

证券研究报告

2018.5.15

云计算行业：三个核心问题的回答

分析师 沈海兵 SAC执业证书编号：S110517030001
分析师 缪欣君 SAC执业证书编号：S110517080003

风险提示：云计算产业发展进度低于预期；龙头长期净利率水平低于预期



行业评级：强于大市

核心结论：坚定看好2018~2020云计算大牛市

市场关于云计算的报告不少，我们回答三个关键问题：

1、关于客户空间：以云ERP为例，渗透率不到6%，2020年前客户增速70%+。

关于收入空间：无边界的扩张，从单品到平台，APRU值提升收入长期增速25%+。

2、关于行业集中度：先发优势与规模效应下，强者恒强，SaaS龙头的份额在25~50%。

3、关于净利率、估值：费用率下行，长期净利率25%+，美国诞生多家千亿市值SaaS公司。

01 问题一：行业目前渗透率，长期空间有多大？

02 问题二：未来行业集中度，龙头的规模效应？

03 问题三：龙头长期净利率，估值空间如何看？

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

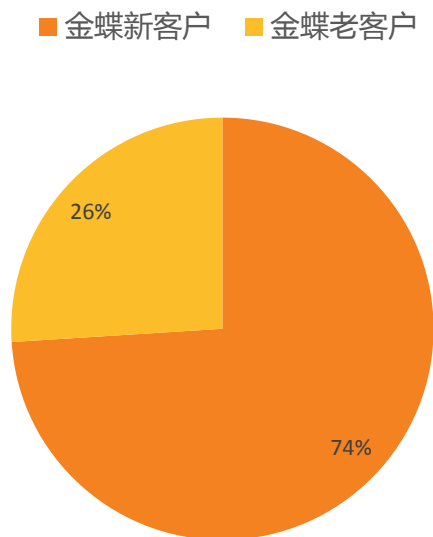
想到云计算，想到SaaS，我们总会提出一个疑问：

软件的云化，是不是对传统软件的替代？

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

1) 首先明确一点，一个核心由新需求推动的市场

数据说话，用友和金蝶云业务客户，**70%以上来自于新客户**。我们认为，核心逻辑在于云降低了企业使用软件门槛，客户群扩大。

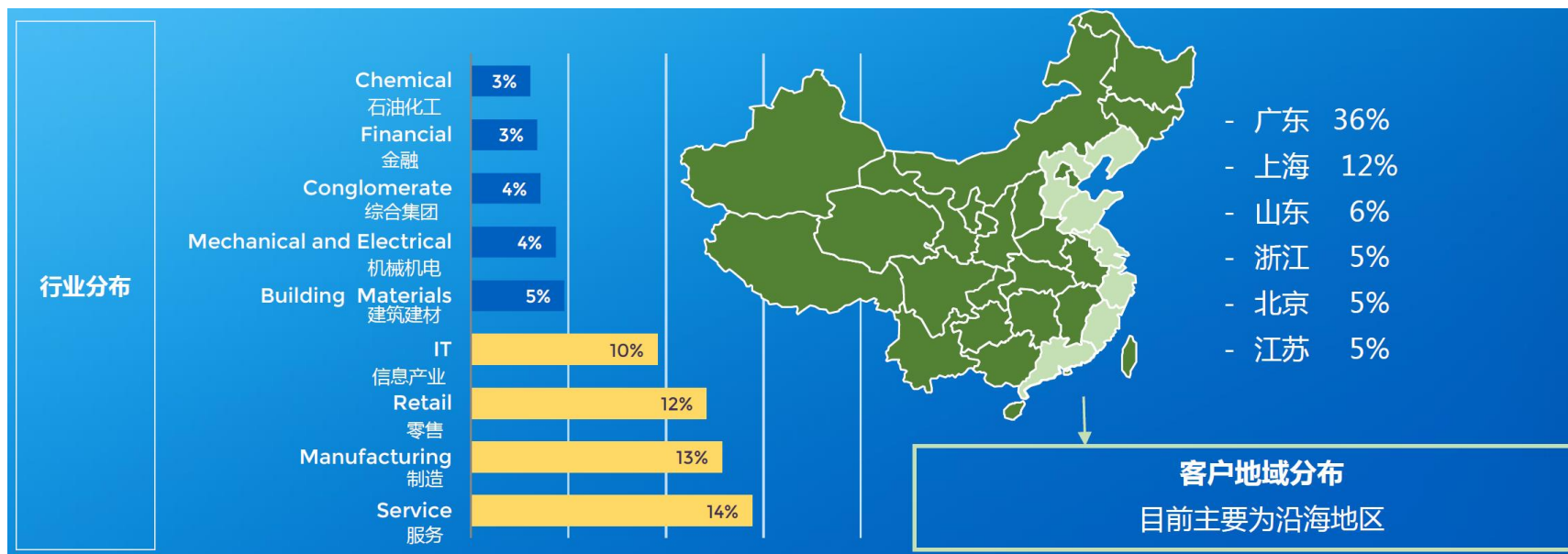


来源：金蝶年报、金蝶投资者关系介绍PPT、天风证券研究所，2017

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

1) 首先明确一点，一个核心由新需求推动的市场

具体来看，以金蝶云为例，**新客户主要为泛服务业，预计占比40%以上**。这些行业以前不用企业软件或者只是简单报表软件。



来源：金蝶投资者关系介绍PPT、天风证券研究所，2017H1

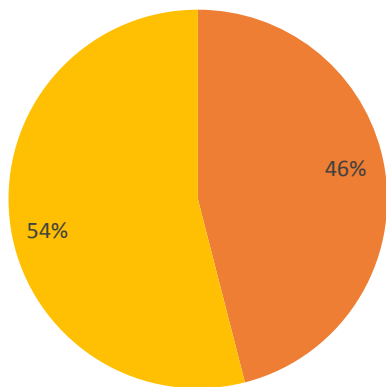
1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

