122.2 亿元；于 2020 财年，收入同比增长 62% 至人民币 400.2 亿元，主要由于来自公共云与混合云业务的收入贡献均实现增长。

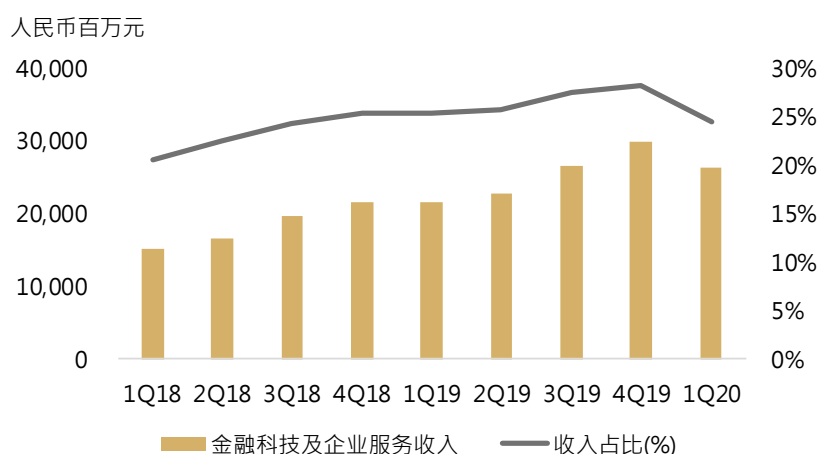
图 17：阿里云收入


资料来源：阿里巴巴、宝新整合

阿里云目前在全球 21 个地域开放了 63 个可用区，为全球数十亿用户提供可靠的计算支持，客户源广泛，覆盖制造、金融、政务、交通、医疗、电信、能源等众多领域的领军企业，包括中国联通、12306、中石化、中石油、飞利浦、华大基因等大型客户，以及微博、知乎、锤子科技等明星互联网公司。2020 年 4 月 20 日，阿里云宣布未来 3 年再投 2,000 亿，用于云操作系统、服务器、芯片、网络等重大核心技术研发攻坚和面向未来的数据中心建设。通过多年 IaaS 服务的积累，阿里云无论在服务覆盖网络、产品体系、以及数据智能技术，都领先同业，随着更多企业上云，将可实现业务快速成长。

腾讯云

2018 年 9 月，腾讯宣布启动整体战略升级，自此云成为腾讯架构调整后的重点业务，目前在中国 IaaS 市场排名第二。腾讯云深化与合作伙伴的合作，持续发挥链接消费者的优势，借助其在云游戏和云视频方面的优势，以及微信、小程序等强大的生态转化能力，积极拓展产业互联网的发展机遇，助力企业数字化升级。

图 18：腾讯金融科技及企业服务收入


资料来源：腾讯、宝新整合

多年来，腾讯云基于 QQ、微信、游戏等业务，从基础架构、平台实力到生态能力建设，腾讯云做到了 C2C 及 B2C，使之顺理成章能够为企业和创业者提供集云计算、云数据、云运营于一体的云端服务体验。近期，新型冠状病毒疫情爆发体现了远程办公、远程医疗的效用。腾讯会议自 2019 年 12 月底推出后的两个月内，日活跃账户数超过 1,000 万。另外，腾讯健康成为超过 3 亿微信用户获取实时疫情数据、在线问诊及 AI 自诊等服务的重要渠道。腾讯提供 AI 医疗影像技术，协助进行对新型冠状病毒的诊断。其次，腾讯健康码已成为疫情期间最多人使用的健康及出行纪录电子凭证。自今年二月推出以来，健康码已被超过 300 个县市的 9 亿用户使用，累计访问量达 80 亿次。综上所述，腾讯云业务的高增主要由于现有客户使用量增加，并成功在互联网服务、旅游、民生服务及工业等垂直领域持续拓展业务，发挥其连接消费者的优势，助力企业进行数字化升级。

华为云

2019 华为全联接大会上，华为宣布将以鲲鹏和升腾作为根基，打造「一云两翼双引擎」的计算产业布局，持续构建开放生态。「一云」是指华为云，通过提供安全可靠的云服务，为世界提供普惠算力；「两翼」是指智能计算业务及智能数据和存储业务；「双引擎」是指围绕「鲲鹏」与「升腾」打造的两个基础芯片族。

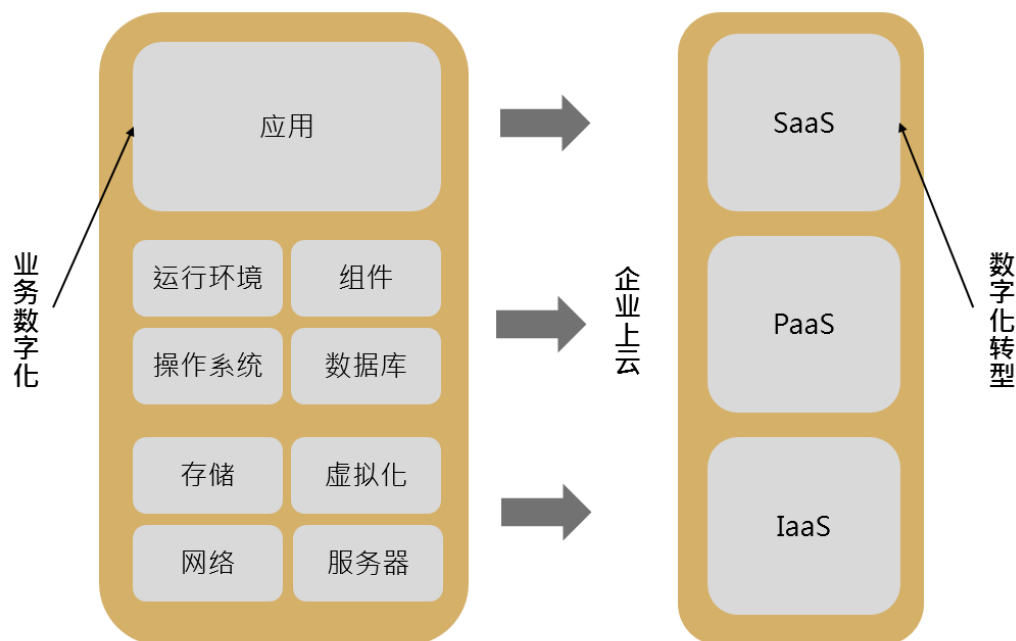
总括而言，目前阿里、腾讯、中国电信、华为、AWS 位居 IaaS+PaaS 及 IaaS 市场前五，均占据近 75-80% 的市场份额，持续拉大领先优势，呈现出「一超多强」的格局。

6. 中国对 SaaS 的探索仍在路上

■ 6.1 SaaS 化成必然趋势，市场潜力大

SaaS (软件即服务) 是一种通过 Internet 提供软件的模式，提供商向用户提供基于 Web 的软件，用户不用再购买企业软件，且无需对软件进行维护，SaaS 可省却企业购买、构建和维护基础设施和软件的需要。过往传统软件诞生于业务数字化时代，取代着传统 IT 系统，而现时 SaaS 对应的是应用软件的云化，侧重于企业的数字化转型，对经济数字化起重要意义。

图 19：中国软件 SaaS 化



资料来源：iResearch、宝新整合

当前国内 IaaS 在巨头阿里巴巴的带领下，快速发展，但在 SaaS 层面上，无论在用户认知度、渗透率以及生态环境完善度上仍落后于美国。美国有着 Salesforce 的成功例子，但我国却未有国际性 SaaS 品牌诞生，在整体云计算产业中，中国 IaaS 市场占比高达 61%，与美国的 20% 占比相比，明显出现结构倒挂，这亦象征着国内 SaaS 市场具有无限潜力。

