

战略转型取得初步成效，后续关注 AI 商业化/交叉销售进展

核心观点

AI 商业化&交叉销售为潜在催化，迁移周期尚处于初步阶段

根据彭博一致预期，SAP 股价交易于 40.9x Non-GAAP P/E（对应 26 年 29.2x P/E），较可比公司存在一定溢价，主要由于 SAP 在 ERP 领域竞争壁垒深厚，云迁移周期的趋势性较强。我们认为 SAP 目前的估值已经基本消化 ERP 从 ECC 迁移至云端带来的长期收入增速中枢提升，后续的分歧集中于 AI 商业化/从 ERP 交叉销售 HCM、Fins、CRM 等其他模块。公司现任 CFO Dominik Asam 对于 Business AI 对长期收入增速贡献有很强信心。考虑到现任 CFO 上任后执行/预期管理表现良好，任期内财务执行力度至今比 SAP 历史上大多数管理层更好。因而，我们对 SAP 中长期业务转型及 AI 商业化机会持乐观态度，首次覆盖给予“买入”评级。

标题

如何看待 SAP 过去 1 年涨幅 60%+？

①巨头转型总是存在巨大的决策成本，因此 SAP 提出 ERP 迁移上云时总是经历市场质疑，转型策略无法贯彻导致反复延迟。SAP 自 2021 年 1 月推出 Rise With SAP 迁移方案后，历经内部组织架构调整，俄乌冲突导致一次性损失（以及持续滞涨导致欧洲需求疲软），2023 年走出拖累因素影响，开启一轮超级迁移周期。②当前时点看，迁移周期尚处于 40%阶段，未来 AI 商业化&交叉销售其他 BPM 模块仍然未充分定价，仍存在后续业绩上修催化。

交叉销售方面，SAP 庞大的存量客户基础是重要优势。截止 2023 年，大约 80%的 SAP 云客户使用的 SAP 云解决方案数量在 1-3 个（大多数仅采用 1 个解决方案），仅有~20%的 SAP 云客户拥有超过四个产品（2022 年为大约 15%），这些客户占 SAP 云收入的超过 65%，这表明从使用 1-3 个产品的大约 80% 的 SAP 云客户基础中有很大的交叉销售潜力。我们推测核心用例仍然是 SAP ERP，潜在的交叉销售模块包括财务管理、支出管理、供应链管理、HCM、客户体验等，结合公司披露数据及 Gartner 评估报告综合分析。我们认为，还需要等待 SAP 对于非 ERP 模块进行广泛的整合、集成、简化以匹配市面上的竞争对手，中期维度随迁移落地有望逐步扩展。

思爱普(SAP.N)

首次评级

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

许悦

xuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523030001

发布日期：2025 年 02 月 28 日

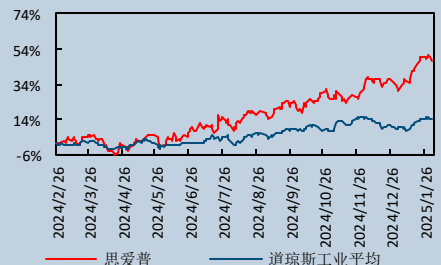
当前股价：284.55 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
3.33/7.16	20.44/18.95	54.46/33.89
12 月最高/最低价（美元）		293.69/175.77
总股本（万股）		116,722.91
流通股本（万股）		122,850.42
总市值（亿美元）		3,321.35
流通市值（亿美元）		3,321.35
近 3 月日均成交量（万）		97.22
主要股东		
BlackRock, Inc.		6.30%

股价表现



相关研究报告

SAP AI用例中期维度有望带动收入增速提升。SAP CFO Dominik Asam在4Q24业绩会中强调SAP ERP的云迁移构成目前至25年收入增速回升的主要动力，而25年以后AI在业务侧释放价值将带动收入增速继续提升。此外，管理层披露目前的云订单中有50%左右附带AI用例。**SAP的优势在于1) ERP是企业核心系统**，掌管原材料采购、库存管理、生产管理、销售管理等，以及SAP外围提供的HCM、CRM等模块，SAP替换难度大且占据企业核心IT预算，在云迁移&AI实验中预算优先级靠前；**2) 客户授权数据使用**，30000+名客户通过合同形式授权SAP可将其数据用于AI训练（未经同意不会调用数据用于训练），且该数据不会与第三方模型提供商共享¹，这确保Know-how集成于SAP微调后的模型。

投资建议：截止2025年2月24日，根据彭博一致预期，SAP股价交易于40.9x Non-GAAP P/E（对应26年29.2x P/E），较可比公司存在一定溢价，主要由于SAP在ERP领域竞争壁垒深厚，云迁移周期的趋势性较强，市场给予一定确定性溢价。我们认为后续AI商业化&交叉销售有望带动收入增速进一步回升，现任CEO Christian Klein聚焦于产品整合，有望进一步释放经营杠杆，带动利润率缩小与SaaS龙头之间的差距。综合上述，我们认为SAP目前的估值已经基本消化ERP从ECC迁移至云端带来的长期收入增速中枢提升，后续的分歧集中于AI商业化/从ERP交叉销售HCM、Fins、CRM等其他模块。公司现任CFO Dominik Asam对于Business AI对长期收入增速贡献有很强信心。考虑到现任CFO上任后执行/预期管理表现良好，任期内财务执行力度至今比SAP历史上大多数管理层更好。因而，我们对SAP中长期业务转型及AI商业化机会持乐观态度，首次覆盖给予“买入”评级。

¹ <https://www.sap.com/products/artificial-intelligence/ai-ethics.html#:~:text=Can%20SAP%20use%20customer%20data,SAP%20can%20access%20specific%20data.>

目录

公司分析：聚焦协作/项目管理的生产力场景，从单点工具拓展至平台.....	1
行业简述：ERP 是什么？规模有多大？增速如何？.....	1
ERP 的作用：整合分散的工作流程，推动数据共享、流程标准化.....	2
ERP 与其他 BPM（流程管理系统）的对比	3
SAP 的战略蓝图：聚焦 ERP 云转型，对外简化产品线，对内重组组织架构&销售模式，度过转 型阵痛期后目前处于迁移周期的早期阶段（~40%的客户开始迁移）	8
投资概要：云迁移、交叉销售、AI 商业化带动增速提升，利润率扩张.....	14
迁移周期：40%客户开始迁移，仍有 60%客户/75%维护收入尚未迁移.....	15
交叉销售：存在巨大空间，但亟待产品整合，目前尚未完全定价.....	17
AI 商业化：数据、流程均具备差异化优势，目前 50%订单包含 AI 用例，尚未计入业绩预期..	19
估值：目前交易于 26 年 29.2x P/E，包含一定确定性溢价，但考虑潜在催化仍具备吸引力	24
投资评价和建议：对 SAP 中长期业务转型及 AI 商业化机会持乐观态度，首次覆盖给予“买入”评级	24
风险分析.....	25
报表预测.....	26

图目录

图 1:ERP 系统的形成.....	1
图 2:ERP 系统的发展历程.....	2
图 3:Workday 财务系统核心功能即财务报表及合规，核心难点在于不同会计规则的适配.....	4
图 4:Workday HCM 核心难点在于各国对于劳动者福利/工作环境/性别多元化等的法规不一致	4
图 5: Kodiak hub 供应链管理系统聚焦于供应商合规审批、招标采购、合同管理等流程	5
图 6: SAP ERP 难点对于跨模块集成.....	5
图 7: Zoho CRM 难点在于销售流程背后的数据关系较为复杂，需要率先定义.....	6
图 8: Siemens MES 难点在于对于下游协议的兼容/零部件实时监控.....	6
图 9: Siemens MES 帮助半导体和太阳能行业的制造商实现制造过程的数字化和自动化	7
图 10: Oracle、Workday 在财务管理系统方面领先于 SAP	9
图 11: Oracle、Workday 在 HCM 方面领先于 SAP	9
图 12: Salesforce、微软、Oracle 在客户互动方面领先于 SAP	9
图 13: Salesforce、微软、Oracle 在营销自动化方面领先 SAP	9
图 14: Salesforce、Adobe 在消费中数据平台方面领先于 SAP	10
图 15: Oracle、Workday 在云 ERP 平台方面领先 SAP	10
图 16: SAP 2020-23 年收入增速逐步恢复至疫情前水平	13
图 17: 2023 年 SAP 自由现金流有所回升.....	13
图 18: SAP 1Q18-3Q24 收入及增速情况（百万欧元，%），注意到 SAP 收入增速明显呈现周期性，而当前 时点看我们处于云迁移周期的初步阶段（~1/4 客户开始迁移），且看到部分客户开始采用新模块 （Upsell）	14
图 19: SAP 2024 年 6 月更新 2025 年展望，提到 2025-27 年收入增速有望进一步从目前的 10%提升，主要 依靠云收入增速稳定&占比提升，On-prem 业务收缩但占比逐步减小，总收入增速有望提升.....	14
图 20: 关于收入增速，目前市场分歧集中于①迁移后交叉销售，②迁移周期的持续性以及③公有云新增客	

户部分	15
图 21:SAP 1Q20-4Q24 大型客户迁移比例逐步提升	16
图 22:SAP 大客户迁移比例提升使得云增速持续性提升	16
图 23:SAP 理论上存在巨大的交叉销售空间（但细分市场被 Workday、Oracle、Salesforce 等占据），需要考虑竞争动态	17
图 24:SAP 产品组合从核心 ERP+BTP 向外延展至财务管理、支出管理、供应链管理、人力资源管理、客户体验等模块	18
图 25:SAP ERP 云增速度快于其他模块	18
图 26:SAP Grow With SAP 带来~60%净增新客户，且 67%选择 Premium 订阅	19
图 27:SAP AI 战略由所有模块嵌入 AI+定制化 AI 模块+Joule AI 助手组成	20
图 28:SAP AI 在公共事业部门的用例	20
图 29:SAP 与可比公司相比 FCF 利润率、毛利率均处于较低水平	21
图 30:SAP 与可比公司相比 Opex 占收入比例并不高	21
图 31:SAP 现在估值隐含了 Rule of 40 Score 提升的预期（收入增速自~9%提升至 Low-teens+FCF 利润率提升~4pct）	23

表目录

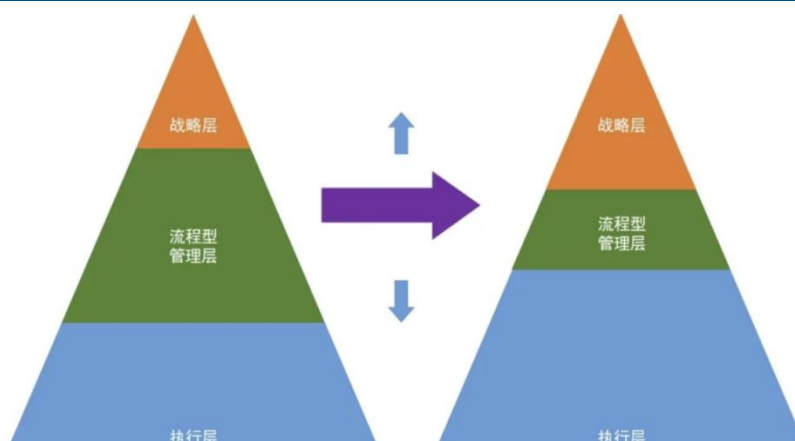
表 1:不同流程管理系统的核心功能、典型行业场景	3
表 2:不同流程管理系统的技术设计、部署难点	3
表 3:MES 与其他 BPM 的差异	7
表 4:ERP 与 CRM 的部署难度对比	8
表 5:HCM 领域主要供应商对比	10
表 6:财务管理领域主要供应商对比	11
表 7:SAP 收入增速低于 Workday、Oracle、Salesforce 等，反映其在垂直领域份额持续流失	11
表 8:SAP 前任 CEO Bill McDermott 倾向于激进收购以推动增长	12
表 9:一个对于云迁移的案例，管理层提到近期 SAP 处于黄金平衡点	15
表 10:SAP 客户平均迁移周期预估为 4.73 年	16
表 11:目前市场对 SAP 的预期已经修正了 25-27 年收入增速降速的问题且利润率大幅提升	21
表 12:SAP 可比公司估值（截止 2024/2/24）	24
表 13:Cloud & Software 收入增速以及 Service 收入增速对毛利率的敏感性测算	25

公司分析：聚焦协作/项目管理的生产力场景，从单点工具拓展至平台

行业简述：ERP 是什么？规模有多大？增速如何？

ERP 是企业管理流程化的产物，也是进一步数字化转型的载体。ERP 即企业资源规划（Enterprise Resource Planning），是现代企业用于管理和优化其内部业务流程的集成化软件系统。作为企业管理流程化的底座，ERP 系统通过将企业的核心业务功能，如财务、人力资源、供应链管理、生产制造、销售和客户服务等整合在一个统一的信息平台上，实现数据的实时共享与业务流程的衔接。在 ERP 系统的支持下，企业可以更高效地协调不同部门之间的操作，确保信息的一致性和准确性，从而提高决策效率，减少冗余工作，并增强对市场变化的响应速度。此外，ERP 还为企业提供了标准化的工作流程和最佳实践模板，有助于提升整体运营管理水平，实现成本控制和资源优化配置。随着技术的发展，现代 ERP 解决方案越来越多地融入了云计算、人工智能和大数据分析等功能，以满足企业在数字化转型过程中不断增长的需求。

图 1:ERP 系统的形成



数据来源：《凯哥：从ERP到数字化转型的八十年》，中信建投

ERP 的发展实际上是顺应企业需求而来的。1960 年代，随着工业化生产的成型和规模化，企业开始面临复杂的库存管理挑战，催生了基于大型计算机（Mainframe）并用 Cobol 和 Fortran 等语言开发的首批库存管理软件。这些软件能够自动处理库存需求预测、补货策略制定以及库存状态报告等任务，大大减少手动计算的工作量。

