浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL

2020 年 12 月 21 日



中国 SaaS 行业：风至云起

超配　　首次覆盖

伴随着中国企业数字化升级的大趋势，SaaS 行业将是长期受益的优质赛道。与美国 SaaS 行业的群星闪耀相比，中国 SaaS 市场还处于发展早期，但随着我国云计算基础设施逐渐成熟，中国 SaaS 也将迎来百花齐放。相对于“节流型”SaaS，我们更看好“开源型”SaaS 的发展。SaaS 行业由通用类逐渐向垂直行业类渗透，更多细分行业内或将涌现龙头。我们首次覆盖中国 SaaS 行业和六家优质公司标的，均给予“买入”评级，推荐顺序依次为中国有赞（8083.HK）、微盟集团（2013.HK）、金山软件（3888.HK）、用友网络（600588.SH）、金蝶国际（268.HK）和明源云（909.HK）。

赵丹（互联网分析师）
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超（助理分析师）
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

林琰（研究部主管）
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

中国 SaaS 行业：风至云起 3
应该如何理解 SaaS？ 5
SaaS 为什么近两年开始爆发？ 9
中国 SaaS 市场空间有多大？ 13
SaaS 的竞争格局如何？ 16
如何选细分赛道和公司标的？ 18
SaaS 行业如何估值？ 24
偏好性顺序 26
SaaS 行业投资风险 27
中国有赞（8083. HK）： 私域价值凸显，乘风而起 28
微盟集团（2013. HK）： “工具人”也有春天 44
金山软件（3888. HK）：十年一剑，厚积薄发 64
用友网络（600588. SH）： 品牌沉淀，后发优势 83
金蝶国际（0268. HK）：破茧成蝶 101
明源云（0909. HK）：深耕地产，细水长流 118

中国 SaaS 行业：风至云起

伴随着中国企业数字化升级的大趋势，中国 SaaS 行业将是长期受益的优质赛道。我们首次覆盖 SaaS 行业并给予“超配”评级。我们在本篇报告中系统地梳理了中国 SaaS 行业：从市场前景到竞争格局，从商业模式到估值方法。在此基础上，我们进一步探讨如何在 SaaS 行业中选择细分赛道和优质公司。

- **疫情加速中国企业上云进程：** 今年以来，我国 SaaS 行业股价呈倍数增长，SaaS 逐渐得到市场关注，那为什么中国 SaaS 行业在这两年开始爆发？主要由于：1. 政策持续利好，鼓励企业上云；2. 企业付费意识逐步提升；3. 中美贸易摩擦，受益于国产替代；4. 人力成本上升，数字价值凸显；5. 疫情是催化剂，进一步加速我国中小企业数字转型。

- **我国 SaaS 还处在早期，未来增长空间巨大：** 根据 IDC，2019 年我国企业级 SaaS 同比增长 41%，未来五年年均复合增长 37%，保持高速增长。中国 GDP 占全球的比例为 16%，而 SaaS 占全球市场不到 6%。此外，海外云计算市场以 SaaS 为主，占比 58%，而我国云计算还处在早期，仍以 IaaS 为主，SaaS 占比仅为 28%。随着我国云计算基础设施建设逐渐成熟，SaaS 领域将迎来爆发。

- **SaaS 公司特点：高增长，多亏损：** 相对于传统软件的授权模式，SaaS 通常采用订阅模式。SaaS 厂商特点：由于行业处于早期，保持高速增长；相对标准化的产品，普遍高毛利；预收款模式，可以保证的相对健康现金流；订阅模式有利于增强公司未来收入的稳定性和可见性。当然，由于还在早期，SaaS 厂商需要通过高研发费用来推出更多产品，高销售费用来抢占更多客户。所以 SaaS 行业普遍亏损或处于微盈利状态，市场通常采用 P/S 来对其估值。

- **如何选赛道：** 相对于“节流型”，我们更看好“开源型”SaaS，它可以帮助企业创造收入，从而提升付费意愿；“细颗粒度”是大趋势，通用类 SaaS 逐渐向垂直行业类 SaaS 发展，我们认为更多细分行业将涌现龙头；传统软件厂商转云的过程，以中小企业为主的厂商在前期上云更有优势。

- **如何选公司：** 我们首次覆盖中国 SaaS 行业及六家优质公司标的，均给予“买入”评级，我们的推荐顺序依次为中国有赞、微盟、金山软件、用友网络、金蝶国际和明源云。

- **投资风险：** 宏观经济放缓；竞争激烈；数据安全问题。

2020 年 12 月 21 日

中国有赞	8083.HK
评级	买入
目标价	HKD3.0
潜在升幅	+36%
2021 年目标 PS	15.0
2021 收入增速	56.5%

微盟集团	2013.HK
评级	买入
目标价	HKD15.7
潜在升幅	+27%
2021 年目标 PS	8.9
2021 收入增速	49.0%

金山软件	3888.HK
评级	买入
目标价	HKD52.0
潜在升幅	+25%
2021 年目标 PS	8.4
2021 收入增速	25.1%

用友网络	600588.SH
评级	买入
目标价	CNY54.0
潜在升幅	+20%
2021 年目标 PS	15.6
2021 收入增速	25.3%

金蝶国际	268.HK
评级	买入
目标价	HKD31.0
潜在升幅	+16%
2021 年目标 PS	21.0
2021 收入增速	26.7%

明源云	909.HK
评级	买入
目标价	HKD58.0
潜在升幅	+15%
2021 年目标 PS	38.0
2021 收入增速	42.3%

截至 2020 年 12 月 18 日收盘价
资料来源：浦银国际预测

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

中国 SaaS 行业：风至云起 3

应该如何理解 SaaS？ 5

SaaS 行业年初至今股价大幅上涨 5

SaaS 相对于 IaaS、PaaS 的区别？ 6

SaaS 相对于传统软件服务的区别？ 8

SaaS 为什么近两年开始爆发？ 9

政策利好，推动“上云” 9

付费意识逐步提升 10

受益于国产替代 10

人力成本上升，数字价值凸显 11

疫情加速数字化转型 12

中国 SaaS 市场空间有多大？ 13

SaaS 的竞争格局如何？ 16

行业玩家 16

客户结构 17

如何选细分赛道和公司标的？ 18

如何选赛道 18

如何选公司 23

SaaS 行业如何估值？ 24

为什么 SaaS 行业选用 P/S 来估值？ 24

为什么 SaaS 行业目前的 P/S 普遍高于其他行业？ 24

为什么不同 SaaS 公司的 P/S 差异大？ 25

偏好性顺序 26

SaaS 行业投资风险 27

中国 SaaS 行业：风至云起

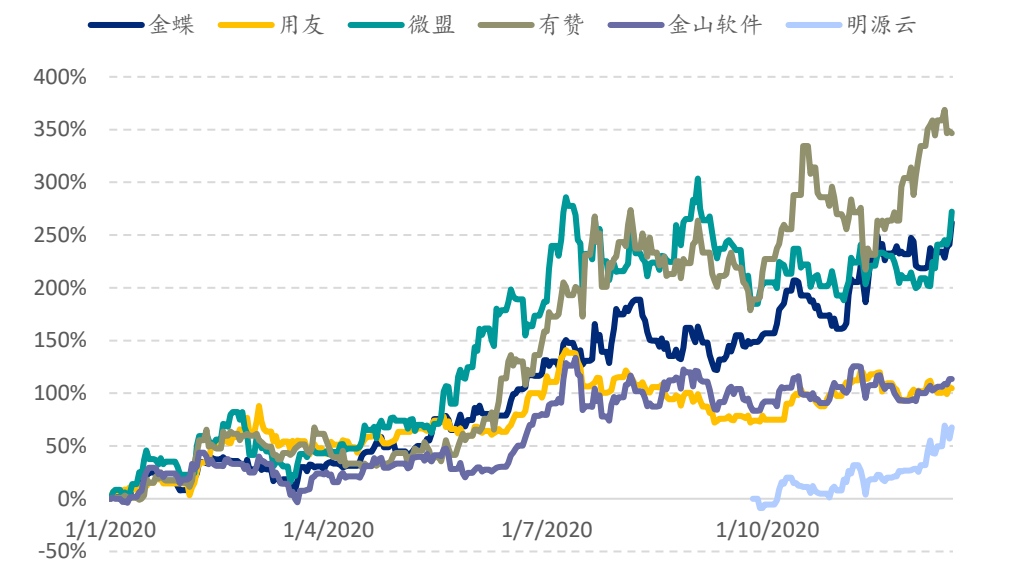
应该如何理解 SaaS?

- **SaaS 行业年初至今股价大幅上涨**

年初至今，我国 SaaS 行业股价大幅上涨，有赞涨 342%，微盟涨 265%，金蝶涨 246%，金山软件涨 107%，用友涨 105%，明源云较 IPO 价格上涨 203%。

和美国 SaaS 行业的群星闪耀相比，中国 SaaS 市场还处在发展早期。但我们认为在不远的将来，中国 SaaS 行业也将迎来百花齐放。

图表 1：SaaS 公司年初至今股价变动

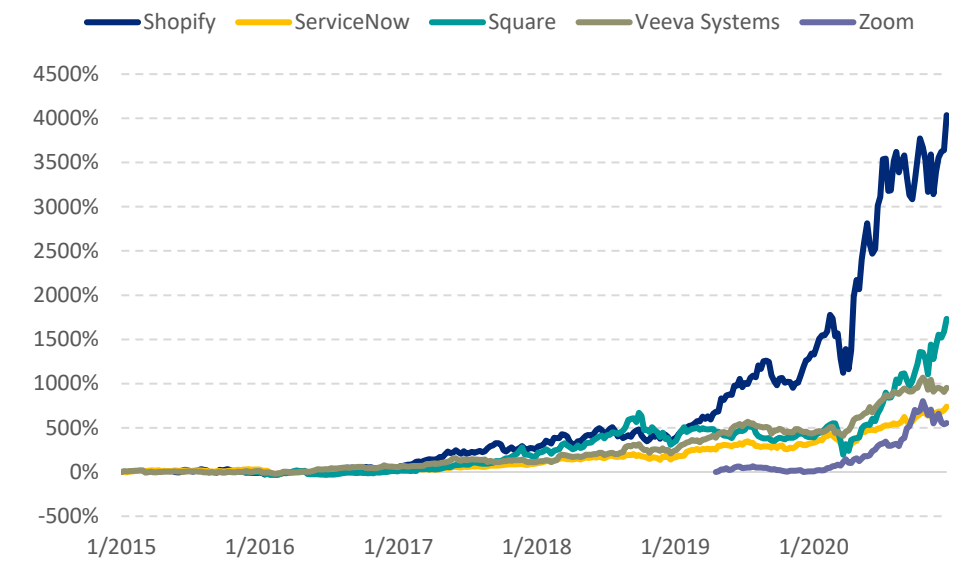


注：明源云于 2020 年 9 月在港股上市

资料来源：Bloomberg、浦银国际

美股 SaaS 产业的发展早于我国，领先将近五年。我们复盘美股 SaaS 龙头公司的股价表现，在过去五年间诞生了数个“十倍股”，甚至出现了像 Shopify，5 年增长 40 倍。

图表 2：美股 SaaS 公司诞生多只“十倍股”



资料来源：Bloomberg、浦银国际

• SaaS 相对于 IaaS、PaaS 的区别？

SaaS 是什么？SaaS 是云计算的一种服务模式。

云计算的主要特点包括虚拟化分布、低成本、按需购买和计算资源共享等。云计算是通过网络，接入虚拟资源池从而实现对可配置计算资源按需访问的模型。用户可以根据需求对网络、服务器、存储、应用和服务等计算资源进行配置。

目前主流的云计算服务模式除了 SaaS（Software as a Service，软件即服务），还包括 IaaS（Infrastructure as a Service，基础设施即服务）和 PaaS（Platform as a Service，平台即服务）。

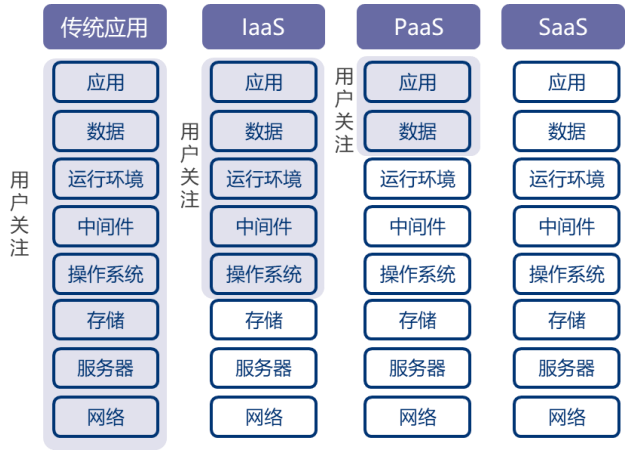
IaaS 是云服务中的底层，提供一些基础设施，如服务器、存储、数据中心等。服务提供商管理这些设备，而用户则负责购买和管理自己的软件应用等。

PaaS 则是提供云端开发和部署平台。PaaS 在 IaaS 的基础上增加了开发工具、分析工具和运行系统等服务。用户通常只需负责管理自己开发的应用程序等，其他交由服务提供商完成。

SaaS 负责提供完整的软件解决方案，包括基础设施、中间件、应用软件和数据都位于服务商的数据中心。客户可快速启动应用程序，省去大量前期部署成本。服务商负责管理软硬件的安装和运维等工作。

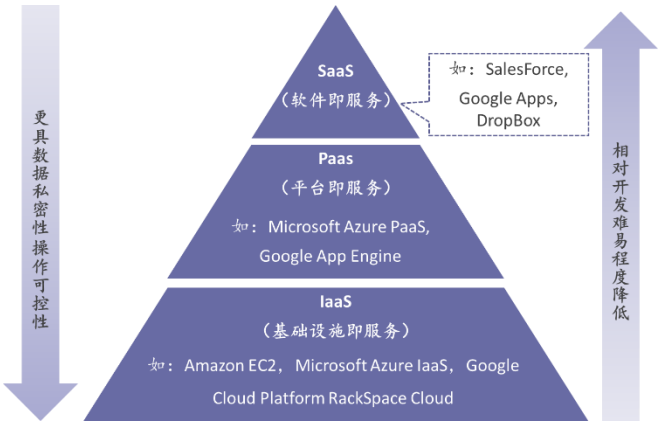
IaaS、PaaS 和 SaaS 分别对应云服务中的底层、中层和顶层。云计算发展前期更偏重基础设施建设，以 IaaS 为主。随着企业加速上云，SaaS 将迎来更为成熟的发展环境。从全球来看，SaaS 是云计算中最大的细分市场，而国内 SaaS 尚处于起步阶段，未来发展空间巨大。

图表 3：云计算包括 IaaS、PaaS 和 SaaS



资料来源：中国信通院、浦银国际

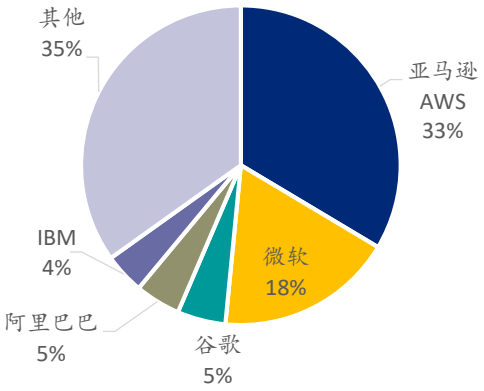
图表 4：云计算呈现金字塔结构



资料来源：中国信通院、浦银国际

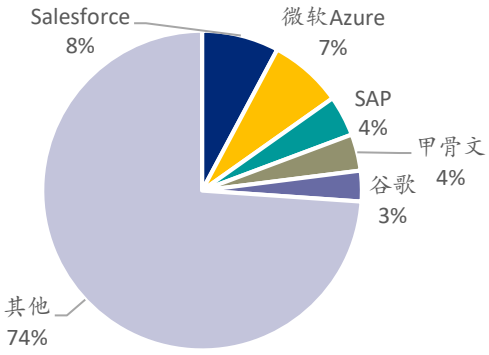
不同于 IaaS 寡头垄断格局，SaaS 市场由于需求多样化，竞争格局相对分散。IaaS 是底层基础设施，由于前期需要大量资本投入，主要玩家是互联网 IT 巨头，比如亚马逊、微软和阿里巴巴等，但 IaaS 同质化严重，毛利较低。SaaS 是上层的应用服务，覆盖很多细分领域，附加值更高，也是很多创业公司的突破方向。PaaS 则介于 IaaS 与 SaaS 之间，通常是由两端发展到一定阶段向中间渗透。

图表 5：2019 年全球公有云 IaaS+PaaS 市场份额



资料来源：IDC、浦银国际

图表 6：2019 年全球公有云 SaaS 市场份额



资料来源：IDC、浦银国际

• SaaS 相对于传统软件服务的区别？

SaaS 和传统软件行业的区别：传统软件服务，通常采用授权模式，程序的运行、数据存储等都在本地部署。而 SaaS 模式下，程序运行在 SaaS 厂商的服务器上，无需本地安装，可同时向多个租户提供服务。

SaaS 优势在于：

✓ 成本低，前期部署成本低，省去了购买硬件等成本；

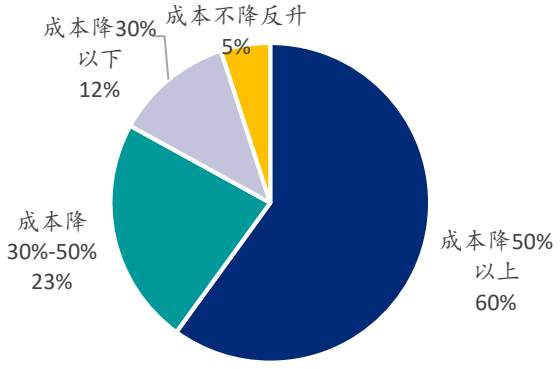
✓ 部署快；

✓ 灵活度高，可根据需求调整产品细节。

云计算改变了传统软件厂商的商业模式。过去，软件服务供应商通过本地部署收取授权费以及后续的服务费，而 SaaS 模式下，采取订阅年费模式，可以确保收入持续稳定增长，预收模式也利于公司现金流。

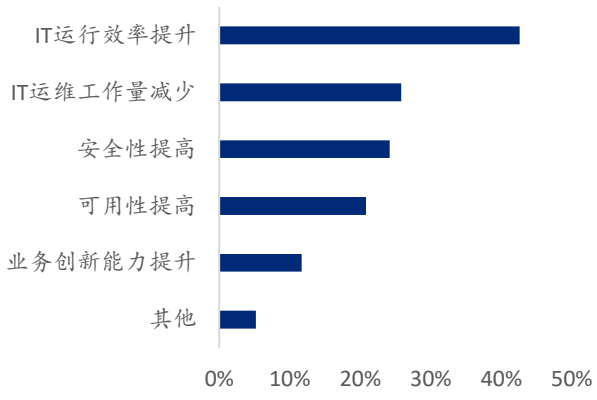
SaaS 降低了中小企业使用 IT 服务的门槛。根据 CSDN 云计算统计，使用云计算 SaaS 模式后，订阅成本相当于原来传统软件采购成本的 20%左右，极大地降低了成本。中国信通院调研也显示，95%的企业认为云计算能够降低企业 IT 成本，超过 40%的企业认同云计算带来了 IT 运行效率的提升。

图表 7: 企业使用云计算后降低 IT 成本



资料来源：信通院、浦银国际

图表 8: 企业采用云计算带来的效果



资料来源：信通院、浦银国际

SaaS 为什么近两年开始爆发？

• 政策利好，推动“上云”

近年来，国务院和工信部等出台了一系列政策法规，促进云计算产业发展。2018 年，工信部颁发《推动企业上云实施指南》，指出到 2020 年，全国新增上云企业 100 万家，形成典型标杆应用案例 100 个以上，形成一批有影响力、带动力的云平台和企业上云体验中心。云计算作为“新基建”的重要组成部分，也将长期受益。

图表 9：国家出台政策，鼓励“上云”

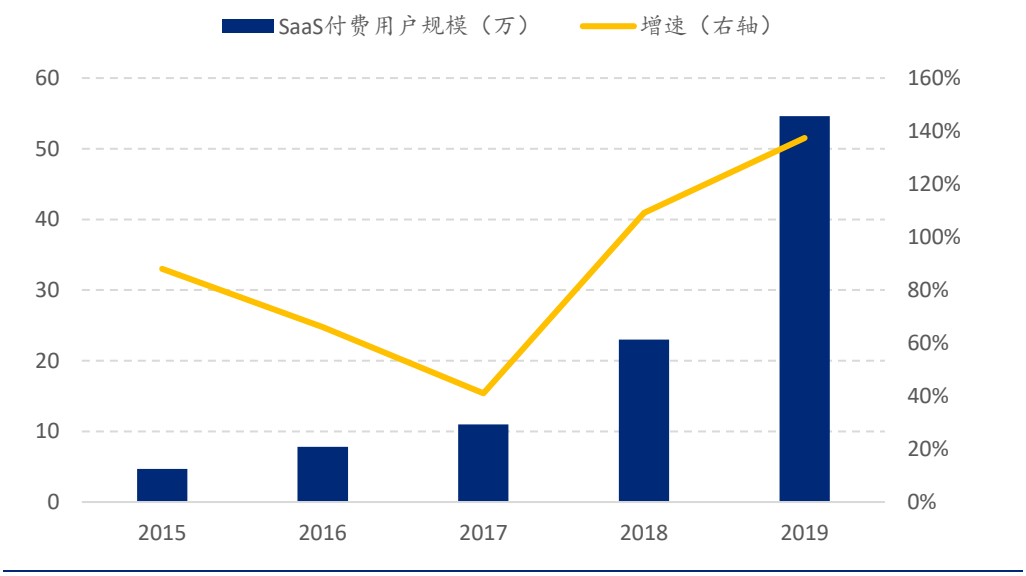
时间	政策规划名称	相关内容
2016.7	《国家信息化发展战略纲要》	构建新一代云计算体系，提升云计算设备和网络设备的核心竞争力，鼓励在“一带一路”沿线节点城市部署数据中心、云计算平台和内容发布网络平台等设施。
2016.12	《“十三五”国家信息化规划》	目标在信息领域核心技术设备自主创新能力全面增强，新一代网络技术体系、云计算技术体系、端计算技术体系和安全技术体系基本建立；培育发展一批具有国际竞争力的云计算骨干企业，发挥企业创新主体作用，增强云计算技术原始创新能力，尽快在云计算平台大规模资源管理与调度、运行监控与安全保障、大数据挖掘分析等关键技术和核心软硬件上取得突破。鼓励互联网骨干企业开放平台资源，加强行业云服务平台建设，支持政务系统和行业信息系统向云平台迁移，建设基于云计算的国家科研信息化基础设施，打造“中国科技云”。
2017.7	《新一代人工智能发展规划》	继续加强超级计算基础设施、分布式计算基础设施和云计算中心建设。
2018.7	《推动企业上云实施指南（2018-2020）》	目标到 2020 年，全国新增上云企业 100 万家，形成典型标杆应用案例 100 个以上，形成一批有影响力、带动力的云平台和企业上云体验中心。
2020.4	《关于推动“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	支持在具备条件的行业领域和企业范围搜索大数据、人工智能、云计算、数字孪生、5G、物联网和区块链等新一代数字技术应用和集成创新。

资料来源：公开资料、浦银国际

• 付费意识逐步提升

正版和付费意识提升。早期我国版权意识不强，企业也缺乏付费意愿。在过去很长一段时间，很多企业也忽视了软件降本增效的作用，在软件方面的投入远低于在硬件方面的投入。随着移动互联网的普及，无论是在 C 端还是在 B 端，整体付费意识都在逐步提升。

图表 10：SaaS 行业企业付费用户规模及增速



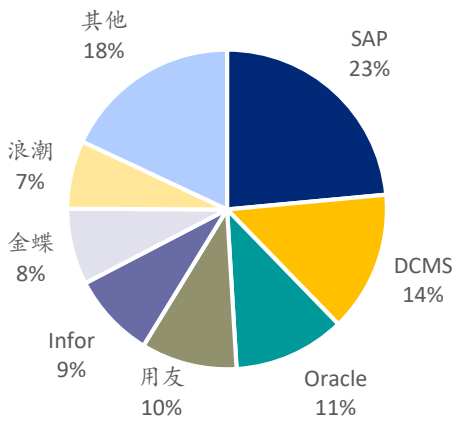
资料来源：前瞻研究院、浦银国际

根据前瞻研究院统计，SaaS 企业级市场付费用户规模从 2013 年的 1.3 万户增长到 2018 年的 23 万户，2013-2018 年复合增长率达到 78%，2019 年 SaaS 付费用户数预估约为 55 万户，同比增长 137%。

• 受益于国产替代

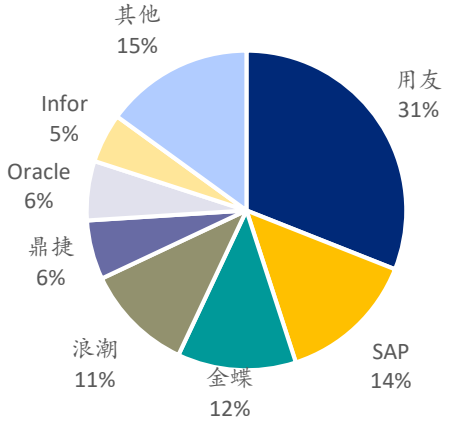
国产软件行业将受益于国产替代，市场份额有望进一步提升。近年来，国家大力推进从基础硬件、基础软件再到应用软件三个层级的国产替代。各大企业也逐步加大对国产软件的采购力度。在中美贸易摩擦的大背景下，国产化替代和自主可控的进程还在加速，国产 SaaS 得以借此东风，快速发展。

图表 11: 2008 年中国整体 ERP 市场竞争格局



资料来源：前瞻研究院、浦银国际

图表 12: 2018 年中国整体 ERP 市场竞争格局

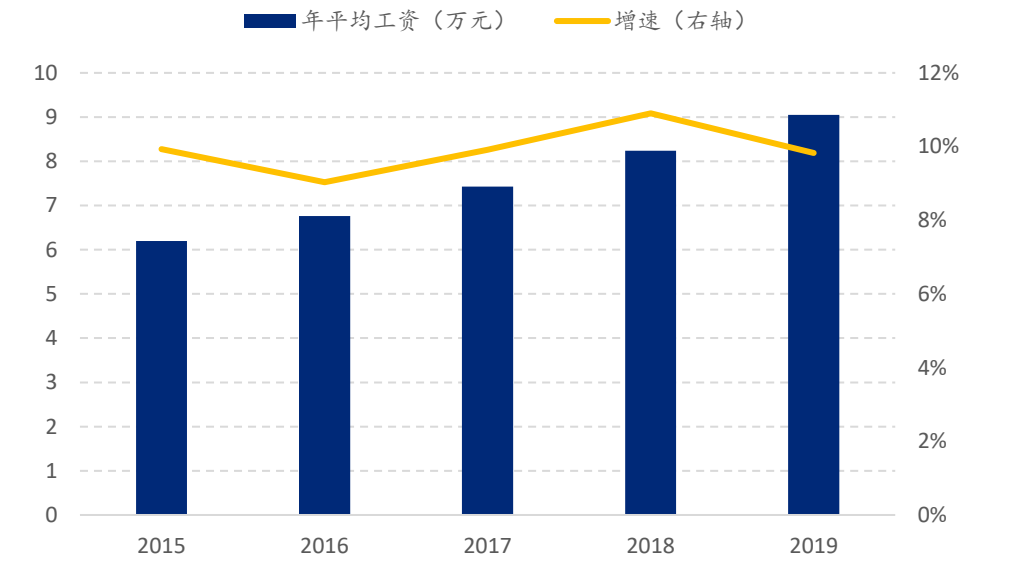


资料来源：前瞻研究院、浦银国际

• 人力成本上升，数字价值凸显

人力成本上升的趋势明显。中国人口结构正在发生改变：适龄劳动力数量的下降，加上整体教育水平的提升，使得中国劳动力成本在持续攀升。面对人力成本上升，企业加速数字化转型。劳动力上升促使企业通过减员增效，或技术手段以提高企业运营效率，进而降低成本，从而维持企业的正常运营。

图表 13：中国城镇平均工资



资料来源： 国家统计局、浦银国际

疫情加速数字化转型

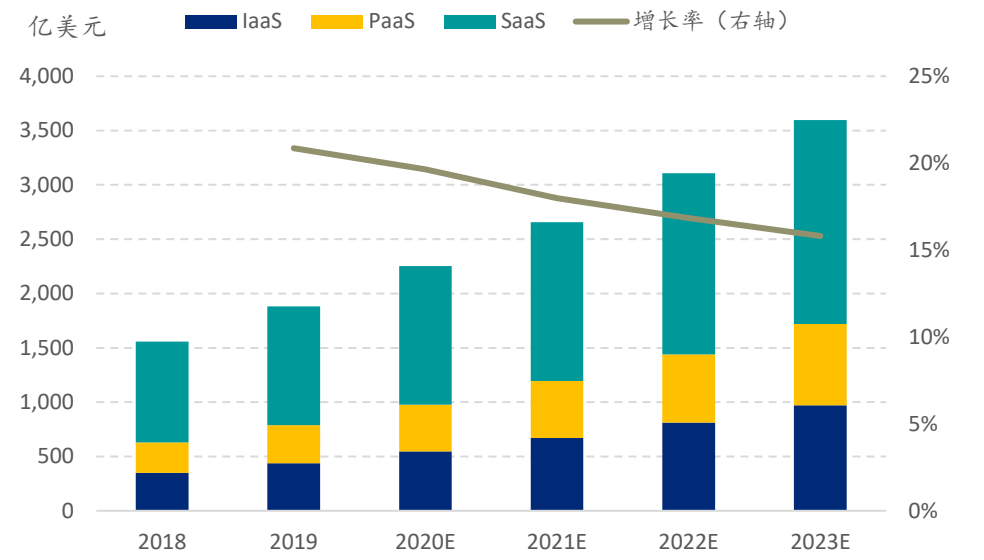
疫情加速企业上云，SaaS 迎来发展机遇。疫情期间，许多企业已将工作转到线上。例如，通过视频会议和电子合同等服务，在远程办公的形式下完成流程审批、协同办公和与客户沟通交流等工作，提高了远程办公工作效率。疫情成为了 SaaS 爆发的催化剂。

中国 SaaS 市场空间有多大？

根据 Gartner，全球云计算市场规模在 2019 年达到 1883 亿美元，同比增速 20.9%，其中 IaaS、PaaS 和 SaaS 的市场规模分别达到 439 亿、349 亿和 1095 亿美元。SaaS 在全球云计算中市场中占比最大，达到 58.2%，超过 IaaS 的 23.3%和 PaaS 的 18.5%。

Gartner 预计未来几年全球云计算市场将保持 17.6%的年均复合增速，到 2023 年市场规模超过 3500 亿；SaaS 市场规模将保持 14.4%的复合增速，在 2023 年市场规模将接近 1900 亿美元。

图表 14：全球云计算市场规模及增速

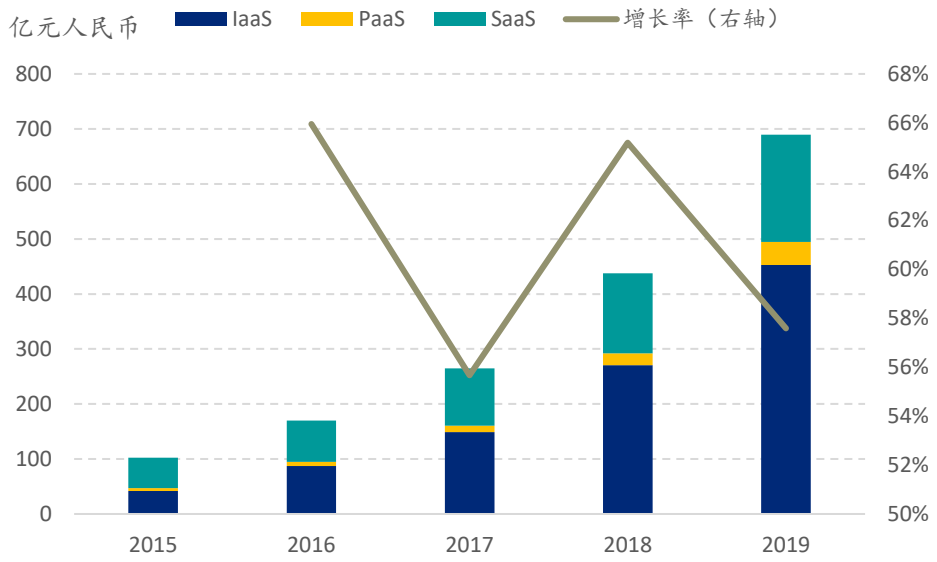


E=Gartner 预测

资料来源：Gartner、浦银国际

随着我国云计算基础设施建设逐渐成熟，未来 SaaS 领域将迎来爆发。相较于全球云计算市场主要集中于 SaaS 领域，我国云计算行业由于起步较晚，目前仍然以 IaaS 为主。根据中国信通院，2019 年中国公有云市场规模约 689 亿，同比增长 58%。其中规模最大的是 IaaS，市场规模达到 453 亿，占比约 66%，同比增长 67%；PaaS 市场规模为 42 亿，占比约 6%，同比增长 92%；SaaS 市场规模为 194 亿，同比增长 34%，占比约为 28%。

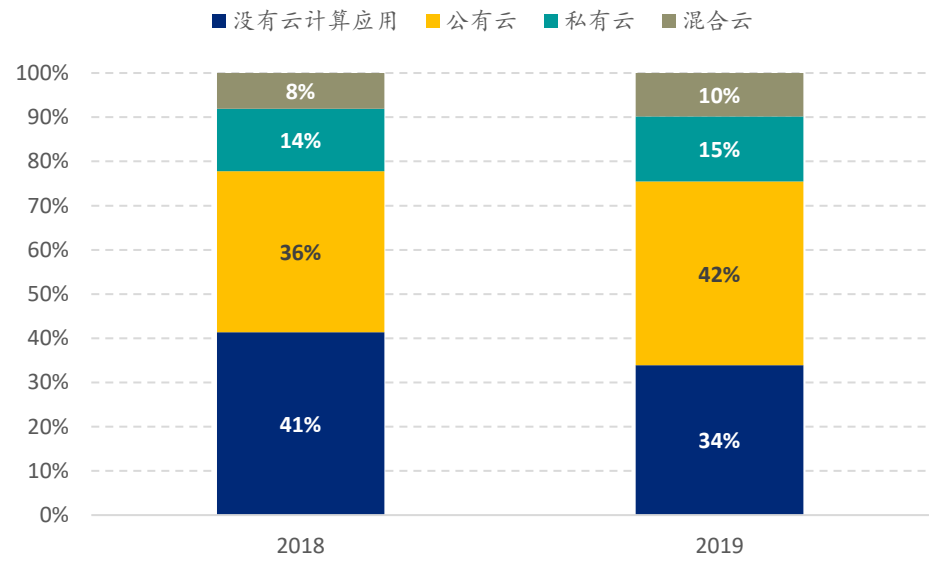
图表 15：中国云计算市场规模及增速



资料来源：信通院、浦银国际

中国企业云计算使用率持续提升。根据信通院数据，2019 年中国使用云计算的企业占比达到 66%，渗透率提升 7.5 个百分点，其中采用公有云的企业较多，占比达到 42%，私有云和混合云，分别占 15%和 10%。今年受疫情影响，预计云计算的渗透率将进一步提升。

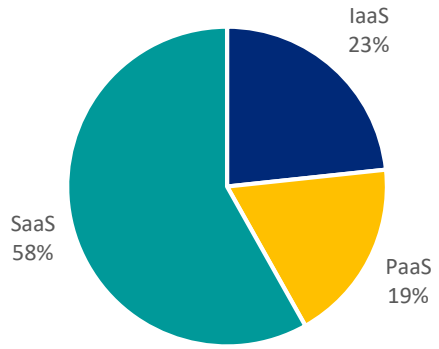
图表 16：中国企业云计算使用占比



资料来源：信通院、浦银国际

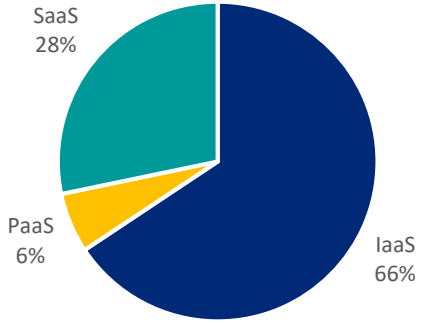
中国 SAAS 市场存在很大提升潜力。2019 年中国 GDP 占全球的比例为 16%，而中国 SaaS 占全球 SaaS 市场 6%左右。2019 年，中国 SaaS 在云计算市场的占比为 28.3%，也远低于全球 SaaS 市场 58.2%的占比。根据 IDC 预测，未来五年，中国企业 SaaS 市场会以 37%的年复合增长率增长，仍存在着巨大增长空间。

图表 17: 2019 年全球云计算结构占比



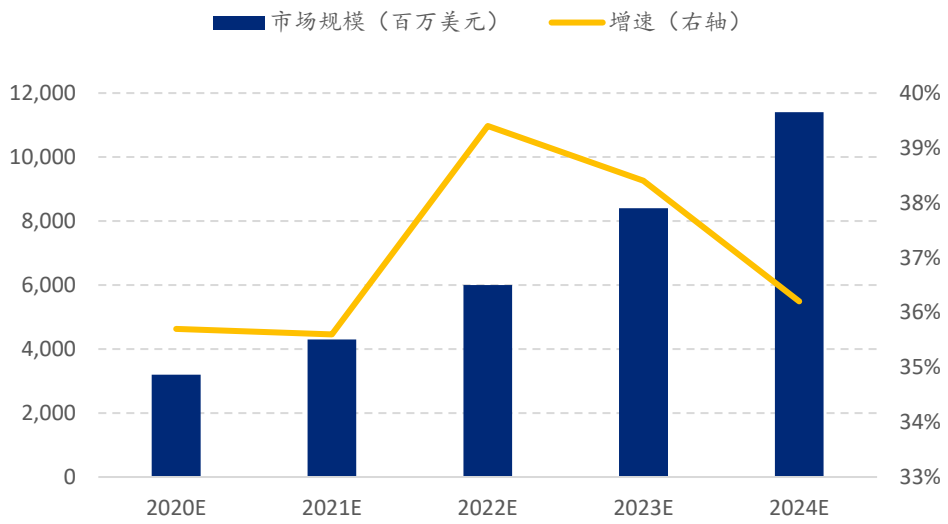
资料来源：IDC、浦银国际

图表 18: 2019 年中国云计算结构占比



资料来源：信通院、浦银国际

图表 19：中国企业应用软件 SaaS 市场规模



E=IDC 预测

资料来源：IDC、浦银国际

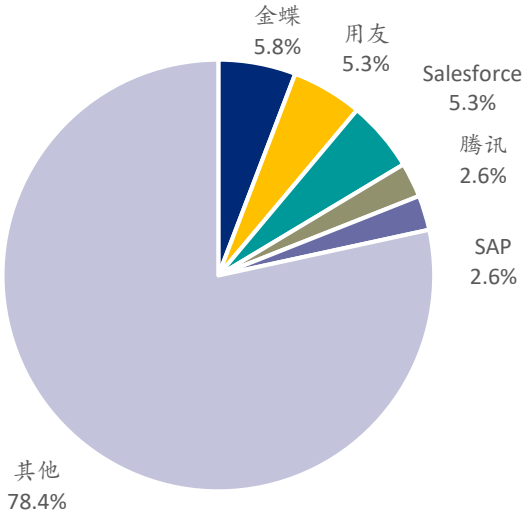
SaaS 的竞争格局如何？

• 行业玩家

目前中国企业级 SaaS 市场有三类玩家，包括传统软件厂商、SaaS 创业公司和互联网巨头：

- **传统软件厂商**的优势在于已经积累的存量客户资源，以及多年的软件服务行业里的定制化相关经验；
- **SaaS 创业公司**的竞争优势在于对某一特定细分行业的深刻理解，比如借助于产业链上下游的经验，提供差异化服务；
- **互联网巨头**在资源以及生态方面更具优势，通过 C 端的用户流量优势来吸引 SaaS 合作伙伴，从而创建云生态。

图表 20：中国企业级 SaaS 市场份额（1H2020）



资料来源：IDC、浦银国际

竞争格局方面，中国 SaaS 市场仍相对分散，CR5 为 21.6%，收入规模最大的金蝶也仅占整体市场的 5.8%，其次为用友 5.3%。由于通用类 SaaS 不受行业限制，整体收入规模可观，位居前列。

其次，收入前五的公司中，海外公司有 Salesforce 和 SAP，分列第三和第五，可见海外公司在中国 SaaS 市场仍占有重要地位，随着国产替代和自主可控趋势，国产龙头的市场份额有望进一步提升。

客户结构

- **大型企业：**IT 体系成熟，倾向于使用 SaaS+PaaS 服务。大企业内部环境和流程复杂，定制化需求高。

- **小微企业：**IT 体系弱，由于业务相对单一，通常以标准化的 SaaS 产品为主。

- **中型企业：**需求介入个性化与标准化之间。有一定的付费能力以及相对标准化，腰部客户将是 SaaS 厂商的重点。

如何选细分赛道和公司标的？

SaaS 行业是长期优质赛道，我们仍有必要对众多细分领域进行梳理，从而选择更为优质的赛道。整体来看，我们对 SaaS 细分行业的推荐顺序为：

“细颗粒度”是长期趋势，逐渐由通用型转向垂直型发展。在过去，我国的 SaaS 行业主要是以通用型厂商主导。随着 SaaS 逐渐被市场接受，精细化运营是大趋势，通用类 SaaS 业逐渐向垂直行业类 SaaS 发展，对行业有着深度理解则能更好帮助客户解决行业痛点，垂直行业将涌现细分龙头。

相对于“节流”型，更看好“开源”型 SaaS。在 SaaS 赛道中，相对于降低企业成本的“节流”型 SaaS，我们更看好能为企业带来收入的“开源”型 SaaS。因为对于数量众多的中小企业而言，客户对于“开源”型软件的付费意愿更强。例如有电商行业的有赞、微盟，可以帮助客户在网上快速开店，直接为用户带来收入。所以，在 SaaS 发展早期，“开源”型 SaaS 的机会更大。

● 如何选赛道

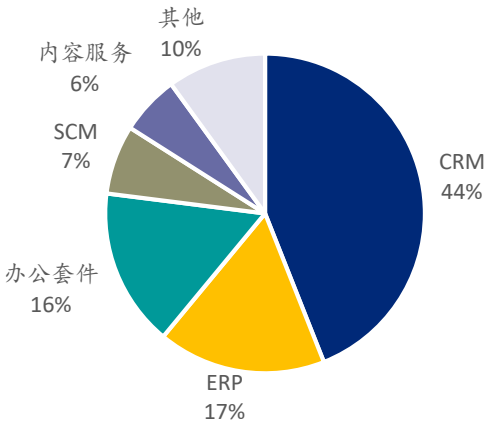
从目标用户来看，SaaS 可分为 To C 和 To B，其中 To B 的企业级 SaaS 占据主流。

To C 产品以个人订阅为主，用户规模大，且多为标准化产品，但 C 端用户粘性及付费率不及 To B 业务。因为 To B 的 SaaS 是主流，我们以下分析主要是针对企业级 SaaS 产品。

中国 SaaS 细分市场分两类，通用型和行业垂直型。通用型如在 CRM、客服、HR 等专业领域提供解决方案；行业垂直型则针对具体行业提供整体解决方案，如金融、教育、工业、电商、餐饮、物流等。