1) 首先明确一点，一个核心由新需求推动的市场

客户群扩大后，制造业客户占比下降到20%，而传统ERP行业制造业的客户占比接近50%，主要客户为汽车、烟草、央企等。

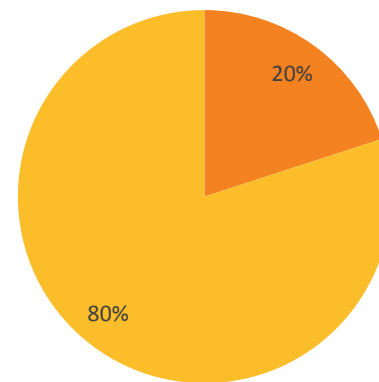
传统ERP客户分布

■ 制造业 ■ 其他行业



云ERP客户分布

■ 制造业 ■ 其他行业



来源：赛迪、金蝶投资者关系介绍PPT、天风证券研究所，2017；注释：赛迪为2012年数据，考虑过去五年行业变化有限

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

那接下来，大家可能会问一个问题：

以服务业为代表的新客户渗透率情况如何？

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

2) 从客户数角度来看，目前云计算行业渗透率不到6%

我们统计了中国规模以上服务业的情况，预计5000万营收即云ERP潜在新客户群约为7万家。参考云ERP行业已覆盖的服务业客户数，**预计渗透率不超过6%**。

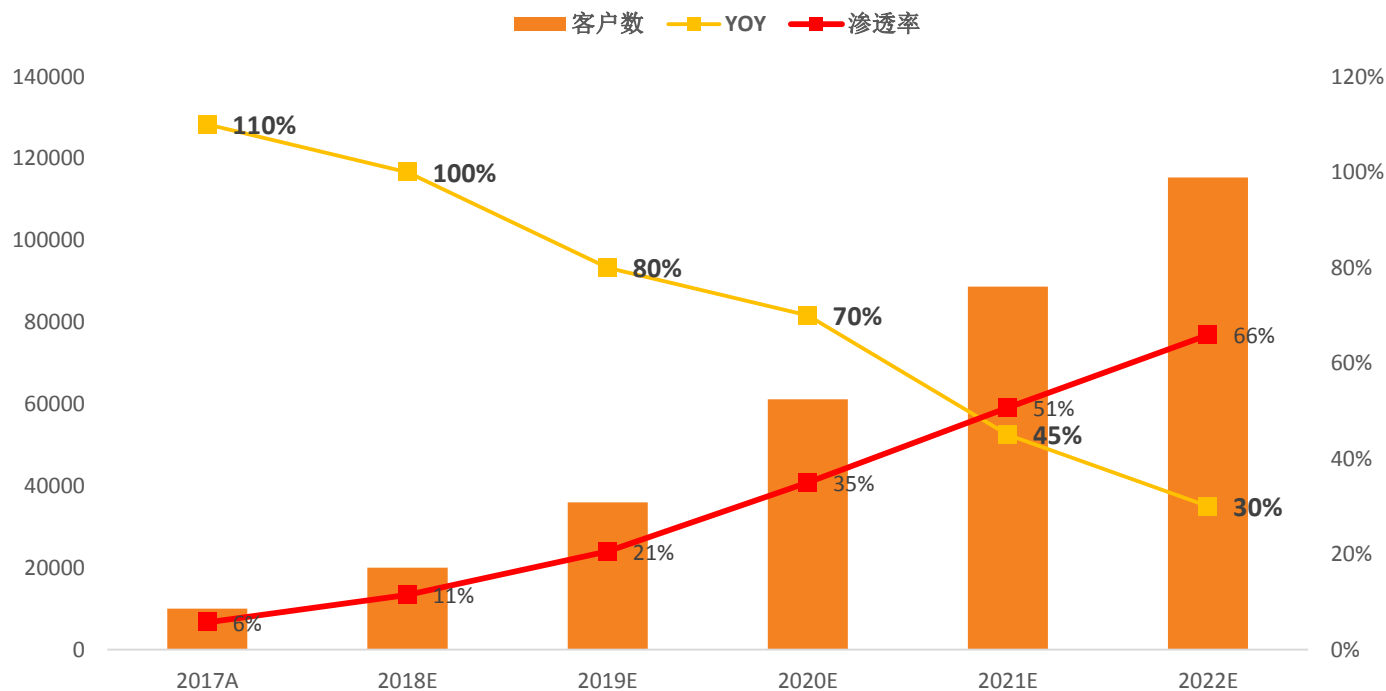
项目	数额	备注
江苏省规模以上服务业企业数（万）	1.6	中国江苏网
江苏省规模以上服务业企业数占全国比例	12%	中国江苏网
中国规模以上服务业企业数（万）	14	统计局口径，营收1000万以上
云ERP行业潜在服务业企业数（万）	7	预计值，营收5000万以上
金蝶云累计客户数	5500	2017年
金蝶云客户服务业占比	40%	2017年
金蝶云覆盖的服务业企业数	2200	2017年
其他玩家覆盖的服务业企业数	1800	预计值，其他玩家包括Netsuite、用友等
云ERP行业覆盖的服务业企业数	4000	/
渗透率	5.7%	/

来源：中国江苏网、金蝶年报、天风证券研究所

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

2) 从客户数角度来看，目前云计算行业渗透率不到6%

在中国云模式已经验证的背景下，考虑当前渗透率情况，我们看好行业客户数未来三年复合增长率超过80%，对应2020年渗透率约35%。



来源：中国江苏网、金蝶年报、天风证券研究所 注释：天风证券基于历史数据和行业理解进行预测

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

2) 从客户数角度来看，目前云计算行业渗透率不到6%

SaaS正跟随中国新经济、服务业一起茁壮成长。以软件抓手，云化的低成本，创新管理。

如果您还不了解云的价值，建议您花三分钟时间浏览金蝶云官网标杆客户案例视频介绍
(www.ik3cloud.com/Customer/CustomerCaseDetail?id=customer001)



