

强烈推荐-A (维持)

用友网络 600588.SH

当前股价: 24.47 元
2017年09月09日

用 P/OCF (FCF) 估值法重新审视用友

基础数据

上证综指	3365
总股本(万股)	146422
已上市流通股(万股)	144104
总市值(亿元)	358
流通市值(亿元)	353
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	6.1
资产负债率	54.6%
主要股东	北京用友科技有限公司
主要股东持股比例	28.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	43	27	1
相对表现	41	16	-13



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《用友网络(600588.SH)——SaaS 扩容企业级服务, 龙头回归成长轨道》2017-08-28
- 《Salesforce 10 年 20 倍的传奇——巨头启示录系列报告(一)》2017-09-04

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

研究助理

刘玉萍
liuyuping@cmschina.com.cn

研究助理

宋兴未
songxingwei@cmschina.com.cn

就市场关心的公司估值问题,本篇报告我们基于企业价值的自由现金流贴现模型提出 P/OCF 估值法,公司 P/OCF 相对 Salesforce、亚马逊合理,保持在 40 左右的水平,OCF 的增长将驱动公司价值的进一步提升,维持“强烈推荐-A”评级。

- 成长股的另一个“估值锚”：P/OCF。成长股的估值难下定论多高的 P/E 合适。通过研究 SaaS 类型成长股我们发现个共同点：OCF 的成长性与市值的增长相匹配。进而扩展到更多科技成长型企业，我们认为：对于新业务、新产品或者运营模式发生较大改变的科技公司来讲，在净利润尚未完全体现时，OCF 是强化投资者信心的重要指标。典型的代表如：亚马逊、Salesforce 高 P/E 背后是稳定的 P/OCF（市值/经营性净现金流），比值多年在 30-40 区间。
- 为什么是“P/OCF”。OCF 相对净利润能更真实反映出企业实际业务经营带来的现金回报：折旧和摊销的调节一方面是因为企业存在明显的投入和收益差期错配，另一方面并没有发生实质性的现金流出；营运资本的调节将企业经营模式变化以及企业市场竞争力的变化因素纳入考虑；非经营性损益调节则刨除了不会对公司长期经营产生影响的时点型损益。自由现金流（FCF）是在不影响公司持续发展（再投资需求）的前提下可供分配给企业资本供应者的最大现金额，企业成长过程中必定会有阶段性的资本性支出（CE）波动，因而带来 P/FCF 的波动，但若企业的这种投资或者说战略性部署符合产业趋势或被投资者认可，公司的 P/OCF 仍然会保持稳定。
- OCF 驱动公司价值提升。市场对用友的主要顾虑在于，公司这几年对云服务的高投入是否真的能有成效，我们多次强调 SaaS 的累积现金流模式值得更多的耐心。SaaS 转型不仅能够扩容企业级服务市场，给用友带来收入上的增长；租赁付费的商业模式还可能优化公司的营运资本结构，进一步带来经营性现金流的改善提升。用友布局长远，构建 PaaS 平台联通云服务，我们继续看好公司籍当下企业智能化升级带来的 IT 需求契机，推动 SaaS 转型的前景。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。预计 17-19 年 EPS 为 0.28/0.48/0.55 元，管理类软件的 SaaS 化扩容企业软件服务，顺应技术及产业趋势，给公司业务的增长带来强驱动力，此外公司的互金业务也从业绩拖累扭转为正贡献，经营性现金流持续向好，维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：云服务业务进展不达预期；人才流失风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4451	5113	6718	8196	9700
同比增长	2%	15%	31%	22%	18%
营业利润(百万元)	13	(51)	180	580	719
同比增长	-96%	-505%	451%	222%	24%
净利润(百万元)	324	197	406	706	810
同比增长	-41%	-39%	106%	74%	15%
每股收益(元)	0.22	0.13	0.28	0.48	0.55
PE	110.7	181.5	88.3	50.8	44.2
PB	6.5	6.3	6.7	6.0	5.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、P/OCF 可作为成长股估值的锚	4
1、亚马逊、Salesforce 的高 PE，低 P/OCF	4
2、公司成长性和 OCF、FCF 的一致性.....	5
3、看 FCF 确保公司做的是一门好生意	6
二、P/OCF 估值法的适用性	7
1、为什么是 OCF	7
2、间接算法看 OCF 相对净利润调整的项目	8
3、另一种视角看资本性支出	9
4、P/OCF 的适用法则	9
三、P/OCF 估值法重新审视用友网络.....	12
1、公司 P/OCF 相对 Salesforce 和亚马逊合理	12
2、投入和收益差期错配的 SaaS 盈利模式.....	14
3、SaaS 扩容企业级服务，用友云起于增量市场	16
4、制造产业的智能化升级引领龙头回归成长.....	18
四、投资建议：“强烈推荐-A”评级	20

图表目录

图 1: Salesforce 市值和净利润的背离与回归	4
图 2: 亚马逊市值和净利润的背离与回归	4
图 3: Salesforce 历史静态 PE 水平	4
图 4: 亚马逊历史静态 PE 水平	4
图 5: Salesforce 和亚马逊的 P/OCF 相比于谷歌均处于合理水平	5
图 6: Salesforce (单位: 亿美元, 2007-2016)	5
图 7: 亚马逊 (单位: 亿美元, 2007-2016)	5
图 8: 微软 (单位: 亿美元, 2007-2016)	6
图 9: Adobe (单位: 亿美元, 2007-2016)	6

图 10: 自由现金流计算公式.....	6
图 11: P/OCF 和 P/FCF 的对比.....	7
图 12: OCF 相对净利润调整了对公司业务经营有实质影响的现金项.....	8
图 13: 资本性支出可分为维护性资本支出和增长性资本支出.....	9
图 14: 四家公司 OCF 增速.....	10
图 15: 四家公司 P/OCF 水平变化.....	10
图 16: 腾讯、阿里、英伟达的 OCF 增速.....	11
图 17: 腾讯、阿里、英伟达的 P/OCF 水平变化.....	11
图 18: 苹果、IBM、Facebook 的 OCF 增速.....	11
图 19: 苹果、IBM、Facebook 的 P/OCF 水平变化.....	11
图 20: 苹果 2007 年开始营运资本结构明显优化.....	12
图 21: 用友网络市值和 OCF、FCF 的相关性 (单位: 亿元).....	13
图 22: 用友 P/OCF 相对 Salesforce 和亚马逊合理.....	13
图 23: 企业 P/FCF 均存在波动性.....	14
图 24: Salesforce 研发投入占营收比例, 先上升后下降.....	14
图 25: 2010 年前后, Salesforce 销售和研发费用加速投入.....	15
图 26: SaaS 典型累积现金流模式, 规模效应明显.....	15
图 27: SaaS 模式的优势.....	16
图 28: 亚马逊 AWS 营收及增速.....	17
图 29: 阿里云计算营收及增速.....	17
图 30: 用友云推动社会级应用服务的互联互通.....	17
图 31: 用友的一些云服务产品.....	18
图 32: 软件行业与宏观经济同周期.....	19
图 33: 用友云服务累积用户数.....	20
图 34: 用友网络历史 PE Band.....	21
图 35: 用友网络历史 PB Band.....	21
表 1: 客户续约率和续费率敏感性分析.....	16
表 2: 相关公司估值对比.....	21
附: 财务预测表.....	22

一、P/OCF 可作为成长股估值的锚

1、亚马逊、Salesforce 的高 PE，低 P/OCF

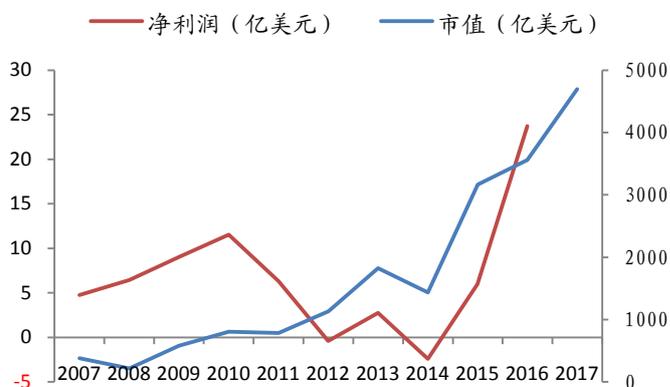
4700 亿美元市值的亚马逊和 690 亿美元市值的 Salesforce 有着比大多数科技企业高出很多的 P/E 值，当前亚马逊静态 PE198 倍，Salesforce 静态 PE383 倍。甚至在它们的成长过程中，都出现过一段市值增长和净利润背道而驰的时期。科技成长型企业在成长过程中必然有为新技术、新业务高投入的阶段，当新技术、新业务的盈利模式被认可时，投资者自然会为它们的成长性买单。当然，成功的盈利模式必然会引领净利润的回归。

图 1: Salesforce 市值和净利润的背离与回归



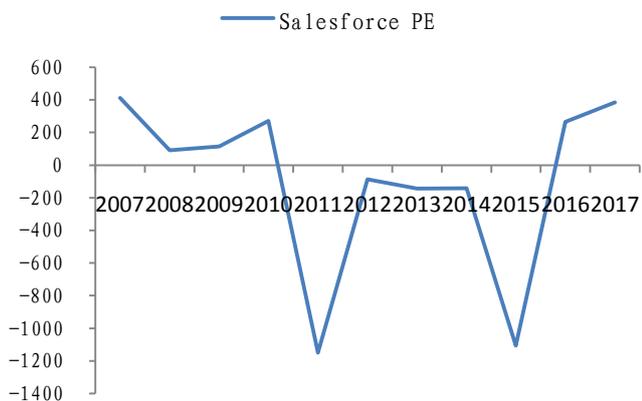
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 亚马逊市值和净利润的背离与回归