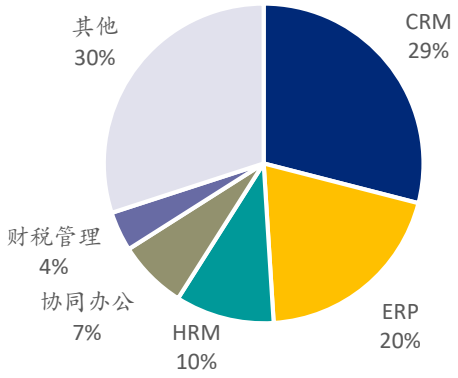
通用型 SaaS 里，CRM 和 ERP 占比最高。在全球 SAAS 行业细分领域中，CRM、ERP、办公套件是主要 SaaS 类型，根据 IDC 数据显示，2019 年全球 SAAS 行业细分领域中，CRM 占比 44%，其次为 ERP 占比为 17%，办公套件占比为 16%。我国的结构与此大体类似，占比最大的为 CRM，约 29%，其次为 ERP 的 20%和 HRM 的 10%。

图表 21: 2019 年全球 SaaS 行业细分产品结构



资料来源：IDC、浦银国际

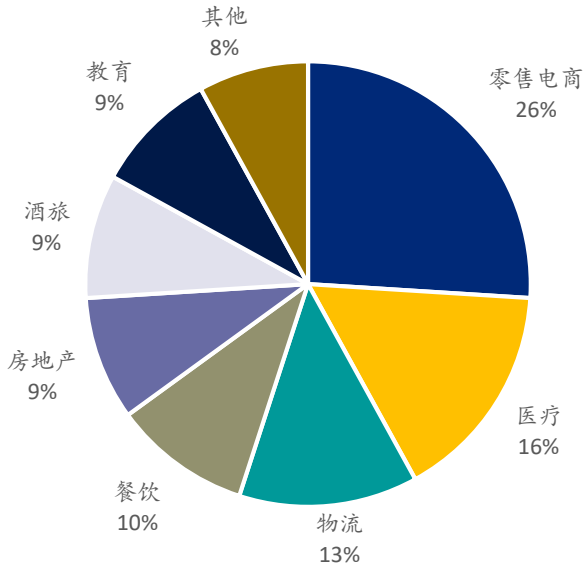
图表 22: 2019 年中国 SaaS 市场结构



资料来源：商业伙伴咨询、浦银国际

行业垂直型，零售电商 SaaS 渗透率高。根据艾瑞统计，在垂直行业类 SaaS 中，零售电商的 SaaS 市场规模最大，占比为 26%，其次为医疗的 16%和物流的 13%。目前，细分行业类已经上市 SaaS 企业有电商行业的有赞和微盟，建筑行业的广联达和港股上市的明源云，酒店行业的石基信息，医疗行业的卫宁健康等。行业垂直型 SaaS 的关键点在于能否提供针对细分行业痛点的解决方案，拥有专注于细分行业的知识积累至关重要。当然，垂直行业类 SaaS 也面临市场规模有限的问题，同时也会受到所在行业的周期风险影响。

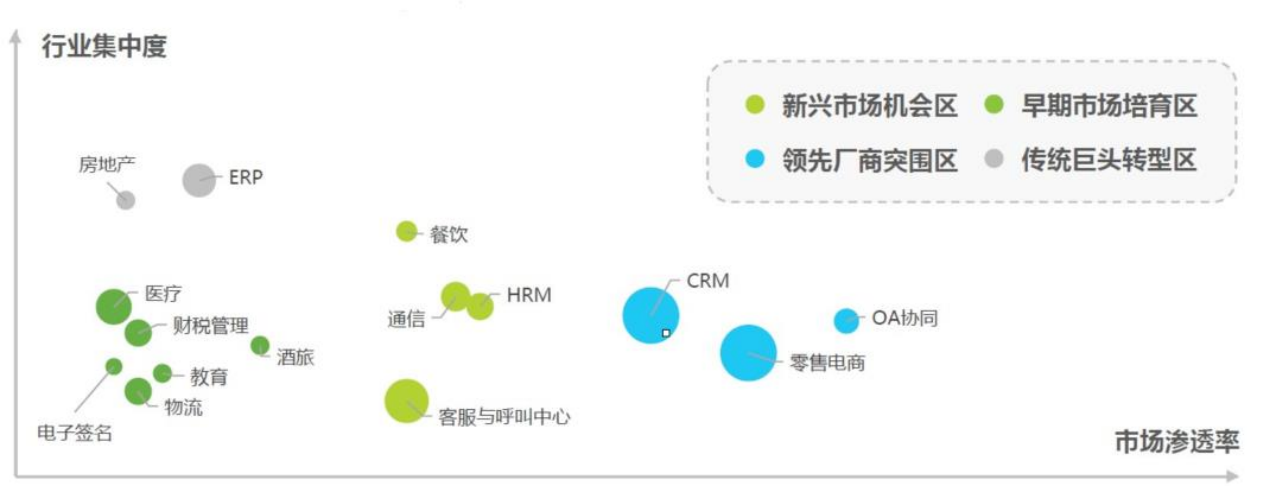
图表 23：中国 SaaS 市场结构：行业垂直类（2019 年）



资料来源：艾瑞、浦银国际

“细颗粒度”是长期趋势，逐渐由通用型转向垂直型发展。在过去，我国的 SaaS 行业主要是以通用型厂商主导。随着 SaaS 逐渐被市场接受，精细化运营是大趋势，通用类 SaaS 业逐渐向垂直行业类 SaaS 发展，对行业有着深度理解则能更好帮助客户解决行业痛点，预计垂直行业将涌现细分龙头。垂直行业型 SaaS 还可以通过软件向产业链的上游进行切入。

图表 24：中国企业级 SaaS 细分市场机会



资料来源：艾瑞、浦银国际

图表 25：美股 SaaS 标杆企业

企业名称	核心领域
Salesforce	客户运营
Zoom	视频通信
Shopify	零售电商
ServiceNow	IT 服务管理
Square	金融
WorkDay	人力资源管理
Veeva Systmes	医疗
Twilio	视频通信
DocuSign	电子签名
Datadog	数据分析

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 26：中国 SaaS 标杆企业

企业名称	核心领域
用友	企业资源规划
广联达	地产
明源云	地产
浪潮信息	企业资源规划
有赞	零售电商
随锐科技	协同办公
泛微网络	协同办公
微盟	零售电商
光云科技	零售电商
二六三	视频通信

资料来源：公开资料、浦银国际

我们更看好开源型 SaaS。SaaS 可分为开源型和节流型：开源型 SaaS，专注于前端交易，帮助企业获客，可以直接创造收入；节流型 SaaS 位于后端，降低运营成本。我们认为，更靠近交易端的 SaaS 会优先于成本端 SaaS，在前期有更大机会。因为对于数量众多的中小厂商而言，能够为其直接创造收入，他们才会乐于付费。例如电商 SaaS，如有赞和微盟，可以帮助客户在微信小程序或其他流量平台快速开店，因此可以快速渗透。

图表 27：SaaS 产品服务能力与用户意愿

类型	特点	客户意愿
提效	效果难以直观感知且难以量化；细分赛道如 ERP、财税和协同办公等	企业付费意愿较弱，主要客户为中大型企业
节流	可帮助企业节约成本；提供商需对业务有较深的了解；细分赛道如 CRM、采购、财税等	由于效果可感知，企业付费意愿逐渐加强
开源	能为企业带来客户，进而产生营收；四分赛道如电商零售、营销等	由于可直接产生收入，企业付费意愿高

资料来源：公开资料、浦银国际

图表 28：2020 年中国企业级 SaaS 产业图谱：通用型



资料来源：艾瑞、浦银国际

图表 29：2020 年中国企业级 SaaS 产业图谱：行业垂直型



资料来源：艾瑞、浦银国际

如何选公司

对于同一赛道的公司，我们除了考虑市场份额和产品差异等要素外，也可以通过以下财务指标来评判 SaaS 公司的表现。**除了我们常用的云收入增速，云收入占比，经营利润率等，其他衡量因素包括：预收款，用户留存率，获客成本，经营现金流、长期生命价值等**。

预收款：由于 SaaS 公司是按照订阅年费，采取预收模式。预收款通常在财务上表现为递延收入或合约负债等项目，代表着公司未来一段时间内收入增长情况，比收入指标更具有前瞻性。

留存率/流失率：对于 SaaS 平台，只有客户长期留存，才能持续地为 SaaS 厂商带来收入。用户留存率直接反映了公司 SaaS 产品的竞争力，是否得到市场认可以及客户满意。目前美国优质 SaaS 厂商的留存率维持在 90%以上。

LTV/CAC：LTV 即客户生命周期价值，也就是每个客户为该公司带来的总收入。CAC 即平均每个客户的获客成本，即当年市场销售费用/新增用户。目前行业内普遍的观点认为，LTV 在 CAC 的 3 倍以上，算是健康水平。

经营现金流：经营现金流也是 SaaS 公司的重要指标之一，代表着公司的现金回款情况。

此外，美股市场对于 SaaS 公司，还会关注诸如年度经常性收入（ARR）、月度经常性收入（MRR）等指标，当然也要考虑到各家公司的财报披露情况。

SaaS 行业如何估值？

• 为什么 SaaS 行业选用 P/S 来估值？

由于整个行业还处在早期，SaaS 厂商普遍亏损，市盈率方法并不适用。由于订阅模式下的收入预见性高，市场多采用 P/S 估值方法。

盈利滞后，利润承压是云转型的必经阶段。SaaS 企业采取订阅模式，收入分期确认，形成递延收入。而企业当期投入巨大的研发成本等在短时期内难以收回，公司现金流状况较好，而利润表扭亏则仍需要一定时间。当 SaaS 逐渐进入成熟期，利润率趋于稳定。

• 为什么 SaaS 行业目前的 P/S 普遍高于其他行业？

即使采用 P/S 估值方法，SaaS 行业的平均 P/S 估值也要高于其他行业，主要由于这种新兴模式的如下特点：

高增长：由于 SaaS 行业还处于早期，行业处在高速增长阶段。SaaS 公司也将受益于增长红利，云业务营收保持快速增长。

高毛利：SaaS 公司提供相对标准化的产品，使得毛利率较高；随着规模逐渐扩大，边际成本将逐渐减小。

收入稳定性和预见性：SaaS 采用按年或按月订阅模式，长期收入更为稳定，可对冲周期带来的相关风险。

健康现金流：SaaS 厂商采取预收账款模式，先收到现金，再逐步从递延收入或合约负债中确认收入，给 SaaS 公司带来了充沛的现金流。

长期总收入增长：虽然 SaaS 的订阅年费低于一次性授权的收费，约为后者的五分之一。但在 SaaS 模式下，可形成长期可持续收入，从第四到五年开始，云模式下的收入或将超过传统授权模式。

• 为什么不同 SaaS 公司的 P/S 差异大？

市场上对 SaaS 公司 P/S 估值的范围很大。以美股为例，P/S 从十倍到上百倍不等。估值的差异主要取决于：

1. **收入增速**：SaaS 企业的估值倍数与收入增速呈现正相关关系，市场乐于给高增速的企业一定的估值溢价。我们也可以用 PS/G 来作为辅助参考指标；

2. **SaaS 收入占比**：目前很多 SaaS 公司的业务，除云业务外，还包括其他业务，如传统 ERP 或其他增值服务等。SaaS 收入占比越高，对应更高估值倍数；

3. **市场地位**：如果公司在所在细分领域有着深刻的理解，在行业具备一定的龙头地位，进入壁垒高，市场也会给予高估值；

4. **未来的增长空间**：行业天花板越高，就越可能获得更高的估值溢价。

图表 30: SaaS 行业估值比较

股票代码	公司名称	市值（百万 美元）	股价（交易货币）	年内股价变动%	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国SaaS										
268 HK Equity	金蝶国际	12,050	27.0	246.3	N/A	406.0	194.3	22.7	18.4	14.4
600588 CH Equity	用友网络	22,408	44.8	105.1	182.2	133.8	104.2	16.3	13.8	10.9
2013 HK Equity	微盟集团	3,601	12.4	265.2	N/A	122.9	60.4	10.6	7.2	5.5
8083 HK Equity	中国有赞	4,874	2.2	342.4	N/A	N/A	N/A	17.2	11.3	7.6
3888 HK Equity	金山软件	7,376	41.7	107.2	11.3	35.2	27.1	8.5	6.9	5.7
909 HK Equity	明源云	12,418	50.0	202.7	236.7	165.3	108.1	46.0	33.2	23.9
002410 CH Equity	广联达	13,042	72.0	111.9	198.3	121.2	85.8	20.3	16.6	13.5
603039 CH Equity	泛微网络	3,086	95.1	127.5	109.8	87.6	66.6	13.2	9.9	7.6
300628 CH Equity	亿联网络	9,403	68.1	41.2	45.9	35.1	27.3	22.8	17.5	13.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
688365 CH Equity	光云科技	1,766	28.8	166.8	44.7	38.7	29.9	21.5	18.1	14.8
002467 CH Equity	二六三	1,224	5.9	9.1	15.5	32.7	29.4	7.8	7.3	6.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
002153 CH Equity	石基信息	5,149	31.5	(19.4)	122.9	74.7	57.1	9.5	8.2	7.2
600570 CH Equity	恒生电子	16,188	101.4	69.6	86.0	67.9	54.1	24.3	19.9	16.7
平均				**113.7**	**98.5**	**100.8**	**65.2**	**17.9**	**14.0**	**11.0**
海外SaaS										
CRM US Equity	SALESFORCE.COM	208,200	227.4	38.9	78.5	49.0	63.5	12.2	9.9	8.2
ZM US Equity	ZOOM VIDEO COM-A	116,122	406.0	490.3	1,498.2	140.5	137.6	190.2	45.0	33.7
SHOP US Equity	SHOPIFY INC - A	143,124	1,171.0	196.8	317.4	324.0	241.2	50.4	38.4	28.5
NOW US Equity	SERVICENOW INC	110,315	565.4	96.3	124.6	101.9	79.9	24.6	19.7	15.8
SQ US Equity	SQUARE INC - A	106,173	235.5	268.8	309.8	209.3	128.5	11.3	8.4	7.2
WDAY US Equity	WORKDAY INC-A	57,934	241.4	45.8	134.5	89.6	83.1	16.0	13.5	11.5
VEEV US Equity	VEEVA SYSTEMS-A	41,761	275.7	99.0	126.8	96.5	87.8	38.3	28.9	24.3
TWLO US Equity	TWILIO INC - A	55,105	365.0	267.4	3,093.5	3,967.7	831.5	33.0	24.9	19.0
DOCU US Equity	DOCUSIGN INC	44,960	241.0	233.3	975.7	336.6	228.9	46.6	31.6	24.0
DDOG US Equity	DATADOG INC-A	32,804	107.7	187.7	713.4	660.9	408.0	55.6	40.9	30.8
SNOW US Equity	SNOWFLAKE INC-A	94,626	334.3	171.3	N/A	N/A	N/A	N/A	164.4	87.8
平均				**193.2**	**737.2**	**597.6**	**229.0**	**47.8**	**38.7**	**26.4**

E=Bloomberg 一致预测。股价截至 2020 年 12 月 18 日。今年上市的公司为上市以来涨幅。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

偏好性顺序

我们首次覆盖六家优质公司标的，均给予“买入”评级，我们的推荐顺序依次为中国有赞、微盟、金山软件、用友网络、金蝶国际和明源云，主要参考公司的收入增速，SaaS 收入占比，潜在市场空间以及估值倍数。

图表 31：首次覆盖公司偏好性顺序

公司	中国有赞	微盟	金山软件	用友网络	金蝶国际	明源云
代码	8083.HK	2013.HK	3888.HK	600588.SH	268.HK	909.HK
股价（交易货币）	2.2	12.4	41.7	44.8	27.0	50.0
目标价（交易货币）	3.0	15.7	52.0	54.0	31.0	58.0
潜在上升空间	36%	27%	25%	20%	16%	15%
年初至今涨幅	342%	265%	107%	105%	246%	203%
未来三年收入增速	53%	46%	27%	20%	19%	39%
目标估值对应 2021 年目标 PS	15.0x	8.9x	8.4x	15.6x	21.0x	38.0x
2021 年目标 PS/G	0.3x	0.2x	0.3x	0.8x	1.1x	1.0x
SaaS 业务占比	58%	29%	NA	39%	59%	47%
SaaS 业务增速	68%	39%	NA	71%	51%	58%
公司特性	• 电商 SaaS • 支付业务	• 电商 SaaS • 精准营销	• 基础办公软件 To C SaaS • 游戏业务	• ERP SaaS	• ERP SaaS	• 房地产 ERP SaaS

注：明源云为较 IPO 价格涨幅

资料来源：Bloomberg（收盘价为 2020 年 12 月 18 日）、浦银国际

SaaS 行业投资风险

数据安全隐患：大型企业或担心公有云的数据安全问题，进而会影响到企业上云的进度。

中小客户付费意愿较低：我国中小型企业平均生命周期只有 2.9 年，存活 5 年以上者不到 7%，中小企业的付费意愿直接影响着 SaaS 厂商的市场规模。

垂直行业类 SaaS 受行业周期影响：若所在行业受周期影响，垂直行业类 SaaS 公司的收入也会受到较大影响。

受宏观经济影响：若经济增速放缓，也会影响到不同企业在云计算方面的预算支出。

中国有赞（8083. HK）：
私域价值凸显，乘风而起

我们首次覆盖中国有赞（8083. HK），给予“买入”评级，目标价为 3.0 港元，潜在升幅 36%。

- **私域电商爆发，保持高速增长：**随着公域流量价格的上涨，私域电商迎来爆发，未来有巨大增长空间。我们预测微信小程序 GMV 未来三年年均复合增长 80%，有赞作为头部的电商 SaaS 企业，帮助商户在网上开店，将受益于增长红利。腾讯今年推出免费的微信小商店服务，对有赞影响有限。微信小商店由于功能相对基础，主要吸引小微商家，并非有赞目标客户，同时或加速微信生态下电商 SaaS 洗牌，市场份额或进一步向头部集中。长期来看，第三方电商 SaaS 仍是为腾讯不可或缺的合作伙伴。
- **GMV 目标，五年十倍：** 我们预计未来三年公司收入年均复合增长超 53%，其中 SaaS 及延伸服务增长 67%。目前 SaaS 业务收入占比为 50%。管理层预计 2020 年平台 GMV 有望超过 1000 亿，目标五年后 GMV 超过万亿。有赞的付费商户接近 10 万，我们预计 2025 或增长至 50 万，还有很大提升空间。除深耕微信生态外，公司也在持续接入更多流量平台，包括快手、微博等，有利于降低对单一平台的依赖程度；拥有稀缺支付牌照，助力增值服务，进而形成交易闭环；近期推出跨境电商 AllValue，将提升行业天花板；明年转板值得期待，若能成功加入港股通，“北水”将有望推动估值进一步提升。
- **估值：** 我们给予“买入”评级，目标价为 3 港元。我们预测公司 2020-2022 年收入三年复合增长率为 53%。我们给予 15x 2021 年 P/S，目标价为 3 港元。
- **投资风险：** 过于依赖于流量平台；客户留存率不及预期；竞争激烈或导致提价存在挑战。

图表 32：盈利预测和财务指标

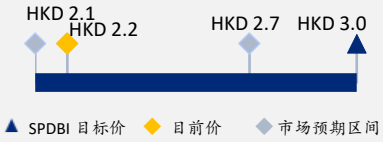
人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	586	1,171	1,886	2,952	4,207
营收增速	*246.6%*	*99.7%*	*61.1%*	*56.5%*	*42.5%*
调整后净利润	(297)	(421)	(220)	(112)	(19)
调整后净利率	*-50.7%*	*-36.0%*	*-11.7%*	*-3.8%*	*-0.5%*
调整后 EPS（人民币元）	(0.02)	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.00)
目标 PS (x)			23.5	15.0	10.5

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

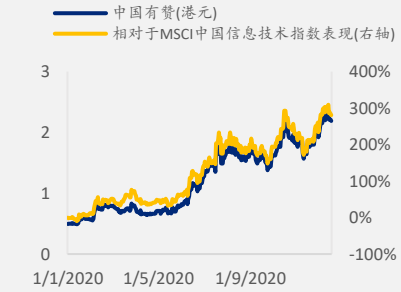
评级	买入
目标价（港元）	3.0
潜在升幅/降幅	+36%
目前股价（港元）	2.2
52 周内股价区间（港元）	0.5-2.4
总市值（百万港元）	37,785
近 3 月日均成交额（百万港元）	278

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



截至 2020 年 12 月 18 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

中国有赞（8083. HK）： 私域价值凸显，乘风而起 28

好赛道：掘金私域电商 31

私域流量爆发 31

微信小商店对其影响有限 32

有赞 vs 微盟，差异化路径 33

好选手：GMV 目标，五年十倍 34

稀缺支付牌照，助力增值服务 34

微信之外开辟新疆域 35

助力跨境电商，开拓广阔市场 35

明年转板值得期待 35

估值 36

风险 36

财务分析及预测 38

财务分析预测 38

附录 40

公司背景 40

财务报表 41

SPDBI 乐观与悲观情景假设 43

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**586**	**1,171**	**1,886**	**2,952**	**4,207**
收入成本	(388)	(563)	(753)	(1,058)	(1,467)
毛利润	**198**	**608**	**1,133**	**1,894**	**2,740**
销售及分销开支	(182)	(532)	(783)	(1,299)	(1,851)
一般及行政开支	(190)	(237)	(258)	(390)	(568)
股权结算股份支付款项	(250)	(136)	(149)	(189)	(295)
无形资产摊销	(136)	(193)	(173)	(155)	(138)
其他经营开支	(211)	(504)	(314)	(300)	(300)
经营利润	**(772)**	**(996)**	**(544)**	**(438)**	**(412)**
财务成本	-	(22)	(34)	(53)	(75)
其他收入	(0)	5	2	-	-
除税前利润	**(772)**	**(1,012)**	**(575)**	**(490)**	**(487)**
所得税抵免/(开支)	46	97	50	49	49
净利润	**(726)**	**(916)**	**(525)**	**(441)**	**(439)**
少数股东权益	(294)	(324)	(211)	-	-
本公司权益持有人	(431)	(592)	(314)	(441)	(439)
经调整净利润	(297)	(421)	(220)	(112)	(19)

现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
除税前盈利	46	97	50	49	49
折旧	11	64	51	56	79
摊销	136	193	173	155	138
其他调整项	(448)	(617)	(284)	(70)	262
营运资金变动	(759)	(354)	(71)	(114)	(184)
经营现金流	**(1,014)**	**(616)**	**(82)**	**75**	**344**
购买固定资产	(29)	(42)	(68)	(110)	(177)
购买无形资产	-	(0)	(0)	(1)	(1)
其他投资现金流	968	(10)	(0)	(0)	0
投资现金流	**939**	**(52)**	**(69)**	**(111)**	**(178)**
借款增加	-	210	338	545	878
发行股票	150	779	715	-	-
其他融资现金流	74	(36)	(18)	(16)	(15)
融资现金流	**224**	**954**	**1,035**	**529**	**863**
现金及现金等价物净流量	**149**	**285**	**885**	**494**	**1,029**
年初现金及现金等价物	262	431	746	1,631	2,125
汇率变动影响	19	31	-	-	-
年末现金及现金等价物	**431**	**746**	**1,631**	**2,125**	**3,154**

资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
物业、厂房及设备	38	61	102	167	270
商誉	2,157	1,963	1,963	1,963	1,963
无形资产	1,825	1,632	1,460	1,305	1,168
其他非流动资产	259	505	481	471	467
非流动资产合计	**4,278**	**4,161**	**4,006**	**3,907**	**3,868**
存放中央银行款项	862	4,532	4,532	4,532	4,532
银行及现金结余	400	746	1,631	2,125	3,154
其他流动资产	1,144	1,059	1,107	1,244	1,386
流动资产合计	**2,406**	**6,337**	**7,270**	**7,901**	**9,072**
资产总额	**6,684**	**10,499**	**11,277**	**11,808**	**12,940**
股本	111	129	129	129	129
储备	3,217	3,530	3,736	3,334	2,952
本公司权益持有人应占权益	**3,328**	**3,658**	**3,865**	**3,463**	**3,080**
非控制性权益	556	241	241	241	241
权益总额	**3,884**	**3,899**	**4,106**	**3,703**	**3,321**
非流动负债合计	**343**	**493**	**475**	**459**	**444**
应付账款	6	4	6	10	17
合约负债	259	407	655	1,056	1,700
其他贷款	-	201	540	1,085	1,963
其他流动负债	2,191	5,495	5,495	5,495	5,495
流动负债合计	**2,456**	6,107	6,696	7,645	9,175
负债总额	**2,799**	**6,600**	**7,171**	**8,104**	**9,619**
权益及负债总额	**6,684**	**10,499**	**11,277**	**11,808**	**12,940**

主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
盈利增速					
营业收入增速	246.6%	99.7%	61.1%	56.5%	42.5%
毛利润增速	808.4%	206.5%	86.5%	67.2%	44.7%
经营利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
调整后净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
盈利能力比率					
毛利率	33.8%	51.9%	60.1%	64.2%	65.1%
经营利润率	-131.7%	-85.0%	-28.8%	-14.8%	-9.8%
净利率	-123.8%	-78.2%	-27.9%	-14.9%	-10.4%
调整后净利率	-50.7%	-36.0%	-11.7%	-3.8%	-0.5%
每股指标（元）					
基本EPS	(0.06)	(0.06)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
摊薄EPS	(0.06)	(0.06)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
调整后EPS	(0.02)	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.00)
每股指标增速					
基本EPS增速		9.1%	-49.6%	-16.0%	-0.6%
摊薄EPS增速		9.1%	-49.6%	-16.0%	-0.6%
调整后EPS增速		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值（倍）					
目标P/S			23.5	15.0	10.5
目标P/B			10.8	12.0	13.3

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

中国有赞（8083. HK）：私域价值凸显，乘风而起

我们看好电商交易类 SaaS 赛道将率先爆发，可以直接帮助客户创造收入，提升用户付费意愿。随着公域流量价格越来越高，私域电商增长潜力巨大。我们看好有赞在私域流量的领先地位，我们预计未来三年公司收入年均复合增长 53%，其中 SaaS 及延伸服务增长 67%。管理层预计 2020 年平台 GMV 有望超过 1000 亿，目标五年后 GMV 超过万亿。明年创业板转主板上市也值得期待，“北水”有望推动估值进一步提升。

好赛道：掘金私域电商

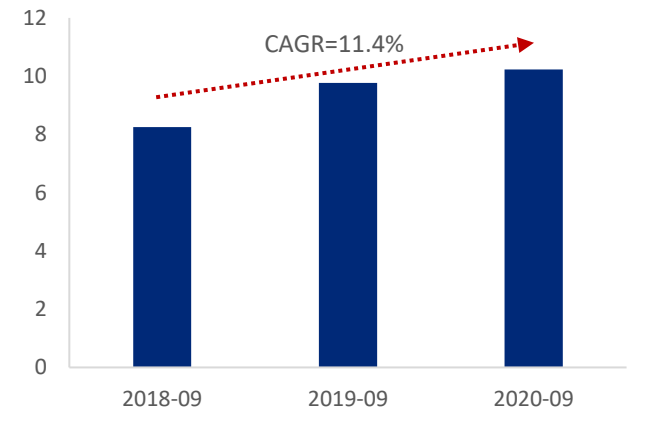
• 私域流量爆发

我们更看好电商交易类 SaaS 赛道，因为可以帮客户直接创造收入，进而提升客户的付费意愿。

私域电商乘风而起，潜力巨大。随着互联网的人口红利逐渐减弱，互联网平台的公域流量的价格越来越贵。在这样的大背景下，私域流量逐渐被商家所接受。私域流量可以反复触达和转化，从而降低单均成本。由于强交互和高信任，私域流量商户的转化率会高于一般电商平台。最近两年，小程序电商用户增速远高于电商 APP 用户增速。

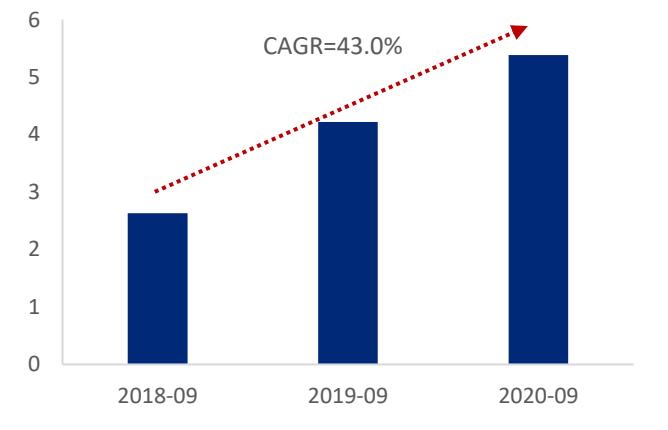
私域流量也并非适合所有商户，我们认为私域流量更适合已经具备一定客流基础，且属于相对高频消费的垂直细分领域，进而能够从收入端覆盖掉搭建和维护私域流量的相关成本开支。

图表 33：移动购物 APP 用户规模（亿）



资料来源：QuestMobile、浦银国际

图表 34:移动购物微信小程序用户规模（亿）



资料来源：QuestMobile，浦银国际

微信体系，包括好友、微信群和公众号等，是私域流量的天然场所。而微信小程序也逐渐成为私域流量电商交易的标配，小程序的流量入口包括二维码、搜索、LBS、公众号广告等行式，也更利于传播。根据腾讯数据，今年1月至8月，微信小程序实物商品GMV同比增长115%。我们预计微信小程序电商GMV未来三年年均复合增长80%。目前，微信生态下的第三方泛电商SaaS市场格局相对分散，包括有赞、微盟、微店、点点客等。

疫情加速了商家搭建线上渠道的进程。越来越多的中小商户开始通过私域流量带货，但又缺乏相应的开店工具，而有赞则帮助商户解决这一痛点，提供网上开店所需的一站式服务。有赞的SaaS产品是其核心业务，收入占比过半，包括有赞微商城和新零售解决方案等。有赞微商城帮助传统电商等在微信等平台开展电商业务，包括了开店工具、订单处理、支付、会员管理、营销等功能模块。新零售解决方案，包括有赞零售、有赞美业、有赞餐饮和有赞连锁等产品，面向线下实体门店，提供完整解决方案。除此之外，有赞还为商家提供支付等增值服务。

• 微信小商店对其影响有限

2020年7月14日，微信宣布正式上线微信小商店，可以帮助商家免开发、零成本、一键生成卖货小程序。微信小商店的推出，降低小程序卖货门槛，市场或担心是否会影响到有赞的主营业务。我们认为影响有限，主要因为：

1. 从客户来讲，微信小商店主要吸引小微商家，由于功能也相对基础，无法满足头部和腰部的客户的用户需求。而小微商家并非有赞的目标客户。头部和腰部客户所需要的功能相对复杂，包括营销、会员管理等功能。

   而从有赞的客户结构看，可以分为头部客户、腰部客户和小微客户。
   ——小微商家：年销售额小于3.6万，占商家数的60%，续费率20%；
   ——腰部商家：年销售额介于3.6万到48万，占商家数的20%，续费率74%；
   ——头部商家：年销售额大于48万，占商家数的20%，续费率90%。

   小微商家的年销售额不到3.6万，并非有赞的目标客户群。虽然小微商家数量占比为60%，但真正为公司带来收入的是腰部以上客户，约贡献有赞九成以上收入。

2. 从长期来看，腾讯的发展战略依然是主要提供基础设施建设，而第三方电商SaaS覆盖营销、物流、售后等服务，是腾讯不可或缺的合作伙伴。

3. 微信小商店或加速第三方SaaS洗牌，只提供基础功能的SaaS厂商或被淘汰，市场份额或进一步向头部集中。

• 有赞 vs 微盟，差异化路径

中国有赞和微盟位居微信第三方平台服务商的前两位，除了电商 SaaS 外，双方的增值服务也在朝着不同方向发展。有赞基于 SaaS 产品提供第三方支付的服务，2019 年第三方支付服务带来的收入占比约为 29%；而微盟提供的主要增值服务是精准营销，2019 年精准营销为微盟带来的收入占比高达 65%。

图表 35：中国有赞 vs 微盟

维度	中国有赞	微盟
上市时间	2018 年 4 月	2019 年 1 月
2019 年收入	11.7 亿元人民币	14.4 亿元人民币
2019 年 SaaS 收入	5.9 亿，占比 50%	5.1 亿，占比 35%
2019 年 SaaS 收入增速	145%	46%
2019 年 SaaS 付费商家数	8.2 万，新增 5.4 万	近 8 万，新增 2.9 万

资料来源：公司财报、浦银国际

收入结构：有赞的 2019 年 SaaS 为 5.9 亿，微盟的收入为 5.1 亿；有赞的 SaaS 收入占比为 50%，而微盟的 SaaS 收入约三成；2019 年有赞 SaaS 收入同比增长 145%，高于微盟 46%的增速。

客户数：截至 2020 年年中，有赞的付费商户数为 99,889，而微盟同期的客户数为 88,464。

价格：有赞微商城的基础版本是 6800 元/年，专业版 12800 元/年，旗舰版 26800 元/年，均价约 9000 元。微盟的价格在 6000-10000 元范围，均价约 6400。有赞微商城的平均售价稍贵，但能提供更多服务。

平均每个客户贡献的收入：根据 2019 年财报，有赞为 9036 元，微盟为 6374 元，有赞单客收入贡献更高。

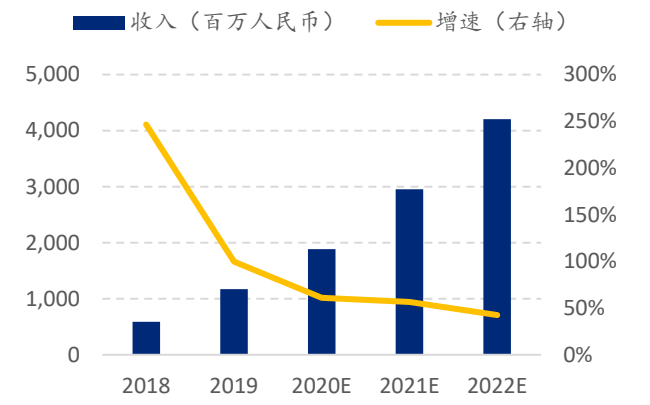
其他数据：
流失率，截至 2020 年中，有赞的流失率 22%。微盟同期的流失率为 10.6%，微盟推出买二送一等活动，因此统计口径有所不同。

有赞 2019 年 GMV 是 650 亿人民币，同比增长 95%；微盟未披露相关数据。

好选手：GMV 目标，五年十倍

管理层预计 2020 年的 GMV 预计会超过 1000 亿元，目标五年后 GMV 超过万亿。2020 年前三季度，有赞 GMV 达到 723 亿，同比增长 90%。目前有赞平台的商户数近 10 万，预计 2025 年或增至 50 万，还有很大提升空间。我们预计有赞的收入未来三年年均复合增速可达到 53%。

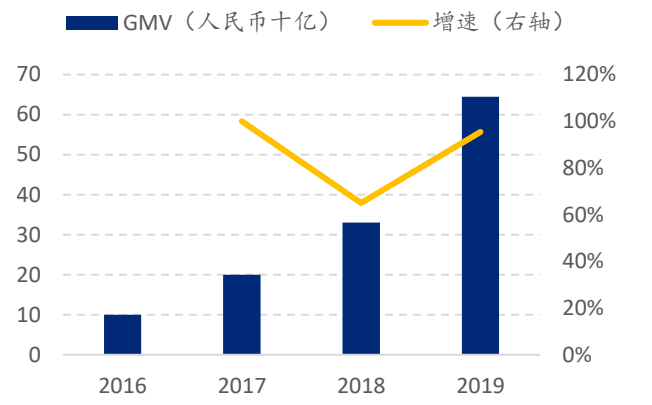
图表 36：中国有赞收入增速



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 37：中国有赞 GMV 增速



资料来源：公司财报、浦银国际

• 稀缺支付牌照，助力增值服务

中国有赞是 SaaS 电商服务市场中唯一一家自身拥有支付牌照的平台，已接入多种支付方式包括微信支付、支付宝等。2019 年，有赞的交易费收入为 3.34 亿，收入占比为 29%，同比增长 42%。但作为交易通道，有赞也需要向下游微信或支付宝等支付相关费用，变现率约为 0.5%。借助于支付牌照，公司还可以开展其他延伸服务，包括有赞担保、有赞分期等，2019 年延伸服务变现率约为 0.23%。

• 微信之外开辟新疆域

除了深耕微信生态外，有赞也在加快其他第三方流量平台进行合作。自 2018 年 6 月，有赞与快手发布短视频导购电商解决方案以来，有赞一直与快手保持密切合作，有赞也是快手平台最大的第三方 SaaS 服务商之一。

此外，有赞还在持续接入更多的流量平台，比如小红书、虎牙直播、陌陌等，商家可以通过直播向有赞店铺导流，或通过“有赞客”连接网红主播与供应商。我们认为，随着合作的流量平台更加多元化，将有助于丰富公司的收入来源，进而减少对单一平台的过度依赖。

• 助力跨境电商，开拓广阔市场

2020 年 11 月 27 日，有赞宣布推出国际版产品 AllValue，正式涉足跨境独立站领域，其定位是面向中国市场的跨境电商卖家，提供海外市场解决方案。目前，AllValue 已经在日本、北美等地构建本地化团队。除了提供软件系统，还会在营销广告、选品测款、支付物流、人才培训等方面提供服务和解决方案。

管理层对海外独立站电商市场环境非常看好。海外整体的流量格局更为分散，搜索流量占比很高，新社交营销模式也在不断提升。我们认为开拓海外业务，将进一步提升行业的天花板，进而带动收入的增长。

• 明年转板值得期待

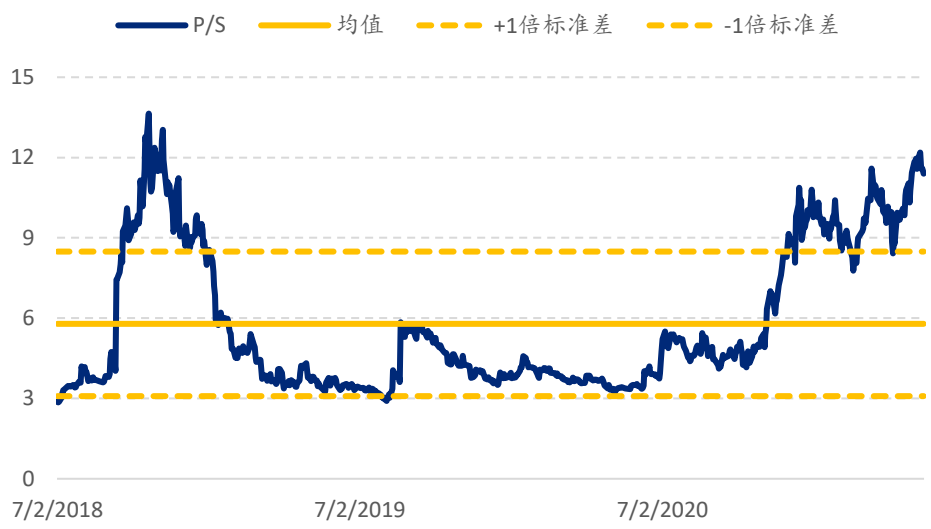
公司在 2018 年借壳，于港股创业板上市。到 2021 年上半年，中国有赞将在港创业板上市满三年，有条件申请转主板。截至目前，公司市值约 380 亿港元。若能成功转板，将会提升股票交易的流动性，并有机会加入港股通，届时“北水”有望推动估值的进一步提升。

估值

我们看好电商 SaaS 赛道的广阔增长空间以及有赞的领先优势，首予“买入”评级。

我们采用 P/S 方法对公司进行估值，给予公司整体 15x 2021 P/S，对应目标价 3.0 港元，潜在升幅 36%。

图表 38: 有赞远期市销率 PS



Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

风险

1. 目前运营实体只有 51%的股权在上市公司体内，股权问题存在一定风险；

2. 公司的业务依赖于其他流量平台，若流量平台加大对自身小店的运营，或影响到公司的业务；

3. 竞争激烈，或导致未来提价存在挑战。

图表 39: 可比公司估值

股票代码	公司名称	市值（百万 美元）	股价（交易货币）	年内股价变动%	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国SaaS										
268 HK Equity	金蝶国际	12,050	27.0	246.3	N/A	406.0	194.3	22.7	18.4	14.4
600588 CH Equity	用友网络	22,408	44.8	105.1	182.2	133.8	104.2	16.3	13.8	10.9
2013 HK Equity	微盟集团	3,601	12.4	265.2	N/A	122.9	60.4	10.6	7.2	5.5
8083 HK Equity	中国有赞	4,874	2.2	342.4	N/A	N/A	N/A	17.2	11.3	7.6
3888 HK Equity	金山软件	7,376	41.7	107.2	11.3	35.2	27.1	8.5	6.9	5.7
909 HK Equity	明源云	12,418	50.0	202.7	236.7	165.3	108.1	46.0	33.2	23.9
002410 CH Equity	广联达	13,042	72.0	111.9	198.3	121.2	85.8	20.3	16.6	13.5
603039 CH Equity	泛微网络	3,086	95.1	127.5	109.8	87.6	66.6	13.2	9.9	7.6
300628 CH Equity	亿联网络	9,403	68.1	41.2	45.9	35.1	27.3	22.8	17.5	13.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
688365 CH Equity	光云科技	1,766	28.8	166.8	44.7	38.7	29.9	21.5	18.1	14.8
002467 CH Equity	二六三	1,224	5.9	9.1	15.5	32.7	29.4	7.8	7.3	6.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
002153 CH Equity	石基信息	5,149	31.5	(19.4)	122.9	74.7	57.1	9.5	8.2	7.2
600570 CH Equity	恒生电子	16,188	101.4	69.6	86.0	67.9	54.1	24.3	19.9	16.7
平均				**113.7**	**98.5**	**100.8**	**65.2**	**17.9**	**14.0**	**11.0**
海外SaaS										
CRM US Equity	SALESFORCE.COM	208,200	227.4	38.9	78.5	49.0	63.5	12.2	9.9	8.2
ZM US Equity	ZOOM VIDEO COM-A	116,122	406.0	490.3	1,498.2	140.5	137.6	190.2	45.0	33.7
SHOP US Equity	SHOPIFY INC - A	143,124	1,171.0	196.8	317.4	324.0	241.2	50.4	38.4	28.5
NOW US Equity	SERVICENOW INC	110,315	565.4	96.3	124.6	101.9	79.9	24.6	19.7	15.8
SQ US Equity	SQUARE INC - A	106,173	235.5	268.8	309.8	209.3	128.5	11.3	8.4	7.2
WDAY US Equity	WORKDAY INC-A	57,934	241.4	45.8	134.5	89.6	83.1	16.0	13.5	11.5
VEEV US Equity	VEEVA SYSTEMS-A	41,761	275.7	99.0	126.8	96.5	87.8	38.3	28.9	24.3
TWLO US Equity	TWILIO INC - A	55,105	365.0	267.4	3,093.5	3,967.7	831.5	33.0	24.9	19.0
DOCU US Equity	DOCUSIGN INC	44,960	241.0	233.3	975.7	336.6	228.9	46.6	31.6	24.0
DDOG US Equity	DATADOG INC-A	32,804	107.7	187.7	713.4	660.9	408.0	55.6	40.9	30.8
SNOW US Equity	SNOWFLAKE INC-A	94,626	334.3	171.3	N/A	N/A	N/A	N/A	164.4	87.8
平均				**193.2**	**737.2**	**597.6**	**229.0**	**47.8**	**38.7**	**26.4**