进入 70 年代，市场竞争加剧，企业与客户之间的联系变得更加紧密，对生产响应速度的要求也日益提高。这促使了物料需求计划（MRP）系统的诞生，它不仅涵盖了库存管理，还扩展到了主生产计划（MPS）和物料采购领域，确保产成品的生产和原材料的供应能够高效协调。

80 年代，市场对于快速响应和成本控制的需求进一步推动了 MRP 系统向制造资源计划（MRP II）的转变，新增了车间管理和分销管理等功能，以支持更加高效的生产和销售流程。

90 年代，为了满足构建面向客户服务和高绩效企业业务主题的整体价值链的需求，ERP 应运而生，将财务、人力资源、生产、供应链等多个业务环节集成在一个平台上，实现了企业内部信息流、物流和资金流的全面整合。

2000 年以后，围绕 ERP 的核心功能，企业又陆续引入了客户关系管理（CRM）、供应链管理（SCM）和数据仓库（BW）等周边应用系统，进一步增强了企业的市场竞争力和服务能力。通过不断地发展和完善，ERP 已经成为现代企业管理不可或缺的一部分，帮助企业实现精细化管理和决策科学化，适应快速变化的市场环境。

图 2:ERP 系统的发展历程



数据来源：《凯哥：从 ERP 到数字化转型的八十年》，中信建投

ERP 的作用：整合分散的工作流程，推动数据共享、流程标准化

在 ERP 系统引入之前，企业的日常运作大多依赖于人工协调。这种传统的工作方式虽然能够满足当时的业务需求，但也暴露出了明显的局限性。举例而言，1）过去运营职能割裂，各个部门如客服、维修、物料管理、库存控制和人力资源等，缺乏有效的信息共享机制。这导致关键数据未能被有效保存或利用，进而影响了决策的准确性和效率。2）数据透明度低：例如，在处理一个维修派单的过程中，涉及多个职能部门，但由于信息系统的缺失，财务部门不清楚最终成本、库存管理部门不知道剩余备件数量、人力资源部门不了解实际出工次数，这些问题使得账目难以清算，物料管理混乱，工资发放也不清晰。3）工作过程非标准化：由于缺乏统一的集成流程和标准操作程序，工作执行高度依赖个人的职业素养和能力。不同人员完成相同任务的效果差异显著，容易出现领料错误、工人到达错误现场或工序安排不当等问题，严重影响服务质量和客户满意度。

ERP 系统的建设旨在通过整合分散的工作点和流程，解决上述问题，推动企业向更加高效、透明的方向发展。更具体来看，ERP 系统的落地往往意味着企业流程的全面调整，这在微观层面对应部门之间数据共享，工作流程标准化，主要阻力则来自于需要自上而下的强力支持，局部业务系统的改造无法全面体现 ERP 的效果，这也导致 ERP 系统落地的周期较长（对于原有系统的逐步替代），且见效慢（全面替换后存在一定学习周期，适应后效率提升明显，但迁移周期内成本明显提升，因为需要同时支持两个系统运行）。

ERP 与其他 BPM（流程管理系统）的对比

在企业管理软件领域，SRM（SAP Ariba、Coupa）和财务领域会相对标准，行业特点不那么明显，ERP 和 CRM 领域会有明显的行业特色，MES 领域行业特色非常显著，所以 MES 领域是最难做的一个领域。

表 1:不同流程管理系统的核心功能、典型行业场景

系统	核心功能	典型行业场景
财务系统	会计核算、税务管理、财务报表生成	所有行业（如制造业、零售业、服务业）
HCM	员工全生命周期管理（招聘、薪酬、绩效、培训）	跨国企业、制造业、科技公司
SRM	供应商招标、合同管理、采购流程优化	零售业、制造业（如沃尔玛、富士康）
ERP	企业资源整合（财务、供应链、生产、库存）	制造业（汽车厂）、零售业（连锁超市）
CRM	客户关系管理、销售漏斗跟踪、客户数据分析	快消业（可口可乐）、B2B 服务业（IT 解决方案商）
MES	车间生产执行、设备实时监控、质量追溯	汽车制造（特斯拉）、半导体（台积电）、制药（辉瑞）

资料来源：各公司官网，中信建投

表 2:不同流程管理系统的技术设计、部署难点

维度	财务系统	HCM	SRM	ERP	CRM	MES
标准化程度	★★★★★	★★★★☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★★☆☆	★☆☆☆☆
行业差异	无差异	较小差异	微小差异	显著差异	显著差异	极大差异
技术难点	会计准则适配	多国合规	流程审批定制	跨模块集成	数据治理	设备协议兼容
实施周期	<3 个月 ²	5-9 个月 ³	8-10 个月 ⁴	12-24 个月 ⁵	12-18 个月 ⁶	24-48 个月 ⁷

资料来源：Workday, kodiak hub, SAP, Zoho, 中信建投

² <https://forms.workday.com/content/dam/web/be/documents/other/gbr-launch-guide-gl-en-BE.pdf>

³ <https://www.outsail.co/post/workday-reviews-pricing-pros-cons-user-reviews>

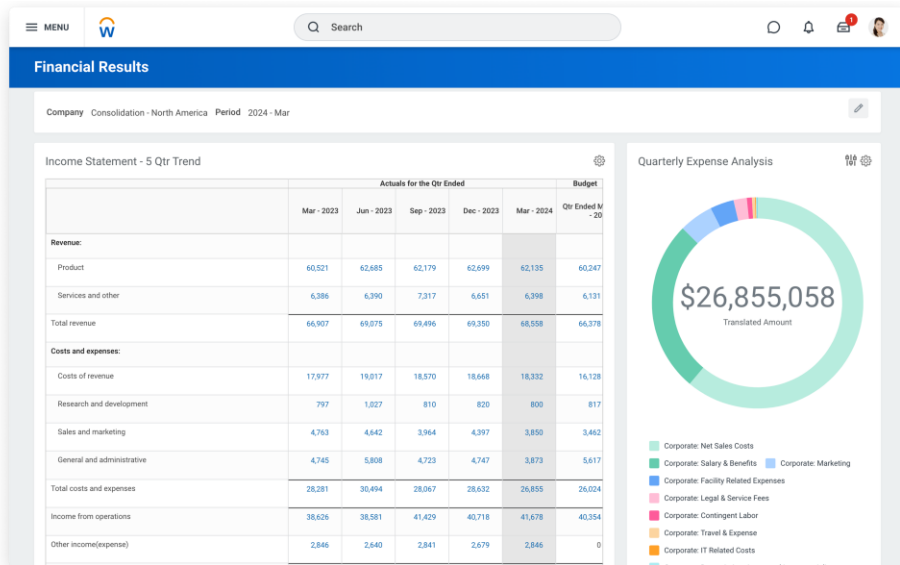
⁴ <https://www.kodiakhub.com/resources/case-studies/hl-display>

⁵ 《SAP Implementation Guide: How to Deploy ERP Successfully in 2024》。

⁶ 《The Duration Of An SAP Implementation Project》。

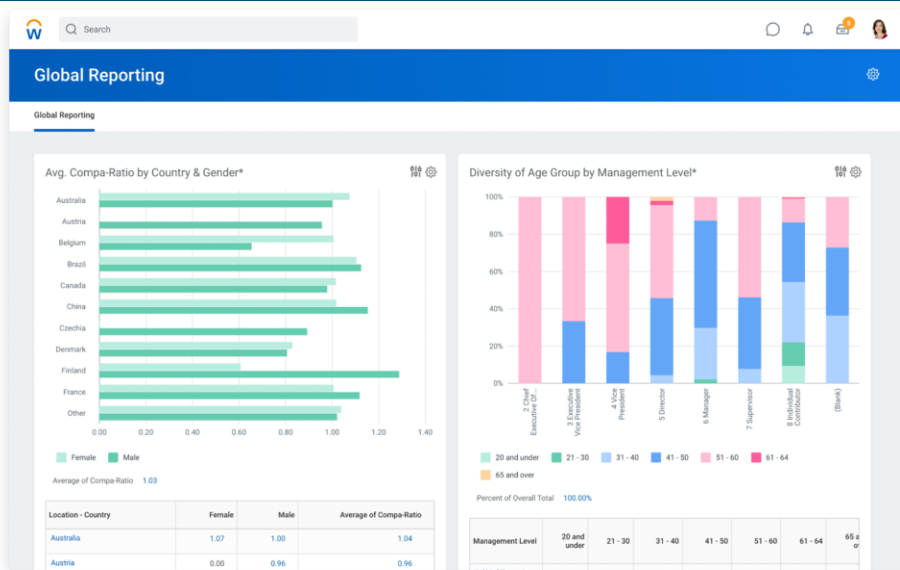
⁷ <https://www.ptdigital.com/mes-implementation-complete-guide>

图 3: Workday 财务系统核心功能即财务报表及合规, 核心难点在于不同会计规则的适配



数据来源: Workday, 中信建投

图 4: Workday HCM 核心难点在于各国对于劳动者福利/工作环境/性别多元化等的法规不一致



数据来源: Workday, 中信建投

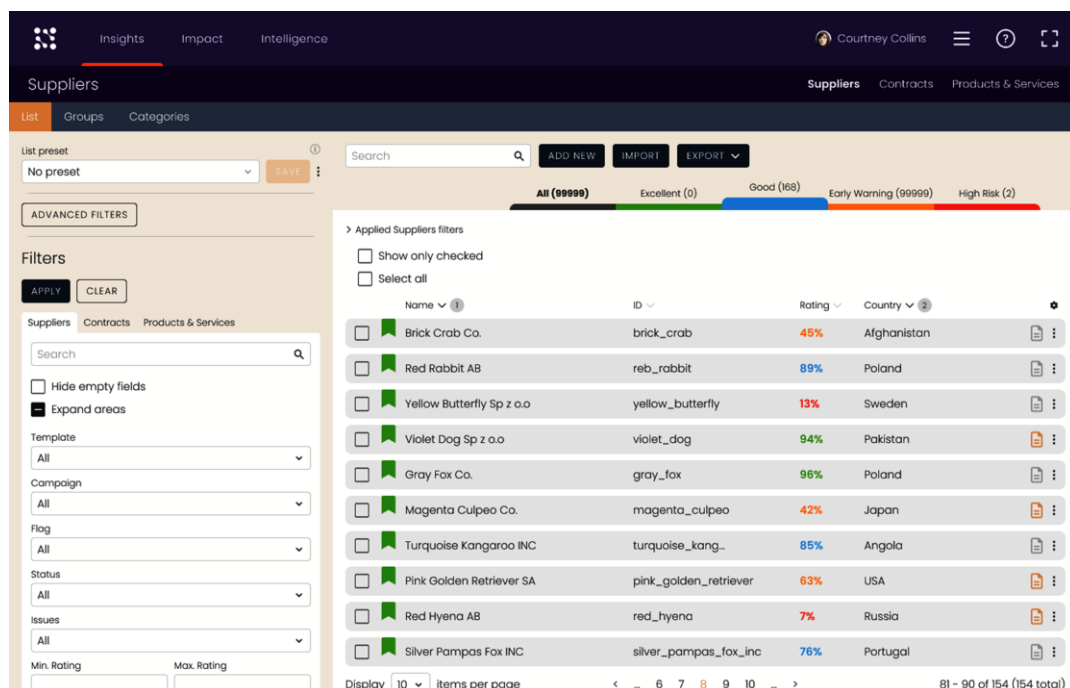
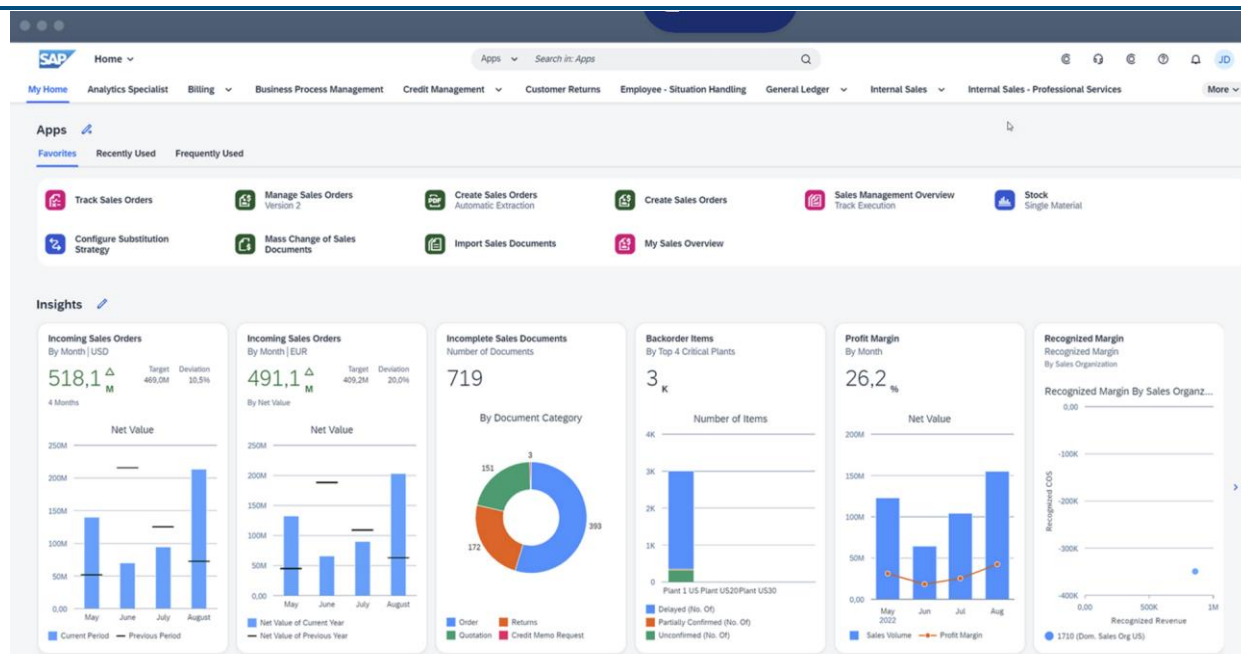
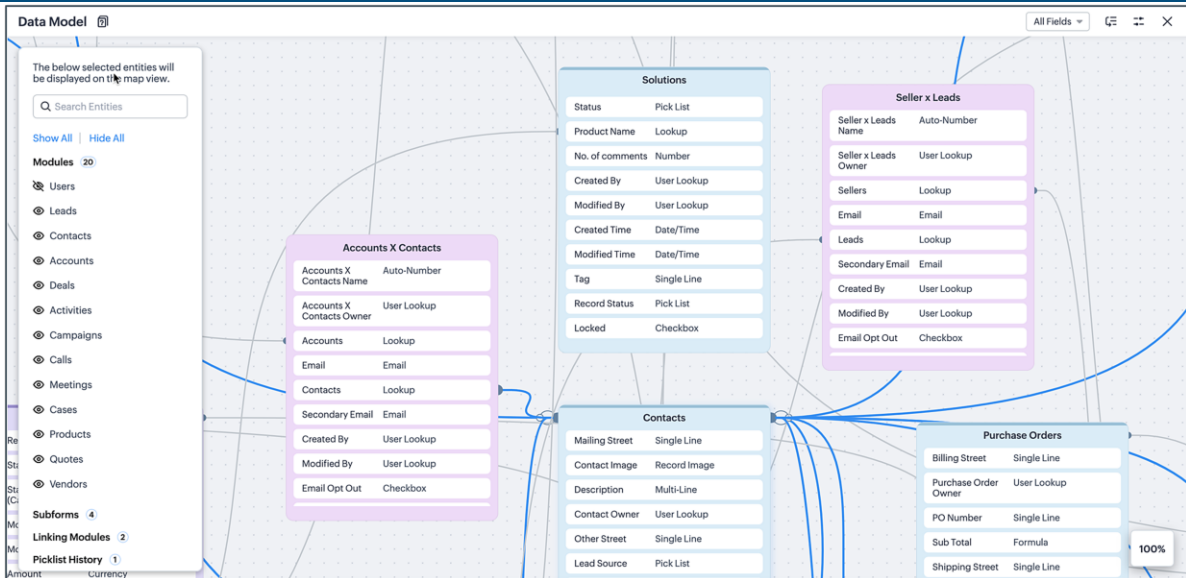
图 5: Kodiak hub 供应链管理系统聚焦于供应商合规审批、招标采购、合同管理等流程