资料来源: Wind、招商证券

图 3: Salesforce 历史静态 PE 水平



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 亚马逊历史静态 PE 水平

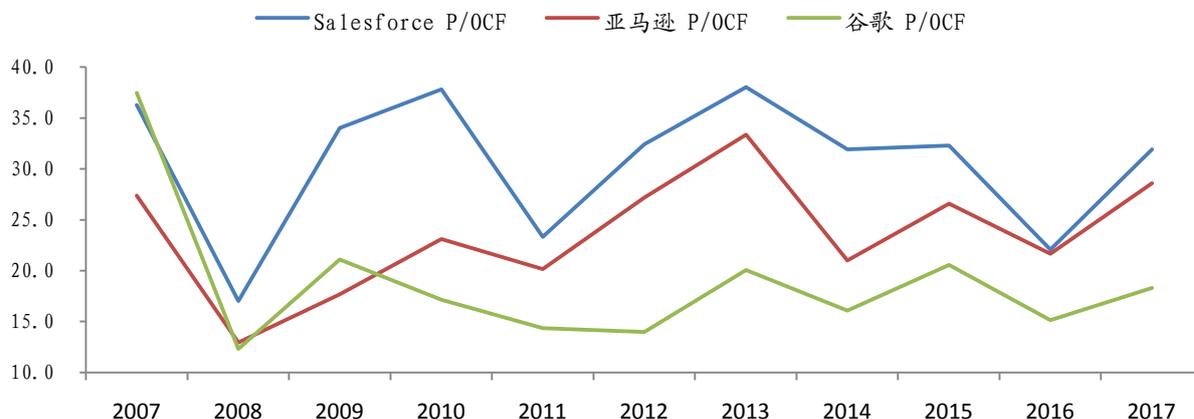


资料来源: Wind、招商证券

高 P/E 背后，P/OCF 提供估值的锚。投资者对盈利模式认可后空讲情怀不可能支撑公司市值的一直攀升，企业自身的经营也必须给出成长性的印证。经营性净现金流（OCF）是一个典型的象征性指标，好的业务必然会真正给公司带来增量现金。

Salesforce 和亚马逊市值多年不断攀升，但 P/OCF 指标却一直维持在 20-40 区间的合理水平。虽然相比当前阶段的谷歌要稍高一些，但也无可厚非，因为它们的黄金成长期不一样，2008 年之前谷歌的 P/OCF 亦保持在 40 左右的水平。我们无法下定论成长股给多高的 P/E 合适，但是 P/OCF 却是一个相对稳定的横向参考对比指标。

图 5: Salesforce 和亚马逊的 P/OCF 相比于谷歌均处于合理水平



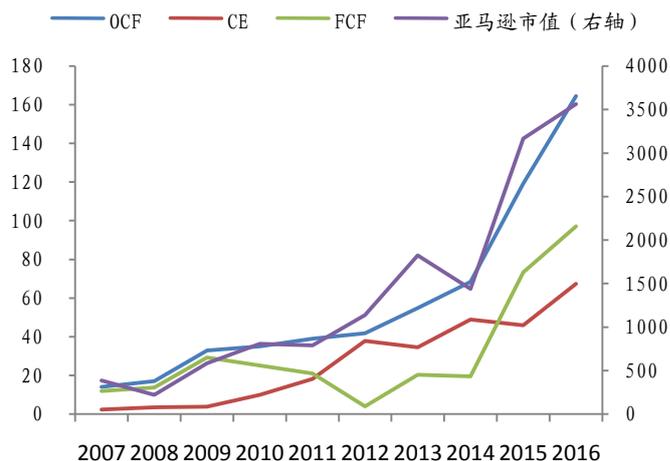
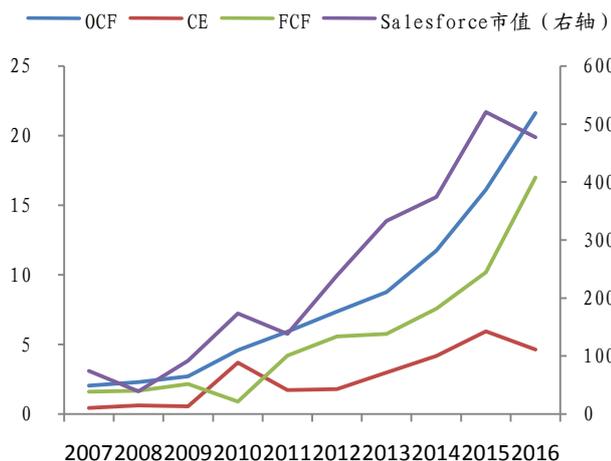
资料来源: Wind、招商证券

2、公司成长性和 OCF、FCF 的一致性

不只是 Salesforce 和亚马逊，在正值牛市的美股，进行 SaaS 转型的传统软件企业微软和 Adobe 也走出了可圈可点的强相对收益率。它们都有一个相同点：市值和公司的经营性净现金流（OCF）以及自由现金流（FCF）均表现出强的正相关性。

图 6: Salesforce (单位: 亿美元, 2007-2016)

图 7: 亚马逊 (单位: 亿美元, 2007-2016)

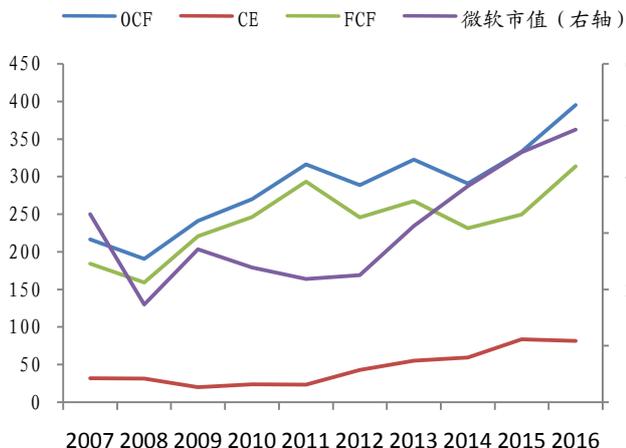


资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

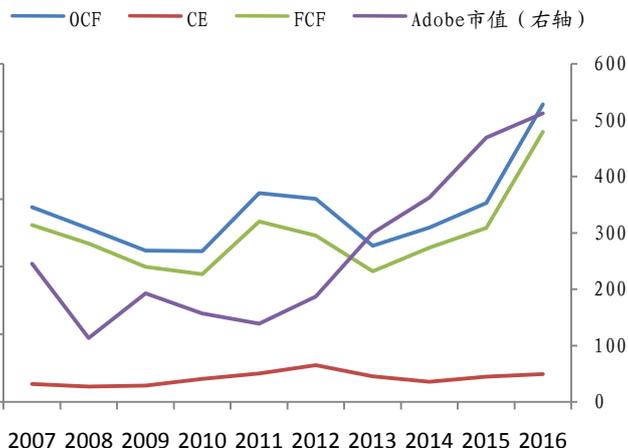
微软和 Adobe 属于传统软件转型 SaaS，2012 年之后市值和现金流的正相关性体现得更强。

图 8: 微软 (单位: 亿美元, 2007-2016)



资料来源: Wind、招商证券

图 9: Adobe (单位: 亿美元, 2007-2016)



资料来源: Wind、招商证券

3、看 FCF 确保公司做的是一门好生意

FCF 和 OCF 的差别在于资本性支出 (CE)，公司的经营除了短期的经营性支出 (主要是三费) 之外，还有长期的资本性自出以保证经营业务的长期可持续性。CE 具体指的是“供企业长期使用的，经济效益将经历许多会计期间兑现的支出，这些支出资本化记作资产，如固定资产、无形资产、递延资产。”

图 10: 自由现金流计算公式

$$\text{自由现金流 (FCF)} = \text{经营性净现金流 (OCF)} - \text{资本性支出 (CE)}$$

资料来源: 招商证券

资本性支出更多地反映的是公司的战略部署。CE 好比公司做的投资，因为涉及到的收益会有相对长期的反映，先要将其资本化，形成固定资产、无形资产、递延资产等，而后随着它们为企业提供的效益，在各个会计期间转销为费用，折旧和摊销等。如果公司 CE 的增长持续和 OCF 的增长不匹配 (前者大于后者)，或者公司在胡乱“烧钱”，那么公司经营的就并不是好的生意。当然，为了业务能够更好地发展，企业必定会有阶段性的 CE 的波动，从而带来 P/FCF 的波动，但如果企业的这种投资或者说战略性部署被投资者认可的话，公司的 P/OCF 仍然会相对稳定。