来源：金蝶官网、天风证券研究所

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

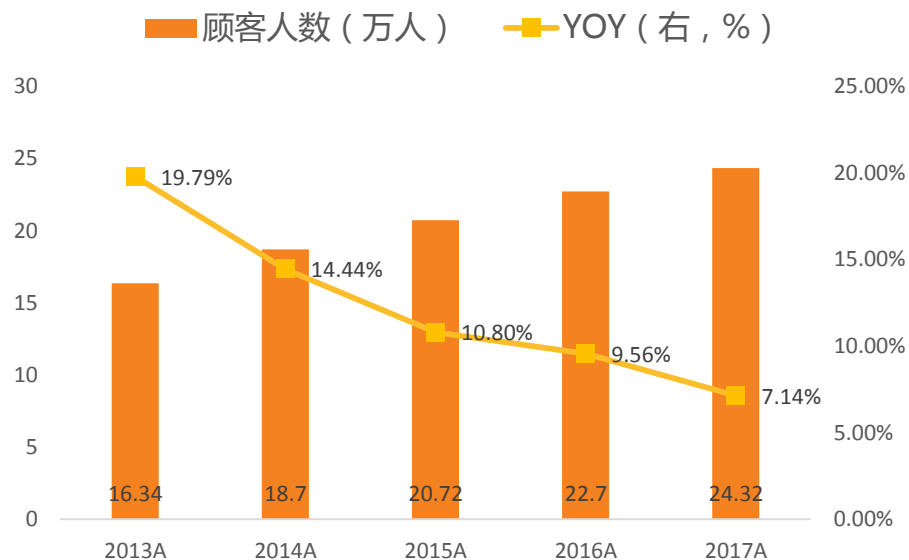
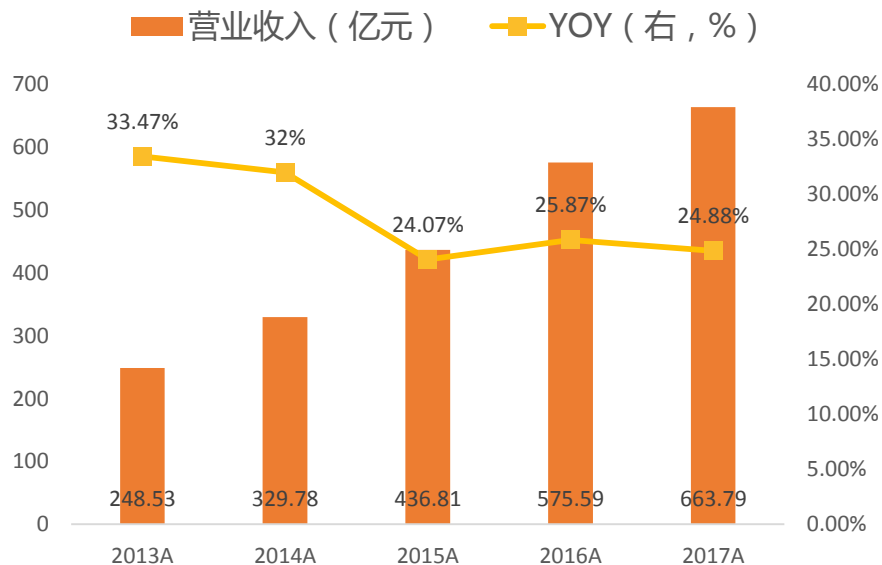
无论如何，承认的是客户数的增长始终有天花板：