 数据来源: kodiak hub⁸, 中信建投

图 6: SAP ERP 难点对于跨模块集成

 数据来源: SAP⁹, 中信建投

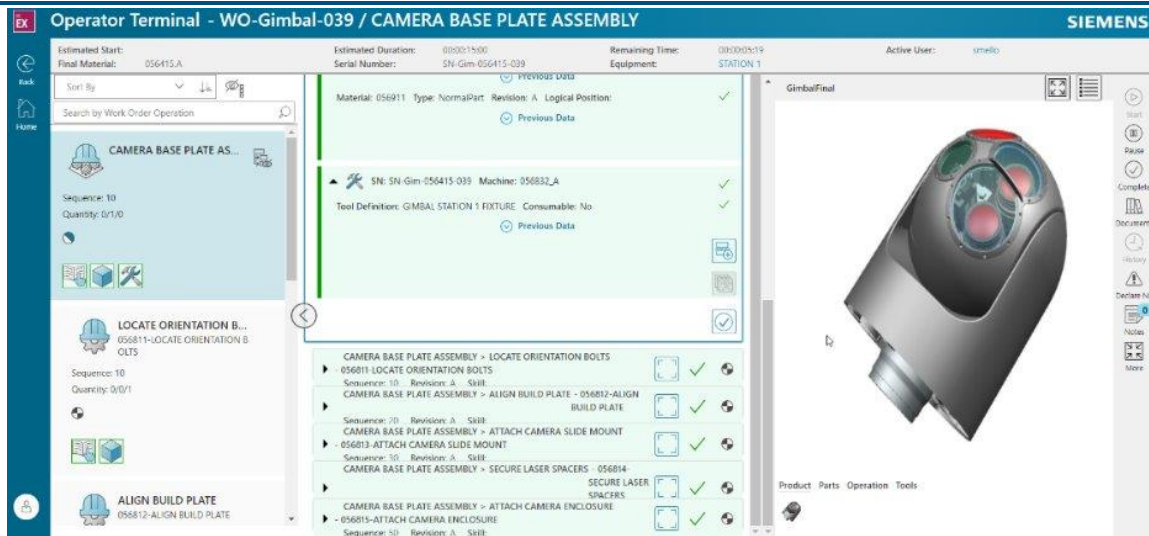
⁸ <https://www.softwaresuggest.com/kodiak-hub#gallery-1>
⁹ <https://www.sap.com/products/erp/s4hana/trial.html>

图 7: Zoho CRM 难点在于销售流程背后的数据关系较为复杂，需要率先定义



数据来源: Zoho¹⁰, 中信建投

图 8: Siemens MES 难点在于对于下游协议的兼容/零部件实时监控



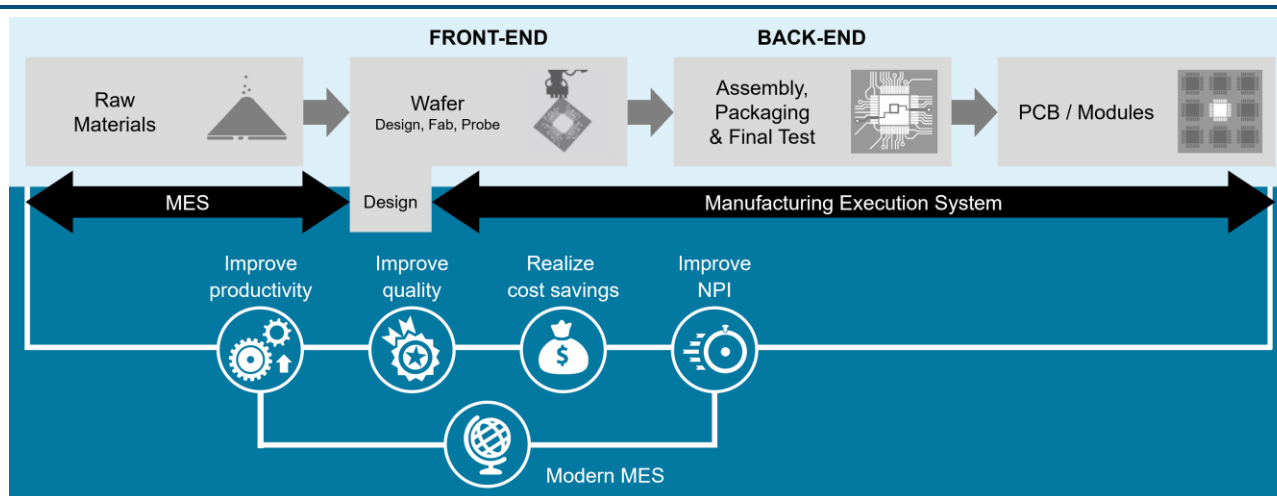
数据来源: Siemens¹¹, 中信建投

具体来看，财务系统的难点在于会计准则（如 GAAP、IFRS）的适配，其余功能模块则高度固化；HCM 基础人事管理（考勤、薪酬）标准化高，但跨国合规与行业绩效模型需适配；SRM 方面，采购流程（招标→合同→交付）通用性强，仅需调整条款模板；ERP 需按行业启用模块（如制造业启用生产模块，零售业启用库存模块）；CRM 销售模式差异大（ToB 长周期 vs. ToC 短链路），需重构数据模型；MES：生产设备、工艺、追溯需求完全非标，极难抽象通用模型。

¹⁰ <https://help.zoho.com/portal/en/community/topic/introducing-data-model-for-zoho-crm>

¹¹ <https://blogs.sw.siemens.com/opcenter/unlock-the-full-potential-of-your-manufacturing-execution-system-with-low-code/>

图 9: Siemens MES 帮助半导体和太阳能行业的制造商实现制造过程的数字化和自动化



数据来源: Znt • Richter¹², 中信建投

MES 的复杂度在于制造工序长，下游协议种类、格式较多，因此复杂度指数级提升。我们以 MES 用于芯片代工作为典型案例，一片晶圆经历 2000+道工序，需记录每道工序的设备参数（如光刻机的波长、蚀刻液的浓度）、操作员、环境数据（温度、湿度）。若某批晶圆良率下降 1%，需在 10 分钟内定位问题根源（是设备故障、材料缺陷，还是人为操作失误）。

MES 实施难点：1) **数据量爆炸：**单个晶圆生产过程中产生大量数据，一个工厂每天处理 **PB 级数据**，MES 的数据库必须支持高速写入与实时分析¹³。如果数据库索引设计不合理，可能影响查询良率数据耗时增加，导致生产线决策延迟。2) **设备兼容性：**半导体设备通常使用 **SECS/GEM 标准**，而 SECS/GEM 依赖于 SECS-II 协议来定义消息格式和通信规则，以及 HSMS 协议来实现快速可靠的数据传输¹⁴，MES 需同时支持两种协议并实现数据关联。

表 3: MES 与其他 BPM 的差异

难点维度	MES 案例	其他系统（如 SRM/财务）
设备对接	需兼容 PLC、机器人、传感器的 10+种协议	仅需对接 ERP 或电子邮件
实时性	毫秒级响应，延迟超 50ms 即导致生产事故	允许分钟级延迟（如审批流程）
数据量	单日 PB 级数据，需边缘计算预处理	单日 GB 级数据，直接存入数据库
合规性	符合 FDA、GMP、IATF 等强制标准	遵循通用会计准则，无行业特殊要求

资料来源: 各公司官网, 中信建投

对比 ERP 与 CRM，ERP 的核心逻辑是“资源优化具有一定共性”：无论哪个行业，企业都需要管理**财务、库存、采购**等核心资源，这些流程有较高的共性。例如制造业和零售业的 ERP 均需“库存管理”模块，区别仅在于制造业需支持 **BOM（物料清单）**，而零售业需支持**多仓库调拨**。这种差异可通过配置现有模块实现，无需重写底层逻辑，例如 2018 年 7 月丰田汽车采购 SAP S/4HANA 后启用会计系统以及供应链管理，处理高速物料清单（BoM）等¹⁵。需要注意的是，生产模块往往是 ERP 系统最复杂、定制化程度最高的部分。

¹² <https://www.znt-richter.com/en/mes/semiconductor-and-solar>

¹³ <https://inquivixtech.com/semiconductor-mes/>

¹⁴ <https://www.hegongsoft.com/news/newsview72.html>

¹⁵ <https://trans-info.cn/case/251.html>

CRM的核心逻辑是“客户互动则具备多样性”：不同行业的客户管理逻辑差异极大，例如快消行业管理数百万终端门店的进货频次、促销活动（如可口可乐）。B2B 大客户销售需要跟踪长达数年的销售周期，涉及复杂决策链（如 IBM 卖 IT 解决方案）。Salesforce 需为快消行业定制终端门店数据采集功能，而为 B2B 行业定制商机漏斗分析模型，两者底层数据结构和交互逻辑完全不同。例如教育行业的 CRM 需管理“潜在学员→试听→报名→付费”全生命周期，而医药行业 CRM 需记录医生拜访日志、合规审批记录，需要新增专用数据表。

表 4:ERP 与 CRM 的部署难度对比

对比维度	ERP（企业资源计划）	CRM（客户关系管理）
核心逻辑	资源优化共性：跨行业资源管理需求高度收敛（财务、库存、生产、采购等）	客户互动多样性：不同行业客户生命周期与互动模式高度发散（销售流程、数据需求差异极大）
标准化程度	部分模块如财务/HR 标准化程度高，生产供应链/模块标准化程度很低	营销自动化模块标准化程度较高，但服务工单标准化程度低
行业案例	- 制造业（丰田汽车）：通过 SAP 配置 BOM 管理、供应链模块	- 快消业（可口可乐）：定制终端门店数据采集功能 - B2B 业（IBM）：开发商机漏斗与决策链模型 - 医药业：新增 FDA 合规审批表
技术实现方式	模块化配置为主： - 启用预置模块（如 SAP 供应链模块） - 调整参数（如库存阈值、生产规则）	数据模型重构为主： - 新增字段与数据表（如“门店进货频率”） - 开发专用业务流程（如医药拜访审批逻辑）
成本结构	- 模块授权费 + 配置成本	- 订阅费 + 定制开发成本

资料来源：各公司官网，中信建投

SAP 的战略蓝图：聚焦 ERP 云转型，对外简化产品线，对内重组组织架构&销售模式，度过转型阵痛期后目前处于迁移周期的早期阶段（~40%的客户开始迁移）

回到 SAP，SAP 在核心生产/供应链领域的壁垒依然坚固，但已从“全面垄断”转向“战略要地防守”。企业的模块化集成趋势不可逆转，例如 Workday、Oracle、Salesforce 等凭借更灵活的部署模型，更具吸引力的定价以及更具扩展性的架构吸引客户预算份额的迁移，但 SAP 通过 BTP 平台和行业云正在构建新的生态壁垒。未来竞争将围绕实时决策引擎、自主系统（自动化处理常规事务）展开，单一功能模块的替代不会动摇 SAP 的根本优势，但会促使其加速向平台化战略转型。