我们认为国内 SaaS 市场的主要推动因素包括：i) 企业由依赖人口红利转为精细化管理；ii) SaaS 相比传统软件优势明显，具成本及效率优势；iii) 过低的企业 IT 支出会在数字经济大背景下出现逆转。

企业由依赖人口红利转为精细化管理

低廉的劳动力成为了我国经济在过去 30 年快速起飞的成因之一，但随着人工成本增加以及全国经济下行风险增加，过往粗放式增长方式有必要转为精细化管理，SaaS 应用有助企业做到这一点。

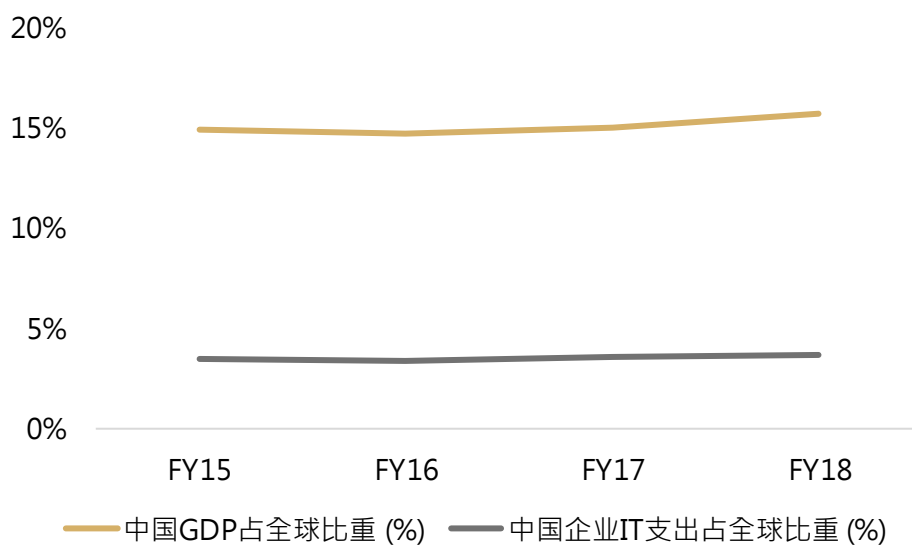
SaaS 相比传统软件优势明显

SaaS 具备即用即用、按需付费特点，相比传统软件，中小企无需承担高昂费用，SaaS 订阅模式有效降低成本，同时在当前竞争激烈的环境下，SaaS 通过简化复杂流程，可提高企业效率，其简化管理、快速迭代、灵活付费的优势是传统软件所不能媲美。

过低的企业 IT 支出会在数字经济大背景下出现逆转

过往国内企业倾向于免费产品，付费意愿偏低，因此企业信息化投放与整体经济发展未见同步。2018 年，中国占全球 GDP 逾 15%，但中国企业的 IT 支出占全球比重仅 3.7%，在数字经济大背景下，这趋势将出现逆转。

图 20：中国 GDP 与企业 IT 支出占全球比重



资料来源：IMF、Gartner、iResearch、宝新整合

■ 6.2 国内行业情况

目前，中国 SaaS 行业的主要参与方包括新兴创业公司、2C 互联网巨头和传统软件转型厂商。其中，创业公司、传统软件公司更多参与相对细分的市场以获取市场份额。当中，金蝶及用友是国内成功由传统软件公司向云转型的代表性企业。而互联网公司更多在自己核心应用的基础上重点发展第三方应用的开发，打造平台化的生态系统，运用 2C 优势发展 2B 市场。

疫情期间，阿里的钉钉以 SaaS 的形态帮助了众多企业和学校解决燃眉之急，钉钉早前披露，其在线会议日峰值超过 1 亿次，一天稳定同时在线 2,000 万次会议，钉钉的成功象征了互联网巨头对 SaaS 业务的渗透，加速了国内的 SaaS 向 B 端发展。

除了阿里的钉钉，腾讯的千帆计划亦正为国内 SaaS 行业带来新面貌。腾讯的千帆计划包括一云（腾讯云）一端（企业微信）三大项目（SaaS 加速器、SaaS 技术联盟和 SaaS 臻选），覆盖协同办公、员工培训、在线招聘、在线业务开拓等多个场景，包括腾讯内外 20 种产品。通过腾讯 SaaS 臻选市场，企业可以根据自身需求，一个账号购买、集成各类 SaaS 服务，这个虚拟的「SaaS 综合服务平台」与外国的 SaaS 平台化有异曲同工之妙，在平台上，客户可找到包括腾讯自己的企业微信、腾讯会议等，也可找到包括微盟、有赞、法大大、纷享销客、六度 CRM、销售易等产品，腾讯可借助平台的力量为各 SaaS 产品进行「市场推介」，是一种从深度和个性化角度满足企业需求的市场尝试，最终达至客户保留。

图 21：腾讯的千帆计划

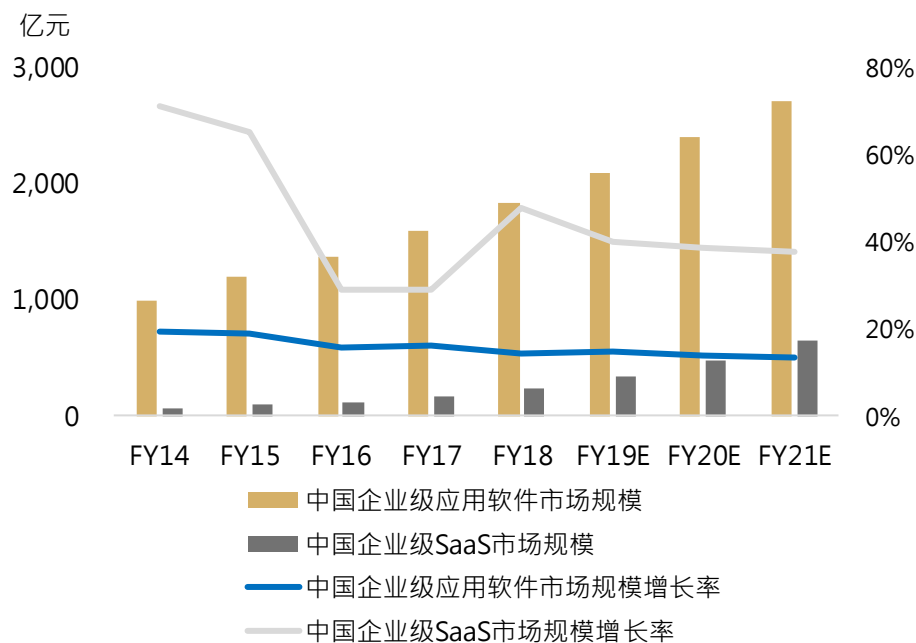


资料来源：腾讯、宝新整合

千帆计划目前吸引了逾百多家合作伙伴加入，包括微盟与金蝶、销售易、六度人和 (EC)、法大大等 SaaS 生态服务商，覆盖多个行业，通过 SaaS 臻选，企业通过一个账号即可购买各类通用和行业类 SaaS 服务；通过 SaaS 加速器，SaaS 企业可获得培训、资源对接等服务，优质企业还可获得腾讯产业生态投资；通过千帆技术中台，SaaS 企业之间可互联互通、高效研发，提升交付和研发效率。腾讯所创建出的国内 SaaS 生态圈，正为行业带来突破。

当前我国 SaaS 行业市场规模高速增长，2018 年达到 232 亿元，同比增长 37.6%，不过相比全球趋于成熟的 SaaS 市场，国内市场仍处于发展初期，2018 年中国 SaaS 市场规模占应用软件的比例上升到 13%，但仍属偏低水平，考虑到企业 IT 支出偏低，以及支出结构有优化的必要（传统软件转向云），预期 SaaS 渗透率会再提升。