二、P/OCF 估值法的适用性

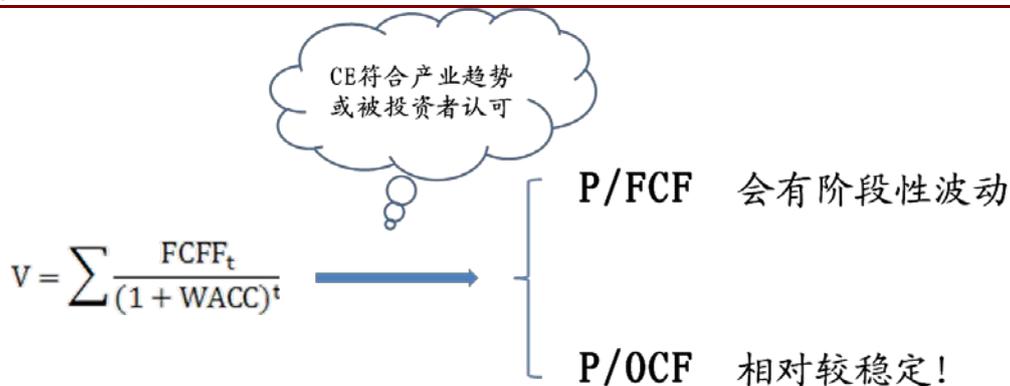
1、什么是 OCF

对于投入和回报存在明显差期错配的企业，估值应该跳脱出传统的 P/E。早期高投入后进入细水长流的收获期，经营性净现金流（OCF）更能反映公司实际的业务运营发展情况。20 世纪 80 年代美国的学术界提出自由现金流（Free Cash Flow），就是企业经营产生的，在满足了再投资需要之后剩余的现金流量。即在不影响公司持续发展的前提下可供分配给企业资本供应者的最大现金金额。20 世纪初，随着以美国安然公司、世界通讯为代表的所谓绩优公司纷纷破产，财务报告的利润指标作为企业价值评估的不完善性愈加凸显。FCF 目前已经成为企业价值评估领域使用最广泛，理论最健全的指标，美国证监会已经要求公司年报中必须披露这一指标。

$$V = \sum \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

基于企业价值的自由现金流贴现模型（企业的价值等于企业在生命周期内可以创造的自由现金流的折现值的总和），我们提出 P/OCF（FCF）估值法。企业发展过程中必定会有阶段性的 CE 的波动，从而带来 P/FCF 的波动，但如果企业的这种投资或者说战略性部署符合产业发展趋势或被投资者认可的话，公司的 P/OCF 会相对稳定。

图 11：P/OCF 和 P/FCF 的对比



资料来源：招商证券

OCF 可操控的空间较小，真实反映企业经营效益。利润是根据权责发生制确定的，可操控的空间较大，企业可通过虚假销售、提前确认销售或有意扩大赊销范围调节利润。而 OCF 是根据收付实现制确定的，认准的是是否收到或支付现金，调节利润的手法对它无影响，真实反映企业实际的经营现金效益。

真实反映经营业务模式带来的营运资本结构的变化。SaaS 的按年租赁收费模式下，公司的预收账款、递延收入、应收账款等项目会出现明显的变化，而且应付账款、预付账款等也反映公司对上下游的企业的议价能力，OCF 也能够更真实地反映出营运资本的变动。

为什么不直接看收入？1）收入不直观反映公司的经营性主业；2）P/S 让毛利率存在差别，产品价格存在差异的公司缺乏统一标准下的可比性。

2、间接算法看 OCF 相对净利润调整的项目

从净利润可通过间接法调整计算得到经营活动现金净流量（OCF），主要的原则是**现金的实际收付实现**，需要调整的项目有三大类：

1) 非现金支出：

实际没有支付现金的费用，包括固定资产折旧、无形资产及递延佣金等其他资产等的摊销（公司的资本性支出会分会计年在这块摊销为费用）。这类支出实质上并没有给公司带来现金的流出，不会给当期的经营带来负担。当然前提是公司的资本性支出是对未来的合理投资，大多数科技成长型企业和重资产行业一个典型的差别就在于，资本性支出更着眼于未来并且预期在未来会带来持续的回报，换句话说就是投入和回报存在明显的差期错配。

2) 营运资本的变化：

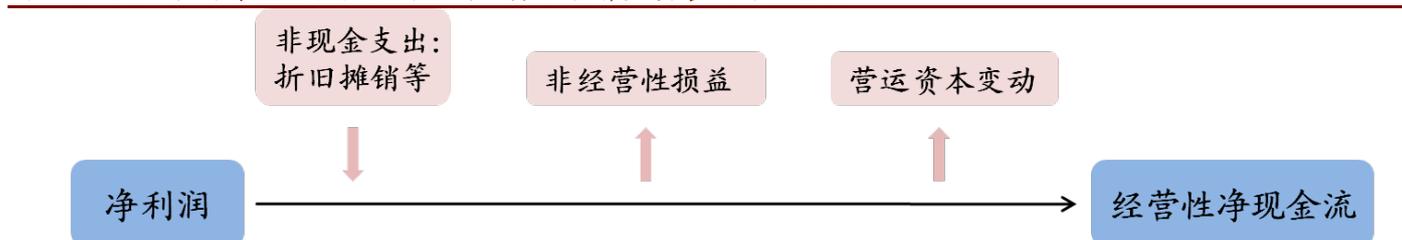
营运资本（流动资产-流动负债）会对企业经营过程中占用的现金量产生影响。营运资本的变化反映出公司运营模式的变化，预收账款增加，应收账款减少意味着公司的运营模式得到了优化，结合考虑预付账款、应付账款和存货等，亦反映出公司的上下游议价能力及产品的市场竞争力。

3) 非经营性活动损益：

如股权激励费用计提、处置地产、厂房设备的损失等，这些是企业经营业务之外发生的时点型损益，并不会对长期经营产生影响。

$$\text{经营性净现金流 (OCF)} = \text{净利润} + \text{非现金支出} + \text{非经营性活动带来的损失} - \text{非经营性活动带来的利润} - \text{营运资本的投入}$$

图 12：OCF 相对净利润调整了对公司业务经营有实质影响的现金项



资料来源：招商证券

可以看出调整的科目，所做的调整均围绕企业现金的实际收付，加回实际没有流出的现金，减去经营活动需要新占用的现金，考虑了投入和收益的差期错配以及企业经营模式变化带来的营运资本结构的变化。如果企业的运营模式得到了优化，对上下游的议价能力有加强，我们认为都应该带来企业价值的提升。服务型公司 OCF 变化主要来自于对非现金支出的调整，因为早期的高投入会带来未来经营效益的提升；产品型公司主要来自于营运资本的调整，因为产品市场竞争力变化带来公司议价能力的变化。

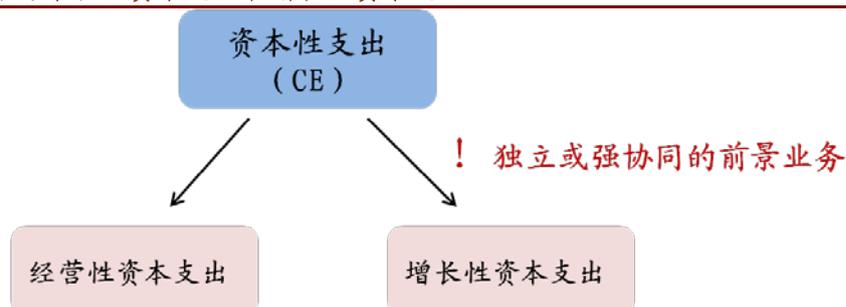
3、另一种视角看资本性支出

资本性支出是供企业长期使用的，经济效益将经历许多会计期间兑现的支出，CE 好比公司做的投资，因为涉及到的收益会有相对长期的反映，先要将其资本化，形成固定资产、无形资产、递延资产等，而后随着它们为企业提供的效益，在各个会计期间转销为费用，折旧和摊销等。

如果这种投资是保证公司当前业务可持续发展的必需投资，我们将其定义为**维护性资本支出**；如果这种投资是为了公司未来更快的业绩增长甚至开辟新的业务领域，我们将其定义为**增长性资本支出**。科技型企业的成长性就体现在很多时候增长性资本支出的比例比较大，为新业务新模式做比较多的投资。

资本性支出更多的反映的是企业的战略部署，分为维护性资本支出和增长性资本开支后，如果用 P/FCF 评估公司当前业务的相对估值，则应该只考虑维护性资本开支。增长性资本开支是为了新的业务的发展，在计算 FCF 的时候不应该减去，或者应该给予 P/FCF 更大的波动包容空间。当然，**要被确立为增长性资本支出有比较严苛的条件，必须是和原有业务独立的或者具有强协同效应的前景业务。**

图 13: 资本性支出可分为维护性资本支出和增长性资本支出



资料来源：招商证券

4、P/OCF 的适用法则

对于科技型成长企业，当成长的确定性一旦得到确立，我们应该给予净利润更高的容忍度，P/E 多高合适我们难下定论，但 P/OCF 却可以作为一个相对稳定的锚。OCF 相对净利润调整了早期投入的折旧和摊销等非实际现金支出，对营运资本也做出了调整，能够弥补净利润指标的不完整性。P/OCF 估值法的适用法则如下：

1) 企业存在明显的投入和回报的差期错配，资本性支出为合理投资

投入和回报存在明显差期错配多见于有新业务、新产品或者运营模式发生较大改变的企业，当期的净利润并不能很好反映出当期实际的业务经营情况，或者说当期的折旧和摊销并不全对应当期的效益。比如 SaaS 型服务需早期投入研发，构建基础架构，投入较大的获客成本，但投入的回报却是细水长流的，这种回报不仅仅是未来的收入，还包括未来成本上的节约以及运营结构的优化等。

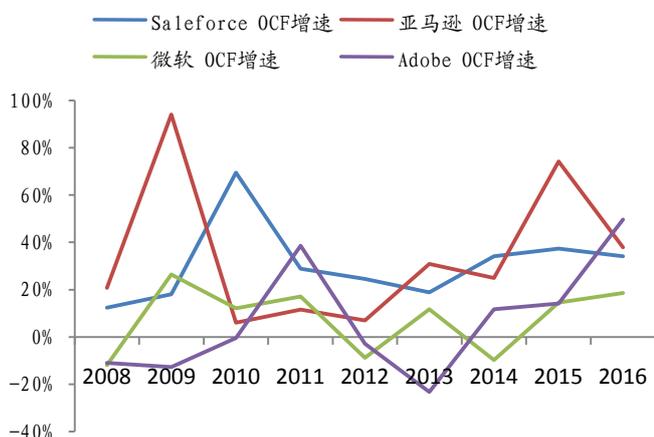
2) P/OCF 的高低和企业 OCF 的增速相关

P/OCF 绝对值多少合理？我们认为要结合考察公司 OCF 的增速。经营性净现金流的增速可以作为给 P/OCF 定基准的一个指标，因为 OCF 的增速直接反映出公司新的业

务经营或产品给企业资金供应者带来的现金回报的增速。这种现金回报可以是营运资本优化带来的，比如运营模式的升级或者对于产品型公司，产品以及公司的竞争力会先在应收账款、预收账款、存货、应付账款、预付账款等项目上得到反映，OCF 的变化可能早于净利润；也可以是确定性的增长性资本支出带来的回报预期，比如 SaaS 的早期投入未来会有明显的累积现金流，从而带来净利润回报。当然，随着企业新业务、新产品的逐步成熟，P/E 也将逐渐回归。

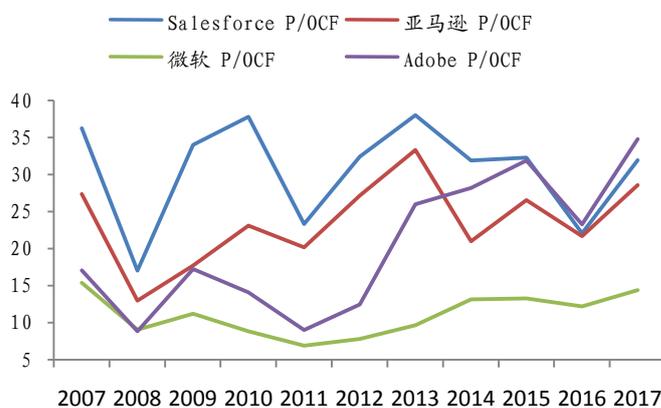
下图分别呈现了 Salesforce、亚马逊、微软和 Adobe 的 OCF 增速和 P/OCF 水平变化：微软的 OCF 增速相比其他整体平均上要低一些，因为其资本性支出中增长性比例相对更低，带来的 OCF 变化较小；Salesforce、亚马逊和 Adobe 近年的 OCF 增速都基本保持在 30% 以上。Salesforce 的 OCF 增速稳定性较好，Adobe 增速变化尤其明显，这 3 家公司当前的 P/OCF 水平也都在 30 上下。微软的 OCF 增速大约平均在 15% 左右，P/PCF 水平也大约 15。

图 14: 四家公司 OCF 增速



资料来源: Wind、招商证券

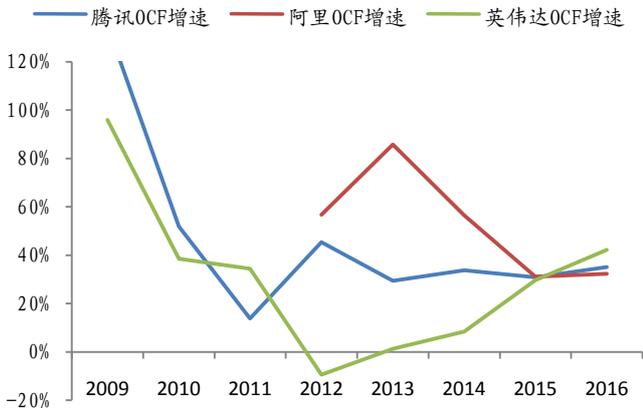
图 15: 四家公司 P/OCF 水平变化



资料来源: Wind、招商证券

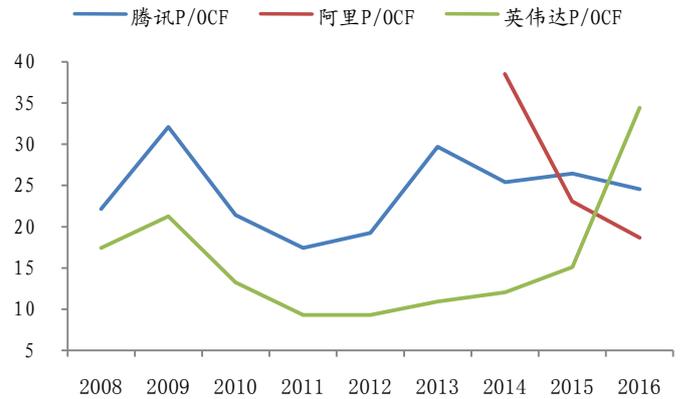
P/OCF 估值法也同样适用于其他科技巨头，尤其是新业务或者新产品正处于导入期的企业。下图可以看出腾讯、阿里、英伟达的 P/OCF 和 OCF 的增速基本一致，2016 年腾讯和阿里的 P/OCF 在 20 多的水平，今年已经迅速恢复到 40 左右，英伟达今年 OCF 预期大幅提升，公司的市值也一路攀升。

图 16: 腾讯、阿里、英伟达的 OCF 增速



资料来源: Wind、招商证券

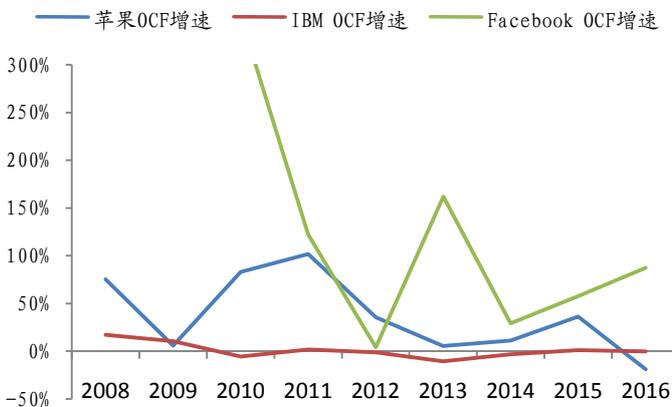
图 17: 腾讯、阿里、英伟达的 P/OCF 水平变化



资料来源: Wind、招商证券

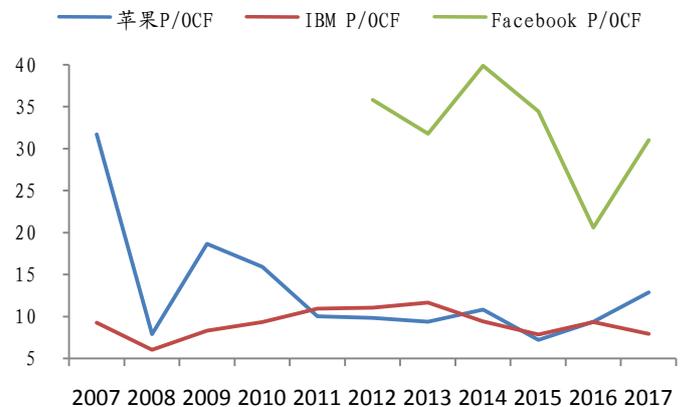
下图呈现的是苹果、IBM 和 Facebook 的 OCF 增速和 P/OCF 水平。Facebook 的 OCF 增速明显高于苹果和 IBM，故其 P/OCF 保持在 30 以上的水平；而苹果的 OCF 增速较为不稳定，近几年平均在 10 左右的水平，P/OCF 保持在 10 左右；而 IBM 的 OCF 增速小于 0，P/OCF 趋降。

图 18: 苹果、IBM、Facebook 的 OCF 增速



资料来源: Wind、招商证券

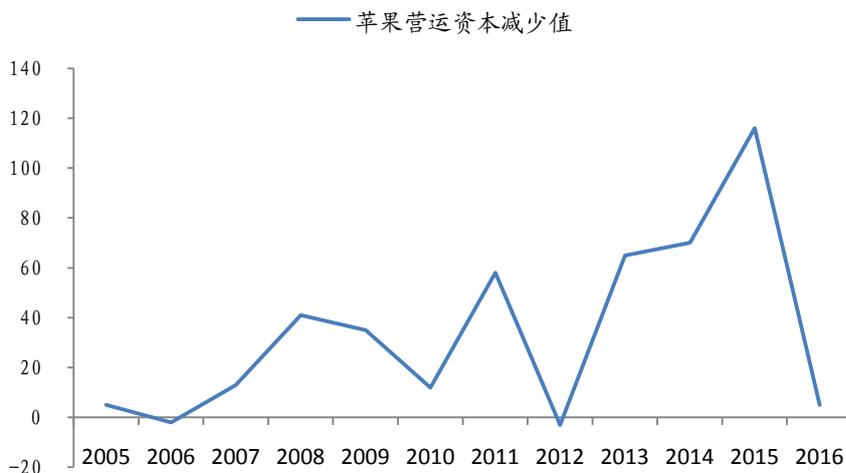
图 19: 苹果、IBM、Facebook 的 P/OCF 水平变化



资料来源: Wind、招商证券

苹果在新产品导入期营运资本结构的优化带来高 P/OCF 值。虽然近几年苹果的 P/OCF 值较低，OCF 的增速也较低，但 2007-2009 年，苹果处在新产品导入期的时候，除去 2008 年全球股市的异常值，P/OCF 也保持在 20 以上的水平。当时正值移动互联网兴起，公司的新产品极具市场竞争力，营运资本结构出现了明显的变化。递延收入和应付账款大幅增加，公司的产业链地位大幅提升，业务经营需要占据的公司自身的营运资本大幅减少，公司的 OCF 明显增长，P/OCF 也处在相对高位。