图 10:Oracle、Workday 在财务管理系统方面领先于 SAP



数据来源: Gartner, 中信建投

图 11:Oracle、Workday 在 HCM 方面领先于 SAP



数据来源: Gartner, 中信建投

图 12:Salesforce、微软、Oracle 在客户互动方面领先于 SAP



数据来源: Gartner, 中信建投

图 13:Salesforce、微软、Oracle 在营销自动化方面领先 SAP



数据来源: Gartner, 中信建投

图 14:Salesforce、Adobe 在消费中数据平台方面领先于 SAP 图 15:Oracle、Workday 在云 ERP 平台方面领先 SAP



数据来源: Gartner, 中信建投



数据来源: Gartner, 中信建投

SAP 在 HCM、财务管理领域的最大问题是架构扩展性不足导致部署复杂, TCO 较高。据 Gartner, HCM 领域 Workday、Oracle 在产品功能、技术架构方面领先于 SAP, 但产品本地化方面 SAP 仍然积累最深; 财务管理领域, SAP 也面临类似的问题, 扩展性较弱, 部署周期较长, 成本较高。

表 5: HCM 领域主要供应商对比

厂商	象限位置	核心优势	主要短板	技术创新	垂直行业策略
SAP	领导者	- 地理覆盖最广 (104 国本地化) - 强大联盟网络 (350+ ISV) - 人才管理模块成熟	- 员工体验落后 (依赖合作伙伴) - 本地系统迁移路径复杂 - 创新组件 (如 Joule AI) 采用率低	- Joule AI 虚拟助手 - 集成 SAPBTP 平台扩展能力	跨行业通用, 公共部门占比较高
Oracle	领导者	- 招聘与入职功能领先 - 产品创新性最强 (GenAI 应用) - 分析能力突出 (自然语言生成洞察)	- 工资单本地化支持有限 (仅 12 国) - 劳动力调度功能待完善 - 混合云客户迁移挑战	- Oracle Grow (员工发展 AI) - 支持自带 GenAI 模型	多行业覆盖, 强于高科技、金融服务
Workday	领导者	- 客户体验最佳 (96%推荐率) - 技术栈领先 (低代码平台+AI) - 分析功能强大 (1000+标准报表)	- 总体运营成本高 (需购买附加模块) - 工资单本地化仅 5 国 - 制造业采用率低	- Workday Guidance (AI 助手) - 开发者 Copilot (文本生成代码)	服务行业主导, 逐步扩展制造业
Dayforce	领导者	- 劳动力管理 (WFM) 最强 - 实时合规监控 - 薪酬模块领先 (公平性仪表盘)	- 学习管理落后 - 员工体验功能不足 (无外部 VoE 基准) - 继任规划成熟度低	- Dayforce Co-Pilot (AI 助手) - 弹性福利智能仪表盘	零售、制造业主导, 向医疗、公共部门扩展
UKG	领导者	- 劳动力管理 (WFM) 评分最高 - HR 服务管理 (IHRS) 领先 - 行业策略突出 (医疗/零售等)	- 客户满意度下降 - 工资单仅支持美加 - 人才管理依赖合作伙伴	- UKG Bryte (AI 助手) - Flex 平台支持多 LLM 集成	强垂直行业覆盖 (医疗、零售、教育等)

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

资料来源: Gartner, 中信建投

表 6:财务管理领域主要供应商对比

厂商	象限位置	核心优势	主要短板	技术创新	垂直行业策略调整
SAP	领导者	行业深度整合（供应链/生产计划）、多云部署灵活性、AI 助手 Joule 集成全产品线	实施周期长（3-14个月）、第三方报告集成复杂	AI 助手 Joule（自然语言交互）、SAP Datasphere 数据集成引擎	聚焦制造业，通过预置行业包（120+）和供应链整合增强垂直行业覆盖
Oracle	领导者	高级情景建模（蒙特卡洛模拟）、生成式 AI（GenAI 叙事报告）、无代码分配功能	行业启动套件依赖合作伙伴、非许可用户报告访问受限（仅 Excel/PDF）	生成式 AI 驱动管理报告、IPM Insights 预测分析工具	通过合作伙伴网络提供专业服务行业解决方案，强化 M&A 和复杂财务场景支持
Workday	领导者	用户友好性（免费无限查看权限）、弹性架构（Elastic Hypercube）、认证实施流程	预测分析缺乏事件识别与建议、预建数据连接器较少	Elastic Hypercube 技术（高并发性能）、AI 驱动的识别功能	深耕专业服务行业（如咨询/法律），提供项目利润率和资源利用率优化工具
Anaplan	领导者	集成业务规划（IBP 跨职能）、数据验证自动化、预测分析透明性（可解释性指标）	许可证管理功能不足、市场响应滞后（部分功能未达行业领先）	Hyperblock 计算引擎（多维实时建模）、AI“影响评分”技术	扩展 CPG（快消）和零售行业，通过制造业客户案例增强复杂供应链规划能力
Board	领导者	AI 代理支持自然语言查询、HBMP 内存引擎（稀疏数据优化）、结构化产品开发机制	启动套件仅限基础财务流程、预测分析依赖外部 API	生成式 AI 代理（自动化数据整合）、AI 优化稀疏数据管理	联合 Oliver Wight 开发 IBP 解决方案，强化制造业与全行业覆盖
Jedox	领导者	主数据管理（MDM 免费工具）、透明定价模型、全球化战略合作	行业解决方案依赖合作伙伴、资本规划需定制开发	AI 自动报告生成（自然语言输入）、Jedox Integrator 数据治理工具	通过“Elevate Roadshows”和区域合作（如 APAC/中东）扩展新兴市场，适配多行业模板

资料来源: Gartner, 中信建投

SAP 过去收入增速明显低于 Workday、Oracle、Salesforce，反映其市场份额持续流失。

表 7:SAP 收入增速低于 Workday、Oracle、Salesforce 等，反映其在垂直领域份额持续流失

	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24
Workday HCM Revenue Growth(%)	36.9%	26.9%	22.7%	16.6%	18.1%	21.5%	17.6%
Workday Fins Revenue Growth(%)	54.0%	89.8%	70.7%	46.4%	26.2%	25.6%	21.8%
Oracle Fusion HCM Revenue Growth(%)		33.0%	24.4%	20.6%	12.3%	16.2%	13.1%
Oracle Netsuite ERP Revenue Growth(%)		24.3%	24.7%	24.7%	30.2%	24.1%	20.5%
SAP Total Revenue Growth(%)	5.3%	11.5%	-0.8%	1.8%	10.9%	1.1%	8.5%
Salesforce Organic Revenue Growth(%)	21.9%	20.3%	19.1%	20.7%	15.3%	11.2%	9.0%

资料来源: 公司公告, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

要解决产品面临的问题,最好的解决方案就是迁移上云。与我们过往覆盖的大多数公司类似(微软、Oracle、Google),转型过程中最大的成本是高层确定战略方向,而非具体技术切换的成本。SAP 很早就发布云端软件,早在 2007 年 SAO 发布基于云的解决方案 ByDesign¹⁶,但直到现任 CEO Christian Klein 于 2019 年上任后才加速推动(2019 年前任 CEO Bill McDermott¹⁷离职),当时 Jennifer Morgan 与 Christian Klein 被任命为联合 CEO,而 Jennifer Morgan 于 2020 年 4 月 30 日宣布离职,至此 Christian Klein 成为 SAP 唯一 CEO 并力推云转型。

从过往的 Track Record 来看, Bill McDermott 进行较多激进收购,其在 SAP 任职期间①侧重于通过收购而非自然增长模式梳理业务^{18/19}(最终导致一些糟糕的收购可能在长期拖累 SAP 的利润和现金流表现),并且在激励销售人员方面具备很强的人格魅力²⁰。从过往任职经历而言,②Bill McDermott 在销售方面颇具经验,1983 年加入 Xerox 负责销售²¹,2001-02 年任 Siebel Systems 销售副总监,2002 年担任 SAP 美洲区域 CEO(SAP 的工程和技术团队位于德国,其他区域主要负责本地化和销售),2010 年起担任 SAP 联合 CEO,2014 年起任职 SAP CEO。③对于技术的理解不如 Christian Klein 深刻,这也导致 2010-19 年期间 SAP 云转型进度落后于其他传统软件企业(Microsoft、Adobe、Oracle 等)。

表 8:SAP 前任 CEO Bill McDermott 倾向于激进收购以推动增长

收购标的	收购金额(美元)	主营业务
Sybase (2010)	\$58 亿	数据库软件市场的解决方案提供商
SuccessFactors (2012)	\$34 亿	人力资源管理软件公司
Concur (2014)	\$83 亿	企业差旅和费用管理软件提供商
Callidus (2018)	\$24 亿	销售绩效管理工具开发商
Qualtrics (2018)	\$80 亿	情感测量软件开发商

资料来源: SAP, CNBC, 中信建投

Jennifer Morgan 成为首位担任 SAP 董事会成员的美国女性。她在公司内部推动了薪酬平等的改革,关注员工福祉和团队发展²²。由于 Covid-19, SAP 董事会决定转型单一 CEO 制²³,此前联合 CEO 制度下公司内部存在一定“混乱”(disorganized and, at times, chaotic),并且内部员工暗示一些业务决策问题上 Jennifer Morgan 与 Christian Klein 可能存在意见分歧,导致业务发展灵活性降低。

至 2020 年 5 月, Christian Klein 成为 SAP 唯一 CEO 后, SAP 加速向云转型。Christian Klein 主导的云迁移要点在于:

①Rise With SAP 与 Signavio 为客户迁移 ERP 上云提供业务价值。2021 年 1 月 27 日, SAP 提出 Rise With SAP, 涵盖三个目标: 帮助客户创建和执行新的商业模式, 帮助客户创建智能和韧性的供应网络, 并帮助客户提高可持续性。简单来讲, Rise With SAP 并不是只技术栈切换, 而是商业流程改变, 更好的为客户提供业务成果。

¹⁶ <https://www.ciodive.com/news/sap-saas-shift-cloud-first-transformation-restructuring/705793/#:~:text=SAP%20isn't%20new%20to,pushed%20for%20cloud%2Dfocused%20transformation.>

¹⁷ <https://www.techtarget.com/searchsap/news/252472187/CEO-of-SAP-Bill-McDermott-abruptly-resigns>

¹⁸ <https://www.cnbc.com/2020/07/30/servicenow-ceo-bill-mcdermott-did-big-deals-at-sap-like-qualtrics.html>

¹⁹ <https://www.businessinsider.in/tech/enterprise/news/sap-ceo-bill-mcdermott-resigned-six-months-after-activist-investor-elliott-elbowed-in/articleshow/71548721.cms>

²⁰ <https://cloudwars.com/cloud/how-bill-mcdermott-rescued-sap-in-its-darkest-hour-courageous-leadership/>

²¹ <https://www.cnbc.com/2017/07/18/bill-mcdermott-sap-ceo-the-underdog-with-a-vision.html>

²² <https://www.thesoftwarereport.com/saps-rising-star-jennifer-morgan-makes-people-her-priority/#:~:text=She%20holds%20the%20honor%20of,sure%20will%20sink%20them%20all.>

²³ <https://www.livemint.com/companies/news/sap-co-ceo-jennifer-morgan-steps-down-just-after-6-months-on-the-job-11587447186656.html>

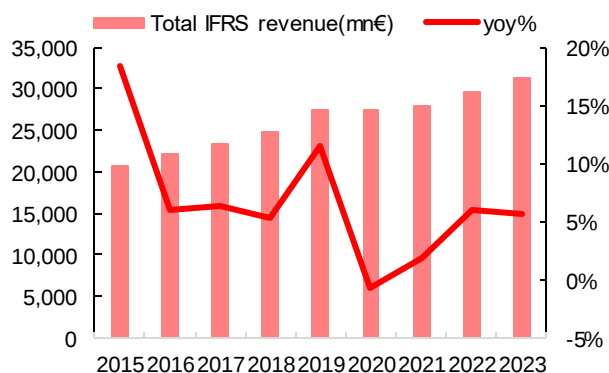
2022 年看到反馈良好，确定为核心的 Go-To-Market 策略²⁴。2021 年 3 月 5 日，SAP 宣布完成收购 Signavio，1）Signavio 的流程管理能力弥补了 SAP 产品组合的空白，使企业能够全面查看整个组织的业务流程（而非仅限于单个 SAP 模块），这对 ERP 转型至关重要；2）通过整合 Signavio 的流程挖掘功能，SAP 可以分析业务流程实际执行的实时数据，在云 ERP 迁移过程中发现瓶颈并优化效率。

②对内进行文化和组织层面的变化。Christian Klein 在 2022 年 3 月 Cloud Wars 的访谈²⁵中提到，上任至今 1）推动 DevOps 转型，加速软件设计、开发、交付的周期，例如代码一般在 4-5 周内上线；2）将销售、咨询、服务和支持统一自 Scott Russell 领导，而非各自为战。从结果衡量上侧重客户生命周期、价值实现，而非短期的账户利用率。

2Q21 开始通过组织调整（裁员及再投资）牺牲部分利润扩大生态合作伙伴支持，以及云迁移的产能扩张。具体而言，3Q21 SAP 看到头部合作伙伴（如 AWS、Azure 等）主动将客户现有合同转向 RISE，以响应市场对“超越技术迁移的深度转型”需求。1Q22 SAP 启动 harmonization program，提供迁移工具、数据治理支持，帮助客户加速迁移和业务转型，这在一定程度上牺牲了 SAP 短期的利润。