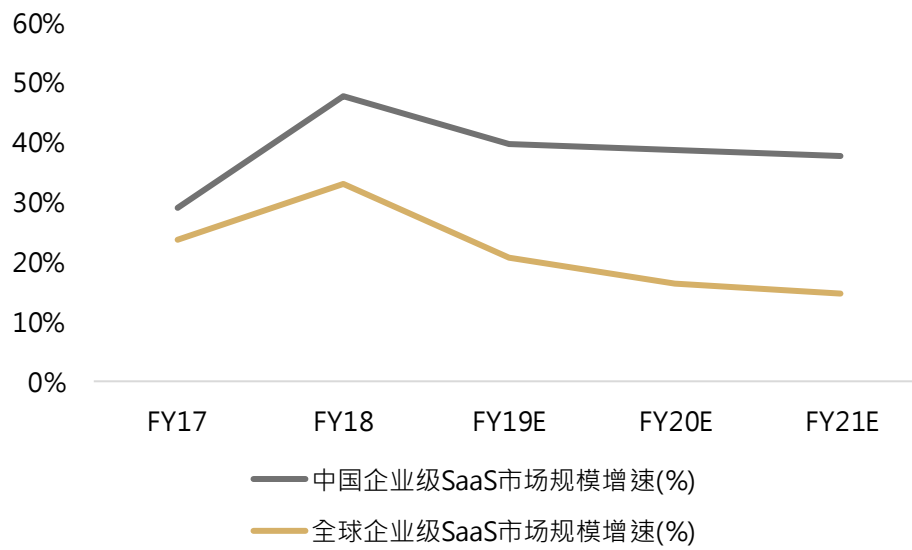
图 22：国内传统软件上云情况



资料来源：iResearch、宝新整合

软件 SaaS 化已成大势所趋，2018 年国内企业级 SaaS 增速超过全球平均水平约 15 个点，展望未来几年，国内 SaaS 市场会进一步提速，占全球份额将显著提高，以缩小与领先国家的差距。

图 23 : 国内外 SaaS 市场规模增速



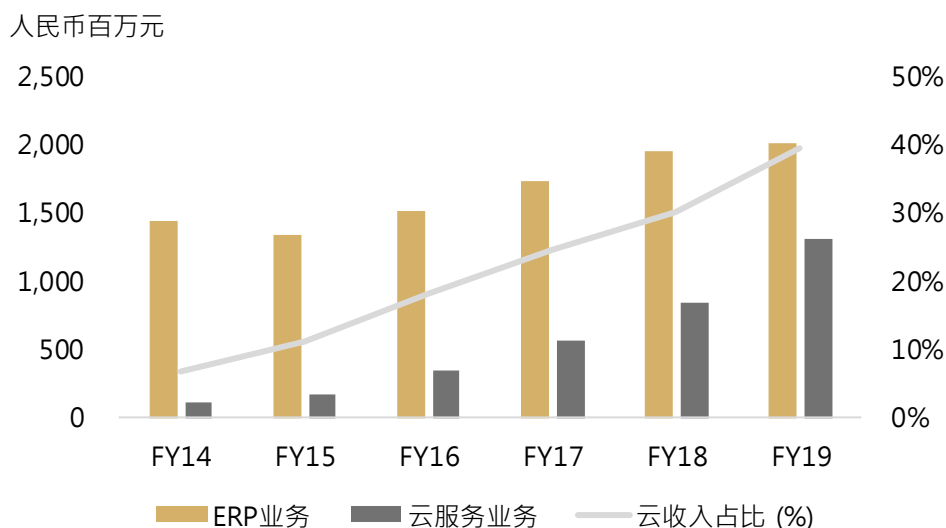
资料来源：iResearch、宝新整合

7. 个股分析---金蝶国际(00268)

金蝶国际软件集团有限公司始创于 1993 年，与用友同为国内（企业管理软件）ERP 厂商龙头，市场一直有「北用友、南金蝶」的说法，两家公司分别于 2010 年和 2007 年正式开始由本地 ERP 向云服务 ERP 战略转移，金蝶在中国企业云服务市场不断探索，IDC 数据显示，金蝶不仅连续 15 年稳居中国成长型企业应用软件市场占有率第一、更连续 2 年在中国企业级应用 SaaS 云服务市场占有率排名第一，连续 3 年在中国企业级 SaaS ERM(即云 ERP)、财务云市场占有率第一。金蝶是目前唯一入选 Gartner 全球市场指南(Market Guide)的中国企业 SaaS 云服务厂商。

集团 2019 年营业额较 2018 年增长 18.4%至约 33 亿元人民币，其中金蝶云业务收入持续增长 54.7%；企业资源管理计划业务收入小幅增长 2.7%。云服务业务占集团整体收入 39.5%，云业务生态向更深层次蝶变。

图 24：金蝶国际 2014-2019 年收入



资料来源：金蝶国际、宝新整合

金蝶旗下的多款云服务产品获得标杆企业的青睐，包括金蝶云·苍穹(大企业数字共生平台)、金蝶云·星空(成长型企业数字化平台)、金蝶精斗云(小微企业成长服务平台)、云之家(智慧协同云)、管易云(企业电商云服务平台)、车商悦(汽车经销行业云)及我家云(物业行业云)等。金蝶通过管理软件与云服务，已为世界超过 680 万家企业、政府等组织提供服务。

7.1 ERP 系统具有强大用户粘性

由 1997 年开始，全球化和信息化浪潮来势汹涌，信息成为企业发展的重要战略资源。全球化竞争压力迫使企业必须及时、全面、准确地掌握信息。金蝶作为向企业管理软件进军的先锋，借助 ERP 向企业传递先进的管理思想，助力中国企业积极应对经济全球化挑战。自此，金蝶在国内 ERP 市场占一席位。

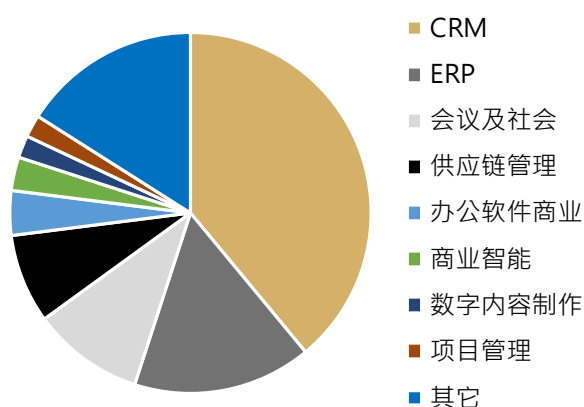
ERP 是企业信息化核心系统，支撑企业管理各个领域，在物流、人力资源、财务资源管理、信息资源等环节打通数据流和信息流，沉淀核心业务数据，形成数据闭环与数据池，是企业管理系统中的核心，因此形成强大的客户粘性。

显性和隐性成本增加了用户更换 ERP 厂商的代价，随着 SaaS 化趋势的发展，云化的 ERP 系统渗透率料逐步提升，在 SaaS 市场中的规模占比有望进一步扩大。ERP 系统高粘性和高替换成本成为了云转型的重要保证，云产品的推进帮助金蝶打开增量市场，ERP 业务及云服务业务自身蚕食的情况并不明显。