图 20: 苹果 2007 年开始营运资本结构明显优化



资料来源: Wind、招商证券

三、P/OCF 估值法重新审视用友网络

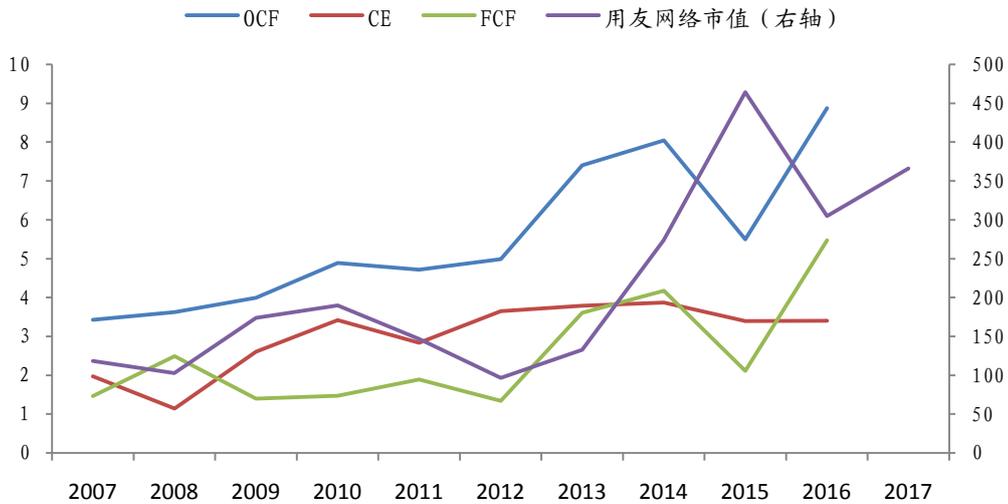
市场对于用友网络的主要顾虑在于,公司这几年对云服务的高投入是否真的能有成效。SaaS 的累积现金流模式值得更多的耐心,我们在之前的报告《Salesforce10 年 20 倍的传奇——巨头启示录系列报告(一)》中已经对 SaaS 的盈利模式做了详细的论述剖析。SaaS 转型不仅能够扩容企业级服务市场,给用友带来收入上的增长;租赁付费的商业模式还能够优化公司的营运资本结构,进一步带来经营性现金流的改善提升。公司已经有多方面指标呈现出积极的变化,国内 SaaS 已来,强烈建议布局管理软件龙头用友网络!

我们先在前面提出的 P/OCF 估值方法分析用友的估值合理性,再就推介交流过程中大家关注的几个问题做详细的阐述。

1、公司 P/OCF 相对 Salesforce 和亚马逊合理

首先,和所有的科技巨头一样,用友有着稳健增长的经营性现金流。公司的市值也表现出和 OCF、FCF 较强的相关性。公司的经营性现金流从 2012 年开始有了明显的反转,2015 年由于职工薪酬的大幅增加出现了短暂的波动,2016 年快速恢复,公司的市值也一路攀升。

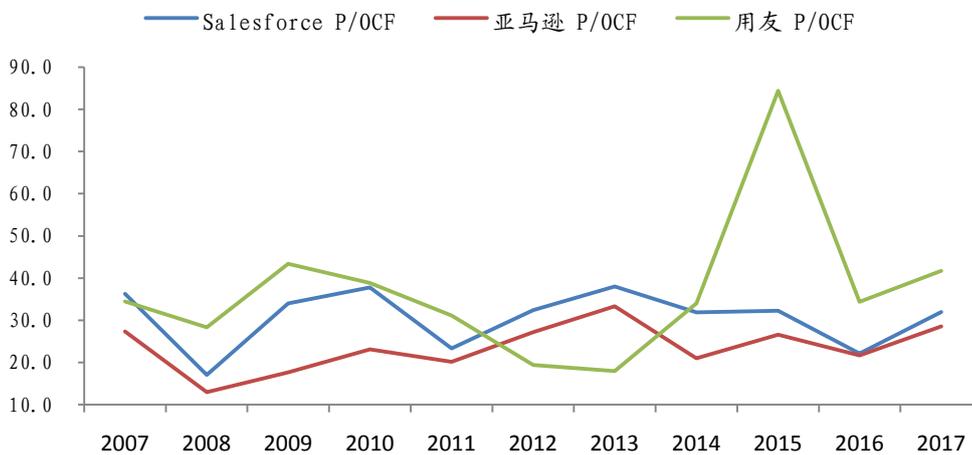
图 21: 用友网络市值和 OCF、FCF 的相关性 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

公司目前的 P/OCF 大约 40 的水平, 和 Salesforce 及亚马逊业务快速发展初期 P/OCF 水平一致, 公司当前的 OCF 也增速在 30%以上。用友 2015 年 P/OCF 出现异常值, 一方面是当时 A 股存在互联网泡沫, 整体行业的估值水平水涨船高; 另一方面是当年的 OCF 由于支付给职工的现金及劳务支付大幅增加导致突然下滑。2015 年, 国内 IT 行业的薪酬水平受 BAT 影响大幅增加, 公司亦加大研发人员的投入。2016 年公司 OCF 出现明显的恢复式增长。

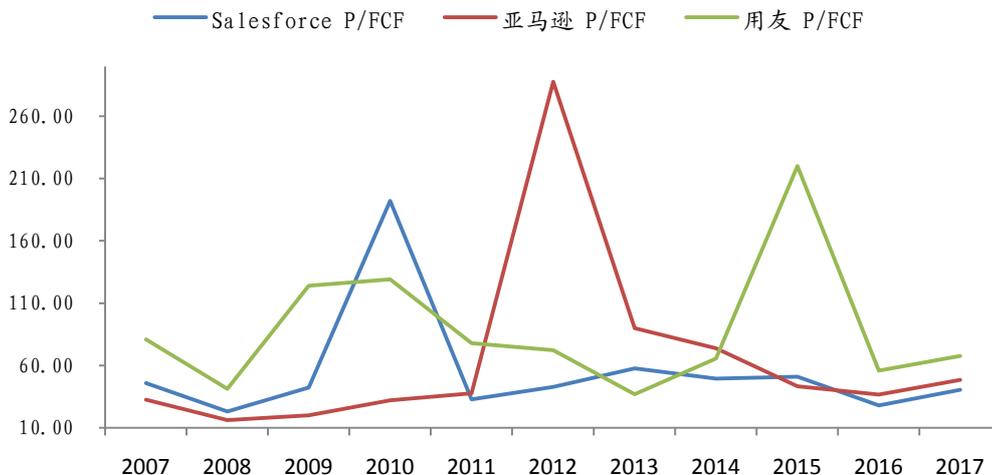
图 22: 用友 P/OCF 相对 Salesforce 和亚马逊合理



资料来源: Wind、招商证券

从 P/FCF 的角度看, 公司资本性支出合理的情况下, P/FCF 会出现阶段性的波动, 尤其对于转型中的企业来说, 短期的收入或者利润阵痛在所难免。

图 23: 企业 P/FCF 均存在波动性



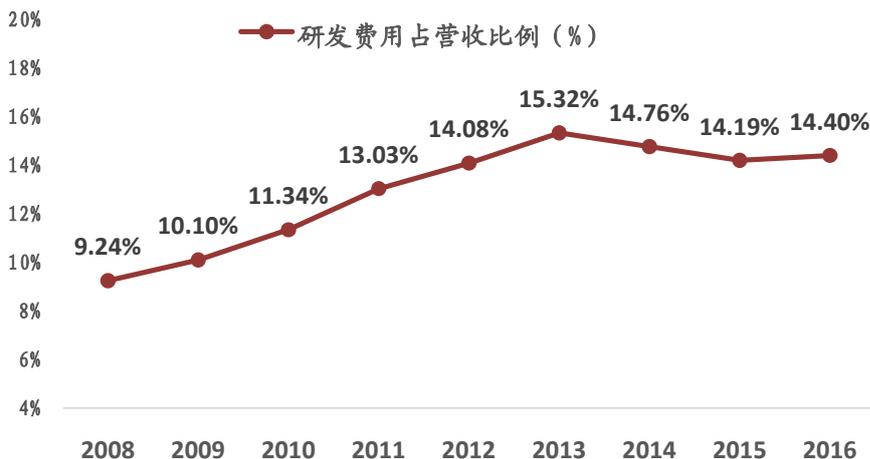
资料来源: Wind、招商证券

从 P/OCF 以及 P/FCF 的角度看公司均处在合理水平,若用友的经营性净现金流增速优于经营性资本支出的增速,OCF 将驱动公司的进一步成长!