E=Bloomberg 一致预测。股价截至 2020 年 12 月 18 日，今年上市的公司为上市后股价涨幅。

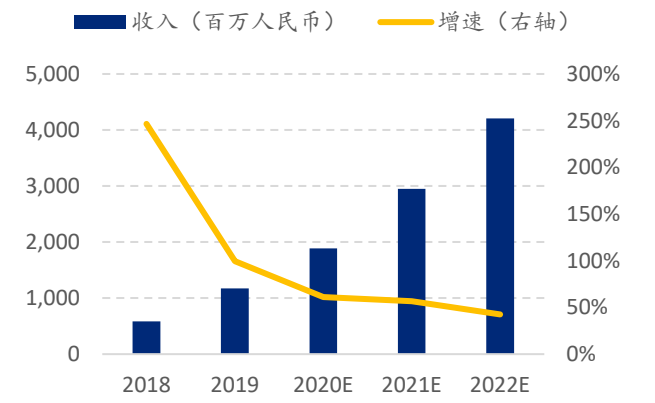
资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务分析及预测

• 财务分析预测

我们预测公司 2020-2022 年收入分别为 18.9 亿、29.5 亿和 42.1 亿人民币，年均复合增长 53%。SaaS 是有赞收入的主要来源，我们预计 SaaS 及延伸服务收入在今年占比将达到 73%。我们预计未来三年，SaaS 及延伸服务还将保持 67%的年均复合增速，至 2022 年达到 34.4 亿人民币，贡献占比超过 80%。交易费用三年年均复合增速预计为 27%，至 2022 年达到 6.8 亿人民币。

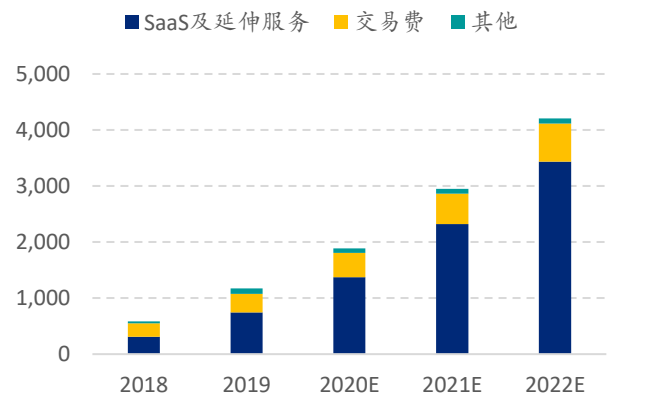
图表 40: 有赞收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

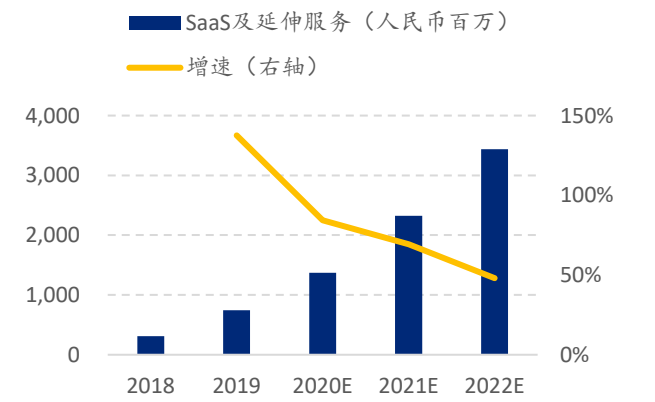
图表 41: 有赞收入结构（人民币百万）



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

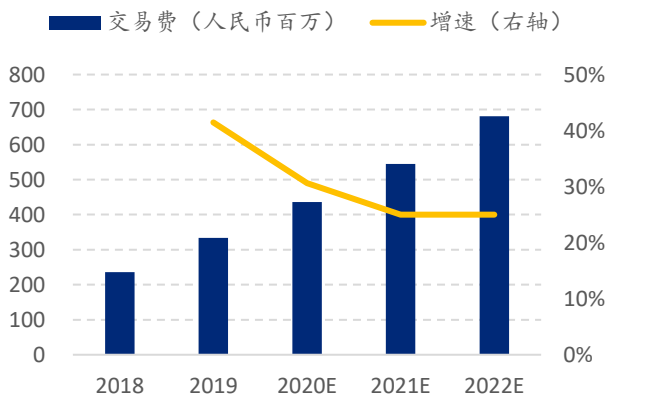
图表 42: 有赞 SaaS 及延伸服务收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 43: 有赞交易费收入预测

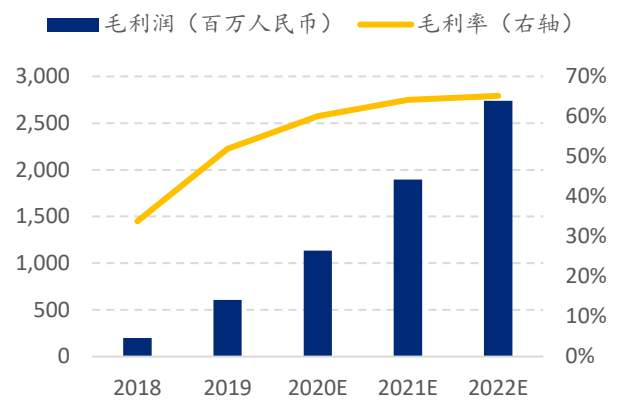


E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

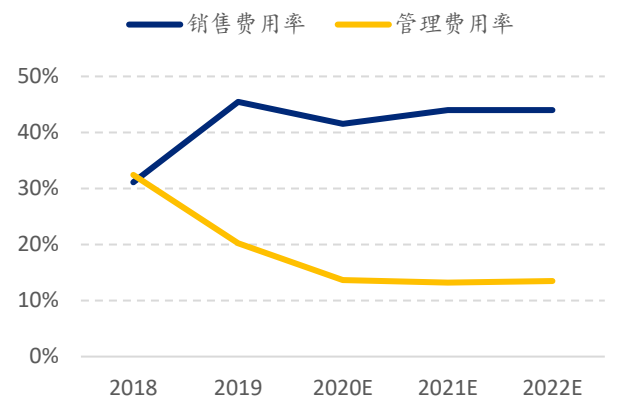
随着 SaaS 的占比持续提升，我们预计毛利率也将稳步提升，预计到 2022 年毛利润达到 27.4 亿人民币，对应毛利率为 65.1%。分部来看，我们预计 SaaS 及延伸服务的毛利率维持在 75%以上，而交易费因业务模式使得毛利率低，不到 1%。我们预计 2020 年净利润为-5.3 亿人民币，调整后净利润为-2.2 亿人民币，对应调整后净利率-11.7%。

图表 44: 有赞毛利润及毛利率预测



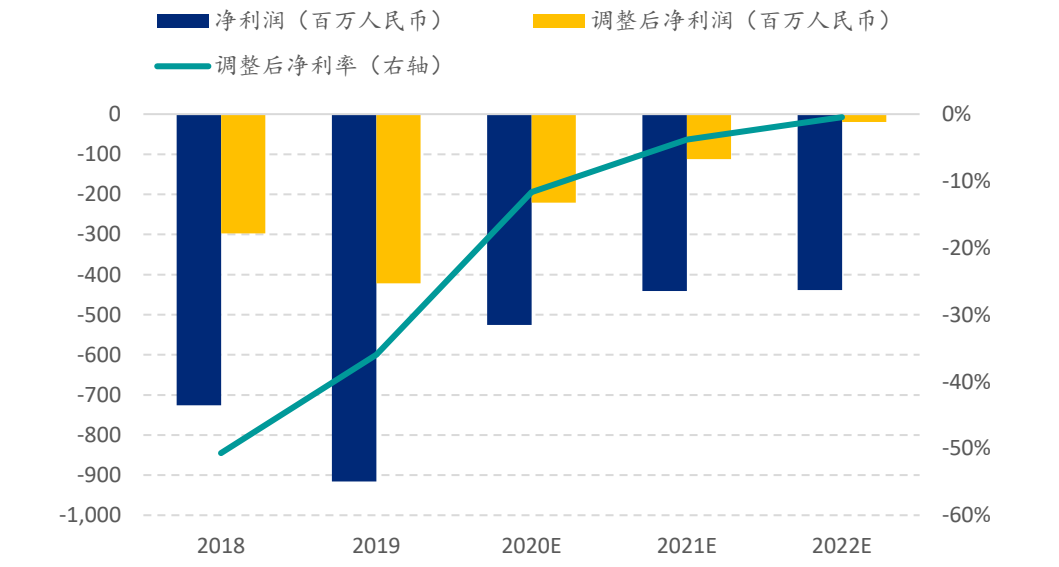
E=浦银国际预测
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 45:有赞费率预测



E=浦银国际预测
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 46: 有赞净利润预测



E=浦银国际预测
资料来源：公司财报、浦银国际

附录

• 公司背景

图表 47：中国有赞部分管理团队介绍

姓名	任职情况	简历
关贵森	董事局主席/执行董事	于 2011 年 2 月 28 日加盟上市公司，任执行董事及上市公司主席。关贵森于 1984 年取得中央财经大学学士学位，后于 1987 年取得中国人民银行研究生部硕士学位。加盟本公司前，关贵森先后担任海南国科园集团副总裁，太合地产公司总经理，银联数据有限公司董事，上海银商咨询有限公司董事。关贵森在中国金融、物业发展及投资拥有超過二十年的高级管理经验。
朱宁	执行董事/CEO	朱宁，网名“白鸦”，创始人、执行董事、首席执行官。全面负责有赞未来愿景的制定、业务和组织战略规划，及日常管理。白鸦是中国最早的用户体验设计师之一，在创立有赞之前，曾担任支付宝首席产品设计师、百度产品设计师，有着丰富的在线支付、企业服务、电子商务、互联网社区、搜索等各互联网领域经验。
闫晓田	执行董事	于 2014 年 4 月加入上市公司并出任执行董事、首席投资官，负责本公司的对外投资。参与重大事项的决策与执行。加入本公司前闫晓田先后担任过中国银行总行处长，中信银行广州分行副行长，中信证券广州公司总经理以及南方国际租赁有限公司行政总裁。闫晓田毕业于中国人民银行研究生院，并获得经济学硕士学位。闫晓田有超过 30 年金融行业管理工作经验。
曹春萌	执行董事/总裁	负责上市公司日常管理以及金融、支付相关业务的规划与执行。参与重大事项的决策与执行。曹春萌于 2011 年 3 月加入本上市公司，历任上市公司副总裁、行政总裁等职务，并于 2018 年 5 月改任本公司总裁。曹春萌曾先后服务于工商银行、拓林思中国有限公司、丰元信中国有限公司等金融软件企业。曹春萌先后毕业于山东大学和北京大学，拥有理学学士学位及高级工商管理硕士学位。曹春萌拥有超过 20 年金融科技企业管理经验。

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 48：中国有赞十大股东

排序	主要股东	占比(%)
1	朱宁	8.35
2	UBS	7.23
3	Ward Ferry	6.91
4	Poyang Lake Investment	6.01
5	Morgan Stanley	4.58
6	Hillhouse	4.06
7	Tembusu	3.66
8	关贵森	2.39
9	Youzan Teamwork	2.1
10	BlackRock	1.78

注：截至 2020 年 12 月 16 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表

图表 49: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
损益表					
收入	**586**	**1,171**	**1,886**	**2,952**	**4,207**
收入成本	(388)	(563)	(753)	(1,058)	(1,467)
毛利润	**198**	**608**	**1,133**	**1,894**	**2,740**
销售及分销开支	(182)	(532)	(783)	(1,299)	(1,851)
一般及行政开支	(190)	(237)	(258)	(390)	(568)
股权结算股份支付款项	(250)	(136)	(149)	(189)	(295)
无形资产摊销	(136)	(193)	(173)	(155)	(138)
其他经营开支	(211)	(504)	(314)	(300)	(300)
经营利润	**(772)**	**(996)**	**(544)**	**(438)**	**(412)**
财务成本	-	(22)	(34)	(53)	(75)
其他收入	(0)	5	2	-	-
除税前利润	**(772)**	**(1,012)**	**(575)**	**(490)**	**(487)**
所得税抵免/（开支）	46	97	50	49	49
净利润	**(726)**	**(916)**	**(525)**	**(441)**	**(439)**
少数股东权益	(294)	(324)	(211)	-	-
本公司权益持有人	**(431)**	**(592)**	**(314)**	**(441)**	**(439)**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 50: 资产负债表和简明现金流量表

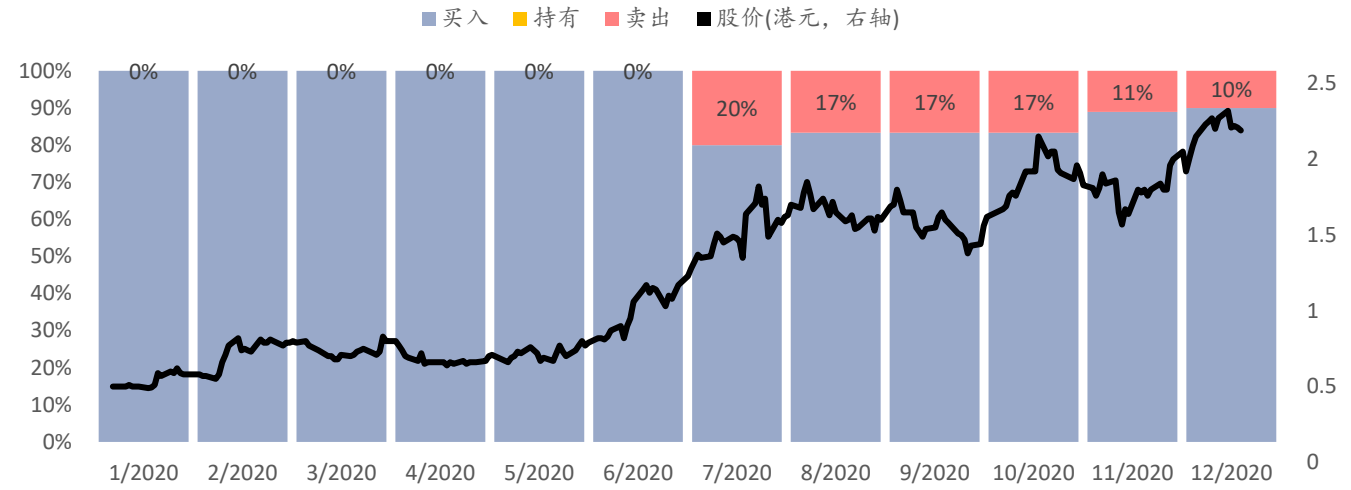
人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
资产负债表					
物业、厂房及设备	38	61	102	167	270
商誉	2,157	1,963	1,963	1,963	1,963
无形资产	1,825	1,632	1,460	1,305	1,168
其他非流动资产	259	505	481	471	467
非流动资产合计	**4,278**	**4,161**	**4,006**	**3,907**	**3,868**
存放中央银行款项	862	4,532	4,532	4,532	4,532
银行及现金结余	400	746	1,631	2,125	3,154
其他流动资产	1,144	1,059	1,107	1,244	1,386
流动资产合计	2,406	6,337	7,270	7,901	9,072
资产总额	**6,684**	**10,499**	**11,277**	**11,808**	**12,940**
股本	111	129	129	129	129
储备	3,217	3,530	3,736	3,334	2,952
本公司权益持有人应占权益	3,328	3,658	3,865	3,463	3,080
非控制性权益	556	241	241	241	241
权益总额	**3,884**	**3,899**	**4,106**	**3,703**	**3,321**
非流动负债合计	343	493	475	459	444
应付账款	6	4	6	10	17
合约负债	**259**	**407**	**655**	**1,056**	**1,700**
其他贷款	**-**	**201**	**540**	**1,085**	**1,963**
其他流动负债	2,191	5,495	5,495	5,495	5,495
流动负债合计	2,456	6,107	6,696	7,645	9,175
负债总额	2,799	6,600	7,171	8,104	9,619
权益及负债总额	**6,684**	**10,499**	**11,277**	**11,808**	**12,940**
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	(1,014)	(616)	(82)	75	344
投资活动现金流量净额	939	(52)	(69)	(111)	(178)
融资活动所得现金流量净额	224	954	1,035	529	863
现金及现金等价物增加净额	**149**	**285**	**885**	**494**	**1,029**
期初的现金及现金等价物	262	431	746	1,631	2,125
现金及现金等价物的汇兑收益	19	31	-	-	-
年末现金及现金等价物	**431**	**746**	**1,631**	**2,125**	**3,154**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 51：中国有赞市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 52：中国有赞 PDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期
目标价：3.3 港元
• 公司的 SaaS 客户迅速渗透，若 2021 年付费客户数量能超过 13 万，或带动整体收入的提升，好于预期； • 留存率优于预期

悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：1.8 港元
• 公司的 SaaS 客户渗透不及预期，若 2021 年付费客户数量增速低于 10%，或影响整体收入的提升，收入或不及预期； • 留存率不及预期

资料来源：浦银国际

微盟集团（2013. HK）：
“工具人”也有春天

我们首次覆盖微盟（2013. HK），给予“买入”评级，目标价为 15.7 港元，潜在升幅 27%。

- **私域流量爆发，电商 SaaS 增长空间巨大：**随着互联网公域流量价格越来越贵，私域流量迎来爆发，未来增长空间巨大。微信是私域流量的天然场所，我们预计微信小程序 GMV，未来三年年均复合增长 80%以上。而微盟则是微信中最大的中小企业第三方服务提供商，约占 15.3%份额，腾讯持有微盟股权 5.4%。海外扩张也是公司的长期战略，将进一步打开市场空间。此外，微盟还不断完善投资布局，先后投资了雅座，海鼎，从而实现对餐饮、连锁超市等线下零售领域客户和渠道的覆盖。我们预计 SaaS 收入未来三年年均复合增长 39%。

- **精准营销，享受腾讯社交广告增长红利：** 微盟是腾讯生态中最大的精准营销广告代理商之一，持有腾讯广告的 12 个区域服务商牌照和 3 个行业服务商牌照。腾讯借助微信和 QQ 两大流量入口，占据中国互联网约 46%的用户时长，我们预测腾讯的社交广告收入未来三年年均复合增长 29%，而微盟也将享受腾讯社交广告的增长红利。目前，精准营销占公司收入的 65%，我们预计精准营销收入未来三年年均复合增长 50%，仍是公司的主要增长驱动。

- **估值：** 我们给予“买入”评级，目标价为 15.7 港元。我们采用分部加总法对微盟进行估值。SaaS 业务，给予 20x 2021 年 P/S；精准营销业务，给予 20x 2021 年 P/E。目标价为 15.7 港元，对应公司整体约 8.9x 2021 年 P/S，潜在升幅 27%。

- **投资风险：**过于依赖微信平台；精准营销业务受宏观经济影响较大。

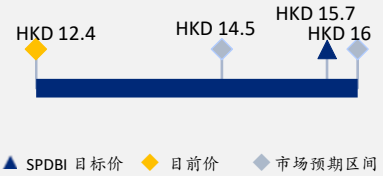
图表 53：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	865	1,437	2,274	3,388	4,481
营收增速	*62.0%*	*66.1%*	*58.3%*	*49.0%*	*32.2%*
调整后净利润	51	77	89	244	515
调整后净利率	*5.9%*	*5.4%*	*3.9%*	*7.2%*	*11.5%*
调整后 EPS（人民币元）	0.03	0.03	0.04	0.11	0.23
目标 PS (x)			13.2	8.9	6.7

E=浦银国际预测　资料来源：公司报告、浦银国际

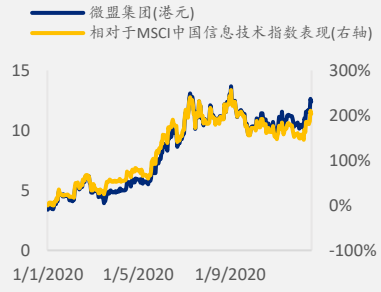
评级	买入
目标价（港元）	15.7
潜在升幅/降幅	+27%
目前股价（港元）	12.4
52 周内股价区间（港元）	3.3-13.9
总市值（百万港元）	27,917
近 3 月日均成交额（百万港元）	377

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



截至 2020 年 12 月 18 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

微盟集团（2013. HK）：“工具人”也有春天 44

SaaS 业务，掘金微信生态 47

私域电商，潜力巨大 48

投资版图，相得益彰 51

精准营销，享受腾讯社交广告增长红利 52

估值 55

投资风险 56

财务分析及预测 58

财务分析与预测 58

附录 60

管理层介绍 60

财务报表 61

SPDBI 乐观与悲观情景假设 63

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**865**	**1,437**	**2,274**	**3,388**	**4,481**
收入成本	(347)	(640)	(1,148)	(1,641)	(2,091)
毛利润	**518**	**797**	**1,126**	**1,747**	**2,390**
销售及分销开支	(450)	(717)	(927)	(1,186)	(1,479)
一般及行政开支	(151)	(130)	(226)	(288)	(358)
其他收益	42	87	25	-	-
经营利润	**(42)**	**38**	**(2)**	**273**	**553**
财务成本	(5)	(13)	(28)	(42)	(55)
财务收入	0	2	2	4	5
其他收入	(1,044)	302	(498)	-	-
除税前利润	**(1,091)**	**328**	**(525)**	**235**	**502**
所得税开支	(1)	(17)	11	(12)	(50)
净利润	**(1,091)**	**311**	**(514)**	**223**	**452**
少数股东权益	(2)	(1)	(2)	-	-
本公司权益持有人	**(1,089)**	**312**	**(512)**	**223**	**452**
调整后净利润	**51**	**77**	**89**	**244**	**515**

现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
除税前盈利	(1,091)	311	(514)	223	452
折旧	4	29	20	22	26
摊销	18	54	66	35	19
其他经营现金流	806	(845)	228	302	291
经营现金流	**(264)**	**(451)**	**(201)**	**581**	**788**
购买物业、厂房及设备	(11)	(11)	(18)	(27)	(35)
购买无形资产	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他投资活动现金	(100)	(656)	-	-	-
投资现金流	**(111)**	**(668)**	**(19)**	**(28)**	**(37)**
银行借款所得款项	80	220	348	519	686
其他融资现金流	375	1,636	-	-	-
融资现金流	**455**	**1,856**	**348**	**519**	**686**
现金及现金等价物净流量	**81**	**737**	**128**	**1,072**	**1,437**
期初的现金及现金等价物	22	128	870	999	2,071
汇兑收益	25	6	-	-	-
年末现金及现金等价物	**128**	**870**	**999**	**2,071**	**3,508**

资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
物业、厂房及设备	17	21	30	44	60
使用权资产	-	61	50	41	34
无形资产	57	139	74	40	22
其他非流动资产	160	228	228	228	228
非流动资产合计	**234**	**449**	**382**	**353**	**345**
应收款项及应收票据	79	156	247	369	488
现金及现金等价物	128	870	999	2,071	3,508
其他流动资产	639	1,828	1,828	1,828	1,828
流动资产合计	**846**	**2,855**	**3,075**	**4,268**	**5,825**
资产总额	**1,081**	**3,304**	**3,456**	**4,621**	**6,169**
留存收益	(1,262)	(954)	(1,468)	(1,245)	(793)
其他权益	(1,169)	2,944	2,935	2,921	2,903
非控制性权益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
权益总额	**(2,433)**	**1,990**	**1,466**	**1,676**	**2,110**
非流动负债合计	**2,900**	**140**	**140**	**140**	**140**
银行借款	80	300	648	1,167	1,853
贸易及其他应付款项	270	563	890	1,327	1,755
其他流动负债	263	311	311	311	311
流动负债合计	**613**	**1,174**	**1,850**	**2,805**	**3,919**
负债总额	**3,513**	**1,314**	**1,990**	**2,945**	**4,059**

主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
盈利增速					
营业收入增速	62.0%	66.1%	58.3%	49.0%	32.2%
毛利润增速	50.4%	54.0%	41.2%	55.2%	36.8%
经营利润增速	NM	NM	NM	NM	102.6%
净利润增速	NM	NM	NM	NM	102.8%
调整后净利润增速	358.6%	51.9%	15.6%	173.2%	110.9%
盈利能力比率					
毛利率	59.8%	55.5%	49.5%	51.6%	53.3%
经营利润率	-4.8%	2.6%	-0.1%	8.1%	12.3%
净利率	-126.1%	21.7%	-22.6%	6.6%	10.1%
调整后净利率	5.9%	5.4%	3.9%	7.2%	11.5%
每股指标（元）					
基本EPS	(0.5)	0.1	(0.2)	0.1	0.2
摊薄EPS	(0.5)	0.1	(0.2)	0.1	0.2
调整后EPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
估值（倍）					
调整后目标P/E			337.0	123.3	58.5
目标P/S			13.2	8.9	6.7
目标P/B			20.5	18.0	14.3

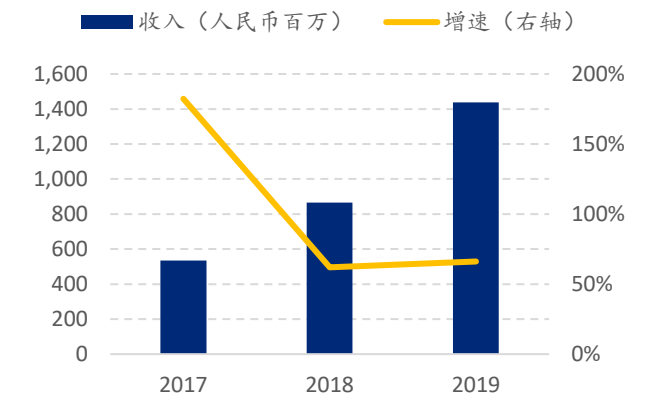
E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

微盟集团（2013. HK）：“工具人”也有春天

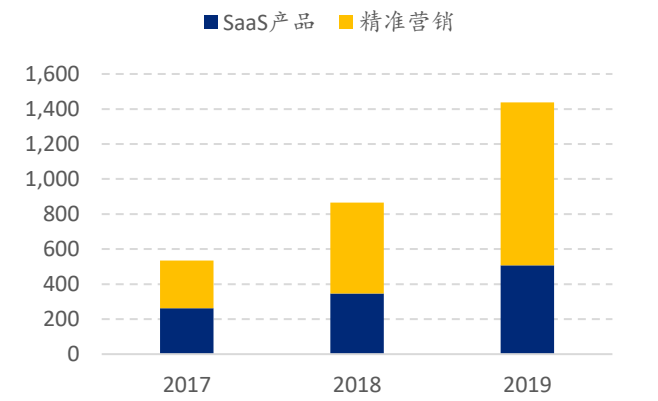
微盟是微信生态下最大的第三方服务提供商。公司与腾讯保持深度合作关系，腾讯持有微盟约 5.4%股权。微盟依靠 SaaS 和精准营销双轮驱动，保持收入高速增长。私域电商才刚刚起步，未来增长空间巨大。SaaS 方面，公司通过海外布局和投资并购，业务生态不断完善。精准营销业务，也将享受腾讯社交广告的增长红利。短期来看，经济复苏也将带动广告主预算增长。

图表 54：微盟收入增速



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 55：微盟收入结构（人民币百万）

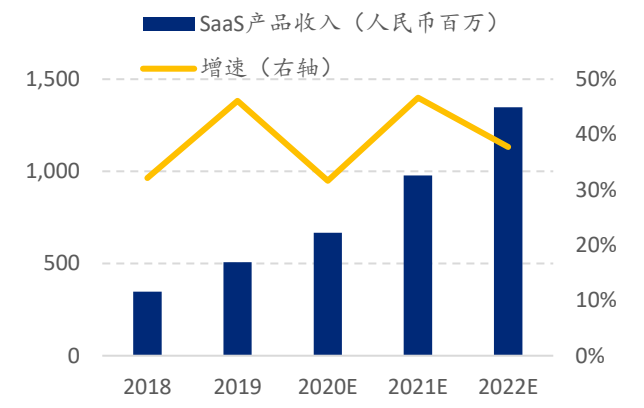


资料来源：公司财报，浦银国际

SaaS 业务，掘金微信生态

SaaS 业务约占公司总收入的 35%，我们预计 SaaS 收入未来三年年均复合增长 39%。SaaS 产品主要包括商业云、营销云，其中商业云是公司 SaaS 产品的主要收入来源，2020 年上半年商业云贡献 SaaS 产品总收入的 82%。我们预计商业云，未来三年年均复合增长 43%，是公司 SaaS 收入的主要驱动。

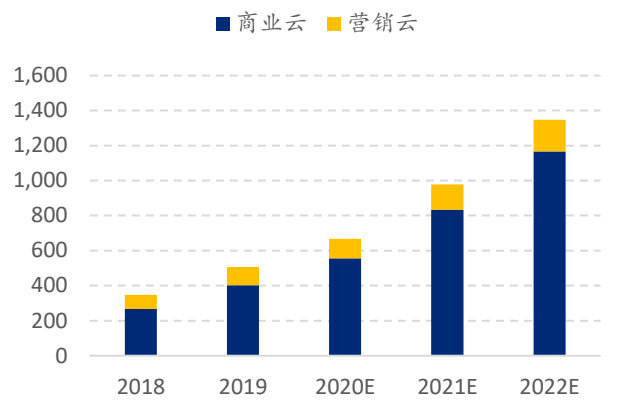
图表 56: SaaS 产品收入



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 57: SaaS 收入结构（人民币百万）



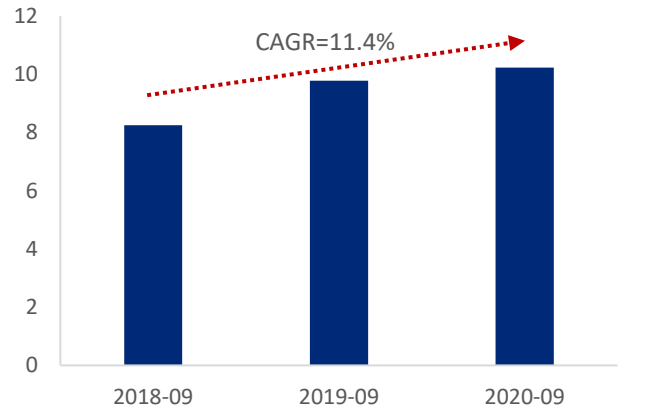
E=浦银国际预测

资料来源：公司财报，浦银国际

• 私域电商，潜力巨大

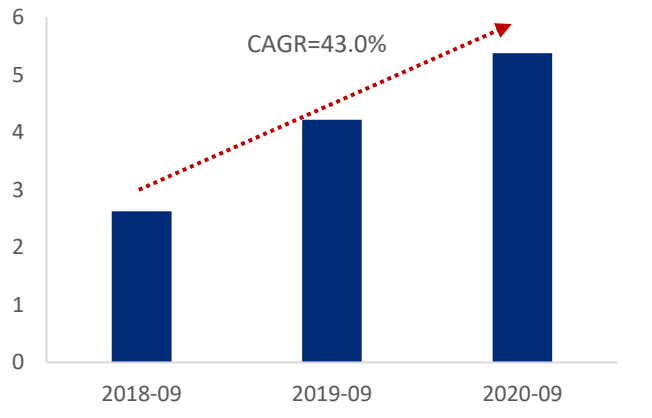
私域电商迎来爆发。随着互联网的人口红利逐渐减弱，互联网平台的公域流量的价格越来越贵。在这样的大背景下，私域流量逐渐被商家所接受。私域流量，就是去中心化，传统电商，以“场”为中心，是人找货，而社交电商，是以“人”为中心，是货找人。私域流量可以反复触达和转化，从而降低单均成本。由于强交互和高信任，私域流量商户的转化率会高于一般电商平台。此外，疫情加速了企业布局线上销售渠道的进程。

图表 58: 移动购物 APP 用户规模（亿）



资料来源：QuestMobile、浦银国际

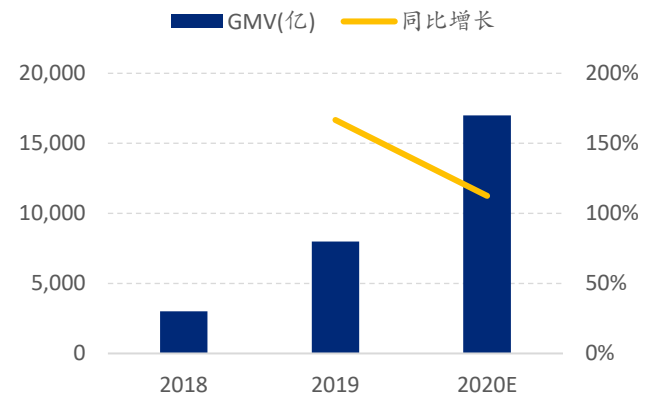
图表 59:移动购物微信小程序用户规模（亿）



资料来源：QuestMobile，浦银国际

微信体系，包括好友、微信群和公众号等，是私域流量的天然场所。而微信小程序也逐渐成为私域流量电商交易的标配，小程序的流量入口包括二维码、搜索、LBS（基于位置的服务）、公众号广告等行式，也更利于传播。我们预计微信小程序电商 GMV 未来三年年均复合增长 80%。

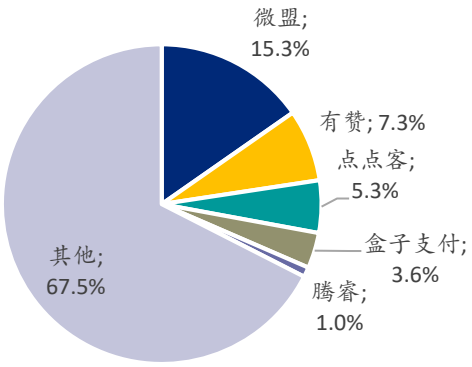
图表 60：微信小程序 GMV 保持快速增长（亿）



E=浦银国际预测

资料来源：微信公开课、浦银国际

图表 61：微信生态第三方服务市场份额

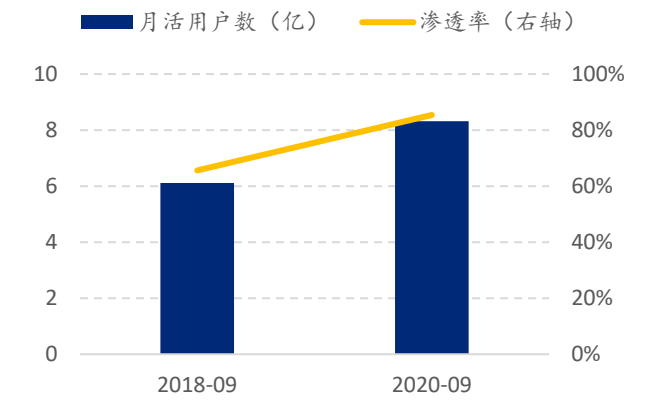


资料来源：36Kr，浦银国际

根据 Questmobile，截至今年 9 月份，微信小程序 MAU 已经达到 8.32 亿，渗透率进一步提升至 85.4%。而按行业分类来看，生活服务和移动购物是渗透率最高的两个细分行业，用户规模同比增长 36.5%和 27.5%。

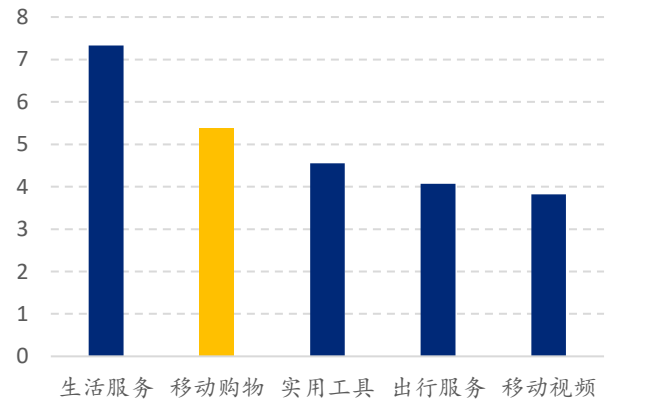
此外，2020 年 9 约微信小程序月人均使用次数，同比增长 33.2%，到 51.4 次；而月人均使用时长同比增长 27.3%，至 68.1 分钟。

图表 62：微信小程序用户规模



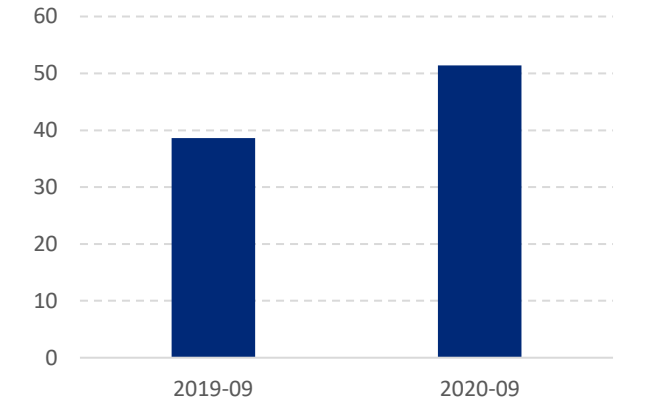
资料来源：QuestMobile、浦银国际

图表 63：微信小程序不同行业的用户规模



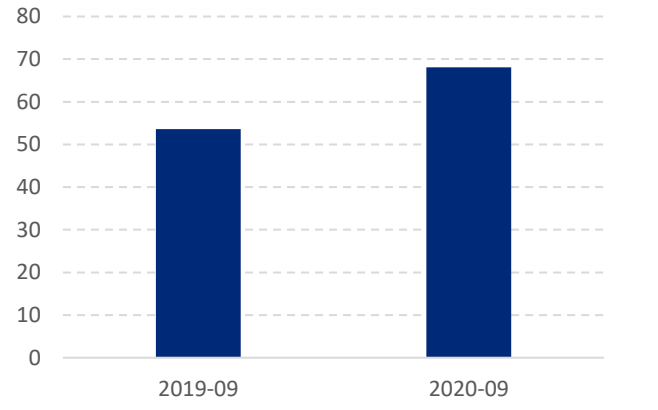
资料来源：QuestMobile、浦银国际

图表 64: 微信小程序的人均使用次数



资料来源：QuestMobile、浦银国际

图表 65: 微信小程序月人均使用时长（分钟）

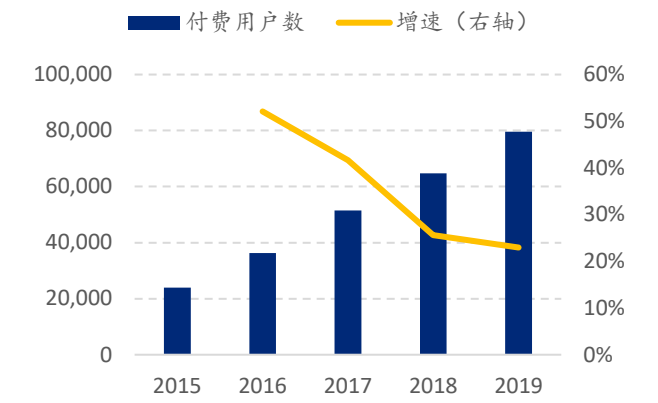


资料来源：QuestMobile、浦银国际

微盟是微信上最大的中小企业第三方服务提供商。根据 36kr，在微信生态中，市场占有率排名前五的中小企业第三方服务商分别是微盟、有赞、点点客、盒子支付和腾睿，市场份额分别为：15.3%、7.3%、5.3%、3.6%、1.0%。

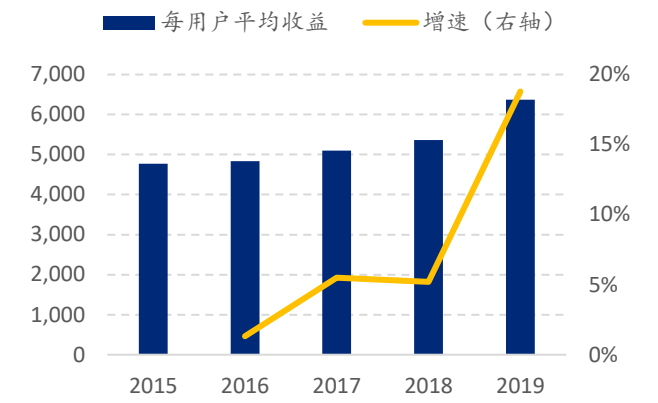
SaaS 产品日渐完善：公司的 SaaS 产品包括商业云和营销云，提供标准化服务，商业云产品帮助商户构建综合线上线下数字化运营，包括智慧零售，客来店，智慧餐厅，智慧酒店，智慧美业，智慧休娱，智慧会务，智慧外卖，智慧旅游；营销云为商户提供精准营销，提供客户关系管理服务，包括微站，广告助手，微盟表单；销售云主要提供新客获取功能。另外公司开通了微盟云 PaaS 平台，对第三方开发者使用，可以有效补充自身产品功能。截至到今年上半年，公司付费用户数为 88,464，同比增长 26%；每用户平均收益为 3,447 元，同比增长 10%。

图表 66: 付费用户数量



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 67: 每用户平均收益



资料来源：Bloomberg、浦银国际

国际化战略：微盟 SaaS 业务正在进行国际化尝试，目前已经在加拿大、澳大利亚、日本、韩国等地进行布局和初步运营，未来将继续加大国际化方面的投入，并作为长期战略，将进一步打开市场空间。

• 投资版图，相得益彰

今年上半年，微盟战略控股智慧餐饮解决方案提供商雅座，成为一站式餐饮解决方案提供商，覆盖供应链管理、会员、订餐、送餐等环节。

今年 11 月，公司宣布以 5.1 亿人民币收购海鼎 51%股权。交易完成后，海鼎将并入上市公司体系。公司将实现对商业地产、连锁超市、连锁便利店等线下零售领域客户和渠道的覆盖，并进一步扩展与购物中心、大型商超合作的品牌商户资源，帮助零售企业实现数字化升级并提升精准营销方面的交叉销售。

在此之前，公司还投资浙江达摩网络科技有限公司，加强在智慧零售板块的布局。公司通过收购广州向蜜鸟，提升了对酒旅行业尤其是高端酒店的客户拓展和服务能力。

此外，微盟接连成立两只产业基金——微盟软云产业基金和南京华映微盟基金，围绕企业级 SaaS 服务、数字营销等相关领域展开投资。

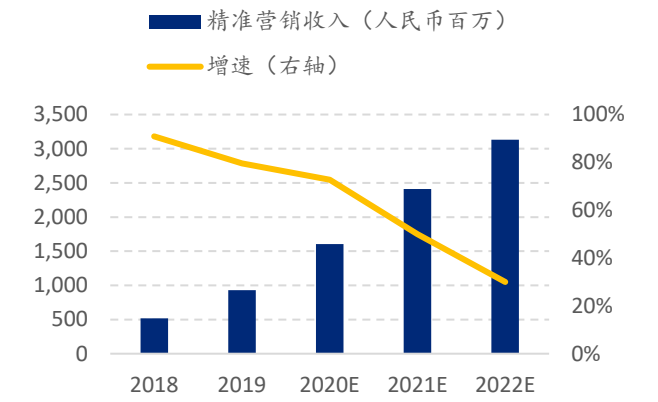
精准营销，享受腾讯社交广告增长红利

我们预计精准营销收入未来三年年均复合增长 50%，仍是公司主要增长驱动。微盟作为腾讯生态中最大的营销广告代理商之一，将充分享受腾讯社交广告的增长红利。腾讯借助微信和 QQ 两大流量入口，占据中国互联网约 46%的用户时长，我们预测腾讯的社交广告收入未来三年年均复合增长 29%，微盟的精准营销收入也将受益。