7.2 我国云 ERP 市场发展空间大

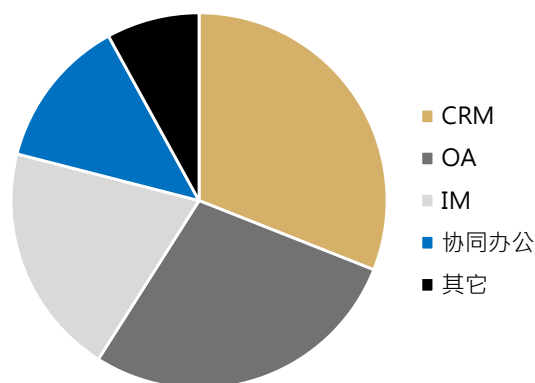
我国云 ERP 市场规模占比低于全球水平，未来发展空间非常大。以环球市场来看，ERP 已经成为仅次于 CRM 的第二大细分子市场，市场规模占比为 16%，对比起来，我国 SaaS 服务细分市场规模最大的 3 个子领域分别为 CRM、OA 和 IM，ERP 的占比明显偏低。根据外国的发展路径看，轻量化的软件一般能更快更早实现云转型，这是由于轻量级 SaaS 产品总价更低，更容易被企业所接受，但由于重度应用软件具有别于传统软件的优势，ERP 的 SaaS 化有望变得普及。

图 25：全球 SaaS 服务细分领域分布



资料来源：Gartner、宝新整合

图 26：中国 SaaS 服务细分领域分布



资料来源：前瞻产业研究院、宝新整合

云计算解决方案可降低客户的首年投入成本，并免除企业的硬件、运维等后期费用；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，同时采用在线部署的方式，实现时间可缩短，极大降低企业的货币成本及时间成本。

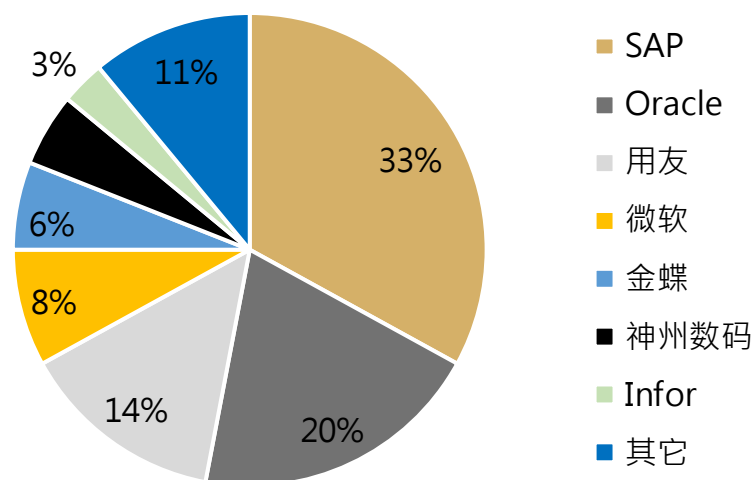
我们认为，传统 ERP 软件 SaaS 化是产业发展的必然趋势，相对于传统 ERP 系统，SaaS ERP 在采购成本、实施部署、系统扩容等方面具备明显优势，ERP 软件 SaaS 化是确定的产业趋势。

7.3 ERP 国产替代化事在必行

自 2018 年，中美摩擦在科技领域上频生，外部环境变化不断，迫使国家追求发展全产业链的决心，加强核心技术为大势所趋，市场估计中国可能在未来 3 年内逐步停用外国计算器设备和软件。目前大部份内地的大型企业均使用外国软件服务，而金蝶产品是我国可以用作取代外国软件商的选择之一，故此金蝶可受惠国产 ERP 替代浪潮。

中国整体 ERP 市场 Top4 市场份额超过 68%，分别为用友 (32%)、SAP (14%)、金蝶 (12%)和浪潮 (11%)。在高端市场领域，外资厂商 SAP (33%)、Oracle (20%)占据半壁江山，国内龙头厂商用友 (14%)、金蝶 (6%)正在迎头赶上。随着中国企业的壮大，国产 ERP 厂商累积更多复杂跨国案例，国内厂商取代外资厂商的可能性正在增加。

图 27：中国高端 ERP 市场竞争格局



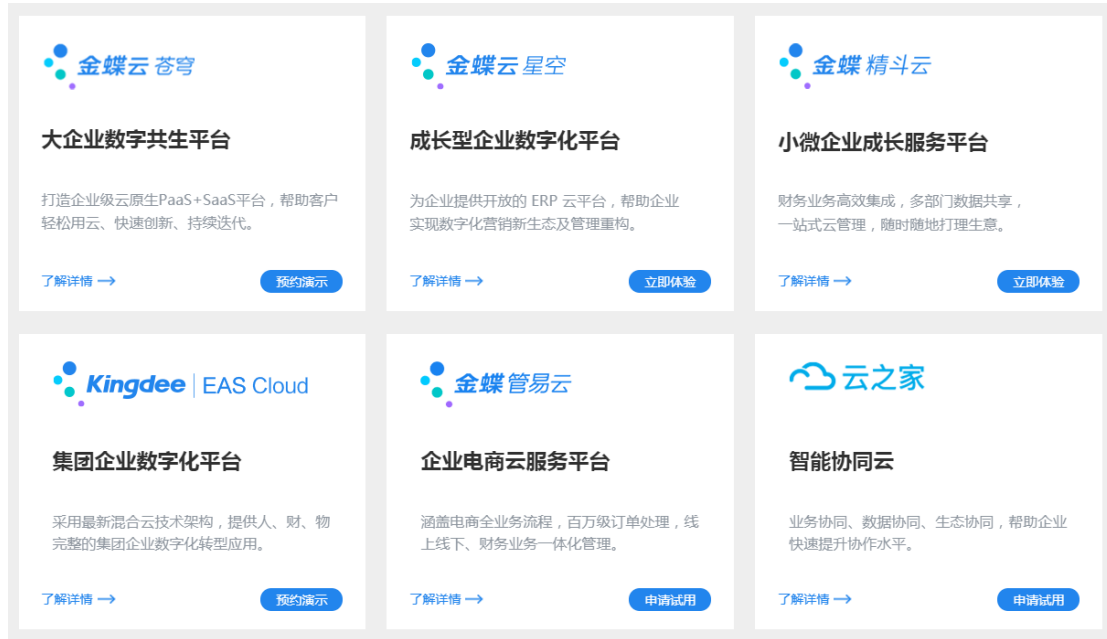
资料来源：前瞻产业研究院、宝新整合

目前国内厂商在 ERP 高端市场的占有率合计不足一半，也就是说仍具有庞大可替代空间。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。金蝶作为国内 ERP 领域龙头厂商，是国产替代和 SaaS 化的最大受益者。

