

老牌ERP巨头的云战略转型之路

2019年07月29日

【投资要点】

- ◆ 从2019年年初以来至6月底，SAP的市值最高增加了458亿美元，最高市值达1600多亿美元。反映出市场对SAP云战略转型的充分肯定。
- ◆ 企业级管理类SaaS公司的迅速成长威胁到了SAP在企业管理软件中的地位。截止到2019财年，Salesforce的营收增速高达26%，而Salesforce的营收占SAP的比重已达47%。Salesforce的快速成长对SAP带来了严峻的挑战。
- ◆ 企业级SaaS公司的痛点在于过高的营销费用率。纵观企业管理SaaS的知名公司，绝大部分的营销费用率都处于较高水平。无论是Salesforce、Workday，还是被SAP收购的SuccessFactors、Ariba、Concur、Qualtrics International等公司，营销费用率都在30%以上，我们选取的这六家公司的平均销售费用率高达41.7%。
- ◆ SAP云战略转型的启示。1) 庞大的客户数量及触及全球的销售团队有助于在控制营销费用率的前提下进行云战略转型；2) 持续推动外延并购。其中Ariba、Concur、SuccessFactors、Qualtrics International等四个比较大型的收购，收购金额均在数十亿美元。持续的对云产品和云服务公司的并购，是SAP云业务收入增长的直接因素。3) 内研产品支持云的部署方式。SAP在2015年初发布的其第四代商务套件SAP S/4 HANA，支持公有云&混合云的部署方式。上线以来，客户数已超过1万，SAP的研发成果持续向收入转化。
- ◆ 从估值角度看，预计2019年SAP的PE将达到34.19X，大幅超过标普500软件行业的27.81X；随着SAP云业务收入占比持续提升，预计SAP的PS有望提升。此外，近年来SAP的PE持续提升较快，反映出市场对SAP云转型的逐步认可同时体现在估值上。

【配置建议】

- ◆ 通过研究SAP云战略转型的发展路径，有助于研究国内企业管理软件向云战略转型的路径。此外，研究SAP在云转型期间的估值变化，可以为市场投资者带来估值参考。
- ◆ 关注A股传统管理软件公司向云战略转型的用友网络，关注建筑信息化龙头进行云转型的广联达，以及IT服务商汉得信息。

【风险提示】

- ◆ 美股云计算公司估值下行的风险；
- ◆ 美股云计算公司亏损加剧的风险；
- ◆ 宏观经济下行超预期的风险；
- ◆ 中国企业管理软件云化进展缓慢的风险；
- ◆ 企业管理软件公司外延并购整合不力的风险。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

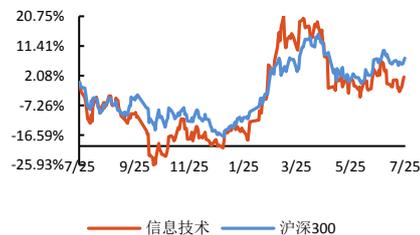
证券分析师：卢嘉鹏

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

《《中国互联网发展报告2019》发布，我国人工智能市场成为全球第二大力量》

2019.07.12

《SAP云化转型持续推进，股价创新高》

2019.06.28

《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

正文目录

1. 来自企业级 SaaS 公司的强力挑战	5
1.1. SAP 是传统 ERP 行业的全球领导者	5
1.2. 企业级 SaaS 公司对传统 ERP 行业发起强力挑战	5
1.2.1. ERP 云化已成为市场共识	5
1.2.2. 企业管理 SaaS 已经威胁到 SAP 的竞争地位	6
2. 起底 SAP 云转型 —— 战略坚定，战术得当	8
2.1. 企业级 SaaS 公司的发展对 SAP 云战略转型的启示	8
2.1.1. 营销费用高企成为企业管理 SaaS 盈利的拦路虎	8
2.1.2. 降低营销费用率的钥匙-拓展大客户与售卖更多的 SaaS 应用程序 ..	10
2.1.3. 持续外延并购是企业管理 SaaS 公司发展的助推器	11
2.1.4. 围绕客户需求打造产品矩阵及生态	13
2.2. SAP 开启云战略转型	14
2.2.1. 云战略转型在销售端的天然优势	14
2.2.2. “两条腿，一起走”的云战略转型	15
2.2.3. 持续推动外延并购，丰富云产品矩阵	16
2.2.4. 拥抱云计算-持续通过研发推动产品迭代	17
3. SAP 云战略转型成果显著	19
3.1. 从财务结果上看，SAP 云业务收入呈现快速增长	19
3.1.1. 云订阅和支持收入保持快速增长	19
3.1.2. 云业务对 SAP 未来收入增长至关重要	20
3.1.3. 费用率和净利润	20
3.1.4. 递延收入与应收账款	21
3.2. 从外延并购的效果看，实现了“1+1 大于 2”的目标	22
3.2.1. 以三家 SaaS 子公司美国业务作为参考标准	22
3.2.2. 三家 SaaS 子公司美国业务收入的并购前后收入及人均创收比较 ..	22
3.2.3. 三家 SaaS 子公司客户数量增量明显	24
3.3. 从平台与生态的角度看，SAP 产品已成为云时代的领导者	25
3.3.1. SAP S/4 HANA 成为行业的领导者	25
3.3.2. 客户数量和生态伙伴持续增长	26
3.4. 从股票市值与估值的角度看，SAP 云战略转型已获得认可	26
3.4.1. 市值持续创新高	26
3.4.2. 估值探讨	27
4. 配置建议与云计算覆盖公司一览	28
5. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 2017 年全球 ERP 行业市场份额	5
图表 2: Salesforce 和 SAP 的总市值对比 (百万美元)	6
图表 3: Salesforce 的云业务收入	6
图表 4: Salesforce 的归母净利润及净利率	6
图表 5: 2015 财年 Salesforce 各项业务收入占比	7
图表 6: 2019 财年 Salesforce 各项业务收入占比	7
图表 7: Salesforce 和 SAP 的营收对比 (百万美元)	7
图表 8: Salesforce 和 SAP 的营收同比增速	7
图表 9: Workday 费用率比较	8
图表 10: Salesforce 费用率比较	8
图表 11: SuccessFactors 费用率比较	8
图表 12: Ariba 费用率比较	8
图表 13: Concur 费用率比较	9
图表 14: Qualtrics International 费用率比较	9
图表 15: 六家企业级 SaaS 公司的净利率	9
图表 16: Salesforce 员工人数及增速	10
图表 17: Salesforce 员工数量和客户数增速	10
图表 18: Salesforce 大于 100 万美元营收的客户数	10
图表 19: Salesforce 客户数量及平均客户创收	11
图表 20: Salesforce 订阅量及客户平均订阅数量	11
图表 21: Salesforce 销售费用及销售费用率	11
图表 22: Salesforce 员工人数与平均员工创收	11
图表 23: Workday 的费用率与净利率的比较	12
图表 24: 近年 Salesforce 并购标的及金额	12
图表 25: Salesforce 客户数 (2014.07)	13
图表 26: 当前官网的展示合作公司 (2019.07)	13
图表 27: 产品矩阵	13
图表 28: 围绕客户需求构建的产品和服务	13
图表 29: Salesforce 2015 财年的收入结构	14
图表 30: Salesforce 2019 财年的收入结构	14
图表 31: SAP 客户总数	14
图表 32: SAP 销售员工人数、增速及占比	14
图表 33: SAP 与六家企业级 SaaS 公司的销售费用率	15
图表 34: SAP S/4HANA Cloud	15
图表 35: SAP C/4HANA	16
图表 36: SAP 的外延并购	16
图表 37: SAP 在云业务方面的重要收购	17
图表 38: SAP 收购的重要 SaaS 公司订阅收入	17
图表 39: SAP 收购估值与 Salesforce 对应时期的 PS 估值比较	17
图表 40: SAP 内部研发持续推动产品向云部署方向转型	18
图表 41: SAP 的研发费用、增速及研发费用率	18
图表 42: SAP S/4 HANA	19
图表 43: SAP 的云订阅和支持收入、增速及收入占比	19
图表 44: SAP 季度云收入及同比、环比增速	19
图表 45: 云、传统软件及营收的增速情况	20
图表 46: SAP 云收入对增量营业收入的贡献	20
图表 47: 近 9 年来费用率变化	21

图表 48: 归母净利润及净利润率.....	21
图表 49: 递延收入 (流动负债)	21
图表 50: 应收账款及应收账款周转天数.....	21
图表 51: 三家重要 SaaS 子公司云收入占比.....	22
图表 52: 三家子公司并购财年时美国地区收入占比.....	22
图表 53: SuccessFactors 并购前后美国地区的营收	23
图表 54: SuccessFactors 员工平均创收	23
图表 55: Ariba 并购前后北美/美国地区的营收	23
图表 56: Ariba 美国员工平均创收	23
图表 57: Concur 并购前后美国地区的营收	23
图表 58: Concur 员工平均创收	23
图表 59: SuccessFactors 并购前后订阅量对比 (万)	24
图表 60: SuccessFactors 并购前后客户数对比 (个)	24
图表 61: Ariba 并购前后订阅量对比 (万)	24
图表 62: Concur 并购前后客户数量对比 (个)	24
图表 63: 2018 财年 SAP 的客户订单金额占比	25
图表 64: SuccessFactors 并购前后平均客户订阅量	25
图表 65: NucleusResearch 的魔力象限评选	25
图表 66: 全球 SaaS 和支持云计算运营 ERP 应用程序.....	25
图表 67: SAP 的客户数	26
图表 68: SAP 云平台的生态伙伴	26
图表 69: SAP 的总市值 (月线)	27
图表 70: SAP 和标普 500 软件指数 PE 比较	27
图表 71: SAP 和标普 500 软件指数 PS 比较	27
图表 72: A 股云计算公司覆盖一览 (截止到 2019.07.24)	28
图表 73: 海外云计算公司一览 (截止到 2019.07.24)	28

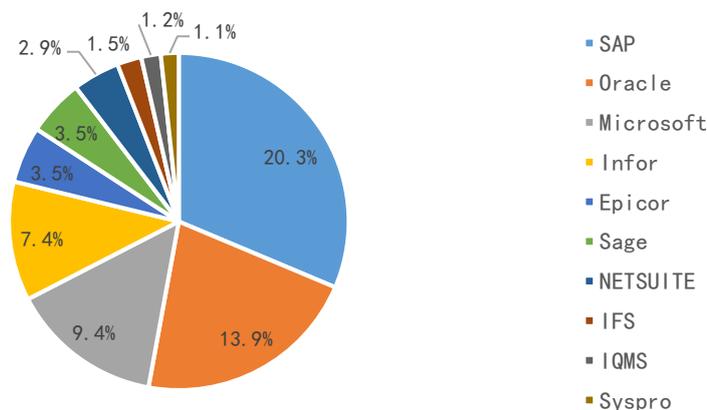
1. 来自企业级 SaaS 公司的强力挑战

1.1. SAP 是传统 ERP 行业的全球领导者

SAP 成立于 1972 年，是传统 ERP 行业的全球领导者。截止 2018 财年，SAP 的全球客户数达到 42.5 万，员工总数近 10 万人，是 ERP 行业名副其实的全球领导者。

从市场份额情况看，截止到 2017 年，SAP 在 ERP 行业的市场份额超过 20%。

图表 1：2017 年全球 ERP 行业市场份额



资料来源：Panorama，前瞻研究院，东方财富证券研究所

1.2. 企业级 SaaS 公司对传统 ERP 行业发起强力挑战

1.2.1. ERP 云化已成为市场共识

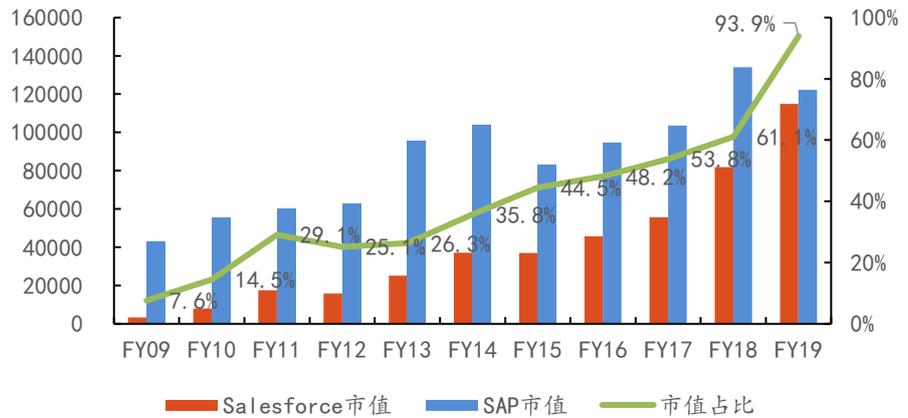
企业当今部署的传统 ERP 是基于上世纪末代设计的业务流程和软件架构，这些架构的设计目的并非为处理、分析、应用数据而构建。随着社会持续发展及管理理念的创新，传统的 ERP 系统越来越难适应企业基于市场快速变化的灵活决策和快速决策。正是基于这种改变，需要适应快速决策和灵活决策与之相匹配的企业管理软件云化产品正在改变 ERP 行业。