电商 SaaS 的差异化路径：中国有赞和微盟位居微信第三方平台服务商的前两位，除了电商 SaaS 外，双方的增值服务也在朝着不同方向发展。有赞基于 SaaS 产品提供第三方支付的服务，2019 年第三方支付服务带来的收入占比约为 29%；而微盟提供的主要增值服务是精准营销，2019 年精准营销为微盟带来的收入占比高达 65%。

精准营销服务业务，即帮助流量平台售卖广告，收入主要靠平台返点及代理差价。精准营销业务分为毛收入和净收入，两者比值即腾讯提供的返点率，目前约 20%左右。

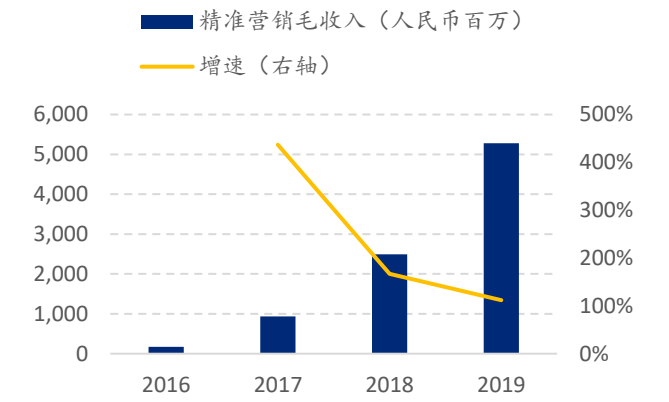
图表 68：精准营销收入增速



E=浦银国际预测

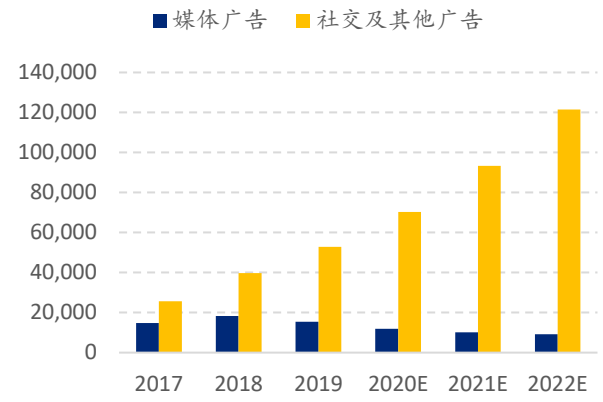
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 69：精准营销毛收入



资料来源：公司财报、浦银国际

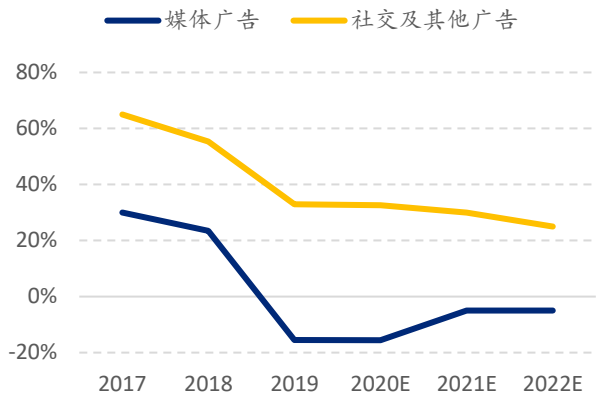
图表 70: 腾讯社交广告将成为主要增量（人民币百万）



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 71: 腾讯社交广告收入增速高于媒体广告



E=浦银国际预测

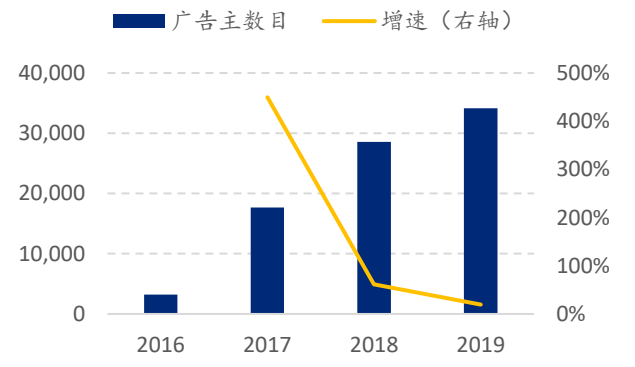
资料来源：公司财报、浦银国际

微盟是腾讯广告重要的服务商和合作伙伴，有腾讯广告 12 个区域牌照、3 个行业牌照。微盟旗下“上海盟耀信息科技有限公司”持有腾讯广告的 KA 服务商金牌资质，“上海盟聚信息科技有限公司”持有腾讯广告的 12 个区域服务商牌照和 3 个行业服务商牌照，是腾讯的重要广告服务商。

目前微盟对接的流量平台包括微信公众号广告、朋友圈广告，QQ 广告、QQ 空间广告、 腾讯新闻以及腾讯视频信息流广告等。除了腾讯之外，微盟广告业务的合作伙伴还包括百度信息流、知乎效果广告、今日头条广告等。

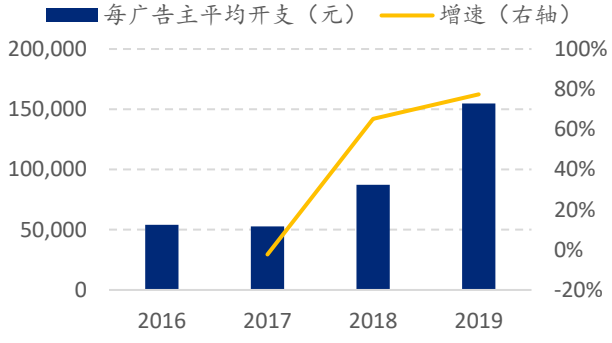
截至 2019 年底，微盟的广告主数量为 34,142，同比增长 19.4%；每广告主的平均开支为 154,680 元人民币，同比增长 77.4%。随着经济复苏，也将推动广告主数量以及广告预算提升。此外，广告主复投率也在持续上升，用户粘性不断增强。

图表 72: 微盟广告主数量



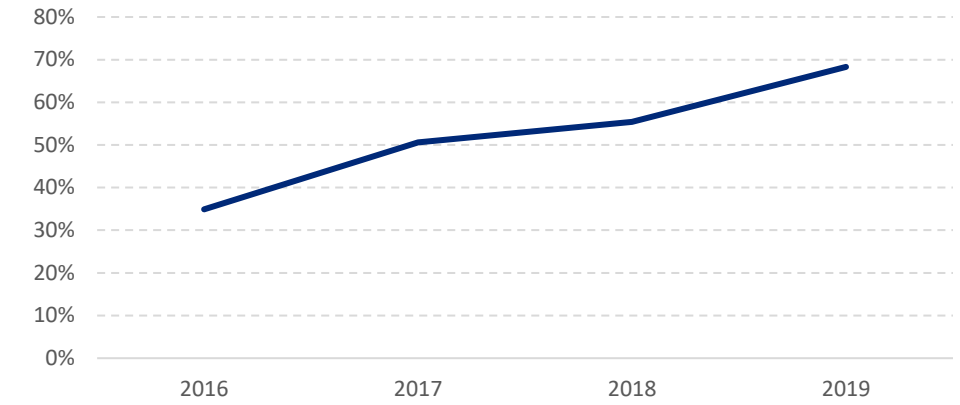
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 73: 广告主平均开支



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 74：微盟精准营销复购率稳步提升



资料来源：公司财报、浦银国际

估值

我们看好电商 SaaS 的增长潜力以及公司 SaaS 产品和精准营销业务的双轮驱动优势，首予“买入”评级。

我们采用分部加总法对微盟进行估值。我们预测微盟 2021 年 SaaS 产品收入为 9.8 亿元人民币，给予 20x 2021 年 P/S；精准营销业务，给予 20x 2021 年 P/E。经分部加总法得出目标价为 15.7 港元，对应公司整体约 8.9x 2021 年 P/S，潜在升幅 27%。

图表 75：微盟估值-分部加总法

业务（人民币百万）	FY21E		估值方法		
	收入	净利润	P/E	P/S	估值
SaaS 产品	979			20	19,573
精准营销		482	20		9,638
净现金					904
市值(人民币 百万)					**30,115**
人民币/港币					0.85
市值(港币 百万)					**35,430**
股数(百万)					2,255
目标价(港币)					**15.7**

注：E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 76：微盟远期市销率 P/S



资料来源：Bloomberg、浦银国际

投资风险

1. 公司的业务严重依赖于微信平台，若公司与微信之间的合作受到影响，公司的收入将会受到挑战；

2. 若公司的留存率无法维持，将会影响到收入的持续性；

3. 若宏观经济增速放缓，将影响企业的广告支出，进而影响到公司的精准营销收入。

图表 77：可比公司估值

股票代码	公司名称	市值（百万 美元）	股价（交易货币）	年内股价变动%	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国SaaS										
268 HK Equity	金蝶国际	12,050	27.0	246.3	N/A	406.0	194.3	22.7	18.4	14.4
600588 CH Equity	用友网络	22,408	44.8	105.1	182.2	133.8	104.2	16.3	13.8	10.9
2013 HK Equity	微盟集团	3,601	12.4	265.2	N/A	122.9	60.4	10.6	7.2	5.5
8083 HK Equity	中国有赞	4,874	2.2	342.4	N/A	N/A	N/A	17.2	11.3	7.6
3888 HK Equity	金山软件	7,376	41.7	107.2	11.3	35.2	27.1	8.5	6.9	5.7
909 HK Equity	明源云	12,418	50.0	202.7	236.7	165.3	108.1	46.0	33.2	23.9
002410 CH Equity	广联达	13,042	72.0	111.9	198.3	121.2	85.8	20.3	16.6	13.5
603039 CH Equity	泛微网络	3,086	95.1	127.5	109.8	87.6	66.6	13.2	9.9	7.6
300628 CH Equity	亿联网络	9,403	68.1	41.2	45.9	35.1	27.3	22.8	17.5	13.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
688365 CH Equity	光云科技	1,766	28.8	166.8	44.7	38.7	29.9	21.5	18.1	14.8
002467 CH Equity	二六三	1,224	5.9	9.1	15.5	32.7	29.4	7.8	7.3	6.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
002153 CH Equity	石基信息	5,149	31.5	(19.4)	122.9	74.7	57.1	9.5	8.2	7.2
600570 CH Equity	恒生电子	16,188	101.4	69.6	86.0	67.9	54.1	24.3	19.9	16.7
平均				**113.7**	**98.5**	**100.8**	**65.2**	**17.9**	**14.0**	**11.0**
海外SaaS										
CRM US Equity	SALESFORCE.COM	208,200	227.4	38.9	78.5	49.0	63.5	12.2	9.9	8.2
ZM US Equity	ZOOM VIDEO COM-A	116,122	406.0	490.3	1,498.2	140.5	137.6	190.2	45.0	33.7
SHOP US Equity	SHOPIFY INC - A	143,124	1,171.0	196.8	317.4	324.0	241.2	50.4	38.4	28.5
NOW US Equity	SERVICENOW INC	110,315	565.4	96.3	124.6	101.9	79.9	24.6	19.7	15.8
SQ US Equity	SQUARE INC - A	106,173	235.5	268.8	309.8	209.3	128.5	11.3	8.4	7.2
WDAY US Equity	WORKDAY INC-A	57,934	241.4	45.8	134.5	89.6	83.1	16.0	13.5	11.5
VEEV US Equity	VEEVA SYSTEMS-A	41,761	275.7	99.0	126.8	96.5	87.8	38.3	28.9	24.3
TWLO US Equity	TWILIO INC - A	55,105	365.0	267.4	3,093.5	3,967.7	831.5	33.0	24.9	19.0
DOCU US Equity	DOCUSIGN INC	44,960	241.0	233.3	975.7	336.6	228.9	46.6	31.6	24.0
DDOG US Equity	DATADOG INC-A	32,804	107.7	187.7	713.4	660.9	408.0	55.6	40.9	30.8
SNOW US Equity	SNOWFLAKE INC-A	94,626	334.3	171.3	N/A	N/A	N/A	N/A	164.4	87.8
平均				**193.2**	**737.2**	**597.6**	**229.0**	**47.8**	**38.7**	**26.4**

E=Bloomberg 一致预测。股价截至 2020 年 12 月 18 日，今年上市的公司为上市以来股价变动。

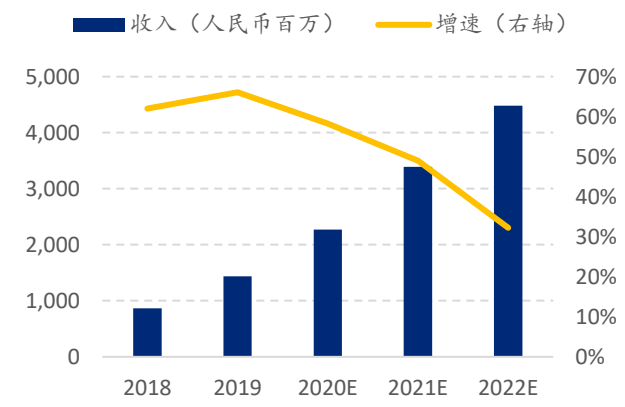
资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务分析及预测

• 财务分析与预测

我们预计微盟 2020-2022 年的收入分别为 22.7 亿，33.9 亿，44.8 亿人民币，三年年均复合增长率为 46%，其中 SaaS 产品和精准营销年均复合增速分别为 39%和 50%。

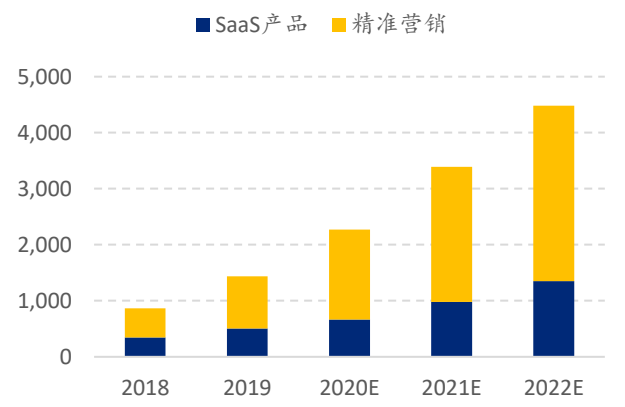
图表 78：微盟收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

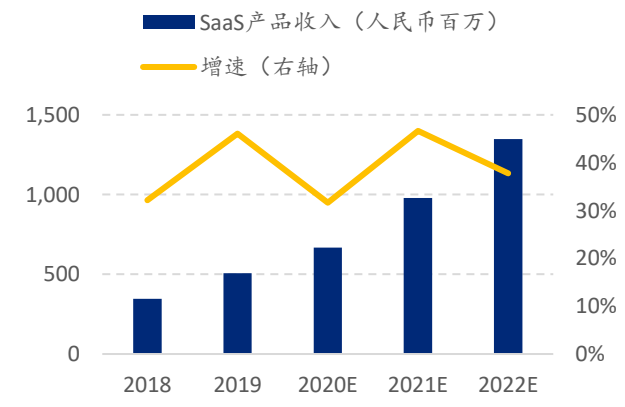
图表 79：微盟收入结构（人民币百万）



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

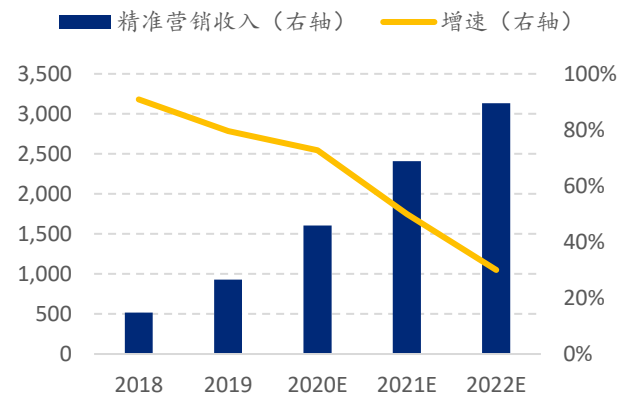
图表 80：微盟 SaaS 业务收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 81：微盟精准营销收入预测

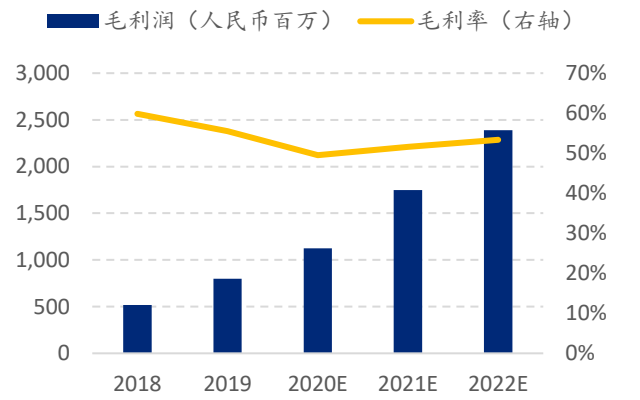


E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们预测公司 2020 年净利润为-5.1 亿人民币，调整后利润为 0.9 亿。随着销售费率降低，利润率有望逐步改善，我们预测 2022 年调整后净利润达到 5.1 亿，调整后净利率达到 11.5%。

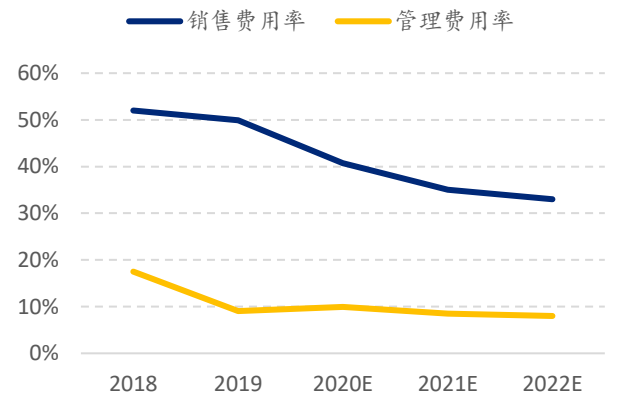
图表 82：微盟毛利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

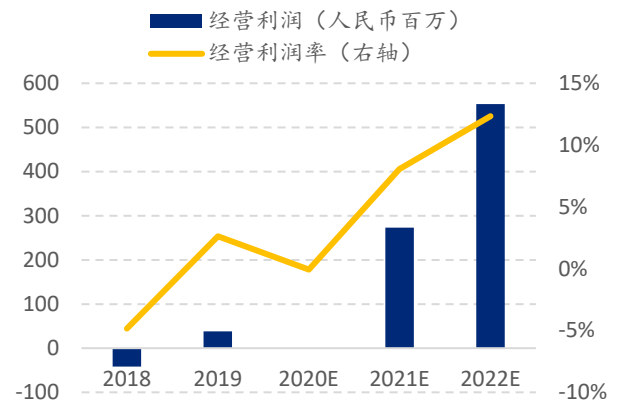
图表 83：微盟营业费用率预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

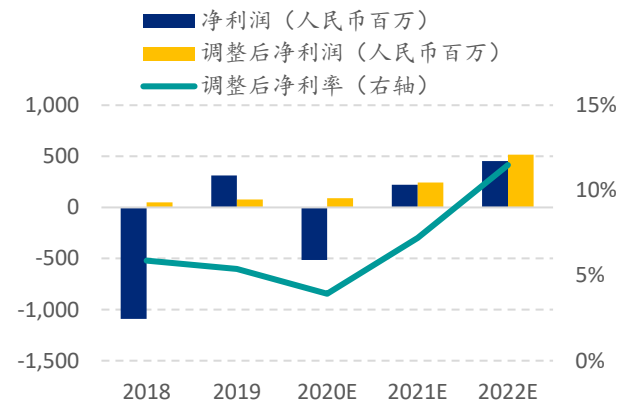
图表 84：微盟经营利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 85：微盟净利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

附录

• 管理层介绍

图表 86: 微盟部分管理团队介绍

姓名	任职情况	简历
孙涛勇	董事会主席、首席执行官	孙涛勇先生，微盟集团创始人。孙先生现时担任本公司董事会主席、执行董事兼首席执行官。孙先生亦担任微盟发展执行董事兼首席执行官，并于微盟多间附属公司出任董事职位。
方桐舒	执行董事、智慧商业事业群总裁	方桐舒先生，微盟集团联合创始人。方先生现时担任本公司执行董事兼高级副总裁。方先生亦自 2014 年 9 月担任微盟发展高级副总裁。方先生主要负责软件业务的整体营运及管理。加入微盟前，自 2006 年 3 月至 2007 年 3 月，方先生担任上海火速软件技术有限公司的销售总经理。自 2007 年 4 月至 2013 年 3 月，方先生担任上海火速网络科技有限公司销售及运营总经理。
游凤椿	总裁、智慧营销事业群总裁	游凤椿先生，30 岁，微盟集团联合创始人。游先生现时担任本公司执行董事兼高级副总裁。游先生亦自 2015 年 12 月担任微盟发展高级副总裁。游先生主要负责精准营销业务的整体规划及营运。
黄骏伟	高级副总裁、首席技术官	黄骏伟先生，为本公司执行董事兼首席技术官。黄先生亦自 2014 年 9 月担任微盟发展副总裁兼首席技术官。黄先生主要负责整体技术策略、产品研发及技术平台的设立。黄先生于软件产品研发方面拥有逾 10 年经验。
曹懿	高级副总裁、首席财务官	曹懿先生，微盟首席财务官及联席公司秘书。曹先生亦自 2016 年 8 月担任微盟发展的副总裁兼首席财务官。曹先生主要负责本集团的整体财务管理、财务事宜及策略发展。彼在财务管理及会计行业拥有 15 年经验。
费雷鸣	高级副总裁、首席人力官	费雷鸣先生，微盟首席人力资源官。费先生自 2017 年 1 月担任微盟发展副总裁兼首席人力资源官，主要负责人力资源的规划及运作，在人力资源及行政方面拥有逾 10 年经验。

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 87：微盟十大股东

排序	主要股东	占比(%)
1	孙涛勇	14.24
2	Credit Suisse	7.89
3	BlackRock	5.89
4	THL H LTD	5.42
5	GIC Pte	4.94
6	City-Scape Pte	4.85
7	Shanghai Mingying Enterprise	4.45
8	CP Wisdom Singapore	4.34
9	Shanghai Shanyoutao Enterprise	4.33
10	Shanghai Mengxiang Enterprise	4.29

注：截至 2020 年 12 月 16 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表

图表 88: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
损益表					
收入	**865**	**1,437**	**2,274**	**3,388**	**4,481**
收入成本	(347)	(640)	(1,148)	(1,641)	(2,091)
毛利润	**518**	**797**	**1,126**	**1,747**	**2,390**
销售及分销开支	(450)	(717)	(927)	(1,186)	(1,479)
一般及行政开支	(151)	(130)	(226)	(288)	(358)
其他收益	42	87	25	-	-
经营利润	**(42)**	**38**	**(2)**	**273**	**553**
财务成本	(5)	(13)	(28)	(42)	(55)
财务收入	0	2	2	4	5
其他收入	(1,044)	302	(498)	-	-
除税前利润	**(1,091)**	**328**	**(525)**	**235**	**502**
所得税开支	(1)	(17)	11	(12)	(50)
净利润	**(1,091)**	**311**	**(514)**	**223**	**452**
少数股东权益	(2)	(1)	(2)	-	-
本公司权益持有人	**(1,089)**	**312**	**(512)**	**223**	**452**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 89: 资产负债表和简明现金流量表

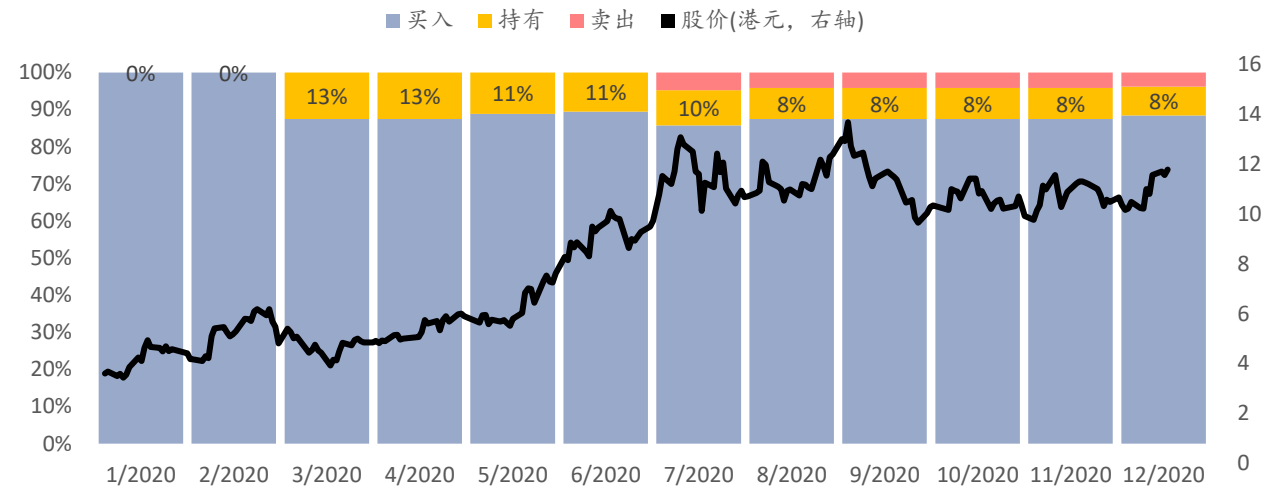
人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
资产负债表					
物业、厂房及设备	17	21	30	44	60
使用权资产	-	61	50	41	34
无形资产	57	139	74	40	22
其他非流动资产	160	228	228	228	228
非流动资产合计	**234**	**449**	**382**	**353**	**345**
应收款项及应收票据	79	156	247	369	488
现金及现金等价物	128	870	999	2,071	3,508
其他流动资产	639	1,828	1,828	1,828	1,828
流动资产合计	**846**	**2,855**	**3,075**	**4,268**	**5,825**
资产总额	**1,081**	**3,304**	**3,456**	**4,621**	**6,169**
留存收益	(1,262)	(954)	(1,468)	(1,245)	(793)
其他权益	(1,169)	2,944	2,935	2,921	2,903
非控制性权益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
权益总额	**(2,433)**	**1,990**	**1,466**	**1,676**	**2,110**
非流动负债合计	**2,900**	**140**	**140**	**140**	**140**
银行借款	80	300	648	1,167	1,853
贸易及其他应付款项	270	563	890	1,327	1,755
其他流动负债	263	311	311	311	311
流动负债合计	**613**	**1,174**	**1,850**	**2,805**	**3,919**
负债总额	**3,513**	**1,314**	**1,990**	**2,945**	**4,059**
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	(264)	(451)	(201)	581	788
投资活动现金流量净额	(111)	(668)	(19)	(28)	(37)
融资活动所得现金流量净额	455	1,856	348	519	686
现金及现金等价物增加净额	**81**	**737**	**128**	**1,072**	**1,437**
期初的现金及现金等价物	22	128	870	999	2,071
汇兑收益	25	6	-	-	-
年末现金及现金等价物	**128**	**870**	**999**	**2,071**	**3,508**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 90：微盟市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 91：微盟 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：17.2 港元	目标价：10.0 港元
• 若精准营销业务能持续录得新增用户，2021 年毛收入若能超过 150 亿，或带动整个收入超出预期； • 广告主的复投率可以持续提升。	• 若精准营销业务能持续录得新增用户，2021 年毛收入的增速不及 30%，公司整体收入或不及预期； • 广告主的复投率有所下降。

资料来源：浦银国际

金山软件（3888. HK）：十年一剑，厚积薄发

我们首次覆盖金山软件（3888. HK），给予“买入”评级，目标价为 52 港元，潜在升幅 25%。

- **WPS 稀缺标的，看好长期增长：**公司旗下的金山办公是我国基础办公软件的龙头标的：To B 业务受益于国产替代，在政企市场的覆盖率进一步提升；随着版权和付费意识的提升，To C 订阅业务的付费率和 ARPU 有望持续改善。此外，云化办公有利于增强用户粘性，WPS 功能也日趋丰富，逐步打造成“超级工作平台”。我们预计办公软件业务未来三年年均复合增长 40%。金山办公已于 2019 年底在科创版上市，目前市值约 1663 亿人民币，公司持股 53%，而目前金山软件在港股的总市值约为 572 亿，有很大折价。
- **剑侠经典游戏 IP，持续输出：**公司通过西山居来运营游戏业务，以武侠游戏为主，并成功打造出经典 IP 剑网系列。目前，游戏业务贡献收入的 60%。公司通过持续运营和更新资料片，已上线十一年的《剑网 3》端游仍能持续输出，今年收入有望再创历史新高。除了围绕剑侠 IP 推出新手游外，公司不断丰富游戏类型。多款新手游推迟至明年一季度发行，值得期待。此外，游戏业务拥有高利润率，为公司提供稳定现金流支持。我们预计游戏收入未来三年的年均复合增长率为 17%。
- **估值：**我们给予“买入”评级，目标价为 52 港元。我们预测公司 2020-2022 年收入年均复合增长率为 27%。基于分部加总估值方法，我们给予目标价 52 港元。
- **投资风险：**新移动游戏的推出不及预期；办公软件的付费率增长不如预期；云业务竞争激烈。

图表 92：盈利预测和财务指标

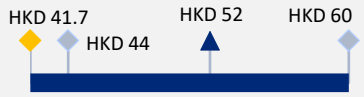
人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,906	4,371	5,788	7,242	8,865
营收增速	14.0%	-26.0%	32.4%	25.1%	22.4%
净利润	(165)	(2,083)	10,206	1,721	2,252
净利率	-2.8%	-47.6%	176.3%	23.8%	25.4%
目标 PE(x)			6.0	35.4	27.1
目标 PS(x)			10.5	8.4	6.9

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

评级	买入
目标价（港元）	52.0
潜在升幅/降幅	+25%
目前股价（港元）	41.7
52 周内股价区间（港元）	18.0-47.8
总市值（百万港元）	57,174
近 3 月日均成交额(百万港元)	353

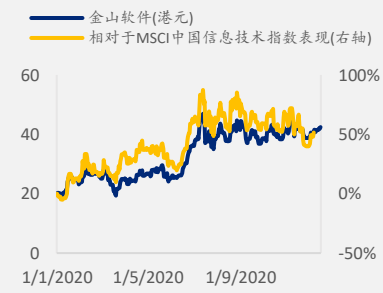
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



截至 2020 年 12 月 18 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

金山软件（3888. HK）：十年一剑，厚积薄发 64

WPS 稀缺标的，看好长期增长 67

授权业务将受益于国产替代 68

WPS 逐步打造“超级工作平台” 69

剑侠经典游戏 IP，持续输出 71

剑网三端游，有望再创新高 71

手游或成为未来新的增长点 72

估值 74

风险 75

财务分析及预测 77

财务分析及预测 77

附录 79

公司背景 79

财务报表 80

SPDBI 乐观与悲观情景假设 82

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**5,906**	**4,371**	**5,788**	**7,242**	**8,865**
网络游戏	2,552	2,749	3,445	3,962	4,438
办公软件及服务及其他	1,137	1,622	2,343	3,280	4,427
云服务	2,218	-	-	-	-
收入成本	(3,169)	(810)	(956)	(1,340)	(1,596)
毛利	**2,737**	**3,561**	**4,832**	**5,902**	**7,269**
研发费用	(1,839)	(1,539)	(1,733)	(2,136)	(2,571)
销售费用	(727)	(709)	(813)	(978)	(1,152)
行政费用	(449)	(377)	(456)	(543)	(621)
股权激励费用	(212)	(149)	(134)	(178)	(222)
其他收入	278	239	174	195	217
其他开支	(89)	(14)	(7)	(8)	(9)
经营盈利	**(302)**	**1,013**	**1,863**	**2,254**	**2,911**
其他盈利	(146)	(1,237)	116	-	-
财务收入	326	221	446	446	437
财务成本	(327)	(20)	(120)	(150)	(183)
分占合营公司盈利	50	18	13	-	-
分占联营公司盈利	374	(410)	(324)	(400)	(350)
持续经营业务除税前盈利	**(25)**	**(415)**	**1,994**	**2,151**	**2,815**
所得税开支	(140)	(153)	(235)	(430)	(563)
持续经营业务年度盈利	**(165)**	**(568)**	**1,759**	**1,721**	**2,252**
非持续经营业务年度盈利	-	(1,515)	8,447	-	-
年度盈利	**(165)**	**(2,083)**	**10,206**	**1,721**	**2,252**

现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
年度盈利	(25)	(415)	1,994	2,151	2,815
物业、厂房及设备以及投资物业折旧	480	684	291	196	93
使用权资产折旧	5	23	33	30	28
应收贸易账款减少/（增加）	(72)	(937)	1,059	(251)	(280)
存货减少/（增加）	(1)	(5)	(5)	(5)	(6)
应付贸易账款增加/（减少）	49	551	487	499	558
其他调整项目	333	2,430	8,191	(283)	(249)
经营活动所得现金流量净额	**770**	**2,331**	**12,050**	**2,337**	**2,958**
购买物业、厂房及设备项目，净额	(1,391)	(1,372)	683	855	1,047
购买其他无形资产	(28)	(4)	(306)	(382)	(468)
其他投资活动	640	(844)	(10,000)	-	-
投资活动耗用现金流量净额	**(780)**	**(2,220)**	**(9,622)**	**473**	**578**
支付股息	(501)	(29)	-	(1,008)	(155)
（偿还）／提取银行贷款	548	(583)	226	232	259
已付利息	(26)	(37)	(12)	(16)	(20)
其他融资活动	1,302	4,804	-	-	-
融资活动所得现金流量净额	**1,323**	**4,155**	**214**	**(792)**	**85**
现金及现金等价物增加净额	**1,313**	**4,266**	**2,641**	**2,018**	**3,621**
年初的现金及现金等值项目	3,036	4,545	8,821	11,463	13,480
外币汇率变动影响，净额	8	10	-	-	-
期末的现金及现金等价物	**4,358**	**8,821**	**11,463**	**13,480**	**17,101**

资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
物业、厂房及设备	2,036	2,913	1,945	900	(234)
投资物业	64	63	56	51	46
使用权资产	288	404	371	341	313
无形资产	66	31	322	556	767
于合营/联营公司的投资	4,505	2,708	12,708	12,708	12,708
其他非流动资产	1,011	951	951	951	951
非流动资产合计	**7,970**	**7,069**	**16,354**	**15,507**	**14,551**
存货	12	16	22	27	33
应收贸易账款	1,185	2,059	1,000	1,251	1,532
受限制现金	98	-	-	-	-
现金及银行存款	9,869	13,792	16,434	18,451	22,072
其他流动资产	916	1,465	1,465	1,465	1,465
流动资产合计	**12,080**	**17,333**	**18,920**	**21,195**	**25,102**
资产总额	**20,050**	**24,402**	**35,274**	**36,701**	**39,652**
股份溢价	2,973	2,996	2,996	2,996	2,996
其他权益	10,065	10,802	20,961	21,657	23,791
本公司权益持有人应占权益	13,038	13,797	23,957	24,652	26,787
非控制性权益	(116)	1,812	1,812	1,812	1,812
权益总额	**12,922**	**15,609**	**25,769**	**26,465**	**28,599**
金融负债	2,742	3,583	3,583	3,583	3,583
计息银行贷款	231	74	98	123	151
其他非流动负债	49	200	200	200	200
非流动负债合计	**3,022**	**3,858**	**3,882**	**3,907**	**3,934**
应付贸易账款	948	1,502	1,988	2,488	3,045
计息银行贷款	1,053	623	825	1,033	1,264
其他流动负债	2,105	2,810	2,810	2,810	2,810
流动负债合计	**4,106**	**4,934**	**5,623**	**6,330**	**7,119**
负债总额	**7,128**	**8,792**	**9,505**	**10,237**	**11,053**

主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
盈利增速					
营业收入增速	14.0%	-26.0%	32.4%	25.1%	22.4%
毛利润增速	-9.1%	30.1%	35.7%	22.1%	23.2%
经营利润增速	NM	NM	84.0%	21.0%	29.1%
净利润增速	NM	NM	NM	-2.2%	30.9%
盈利能力比率					
毛利率	46.3%	81.5%	83.5%	81.5%	82.0%
经营利润率	-5.1%	23.2%	32.2%	31.1%	32.8%
持续经营净利率	-2.8%	-13.0%	30.4%	23.8%	25.4%
净利率	-2.8%	-47.6%	176.3%	23.8%	25.4%
每股指标（元）					
基本EPS	0.3	-1.3	7.3	1.1	1.5
摊薄EPS	0.3	-1.3	7.3	1.1	1.5
每股指标增速					
基本EPS增速	-88.4%	NM	NM	-84.6%	30.9%
摊薄EPS增速	-87.9%	NM	NM	-84.6%	30.9%
估值（倍）					
目标P/E			6.0	35.4	27.1
目标P/S			10.5	8.4	6.9
目标P/B			2.4	2.3	2.1

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

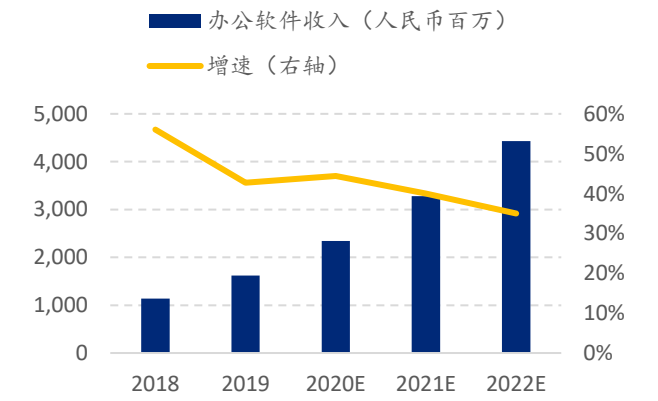
金山软件（3888. HK）：十年一剑，厚积薄发

作为拥有三十多年历史的老牌互联网企业，金山软件已布局多个细分赛道，随着多个业务不断分拆上市，目前上市主体内主要包含游戏业务和办公软件业务。游戏方面，《剑网三》端游有望再创历史新高；新手游有望成为新的增长点。我们看好公司 WPS 业务的长期增长，作为办公软件的稀缺标的，To B 业务将长期受益于国产替代；To C 订阅业务的付费率和 ARPU 有望持续提升。

WPS 稀缺标的，看好长期增长

公司旗下的金山办公是我国基础办公软件的龙头标的。To B 业务受益于国产替代，在政企市场的覆盖率进一步提升；随着版权和付费意识的提升，To C 订阅业务的付费率和 ARPU 有望持续改善。此外，云化办公有利于增强用户粘性，WPS 功能日趋丰富，逐步打造成“超级工作平台”。我们预计办公软件业务未来三年年均复合增长 40%。金山办公已于 2019 年底在科创版上市，目前市值约 1663 亿人民币，公司持股 53%，而目前金山软件在港股的总市值约为 572 亿，有很大折价。

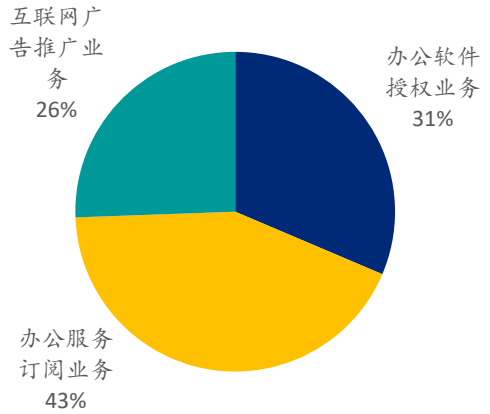
图表 93：办公软件收入增长



E=浦银国际预测

资料来源：公司财报、浦银国际

图表 94：办公软件收入模式占比（2019 年）



资料来源：公司财报，浦银国际

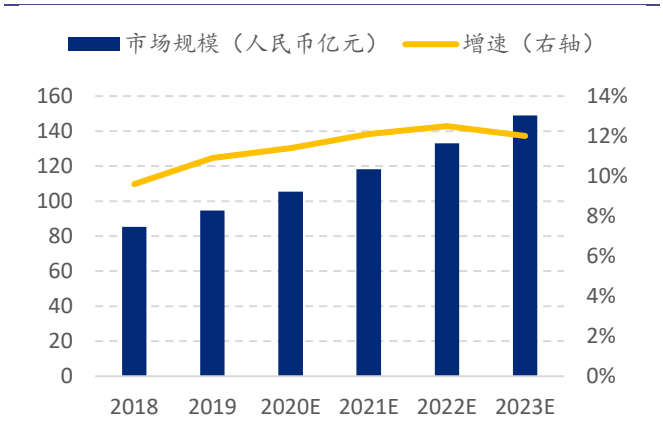
办公的商业模式分为授权、订阅、广告三大模式。

- **授权模式**（收入贡献 31%）主要面向组织级客户，对中小型客户采用数量授权方式，大型客户采取场地授权方式；
- **订阅模式**(收入贡献 43%)同时面向机构和个人，其中以个人客户为主；
- **互联网广告推广模式**(收入贡献 26%)通过启动封面、弹窗广告等方式；

• 授权业务将受益于国产替代

国内办公软件市场空间广阔。根据前瞻研究院统计，2018 年我国基础办公软件市场规模为 85.3 亿元，到 2023 年市场规模将达到 149 亿元，年均复合增长 11.8%。

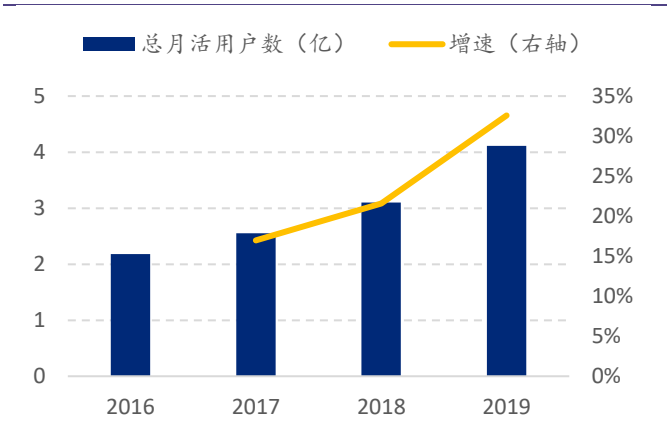
图表 95：中国基础办公软件市场规模



E=前瞻研究院预测

资料来源：前瞻研究院、浦银国际

图表 96：金山办公 MAU

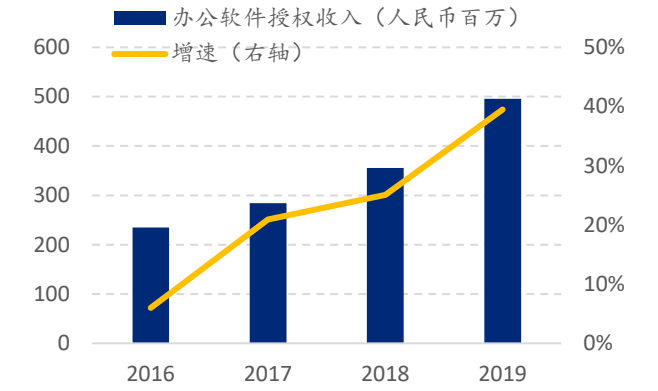


资料来源：公司财报、浦银国际

我国基础办公软件市场，基本是 WPS 和微软的双寡头竞争格局。在 PC 端，金山办公约占四成，落后于微软，而 Windows 平台覆盖率已经达到 60%。金山办公在移动端领先优势明显，约占据九成市场份额。

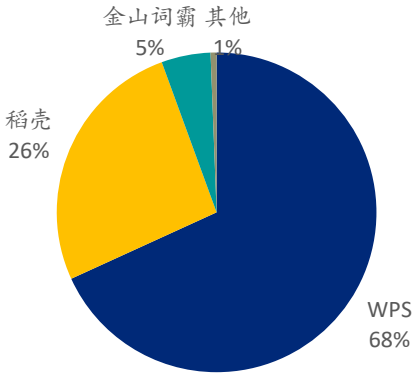
受益于国产替代，WPS 在政企市场的覆盖率进一步提升。根据金山办公最新披露数据显示，国务院组织机构全部 65 家已有 62 家使用 WPS，覆盖率达 95%；国内 97 家中央企业中 90 家为 WPS 客户，占比 93%；商业银行覆盖率为 153 家中的 133 家，占比 87%；34 个省级政府中覆盖 33 个，达到 97%；而在中国所有地级市 WPS 均已实现全部覆盖。由于办公软件需要考虑到与外部客户的兼容性，当政府、央企这些头部客户市场基本确立后，将进而向更广阔的中小企业用户渗透。除了政策利好影响外，WPS 也拥有价格优势，基本功能免费使用，会员价格也远低于 Office 365。

图表 97：办公软件授权收入



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 98：订阅收入细分占比（1Q19）



资料来源：招股说明书，浦银国际

随着版权和付费意识的提升，将带动付费率改善。公司目前针对 C 端客户主要有三类会员订阅服务，包括会员 WPS、稻壳会员，和超级会员。截至今年二季度，金山办公主要产品 MAU 达 4.54 亿，同比增长 30.5%，累计年度付费人数为 1681 万，同比增长 98.47%；付费率为 3.7%，未来增长空间大，我们预计 2021 年付费率有望超过 5%。

• WPS 逐步打造“超级工作平台”

WPS 逐渐从文档工具转型为云办公服务。疫情影响下，我国远程办公的人数显著增长。根据 CNNIC，截至 2020 年 6 月，我国远程办公用户规模达 1.99 亿，占网民整体的 21.2%。对于部分行业，远程办公在疫情结束后有望逐步常态化。金山文档可以实时在云端储存和分享，便捷灵活，可以多人协作同时编辑，与 WPS 数据打通。此外，用户可以使用一个 WPS 账号，在多个设备终端数据同步，进一步提升用户粘性。

根据金山办公披露，在过去的两年里，保存在金山办公云上的文件数量从 93 亿个增长 8.8 倍到 820 亿；文档数据，从 9.7 PB，增长了 10.6 倍，突破 103PB。2020 年，用户日均在云上创建了 1 亿个文件。

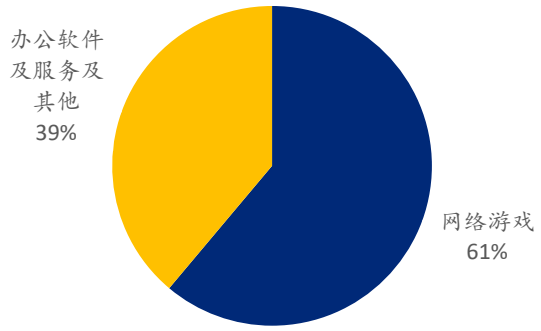
“协作”成为新战略，打造 WPS 生态。2020 年 12 月 1 日，金山办公正式宣布全新公司产品战略“协作”。管理层将协作战略视为金山办公撬动千万级中小微企业办公市场的关键。

功能逐步扩展，打造“超级办公平台”。金山办公同时新推“5+2+1”产品组合，并融入到 WPS 中，包括上线金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 FlexPaper 等五款协作产品，新增金山海报、OFD 两款新办公组件，并引入万得智能数据。至此，WPS 已经包括了文字、表格、演示、PDF、流程图、图片设计等多个办公组件，同时支持团队多人协作、多场景协同办公，拥有超过 130+办公服务。金山办公产品功能日趋丰富，逐步打造“超级办公平台”。

剑侠经典游戏 IP，持续输出

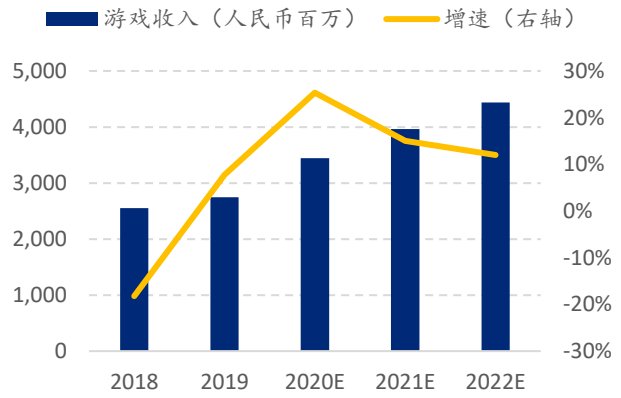
我们预计游戏收入未来三年年均复合增长 17%。公司通过西山居来运营游戏业务，以武侠游戏为主，并成功打造出经典 IP 剑网系列。目前，游戏是公司最大收入来源，预计 2020 年收入占比 59%。我们预计游戏业务未来三年年均复合增长 17%。

图表 99：金山软件收入结构（2020 年前三季度）



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 100：金山软件游戏收入预测

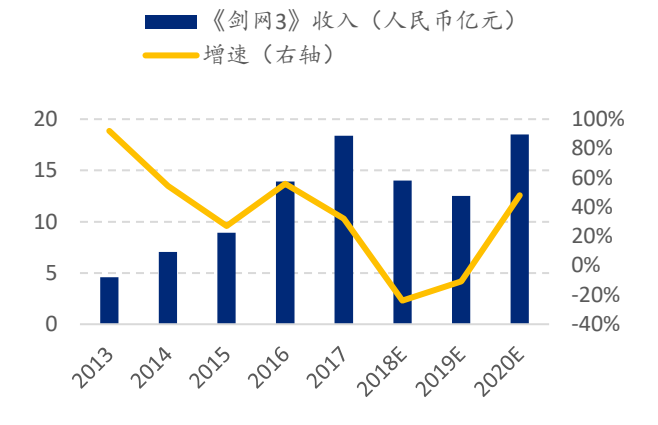


E=浦银国际预测
资料来源：公司财报，浦银国际

• 剑网三端游，有望再创新高

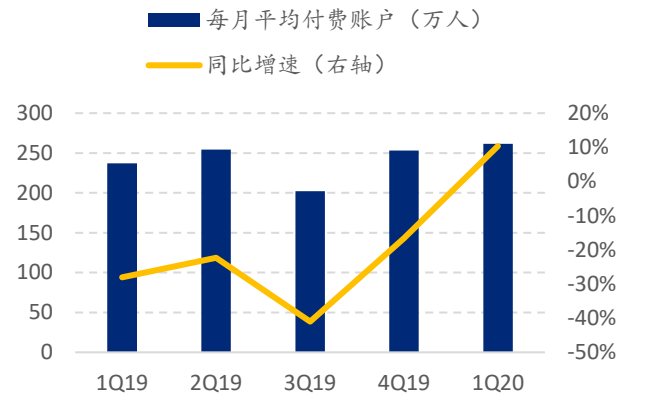
《剑网三》端游持续输出。目前公司端游中的绝大部分收入来自于《剑网三》端游。公司通过持续运营和更新资料片，已经上线十一年的《剑网 3》端游仍能持续输出，我们预计公司未来维持每年平均两个资料片的节奏。虽然近些年，端游市场在不断的被手游所侵蚀，端游在用户沉浸体验方面仍有不可替代的优势。《剑网 3》自上线至 2017 年维持快速增长，2018 年收入下滑明显，2019 年上线重置版，流水保持相对稳定。公司预计今年《剑网 3》端游收入有望再创历史新高，突破 2017 年的高峰。此外，端游利润率高，能为公司提供稳定现金流。

图表 101：剑网三端游收入趋势



E=浦银国际预测，2017 年后公司不再披露
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 102：付费玩家数量



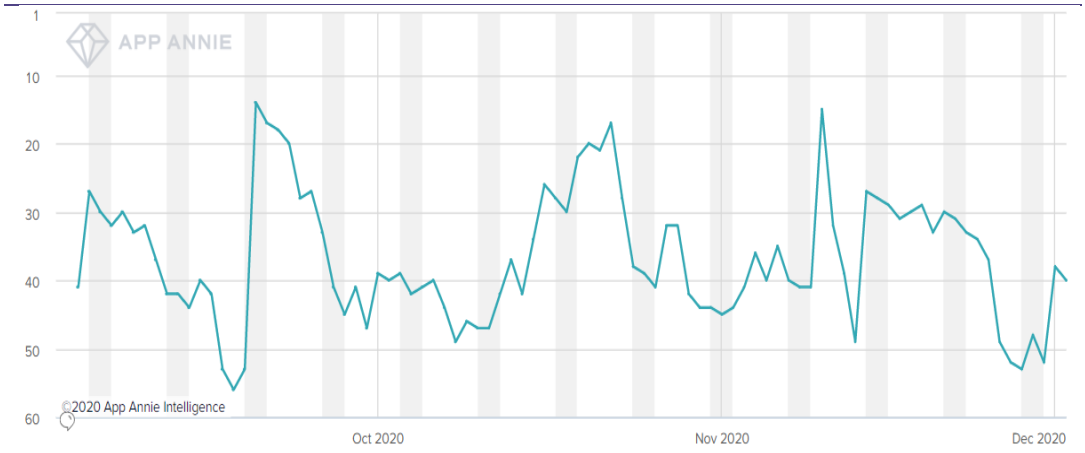
注：公司 1Q20 后不再披露
资料来源：公司财报，浦银国际

• 手游或成为未来新的增长点

围绕剑侠 IP，打造多款手游。金山软件围绕剑网 IP 已经发布了多款系列手游，《新剑侠情缘》手游是公司目前发布最成功的手游之一，也是公司的主要手游收入贡献者。《新剑侠情缘》手游的月均流水约在 1 亿左右。在《新剑侠情缘》之外，公司还先后推出了《剑侠世界》《剑侠情缘 2：剑歌行》等手游，但表现不及预期。在游戏之外，公司未来会进一步挖掘剑网 IP 的长期价值，或将推动电影，漫画等多形式的联动。

新手游推迟至 2021 年一季度发布。在原有的武侠 MMORPG 游戏之外，公司不断丰富手游类型，从而来吸引不同类型的游戏玩家。公司原计划在 2020 年四季度上线的几款手游，包括《剑网 3 指尖对弈》、《卧龙吟》、《最终幻想》将要推迟到明年一季度发行，目前《最终幻想》尚未取得游戏版号。

图表 103: 《新剑侠情缘》手游按流水排名（中国 iOS）



资料来源：Appannie、浦银国际

优质内容研发商相对于渠道商的议价能力有望继续提升。随着中国手游用户增速放缓，游戏精品化的趋势不断加强。我们认为优质内容研发商相对于渠道商的议价能力有望持续提升，拥有高质量游戏研发团队的西山居也将受益于此。

此外，西山居和渠道商保持良好的合作关系。腾讯持有 9.9%西山居的股权，并先后与公司合作推出多款手游，包括《新剑侠情缘》、《云裳羽衣》等。腾讯在流量端的优势有助于公司新手游得到更多的曝光以及更精准的营销。除腾讯之外，同为雷军系的小米应用商店也是公司的重要发行渠道。

估值

我们看好金山软件的长期发展，游戏业务将持续输出，金山办公受益于国产替代，首予“买入”评级。

金山软件主要有以下几种业务类型：
游戏业务——西山居（持股 71.62%）；
办公软件——金山办公（持股 52.71%）；
此外金山软件还有多项业务已单独分拆上市，不再并表，主要包括：
云业务——金山云（持股 46.8%）；
猎豹移动影响较小，暂未计算。

由于金山软件包含不同业务类型，我们采用分部加总估值法。我们分别给予游戏业务 2021 年 10 倍 PE，办公业务 2021 年 30 倍 PE，并给予整体估值 20%的折让，目标价为 52 港元。

图表 104：金山软件估值-分部加总法

业务（人民币百万）	FY21E	估值方法		
	分部业绩	P/E	持股比例	估值
娱乐软件	1,466	10	72%	10,500
办公软件及其他	1,082	30	53%	17,114
云服务			47%	31,333
净现金				17,295
控股公司折价				-20%
市值(人民币 百万)				**60,993**
港币/人民币				0.85
市值(港元 百万)				**71,757**
股数(百万)				1,373
目标价(港元)				**52**

注：E=浦银国际预测
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 105：金山软件远期市销率 PS



Bloomberg 一致预期

资料来源：Bloomberg、浦银国际

风险

1. 若新手游游戏版号受限，或将影响公司的手游的收入增长；
2. 若办公软件的付费意愿不如预期，付费率无法得到持续改善，将影响到 WPS 业务的整体变现；
3. 云业务竞争激烈，或影响金山云的盈利预期。

图表 106: 可比公司估值

股票代码	公司名称	市值（百万 美元）	股价（交易货币）	年内股价变动%	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国SaaS										
268 HK Equity	金蝶国际	12,050	27.0	246.3	N/A	406.0	194.3	22.7	18.4	14.4
600588 CH Equity	用友网络	22,408	44.8	105.1	182.2	133.8	104.2	16.3	13.8	10.9
2013 HK Equity	微盟集团	3,601	12.4	265.2	N/A	122.9	60.4	10.6	7.2	5.5
8083 HK Equity	中国有赞	4,874	2.2	342.4	N/A	N/A	N/A	17.2	11.3	7.6
3888 HK Equity	金山软件	7,376	41.7	107.2	11.3	35.2	27.1	8.5	6.9	5.7
909 HK Equity	明源云	12,418	50.0	202.7	236.7	165.3	108.1	46.0	33.2	23.9
002410 CH Equity	广联达	13,042	72.0	111.9	198.3	121.2	85.8	20.3	16.6	13.5
603039 CH Equity	泛微网络	3,086	95.1	127.5	109.8	87.6	66.6	13.2	9.9	7.6
300628 CH Equity	亿联网络	9,403	68.1	41.2	45.9	35.1	27.3	22.8	17.5	13.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
688365 CH Equity	光云科技	1,766	28.8	166.8	44.7	38.7	29.9	21.5	18.1	14.8
002467 CH Equity	二六三	1,224	5.9	9.1	15.5	32.7	29.4	7.8	7.3	6.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
002153 CH Equity	石基信息	5,149	31.5	(19.4)	122.9	74.7	57.1	9.5	8.2	7.2
600570 CH Equity	恒生电子	16,188	101.4	69.6	86.0	67.9	54.1	24.3	19.9	16.7
平均				**113.7**	**98.5**	**100.8**	**65.2**	**17.9**	**14.0**	**11.0**
海外SaaS										
CRM US Equity	SALESFORCE.COM	208,200	227.4	38.9	78.5	49.0	63.5	12.2	9.9	8.2
ZM US Equity	ZOOM VIDEO COM-A	116,122	406.0	490.3	1,498.2	140.5	137.6	190.2	45.0	33.7
SHOP US Equity	SHOPIFY INC - A	143,124	1,171.0	196.8	317.4	324.0	241.2	50.4	38.4	28.5
NOW US Equity	SERVICENOW INC	110,315	565.4	96.3	124.6	101.9	79.9	24.6	19.7	15.8
SQ US Equity	SQUARE INC - A	106,173	235.5	268.8	309.8	209.3	128.5	11.3	8.4	7.2
WDAY US Equity	WORKDAY INC-A	57,934	241.4	45.8	134.5	89.6	83.1	16.0	13.5	11.5
VEEV US Equity	VEEVA SYSTEMS-A	41,761	275.7	99.0	126.8	96.5	87.8	38.3	28.9	24.3
TWLO US Equity	TWILIO INC - A	55,105	365.0	267.4	3,093.5	3,967.7	831.5	33.0	24.9	19.0
DOCU US Equity	DOCUSIGN INC	44,960	241.0	233.3	975.7	336.6	228.9	46.6	31.6	24.0
DDOG US Equity	DATADOG INC-A	32,804	107.7	187.7	713.4	660.9	408.0	55.6	40.9	30.8
SNOW US Equity	SNOWFLAKE INC-A	94,626	334.3	171.3	N/A	N/A	N/A	N/A	164.4	87.8
平均				**193.2**	**737.2**	**597.6**	**229.0**	**47.8**	**38.7**	**26.4**

E=Bloomberg 一致预测。股价截至 2020 年 12 月 18 日，今年上市的公司为上市后股价涨幅。

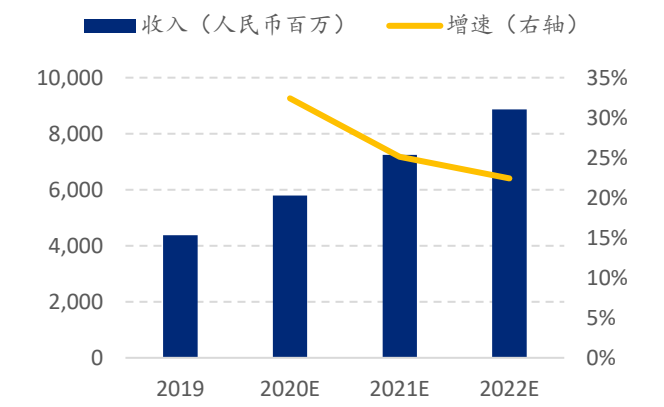
资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务分析及预测

• 财务分析及预测

我们预测未来三年公司收入年均复合增长 27%，2020-2022 年收入分别为 57.9 亿、72.4 亿和 88.7 亿人民币，其中游戏业务和办公软件的三年复合增速分别为 17%和 40%。办公软件将成为公司的主要增长点，收入占比也将持续提升。

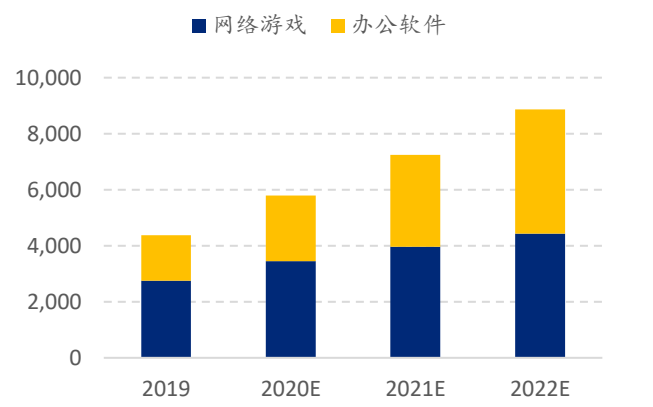
图表 107：金山软件收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

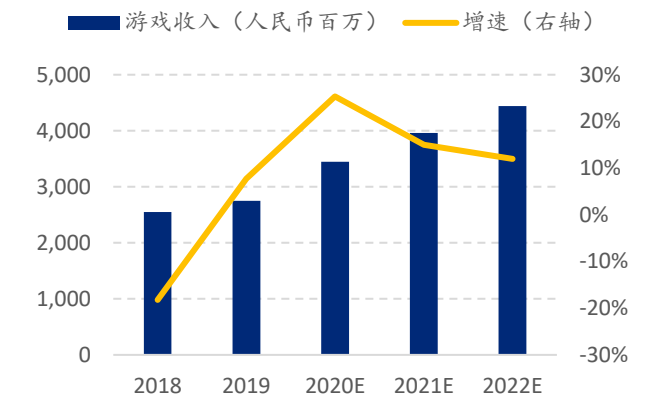
图表 108：金山软件收入结构（人民币百万）



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

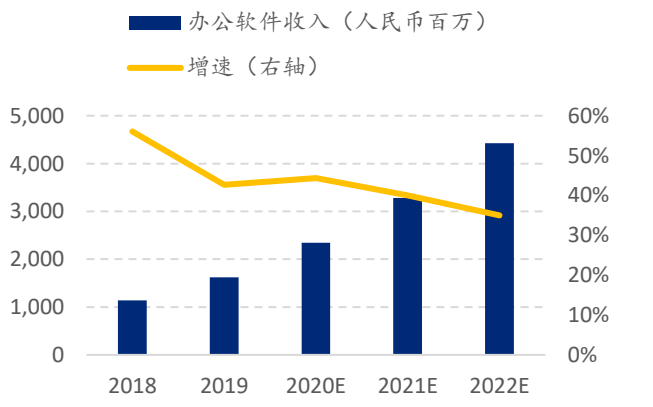
图表 109：金山软件游戏收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 110：金山软件办公软件收入

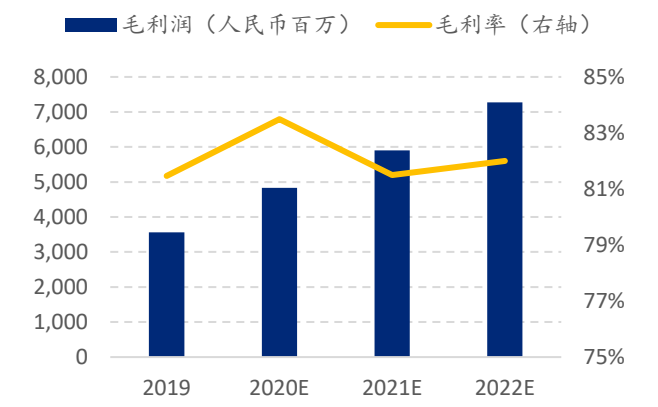


E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们预计毛利率整体稳定，未来几年维持在 81%-84%之间。WPS 分部业务的毛利率未来有望得到持续改善。净利润方面，由于今年金山云分拆上市，金山软件录得一次性收益，我们预计金山软件 2020 年净利润为 102.1 亿人民币；2021 年和 2022 年净利润为 17.2 亿和 22.5 亿人民币，净利率将维持在 25%左右。

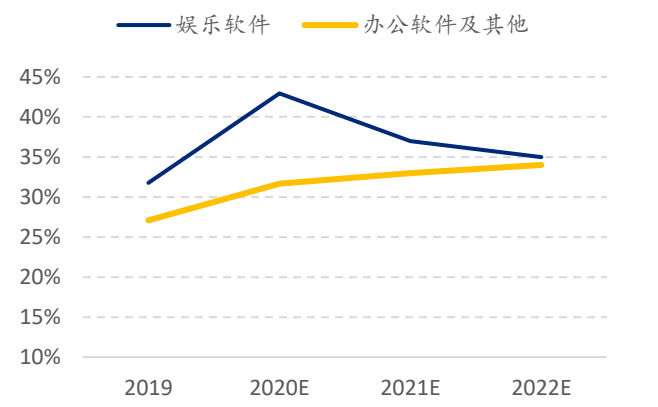
图表 111: 金山软件毛利润及毛利率预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

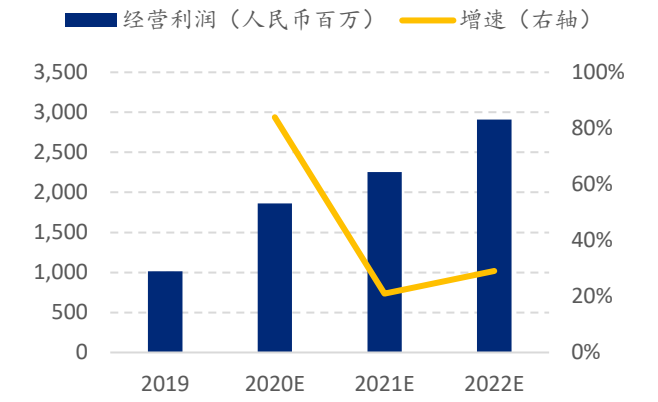
图表 112:金山软件分部业务经营利润率预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

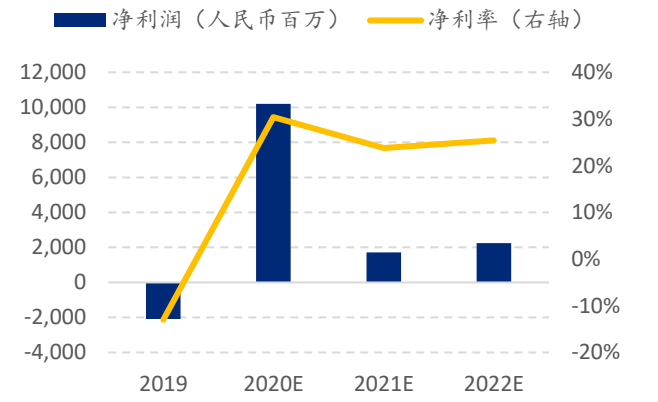
图表 113: 金山软件经营利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 114:金山软件净利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

附录

• 公司背景

图表 115：金山软件部分管理团队介绍

姓名	任职情况	简历
邹涛	执行董事及首席执行官	邹涛，现任本公司执行董事及首席执行官。邹先生目前担任西山居和猎豹移动的董事。邹先生同时担任迅雷有限公司及世纪互联集团的董事。邹先生一九九七年毕业于南开大学。邹先生于一九九八年加盟本公司，并负责开发本集团的金山词霸产品。邹先生自二零零四年起负责本集团的娱乐软件业务，于二零一八年一月前担任西山居之首席执行官。
吴育强	执行董事、首席财务官及公司秘书	吴育强，现任本公司执行董事及首席财务官。吴先生于一九八八年毕业于香港大学，获社会科学学士学位，并于二零零二年取得环球商业管理及电子商务硕士学位。吴先生乃专业会计师，为香港会计师公会、特许公认会计师公会及英格兰及韦尔斯特许公认会计师公会的资深会员。
刘伟	高级副总裁	刘伟，43 岁，现任金山软件集团高级副总裁。刘先生于二零零零年加盟本集团，历任项目经理、人力资源总监、西山居人力副总裁等职。彼于二零一二年四月担任本集团助理总裁，并于二零一三年升任集团副总裁兼董事长助理。刘先生于二零一六年升任集团高级副总裁兼董事会主席特别助理。刘先生一九九九年毕业于中国矿业大学，获取经济学学士学位。
郭炜炜	高级副总裁	郭炜炜，39 岁，现任金山软件集团高级副总裁兼西山居首席执行官。彼于二零零四年加入西山居《剑侠情缘网络版三》（简称《剑网 3》）项目组，目前担任剑网 3 系列制作人。郭先生熟悉西山居业务和发展战略，有着丰富的经营管理经验。郭先生毕业于美国圣约翰大学。

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 116：金山软件十大股东

排序	主要股东	占比(%)
1	雷军	24.72
2	TCH Saffron	7.78
3	Pak Kwan Kau	7.39
4	JPMorgan	7.11
5	Citigroup	4.42
6	UBS	2.42
7	First Seafront	2.23
8	Vanguard	2.11
9	BlackRock	1.68
10	Baron Capital	0.99

注：截至 2020 年 12 月 16 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表

图表 117: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
损益表					
收入	**5,906**	**4,371**	**5,788**	**7,242**	**8,865**
网络游戏	2,552	2,749	3,445	3,962	4,438
办公软件及服务及其他	1,137	1,622	2,343	3,280	4,427
云服务	2,218	-	-	-	-
收入成本	(3,169)	(810)	(956)	(1,340)	(1,596)
毛利	**2,737**	**3,561**	**4,832**	**5,902**	**7,269**
研发费用	(1,839)	(1,539)	(1,733)	(2,136)	(2,571)
销售费用	(727)	(709)	(813)	(978)	(1,152)
行政费用	(449)	(377)	(456)	(543)	(621)
股权激励费用	(212)	(149)	(134)	(178)	(222)
其他收入	278	239	174	195	217
其他开支	(89)	(14)	(7)	(8)	(9)
经营盈利	**(302)**	**1,013**	**1,863**	**2,254**	**2,911**
其他盈利	(146)	(1,237)	116	-	-
财务收入	326	221	446	446	437
财务成本	(327)	(20)	(120)	(150)	(183)
分占合营公司盈利	50	18	13	-	-
分占联营公司盈利	374	(410)	(324)	(400)	(350)
持续经营业务除税前盈利	**(25)**	**(415)**	**1,994**	**2,151**	**2,815**
所得税开支	(140)	(153)	(235)	(430)	(563)
持续经营业务年度盈利	**(165)**	**(568)**	**1,759**	**1,721**	**2,252**
非持续经营业务年度盈利	-	(1,515)	8,447	-	-
年度盈利	**(165)**	**(2,083)**	**10,206**	**1,721**	**2,252**
少数股东权益	(554)	(325)	125	172	225
本公司权益持有人	389	(1,757)	10,080	1,549	2,027

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 118: 资产负债表和简明现金流量表

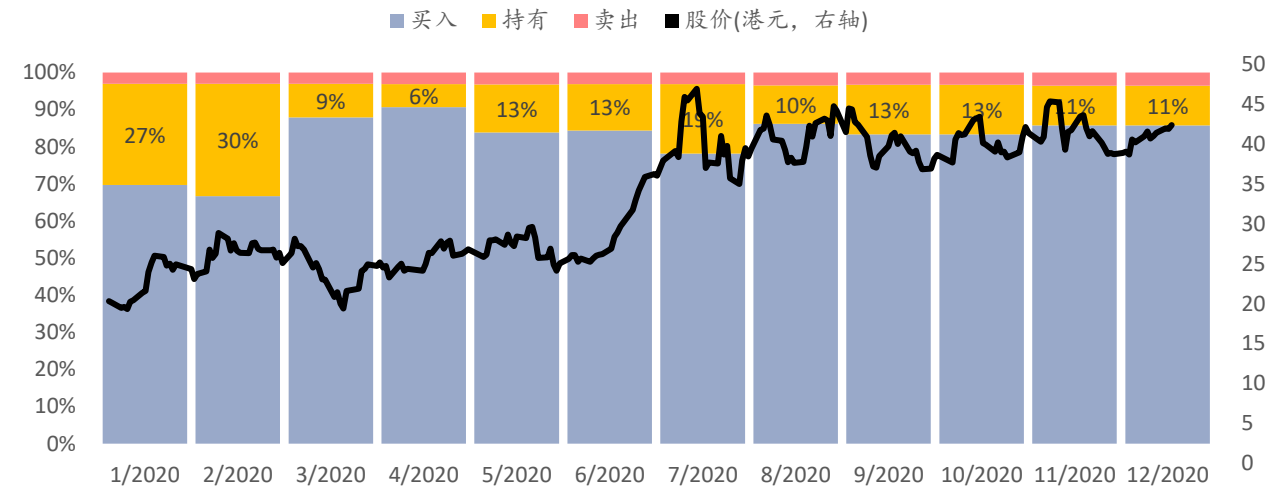
人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
资产负债表					
物业、厂房及设备	2,036	2,913	1,945	900	(234)
投资物业	64	63	56	51	46
使用权资产	288	404	371	341	313
无形资产	66	31	322	556	767
于合营/联营公司的投资	4,505	2,708	12,708	12,708	12,708
其他非流动资产	1,011	951	951	951	951
非流动资产合计	**7,970**	**7,069**	**16,354**	**15,507**	**14,551**
存货	12	16	22	27	33
应收贸易账款	1,185	2,059	1,000	1,251	1,532
受限制现金	98	-	-	-	-
现金及银行存款	9,869	13,792	16,434	18,451	22,072
其他流动资产	916	1,465	1,465	1,465	1,465
流动资产合计	**12,080**	**17,333**	**18,920**	**21,195**	**25,102**
资产总额	**20,050**	**24,402**	**35,274**	**36,701**	**39,652**
股份溢价	2,973	2,996	2,996	2,996	2,996
其他权益	10,065	10,802	20,961	21,657	23,791
本公司权益持有人应占权益	13,038	13,797	23,957	24,652	26,787
非控制性权益	(116)	1,812	1,812	1,812	1,812
权益总额	**12,922**	**15,609**	**25,769**	**26,465**	**28,599**
金融负债	2,742	3,583	3,583	3,583	3,583
计息银行贷款	231	74	98	123	151
其他非流动负债	49	200	200	200	200
非流动负债合计	**3,022**	**3,858**	**3,882**	**3,907**	**3,934**
应付贸易账款	948	1,502	1,988	2,488	3,045
计息银行贷款	1,053	623	825	1,033	1,264
其他流动负债	2,105	2,810	2,810	2,810	2,810
流动负债合计	**4,106**	**4,934**	**5,623**	**6,330**	**7,119**
负债总额	**7,128**	**8,792**	**9,505**	**10,237**	**11,053**
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	770	2,331	12,050	2,337	2,958
投资活动耗用现金流量净额	(780)	(2,220)	(9,622)	473	578
融资活动所得现金流量净额	1,323	4,155	214	(792)	85
现金及现金等价物增加净额	**1,313**	**4,266**	**2,641**	**2,018**	**3,621**
期初的现金及现金等价物	3,036	4,545	8,821	11,463	13,480
现金及现金等价物的汇兑收益	8	10	-	-	-
期末的现金及现金等价物	**4,358**	**8,821**	**11,463**	**13,480**	**17,101**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 119：金山软件市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 120：金山软件 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期
目标价：60.0 港元
• 若新游戏表现好于预期，带动 2021 年游戏收入同比增长 20%以上，将推动公司利润的进一步提升；
• WPS 付费订阅人数进一步渗透。

悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：35.0 港元
• 若新游戏不能按时发布，2021 年游戏收入增速低于 10%，也将影响公司整体利润水平；
• WPS 付费订阅人数增长不及预期。

资料来源：浦银国际

用友网络（600588. SH）：品牌沉淀，后发优势

我们首次覆盖用友网络（600588.SH），给予“买入”评级，目标价为 54.0 人民币，潜在升幅 20%。

- **受益于国产替代，市场份额或进一步提升：**公司今年年中发布的 2020 年股权激励计划草案，制定未来三年规划，目标 2022 年公司营收预计达到 147 亿元，复合增速为 20%；扣非归母净利润达到 13 亿元，复合增速 25%。随着中美贸易摩擦、信创政策的不断推进，国产替代趋势将持续加强，国产软件龙头厂商在高端 ERP 的市场份额有望进一步提升。

- **借助大客户优势，构建云生态：**根据智研资讯预计，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。云计算是长期趋势。按照公司激励计划，2022 年云业务为 100 亿，复合增长率为 70%，收入占比将达到 70%。用友的客户以大中型企业为主，大中型企业贡献收入 93%，小微企业贡献收入 7%。大型企业的付费能力强，但由于业务复杂性和流程较长，在上云过程中，后发优势更为明显。

- **估值：**我们给予“买入”评级，目标价为 54 人民币。我们采用分部加总法对其估值，对于传统软件管理业务，我们给予 35x 2021 年 P/E；对于云业务，我们给予 26x 2021 年 P/S；同时我们给予金融业务 10x 2021 年 P/E。目标价 54.0 元人民币，对应公司整体约 15.6x P/S，潜在升幅 21%。

- **投资风险：**宏观经济放缓，或影响企业 IT 支出；竞争激烈，或导致市场份额缩减；数据安全问题，或影响大型企业上云进度。

图表 121：盈利预测和财务指标

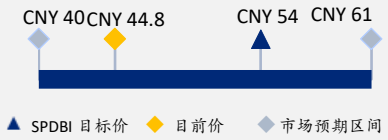
人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,703	8,510	9,022	11,303	14,610
营收增速	*21.4%*	*10.5%*	*6.0%*	*25.3%*	*29.3%*
净利润	810	1,321	972	1,111	1,511
净利率	*10.5%*	*15.5%*	*10.8%*	*9.8%*	*10.3%*
摊薄 EPS	0.18	0.36	0.30	0.34	0.46
目标 PS (x)			19.5	15.6	12.1

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

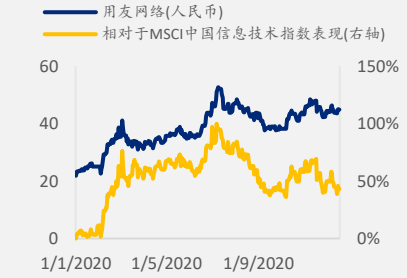
评级	买入
目标价（人民币）	54.0
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价（人民币）	44.8
52 周股价区间（人民币）	21.4-54.4
总市值（人民币元）	146,549
近 3 月日均成交额（人民币百万）	709

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



截至 2020 年 12 月 18 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

用友网络（600588. SH）： 品牌沉淀，后发优势 83

ERP 业务受益于国产替代 86

国产软件龙头，目标三年复合增长 20% 86

市场份额有望进一步提升 87

发力云业务，构建云生态 89

云业务目标年均复合增长 70% 89

借助大客户优势，构建云生态 90

估值 91

投资风险 92

财务分析与预测 94

财务分析及预测 94

附录 97

管理层介绍 97

财务报表 98

SPDBI 乐观与悲观情景假设 100

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**7,703**	**8,510**	**9,022**	**11,303**	**14,610**
收入成本	(2,315)	(2,942)	(3,278)	(4,069)	(5,230)
毛利润	**5,389**	**5,567**	**5,745**	**7,234**	**9,380**
销售费用	(1,649)	(1,634)	(1,727)	(2,091)	(2,688)
管理费用	(1,375)	(1,389)	(1,329)	(1,639)	(2,104)
研发费用	(1,390)	(1,630)	(1,589)	(2,035)	(2,601)
财务费用	(110)	(118)	(129)	(162)	(209)
其他经营费用	79	608	108	-	-
经营利润	**943**	**1,405**	**1,078**	**1,308**	**1,778**
营业外收入	16	9	12	-	-
营业外支出	(9)	(10)	(5)	-	-
除税前利润	**950**	**1,404**	**1,085**	**1,308**	**1,778**
所得税开支	(140)	(83)	(113)	(196)	(267)
净利润	**810**	**1,321**	**972**	**1,111**	**1,511**
少数股东权益	198	138	(11)	-	-
本公司权益持有人	**612**	**1,183**	**984**	**1,111**	**1,511**

现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
净利润	810	1,321	972	1,111	1,511
折旧	107	115	139	149	162
摊销	140	219	218	163	122
其他经营现金流	986	(123)	165	28	(52)
经营现金流	**2,043**	**1,533**	**1,495**	**1,452**	**1,744**
固定资产	(483)	(296)	(314)	(393)	(508)
投资支付	486	(180)	(191)	(239)	(309)
其他投资现金流	149	293	256	256	256
投资现金流	**152**	**(183)**	**(249)**	**(376)**	**(562)**
借款	(462)	909	964	1,207	1,561
分配股利、利润或偿付利息	(529)	(798)	(1,301)	(957)	(1,094)
其他融资活动现金	529	798	1,301	957	1,094
融资现金流	**(767)**	**(155)**	**(160)**	**472**	**753**
现金及现金等价物净流量	**1,428**	**1,195**	**1,086**	**1,547**	**1,936**
年初现金及现金等价物	3,416	4,850	6,038	7,124	8,671
汇率变动影响	6	(7)	-	-	-
年末现金及现金等价物	**4,850**	**6,038**	**7,124**	**8,671**	**10,607**

资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
物业、厂房及设备	2,073	2,510	2,684	2,929	3,275
无形资产	876	870	652	489	366
其他非流动资产	3,932	3,990	3,990	3,990	3,990
非流动资产合计	**6,881**	**7,370**	**7,327**	**7,408**	**7,631**
存货	22	23	24	30	39
应收账款	1,390	1,234	1,309	1,639	2,119
货币资金	5,531	7,147	8,233	9,780	11,716
其他流动资产	1,398	1,764	1,764	1,764	1,764
流动资产合计	**8,340**	**10,168**	**11,330**	**13,213**	**15,638**
资产总额	**15,221**	**17,538**	**18,656**	**20,621**	**23,269**
实收资本	1,918	2,504	2,681	2,903	3,189
未分配利润	1,786	2,395	2,066	2,220	2,637
其他权益	2,867	2,274	3,508	4,937	6,649
本公司权益持有人应占权益	**6,571**	**7,173**	**8,255**	**10,060**	**12,475**
非控制性权益	1,081	1,122	1,122	1,122	1,122
权益总额	**7,652**	**8,294**	**9,376**	**11,181**	**13,597**
长期借款	172	45	45	45	45
其他非流动负债	49	87	87	87	87
非流动负债合计	**221**	**132**	**132**	**132**	**132**
短期借款	3,156	4,236	4,236	4,236	4,236
应付账款	456	597	633	793	1,025
其他流动负债	3,736	4,280	4,280	4,280	4,280
流动负债合计	**7,348**	**9,112**	**9,148**	**9,308**	**9,540**
负债总额	**7,569**	**9,244**	**9,280**	**9,440**	**9,672**
权益及负债总额	**15,221**	**17,538**	**18,656**	**20,621**	**23,269**

主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
盈利增速					
营业收入增速	21.4%	10.5%	6.0%	25.3%	29.3%
毛利润增速	18.9%	3.3%	3.2%	25.9%	29.7%
经营利润增速	39.5%	48.9%	-23.2%	21.3%	36.0%
净利润增速	44.7%	63.1%	-26.4%	14.3%	36.0%
盈利能力比率					
毛利率	70.0%	65.4%	63.7%	64.0%	64.2%
经营利润率	12.2%	16.5%	12.0%	11.6%	12.2%
净利率	10.5%	15.5%	10.8%	9.8%	10.3%
每股指标（元）					
基本EPS	0.19	0.36	0.30	0.34	0.46
摊薄EPS	0.18	0.36	0.30	0.34	0.46
每股指标增速					
基本EPS增速	56.2%	92.4%	-17.2%	13.0%	36.0%
摊薄EPS增速	51.3%	98.6%	-17.2%	13.0%	36.0%
估值（倍）					
目标P/E			181.3	158.6	116.7
目标P/S			19.5	15.6	12.1
目标P/B			18.8	15.8	13.0

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

用友网络（600588. SH）：品牌沉淀，后发优势

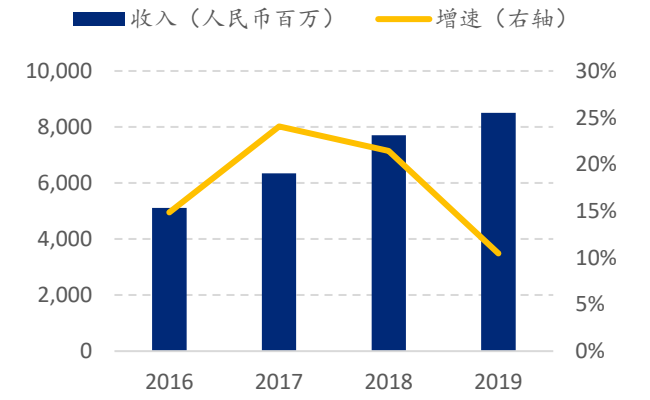
ERP 业务受益于国产替代

- **国产软件龙头，目标三年复合增长 20%**

公司主营业务分为软件业务、云业务和金融业务。其中传统软件业务是公司的主要收入来源，在 2019 年贡献超过 60%的收入，但软件业务增速趋于放缓。云业务是公司主要增长驱动，保持高速增长，收入占比也从 2016 年的 2%提升至 2019 年的 23%。金融业务收入占比目前约 15%，主要是包括企业支付业务和互联网投融资信息服务业务。

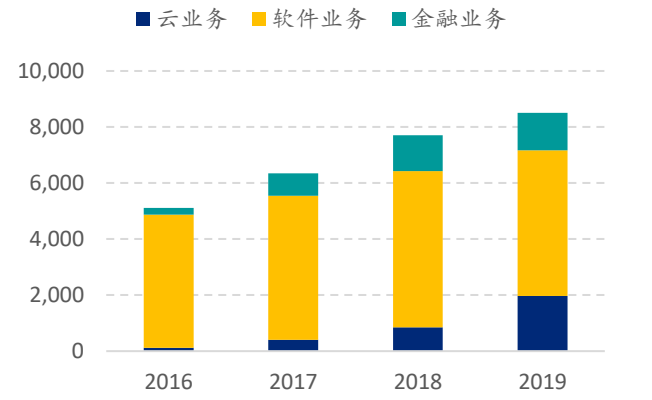
公司今年 5 月份发布 2020 年股权激励计划的草案，制定了未来三年发展规划。根据公司股权激励计划的要求，2022 年公司营收预计达到 147 亿元，复合增速为 20%；扣非归母净利润达到 13 亿元，复合增速 25%。