但ARPU值的提升，带来的是无边界扩张。

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

3) 不只是客户数增长，未来新品导入下ARPU值提升确定性高

Salesforce过去七年，收入复合增速超过30%，17年收入增速25%，但是**客户数过去七年保持低增速，17年更是下滑至个位数。**

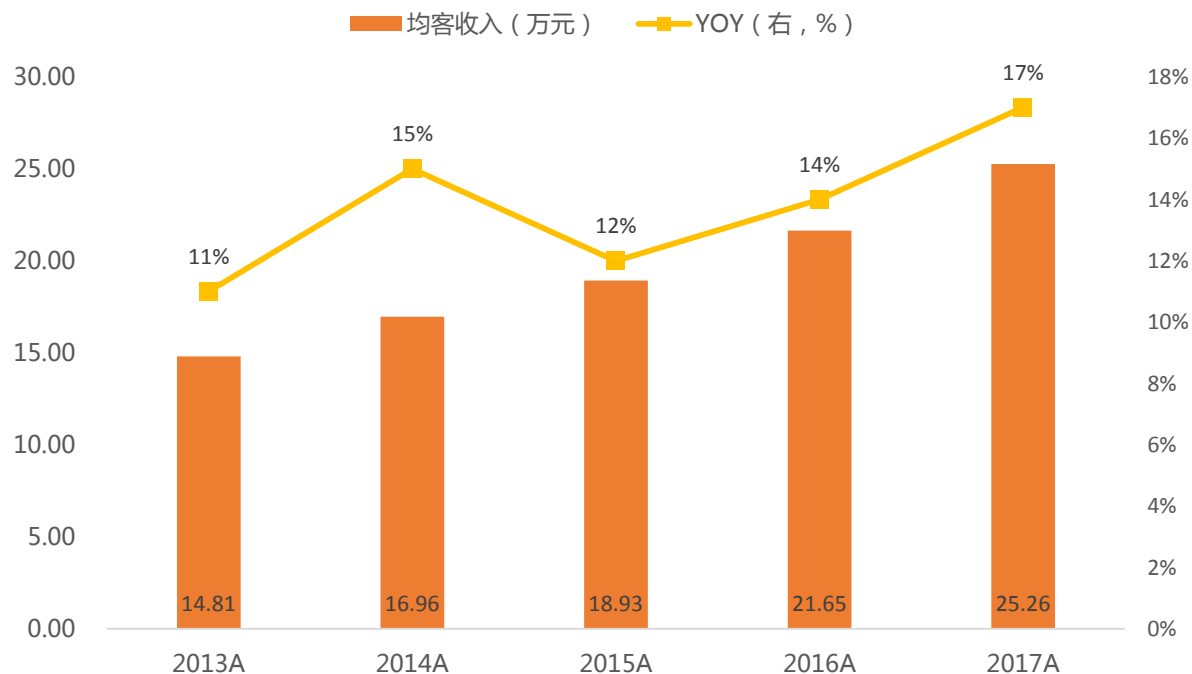


来源：Salesforce年报、天风证券研究所

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

3) 不只是客户数增长，新品导入下ARPU值提升确定性高

新产品导入下，公司均客收入年复合增速超过12%。按照SaaS行业销售经验，我们判断老客户后续产品销售的费率较低。

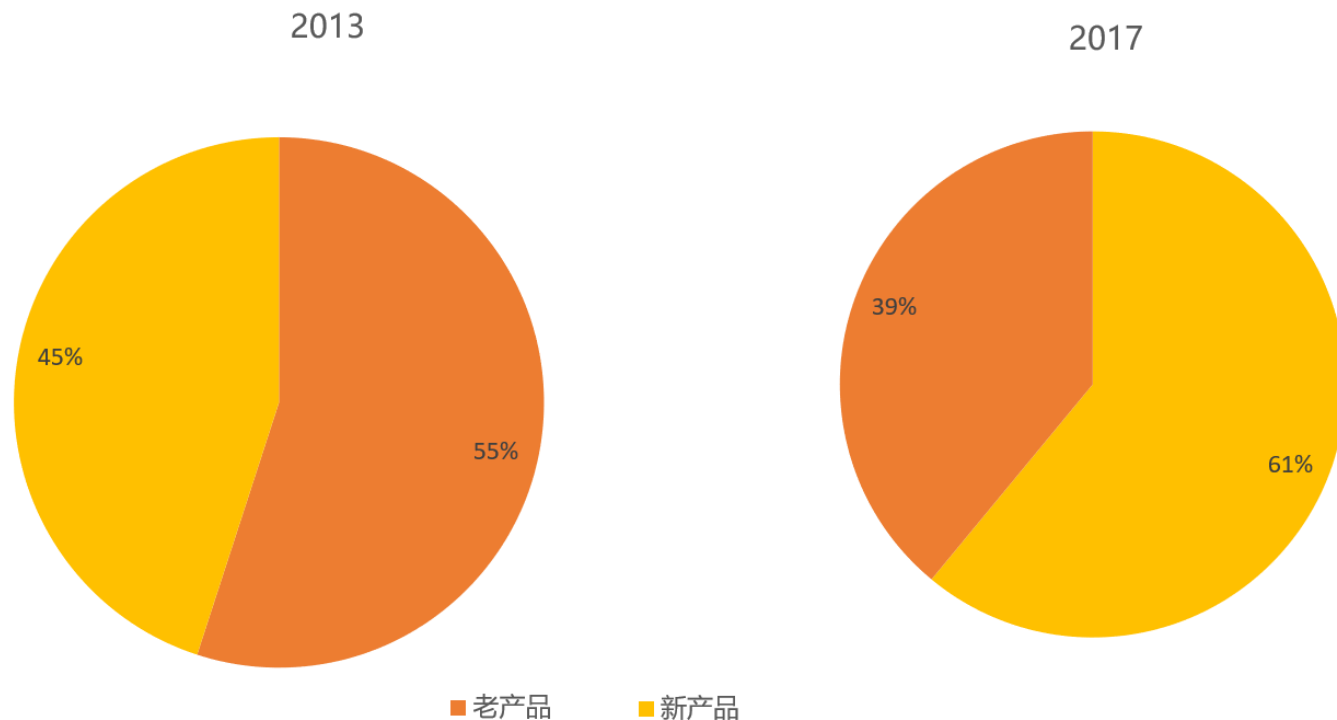


来源：Salesforce年报、天风证券研究所

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

3) 不只是客户数增长，新品导入下ARPU值提升确定性高

Salesforce收入拆分显示，公司老产品（CRM中的Sales cloud）从13年的55%下降至17年39%，以App Cloud（平台分成）为代表**大数据服务新产品**占比受快速提升。