7.4 产品定位明确

目前金蝶云主要包括面对大型企业的金蝶云·苍穹、中型企业的金蝶云·星空、小微初创企业的精斗云、面向电商新零售的管易云、面向移动办公的云之家等产品线。

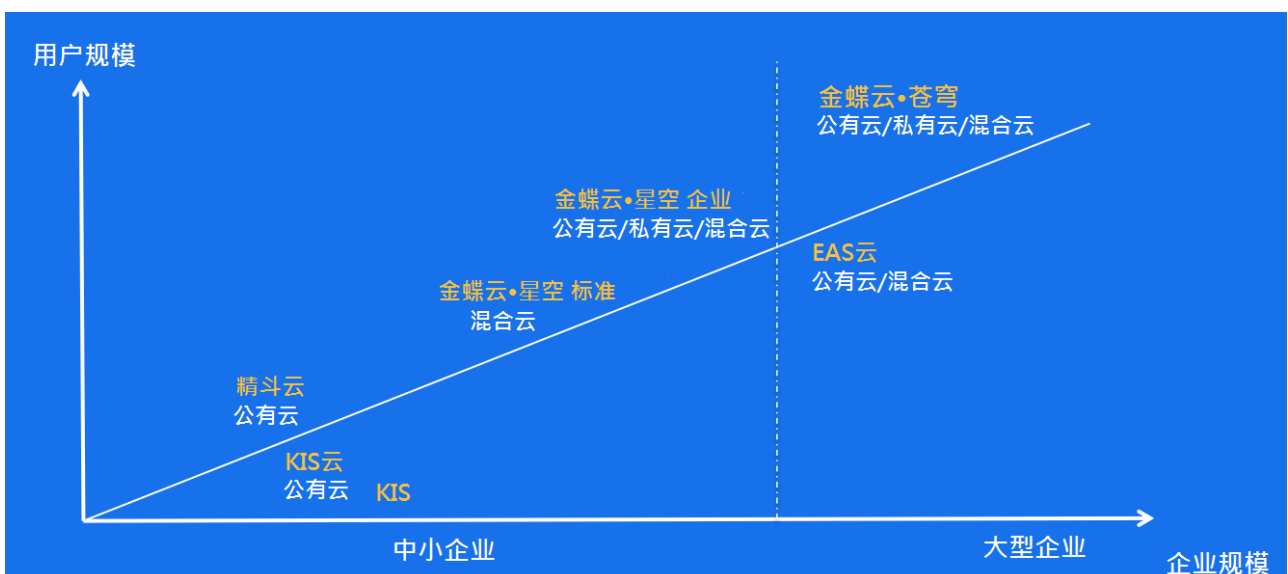
图 28：金蝶旗下产品



资料来源：金蝶国际、宝新整合

金蝶通过对中国互联网商业本质的深刻洞察，聚焦企业级 PaaS 和 SaaS 领域，积极布局金蝶云生态。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，都得到了成功验证，客户签费率持续达到 80%+。

图 29：金蝶产品定位



资料来源：金蝶国际、宝新整合

■ 云服务业务

2019年金蝶的云服务业务同比增长 54.7%，从 2018 年同期的 8.49 亿元人民币至 13.13 亿元人民币，占集团整体收入的 39.5%。

(1) 企业云服务

2019 年企业云服务业务收入同比增长 53.3% 至 9.27 亿元人民币。金蝶云·苍穹在大企业市场取得突破，实现收入近 6,000 万元人民币，获得 130 家新客户。金蝶云·星空持续保持强劲增长态势，实现收入 8.68 亿元人民币，同比增长 43.5%。

金蝶云·苍穹

云苍穹是中国首款自主可控和基于云原生架构的企业级云服务平台。容器技术是云原生的基石，云原生应用最典型的特点就是使用容器作为应用的运行环境。为发挥容器最大优势，往往会使用微服来架构应用，同时结合 CI/CD 工具和 DevOps 交付理念，实现应用的高效开发、发布、部署和运维。云原生技术为企业带来的价值包括 i) 降低基础设施成本；ii) 缩短应用上线周期；iii) 快速构建跨云业务；iv) 提升应用运维效率。

云苍穹采用云原生技术，支持微服务、分布式计算与存储、容器服务、DevOps、多租户、持续交付，并独创了云端动态领域模型，支持云端个性化定制，云苍穹具有六个特性。

图 30：金蝶云苍穹的六个特性



资料来源：金蝶国际、宝新整合

云苍穹提供开发服务云、社交服务云、数据服务云、智能服务云、云基础技术服务的平台级应用服务，助客户快速接入新技术应用，加速企业数字化转型。

- 开发服务云：基于金蝶独创的第四代云端动态领域建模系统，可在云端多租户架构下，通过低代码的可视化开发平台快速实现 SaaS 应用开发和个性化定制。
- 社交服务云：金蝶云·苍穹基于云之家提供的账号、组织、消息和业务分享等社交协作服务，连接员工、连接客户、连接业务，轻松连接工作。
- 数据服务云：金蝶云·苍穹提供涵盖数据全生命周期的大数据基础设施服务，提供了大数据处理平台 (DataOne)、大数据分析 (轻分析)、用户画像、企业数据洞察等一系列解决方案。
- 智能服务云：金蝶云·苍穹基于语音识别、图像识别、自然语言处理和深度学习算法等 AI 技术，搭建了统一的企业 AI 平台。
- 云基础技术服务：核心架构是分布式+微服务+容器。云基础技术服务的目标为企业应用提供高可靠、高性能和快速迭代的基础核心能力。

2019 年金蝶云·苍穹的新签客户 130 家，包括中国兵装、中冶南方、国电融资、中国钢研、中信消费金融、中油 BP、中移物联网等央企；顺丰集团、天津钢铁、天津铁厂、海螺信息、匹克集团、厦门国贸、广东一号食品、敬业钢铁等大型企业，新签合同金额总计突破 2 亿元人民币，并入选 Gartner 全球高生产力 PaaS 平台供货商名录。

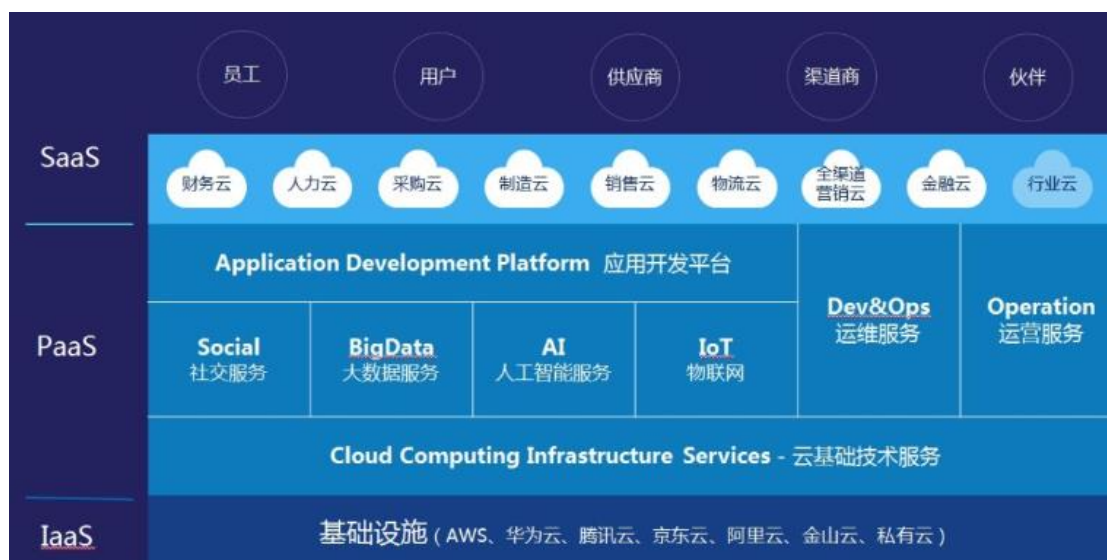
图 31：金蝶云苍穹的客户



资料来源：金蝶国际、宝新整合

云苍穹实现了 SaaS 服务和 PaaS 服务的整合。金蝶云苍穹把 SaaS 服务包括供应链云、采购云、物流云、财务云、零售云、渠道云、员工服务云、金融云等整合在统一平台上，方便客户按照各自的需要灵活选择服务，帮助客户更好地构建 PaaS+SaaS 一体化企业级云服务平台。