2、投入和收益差期错配的 SaaS 盈利模式

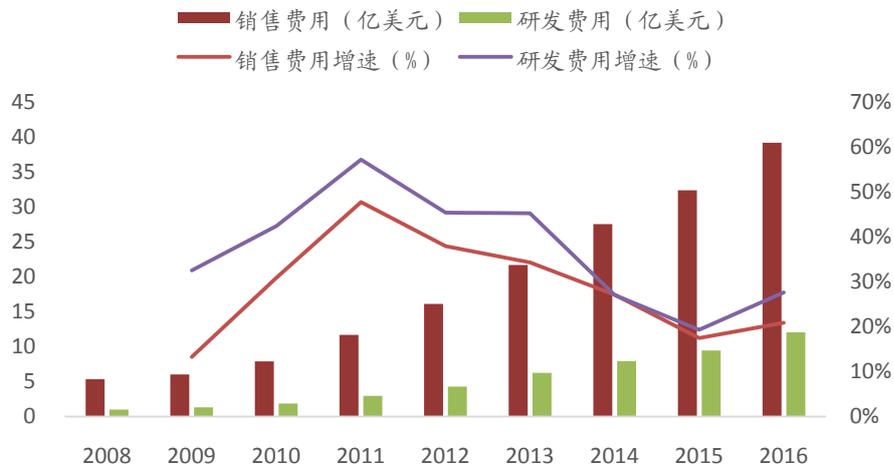
科技成长股很多都存在明显的投入和收益差期错配。对于 SaaS 型企业,研发的“乐高城堡”和销售的“人海战术”决定了企业发展初期的高资本性投入及研发和销售费用投入。随着用户规模的日渐扩大,公司产品菜单的日渐完善,各项投入趋于稳定,经营性现金流持续上升,公司的净利润也将进入增长的快车道。公司发展初期研发菜单式产品,用户可按需定制自己的“乐高城堡”;销售的“人海战术”,保障续约率及续费率。

图 24: Salesforce 研发投入占营收比例,先上升后下降



资料来源: 公司年报、招商证券

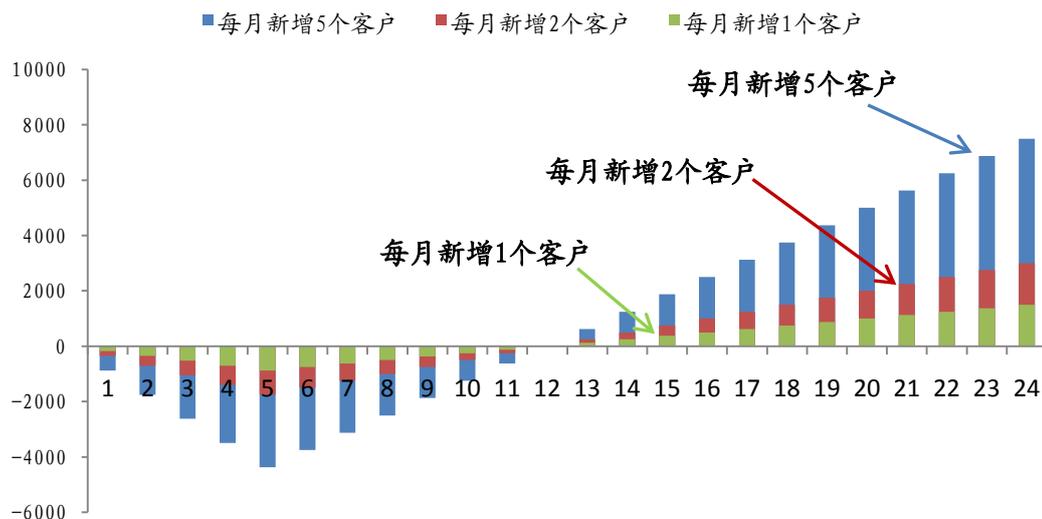
图 25: 2010 年前后, Salesforce 销售和研发费用加速投入



资料来源: 公司年报、招商证券

SaaS 典型的早期投入大, 后期累积现金流盈利模式。SaaS 的盈利是滞后于开销时间点的, 初期为了获取客户, 需要大笔投入研发和销售费用, 在这之前还有大批的基础设施投入, 而对客户的收费是按月收取租赁费。如下图所示, 假设发展一个新增客户的成本约为 1440 美元, 客户的月服务费是 120 美元, 公司直到第 13 个月才能开始盈利, 但越往后公司的累积盈利额就越高。传统软件一般是一次性交付, 之后每年大约会有 10-20% 的维护费用。相比传统软件当月销售当月计入收入, SaaS 模式更为细水长流, 能为公司提供稳定的经营性现金流, 而且软件开发者后期的维护成本也能大大降低, 规模效应相当明显。过去需要为不同的客户维护不同的版本, 而 SaaS 模式下所有的软件服务器都在开发者端, 无论是升级还是修复 bug, 只需维护一个版本即可, 这也使得发展可以快速实现产品的迭代以满足市场上需求的变化。

图 26: SaaS 典型累积现金流模式, 规模效应明显



资料来源: 招商证券

累积现金流模式决定了获客成本及续约率和续费率是公司发展的关键因素。SaaS 型公司均是采用按年订阅的模式, 一般合同为 1-3 年, 中间不能退订。公司提高盈利水平的关键在于续约率和续费率, 客户存续合作的时间越长, 公司的盈利越丰厚。因此, 客户的维护工作必然是业务发展的一项重点。

表 1: 客户续约率和续费率敏感性分析

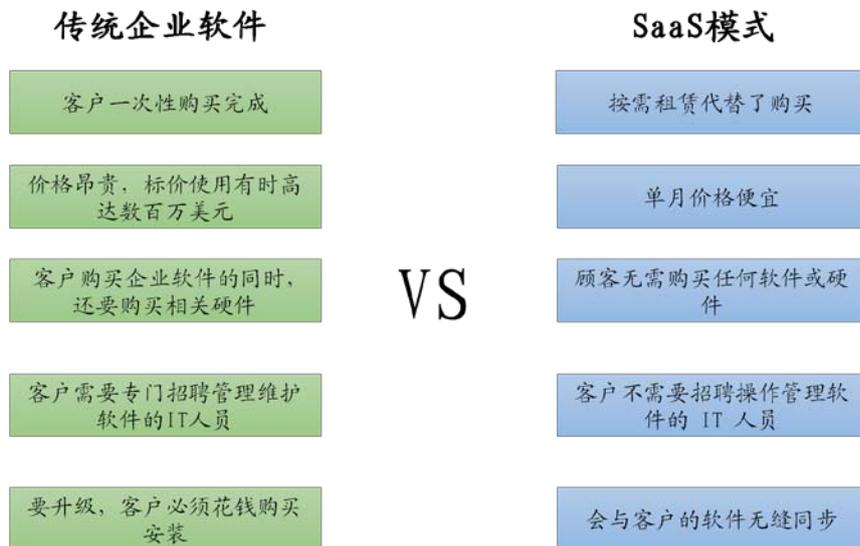
续约率		50%	60%	70%	80%	90%	95%	100%
续费率	80%	40.0%	48.0%	56.0%	64.0%	72.0%	76.0%	80.0%
	90%	45.0%	54.0%	63.0%	72.0%	81.0%	85.5%	90.0%
	100%	50.0%	60.0%	70.0%	80.0%	90.0%	95.0%	100.0%
	105%	52.5%	63.0%	73.5%	84.0%	94.5%	99.8%	105.0%
	110%	55.0%	66.0%	77.0%	88.0%	99.0%	104.5%	110.0%
	120%	60.0%	72.0%	84.0%	96.0%	108.0%	114.0%	120.0%

资料来源: 招商证券

3、SaaS 扩容企业级服务，用友云起于增量市场

SaaS 对于传统软件服务而言并不是一场革命，而是升级完善。我国企业级软件服务在移动互联网时代落下的差距，SaaS 给补上。SaaS 具备按需、弹性、灵活的升级 debug 优势。国内 B 端的移动化比 C 端来得要更迟，国内企业对 SaaS 的接纳程度比国外慢，有国内企业本身业务流程上的因素在，更重要的还是硬件基础设施没跟上。回顾人类的 IT 发展史，软件和硬件交替更迭，软件主导，围绕人们的需求驱动硬件发展，从 PC 计算到云计算，前端设备越来越轻型，但是从简单的 Web1.0 应用到社交应用，再到多种多样的移动应用，以及之后的大数据应用、人工智能应用，对后端的计算处理能力要求会越来越高。

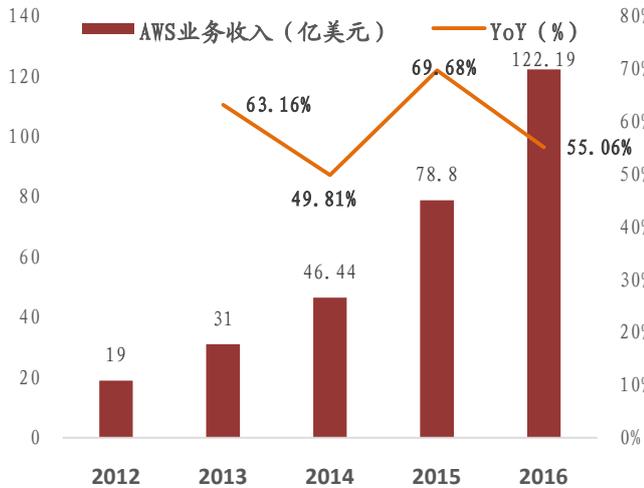
图 27: SaaS 模式的优势



资料来源: 招商证券

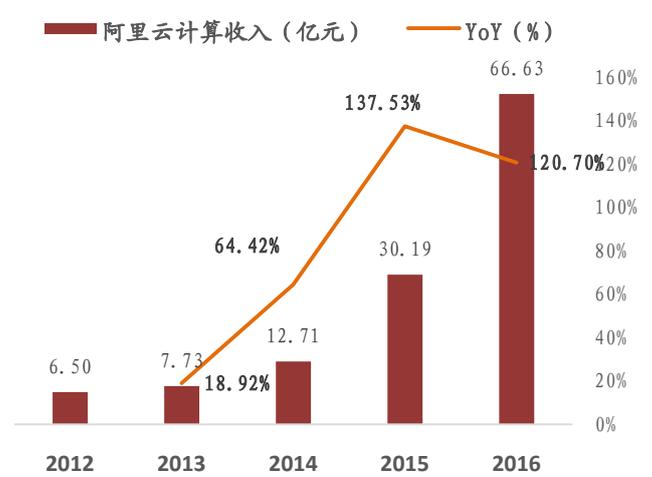
SaaS 可以实现企业 IT 资产轻量化，但企业管理软件因为业务勾稽关系复杂、数据处理量较大，相比应用型软件对云计算基础设施的要求更高。海外的亚马逊 AWS 的发展是标杆，而国内的阿里云是标杆，国内会有滞后但大势已明晰。C 端移动化应用，我们的以腾讯为代表的互联网企业领先世界，除了我国互联网用户多的优势外，更主要的是那些都是相对轻型的应用，我们也可以看到，Adobe 的云化比 Oracle、SAP 要快得多，Adobe 的云收入占比已经达到了 96.12%，而 SAP 和 Oracle 最新的云收入占比分别是 16.6%和 12.12%。