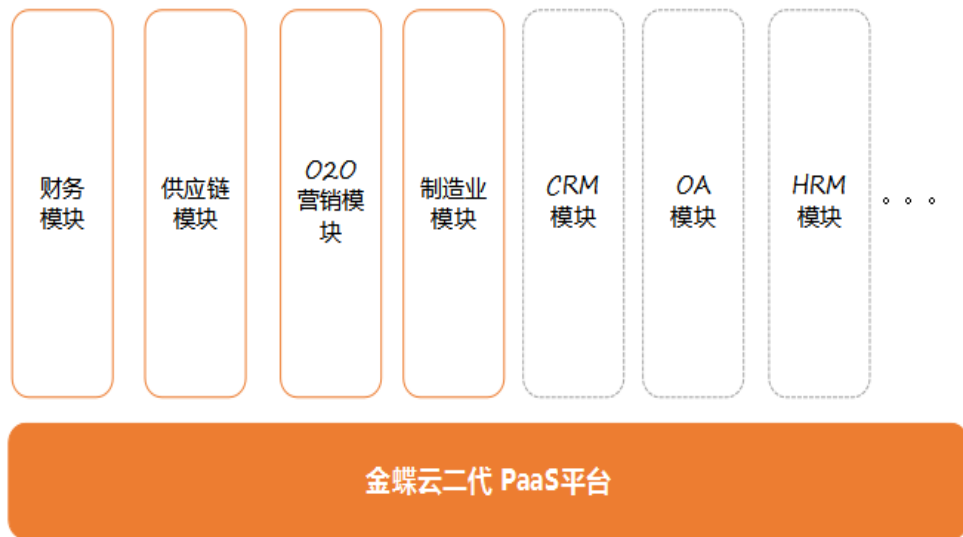


来源：Salesforce年报、天风证券研究所

1、行业目前渗透率，长期空间有多大？

3) 不只是客户数增长，新品导入下ARPU值提升确定性高

云的成长路径在美国已经验证，而**中国企业已经以云ERP为切入口，定义云平台导入新产品，包括CRM（金蝶投资纷享销客）、HR（用友投资大易）。**



用友云平台(uap), 定位于数字化商业基础设施平台, 基于新技术、新架构、新模式为现代企业数字化转型, 提供数据服务、能力服务、平台服务、混合云服务、生态服务, 并为大型企业混合云提供全新架构和支撑能力。同时面向开发者、合作伙伴提供平台生态服务, 打造产业共创共享平台



