

金蝶国际 (00268.HK)

国内 ERP 行业龙头企业，SaaS 战略步入正轨

公司是国内领先的 ERP 服务供应商。金蝶国际在国内软件市场及云市场拥有领导地位，连续 4 年在中国企业级云 ERP、财务 SaaS 市场占有率第一，旗下产品覆盖面广，满足大型、成长型、小微企业等不同类型客户的需求。受 K/3 和 KIS 关停和云服务仍在投入期等因素影响，公司 2020 年全年营业收入同比增长 0.9% 至 33.56 亿元，归属母公司亏损 3.35 亿。公司在过去的成长道路上不断破旧立新，通过持续转型适应行业发展升级趋势，具有行业领先的运营管理能力和组织自我演进能力。

自主可控趋势推动国产 ERP 份额提升，SaaS ERP 渐成趋势。2019 年，国内 ERP 软件市场达到 297 亿元人民币，加上实施和运维等生态价值，实际市场规模更大。国外 ERP 公司 SAP、Oracle 等占据中国高端 ERP 市场的主要份额，国内 ERP 公司在自主可控的大背景下，有望获得更多超大型企业的订单。另一方面，对于中小型企业 ERP 客户，其 ERP 系统定制化程度相对较低，企业 ERP 上云可以令它们节省初始投入成本、实现快速部署，所以 SaaS ERP 符合产业发展趋势，渗透率有望持续提升，为金蝶等国内 ERP 龙头追赶海外巨头提供了机会。

破茧成蝶，云业务推动公司长期成长。金蝶前几年遇到成长瓶颈，收入增长放缓，管理层开始思考从软件包销售模式向云服务经营模式转变，以适应行业变化并实现更可持续的商业模式。目前转型已经初见成效，2020 年云业务收入已经达到 19.1 亿，最近五年复合增速 41.2%。SaaS ERP 具有强连接、快速迭代的属性，有助于公司深度挖掘客户需求，提升客户生命周期价值 LTV，打开收入增长天花板。

PaaS 和 SaaS 生态基本建立，领先于同行。公司已经推出针对大型企业的苍穹云 PaaS 和云星瀚 SaaS，针对中小企业的云星空和精斗云，还有管易云等云软件系列，覆盖的客户类型和业务类型日渐丰富。金蝶的苍穹 PaaS 是一个低代码、云原生的技术平台，上面嫁接云星瀚 SaaS，还能引入外部合作伙伴提供补充性的模块产品，满足大型客户全方位的需要。星空云 SaaS 则主要是面对中小企业 ERP 客户，提供标准化程度较高的上云方案。公司 2020 年也收缩了 KIS 和 K/3 业务，促进中小客户迁移上云，战略上全面转向云服务和生态建设。

盈利预测：预测金蝶 2021-2023 的营业收入为 40.8/53.0/69.5 亿元人民币，同比增长 21.6%/29.9%/31.2%；归母净利润为 -2.5/-0.5/2.4 亿元。采用 P/S 方法对公司估值，由于存在传统软件包业务，所以 P/S 倍数参照国外和国内同行给予一定打折。我们认为公司合理市值为 1405 亿港元（目标价 40.5 港元/股），对应 22 倍 2022 年 P/S，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，公司云转型效果不达预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,326	3,356	4,081	5,300	6,954
增长率 yoy (%)	18.4	0.9	21.6	29.9	31.2
归母净利润（百万元）	373	-335	-249	-52	243
增长率 yoy (%)	-9.6	-190.0	25.9	79.2	571.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.11	-0.10	-0.07	-0.01	0.07
净资产收益率 (%)	6.0	-4.3	-3.2	-0.7	3.1
P/E (倍)	233.0	-258.8	-349.0	-1681.5	356.8
P/S (倍)	26.1	25.9	21.3	16.4	12.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 5 月 27 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	海外
5月27日收盘价(港元)	30.15
总市值(百万港元)	104,606.93
总股本(百万股)	3,469.55
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	13.26

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4241	6183	5425	5521	5648
现金	1899	2754	2176	2001	1971
应收票据及应收账款	150	167	242	288	407
其他应收款	158	167	228	285	389
预付账款	0	0	0	0	0
存货	7	19	26	31	47
其他流动资产	2027	3077	2753	2915	2834
非流动资产	4179	4539	4825	4815	4873
长期投资	2580	2764	3078	3117	3297
固定资产	547	746	751	693	567
无形资产	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1052	1028	995	1004	1009
资产总计	8420	10722	10250	10336	10520
流动负债	1998	2599	2319	2485	2412
短期借款	200	120	150	150	150
应付票据及应付账款	15	25	24	36	39
其他流动负债	1783	2454	2145	2300	2223
非流动负债	276	165	221	193	207
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	276	165	221	193	207
负债合计	2274	2764	2540	2678	2618
少数股东权益	159	169	169	168	170
股本	80	83	83	83	83
资本公积	2963	5053	5053	5053	5053
留存收益	2944	2654	2405	2353	2597
归属母公司股东权益	5987	7790	7541	7489	7733
负债和股东权益	8420	10722	10250	10336	10520

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	906	963	-214	71	285
净利润	366	-342	-249	-52	244
折旧摊销	485	0	195	238	276
财务费用	-5	-36	-45	-27	-16
投资损失	33	3	14	17	11
营运资金变动	-18	-76	-129	-105	-231
其他经营现金流	45	1413	0	0	0
投资活动现金流	-386	-553	-495	-245	-345
资本支出	22	248	-50	-31	-140
长期投资	382	-184	-314	-177	-179
其他投资现金流	-790	-617	-130	-37	-26
筹资活动现金流	-140	33	131	-1	30
短期借款	-102	-80	30	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	3	0	0	0
资本公积增加	60	2089	0	0	0
其他筹资现金流	-98	-1980	101	-1	30
现金净增加额	396	446	-578	-175	-30

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3326	3356	4081	5300	6954
营业成本	922	1147	1390	1711	2144
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	1374	1425	1612	1828	2191
管理费用 (含研发)	973	1397	1698	2136	2657
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-5	-36	-45	-27	-16
资产减值损失	48	70	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	40	6	0	0	0
投资净收益	-33	-3	-14	-17	-11
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	20	-645	-588	-365	-32
营业外收入	376	263	314	307	302
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	396	-383	-274	-58	270
所得税	30	-41	-25	-6	26
净利润	366	-342	-249	-52	244
少数股东损益	-7	-6	0	-0	1
归属母公司净利润	373	-335	-249	-52	243
EBITDA	837	-458	-145	127	496
EPS (元/股)	0.11	-0.10	-0.07	-0.01	0.07

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	18.4	0.9	21.6	29.9	31.2
营业利润 (%)	-81.0	-3330.6	8.9	37.9	91.3
归属母公司净利润 (%)	-9.6	-190.0	25.9	79.2	571.3
获利能力					
毛利率 (%)	72.3	65.8	65.9	67.7	69.2
净利率 (%)	11.2	-10.0	-6.1	-1.0	3.5
ROE (%)	6.0	-4.3	-3.2	-0.7	3.1
ROIC (%)	5.0	-5.0	-3.9	-1.3	2.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.0	25.8	24.8	25.9	24.9
净负债比率 (%)	-27.6	-33.1	-26.3	-24.2	-23.0
流动比率	2.1	2.4	2.3	2.2	2.3
速动比率	2.1	2.4	2.3	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7
应收账款周转率	22.2	21.2	20.0	20.0	20.0
应付账款周转率	51.3	57.5	57.5	57.5	57.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.11	-0.10	-0.07	-0.01	0.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	-0.13	-0.06	0.02	0.08
每股净资产 (最新摊薄)	1.73	2.25	2.17	2.16	2.23
估值比率					
P/E	233.0	-258.8	-349.0	-1681.5	356.8
P/B	14.50	11.14	11.51	11.59	11.23
P/S	26.1	25.9	21.3	16.4	12.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 27 日收盘价

内容目录

1. 国内 ERP 行业领头羊，向云服务转型打开成长空间	5
1.1 软件研发能力国内领先，历经多次转型砥砺前行	5
1.2 收入稳步向上，云业务转型初见成效	7
2. SaaS ERP 拓宽原有市场空间，国产 ERP 公司有望把握客户上云趋势获取更多份额	8
2.1 ERP 市场稳中有升，国产企业加速扩张步伐	8
2.2 SaaS ERP 崛起，云时代已经来临	11
3. 破茧成蝶，云系列产品推动公司业务进展	14
3.1 由传统软件销售转型为云服务	14
3.2 苍穹云打造 PaaS 底层平台，提供嫁接更多 SaaS 模块的可能	17
3.3 星空云、星辰等产品面向中小型客户，通过标准化模块化产品解决客户经营中的痛点	22
4. 盈利预测、估值与投资建议	27
4.1 盈利预测	27
4.2 估值	29
5. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构（截至 2020 年 8 月 28 日）	6
图表 3: 公司过往融资历程	6
图表 4: 公司历年营业收入及增速	7
图表 5: 公司历年归母净利润及增速	7
图表 6: 公司分部收入占比情况（截至 2020 年 12 月 31 日）（单位：百万元）	8
图表 7: 传统 ERP 产品向云转型	8
图表 8: 2013-2019 年中国 ERP 软件市场规模及增长率	9
图表 9: 国内外 ERP 软件厂商及主要业务	10
图表 10: 中国 2018 年整体 ERP 软件市场竞争格局	10
图表 11: 中国 2018 年高端 ERP 软件市场竞争格局	10
图表 12: 中国企业级 SaaS 市场规模	11
图表 13: 国内各领域 SaaS 规模	11
图表 14: 国内各行业 SaaS 规模	11
图表 15: 中国企业级 SaaS 产业图谱	12
图表 16: 传统 ERP 与 SaaS ERP 对比	13
图表 17: 国内 ERP 企业云化进程	14
图表 18: 公司历年云服务收入	14
图表 19: 公司历年云服务和 ERP 收入占比	14
图表 20: 公司预计到 2023 年订阅 ARR 达到 33 亿元	15
图表 21: ERP 公司产品矩阵对比	15
图表 22: 金蝶的产品矩阵和对应客户体量	16
图表 23: 云服务各项细分业务收入占比	16
图表 24: ERP 软件包服务各项细分业务收入占比	16
图表 25: 云服务和 ERP 历年合同负债	17
图表 26: 金蝶苍穹云主要提供 SaaS+PaaS 服务	17