图 28: 亚马逊 AWS 营收及增速



资料来源: 公司财报、招商证券

图 29: 阿里云计算营收及增速



资料来源: 公司财报、招商证券

SaaS 还有助于实现企业内及企业间的连接和协作，赋能更多智能应用的实现。传统的套装管理软件相对不开源，连接性差，连接的价值在 C 端已经体现得淋漓尽致了，是 BATJ 这些超级互联网企业价值的枢纽，关联的数据才有价值，工业企业需要互联互通，企业在和上下游、和客户之间的连接应该更紧密，沟通应该更有效率。SaaS 模式可以打通不同软件、不同部门间数据信息不能共享的问题，不同应用之间可以通信，企业业务可以通过网络系统完整、顺利地执行和处理；SaaS 模式也利于新技术的引入，开源加载更多 AI、大数据的运用将成为可能。**SaaS 的环境下，工业互联网也就触手可及。**

图 30: 用友云推动社会级应用服务的互联互通



资料来源: 公司官网、招商证券

SaaS 会给企业级的管理软件带来更大的空间:

一方面，SaaS 模式让企业 IT 资产轻量化，省去了硬件基础设施的部署成本，17、18 万的价格相比于传统套装软件大几十万的价格，可以扩充覆盖的客群；

另一方面，弹性的配置让用户的选择自由度加大，原来碍于刚性的 IT 预算没有配置的一些功能，比如营销、财务协作模块等，在 SaaS 模式下需求更容易得到释放。SaaS 模式也让盗版价值变得越来越微弱。所以 SaaS 这种云计算技术带来的进步模式，对于

传统软件，不是左右手互搏，而是升级和扩容。根据阿里云最新7月份发布的 SaaS 用户调查报告，当前最普遍的热门 SaaS 应用是行政办公类，营销管理类，财务管理、人力资源类。SaaS 模式也将由营销、财务协同这些相对轻型和增量的应用领域向重型的传统 ERP 软件领域蔓延。且暂不考虑 SaaS 环境下未来开源加载新技术应用的价值，以及连接客户上下游企业带来的客户数量上的扩充，用友传统软件已累计服务大中型企业组织客户超过 200 万家，云服务的企业客户数约 324 万家，即使按最便宜的移动营销云服务 1 万元/年，按 10% 的新增渗透率测算，用友每年的增量业务空间都是可以和现有业务体量比肩的。如果认可前端设备的轻型化趋势，就应该认可用友所在的企业级服务市场 SaaS 化升级的确定性以及用友的成长空间。

图 31：用友的一些云服务产品



资料来源：公司官网、招商证券

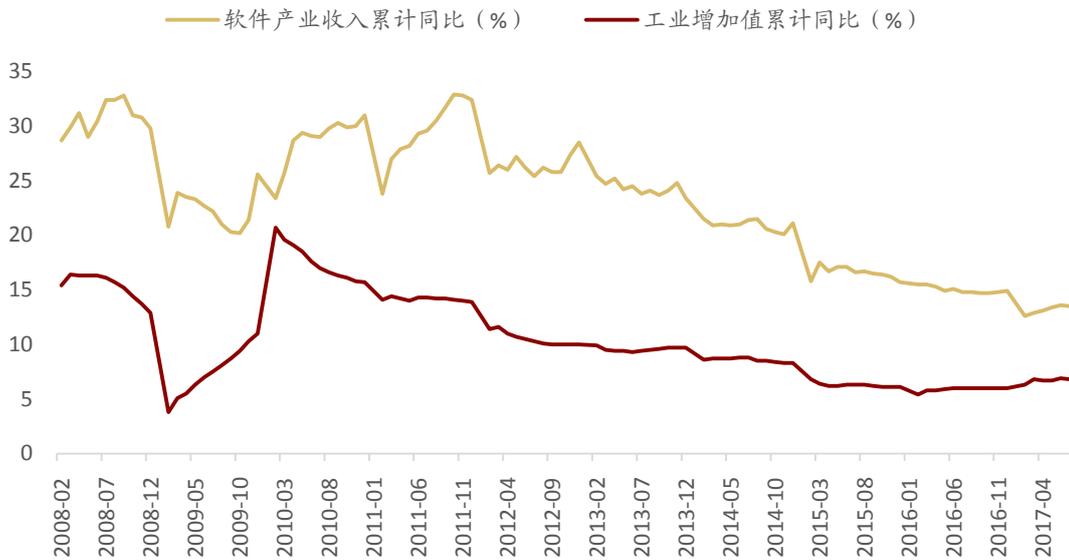
用友的企业客户中有些已经不同程度地采用了用友的云服务。古井贡酒用了用友的营销云，搭建了统一的会员运营平台、营销平台，会员每个月的增长率超过 12%，很多活动会员转化率超过 90%；鞍钢集团去年开始用了采购云；延长石油用了财务云，帮助实现员工 0 报销，0 资金垫付；双良集团用了协同云，为员工提供统一协作平台，实现员工社交化的沟通和分享。都是增量的业务。

4、制造产业的智能化升级引领龙头回归成长

我们判断，国内 SaaS 拐点将至：

- 生产制造企业经历一轮大的去产能后，行业复苏，对企业级软件服务的需求进入新的扩张期，并且这种扩张更多的是云计算、大数据及移动互联网技术驱动的企业数字化转型带来的增量 IT 需求；
- SaaS 模式可帮助实现企业 IT 资产轻量化，弹性配置同时缓解企业 IT 刚性预算压力，并且 SaaS 的可移动化性具备客群优势，有利于企业增量 IT 需求的释放；
- 社会由商品化向服务化转型，企业内及企业间的互联互通价值提升，SaaS 型软件服务具备连接优势，国内垂直轻量型 SaaS 创业如火如荼并且已经取得了一定成效，SaaS 有望由营销、OA 等协同类轻量型软件应用向重型软件延伸。

图 32: 软件行业与宏观经济同周期

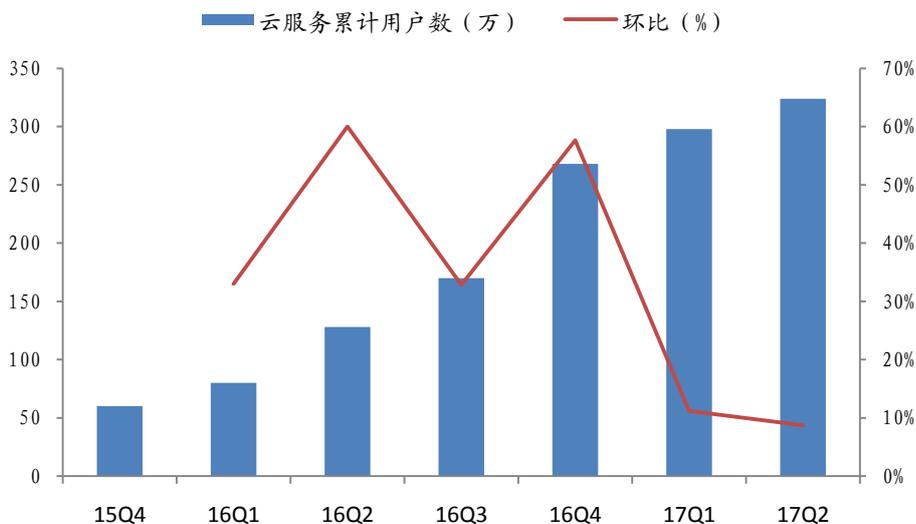


资料来源: Wind、招商证券

国内的企业级软件服务市场具有较强的周期性, 数据显示制造业已经有了复苏的迹象, 但是内生的复苏本身带来的信息化需求是有限的, **更大的增量信息化需求来自于它们经过这波去产能之后的智能化升级**。流程化的生产可以越来越高效, 业务服务被摆在了更重要的位置, 企业的社会环境正从以生产制造为核心向业务流程化服务转型, 人力成本越来越高, 应该配置在不那么容易被机器替代的领域。资本永远有着最敏锐的嗅觉, 众多 SaaS 初创企业的存在折射出社会整体的需求, 但它们始终是溢出的那部分, 新增的营销服务等需求相对容易被分割, 强者恒强, 马太效应是难以逃脱的生存法则。续费率是 SaaS 型公司发展的关键因素, SaaS 配置成本低对小微企业友好, 有助于初期快速获客, 而大中型企业付费能力强, 将加速现金流的累积显效。根据阿里云的 SaaS 调查, 在工业云领域, 37% 的中国工业企业计划加大 SaaS 的投入。