来源：用友官网、金蝶官网、天风证券研究所

01

问题一：行业目前渗透率，长期空间有多大？

02

问题二：未来行业集中度，龙头的规模效应？

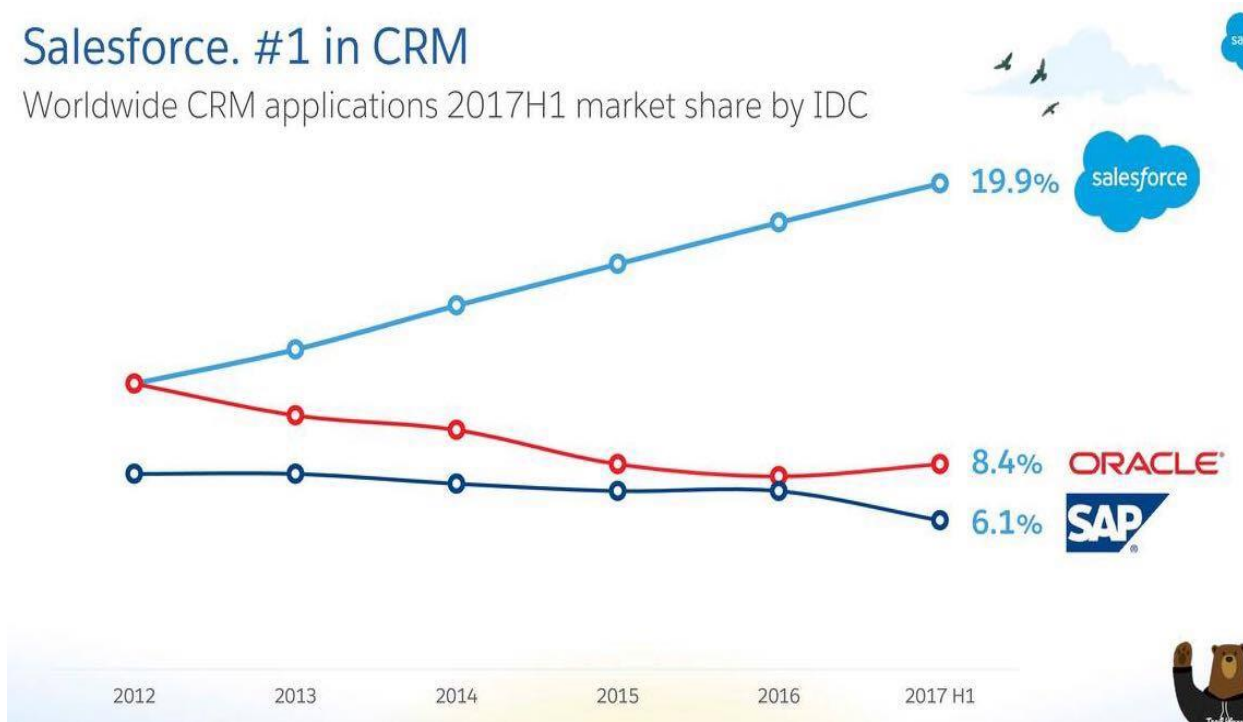
03

问题三：龙头长期净利率，估值空间如何看？

2、未来行业集中度，龙头的规模效应？

1) 云化带来整个软件行业集中度的显著提升

相对于整个软件市场而言，云化提升了行业集中度（传统龙头10% VS 新兴龙头20%）。我们认为，驱动因素在于产品标准化程度提升。

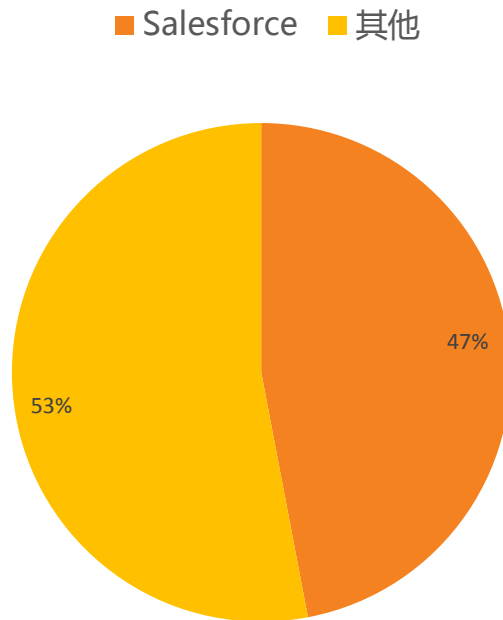


来源：Salesforce投资者关系介绍PPT、天风证券研究所

2、未来行业集中度，龙头的规模效应？

2) 新兴SaaS领域，龙头市场份额在30~50%之间

即使在云计算SaaS领域，我们发现行业集中度高。比如，云CRM领域，Salesforce 云CRM市场份额接近50%。

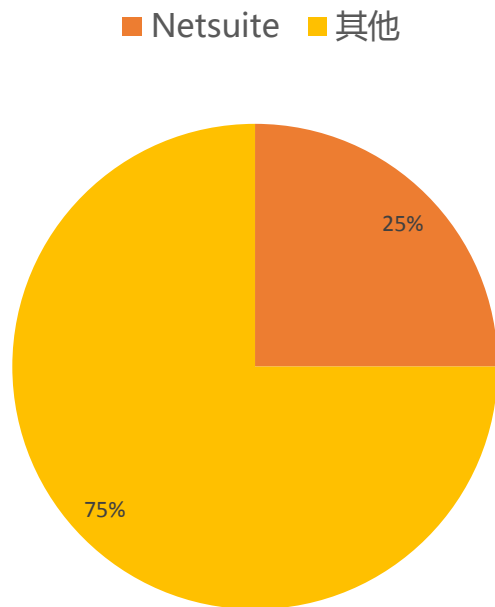


来源：IDC、天风证券研究所，2012

2、未来行业集中度，龙头的规模效应？

2) 新兴SaaS领域，龙头市场份额在30~50%之间

云ERP标准化程度略低，需要一定实施，但即使这样行业龙头Netsuite的美国市场2016年的份额亦达到25%。



来源：Netsuite、天风证券研究所，2016，美国市场

2、未来行业集中度，龙头的规模效应？

3) 龙头具有先发优势和规模效应，强者恒强

行业的核心竞争要素在于**产品力**，产品的核心在于底层架构和行业理解。先发优势除了架构研究，更在于标杆客户案例打造，软件代码通用性强。



来源：金蝶官网、天风证券研究所

2、未来行业集中度，龙头的规模效应？

3) 龙头具有先发优势和规模效应，强者恒强

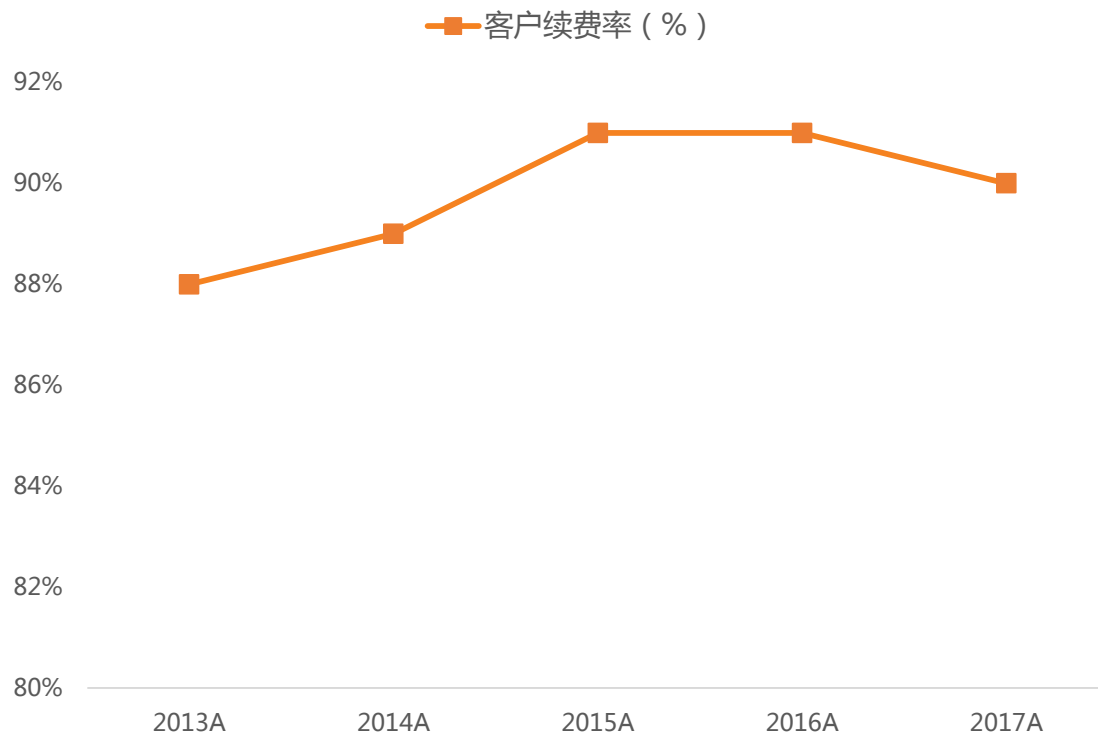
以金蝶为例，通过11~14年底层架构研发和15~16年标杆客户打造，先发优势显著。如手机分销细分领域，从华为扩展至oppo、魅族、努比亚等。