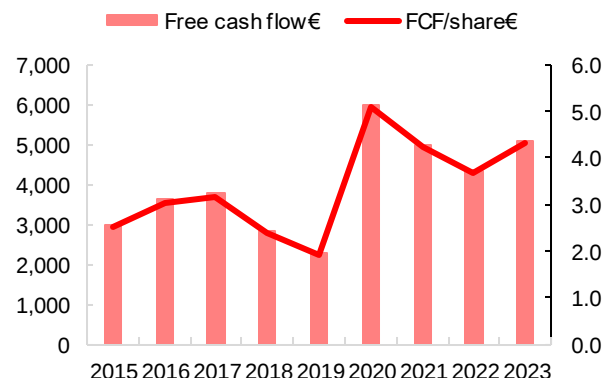
③推出 Grow with SAP，并加大对于 BTP 的战略投资。一方面通过 Grow with SAP 吸引 Mid-Market 及 SMB 市场的客户；另一方面，加大对 SAP BTP 投资，实现易用性、扩展性的平衡，帮助客户在 SAP Cloud 中更便捷地采用和部署 ERP 以外的模块，带动交叉销售。公司在 24 年开始看到此前云迁移订单的释放，并且看到交叉销售的积极信号。

图 16:SAP 2020-23 年收入增速逐步恢复至疫情前水平



数据来源：公司公告，中信建投

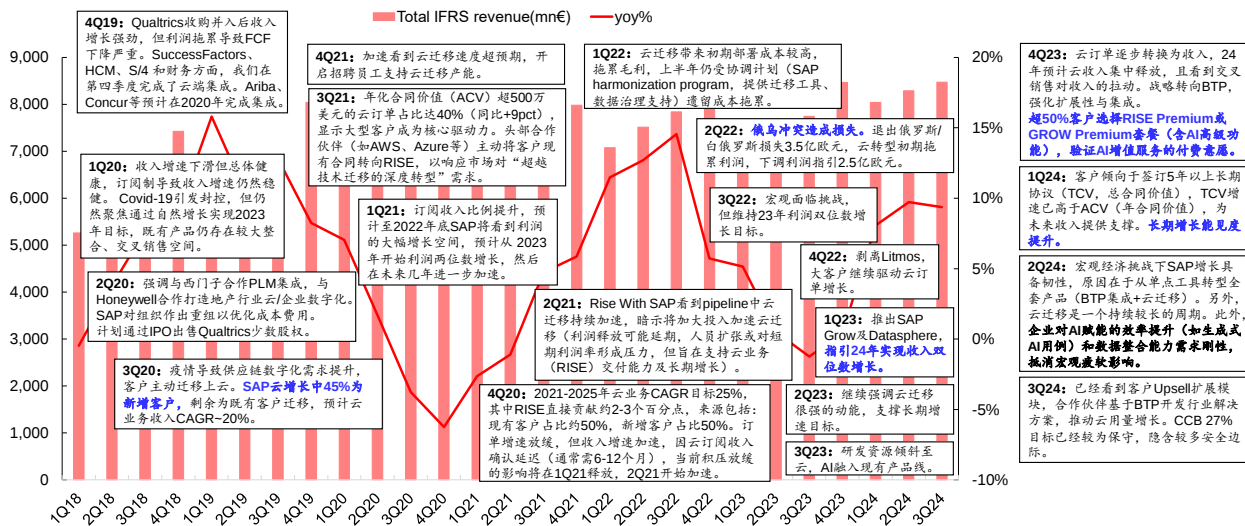
图 17:2023 年 SAP 自由现金流有所回升



数据来源：公司公告，中信建投

²⁴ <https://cloudwars.com/cloud/how-ceo-christian-klein-is-transforming-sap-into-cloud-powerhouse/>
²⁵ <https://cloudwars.com/cloud/how-ceo-christian-klein-is-transforming-sap-into-cloud-powerhouse/>

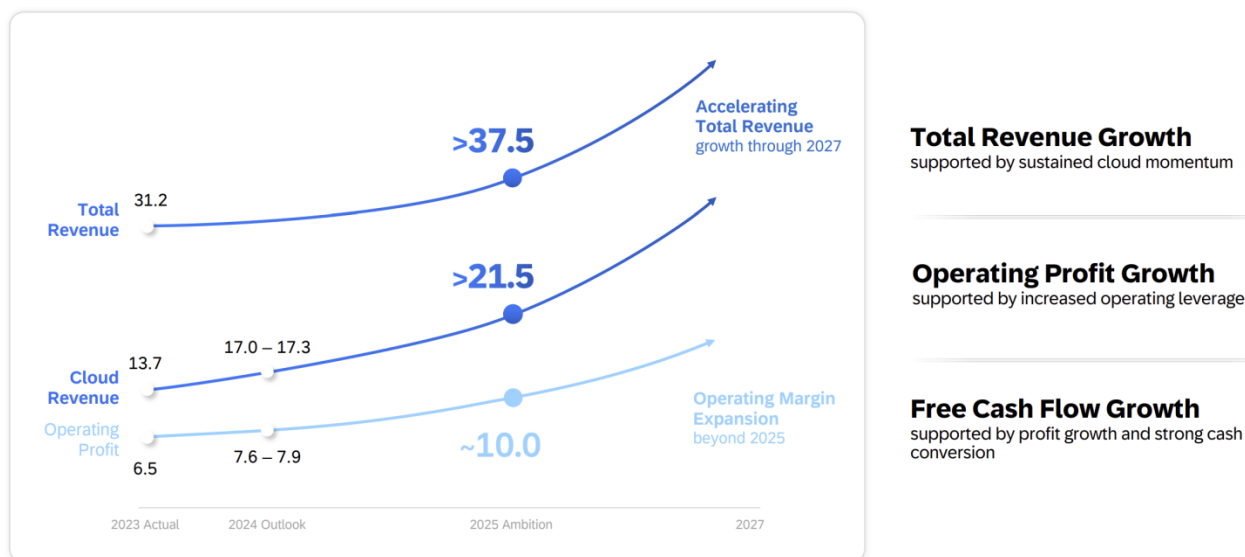
图 18:SAP 1Q18-3Q24 收入及增速情况（百万欧元，%），注意到 SAP 收入增速明显呈现周期性，而当前时点看我们处于云迁移周期的初步阶段（~1/4 客户开始迁移），且看到部分客户开始采用新模块（Upsell）



数据来源：公司公告，公司各季度业绩电话会议纪要，中信建投

投资概要：云迁移、交叉销售、AI 商业化带动增速提升，利润率扩张

图 19:SAP 2024 年 6 月更新 2025 年展望，提到 2025-27 年收入增速有望进一步从目前的 10%提升，主要依靠云收入增速稳定&占比提升，On-prem 业务收缩但占比逐步减小，总收入增速有望提升



数据来源：SAP 2024 financial analyst conference，中信建投

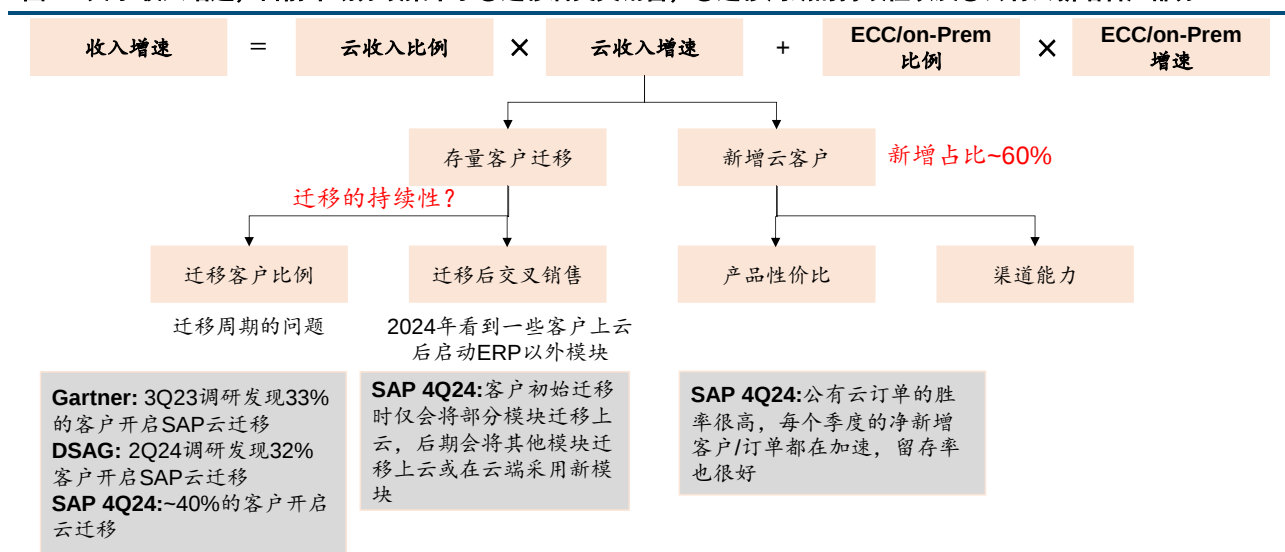
投资者已经消化 SAP 2024 年提出的 25 年目标，但考虑到 SAP 管理层给予指引/展望时的保守倾向，目前的长期展望可能仍存在预期差。24 年 6 月投资者日 SAP 提出 25 年增速从当前的高单位数回升至 10%左右，至 27 年收入增速可能持续提升而非企稳甚至下降，我们认为 SAP 收入侧的驱动力包括 1）云收入占比提升（持续性加强，积压订单持续转换为收入）；2）企业迁移周期（和云占比提升基本上是类似的）。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

迁移周期：40%客户开始迁移，仍有 60%客户/75%维护收入尚未迁移

首先，潜在分歧即迁移周期的进度快慢，例如 SAP 4Q24 业绩会中 CFO Dominik Asam 提到目前卖方一致预期反映 SAP 收入增速在 25-27 年可能有所下降，而公司认为收入结构的切换（云收入比例提升*可持续的收入增长将逐步消化本地业务的降速，超过一定阈值后会带动增速继续提升），暗示公司指引好于目前的卖方一致预期。公司 CEO Christian Klein 提到目前~40%的客户开启上云迁移，且初期迁移部分业务模块，因此随着迁移进行后期的订单金额可能更大，为收入持续增长带来动力。

图 20:关于收入增速，目前市场分歧集中于①迁移后交叉销售，②迁移周期的持续性以及③公有云新增客户部分



数据来源: Gartner, DSAG, 公司业绩电话会纪要, 中信建投

驱动因素: ①SAP 2027 年停止对本地产品提供维护服务, 迫使客户集中迁移, ②解决方案整合 (利好 ERP 套件), ③云迁移+GenAI, ④企业关注成本效率提升 (ERP 成为 IT 支出优先项)。

迁移方面, 为理解管理层反复提及的收入结构切换带来的增速影响, 我们绘表如下所示, 注意到由于云收入增速假定维持 30%不变, 而非云收入降幅假定为 10%, 公司整体收入自 T+4 年开始由降转升, 且后续如果云收入增速保持稳定, 收入增速可持续提升, 管理层评论透露目前处于 SAP 云转型的黄金平衡点, 即使未来云收入增速轻微下降, 也不会影响后续收入增速保持提升的趋势。这里的问题在于云收入增速维持不变是一个很强的假设, T+1 相比 T 年的云收入增长 0.03, 而 T+10 相比于 T+9 的云收入增长 0.32, 前后差距~10x, 这种假设在长期内脱离现实 (如果假设永续增长, 那么云收入将无限膨胀), 因此云收入能维持高增速多长时间非常关键。SAP 管理层在 4Q24 业绩会中提到客户主要采用分阶段迁移的方法, 即**客户最初可能会将其部分业务转移到云中, 然后随着时间的推移在流程简化和转型的过程中逐步扩大。**这表明了一种循序渐进的迁移方法, 使客户能够有效地适应和管理变革。

表 9:一个对于云迁移的案例, 管理层提到近期 SAP 处于黄金平衡点

(百万欧元)	T	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
云收入	0.10	0.13	0.17	0.22	0.29	0.37	0.48	0.63	0.82	1.06	1.38
非云收入	0.90	0.81	0.73	0.66	0.59	0.53	0.48	0.43	0.39	0.35	0.31
总收入	1.00	0.94	0.90	0.88	0.88	0.90	0.96	1.06	1.20	1.41	1.69
总收入增速%		-6%	-4%	-2%	0%	3%	6%	10%	14%	17%	20%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

资料来源：中信建投

截止 2024 年，SAP 云业务收入占比~50%，云业务中 83%来自 Cloud ERP，Cloud ERP 连续 11 个季度增速 30%+，如果增速维持到 27 年，仅凭借 Cloud ERP 就能驱动整体收入实现 low-teens 的增长。因此，分歧仍然在于迁移的能见度方面。

如果我们观察 2020 年 SAP 宣布推动客户从 SAP ECC/On-prem 迁移上云以来的 Backlog 分布，假设 2020-24 年的订单都在 27 年完成（未考虑提前迁移结束/超时未迁移成功的情况），此外忽略了期间订单转换为收入的部分，可以发现平均迁移周期~4.73 年，实际预估迁移周期应该高于这一数字（SAP 近期推出私有版帮助大客户规避超期未迁移导致的缺少支持服务的问题，反馈大量客户可能无法在 27 年完成迁移）。结合当前~40%的客户开启迁移，未来仍有 60%的客户迁移订单在途+现有 40%客户迁移后扩张（交叉销售其他模块）订单，当前 40%的客户迁移对应在手 630 亿欧元订单，即使保守假设未来 3 年仅有 40%客户开启迁移（本质是押注 SAP 不会减持 27 年停止支持 ECC，而会延长截止期限），未考虑潜在交叉销售，实际上 SAP 迁移周期的持续性很强，不会导致增速下滑。