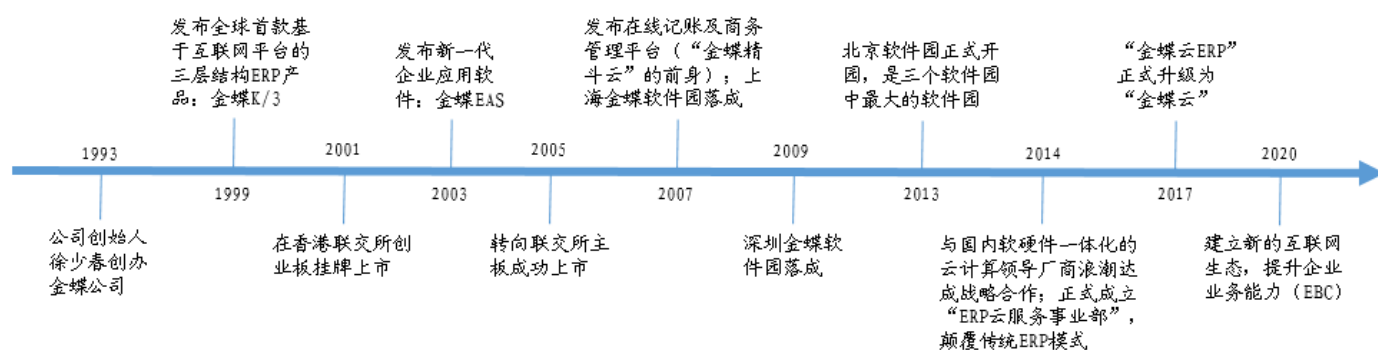
图表 27: 苍穹平台下云服务	18
图表 28: 金蝶云·苍穹 SaaS 产品组合	19
图表 29: 苍穹云每年签约大量新客户	19
图表 30: 苍穹云收入及签约合同金额不断增长	20
图表 31: 苍穹云客户行业分布 (截至 2020 年底)	20
图表 32: 金蝶给予 ISV 开放的生态平台	21
图表 33: 星链合作计划/三大方面	21
图表 34: 苍穹云中金蝶全新客户占比维持高比例	22
图表 35: 星空云 8 大核心解决方案	23
图表 36: 星空云 18 大行业解决方案	24
图表 37: 金蝶星空云历年收入	25
图表 38: 星空云历年客户数及续费情况	25
图表 39: 星空云各时间段签约客户	25
图表 40: 客户使用的星空云服务	26
图表 41: 星空云客户结构	26
图表 42: 购买星空云多个产品的客户占比	26
图表 43: 公司传统 ERP 业务收入预测 (单位: 千元)	27
图表 44: 公司云服务业务收入预测 (单位: 千元)	28
图表 45: 公司毛利率预测	28
图表 46: 公司销售、管理、研发费用预测 (单位: 千元)	29
图表 47: 国内与国外同行公司估值	29

1.国内 ERP 行业领头羊，向云服务转型打开成长空间

1.1 软件研发能力国内领先，历经多次转型砥砺前行

软件开发能力一流，市场地位稳固。金蝶国际软件集团有限公司（0268.HK）始创于1993年，是中国软件产业的领导厂商，2001年在港交所创业板上市，2005年转到主板。金蝶由财务管理软件起家，1996年发布国内首款基于Windows系统的财务软件K/3；1999年发布全国首款基于互联网平台的ERP软件；2011年，公司推出基于企业通讯录的云服务金蝶微博（云之家前身）开启公司产品云化征途；2012年公司开始将旗下核心产品K/3云化，推出K/3 Cloud。公司持续推进云战略，2020年来自云服务的收入已经占金蝶收入的57%。根据调研机构IDC的《中国公有云服务市场报告》，金蝶从2016年起就一直蝉联国内SaaS ERP市占率第一名。

图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

金蝶将自己的企业发展历史划分为四个时期：

1) 财务管理新纪元（创业-1997）。金蝶推出的财务软件帮助千万财务人员摆脱算盘，助力大批中国企业砥砺前行。

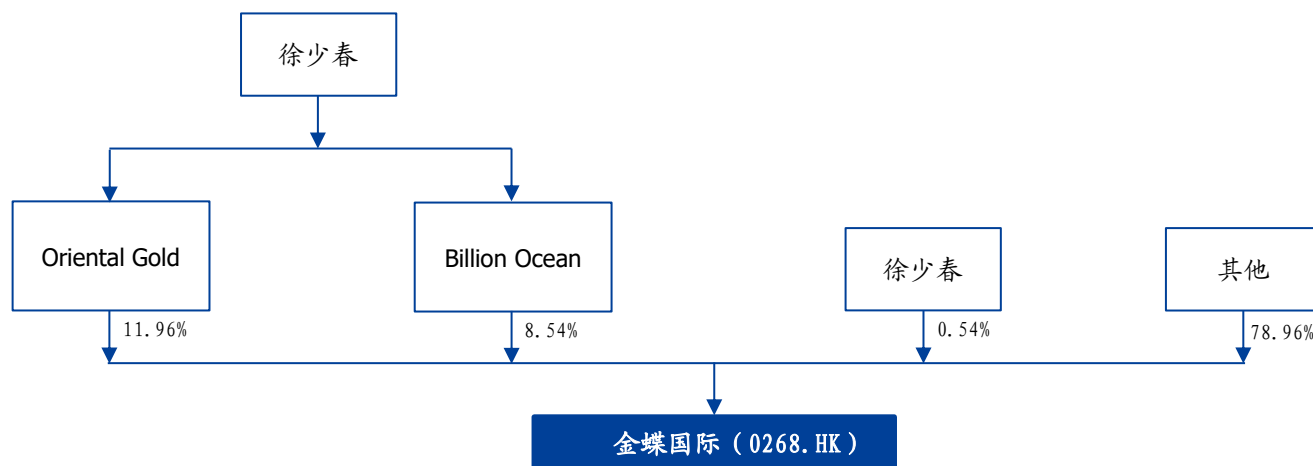
2) 引领 ERP 产业转型（1997-2011）。全球化竞争压力迫使企业必须及时、全面、准确地掌握信息。金蝶作为向企业管理软件进军的先锋，借助 ERP 向企业传递先进的管理思想，助力中国企业积极应对经济全球化挑战。

3) 企业云服务时代（2011-2019）。中国政府将云列入国家重点扶持的战略性新兴产业。金蝶积极推进云管理，充分发挥社交网络、移动互联网、云计算等新兴科技力量，在 2018 年推出金蝶·云苍穹，成为领先的云管理服务提供商。

4) 企业数字化从 ERP 到 EBC 时代（2019 至今）。金蝶提出企业管理不应该只是“资源”或“计划”，而是关注“企业业务能力”（EBC）。在后 ERP 时代，金蝶将赋能企业将资源、能力、信息、流程和环境结合起来为客户提供价值。

公司股权结构较为分散。徐少春是金蝶国际软件集团创始人、董事会主席兼首席执行官，1991 年创办深圳爱普电脑技术有限公司，致力于财务管理软件的开发。1993 年 8 月与美籍华人赵西燕女士以及深圳市蛇口工业区社会保险公司合资成立金蝶软件科技(深圳)有限公司。截至 2020 年 8 月 28 日，徐少春先生共持有金蝶国际 21.04% 股份。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2020 年 8 月 28 日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

金蝶国际自 IPO 以来共有过三段配股融资，分别于 2009 年 6 月/2015 年 5 月/ 2020 年 8 月配售 9000 万股/2.89 亿股/1.33 亿股。最新一次融资于 2020 年 8 月 28 日配售的股份 3.85% 用于研发投入、日后潜在投资、助力云业务转型及一般营运用途。

图表 3: 公司过往融资历程

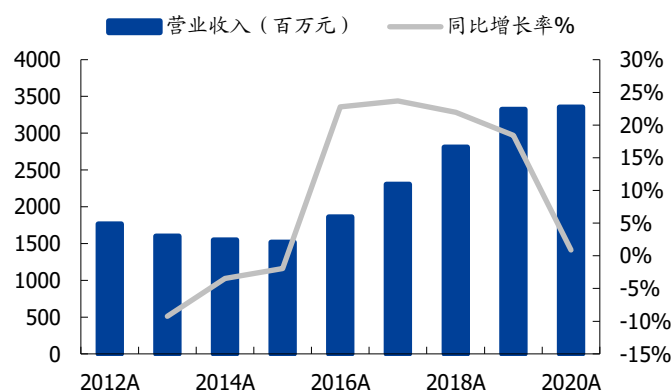
日期	发行价格 (元)	发行数量 (股)	融资金额 (元)	用途
2009/6/11	1.37	90,000,000	123,300,000	用作现金储备，拟在该等现金储备中，60%将用作于外延收购公司；30%将用作研究及开发新产品；10%将用作一般营运资金
2015/5/18	4.6	288,526,000	1,327,219,600	所得款项净额将用作巩固公司的资本基础，并用于将来任何可能的收购
2020/8/21	17.82	133,280,000	2,375,100,000	公司拟将配售事项所得款项净额用于研发资金、日后潜在投资（包括支持公司的云业务转型）及集团的一般营运资金

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 收入稳步向上，云业务转型初见成效

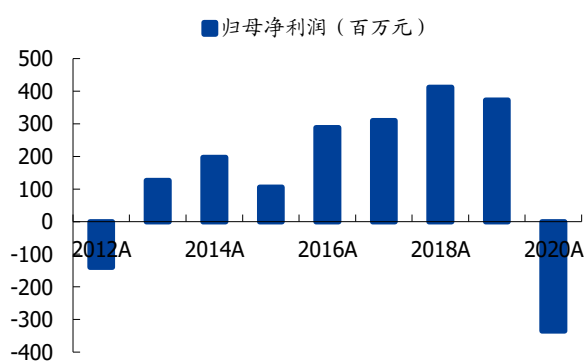
公司发力云业务，收入规模再上一台阶。由于竞争对手实力强劲，国外先进 ERP 厂商具有更长时间的技术和生态沉淀，金蝶在 2016 年之前一段时间销售收入一度增长较慢，随后开始贯彻云转型发展战略，积极拓展云相关产品，逐步打开局面，收入再上一台阶。金蝶云服务战略取得不错的成绩，主要得益于两方面原因：1) 金蝶在软件包时代主要服务中小客户为主，这些客户 ERP 系统定制化程度相对不高，上云意愿更强。2) 金蝶内部有强大的破旧立新企业基因，在孵化、推动云服务新产品执行力强，云产品的迭代速度也领先于同行。金蝶为了让客户更快转到旗下云服务产品，于 2020 年关停了 K/3 和 KIS 等软件包业务，而 K/3 和 KIS 过往为公司提供了数亿元级别稳定的现金流入，此次产品系列变革直接导致公司 2020 年营收增速下滑到 0.9%，归属母公司亏损 3.4 亿，从一个侧面体现了金蝶向云服务商转型的决心。