图 32：金蝶云苍穹总体架构

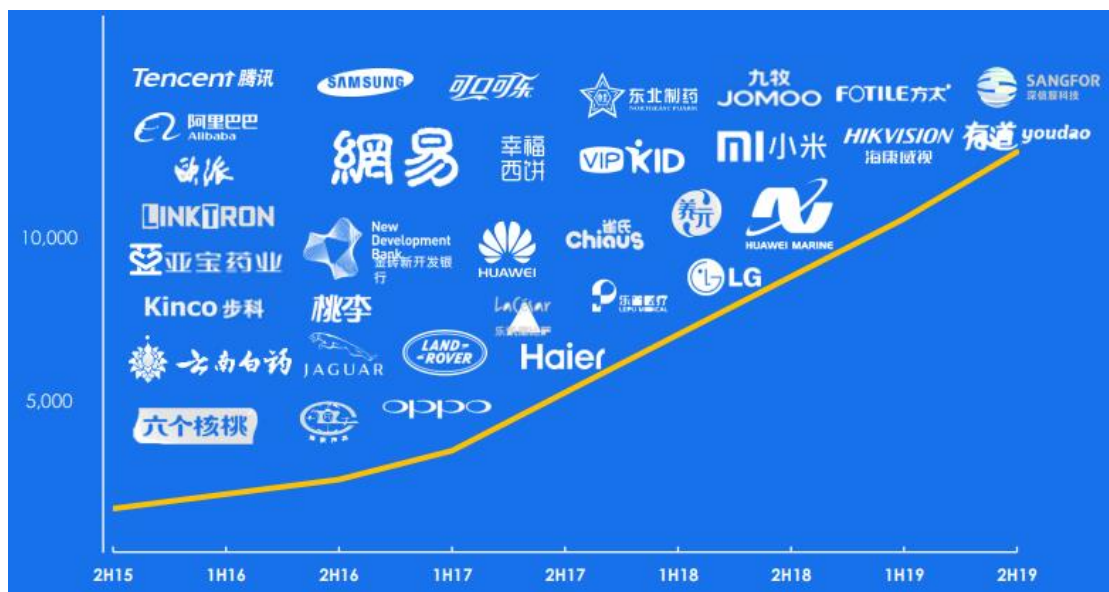


资料来源：金蝶国际、宝新整合

金蝶云·星空

金蝶云·星空自 2015 年推出以来，持续完善产品及服务能力。2019 年金蝶云·星空保持强劲增长态势，实现收入 8.68 亿元人民币，同比增长 43.5%，客户续费率 90%。金蝶云·星空客户数量已累计超过 13,800 家，续签华为、腾讯、三星、海尔、LG、幸福西饼、欧派家居、木屋烧烤等一大批行业标杆客户，新签华为海洋、海康威视、方太、深信服、网易有道、小米之家、褚橙、乌镇旅游、杰士邦、资生堂(广东)等知名企业。集团持续推动渠道伙伴云业务转型，促进伙伴老客户升级，金蝶云·星空伙伴数量近 1,000 家，公有云渠道业绩增长近 98%，公有云渠道客户数量累计近 4,000 家。

图 33：金蝶云·星空的客户



资料来源：金蝶国际、宝新整合

从客户来源来看，金蝶云星空有 77% 为新客户，10% 为现有客户上云，企业加快上云正为公司打开增量市场。

(2) 财务云服务

2019 年金蝶的财务云实现收入同比增长 98.2% 至 1.70 亿元人民币，期内，金蝶精斗云实现收入同比增长 87.8%，付费客户同比增长 45%，累计客户超过 117,000 家，续费率约 80%。年内精斗云与多家 SaaS 厂商达成生态战略合作，与运营商合作也有所突破，中国移动渠道为精斗云累计营销客户超过 13,000 家。

(3) 行业云服务与其他云服务业务

行业云服务实现收入 1.43 亿元人民币，同比增长 33.5%。其他云服务取得收入 73.45 百万元人民币，同比增长 43.0%。

金蝶管易云

2019年金蝶管易云收入同比增长14.0%，客户续费率超过80%。2019年双十一，管易云全网交易额699亿元，全网订单量3.28亿单，单量同比增长22.8%。金蝶电商云可为电商企业构建完整的新零售闭环。

图 34：金蝶电商云客户案例



资料来源：金蝶国际、宝新整合

EAS Cloud

EAS Cloud 助力大企业客户云转型。EAS Cloud 的前身是 EAS。EAS 解决方案主要有四类：财务共享解决方案、智能制造解决方案、数字营销解决方案、智能税务解决方案。EAS 利用端+云的方式来打造领先的大企业混合云，在端上，聚焦共享财务、智能财务、业财税一体化及产品易用性，让核心更加具备效率及稳定，在云上，利用金蝶新一代 PaaS 平台构建新应用，满足企业面对新时代的敏捷及创新需要。

金蝶 EAS 推出的智能财务机器人能够结合人工智能(例如：交互式语音、LBS\OCR 技术)，从业务发起环节自动识别发票等原始单据，通过内置财务机器人(例如：审核机器人、收付机器人、记账机器人、对账机器人、结账机器人、报表机器人等)，实现财务的自动审核与记账。通过机器人的自主学习和完善，实现自我认知，完成智能报表的出具。智能财务的核心就是通过大数据技术，进行建模与分析，利用人工智能的技术，来优化财务流程提高效率，从感知能力、计算能力、认知能力三个层面来推动智能财务的应用。

图 35：金蝶 EAS 智能财务机器人报销应用示例



其他云服务

KIS 云与合作伙伴共推中小企业上云，2019 年新增客户超过 7,200 家，与 SaaS 厂商纷享销客、云票通等达成生态战略合作。智能协同云云之家进一步加强移动工作平台企业级 OTA 投入，签约碧桂园、海信、建业等行业标杆。**金蝶金融**着力于场景金融和授权数据的价值挖掘工作，坚持合规与数字化信贷创新。汽车行业云车商悦、物业行业云我家云均获得高速增长。

■ 企业资源管理计划业务

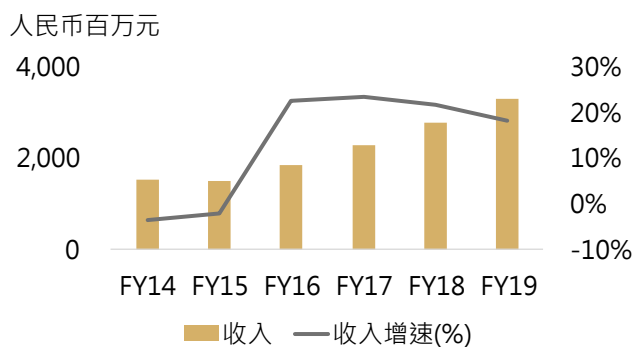
2019 年企业资源管理计划业务同比增长 2.7%至 20.1 亿元。**金蝶 EAS** 业务收入持平，主要为大型集团提供服务；s-HR 在大企业市场表现出色，签约中车株机、河钢集团、厦门建发、万向集团、万科物业、腾讯 CSIG 和微保等多个中国 500 强及世界 500 强企业，实现国产替代；智能制造推出「企业运营大脑」，解决大型制造企业对现场管理进行智慧决策与高效指挥的需求；税务解决方案取得突破，同比增长近 300%。

金蝶 K/3 WISE 围绕智能财税、智能供应链、智能工厂三大业务领域，持续赋能企业，助力企业由传统管理向数字化管理转型升级。**KIS** 稳步增长，新增客户超 10 万家。2020 年，K/3 WISE 和 KIS 系列大部份产品将停止发展新客户，引导客户使用金蝶云服务。

7.5 金蝶的高估值是否合理？

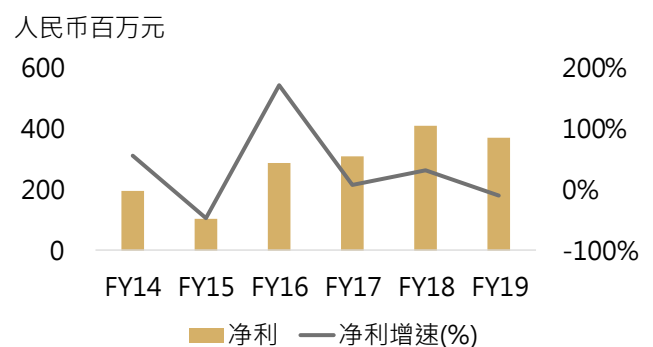
金蝶的营收表现

图 36：金蝶营收



资料来源：金蝶国际、宝新整合

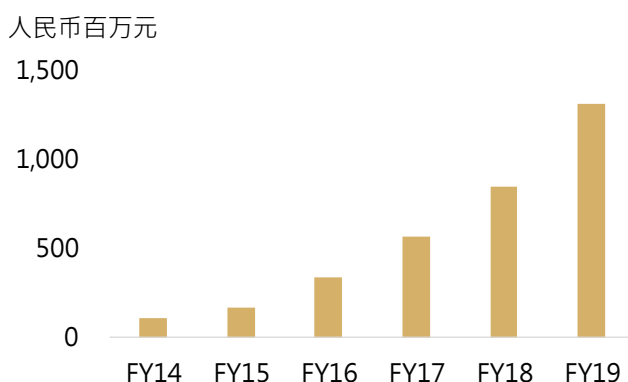
图 37：金蝶净利



资料来源：金蝶国际、宝新整合

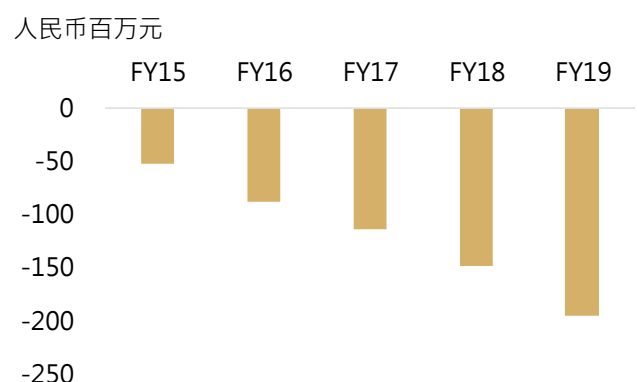
金蝶收入从 2014 年的 15.5 亿元人民币增至 2019 年的 33.3 亿元人民币，主要因为云收入不断增加，体现出集团从传统企业管理软件到云服务的转型成功，而且金蝶定期推出新产品迎合市场需要，例如于 2018 年正式发布云苍穹(基于云原生架构的大型企业云服务平台)，经过多年发展，成功成为国内具代表性的 SaaS 企业。但同时，盈利增长波动大，主因在发展云业务的同时，集团的销售推广费用及研发费用的持续投入增加了集团的开支。

图 38：金蝶云收入



资料来源：金蝶国际、宝新整合

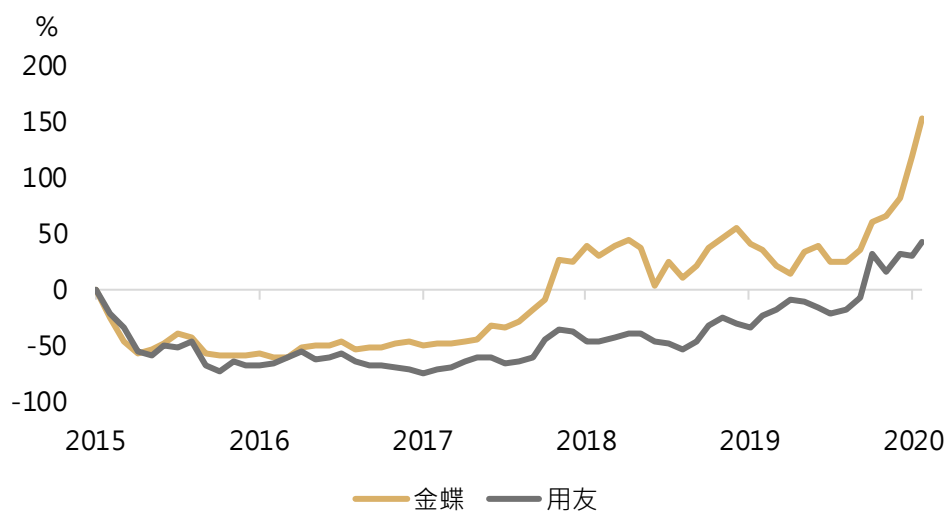
图 39：金蝶云利润



资料来源：金蝶国际、宝新整合

金蝶的云转型成功

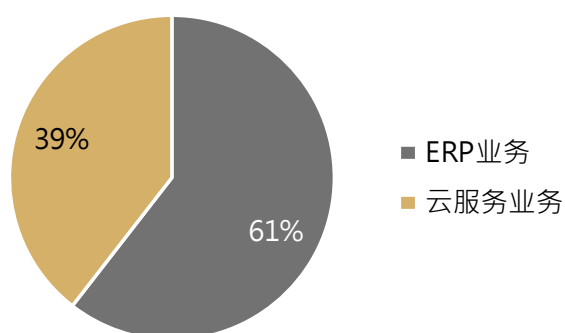
图 40：金蝶对比用友(600588)的股价回报



资料来源：彭博、宝新整合

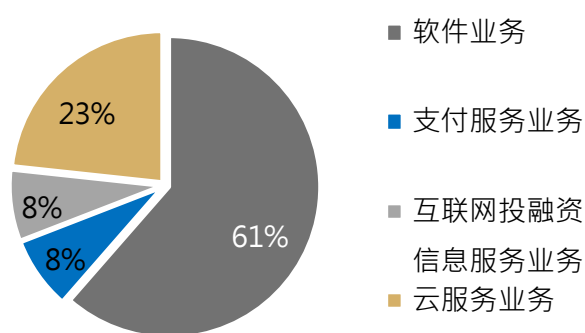
金蝶于 5 年间股价升逾一倍，跑赢竞争对手用友，金蝶于 2019 年云收入占 39.5%，对比用友的 23.3%，金蝶云服务的转型明显较为成功。

图 41：金蝶收入分布



资料来源：金蝶国际、宝新整合

图 42：用友收入分布

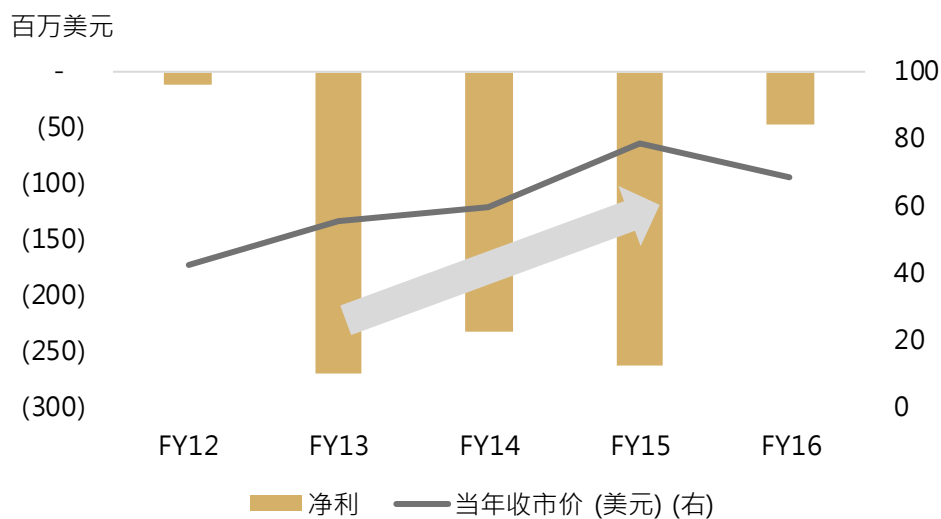


资料来源：金蝶国际、宝新整合

参照外企成功例子

参照外国例子 Salesforce，市场较看重的是一家公司的云收入，股价往往反映云业务前景，而不是集团当下的盈利能力。Salesforce 在 2012 年至 2016 年间经历了严重的亏损，分别亏损 12/270/232/263 百万美元，直到 2017 年才实现扭亏。但其股价由 2012 年初的 26 美元涨至 2016 年 84 美元阶段性高位，现时股价更接近 200 美元。