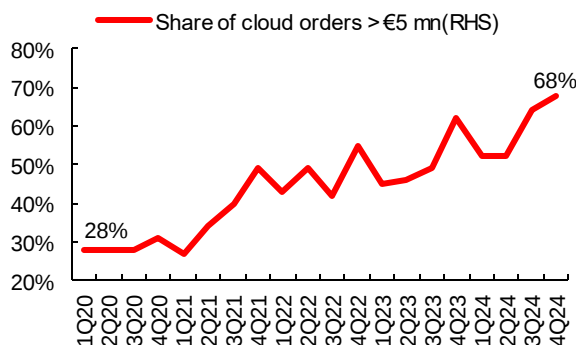
表 10:SAP 客户平均迁移周期预估为 4.73 年

百万欧元	2020	2021	2022	2023	2024
S4HANA 累积订单	928	1,707	3,194	5046	6300
S4HANA 年度新增订单	928	779	1,487	1,852	1,254
每年新增订单占总订单比例	14.7%	12.4%	23.6%	29.4%	19.9%
至 27 年迁移时间	7	6	5	4	3
加权迁移周期（年）	1.03	0.74	1.18	1.18	0.60
合计迁移周期（年）					4.73

资料来源：公司公告，中信建投

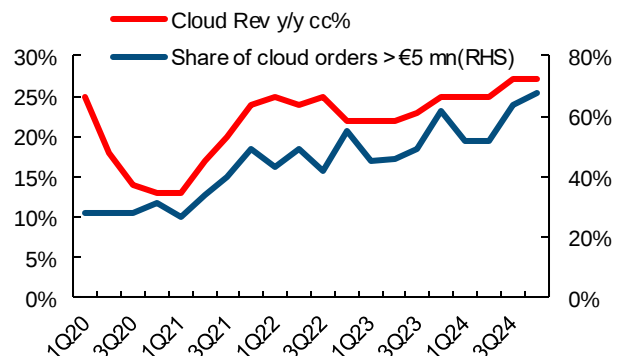
云业务开始由大型订单驱动，而非新客户的小型订单驱动，这意味增长持续性更强。1Q20-4Q24 初始云合同金额大于 500 万欧元的比例自 28%提升至 68%，反映目前的迁移订单主要来自大型客户，而大型客户的预算相对稳定，且迁移周期更长（这也会导致我们测算的加权迁移周期 4.73 年可能存在低估）。更长的迁移周期意味着收入增速更具韧性，而非弹性。回溯 1Q20-4Q24 的云收入增速（剔除汇率影响），我们发现大客户迁移订单比例与收入增速呈现明显的正相关性，初步验证了公司管理层此前的论述。

图 21:SAP 1Q20-4Q24 大型客户迁移比例逐步提升



数据来源：公司公告，中信建投

图 22:SAP 大客户迁移比例提升使得云增速持续性提升



数据来源：公司公告，中信建投

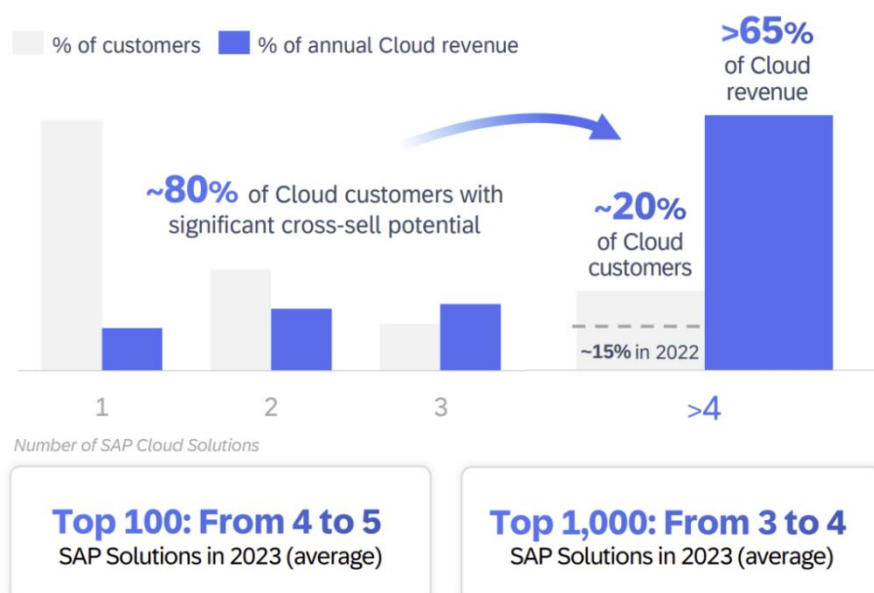
注：我们以>500 万欧元的初始合同（entry volume）占比作为大客户迁移进度的代理指标。

注：我们以>500 万欧元的初始合同（entry volume）占比作为大客户迁移进度的代理指标。

交叉销售：存在巨大空间，但亟待产品整合，目前尚未完全定价

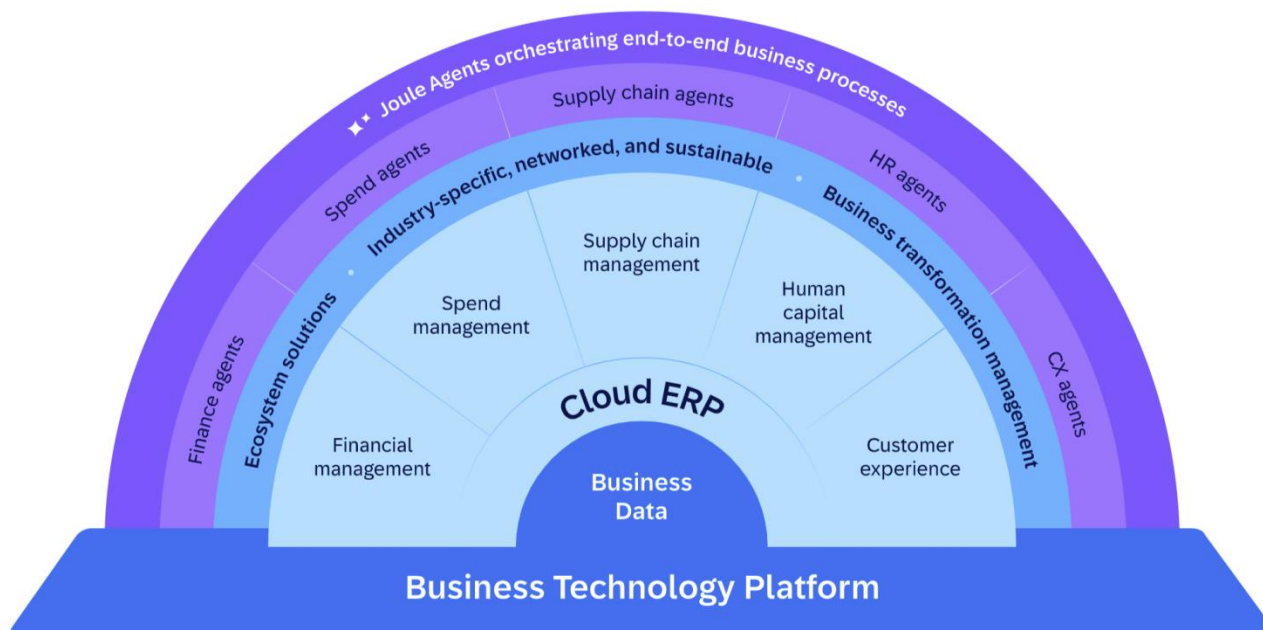
SAP 庞大的存量客户基础是交叉销售的重要优势，但如何将优势转换为收入是关注重点。截止 2023 年，大约 80% 的 SAP 云客户使用的 SAP 云解决方案数量在 1-3 个（大多数仅采用 1 个解决方案），仅有~20% 的 SAP 云客户拥有超过四个产品（2022 年为大约 15%），这些客户占 SAP 云收入的超过 65%，这表明从使用 1-3 个产品的大约 80% 的 SAP 云客户基础中有很大的交叉销售潜力。我们推测核心用例仍然是 SAP ERP，潜在的交叉销售模块包括财务管理、支出管理、供应链管理、HCM、客户体验等，我们结合公司披露数据及 Gartner 评估报告综合分析。

图 23:SAP 理论上存在巨大的交叉销售空间（但细分市场被 Workday、Oracle、Salesforce 等占据），需要考虑竞争动态



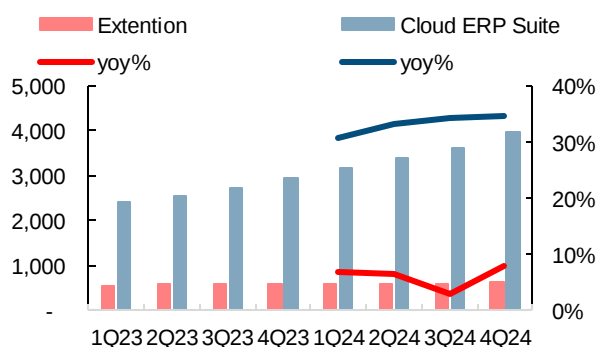
数据来源：SAP 2024 financial analyst conference，中信建投

图 24:SAP 产品组合从核心 ERP+BTP 向外延展至财务管理、支出管理、供应链管理、人力资源管理、客户体验等模块



数据来源：公司公告，中信建投

图 25:SAP ERP 云增长速度快于其他模块



数据来源：公司公告，中信建投

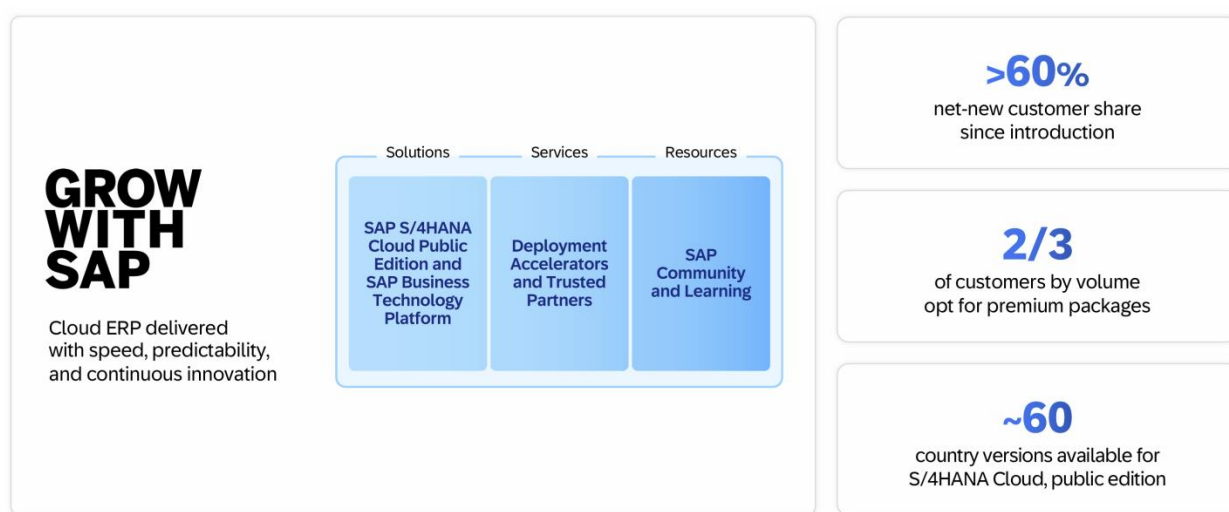
据公司披露 1Q23-4Q24 非 ERP 模块 (<10% y/y) 增速远远低于云 ERP 模块 (>30% y/y)，就目前而言，SAP 非 ERP 模块的交叉销售仍然停留在潜力而非实际业绩层面。结合 Gartner 的评估，①SAP 的非 ERP 模块大多强于与 SAP ERP 的集成，这种设计特征对于存量 SAP 客户而言边际成本较低，但是对于新客户而言可能面临较高的技术债及学习成本，此外频繁调用集成产品也会导致 TCO 提升；②SAP 的优势在于本地化积累，例如 HCM 领域通过 SAP 法律专家网络实时更新法律法规变化，支持 104 个国家/地区的 HR 功能本地化，51 个国家/地区的薪酬功能本地化，属于行业最广泛实现本地化的公司，但考虑到 SaaS 市场的地区收入结构，欧美是主要市场，余下的本地化边际收益/成本可能弱于欧美市场；③SAP 劣势在于产品复杂度较高，例如 HCM 仍然主要采用预配置模板，灵活性较低，且 UX 学习成本较高，而 SAP 的财务模块对第三方产品的集成支持度低于 Oracle、Workday，且一些功能需要调用 SAP Datasphere（导致额外采购成本）和流程复杂度提升，由于功能分布在多个产品，模块部署周期也较长。我们认为，还需要等待 SAP 对于非 ERP 模块进行广泛的整合、集成、简化以匹

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

配市面上的竞争对手，短期内期待大范围的交叉销售并不现实，但可以作为中期维度的催化剂。

Mid-Market & SME 市场方面，公司管理层在 4Q24 业绩电话会中透露：**SAP 每个季度都会净增数百家新的云计算中小企业客户**，我们以月为单位庆祝上线，而不是以年为单位。终端用户对套件的产品体验和每季度推出的创新感到非常满意。考虑到 2Q22 SAP 最后一次披露 S/4 HANA 客户数量约为 20000 家，4Q24 SAP 披露有 30000+ 客户采用 SAP Business AI，每季度净增数百家的比例并不低，且随着时间的推移，这些中小企业市场的客户可能会扩大规模并成为更大的企业。自 2023 年推出 Grow with SAP 以来，SAP 已经看到超过 60% 的净新客户比例，以及有 67% 的客户选择了高级套餐。截至 2Q24，SAP 净增~1,500 名 GROW 客户，如果按平均值换算，每季度~净增 500 名客户，对应 1.7% 的客户净增量。