图表 122：用友营业收入



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 123：用友收入结构（人民币百万）



资料来源：公司财报、浦银国际

公司的软件业务主要是以 ERP 业务为核心，即企业资源计划。ERP 管理系统是一个将物流、财流、信息流集成化管理的应用系统，包含采购、销售、库存、客户、财务等模块，用来进行企业资源优化。而云业务也主要是针对原有的 ERP 业务的做云转型。

图表 124：用友各业务部分产品

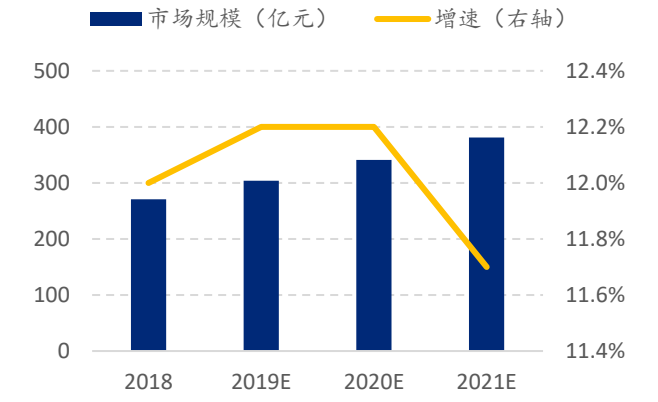
业务分类	产品分类	产品名称
软件业务	面向大型企业	NC6、U9、智能工厂、HCM
	面向中型企业	U8+、PLM、CRM
	面向小型企业	T1、T3、T6
云业务	云 ERP	NC Cloud、YonSuite、YonBIP
	行业云	政务云、金融云、餐饮云、医疗云
	领域云	人力云、营销云、财务云、税务云
	iUAP 云平台	云平台、智多星、友企联
	小微企业云	好会计、好生意、易代账
金融业务	企业支付服务	畅捷通支付
	互联网投融资信息服务	友金所

资料来源：公开资料、浦银国际

• 市场份额有望进一步提升

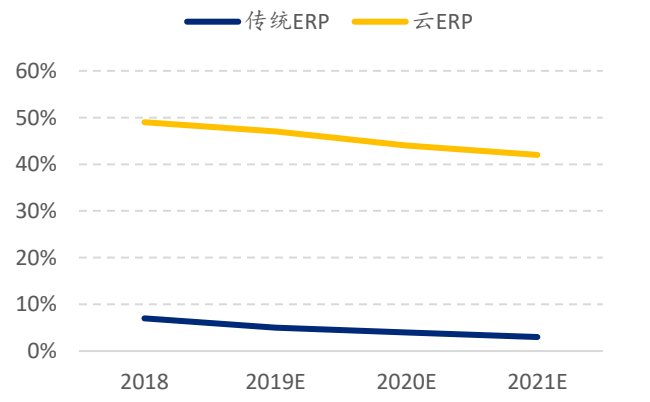
根据智研咨询数据预测，未来四年我国传统 ERP 软件复合增速 7%，云 ERP 增速保持在 40%以上。ERP 云化是长期趋势，可以降低用户门槛，使得更多的中小企业使用到云服务。

图表 125：中国 ERP 软件市场规模



E=智研咨询
资料来源：智研咨询、浦银国际

图表 126：传统 ERP 和云 ERP 增速对比

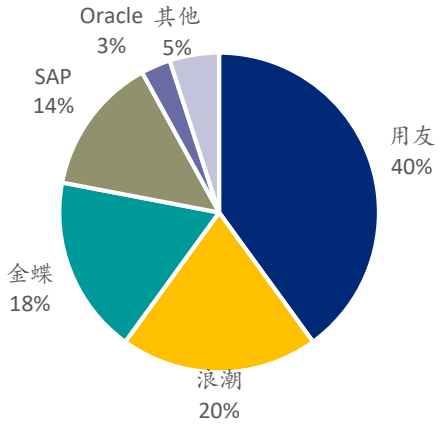


E=智研咨询预测
资料来源：智研咨询、浦银国际

国产替代，有望提升市场份额：从中国整体 ERP 市场看， 市占率前四大厂商分别为用友 40%、浪潮 20%、金蝶 18%和 SAP 14%，市场集中度高。而在高端市场方面，外资 ERP 则相对领先，合计占据过半的市场份额，其中 SAP 占 33%、 Oracle 为 20%，IBM 占 8%；国产软件用友和金蝶分别占 14%和 6%。SAP 和 Oracle 分别于 1995 年和 1989 年进入中国市场，迅速抢占市场。这些海外厂商的用户中，仍有相当一部分是国企，央企等大型企业，也是未来国产软件厂商的机会所在。

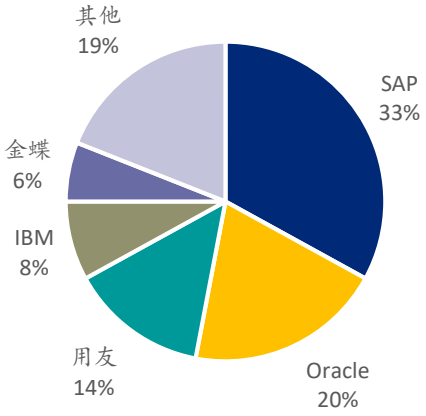
近年来，我国发布了一系列网络信息安全和国产化发展政策，如《国家信息化发展战略纲要》等，鼓励推进自主工业软件体系化发展和产业化应用。随着中美摩擦加剧、信创政策推进，以及技术差距在不断缩小，国产替代趋势将不断加强，国产软件龙头在高端市场的份额有望进一步提升。

图表 127: 2019 年中国 ERP 市场竞争格局



资料来源：前瞻研究院、浦银国际

图表 128: 2019 年中国高端 ERP 市场竞争格局



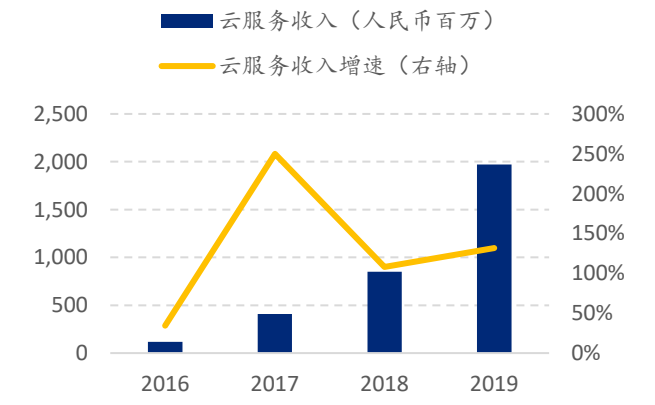
资料来源：前瞻研究院、浦银国际

发力云业务，构建云生态

• 云业务目标年均复合增长 70%

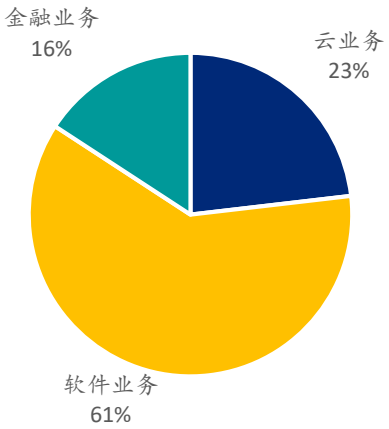
根据用友的激励计划，制定目标到 2022 年云业务复合增长率为 70%，即 2022 年云业务约 100 亿，云业务收入占比将提升至 70%。目前，云业务的收入占比未 23%。

图表 129：用友云服务收入



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 130：2019 年用友云服务收入占比



资料来源：公司财报、浦银国际

ERP 云化是必然趋势。相比传统 ERP，云 ERP 具有诸多优势，包括：性能更全面、价格优惠、响应更快捷等。传统 ERP 在本地部署，需要前期的大量硬件部署与团队维护，以及较长的实施周期。而云 ERP 前期投入资金少，也较为灵活。因此，对定制化要求高且安全需求高的大型企业通常会选择本地部署，而中小企业更倾向于云 ERP。

图表 131：传统 ERP vs 云 ERP

排序	本地部署 ERP	云 ERP
费用	一次性付费，后续需要自行承担维护费用	订阅收费
部署速度	通常需要 12 个月	通常 3-6 个月
安全性	自行负责	服务商负责
功能升级	驻场	云端

资料来源：公开资料、浦银国际

借助大客户优势，构建云生态

公司的云产品矩阵日益完善：2017 年，公司开始布局云 ERP 产品，推出了针对中小企业的云 ERP U8 Cloud；2019 年推出针对大型集团企业的云 ERP NC Cloud，并停止了 NC 产品的新客户推广；2019 年，又推出针对成长型企业的云原生 ERP Yonsuite；2020 年 8 月发布针对大型集团企业的云原生 ERP YonBIP。

大中型企业为公司贡献了绝大部分收入来源。2019 年，大中型企业贡献收入 93 %，小微企业贡献收入 7%。2019 年而大中型企业云收入 18.2 亿元，同比增长 124%；小微企业贡献收入 1.46 亿，同比增长 289%。此外，用友的大中型企业云业务的客单价为 98500 元，而小微企业的客单价仅有 1571 元。

大中型企业是公司主要客户，后发优势明显。用户自身大企业为主的客户结构决定了其在上云的早期以私有云为主，然后向混合云和公有云渗透。大企业内部结构复杂，且对数据安全要求高，上云速度或受到一定影响。但大型企业的付费能力更强，后发优势更为明显。大客户的整体上云速度不及中小企业，因此云化过程，从云收入占比来看，不及同业。但我们更看好用友云在云化过程的后期优势，因为一旦这些大客户成功上云之后，用户粘性也更强，以及选择更多的云业务模块，从而保持更高的客单价。

估值

我们采用分部加总法对其估值，对于传统软件管理业务，我们给予 35x 2021 年 P/E；对于云业务，我们给予 26x 2021 年 P/S；同时我们给予金融业务 10x 2021 年 P/E。**我们得到目标价 54 元人民币，首予“买入”评级**，对应公司整体约 15.6x P/S，潜在升幅 21%。

图表 132：用友估值-分部加总法

业务（人民币百万）	FY21E	估值方法		
	收入	分部业绩	P/E	P/S	估值
云服务业务	6,041			26	157,065
软件服务		348	35		12,196
金融业务		178	10		1,778
净现金					5,499
市值(人民币 百万)					**176,537**
股数(百万)					3,270
目标价(港元)					**54**

注：E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 133：用友远期市销率 PS



资料来源：Bloomberg、浦银国际

投资风险

数据安全隐患：大型企业或担心公有云的数据安全问题，进而会影响到企业上云的进度。

中小客户付费意愿较低：我国中小型企业平均生命周期只有 2.9 年，存活 5 年以上者不到 7%，中小企业的付费意愿直接影响着 SaaS 厂商的市场规模。

受宏观经济影响：若经济增速放缓，也会影响到不同企业在云计算方面的预算支出。

图表 134: 可比公司估值

股票代码	公司名称	市值（百万 美元）	股价（交易货币）	年内股价变动%	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国SaaS										
268 HK Equity	金蝶国际	12,050	27.0	246.3	N/A	406.0	194.3	22.7	18.4	14.4
600588 CH Equity	用友网络	22,408	44.8	105.1	182.2	133.8	104.2	16.3	13.8	10.9
2013 HK Equity	微盟集团	3,601	12.4	265.2	N/A	122.9	60.4	10.6	7.2	5.5
8083 HK Equity	中国有赞	4,874	2.2	342.4	N/A	N/A	N/A	17.2	11.3	7.6
3888 HK Equity	金山软件	7,376	41.7	107.2	11.3	35.2	27.1	8.5	6.9	5.7
909 HK Equity	明源云	12,418	50.0	202.7	236.7	165.3	108.1	46.0	33.2	23.9
002410 CH Equity	广联达	13,042	72.0	111.9	198.3	121.2	85.8	20.3	16.6	13.5
603039 CH Equity	泛微网络	3,086	95.1	127.5	109.8	87.6	66.6	13.2	9.9	7.6
300628 CH Equity	亿联网络	9,403	68.1	41.2	45.9	35.1	27.3	22.8	17.5	13.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
688365 CH Equity	光云科技	1,766	28.8	166.8	44.7	38.7	29.9	21.5	18.1	14.8
002467 CH Equity	二六三	1,224	5.9	9.1	15.5	32.7	29.4	7.8	7.3	6.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
002153 CH Equity	石基信息	5,149	31.5	(19.4)	122.9	74.7	57.1	9.5	8.2	7.2
600570 CH Equity	恒生电子	16,188	101.4	69.6	86.0	67.9	54.1	24.3	19.9	16.7
平均				**113.7**	**98.5**	**100.8**	**65.2**	**17.9**	**14.0**	**11.0**
海外SaaS										
CRM US Equity	SALESFORCE.COM	208,200	227.4	38.9	78.5	49.0	63.5	12.2	9.9	8.2
ZM US Equity	ZOOM VIDEO COM-A	116,122	406.0	490.3	1,498.2	140.5	137.6	190.2	45.0	33.7
SHOP US Equity	SHOPIFY INC - A	143,124	1,171.0	196.8	317.4	324.0	241.2	50.4	38.4	28.5
NOW US Equity	SERVICENOW INC	110,315	565.4	96.3	124.6	101.9	79.9	24.6	19.7	15.8
SQ US Equity	SQUARE INC - A	106,173	235.5	268.8	309.8	209.3	128.5	11.3	8.4	7.2
WDAY US Equity	WORKDAY INC-A	57,934	241.4	45.8	134.5	89.6	83.1	16.0	13.5	11.5
VEEV US Equity	VEEVA SYSTEMS-A	41,761	275.7	99.0	126.8	96.5	87.8	38.3	28.9	24.3
TWLO US Equity	TWILIO INC - A	55,105	365.0	267.4	3,093.5	3,967.7	831.5	33.0	24.9	19.0
DOCU US Equity	DOCUSIGN INC	44,960	241.0	233.3	975.7	336.6	228.9	46.6	31.6	24.0
DDOG US Equity	DATADOG INC-A	32,804	107.7	187.7	713.4	660.9	408.0	55.6	40.9	30.8
SNOW US Equity	SNOWFLAKE INC-A	94,626	334.3	171.3	N/A	N/A	N/A	N/A	164.4	87.8
平均				**193.2**	**737.2**	**597.6**	**229.0**	**47.8**	**38.7**	**26.4**

E=Bloomberg 一致预测。股价截至 2020 年 12 月 18 日，今年上市的公司为上市后股价涨幅。

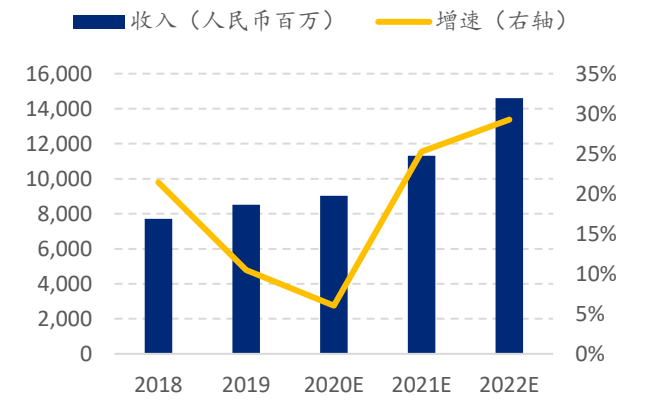
资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务分析与预测

• 财务分析及预测

我们预计用友 2020-2022 年的收入分别为 90.2 亿，113.0 亿，146.1 亿人民币，维持 20%的复合增长率，其中 SaaS 和 ERP 的三年复合增速分别为 71%和-19%。我们预计云服务业务将在 2021 年超过软件业务成为公司最大的收入来源，预计到 2022 年，SaaS 收入占比近 70%。

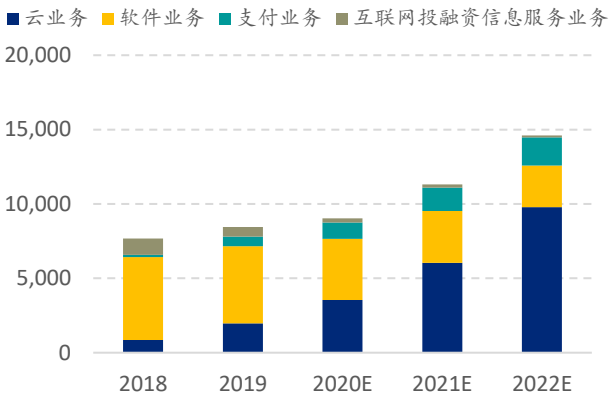
图表 135：用友收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

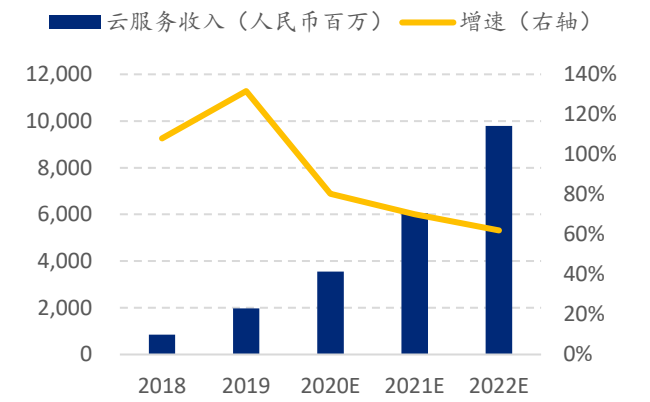
图表 136：用友收入拆分（人民币百万）



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

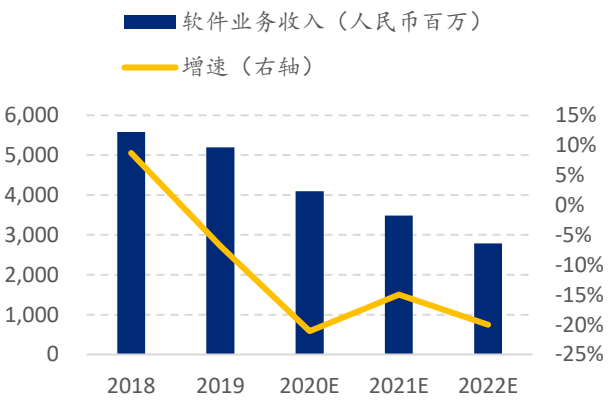
图表 137：用友云服务业务收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

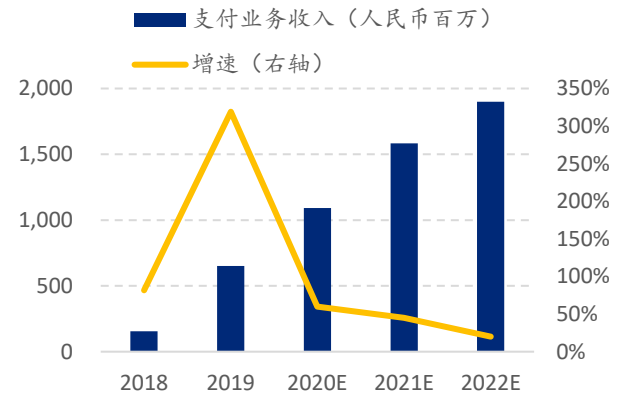
图表 138：用友软件业务收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

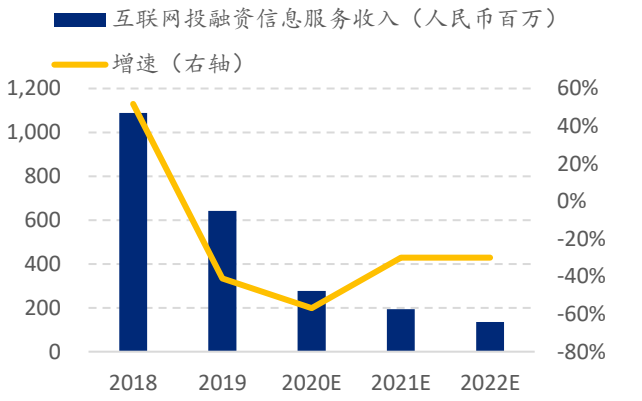
图表 139：用友支付业务收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 140：用友互联网投融资信息服务收入预测

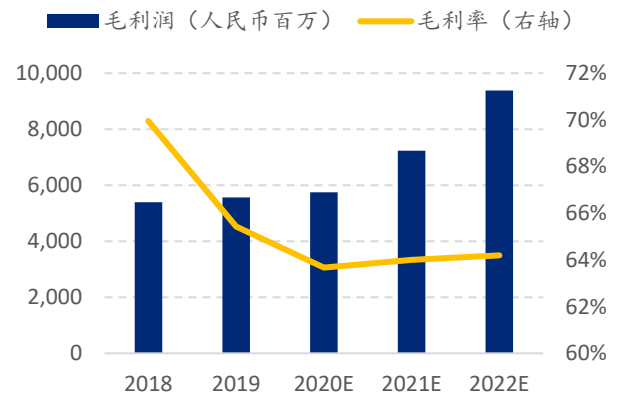


E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们预计公司 2020 年的毛利润为 57.4 亿人民币，毛利率为 63.7%；净利润为 9.8 亿人民币，净利率为 10.8%。由于公司仍处在转型期，收入结构以及收费模式的变化，利润率将承受一定压力。但长期来看，利润率会逐步改善。

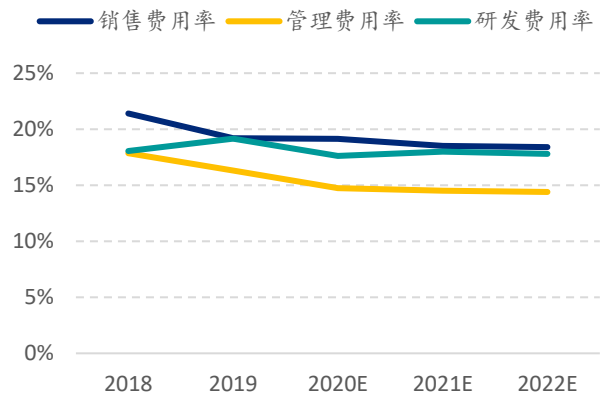
图表 141：用友毛利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

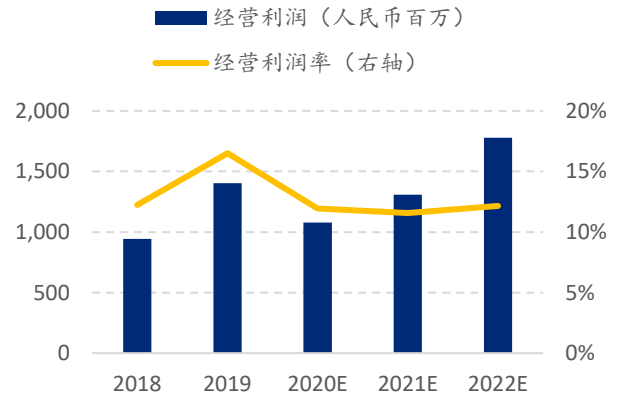
图表 142：用友三大费率预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

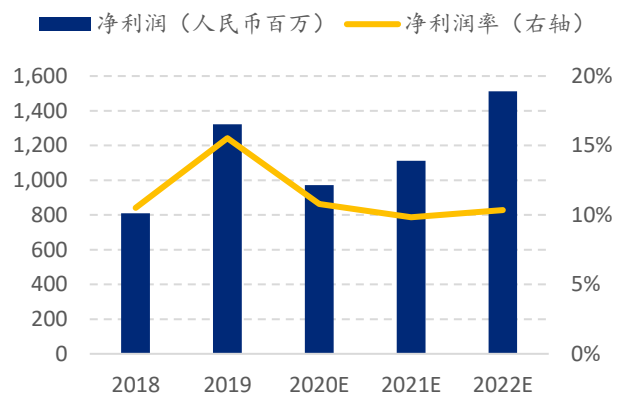
图表 143：用友经营利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 144：用友净利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

附录

• 管理层介绍

图表 145：用友部分管理团队介绍

姓名	任职情况	简历
王文京	董事长	董事长王文京先生，1988 年创建用友公司，曾任公司董事长兼总裁等职务，目前还担任畅捷通信息技术股份有限公司董事长、北京用友政务软件有限公司董事长、厦门用友烟草软件有限责任公司董事长、用友汽车信息科技（上海）股份有限公司董事长、新道科技股份有限公司董事长等职务。
郭新平	副董事长	副董事长郭新平先生，民建十一届中央委员，1989 年加入用友，曾任公司副董事长、总裁、财务总监等职务，目前还担任畅捷通信息技术股份有限公司监事会主席、用友汽车信息科技（上海）股份有限公司监事会主席、北京用友政务软件有限公司董事、厦门用友烟草软件有限责任公司董事、北京用友幸福投资管理有限公司监事等职务。
吴政平	董事	董事吴政平先生，1992 年加入用友，曾任公司董事、执行副总裁、高级副总裁、财务总监和行政总监等职务，目前还担任北京用友幸福投资管理有限公司执行董事、畅捷通信息技术股份有限公司董事、北京用友政务软件有限公司董事、厦门用友烟草软件有限责任公司董事、用友汽车信息科技（上海）股份有限公司董事等职务。
陈强兵	董事、总裁	董事、总裁陈强兵先生，1976 年 9 月出生，学士。2000 年加入用友，曾任分公司销售经理、分支机构管理总部负责人、分公司总经理、助理总裁、副总裁、高级副总裁、执行总裁、董事等职务，目前还担任用友（上海）工业互联网科技发展有限公司执行董事、新道科技股份有限公司董事等职务。
章培林	财务总监	财务总监章培林先生，2001 年加入用友，曾任公司副总经理、副总裁、高级副总裁、执行副总裁、财务总监、执行总裁等职务。
谢志华	执行副总裁	执行副总裁谢志华先生，1998 年加入用友，曾任公司研发工程师、开发部经理、NC 事业部副总经理、NC 产品本部总经理、助理总裁、副总裁、高级副总裁、执行副总裁等职务。

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 146：用友十大股东

排序	主要股东	占比(%)
1	Beijing UFSOFT	28.17
2	Shanghai UFSOFT	11.99
3	Shanghai Yibei	4.13
4	Beijing UFIDA	3.93
5	葛卫东	3.68
6	香港中央结算有限公司	3.19
7	GQC YOUFU	2.46
8	中国证券金融股份有限公司	1.87
9	Tiantong Asset Management	1.42
10	于桂珍	1.18

注：截至 2020 年 12 月 16 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表

图表 147: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
损益表					
收入	**7,703**	**8,510**	**9,022**	**11,303**	**14,610**
收入成本	(2,315)	(2,942)	(3,278)	(4,069)	(5,230)
毛利润	**5,389**	**5,567**	**5,745**	**7,234**	**9,380**
销售费用	(1,649)	(1,634)	(1,727)	(2,091)	(2,688)
管理费用	(1,375)	(1,389)	(1,329)	(1,639)	(2,104)
研发费用	(1,390)	(1,630)	(1,589)	(2,035)	(2,601)
财务费用	(110)	(118)	(129)	(162)	(209)
其他经营费用	79	608	108	-	-
经营利润	**943**	**1,405**	**1,078**	**1,308**	**1,778**
营业外收入	16	9	12	-	-
营业外支出	(9)	(10)	(5)	-	-
除税前利润	**950**	**1,404**	**1,085**	**1,308**	**1,778**
所得税开支	(140)	(83)	(113)	(196)	(267)
净利润	**810**	**1,321**	**972**	**1,111**	**1,511**
少数股东权益	198	138	(11)	-	-
本公司权益持有人	**612**	**1,183**	**984**	**1,111**	**1,511**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 148: 资产负债表和简明现金流量表

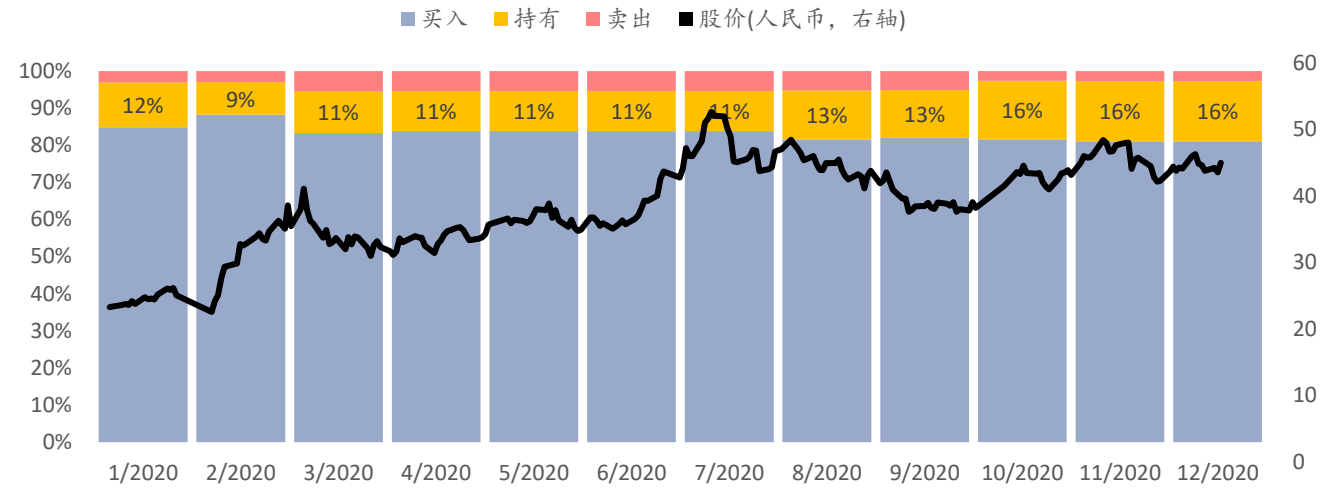
人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
资产负债表					
物业、厂房及设备	2,073	2,510	2,684	2,929	3,275
无形资产	876	870	652	489	366
其他非流动资产	3,932	3,990	3,990	3,990	3,990
非流动资产合计	6,881	7,370	7,327	7,408	7,631
存货	22	23	24	30	39
应收账款	1,390	1,234	1,309	1,639	2,119
货币资金	5,531	7,147	8,233	9,780	11,716
其他流动资产	1,398	1,764	1,764	1,764	1,764
流动资产合计	8,340	10,168	11,330	13,213	15,638
资产总额	**15,221**	**17,538**	**18,656**	**20,621**	**23,269**
实收资本	1,918	2,504	2,681	2,903	3,189
未分配利润	1,786	2,395	2,066	2,220	2,637
其他权益	2,867	2,274	3,508	4,937	6,649
本公司权益持有人应占权益	6,571	7,173	8,255	10,060	12,475
非控制性权益	1,081	1,122	1,122	1,122	1,122
权益总额	**7,652**	**8,294**	**9,376**	**11,181**	**13,597**
长期借款	172	45	45	45	45
其他非流动负债	49	87	87	87	87
非流动负债合计	221	132	132	132	132
短期借款	3,156	4,236	4,236	4,236	4,236
应付账款	456	597	633	793	1,025
其他流动负债	3,736	4,280	4,280	4,280	4,280
流动负债合计	7,348	9,112	9,148	9,308	9,540
负债总额	7,569	9,244	9,280	9,440	9,672
权益及负债总额	**15,221**	**17,538**	**18,656**	**20,621**	**23,269**
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	2,043	1,533	1,495	1,452	1,744
投资活动现金流量净额	152	(183)	(249)	(376)	(562)
融资活动所得现金流量净额	(767)	(155)	(160)	472	753
现金及现金等价物增加净额	**1,428**	**1,195**	**1,086**	**1,547**	**1,936**
期初的现金及现金等价物	3,416	4,850	6,038	7,124	8,671
现金及现金等价物的汇兑收益	6	(7)	-	-	-
年末现金及现金等价物	**4,850**	**6,038**	**7,124**	**8,671**	**10,607**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

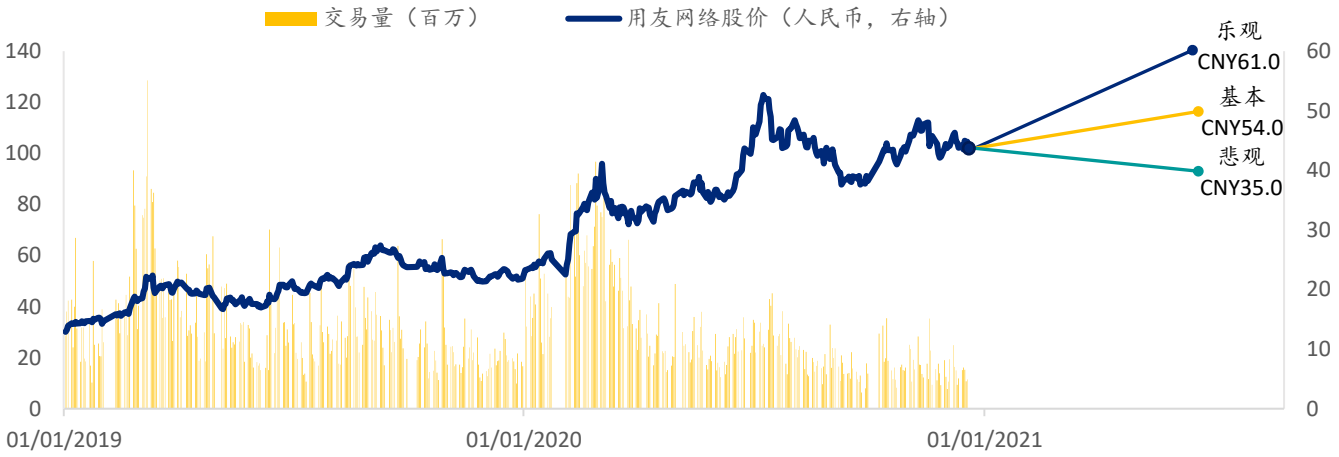
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 149：用友市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 150：用友 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：61.0 人民币	目标价：35.0 人民币
• 若云业务未来三年年均复合增长超过 75%，或带动整体收入好于预期； • ERP 市场份额进一步提升。	• 若云业务未来三年年均复合增长低于 50%，公司整体收入或不及预期； • ERP 市场份额有所下降。

资料来源：浦银国际

浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

金蝶国际（0268. HK）：破茧成蝶

我们首次覆盖金蝶国际（268. HK），给予“买入”评级，目标价为 31 港元，潜在升幅 16%。

- **云转型加速，引领云 ERP 市场：** 作为我国老牌传统 ERP 服务提供商，金蝶坚定上云步伐。公司为加速企业上云进程，主动停掉部分 ERP 服务，全面向订阅模式推进。公司预计 2020 年，云业务收入占比有望将近 60%。公司客户以中小企业为主，对云转型的接受度更高，因此金蝶上云速度，领先于同业。根据 IDC 统计，金蝶在 ERM SaaS 连续四年位居行业第一。企业上云，不只是将传统 ERP 老用户转为云客户，大量新增用户进一步打开市场空间。企业上云是长期趋势，云业务是公司未来的主要增长点。我们预计公司收入未来三年年均复合增长 19%，其中云业务复合增长 51%。

- **过渡期利润承压，未来可期：** 公司仍处在转型期，由于业务模式和收入结构的变化，利润率在短期内仍将承压。公司将加大研发投入推出新品以及相应市场推广。根据美国 SaaS 巨头经验，完成转型之后，利润率通常能较转型前大幅提升。目前来看，围绕云业务增长的相关指标则更为关键。

- **估值：** 我们首次覆盖金蝶国际，给予“买入”评级。我们采用分部加总法对其估值，对于传统软件管理业务，我们给予 35x 2021 年 P/E；对于云业务，我们给予 26x 2021 年 P/S。目标价 31.0 港元，对应公司整体约 21x 2021 年 P/S，潜在升幅 16%。

- **投资风险：** 云业务盈利不及预期；经济增速放缓，或影响企业的云服务相关采购。

图表 151：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,809	3,326	3,462	4,387	5,616
营收增速	*21.9%*	*18.4%*	*4.1%*	*26.7%*	*28.0%*
净利润	409	366	(117)	1	254
净利率	*14.6%*	*11.0%*	*-3.4%*	*0.0%*	*4.5%*
EPS（人民币元）	0.13	0.12	(0.03)	0.00	0.07
目标 PS(x)			26.6	21.0	16.4

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

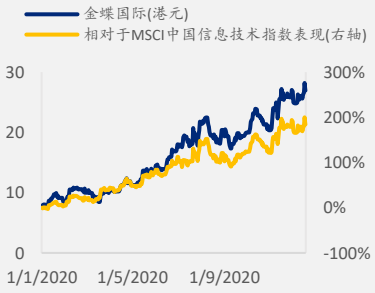
评级	买入
目标价（港元）	31.0
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价（港元）	27.0
52 周内股价区间（港元）	7.7-28.5
总市值（百万港元）	93,413
近 3 月日均成交额(百万)	427

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



截至 2020 年 12 月 18 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦銀國際 SPDB INTERNATIONAL
本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

金蝶国际（0268. HK）：破茧成蝶 101

云转型，SaaS 收入占比稳步提升 104

预计 2020 年云收入占比提升至 60% 104

“上云”带来增量客户，打开市场空间 105

金蝶 vs.用友，中小企业引领“上云” 107

估值 110

投资风险 111

财务分析及预测 112

财务分析及预测 112

附录 114

公司背景 114

财务报表 115

SPDBI 乐观与悲观情景假设 117

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**2,809**	**3,326**	**3,462**	**4,387**	**5,616**
收入成本	(514)	(652)	(819)	(1,009)	(1,235)
毛利	**2,294**	**2,674**	**2,643**	**3,378**	**4,380**
销售费用	(1,491)	(1,644)	(1,898)	(2,325)	(2,808)
行政费用	(334)	(386)	(459)	(570)	(674)
研发费用	(405)	(587)	(773)	(877)	(1,011)
其他收入	390	368	369	400	400
经营盈利	**453**	**424**	**(117)**	**5**	**288**
财务收入	29	20	21	26	34
财务成本	(30)	(14)	(14)	(30)	(39)
其他盈利（亏损）	(4)	(33)	(2)	-	-
除税前盈利	**448**	**396**	**(112)**	**1**	**282**
所得税开支	(39)	(30)	(5)	(0)	(28)
已终止经营净利润	-	-	-	-	-
年度盈利	**409**	**366**	**(117)**	**1**	**254**
少数股东权益	(3)	(7)	(18)	-	-
本公司权益持有人	**412**	**373**	**(99)**	**1**	**254**

现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
除税前盈利	448	396	(112)	1	282
折旧	42	30	34	34	34
摊销	306	430	445	470	493
其他经营现金流	110	106	(32)	(27)	(55)
经营现金流	**906**	**963**	**334**	**478**	**755**
购买固定资产	(34)	(33)	(34)	(35)	(37)
购买无形资产	(372)	(476)	(496)	(516)	(537)
购买金融资产	(122)	(360)	(375)	(390)	(406)
其他投资现金流	142	316	-	-	0
投资现金流	**(386)**	**(553)**	**(904)**	**(941)**	**(980)**
借款	70	(102)	(67)	(45)	(30)
分派股息	(42)	(33)	(30)	9	(0)
其他融资现金流	(168)	167	-	-	-
融资现金流	**(140)**	**33**	**(97)**	**(35)**	**(30)**
现金及现金等价物净流量	**380**	**443**	**(667)**	**(498)**	**(255)**
年初现金及现金等价物	1,057	1,453	1,899	1,232	733
汇率变动影响	16	3	-	-	-
年末现金及现金等价物	**1,453**	**1,899**	**1,232**	**733**	**479**

资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
不动产、工厂及设备	490	547	547	549	552
无形资产	900	923	977	1,026	1,073
金融资产	427	429	803	1,193	1,600
其他非流动资产	2,602	2,280	2,277	2,274	2,272
非流动资产合计	**4,419**	**4,179**	**4,605**	**5,042**	**5,496**
存货	8	7	8	8	8
应收账款及其他应收款	287	308	321	334	348
现金及现金等价物	1,453	1,899	1,232	733	479
其他流动资产	1,412	2,027	2,027	2,027	2,027
流动资产合计	**3,160**	**4,241**	**3,587**	**3,103**	**2,862**
资产总额	**7,579**	**8,420**	**8,192**	**8,145**	**8,357**
留存收益	1,918	2,257	2,071	2,042	2,257
其他权益	3,548	3,730	3,730	3,730	3,730
本公司权益持有人应占权益	**5,466**	**5,987**	**5,801**	**5,772**	**5,986**
非控制性权益	67	159	159	159	159
权益总额	**5,533**	**6,146**	**5,960**	**5,931**	**6,145**
非流动负债合计	**179**	**276**	**276**	**276**	**276**
应付贸易账款	581	616	641	667	695
借款	301	200	132	88	58
其他流动负债	985	1,183	1,183	1,183	1,183
流动负债合计	**1,867**	**1,998**	**1,956**	**1,938**	**1,936**
负债总额	**2,046**	**2,274**	**2,233**	**2,214**	**2,212**
权益及负债总额	**7,579**	**8,420**	**8,192**	**8,145**	**8,357**

主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
盈利增速					
营业收入增速	21.9%	18.4%	4.1%	26.7%	28.0%
毛利润增速	22.3%	16.5%	-1.1%	27.8%	29.7%
经营利润增速	7.7%	-6.5%	NM	NM	5463.8%
净利润增速	26.5%	-10.6%	NM	NM	18478.9%
盈利能力比率					
毛利率	81.7%	80.4%	76.3%	77.0%	78.0%
经营利润率	16.1%	12.7%	-3.4%	0.1%	5.1%
净利率	14.6%	11.0%	-3.4%	0.0%	4.5%
每股指标（元）					
基本EPS	0.13	0.12	-0.03	0.00	0.07
摊薄EPS	0.13	0.12	-0.03	0.00	0.07
每股指标增速					
基本EPS增速	17.9%	-10.2%	NM	NM	18478.9%
摊薄EPS增速	17.9%	-10.2%	NM	NM	18478.9%
估值（倍）					
目标P/S			26.6	21.0	16.4
目标P/B			15.5	15.5	15.0

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

金蝶国际（3888. HK）：破茧成蝶

作为我国老牌传统 ERP 服务提供商，金蝶坚定上云步伐。公司预计 2020 年，云业务收入占比有望接近 60%。公司客户以中小企业为主，对云转型的接受度更高，因此金蝶上云速度，领先于同业。根据 IDC 统计，金蝶在 ERM SaaS 连续四年位居行业第一。企业上云，不只是将传统 ERP 老用户转为云客户，同时还吸引了大量新增用户以进一步打开市场空间。企业上云是长期趋势，云业务是公司未来的主要增长点，我们预计未来三年年均复合增长 51%。公司仍处在转型期，由于业务模式和收入结构的变化，利润率在短期内仍将承压。目前来看，围绕云业务增长的相关指标则更为关键。

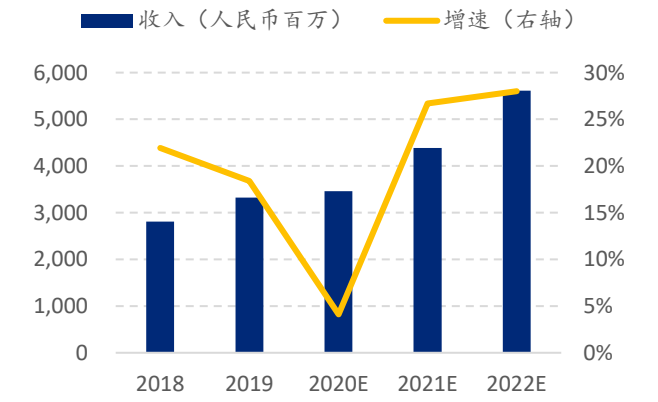
云转型，SaaS 收入占比稳步提升

- **预计 2020 年云收入占比提升至 60%**

公司加快云转型步伐。根据今年半年报显示，金蝶云服务业务同比增长 45%，占整体收入的 57.5%。公司管理层此前预计全年云业务收入占比将超过 60%。云业务是公司收入的增长驱动，我们预计未来三年云业务年均复合增长 51%，到 2022 年，收入占比有望提升至 80%。

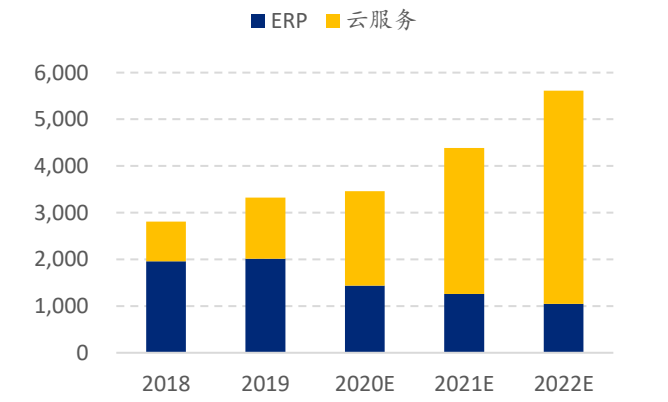
为了推动企业上云，公司主动调整模式，停掉部分传统 ERP 服务，坚定上云决心。今年上半年传统 ERP 同比下滑 37%，整体收入同比下降 7%。

图表 152：金蝶云收入增速



E=浦银国际预测 资料来源：公司财报、浦银国际

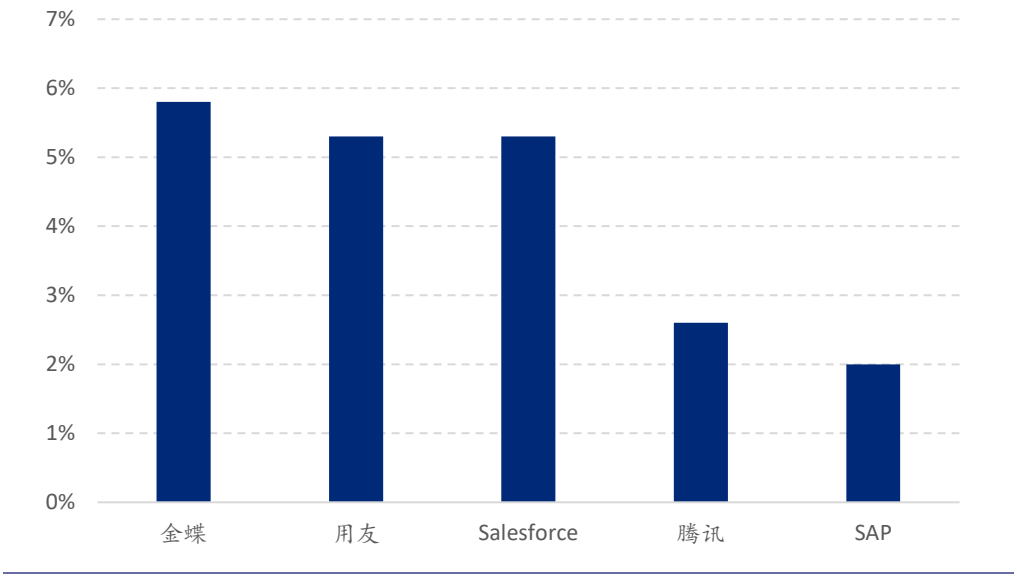
图表 153：金蝶云收入占比持续提升



E=浦银国际预测 资料来源：公司财报、浦银国际

金蝶云引领云 ERP 市场。在公司的大力推动下，云业务保持快速增长，云业务收入占比也领先于同业。根据 IDC 报告，金蝶 4 年蝉联企业 SaaS ERM 及财务云占比第一。疫情进一步推动了我国企业上云的进程，加之受益于国产替代趋势，龙头 SaaS 企业有望进一步抢占市场份额。

图表 154：中国企业级 SaaS 市场 Top5 厂商市场份额（1H20）



资料来源：IDC、浦银国际

• “上云”带来增量客户，打开市场空间

新用户的开拓进一步打开未来市场空间。目前，星空已经拥有 13800 多家客户，客户续费率 90%。金蝶云的客户，不只是将原有的传统老 ERP 客户转化为云客户，新增客户量也很可观，其中 90%是新客户。

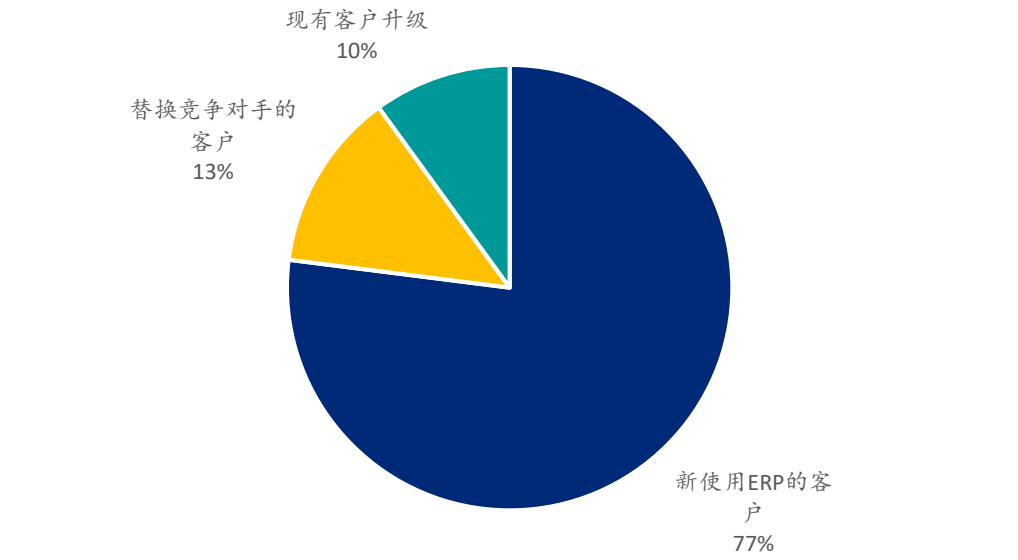
图表 155：金蝶产品

客户类型	本地部署	云业务
大型企业	EAS	金蝶云苍穹
中型企业	K/3	金蝶云星空
小型企业	KIS	精斗云

资料来源：公司资料、浦银国际

在金蝶云星空客户中，77%的企业是新使用 ERP 的客户，13%是替换竞争对手的客户，10%源于现有客户的升级。 此外，有 32%客户选择两种以上金蝶的解决方案，17%的客户选择金蝶的三种以上解决方案，随着客户对云服务的接受程度的提高，未来会采用服务模块也会逐渐增加，进而提升客单价。

图表 156：金蝶云星空客户来源



资料来源：公司资料、浦银国际

苍穹的推出，进一步向大型客户渗透，有望提升公司整体 ARPU。苍穹主要承担大企业数字共生平台业务，包括平台云、财务云、税务云、企业绩效云等服务。云苍穹的客户中，PaaS 平台客户比例高达 87%。金蝶的 PaaS 平台兼具 SaaS 和 PaaS 功能，通过微服务、容器等组件化方式，能够满足客户的定制化需求，从而进一步向大型客户渗透。随着大型客户占比的提升，公司云业务的整体客单价也将继续提升。

2019 年云苍穹新增客户数 130 家，平均合同金额超过 150 万。在苍穹上，有 60%的客户使用公有云，40%的客户选择使用混合云部署。近期，金蝶发布苍穹 3.0，在 PaaS 层面，将提供更高可靠的企业级云原生 PaaS、企业级数据服务平台和供应链业务中台，助力从 ERP 向 EBC 转型。

金蝶 vs.用友，中小企业引领“上云”

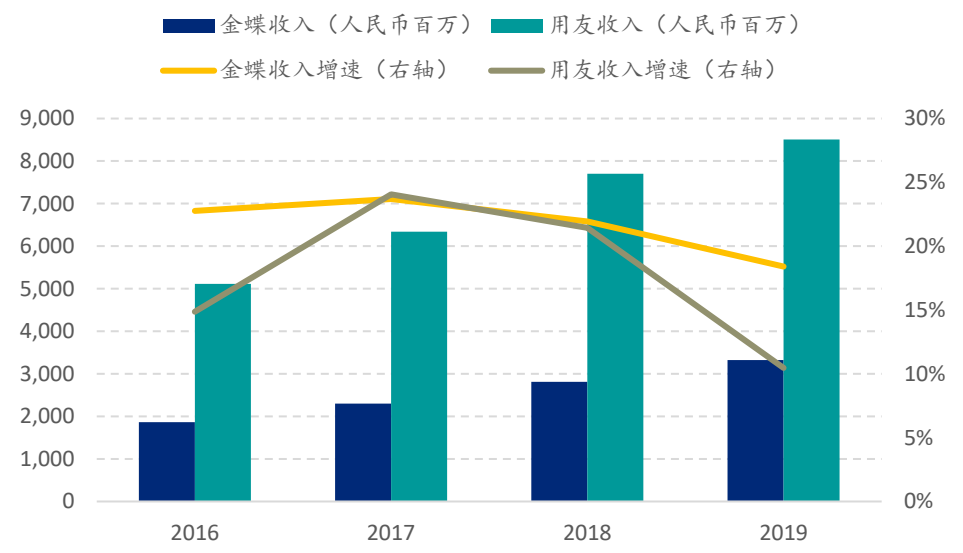
金蝶和用友是我国传统 ERP 厂商的两大龙头，从收入规模来看，用友要大于金蝶。而从上云的进程（云收入占比）来看，金蝶的则相对领先，主要由于金蝶过去中小客户占比较高，对云的接受程度会更高。大型企业由于对数据安全的考虑，仍偏向于私有云，内部流程复杂也导致在转云的过程中需要更长时间。

金蝶上云重要节点：
2013 年：发布针对中小型企业的云 ERP K3 Cloud，即后期的云星空；
2018 年：发布针对大型集团企业的云原生 PaaS 平台云苍穹；
2020 年：停止了 K3 WISE 和 KIS 等售卖，加速上云步伐。

用友上云重要节点：
2017 年：发布针对中小企业的云 ERP U8 Cloud；
2019 年：发布针对大型集团企业的云 ERP NC Cloud，停止 NC 新客户推广；
2019 年：发布针对成长型企业的云原生 ERP Yonsuite；
2020 年：发布针对大型集团企业的云原生 ERP YonBIP。

收入规模：金蝶 2019 年收入为 33.3 亿人民币，同比增长 18%；用友 2019 年收入为 85.1 亿人民币，同比增长 10%。

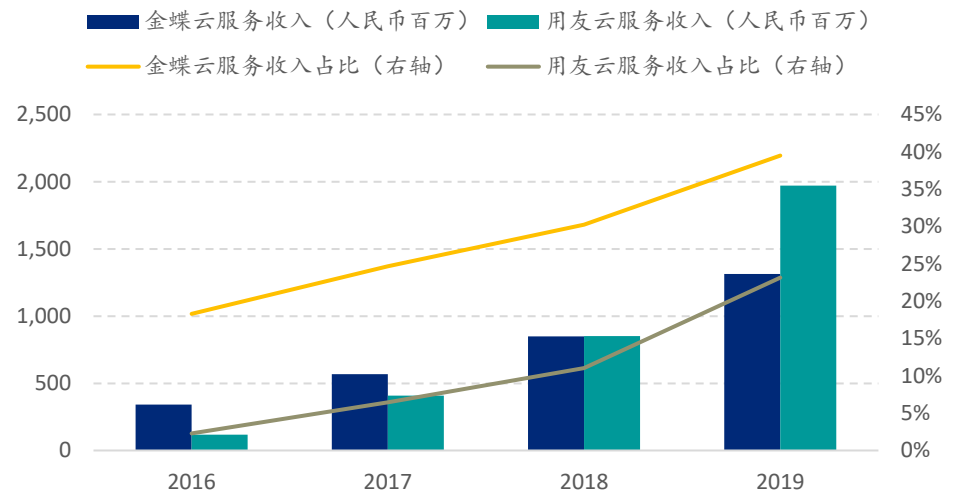
图表 157：金蝶用友收入对比



资料来源：公司财报、浦银国际

云收入规模及占比：金蝶 2019 年云业务收入为 13.1 亿人民币，同比增长 55%，收入占比为 39%；用友 2019 年云业务收入为 19.7 亿人民币，同比增长 132%，收入占比为 23%。

图表 158：金蝶用友云业务收入对比



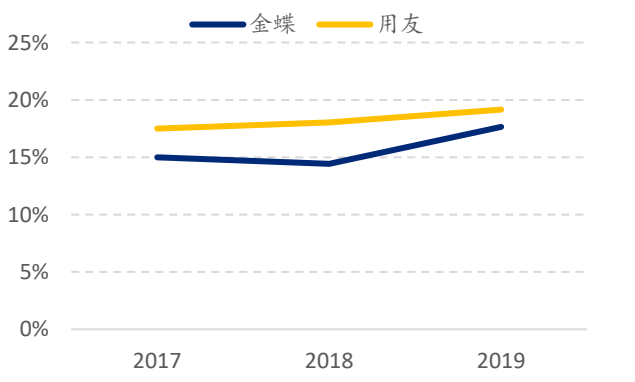
资料来源：公司财报、浦银国际

费率对比：

2019 年，金蝶毛利率为 80.4%；用友同期毛利率为 65.4%；
2019 年，金蝶研发费率为 17.6%；用友同期研发费率为 19.2%；
2019 年，金蝶销售费率为 49.4%；用友同期销售费率为 19.2%；
2019 年，金蝶经营利润率为 12.7%；用友同期经营利润率为 16.5%

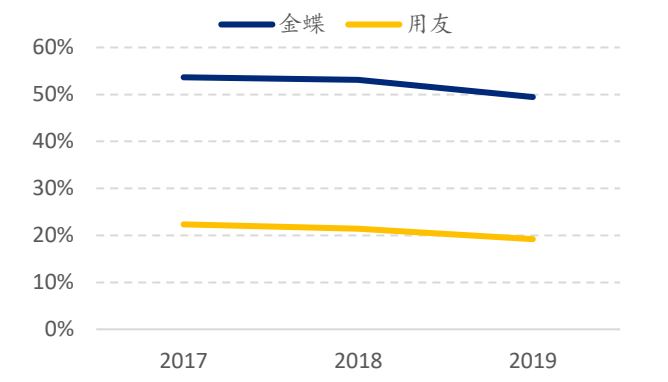
用友由于大客户较多，且多定制化，毛利率偏低。

图表 159：研发费率对比



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 160：销售费率对比



资料来源：公司财报、浦银国际

客户结构：在传统 ERP 业务方面，金蝶主打中小客户，再逐步向大型企业渗透；而用友的大客户占比较高，大型企业由于对数据安全的考虑，仍偏向于私有云，内部流程复杂也导致在转云的过程中需要更长时间。

产品布局：金蝶的产品以公有云部署或混合云为主；而用友由于以大客户为主，私有云部署占比较高。

图表 161：金蝶 vs 用友

维度	金蝶	用友
成立时间	1999 年	1995 年
2019 年收入	33 亿元人民币	85 亿元人民币
2019 年云服务收入	13 亿，占比 39%	20 亿，占比 23%
软件产品		
大型	EAS	NC 系列、PLM 系列
中型	K3	U 系列
小型	KIS	T 系列
云产品		
大型	苍穹	NC Cloud
中型	星空	U8 Cloud
小型	精斗云	YonSuite

资料来源：公司资料、浦银国际

估值

我们采用分部加总法对其估值，对于传统软件管理业务，我们给予 35x 2021 年 P/E；对于云业务，给予 26x 2021 年 P/S；给予投资物业 10x 2021 年 P/E。**我们给出目标价 31 港元，首予“买入”评级，**对应公司整体约 21x 2021 年 P/S，潜在升幅 16%。

图表 162: 金蝶估值-分部加总法

业务（人民币百万）	FY21E		估值方法		
	收入	分部业绩	P/E	P/S	估值
ERP 业务		278	35		9,715
云业务	3,125			26	81,259
投资性物业		52	10		520
净现金					646
市值(人民币 百万)					**92,139**
港币/人民币					0.85
市值(港元 百万)					**108,398**
股数(百万)					3,466
目标价(港元)					**31**

注：E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 163: 金蝶远期市销率 P/S



资料来源：Bloomberg、浦银国际

投资风险

若宏观经济放缓，或影响企业在软件服务方面的支出；

若 SaaS 业务的续费率不及预期，将影响到公司的收入增速；

若公司持续加大对云业务的投入，利润率面临压力。

图表 164：可比公司估值

股票代码	公司名称	市值（百万 美元）	股价（交易货币）	年内股价变动%	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国SaaS										
268 HK Equity	金蝶国际	12,050	27.0	246.3	N/A	406.0	194.3	22.7	18.4	14.4
600588 CH Equity	用友网络	22,408	44.8	105.1	182.2	133.8	104.2	16.3	13.8	10.9
2013 HK Equity	微盟集团	3,601	12.4	265.2	N/A	122.9	60.4	10.6	7.2	5.5
8083 HK Equity	中国有赞	4,874	2.2	342.4	N/A	N/A	N/A	17.2	11.3	7.6
3888 HK Equity	金山软件	7,376	41.7	107.2	11.3	35.2	27.1	8.5	6.9	5.7
909 HK Equity	明源云	12,418	50.0	202.7	236.7	165.3	108.1	46.0	33.2	23.9
002410 CH Equity	广联达	13,042	72.0	111.9	198.3	121.2	85.8	20.3	16.6	13.5
603039 CH Equity	泛微网络	3,086	95.1	127.5	109.8	87.6	66.6	13.2	9.9	7.6
300628 CH Equity	亿联网络	9,403	68.1	41.2	45.9	35.1	27.3	22.8	17.5	13.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
688365 CH Equity	光云科技	1,766	28.8	166.8	44.7	38.7	29.9	21.5	18.1	14.8
002467 CH Equity	二六三	1,224	5.9	9.1	15.5	32.7	29.4	7.8	7.3	6.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
002153 CH Equity	石基信息	5,149	31.5	(19.4)	122.9	74.7	57.1	9.5	8.2	7.2
600570 CH Equity	恒生电子	16,188	101.4	69.6	86.0	67.9	54.1	24.3	19.9	16.7
平均				**113.7**	**98.5**	**100.8**	**65.2**	**17.9**	**14.0**	**11.0**
海外SaaS										
CRM US Equity	SALESFORCE.COM	208,200	227.4	38.9	78.5	49.0	63.5	12.2	9.9	8.2
ZM US Equity	ZOOM VIDEO COM-A	116,122	406.0	490.3	1,498.2	140.5	137.6	190.2	45.0	33.7
SHOP US Equity	SHOPIFY INC - A	143,124	1,171.0	196.8	317.4	324.0	241.2	50.4	38.4	28.5
NOW US Equity	SERVICENOW INC	110,315	565.4	96.3	124.6	101.9	79.9	24.6	19.7	15.8
SQ US Equity	SQUARE INC - A	106,173	235.5	268.8	309.8	209.3	128.5	11.3	8.4	7.2
WDAY US Equity	WORKDAY INC-A	57,934	241.4	45.8	134.5	89.6	83.1	16.0	13.5	11.5
VEEV US Equity	VEEVA SYSTEMS-A	41,761	275.7	99.0	126.8	96.5	87.8	38.3	28.9	24.3
TWLO US Equity	TWILIO INC - A	55,105	365.0	267.4	3,093.5	3,967.7	831.5	33.0	24.9	19.0
DOCU US Equity	DOCUSIGN INC	44,960	241.0	233.3	975.7	336.6	228.9	46.6	31.6	24.0
DDOG US Equity	DATADOG INC-A	32,804	107.7	187.7	713.4	660.9	408.0	55.6	40.9	30.8
SNOW US Equity	SNOWFLAKE INC-A	94,626	334.3	171.3	N/A	N/A	N/A	N/A	164.4	87.8
平均				**193.2**	**737.2**	**597.6**	**229.0**	**47.8**	**38.7**	**26.4**

E=Bloomberg 一致预测。股价截至 2020 年 12 月 18 日，今年上市的公司为上市后股价涨幅。

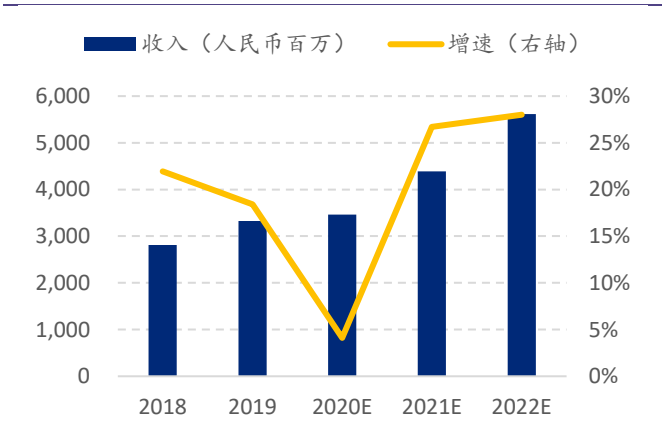
资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务分析及预测

• 财务分析及预测

我们预测未来三年公司收入年均复合增长 19%，2020-2022 年收入分别为 34.6 亿、43.9 亿和 56.2 亿人民币。我们预测 SaaS 和 ERP 业务的未来三年年均复合增速分别为 51%和-19%。云业务收入占比将逐步提高，至 2022 年占比超过 80%。

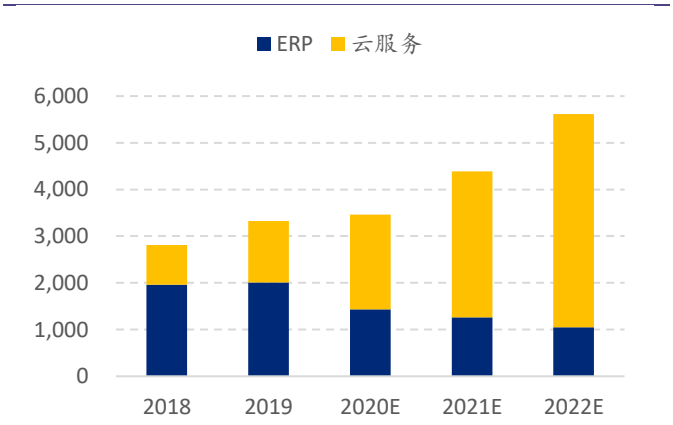
图表 165：金蝶收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

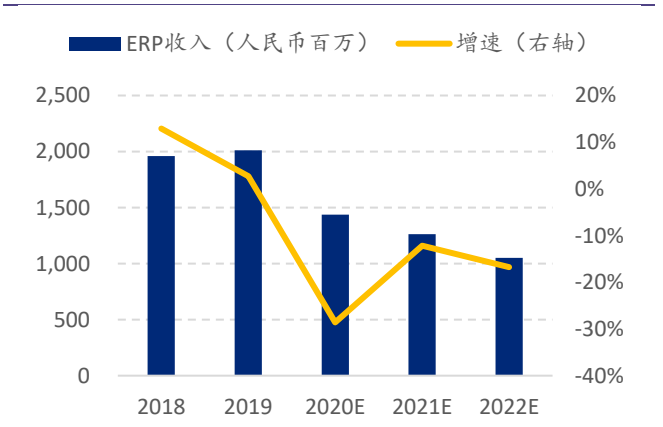
图表 166：金蝶收入结构（人民币百万）



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

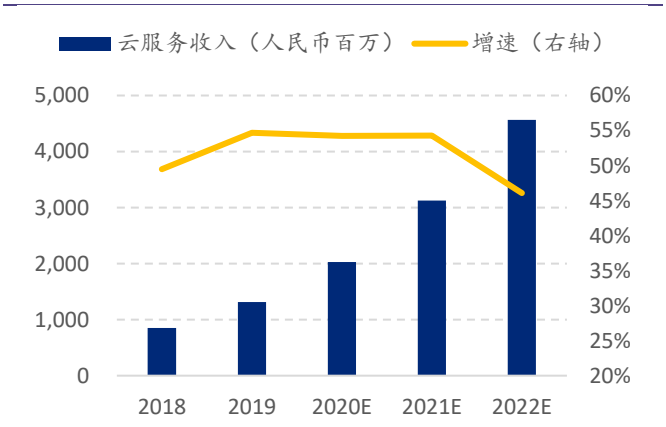
图表 167：金蝶 ERP 收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 168：金蝶云服务收入预测

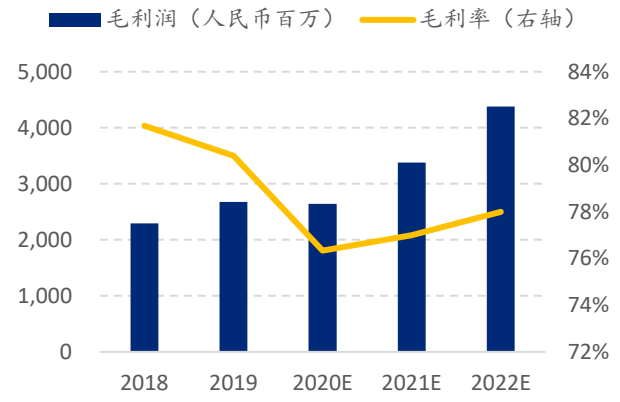


E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们预计公司 2020 年毛利润为 26.4 亿人民币，毛利率 76.3%。由于公司仍处在转型期，收入结构以及收费模式的变化，利润率将承受一定压力。我们预计今年经营利润和净利润将录得亏损。但长期来看，净利润率将逐步改善，预计 2021 年可以扭亏，至 2022 年净利润达到 2.5 亿人民币，对应净利润率为 4.5%。

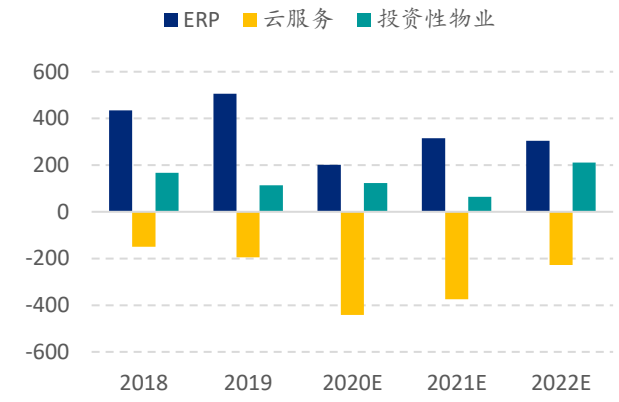
图表 169: 金蝶毛利润及毛利率预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

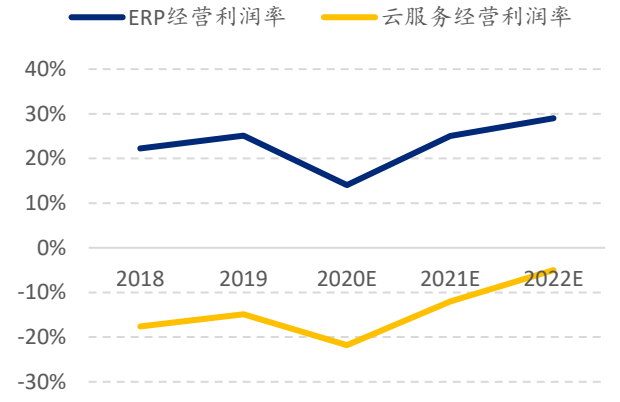
图表 170: 金蝶分部业务经营利润预测（人民币百万）



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

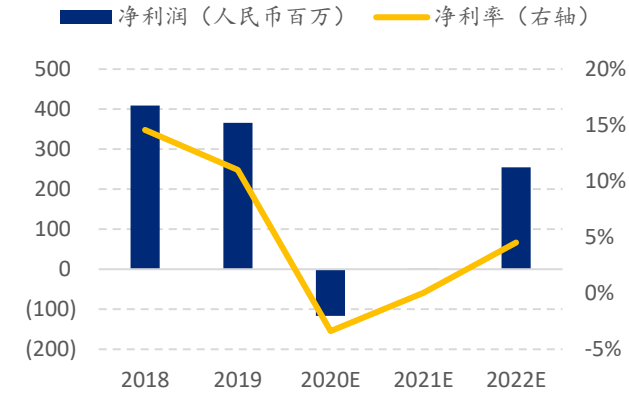
图表 171: 金蝶分部经营利润率预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 172: 金蝶净利润预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

附录

• 公司背景

图表 173：金蝶部分管理团队介绍

姓名	任职情况	简历
徐少春	金蝶集团董事会主席兼 CEO	徐少春，金蝶国际软件集团创始人、董事会主席兼首席执行官，中国管理模式 50 人论坛创始发起人。徐少春先生毕业于东南大学计算机科学与工程系电子计算机专业，并取得财政部财政科学研究所会计学硕士及中欧国际商学院工商管理硕士学位。
林波	金蝶集团执行董事、首席财务官兼副总裁	林先生毕业于厦门大学计算机专业，于一九九七年加入本集团，先后担任福建省区总经理、集团运营管理部总经理、集团战略发展部总监等职位。在战略规划、营销管理及财务管理等方面拥有丰富经验。
沈崇锋	金蝶软件（中国）有限公司总裁	沈先生，毕业于长春科技大学（现吉林大学），获工程专业工科硕士学位。沈先生加盟金蝶前，曾任长春科技大学讲师。1998 年加盟金蝶，先后担任深圳分公司部门经理、东莞分公司总经理、深圳分公司总经理、华南区总经理、金蝶中国高级副总裁、上海管易云计算软件有限公司总裁，现任金蝶软件（中国）有限公司总裁。加盟金蝶 22 年来，沈先生在金蝶一线关键经营管理岗位做出了重要贡献，在企业经营管理方面具有丰富的理论与实践经验。
李光学	金蝶中国高级副总裁	李先生毕业于中国海洋大学。于一九九五年加入本集团，先后在公司从事研发管理、服务管理、营销管理、人力资源与信息管理等工作并担任重要职务。
张良杰	集团首席科学家	张先生现为 ACM 杰出科学家，并受聘为武汉大学软件工程国家重点实验室、北京邮电大学网络技术研究院和北京大学软件所客座教授，同时担任中国旅美科技协会大纽约分会会长、国际电气电子工程师协会计算机学会服务计算专业委员会主任、IEEE 服务计算汇刊总编辑及多个现代服务业与互联网服务领域顶级学术会议的执行委员会主席，拥有 40 项发明专利并发表了 140 多篇科技论文。
章勇	金蝶中国高级副总裁	章先生毕业于中欧国际工商管理学院。章先生于一九九五年加入本集团，先后担任上海分公司总经理、华东区总经理，在公司市场和营销管理等工作担任重要职务，有丰富的市场营销与团队管理经验。现任上海市普陀区第十二届政协委员。

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 174：金蝶十大股东

排序	主要股东	占比(%)
1	Oriental Gold	11.15
2	Billion Ocean	8.54
3	BlackRock	6.19
4	FMR	6.04
5	JD Oriental Investment	5.78
6	JPMorgan	5.12
7	Capital Group Cos Inc	4.83
8	Citigroup	4.77
9	Vanguard	2.78
10	Morgan Stanley	2.76

注：截至 2020 年 12 月 16 日　资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表

图表 175: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
损益表					
收入	**2,809**	**3,326**	**3,462**	**4,387**	**5,616**
收入成本	(514)	(652)	(819)	(1,009)	(1,235)
毛利	**2,294**	**2,674**	**2,643**	**3,378**	**4,380**
销售费用	(1,491)	(1,644)	(1,898)	(2,325)	(2,808)
行政费用	(334)	(386)	(459)	(570)	(674)
研发费用	(405)	(587)	(773)	(877)	(1,011)
其他收入	390	368	369	400	400
经营盈利	**453**	**424**	**(117)**	**5**	**288**
财务收入	29	20	21	26	34
财务成本	(30)	(14)	(14)	(30)	(39)
其他盈利（亏损）	(4)	(33)	(2)	-	-
除税前盈利	**448**	**396**	**(112)**	**1**	**282**
所得税开支	(39)	(30)	(5)	(0)	(28)
已终止经营净利润	-	-	-	-	-
年度盈利	**409**	**366**	**(117)**	**1**	**254**
少数股东权益	(3)	(7)	(18)	-	-
本公司权益持有人	**412**	**373**	**(99)**	**1**	**254**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 176: 资产负债表和简明现金流量表

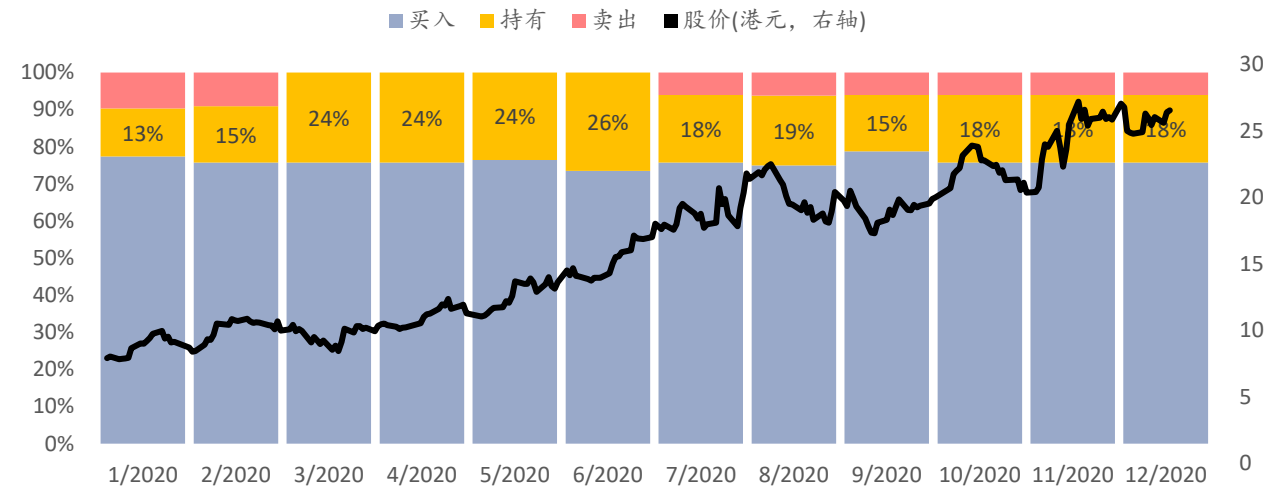
人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
资产负债表					
不动产、工厂及设备	490	547	547	549	552
无形资产	900	923	977	1,026	1,073
金融资产	427	429	803	1,193	1,600
其他非流动资产	2,602	2,280	2,277	2,274	2,272
非流动资产合计	**4,419**	**4,179**	**4,605**	**5,042**	**5,496**
存货	8	7	8	8	8
应收账款及其他应收款	287	308	321	334	348
现金及现金等价物	1,453	1,899	1,232	733	479
其他流动资产	1,412	2,027	2,027	2,027	2,027
流动资产合计	**3,160**	**4,241**	**3,587**	**3,103**	**2,862**
资产总额	**7,579**	**8,420**	**8,192**	**8,145**	**8,357**
留存收益	1,918	2,257	2,071	2,042	2,257
其他权益	3,548	3,730	3,730	3,730	3,730
本公司权益持有人应占权益	**5,466**	**5,987**	**5,801**	**5,772**	**5,986**
非控制性权益	67	159	159	159	159
权益总额	**5,533**	**6,146**	**5,960**	**5,931**	**6,145**
非流动负债合计	**179**	**276**	**276**	**276**	**276**
应付贸易账款	581	616	641	667	695
借款	301	200	132	88	58
其他流动负债	985	1,183	1,183	1,183	1,183
流动负债合计	1,867	1,998	1,956	1,938	1,936
负债总额	**2,046**	**2,274**	**2,233**	**2,214**	**2,212**
权益及负债总额	**7,579**	**8,420**	**8,192**	**8,145**	**8,357**
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	906	963	334	478	755
投资活动现金流量净额	(386)	(553)	(904)	(941)	(980)
融资活动所得现金流量净额	(140)	33	(97)	(35)	(30)
现金及现金等价物增加净额	**380**	**443**	**(667)**	**(498)**	**(255)**
期初的现金及现金等价物	1,057	1,453	1,899	1,232	733
现金及现金等价物的汇兑收益	16	3	-	-	-
年末现金及现金等价物	**1,453**	**1,899**	**1,232**	**733**	**479**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 177：金蝶国际市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 178：金蝶国际 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：35.0 港元	目标价：20.0 港元
• 若云业务未来三年年均复合增长超过 65%，公司整体收入将好于预期； • 云业务的利润率进一步改善。	• 若云业务未来三年年均复合增长低于 35%，公司整体收入或不及预期； • 竞争激烈导致云业务的利润率下滑。

资料来源：浦银国际

明源云（0909.HK）：深耕地产，细水长流

我们首次覆盖明源云（909.HK），给予“买入”评级，目标价为 58 港元，潜在升幅 15%。

- **房地产开发商软件服务市场，将保持高速增长：** 中国房地产行业的软件解决方案还处于早期，渗透率较低，约 0.10%，远低于美国市场的 1.55%，未来加速渗透，到 2024 年有望提升至 0.30%。房地产开发商软件解决方案市场高速增长，2019 年至 2024 年的年均复合增长 31.0%。未来行业增长驱动主要包括：IT 软件服务支出在房地产开发商成本中占比较小，提价空间大；未来有望对单客户提供多种服务，多元 SaaS 产品将有助于客单价提升；向房地产产业链上游延伸服务。

- **细分赛道龙头，市场份额或进一步提升：** 2019 年，明源云以 18.5%的市场份额位居行业第一，接近二至五名总和。明源云拥有 17 年地产行业经验，百强房企中有 99 名是明源云的客户，贡献约 42%的营收。随着品牌的逐步确立和用户粘性的提升，市场份额或进一步向头部集中。我们预计未来三年公司收入年均复合增长 39%，其中 ERP 和 SaaS 的增长率分别为 23%和 58%。到 2022 年，公司 SaaS 收入占比有望从现在的 50%提升至 60%。

- **估值： 我们给予“买入”评级。**目标价为 58 港元，对应 2021 年 38x P/S 和 1.0x PS/G。明源云在上市后不到两个月的时间里，股价涨幅已近两倍。目前股价对应 33x 2021 年市销率，高于其他 SaaS 头部企业，也反应了市场给予其高增速和盈利能力的估值溢价。我们看好公司的长期发展，目标价对应 1.0x PS/G，与行业平均水平一致。

- **投资风险：** 房地产行业周期风险或影响收入稳定性；行业竞争激烈或影响云业务的盈利预期。

图表 179：盈利预测和财务指标

人民币币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	913	1,264	1,747	2,486	3,413
营收增速	*57.5%*	*38.5%*	*38.2%*	*42.3%*	*37.3%*
调整后净利润	163	236	427	550	836
调整后净利率	*17.9%*	*18.7%*	*24.5%*	*22.1%*	*24.5%*
调整后 EPS（人民币元）	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
目标 PS(x)			54.1	38.0	27.7

E=浦银国际预测 资料来源：Bloomberg、浦银国际

评级	买入
目标价（港元）	58.0
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价（港元）	50.0
52 周内股价区间（港元）	25-54
总市值（百万港元）	96,261
近 3 月日均成交额(百万)	438

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



截至 2020 年 12 月 18 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

明源云（0909. HK）：深耕地产，细水长流 118

房地产软件服务行业，处于黄金赛道 121

房地产软件服务行业，将保持高速增长 121

行业趋势展望 123

行业龙头，市占率有望进一步提升 124

行业龙头，市占率位居行业第一 124

多元 SAAS 产品，有望推动客单价提升 125

估值 127

投资风险 127

财务分析及预测 129

附录 131

管理层介绍 131

财务报表 132

SPDBI 乐观与悲观情景假设 134

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	**913**	**1,264**	**1,747**	**2,486**	**3,413**
收入成本	(177)	(269)	(350)	(464)	(552)
毛利润	**736**	**995**	**1,397**	**2,022**	**2,861**
销售及分销开支	(342)	(441)	(576)	(796)	(1,075)
一般及行政开支	(80)	(108)	(175)	(224)	(290)
研发费用	(218)	(286)	(384)	(522)	(717)
其他收益净额	85	85	85	85	85
经营利润	**180**	**244**	**346**	**565**	**864**
财务成本	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
财务收入	0	0	0	0	0
其他收入	-	-	-	-	-
除税前利润	**178**	**242**	**345**	**563**	**862**
所得税开支	(15)	(11)	(17)	(34)	(60)
净利润	**163**	**232**	**327**	**529**	**802**
少数股东权益	**6**	**15**	**15**	-	-
本公司权益持有人	**157**	**216**	**312**	**529**	**802**
调整后净利润	**163**	**236**	**427**	**550**	**836**

现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
除税前盈利	178	242	345	563	862
物业、厂房及设备之折旧	5	6	7	8	9
无形资产摊销	16	21	21	12	7
应收款项（增加）/减少	(11)	(6)	(8)	(12)	(15)
存货增加	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
应付款项增加/（减少）	7	17	9	14	18
其他经营现金流	89	59	50	48	6
经营活动所得现金流量净额	**285**	**339**	**424**	**633**	**886**
购买物业、厂房及设备	(9)	(16)	(22)	(32)	(43)
购买无形资产	(1)	(1)	(2)	(3)	(4)
其他投资现金流	344	(65)	(81)	(90)	(94)
投资活动耗用现金流量净额	**334**	**(83)**	**(105)**	**(124)**	**(142)**
股息、分派	(206)	(266)	(378)	(535)	(865)
其他融资现金流	(14)	296	-	-	-
融资活动所得现金流量净额	**(221)**	**30**	**(378)**	**(535)**	**(865)**
现金及现金等价物增加净额	**398**	**286**	**(59)**	**(26)**	**(120)**
年初的现金及现金等值项目	50	448	732	673	646
外币汇率变动影响，净额	-	(1)	-	-	-
期末的现金及现金等价物	**448**	**732**	**673**	**646**	**526**

资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
物业、厂房及设备	110	118	134	158	192
使用权资产	52	51	30	18	10
无形资产	1	2	3	5	7
金融资产	68	68	68	68	68
其他非流动资产	5	7	7	7	7
非流动资产合计	**237**	**246**	**242**	**255**	**284**
存货	0	0	0	1	1
应收账款	16	21	29	41	57
金融资产	-	90	201	360	577
现金及现金等价物	448	732	673	646	526
其他流动资产	86	145	194	269	363
流动资产合计	**550**	**988**	**1,097**	**1,317**	**1,524**
资产总额	**787**	**1,235**	**1,339**	**1,572**	**1,808**
留存收入	60	254	205	203	144
其他权益	242	13	13	13	13
非控制性权益	(5)	4	4	4	4
权益总额	**298**	**271**	**222**	**220**	**161**
非流动负债合计	**49**	**49**	**49**	**49**	**49**
应付账款	7	24	33	47	65
合同负债	252	378	522	743	1,020
租赁负债	17	20	20	20	20
可换股可赎回优先股	-	314	314	314	314
其他流动负债	163	179	179	179	179
流动负债合计	**440**	**915**	**1,068**	**1,303**	**1,598**
负债总额	**489**	**964**	**1,117**	**1,352**	**1,647**