大中企业仍将是云业务业绩的主要贡献者。Salesforce 发展至今方才实现盈利, 相比于小微企业, 大中型企业的累积现金流显效更快。国内的管理软件龙头企业用友网络、金蝶国际等从 2011 年即开始布局云计算, 早期大量的研发和销售费用的投入在近期终于开始收获回报, 用户数快速增长, 收入平滑稳定地可持续增长, 费用保持稳定, 盈利快速增长。SaaS 型软件服务按需租赁的模式对中小企业友好, 有利于快速获客, 但无论是具有良好大中企业客户基础的管理软件综合解决方案提供商用友网络, 还是深耕中小企业的金蝶国际, 云服务业务均率先在大型企业取得业绩突破。大中型企业更愿意和能力支付云服务, 仍将是国内 SaaS 云业务的主要贡献者。累积现金流模式决定了获客成本和续约率是 SaaS 发展的关键问题, SaaS 低配置成本对小微企业友好, 有助于快速获客, 但国内小微企业的存续期较短是 SaaS 发展的一大硬伤。大中企业仍将是云业务业绩的主要贡献者, 用友网络具备独特的大客户优势, 而在覆盖增量的小微客户上, 用友的品牌效应亦是一大有利因素。

图 33: 用友云服务累积用户数



资料来源：公司年报、招商证券

云服务累积用户数快速增长，公司具有明显的大客户优势。公司的云服务用户已从 2016 年 Q1 的 80 万上涨到 2017 年 Q2 的 324 万，收入的实现主要来自于大中型企业用户。用友的产品和解决方案一直以大中型企业为主，高端产品收入占比近 70%，且增速明显高于中低端产品。深耕多年，用友 ERP 产品在超大型央企和大型央企中市占率超过 20%，客户包括中国石油、中国石化、国家电网、中国三峡、中国国新等，和中国建筑、国家电网已陆续有云服务合作落地。

四、投资建议：“强烈推荐-A”评级

随着云计算技术的发展，SaaS 普适性得到提高，在制造业复苏进行智能化升级的大背景下，企业级服务市场得到扩容。我们一再强调增量市场的逻辑，SaaS 不是革命而是升级完善。SaaS 因其配置成本低、灵活、弹性的优势让企业的增量 IT 需求得到释放，用友主要的云服务产品，财务云、人力云、协同云、采购云、营销云、电子发票、云通信等，均是传统管理软件系统的补充，SaaS 将逐渐由轻型软件应用向重型软件渗透。生产制造企业经历一轮大的去产能后，行业复苏，对企业级软件服务的需求进入新的扩张期，并且这种扩张更多的是云计算、大数据及移动互联网技术驱动的企业数字化转型带来的增量 IT 需求。SaaS 的弹性配置有助于缓解企业 IT 刚性预算压力，可移动化性具备客群优势。社会由商品化向服务化转型，企业内及企业间的互联互通价值提升，SaaS 型软件服务亦具备连接优势。

我们继续看好公司籍当下新一轮企业智能化升级带来的 IT 需求扩张契机，推动软件服务 SaaS 转型的前景，公司布局长远，从营销、财务协同等增量软件服务入手推进产品的 SaaS 化，并搭建 PaaS 平台实现企业各部门软件应用的泛连接及企业间的互联互通，早期的高投入随着而今用户数的扩张和经营性现金流的好转开始兑现回报。U8 Cloud 正重磅大力推出，目前预售效果良好，用友在国内大中企业管理软件市场渗透率超过 1/3，技术和品牌优势明显，将持续引领和受益软件的 SaaS 化。

“强烈推荐-A”投资评级。 预计 17-19 年 EPS 为 0.28/0.48/0.55 元，管理类软件的

SaaS 化扩容企业软件服务，顺应技术及产业趋势，给公司业务的增长带来强驱动力。此外公司的互金业务也从业绩拖累扭转为正贡献，经营性净现金流持续向好，给予“强烈推荐-A”评级。

表 2: 相关公司估值对比

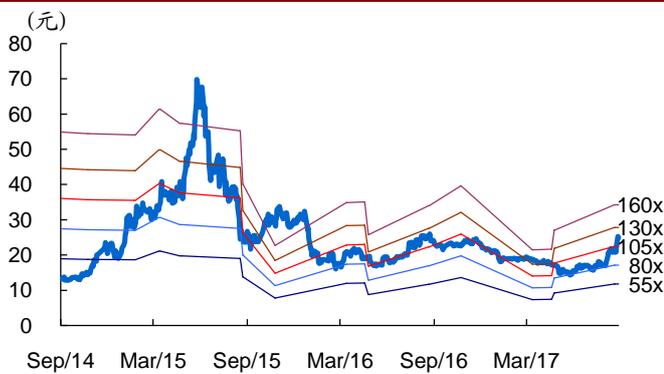
公司名称	证券代码	2016EPS	2017EPS	2018EPS	PE (17)	PE (18)	PB	市值 (亿)
用友网络	600588.SH	0.13	0.28	0.48	87	51	6.95	358
广联达	002410.SZ	0.38	0.54	0.73	37	28	8.15	225
金蝶国际	0268.HK	0.10	0.08	0.11	46	33	2.66	89
泛微网络	603039.SH	1.30	1.29	1.68	50	39	8.22	43
鼎捷软件	300378.SZ	0.16	0.25	0.38	70	46	3.86	46

资料来源: Wind、招商证券

风险提示:

- 1) 云服务业务进展不达预期;
- 2) 市场竞争加剧造成的利润率下滑风险;
- 3) 人才流失风险。

图 34: 用友网络历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 35: 用友网络历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 《用友网络 (600588.SH) —— SaaS 扩容企业级服务，龙头回归成长轨道》2017/8/28
- 《Salesforce10 年 20 倍的传奇 —— 巨头启示录系列报告 (一)》2017/09/04

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6606	7459	5120	6221	7284
现金	3879	4546	1332	1598	1815
交易性投资	59	0	0	0	0
应收票据	54	71	94	115	136
应收款项	1520	1609	2088	2547	3015
其它应收款	152	143	188	229	271
存货	24	35	35	44	51
其他	919	1055	1383	1689	1998
非流动资产	4313	4696	4620	4551	4489
长期股权投资	167	200	200	200	200
固定资产	1575	1565	1555	1546	1537
无形资产	655	629	566	509	459
其他	1916	2302	2299	2296	2293
资产总计	10919	12155	9740	10772	11773
流动负债	4705	5459	3349	3760	4120
短期借款	1824	2352	0	0	0
应付账款	402	436	548	677	791
预收账款	780	803	1010	1248	1458
其他	1699	1868	1791	1834	1871
长期负债	151	307	307	307	307
长期借款	132	254	254	254	254
其他	19	53	53	53	53
负债合计	4856	5767	3656	4067	4428
股本	1465	1464	1464	1464	1464
资本公积金	2011	2202	2202	2202	2202
留存收益	2043	2021	1695	2279	2877
少数股东权益	544	700	722	759	801
归属于母公司所有者权益	5519	5688	5362	5946	6544
负债及权益合计	10919	12155	9740	10772	11773

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	550	887	81	423	462
净利润	324	197	406	706	810
折旧摊销	149	182	160	152	146
财务费用	92	68	66	4	2
投资收益	(181)	(52)	(52)	(52)	(52)
营运资金变动	142	469	(526)	(432)	(493)
其它	24	23	27	45	50
投资活动现金流	(956)	(531)	(32)	(32)	(32)
资本支出	(339)	(340)	(83)	(83)	(83)
其他投资	(618)	(191)	52	52	52
筹资活动现金流	1313	(22)	(3264)	(125)	(213)
借款变动	932	561	(2466)	0	0
普通股增加	293	(0)	0	0	0
资本公积增加	1267	191	0	0	0
股利分配	(586)	(732)	(732)	(122)	(212)
其他	(594)	(41)	(66)	(4)	(2)
现金净增加额	907	334	(3214)	266	217

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4451	5113	6718	8196	9700
营业成本	1431	1604	2015	2492	2910
营业税金及附加	73	73	96	117	138
营业费用	1185	1313	1725	2105	2491
管理费用	1723	2031	2687	2951	3492
财务费用	93	76	66	4	2
资产减值损失	112	120	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
投资收益	181	52	52	52	52
营业利润	13	(51)	180	580	719
营业外收入	355	362	362	362	362
营业外支出	6	15	15	15	15
利润总额	362	296	527	927	1066
所得税	19	51	100	184	213
净利润	343	244	427	743	852
少数股东损益	19	47	21	37	43
归属于母公司净利润	324	197	406	706	810
EPS (元)	0.22	0.13	0.28	0.48	0.55

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	2%	15%	31%	22%	18%
营业利润	-96%	-505%	451%	222%	24%
净利润	-41%	-39%	106%	74%	15%
获利能力					
毛利率	67.9%	68.6%	70.0%	69.6%	70.0%
净利率	7.3%	3.9%	6.0%	8.6%	8.3%
ROE	5.9%	3.5%	7.6%	11.9%	12.4%
ROIC	1.1%	0.2%	3.1%	6.6%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	44.5%	47.4%	37.5%	37.8%	37.6%
净负债比率	23.4%	22.4%	2.6%	2.4%	2.2%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.7	1.8
速动比率	1.4	1.4	1.5	1.6	1.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.8	0.8
存货周转率	61.7	54.8	57.7	63.2	61.6
应收帐款周转率	3.0	3.3	3.6	3.5	3.5
应付帐款周转率	3.6	3.8	4.1	4.1	4.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.22	0.13	0.28	0.48	0.55
每股经营现金	0.38	0.61	0.06	0.29	0.32
每股净资产	3.77	3.88	3.66	4.06	4.47
每股股利	0.50	0.50	0.08	0.14	0.17
估值比率					
PE	110.7	181.5	88.3	50.8	44.2
PB	6.5	6.3	6.7	6.0	5.5
EV/EBITDA	-63.3	-101.0	-29.5	-16.2	-13.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

张陈乾：招商证券计算机行业高级分析师，北京邮电大学学士、硕士，4 年公募基金，保险资管从业经验。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。