图 26: SAP Grow With SAP 带来~60%净增新客户，且 67%选择 Premium 订阅



数据来源：SAP 2024 financial analyst conference，中信建投

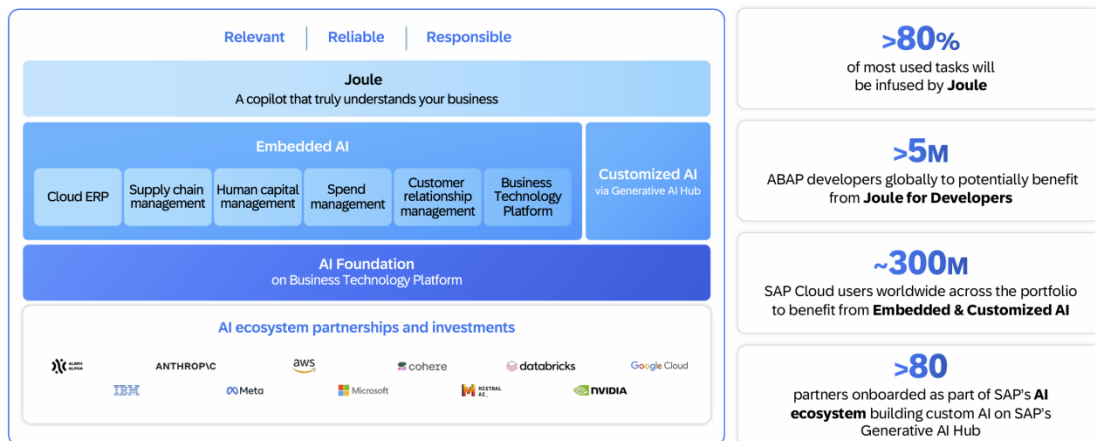
AI 商业化：数据、流程均具备差异化优势，目前 50% 订单包含 AI 用例，尚未计入业绩预期

与其他 BPM 类似，SAP 的 AI 战略由三部分组成：①模型供应由主流模型组成，例如 OpenAI、Anthropic、Google、Meta、Mistral 等组成，也可以直接向云厂商如 IBM、Microsoft、Amazon、Google、Oracle 等采购部署；②中间流程环节如 ERP、SCM、HCM 等嵌入 AI，并允许 500+ 万生态开发者开发定制化应用，③终端可通过 Joule AI 助手简化调用&应用部署。前面在讨论交叉销售模块时，我们注意到 SAP 由于开发迭代历史较长，一些模块的 UX/UI 相比于云原生架构的产品复杂度更高（这并不罕见，Oracle、Salesforce 等均存在类似问题），而引入 GenAI、低代码开发、模块化组件等可以显著降低 UX/UI 的复杂性，降低初学者的培训门槛。

Gen AI 发展至今，软件厂商的反馈集中于 **1) 模型本身在快速同质化**，最先进的模型在复杂推理/多模态方面有一定差异化优势，但绝大多数工作流并不需要这些能力即可满足需求；**2) 工作流的集成/场景的 Know-How 比模型更重要**，例如教育行业的 CRM 需管理“潜在学员→试听→报名→付费”全生命周期，而医药行业 CRM 需记录医生拜访日志、合规审批记录，通用模型很难厘清不同行业/环节的工作流，这些都需要预定义，GenAI 相当于把过往的预配置模板嵌入行业垂直模型，或者通过 RAG/Agent 形式控制输出；**3) 需要收集反馈以优化模型**，模型本质上还是通过概率分布预测结果，因此不断在垂直领域收集数据优化概率分布拟合曲线对于最终效果至关重要。

SAP 的优势在于 1) ERP 是企业核心系统, 掌管原材料采购、库存管理、生产管理、销售管理等, 以及 SAP 外围提供的 HCM、CRM 等模块, SAP 替换难度大且占据企业核心 IT 预算, 在云迁移&AI 实验中预算优先级靠前; 2) 客户授权数据使用, 30000+名客户通过合同形式授权 SAP 可将其数据用于 AI 训练(未经同意不会调用数据用于训练), 且该数据不会与第三方模型提供商共享²⁶, 这确保 Know-how 集成于 SAP 微调后的模型。

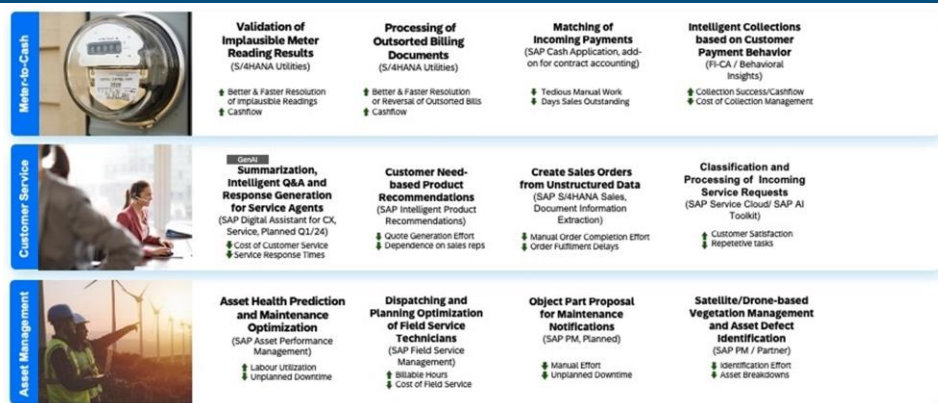
图 27:SAP AI 战略由所有模块嵌入 AI+定制化 AI 模块+Joule AI 助手组成



数据来源: SAP 2024 financial analyst conference, 中信建投

根据 SAP 的技术博客, 其用例包括 1) 以 “Sagenai City” 为例²⁷, 该城市通过分析社交媒体帖子并提取关键信息, 改善了公共维护管理, 提高了公众对公共行政的感知。SAP 的 AI 技术能够分析社交媒体帖子, 自动分类和创建维护通知, 帮助维护经理节省时间并提高决策效率; 2) 客户服务, 总结客户提问并通过调取知识库回答客户提问, 可大幅降低客服成本和响应时间; 3) 文档提取/表格数据筛选, Gen AI 替代编程语言 ABAP/交互语言 SQL 等降低交互门槛, 简化工作流程²⁸。

图 28:SAP AI 在公共事业部门的用例



数据来源: 公司官网²⁹, 中信建投

²⁶ <https://www.sap.com/products/artificial-intelligence/ai-ethics.html#:~:text=Can%20SAP%20use%20customer%20data,SAP%20can%20access%20specific%20data.>

²⁷ <https://community.sap.com/t5/technology-blogs-by-sap/augmenting-sap-btp-use-cases-with-ai-foundation-a-deep-dive-into-the-ba-p/13645289>

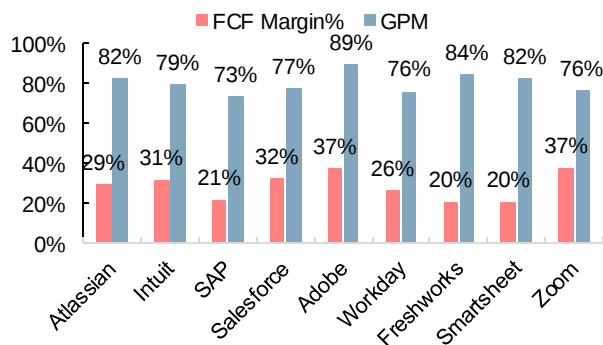
²⁸ <https://community.sap.com/t5/technology-blogs-by-sap/sap-business-ai-infuse-ai-in-applications-using-sap-btp-with-some-use-cases/ba-p/13600062>

²⁹ <https://news.sap.com/2024/08/sap-business-ai-value-utility-organizations/>

SAP AI 用例中期维度有望带动收入增速提升。SAP CFO Dominik Asam 在 4Q24 业绩会中提到“Looking ahead, our strong position in data and Business AI gives us additional confidence that we will accelerate revenue growth through 2027.”虽然并未明确指引 AI 对于收入增速的贡献，但强调 SAP ERP 的云迁移构成目前至 25 年收入增速回升的主要动力，而 25 年以后 AI 在业务侧释放价值将带动收入增速继续提升。此外，管理层披露目前的云订单中有 50% 左右附带 AI 用例（half of our cloud order entry in Q4 were deals that included AI use cases）。

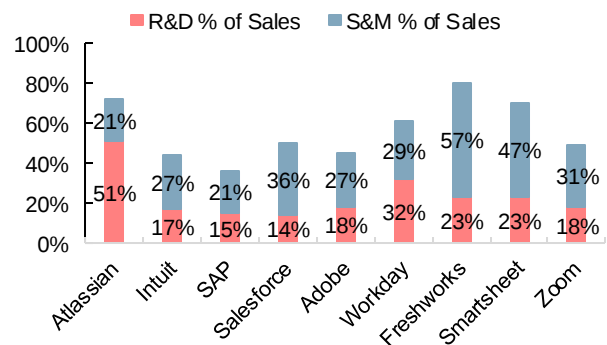
随着收入增速回升，经营杠杆释放有望带动利润率提升。利润率提升的主要驱动因素是专注于成本优化，并得到收入增长带来的运营杠杆效应的支持。CFO Dominik Asam 在 4Q23 业绩电话会中提到“随着时间的推移，随着我们在越来越大的规模上利用改善的运营杠杆效应，重组计划以及在 Business AI 投资的好处将变得更加明显。”2024 年 1 月 SAP 宣布 20 亿欧元³⁰，涵盖 8000 名员工的重组计划，将资源聚焦云端，因此受影响的员工可通过自愿退休/再培训调整岗位，这一策略与腾讯/微软此前的转型类似，聚焦于高质量的业务增长，实现中长期利润的可持续增长。

图 29:SAP 与可比公司相比 FCF 利润率、毛利率均处于较低水平



数据来源: SoftwareIQ, 中信建投

图 30:SAP 与可比公司相比 Opex 占收入比例并不高



数据来源: SoftwareIQ, 中信建投

表 11:目前市场对 SAP 的预期已经修正了 25-27 年收入增速降速的问题且利润率大幅提升

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	27,840	30,871	31,207	34,176	38,393	43,068	48,448
y/y%,cc	3.0%	3.5%	27.0%	10.0%	11.8%	12.6%	12.9%
Cloud & Software	24,078	25,391	26,924	29,830	34,012	38,610	43,792
Cloud & Software CC Growth	5.0%	4.0%	9.0%	11.0%	12.4%	13.6%	13.0%
Cloud	9,418	11,426	13,664	17,141	22,013	27,501	33,863
Cloud CC Growth	19.0%	23.0%	23.0%	26.0%	27.6%	24.7%	22.1%
Cloud ERP Suite		8,209	10,626	14,166	19,180	24,767	30,686
Cloud ERP Suite CC Growth		32.0%	33.0%	34.0%	32.3%	31.0%	27.0%
Extension Suite		2,309	2,290	2,434	2,551	2,657	2,762
Extension Suite CC Growth		9.0%	2.0%	6.0%	5.0%	5.0%	4.0%

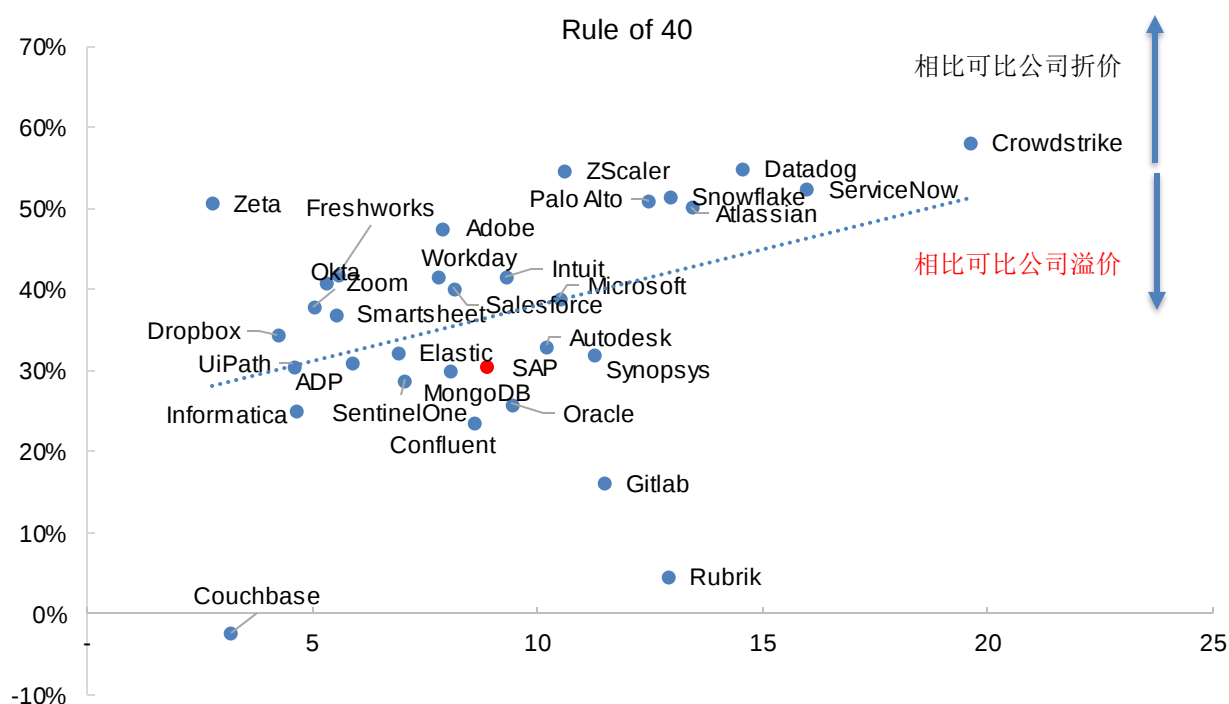
³⁰ [https://www.cio.com/article/1297964/sap-announces-2-2b-restructuring-program-thatll-impact-8000-jobs.html#:~:text=Credit:%20Supplied%20Art%20\(with%20Permission,a%20similar%20range%20this%20year.](https://www.cio.com/article/1297964/sap-announces-2-2b-restructuring-program-thatll-impact-8000-jobs.html#:~:text=Credit:%20Supplied%20Art%20(with%20Permission,a%20similar%20range%20this%20year.)