主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
盈利增速					
营业收入增速	57.5%	38.5%	38.2%	42.3%	37.3%
毛利润增速	59.8%	35.2%	40.4%	44.7%	41.5%
经营利润增速	103.5%	35.4%	41.9%	63.2%	52.9%
净利润增速	123.9%	42.1%	41.3%	61.7%	51.4%
盈利能力比率					
毛利率	80.6%	78.7%	80.0%	81.3%	83.8%
经营利润率	19.8%	19.3%	19.8%	22.7%	25.3%
净利率	17.9%	18.3%	18.7%	21.3%	23.5%
调整后净利率	17.9%	18.7%	24.5%	22.1%	24.5%
每股指标（元）					
基本EPS	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
摊薄EPS	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
调整后EPS	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4
每股指标增速					
基本EPS增速	114.8%	37.7%	40.1%	69.4%	51.4%
摊薄EPS增速	114.8%	37.7%	40.1%	69.4%	51.4%
调整后EPS增速	69.4%	44.7%	75.9%	28.8%	51.8%
估值（倍）					
目标P/S			54.1	38.0	27.7
目标P/B			425.1	429.4	585.4

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

明源云（0909. HK）：深耕地产，细水长流

明源云深耕中国房地产开发商软件解决方案黄金赛道，行业仍处于发展早期，将保持高速增长，弗若斯特沙利文预计行业规模未来五年年均复合增长31%。明源云位居行业龙头，2019 年市占率为 18.5%，接近 2-5 名总和，领先优势明显。随着品牌的逐步确立和用户粘性的提升，我们认为市场份额有望进一步向头部集中。公司 SaaS 收入占比已经接近 50%，也是公司主要增长驱动。我们预计未来三年公司收入年均复合增长 39%，其中 ERP 和 SaaS 的增长率分别为 23%和 58%。

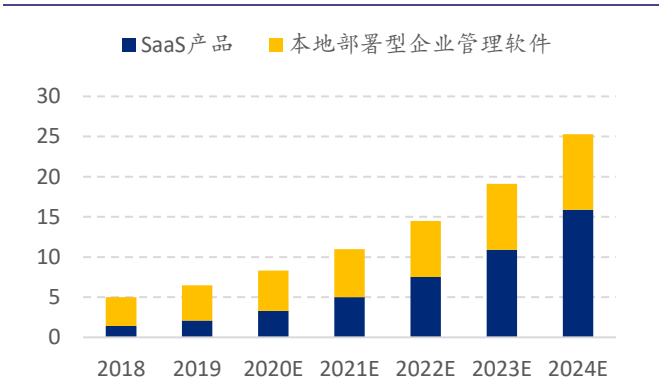
房地产软件服务行业，处于黄金赛道

• 房地产软件服务行业，将保持高速增长

房地产行业软件解决方案行业，将保持高速增长。根据弗若斯特沙利文统计，中国房地产产业链软件解决方案市场，近年保持增长，由 2015 年约 71 亿元增至 2019 年的 170 亿元，预计 2024 年将达到 655 亿元，2019 年至 2024 年的复合年增长率预计为 31.0%。

渗透率较低，仍有很大提升空间。2019 年中国房地产产业链软件解决方案市场渗透率为 0.10%，远低于美国市场的 1.55%。弗若斯特沙利文预计，渗透率到 2024 年将提升至 0.30%。

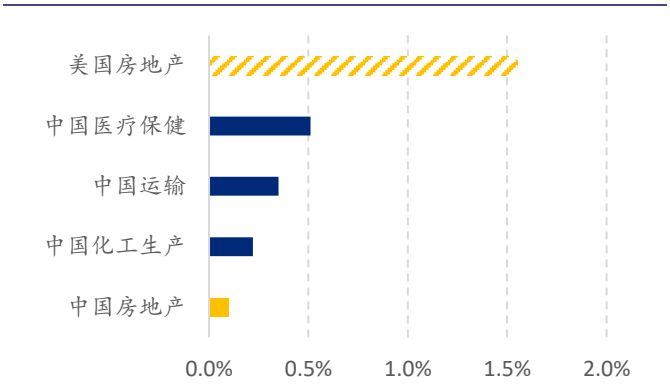
图表 180：中国房地产行业软件解决方案市场规模（人民币十亿）



E=弗若斯特沙利文预测

资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 181：各行业软件解决方案及渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

根据弗若斯特沙利文预测，中国房地产开发商软件解决方案市场，未来五年年均复合增长 31.0%，其中 SaaS 业务是未来的增长驱动。

图表 182：房地产行业 ERP 本地部署和 SaaS 产品对比

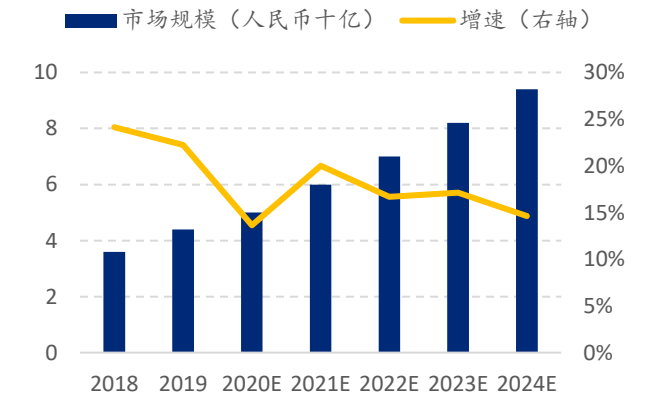
	本地部署 ERP	SaaS 产品
定位	专注于简化及优化房地产开发商内部管理的软件解决方案	给予业务场景定制的产品，用于协助房地产开发商与客户、供应商及其他供应商协同
收费模式	固定的初始许可及实施费用以及持续的产品支持及增值服务费用	各种收费模式，包括订阅费、实施费用等
实施方法	通过本地部署或私有云基础架构	通过云基础架构
定制程度	一般专门为迎合特定客户需求而定制	具备一定定制化水平的相对标准产品
产品支持要求	持续产品及支持要求	相对较少的持续产品支持要求
市场规模及增长率	2019 年为 44 亿元人民币，预计 2024 年达 94 亿元，复合年增长率 16.3%	2019 年为 21 亿元人民币，预计 2024 年达 159 亿元，复合年增长率为 49.3%

资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

房地产行业 ERP 本地部署：根据弗若斯特沙利文预测，2019 年至 2024 年的年复合增长率为 16.3%，到 2024 年将达 94 亿元人民币。

房地产行业 SaaS 产品服务：根据弗若斯特沙利文统计，SaaS 是未来的趋势，增速会明显高于本地部署，中国房地产 SaaS 市场规模将由 2019 年约人民币 21 亿元增加至 2024 年的人民币 159 亿元，年均复合增长高达 49.3%。

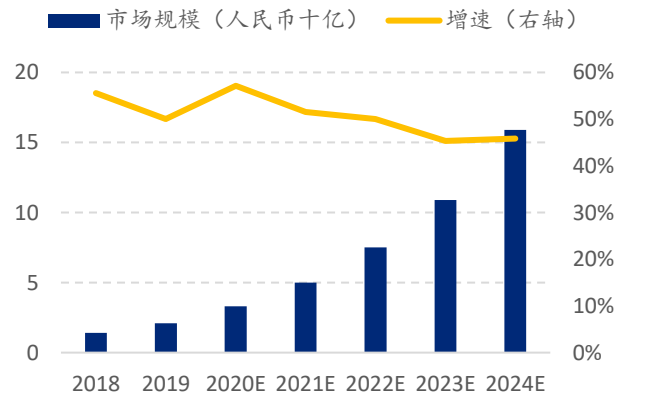
图表 183：中国房地产行业软件解决方案 ERP 本地部署市场规模



E=弗若斯特沙利文预测

资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 184：中国房地产行业软件解决方案 SaaS 市场规模



E=弗若斯特沙利文预测

资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

行业趋势展望

多元的 SaaS 产品成为新的增长引擎。房地产开发商对数字化运营的多元需求，将进一步推动 SaaS 业务的发展。我们认为，未来单客户或采购多个模块服务，客单价有望提升。

向房地产产业链上下游的延伸服务。通过赋能房地产头部标杆企业，软件解决方案供应商将可吸引更多房地产产业链上的参与者，并有望进一步向产业链上下游渗透。

房地产开发商的数字化解决方案预算日益增加。由于 SaaS 产品能够在整个决策过程中有效追踪潜在购房者，吸引更多访客并提升客户转化率，有助于客户收入的提升。因此，房地产开发商的付费意愿将得到提升。

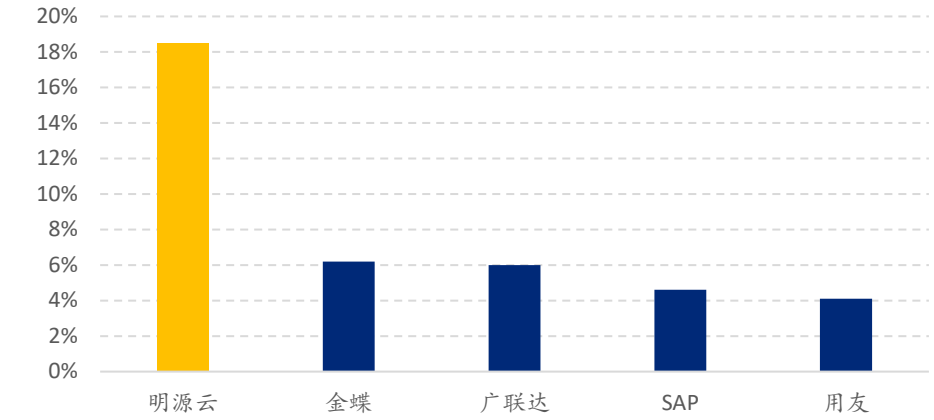
软件服务支出在房地产开发商成本中占比较小，提升空间大。房地产行业客单价高，软件服务成本在整体成本中占比较小，提价对房地产商而言影响有限。整体而言，房地产商对价格敏感度较低，更注重产品和服务质量带来的效率的提升。

行业龙头，市占率有望进一步提升

• 行业龙头，市占率位居行业第一

行业龙头，市占率位居行业第一。截至 2019 年底，房地产软件解决方案的市场参与者超过 100 名，若按收入计算，前五名玩家占据了约 39.3%的市场份额，其中明源云以 18.5%的市场份额排名第一。第二至五名分别是 6.2%、6.0%、4.6%和 4.1%，分别是金蝶、广联达、SAP 和用友。

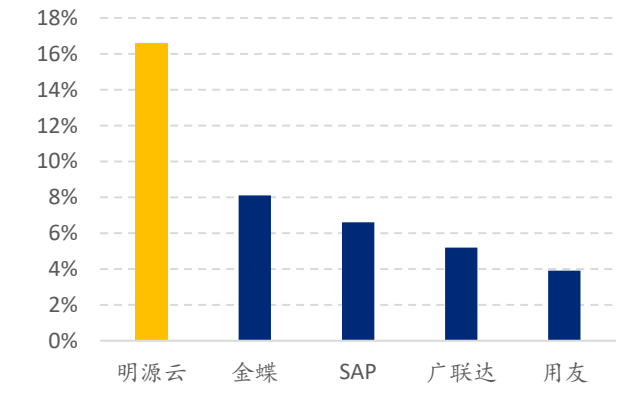
图表 185：中国房地产软件解决方案市场份额（2019 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

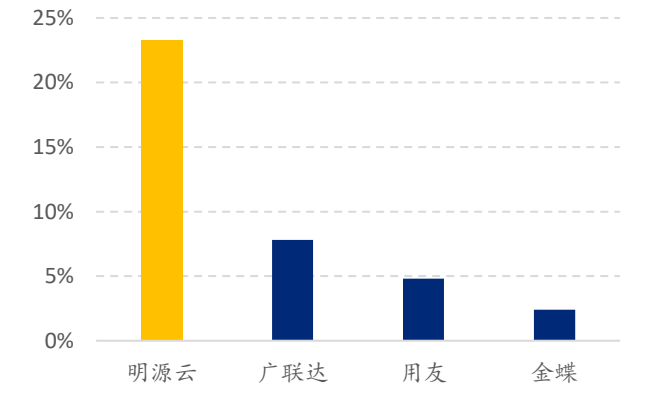
明源云在本地部署和 SaaS 两个领域都有明显优势。2019 年明源云在本地部署的市占率是 16.6%，二至五名分别是金蝶、SAP、广联达和用友，分别占比 8.1%、6.6%、5.2%、3.9%。明源云在 SaaS 的市场份额是 23.3%，二至四名分别是广联达、用友、金蝶，占比分别为 7.8%、4.8%和 2.4%。

图表 186：中国房地产本地部署企业管理软件市场份额（2019 年）



资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

图表 187：中国房地产 SaaS 产品市场份额（2019 年）

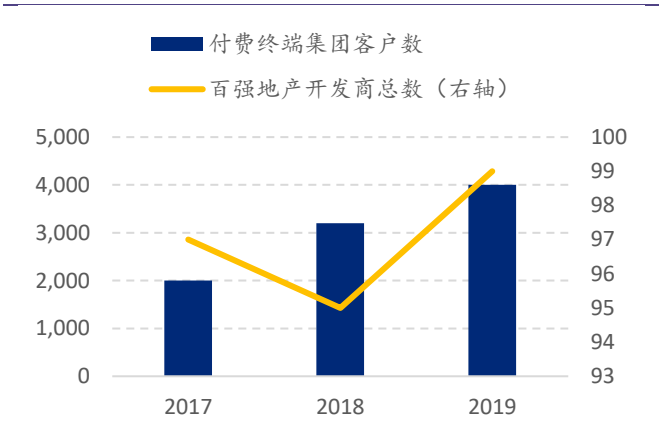


资料来源：弗若斯特沙利文，浦银国际

• 多元 SaaS 产品，有望推动客单价提升

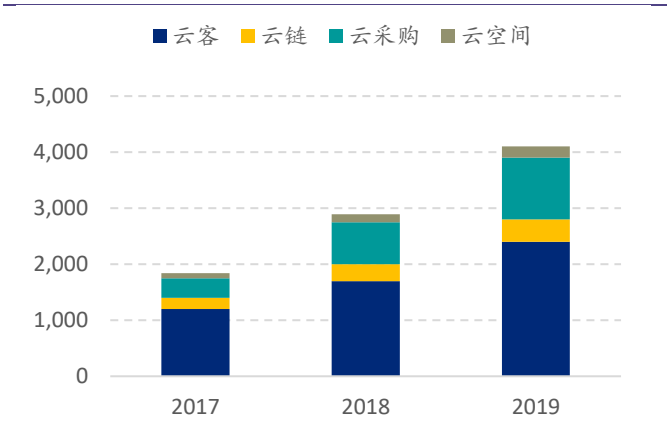
客户优势：在 2019 年，明源云的付费客户中有 3000 名是房地产开发商。从头部地产商覆盖率的角度来看，百强房企中有 99 名都是明源云的客户，为明源云贡献了约 42%的营收。明源云通过直销和经销渠道覆盖了大量的房地产客户资源。直销团队负责一线城市，区域渠道合作伙伴负责其他城市。未来有望针对单客户提供多种模块服务，从而有助于推动客单价的提升。

图表 188：明源云客户结构



资料来源：招股书、浦银国际

图表 189：明源云 SaaS 产品用户结构



资料来源：招股书，浦银国际

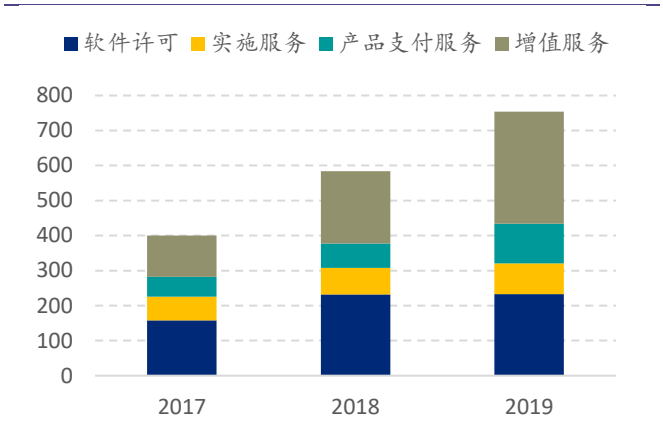
专业优势：明源云的竞争对手多是通用型厂商，像金蝶和用友等。而在房地产细分领域的专业性上，明源云更有优势。明源云拥有 17 年的地产行业经验，为数量众多的房地产客户定制过服务方案。此外，明源云的员工中近四成是研发人员，同时公司也在持续加大研发支出，为产品服务提供保障。

全产业链覆盖：明源云的 ERP 解决方案和 SaaS 产品可以使房地产开发商有效地整合及管理企业资源，包括营销、采购、成本管理、预算和房地产资产管理等多个环节。全产业链覆盖，可以有助于公司将业务向房地产上下游延伸，进一步打开市场空间。

云化过程，另辟蹊径。截至 2020 年二季度，公司 SaaS 业务的营收占比约为一半。在行业中处于领先水平。公司从 ERP 向 SaaS 转型方式，并非简单地将传统 ERP 业务直接云化，而是发力相对前端的 SaaS 业务。

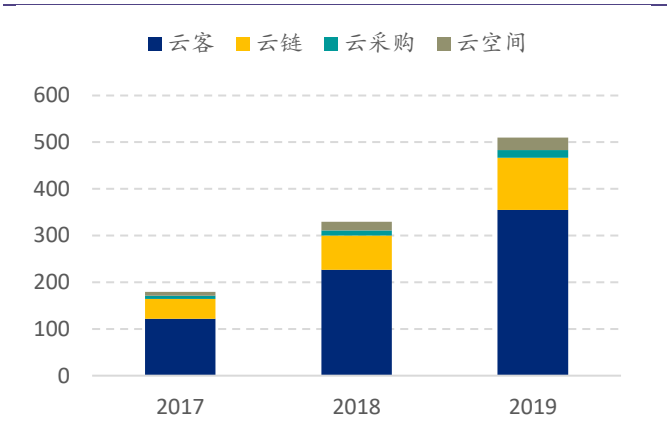
房地产开发商对内部核心数据较为敏感，对上云的安全性有一定担忧。而公司的 SaaS 产品主要用于协助与客户、供应商对接等业务，不涉及企业内部核心数据，且标准化程度高，云端部署也更容易被客户所接受。目前 SaaS 产品包括云客、云链、云采购、云空间，可帮助客户优化其采购、建造、营销、销售、房地产资产管理等。其中“云客”，是 SaaS 收入中占比最高的模块，主要功能是售房。2018、2019 年云客的客户留存率分别为 93%和 96%，也证明了公司云端产品的竞争力。

图表 190：明源云 ERP 业务收入结构（人民币百万）



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 191：明源云 SaaS 业务收入结构（人民币百万）



资料来源：公司财报，浦银国际

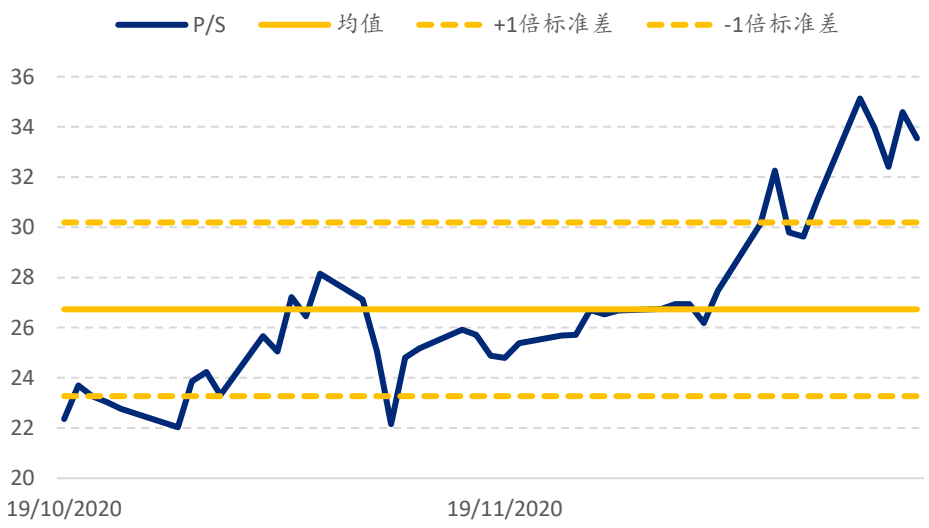
估值

我们首予“买入”评级，目标价为 58 港元，对应 38x 2021 年 P/S 和 1.0x PS/G。

明源云由于优质基本面，受到投资者追捧，在上市后不到两个月的时间里，股价涨幅已近两倍。截至 12 月 18 日的收盘价对应 33x 2021 年市销率，高于其他 SaaS 头部企业，也反应了市场给予其高增速和盈利能力的估值溢价。公司未来三年年均复合增速 39%，高于通用型 SaaS 厂商约 20%的增速。此外，公司的净利率为~20%，而 SaaS 行业普遍亏损或微盈利。

我们仍然看好公司的长期发展，若从 PS/G 角度来看，目标价 58 港元，对应 1.0x PS/G，与行业平均一致，用友 PS/G 为 0.8x，金蝶 PS/G 为 1.1x。

图表 192：明源云远期市销率 P/S



资料来源：Bloomberg、浦银国际

• 投资风险

房地产行业面临的周期风险，也将加剧公司收入的波动性。

行业竞争激烈，或影响云业务的盈利预期。

若客户留存率不及预期，将影响到公司收入的持续性。

图表 193: 可比公司估值

股票代码	公司名称	市值（百万 美元）	股价（交易货币）	年内股价变动%	P/E			P/S		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国SaaS										
268 HK Equity	金蝶国际	12,050	27.0	246.3	N/A	406.0	194.3	22.7	18.4	14.4
600588 CH Equity	用友网络	22,408	44.8	105.1	182.2	133.8	104.2	16.3	13.8	10.9
2013 HK Equity	微盟集团	3,601	12.4	265.2	N/A	122.9	60.4	10.6	7.2	5.5
8083 HK Equity	中国有赞	4,874	2.2	342.4	N/A	N/A	N/A	17.2	11.3	7.6
3888 HK Equity	金山软件	7,376	41.7	107.2	11.3	35.2	27.1	8.5	6.9	5.7
909 HK Equity	明源云	12,418	50.0	202.7	236.7	165.3	108.1	46.0	33.2	23.9
002410 CH Equity	广联达	13,042	72.0	111.9	198.3	121.2	85.8	20.3	16.6	13.5
603039 CH Equity	泛微网络	3,086	95.1	127.5	109.8	87.6	66.6	13.2	9.9	7.6
300628 CH Equity	亿联网络	9,403	68.1	41.2	45.9	35.1	27.3	22.8	17.5	13.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
688365 CH Equity	光云科技	1,766	28.8	166.8	44.7	38.7	29.9	21.5	18.1	14.8
002467 CH Equity	二六三	1,224	5.9	9.1	15.5	32.7	29.4	7.8	7.3	6.8
300253 CH Equity	卫宁健康	5,123	15.7	36.2	64.6	45.2	34.3	13.9	10.5	8.1
002153 CH Equity	石基信息	5,149	31.5	(19.4)	122.9	74.7	57.1	9.5	8.2	7.2
600570 CH Equity	恒生电子	16,188	101.4	69.6	86.0	67.9	54.1	24.3	19.9	16.7
平均				**113.7**	**98.5**	**100.8**	**65.2**	**17.9**	**14.0**	**11.0**
海外SaaS										
CRM US Equity	SALESFORCE.COM	208,200	227.4	38.9	78.5	49.0	63.5	12.2	9.9	8.2
ZM US Equity	ZOOM VIDEO COM-A	116,122	406.0	490.3	1,498.2	140.5	137.6	190.2	45.0	33.7
SHOP US Equity	SHOPIFY INC - A	143,124	1,171.0	196.8	317.4	324.0	241.2	50.4	38.4	28.5
NOW US Equity	SERVICENOW INC	110,315	565.4	96.3	124.6	101.9	79.9	24.6	19.7	15.8
SQ US Equity	SQUARE INC - A	106,173	235.5	268.8	309.8	209.3	128.5	11.3	8.4	7.2
WDAY US Equity	WORKDAY INC-A	57,934	241.4	45.8	134.5	89.6	83.1	16.0	13.5	11.5
VEEV US Equity	VEEVA SYSTEMS-A	41,761	275.7	99.0	126.8	96.5	87.8	38.3	28.9	24.3
TWLO US Equity	TWILIO INC - A	55,105	365.0	267.4	3,093.5	3,967.7	831.5	33.0	24.9	19.0
DOCU US Equity	DOCUSIGN INC	44,960	241.0	233.3	975.7	336.6	228.9	46.6	31.6	24.0
DDOG US Equity	DATADOG INC-A	32,804	107.7	187.7	713.4	660.9	408.0	55.6	40.9	30.8
SNOW US Equity	SNOWFLAKE INC-A	94,626	334.3	171.3	N/A	N/A	N/A	N/A	164.4	87.8
平均				**193.2**	**737.2**	**597.6**	**229.0**	**47.8**	**38.7**	**26.4**

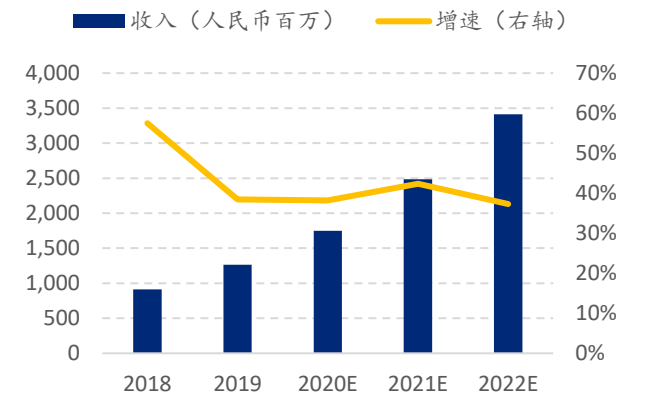
E=Bloomberg 一致预测。股价截至 2020 年 12 月 18 日，今年上市的公司为上市后股价涨幅。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务分析及预测

我们预计明源云 2020-2022 年的收入分别为 17.5 亿，24.9 亿，34.1 亿人民币，维持 39%的复合增长率，其中 SaaS 和 ERP 业务的年均复合增速分别为 58%和 23%。我们预计到 2022 年，SaaS 收入占比近 60%。

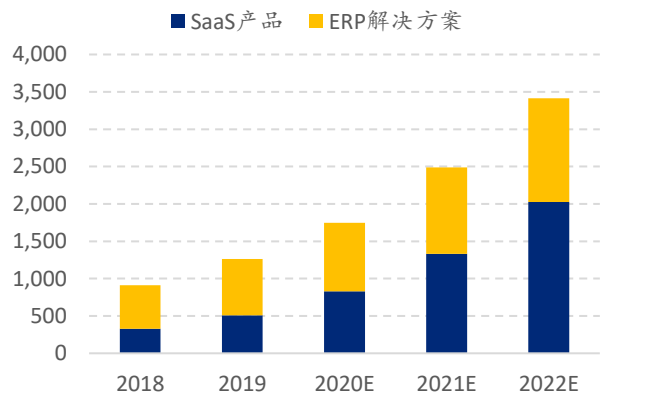
图表 194：明源云收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

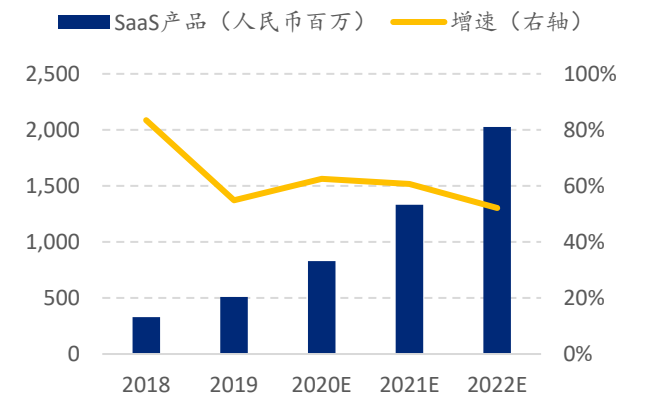
图表 195：明源云收入拆分（人民币百万）



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

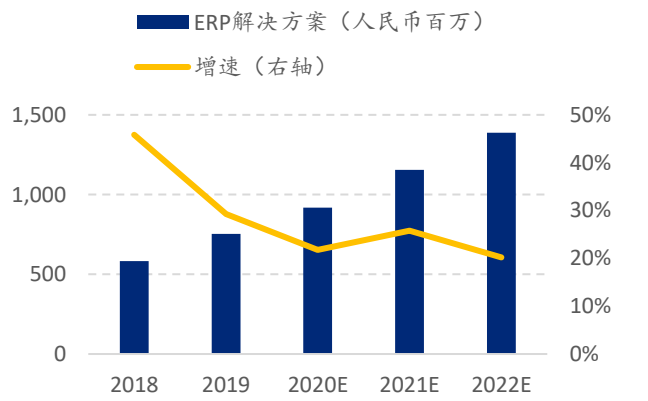
图表 196：明源云 SaaS 业务收入预测



E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 197：明源云 ERP 业务收入预测

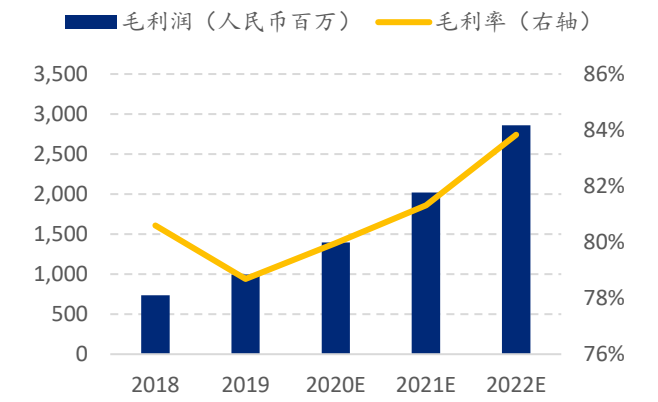


E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

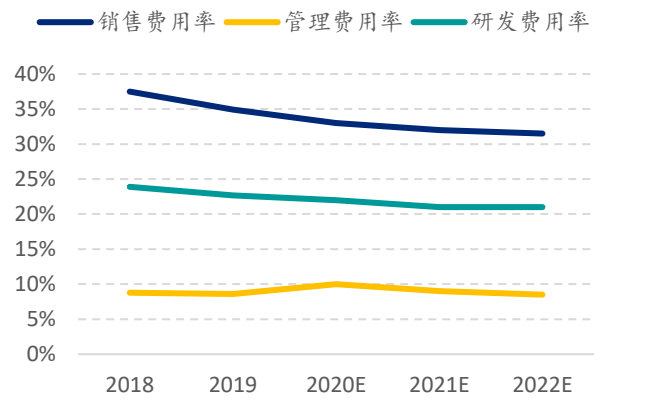
我们预计公司未来几年的毛利率将持续改善。随着高毛利的 SaaS 收入占比增加，毛利率进一步提升。我们预测 2020-2022 年毛利润分别达到 14.0 亿、20.2 亿和 28.6 亿人民币；调整后净利润分别为 4.3 亿、5.5 亿和 8.4 亿人民币；2022 年毛利率和调整后净利率分别达到 83.8%和 24.5%。

图表 198：明源云毛利润预测



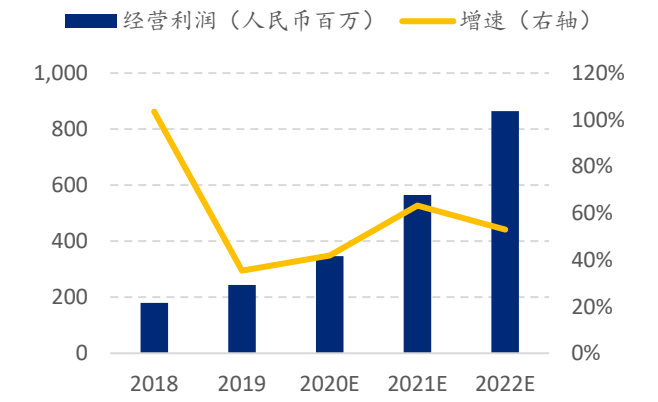
E=浦银国际预测
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 199：明源云三大费率预测



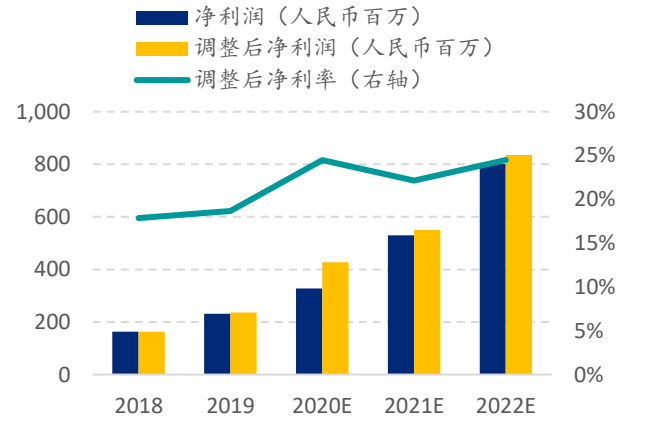
E=浦银国际预测
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 200：明源云经营利润预测



E=浦银国际预测
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 201：明源云净利润预测



E=浦银国际预测
资料来源：Bloomberg、浦银国际

附录

• 管理层介绍

图表 202：明源云部分管理团队介绍

姓名	任职情况	简历
高宇	执行董事兼主席	高宇先生，于 2019 年 7 月 3 日获委任为董事，并于 2020 年 6 月 12 日调任为执行董事。高先生亦于 2020 年 6 月 12 日获委任为董事会主席。高先生于 2003 年 11 月共同创立本集团，负责本集团的整体战略规划及业务指导以及本公司的管理。高先生于 1991 年 7 月取得中国人民大学贸易经济学士学位。高先生现于本集团下列主要附属公司担任董事职务:明源云科技、明源云采购、明源云客及明源云空间。
姜海洋	执行董事兼行政总裁	姜海洋先生，于 2020 年 3 月 31 日获委任为董事，并于 2020 年 6 月 12 日调任为执行董事。姜先生亦于 2020 年 6 月 12 日获委任为行政总裁。姜先生于 2003 年 11 月共同创立本集团，负责董事会与本公司营运及管理有关的工作。姜先生于 1993 年 7 月取得天津商学院管理信息系统学士学位。 姜先生现于本集团下列主要附属公司担任董事职务:明源云科技、明源云采购、明源云空间及明源云链。
陈晓晖	执行董事兼副总裁	陈晓晖先生，于 2020 年 3 月 31 日获委任为董事，并于 2020 年 6 月 12 日调任为执行董事。陈先生亦于 2020 年 6 月 12 日获委任为副总裁。陈先生于 2003 年 11 月共同创立本集团，负责董事会与本公司营运及管理有关的工作及监督本集团产品的研发。陈先生于 1992 年 7 月取得西安交通大学无线电通信学士学位，并于 2014 年 8 月取 得中欧国际工商学院工商管理硕士学位。陈先生现于本集团下列主要附属公司担任董事职务:明源云科技、明源云采购及明源云空间。
蒋科阳	执行董事、首席财务官兼联席公司秘书	蒋科阳先生，于 2020 年 3 月 31 日获委任为董事，并于 2020 年 6 月 12 日调任为执行董事。蒋先生亦于 2020 年 6 月 12 日获委任为我们的首席财务官兼联席公司秘书之一。蒋先生于 2008 年 5 月加入本集团，负责监督本集团的财务及会计事务、投资者关系以及投资和收购。蒋先生于 2000 年 6 月取得深圳大学经济学学士学位，并于 2016 年 6 月取得艾伯塔大学金融管理硕士学位。

资料来源：公司官网、浦银国际

图表 203：明源云十大股东

排序	主要股东	占比(%)
1	GHTongRui Investment	20.52
2	HengXinYuan Investment	15.39
3	LINGFAN Investment	9.69
4	MYC United Power Investment	6.67
5	Beijing ChenChuang	5.81
6	MYC Brilliant Alliance	5.48
7	MYC Marvellous	3.88
8	Profitech Investment	3.64
9	Yao Wu	2.50
10	Hillhouse	2.10

注：截至 2020 年 12 月 16 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表

图表 204: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
损益表					
收入	**913**	**1,264**	**1,747**	**2,486**	**3,413**
收入成本	(177)	(269)	(350)	(464)	(552)
毛利润	**736**	**995**	**1,397**	**2,022**	**2,861**
销售及分销开支	(342)	(441)	(576)	(796)	(1,075)
一般及行政开支	**(80)**	**(108)**	**(175)**	**(224)**	**(290)**
研发费用	(218)	(286)	(384)	(522)	(717)
其他收益净额	85	85	85	85	85
经营利润	**180**	**244**	**346**	**565**	**864**
财务成本	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
财务收入	0	0	0	0	0
其他收入	-	-	-	-	-
除税前利润	**178**	**242**	**345**	**563**	**862**
所得税开支	(15)	(11)	(17)	(34)	(60)
净利润	**163**	**232**	**327**	**529**	**802**
少数股东权益	6	15	15	-	-
本公司权益持有人	157	216	312	529	802

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

图表 205: 资产负债表和简明现金流量表

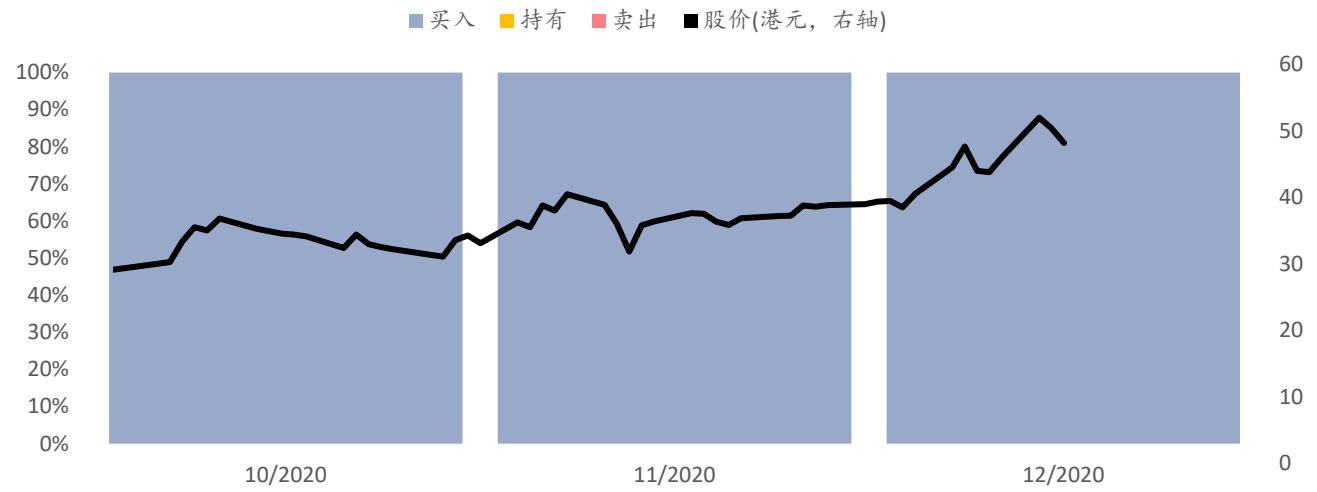
人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
资产负债表					
物业、厂房及设备	110	118	134	158	192
使用权资产	52	51	30	18	10
无形资产	1	2	3	5	7
金融资产	68	68	68	68	68
其他非流动资产	**5**	**7**	**7**	**7**	**7**
非流动资产合计	237	246	242	255	284
存货	0	0	0	1	1
应收账款	16	21	29	41	57
金融资产	-	90	201	360	577
现金及现金等价物	448	732	673	646	526
其他流动资产	86	145	194	269	363
流动资产合计	550	988	1,097	1,317	1,524
资产总额	787	1,235	1,339	1,572	1,808
留存收入	60	254	205	203	144
其他权益	242	13	13	13	13
非控制性权益	(5)	4	4	4	4
权益总额	298	271	222	220	161
非流动负债合计	49	49	49	49	49
应付账款	7	24	33	47	65
合同负债	252	378	522	743	1,020
租赁负债	17	20	20	20	20
可换股可赎回优先股	-	314	314	314	314
其他流动负债	163	179	179	179	179
流动负债合计	440	915	1,068	1,303	1,598
负债总额	489	964	1,117	1,352	1,647
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	285	339	424	633	886
投资活动现金流量净额	334	(83)	(105)	(124)	(142)
融资活动所得现金流量净额	(221)	30	(378)	(535)	(865)
现金及现金等价物增加净额	**398**	**286**	**(59)**	**(26)**	**(120)**
汇率变动影响	50	448	732	673	646
年初现金及现金等价物	-	(1)	-	-	-
年末现金及现金等价物	**448**	**732**	**673**	**646**	**526**

E=浦银国际预测

资料来源：公司年报，浦银国际

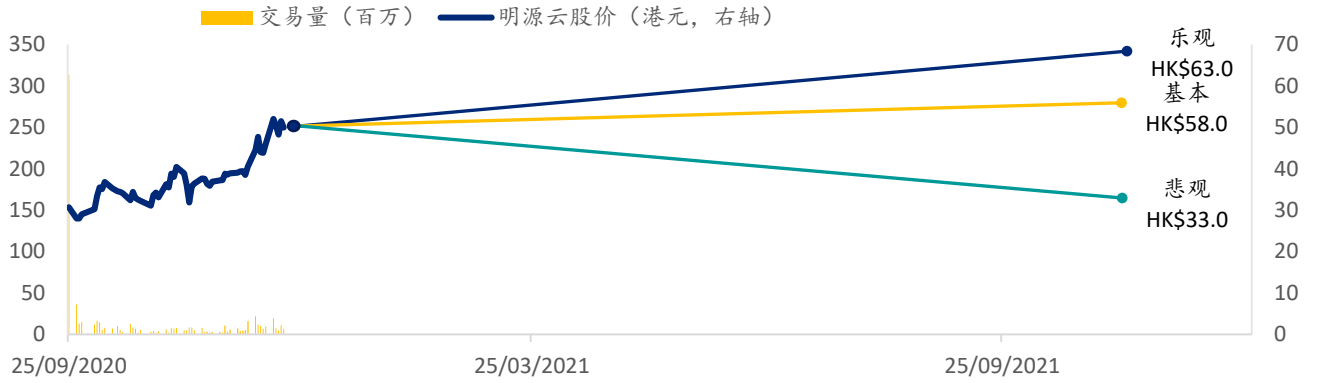
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 206：明源云市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 207：明源云 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：63.0 港元	**目标价：33.0 港元**
• 若公司的 SaaS 业务未来三年年均复合增长超过 70%，整体收入将好于预期； • SaaS 业务利润率进一步改善。	• 若公司的 SaaS 业务未来三年年均复合增长低于 40%，整体收入或不及预期； • 竞争激烈导致利润率水平恶化。

资料来源：浦银国际

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)）内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团–浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司（腾讯控股有限公司 700.HK）在过去 12 个月存在投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥	王奕旻	许敏洁
jessie_huang@spdbi.com	stephy_wang@spdbi.com	amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6466	852-2808 6467	852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政	陈岑
sarah_hua@spdbi.com	angel_chen@spdbi.com
852-2808 6474	852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