另外，随着互联网红利由 C 端向 B 端渗透，企业级 SaaS 得到了快速发展。而在 ERP 行业，企业管理软件云化的发展路径愈发清晰，直到 Salesforce 利润率近两年开始走高，ERP 云化成为未来行业发展趋势已经得到市场共识。

在资本市场上，我们从代表企业级 SaaS 管理软件 Salesforce 的市值与代表传统 ERP 软件的 SAP，这两家公司的市值变化这一典型案例，可以很清晰的看到投资者对管理软件云化将成为 ERP 行业发展趋势的认可度。从 Salesforce 市值占 SAP 市值的比重，可以看做是资本市场对待 ERP 行业云化的认可度。Salesforce 由 2009 财年的 7.6%，大幅提升至 2019 财年的 93.9%，两家公司的市值在 2019 财年（2019.01.31）末已经非常接近。特别是 2018 财年到 2019

财年这短短的一年时间，两家公司的市值对比大幅提升了 32.8pct，反映出市场对 Salesforce 的商业模式已经得到市场认可，SaaS 模式成为引领企业管理软件行业未来发展趋势已成为市场共识。

图表 2: Salesforce 和 SAP 的总市值对比 (百万美元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

备注: 图表财年以 Salesforce 为基准, SAP 财年在图表中做延后一年处理。汇率换算以 SAP 财年最后一个交易日欧元兑美元的外汇牌价计算。

图表 3: Salesforce 的云业务收入



资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所

图表 4: Salesforce 的归母净利润及净利润率



资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所

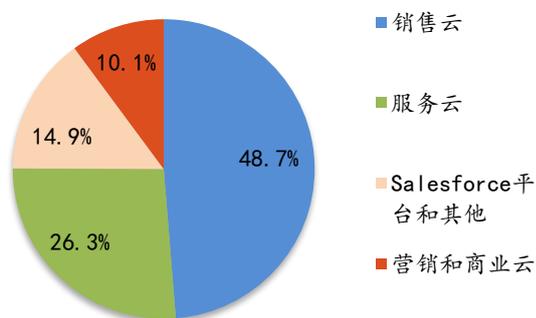
1.2.2. 企业管理 SaaS 已经威胁到 SAP 的竞争地位

Salesforce 成立于 1999 年, 起初是一家通过标准 Web 浏览器提供的低成本、且易于使用的应用程序, 在减少传统企业管理软件实施费用和逻辑复杂性的基础上, 以相对低成本的方式为全球各种规模和行业的企业提供全面的客户关系管理或 CRM 服务。

上市之后, Salesforce 开始通过研发与并购并举, 不断拓展自己在企业管理软件领域的服务边界。早期的 Salesforce 基本以 CRM 为主, 到 2015 财年, 销售云的收入比重降至不到 50%。截止到 2019 财年, Salesforce 的销售云收入占比更是进一步下降至 32.5%, 而服务云、云平台、商业云等相关业务不断壮大, 最终形成了现在基于云架构之上的企业管理软件产品、服务及云 PaaS

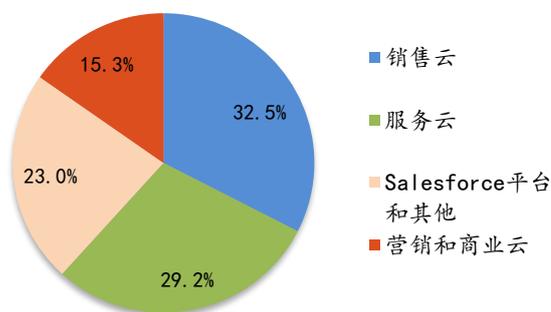
平台的企业管理软件云服务商，对 SAP 形成了巨大的挑战。

图表 5：2015 财年 Salesforce 各项业务收入占比



资料来源：Salesforce 年报，东方财富证券研究所

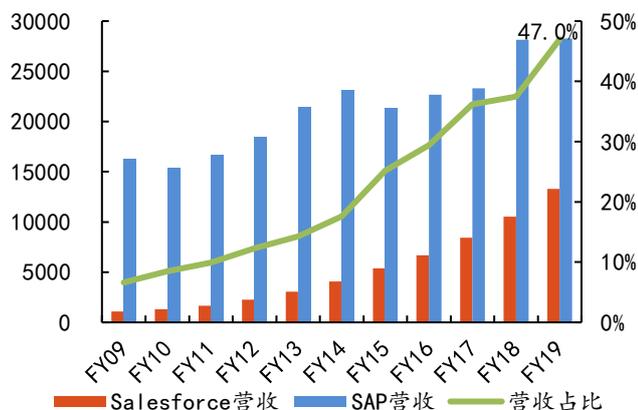
图表 6：2019 财年 Salesforce 各项业务收入占比



资料来源：Salesforce 年报，东方财富证券研究所

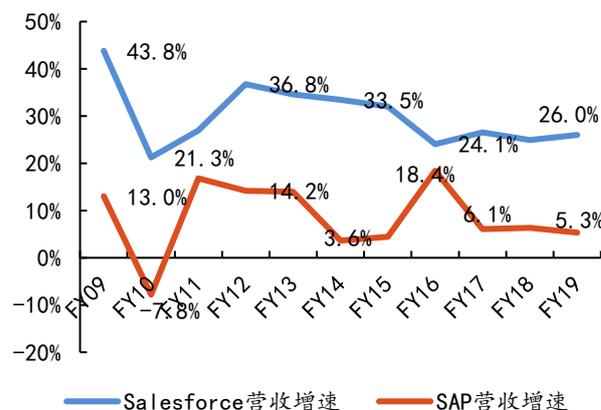
从收入上看，Salesforce 的营收持续呈现 20% 以上的增速，截止到 2019 财年（2019.01.31），Salesforce 的营收增速高达 26%，而 SAP2018 财年（2018.12.31）的营收增速仅为 5.3%。由此，Salesforce 的营收由 2009 财年仅占 SAP 的 6.6%，大幅提升到 2019 财年的 47%。

图表 7：Salesforce 和 SAP 的营收对比（百万美元）



资料来源：Salesforce 年报，SAP 年报，东方财富证券研究所
备注：图表财年以 Salesforce 为基准，SAP 财年在图表中做延后一年处理。汇率换算以 SAP 财年最后一个交易日欧元兑美元的外汇牌价计算。

图表 8：Salesforce 和 SAP 的营收同比增速



资料来源：Salesforce 年报，SAP 年报，东方财富证券研究所
备注：图表财年以 Salesforce 为基准，SAP 财年在图表中做延后一年处理。汇率换算以 SAP 财年最后一个交易日欧元兑美元的外汇牌价计算。

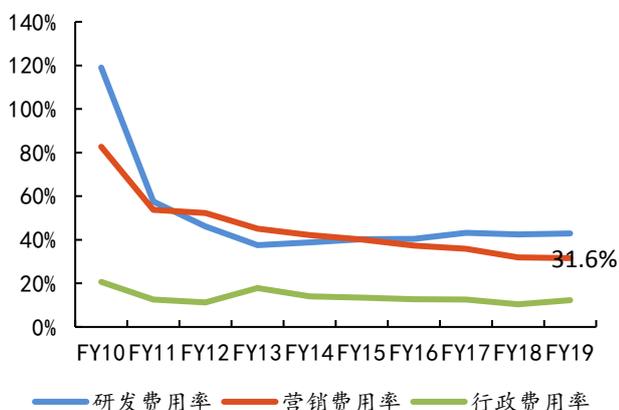
2. 起底 SAP 云转型 —— 战略坚定，战术得当

2.1. 企业级 SaaS 公司的发展对 SAP 云战略转型的启示

2.1.1. 营销费用高企成为企业管理 SaaS 盈利的拦路虎

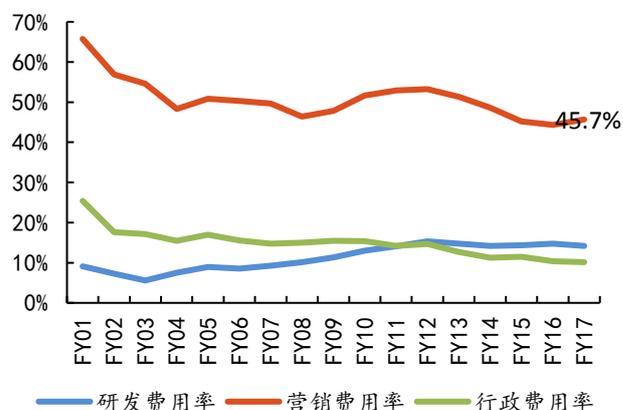
纵观企业管理 SaaS 的知名公司，绝大部分的营销费用率都处于较高水平。无论是 Salesforce、Workday，还是被 SAP 收购的 SuccessFactors、Ariba、Concur、Qualtrics International 等公司，营销费用率都在 30% 以上。我们选取的这六家公司的平均销售费用率高达 41.7%。

图表 9: Workday 费用率比较



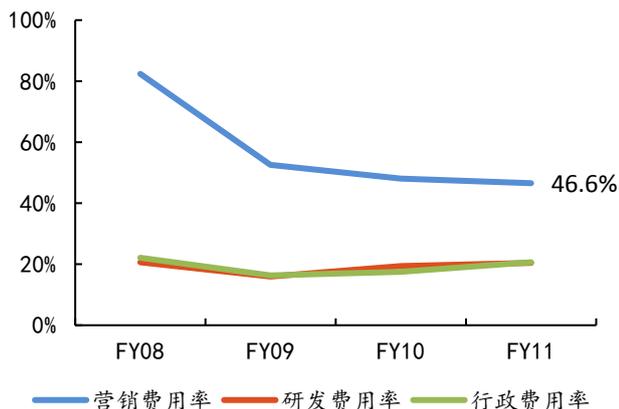
资料来源: Workday 年报, 东方财富证券研究所

图表 10: Salesforce 费用率比较



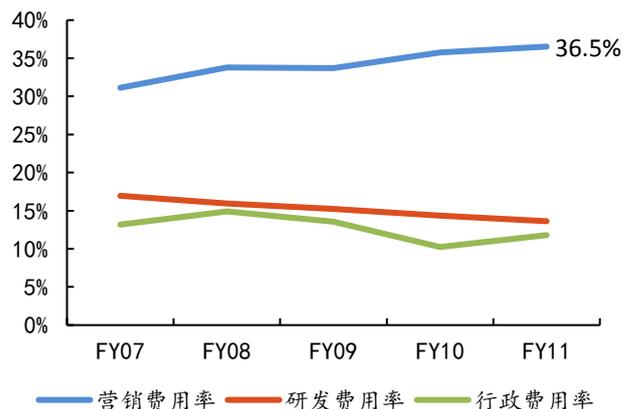
资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所

