

SAP云化转型持续推进，股价创新高

2019年06月28日

【事项】

- ◆ 近日，ERP巨头SAP股价持续创出新高，截止2019年6月25日，最高至136美元/ADR。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《互联网女皇报告出炉，欧美云计算使用普及率大幅提升》

2019.06.14

《海外 SaaS 公司跟踪，Salesforce 收购数据分析巨头 Tableau》

2019.06.13

《海外 SaaS 公司跟踪，Veeva2020 财年 Q1 净利润率大幅提升》

2019.06.12

《云计算重点公司跟踪，阿里云收入高歌猛进》

2019.06.11

《5G 牌照发放有望加快新兴科技行业发展，重点关注无人驾驶领域的投资机会》

2019.06.11

【评论】

截止 2019 年 6 月 25 日，其每份 ADR 的价格最高冲至 136 美元，创下 5 年来的新高。

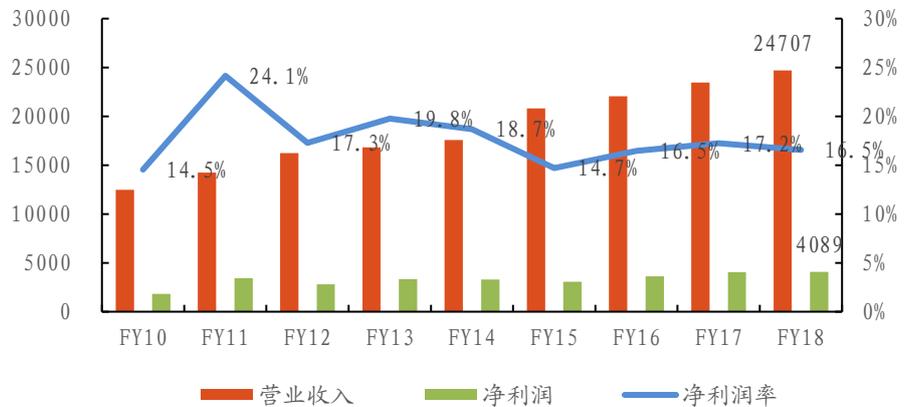
SAP 股价周 K 线（美元/ADR）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

SAP 的收入及归母净利润持续维持正增长，净利润率维持在 14%-17% 之间。截止 2018 财年（12 月 31 日），SAP 实现收入 247 亿欧元，归母净利润 41 亿欧元，净利润率达 16.5%。

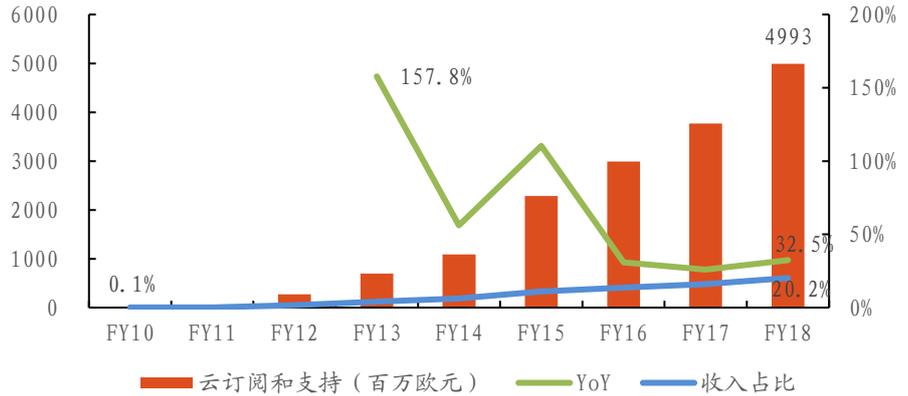
SAP 收入、归母净利润及净利润率（百万欧元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公司云订阅和支持收入保持快速增长。截止 2018 财年，SAP 的云订阅和支持收入近 50 亿欧元，YoY+32.5%，收入占比由 2010 财年忽略不计的 0.1%，大幅提升至 2018 财年的 20.2%。在云计算发展趋势日趋明朗的大背景下，SAP 的云订阅和支持收入的持续提升，表明公司云转型的坚定决心。

SAP 的云订阅和支持收入、增速及收入占比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

外延并购是 SAP 云收入大幅提升的关键。2012 年收购提供在线 B2B 市场解决方案的 Ariba 和人力资本管理解决方案 (HCM) 的 SuccessFactors HCM; 2013 年收购从事旅行和费用管理软件的 Concur; 2014 年收购从事外部劳动力管理和采购服务的 Fieldglass, 完成了四项大型的收购。在不考虑内部交易的影响下, Ariba、SuccessFactors HCM、Concur 三家公司合计收入占 SAP 云收入的比重达 71.7%, 且从子公司财报看处于盈利状态。

从估值角度看, SAP 目前的 PE 估值 (TTM) 已经达到 44.9X。我们尝试用分部估值法来看待云业务对 SAP 市值的影响, 考虑到 Salesforce 已经盈利, 我们假设 SAP 的云收入处于盈亏平衡点, 而全部利润由传统软件和服务业务贡献。由此, 得到 SAP 的传统业务 PE 为 24X, 对应市值为 984 亿美元; 云业务 PS 为 8.5X, 对应市值为 662 亿美元。

我们从表中可以看到云业务对应的市值对 SAP 总市值的贡献已经超过 40%。

美股云计算公司 PE 比较

	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
PE 趋势 (静态)								19Q1TTM
salesforce	(93.18)	(159.07)	(135.44)	(961.53)	173.26	230.94	105.42	104.19
Workday	(73.78)	(94.99)	(59.92)	(41.73)	(43.85)	(79.12)	(96.35)	(100.48)
SAP	45.10	43.05	30.84	33.73	29.99	40.29	34.28	44.88

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

假设情况下 SAP 的分部估值

利润表, EUR (百万欧元) IFRS	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
云业务估值 (亿美元)	2.11	1.73	31.32	93.19	97.65	183.54	225.78	379.03	528.74	662.66
-PS (按照 salesforce 上一财年的估值)	11.28	7.45	8.79	9.73	7.39	7.36	7.14	8.39	9.25	8.50
传统管理软件估值 (亿美元)	598.96	628.54	926.95	947.00	734.83	764.04	810.19	961.88	694.23	983.91
-传统管理软件 PE	33.07	18.29	33.07	28.47	22.40	24.93	22.22	24.00	17.00	24.10
总市值 (亿美元)	601.07	630.27	958.27	1,040.20	832.48	947.58	1,035.97	1,340.91	1,222.98	1,646.56
云业务估值占总市值比重	0.4%	0.3%	3.3%	9.0%	11.7%	19.4%	21.8%	28.3%	43.2%	40.2%

资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

备注: 假设 SAP 的云收入处于盈亏平衡点, 全部利润由传统软件和服务业务贡献。当前 Salesforce 的 PS 大致为 8.8, 我们给予 SAP 云业务收入的 PS 为 8.5, 汇率换算以 SAP 财年最后一个交易日的外汇牌价计算。

【风险提示】

云计算行业景气度下滑的风险
美国股市下跌的风险
云计算行业估值下行的风险
业绩增长缓慢的风险
云业务转型不及预期的风险

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。