2、未来行业集中度，龙头的规模效应？

3) 龙头具备先发优势和规模效应，强者恒强

先发优势的另一个体现，一旦获得客户，客户迁移成本极高。以Salesforce为例，其续费率一直保持在90%以上，并且持续提升。

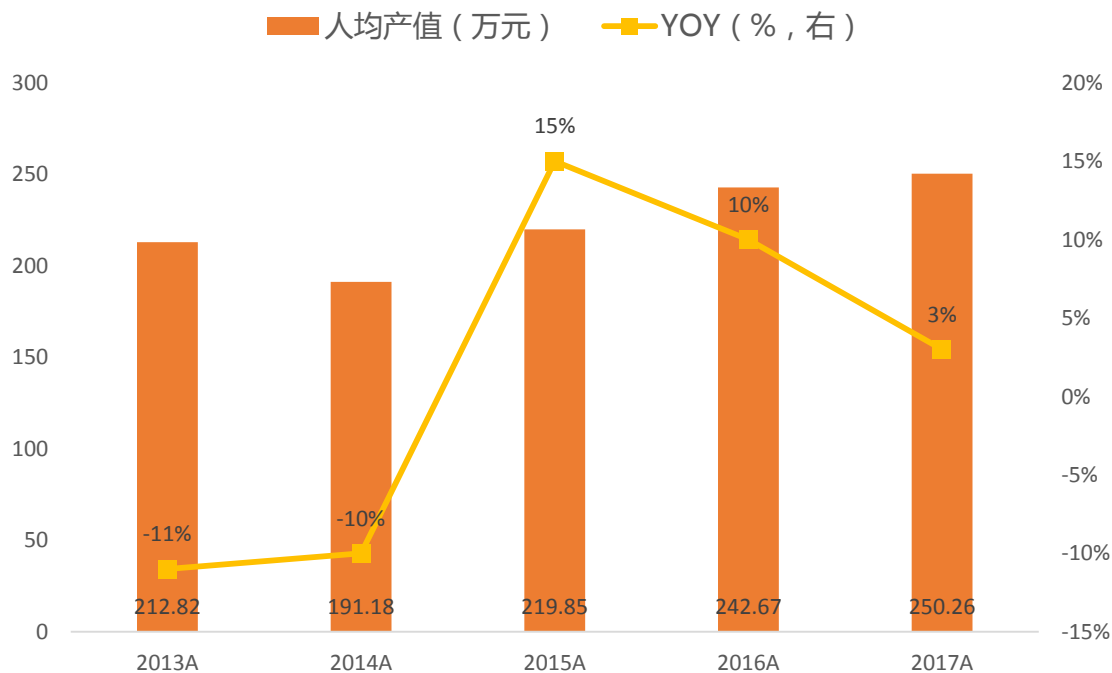


来源：Salesforce年报、天风证券研究所

2、未来行业集中度，龙头的规模效应？

3) 龙头具有先发优势和规模效应，强者恒强

龙头规模效应体现在，人均产值的长期提升。以龙头Salesforce为例，经过12~14年投入，15年开始产值显著提升。这说明公司成长不是靠“人头”形式实现的。

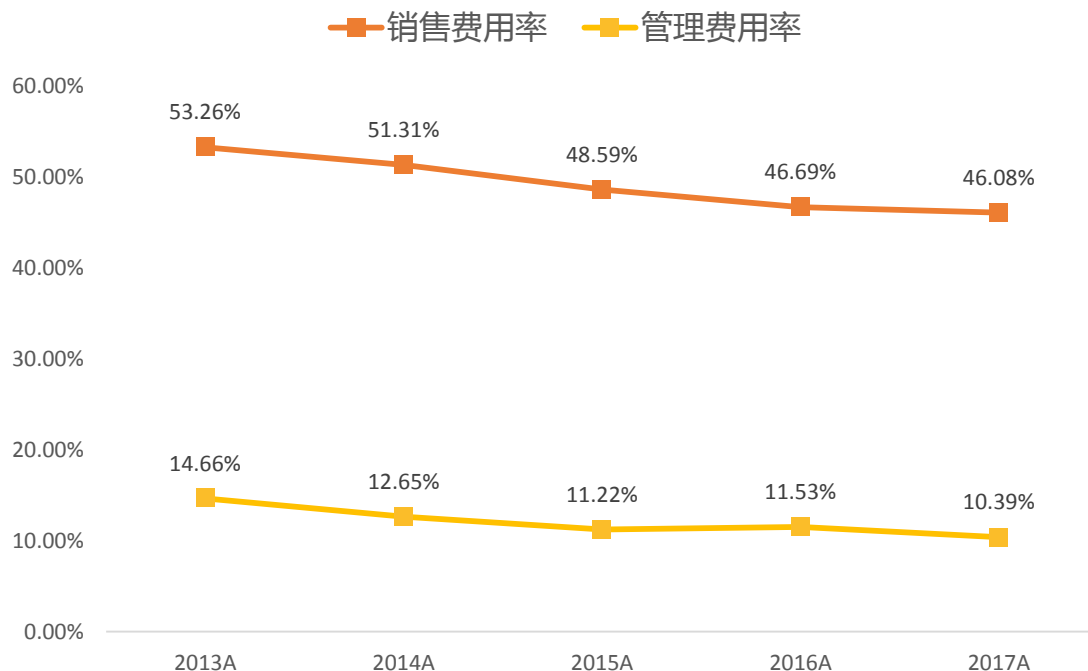


来源：Salesforce年报、天风证券研究所

2、未来行业集中度，龙头的规模效应？

3) 龙头具有先发优势和规模效应，强者恒强

龙头规模效应体现在，从财务指标的角度来看，龙头Salesforce的**费用率呈现持续下降趋势**。这意味着，规模越大，边际成本越低。



来源：Salesforce年报、天风证券研究所

01

问题一：行业目前渗透率，长期空间有多大？

02

问题二：未来行业集中度，龙头的规模效应？

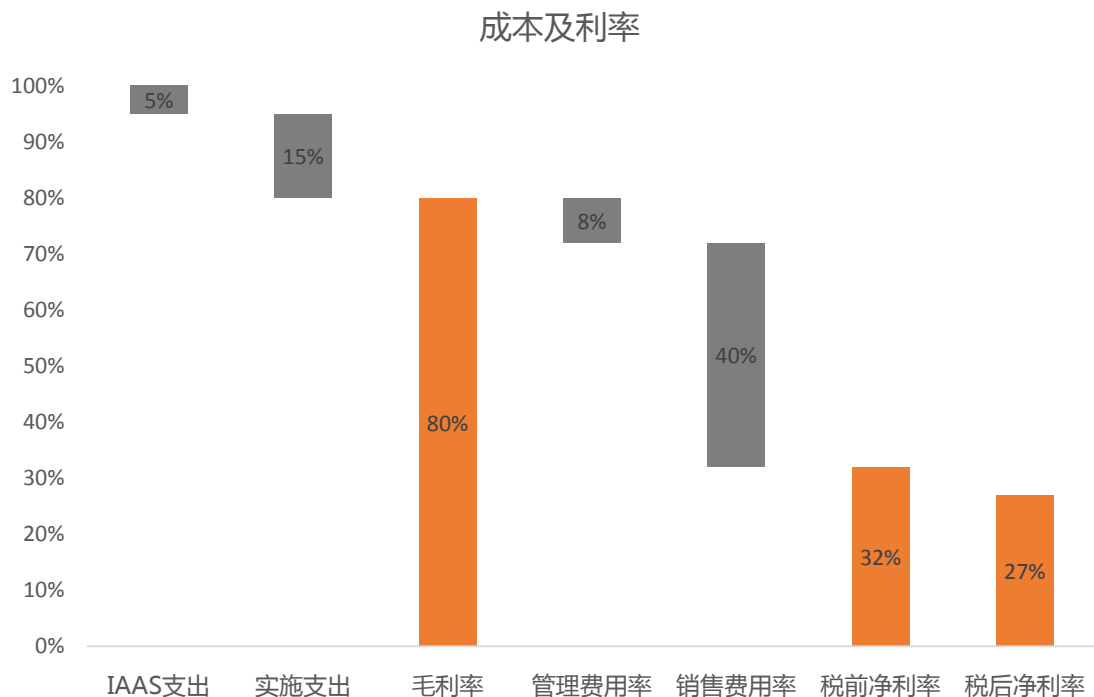
03

问题三：龙头长期净利率，估值空间如何看？

3、龙头长期净利率，估值空间如何看待？

1) 先发优势和规模效应下，龙头长期净利率在25~30%