美股公司深度报告

IaaS	918	908	748	539	511	461	392
IaaS CC Growth		7.0%	-16.0%	-27.0%	-26.6%	-20.0%	-12.5%
Software License & Support	14,660	13,965	13,261	12,689	11,857	11,109	10,044
Software License & Support CC Growth	-2.0%	-9.0%	-3.0%	-4.0%	-5.6%	-6.7%	-10.7%
Services	3,764	4,129	4,283	4,346	4,593	4,633	4,897
Services CC Growth	-7.0%	9.0%	6.0%	2.0%	3.6%	4.0%	3.0%
Non-GAAP Gross Profit	20,514	21,922	23,111	25,011	28,443	32,061	36,299
Non-GAAP Gross Margin (%)	73.7%	71.0%	74.1%	73.2%	74.1%	74.4%	74.9%
R&D	4,666	5,629	5,613	6,508	6,695	7,403	8,179
R&D of Rev%	16.8%	18.2%	18.0%	19.0%	17.4%	17.2%	16.9%
S&M	6,480	7,157	7,581	8,856	9,093	10,018	10,815
S&M of Rev%	23.3%	23.2%	24.3%	25.9%	23.7%	23.3%	22.3%
G&A	1,181	1,143	1,178	1,409	1,408	1,566	1,645
G&A of Rev%	4.2%	3.7%	3.8%	4.1%	3.7%	3.6%	3.4%
Operating Income	8,230	8,033	8,721	8,153	10,670	12,537	14,998
Non-GAAP OPM	26.3%	21.8%	27.9%	23.9%	27.7%	28.7%	29.8%
Non-GAAP Net Income	7,951	4,778	5,844	5,286	7,329	8,749	10,197
Non-GAAP Net margin	30.0%	16.2%	26.4%	15.5%	20.0%	21.5%	24.7%
Non-GAAP EPS	6.74	4.08	5.01	4.53	6.35	7.59	9.06
YOY Growth	24.64	-39.47	22.79	-9.58	40.10	19.64	19.32
Free Cash Flow	5,049	4,388	5,083	4,113	8,212	10,173	11,870
FCF Margin(%)	18.1%	14.2%	16.3%	12.0%	21.4%	23.6%	24.5%
Rule of 40 Score	21.1%	17.7%	43.3%	22.0%	33.2%	36.2%	37.4%

资料来源: Bloomberg, 中信建投

图 31:SAP 现在估值隐含了 Rule of 40 Score 提升的预期（收入增速自~9%提升至 Low-teens+FCF 利润率提升~4pct）



数据来源: SoftwareIQ, 中信建投

注: 横轴为 EV/Rev TTM, 纵轴为 Rule of 40 Score TTM。

上图由于采用 TTM 数据, 折价/溢价可进一步转换为对公司未来 Rule of 40 Score 变动的预期, 例如 CrowdStrike 估值可能隐含未来收入增速/FCF 利润率温和下降的预期, 而 SAP 估值则隐含收入增速/FCF 利润率提升的预期, 这与彭博一致预期一致。

估值：目前交易于 26 年 29.2x P/E，包含一定确定性溢价，但考虑潜在催化仍具备吸引力

截止 2025 年 2 月 24 日，根据彭博一致预期，SAP 股价交易于 40.9x Non-GAAP P/E(对应 26 年 29.2x P/E)，较可比公司存在一定溢价，主要由于 SAP 在 ERP 领域竞争壁垒深厚，云迁移周期的趋势性较强，市场给予一定确定性溢价。我们认为后续 AI 商业化&交叉销售有望带动收入增速进一步回升，现任 CEO Christian Klein 聚焦于产品整合，有望进一步释放经营杠杆，带动利润率缩小与 SaaS 龙头之间的差距。

表 12:SAP 可比公司估值（截止 2024/2/24）

名称	Ticker	市值 (EUR)	BF P/E	BF EV/EBITDA	BF EV/EBIT	BF EV/Rev	LF P/BV
SAP	SAP GR	3,314	40.88	27.63	30.72	8.48	7.29
当前相对可比公司溢价均值			24.0%	16.7%	15.2%	8.7%	-52.4%
均值			32.96	23.68	26.66	7.80	15.32
Salesforce	CRM US	2,821	27.44	17.83	20.69	7.09	5.56
Intuit	INTU US	1,506	27.08	20.55	20.44	8.27	8.73
AutoDesk	ADSK US	583	30.58	24.43	24.96	8.92	23.42
Sage	SGE LN	156	28.71	19.82	22.30	5.17	12.38
达索	DSY FP	532	28.25	21.35	25.39	7.62	5.87
PTC	PTC US	185	26.37	19.48	19.76	8.10	6.02
Constellation Software	CSU CN	692	40.02	21.93	38.64	5.95	27.34
Adobe	ADBE US	1,840	21.17	16.59	17.28	7.96	13.89
Workday	WDAY US	649	30.13	21.23	23.99	6.70	7.89
Freshworks	FRSH US	50	31.92	27.25	29.27	5.04	4.62
Atlassian	TEAM US	713	71.70	49.22	52.20	12.57	61.45

资料来源：公司公告，Bloomberg，中信建投

投资评价和建议：对 SAP 中长期业务转型及 AI 商业化机会持乐观态度，首次覆盖给予“买入”评级

综合上述，我们认为 SAP 目前的估值已经基本消化 ERP 从 ECC 迁移至云端带来的长期收入增速中枢提升，后续的分歧集中于 AI 商业化/从 ERP 交叉销售 HCM、Fins、CRM 等其他模块。公司现任 CFO Dominik Asam 对于 Business AI 对长期收入增速贡献有很强信心。考虑到现任 CFO 上任后执行/预期管理表现良好，任期内财务执行力度至今比 SAP 历史上大多数管理层更好。因而，我们对 SAP 中长期业务转型及 AI 商业化机会持乐观态度，首次覆盖给予“买入”评级。

风险分析

竞争风险：SAP 所在的企业资源规划（ERP）市场非常竞争，竞争对手包括 Oracle、Microsoft 等大型企业以及一些专注于特定行业的中小型企业。竞争加剧可能导致市场份额流失或需要降低价格以维持竞争力。快速的技术进步要求 SAP 不断创新以保持其产品和服务的前沿地位。如果不能及时适应新技术趋势，如云计算、人工智能和大数据分析，SAP 可能会失去竞争优势。

数据合规风险：随着数据泄露事件频发，信息安全和用户隐私保护成为关注焦点。任何安全漏洞都可能对 SAP 的品牌形象和客户信任造成严重损害。不同国家和地区有不同的法规要求，特别是在数据保护方面，如欧盟的《通用数据保护条例》（GDPR）。遵守这些规定可能增加运营成本。

宏观风险：SAP 作为一家全球性软件公司，其业务遍布世界各地。因此，全球经济的波动，尤其是主要经济体如美国、欧洲和亚洲的经济增长放缓或衰退，可能会影响 SAP 的销售和服务需求。

技术风险：快速的技术进步要求 SAP 不断创新以保持其产品和服务的前沿地位。如果不能及时适应新技术趋势，如云计算、人工智能和大数据分析，SAP 可能会失去竞争优势。

表 13: Cloud & Software 收入增速以及 Service 收入增速对毛利率的敏感性测算

	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
-3%	-2.64%	-2.31%	-1.98%	-1.65%	-0.66%	-0.33%	-0.55%
-2%	-2.09%	-1.76%	-1.43%	-1.10%	-0.66%	-0.33%	0.00%
-1%	-1.54%	-1.21%	-0.88%	-0.55%	-0.11%	0.22%	0.55%
0%	-1.10%	-0.77%	-0.44%	0.00%	0.44%	0.77%	1.10%
1%	-0.44%	-0.11%	0.22%	0.55%	0.88%	1.32%	1.65%
2%	0.11%	0.44%	0.77%	1.10%	1.54%	1.87%	2.20%
3%	0.66%	0.99%	1.32%	1.65%	2.09%	2.42%	2.75%

资料来源：公司公告，中信建投

注：横轴为 Cloud & Software 收入增速 Δ ，纵轴为 Service 收入增速 Δ 。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	18,522.00	20,571.00	23,721.60	29,796.30	38,160.12
现金	9,008.00	8,124.00	11,223.24	15,829.39	22,392.88
应收票据及应收账款合	6,236.00	6,322.00	7,141.32	7,980.42	9,009.10
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	3,278.00	6,125.00	5,357.04	5,986.49	6,758.15
非流动资产	53,638.00	47,764.00	46,676.59	45,591.59	44,508.33
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,934.00	4,276.00	3,606.09	2,936.19	2,266.28
无形资产	3,835.00	2,505.00	2,087.50	1,670.28	1,253.42
其他非流动资产	44,869.00	40,983.00	40,983.00	40,985.12	40,988.63
资产总计	72,160.00	68,335.00	70,398.19	75,387.89	82,668.46
流动负债	17,453.00	14,642.00	16,729.29	17,355.74	18,697.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	2,146.00	1,783.00	1,876.88	1,991.73	2,119.99
其他流动负债	15,307.00	12,859.00	14,852.40	15,364.00	16,577.14
非流动负债	11,858.00	10,287.00	10,287.00	10,287.00	10,287.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	11,858.00	10,287.00	10,287.00	10,287.00	10,287.00
负债合计	29,311.00	24,929.00	27,016.29	27,642.74	28,984.12
少数股东权益	2,662.00	249.00	-369.11	-1,226.74	-2,283.12
股本	1,229.00	1,229.00	1,229.00	1,229.00	1,229.00
资本公积	-1,260.00	-2,896.00	-2,896.00	-2,895.00	-2,893.00
留存收益	40,217.00	44,824.00	45,418.01	50,637.89	57,631.45
归属母公司股东权益	40,186.00	43,157.00	43,751.01	48,971.89	55,967.45
负债和股东权益	72,159.00	68,335.00	70,398.19	75,387.89	82,668.46

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,647.00	6,332.00	8,421.91	7,849.21	10,136.57
净利润	1,854.12	6,122.37	5,981.96	8,300.05	10,223.56
折旧摊销	1,896.00	1,373.00	1,087.41	1,088.01	1,089.26
财务费用	0.00	0.00	-33.86	-47.34	-66.89
其他经营现金流	1,896.88	-1,163.37	1,386.40	-1,491.51	-1,109.35
投资活动现金流	667.00	906.00	649.53	647.41	646.41
资本支出	778.00	786.00	0.00	3.00	6.00
其他投资现金流	-111.00	120.00	649.53	644.41	640.41
筹资活动现金流	-6,337.00	-7,734.00	-5,972.20	-3,890.46	-4,219.49
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-6,337.00	-7,734.00	-5,972.20	-3,890.46	-4,219.49
现金净增加额	-23.00	-496.00	3,099.24	4,606.15	6,563.49

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,871.00	31,207.00	33,859.60	37,838.10	42,715.43
营业成本	8,936.00	8,674.00	8,735.78	9,270.33	9,867.26
其他营业费用	84.00	231.00	250.64	280.08	316.19
销售和管理费用	11,015.00	10,192.00	10,462.61	10,594.67	11,319.59
研发费用	6,166.00	6,324.00	6,602.62	6,810.86	7,603.35
财务费用	0.00	0.00	-33.86	-47.34	-66.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
营业利润	4,670.00	5,786.00	7,841.81	10,930.50	13,677.93
其他非经营损益	-195.00	10.00	-56.33	-56.33	-56.33
利润总额	4,475.00	5,796.00	7,785.47	10,874.16	13,621.60
所得税	2,620.88	-326.37	1,803.51	2,574.11	3,398.04
净利润	1,854.12	6,122.37	5,981.96	8,300.05	10,223.56
少数股东损益	-576.00	-175.00	-618.11	-857.63	-1,056.38
归属母公司净利润	2,430.12	6,297.37	6,600.07	9,157.68	11,279.94
EBITDA	6,371.00	7,169.00	8,839.02	11,914.83	14,643.96
EPS (元)	2.08	5.40	5.65	7.85	9.66

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	10.88	1.09	8.50	11.75	12.89
归属于母公司净利润	-4.22	29.52	33.74	39.67	25.20
获利能力					
毛利率(%)	71.05	72.20	74.20	75.50	76.90
净利率(%)	6.01	19.62	17.67	21.94	23.93
ROE(%)	6.05	14.59	15.09	18.70	20.15
ROIC(%)	5.79	16.56	15.66	23.41	28.66
偿债能力					
资产负债率(%)	40.62	36.48	38.38	36.67	35.06
净负债比率(%)	-21.02	-18.72	-25.87	-33.15	-41.71
流动比率	1.06	1.40	1.42	1.72	2.04
速动比率	0.87	0.99	1.10	1.37	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.46	0.48	0.50	0.52
应收账款周转率	4.95	4.94	4.74	4.74	4.74
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.08	5.40	5.65	7.85	9.66
每股经营现金流(最新)	4.84	5.42	7.22	6.72	8.68
每股净资产(最新摊薄)	34.43	36.97	37.48	41.96	47.95
估值比率					
P/E	135.93	52.45	50.05	36.07	29.28
P/B	8.22	7.65	7.55	6.74	5.90
EV/EBITDA	54.08	47.85	38.42	28.08	22.36

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，7 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

许悦

海外研究员，南洋理工大学硕士，专注于港股互联网及美股软件研究，2022 年加入中信建投海外前瞻组，2023 年新浪金麒麟港股及海外市场菁英分析师第二名，2023-24 第十七届、十八届水晶球最佳分析师海外行业入围，2024 年度新财富海外市场研究团队第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇
 处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk