

飞云之上，纵观SaaS产业主脉络

云计算专题（1）：产业—财务—估值

华西计算机团队

2020年6月17日

分析师：刘泽晶

SAC NO: S1120520020002

邮箱 liuzj1@hx168.com.cn

联系人：刘忠腾

邮箱：liuzt@hx168.com.cn Tel: 13911090484

联系人：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com.cn Tel: 13501696124

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

行业推荐主要逻辑

- 1、行业视角：我国SaaS行业成长潜力巨大，是云计算最优质赛道：**1) 中美云计算产业代差3-5年，市场结构倒挂（市场规模比IaaS/SaaS，美国是0.37，中国是1.86）；2) SaaS模式改善企业现金，提升经营质量和盈利水平，经营杠杆空间大！
- 2、企业视角：SaaS重塑决策链降低IT采购成本，提升决策效率。**1) 我国广泛的企业数量奠定SaaS基础，大型企业软件市场国产化，中小企业SaaS正加速。2) 重塑企业决策链条，释放企业IT采购成本压力，提升决策效率。
- 3、核心财务：优质SaaS模式企业经营指标要求：**1) 客户获取成本：企业生命周期总价值是获客成本的3倍以上，即 $LTV/CAC > 3$ ；2) 客户留存比率：客户流失率 $Churn > 5\%$ ；3) 变现能力：获客成本回收期在12个月以内，即 $CAC/MRR < 12$ 个月。
- 4、估值方法：SaaS企业是先预收再确认的收费模式，一般遵循“经营性现金流=》预收款、收入=》净利润”的顺序去确定估值锚。**
 - 1) 初始期：以预收款的形式形成稳定的经营性现金流，估值锚定**现金流**指标，如P/OCF等。
 - 2) 成长期：现金流转化为收入实现稳定增长，估值锚定**营业收入**指标，如PS等。
 - 3) 成熟期：收入逐步转化为利润，估值锚定**净利润**指标，如PE等。
- 5、投资建议：SaaS是长周期的黄金赛道，是IT基础架构升级的确定性趋势。**2020年以来新冠疫情催生“在线经济”，培育终端用户使用习惯，促进企业加快数字化转型，我们坚定看好SaaS化趋势下明确受益的行业龙头标的。
核心推荐：企业级服务龙头**用友网络**，超融合领军**深信服**，金融SaaS龙头**恒生电子**，其他受益标的包括：办公SaaS领军**金山办公**，建筑SaaS龙头**广联达**、OA协作龙头**泛微网络**，SaaS ERP领军**金蝶国际**。
- 6、风险提示：**宏观经济的下行的风险、行业竞争加剧导致盈利水平下降、云产品推广低于预期的风险、核心人才团队流失风险。



目录

- 01 概览：SaaS产业发展现状与前沿
- 02 梳理：纵观中国SaaS产业主脉络
- 03 透视：从关键指标剖析SaaS本质
- 04 投资：SaaS核心主线与相关标的
- 05 风险提示



01 概览：

SaaS产业发展现状与前沿

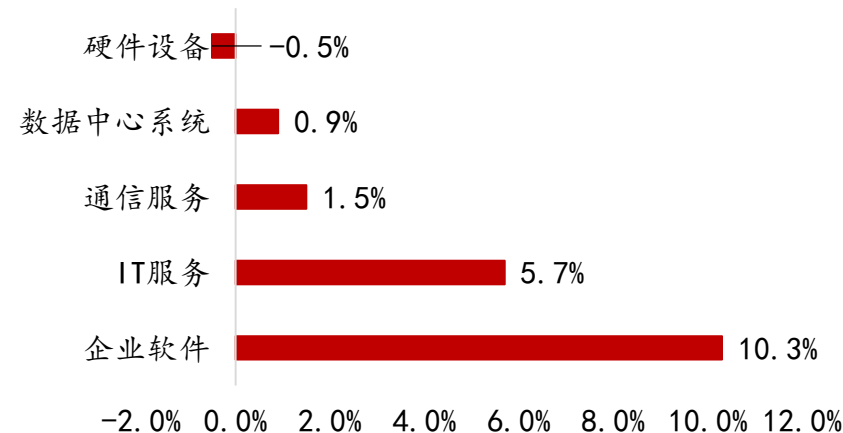
1.1 企业级软件引领全球IT支出，复合增速10%明显高于其他领域

- ◆ 全球IT支出中通讯服务、IT服务等服务类支出占比最高，企业软件类复合增速高达10%。
- ✓ 纵观全球，2015-2019年间IT支出市场规模在3.5万亿美元左右，市场规模巨大。通讯设备和IT服务市场规模都在万亿美元级，是主要的细分市场。企业软件作为IT支出中重要的一块，2019年全球市场规模4570亿美元。
- ✓ 虚拟化技术驱动企业软件市场云化升级，符合增速10%引领全球IT支出。随着虚拟化技术的发展，云计算架构相对于传统IT架构具备节约资源、快速部署、拓展便利等优势，软件云化升级带动企业软件市场快速增长。2015年企业级软件在全球IT支出中占比较低，此后逐年提升，根据IDC预计2021年企业软件规模将达到5600亿美元，占IT支出比重的14%，复合增速高达10.3%。

全球IT支出规模及预测（十亿美元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
数据中心系统	171	171	171	173	205	210	212
企业软件	308	332	351	376	457	507	560
设备	650	634	645	656	675	683	685
IT服务	910	897	917	961	1031	1088	1147
通讯服务	1470	1380	1376	1394	1364	1384	1413
整体IT	3509	3414	3460	3559	3732	3872	4018

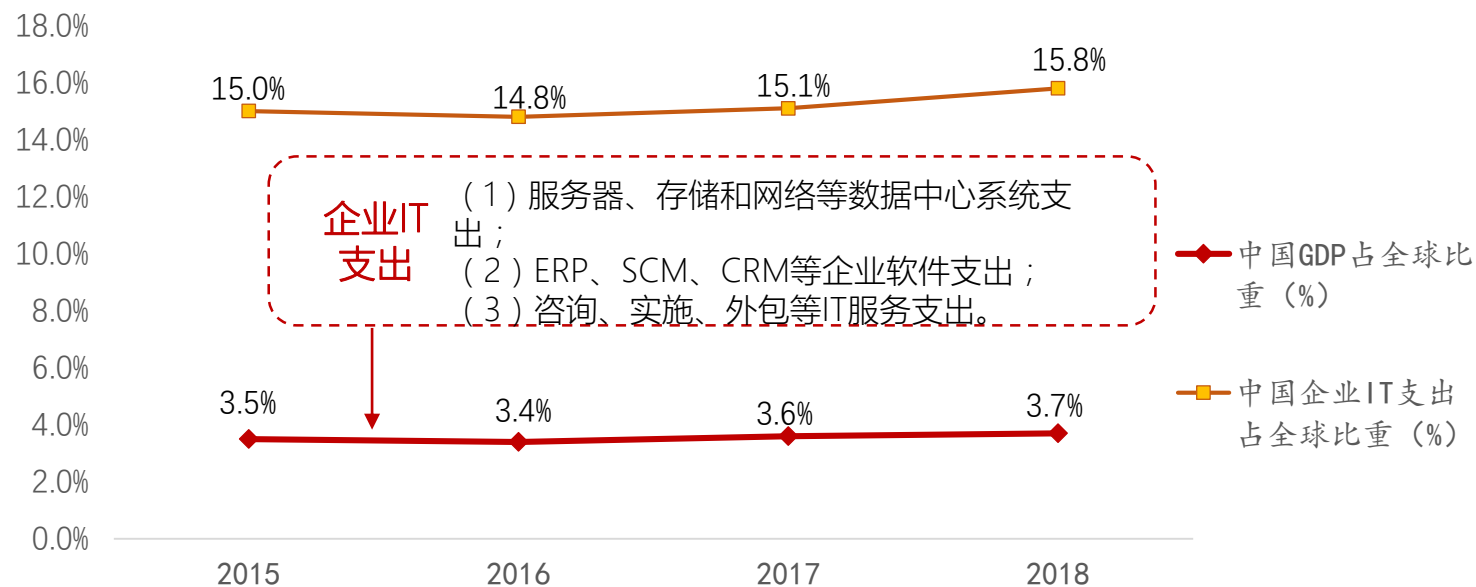
全球企业IT支出复合增速预测（2018-2023）



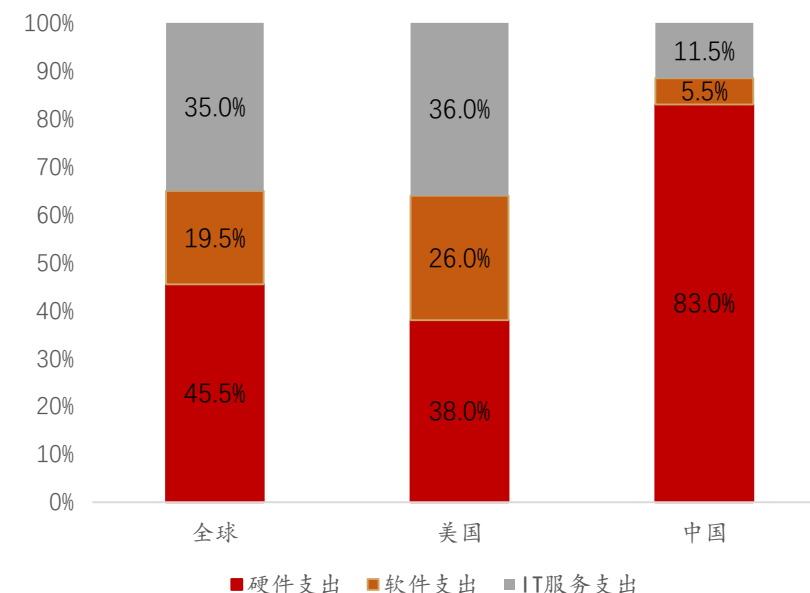
1.2 中国企业IT支出占比明显低于全球，企业级SaaS市场潜在空间巨大

- ◆ 全球视角看中国企业信息化：企业信息化投入于整体经济发展水平的关系极不平衡。
 - ✓ 2018年中国GDP占全球比例为15.9%，但中国企业的IT支出占比仅为3.7%，明显低于全球水平。
 - ✓ 企业信息化水平的整体落后造成SaaS市场预期偏差，大量企业对信息化认知还停留在纸质材料电子化的浅层阶段。
- ◆ IT支出中，硬件支出占比畸高，SaaS市场潜力巨大。
 - ✓ 中国SaaS厂商面临挑战：在业务数字化尚未完全普及的情况下直接进入到数字化转型阶段。
 - ✓ 后疫情时代随着云端概念的普及，未来我国企业级SaaS市场潜在空间巨大。

2015-2018年中国GDP与企业IT支出占全球比重



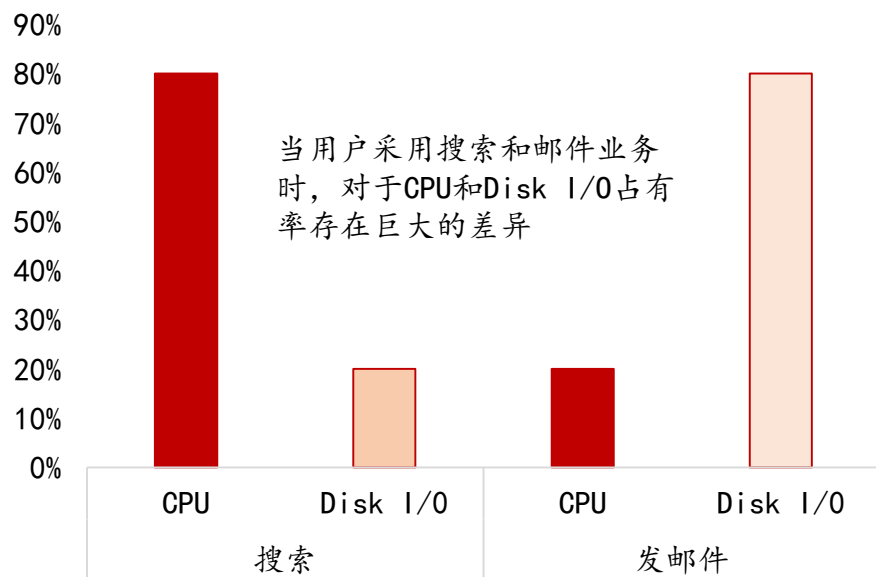
我国IT支出中硬件占比畸高，IT服务投入不足



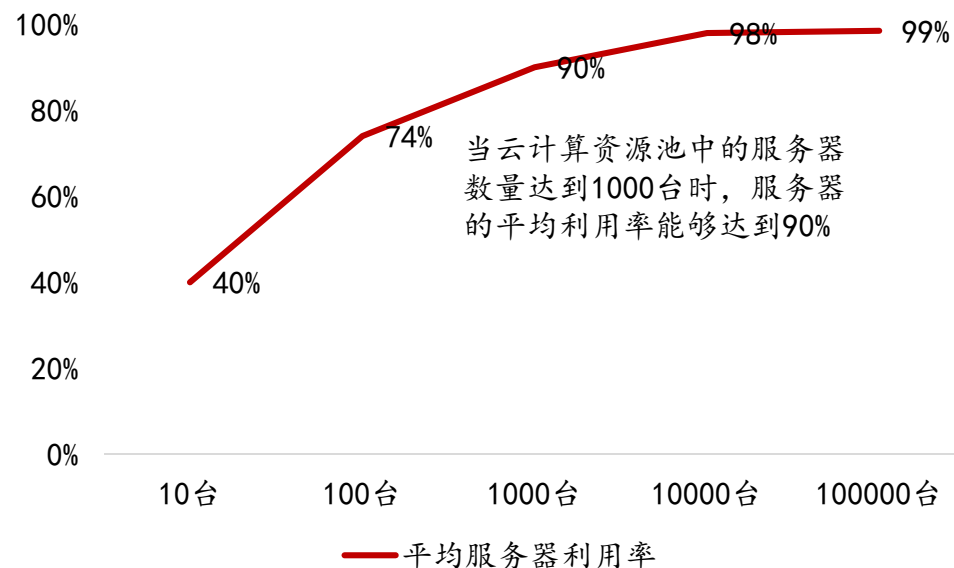
1.3 不同应用存在资源需求差异，虚拟化优化资源配置降本增效

- ◆ 不同的应用操作下，对服务器的资源需求差异巨大。例如搜索和发送邮件对CPU与Disk I/O需求区别很大，如果不合理分配，服务器资源浪费将十分严重。企业自建服务器，体量小，往往存在服务器运载不及40%的资源浪费。
- ◆ 云计算实现资源的耦合配置，规模经济节省的IT支出将赋能更多创新软件服务应用的投入！云计算通过分布式计算形成规模效应，合理分配服务器资源，大幅提升效率。当云计算资源池中的服务器数量达到1000台时，服务器的平均利用率能够达到90%

用户应用的变化带来占用资源的差异



服务器数量达到一定程度，效率上将大幅提升



1.4 企业级SaaS模式更具优越性，从单租户架构专向多租户架构

- ◆ **SaaS定义**：SaaS (Software as a Service , 软件即服务) 亦可称为“按需即用软件”，是指供应商将应用软件统一部署在服务器上，客户根据需要向供应商订购支付费用并获得服务的模式。
- ✓ **平台角色**：由SaaS供应商提供PaaS、IaaS等基础设施，作为直接面向客户、最上层的应用层云服务；
- ✓ **传统架构 VS SaaS模式**：（1）由于SaaS采取订阅模式、无需配置硬件，相比传统软件能够降低企业运维成本、缓解刚性成本压力；
（2）企业不需要招聘专门IT人员进行软件操作管理进行维护升级；
（3）多租户架构能够实现快速升级迭代。

企业级SaaS模式与传统企业软件优劣势比较

传统企业软件	VS	SaaS模式
客户一次性购买完成		按需租赁代替了购买
价格昂贵，标价使用有时高达数百万美元		单月价格便宜
客户购买企业软件的同时，还有购买相关硬件		客户无需购买任何软件或硬件
客户需要专门招聘管理维护的软件IT人员		客户不需要招聘管理操作管理软件的IT人员
要升级，客户必须花钱购买安装		会与客户软件无缝同步

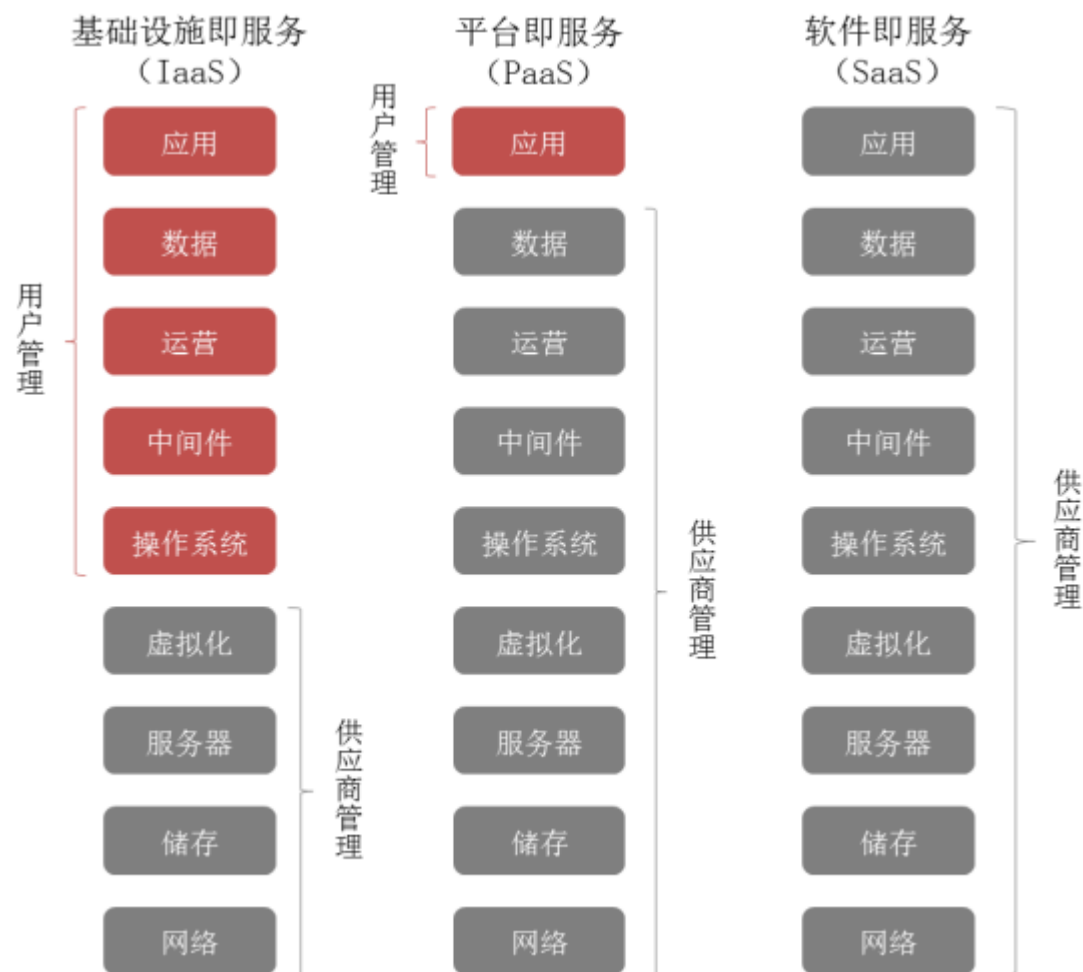
企业级SaaS多租户架构与传统软件单租户架构对比



1.5 云计算的三种典型的服务模式：IaaS、PaaS和SaaS

- ◆ 云计算可以分为三种服务模式：软件即服务（SaaS）、平台即服务（PaaS）、基础设施即服务（IaaS）。
- ✓ IaaS层提供基础设施服务，属于“重资产”的服务模式。该模式厂商主要提供存储空间、服务器等基础架构硬件和软件资源，消费者掌控操作系统、已部署的应用程序及网络组件。
- ✓ PaaS层可以看成未来互联网的“操作系统”。这种模式相比IaaS能对应用开发者形成更强的业务粘性。该模式下厂商提供软件部署于云端所必须的操作系统、数据库和运行库等必要环节，消费者掌控主机操作应用程序，其重点在于构建紧密的产业生态。
- ✓ SaaS层提供了软件使用的新模式。这种模式采取订阅模式，直接将软件以云服务的方式提供给用户，其主要向客户提供基于Web的软件

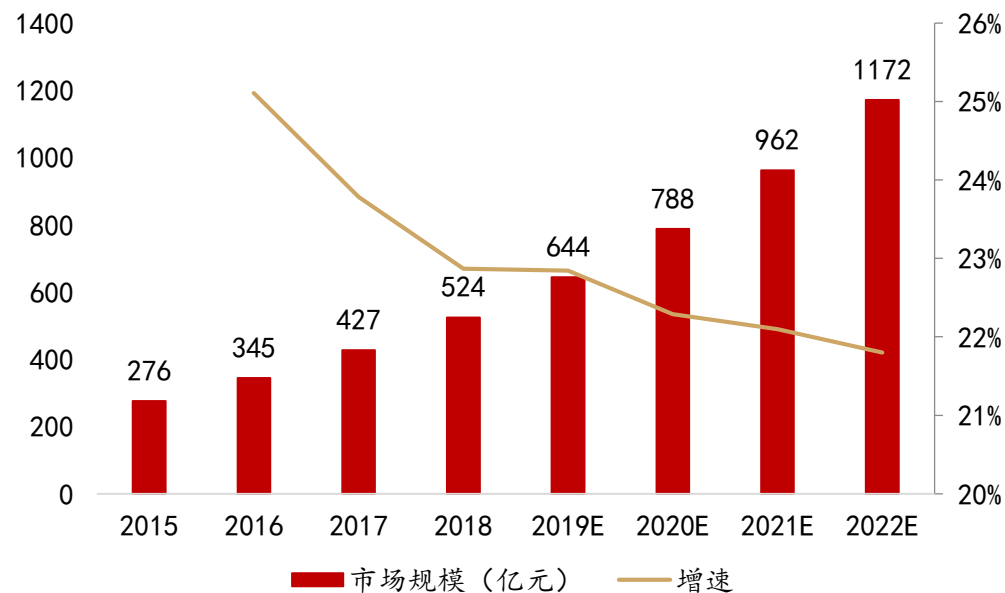
云计算三种服务模式



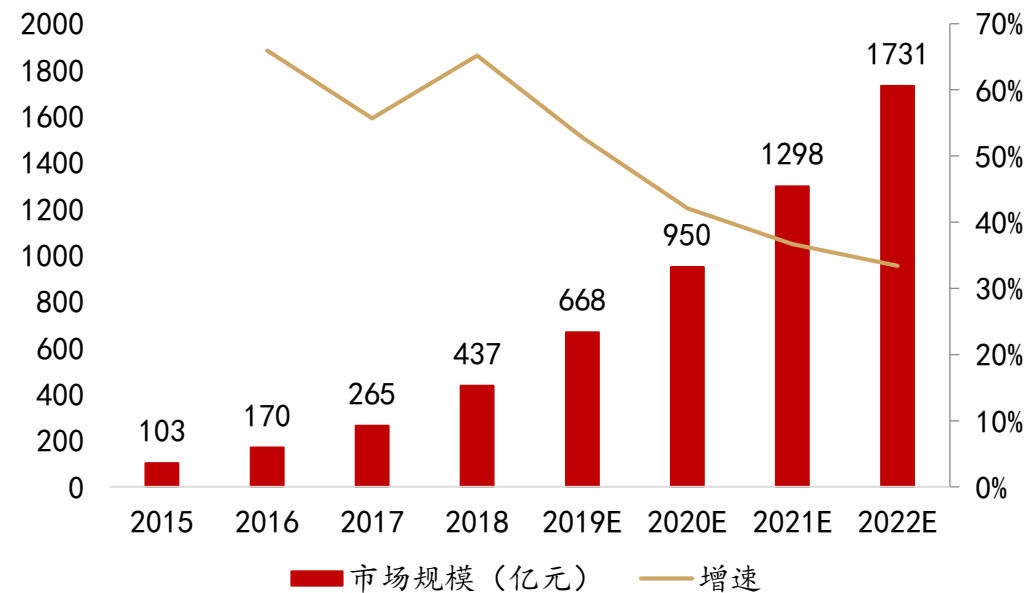
1.6 早期私有云领跑云计算，公有云高增长SaaS有望迎来爆发

- ◆ 早期私有云领跑云计算产业，2018年中国云计算市场规模接近千亿。从全行业看，2015-2018年中国私有云市场规模持续高于中国公有云市场规模，2018年公有云、私有云市场规模分别为437亿元、524亿元，合计961亿，接近千亿规模
- ✓ 未来公有云增速高于私有云，SaaS行业成长潜力巨大。根据中国信息通信研究院预测数据，2020-2022 年中国公有云增速将保持在30%以上，明显高于私有云20%的行业增速，2019年公有云市场规模实现对私有云的赶超。预计2022年公有云市场规模有望达到1731亿元，公有云对应的SaaS行业有望迎来爆发式增长。

中国私有云市场规模及增速预测



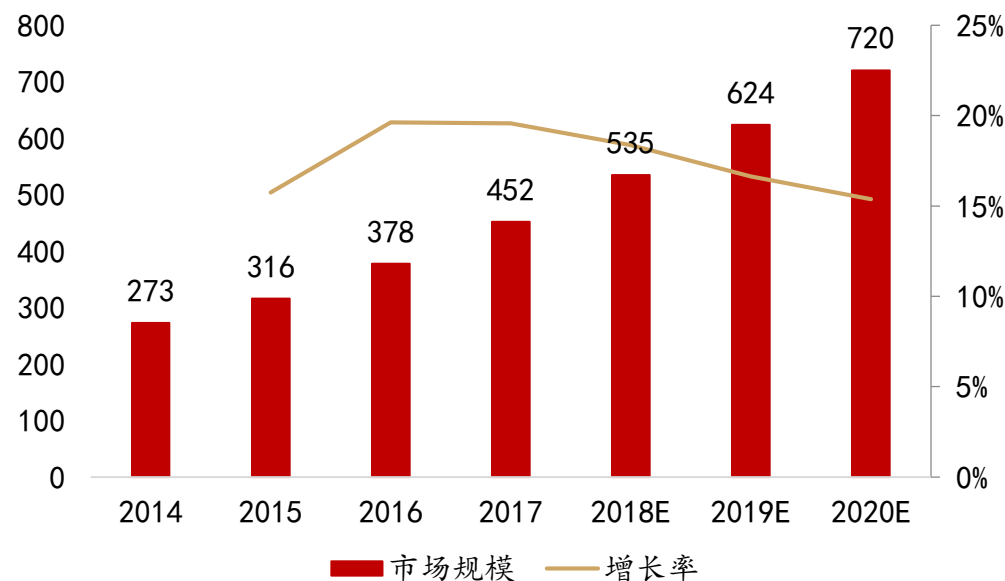
中国公有云市场规模及预测



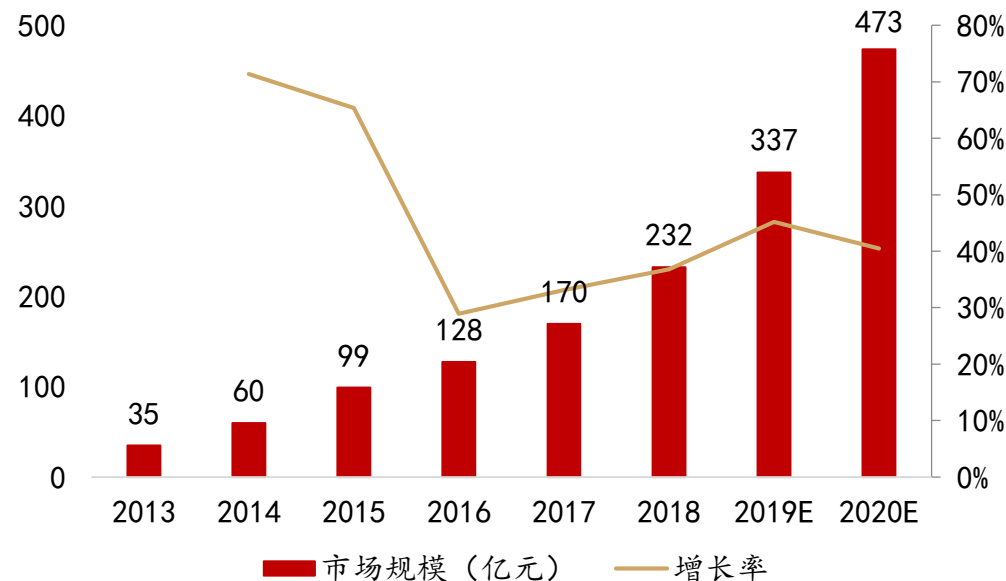
1.7 全球SaaS市场持续高景气，中国SaaS市场仍处于早期阶段

- ◆ SaaS是全球公有云市场最大组成部分，持续高速增长。根据 Gartner 的数据，2015 年 SaaS 市场规模 316 亿美元，远超 IaaS 和 PaaS 市场规模的总和。随着SaaS的持续推进和应用，全球SaaS规模将进一步提升，中国信息通信研究院预计 2020 年全球 SaaS 市场规模将达到 720 亿美元，复合增速 18%。
- ◆ 中国SaaS市场仍处于早期阶段，2020年市场规模有望接近500亿元。对比国外相对成熟的SaaS应用市场，我国SaaS市场规模仍处在早期阶段。2016年以来我国SaaS市场增速放缓的主要原因是国内企业对SaaS的认知度和接受度不高，经过3年左右的市場培育，预计2019年我国SaaS市场规模将达到337亿元，同比增长45%，且行业呈不断加速的态势。预计2020年我国SaaS市场规模将达到473亿元，接近500亿级，占比全球SaaS市场9.3%的份额，显然我国SaaS市场尚待开发，潜在市场空间巨大。

全球SaaS规模预测及增长率（亿美元）



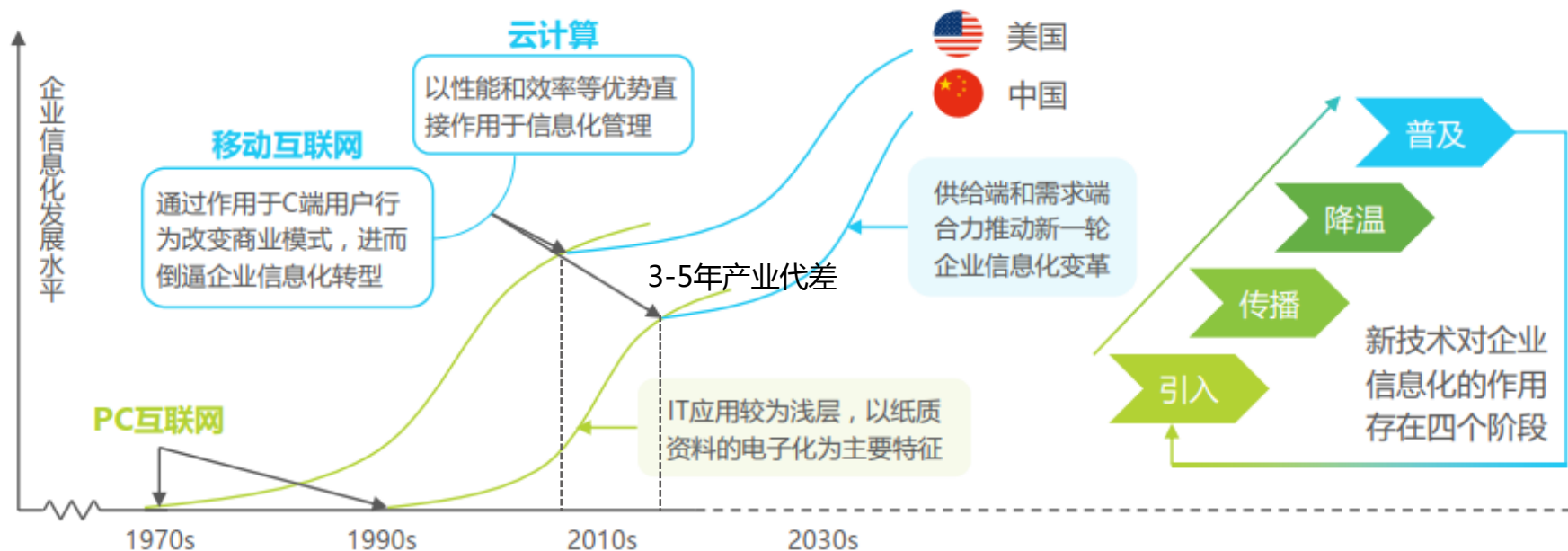
中国SaaS行业市场规模及增长率预测（亿元）



1.8 IT产业S型曲线发展路径，中美云计算存在3-5年产业代差

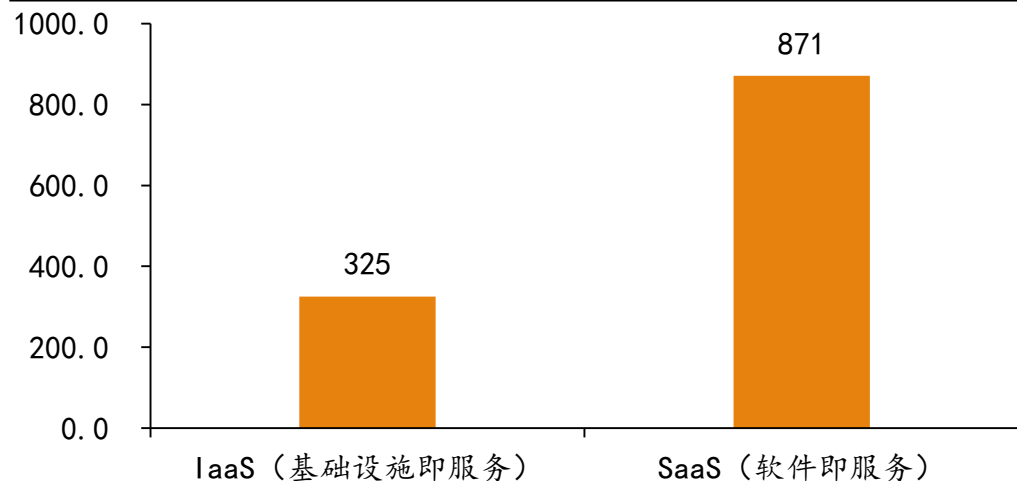
- ◆ 技术驱动信息化奔向新成长周期，助力缩小中美差距。移动互联网和云计算叠加大数据、AI、物联网、等新兴技术，从需求端和供给端共同推动中国企业信息化进入新成长周期，变革由领先互联网公司开始向各行业各领域渗透。
- ◆ 企业IT遵循信息化成长路径，中美云计算存在3-5年产业代差：遵循S形曲线，IT领域的重大技术变革推动新循环
 - ✓ 微机时代进入互联网时代，企业首次意识到IT应用对企业发展的战略性作用；
 - ✓ 20世纪90年代，互联网诞生20年后中国开始进入互联网时代，时间差距直接造成中国企业信息化发展阶段的滞后；
 - ✓ 移动互联网时代，海量数据对计算性能和效率提出了更高的要求。

中美企业信息化发展阶段示意图（云计算存在3-5年的产业代差）

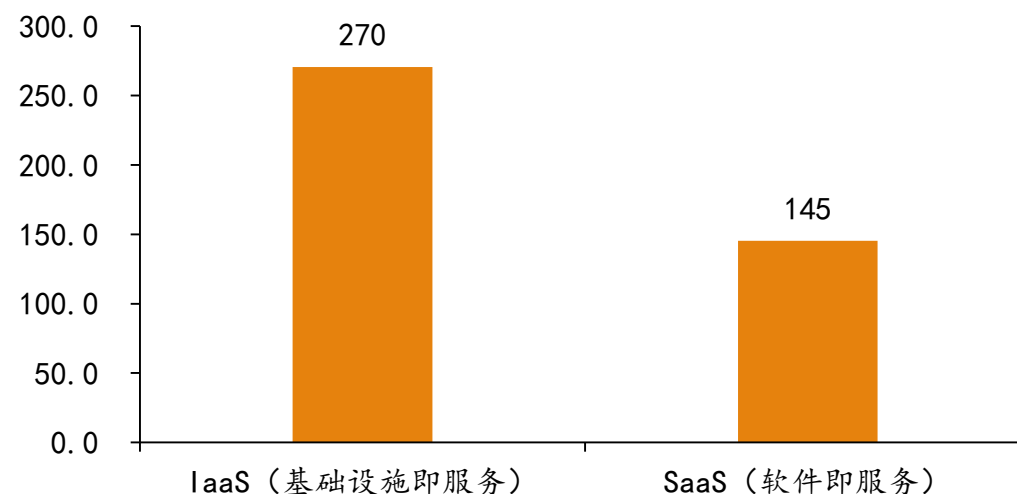


1.9 中国云计算市场结构倒挂全球，中国企业服务成长空间巨大

2018年全球云计算IaaS和SaaS比较（亿美元）



2018年中国云计算IaaS和SaaS比较（亿元）



资料来源：IDC，中国信通院，华西证券研究所

- ◆ 中国云计算细分市场出现明显结构差，SaaS市场成长空间巨大。全球云计算从以Amazon为代表的IaaS服务到面向企业用户的PaaS、SaaS服务，云计算已渗透到不同产业并被广泛使用，其中SaaS使用更广泛，2018年全球云计算服务中SaaS服务871亿美元。当前国内云计算产业聚焦基础设施层面，2018年SaaS仅为145亿元，而IaaS却高达270亿元，出现明显结构倒挂局面。
- ◆ 中国软件企业To C端比肩美国，To B端企业有待成长。得益于巨大的人口红利和互联网的发展，中国To C领域已经追赶上美国的步伐。由于企业信息化建设等之间的原因，中国企业在To B端和美国相比差距较大，预示企业级服务领域潜在成长空间巨大。

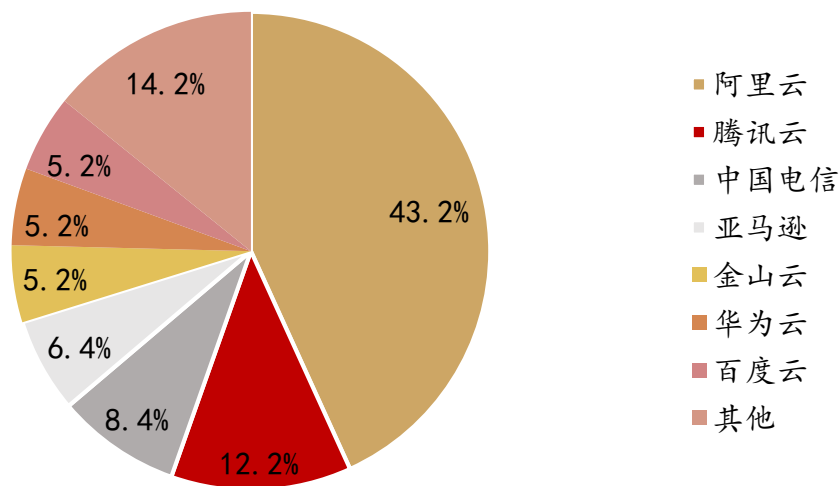
2020年中国与美国To C和To B企业市值比较



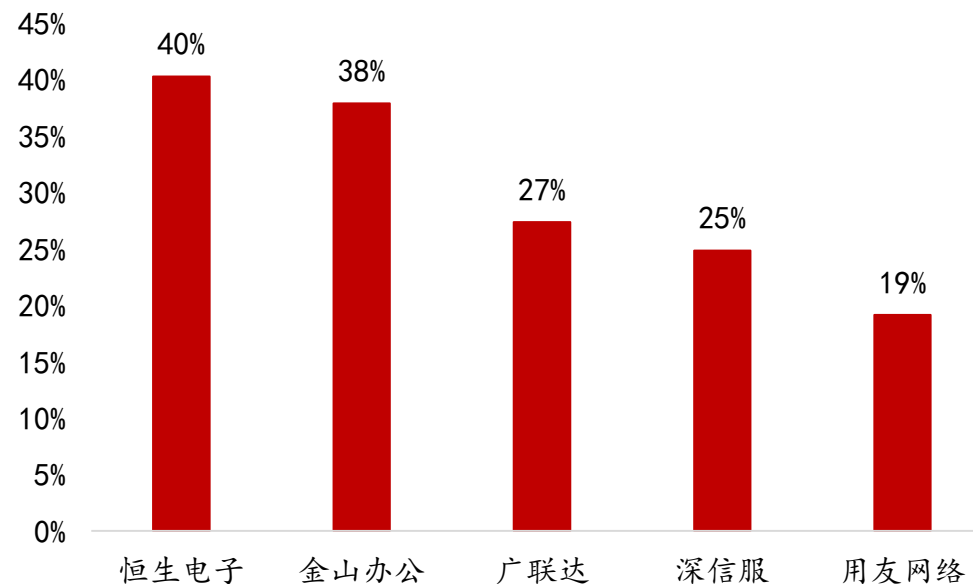
1.10 IaaS市场规模效应最重要，SaaS市场看产品和研发

- ◆ 云计算产业链层级的不同决定不同的成长路径：IaaS看规模效应，SaaS看产品能力。
- ✓ 1) IaaS：规模效应最重要。IaaS服务特点是“便宜+按需+弹性”，利用服务器、存储等规模部署将单位效率最大化，单位成本最小化，从而达到规模效应。从中国IaaS市场竞争格局看，阿里云、腾讯云、中国电信占据市场前三且行业地位相对稳固。
- ✓ 2) SaaS：研发和应用能力最重要。SaaS服务特点是“专业+快速+垂直”，SaaS服务需要专业性，对客户需求的把握提高SaaS门槛，重研发使得垂直SaaS应用趋于集中化。通过分析A股主流SaaS公司研发费用率，SaaS公司研发费用率普遍在20%以上。

2019年Q1中国IaaS厂商市场份额



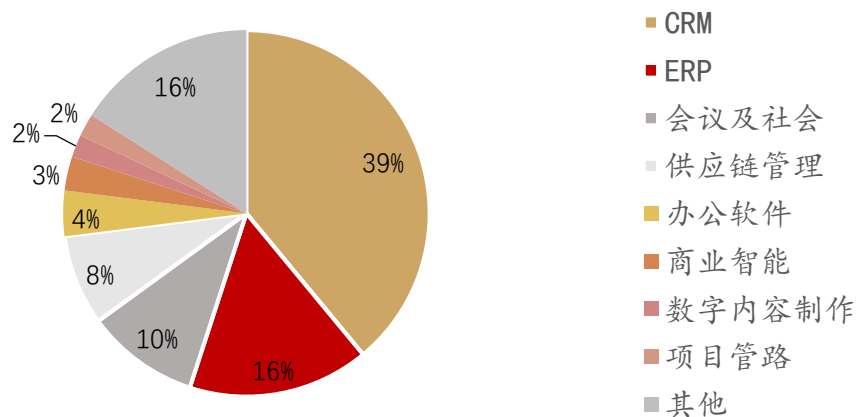
A股主流SaaS公司研发费用率比较



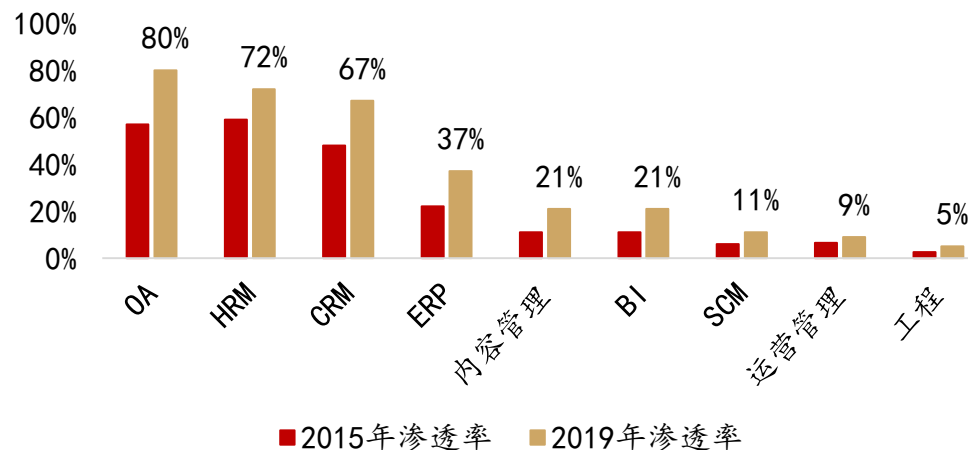
1.11 软件转云轻量应用先行，OA/HRM/CRM渗透率较高

- ◆ 软件转云企业轻度应用软件转型进程更快，重度应用软件转型进行相对缓慢。全球SaaS各类软件应用中轻量级云产品OA、HRM、CRM等的渗透率在2015年-2019年分别位列前三，2019年三者的渗透率分别为80%、72%、67%。ERP作为典型的重度应用，2015-2019年4年间，全球渗透率由22%提升15个百分点至37%，后期占比有望进一步提升。
- ◆ 我国云ERP市场规模占比低于全球水平，渗透率有望逐步提升。对比中国与全球市场，我国SaaS服务细分市场规模最大的3个子领域分别为CRM、OA和IM，而全球市场中，ERP已经成为仅次于CRM的第二大细分子市场，市场规模占比为16%，明显高于中国。

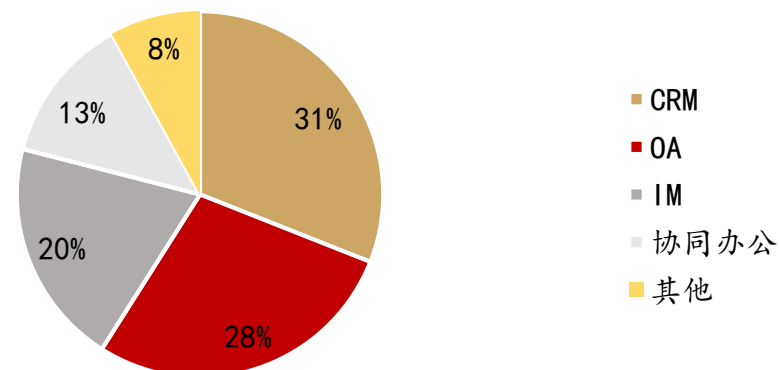
全球SaaS服务细分领域分布



全球各类别软件应用SaaS渗透率变化



中国SaaS服务细分领域分布

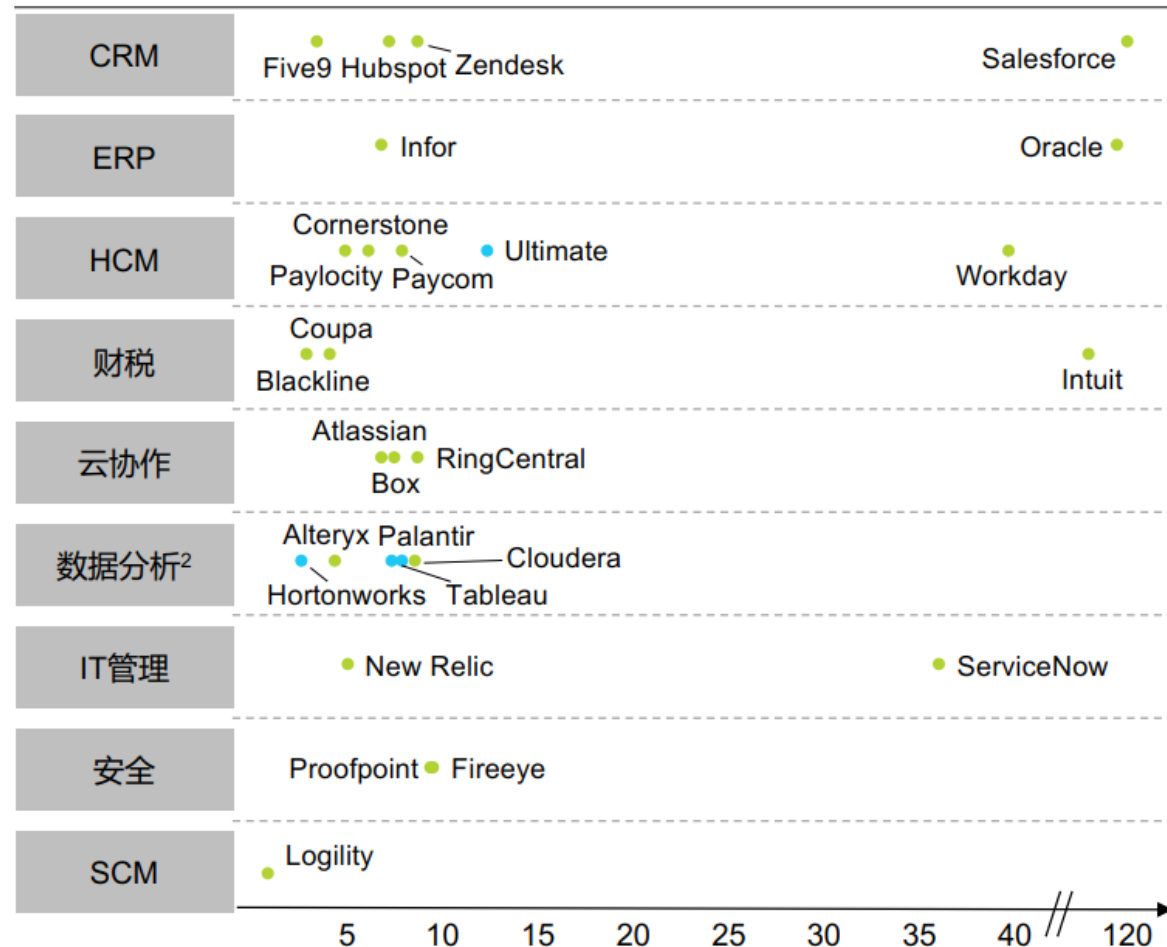


1.12 美国企业级SaaS大多已经上市，收入规模在5-20亿美元之间

美国主要的SaaS公司上市和收入情况比较（2019年）

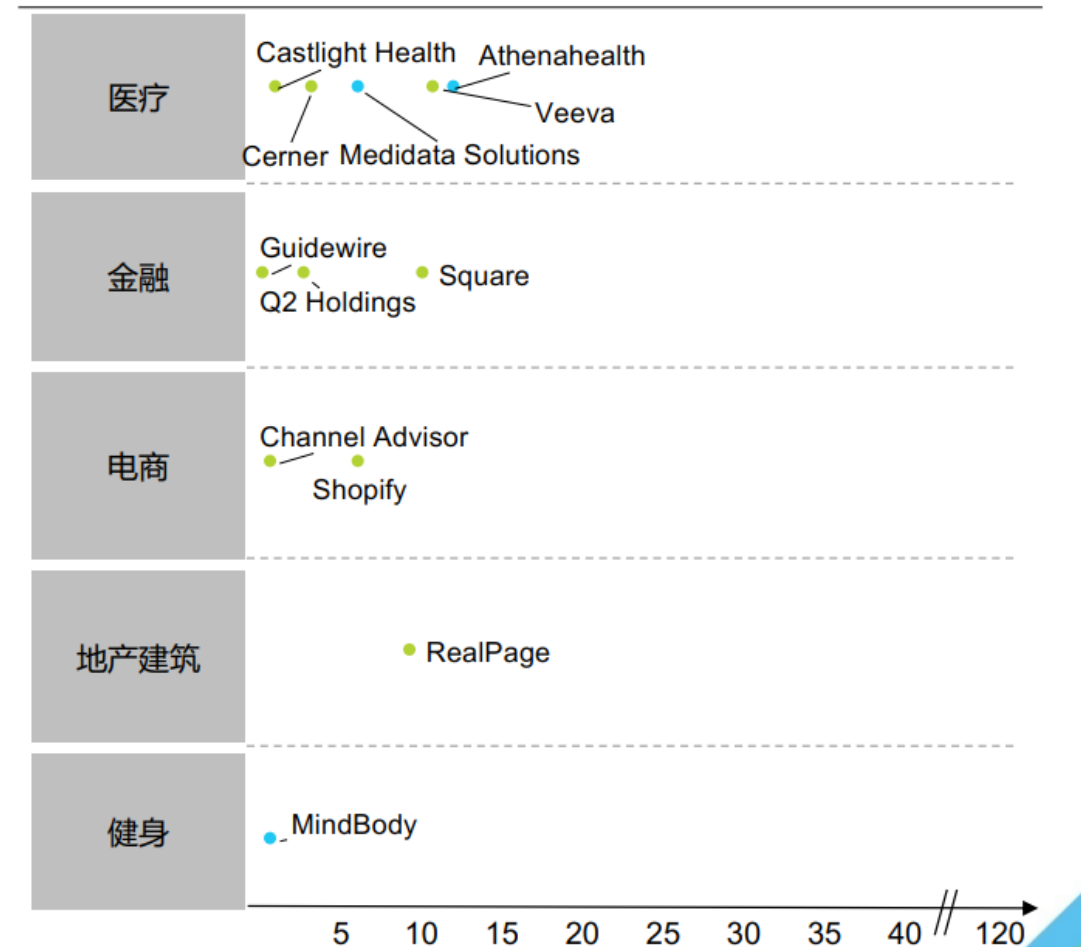
业务垂直型公司SaaS收入（亿美元）¹，FY2019

● 上市公司 ● 非上市公司



行业垂直型公司SaaS收入（亿美元）¹，FY2019

● 上市公司 ● 非上市公司



1.13 中国市场：CRM、客服与呼叫中心、ERP等占业务垂直型市场六成

◆ 2018年业务垂直型企业级SaaS市场规模为140.2亿元，CRM、客服与呼叫中心、ERP和通信SaaS占比近六成

中国企业级SaaS细分市场结构-业务垂直型， 2018

细分市场	市场规模（亿元）	占比	市场描述	公司举例
CRM	28	~20%	包括综合CRM和SCRM、外勤管理、营销管理、售后管理等	纷享销客 红圈营销 [®] 销售易 [®] MAI [®] 群脉 [®] SCRM
客服与呼叫中心	21	~15%	人工智能、自然语言处理等技术在线辅助的客服SaaS	小i机器人 [®] Udesk 网易七鱼 neno 小能
ERP	15.4	~11%	多行业通用的ERP SaaS	金蝶云 用友云 iWorker
通信	15.4	~11%	包括邮箱、会议、直播等以对外为主的通信服务SaaS	容联·云通讯 环信 BIZCONF 盟视科技
HRM	12.6	~9%	包括薪酬、社保、招聘、劳动力排期、背景调查、企业学习等	Beisen北森 knx 肯耐珂萨 薪福社 xinfuwei.com GaiaWorks 盖雅工场
财税管理	12.6	~9%	包括综合财税管理和报销费控、资金管理等细分板块服务	畅捷通 慧算账 云帐房 分贝通 云快报
OA协同	12.6	~9%	以企业办公自动化为目标，包括综合移动办公平台和协作文档等	钉钉 企业微信 云之家 Cloud Hub 石墨文档 一起写
电子签名	8.4	~6%	提供云端合同签订和电子合同管理等服务	e签宝 上上签 法林
IT管理与安全	4.2	~3%	云端实现企业IT智能运维和服务	IT管理 ONE APM 听云 云鼎慧 监控易
			满足数据安全、大数据风控等需求	安全 鼎信安全 炼石 Cipher Gateway M 数美 同盾科技
SCM	2.8	~2%	提供移动订货订单管理和供应链管理等服务	易订货 U订货 Sunyur 商超 鸿链科技 Whole Link Technology
网盘	2.8	~2%	实现智能文件管理，提升协同办公效率的云端企业内容管理平台	Lenovo 企业网盘 亿方云 坚果云 pangniu.com 燕麦云 够快云库
其他	4.2	~3%	主要包括商业智能BI、法务等企业级SaaS服务	商业智能BI 帆软 SMARTBI 神策数据 SENSORS Data
				法务 彩虹律师 [®] 中小企业法务部 律大大 Ulegal 慧狮科技

1.14 中国市场：零售电商占比26%，医疗、物流和餐饮合计占近四成

◆ 2018年行业垂直型企业级SaaS市场规模为103.3亿元，零售电商占比26%，医疗、物流和餐饮合计占近四成。

中国企业级SaaS细分市场结构-行业垂直型，2018

细分市场	市场规模（亿元）	占比	市场描述	公司举例
零售电商	26.9	~26%	提供ERP、智能终端+软件、CRM、数据分析等服务	有赞 光云 非码 WAKEDATA
医疗	16.5	~16%	包括医院信息系统HIS、临床研究、药物销售等服务	京颐·医疗云 Sinldo 智慧医疗 用芯联达 太美医疗科技 TAMEI TECHNOLOGY Linkedcare 领健
物流	13.4	~13%	涉及物流综合管理和车队、运输管理等细分场景	G7 智慧物联网 车路云 奥科科技 Olymtech 美科科技 oTMS
餐饮	10.3	~10%	包括一体化餐饮SaaS和收银、外卖、供应链等细分领域服务	屏芯科技 二维火 2DFire.com 宫农云 美味不用等
教育	9.3	~9%	涉及教培业务管理、在线直播和企业培训等SaaS	校宝在线 SCHOOL PAL ONLINE 云朵课堂 yundouclassroom.com 分豆教育 ifido Education 课外猫
地产建筑	9.3	~9%	包括地产综合管理SaaS和地产供应链、项目管理和质控、CRM等	Glodon 广联达 易邀中国 明源云 销冠 TOPS TECH
酒旅	9.3	~9%	包括酒旅信息管理、旅行社景区营销推广等服务	别样红 云PMS 番茄来了 众美 ADENT VRSDOPT 绿云 GreenCloud
其他	8.3	~8%	包括汽车、金融、美业、工业、纺织鞋服、婚庆、健身、外贸、出版、会展、畜牧等行业	汽车 车商通 车通云 汽配云
				金融 金融魔方 www.jymf360.com LEANWORK 金服侠
				美业 美丽 BEAUTY PLUS 美甲帮 美业邦 Beauty World
				工业 ROOTCLOUD 黑湖科技 展鸿智慧通
				纺织 USP 有数派 Smart Fabric



02 梳理：

纵观中国SaaS产业主脉络

2.1 企业信息化提升SaaS需求，广泛的企业数量奠定SaaS基础

- ◆ 信息化建设推进凸显SaaS优势，需求端作为第一大驱动力。中国企业IT投入持续增加推动信息化整体水平的提高，多样化的移动办公场景和日益迫切的降本增效需求催生了SaaS有别于传统软件的独特优势。
- ◆ 中国企业级SaaS发展机会：政府鼓励和企业法人主体数量增长。
 - ✓ 工信部《推动企业上云实施指南（2018-2020年）》和各地方政策鼓励业务应用服务上云的举措利好SaaS产品的推广；
 - ✓ 近年企业企业法人数稳定增长，2018年达到3474万户，数量众多的企业为SaaS化奠定基础。

企业信息化整体水平提高SaaS需求

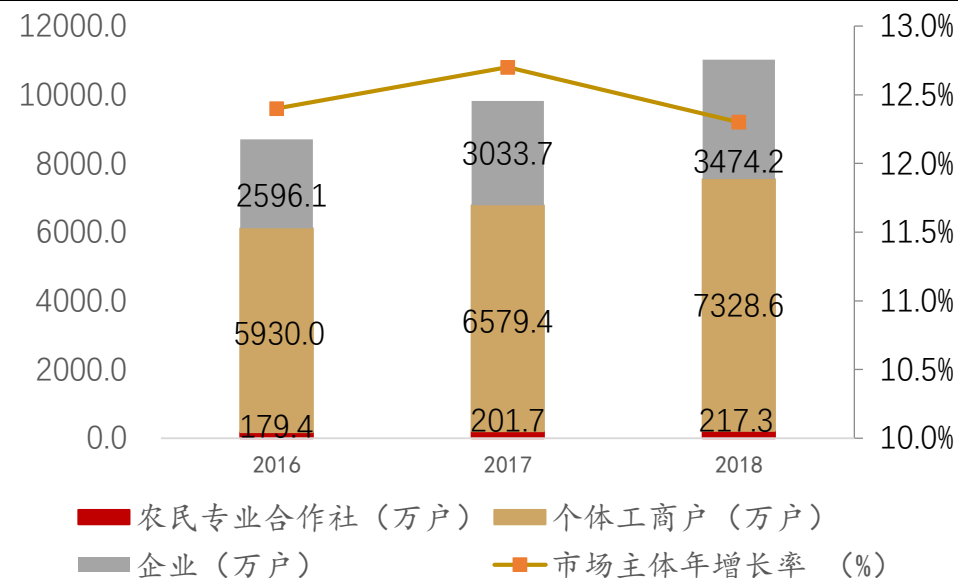
SaaS优势愈发凸显

- 移动互联网时代企业追求随时随地办公，SaaS产品相比传统软件能够提供更优秀的**移动办公**体验。
- 大量存在信息化建设需求的中小企业难以负担传统软件的高昂费用，SaaS订阅模式可有效**降低成本**。
- 激励的市场竞争促使粗放式增长转向精细化管理，SaaS产品通过简化复杂流程，帮助企业**提高效率**。

市场教育持续推进

政策推动企业上云

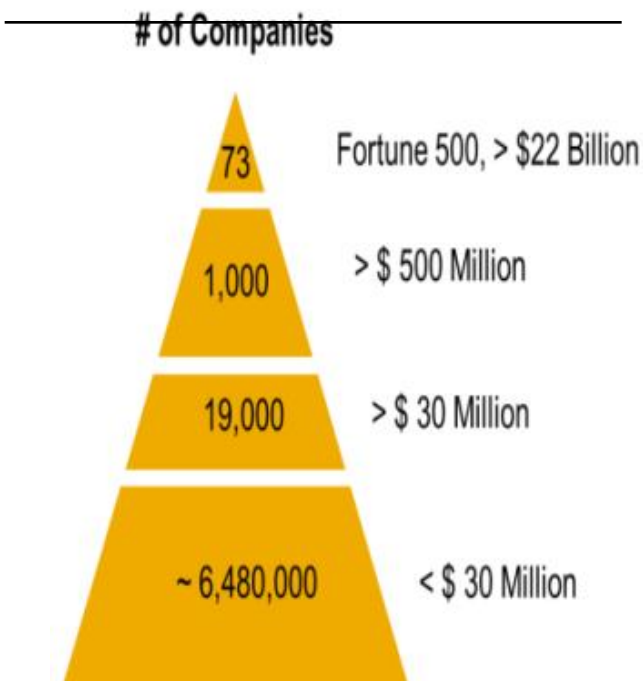
中国企业法人主体数量稳定增长



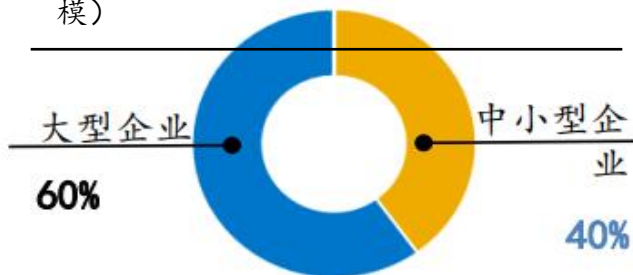
2.2 外资垄断企业软件大型市场，中小企业蓝海市场潜力巨大

- ◆ 外资垄断大型企业48%的市场份额，客单价高&利润最丰厚。从企业数量看，收入在5亿美元以上的大型企业数量仅占不足1%，却占据了企业管理软件60%的市场份额，大型企业市场高客单价成为行业龙头厂商必争之地。
- ◆ 中小企业数量众多，蓝海市场潜力大&尚待开发。我国中小企业数量众多，由于成本、商业模式、渠道的限制，中小企业软件市场不存在垄断厂商，存在大量的新进机会；伴随企业数字化、精细化运营需求提升，中小企业将释放出巨大的购买潜力；

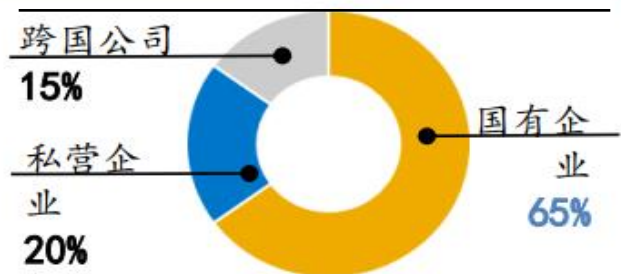
中国企业收入规模分布图（单位：美元）



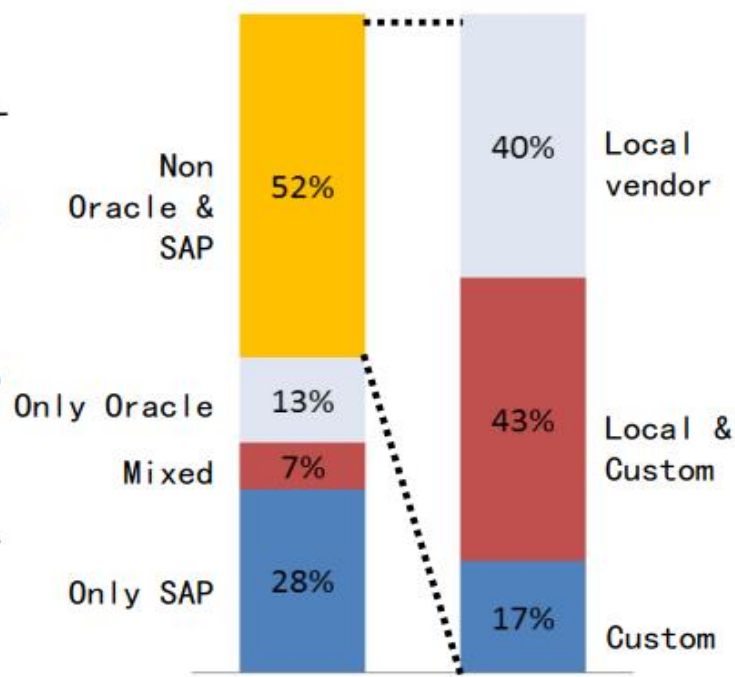
企业管理软件细分市场（按企业规模）



企业管理软件细分市场（按企业所有制）



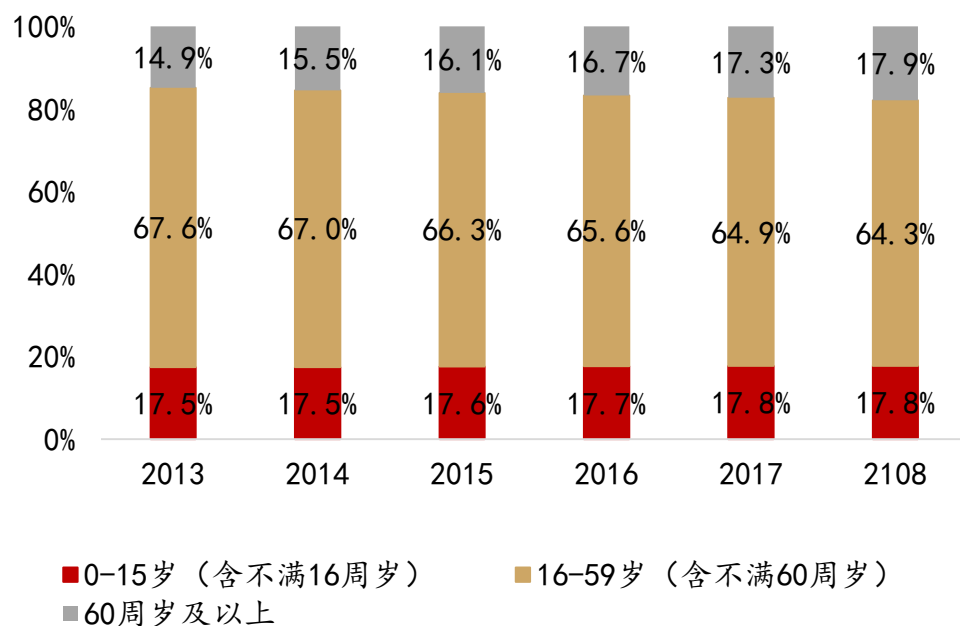
中国Top100企业管理软件厂商分布



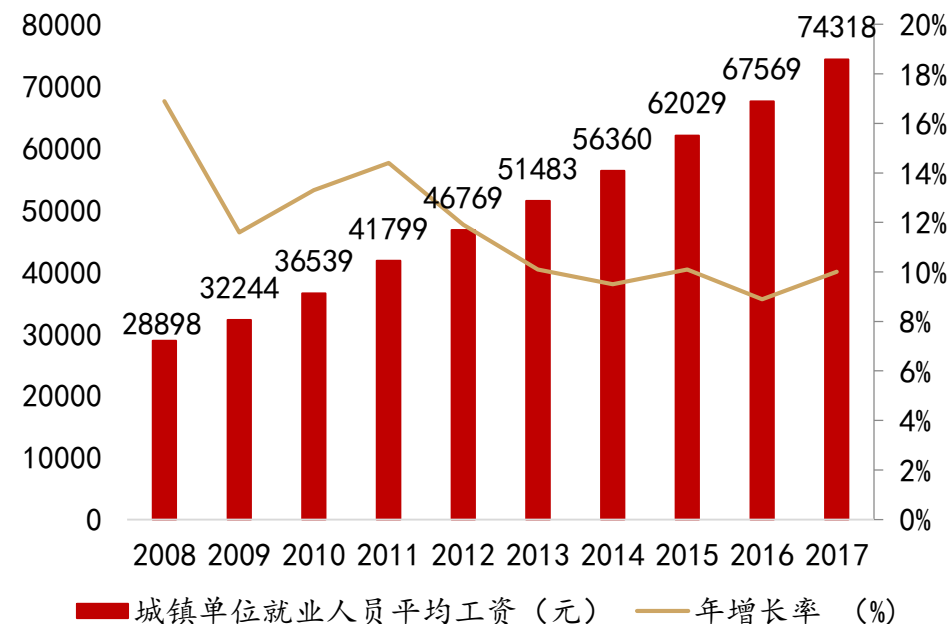
2.3 人口红利消失叠加劳动力成本上涨，企业数字化转型迫在眉睫

- ◆ 中国企业需要由依赖人口红利的粗放式增长向数字化转型。过去的30多年间，人口红利为中国经济的高速发展提供了大量的廉价劳动力和消费需求，随着社会发展，人口红利消失叠加劳动力成本攀升促使企业数字化转型。
- ✓ 劳动力数量下降：2013年以来，中国16-59岁的人口比例由67.6%跌至2018年的64.3%，呈现出下降趋势，人口红利逐渐消失。
- ✓ 劳动力成本攀升：劳动力成本不断攀升，导致过去粗放式的企业增长模式难以适应新的市场环境，驱动中国企业数字化转型。

2013-2018年中国人口年龄结构变化



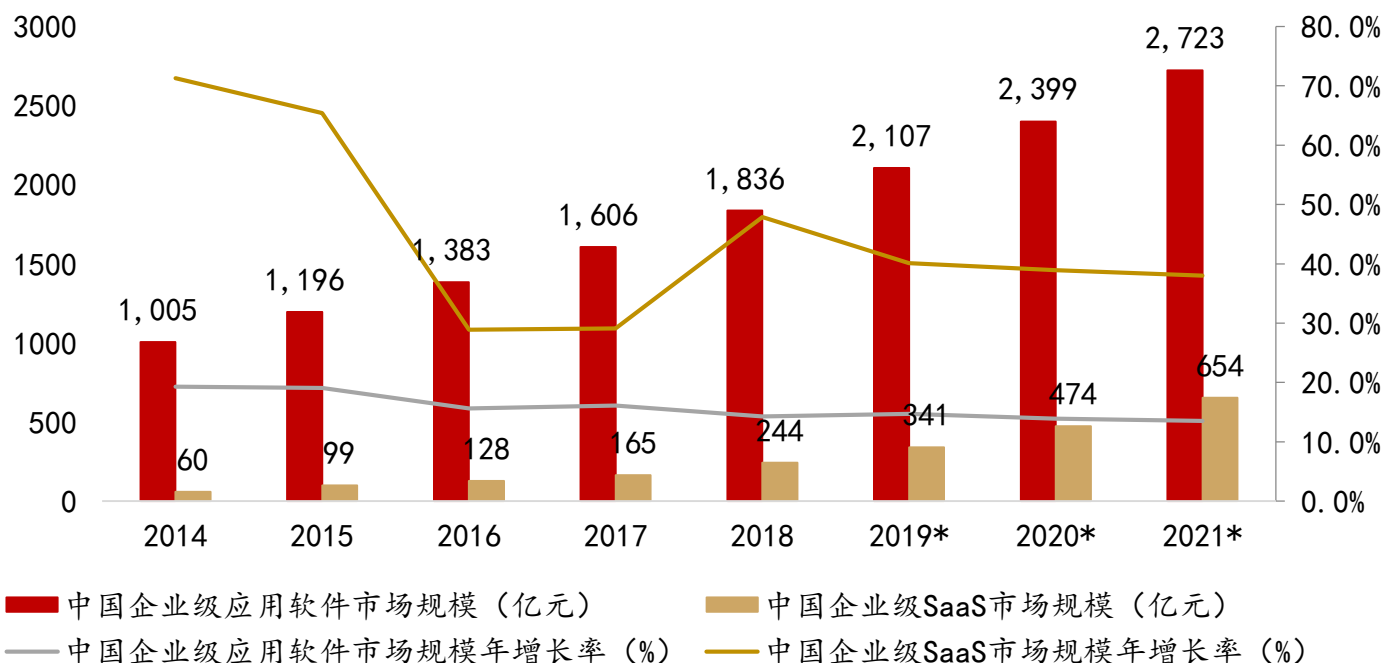
2008-2017年中国城镇单位就业人员平均工资及增长情况



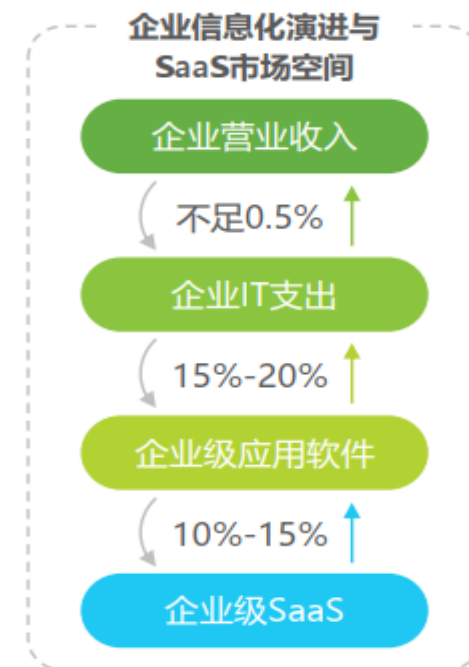
2.4 SaaS化企业软件复合增速40%，2020年市场规模650亿

- ◆ 信息化推动背景下企业软件SaaS化，潜在市场空间巨大。随着国家政策的支持和企业的IT支出结构的不断优化，其软件的投入比例将持续上涨，软件SaaS应用规模未来可期。
- ✓ 2014-2018年年中国SaaS市场规模占应用软件的比例由6.0%上升到13.3%，预计2021年该比例将进一步增长至24.0%；
- ✓ 企业营业收入中用于IT支出的比例每上升万分之一即可释放超过200亿元的市场空间；
- ✓ SaaS以其简化管理、快速迭代、灵活付费和持续服务的突出优势成为越来越多场景下企业客户的宠儿。

2014-2021年中国企业级应用软件和SaaS市场规模及预测



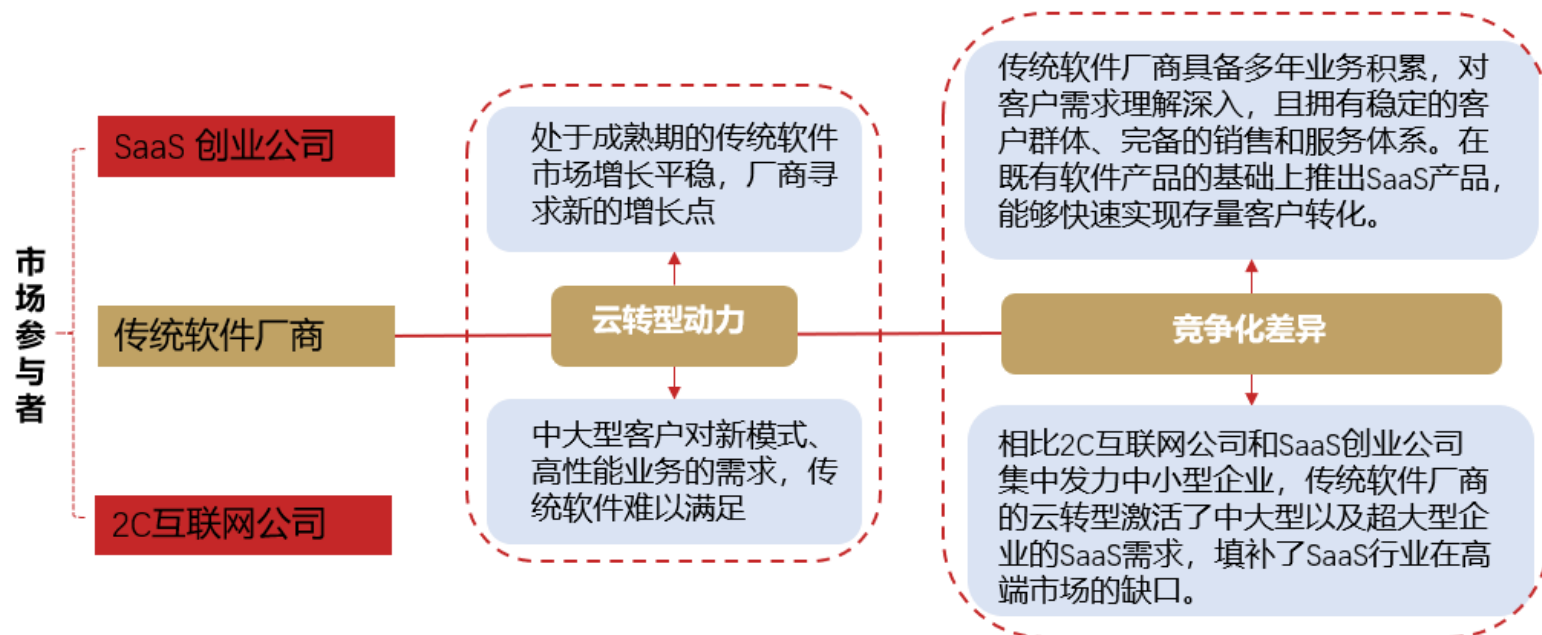
企业信息化演进于SaaS市场空间



2.5 传统软件厂商云服务最具优势，SaaS化转型拓展长尾市场

- ◆ 中国企业级SaaS市场竞争者主要由传统软件厂商、2C互联网巨头和新兴SaaS创业公司组成。互联网巨头多以战略合作的方式参与，新兴SaaS创业公司专注细分领域，相比之下，传统软件厂商最具实力。传统软件厂商在业务理解、客户关系和标杆案例积累等方面具备明显优势。
- ◆ 传统软件厂商SaaS化转型优点明显。一方面，客户对新模式、高性能业务的需求当前软件难以满足，SaaS模式有助于实现这类需求。另一方面，成熟的软件公司发展平稳，通过SaaS业务拓展中小企业长尾市场，寻求新的增长点。

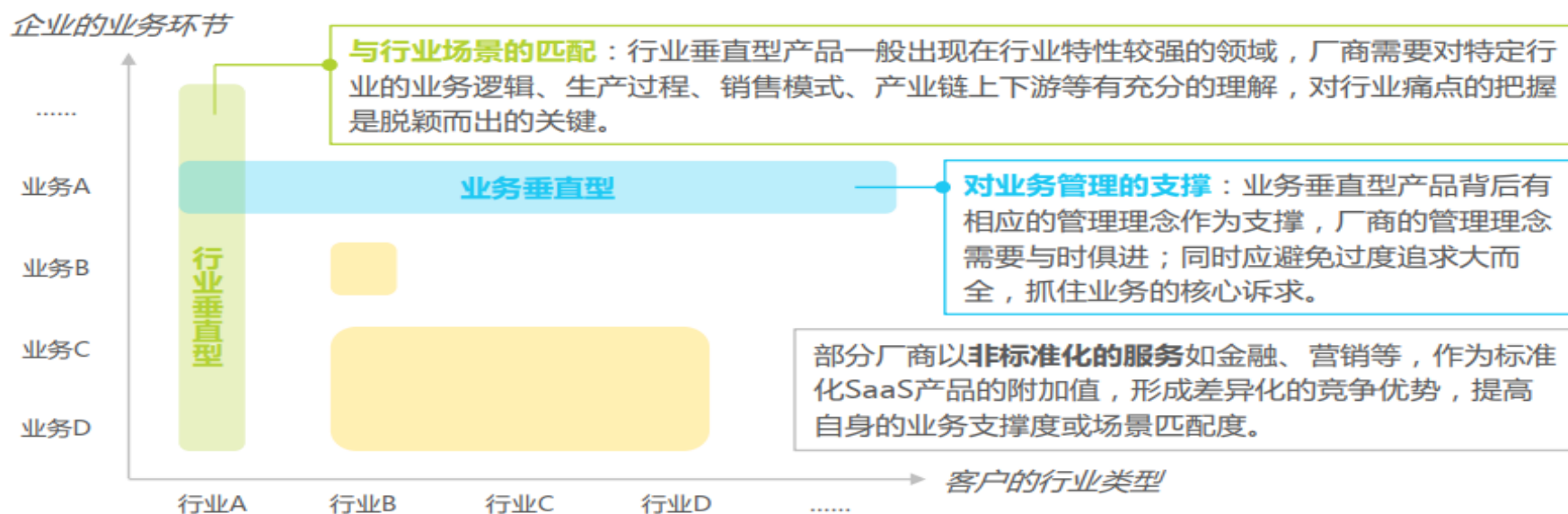
2019年中国企业级SaaS供给端驱动力：传统软件厂商、SaaS创业公司、互联网公司



2.6 产品是企业级SaaS竞争关键，遵循“业务环节×客户行业”原则

- ◆ 优质的SaaS产品是中国企业级SaaS市场竞争关键。采用多租户架构的SaaS模式相比传统软件更加要求产品的标准化，SaaS产品在其功能上更倾向于提炼某业务模块或某垂直行业的关键诉求，过度追求大而全的产品会让SaaS厂商陷入两难的困境从而丧失SaaS模式的优势。
- ◆ SaaS产品开发应以业务支撑和场景匹配为价值导向。企业级SaaS产品定位遵循“业务环节×客户行业”的矩阵图，侧重于客户行业的产品能对特定行业场景的匹配程度作为竞争优势，侧重于业务环节的产品能够对特定的业务管理形成有效支撑，SaaS厂商应当以业务支撑度和场景匹配度作为产品的价值导向。

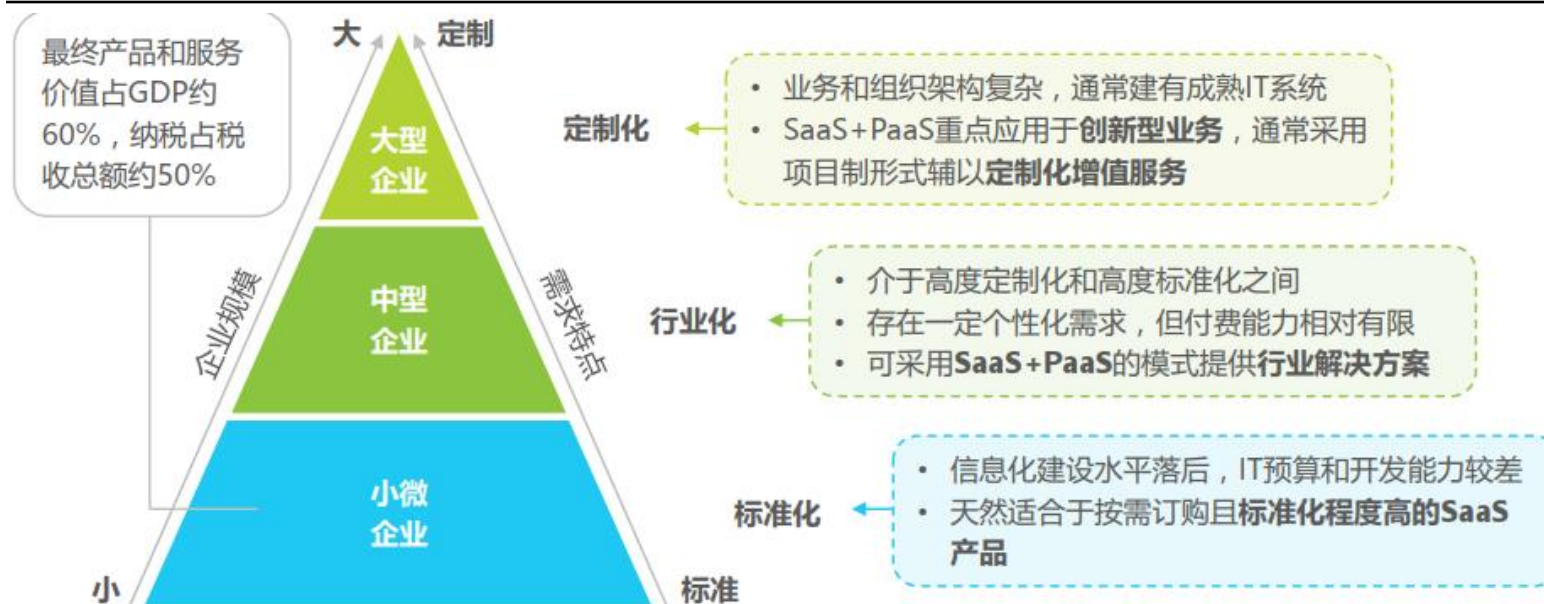
2019年中国企业级SaaS的竞争要素：产品



2.7 中国企业级SaaS客户群特征：企业规模越大，定制化程度越高

- ◆ 中国企业级SaaS客户群结构特征：大型企业定制化、中型企业行业化、小微企业标准化。
- ✓ 大型企业市场：大型企业拥有较为成熟的IT系统，面对复杂的业务和组织架构，其对SaaS产品的需求集中在创新型业务上，开发大型企业客群需要进一步的定制化增值服务；
- ✓ 中型企业市场：中型企业对定制化能力的需求低于大型企业且付费能力不及大型企业，SaaS厂商多围绕行业属性利用PaaS对通用型产品进行延伸；
- ✓ 小微企业市场：小微企业信息化建设落后，适合以按需订购模式提供标准化SaaS产品，其数量占比高的优势超越客单价低的劣势，小微企业对GDP的贡献高达60%。

2019年中国企业级SaaS的客户群结构特征



2.8 SaaS模式重塑企业决策链条，释放企业IT采购成本压力

传统ERP模式成本 VS. SaaS模式成本

SaaS服务打破传统决策链条

	传统企业软件用户的采购成本 ¹	SaaS模式用户所支付的采购成本 ¹
➢ <u>SAP, Oracle</u> ➢ 价值：通用模块，全球Best Practice ➢ 利润水平：18%-22%²	软件license (占项目总成本25%)	软件license (占项目总成本20%)
➢ <u>Accenture, 凯捷</u> ➢ 价值：项目管理，行业知识 ➢ 利润水平：8%-11%²	实施费用 (占项目总成本25%)	Subscriber Fee
➢ 原厂服务or本地服务伙伴 ➢ 价值：7*24售后服务支持 ➢ 利润水平：50% (SAP) -10% (Partner)¹	售后支持费 (占项目总成本20%)	实施费用 (占项目总成本15%)
➢ <u>In-house</u>团队定制开发 ➢ 价值：解决企业特殊业务流程 ➢ 利润水平：N/A (pure cost)	定制开发费 (占项目总成本10%)	售后支持费 (占项目总成本20%)
➢ <u>IBM, HP, Huawei</u> ➢ 价值：降低运维复杂度和成本，提高可用性 ➢ 利润水平：4%-10%²	硬件数据库采购机房建设运营费用 (占项目总成本20%)	定制开发费 (占项目总成本10%)
		硬件数据库采购机房建设运营费用 (占项目总成本20%)

- ◆ SaaS服务取代传统决策链，颠覆企业ERP的成本结构，初期成本节省95%。
- ✓ SaaS模式用户相比较传统企业软件用户，以订阅模式取代软件购买，同时将售后支持、定制开发，以及硬件机房的采购建设运营等费用转给SaaS服务商，释放企业成本压力。
- ◆ 成本降低，中小企业也有能力获取服务。
- ✓ 用户按需订阅付款，降低了企业的决策成本，使中小企业有能力获取服务。SaaS模式采购成本中65%成本由SaaS服务厂商在初期承担，不再由高昂的费用锁定用户。

2.9 SaaS赋能软件新型决策链，信息平台化，提升决策效率

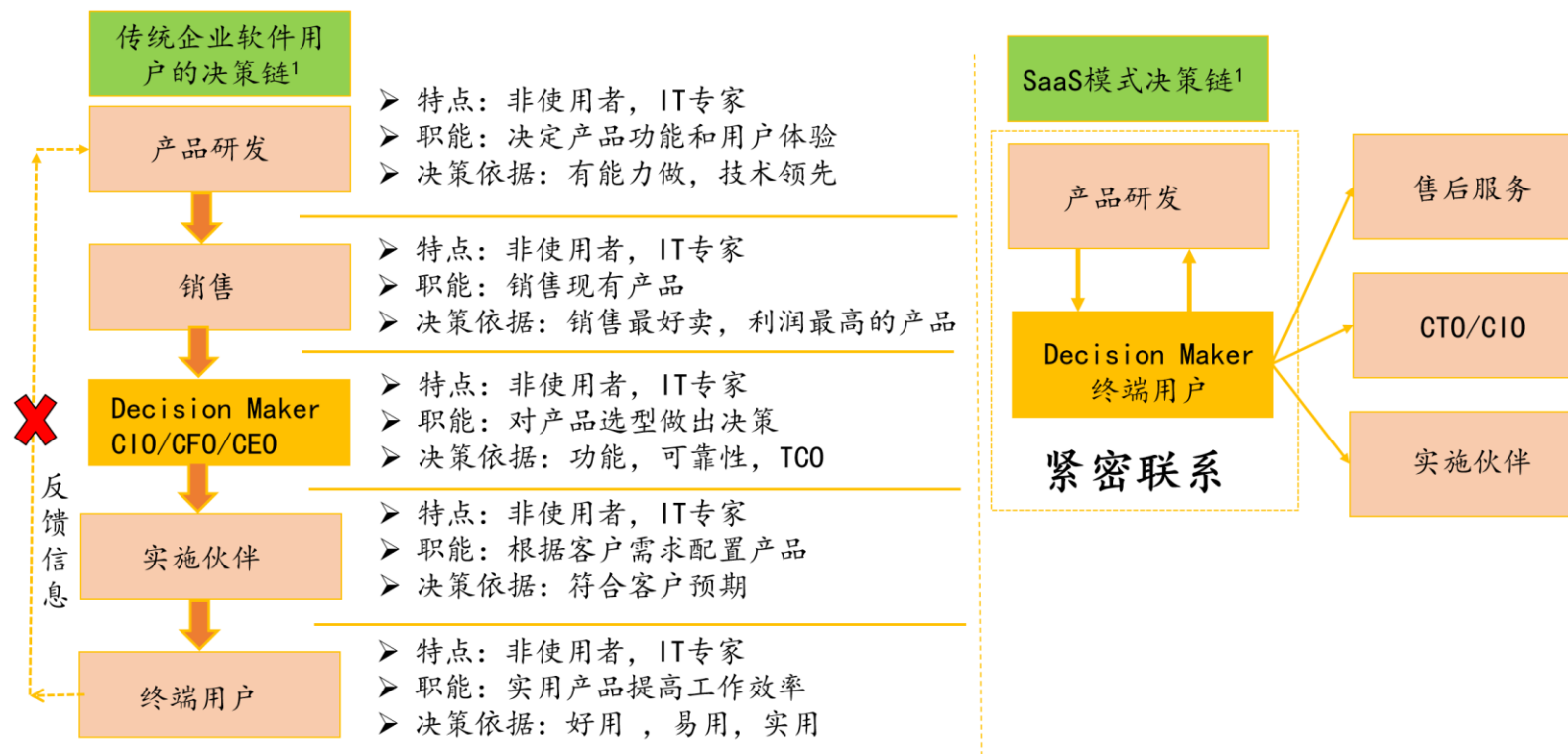
◆ 传统模式下，企业软件决策层层下发，逻辑为链条式，产品研发接收终端用户反馈具有滞后性。

- ✓ 研发、销售、实施与使用者分离；
- ✓ 以产品为导向，销售最好卖、利润最高的产品；
- ✓ 决策者由理性IT专家担任；
- ✓ 终端用户缺少信息反馈渠道。

◆ SaaS模式，决策内部塑造平台化信息反馈流，终端用户反馈直接影响产品研发。

- ✓ 决策者与使用者统一，由用户决定自己喜欢的产品；
- ✓ 以用户为中心，关注用户体验；
- ✓ 决策者由理性的IT专家变为感性的终端用户。

SaaS服务打破传统决策链条



信息平台化，直接连接终端操作者与产品研发人员

SaaS替代传统ERP，大幅提升终端用户的使用体验。避免出现冗余软件功能影响操作效率的情况。



03 透视：

从关键指标剖析SaaS本质

- ✓ 经营视角：运营指标与衡量
- ✓ 财务视角：财务指标与估值
- ✓ 典型案例：典型SaaS公司

3.1 销售模式从买断转为订阅，运营三要素分析SaaS现金流

- ◆ SaaS盈利方式从售卖转向订阅。
销售收入从项目收入转为订阅收入，
需要从获客成本、客户留存、用户
变现3个方面考虑：
- ✓ 获客成本：快速获取企业用户能力
将成为核心竞争力。
- ✓ 客户留存：高客户存留率会直接导
致后续收入增加和稳定的现金流。
- ✓ 用户变现：遵从用户（MAU）+流
量+ARPU的类互联网盈利模式。
- ◆ 现金流分析：对比传统项目模式，
初期投资大，但后续投资平稳。远
期现金流受益取决于订阅付费。
- ✓ 现金流平稳：SaaS模式导致企业
初期成本很大 但长期现金流平稳。
- ✓ 用户数为王：用户数越多，前期亏
损越大，后期现金流约充裕。

由买转租：运营要素&现金流分析

客户获 取成本

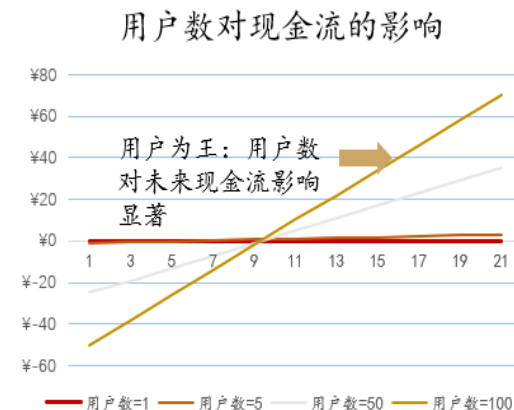
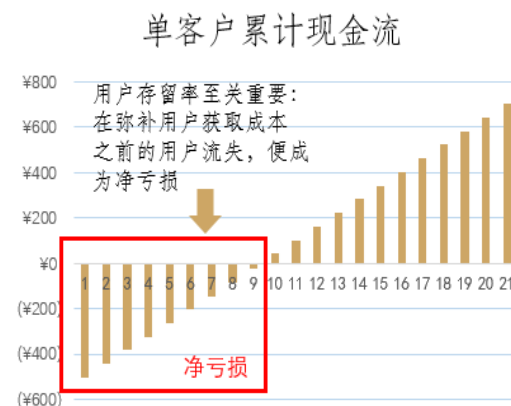
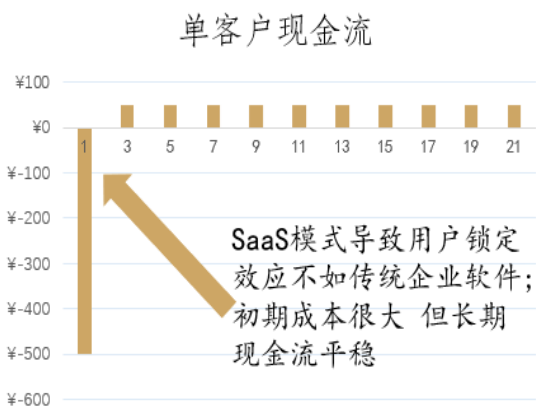
企业软件的核心竞争壁垒在总装机容量（排他性），快速获取企业用户能力将成为核心竞争力
借鉴个人SaaS市场的免费模式（Dropbox），电商，社交媒体渠道（LinkedIn），快速获取企业用户

客户留 存比率

SaaS的盈利核心是保持客户，高客户存留率会直接导致后续收入增加和稳定的现金流
关注提高用户续签率+金额续签率（领先SaaS公司的平均续约率是92%，金额续约率是100%¹）

用户变 现能力

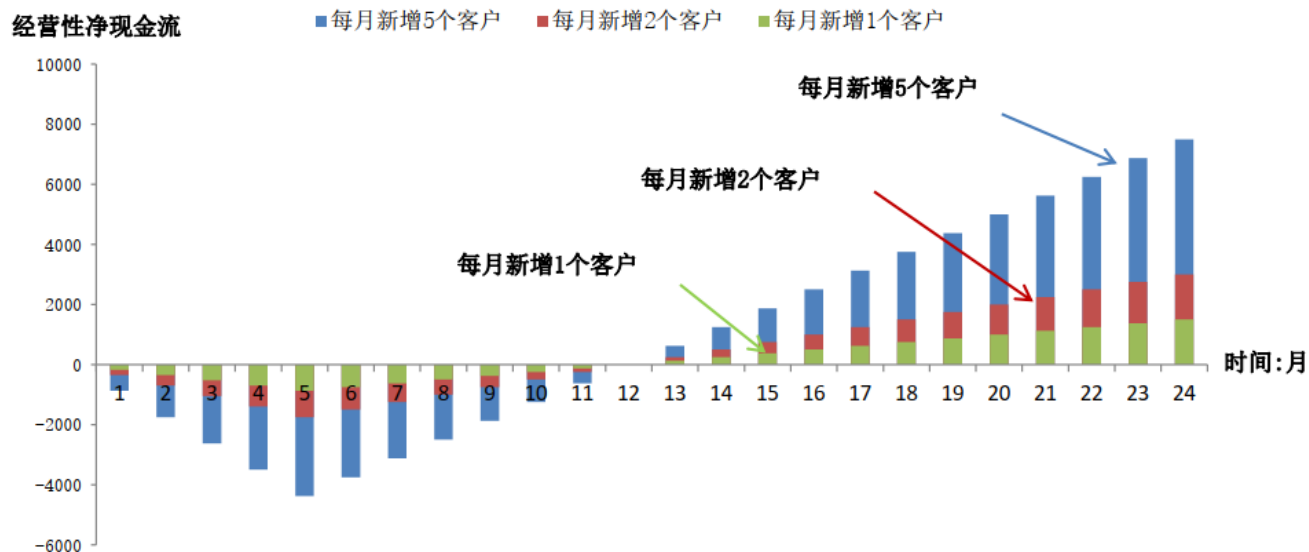
遵从用户（MAU）+流量+ARPU的类互联网盈利模式，提供差异化增值服务提高变现能力
B2B2C的模式使社交型企业软件变现能力多样化（微信，领英将企业和单个消费者首次直连）



3.2 SaaS现金流规模效应：前期投入越大，后期累积现金流越大

- ◆ SaaS早期投入大，后期随着客户增加积累现金流，规模效应明显。SaaS的盈利是滞后于开销时间点的，初期为了获取客户，需要大笔投入，而对客户的收费是按月收取租赁费。
- **成本端**：SaaS早期成本主要为研发和销售费用，以及基础设施投入；其中前期研发与基础设施为固定成本，随着用户增加可以逐渐摊销，规模效应明显。
- **收入端**：SaaS以月付费的订阅模式替代传统的一次性项目收入，随着用户粘性的提高以及产品知名度提升，销售费用会出现规模效应。同时随着用户数量增加，产品能够吸纳公司定制化为标准化，降低单位客户研发成本。
- ◆ 对比传统软件，收入更加稳定，替代传统的月收入随订单量波动。传统软件一般是一次性交付，当月销售当月计入，之后每年大约会有10-20%的维护费用。SaaS模式更为细水长流，提供稳定的经营性现金流，而且软件开发者后期的维护成本也能大大降低，规模效应相当明显。
- ◆ 软件维护方面，传统软件需要针对不同客户维护不同版本，SaaS在开发者端维护即可。无论是升级还是修复bug，只需维护一个版本，这也使得开发可以快速实现产品的迭代以满足市场上需求的变化

SaaS现金流积累模式，规模效应明显



3.3 优秀的SaaS模式应具备的特征：低获客成本+高续费率

- ◆ SaaS模式容易陷入竞争壁垒降低、成本优势降低的困境。
- ✓ 降低TCO，快速获取新用户的同
时，自身的竞争壁垒也被降低；
不断开发新功能，却会导致成本
提升，而失去服务的价格优势。

◆ 优秀的SaaS模式应具备的特征： 低获客成本+高续费率

- ✓ 低获客成本：通过基础功能解决
客户痛点，快速获取大量客户，
具备规模效应。
- ✓ 高续约率：领先SaaS公司的平均
续约率是92%，金额续约率是
100%。

优秀SaaS模式应具备的特征

SaaS模式的进退维谷：

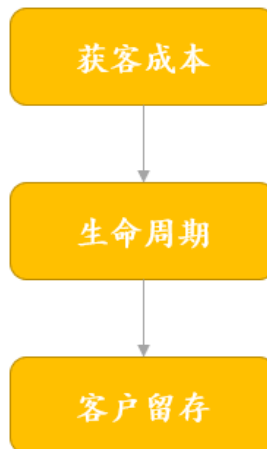
- 如何设置竞争壁垒：降低TCO，快速获取新用户，攻击传统软件巨头，但是在拉低用户转换成本的同时，自己的竞争壁垒也同时被降低。
- 成本与特性之间的抉择：为避免同质化，不断开发新功能，增强客户定制化水平，同时导致成本提升，失去SaaS服务的价格优势的。

好的SaaS模式	功能特性	· 通过简洁实用的基础功能，解决客户痛点，快速获取大量客户，具备规模效应。 · 在基础功能上，聚焦客户需求，持续迭代，持续叠加新功能，增强客户粘性。 · 客户忠诚度建立在系统方便易用的基础上，通过极致的用户体验构筑心理上的lock up效应。 · 方案：快速增长的行业定制方案，伴随行业增长(SaaS创业公司)
	运营指标	· 盈利能力：Net New MRR（每月经常性收入净增长）= New MRR（从新客户得到的收入）+ Expansion MRR（老客户增加的收入）- Churned MRR（流失的收入） · 现金流指标：month to recover CAC（恢复用户获取成本需要的月份），CAC = 所有市场与消费综合/新获取的客户数 · 增长潜力：LTV（生命价值周期），LTV = 每月用户带来的收益率/用户的流失率 · 其他指标：快速迭代能力，获取IT基础设施能力，研发成本，SG&A，市场份额等。
	大数据分析	· 大数据分析是SaaS服务技术难度最高&价值最大，用户粘性最高的一环 · 核心技术壁垒：泛型预测分析，预测模型，优化算法，通过简洁实用的基础功能，解决客户痛点，快速获取大量客户，具备规模效应。

3.4 SaaS企业健康发展衡量指标：获客成本、回收期、客户留存

- ◆ SaaS订阅模式核心要素为LTV(客户终生价值)和CAC (客户获取成本)：
 - ✓ LTV/CAC值大于3。该标准能够判断公司从长期来看能否实现盈利，其决定了SaaS企业的扩张节奏，并提前进行规划；
 - ✓ 收回CAC成本的时间小于12个月。该标准用于判断公司在多长时间内能实现盈利，与公司实现盈利时间和现金流相关。
 - ✓ 客户流失率能否控制在5%以内。客户流失过多难以导致SaaS模式无法持续。

SaaS企业发展的评价三大指标指标



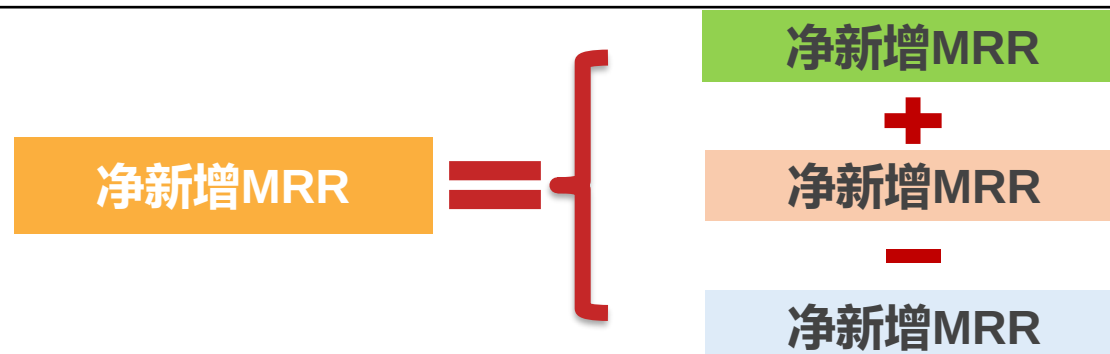
SaaS企业保持健康发展的指标

- ✓ 客户能为企业带来的总收入是否超过其他获客成本的3至5倍。
 $LTV : CAC > 3$
- ✓ 获客成本是否能在至多12个月内收回。
 $CAC : MRR < 12$
- ✓ 客户流失率能否控制在5%以内
 $Churn < 5\%$

- ◆ 按月付费公司需重点关注MRR (月经常收入) 及流失率

- ✓ 新增、流失、扩增MRR共同影响公司MRR的环比变化。
- ✓ 年订阅公司关注ARR (年经常收入) 和AVC (年度合同金额)

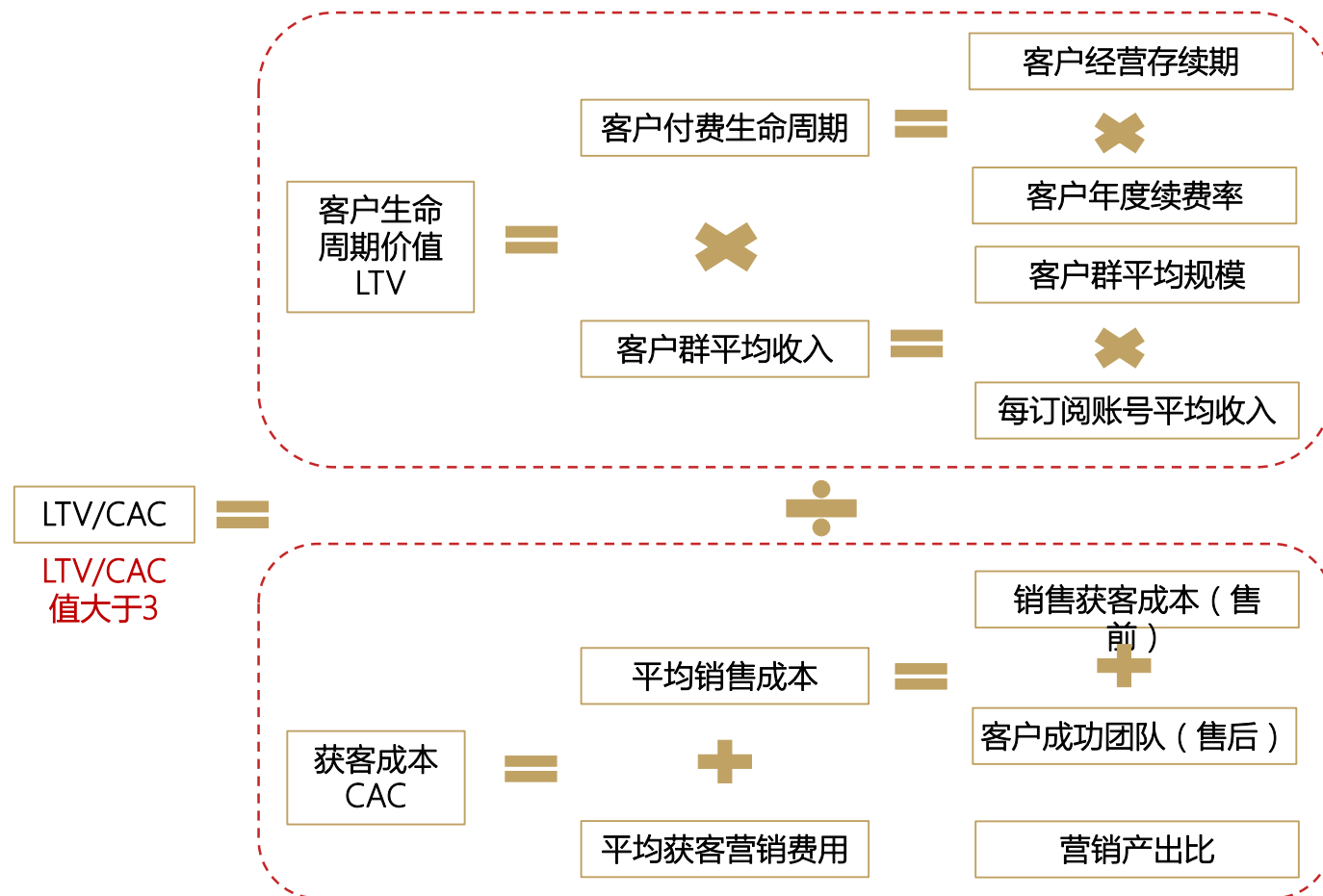
MRR (月经常收入) 的关注重点



3.5 SaaS订阅模式运行指标拆解，通过经营数据计算所得

- ◆ SaaS企业评价的关键指标参考互联网订阅逻辑。通常情况下，可以对SaaS行业厂商核心指标拆解，得出经营过程中场景的经营指标。
- ✓ 第一步：客户生命周期价值（LTV）=客户付费生命周期*客户群平均收入。
- ✓ 第二步：客户付费生命周期=客户经营续存期*客户年度续费率。
- ✓ 第三步：经营过程中得出客户经营续存期、客户年度续费率等数据。
- ◆ 订阅模式具有前期投入高回收成本慢的特点，因此SaaS公司渡过持续投入期和业务扩张期需要准确把握现金流。

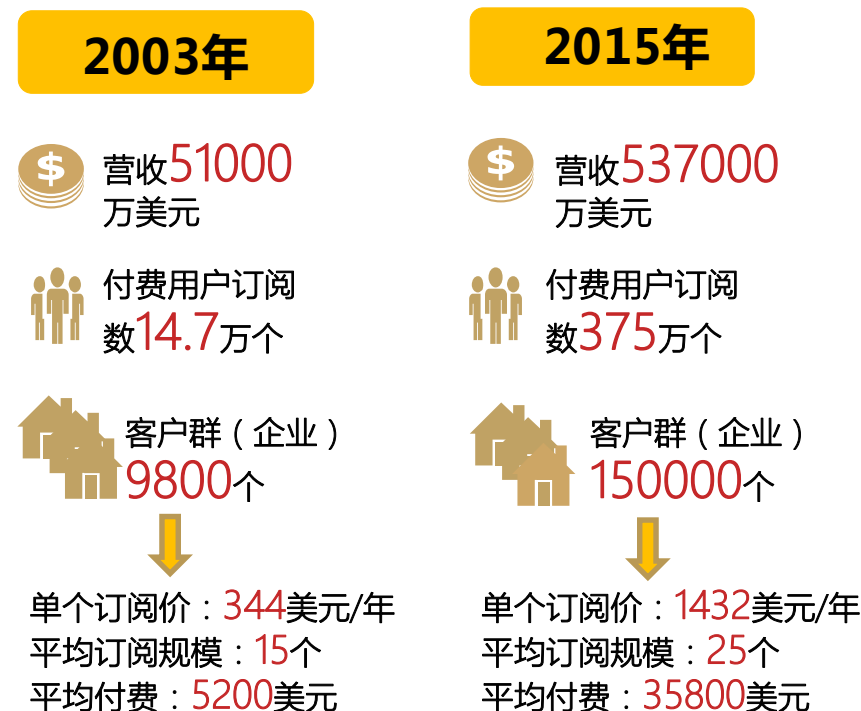
SaaS订阅模式的运行指标拆解



3.6 中小企业向大型企业拓展，从标准化走向定制化

- ◆ 从国外的发展路径看，一般SaaS企业会经历从中小企业向大型企业拓展，从标准化走向定制化的过程。主要原因有以下2点：
 - ✓ 对策：不断寻找新的小企业客户来补充流失掉的部分。
- ◆ 小企业流失率过高导致营收不稳定。尽管来自小型企业数量庞大，但小企业客户的流失率远高于中型企业和大型企业，客户流失导致前期投入成本无法收回。
 - ✓ 对策：积累头部企业客户，建立大客户标杆证明实力。
- ◆ 大型企业具备更高的客单价。以Salesforce为例，2003年公司客户群以中小企业为主，客单价为344美元/年。2015年公司业务拓展至大型企业市场，客单价提升至1432美元/年，大型企业客单价明显更高。
 - ✓ 对策：需要更高效的机制来面向大企业市场（即后来的PaaS平台和生态合作伙伴）。

Salesforce 2003年与2015年各项指标对比

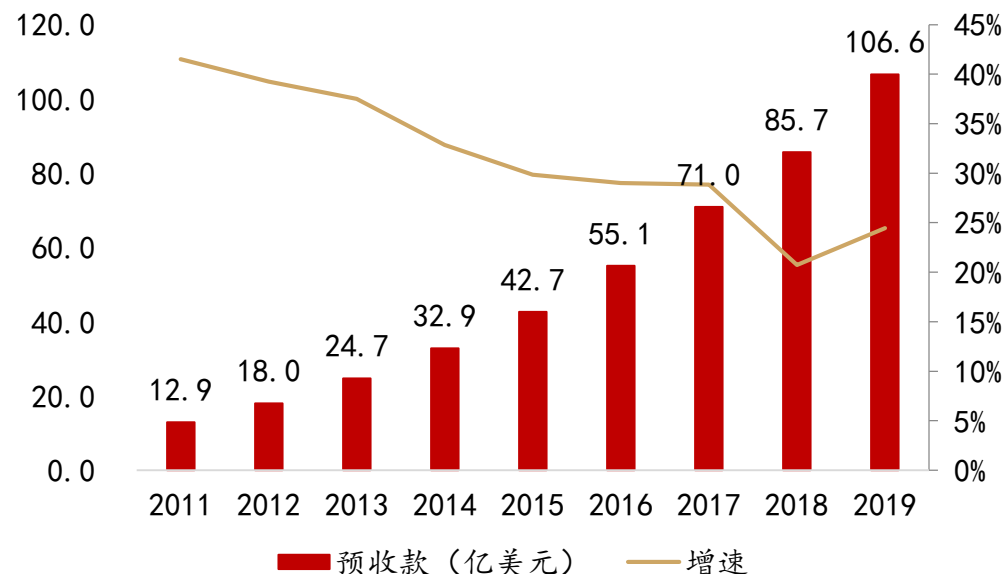


单个订阅单价的年均复合增长率达到**15.33%**
 企业平均付费金额的年均复合增长率达到**21.28%**

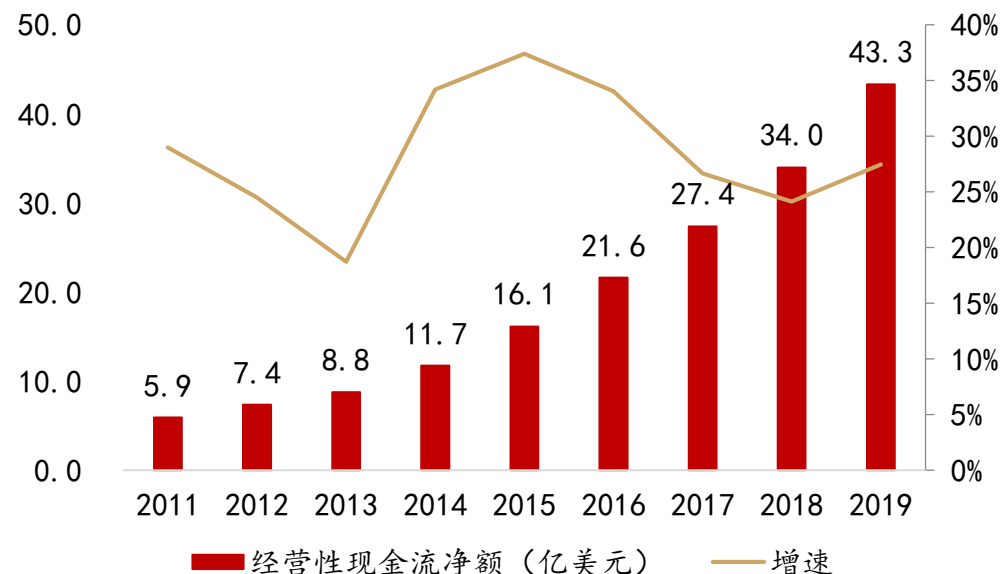
3.7 SaaS模式提高下游占款能力，形成经营性现金流杠杆

- ◆ SaaS模式提高企业对下游占款能力：以Salesforce为例，订阅后Salesforce按年度分期付款方式预先为客户开票。也就是说，在Salesforce还没有向客户提供服务之前就已经收到了用户支付的12-36个月（1-3个年度）的费用。
- ◆ SaaS模式改善企业经营现金流质量：订阅付费的优点在于，用户是先付费后使用，对于SaaS公司而言很少存在回款困难或坏账的问题，相反，用户提前支付但未提供服务的资金为SaaS公司提供了近乎无风险的资金杠杆，这部分资金可以用于当期的业务投入和扩张。

2011-2019年Salesforce预收款及增长率情况



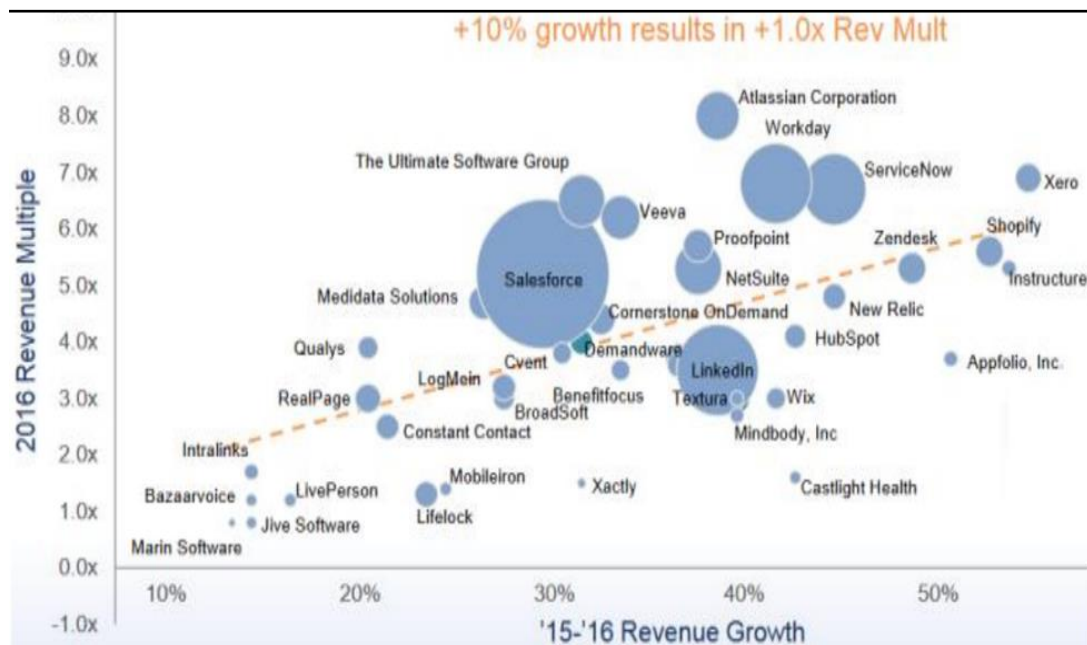
2011-2019年Salesforce经营性现金流及增长率情况



3.8 SaaS的估值基于经营指标，包括获客、用户付费、用户留存

- ◆ 一般可以通过多种估值方法衡量SaaS企业价值，终要回归企业基本面。营收增长、研发费用率、销售费用率、获客成本、客户生命周期价值、客户流失率、月/年经常性收入、月均客单价、客户流失率等企业基本面指标是更根本的指标，具备前瞻性。
- ✓ 一般来看，营业总收入及其增速较高的 SaaS 企业对应估值较高。根据 BVP 的统计分析，SaaS 企业营业收入增长率每增加 10%，估值倍数增加 1 倍左右；
- ✓ 销售费用率和研发费用率前期快速上升后期迅速下降，可以用来判断 SaaS 企业的成熟度，作为企业估值拐点的前瞻性指标；
- ✓ SaaS企业盈利的核心是保持客户，估值需要更多考虑客户情况，如CAC、LTV、Churn、MRR等。

SaaS 企业营收增长每增加 10%，估值倍数增长1倍



SaaS企业估值还需多考虑客户情况



3.9 总结：SaaS公司核心指标透视：从经营指标到财务指标转化

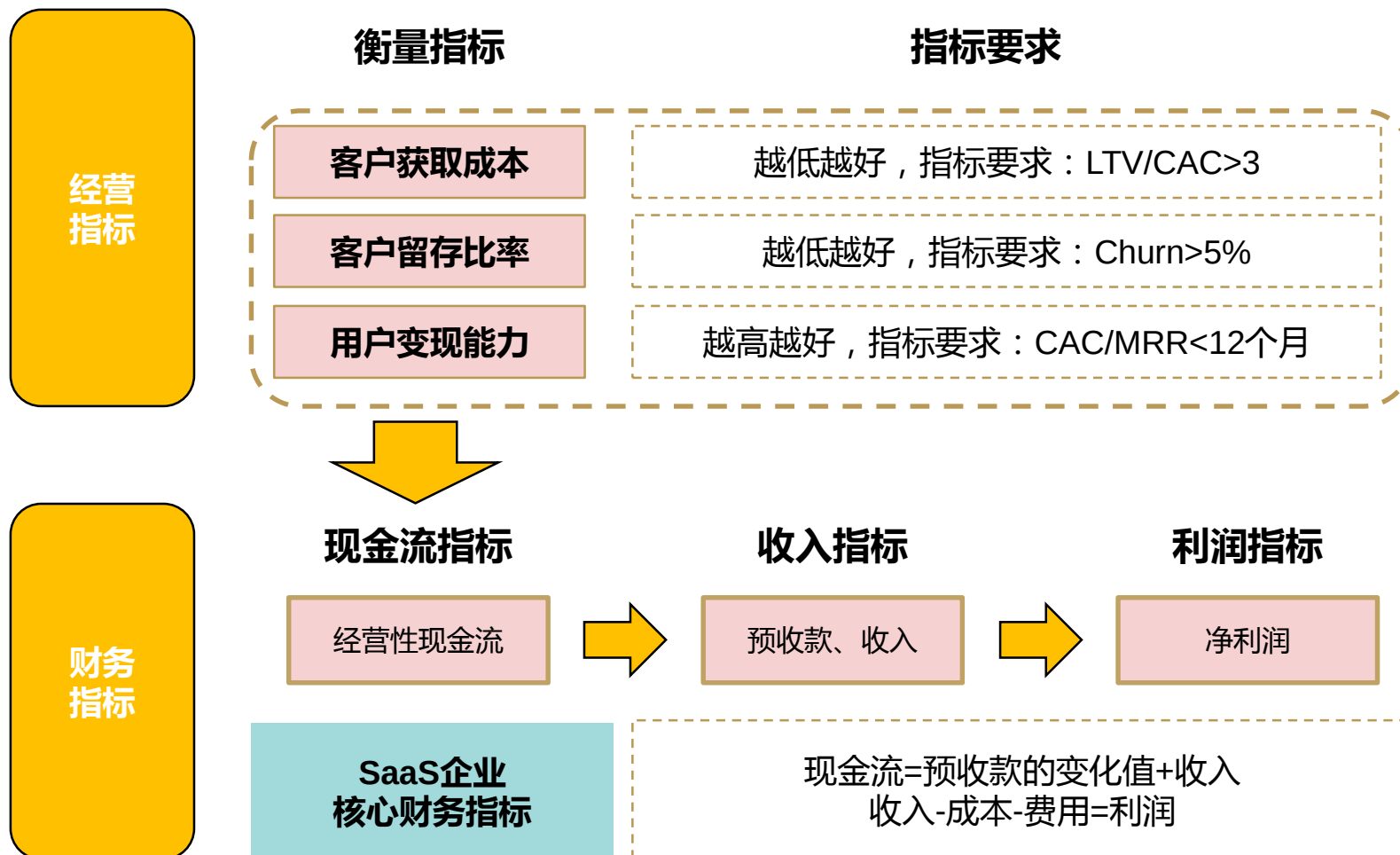
- ◆ SaaS企业三大核心经营指标包括：客户获取成本、客户留存比率、用户变现能力。

- ✓ 优质SaaS公司经营指标的要求：1) 客户获取成本， $LTV/CAC > 3$ ；2) 客户留存比率 $Churn > 5\%$ ；3) 用户变现能力， $CAC/MRR < 12$ 个月。
- ✓ 三大经营指标将直接作用于财务指标形成经营性现金流。

- ◆ SaaS公司三大核心财务指标包括：现金流指标、收入指标、利润指标。

- ✓ 由于SaaS企业是先预收再确认的收费模式，财务指标的体现一般遵循“经营性现金流=《预收款、收入》净利润”的顺序。
- ✓ 现金流=预收款的变化值+收入。
- ✓ 收入-成本-费用=利润

SaaS公司核心指标透视：从经营指标到财务指标转化





03 透视：

从关键指标剖析SaaS本质

- ✓ 经营视角：运营指标与衡量
- ✓ 财务视角：财务指标与估值
- ✓ 典型案例：典型SaaS公司

3.10 企业估值方法的归纳，适用于不同的资产和发展阶段

- ◆ 对一个公司估值，需要根据行业性质、所处的发展阶段以及公司自身性质选用不同的估值方法。对于重资产企业，通常以净资产估值方法为主，盈利估值方式为辅；对于轻资产型企业，通常以盈利估值方式为主，净资产估值方式为辅；对于尚未盈利的初创型企业通常采用市销率，对于盈利稳定的成熟企业一般以市盈率为主；对于互联网企业，还可以用 GMV、续费率、付费率货币化率等指标进行估值；对于新兴行业和高科技企业，往往以市销率为主。

不同估值方法及适用范围

估值思想	估值方法	适用范围	局限性
现金流折现估值法	DCF	适用于高分红且稳定的公司	对于高速成长的企业，其现金流入很不稳定，预测未来现金流量比较困难
	DDM		
相对倍数估值法	PE	适用于主营业务以及盈利较为成熟稳定的公司	净利润受到企业非经营性、非核心收入开支以及税项和资本结构的影响
	PB	适用于周期性较强和重资产行业	对于固定资产占比较少，无形资产（如技术专利等）占比较多的企业难以适用
	PS	适用于尚未盈利的企业	无法反映营业成本以及营业费用对公司的影响
	EV/Sales	适用于初创企业	
	EV/EBITDA	适用于尚未盈利的企业	未考虑税项和利息对现金流影响；未考虑补充营运资金以及重置设备的现金需求
	PCF*CFO	适用于成熟 SaaS 企业	成熟度较低的SaaS企业不适用
	P/OCF	投入和回报存在明显差期错配的企业	
期权估值法		适用于医药、生物等重研发属性行业	难以合理评估各项事件的发生概率（如研发成功率等）

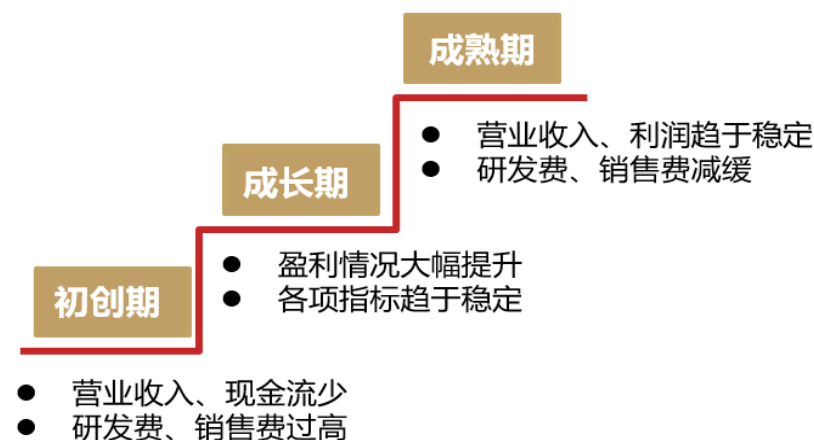
3.11 SaaS估值难点根源：收入确认模式及成长阶段财务差异巨大

- ◆ **根源一：免费政策及按月付款模式成为估值难点。** SaaS行业主流商业模式目前主要有三种：完全免费、部分收费和收费模式，SaaS企业发展的核心是客户留存率和客户续约率，因此大量 SaaS 服务商通过免费的形式吸引大量客户，基础功能免费、高级功能或增值服务收费以及完全按年/季/月进行收费等方式是SaaS行业的主流收费模式。该模式下企业的盈利水平难以保证，甚至在早期处于长期亏损状态，主流的P/E估值方法难以适用。
- ◆ **根源二：SaaS企业不同发展阶段财务差异巨大，估值方法亦有变化。**
 - ✓ **初创期：**现金流收入和营业收入少，同期研发、销售费用大幅增长，营业利润、自由现金流等指标难以作为企业长期价值判断标准；
 - ✓ **成长期：**盈利能力大幅提升，各项财务指标趋于稳定，现金流、营业利润可称为合理估值指标；
 - ✓ **成熟期，**前期积累客户释放的规模效应明显，同期销售费用、研发费用有所减缓，可回归PE估值。

SaaS产品不同商业模式



SaaS企业不同阶段财务状况



3.12 绝对估值法DCF：在实践中难以实施，需要假设的条件太多

DCF估值法的实施步骤



DCF估值法的计算公式

$$DCF = \sum \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CF_{t+1}}{WACC - g}$$

- ◆ DCF代表的绝对估值法能够对公司进行最精准的估值
 - DCF (Discounted Cash Flow , 现金流折现) 估值法是绝对估值法中的经典方法，背后的逻辑为，公司价值等于未来现金流的折现。
 - 它通过对未来现金流以及资本加权成本的预测，直接评估公司价值。
- ◆ DCF绝对估值法由于假设多敏感性高的特点，现实中难以实施
 - DCF的评估方式直接量化公司未来现金流，从这个角度说，DCF是最为正确、精确的估值方法。但是在实际的估值当中，DCF的精确度往往是最底的，因为DCF在实践中非常难以实施。
 - DCF实施过程中，需要历经较多的预测步骤:自由现金流的预测、终值的计算预测以及折现率的预测。DCF的估值结果对上述的预测敏感度较高，小小的预测偏差都会引起较大的误差，所以DCF估值法难以实施。

3.13 SaaS企业估值体系探讨：基于不同时期的核心财务指标

SaaS企业估值体系探讨：基于不同时期的核心财务指标



不同时期的核心财务指标：

- 1、初创期：**SaaS企业收入规模小，以预收款的形式形成稳定的经营性现金流，所以该阶段SaaS企业估值锚定**现金流**指标，如P/OCF等。
- 2、成长期：**预收款逐渐确认为收入，SaaS企业收入实现稳定增长，所以该阶段SaaS企业估值锚定**营业收入**指标，如PS等。
- 3、成熟期：**SaaS企业收入逐步转化为利润，SaaS公司进入成熟稳定阶段，所以该阶段SaaS企业估值锚定**净利润**指标，如PE等。

探讨几个问题：

- 1) P (市值) 与EV的关系，用哪个更好？
- 2) E (净利润) 与EBITDA的关系，哪个更好？
- 3) OCF与FCF的关系，哪个更好？

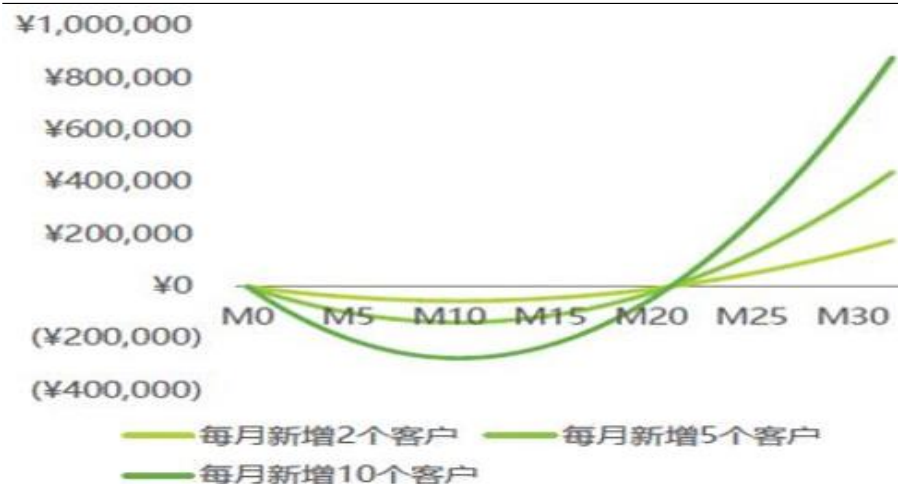
3.14 初创期的SaaS企业：适用P/OCF，以经营现金流为导向

1. P/OCF适用于初创期的SaaS企业

◆ 适用性：

- ✓ 经营性净现金流（OCF）增量与成长型科技公司当年末市值具有强相关性；
- ✓ 正值牛市的纯正SaaS企业和转型SaaS企业公司的市值与经营性净现金流（OCF）以及自由现金流（FCF）均表现出强的正相关性；
- ✓ SaaS是典型的累积现金流盈利模式，前期为了获取客户，需要大笔投入研发和销售费用，从而导致盈利滞后于开销时点；后期软件开发维护成本低，营收稳定，规模效应较明显。

SaaS 企业不同增长率对盈亏/现金流的影响



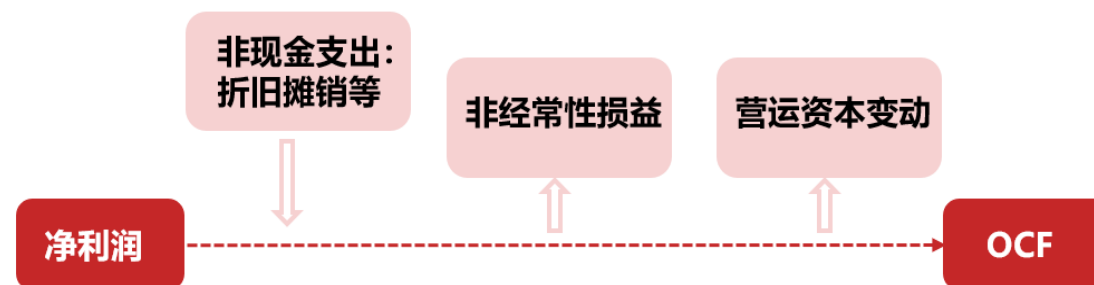
◆ Why OCF ?

- ✓ OCF VS FCF：对于投入和回报存在明显差期错配的企业，估值应该跳出传统的P/E；由于企业在发展过程中存在CE波动（资本性支出），科技成长型企业更多的是对未来或新业务的投资，FCF未考虑CE；

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

- ✓ OCF VS 净利润：OCF相对净利润所做的调整均围绕企业现金的实际收付，减去经营活动需要新占用的现金，加回实际没有流出的现金，考虑了投入和收益的差期错配以及企业经营模式变化带来的营运资本结构的变化。

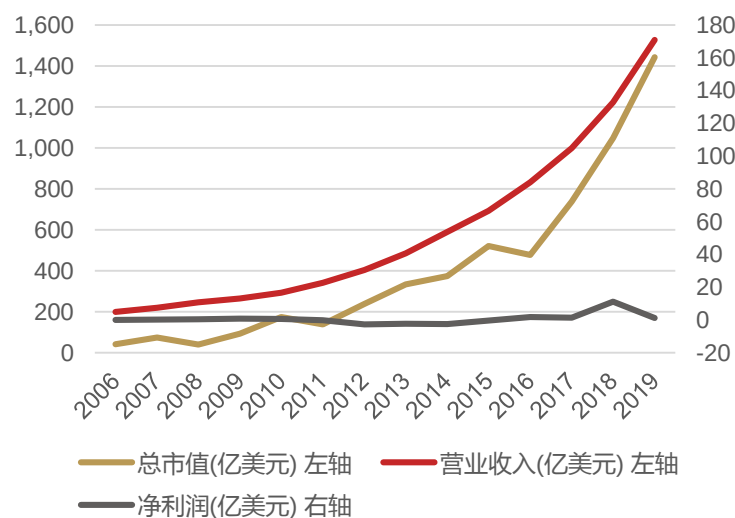
OCF相对净利润调整了对公司业务经营有实质影响的现金项目



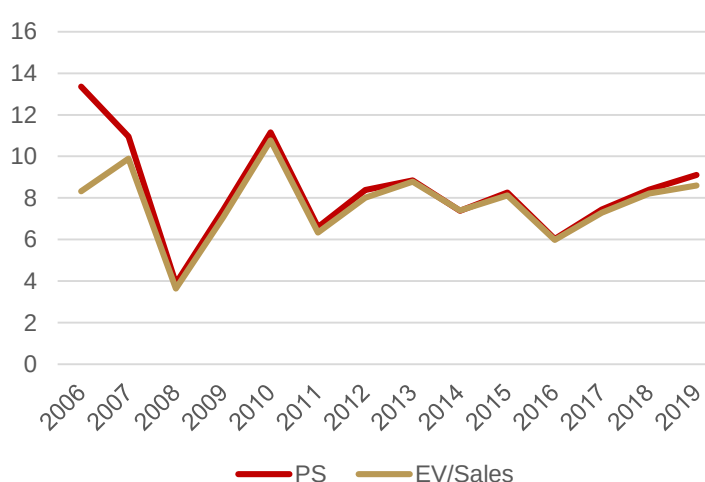
3.15 成长期的SaaS企业：适用P/S，以营业收入指标为导向

- ◆ EV/Sales与P/S估值乘数，适用于以销售为盈利导向的行业。
- ✓ 以美国SaaS巨头Salesforce为例，其营业收入与总市值的关系成正相关，而市值与净利润相关性不大，其原因在于SaaS企业净利润往往波动很大。
- ◆ P/S在估值方面更加直观，因此选择PS作为成长期SaaS企业的估值乘数。
- ✓ PS值不适用于导入期。当企业在导入初期时，订阅用户少，营收数值小，导致PS指标很大。这时估值乘数没有意义。
- ✓ 相比EV/sales，其包含了杠杆问题，不适用于资本结构区别很大的公司对比。不过其操作简单的特性，让它成为行业最常用的估值方法。

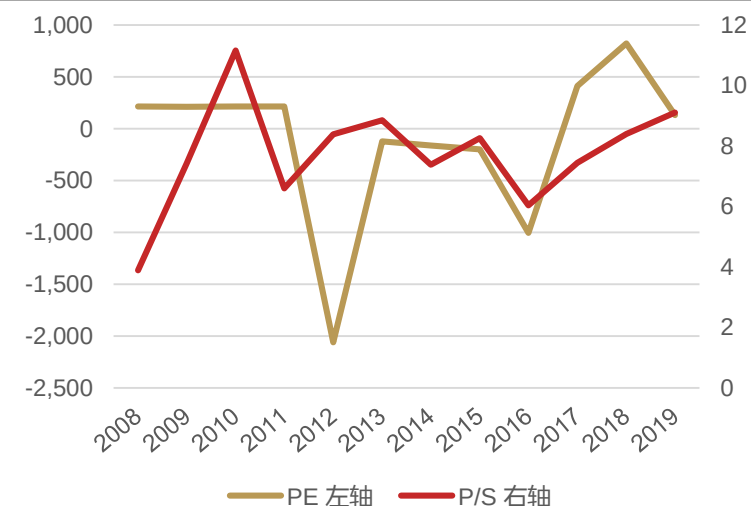
Salesforce营业收入与总市值正相关



PS与EV/Sales在成长期波动一致



Salesforce的PS水平相比于PE较为稳定



3.16 成长期的SaaS企业：适用P/S，以营业收入指标为导向

1. EV/Sales可以用于成长期SaaS行业

- ◆ **分母选择：企业价值EV。**EV反映的是公司全部的经营价值，其考虑了所有利益相关者（包括全体股东、债权人等投资人）获得满意回报的能力，因此企业的价值越高，企业给予其利益相关者回报的能力就越高。
- ◆ **分子选择：营业收入Sales。**EV没有扣除杠杆项目，应选口径一致未扣除杠杆的项目。由于前期大量研发和客户拓展费用的大量投入，SaaS企业当期净利润很可能为负值，选择不会出现负值的Sales就更有意义。同时收入处于利润表的最顶端，可控性较小相对较可靠，受到不同会计准则的影响也很小，有利于不同环境下公司间的对比。

企业价值于市值区别

企业价值（EV）= 市值 + 企业债务净额

$$= \text{市值} + \boxed{\text{总负债} - \text{现金及现金等价物}} + \boxed{\text{少数股东权益} + \text{优先股}}$$



全体债权人

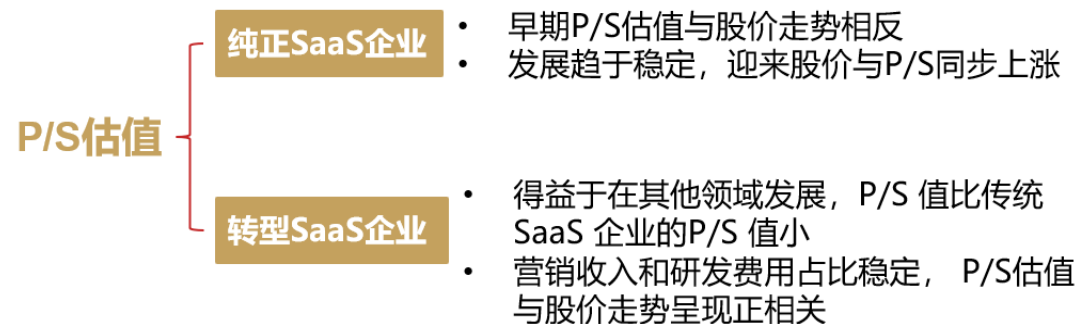


全体股东

2. P/S为 SaaS行业最常用估值方法

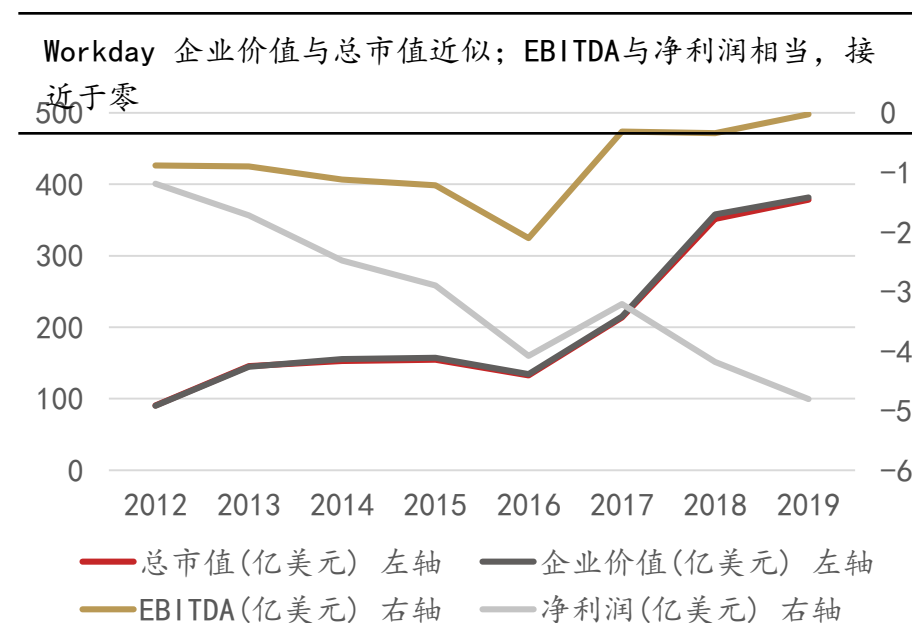
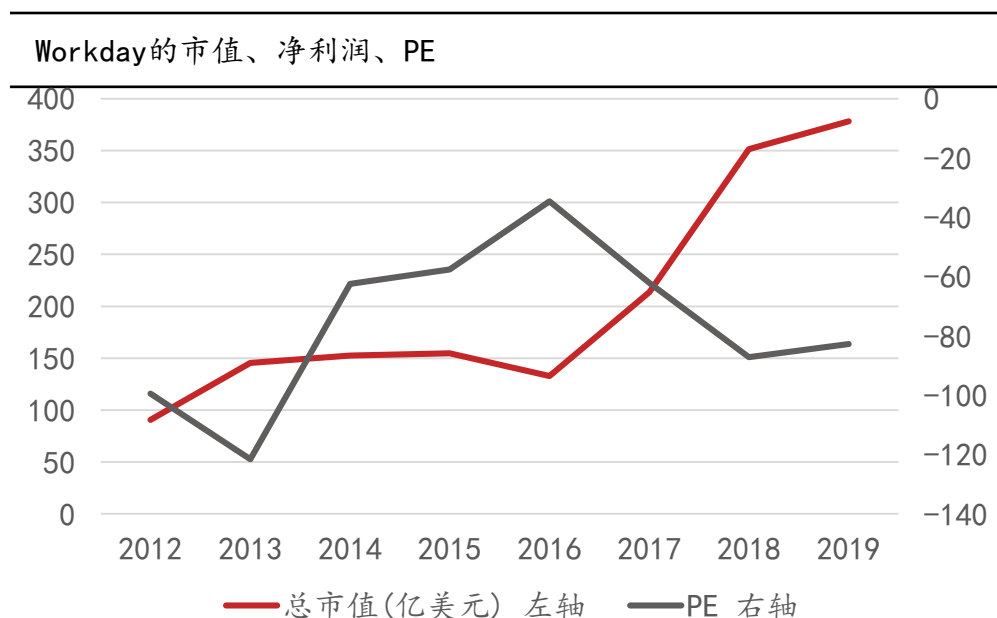
- ◆ **特点1：**销售收入最为稳定&波动性小，P/S 值不会出现负值致使估值无意义的情况出现，因此是当前SaaS 行业最常用估值方法。
- ◆ **特点2：**随着企业成熟度提升，P/S值与股价关系由负相关转为正相关。一开始由于销售规模的扩大和研发费用的大幅投入P/S值呈现低态势发展，营业收入规模较大的公司其P/S也较低；随着成熟度提升，研发费用率趋于固定，盈利水平不断上升，P/S与股价回归正相关。
- ◆ **特点3：**P/S值的下降表明SaaS企业成熟度上升，销售规模逐渐增大，呈现较好发展势头。

纯正SaaS企业与转型SaaS企业P/S估值区别



3.17 成熟期的SaaS企业：最终回归经典PE指标，以净利润为导向

- ◆ 成长期时SaaS公司价值与净利润关联小，PE会低估公司价值。下图中美国知名SaaS企业Salesforce与Workday的PE情况，主要原因是：
 - ✓ 云业务初期投入大，费用与资本支出不稳定，导致的净利润失真。
 - ✓ 企业净利润可能为负，PE估值无意义。
- ◆ 随着企业进入成熟期，资本开支与收入稳定后，将回归PE指标。随着公司规模扩大以及付费客户的拓展，将产生规模效应摊销资本支出与费用支出。收入，成本与费用的波动趋于平稳。此外EV/EBITDA，虽然剔除了杠杆与资本支出的影响，但是鉴于SaaS行业不具备重资产属性，而且科技企业的杠杆往往影响不大，因此市场依旧会选择更加直观的PE指标。





03 透视：

从关键指标剖析SaaS本质

- ✓ 经营视角：运营指标与衡量
- ✓ 财务视角：财务指标与估值
- ✓ 典型案例：典型SaaS公司

3.18 海内外典型SaaS企业案例：Salesforce、SAP、用友、金蝶

◆ Salesforce赛富时

Salesforce是一家客户关系管理软件服务提供商，允许客户与独立软件供应商定制并整合其产品，建立他们所需的应用软件。
公司业务构成：销售云(46亿美元)、服务云(44.7亿美元)、平台及其他服务(44.7亿美元)、市场和商务云(25亿美元)。营业收入占比分别为29%、28%、28%、16%。



◆ SAP思爱普

SAP是全球最大的商业应用、企业资源规划解决方案和独立软件供应商。公司涉及数字经济各个领域的创新，如物联网，机器学习和人工智能。
公司业务构成：云收入(69.3亿美元)、软件支持(160.8亿美元)、服务收入(45.1亿美元)。营收占比分别为25%、58%、16%。

◆ 用友网络

用友网络是国内领先的企业服务提供商，用友UAP私有云平台是中国大型企业和公共组织应用最广泛的企业计算平台。
公司业务构成：软件业务(52亿元)、云业务(19.7亿元)和金融业务(12.9亿元)，营收占比分别为61%、24%和15%。

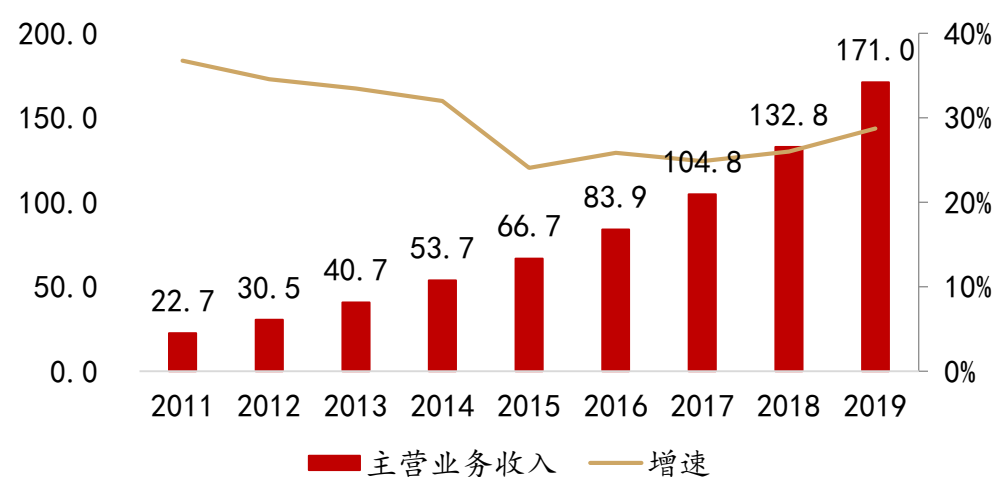


◆ 金蝶国际

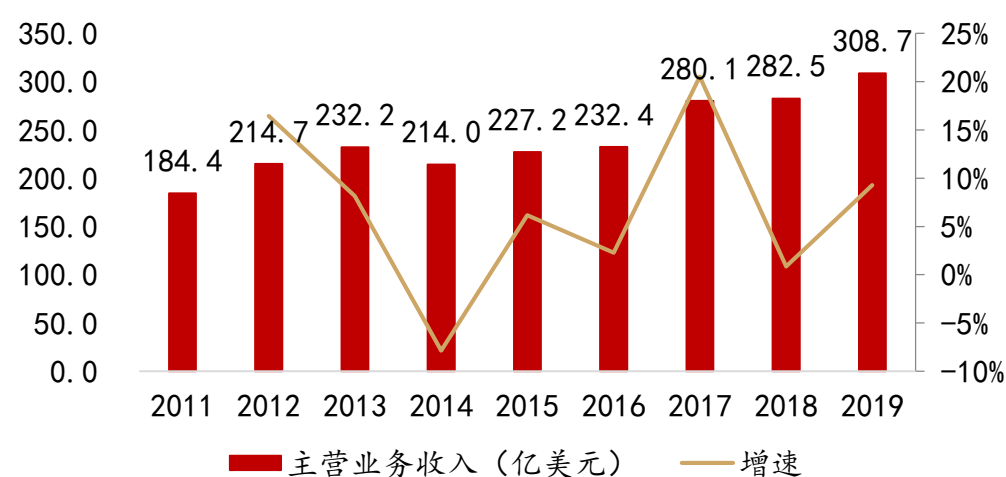
金蝶国际是国内领先的企业管理软件及电子商务应用解决方案供应商。其中金蝶KIS和K/3是中国中小型企业市场中占有率最高的企业管理软件。
公司业务构成：ERP业务(20.12亿元)、云服务(13.14亿元)，其营收占比为60%和40%。

3.19 典型SaaS公司财务比较：营业收入持续增长

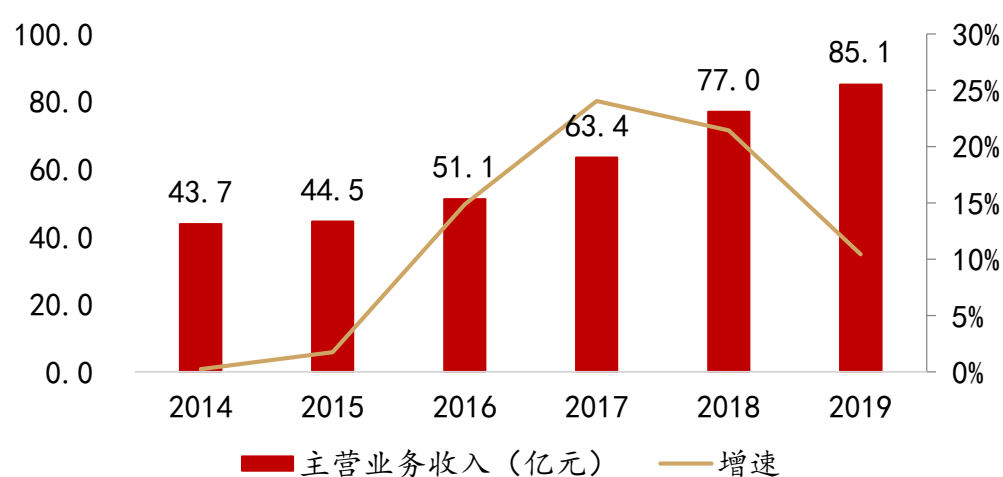
2011-2019年Salesforce营业收入及增长（亿美元）



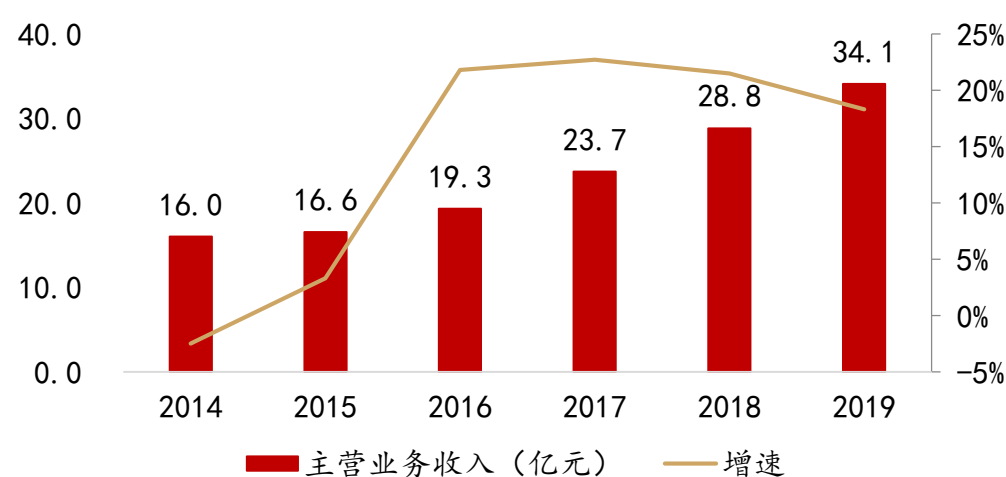
2011-2019年SAP营业收入及增长（亿美元）



2014-2019年用友网络营业收入及增长（亿元）

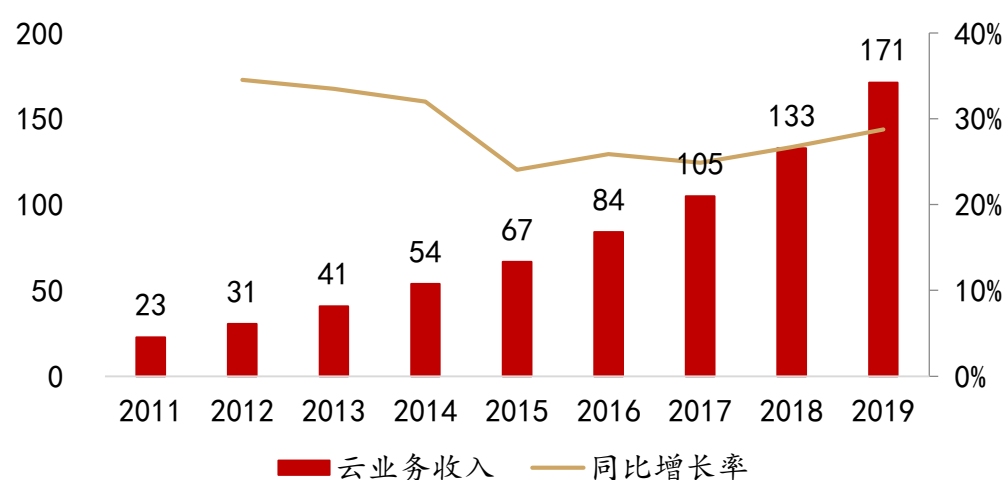


2014-2019年金蝶国际营业收入及增长（亿元）

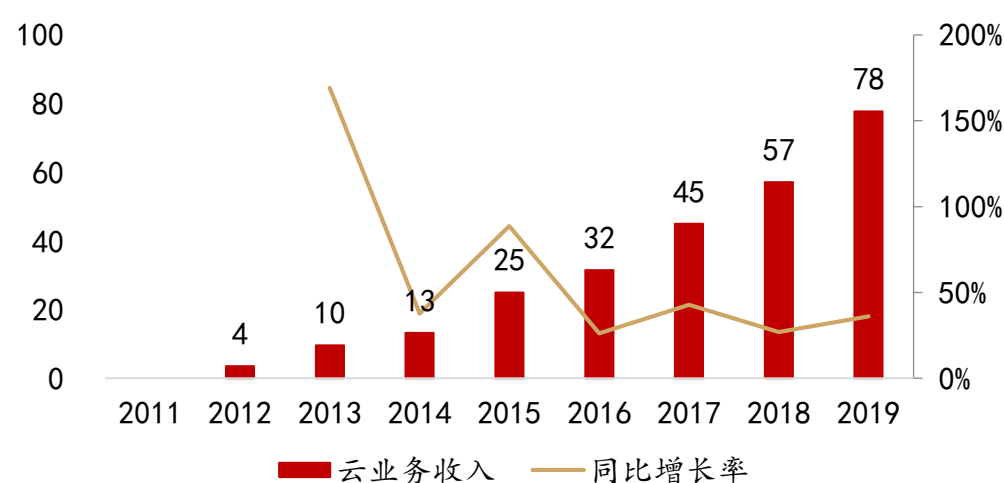


3.20 典型SaaS公司财务比较：云业务收入高速增长

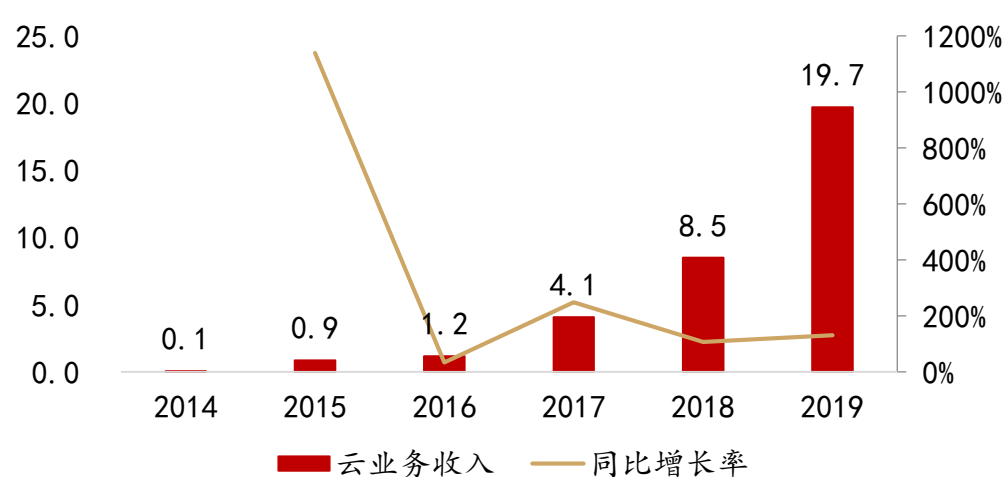
2011-2019年Salesforce云业务收入及增长（亿美元）



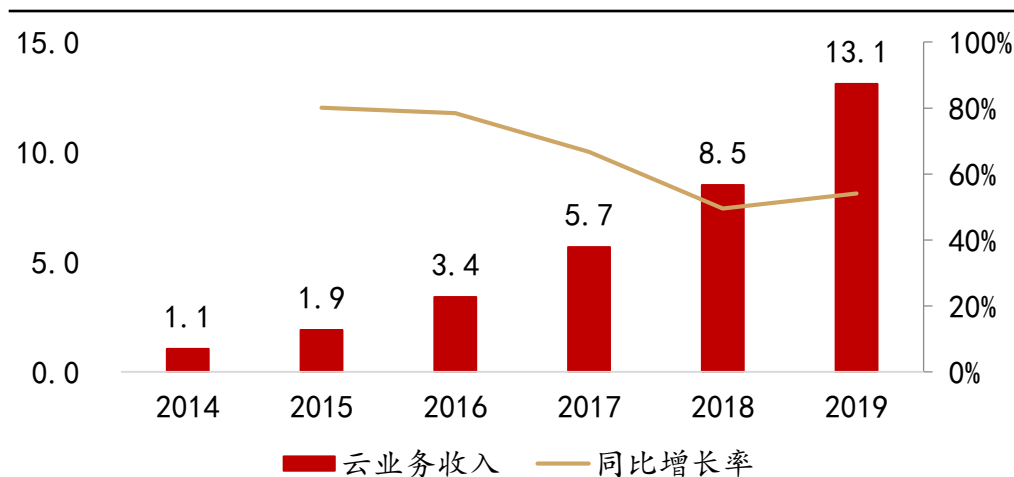
2011-2019年SAP云业务收入及增长（亿美元）



2014-2019年用友网络云业务收入及增长（亿元）

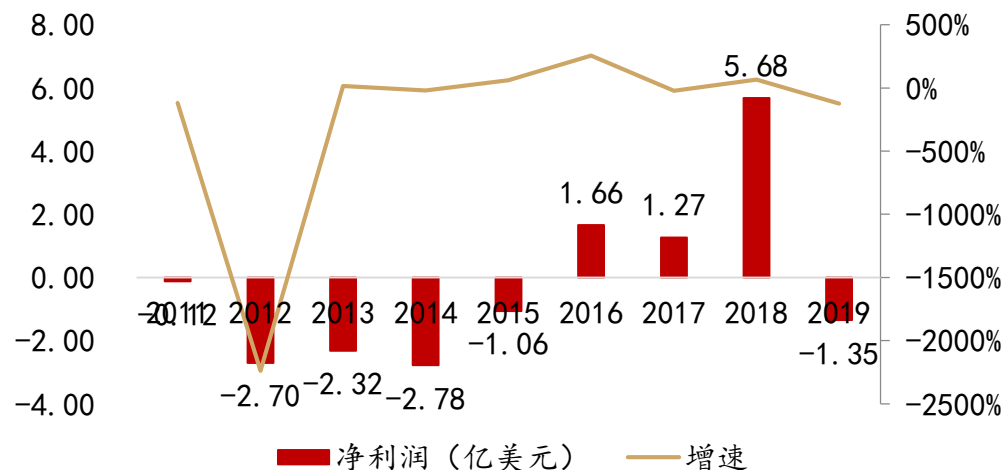


2014-2019年金蝶国际云业务收入及增长（亿元）

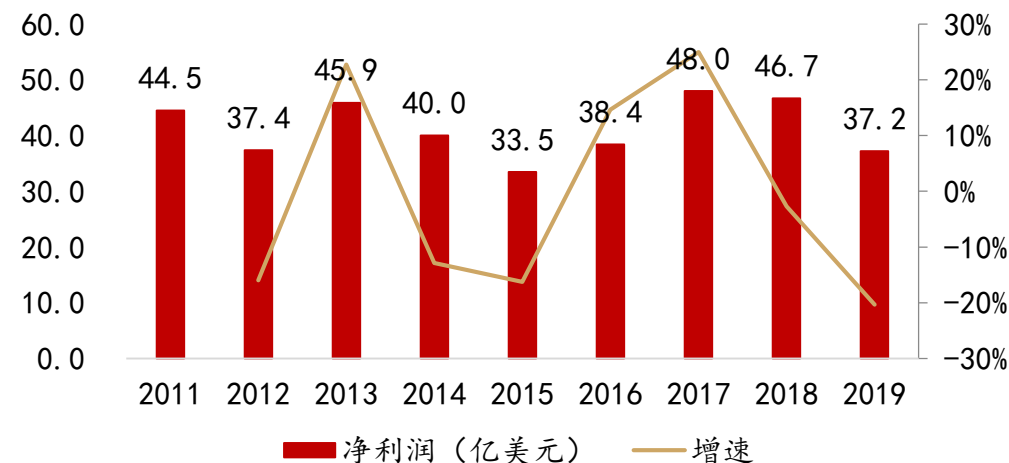


3.21 典型SaaS公司财务比较：云转型持续投入业绩短期承压

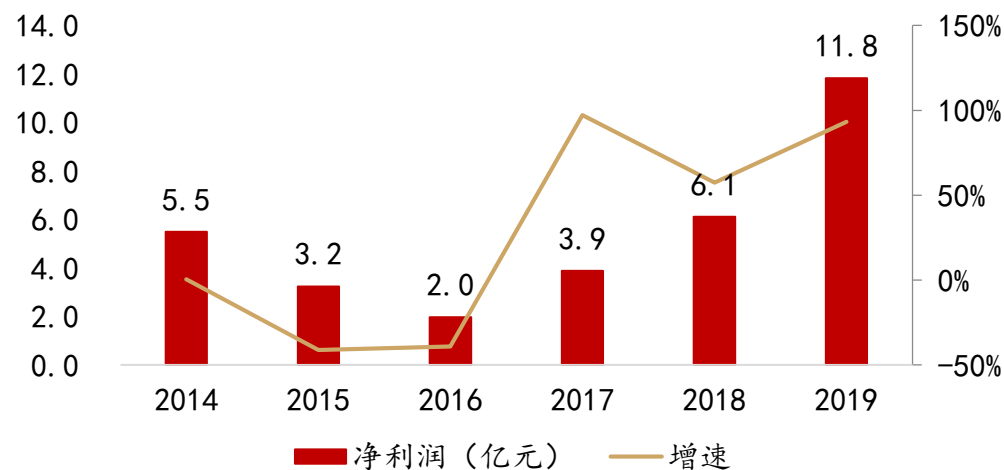
2011-2019年Salesforce净利润及增长（亿美元）



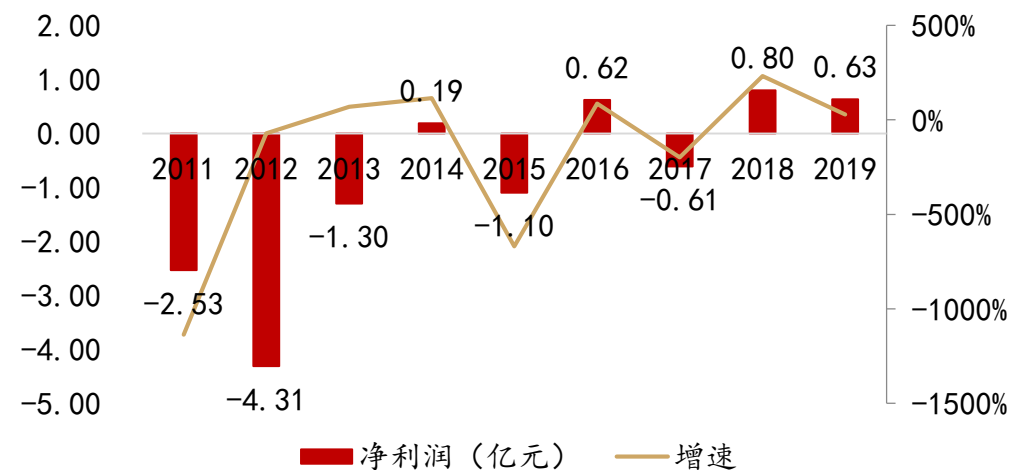
2011-2019年SAP净利润及增长（亿美元）



2014-2019年用友网络净利润及增长（亿元）

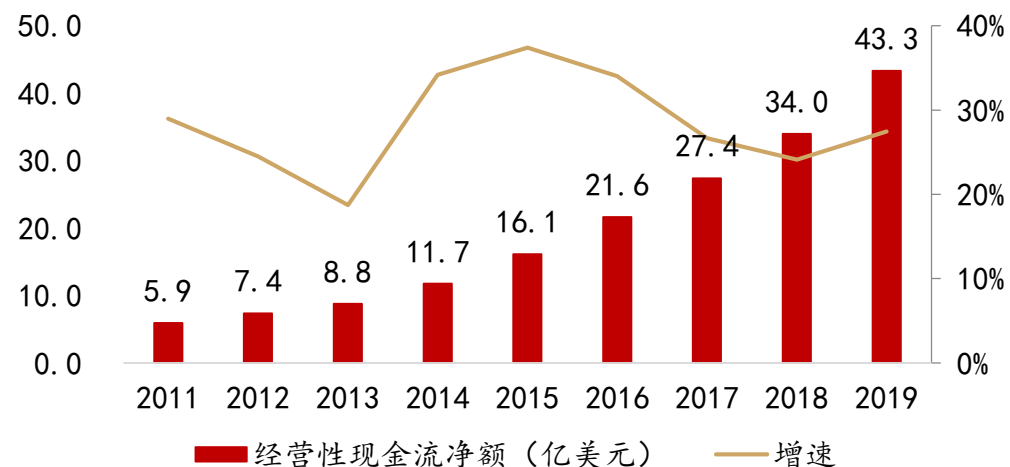


2014-2019年金蝶国际净利润及增长（亿元）

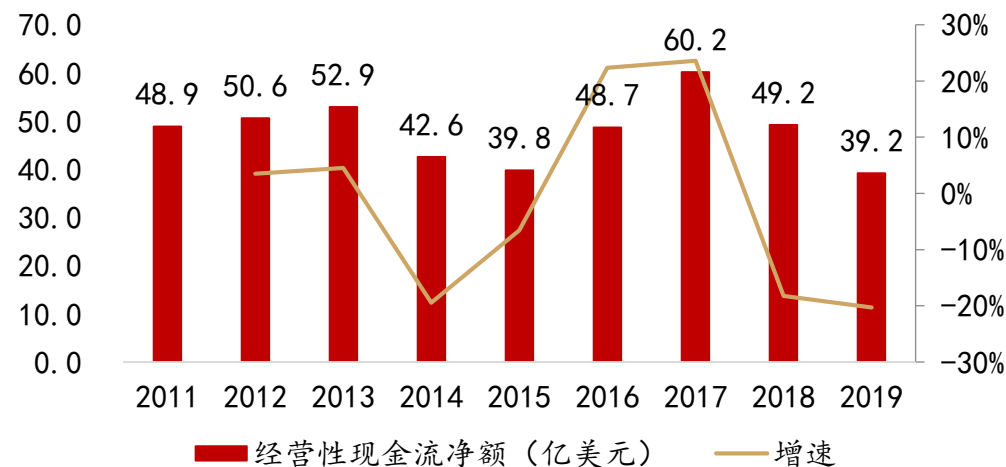


3.22 典型SaaS公司财务比较：经营性现金流质量逐步改善

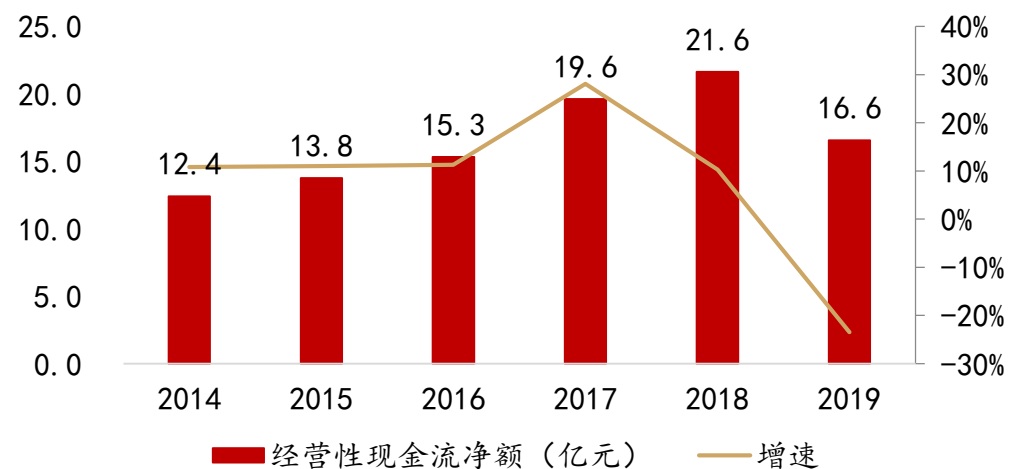
2011-2019年Salesforce经营性现金流及增长（亿美元）



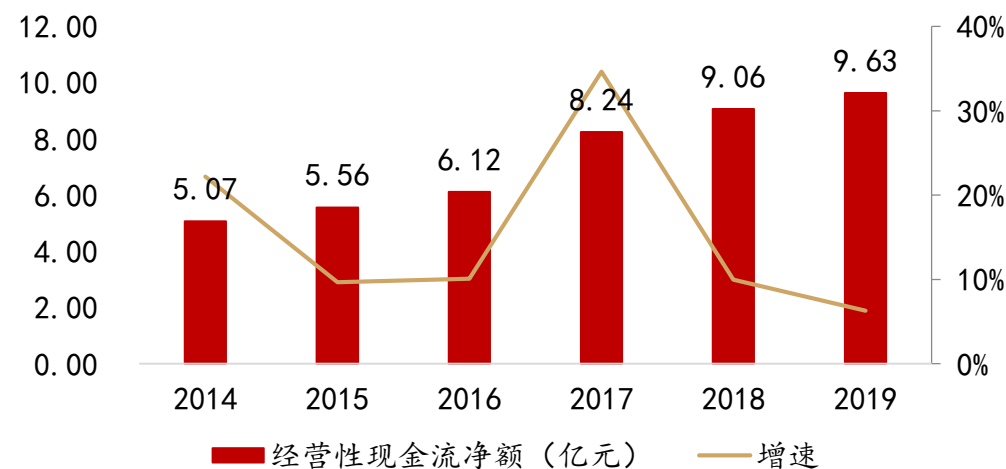
2011-2019年SAP经营性现金流及增长（亿美元）



2014-2019年用友网络经营性现金流及增长（亿元）

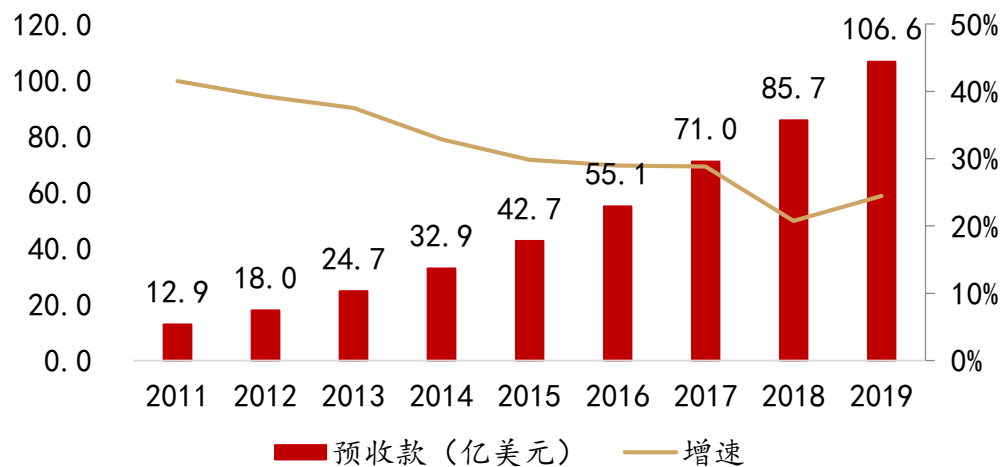


2014-2019年金蝶国际经营性现金流及增长（亿元）

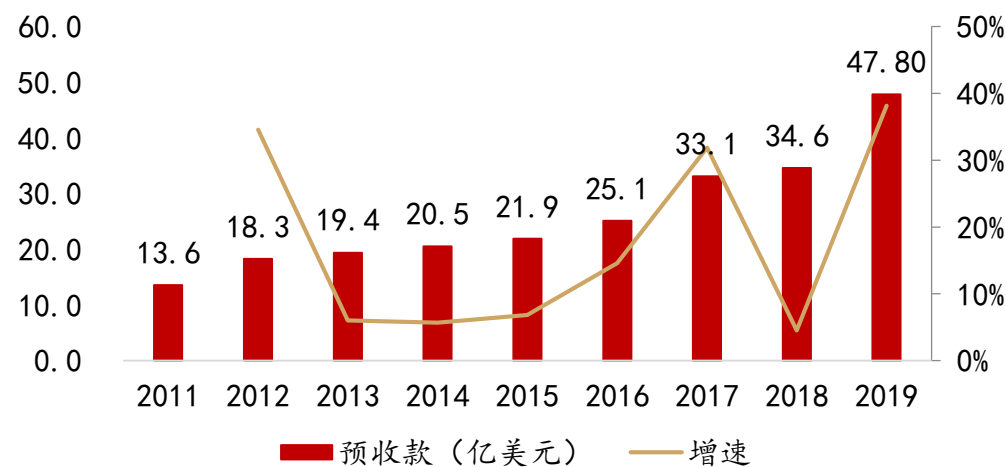


3.23 典型SaaS公司财务比较：预收账款随云转型逐年提升

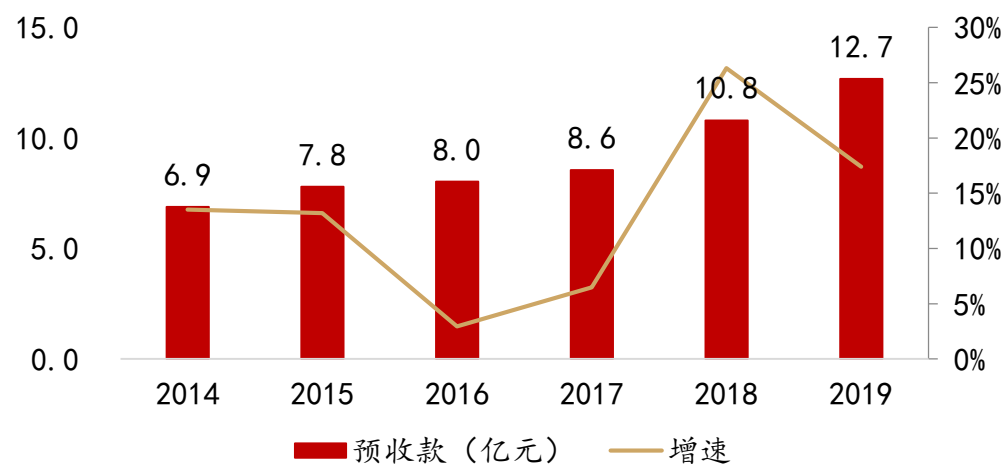
2011-2019年Salesforce预收账款及增长（亿美元）



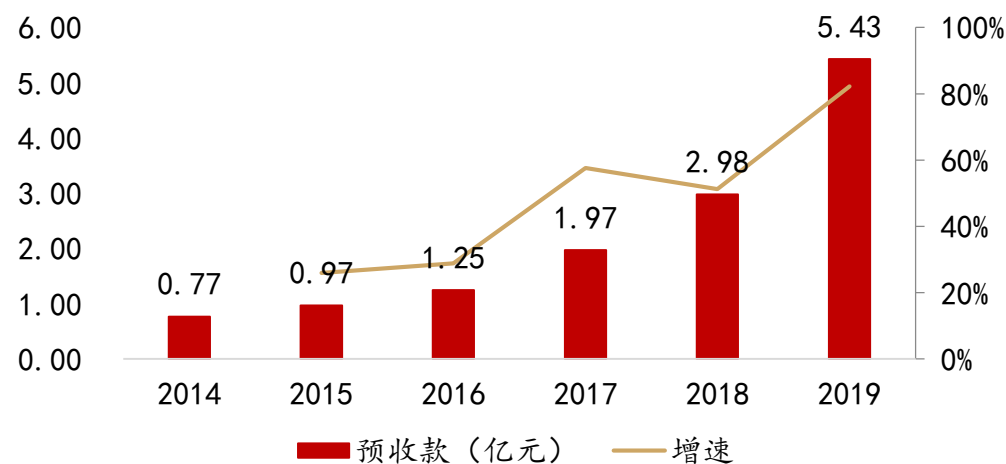
2011-2019年SAP预收账款及增长（亿美元）



2014-2019年用友网络预收账款及增长（亿元）



2014-2019年金蝶国际预收账款及增长（亿元）





04 投资：

SaaS**核心主线**与**相关标的**

4.1 投资主线与核心标的：从SaaS黄金赛道中筛选金牌选手

- ◆ **核心观点：**1) 中美云计算产业代差3-5年，美国云巨头持续高增长验证云模式有效性。2) 中美公有云市场结构倒挂（市场规模比IaaS/SaaS，美国是0.37，中国是1.86），我国SaaS市场成长潜力巨大。3) SaaS模式改善企业现金，提升经营质量和盈利水平，是云计算市场最优质的细分领域！
- ◆ **SaaS是长周期的黄金赛道，是IT基础架构升级的确定性趋势。**2020年以来新冠疫催生“在线经济”，培育终端用户使用习惯，促进企业加快数字化转型，我们坚定看好SaaS化趋势下明确受益的行业龙头标的，包括企业级服务市场龙头**用友网络**，超融合领军**深信服**，金融SaaS龙头**恒生电子**，其他受益标的包括办公SaaS领军**金山办公**，建筑SaaS龙头**广联达**、OA协作龙头**泛微网络**，SaaS ERP领军**金蝶国际**。
- ✓ **用友网络（600588.SH）：**企业核心系统ERP奠定用户高粘性，轻量先行加速云转型，构建云生态反哺ERP云化实现正向循环。采用P/OCF估值法，目标市值1700亿元，股价空间40%。
- ✓ **深信服（300454.SZ）：**具备极强的成长性和竞争力，形成信信息安全（基石）+云计算（平台）+基础网络（架构）三阶成长之路。采用PS估值法，目标市值1100亿元，股价空间49%。
- ✓ **恒生电子（600570.SH）：**计算机绩优白马，传统/创新业务两翼齐飞。创业板+新三板改革红利的最大受益者，泛资管类金融云SaaS打开成长空间。采用PE估值法，目标市值1300亿元，股价空间33%

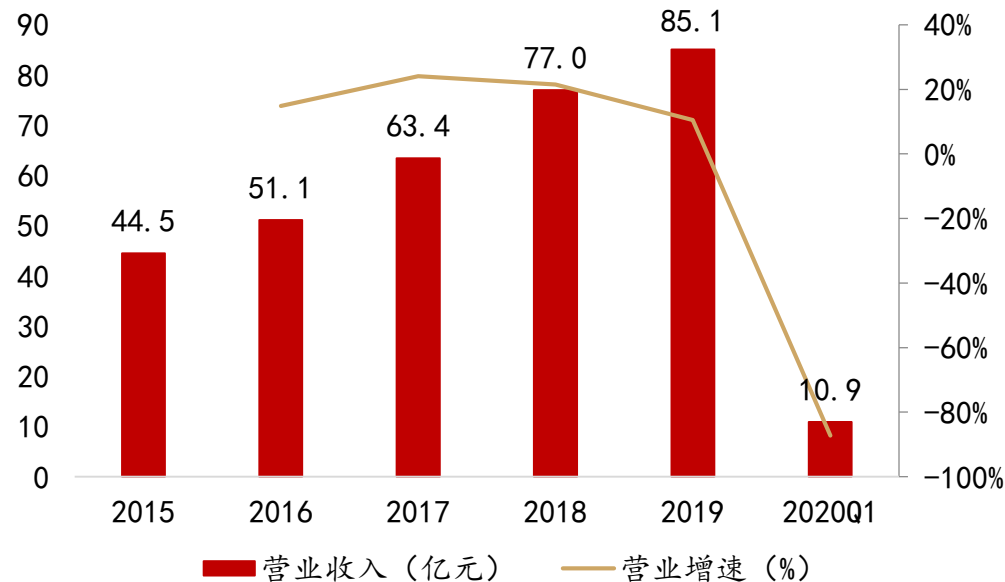
推荐标的盈利预测与估值

公司代码	公司简称	股价（元）	投资评级	EPS（元）			PE		
				20E	21E	22E	20E	21E	22E
600588.SH	用友网络	37.06	买入	0.53	0.70	0.98	70	53	38
300454.SZ	深信服	178.60	买入	2.39	3.17	3.91	75	56	46
600570.SH	恒生电子	94.24	买入	1.38	1.89	2.64	68	50	36

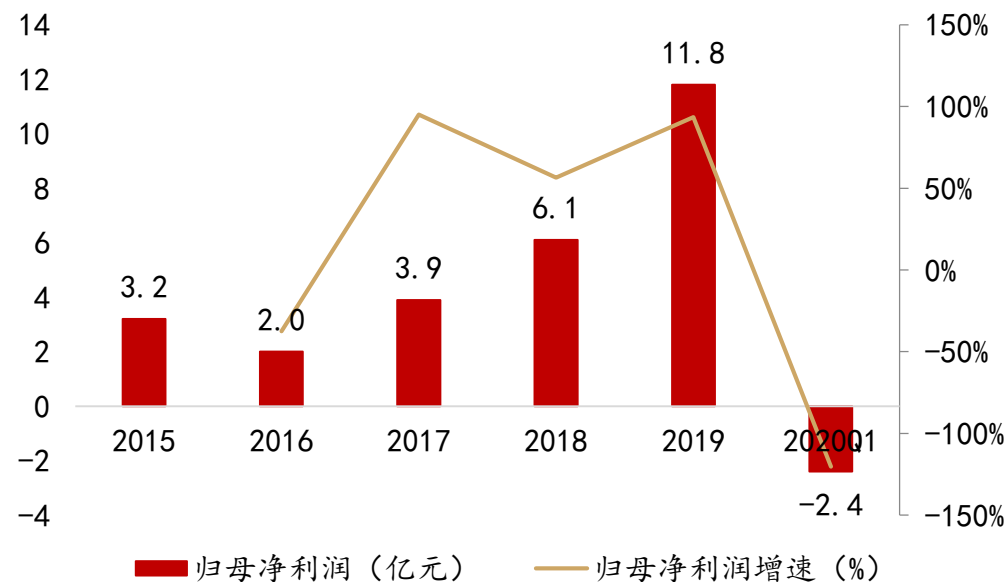
4.2 用友网络：中国企业级SaaS脊梁，扛起SaaS化转型大旗

- ◆ 近五年营业收入和净利润持续稳定增长，2020年疫情影响Q1季度业绩短期承压。2020年一季度新冠疫情爆发导致公司复工延迟，同时对下游客户预算和进度有一定的影响，导致公司归母净利润亏损2.4亿。
- ✓ 营业收入：近5年公司营业收入保持快速增长，由2015年的44.5亿增长至2019年85.1亿，4年复合增速为17%。从业务结构看，2019年公司三大业务构成：软件业务（52亿）、云业务（19.7亿）和金融业务（12.9亿），营收占比分别为61%、24%和15%。随着公司云业务的高速增长和对软件业务的替代，云业务有望成为公司第一大核心业务。
- ✓ 归母净利润：近5年公司归母净利润由2015年的3.2亿增长至2019年的11.8亿，复合增长为39%，明显高于收入增速。

用友网络近5年营业收入及增长情况



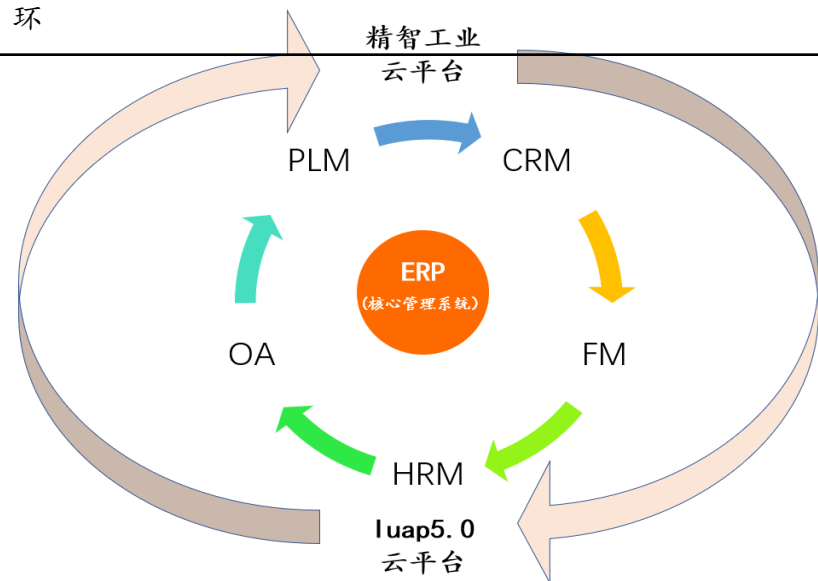
用友网络近5年归母净利润及增长情况



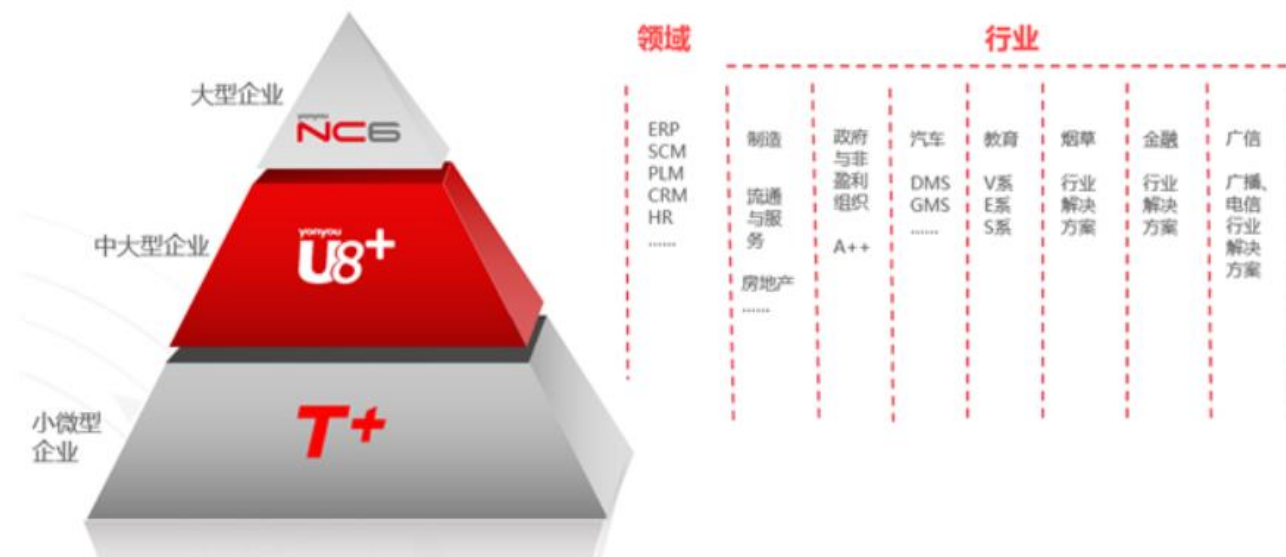
4.3 用友网络：高粘性为基础，轻量应用先行，反哺ERP实现转型

- ◆ 用友ERP转云策略：以高粘性ERP系统为核心，轻量应用先行，构建云生态反哺机制，形成有效正向循环。凭借ERP系统在企业管理系统中的核心地位和高粘性，公司ERP业务SaaS转型是必然会成功的事情。面对国产化和SaaS化的行业趋势，公司继续推荐用友 3.0-II战略，从领域云（如CRM/PLM/SCM等）和行业云（如餐饮云、汽车云等）2个维度去拓展产品线，以luap5.0平台为核心，凝聚多层次多维度的云产品和应用，打造云生态，深度绑定客户，强化用户粘性，最终推动重度ERP系统成功转型。
- ✓ 第1步，核心系统高粘性：ERP作为企业重度应用的核心系统，具备高粘性和高替代成本特征。
- ✓ 第2步，轻量应用云转型：用友先推轻量级云产品（如CRM/OA），快速云转型，进一步强化用户粘性。
- ✓ 第3步，云生态反哺ERP：luap5.0中台战略构建云生态，反哺核心产品，推动ERP云转型，提供综合SaaS解决方案，正向循环。

用友ERP转云策略，构建云生态反哺机制，形成有效正向循环



公司核心产品体系（领域云和行业云产品线拓展）



4.4 用友网络：P/OCF估值法，给予45倍估值，目标市值1700亿

◆ 关键假设

- ✓ 假设1：参考前瞻产业研究院的数据，我国ERP行业未来3年的增速为10%，考虑到公司SaaS化转型云业务对软件业务的替代，预计未来3年该业务收入增速分别为-5%、-5%、-5%。
- ✓ 假设2：云业务是公司重点发展的业务，公司以luap5.0平台为核心建设云生态，拓展行业云和领域云产品线，预计未来3年该业务收入增速分别为100%、60%、40%。
- ✓ 假设3：考虑到近年来监管层对P2P理财监管的加强，预计未来3年该业务收入增速分别为20%、20%、20%。

◆ 投资建议

- ✓ 公司“3.0战略”指引下持续推进云转型，云生态逐步完善。我们预计2020-22年公司归母净利润分别为13.2/17.4/24.5亿元，维持盈利预测不变。估值1：给予公司2021年100倍PE，目标市值1742亿元；估值2：采用P/OCF估值法，给予公司2021年45倍P/OCF，维持目标市值1737亿元，持续推荐，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

- ✓ 1) 软件业务增长低于预期的风险；2) 云产品推广低于预期的风险；3) ERP行业竞争加剧；4) 宏观经济的下行的风险。

公司经营净现金流（OCF）预算（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1321.3	1320.8	1742.3	2452.7
折旧与摊销	506.5	598.8	729.4	860.4
运营资本变化	-408	632	846.2	961.2
非经常性损益	113.2	-49.6	543.4	754.5
经营性净现金流（OCF）	1533	2502.1	3861.3	5028.8
P/OCF	78	48	31	24

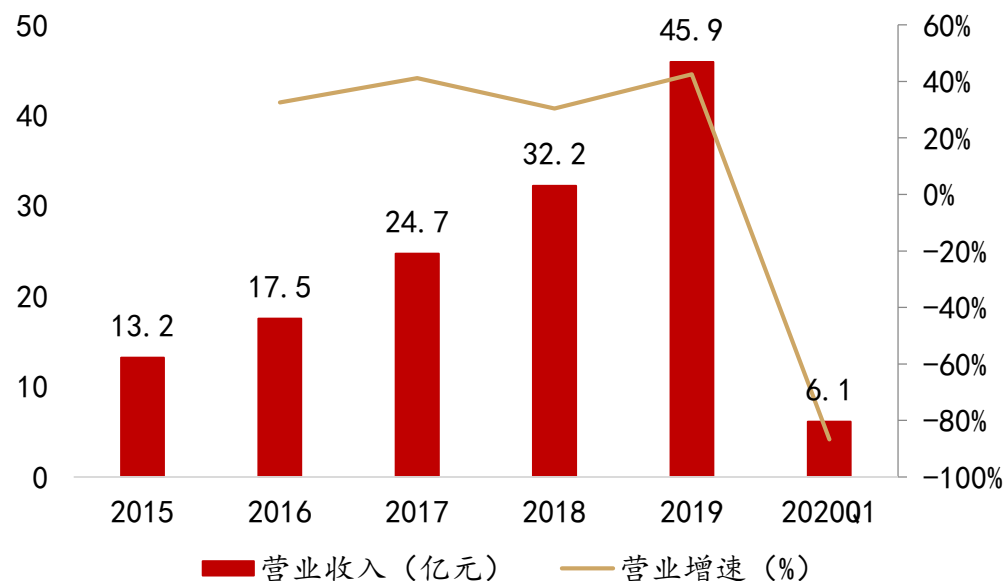
盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8509.66	10426.85	12854.41	15513.97
YoY (%)	10.46	22.53	23.28	20.69
归母净利润(百万元)	1182.99	1320.79	1742.32	2452.67
YoY (%)	93.26	11.65	31.92	40.77
毛利率 (%)	65.42	64.52	65.11	66.16
每股收益 (元)	0.48	0.53	0.7	0.98
ROE	16.49	15.55	17.02	19.33
市盈率	96.67	87.94	66.67	47.36

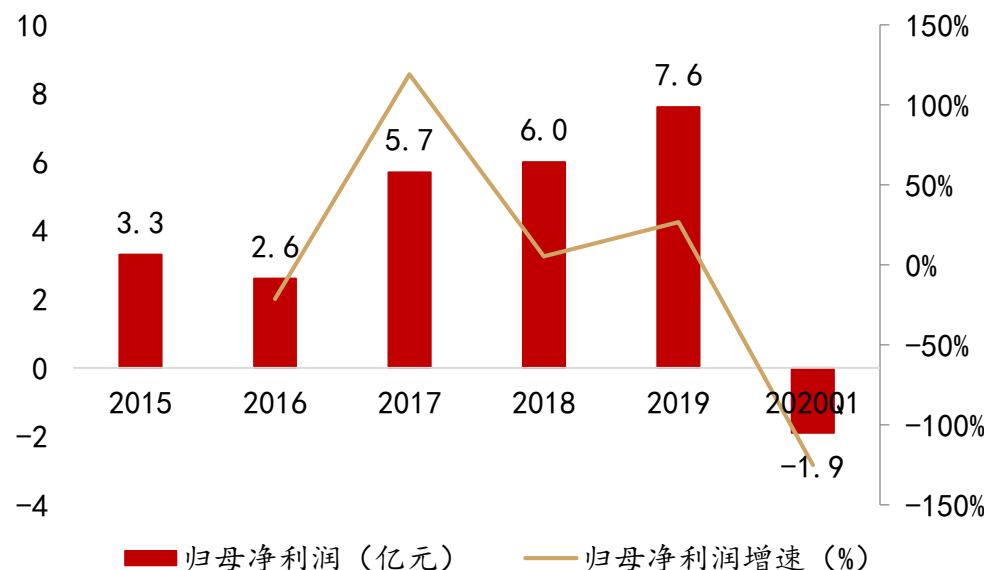
4.5 深信服：IT新龙头构建三大业务格局，具备强劲成长性和竞争力

- ◆ 近五年营业收入复合增长达37%，净利润持续增长2020年受疫情影响承压。收入端看，公司持续高增长得益于信息安全和云计算两大业务的增长，利润端2020年一季度新冠疫情爆发导致公司复工延迟，公司归母净利润亏损1.9亿。
- ✓ 营业收入：近5年公司营业收入保持高速增长，由2015年的13.2亿增长至2019年45.9亿，4年复合增速为37%。从业务结构看，2019年公司三大业务构成：软件业务（28.4亿）、云业务（12.1亿）和IT基础架构业务（5.3亿），逐步形成信息安全（基石）+云计算（平台）+基础网络（架构）的业务格局，最终转变成为泛IT基础架构领域的解决方案提供商。
- ✓ 归母净利润：近5年公司归母净利润由2015年的3.3亿增长至2019年的7.6亿，复合增长为23%。

深信服近5年营业收入及增长情况



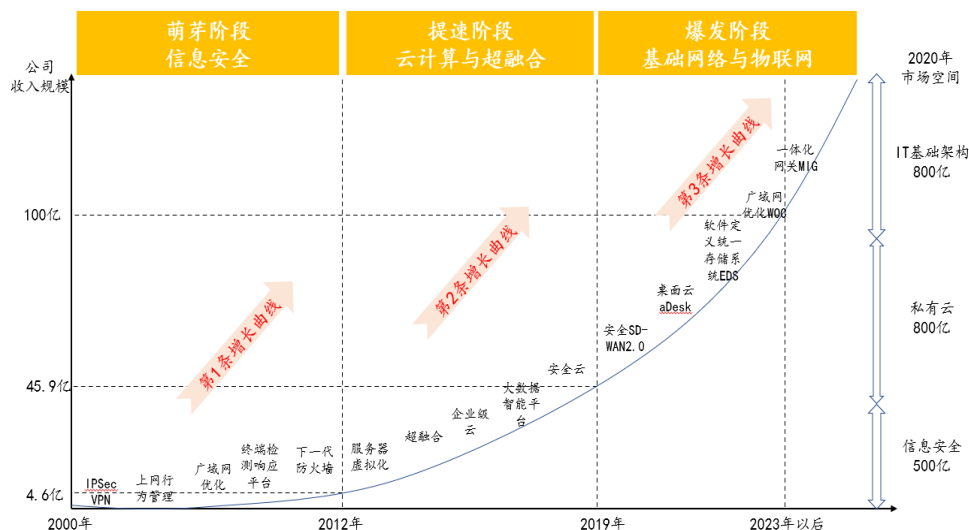
深信服近5年归母净利润及增长情况



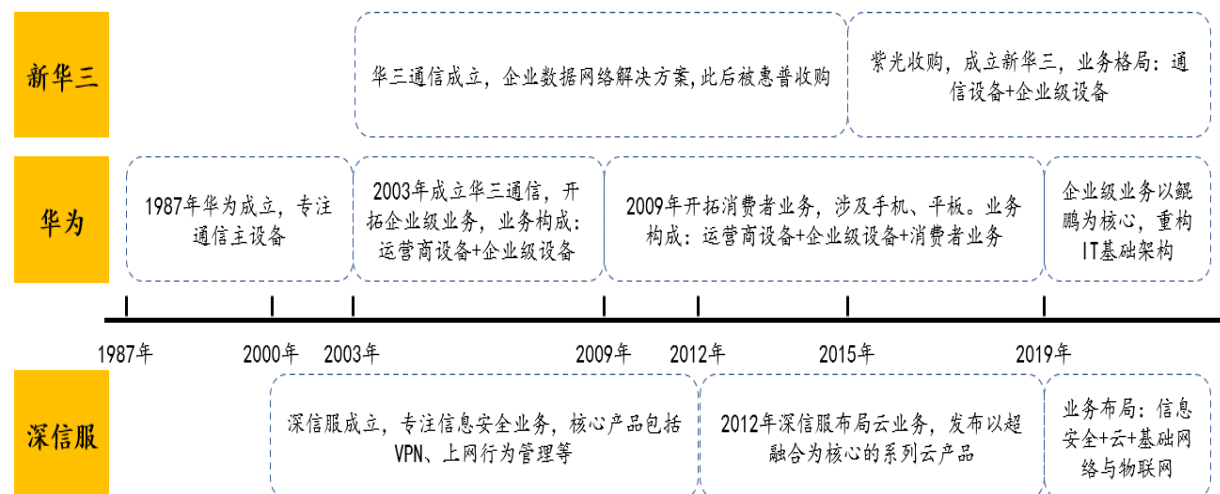
4.6 深信服：定位IT基础架构提供商，构建三条增长曲线突破天花板

- ◆ 深信服的定位应该是泛IT基础架构产品和服务提供商，对标企业是华为和新华三。公司以信息安全利基市场切入，把握传统IT基础架构向云架构升级的行业趋势，补齐业务中第三块拼图基础网络端业务，自此，公司已经形成了信息安全（基石）+云计算（平台）+基础网络（架构）的业务格局，最终转变成为泛IT基础架构领域的解决方案提供商。
- ◆ 深信服是我国领先的泛IT基础架构领军企业，专注于企业级IT领域。公司成长有萌芽-提速-爆发3个发展阶段：
 - ✓ 萌芽阶段：以信息安全业务切入，直面500亿市场空间。
 - ✓ 提速阶段：云计算与超融合接力，市场空间打开提至1300亿。
 - ✓ 爆发阶段：基础网络和物联网腾飞，市场空间有望突破万亿。

公司三大核心业务体系构成：安全+云+新IT



华为、新华三、深信服核心业务“不约而同”走向IT基础架构



4.7 深信服：采用PS估值法，给予13倍估值，目标市值1100亿

◆ 关键假设

- ✓ 假设1：中国信息安全市场规模保持20%左右的复合增长，考虑到公司品类不断增加，我们预计2020-2022年公司信息安全业务收入增速分别为：35%、33%、30%。
- ✓ 假设2：云业务是公司增长第二条曲线，贡献边际收入弹性。我们预计2020-2022年公司云计算业务收入增速分别为：45%、40%、35%。
- ✓ 假设3：公司以软件定义IT基础架构为核心布局安视交换机，卡位物联网入口。预计2020-2022年公司新IT业务收入增速分别为：35%、35%、35%。

◆ 投资建议

- ✓ 公司“3条增长曲线”的路径不断拓展业务边界，抬升业务天花板，未来成长可期。我们预计2020-2022年公司的营业收入分别为63.2/85.4/112.7亿元，维持收入预测不变。对标可比公司估值，给予公司2021年13倍PS，维持目标市值1110亿元，持续推荐，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

- ✓ 1) 云计算市场拓展不及预期；2) 行业竞争加剧；3) 核心人才团队流失风险。

可比公司估值

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002410. SZ	广联达	629	42	51	63	15	12	10
688111. SH	金山办公	1332	26	38	54	52	35	25
600588. SH	用友网络	1263	101	122	147	12	10	9
688023. SH	安恒信息	229	14	20	27	17	12	8
300768. SZ	迪普科技	181	10	12	15	18	15	12
300369. SZ	绿盟科技	157	22	29	36	7	5	4
002212. SZ	南洋股份	312	22	27	41	14	12	8
002439. SZ	启明星辰	400	40	50	63	10	8	6
均值						18	14	10
300454. SZ	深信服	811	63	85	113	13	9	7

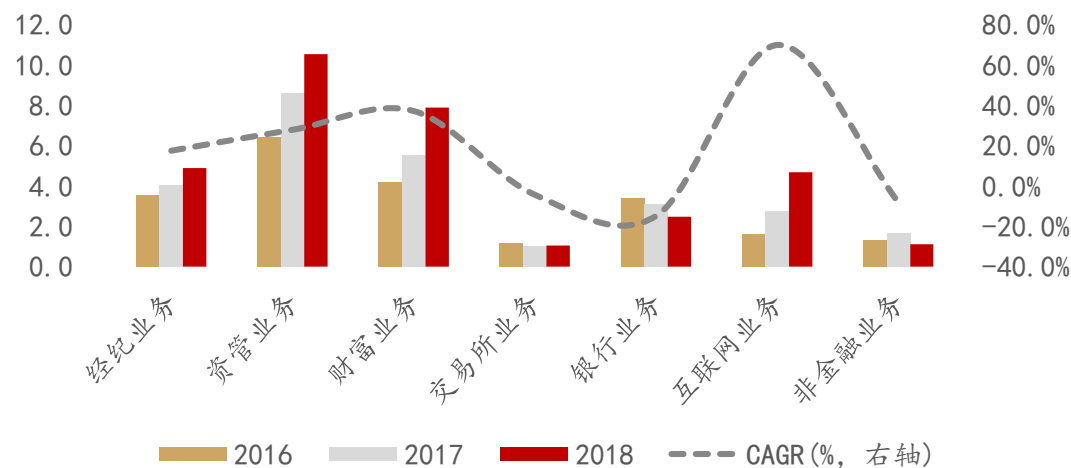
盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4589.9	6317.83	8540.34	11274.17
YoY (%)	42.35	37.65	35.18	32.01
归母净利润(百万元)	758.9	976.17	1297.3	1599.12
YoY (%)	25.8	28.63	32.9	23.27
毛利率 (%)	72.19	71.8	71.5	71.25
每股收益 (元)	1.9	2.39	3.17	3.91
ROE	17.56	18.43	19.67	19.52
市盈率	104.37	83.08	62.51	50.71

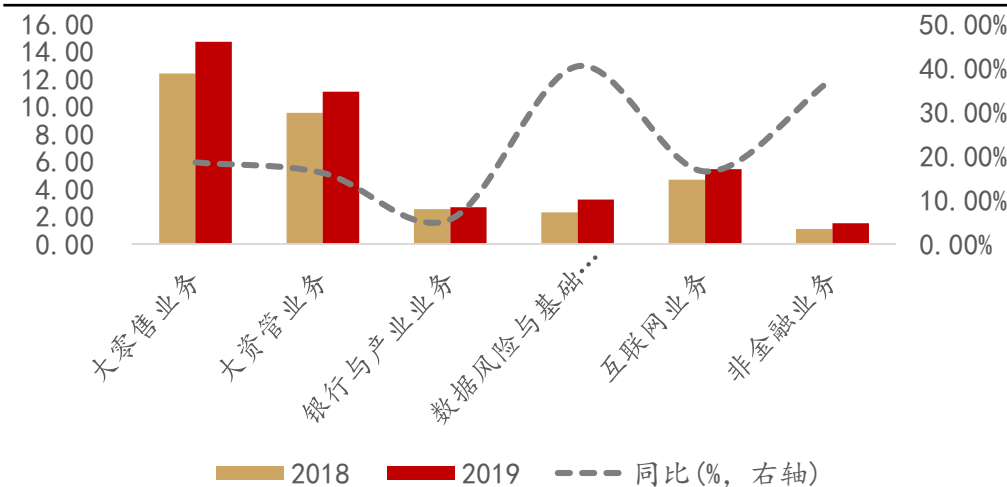
4.8 恒生电子：计算机绩优白马，传统/创新业务两翼齐飞

- ◆ 2014-2019年营收CAGR达22.2%；净利润CAGR达31.4%，保持既稳且快增长，其中2019年净利润高达14.2亿元，同比大增119.4%，突破业绩指引上线，表现再超预期。
- ✓ 1、传统（资本市场）业务方面：依旧是近年业绩稳定高增长的主要引擎，其中2016-2018年经纪、财富、资管营收CAGR分别为17.4%、27.8%、37.1%；2019年业务口径调整后大零售、大资管营收增速分别为18.57%、16.17%。
- ✓ 2、创新（互联网）业务方面，呈现快速崛起趋势，2016-2018年间营收CAGR达到69.8%，呈异军突起态势，2019年增速下滑至16.5%，但主要系业务口径调整所致，判断高增长仍将延续。

2016-2018年传统业务稳健增长，创新业务表现亮眼（亿元）



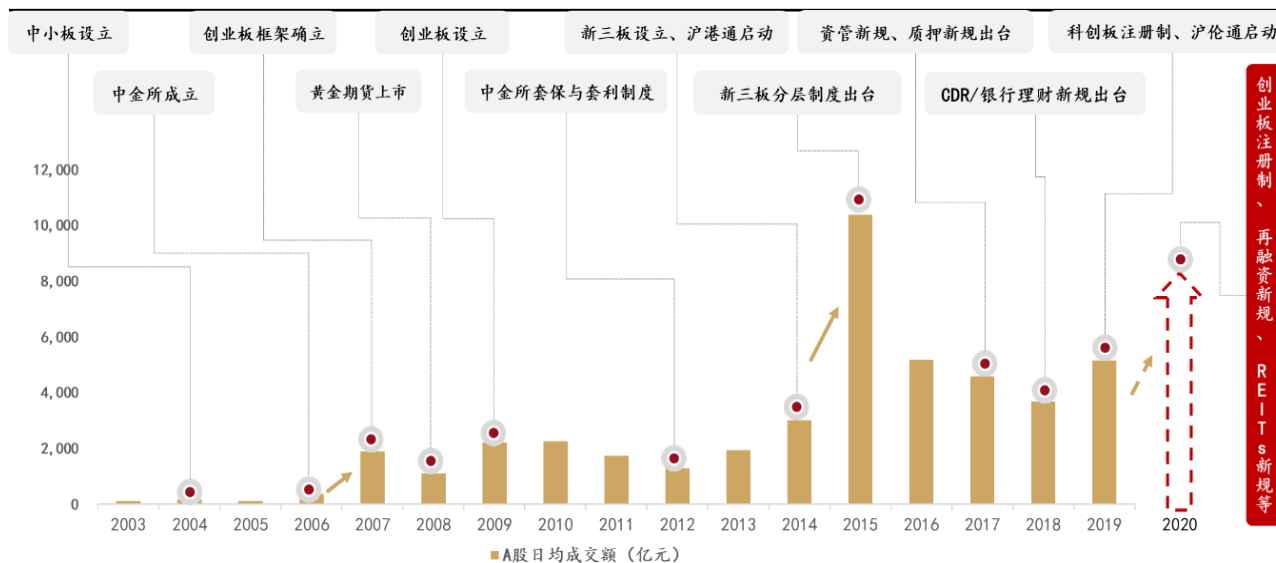
2019年传统、创新双轮驱动依旧，业务口径调整带来一定波动（亿元）



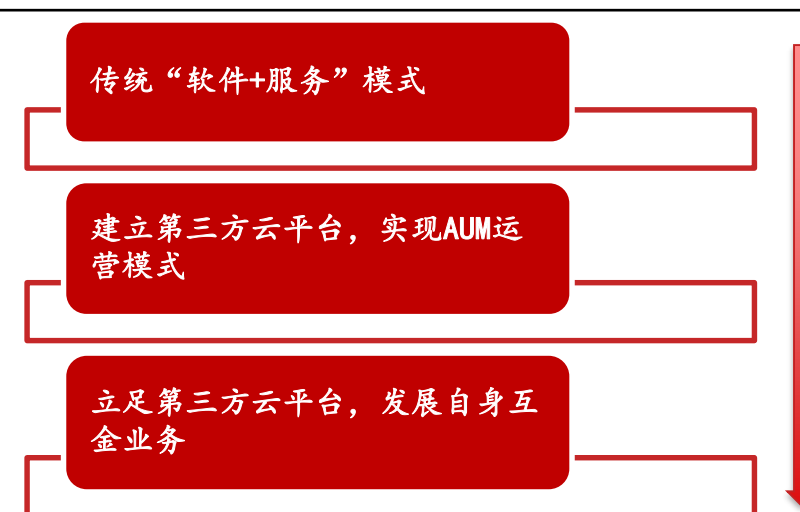
4.9 恒生电子：资本市场红利释放+金融机构上云浪潮驱动基本面向好

- ◆ **改革红利滚滚而来，直接受益创业板+新三板改革。**近日创业板改革细则落地，深交所要求券商在6月底前完成技术改造。本轮改造将至少涉及券商的集中交易系统、统一账户系统、融资融券系统等，判断新增改造需求不亚于科创板（7亿元）。此外近期监管层高调重提单次“T+0”，同时新三板转板靴子落地，显示资本市场改红利释放趋势不改，公司对于各类政改均能提供一体化解决方案，极大受益改革红利，Q2/Q3业绩有望超预期。
- ◆ **未来SaaS中军，泛资管类金融云SaaS打开成长空间。**金融机构全面上云时代，云化（SaaS化）已经是公司当前的产品创新重点，而云平台运营模式也正在逐渐成为新增长引擎。随着蚂蚁金服入主强化金融云实力，云毅、云英等SaaS子公司有望复制北美巨头SEI发展模式，打开泛资管IT行业巨大市场，驱动公司逐步由金融IT龙头向金融云SaaS龙头演进。

资本市场改革红利持续释放



金融云带来的运营服务新模式



4.10 恒生电子：兼具业绩确定性与估值弹性，目标市值1300亿

◆ 关键假设

- ✓ 假设1：大零售IT方面，资管新规、科创板和沪伦通在此期间带来一定增量，判断20/21/22年营收增速分别为25.3%/24.0%/26.6%，毛利率维持在97.5%高位水平。
- ✓ 假设2：大资管IT方面，考虑资管新规、科创板、沪伦通的业务增量（以2020年为主），判断20/21/22年营收增速分别为30.5%/24.5%/24.0%，毛利率维持在99.8%高位水平。
- ✓ 假设3：创新业务方面，预计20/21/22年互联网创新业务将合计实现营收8.5/14.1/23.8亿元，对应增速分别为56.3%/66.0%/68.6%，毛利率将维持在98%。

◆ 投资建议

- ✓ 公司目前稳居国内金融IT领域龙头位置，具有覆盖大金融各类机构的完整产品线和领先的创新业务布局，在当前资本市场深化改革的大背景下，公司全面受益政策红利，兼具业绩确定性与估值弹性。维持盈利预测不变，对标可比公司估值，2020年给予90倍PE，目标市值为1300亿元，持续推荐，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

- ✓ 1) 行业竞争加剧；2) 金融创新政策推进不及预期的风险；3) 创新业务进展不及预期的风险。

资料来源：Wind，华西证券研究所

可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
600588.SH	用友网络	38	0.5	0.7	1.0	72	55	39
300454.SZ	深信服	175	2.2	3.1	4.0	78	57	43
688111.SH	金山办公	262	1.6	2.4	3.4	165	109	77
300674.SZ	宇信科技	43	0.9	1.2	1.5	46	35	27
300348.SZ	长亮科技	17	0.3	0.4	0.6	56	42	31
均值						83	60	44
600570.SH	恒生电子	95	1.8	2.4	3.4	53	40	28

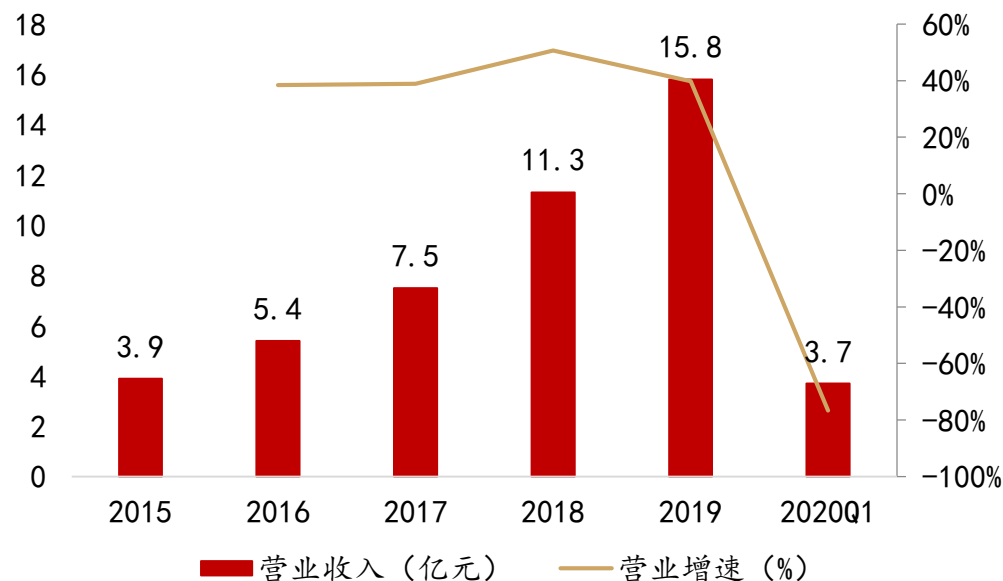
盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,263	3,872	5,009	6,509	8,685
YoY (%)	22.4%	18.7%	29.4%	30.0%	33.4%
归母净利润(百万元)	645	1,416	1,438	1,969	2,753
YoY (%)	37.0%	119.4%	1.6%	36.9%	39.8%
毛利率 (%)	97.1%	96.8%	96.9%	97.1%	97.3%
每股收益 (元)	0.62	1.36	1.38	1.89	2.64
ROE	20.3%	31.6%	23.4%	24.2%	25.3%
市盈率	152.46	69.50	68.41	49.97	35.74

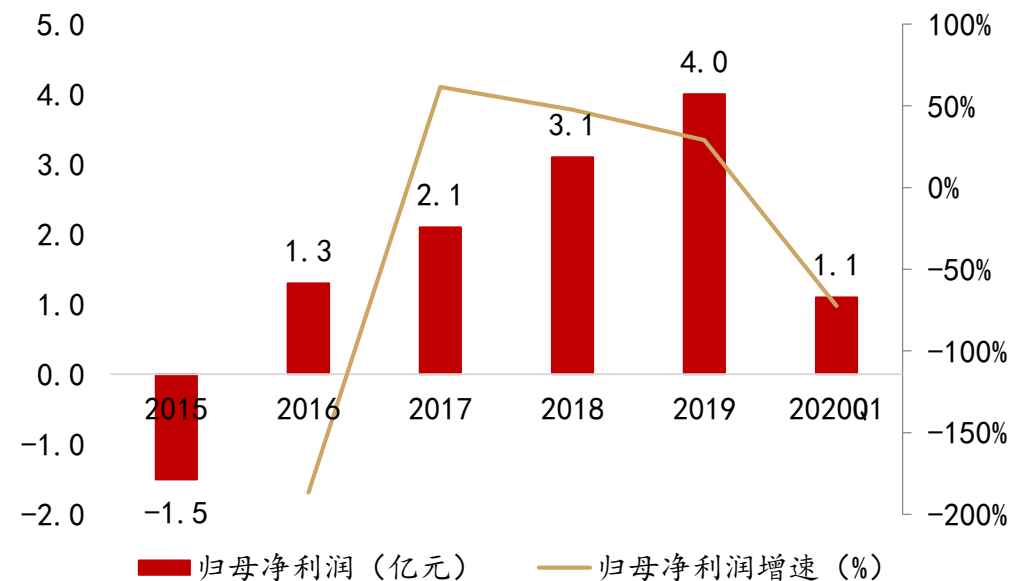
4.11 金山办公：匠心三十载，国产基础办公软件WPS崛起之路

- ◆ 近五年营业收入和净利润持续高增长，2020年疫情影响Q1季度业绩短期承压。2020年一季度新冠疫情爆发导致公司复工延迟，同时对下游客户预算和进度有一定的影响，导致公司归母净利润同比下降73%，为1.1亿元。
- ✓ 营业收入：近5年公司营业收入保持高速增长，由2015年的3.9亿增长至2019年15.8亿，4年复合增速为42%。从业务结构看，2019年公司有三大业务构成：办公服务订阅（6.8亿）、办公软件授权（5.0亿）和互联网广告（4.0亿），营收占比分别为43%、31%和26%。随着公司订阅业务的高速增长，订阅业务收入占比有望进一步提升。
- ✓ 归母净利润：近5年公司归母净利润由2015年的-1.5亿增长至2019年的4亿，复合增长为32%，略低于收入增速。

金山办公近5年营业收入及增长情况



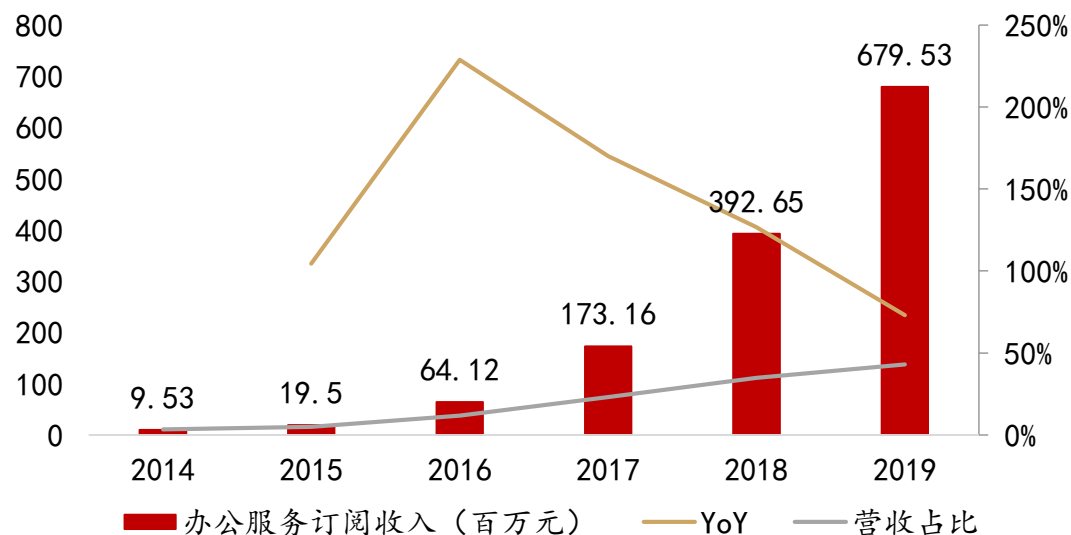
金山办公近5年归母净利润及增长情况



4.12 金山办公：办公订阅收入复合增长135%，对标office性价比高

- ◆ 办公订阅服务呈现超高速增长，5年营收复合增速为135%。2014-2019年金山办公订阅服务处于超高速发展状态，5年间办公订阅收入复合增速135%，从9.5万增长到680万，营收占比从2014年的3.37%提升到2019年的43.02%，办公订阅服务撑起金山办公的半壁江山。办公订阅服务收入和占比的不断攀升，主要原因是用户数量和ARPU值的量价齐升。
- ◆ WPS对标微软呈现高性价比，“软件免费+服务增值”策略赢取客户。金山办公订阅服务模式的价格不到微软Office的一半，但是功能齐全，能够满足用户基本办公需求。金山办公“软件免费+服务增值”的策略为其赢得大批忠实客户，随着免费客户的引进到增值订阅的转化率提升，伴随着的ARPU值也将有更多增长空间。

金山办公订阅服务收入超高速增长，营收占比已近半



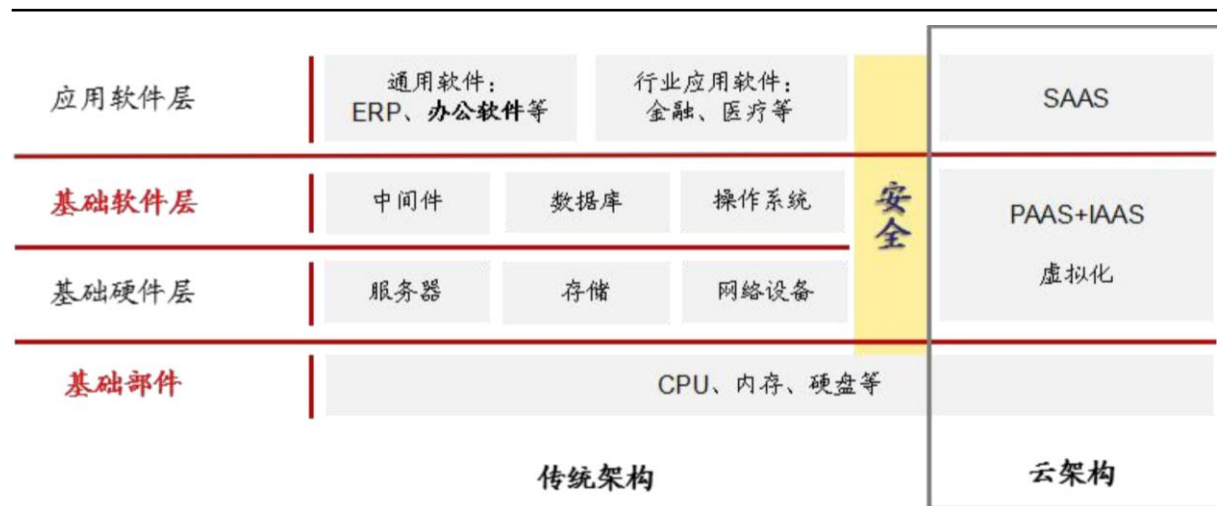
WPS、微软 Office 订阅价格及服务对比

	WPS Office			Microsoft		
产品版本	产品	价格	功能	产品	价格	功能
免费版	免费版	0元/人	全套WPS Office套件等	无		
订阅	WPS会员	15元/人/月 89元/人/年	免费PDF转Word；文档修改等	Office 365家庭版	498元/年	可供多达6名用户使用等
	稻壳会员	20元/人/月 89元/人/年	300次/月免费模板下载；PPT一键美化等	Office 365个人版	398元/年	1名用户可同时登录5台电脑等
	超级会员	30元/人/月 179元/人/年	WPS会员所有特权+稻壳会员所有特权等			

4.13 金山办公：金山助力国产替代，党政+行业市场空间126亿

- ◆ 国家党政市场对软件安全的需求增长，国产办公软件迎来重大利好。金山办公已通过国资委资格审查，具有为党政机关及事业单位等机构提供办公软件及服务的资格，并且WPS对国产主流操作平台能够实现良好的适配：WPS Office Linux版已经支持龙芯、飞腾、申威、兆芯等 CPU，兼容中标麒麟、普华、方德、深度等操作系统平台。预计未来3年随着信创产业的推进，金山办公WPS产品有望在党政和重要行业市场占据主流市场地位。
- ◆ 国产化替代主要在国家党政、军队及事业单位之中推行，国家党政+行业市场空间约126亿元。根据招股书，大型企业端客户主要采用场地授权形式，中小型企业客户主要采用数量授权。这里依照数量授权进行测算，并在单价上给予一定的折扣。经过测算我国党政、军队和事业单位内部电脑数量大概为4400万台，假设远期WPS在党政军的渗透率为80%，WPS的平均授权价格为360元/台/年，那么WPS国产化替代后，其市场空间预计为126亿元。

我国自主可控IT架构



公司对企业提供三种价格的WPS订阅服务

基础版	商业版	高级商业版
¥ 0 免费使用	¥ 365 元/人/年	¥ 599 元/人/年
开始使用	立即购买	立即购买
适合小组用户使用 1G/人安全存储 满足基本办公需求，提供基础管理和安全功能	适合团队及企业使用 1024G/人安全存储 WPS Office正版授权、享文档共享，多人同时编辑等25余种权益	适合大型企业及集团使用 5T/人安全存储 包含所有商业版功能，提供Office二次开发接口及1V1服务
畅享跨端云办公服务 办公组件：文字、表格、演示、PDF 轻应用：脑图、流程图、便签、表单 在线办公：云文档、在线Office	包含所有基础版功能和： 正版授权 自定义角色分级管理 查看成员操作日志（最近1年）	包含所有商业版功能和： 批量下载（1000个） 团队数量（500个人） 1V1服务



05 风险提示

- ◆ 宏观经济的下行的风险：宏观经济下滑导致企业IT支出增长放缓，ERP和云的市场需求下降的风险。
- ◆ 行业竞争加剧导致盈利水平下降：公有云SaaS大厂扩张进一步加剧行业竞争格局，导致行业盈利水平下降。
- ◆ 云产品推广低于预期的风险：用户对云产品接受度低，SaaS厂商市场推广效果差。
- ◆ 核心人才团队流失风险：SaaS公司核心技术人才可能因激励不足等原因流失。

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师） 2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验
 刘忠腾（分析师） 计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算和信创产业
 孔文彬（研究助理） 金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数相对上证指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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

THANKS