图表 4: 公司历年营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

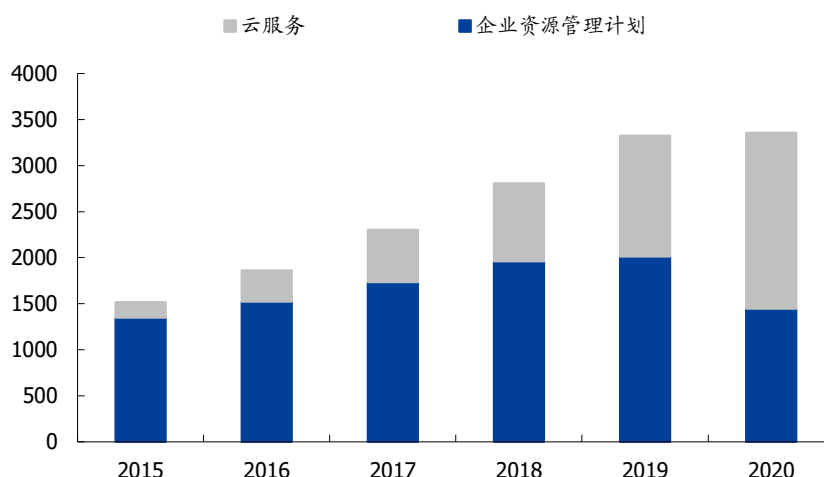
图表 5: 公司历年归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

主营业务为企业资源管理计划 (ERP) 及云服务，其中云服务占比逐年扩大。公司依靠传统的 ERP 业务起家，成长的过程中不断探索软件管理的全新运营模式，配合国内“云计算”发展大趋势，最终凭借良好的客户基础成功转型。截至 2020 年底年，金蝶云服务业务收入同比增长 45.6%至 19.12 亿元，占总收入 57.0%，首次超过 ERP 业务，且占比逐年提升，订阅的 ARR 也从 2019 年的 6.3 亿元增长至 2020 年的 10 亿元。

图表 6: 公司分部收入占比情况 (截至 2020 年 12 月 31 日) (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

云服务产品丰富, 适配不同类型客户的上云需求。在各类云产品中, 金蝶推出的云苍穹是针对超大型企业的 PaaS+SaaS 服务平台, 对应传统的 EAS 平台; 星空云针对的是中大型成长企业, 对应 K/3 平台; 星辰、精斗云则为小微企业提供服务, 对应 KIS 平台。

图表 7: 传统 ERP 产品向云转型

	传统软件包产业	云服务	
		SaaS	底层平台 PaaS
大型企业	EAS	星瀚	苍穹
中型企业	K/3	星空	-
小微企业	KIS	星辰	苍穹
		管易云	苍穹
		精斗云	-

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

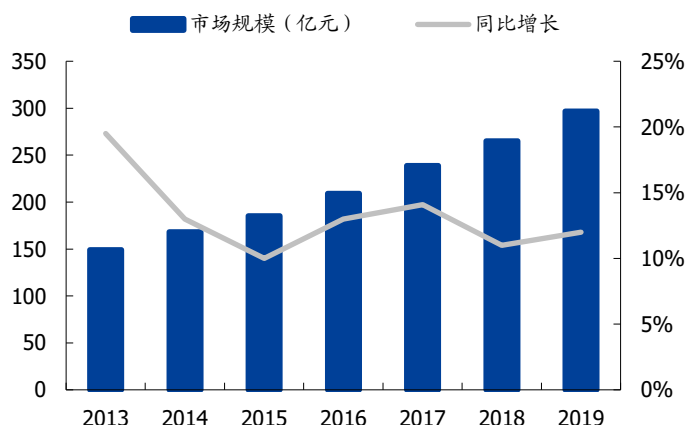
2. SaaS ERP 拓宽原有市场空间, 国产 ERP 公司有望把握客户上云趋势获取更多份额

2.1 ERP 市场稳中有升, 国产企业加速扩张步伐

企业资源计划 (ERP) 是指组织用于管理日常业务活动的一套软件, 这些活动包括会计、采购、项目管理、风险管理和合规性、供应链运营等等。完整的 ERP 套件还包括企业绩效管理, 用于帮助企业围绕财务业绩进行规划、预算、预测和报告。ERP 系统将大量业务流程联系在一起, 实现了各业务流程之间的数据流动。通过从多个源系统收集组织的共享事务数据, ERP 系统可以消除数据重复并通过“单一信息源”确保数据完整性。

国内 ERP 市场稳步成长。ERP 系统依靠数字化和一体化为基础，逐渐成为企业管理系统的核心。我国 ERP 软件市场规模从 2013 年开始不断增长，到 2019 年市场规模将达到约 297 亿元，最近五年增速维持在 10% 以上。此外，由于 ERP 项目落地前涉及大量的实施工作，落地后每年也要进行维护，整个 ERP 产业链条的价值量要远大于软件市场规模。

图表 8: 2013-2019 年中国 ERP 软件市场规模及增长率



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

跨国 ERP 厂商为高端市场先行者，国产软件厂商仍有很大追赶空间。在国际上，SAP 和 Oracle 是高端 ERP 领域的绝对龙头，占据了前两名的市场份额。目前全球 ERP 市场竞争格局已经相对稳定。相较于国内的 ERP 软件，国外的 ERP 软件在行业版本、软件功能完善、实施能力方面具有明显优势，适合信息化基础较好、人员素质较高的大型企业。而国内 ERP 软件虽然起步较晚，但软件的价格和实施费用较低，适合经营规模小、信息化管理程度低的企业，国内知名的 ERP 企业有用友软件、浪潮国际、金蝶国际等。中美贸易摩擦触发了新一轮国产替代的需求，自主可控、信创在未来一段较长的时间会持续驱动 ERP 国产化，加上国内品牌对于国内客户需求理解更深，售前售后服务更及时等因素，预料国内 ERP 厂商的市场占有率会稳步提升。

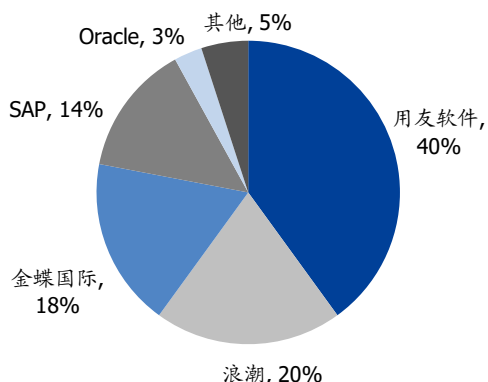
图表 9: 国内外 ERP 软件厂商及主要业务

厂商层次	企业名称	主要业务
国外 ERP 巨头	SAP	ERP 程序设计、系统安装与维护
	Oracle	服务器及工具、企业应用软件、ERP 软件
	IBM	高端 ERP 实施和战略咨询规划
	埃森哲	高端 ERP 实施
	HP	高端 ERP 实施
国内领先企业	用友软件	人力资源、客户关系、小型企业、财政及行政单位等管理软件开发与设计
	浪潮	云计算、大数据服务
	金蝶国际	管理软件开发与服务提供、云服务
国内二线企业	新中大	计算机软件的开发、技术咨询、技术转让及服务
	金算盘	提供企业资源管理计划系统（包括传统 ERP 和云 ERP）
	佳软	软件的研发、系统集成、服务等业务
	英克	计算机软硬件的研制、开发与生产等业务
	金航数码	IT 基础设施与信息安全、管理与 IT 咨询等业务

资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

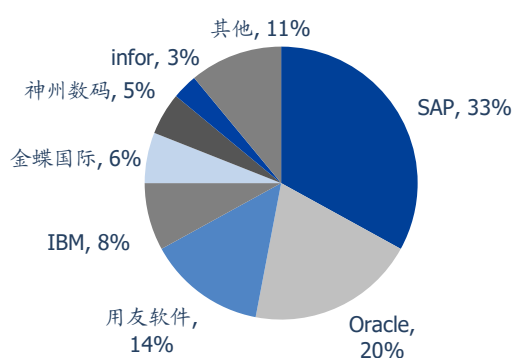
ERP 系统建设覆盖的业务链条长，涉及部门多，企业部署 ERP 需要有较长一段时间，因此客户较难从不同的供应商之中迁移。目前在国内三大提供 ERP 软件服务的公司分别为用友软件、浪潮、金蝶国际，国内 ERP 软件厂商由于性价比高、政策扶持、操作简单等优势，主要在央企、国资企业以及中小型企业领域占据优势：用友具有国企背景，因此主要聚焦大型企业、央企以及部分国资企业；而金蝶依靠价格优势聚焦中小型企业。2018 年，用友、浪潮和金蝶的市场份额分别以 40%、20%和 18%占据前三，国外企业 SAP 和 Oracle 的在国内的份额分别为 14%和 3%。SAP 和 Oracle 主攻高端 ERP 市场，分别占据高端 ERP 市场 33%和 20%份额。

图表 10: 中国 2018 年整体 ERP 软件市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

图表 11: 中国 2018 年高端 ERP 软件市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

2.2 SaaS ERP 崛起，云时代已经来临

2.2.1 企业级软件 SaaS 逐步提升，ERP 是其中一个较大的市场

美国走进云时代比较早，大概 90% 的企业级软件已经有云元素，市场领导者有 salesforce（主要从事客户关系管理 CRM）、Workday（主要从事财务和人力）。反观国内，有 45% 的企业级软件没有云元素，一些知名公司如用友、金蝶等的收入规模也远比国外同行小。随着国内企业对运营效率和数字化转型的进程加快，企业级 SaaS 市场正在高速发展。根据艾瑞预测，国内企业级 SaaS 市场规模在 2019 年达到 362.1 亿元，2020-2022 年三年里将保持 39% 的复合增长，到 2021 年市场规模将达到 654.2 亿元。

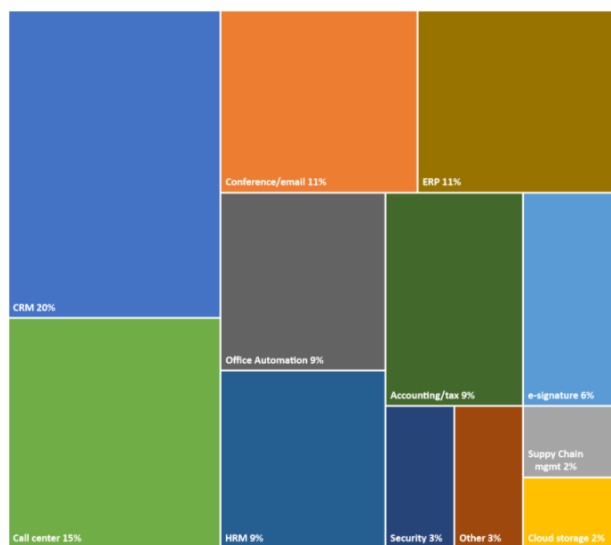
图表 12: 中国企业级 SaaS 市场规模



资料来源：艾媒咨询，国盛证券研究所

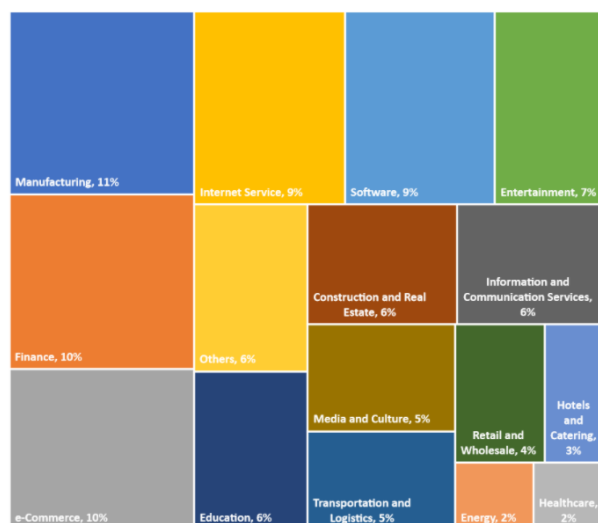
CRM、客服中心、ERP 和会议/邮件管理是几个较大的企业 SaaS 市场，市场规模占比分别为 20%、15%、11% 和 11%。国内 SaaS 主要应用行业为制造业、金融和电商领域。

图表 13: 国内各领域 SaaS 规模



资料来源：NGP capital，国盛证券研究所

图表 14: 国内各行业 SaaS 规模



资料来源：NGP capital，国盛证券研究所

在企业 SaaS 众多的垂直细分领域中，有不少知名的公司已经冒起。他们主要分为三大类：1) 传统的软件厂商。他们的优势是拥有传统软件业务沉淀下来的技术能力和客户积累，容易获得大型或者超大型客户的信任，容易实现与传统系统的对接及迁移，但是他们的 SaaS 产品独立性不足，而且部分转型较慢的企业业务重心还在传统软件销售；2) 创业型 SaaS 厂商。他们依赖外部投资、资金实力不强，攻克技术难题的能力有所欠缺，所以产品偏轻量化，部署灵活性上更强、更具备通用能力，而且他们会通过寻找小而美的细分赛道打开突破口；3) 互联网厂商。他们有流量和资金优势，可以构建整个产品生态、有的可以发展为 PaaS 平台，但是劣势在于行业场景的积累时间段，缺乏流程管理软件的实施经验。

图表 15：中国企业级 SaaS 产业图谱



资料来源：艾瑞咨询，国盛证券研究所

应用软件 SaaS 化是产业发展的必然趋势。从美国的趋势来看，典型企业如 Adobe、SAP、Microsoft 的旗下软件都在云化。对于客户而言，传统 ERP 软件都是架构在本地，而 SaaS 软件架构在云端，无需安装，打开浏览器，输入云端网址登录账号即可使用，满足客户强连接、大数据分析等需求。由于 SaaS ERP 可以在云端完成软件系统的开发与更新升级，省去了传统线下的操作和服务，极大程度上降低了企业的开发成本、人工成本和时间成本，加速软件迭代。而且 SaaS 因为云端化的特性促进企业自身生态链上的各个业务系统相互打通，数据共享，为企业自动生成相关的数据关联报表，建立大数据体系，使企业走向商业智能化。

图表 16: 传统 ERP 与 SaaS ERP 对比

	传统 ERP	SaaS ERP
实施周期	3-6 个月。包括设备采购、安装调试、系统部署周期（2 周-2 个月）。	在线申请，立等可用：无需设备采购调试、服务器人工部署。
系统运维	成本较高，需请专门的运维人员。	无运维成本：云 ERP 能够提供 7*24 小时技术支持。
系统扩容	成本高、时间长，有一定风险。需重新采购服务器、部署系统。	成本低，时间短。
系统访问	本地访问，性能一般。	随时随地访问，更高可用性，智能网络负载均衡。
数据安全	需公司自行备份数据，安全性较低。	数据安全性能更高：实时热备，保证数据安全和系统高可用；数据多重冷备，异地数据中心远程灾备。
系统安全	普通安全级别。	重视系统安全：服务器双重网络保护，防火墙+服务器集群单独 VLAN 隔离等

资料来源：国盛证券研究所整理

对于 SaaS 软件厂商而言，商业模式有了很大的革新：1）首先是收费方式不同。性价比是用户产生消费欲望的主要因素，传统 ERP 一般都为一次性付费，收费比较高昂；而 SaaS 一般采取定期支付订阅费用。如果用户购买产品后一个月不想用或者出现重大问题，后续问题得不到很好的解决，那么购买传统 ERP 的钱就打水漂了。因此，SaaS 模型吸引了不少全新客户进入公司的服务体系。2）运维模式差别。传统 ERP 需要专人维护与运维，一般通过经销商来负责地方运行，而 SaaS 则由系统提供商自行维护，无需人员与维护的额外支出。传统 ERP 需要“固定的环境”才能运行，而 SaaS 只要有网就行，没有限制。

ERP 应用云部署还有一个更深层次的好处：

1) 传统 ERP 的集成度不足。传统 ERP 通常将简单的模块打包成一个系统，将 CRM、HR、OA、财税系统等加总形成 ERP，许多基础模块的数据都没有打通，内部协调困难，销售团队或者企业不同角色的决策者无法从中获得经营细节来指导决策。而云 ERP 加强了内部数据和流程嵌套，甚至能无缝对接、实时更新公司内外部的运营情况。

2) 硬件部署便捷。大企业 ERP 系统庞杂，从软件需求调研、方案设计、到软件安装部署及数据库安装；硬件设备从布线到服务器安装、设置、调试等，完成整个部署需要一年甚至更久的时间。SaaS 平台的云 ERP 系统软件项目部署仅需 1~2 月就可完成。而且部署期间只需要专注于业务流程即可，无需关心从软件到硬件的安装，也省却了应用软件服务器、数据库服务器、软件及数据库备份系统、存储系统等产生的，少则十万八万，多则数十万的硬件环境成本。

3) 产品的迭代快。因为程序架构的关系，传统 ERP 升级系统的过程复杂，需要耗费一定的人力及时间成本，并且每一次版本升级的时间间隔通常是一年或半年以上，云 ERP 系统的升级通常是在客户“毫无觉察”的情况下完成的，通常在一两个小时内完成，并且在升级的时间段不影响客户在平台内完成大部分的工作，在线升级完成后，用户仅需将系统在线按提示自动升级后即可使用。一些 ERP 模块（如财税等），随着政策的变动和近年来业务电子化程度加深，功能和实现形式较以往不断有新的变化，SaaS 可以帮助客户快速适应变化，同时帮助 ERP 厂商进一步挖掘用户其他付费需求，提升 LTV。

4) 系统的稳定性提高。云 ERP 背靠强大的服务器群集与负载均衡系统, 还有强大的应用软件备份系统, 数据备份容灾系统等, 能够提供稳定的服务输出, 不再需要企业的 IT 部门救火。

鉴于 ERP 行业的演进, 国内 ERP 龙头用友、金蝶、浪潮等正积极推动旗下 ERP 产品的云化进程。至 2020 年, 用友、金蝶、浪潮的云业务分别占营收的比例为 40%、57%、20%, 整体进展符合预期。同时, 在具体的产品布局、运营策略上, 以上企业均充分吸收了海外的经验, 且在诸多方面体现出自身独特的优势。

图表 17: 国内 ERP 企业云化进程

	2018	2019	2020
用友云业务增速	108%	132%	73.70%
用友云业务占收入比	27%	38%	40%
金蝶云业务增速	49%	55%	46%
金蝶云业务占收入比	30%	39%	57%
浪潮云业务增速	466%	110%	30.50%
浪潮云业务占收入比	7.90%	19%	20%

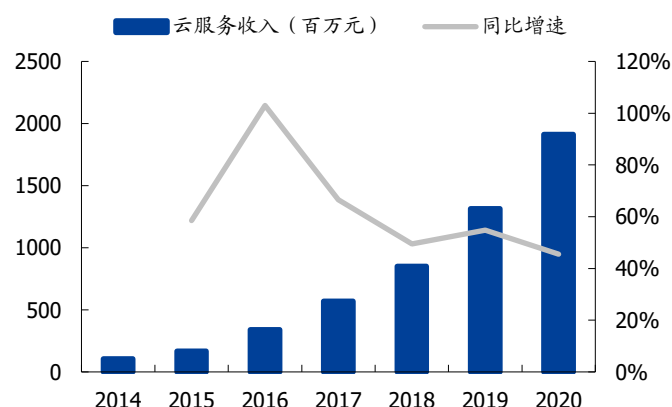
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 破茧成蝶, 云系列产品推动公司业务进展

3.1 由传统软件销售转型为云服务

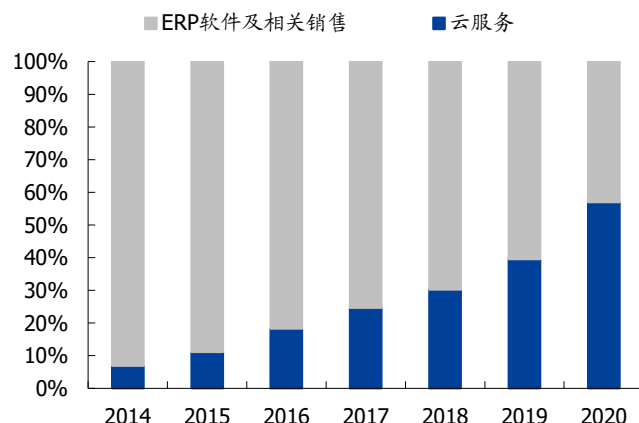
金蝶是国内领先的国产 ERP 厂商, 早期从出售企业管理软件包起家。2014 年开始加大云转型力度, 云服务收入占比持续增加。2019 年云服务收入占比 39.5%, 2020 年占比提升到 57%, 首次超过 ERP 软件包销售收入。为了加强推广订阅式云产品, 公司在 2020 年停止 KIS WISE 和 K/3 系列的大部分产品销售, 软件包业务只保留 EAS 业务, 引导客户使用金蝶云生态, 从而导致了 2020 年整体销售收入增速放缓。

图表 18: 公司历年云服务收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

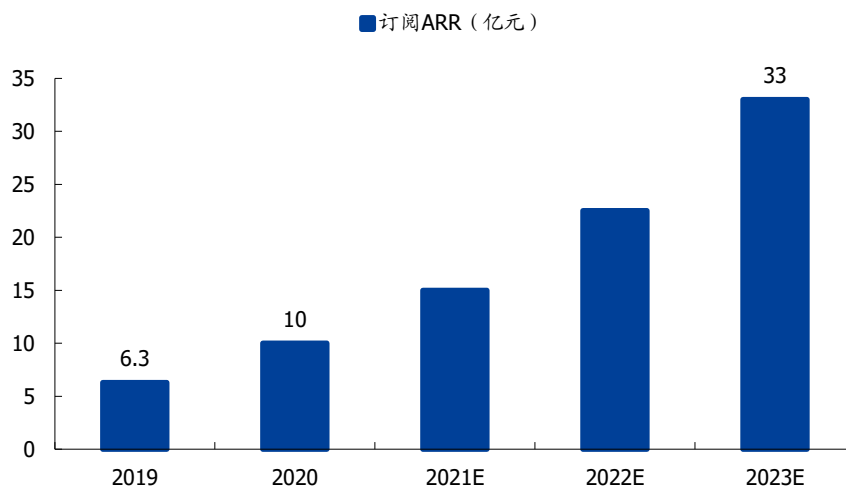
图表 19: 公司历年云服务和 ERP 收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

金蝶由订阅产生的 ARR 从 2019 年的 6.3 亿元增加到 2020 年 10 亿元，公司指引未来三年维持 50%复合增长，预计到 2023 年增长到 33 亿，希望通过订阅服务来重做一个金蝶。

图表 20: 公司预计到 2023 年订阅 ARR 达到 33 亿元



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

年度经常性收入 ARR (annual recurring revenue) 反映云产品或服务在一年内计划的所有持续收入，等于订阅服务的合同经常收入部分规范为一年期（多年合同/合同年限）的总价值。 $ARR = \text{年度订阅总金额} + \text{额外的持续收入（培训、安装、支持等）的总金额} - \text{取消订阅（客户流失）而损失的总金额}$ 。

金蝶在传统 ERP 业务经过多年的发展之后已经形成完整的产品矩阵，通过不同类型的产品覆盖不同体量的客户，以满足客户的具体需求。

图表 21: ERP 公司产品矩阵对比

		金蝶国际	浪潮国际	用友网络
传统 ERP	大型企业	EAS	GS	NC
	中型企业	K/3	PS	U8
	小微企业	KIS	无	畅捷通
平台		苍穹	iGIX	YouBip
云服务	大型企业	星瀚云	GS Cloud	NC Cloud
	中型企业	星空云	PS Cloud	Yousuite、U8 Cloud
	小微企业	星辰、精斗云	易云在线、云会计	好会计、易代账、T+Cloud

资料来源: 国盛证券研究所整理

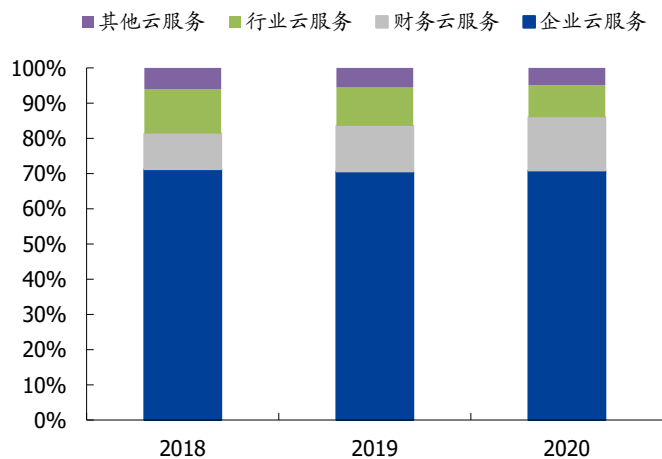
图表 22: 金蝶的产品矩阵和对应客户体量



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

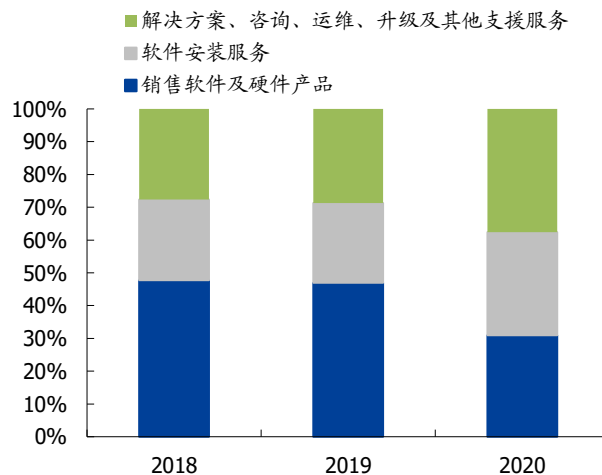
2020 年全年 ERP 收入 14.4 亿, 同比倒退 28%。云服务收入超过 ERP 收入, 为 19.1 亿, 同比增长 45.6%, 其中企业云服务收入 13.6 亿, 同比增长 46.3%, 财务云服务收入 2.9 亿, 同比增长 70%, 行业云服务收入 1.7 亿, 同比增长 20.7%。

图表 23: 云服务各项细分业务收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: ERP 软件包服务各项细分业务收入占比

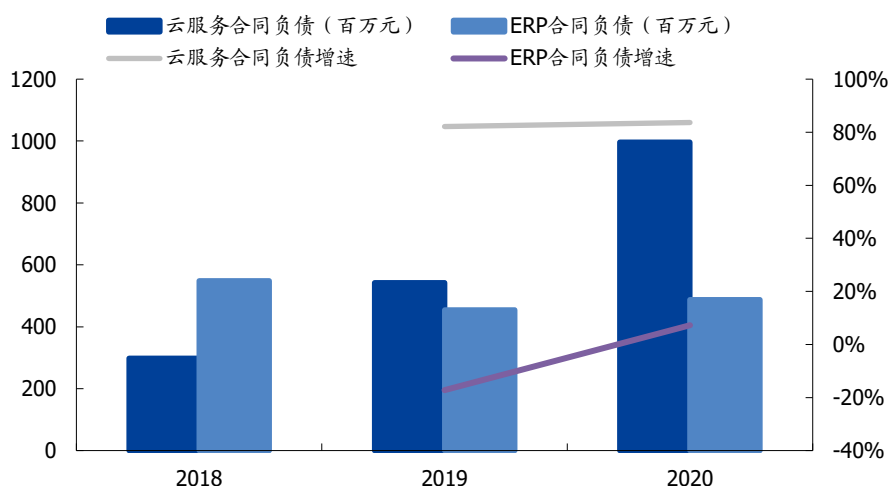


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

云服务相关营收快速增长:

按云服务的商业模式, 金蝶按年或月为收费单位获得 SaaS 预付订阅服务费, 营收计入合同负债中, 后续在客户服务订阅期分摊确认, 合同负债的快速增长表示 SaaS 公司云服务推广顺利。根据金蝶近年财报, 其云服务相关合同负债呈现加速增长态势, 而传统软件业务相关合同负债 (主要为项目实施及后期维护费) 保持平稳。

图表 25: 云服务和 ERP 历年合同负债



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 苍穹云打造 PaaS 底层平台, 提供嫁接更多 SaaS 模块的可能

金蝶于 2018 年 8 月发布第一代大企业云服务平台——金蝶苍穹云, 通过开放的生态为客户提供完整的 PaaS 和 SaaS 服务, 实时处理业务和分析数据, 进行智能制造、制造协同管理、供应链管理、库存管理、销售管理、分销门店管理、财务管理、人力资源管理等等所属领域的智能化应用方案。苍穹是中国首款自主创新、基于云原生架构的企业级云服务平台, 拥有核心专利 160 个。苍穹云面对定制化程度高的客户, 所以我们估算超过一半收入来自实施, 小部分来自订阅。

图表 26: 金蝶苍穹云主要提供 SaaS+PaaS 服务

SaaS	金蝶苍穹云提供 SaaS+PaaS 核心服务
高生产力PaaS 级别 (限定域 名, 企业应用)	
高控制PaaS 级别	华为云、AWS、阿里云、腾讯 云提供 IaaS+PaaS 服务
IaaS	

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

苍穹云主攻大型企业市场，迄今为止开发成本超过 10 亿元，分为苍穹 PaaS 和苍穹 SaaS（云星瀚）两个层面：

1) 金蝶云·苍穹 PaaS 的产品理念是要为客户提供以“人财税”为主体的数字化平台底座，是一个采用云原生技术，支持微服务、分布式计算与存储、容器服务、多用户、云端个性定制等功能的企业云平台。

- 作为技术中台，拥有全栈开发能力、低代码、云原生的特点，为业务中台和数据中台提供了各种各样的云基础、大数据、物联网、安全、运维等专业的云计算服务，提供简单一致、易于使用的技术基础设施和技术能力；
- 数据中台通过数据同步实时更新、数据分析和可视化能力，建立统一的数据模型，为用户建立适配的数据治理体系，赋能精准营销、风险防控等数据相关的运营和决策；
- 业务中台提升企业中台业务协同能力，实现统一的审批、维护、知识中心和时间管理。

图表 27: 苍穹平台下云服务

云服务类型	内容
银企服务云	银企互联的云服务，通过企业财务系统与银行网上银行系统的有机互联，整合银行、企业双方的系统资源，从而给企业客户提供安全、快捷、实时、个性化的金融服务
集成服务云	提供不同系统间数据的集成服务。满足超大型企业各类系统与金蝶云苍穹集成的需求，通过可视化配置，快速实现稳定可信任的数据集成
流程服务云	提供动态高效的流程服务平台，在遵循流程主干的刚性规范下，支持流程柔性动态配置，支持多系统流程集成，支持企业业务高性能高可靠流转
区块链服务云	金蝶自主研发的高性能、高可用的企业级区块链平台。以金蝶云苍穹为依托，着力构建企业数字经济可信任生态体系，提升应用的透明度，降低企业运营成本
人工智能服务云	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
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——轻分析。轻分析是金蝶自主研发的，拥有独立知识产权和核心技术的数据云计算引擎和数据可视化平台
开发服务云	开发服务云为云应用的开发、部署、运行及运营提供支撑服务及管理的工具，包括了微服务组件、开发服务、运行服务、服务管理、API 服务框架、应用建模、云支撑服务与运维服务等

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

2) 金蝶云·苍穹 SaaS 基于自身 PaaS 平台为大型企业提供的 SaaS 服务，这块 SaaS 业务从 2021 年 5 月开始全新命名为金蝶云星瀚。星瀚云通过功能模块化满足不同大业务领域的需求，未来还会持续扩宽功能边界。星瀚云包括财务云、人力云、采购云、制造云、销售云、物流云、渠道云等。

图表 28: 金蝶云·苍穹 SaaS 产品组合



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

苍穹云已经积累有一定的客户基础, 开始进入良性发展轨道

苍穹云在推出的三年内持续签约大型客户, 签约客户数从 2018 年 15 家, 增加到 2019 年 145 家, 到 2020 年 367 家。2020 年新签包括: 国家电力投资集团、招商局、云南中烟、青岛海信、河钢数字、浙江交投、中国电建地产等央企和大型国企; 亦包括华为、荣耀、厦门太古、嘉里物流、筑友智造、荣安地产等知名大型企业。积累大型标杆客户有助于形成示范效应, 加快未来的新客户推广, 而且跟客户的合作中持续打磨产品, 加快产品迭代和功能改善, 通过正反馈强化竞争优势。

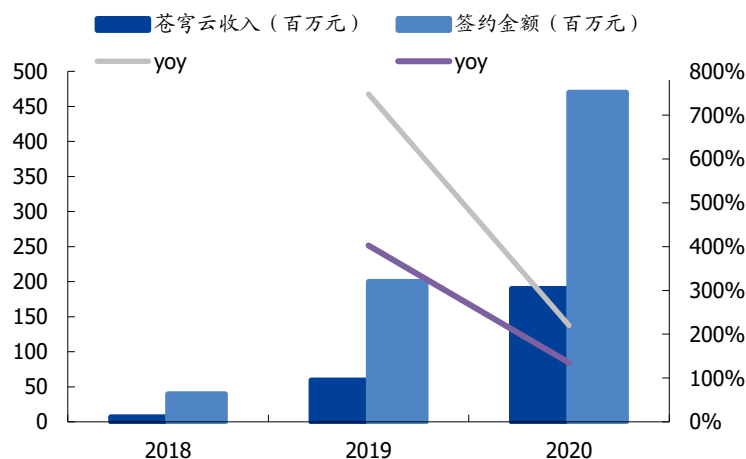
图表 29: 苍穹云每年签约大量新客户

时间	签约客户
2020 2H	招商局、云南中烟、青岛海信、河钢数字、浙江交投、中国电建地产、华为、荣耀、厦门太古、嘉里物流、筑友智造、荣安地产
2020 1H	国家电投、中国航信、中车唐山机车、京基智农、顺丰同城、广州奥园、欧派家居、新奥燃气、通源石油科技
2019 2H	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、顺丰集团、天津钢铁、天津铁厂、海螺信息、匹克集团、广东一号食品、敬业钢铁
2019 1H	建发集团、河钢集团、西王集团、升华集团、厦门国贸、四川投资
2018	华为、建发、中石油国际、西王、温氏集团

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2020 年, 苍穹云获得总合同金额 4.7 亿元, 实现收入 1.9 亿, 同比增长 220%。合同金额和收入呈现爆发式增长。

图表 30: 苍穹云收入及签约合同金额不断增长

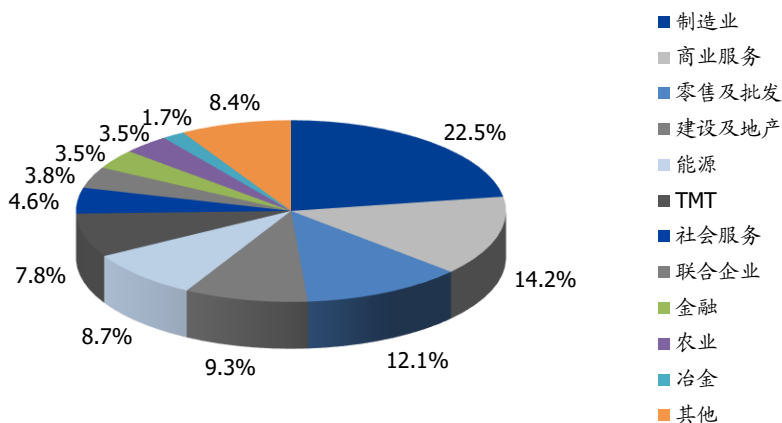


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

苍穹云双周迭代更新, 并于 2019 年 V2.0 版本, 2020 年底正式发布 V3.0 版本, 继续加速应用研发、强化技术优势。在云服务及应用方面, 全新发布了电商云、制造云、工业物联网、数据中台、管理会计云等领域级云服务; 并新增发布了风控管理、产品数据管理、设备管理、成本管理、信用管理、价格管理、零售管理、门店协同、在线门店等 70+ 业务应用或场景特性。公司还对苍穹平台架构进行了重要升级, 重点优化了平台开放能力, 包括兼容多种主流微服务框架、推出了分布式计算引擎、企业模型管理库等平台架构的优化。

苍穹云适应各行各业的云服务需求, 目前主要应用在制造业、商业服务和零售批发业, 这三大行业客户占了总用户数接近一半。

图表 31: 苍穹云客户行业分布 (截至 2020 年底)



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

ISV 持续增加，生态环境持续丰富：

截止 2020 年底，金蝶苍穹云已经发布 30+ 云服务和 180+ 业务应用和特性，以开放的架构带动整个平台生态的繁荣，提高客户粘性，增加加购服务可能。基于苍穹云的平台框架，不断嵌入更多独立软件开发商（ISV），增强金蝶的云服务边界。ISV 数目从 2019 年的 55 家，增加到 2020 年上半年超过 220 家，2020 年底到 430 家，生态上架产品 2020 年 355 个。ISV 生态伙伴销售产品横跨多个领域，包括对外贸易系统、设备云、物流云 TMS、医药质量合规管控系统、公益基金项目管理系统等。

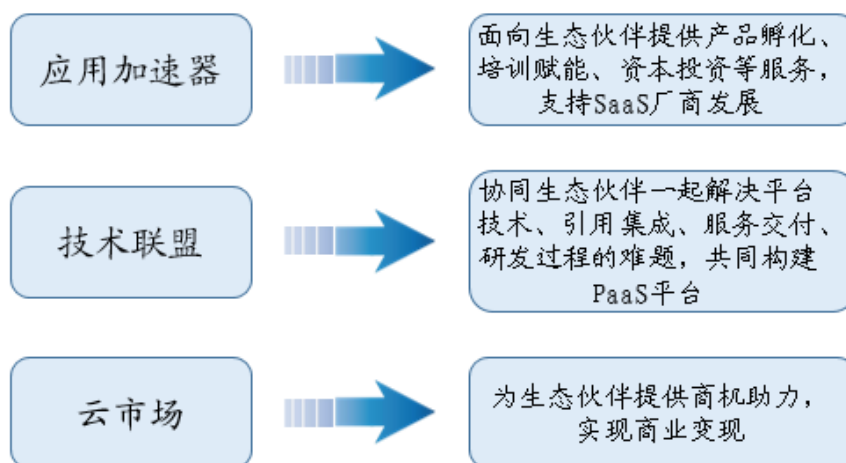
图表 32：金蝶给予 ISV 开放的生态平台



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

金蝶 2020 年发布“星链计划”，提出共创供应中国企业服务 SaaS 生态体系的计划。星链计划的核心内容包括应用加速器、技术联盟和云市场三大方面，分别从产品、技术和市场三大角度与合作伙伴协作。

图表 33：星链合作计划三大方面



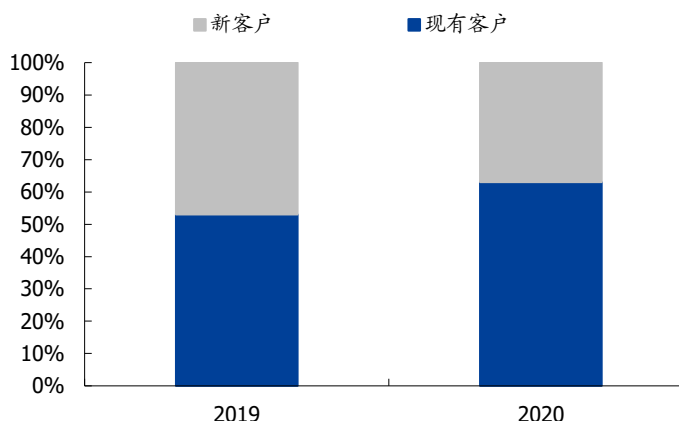
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

生态伙伴与金蝶合作主要分为两类：1) 一类是协同金蝶进入客户的项目，相当于直销，金蝶不收取任何分成，金蝶和伙伴互相补足产品功能实现双赢，譬如金蝶产品没有设备管理功能，就会由伙伴来提供方案；2) 通过金蝶的商城销售，金蝶收取一定比例的分成。

客户持续增长，新客户占比高：

新客户的订阅反映市场对于金蝶云服务功能的认可。2019 年，苍穹合同总金额中的 47% 来自新客户，2020 年新客户合同金额比例仍然占 37%，反映了金蝶成功通过苍穹产品将友商客户发展成自己客户。

图表 34：苍穹云中金蝶全新客户占比维持高比例



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3.3 星空云、星辰等产品面向中小型客户，通过标准化模块化产品解决客户经营中的痛点

星空云的原型产品是 2012 年发布的 K/3 Cloud V1.0，2014 年开始正式启用星空云产品序列。星空云能给不同行业客户提供多方位的 IT 解决方案，边界还有很大的延伸弹性。历经近 10 年产品逐渐成熟，发展成为集财务、供应链、PLM、智能制造、MES、零售、全渠道营销、智慧数据 8 个功能为核心的解决方案，完成了覆盖食品、电子、家居、医药、机械、餐饮、汽配、化妆品等十八大行业解决方案。

图表 35: 星空云 8 大核心解决方案

星空云核心解决方案	功能	解决痛点	主要客户
财务云	面向多组织、多利润中心的大中型企业，全面支持多组织业务协同	数字化“新财务”管控；技术赋能的挑战；多元核算的挑战；重复标准工作压力	星源科技；光峰科技；健民集团；涪陵榨菜
供应链云	面向企业采购、销售、库存管理人员，通过对企业产、供、销环节的信息流、物流、资金流的有效管理及控制，全面管理企业供应链业务	组织间缺乏协助，效率低；源头缺乏评估，波动大；精细度不足，库存高；采购缺乏协同，成本高	九牧；养元饮品；祖名豆制品；涪陵榨菜
智能制造云	围绕多工厂多组织协同生产，满足多样化企业需求配置，制造系统应用全面，管理规范。	改善缺乏数据支撑；质量控制能力低，追溯困难；生产资源效能低，无法满足用户交期；生产过程不透明，协同效率低；需求不确定性高，计划排程应变差	华曙新能源；上海步科自动化有限公司
全渠道云	面向多组织、多利润中心的云管理平台，全面支持多组织业务协同。	企业全渠道营销运营难度增加；全局库存管控；如何让数据为企业运营带来增量价值；终端如何连接消费者；经销商精细化管理	桃李面包；幸福西饼；欧跃电子；华为智慧生活馆
PLM 云	产品生命周期管理系统，缩短研发周期，降低制造成本	难以实现研发与制造的协同；缺乏基于知识管理的数据平台；不规范、不一致、接力式/串行的产品开发流程；缺乏前瞻性的、有效的产品规划	
餐饮云	面向中大型连锁市场、小型连锁或单体餐饮企业，实现总部、门店、消费者全价值链覆盖的管控和运营平台	会员吸粉、引流方式单一；餐饮供应链运转效率低、管控粗放；餐饮门店营成本高、运营流程繁琐	乐凯撒；72 街

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

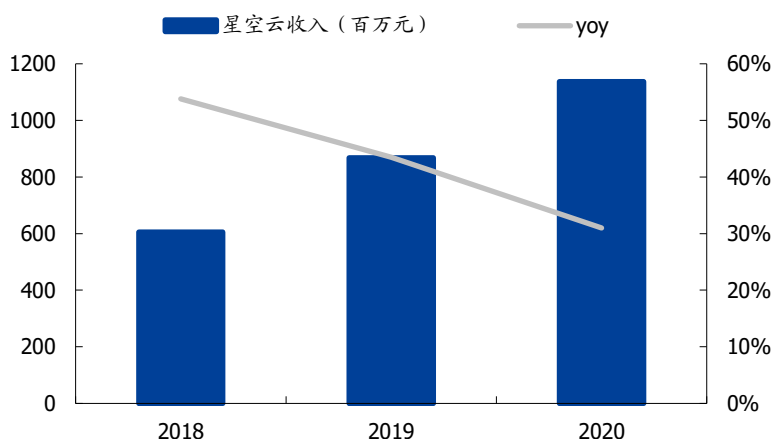
图表 36: 星空云 18 大行业解决方案

行业	方案特点
五金行业	实现生产制造整体交期更加精准、库存有效降低、生产数据更加精准化、生产流程更加高效柔性等目标，实现产能大幅提升。
家居行业	针对家居各细分行业形成针对性方案，覆盖企业的全业务链条，深入到经营管理细节。
贸易零售	“快速配置、快速实施、快速应用、快速见效”达到快速社会化规模交付，灵活应对企业多样化贸易产品、达到全流程可视化、全流程业务财务一体化的效果。
在线教育	实现集团财务统一账务、统一分析，为集团发展提供更为精简、高效、可控的财务管理支撑。
汽配行业	无缝植入阿米巴经营核算报表和任务单两大经营工具，给企业经营管理提供了最详实快捷的数据支撑，为企业持续改善经营绩效提供了最可靠的保障。
医药行业	提供医药供应链、生产、营销推广、医药零售及财务管理方面的数字化创新解决方案。
仪器仪表行业	以轻量化、灵活、易于部署、软硬件结合等独特优势，支撑仪器仪表行业多品种、小批量、短交期的生产模式。
印刷行业	通过设备互联，自动采集数据；现场智慧终端，报工数据实时显示，生产计划实时调整与下达，帮助客户达到产能提升、交期更准确、成本有效降低的目标。
家电行业	通过阿米巴移动应用充分满足各业务环节的需求，加强家电企业全公司业务处理的集成及信息资源的共享性，将企业标准化体系通过信息化切实执行起来，支撑企业的管理转型。
化妆品行业	提供全国快速开店提供支撑，推动直营+分销模式发展，多组织、多核算体系、多会计准则灵活强大，帮助客户组织从单体调整为多组织。
机械行业	实现了统一管控，集中采购、集中生产、分散生产、独立销售、集中销售，实现业务上的提升。
3C 数码行业	打造智慧门店，实现业务流程化、企业高效化、业财一体化、管理标准化、利益清晰化。
服务行业	围绕统一管理，以会计核算、财务制度、信息系统三大基础，业财税一体化、智能财务、智能服务战略型财务管理模式。
化工行业	集成 BI+ PLM +ERP + MES 的一体化解决方案，涵盖了计划、统计、生产管理、质量、等专业业务领域的整体性解决方案。
烘焙行业	帮忙烘焙企业形成产销一体化、业财一体化、管控一体化的企业管理平台，支撑烘焙企业业务模式的快速复制和扩张。
餐饮行业	智能 SaaS 收银体系，CRM 会员体系，大数据 AI 要补货，智能财务平台，业财一体化，凭证自动化等。
电子行业	实现工厂工位的 0 距离，生产换线 0 等待，数据采集 0 延迟。
食品行业	为客户打造集采购、质检、生产加工、仓储、直至分销零售各环节的 ERP 平台，提供全方位、多视角的运营和财务分析。

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

星空云是金蝶云收入的主要来源。分业务收入从 2017 年 6.1 亿成长到 2020 年 11.4 亿。早期部分星空云是布局在私有云上，大概贡献星空云约 4 亿收入。

图表 37: 金蝶星空云历年收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

截止 2020 年底, 星空云积累客户超过 17200 个, 同比增长 25%, 比起 2019 年 13800 个客户大幅增长, 这些客户中 90% 是新客户 (其中 12% 来自友商), ARR 增长 45%, 收入增长 31%。星空云的目标客户群体量小、容易受经济周期冲击, 存活率小于大企业, 对成本比较敏感, 但是星空云产品在过去三年一直保持较高的续约率, 体现了产品的开发实力。

图表 38: 星空云历年客户数及续费情况

	2018 1H	2018	2019 1H	2019	2020 1H	2020
客户数	> 7500	> 9500	> 11500	> 13800	> 15700	> 17200
新客比例	88%	89%	90%	90%	90%	90%
金额续费率		95%	90%	90%	87%	86%
客户续约率		80%	80%	76%	82%	85%

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

金蝶致力于持续外拓新客户, 2020 年星空云新签元气森林、科大讯飞等知名新客户。

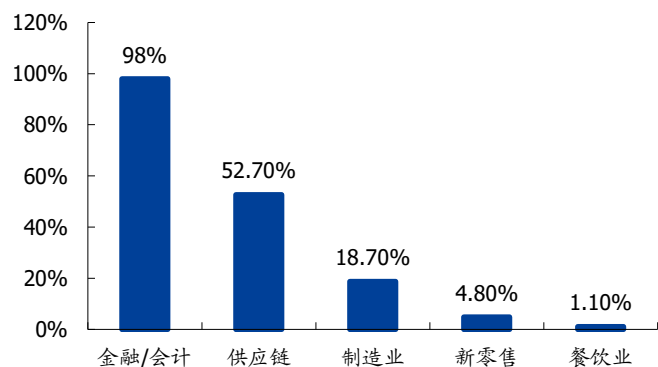
图表 39: 星空云各时间段签约客户

时间	新客户
2018 1H	华为、腾讯、阿里巴巴、OPPO、海尔、可口可乐、三星、捷豹、路虎、金砖新开发银行
2018 2H	凌创、亚宝药业、乐凯撒比萨、步科、云南白药、乐普医疗、煌上煌、养元、九牧
2019 1H	六个核桃、桃李、涪陵榨菜、网易、小米、雀氏、方太、VIP KID、幸福西饼、LG、海康威视、东北制药
2019 2H	欧派、有道、深信服科技、华为海洋
2020 1H	黄河、盐津铺子、元气森林、科大讯飞
2020 2H	悦客、长园、绿米、大窑、西麦

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

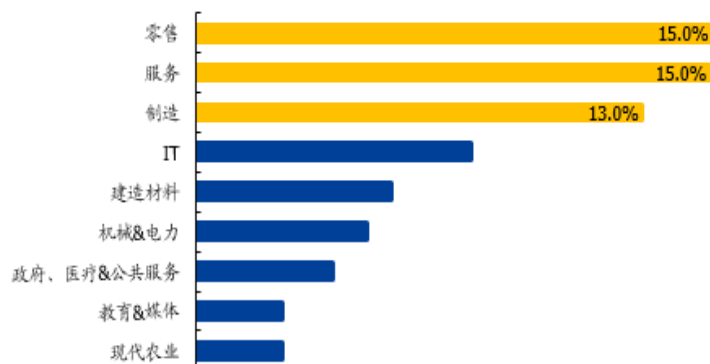
星空云客户主要以零售业、服务业和制造业为主，98%的客户购买了财务模块，52.7%的客户购买了供应链模块，18.7%的客户购买了制造业模块。

图表 40: 客户使用的星空云服务



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

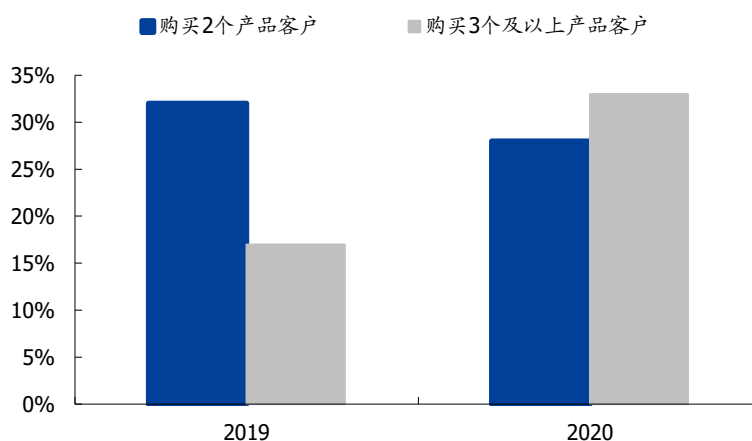
图表 41: 星空云客户结构



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

交叉销售，购买三个以上产品的比例高：来自竞争对手的客户达到 12%，2019 购买 3 个及以上产品的客户占比 17%，2020 年达到 33%。星空云将客户业务模块化，并持续推出新的产品以满足客户的业务发展，形成交叉销售，相比于传统 ERP 业务更深度挖掘客户需求，提升客户付费价值。

图表 42: 购买星空云多个产品的客户占比



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

小微企业客户的生存风险高，容易流失，而且他们对价格敏感，产品忠诚度低，所以金蝶的小微企业产品续约率在 70%左右，续费率在 80%左右，但是小微客户产品相对标准化，市场空间大，容易走量，能为金蝶提供较稳定的现金流。公司对于中小型客户的服务模块，也可以复用到大型企业客户的创新业务。

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

收入:

传统 ERP 业务已经不是金蝶的业务重心，公司在 2020 年逐步退出 KIS 和 K/3 产品，引导客户转向订阅云业务，预期 KIS 收入会持续下降，K/3 业务收入为零。EAS 由于主要服务大客户偏定制化需求，不会直接停止服务，而且将愿意上云部分客户需求逐步引导到云端。

图表 43: 公司传统 ERP 业务收入预测 (单位: 千元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ERP (企业资源管理计划)	1,959,402	2,011,995	1,444,060	1,209,633	1,109,045	1,023,820
YoY	12.9%	2.7%	-28.2%	-16.2%	-8.3%	-7.7%
KIS 收入	351,963	391,356	101,677	71,174	49,822	37,366
YoY	6%	11%	-74%	-30%	-30%	-25%
K/3 收入	167,552	180,800	0	0	0	0
YoY	-12%	8%	-100%	0%	0%	0%
EAS 收入	374,544	364,570	283,354	255,019	216,766	195,089
YoY	19%	-3%	-22%	-10%	-15%	-10%
实施	512,209	516,717	465,711	409,826	368,843	331,959
YoY	26%	1%	-13%	-12%	-10%	-10%
运维	486,247	490,881	459,820	473,615	473,615	459,406
YoY	14%	1%	-2%	3%	0%	-3%
其他收入	66,887	67,671	133,498	100,124	90,111	81,100

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

SaaS ERP 符合小微企业的需求趋势，而且是金蝶的业务重心，2016-2020 年复合增长率 41.2%，预料未来收入保持较快增长。金蝶云-星空是公司面向中小企业 ERP 业务的 SaaS 产品，除承接了以往采购软件包的中小型客户转型新模式而产生的订阅需求，还吸引了很多原本没有使用金蝶服务的新客户，而且星空云的业务模块持续增加，是公司持续创收的类现金流业务，也是公司目前云业务的主要收入来源。苍穹云汇集了公司大部分的研发资源，累计投入研发费用过 10 亿，苍穹 PaaS 未来将会成为公司业务的新底座，2018 年投入运作以来收入快速增长，PaaS 平台不仅能嫁接金蝶自己的苍穹 SaaS，还能引入生态伙伴共同盈利，业务的可延展性更强，未来还能探索更多的盈利模式，使得公司初具互联网基因，我们预计 2021-2023 年苍穹的营收增速分别为 116%、82% 和 71%。

图表 44: 公司云服务业务收入预测 (单位: 千元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
云服务收入	849,256	1,313,595	1,912,385	2,871,371	4,190,723	5,930,619
YoY	49.5%	54.7%	45.6%	50.1%	45.9%	41.5%
金蝶云-星空收入	605,000	868,000	1,137,080	1,637,440	2,256,778	2,970,046
YoY	53.8%	43.5%	31.0%	44.0%	37.8%	31.6%
金蝶云-苍穹收入	7,000	59,375	190,000	411,040	748,680	1,276,499
YoY		748.2%	220.0%	116.3%	82.1%	70.5%
财务云 (包括精斗云) 收入	85,724	169,873	288,766	462,026	716,140	1,074,210
YoY		98.2%	70.0%	60.0%	55.0%	50.0%
行业云 (包括管易云) 收入	107,081	142,901	172,479	232,847	302,701	393,511
YoY		33.5%	20.7%	35.0%	30.0%	30.0%
其他云收入	51,356	73,446	94,829	128,019	166,425	216,352
YoY		43.0%	45.0%	35.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

毛利率:

云服务目前毛利率要低于传统 ERP 软件业务, 而且随着云业务的占比提升, 公司的毛利率中枢在下降。我们预期云业务逐步开展后, 规模经济显现, 云业务毛利率会回升, 带动公司整体毛利率提升。

图表 45: 公司毛利率预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	72.3%	65.8%	65.0%	67.7%	69.2%
ERP 分部毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	78.0%	76.0%
云服务分部毛利率	60.4%	55.1%	60.0%	65.0%	68.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

销售费用、管理费用和研发费用:

公司的销售激励从传统 ERP 软件包转向云服务, 加上苍穹云和星空云在前期推广阶段, 需要更多的宣传, 所以我们预计金蝶的销售费用占比不会有明显的下降, 增长速度略比收入增长速度慢。管理费用绝对金额则是随着管理架构的扩大缓慢提升。

研发费用是公司支出大头, 研发费用部分资本化部分费用化。云产品研发周期较传统产品要短, 所以计入当期费用的比例较大, 资本化的比例下降, 这也是公司 2020 年研发收入占比较 2019 年大幅提升的原因。我们预计随着云业务占收入比例上升, 公司的研发费用占收入比例仍会维持在 30% 左右, 等到云收入体量扩大后才会慢慢显现出规模经济。

图表 46: 公司销售、管理、研发费用预测 (单位: 千元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用	-1,491,302	-1,374,014	-1,425,080	-1,611,997	-1,828,420	-2,190,648
占收入比	-53.1%	-41.3%	-42.5%	-39.50%	-34.50%	-31.50%
管理费用	-334,342	-386,324	-413,610	-473,396	-545,876	-639,808
占收入比	-11.9%	-11.6%	-12.3%	-11.6%	-10.3%	-9.2%
研发费用	-405,158	-586,827	-983,874	-1,224,301	-1,589,930	-2,016,787
占收入比	-14.4%	-17.6%	-29.3%	-30.00%	-30.00%	-29.00%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.2 估值

市场通常采用 PS 给 SaaS 公司的估值, 金蝶的云业务收入占总收入超过一半, 所以我们采用 PS 方法对公司估值, 由于存在传统软件包业务, 所以 P/S 倍数给予一定打折。参照国外和国内同行的估值, 给予 2022 年 22 倍 P/S, 得出目标价 40.5 港元/股。

图表 47: 国内与国外同行公司估值

代码	股票简称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PS		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600588.SH	用友网络	101.68	130.50	169.26	11.08	13.62	17.23	10.40	8.10	6.25
002410.SZ	广联达	49.98	60.85	73.42	6.35	9.41	12.74	15.56	12.78	10.59
0909.HK	明源云	23.89	32.89	45.97	4.68	6.96	10.76	23.53	17.09	12.23
8083.HK	中国有赞	25.92	38.13	55.37	-2.66	-1.49	0.45	8.73	5.93	4.09
2013.HK	微盟集团	28.65	38.01	49.79	1.56	3.32	7.78	9.86	7.43	5.67
CRM.N	Salesforce	1,458.29	1,655.41	1,964.19	358.16	276.69	374.01	9.20	7.72	6.49
WDAY.O	Workday	296.30	321.02	379.03	49.69	44.14	46.03	13.01	11.57	9.80
SHOP.N	Shopify	202.08	372.77	498.15	33.89	37.60	72.00	31.45	23.76	17.78
NOW.N	ServiceNow	368.45	460.54	571.22	90.10	117.84	153.09	16.56	13.25	10.68
ZM.O	Zoom	181.93	247.61	300.50	68.33	74.57	85.50	35.42	25.48	21.01

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

5. 风险提示

行业竞争加剧: SAP、oracle 等大型公司在传统 ERP 业务有强大的竞争优势。而在 SaaS ERP 方面, 国内友商也正在加速云转型, 以往金蝶服务客户多为中小客户, 友商多为大型客户, 随着云业态的逐步渗透, 双方进入对方客户群的可能性会越来越大。

云转型效果不达预期: 公司刚好处于传统业务向云业务转型的时期, 管理团队的执行力十分重要, 战略上的失误可能导致云转型受阻, 而且云业务拓宽了公司的业务外延, 但是天花板高度尚未得到认证, 一旦收入增速放缓估值会大幅下跌。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com