根据我们对行业的理解和金蝶对云业务净利率展望，长期来看，营业成本约20%包括IAAS支出和实施支出，基本稳定，费用近50%主要由管理费用和销售费用构成，长期向下。

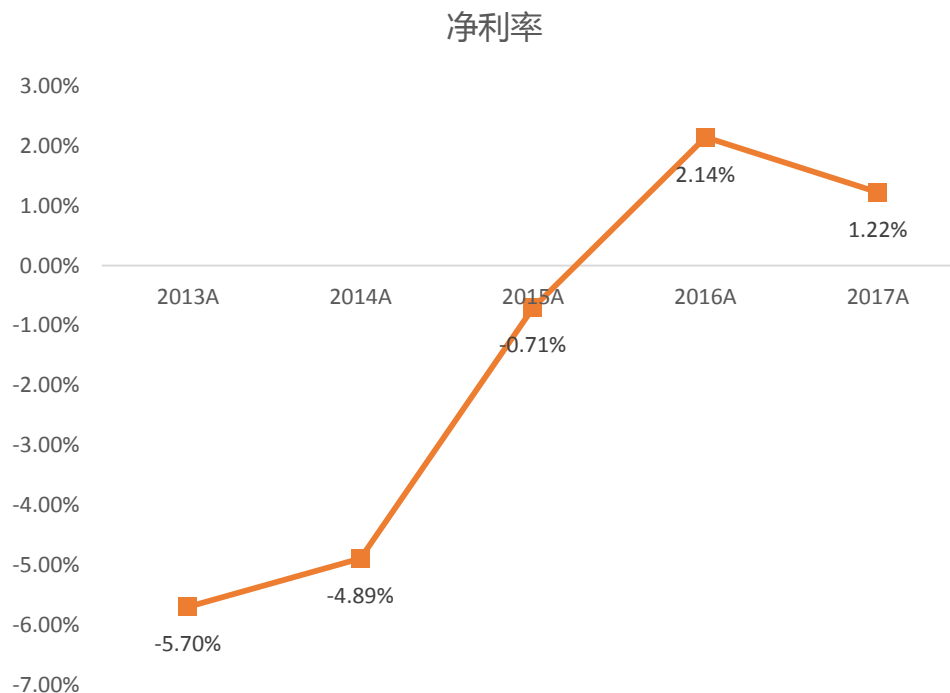


来源：天风证券研究所 注释：天风证券基于历史数据和行业理解进行的判断

3、龙头长期净利率，估值空间如何看待？

1) 先发优势和规模效应下，龙头长期净利率在25~30%

以龙头Salesforce为例，随着模式发展和效率提升，其亏损率逐步收窄，已于17年实现盈利。若新业务扩张停止，公司有望实现大规模盈利。



来源：Wind、天风证券研究所

3、龙头长期净利率，估值空间如何看待？

2) 云计算SaaS公司 千亿市值的集中地

经过近二十年的发展，美国已经出现三家千亿市值的公司，这些公司主要集中在CRM、HR、ERP、运维SAAS等领域。

序号	公司	市值 (亿美元)
1	Salesforce	879
2	ServiceNow	285
3	Workday	263
4	Atlassian	127
5	Nutanix	81.5
6	The Ultimate Software	73.8
7	Proofpoint	59.3
8	Athenahealth	51.5
9	Medidata Solutions	42.2

来源：Wind、天风证券研究所

免责声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。

天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

THANKS