图表 11: SuccessFactors 费用率比较



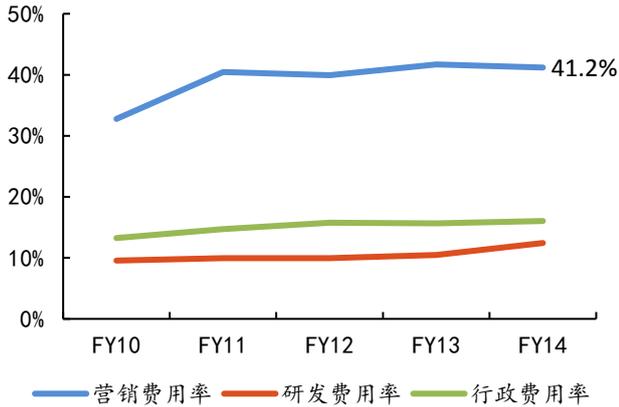
资料来源: SuccessFactors 年报, 东方财富证券研究所

图表 12: Ariba 费用率比较



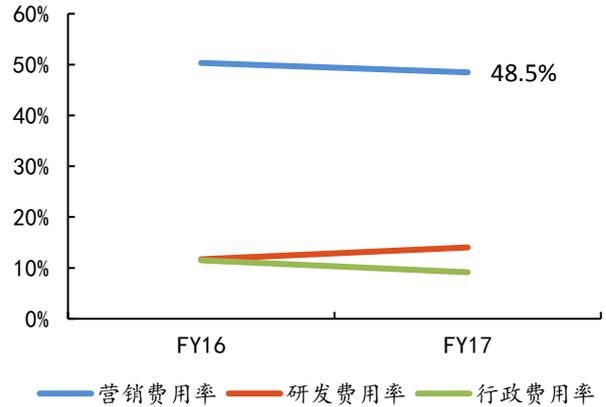
资料来源: Ariba 年报, 东方财富证券研究所

图表 13: Concur 费用率比较



资料来源: Concur 年报, 东方财富证券研究所

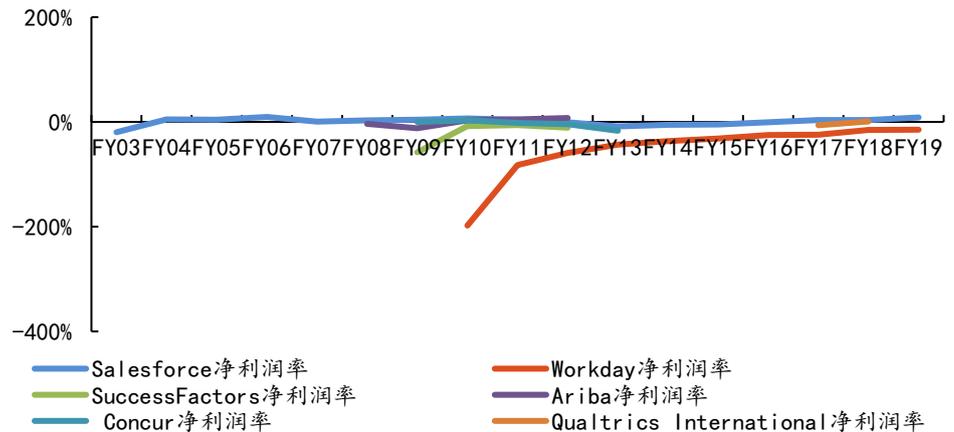
图表 14: Qualtrics International 费用率比较



资料来源: Qualtrics International 年报, 东方财富证券研究所

对企业管理 SaaS 公司的费用率对净利润率的营销进行拆分可以发现, 研发投入占比基本维持在 15%左右, 由于 SaaS 产品需不停迭代, 研发费用属于刚性支出, 且长期处于稳定状态; 行政费用占比较低, 并不是拖累 SaaS 公司业绩的关键。而高企的销售费用率是导致当前 SaaS 公司目前处于亏损或者微利的根本原因。

图表 15: 六家企业级 SaaS 公司的净利润率



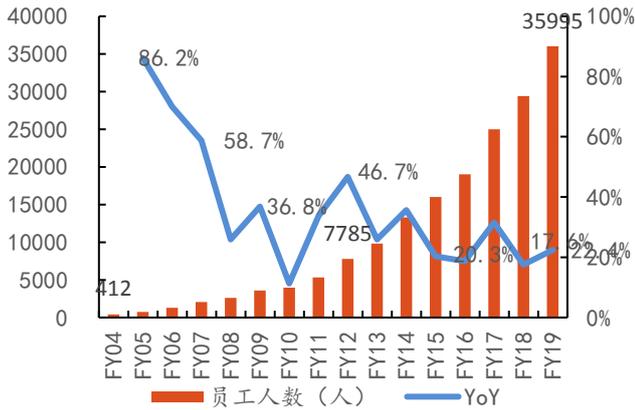
资料来源: Salesforce 年报、Workday 年报, SuccessFactors 年报、Ariba 年报、Concur 年报、Qualtrics International 年报, 东方财富证券研究所

备注: 以 Salesforce 财年为基准, 对其他五家公司按照报告期就近调整。

但是, 对一家成长型的软件公司来说, 一个好产品, 却没人知道, 是很痛苦的; 一个好产品, 用户知道了, 但却因服务和生态跟不上, 是更痛苦的。对于企业级 SaaS 公司来说, 这种 to B to C 的业务模式, 核心还是在先打通、维护企业关系的基础上, 再通过企业内部订阅用户付费的方式盈利。通过组建销售团队, 由地推的方式营销, 是企业级 SaaS 发展壮大的关键。

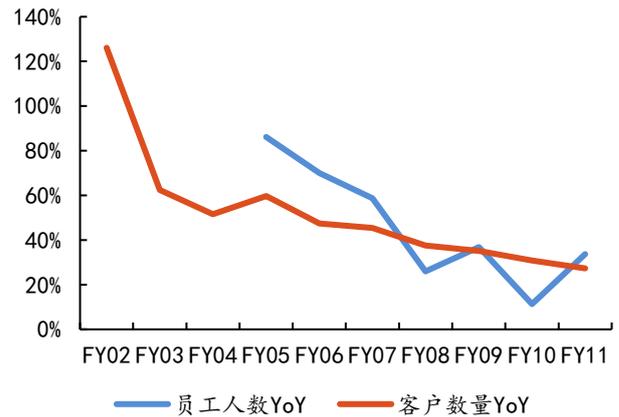
以 Salesforce 为例, 04 财年仅 412 人, 2012 财年增长至 7785 人, 而 2019 财年增长至 3.6 万人, CAGR 高达 34.7%。此外, 我们看到员工人数的增长与客户数量的增长基本保持一致。

图表 16: Salesforce 员工人数及增速



资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所

图表 17: Salesforce 员工数量和客户数增速



资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所

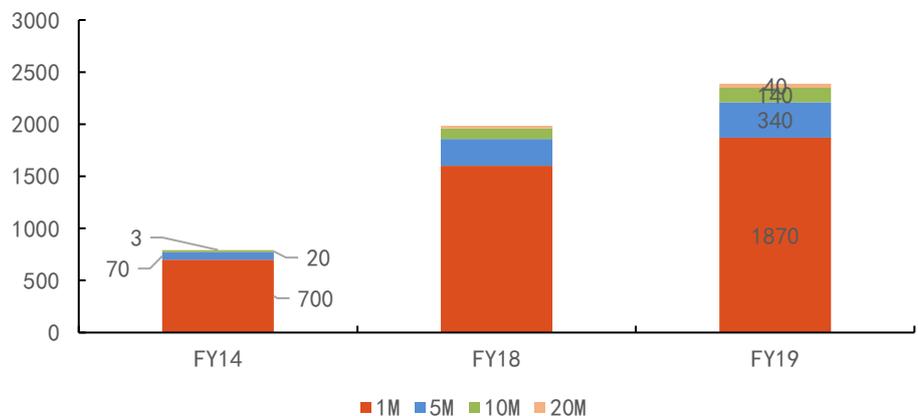
2.1.2. 降低营销费用率的钥匙-拓展大客户与售卖更多的 SaaS 应用程序

对于企业级 SaaS 公司而言, 核心是通过企业获取更多的订阅量。通过订阅数量的增长及销售更多新的订阅应用程序, 达到营销费用率的下降。一方面, 企业级 SaaS 公司需要开拓更多的企业数量, 特别是向拥有庞大员工数量的大型客户去拓展, 直观表现是客户数增长、平均客户创收及平均客户订阅数量逐年提高。另一方面, 凭借积累的庞大客户体量, 再通过售卖更多的 SaaS 应用程序, 提升单位员工销售效率, 直观表现是平均客户订阅量逐年走高, 销售费用率逐年走低及人均产出逐年提升。

以 Salesforce 为例, 拓展大客户意味着可以获取更多的订阅数量, 因此 Salesforce 积极拓展大客户。在 Salesforce 的客户群众, 营收超过 100 万美元的客户在 14 财年仅 793 个, 到 19 财年已经增长至 2390 个。

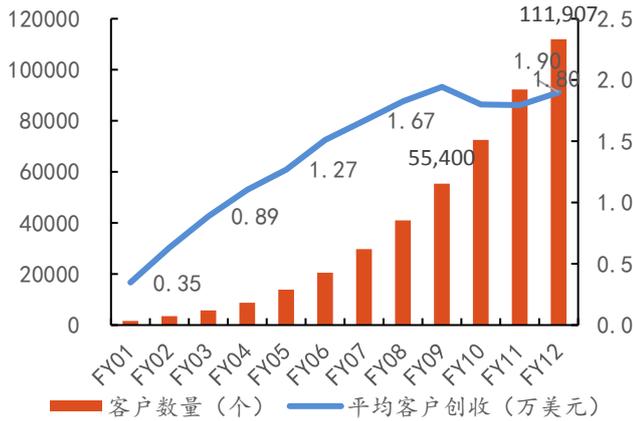
此外, 在 Salesforce 云业务增长迅速的同时, 平均客户创收持续保持快速增长; 同时, 客户平均订阅量由 03 财年的 13.37 个提升至 09 财年的 27 个。

图表 18: Salesforce 大于 100 万美元营收的客户数



资料来源: Salesforce 演示材料, 东方财富证券研究所

图表 19: Salesforce 客户数量及平均客户创收



资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所
注: 2012 财年后 Salesforce 财报中不再公布客户数

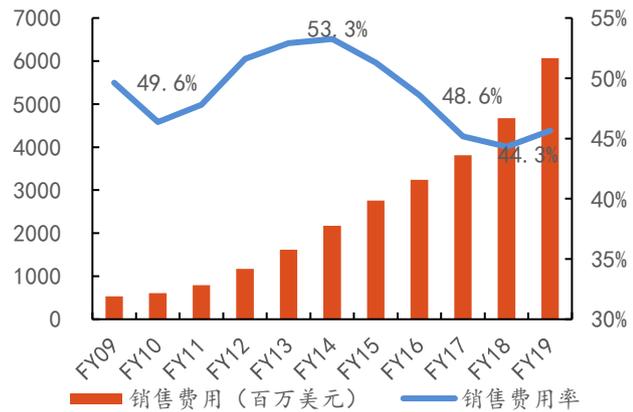
图表 20: Salesforce 订阅量及客户平均订阅数量



资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所
注: 2009 财年后 Salesforce 财报中不再公布订阅数

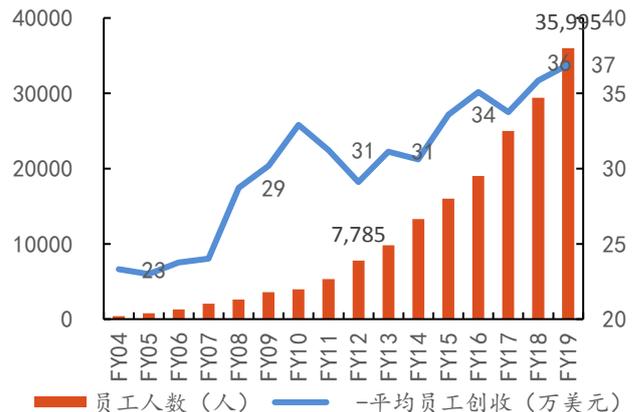
同时, Salesforce 的营销费用率出现显著下降, 而平均员工创收则出现显著提升, 反映出 Salesforce 通过常年的客户积累, 同时在战略上开始由 CRM 向更多的 SaaS 应用程序及云平台拓展, 提升平均客户创收。

图表 21: Salesforce 销售费用及销售费用率



资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所

图表 22: Salesforce 员工人数与平均员工创收



资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所

2.1.3. 持续外延并购是企业管理 SaaS 公司发展的助推器

我们前面提到, 对于企业级 SaaS 公司而言, 要保持收入端的快速增长有两种方式, 1) 来自于订阅数的快速增长; 2) 平均订阅者购买更多的应用程序。从内部发展的角度看, 订阅数的快速增长主要通过组建销售人员拓展客户获取, 而订阅者购买更多的应用程序则需要通过内部研发来完成。

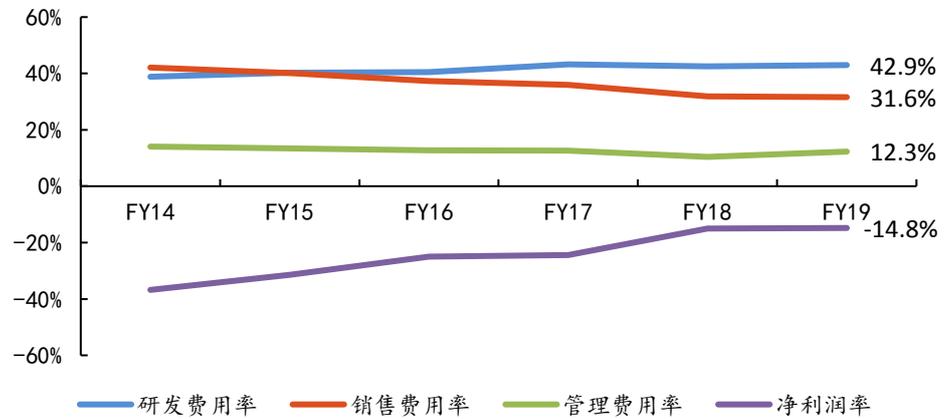
企业级 SaaS 公司起家于一个 SaaS 应用程序, 而后开始逐步围绕企业需求向上线更多的应用程序, 比如 Salesforce 向服务、商业、云平台等方向拓展, Workday 向财务、数据挖掘等方向拓展等等。但如果主要靠内部研发, 一方面费时费力, 本来就高企的销售费用率是 SaaS 公司的常态, 如果投入更多而的研发, 会导致利润率迟迟无法扭亏。

以 Workday 为例, 由于研发费用率常年维持在 40% 以上, 尽管销售费用率近 6 年下降了 10pct, 但仍超过 30%, 导致 19 财年净利润率为 -14.8%, 亏损收

窄的幅度并不大。主要原因在于 Workday 起家于人力云，这是一个标准化程度很高的 SaaS 应用程序，但如果要向企业财务、数据挖掘等需要适当个性化的方向拓展时，复杂程度的陡然增加导致新产品的研发难度加大。

特别是当外部无法找到合适的并购标的时，过多的内部研发导致研发费用率迟迟无法下降。

图表 23: Workday 的费用率与净利润率的比较



资料来源: Workday 年报, 东方财富证券研究所

因此, 外延并购对企业级 SaaS 公司来说非常重要。

一方面, 并购成熟的 SaaS 应用程序能够缩短企业级 SaaS 公司新产品上线的时间, 在跑马圈地的企业级 SaaS 市场中率先拓宽生态, 取得先发优势;

其次, 成熟的 SaaS 应用程序已经得到市场验证, 通过并购将应用程序纳入自己的客户网络中, 可以减小内研产品与市场的磨合成本, 能够更好的适应客户的需求, 从而拓宽用户购买 SaaS 应用程序的订阅数量。

此外, 外延并购能更好的优化研发资源, 而控制好研发费用率是企业级 SaaS 公司盈利的重要基础。

我们看到 Salesforce 正是在保持正常研发的基础上, 进行持续的外延并购, 不断丰富自身的 SaaS 产品矩阵, 通过构建 PaaS 平台建立起基于云的生态体系, 成为云业务持续增长的关键。

图表 24: 近年 Salesforce 并购标的及金额

并购标的	并购时间	收购价格 (亿美元)
Tableau	2019.07	157.0
MuleSoft	2018.05	64.0
Datorama	2018.08	7.7
CloudCraze	2018.04	1.9
Demandware	2016.07	29.3
SteelBrick	2016.02	3.1
MetaMind	2016.04	0.3
Quip	2016.08	4.1
BeyondCore	2016.09	1.1
KRUX	2016.11	7.4
RelateIQ	2014.08	3.4

资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所

2.1.4. 围绕客户需求打造产品矩阵及生态

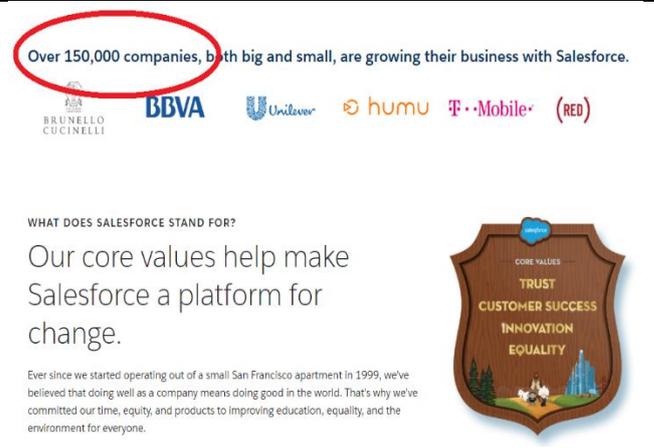
Salesforce 的演示资料中 (dreamforce)，截止到目前官网的表述是超过 15 万家大小公司与 Salesforce 一起发展业务。尽管两者的口径可能略有不同，但 2015 年以后，Salesforce 的客户增速下降是大概率事件 (客户数不代表订阅数)。

图表 25: Salesforce 客户数 (2014.07)



资料来源: Salesforce 演示材料 (2015 财年 Q2), 东方财富证券研究所

图表 26: 当前官网的展示合作公司 (2019.07)



资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所

而在此背景下，围绕客户需求，打造丰富的产品矩阵和生态，成为持续推动云业务收入增长的关键。

随着 Salesforce 越来越丰富的应用程序即云平台的建设，Salesforce 的收入结构也发生了明显的变化。2015 财年，销售云还占营收的近 50%，而到了 2019 财年，这一占比已经降至 32.5%，而服务云、营销和商业云、云平台和其他三项分别提升了 2.9pct、5.2pct、8.1pct，且这一趋势将继续维持下去。

图表 27: 产品矩阵



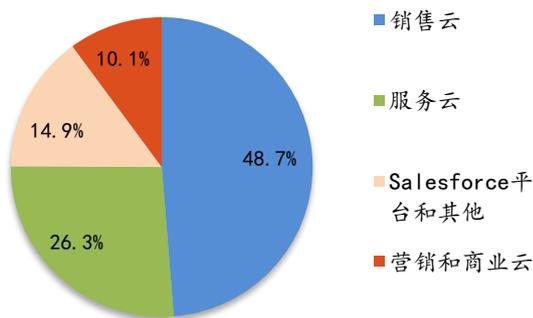
资料来源: Salesforce 演示材料 (2015 财年 Q2), 东方财富证券研究所

图表 28: 围绕客户需求构建的产品和服务



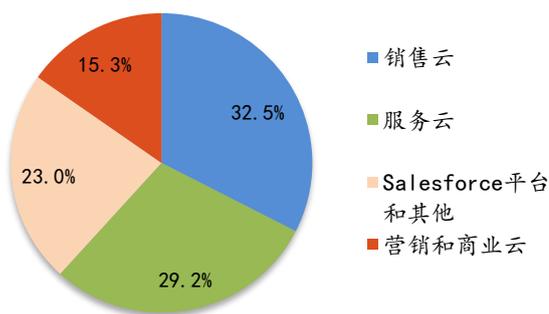
资料来源: Salesforce 年报, 东方财富证券研究所

图表 29: Salesforce2015 财年的收入结构



资料来源: Salesforce年报, 东方财富证券研究所

图表 30: Salesforce2019 财年的收入结构



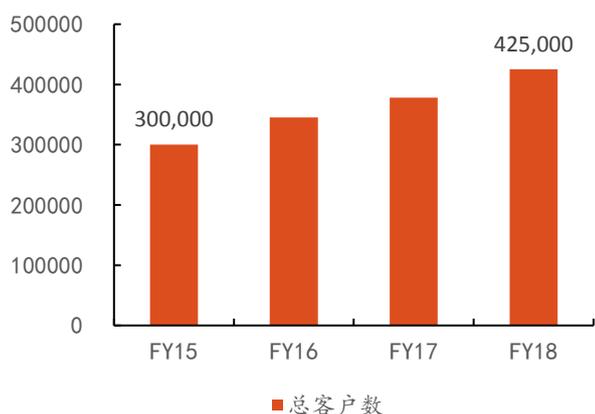
资料来源: Salesforce年报, 东方财富证券研究所

2.2. SAP 开启云战略转型

2.2.1. 云战略转型在销售端的天然优势

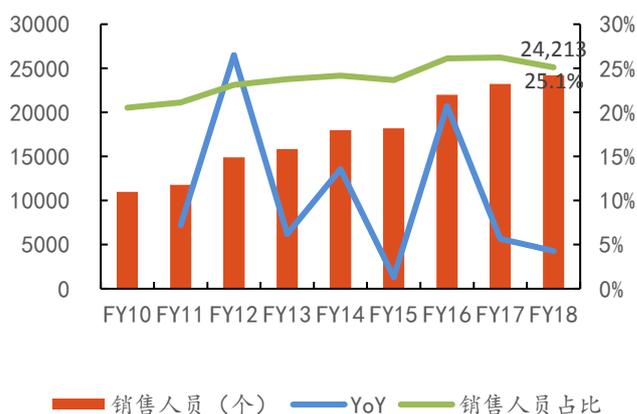
截止到 2018 财年 (2018.12.31), SAP 的客户数达到 42.5 万个, 这些客户一方面来自于传统 ERP 软件的客户, 也包括云订阅的客户。此外, SAP 全球的销售员工人数达到 2.4 万人, 占 SAP 员工总数的 25.19%, 且 SAP 销售员工占比一直维持在 20% 以上。

图表 31: SAP 客户总数



资料来源: SAP年报, 东方财富证券研究所

图表 32: SAP 销售员工人数、增速及占比

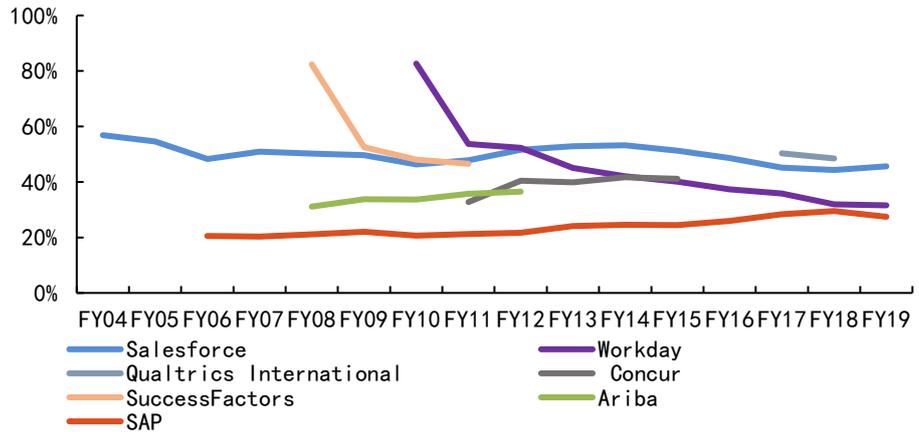


资料来源: SAP年报, 东方财富证券研究所

庞大的客户数量及触及全球的销售团队的意义在于, 1) 与客户的连接更加紧密, 产品和服务更易受到客户的认同; 2) 在销售企业级 SaaS 产品时, 避免了前期拓展渠道和市场的大规模销售费用开支。

尽管 SAP 近几年云业务呈现快速增长, 但我们看到 SAP 的销售费用率整体控制良好。18 财年 (图表为 FY19) 的销售费用率为 27.4%, 且 18 财年的销售费用率较 17 财年还下降了 2.06pct, 较其他企业级 SaaS 公司的销售费用率有显著的优势。

图表 33: SAP 与六家企业级 SaaS 公司的销售费用率



资料来源: Salesforce 年报、Workday 年报, SuccessFactors 年报、Ariba 年报、Concur 年报、Qualtrics International 年报, 东方财富证券研究所

备注: 以 Salesforce 财年为基准, 对其他六家公司按照报告期就近调整。

借助庞大的客户体量及触及全球的销售团队, 使得 SAP 在云战略转型时, 在销售端拥有无以比拟的优势。

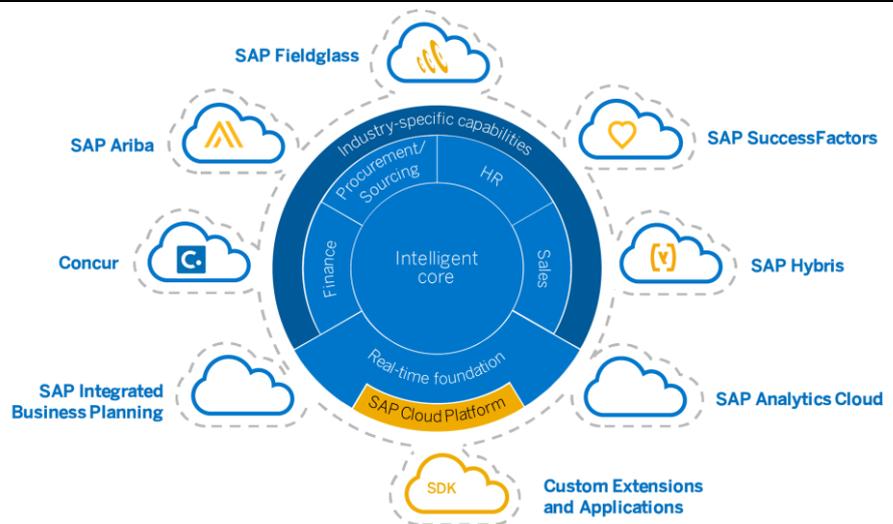
2.2.2. “两条腿，一起走”的云战略转型

对于传统 ERP 公司来说, 向云化转型无疑是艰难的, 核心原因在于产品设计思想的不同导致从产品架构、运行逻辑、代码等都需要发生根本性的转变。特别是对 SAP 这样业务遍及全球, 有 10 万员工的传统企业管理软件的长期领导者来说, 其业务转型必然考验公司的战略能力。

SAP 的云战略转型总体来说分“两条腿, 一起走”, 即一方面对传统管理软件进行迭代, 以满足云的部署方式, 另一方面打造全新的基于云的生态体系。

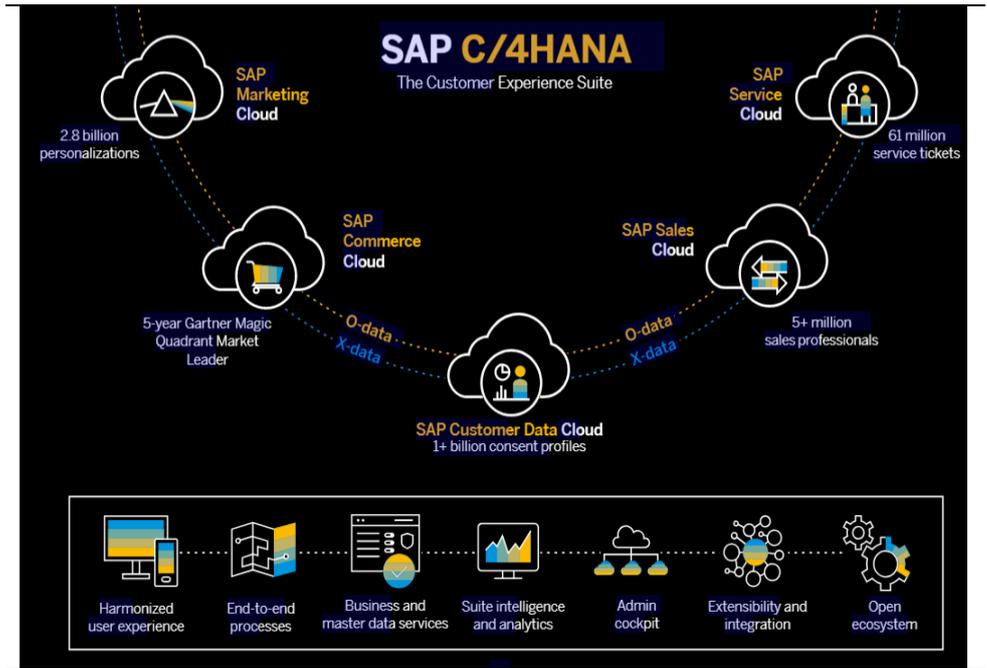
从结果来看, SAP 将外延并购的 SaaS 公司及部分内部研发的应用程序纳入 SAP 基于云的商务套件, 并通过构建起的 PaaS (SAP Cloud Platform) 平台, 完成了足以和企业管理 SaaS 公司抗衡的云生态。

图表 34: SAP S/4HANA Cloud



资料来源: SAP 官网, 东方财富证券研究所

图表 35: SAP C/4HANA



资料来源: SAP 官网, 东方财富证券研究所

2.2.3. 持续推动外延并购, 丰富云产品矩阵

Salesforce 在企业级 SaaS 领域发展模式的成功, 为 SAP 找到了发展路径。其中最为关键的部分就是通过持续的大规模外延并购, 迅速做大自己的云产品矩阵, 丰富自身的云生态。

图表 36: SAP 的外延并购

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
人力		Inform	SuccessFactors	Datango		FieldGlass	Multiposting			CoreSystems
财务			Jobs2Web			Concur				
CRM	Sky Data			Syclo	Hybris	SeeWhy			Abakus	Qualtrics
供应链			Quadrem	Ariba	SmartOps				Gigya	Callidus
物联网			Right Hemisphere					Plat. One		
人工智能								Fedem		Recast. AI
数据处理、挖掘	Sybase		Purisma		KXEN			Altiscale		
行业解决方案					Camilion (保险)			Hipmunk		
					Ticket-Web (票务)			(旅游)		

资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

其中 Ariba、Concur、SuccessFactors、Qualtrics International 等四个比较大的收购, 收购金额均在数十亿美元。持续的对云产品和云服务公司的并购, 是 SAP 云业务收入增长的直接因素。

图表 37: SAP 在云业务方面的重要收购

被收购公司	收购时间	收购金额	功能
SuccessFactors	2012年2月	35亿美元	市场领先的基于云的人力资源管理解决方案提供商
Ariba	2012年10月	43亿美元	供应商采购云服务及解决方案
Concur	2013年12月	77亿美元	差旅及费用管理解决方案
Qualtrics International	2018年11月	80亿美元	体验管理, 获取和挖掘客户、员工、产品和品牌反馈的价值

资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

同时, 我们看到 SAP 在外延并购所给予的估值越来越高, 截止到 2018 年底 SAP 收购 Qualtrics International 时, 给出了 31.6x PS (TTM) 的估值, 远超过往并购的估值水平。

图表 38: SAP 收购的重要 SaaS 公司订阅收入

代码	公司名称	公告时间	收购完成	订阅收入	PS (TTM)	订阅营收比重
				(千美元, TTM)	收购PS	
SFSF.0	SuccessFactors	2011.12	2012.02	242,765	14.0	74.0%
ARBA.0	Ariba	2012.05	2012.10	402,683	10.7	77.9%
CNQR.0	Concur	2014.09	2014.12	702,588*	11.8*	绝大部分
QI (IPO)	Qualtrics International	2018.11		253,389	31.6	73.9%

资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

注: *营业收入 (非订阅收入)。

我们以 Salesforce 的估值为锚, 可以看到 SAP 并购给予的估值溢价更高, 展现 SAP 通过外延并购持续推进云战略转型的决心。

图表 39: SAP 收购估值与 Salesforce 对应时期的 PS 估值比较

TTM	SaaS 财年	2011.12	2012.04	2014.09	2019.01
		并购日期	2012.05	2014.09	2018.11
CRM.0	Salesforce	11.3	8.0	7.0*	9.4
SFSF.0	SuccessFactors	14.0			
ARBA.0	Ariba		10.7		
CNQR.0	Concur			11.8*	
	Qualtrics International				31.6

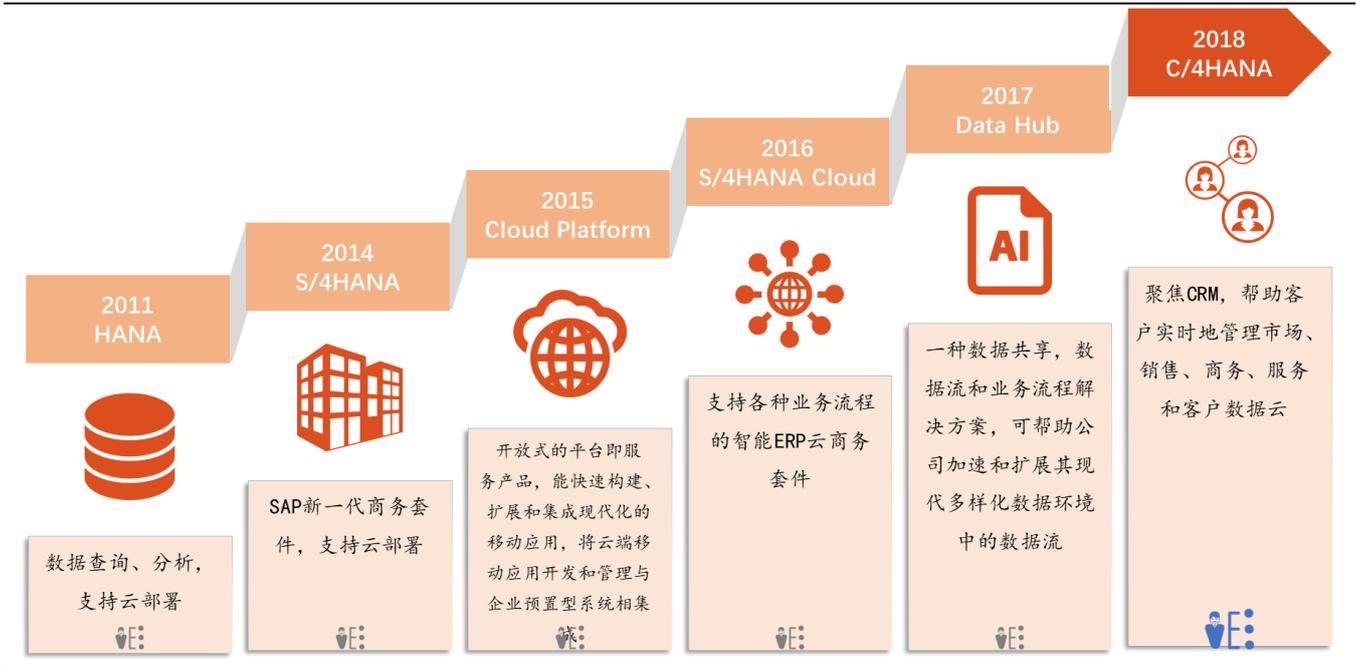
资料来源: SAP 公告, Salesforce 年报&季报, 东方财富证券研究所

注: *PS 估值分母为营业收入, 其余为订阅收入。

2.2.4. 拥抱云计算-持续通过研发推动产品迭代

SAP 在 2015 年初于发布的其第四代商务套件 SAP S/4 HANA (SAP Business Suite 4 SAP HANA), 用时 5 年时间重写几乎全部的代码, 以适应数字经济和云时代下企业需求, 并支持公有云&混合云的部署方式。

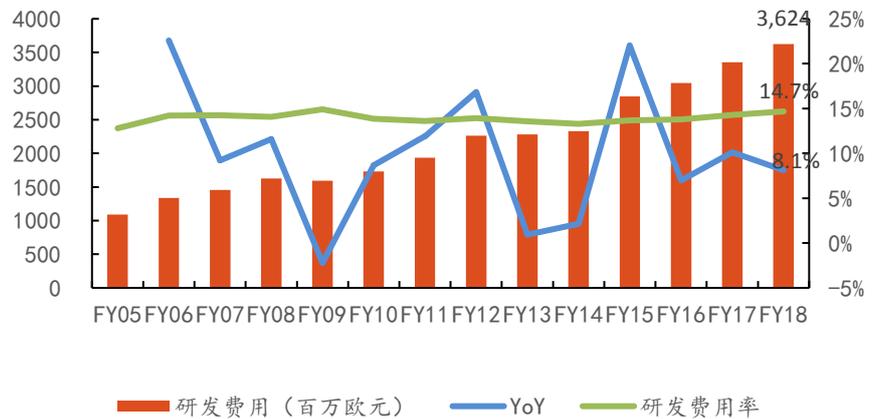
图表 40: SAP 内部研发持续推动产品向云部署方向转型



资料来源：SAP 年报，东方财富证券研究所

自 2010 年 SAP 开启云战略转型以来，内部打造的主要产品均向支持云部署方向转型。而产品的迭代需要持续的研发投入，我们看到 SAP 的研发费用保持持续增长，截止 18 财年，SAP 的研发费用 YoY +8.1%，研发费用率提升 0.4pct 至 14.7%。但从整体研发费用率的情况看，SAP 和市场头部的 SaaS 公司的研发费用率基本一致。

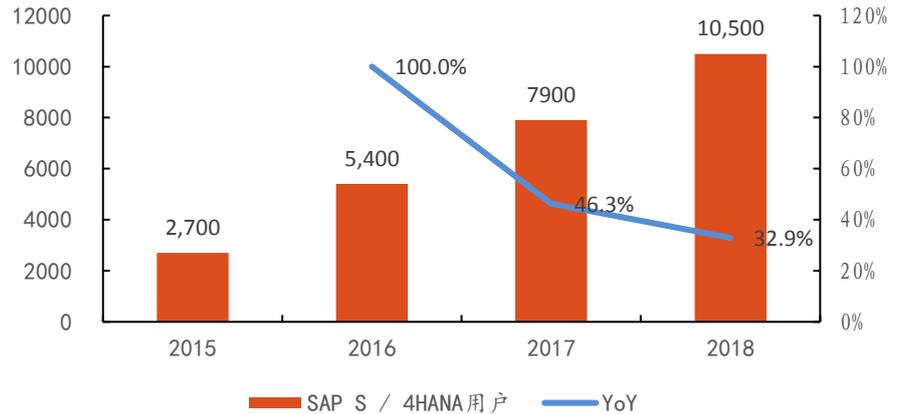
图表 41: SAP 的研发费用、增速及研发费用率



资料来源：SAP 年报，东方财富证券研究所

我们观察到，SAP S/4 HANA 自 2015 年上线以来，客户数呈现爆发式增长，截止 2018 财年，客户数已超过 1 万，SAP 的研发成果持续向收入转化。