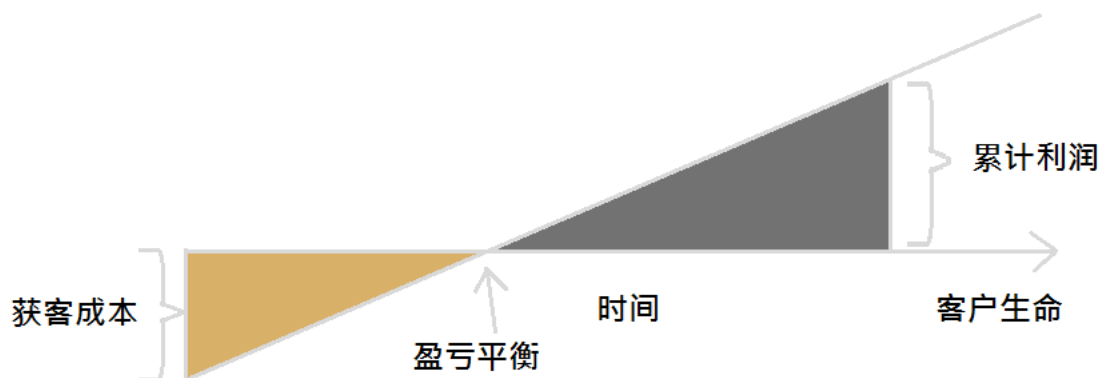
图 43：Salesforce 的盈利对比当年股价



资料来源：Salesforce、彭博、宝新整合

金蝶云业务现时亏损的主要原因是销售费用以及研发费用的大幅上升。不过 i) 预期用户数增加带来的规模效应；ii) 企业前期烧钱阶段总会过去；iii) 续费率能保持高位，都成为企业云业务未来转亏为盈的利好因素，支撑着金蝶现时的高估值。

图 44：金蝶的长线价值



资料来源：金蝶国际、宝新整合

8. 投资建议

表 1：盈利预测

百万元人民币	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	2,809	3,326	3,824	4,781	6,215
销售成本	(514)	(652)	(725)	(906)	(1,178)
毛利	2,294	2,674	3,099	3,874	5,036
销售、推广、行政费用及研究成本	(1,841)	(2,250)	(2,556)	(3,199)	(4,164)
经营盈利	453	424	544	675	872
息税折旧摊销前利润	801	909	1,084	1,248	1,587
净利息费用	(1)	5	2	2	2
享有联营投资的亏损份额	(4)	(33)	(19)	(19)	(19)
扣除所得税前利润	448	396	527	659	856
所得税费用	(39)	(30)	(43)	(54)	(70)
年度盈利	409	366	484	605	786
非控制性权益	3	7	7	7	7
公司权益持有人	412	373	491	612	793

资料来源：金蝶国际、宝新整合

投资建议

我们采用分类加总估值法(SOTP)对金蝶国际进行估值。

- 传统 ERP 业务：预计 2021 年该业务利润为 4.45 亿元人民币，给予 15x PE，估值 66.75 亿元人民币。
- 云服务业务：预计 2021 年该业务收入为 27.28 亿元人民币，给予 17x PS，估值 463.76 亿元人民币。

根据分部估值法，我们得出公司合理市值为 530.51 亿元人民币，对应合理股价为 17.45 港元，给予「持有」评级。

9. 同业估值比较

表 2：同业估值比较

股票名称	股票代码	收市价	市值 (百万元)	FY20E 每股盈利增 长 (%)	FY21E 每股盈利增 长 (%)	FY22E 每股盈利增 长 (%)	FY20E 市盈率	FY21E 市盈率	FY22E 市盈率
金蝶国际	268.HK	16.0	53,353	-28.7	38.2	46.3	164.2	118.8	81.2
微盟集团	2013.HK	8.6	19,339	-92.8	645.5	51.2	716.4	96.1	63.5
中国有赞	8083.HK	1.0	17,485	34.5	15.4	22.7	NA	NA	NA
用友网络	600588.CH	40.0	130,014	-9.8	26.1	32.1	120.2	95.3	72.1
广联达	002410.CH	65.0	76,948	77.5	59.0	28.5	175.1	110.1	85.7
金山软件	3888.HK	31.8	43,584	NA	74.6	76.6	102.0	58.4	33.1
畅捷通	1588.HK	9.4	2,031	4.2	13.3	NA	18.9	16.7	NA
Oracle	ORCL.US	55.1	169,146	9.4	4.9	8.6	17.1	13.7	12.6
SAP	SAP.GR	125.0	153,563	-2.5	13.8	13.6	25.1	22.0	19.4
Microsoft	MSFT.US	200.6	1,521,011	19.8	9.2	14.4	35.2	32.3	28.2
Adobe	ADBE.US	438.6	211,337	24.1	13.9	17.8	44.9	39.4	33.5
Salesforce	CRM.US	191.7	172,677	8.7	0.1	20.6	NA	64.3	53.5
Workday	WDAY.US	184.9	43,461	38.2	21.5	19.8	NA	80.9	80.9
Service	NOW.US	402.8	76,819	27.3	26.3	30.5	95.3	75.9	57.8
Veeva	VEEV.US	238.9	35,873	34.4	16.3	18.6	77.2	93.8	79.1
Shopify	SHOP.US	904.8	108,252	NA	29.1	146.3	1813.2	1405.0	570.5
Zendesk	ZEN.US	85.0	9,703	41.9	58.4	77.5	193.1	121.9	68.7

资料来源：彭博

资料截至 2020 年 6 月 22 日

免责声明

本文件所载之资料仅作参考之用，并未顾及任何获得本档人士的特定投资目标、财务状况或其特定需要。本文件所载之资料并不构成亦不应被视为任何投资意见、或任何认购、交易或出售任何投资产品或服务之要约或招揽。本文件所载之资料是从本公司认为可靠的资料来源获得。此文件所反映之意见乃属宝新证券有限公司(「宝新证券」)之意见，且会在不通知的情况下作出更改。本公司并无就本文件所载之数据之准确性、完整性、正确性或适时性作出任何陈述或保证。另本公司毋须亦不会就任何人士使用本档或其内容承担任何责任。本档所引用之过去表现只供参考，并不是未来表现之征示。投资涉及风险。于认购本档所提及之任何产品前(如有)，阁下应咨询其财务顾问之意见。若阁下决定不作该等咨询，亦应审慎考虑本文件所载任何产品对其是否适合。除非另有书面同意，本公司并非阁下之顾问或以阁下之受信人身份行事。若干投资产品或买卖服务并非适合每一位投资者，投资者宜因应本身之投资经验、投资目标、财政资源及其他相关条件，小心衡量自己是否适合参与此等买卖。

编写本报告的分析员(们)特此声明，本报告中所表达的意见只反映分析员(们)对此公司及其证券的个人意见。分析员(们)进一步确定分析员(们)没有，也不会因本报告所表达的具体建议或意见而得到直接或间接的报酬。宝新证券及其员工、董事随时可能替数据内容所述及的公司提供投资、顾问、融资或其他服务，或买卖(不论是否以委托人身份)拥有资料中所述及公司的证券；而宝新证券的员工、董事亦可能为本文件数据内容所述及公司的董事。此档由宝新证券所提供，档并未受证券及期货事务监察委员会审阅。