图表 42: SAP S/4 HANA



资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

3. SAP 云战略转型成果显著

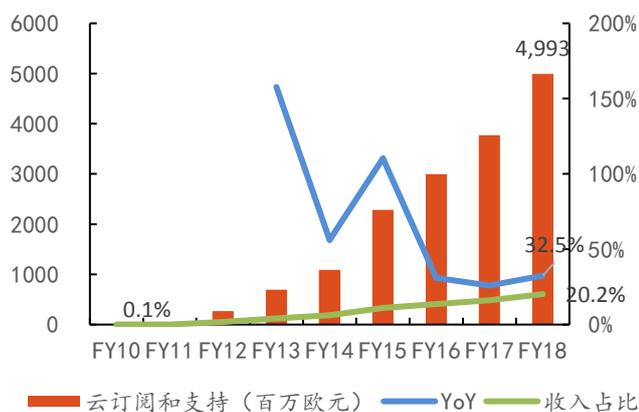
3.1. 从财务结果上看, SAP 云业务收入呈现快速增长

3.1.1. 云订阅和支持收入保持快速增长

SAP 的云订阅和支持收入呈现快速增长。自 2010 年以来, 我们看到 SAP 的云订阅和支持收入占比由 2010 财年几乎忽略不计的 0.1%, 提升至 2018 财年的 20.2%。此外, 自 SAP 云转型以来, 云订阅和支持的收入增速显著的快于整体营业收入增速及传统软件的收入增速, 反映出 SAP 坚定的云战略转型的决心。

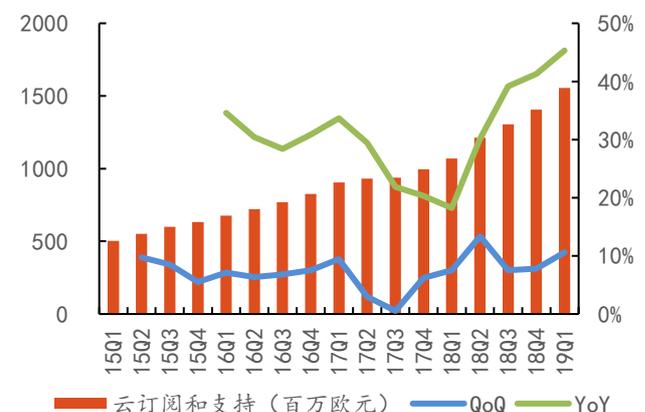
从季度收入看, 云订阅和支持的收入环比呈现 5%-10% 的快速增长, 季度同比增速在维持在 20%-50% 的增速区间。2019Q1 云订阅和支持的收入增长迅猛, QoQ+10.6%, YoY+45.3%, 反映出 SAP 云业务发展迅猛。

图表 43: SAP 的云订阅和支持收入、增速及收入占比



资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

图表 44: SAP 季度云收入及同比、环比增速



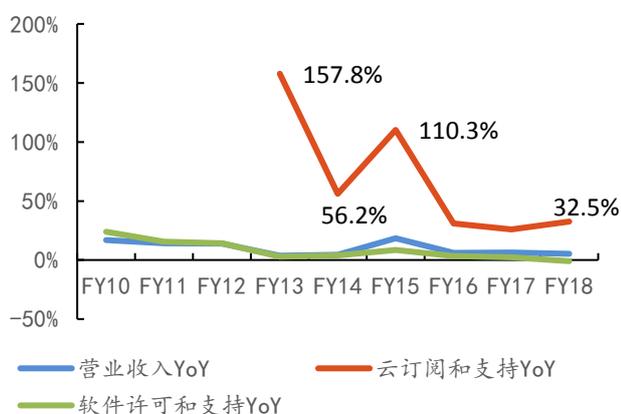
资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

3.1.2. 云业务对 SAP 未来收入增长至关重要

自云业务转型以来，我们看到传统软件收入增速与云收入增速呈现较大差别。云收入增速在保持高增长的同时，传统软件收入增速仅维持略微增长，且 2018 财年呈现负增长，反映出传统软件业务整体发展呈现较大的瓶颈。

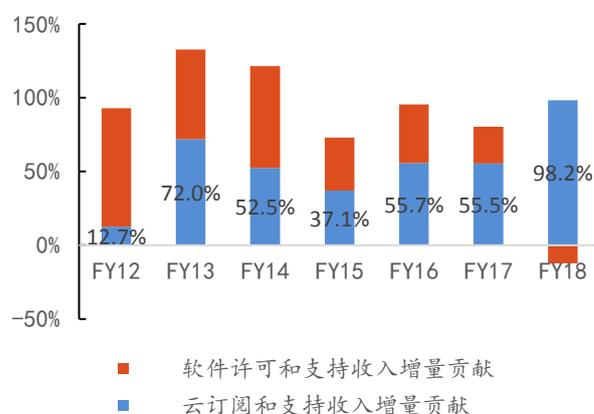
我们统计云业务对 SAP 历年营业收入增量的贡献度发现，自 13 财年以来，除 15 财年后，剩余财年云业务对 SAP 历年营业收入增量贡献度均在 50% 以上，18 财年更是达到了 98.2%，可见在传统管理软件收入增长瓶颈越发明显的背景下，大力开拓云业务对于 SAP 未来持续发展的重要性。

图表 45：云、传统软件及营收的增速情况



资料来源：SAP 年报，东方财富证券研究所

图表 46：SAP 云收入对增量营业收入的贡献



资料来源：SAP 年报，东方财富证券研究所

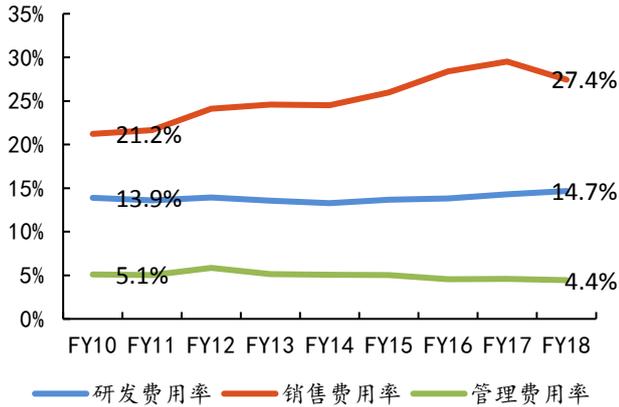
3.1.3. 费用率和净利润

从费用率情况看，研发费用率保持平稳，管理费用率小幅走低，营销费用率提升 6.2pct，很大程度上是由于持续的外延并购导致营销费用率持续走高，但和其他企业级 SaaS 公司相比，整体营销费用率仍保持良好。

云战略转型期间，利润率基本维持在 15% 以上，近四年来维持平稳，归母净利润呈现小幅提升的态势。

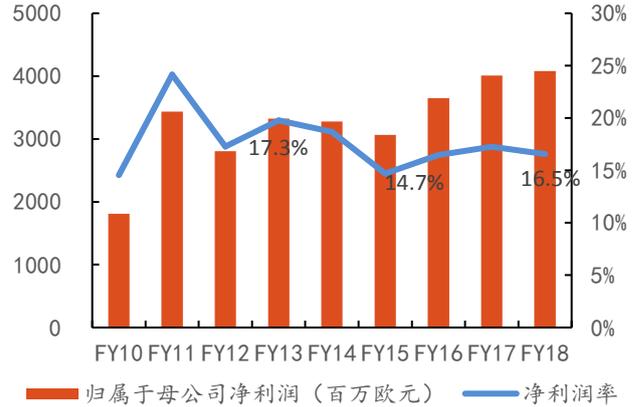
值得一提的是，对于传统管理软件公司的云战略转型而言，市场投资者的希望是一方面要维持净利润的持续增长（PE 估值的需要），另一方面要看到云业务收入的快速增长（PS 估值的需要），对 SAP 而言，要做到这些不仅需要坚定云战略转型，更重要的是需要把握好云战略转型的进度，以至于在不大幅冲击净利润的前提下开启云战略转型，而 SAP 的经验非常值得借鉴。

图表 47: 近 9 年来费用率变化



资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

图表 48: 归母净利润及净利润率



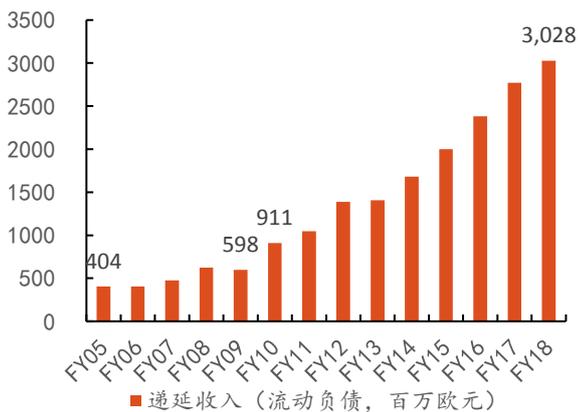
资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

3.1.4. 递延收入与应收账款

由于云特殊的付费及收入确认模式, 递延收入是观察企业级 SaaS 公司的重要指标。尽管 SAP 的递延收入构成复杂, 但从递延收入的增长可以较明显的看到云战略转型的成果。2010 年以前, SAP 的递延收入总体增长缓慢, 05 财年-09 财年仅增加不到 1.94 亿欧元, 但自 2010 年云战略转型以来, 递延收入呈现快速增长, 截止到 2018 财年, 递延收入已经达到 30 亿欧元。递延收入在一定程度上反映了 SAP 云战略转型成功的重要指标。

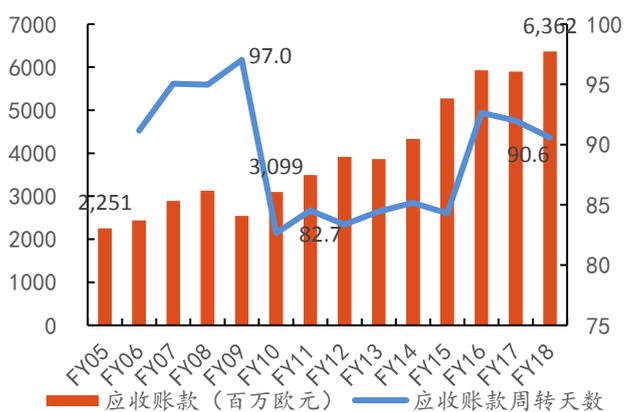
此外, 由于企业级 SaaS To B To C 的业务模式, 付费主体仍是企业, 因此应收账款仍呈现正常增长, 应收账款周转天数在云转型前后来看变化不大 (在目前来看)。

图表 49: 递延收入 (流动负债)



资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

图表 50: 应收账款及应收账款周转天数



资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

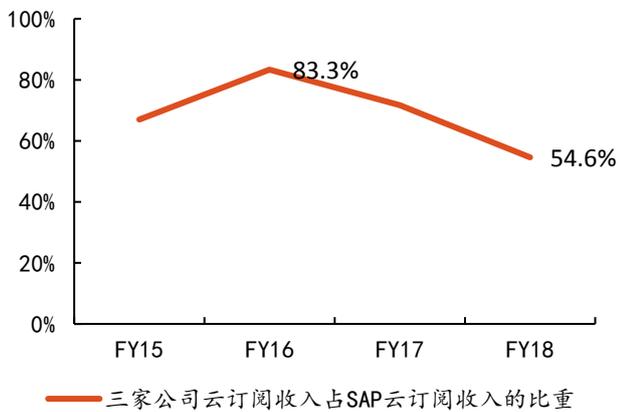
3.2. 从外延并购的效果看,实现了“1+1 大于 2”的目标

3.2.1. 以三家 SaaS 子公司美国业务作为参考标准

我们选取 SuccessFactors、Ariba、Concur 三家最重要的 SaaS 子公司作为分析对象。截止到 2018 财年,三家 SaaS 子公司占 SAP 云订阅收入的比重高达 54.6% (不考虑内部交易),因此三家 SaaS 子公司在被并购前后的收入、人均创收等指标非常具有参考性;

此外,由于三家 SaaS 子公司在并购前主要业务收入来源均在美国,为保持与并购后 SAP 披露的数据一致性,我们统一采用三家公司在美国地区的收入来作为测算标准(并购前为美国地区的收入,并购后为相关公司美国母公司的收入)。SuccessFactors、Ariba、Concur 在并购前一财年美国/北美地区的收入占营收的比重分别为 70.9%、62%、83%。

图表 51: 三家重要 SaaS 子公司云收入占比

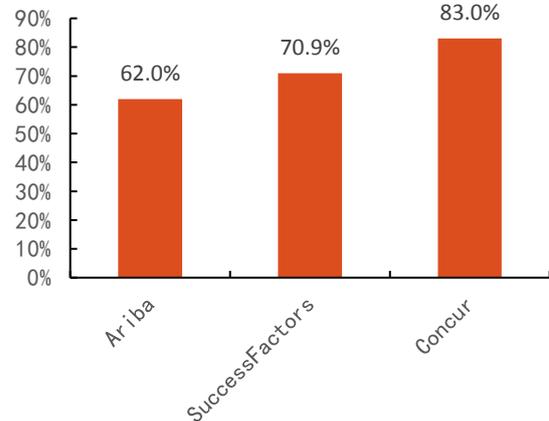


资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

注1: 我们选用三家SaaS公司分别在并购前最后一个财年的云订阅业务收入占比作为权重,推算并购后三家子公司的云订阅收入,测算相关收入占SAP云订阅收入的比重。

注2: SAP在收购时承诺相关子公司独立运作,因此测算未考虑内部交易,仅为子公司口径下的营业收入,与SAP合并报表中的云订阅收入可能存在口径不一致。

图表 52: 三家子公司并购财年时美国地区收入占比

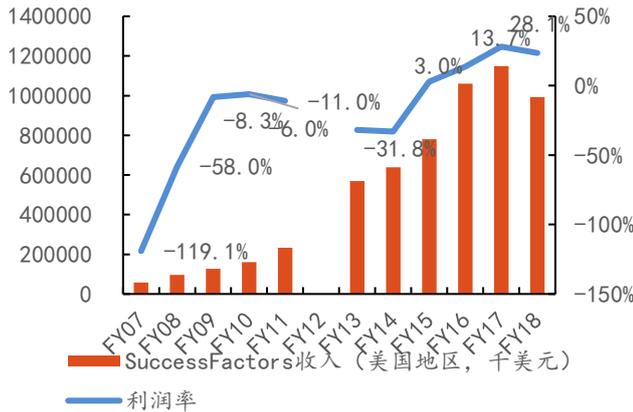


资料来源: SuccessFactors 年报, Ariba 年报, Concur 年报, 东方财富证券研究所

3.2.2. 三家 SaaS 子公司美国业务收入的并购前后收入及人均创收比较

通过以上调整,我们看到 SAP 的外延并购不仅促使云订阅和支持收入呈现快速增长,且被并购的企业级 SaaS 公司同样实现了快速增长和人均创收的大幅提升,在某种程度上印证了被并购的 SaaS 公司显著的受益于 SAP 的用户网络及触达全球的销售团队。三家重要的 SaaS 公司被并购后不仅保持收入的增长,同时相关子公司利润率实现了盈利。

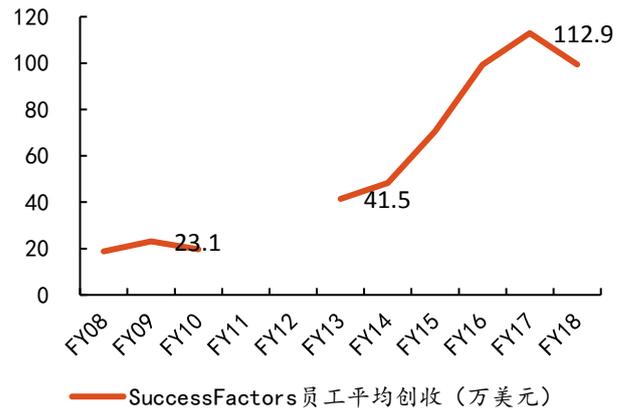
图表 53: SuccessFactors 并购前后美国地区的营收



资料来源: SuccessFactors 年报, SAP 年报, 东方财富证券研究所

注: 由于SAP在15才年后仅公布主要子公司的财务数据(即SuccessFactors美国母公司财务数据),为统一对比口径,07财年-11财年我们选取SuccessFactors美国地区的收入(2011年美国地区收入占SuccessFactors的70%);2012年并购后,采用SuccessFactors美国母公司收入。欧元汇率为当期财年截止日最后一天的欧元对美元的外汇牌价。

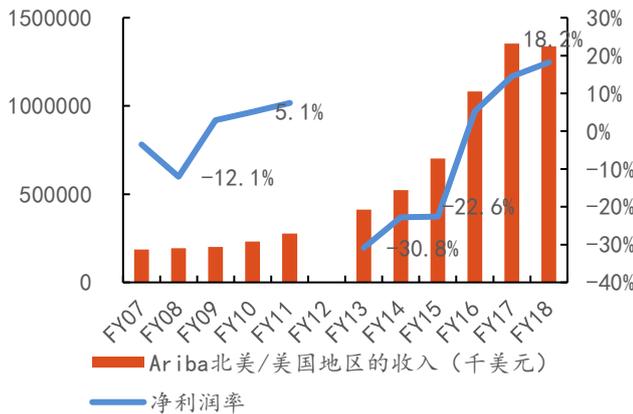
图表 54: SuccessFactors 员工平均创收



资料来源: SuccessFactors 年报, SAP 年报, 东方财富证券研究所

注: 由于SAP在15才年后仅公布主要子公司的财务数据(即SuccessFactors美国母公司财务数据),07财年-11财年我们选取SuccessFactors美国地区收入/员工总数;2012年并购后,我们选取SuccessFactors美国母公司营业收入/美国母公司员工人数欧元汇率为当期财年截止日最后一天的欧元对美元的外汇牌价。

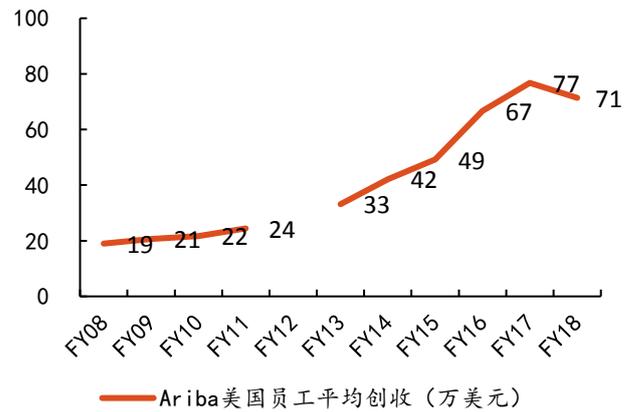
图表 55: Ariba 并购前后北美/美国地区的营收



资料来源: Ariba 年报, SAP 年报, 东方财富证券研究所

注: 07财年-11财年我们选取Ariba北美地区的收入(2011年北美地区收入占Ariba的62%);2012年并购后,采用Ariba美国母公司收入。欧元汇率为当期财年截止日最后一天的欧元对美元的外汇牌价。

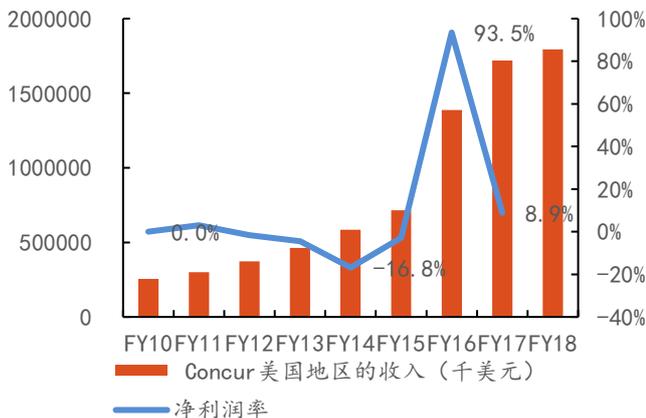
图表 56: Ariba 美国员工平均创收



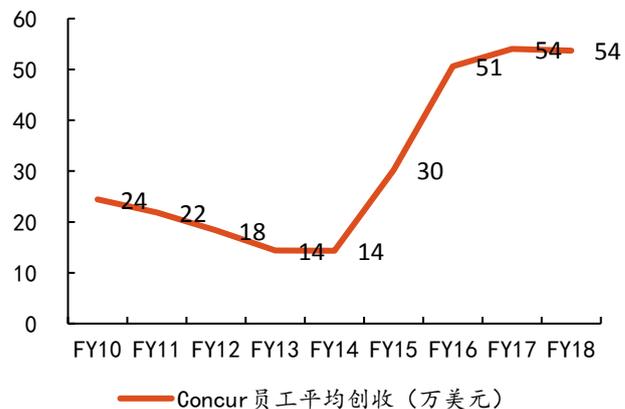
资料来源: Ariba 年报, SAP 年报, 东方财富证券研究所

注: 07财年-11财年我们选取Ariba北美地区的收入(2011年北美地区收入占Ariba的62%),员工人数我们选取美国地区员工人数;2012年并购后,采用Ariba美国母公司收入,员工人数采用Ariba美国母公司人数。欧元汇率为当期财年截止日最后一天的欧元对美元的外汇牌价。

图表 57: Concur 并购前后美国地区的营收



图表 58: Concur 员工平均创收



资料来源：Concur 年报，SAP 年报，东方财富证券研究所

注：10财年-14财年我们选取Concur美国地区的收入（2014年美国地区收入占Concur的83%）；2014年并购后，采用Concur美国母公司收入。欧元汇率为当期财年截止日最后一天的欧元对美元的外汇牌价。

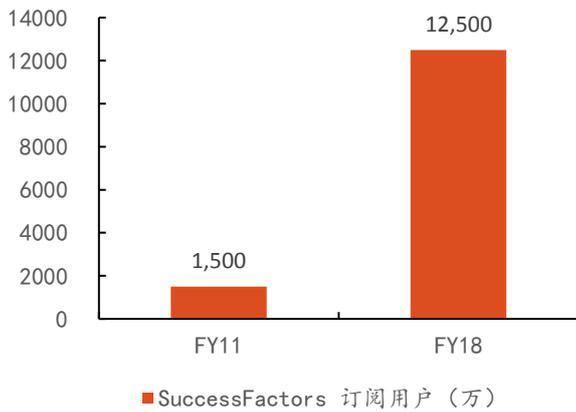
资料来源：Concur 年报，SAP 年报，东方财富证券研究所

注：10财年-14财年我们选取Concur美国地区的收入（2014年北美地区收入占Concur的83%），我们采用员工总数和营业收入；2014年并购后，采用Concur美国母公司收入和Concur美国母公司人数。欧元汇率为当期财年截止日最后一天的欧元对美元的外汇牌价。

3.2.3. 三家 SaaS 子公司客户数量增量明显

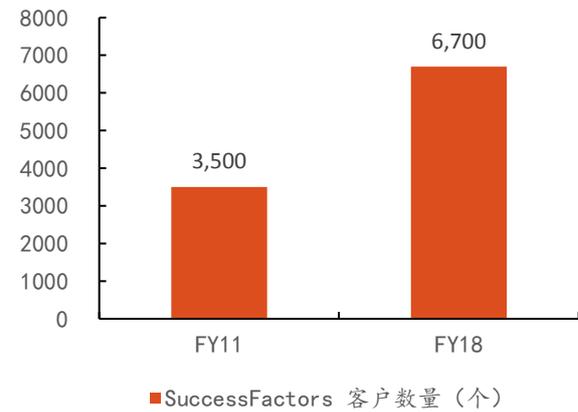
借助 SAP 庞大的客户群体，三家 SaaS 子公司在收购后，客户数量均呈现较大幅度的增长。SuccessFactors 并购前 2011 财年的客户数和订阅量分别为 3500 个和 1500 万，到 2018 年分别提升至 6700 个和 1.25 亿。Ariba 2011 财年的订阅量为 70 万，2018 财年提升至 380 万。Concur 2014 财年客户数为 2.5 万个，2018 财年提升至 4.8 万个。可见，相关企业级 SaaS 公司并购后，借助 SAP 庞大的客户群体，相应的 SaaS 子公司的客户数及订阅量均呈现较大幅度的增长。

图表 59: SuccessFactors 并购前后订阅量对比 (万)



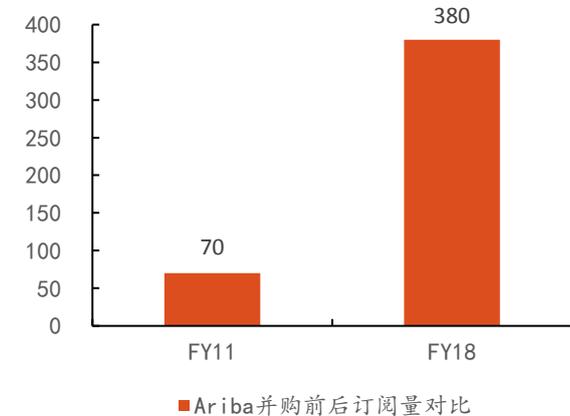
资料来源：SuccessFactors 年报，SAP 年报，东方财富证券研究所

图表 60: SuccessFactors 并购前后客户数对比 (个)



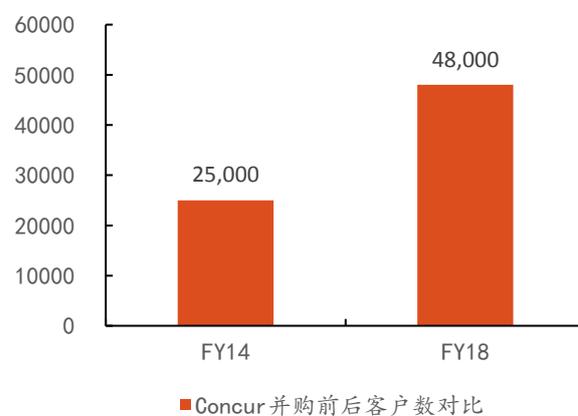
资料来源：SuccessFactors 年报，SAP 年报，东方财富证券研究所

图表 61: Ariba 并购前后订阅量对比 (万)



资料来源：Ariba 年报，SAP 年报，东方财富证券研究所

图表 62: Concur 并购前后客户数量对比 (个)

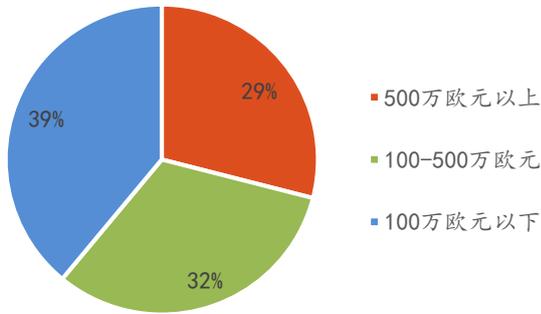


资料来源：Concur 年报，SAP 年报，东方财富证券研究所

更为重要的是，SAP 大客户（超过 100 万欧元的客户订单）高达 68%。我们观察到并购前后，SAP 并购的企业级 SaaS 子公司开始借助 SAP 大客户的资源，

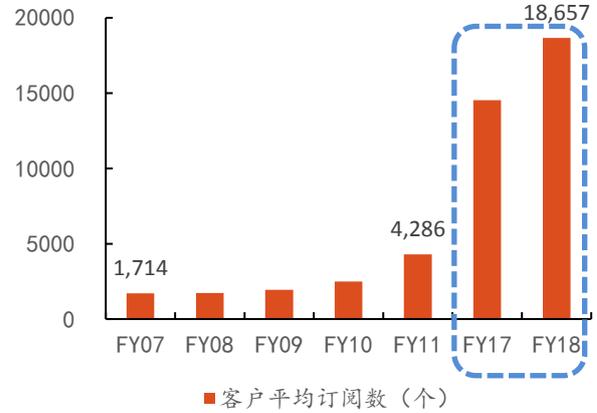
开始向大客户方向拓展，直观表现在并购后的企业级 SaaS 子公司客户平均订阅数出现较大幅度的增长。我们以 SuccessFactors 为例，在并购前的 2011 财年，客户平均订阅数量仅为 4286 个，而截止到 18 财年，客户平均订阅数量已经高达 1.87 万个，SAP 丰富的大客户资源成为企业级 SaaS 子公司拓展大客户的關鍵。

图表 63：2018 财年 SAP 的客户订单金额占比



资料来源：SAP 年报，东方财富证券研究所

图表 64：SuccessFactors 并购前后平均客户订阅量



资料来源：SuccessFactors 年报，SAP 年报，东方财富证券研究所

3.3. 从平台与生态的角度看，SAP 产品已成为云时代的领导者

3.3.1. SAP S/4 HANA 成为行业的领导者

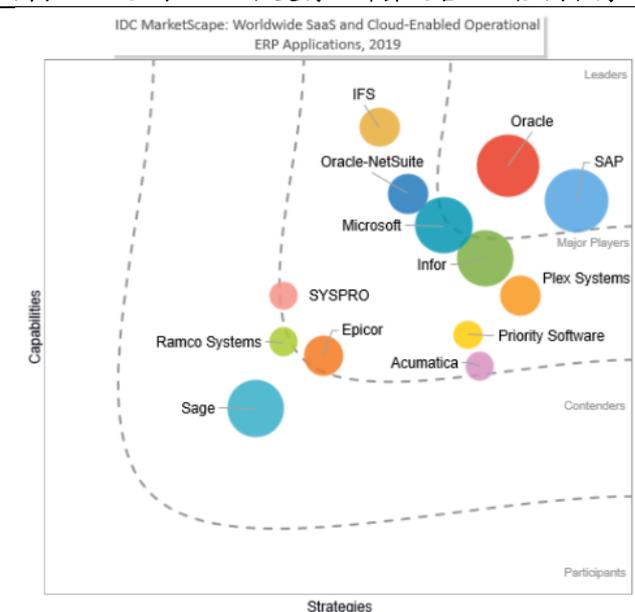
根据 NucleusResearch2018 年的评选，SAP S/4 HANA 成为了魔力象限的领导者。同时，IDC 将 SAP 评估为全球 SaaS 和支持云计算运营 ERP 应用程序的领导者。

图表 65：NucleusResearch 的魔力象限评选



资料来源：NucleusResearch，SAP 官网，东方财富证券研究所

图表 66：全球 SaaS 和支持云计算运营 ERP 应用程序



Source: IDC, 2019

资料来源：IDC，SAP 官网，东方财富证券研究所

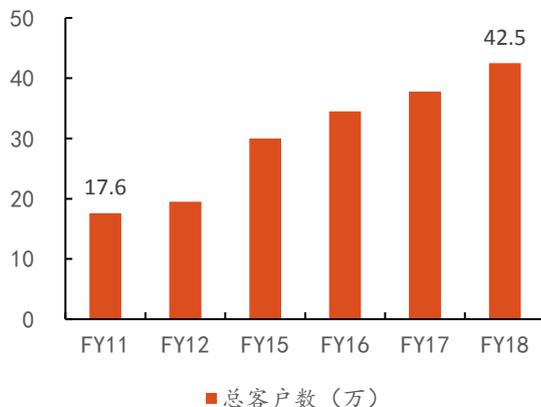
3.3.2. 客户数量和生态伙伴持续增长

自 SAP 云转型以来，公司的客户数量呈现快速增长，由 2011 财年的 17.6 万大幅增长至 2018 年的 42.5 万，庞大的客户群体不仅有利于销售更多的 SaaS 应用程序，更重要的是建立起了围绕 SAP 云架构下的生态。

生态伙伴的作用不仅可以提升用户黏性，更重要的是生态伙伴通过利用 SAP Leonardo 和 SAP Cloud Platform 这样的 PaaS 平台，构建特定领域、特定行业的细分企业级 SaaS 市场，从而为 SAP 的云平台拓展至更多的行业。

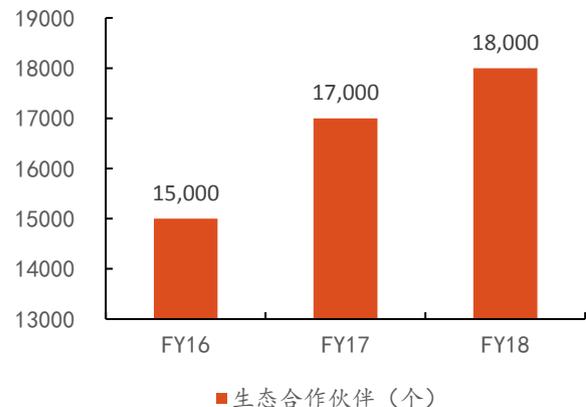
合作伙伴通过 SAP 预先打包的解决方案来简化客户的云实施，更便捷的拓展更多的用户。

图表 67: SAP 的客户数



资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

图表 68: SAP 云平台的生态伙伴



资料来源: SuccessFactors 年报, SAP 年报, 东方财富证券研究所

3.4. 从股票市值与估值的角度看, SAP 云战略转型已获得认可

3.4.1. 市值持续创新高

截止到 2019 年 6 月底, SAP 的市值高达 1600 多亿美元。特别是自 2019 年初以来, 市值增加了 458 亿美元, 涨幅高达 37.4%。

市值的持续增长, 反映出市场对公司整体投资价值的乐观情绪。

图表 69: SAP 的总市值 (月线)



资料来源: SAP 年报, 东方财富证券研究所

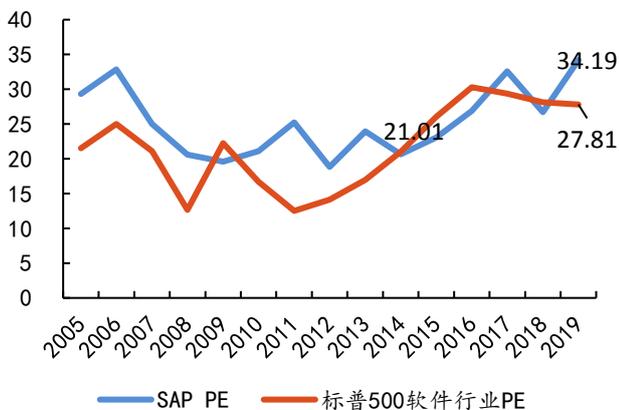
3.4.2. 估值探讨

从估值角度看, 我们对标 SAP 与标普 500 行业指数的 PE&PS, 及 SAP 历史的 PE 与 PS 的变化。

和标普 500 行业指数对比看, 1) PE: 随着今年 SAP 的总市值持续增长, 估值持续提升, 根据 morningstar 的一致预测, 预计 2019 年 SAP 的 PE 将达到 34.19X, 大幅超过标普 500 软件行业的 27.81X; 2) PS: 自 2015 年, 标普 500 软件行业的 PS 一直大幅领先 SAP, 随着 SAP 云业务收入占比持续提升, 预计 SAP 的 PS 估值有望增加。

从 SAP 的历史估值看, 近年来 SAP 的 PE 持续提升较快, 反映出市场对 SAP 云转型的逐步认可同时体现在估值上。

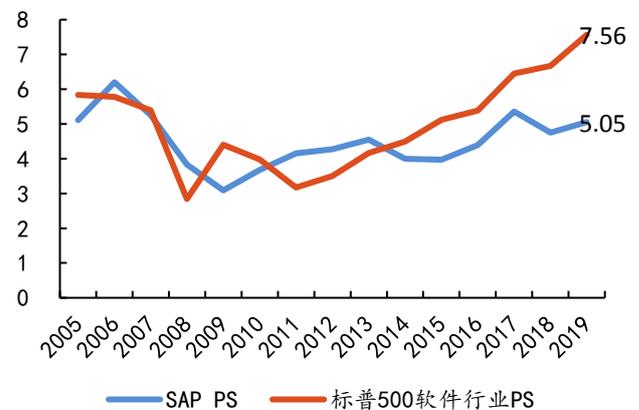
图表 70: SAP 和标普 500 软件指数 PE 比较



资料来源: morningstar, Choice, 东方财富证券研究所

注: 2019 采用 morningstar 一致预测

图表 71: SAP 和标普 500 软件指数 PS 比较



资料来源: morningstar, Choice, 东方财富证券研究所

注: 2019 采用 morningstar 一致预测

4. 配置建议与云计算覆盖公司一览

通过研究 SAP 云战略转型的发展路径，有助于研究国内企业管理软件向云战略转型的路径。此外，研究 SAP 在云转型期间的估值变化，可以为市场投资者带来估值参考。

关注 A 股传统管理软件公司向云战略转型的用友网络，关注建筑信息化龙头进行云转型的广联达，以及 IT 服务商汉得信息。

图表 72: A 股云计算公司覆盖一览 (截止到 2019.07.24)

代码	简称	总市值 (亿元)	PE(倍)			股价 (元/股)	评级
			2018	2019E	2020E		
600588.SH	用友网络	701	114.5	72.7	58.6	27.6	买入
002410.SZ	广联达	378	34.7	86.0	46.3	33.1	买入
300170.SZ	汉得信息	113	24.3	22.0	17.0	12.12	买入

资料来源: 东方财富证券研究所测算

图表 73: 海外云计算公司一览 (截止到 2019.07.24)

证券代码	股票名称	财报货币	证券货币	2018Y		总市值 (亿)	2018 财年	股价
				净利润	云收入		PE	
CRM.N	salesforce	USD	USD	1,110	12,413	1,240	112	159.75
WDAY.O	Workday	USD	USD	(418)	2,386	485	(105)	214.59
SAP.N	SAP	EUR	USD	4,083	4,993	1,568	44	127.61
00268.HK	金蝶国际	RMB	HKD	412	849	258	55	7.78
00596.HK	浪潮国际	HKD	HKD	324	193	44	14	3.89

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: salesforce、Workday 的财务数据为 19 财年 (2019.01.31)

5. 风险提示

美股云计算公司估值下行的风险;
 美股云计算公司亏损加剧的风险;
 宏观经济下行超预期的风险;
 中国企业管理软件云化进展缓慢的风险;
 企业管理软件公司外延并购整合不力的风险。

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。