

海外SaaS启示录

云计算专题（2）：赛道一空间

华西计算机团队

2021年1月24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

Tel: 0755-82533391

联系人：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com

联系人：吴祖鹏

邮箱：wuzp@hx168.com

核心推荐逻辑

1、万亿美元级企业SaaS服务大赛道：我们对43家海外SaaS上市公司进行分析，有三大结论：1) 千亿美元市值公司9家，SaaS上市公司普遍市值100-500亿美元。2) 海外SaaS多数成立于1999年后，历经十年左右实现上市。3) CRM市场份额超越ERP成为行业第一。

2、我们对比分析中美SaaS各细分赛道的市场规模和企业规模（收入、市值），挖掘优质成长赛道和标的。

- **美国SaaS市场：**各细分赛道中，最大赛道是五百亿美元级，包括CRM（540亿美元）和ERP（552亿美元），其次是三百亿美元级，包括云协作（310亿美元）、ITSM（326亿美元），最小的电商SaaS赛道（177亿美元）。
- **中国SaaS市场：**1) 当前各SaaS细分赛道“实际市场规模”均小于计算值，除云协作外，其他赛道至少仍有翻倍的空间。2) 各细分赛道中，云协作、CRM、电商SaaS领域“实际市场规模”占比较高，HCM、ITSM、ERP领域的成长潜力较大。
- **从企业端角度：**从企业端看，中美SaaS上市公司收入和市值差距分别为47倍和29倍，其中ITSM领域差距最大。

3、投资建议：我们遵循以下几个维度进行投资主线筛选：1) 市场空间大的CRM和ERP均为超过500亿美元规模的细分赛道，重点推荐企业级服务龙头：用友网络，核心受益：金蝶国际；2) 渗透率较低的细分赛道金融SaaS，重点推荐金融SaaS龙头：恒生电子；3) 最具确定性的办公SaaS与私有云，我们重点推荐：金山办公（与中小盘组联合覆盖）、深信服；4) 垂直SaaS龙头，核心受益：广联达、明源云；5) 高速成长的电商SaaS，核心受益：中国有赞，微盟集团。

4、风险提示：宏观经济下行的风险、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 综述：美国云计算SaaS上市公司概览

02 海外：他山之石，探究SaaS优质赛道

03 中国：对标研究，挖掘垂直投资机会

04 投资：SaaS核心主线与相关标的

05 风险提示



01 综述：

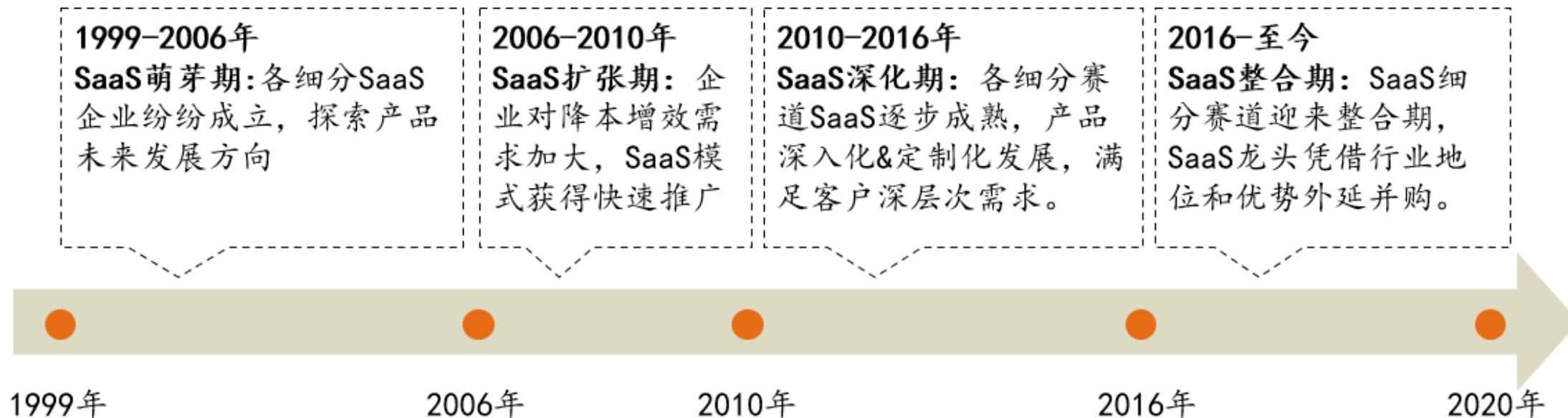
美国云计算SaaS上市公司概览

1.1 美国SaaS产业历经4个发展阶段，龙头凭借地位优势行业整合

◆ 研究海外云计算SaaS行业，重点是美国，我们把美国云计算SaaS产业发展历程划分为4个阶段：

- ✓ **萌芽期（1999-2006年）**：云计算最早起源于美国，21世纪以来，各类细分SaaS企业纷纷成立，标志性事件是1999年Salesforce在旧金山成立。
- ✓ **扩张期（2006-2010年）**：期间重要事件是08年金融危机后，企业对降本增效的需求增加，云模式的出现很好满足企业的需求。
- ✓ **深化期（2010-2016年）**：各细分赛道逐步成熟，产品向深入化&定制化方向发展，满足客户的深层次需要。
- ✓ **整合期（2016-至今）**：以Salesforce为例，公司基于CRM进行外延并购和扩展，市场份额向龙头企业集中。

海外SaaS产业发展的4个主要阶段（1999年至今）



1.2 海外SaaS上市公司分类：纯SaaS服务提供商 VS 传统软件转云

- ◆ **两大类主流的SaaS企业：纯SaaS服务提供商 VS 传统软件转云**
 - ✓ **纯SaaS服务提供商**：以salesforce为代表，公司从成立之处就定位于提供SaaS服务，订阅模式收入占绝大部分比重。
 - ✓ **传统软件转云**：一般为垂直领域传统软件厂商龙头企业，顺应云化趋势转型，订阅模式收入占比随着转型进度而提升。
- ◆ **软件时代，产品、客户关系和服务是市场竞争中最重要的因素**：传统软件巨头在这三个方面天然具有强大的优势：核心产品占有率往往很高，显示出其产品的优势；而在客户和服务方面，也已经充分磨合取得了下游客户的信任。
- ◆ **SaaS化转型过程中，传统软件龙头厂商有望延续优势，凭借高粘性、高市占率实现转型。**在转型 SaaS 过程中，软件巨头的产品、客户关系和服务的优势都可以承接过去。特别是工具类软件厂商，其产品粘性极强，已经形成了产品生态系统和用户使用习惯，很难替代。

海外传统软件转SaaS企业转型情况对比

传统软件公司	成立时间	转型 SaaS 时间	转云进度	当前市值 (亿美元)
微软公司 (MICROSOFT)	1975	2014-2015	部分完成，云收入占比10%-80%	17,009
思爱普 (SAP. BSI)	1972	2013-2014		1,561
甲骨文 (ORACLE)	1977	2013-2014		1,802
奥多比 (ADOBE)	1982	2012-2013	基本完成，云收入占比80%-100%	2,260
财捷公司 (INTUIT)	1984	2013		1,003
欧特克 (AUTODESK)	1982	2014	转型成功，云收入占比接近100%	674

1.3 样本选取：2个维度14个细分行业，43家海外SaaS上市公司总样本

◆ 我们从职能、垂直行业2个维度对SaaS行业进行细分赛道的划分：

- ✓ **职能维度**：从企业内部的职能维度划分，包括ERP、FM、CRM、HRM、SCM等。
- ✓ **垂直行业**：一般划分为金融、医疗、电商、地产等各垂直市场，一般来说垂直行业市场相对细分，用户粘性高于职能型产品。
- ✓ 我们从55家海外主流的SaaS公司中选取43家上市公司总样本进行分析和研究。

海外主流的SaaS上市公司

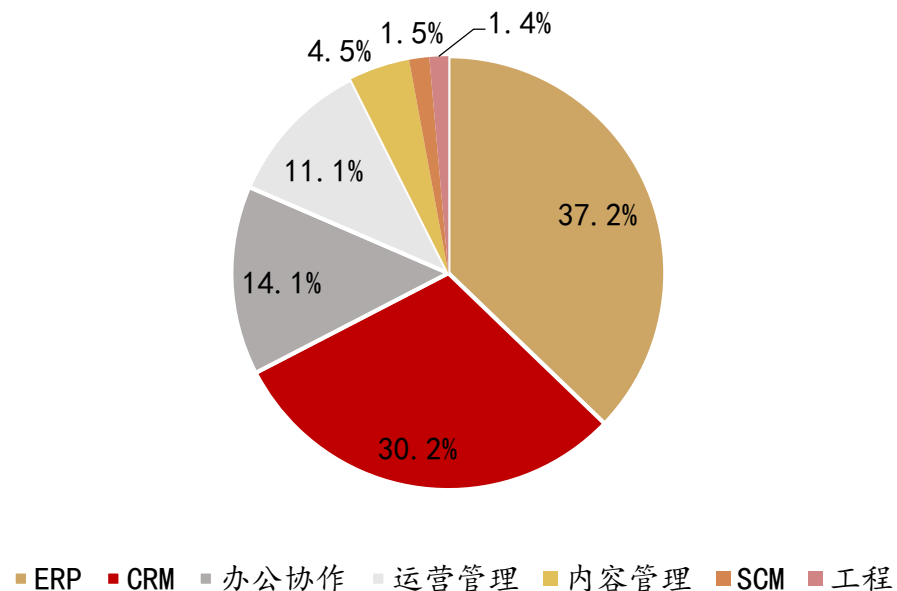
细分赛道	海外市场主流的SaaS公司					
CRM	Five9	Hubspot	Zendesk	Salesforce	Okta	
ERP	Infor	Oracle	SAP			
HRM	Cornerstone	Paylocity	Ultimate	Workday	Paycom	ADP
财税	Coupa	Blackline	Intuit	Zendesk		
云协作	Altassian	Ring Central	Zoom	Slack	Smartsheet	MICROSOFT
数据分析	Alteryx	Palantir	Hortonworks	Talbeau	Cloudera	Splunk
IT管理	New Relic	ServiceNow	Twilio			
安全	Proofpoint	Fireeye	Crowd Strike	Datadog	Logmein	Godaddy
SCM	Logility					
医疗	Castlight Health	Cerner	Medidata	Soluditions	Veeva	Athena health
金融	Guidewire	Q2 Holdings	Square	Trade Desk		
电商	Channel Advisor	Shopify				
地产建筑	Real Page	Autodesk				
健身	Mind Body					

1.4 细分赛道：CRM超越ERP成为行业第一，2019年CR3为77%

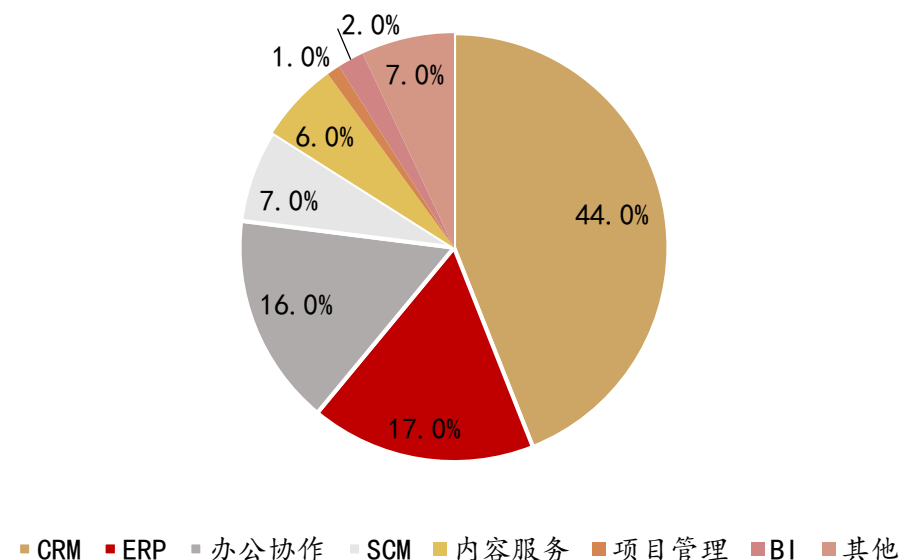
◆ 在SaaS领域，企业级服务市场中CRM市场份额超越ERP成为行业第一

- ✓ **2014年ERP/CRM/办公协作市场份额前三，合计超过81.5%**：2014年，从全球SaaS细分市场结构看，ERP、CRM和办公协作占据市场份额前三，分别为37.2%、30.2%和14.1%，合计市场份额达到81.5%。
- ✓ **2019年CRM市场份额超越ERP成为行业第一，提升13.8个百分点**：2019年，CRM市场份额不断增长，由2014年的30.2%提升至2019年44%，提升了13.8个百分点；同期ERP则下降20个百分点至17%，办公协作以16%的份额位列第三。在SaaS企业级服务市场，CRM市场已经实现了对ERP市场的赶超。

2014年全球SaaS细分市场结构



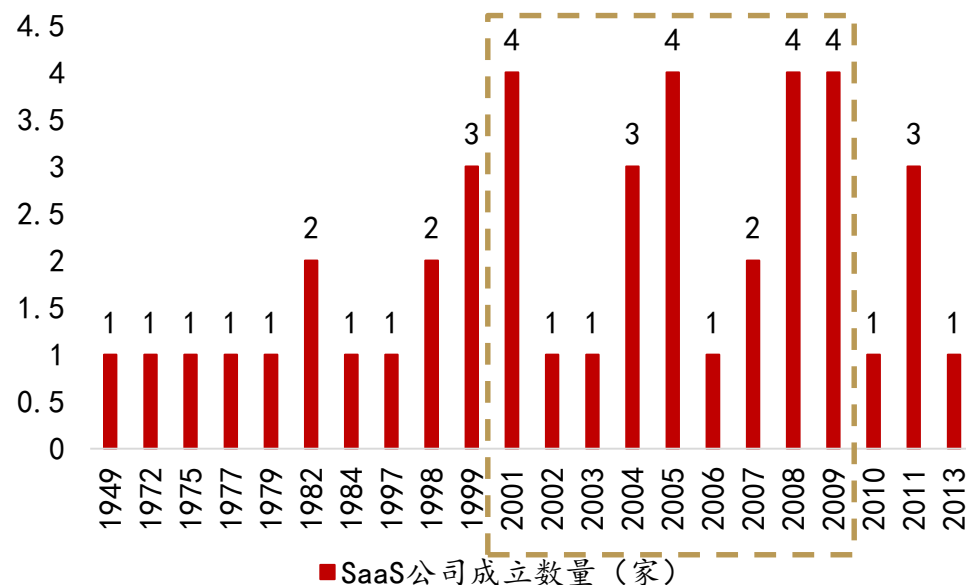
2019年全球SaaS细分市场结构



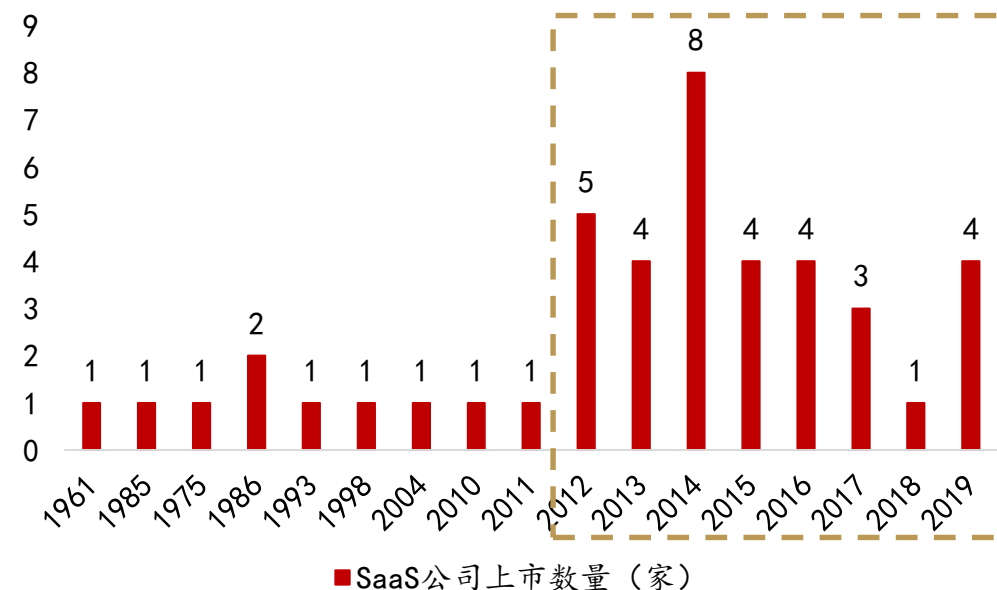
1.5 宏观视角：海外SaaS普遍成立于1999年后，历经十年实现上市

- ◆ 在美国，大部分SaaS企业成立于1999-2009年间，历经10年的成长后实现上市。
- ✓ 从成立时间看，大部分海外SaaS企业成立时间在1999-2009年这10年间，如1999年Salesforce成立。早于1999年成立的企业均为传统软件厂商向SaaS化转型的企业，如成立于1977年的Oracle。
- ✓ 从上市时间看，大部分海外SaaS企业在2012-2019年之间登陆资本市场，相较于成立的时间刚好是10年左右。这个阶段SaaS企业已经通过股权融资实现了产品的推广和扩张，急需通过资本市场融资进入到产品深化阶段。

海外主流SaaS上市公司成立时间（1949-2013）



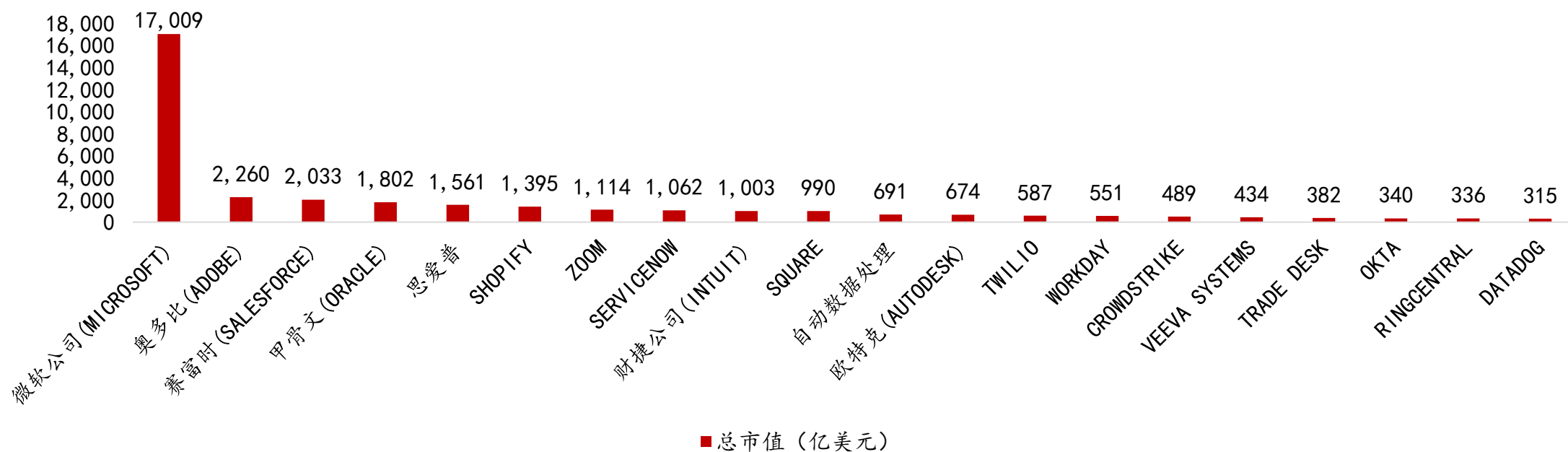
海外主流SaaS上市公司上市时间（1961-2019）



1.6 市值视角：SaaS上市公司普遍市值100-500亿美元，千亿市值以上9家

- ◆ 市值视角：美股千亿市值的SaaS企业9家，大部分SaaS企业的市值在100-500亿美元之间。
- ✓ 市值大于1000亿美元的SaaS企业：9家，除了Microsoft、Adobe、SAP、Oracle、Adobe是软件转SaaS以外，另外4家分别为纯软件厂商Salesforce、Zoom、Shopify和Servicenow。Microsoft最新市值17009亿（包含其他非SaaS业务），远超其他SaaS公司。
- ✓ 市值在100-500亿美元的SaaS企业：22家，平均市值为357亿美元，大部分为纯SaaS企业，包括Intuit、Square、Workday等。
- ✓ 市值小于100亿美元的SaaS企业：12家，平均市值为52亿美元，大部分企业成立时间在2005年之后，比如Blackline。

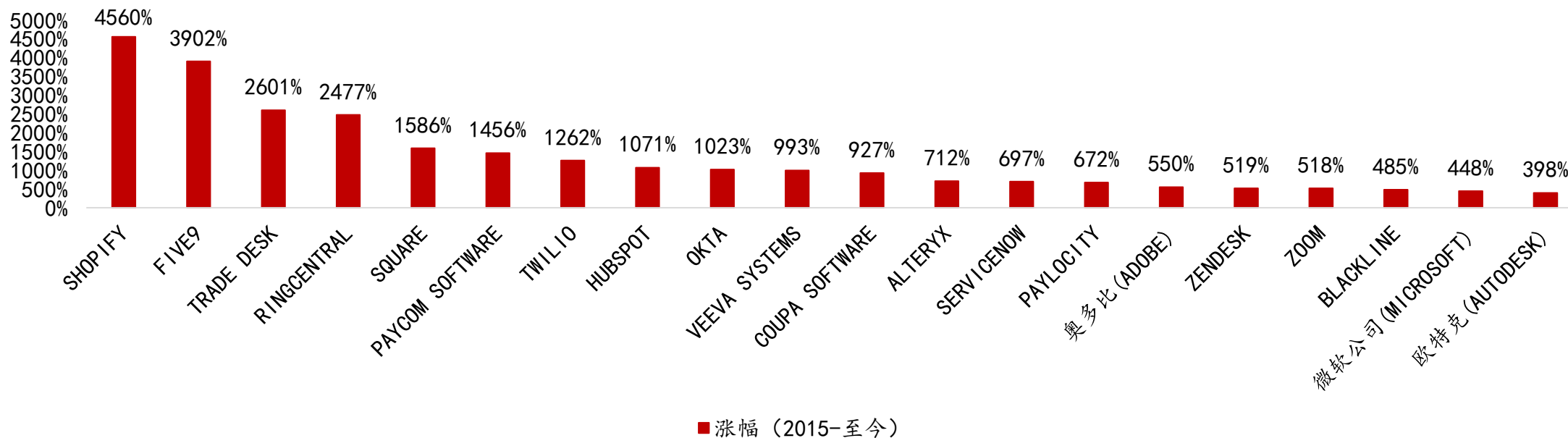
海外主流SaaS上市公司最新市值（top20）



1.7 涨幅统计：过去5年38家SaaS上市公司上涨，9家公司涨幅超10倍

- ◆ 近年涨幅：我们统计44家SaaS公司从2015-至今的美股上市公司涨幅，38家上涨，9家企业5年涨幅超过10倍。
- ✓ 市值涨幅超过10倍的SaaS企业：9家，包括SHOPIFY（46倍）、FIVE9（39倍）、TRADE DESK（26倍）、RINGCENTRAL（25倍）、SQUARE（16倍）等均为资本市场追捧的SaaS企业。
- ✓ 市值涨幅超过5-10倍的SaaS企业：8家，例如ZOOM、SERVICENOW等，均为市场重点关注的SaaS企业。
- ✓ 市值涨幅超过1-5倍的SaaS企业：16家，大部分SaaS企业的涨幅在这个区间内。
- ✓ 市值涨幅超过1倍以内的SaaS企业：10家，其中有5家市值近年呈现下跌趋势。

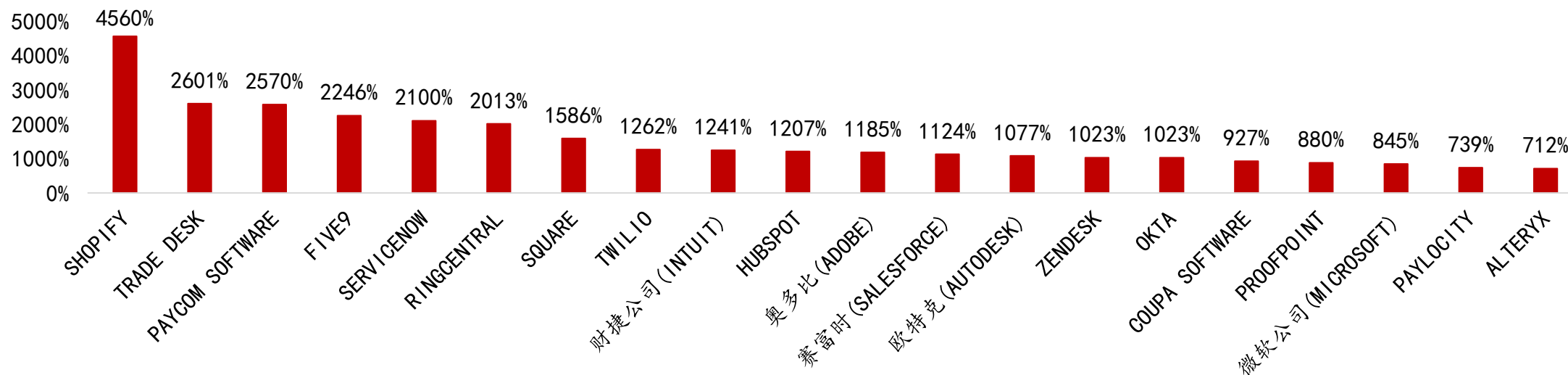
2015年-至今海外主流SaaS上市公司市值涨幅（top20）



1.8 涨幅统计：过去10年39家SaaS上市公司上涨，15家公司涨幅超10倍

- ◆ 近年涨幅：我们统计44家SaaS公司从2010-至今的美股上市公司涨幅，39家上涨，15家企业10年涨幅超过10倍。
- ✓ 市值涨幅超过10倍的SaaS企业：15家，包括SHOPIFY（46倍）、TRADE DESK（26倍）、PAYCOM（26倍）、FIVE（22倍）、SERVICENOW（21倍）等均为资本市场追捧的SaaS企业。
- ✓ 市值涨幅超过5-10倍的SaaS企业：8家，例如ZOOM、Microsoft等，均为市场重点关注的SaaS企业。
- ✓ 市值涨幅超过1-5倍的SaaS企业：14家，大部分SaaS企业的涨幅在这个区间内。
- ✓ 市值涨幅超过1倍以内的SaaS企业：6家，其中有4家市值近年呈现下跌趋势。

2010年-至今海外主流SaaS上市公司市值涨幅（top20）

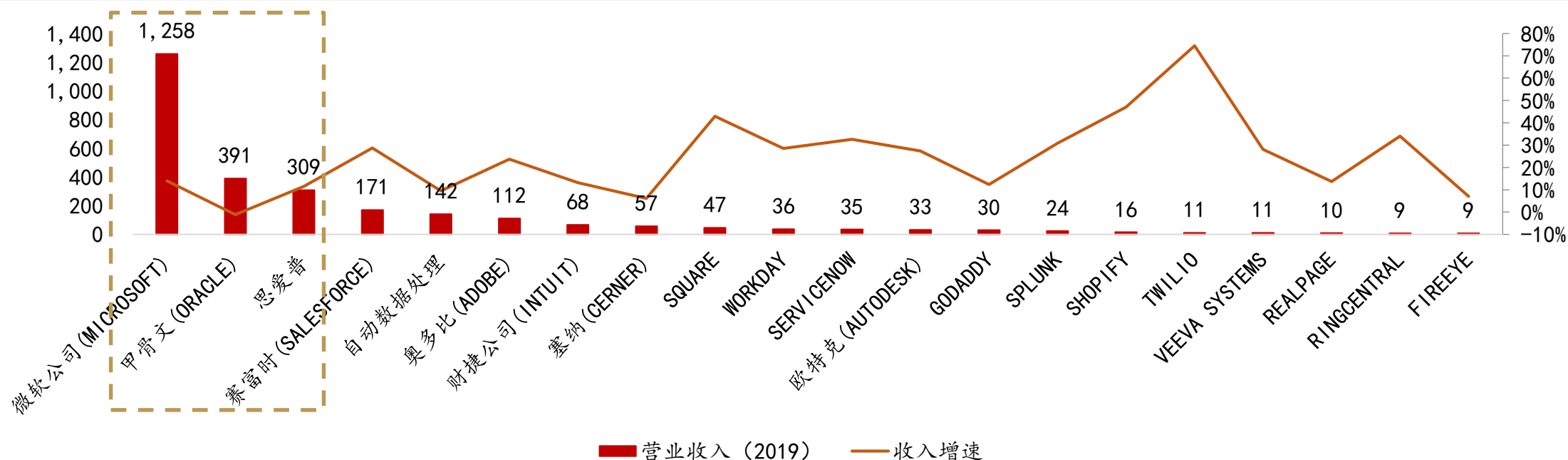


■ 涨幅（2010-至今）

1.9 收入视角：SaaS上市公司年收入普遍在百亿内，营收超百亿的6家

- ◆ 收入视角：300亿以上均为软件转云企业，纯SaaS厂商Salesforce和ADP收入破百亿美元。
- ✓ 收入大于300亿的SaaS公司：3家，分别为Microsoft、Oracle和SAP，均为传统软件转型SaaS的企业，整体收入中包含软件产品收入。
- ✓ 收入在100-300亿的SaaS公司：3家，分别为Salesforce（171亿）、ADP（142亿）和Adobe（112亿），其中是Salesforce和ADP是收入破百亿的2家纯SaaS企业，收入增速分别为29%和9%。
- ✓ 收入在100以内的SaaS公司：37家，均值为14亿，其中超过50亿的企业包括INTUIT（68亿）和CERNER（57亿）。

2019年海外主流SaaS上市公司营业收入（亿美元）和增速（top20）

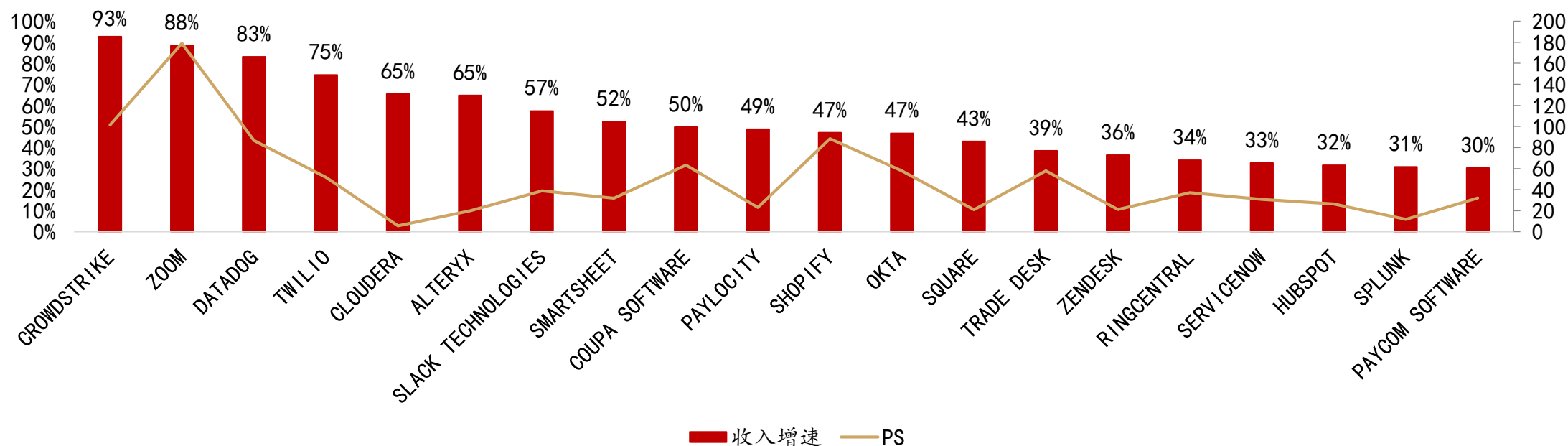


1.10 估值视角：SaaS公司收入增速与PS估值正相关，适用PS估值法

◆ 估值视角：整体上看，SaaS企业收入增速与PS估值倍数正相关。

- ✓ SaaS企业收入增速与PS估值倍数正相关，这点与我们在此前的报告《飞云之上，纵观SaaS产业发展主脉络》中估值框架的讨论观点一致：
- ✓ 初创型SaaS企业锚定现金流，估值与现金流正相关，通常采用P/OCF、EV/OCF、P/FCF、EV/FCF等估值方法。
- ✓ 成长型SaaS企业锚定收入和收入增速，通常采用PS、EV/S等估值方法，海外SaaS公司大多处于这个阶段，普遍使用PS估值法。
- ✓ 成熟型SaaS企业已经实现盈利，锚定净利润，通常采用PS、EV/S等估值方法。

2019年海外主流SaaS上市公司营业收入增速与PS估值（top20）





02 海外：

他山之石，探究SaaS优质赛道

2.1 细分赛道筛选：用上市公司市值看SaaS行业成长空间

◆ 筛选美股SaaS行业最大的细分赛道：从SaaS上市公司市值反推行业空间

- ✓ 第一步：我们将美股SaaS上市公司的市值做降序排列，选取市值在200亿美元以上的公司。
- ✓ 第二步：按类型（职能型、垂直型）和领域（CRM/ERP/电商/金融）进行分类，并计算每一类SaaS公司的市值加总。
- ✓ 第三步：选取市值总和在1000亿美元以上的领域，一共筛选出7个领域，包括5个垂直领域（CRM/ERP/云协作/ITSM/HCM）和2个垂直领域（金融SaaS/电商SaaS）。

海外主流的SaaS上市公司分类

类型	领域	市值加总 (美元)	SaaS公司 (美元)
职能型（16家）	云协作（2家）	18459亿	zoom（1114亿）、RINGCENTRAL（336亿）、微软公司(MICROSOFT)（17009）
	CRM（3家）	4633亿	Adobe（2260亿）、Salesforce（2033亿）、OKTA（340亿）
	ERP（2家）	3363亿	SAP（1561亿）、Oracle（1802亿）
	ITSM（2家）	1649亿	SERVICENOW（1062亿）、TWILIO（587亿）
	HCM（3家）	1479亿	ADP（691亿）、WORKDAY（551亿）、PAYCOM（237亿）
	云安全（2家）	804亿	DATADOG（315亿）、CROWDSTRIKE（489亿）
	数据分析（1家）	278亿	SPLUNK（278亿）
垂直型（7家）	金融财税（4家）	2622亿	INTUIT（1003亿）SQUARE（990亿）、TRADE DESK（382亿）、COUPA（247亿）
	电商（1家）	1395亿	SHOPIFY（1395亿）
	工程（1家）	674亿	AUTODESK（674亿）
	医疗（2家）	678亿	VEEVA（434亿）、CERNER（244亿）



02 海外：

他山之石，探究SaaS优质赛道

- ✓ 职能型领域：ERP/CRM/云协作/HCM/ITSM
- ✓ 垂直型领域：电商SaaS/金融SaaS/工具SaaS

2.2 ERP发展历程：经历4个发展阶段，云计算技术引领ERP迭代

◆ 20世纪40-50年代至今，海外ERP发展经历了MRP=》MRPII=》ERP=》ERP II四个发展阶段：

- ✓ **20世纪 40-50 年代**：是世界资源匮乏的年代，获取原材料资源是企业成败的关键，由此产生了原材料资源计划（MRP）。
- ✓ **20世纪60-70 年代**：世界经济从第二次世界大战的创伤中走出来，制造业开始飞速发展，企业经营进入“产品时代”（ProductTime），只要产品生产出来都能卖出去。因此，如何提升产能是企业成败的关键，由此产生了制造资源计划（MRPII）。
- ✓ **20世纪80-90 年代**：全球经济和企业发展到一个更高的水平，企业经营进入“运营时代”，由此产生了企业资源计划（ERP）。
- ✓ **进入21 世纪后**：全球经济一体化进程加快，企业经营进入顾客和全球商务时代，由此产生了企业资源计划 II（ERP II），在此基础上CRM、HR、BI 等领域的管理软件迅速发展起来。同时，随着云计算SaaS技术的进步和成熟，ERP实现了云方向的迭代。

反观中国，20世纪90年代信息化开始起步，开始从国外引入ERP系统。最早的ERP系统主要功能为财务软件和进销存软件，随着各功能模块的完善和SaaS技术的进步，国内ERP已经进入成熟期，并逐步实现对海外ERP技术的赶超。

全球ERP经历了从MRP到ERP的4个发展阶段

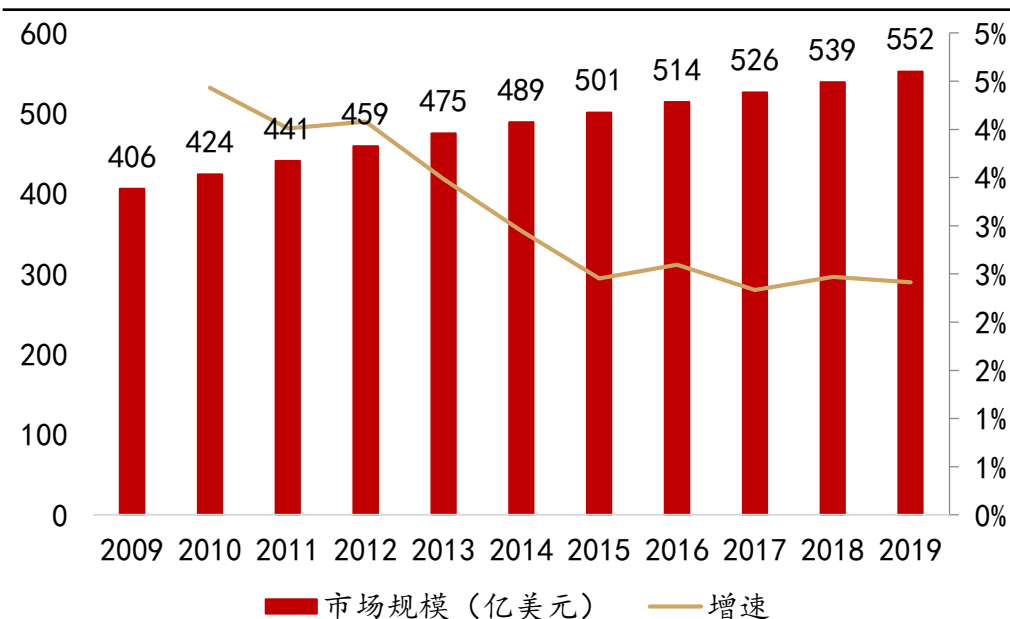


2.3 ERP市场规模：新技术加快产品迭代，2024年市场规模接近640亿美元

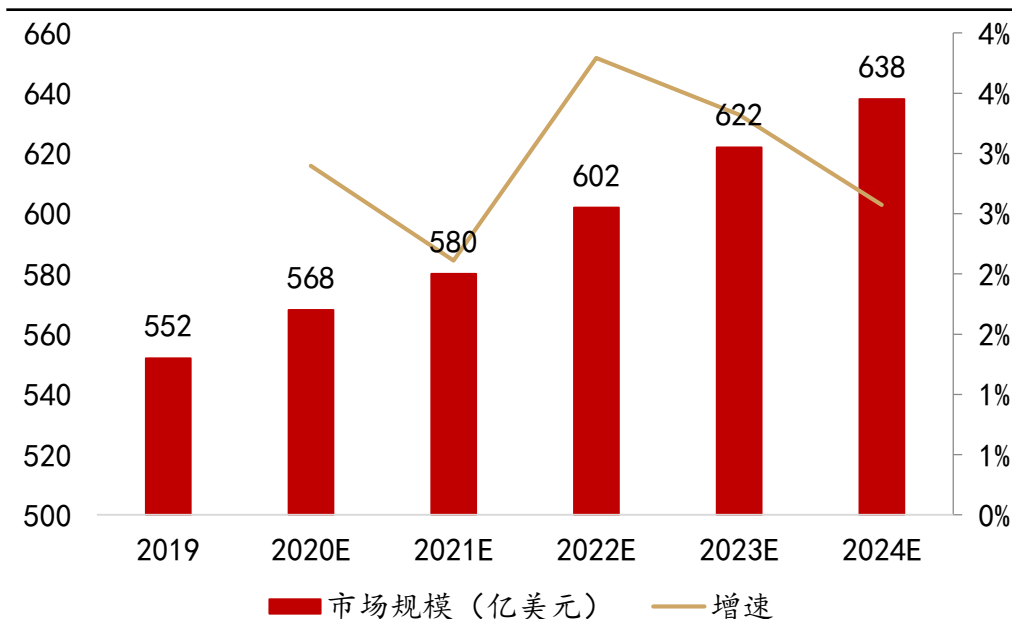
◆ 云和AI等技术加快产品迭代，预计2024年全球ERP市场规模接近640亿美元

- ✓ **2015年起全球ERP市场稳步增长**：根据Forrester统计数据，全球ERP市场从2015年进入稳定增长阶段，2019年全球ERP市场规模达到552亿美元，同比增长2%。
- ✓ **云、AI技术的成熟驱动行业加速**：云计算、AI等新兴技术的出现和运用，带来ERP产品的创新和迭代升级，未来5年全球ERP市场增速有望提升至3%-4%，预计2024年全球ERP市场规模接近640亿美元。

全球ERP软件市场规模及增速



全球ERP软件市场规模预测

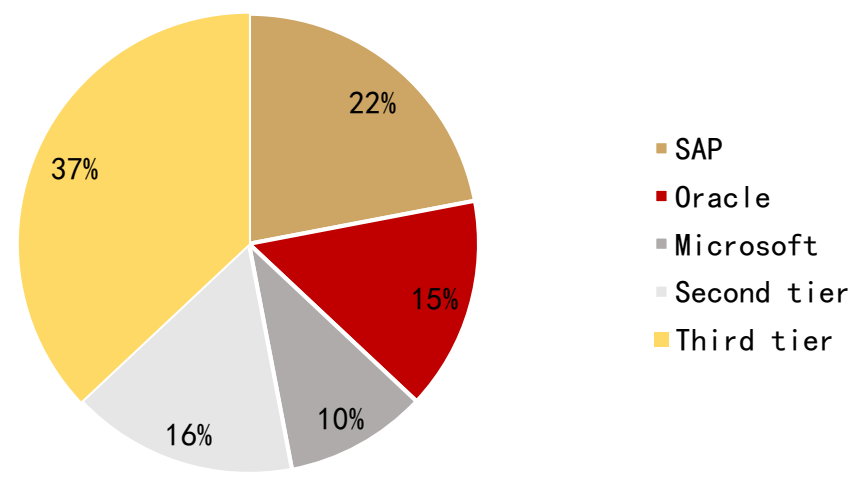


2.4 ERP竞争格局：Top3合计份额达47%，集中度有望进一步提升

◆ 市场Top3市占率47%，集中度有望进一步提升

- ✓ 从竞争格局看，SAP、Oracle和Microsoft位列第一梯队，全球市场占有率分别为：22%、15%和10%，合计市场份额达到47%，且市场集中度有进一步提升的趋势。
- ✓ 第二梯队的厂商包括：Infor、Workday、Epicor、Sage等。

全球ERP软件市场竞争格局

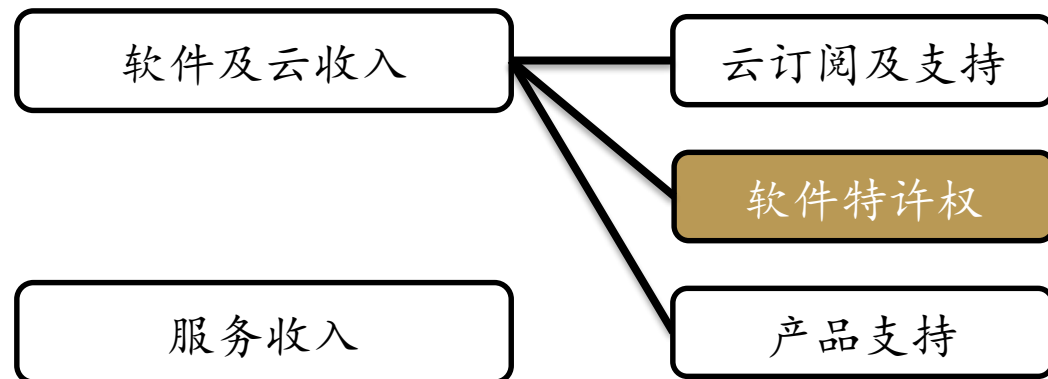


全球主流的ERP软件厂商介绍

厂商	简介
SAP	全球最大的企业级ERP软件供应商，由前IBM工程师于上世纪70年代创立的。SAP在ERP领域有近40年的丰富经验。
Oracle	Oracle是在ERP领域的另一巨头，Oracle也在开发基于云的ERP，致力于实现真正的混合作业。Oracle更适用于业务复杂、个性化管理的企业。
Microsoft	2016年7月微软发布了云ERP和云CRM的结合体Microsoft Dynamics 365。
Salesforce	Salesforce是最大的企业应用的云服务提供商，同时也被SAP和Oracle视为竞争对手。
Infor	Infor的解决方案能够最大限度的帮助企业做个性化服务。从2002年开始，Infor就一直不断地在收购一些公司，其中包括2011年收购了Lawson Software公司。
Epicor	Epicor ERP的全球客户量已达到20000。2016年7月，PE巨头kcp从安佰深手中收购了Epicor，交易价值达33亿美元。
Workday	Workday是基于云的ERP厂商，有Dave Duffield和Aneel Bhusri创立于2005年。Workday一开始就以云计算为基础，取得了先发优势。
NetSuite	NetSuite公司称，他们基于云的ERP解决方案已经有3万多客户，其中包括Land O'Lakes地区。
Sage	Sage的主要服务对象是中小企业，在全球大概有600万客户。Sage ERP X3是一套完全集成的管理解决方案，在易用性方面做了很大的改进。

2.5 ERP核心厂商- SAP：2019年收入309亿美元，ERP传统龙头厂商

2019年SAP业务拆分



2019年SAP核心业务收入增速

	营收（亿美元）	毛利率	营收增速
软件及云收入	257.82	79.61%	9.35%
其中：云订阅及支持	77.67	63.54%	36.05%
软件特许权及支持	180.15	86.57%	0.82%
其中：软件特许权	50.78		-4.42%
产品支持	129.36		3.03%
服务收入	50.87	19.36%	8.88%

- ◆ SAP是企业应用软件ERP市场的领导者，可帮助各行业，各规模的公司以最佳方式运营：全球77%的交易收入都涉及SAP系统，机器学习，物联网(IoT)和高级分析技术，有助于将客户的业务变的智能化。
- ◆ **产品定位**：SAP业务下的云计算业务，提供SaaS形式的ERP软件，客户主要为大型企业。商业模式为SaaS订阅式收费。
- ◆ **竞争对手**：Oracle等同样为传统ERP厂商，逐步向云计算模式转型的ERP厂商。
- ◆ **SAP核心业务分为软件及云收入+服务收入两部分**：
 - ✓ **软件及云收入**：分为云订阅、软件特许权、支持三部分。软件及云收入在2019年营收占总营收的83.5%，软件及云收入包含所有SAP除软件服务外的一切软件及支持所获的收入，2019年毛利率达到79.61%。
 - ✓ **服务收入**：2019年板块收入占总营收16.5%，毛利率为19.36%。
 - ✓ **云业务及营收增速**：软件及云收入下的云订阅及支持为SAP目前云计算业务，2019年营收达到77.67亿美元，占软件收入营收的23.2%。云业务营收增速为36.05%远超其他细分业务，为公司整体营收贡献主要增长。

2.6 ERP核心厂商- SAP：S/4和BBD分别定为大型企业和中小企业市场



- ◆ **SAP S/4HANA主要客户为大型企业**：以ERP模块为主，拥有其他增值产品（另外购买）如右图：
- ✓ SAP S/4HANA利用混合部署、云部署或本地部署满足用户的 IT 架构需求，所有部署场景均采用统一的数据模型和代码行并提供一致的用户体验。
- ✓ SAP S/4HANA Cloud 被 IDC 评为全球 SaaS 和云 ERP 系统领导者。帮助企业从三方面完成数字化转型：数字化平台、第三平台技术，以及智能应用和系统。

ERP 与财务

SAP S/4HANA

面向中小型企业的 ERP 软件

财务

会计与财务结算

资金管理

应付账款和应收账款

治理、风险、合规 (GRC) 与网络安全

供应链管理

供应链计划

供应链物流

制造

产品生命周期管理

企业资产管理

CRM 与客户体验

客户数据

营销

电商

销售

服务

网络与支出管理

供应商管理

战略寻源

采购

服务采购和临时劳动力

销售和订单履行

差旅和费用

HR 与员工管理

员工体验管理

核心人事管理与薪资核算

人才管理

人力资源分析和劳动力计划

业务技术平台

数据库和数据管理

应用开发和集成

商务分析

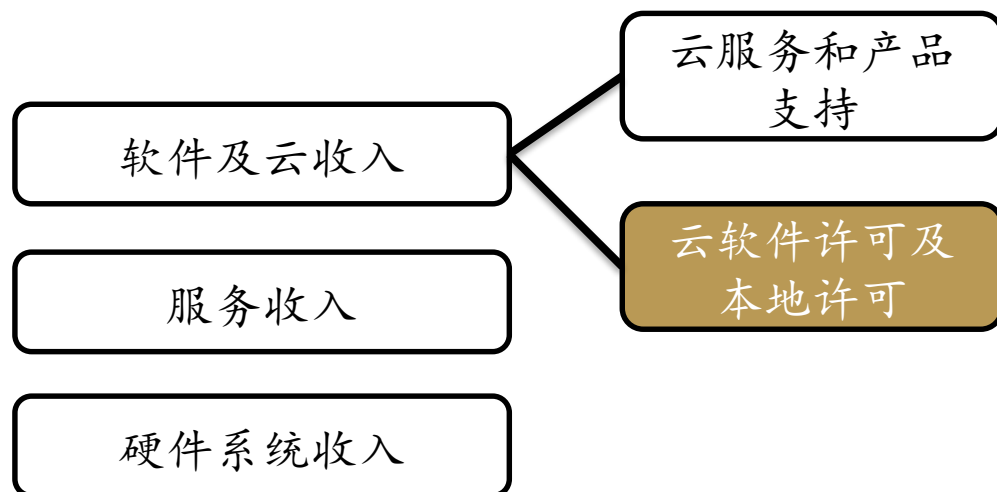
智能技术



- ◆ **SAP Business ByDesign主要客户为中小型企业**，提供单一ERP云解决方案，高效管理企业，实现扩展并赢得竞争，而且不会为企业增加任何复杂性和成本。
- ✓ SAP Business ByDesign是一款软件即服务 (SaaS) 解决方案，根据基础包、用户类型和用户数量采用按月租用的模式提供。

2.7 ERP核心厂商-Oracle：2019年收入390亿美元，云业务持续增长

2019年Oracle业务拆分



2019年Oracle核心业务收入增速

	营收（亿美元）	毛利率	营收增速
软件及云收入	325.19	66%	-0.13%
其中：云服务和产品支持	51.27		-12.43%
云软件许可和本地软件许可	273.92		2.56%
服务收入	31.06	14%	-4.14%
硬件系统收入	34.43	55%	-7.05%

- ◆ Oracle是世界领先的信息管理软件供应商和继Microsoft后全球第二大独立软件公司。公司向多个国家的用户提供数据库、工具和应用软件以及相关的咨询、培训和支持服务。
- ◆ **产品定位**：公司云计算商业模式为订阅式，提供云计算基础架构以及云软件，主要为大型企业提供服务；
- ◆ **竞争对手**：云基础架构中，公有云主要竞争对手为一线公有云提供厂商，如微软、亚马逊、阿里巴巴等企业；云软件方面在ERP方向上主要与SAP形成竞争关系。
- ◆ 公司主要营收分为软件及云收入+服务收入+硬件系统收入三部分。
- ✓ **软件及云收入**：包含Oracle中的云计算业务，主要包括“云服务和产品支持”，以及“云软件许可及本地许可”两项业务。
- ✓ **云服务和产品支持**：主要包括云基础架构的销售及产品支持服务，其中云基础架构为订阅费用，产品支持为与产品销售打包的服务支持，在合同期内逐步确认。其2019年营收占据软件业务营收的13.6%，营收增速为-12.4%，营收负增长的原因在于云基础架构龙头厂商竞争激烈，公司竞争力相对不足导致市场份额下滑。
- ✓ **云软件许可及本地许可**：包括数据库、中间件和软件的许可，暂时没有独立划分云软件收入。

2.8 ERP核心厂商-Oracle：兼具IaaS和SaaS，收购Netsuite补短板



◆ 云基础设施：

✓ **Oracle 云基础设施 (OCI)** 是一款 IaaS 产品，可提供本地高性能算力来运行云原生和企业 IT 负载。OCI 集 Oracle 自治服务、集成安全性与无服务器计算于一体，可为企业提供实时弹性。它可用于公有云部署。

✓ **支持本地部署**：对于本地部署需求，则可在企业专有防火墙后，在数据中心内部署的新 Oracle 专有云本地化解决方案上使用 OCI。

◆ 云应用：云应用方面Oracle旗下拥有Oracle及NetSuite两种品牌，品牌旗下产品均以ERP为主：



- ✓ **Oracle Fusion ERP云**：主要面向大型企业，能够适应云端+本地应用，助力企业通过云 ERP 管理系统提高弹性和敏捷性，实现快速增长；帮助企业理顺资源计划，快速调整业务模式和流程，降低成本，改善预测并最大限度推进业务创新。其他增值产品包括：
- ✓ **企业绩效管理Oracle Fusion EPM云**，助力企业跨财务、人力资源、供应链和销售职能进行整体建模和规划。
- ✓ **供应链管理Oracle Fusion SCM云**：专为应对未来变化而设计和构建的一体化云端业务应用套件。
- ✓ **人力资本管理Oracle Fusion HCM云**：打通人力资源管理从“招聘到退休”的每一个环节，涵盖全球 HR、人才管理、劳动力管理等各个方面。



- ✓ **Oracle NetSuite ERP云**：面向大中小型企业，只提供云端解决方案，其他增值产品包括：
- ✓ **全球化业务管理**：NetSuite OneWorld 提供了一个实时、统一的全球业务管理平台，帮助企业妥善管理多国家和多分支机构运营，而其成本远远低于传统的内部部署 ERP 解决方案。
- ✓ **NetSuite 客户关系管理 (CRM)** 软件是一款可提供 360 度实时客户视图的云端解决方案。从线索到商机、销售订单、履行、续约、追加销售、交叉销售以及支持，NetSuite CRM 可确保在整个客户生命周期中提供无缝的信息流。
- ✓ 此外还提供Oracle NetSuite ERP云小企业版（与普通版在模块上存在区别）。

2.9 CRM发展历程：海外CRM产品实现云-社交-移动的升级

◆ 1999年至今，海外CRM行业发展经历了云-社交-移动的发展阶段

- ✓ **CRM软件的出现**：1993年，Tom Siebel离开了Oracle创建第一个CRM产品Siebel Systems，标志着CRM软件的出现。1999年，Salesforce推出了第一个软件即服务（SaaS）CRM，标志着SaaS CRM的出现。
- ✓ **开源和云CRM**：2003年，微软将CRM与MS Office和Outlook合并，以创建属于自己的CRM程序。2004年，SugarCRM推出了第一个开源CRM系统，成为CRM行业的标准功能。
- ✓ **云-社交-移动CRM**：2010年后，随着社交媒体的发展，专注社交的CRM产品ComcastCares出现，标志着CRM进入到云-社交-移动融合的发展阶段。
- ✓ **中国发展**：近几年CRM在中国发展非常迅猛，但现阶段的国内CRM发展层次普遍偏低，主要的厂商包括销售易、纷享销客等。

全球CRM经历了从云-社交-移动的发展阶段

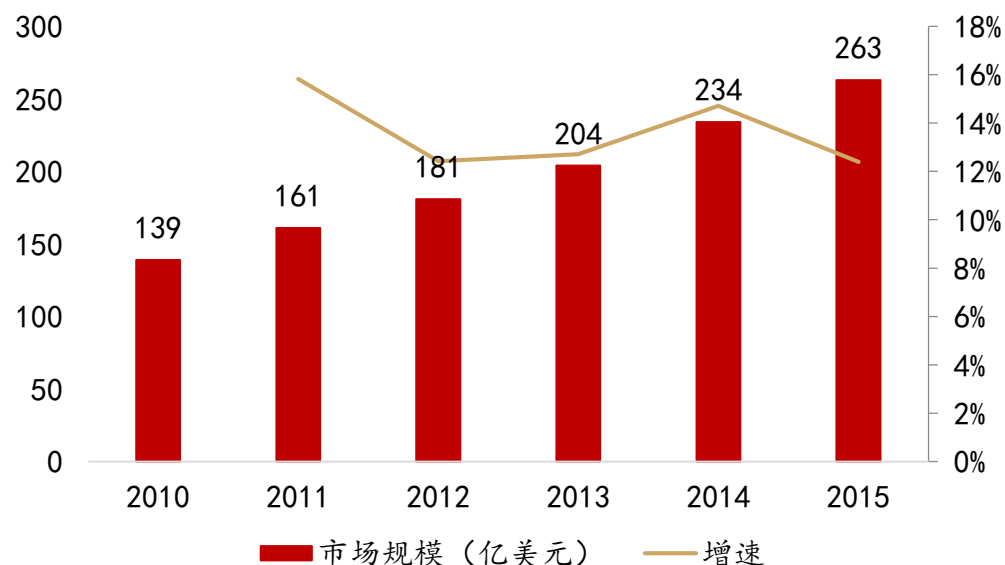
时间	类型	里程碑事件
1999-2000	CRM软件	1993年，Tom Siebel离开了Oracle创建第一个CRM产品Siebel Systems。 1999年，Salesforce推出了第一个软件即服务（SaaS）CRM
2000-2010	开源和基于云CRM	2000年，互联网泡沫破灭，CRM发展受到阻碍。 2003年，微软将CRM与MS Office和Outlook合并，以创建属于自己的CRM程序。 2004年：SugarCRM推出了第一个开源CRM系统，成为CRM行业的标准功能。
2010-至今	云-社交-移动CRM	2010年后，随着社交媒体的发展，专注社交的CRM产品ComcastCares出现。

2.10 CRM市场规模：CRM+云技术匹配度高，2020年市场规模605亿

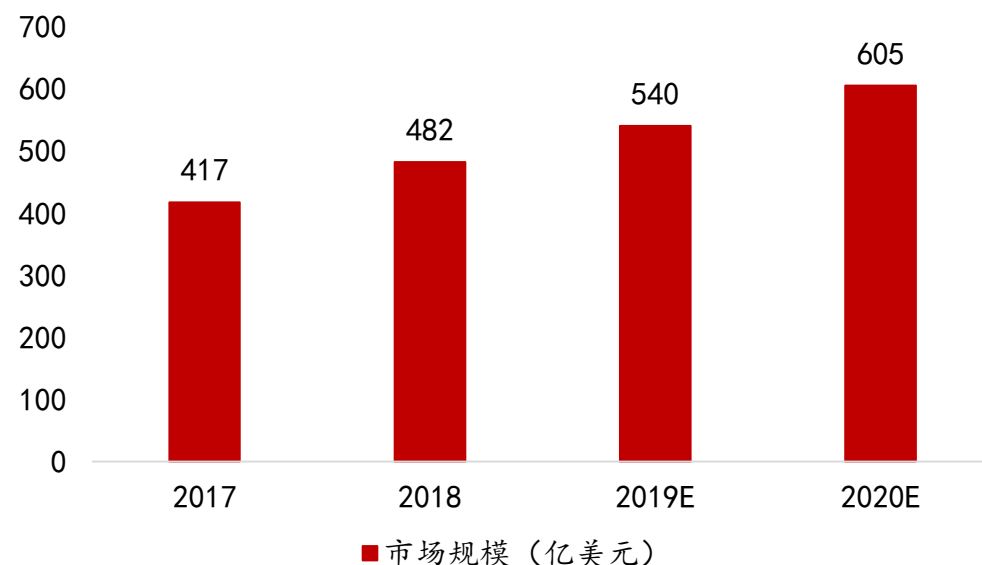
◆ CRM+云技术匹配度高，行业增速10%，预计2020年市场规模605亿美元。

- ✓ **CRM行业增速10%以上**：根据Gartner统计数据，全球CRM市场同比增速10%以上，2018年实现市场规模482亿美元，预计2020年市场规模达到605亿美元，接近ERP行业的市场规模。
- ✓ **CRM+云技术匹配度更高**：CRM龙头厂商Salesforce在成立之初就是用SaaS的模式提供CRM服务，号称用云服务“终结软件”。CRM相对EPR来说“更轻”，更适用于标准化的SaaS技术。

全球CRM软件市场规模及增速



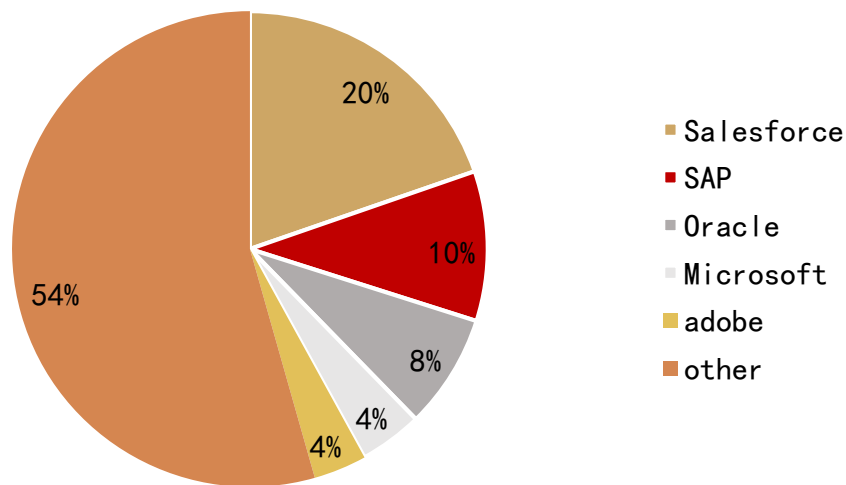
全球CRM软件市场规模预测



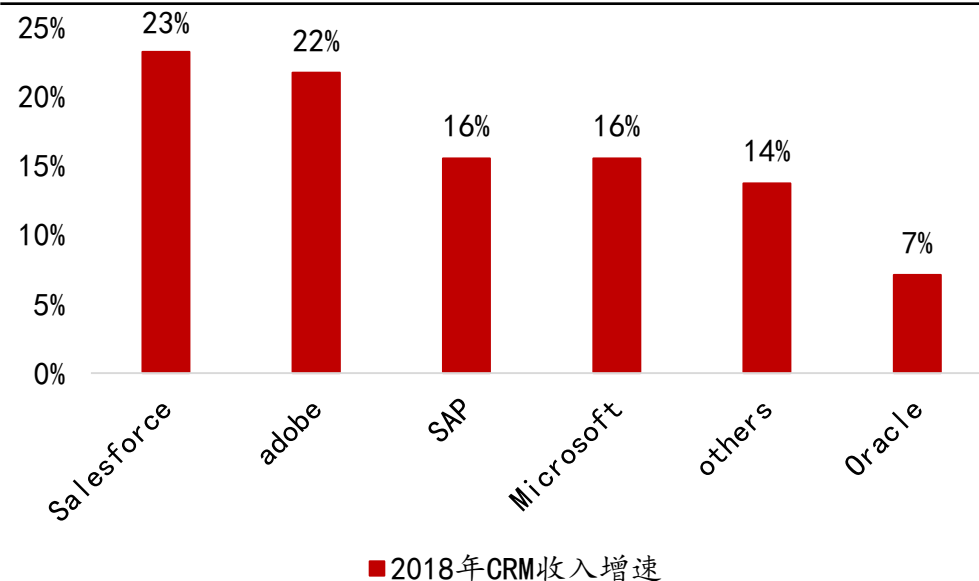
2.11 CRM竞争格局：Salesforce份额持续提升，Oracle收入增速掉队

- ◆ CRM+云技术匹配度高，行业增速10%，预计2020年市场规模605亿美元。
- ✓ **市场集中度低于ERP，Salesforce市占率20%**：根据Gartner统计数据，CRM竞争格局较分散，Top 3分别为Salesforce、SAP和Oracle，市场占有率分别为20%、10%和8%，前三名合计市场份额为38%，市场集中度低于ERP市场。
- ✓ **Salesforce市占率持续提升，Oracle掉队**：从收入增速的角度看，Salesforce和Adobe2018年的收入增速均超过20%，市占率有望进一步提升。Oracle虽然当前拥有8%的市占率，但增速明显低于行业水平。

全球CRM软件市场竞争格局

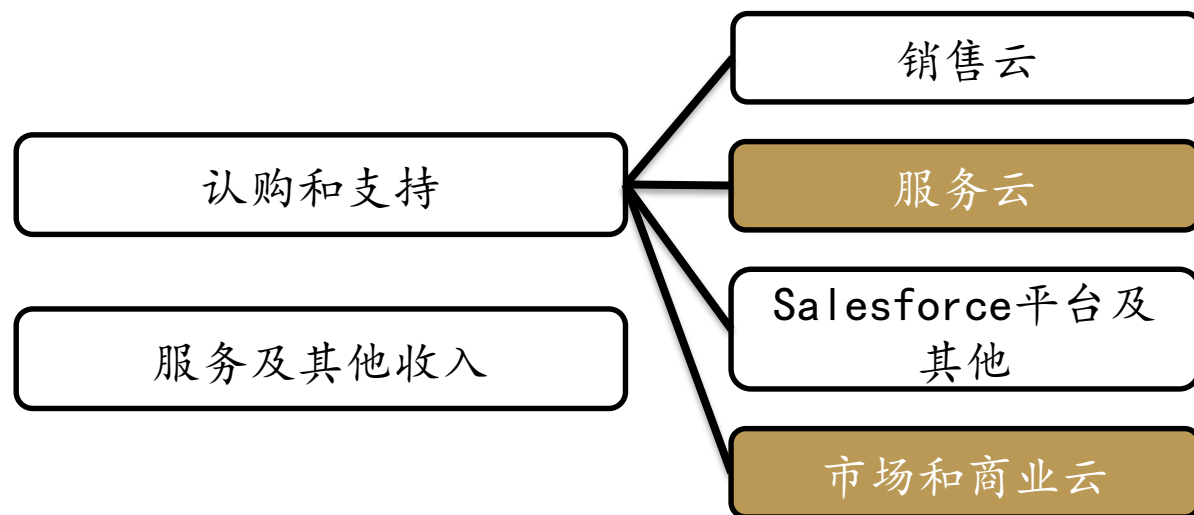


全球主流的CRM厂商收入增长率比较



2.12 CRM核心厂商-Salesforce：CRM中小企业市场绝对龙头

2019年Salesforce业务拆分



2019年Salesforce核心业务收入增速

	营收（亿美元）	毛利率	营收增速
认购和支持	160.43	80.07%	29.24%
其中：销售云	45.98		14%
服务云	44.66		23%
Salesforce平台及其他	44.73		57%
市场和商业云	25.06		32%
服务及其他收入	10.55	1.71%	21.40%

◆ Salesforce作为客户关系管理(CRM)软件服务提供商，可提供按需应用的客户关系管理平台。Salesforce允许客户与独立软件供应商定制并整合其产品，同时建立他们各自所需的应用软件。对于用户而言，则可以避免购买硬件、开发软件等前期投资以及复杂的后台管理问题。**产品定位**：公司主要客户为中小型企业，产品全部为 SaaS 产品化软件，订阅付费为公司主要收入。

◆ **竞争对手**：公司在CRM中小型企业领域为绝对唯一龙头。

◆ **Salesforce业务分为认购支持和服务及其他收入。**

✓ **认购和支持**：包括销售云、服务云、Salesforce平台及其他以及市场和商业云。2019年认购和支持收入占总营收93.8%。认购和支持板块收入来自订阅产品的收费，2019年毛利率达到80.07%。

✓ **服务及其他收入**：2019年板块收入占总营收6.2%，毛利率为1.71%。该板块收入来自软件产品出售时，订阅费以外的的其他服务收入。

✓ **细分业务与营收增速**：2019年认购和支持业务营收增速为29.2%，略高于服务及其他的营收增速21.4%；细分业务中Salesforce平台业务增速最高，达到57%。

2.13 CRM核心厂商-Salesforce：销售云、营销云和服务云3朵云



◆ 销售云

- ✓ 让销售团队与营销、服务、商务等各个职能部门连接起来。
- ✓ 领先于市场的深入分析和各类智能功能可帮助客户了解数据、找到隐藏的答案，并提供智能预测。
- ✓ 通过整合的入职、培训和指导来培养和支持销售团队。借助预测分析工具、潜在客户管理以及对每笔交易进行配置、定价和报价的功能，帮助他们更快速地达成更多交易。



◆ 服务云

- ✓ 全面了解客户情况，更快速、更可靠地解决个案。
- ✓ 通过颇具吸引力的门户和社区为客户提供支持。通过消息、聊天和社交媒体等数字渠道交付个性化支持。
- ✓ 改善办公室和现场的首次访问解决率和现场管理等。利用由人工智能提供支持的聊天机器人和解决方案，扩大支持规模并提升客服人员工作效率。可以使用 Service Cloud 客户服务软件创建呼叫中心脚本、建立知识中心等，从而提高客服人员效率。Service Cloud 的高效高质让客服人员以愉悦的状态面对客户，确保客户满意度和忠诚度。



◆ 营销云和商务云

- ✓ **营销云**：实现B2B 市场营销自动化，在整个潜在客户生命周期中，开发潜在客户和实现培养计划自动化和优化。借助 AI 的力量安排好每一次交互。倾听、阐述和回应客户的意图，并通过可信的方式提供个性化的沟通。
- ✓ **商务云**：全方位管理数字商务，借助包括商务、销售终端、订单管理等功能的集成解决方案，可从购物、订单履行到服务在线消费者体验的方方面面实现突破。借助云端，可更快把握市场机遇。快速推出新站点、营造全新消费者体验、将商店上线、扩展到新的地区、采用新功能并集成合作伙伴技术。



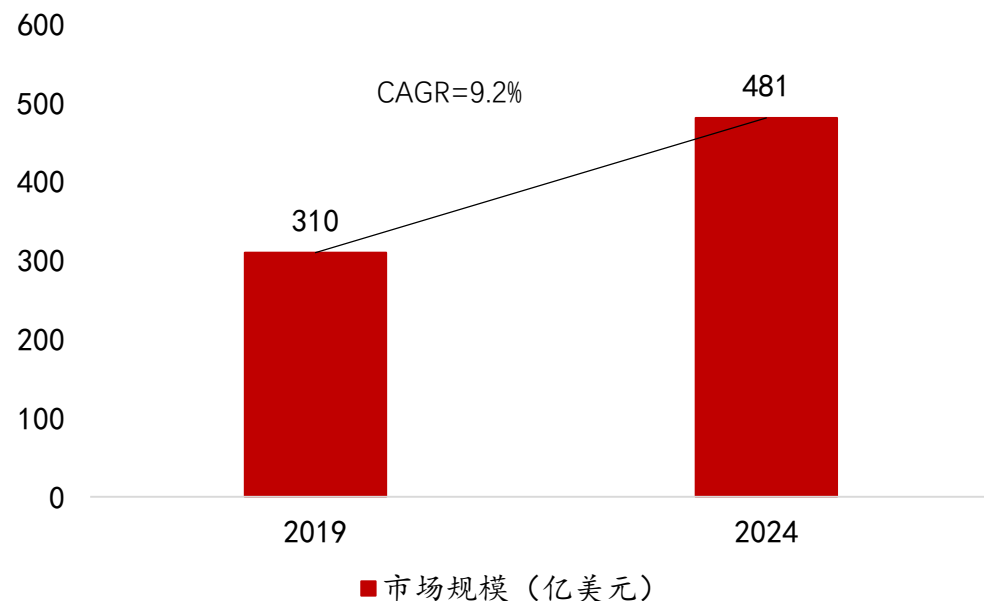
◆ 其他产品

- ✓ **Lighting平台**：将 CRM 的功能扩展到每一个业务流程、每一个应用程序和每一个员工身上。使用自定义应用程序扩展销售、服务和市场营销工作。为每个部门实现业务流程数字化。
- ✓ **社区云**：启用客户自助服务，扩展业务流程，构建更深层的客户关系。
- ✓ **Wave分析**：运用高级分析、人工智能等技术进行强化的 Sales Cloud。
- ✓ **Health Cloud**：适用于医疗保健行业的专属CRM。
- ✓ **Salesforce报价到现金**：专业报价系统，加快从报价到现金的流程。

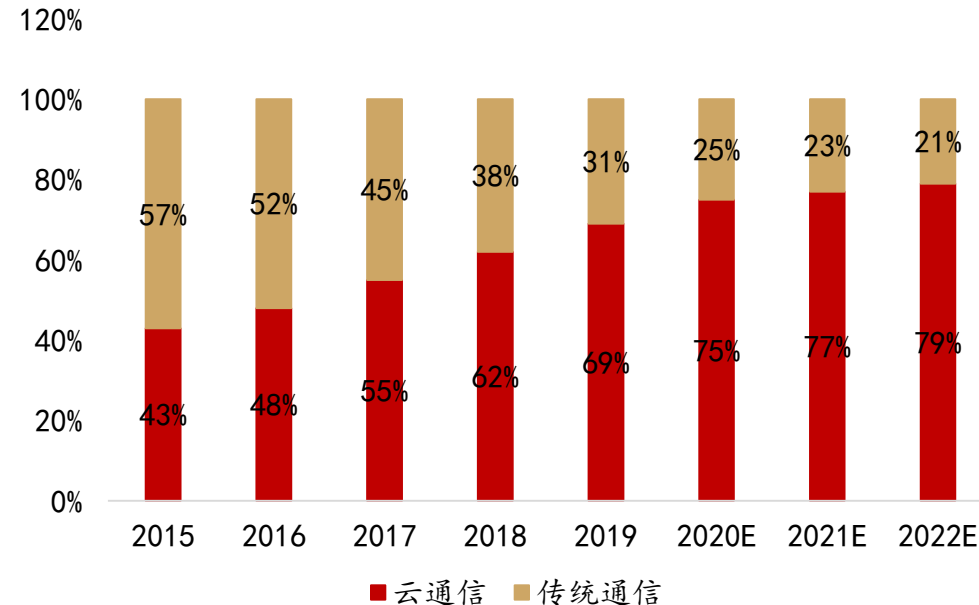
2.14 云协作市场规模：5年复合增长率9.2%，云部署占比提升至79%

- ◆ 未来5年全球云协作市场复合增速9.2%，预计2024年市场规模达到481亿美元，2020年云部署占比提升至79%
- ✓ 全球云协作市场复合增速9.2%：根据第三方市场统计机构Markets and Markets数据，2019年全球企业云协作市场规模为310亿美元，预计未来5年保持9.2%的复合增长，2024年全球企业云协作市场规模有望达到481亿美元。
- ✓ 云通信部署占比逐年提升：近年来全球企业视频会议架构部署中，云通信部署的方式占比逐年提升，由2015年的43%提升至2019年的69%，预计2022年有望提升至79%。

全球企业云协作市场规模及预测



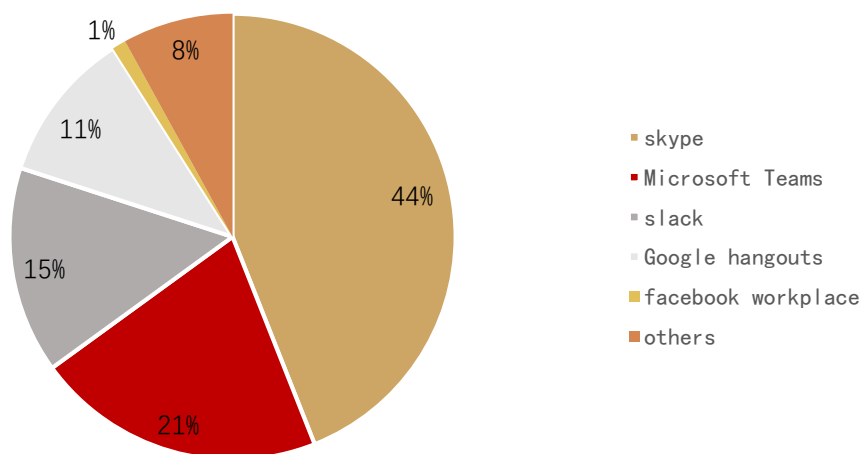
全球企业视频会议架构部署情况及预测



2.15 云协作竞争格局：微软市占率65%，ZOOM位列云视频领导力象限

- ◆ **微软是企业云协作的绝对龙头**：从Spiceworks发布的全球企业云协作市场份额数据看，微软旗下Skype+Microsoft teams合计份额达到65%，竞争对手包括Google、Facebook 等。
- ✓ **细分市场云视频ZOOM列为领导象限**：从Gartner发布的2018年全球云视频会议领导力象限看，Microsoft、Cisco和ZOOM位列三强。

全球企业云协作市场市场份额

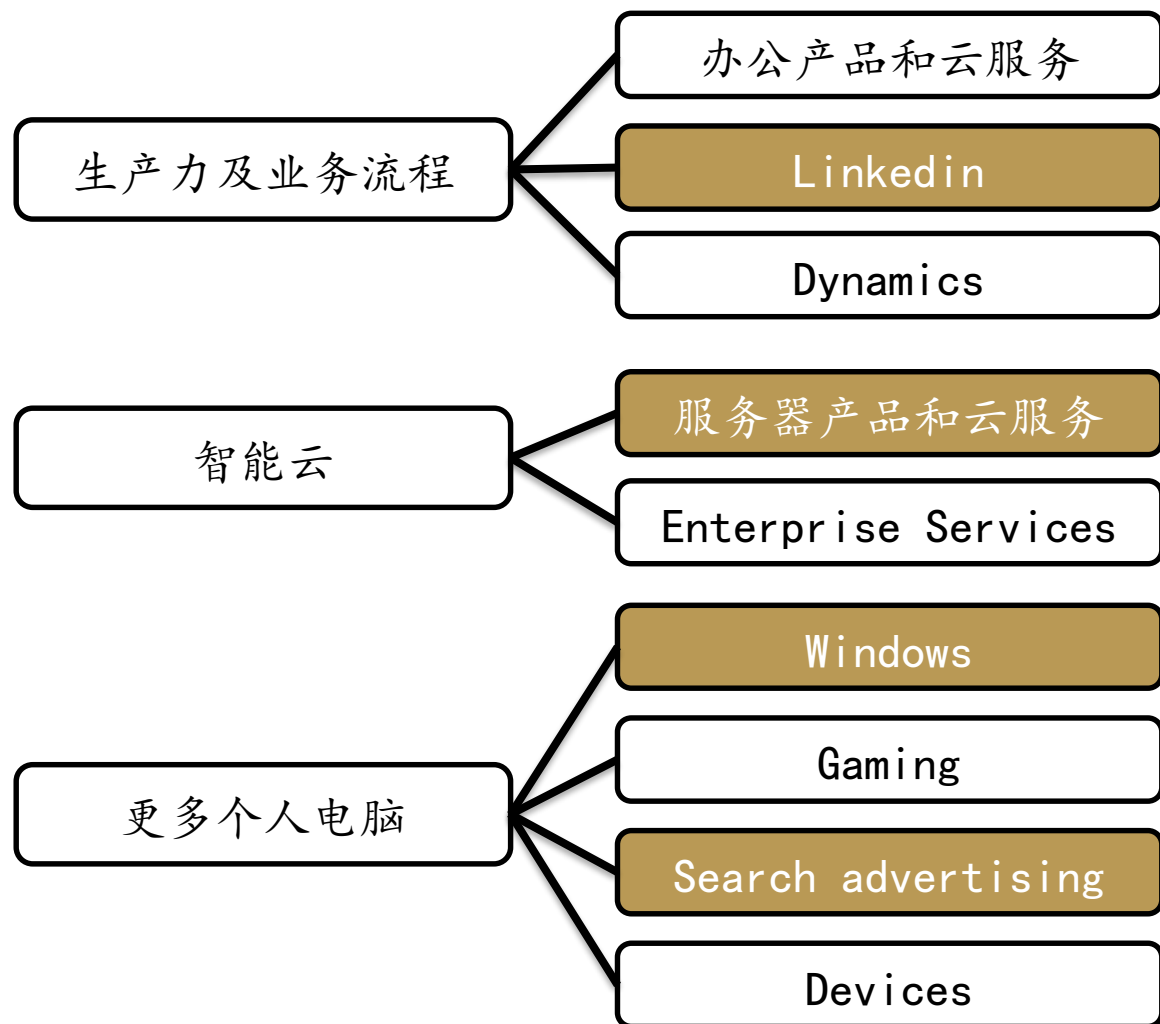


2018年全球云视频会议市场领导力象限



2.16 云协作核心厂商-Microsoft：办公协作领域唯一绝对龙头

2019年Microsoft业务拆分



- ◆ 微软公司以研发、制造、授权和提供广泛的电脑软件服务业务为主。最为著名和畅销的产品为Microsoft Windows操作系统和Microsoft Office系列软件，目前是全球最大的电脑软件提供商。
- ◆ **云计算产品定位**：提供以Office为主的SaaS软件，以及以Azure为中心的IaaS产品。云计算业务收取订阅服务费。
- ◆ **竞争对手**：在办公软件方面主要竞争对手为WPS，在公有云方面主要竞争对手为亚马逊、阿里巴巴等云服务厂商。
- ◆ 微软业务分为生产力及业务流程、智能云以及更多个人电脑业务。
- ✓ **生产力及业务流程**：主要为Office、Linkedin、Dynamics等授权及订阅收入，营收占2019年总营收32.4%，增速达到12.73%；
- ✓ **智能云业务**：主要为Azure公有云服务、SQL Server, Windows Server等。营收占2019年总营收33.8%，同比增速达到24.06%。

2019年Microsoft核心业务收入增速

	营收（亿美元）	毛利率	营收增速
生产力及业务流程	463.98		12.73%
智能云	483.66		24.06%
更多个人电脑	482.51		5.59%

2.17 云协作核心厂商-Microsoft : office365和Dynamics 365



◆ 云基础设施：

- ✓ **Azure**：提供云计算IaaS层服务——基础设施即服务
- ✓ **此外对比其他厂商，直接提供基于Windows系统的PaaS层服务。** Azure PaaS平台即服务建立在IaaS之上，因此它提供IaaS的所有功能以及它自己的功能，例如商业智能BI服务，中间件，开发工具，它管理Web应用程序项目，企业应用程序，当前市场上更多的移动应用程序。
- ✓ PaaS平台即服务有助于削减公司成本。该公司无需担心购买软件许可证，安装，配置，基础架构，硬件，内存这些PaaS提供的所有功能。与此同时，它还提供安全性，工作流，目录服务。

◆ 云应用：云应用方面Microsoft旗下主要拥有Microsoft 365以及Dynamics 365两种产品：



- ✓ **Microsoft 365**：分为家庭版、个人版、商业版。核心应用包括：Word，Excel，PowerPoint，Outlook，OneNote，OneDrive等。



Word



Excel



PowerPoint



Outlook



OneNote



OneDrive



- ✓ **Dynamics 365**：整合CRM (Dynamics CRM Online) 和ERP (Dynamics AX) 的功能，建立了全新的按需构建的应用模块来管理特定的业务功能。
- ✓ 包括Dynamics 365 销售模块、Dynamics 365 客户服务模块、Dynamics 365 现场服务模块、Dynamics 365 项目服务自动化模块、和Dynamics 365 运营模块。Dynamics 365应用程序旨在实现个性化体验，帮助企业加速数字化转型，以满足客户不断变化的需求并捕捉未来新的商机。

2.18 云协作核心厂商-ZOOM：高毛利高爆发的云视频服务商

- ◆ **ZOOM主要提供视频通讯平台**，产品主要分为五大类：
 - ✓ 提供会议与聊天，视频网络研讨会，会议室，电话系统，以及Marketplace五大功能，主要客户为企业。
- ◆ **竞争对手**：主要为科技巨头，如Facebook，Google等均有推出类似产品
- ◆ **ZOOM使用单个会议室容纳设备的数量来区分产品层次**
 - ✓ 如右图所示，其中官网价格最低3800元/年，名称为10方会议室，一次能容纳10个设备；而最高为200方会议室，一次容纳200个设备接入，价格为33600元/年。
- ◆ **产品具有会议基础功能与增值功能两项**：
 - ✓ 会议基础功能包括：音频视频互动、桌面共享、应用程序共享、白板共享、文件传输功能、录制功能、远程控制功能等。
 - ✓ 会议增值功能包括：电话会议、H323/SIP接入，开通增值功能需要额外付费。

2019年Microsoft核心业务收入增速

	营业收入（亿美元）	毛利率	营收增速
订阅解决方案	6.23	81.47%	88.39%

ZOOM五大功能



ZOOM产品定价

中目 200方会议室

不限时长，不限使用次数

¥33600 元/每年

中目 10方会议室

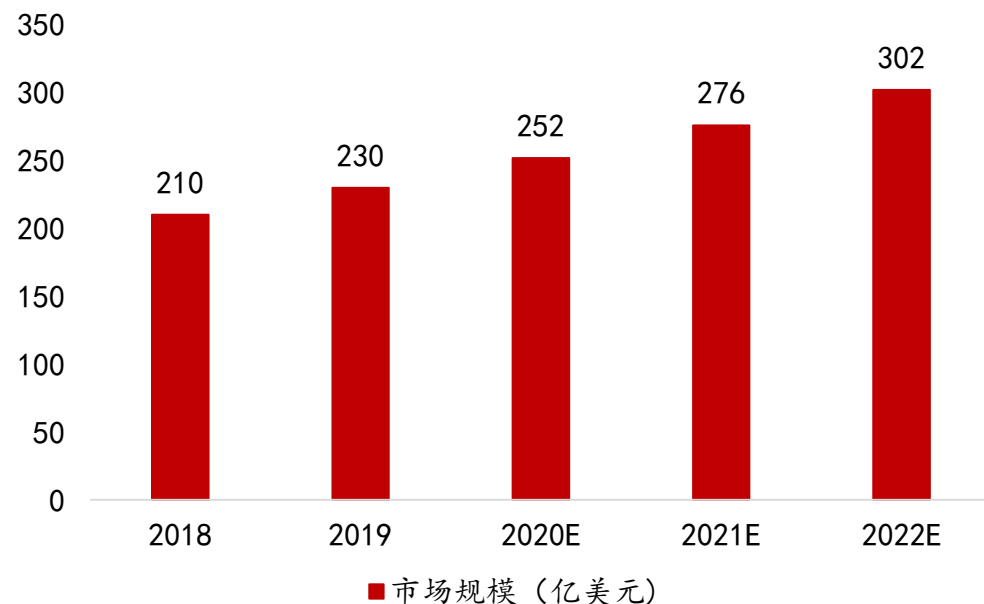
不限时长，不限使用次数

¥3800 元/每年

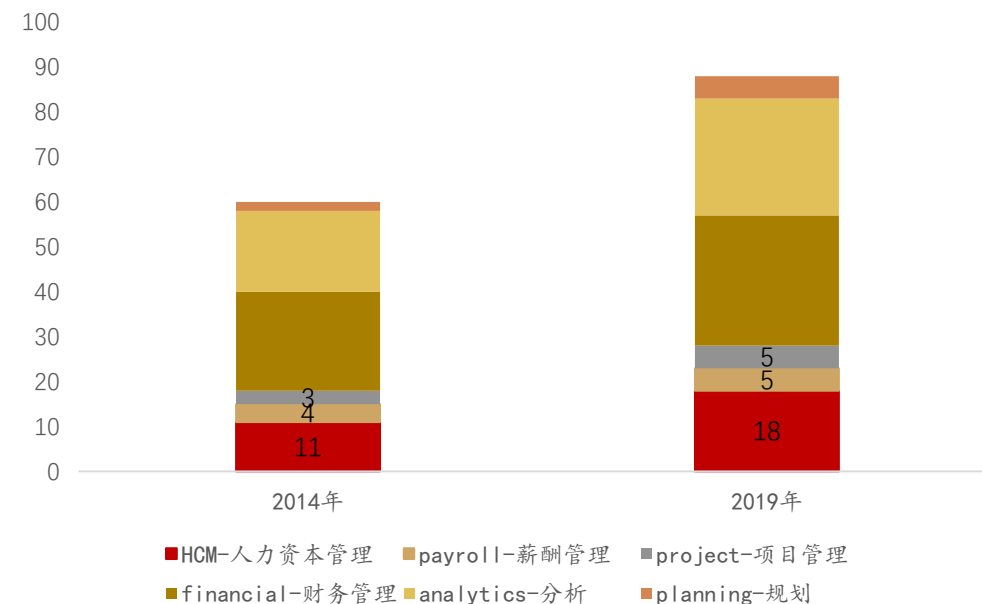
2.19 HCM市场规模：2022年市场规模达302亿美元，复合增速9.5%

- ✓ **HCM 云化趋势显著，市场发展潜力十足**：对比本地部署的HCM，云HCM除了敏捷、节省成本外，还同时具有满足合规要求、建立员工与HR联系、敏捷响应人力需求等优势。
- ✓ **2020年HCM市场规模达302亿美元**：根据Gartner预测，2019-2022 年 HCM（人力资源管理）应用市场将依然强劲。2019 年全球 HCM 和薪资应用市场规模为230亿美元，预计到 2022 年将达到 302 亿美元，2018-2022 年的复合年增长率为 9.5%

全球视频会议市场规模及预测



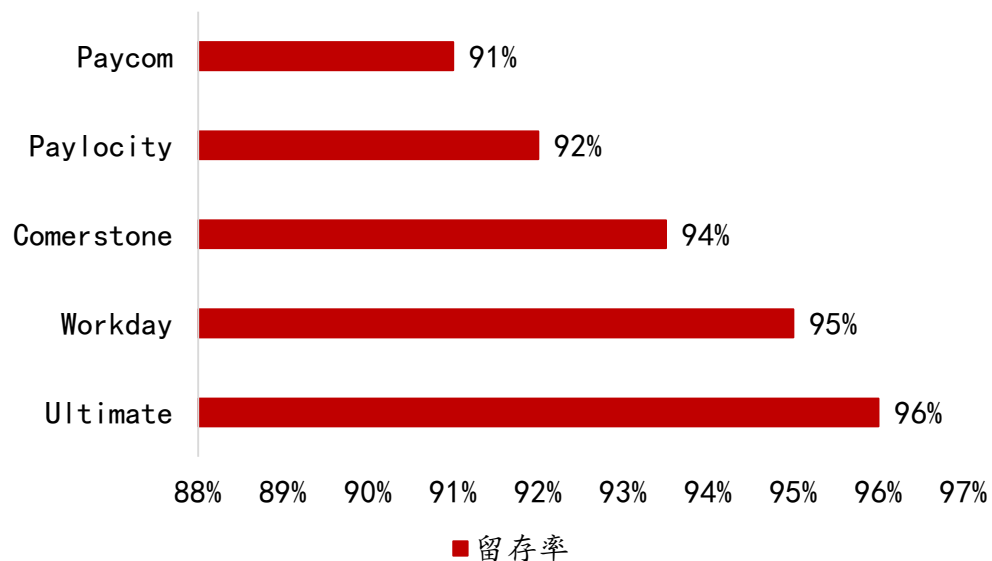
全球企业电话视频架构部署情况及预测



2.20 HCM竞争格局：大型企业市场白热化竞争，Workday 位列领导象限

- ✓ **头部厂商竞争进入白热化阶段，Workday 后劲十足。**在大型企业市场，Oracle、SAP、Workday 竞争异常激烈，各大HCM 巨头在用户体验、安装部署、功能方面各有所长。
- ✓ **Workday 位列领导象限：**根据Gartner发布的《2019年全球HCM市场领导力象限》，Workday 位列领导象限，客户留存率95%以上。

全球主流的HCM厂商客户留存率对比

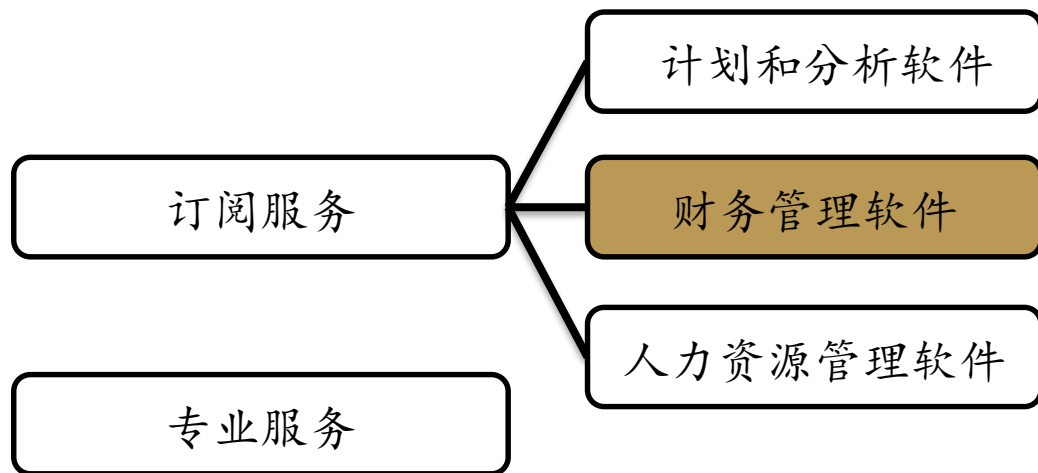


2019年全球HCM市场领导力象限



2.21 HCM核心厂商-Workday：全球HCM SaaS领导厂商

2019年Workday业务拆分



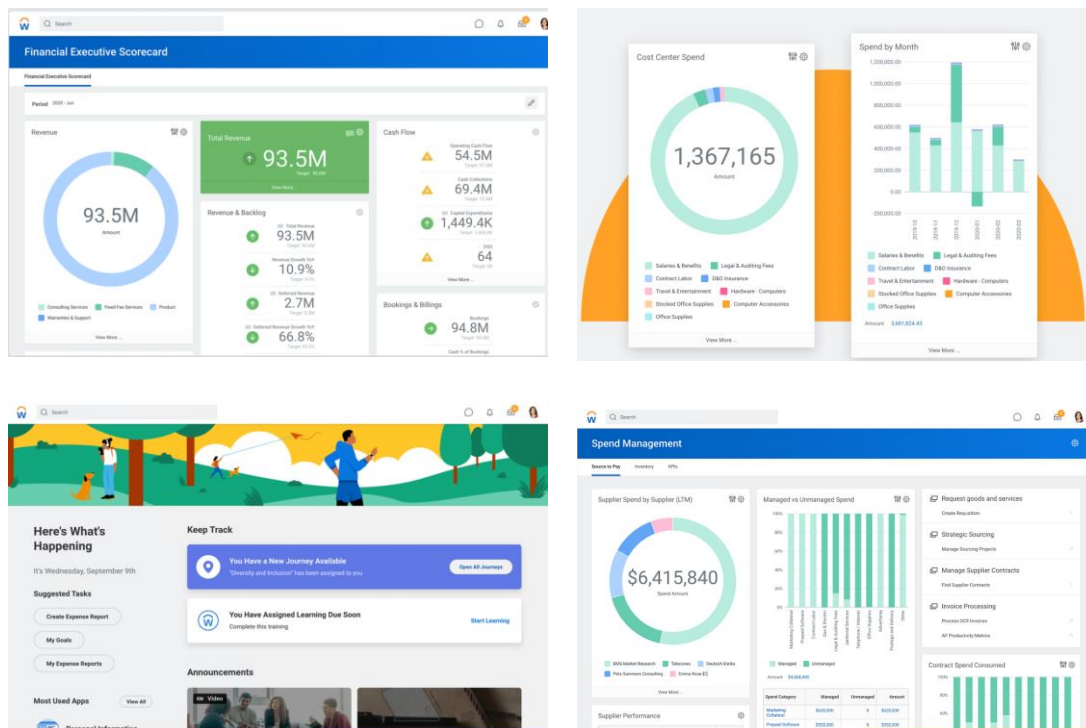
2019年Workday核心业务收入增速

	营业收入(亿美元)	毛利率	营收增速
订阅服务	30.96	30.01%	29.79%
专业服务	5.31		21.63%

- ◆ **业务特征：全球HCM SaaS领导者。** Workday是基于SaaS的HR、财务管理软件厂商。公司为大中型企业、教育机构、政府部门提供财务管理、人力资本管理、规划分析应用程序。
- ◆ **收入情况：订阅收入高速增长，但仍尚未实现盈利。** 2020年第二季度总收入为10.6亿美元，比2019财年第二季度增长了19.6%。订阅收入为9.317亿美元，比去年同期增长了23.1%。每股基本及摊薄净亏损为0.12美元，而2020财年第二季度的每股基本及摊薄净亏损为0.53美元。
- ◆ **研发投入：Workday研发费用远超Salesforce和Adobe。** Workday打造顾客满意度的一种方式是大刀进行产品开发。公司的年度研发费用占收入的31%，超过同类公司Salesforce和Adobe。
- ◆ **竞争对手：** Workday在吸纳整合Adaptive的产品时将面临挑战，要满足Adaptive4000家客户的需求，而这些客户中绝大多数使用的是Workday竞争对手甲骨文和微软的系统。

2.22 HCM核心厂商-Workday：全球人力资源管理软件领导者

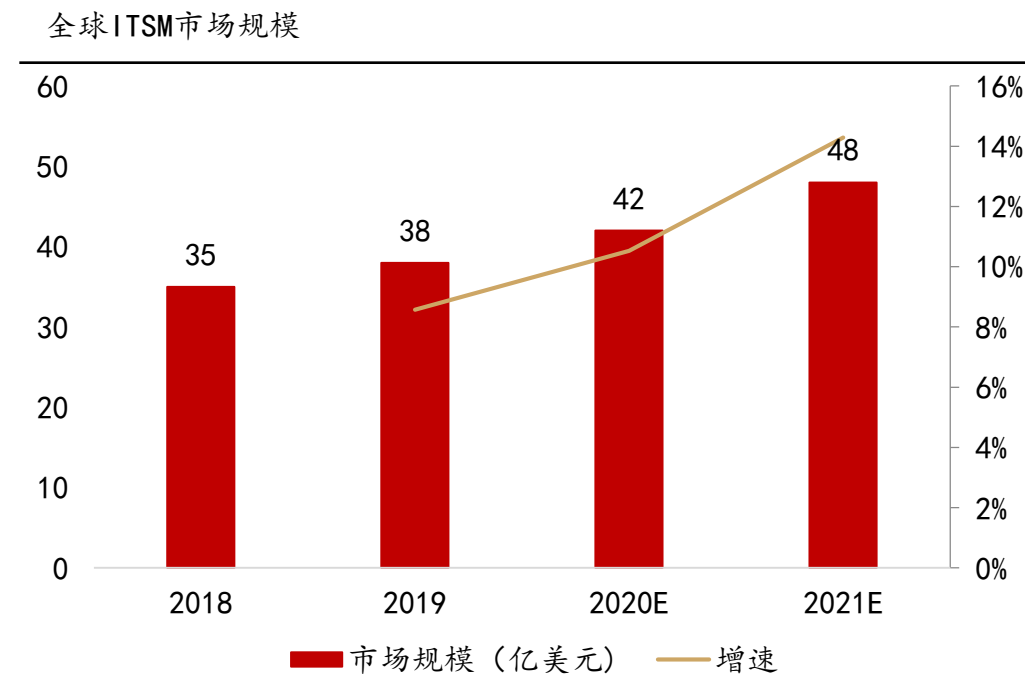
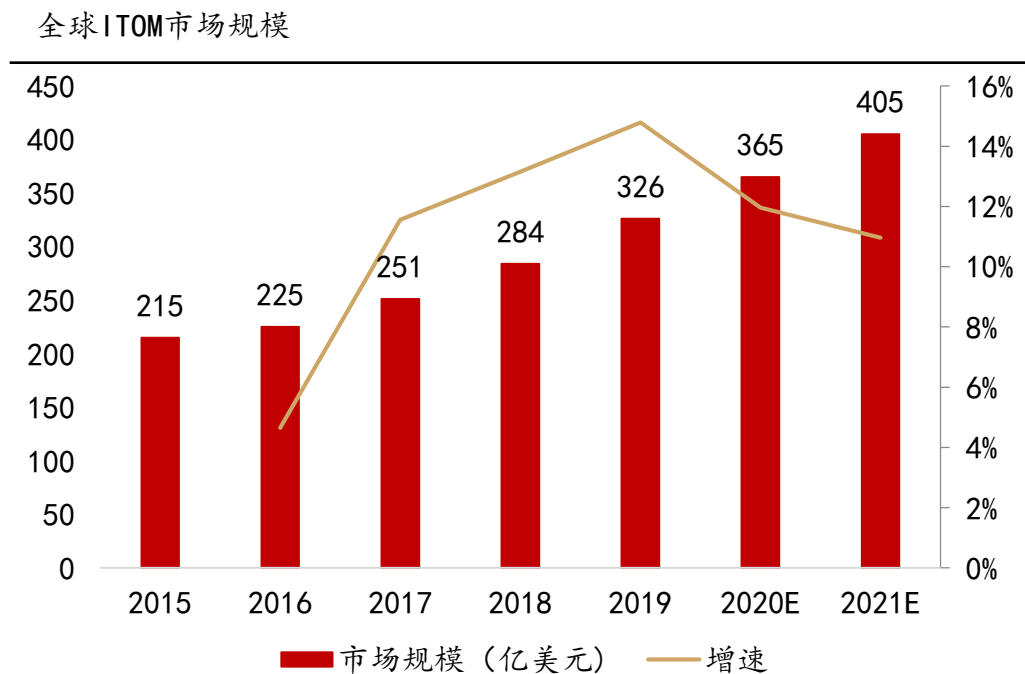
Workday核心产品



- ◆ **HCM系统更适用于全球流动的劳动人口管理。** Workday人力资本管理程序是一个统一的方案，为企业提供全面的人力资源服务。
- ✓ HRM系统可指导公司人力决策，增强数据分析和洞察力。并且提供智能自动化流程，减少手动任务，缩减企业运营成本。
- ◆ **财务管理系统可自动识别数据异常。** Workday的财务管理系统可以实现自动优化。机器学习不断地检测异常并提出建议，简化会计核算流程，财务数据处理更智能，从而提高工作效率。
- ◆ **新加入分析应用程序，将外部数据和内部信息混合。** 当企业HR主管为董事会准备竞争性分析时，能够将外部薪酬调查和薪酬数据于内部数据结合起来，充当HR和财务之间桥梁。
- ✓ 通过添加大数据分析，Workday正在创建一个统一的系统，它利用自己的内存计算技术，避免了单独实用的BI系统而产生的潜在问题。
- ✓ 当企业将数据输入时，Workday所有报告功能可以立即使用，所有的东西都包含同一的安全模型。

2.23 ITSM市场规模：2021年ITSM市场规模405亿，行业增速10%

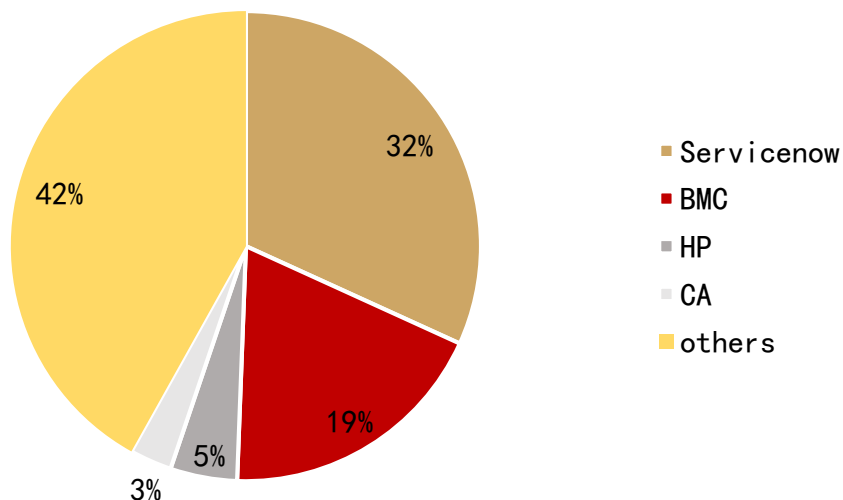
- ◆ ITOM行业增速10%，2021年市场规模405亿美元，ITSM市场规模48亿美元。
- ✓ ITOM行业增速10%以上，2021年市场规模405亿美元：根据Gartner统计数据，近年来全球ITOM市场规模保持10%以上增长，2019年市场规模为326亿美元，同比增长14.8%，预计2021年达到405亿美元。
- ✓ ITSM是ITOM的细分市场，2021年市场规模48亿美元：ITSM是ITOM的细分市场，ITOM指的是IT运维管理，而ITSM指的是IT服务管理。2019年ITSM市场规模38亿美元，预计2021年将达到48亿美元。



2.24 ITSM竞争格局：ServiceNow和BMC位列第一梯队

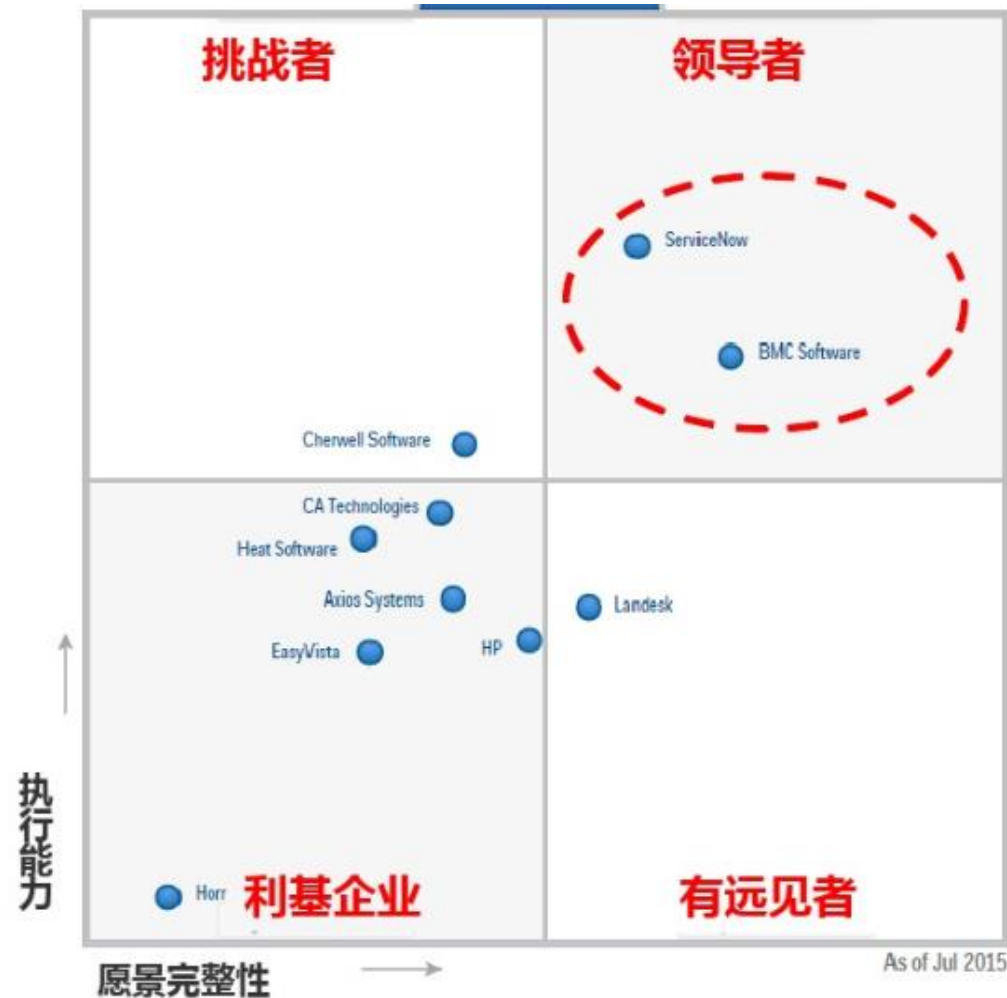
- ✓ **ServiceNow和BMC位列第一梯队。**根据IDC统计数据，全球ITOM市场第一梯队的厂商有2家，分别是Servicenow和BMC，市场占有率分别为32%和19%。
- ✓ **ServiceNow和BMC位列IT运维服务领导者。**从Gartner发布的《2015年全球IT运维市场厂商定位图》看，Servicenow和BMC位列全球IT运维市场领导者的地位。

全球ITOM市场规模



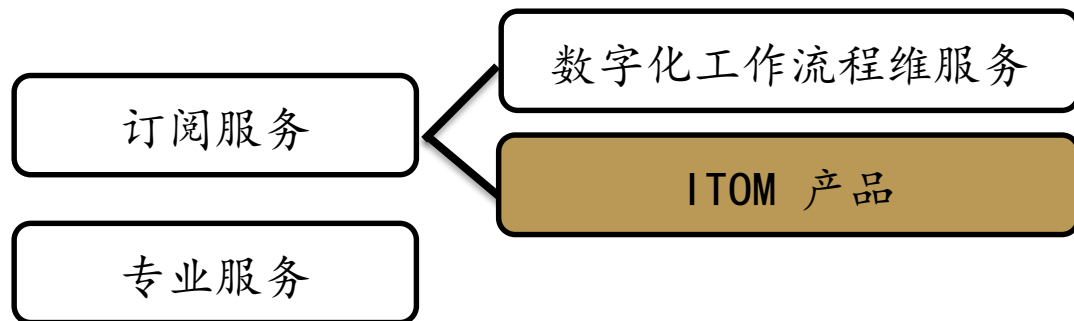
资料来源：IDC，Gartner，华西证券研究所

2015年全球IT运维市场厂商定位图



2.25 ITSM核心厂商-ServiceNow：全球范围范围扩张

2019年ServiceNow业务拆分



2019年ServiceNow核心业务收入增速

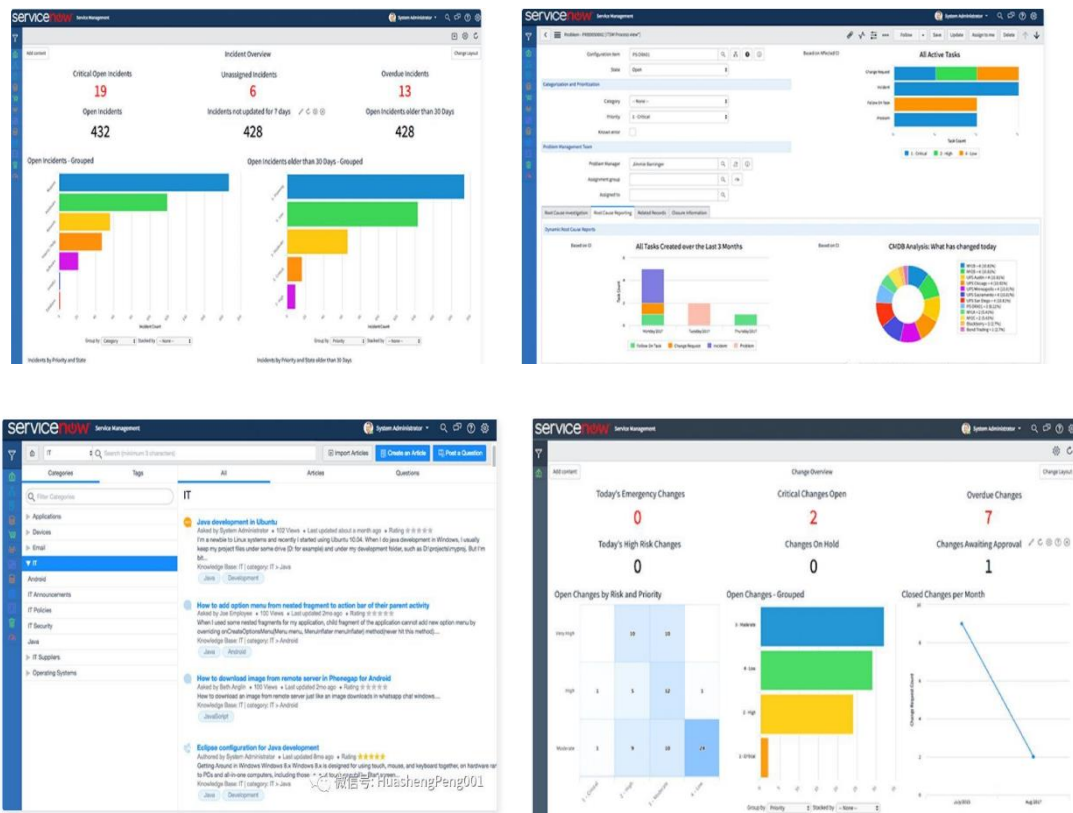
	营业收入(亿美元)	毛利率	营收增速
订阅	32.55	83.11%	87.10%
专业服务及其他	2.05		6.28%

产品体系：主要包括底层平台、IT类产品、新兴产品三部分，其中底层平台为公司核心的工作流引擎，IT类包括ITSM、ITOM、ITBM&ITAM，新兴产品则包括安全、客户服务、人力管理等。

- ◆ **业务进展：**公司全球扩张顺利，EMEA 表现强劲。本季度前 20 名的 deal 中有一半产生在美国国外。垂直领域，公司有一些大的 CSM 交易，帮助客户建立跨职能的工作流程。
- ◆ **下游客户：**包括金融、电信，软件，技术，服务业务等，其中金融服务是公司做得好的行业。
- ◆ **收入情况：**收入增长源于强劲的 ACV 表现。公司所有产品的表现都很优异。ServiceNow提供的三项客户管理服务的 ACV 净额都超过 100 万美元，六项人力资源服务的 ACV 净额同样超过 100 万美元。顾客选择预付全部合同金，为公司提供了持续的经营现金流。
- ◆ **竞争对手：**ServiceNow在业务扩张的同时，也面临更大的压力。BMC、CA、HPE、IBM这些老牌厂商，虽然动作缓慢，但是其在技术积累方面的优势也不容忽视。ServiceNow的新业务CSM将直面Salesforce的竞争，这对ServiceNow是极大的挑战。与这些竞争对手相比，ServiceNow的优势来自于其核心业务ITSM，ServiceNow的ITSM是最强的，尤其是在 SaaS服务方面。

2.26 ITSM核心厂商- ServiceNow : 旗舰产品Now Platform

ServiceNow核心产品



◆ 公司产品可分为三大类：底层平台、IT类和新兴产品三部分

✓ 其中底层平台为公司核心的工作流引擎，IT类包括ITSM、ITOM、ITBM&ITAM，新兴产品则包括安全、客户服务、人力管理等

◆ 公司推出旗舰产品Now Platform，其功能有：

- ✓ **减少企业工作量。** Now Platform包括一系列Now Intelligence的人工智能功能，用于自动化信息技术和客户支持任务，可减少企业使用其平台执行的任务所涉及的工作量。
- ✓ **简化公司IT运营。** Now Platform可帮助公司简化IT运营。例如协助员工设置计算机并查找网络安全问题。该平台还可为人力资源小组提供功能。
- ✓ **有效使用云资源。** Now Intelligence包括一个称为Cloud Insights的工具，该工具向管理员展示了更有效地使用其组织的云硬件资源的方法。



02 海外：

他山之石，探究SaaS优质赛道

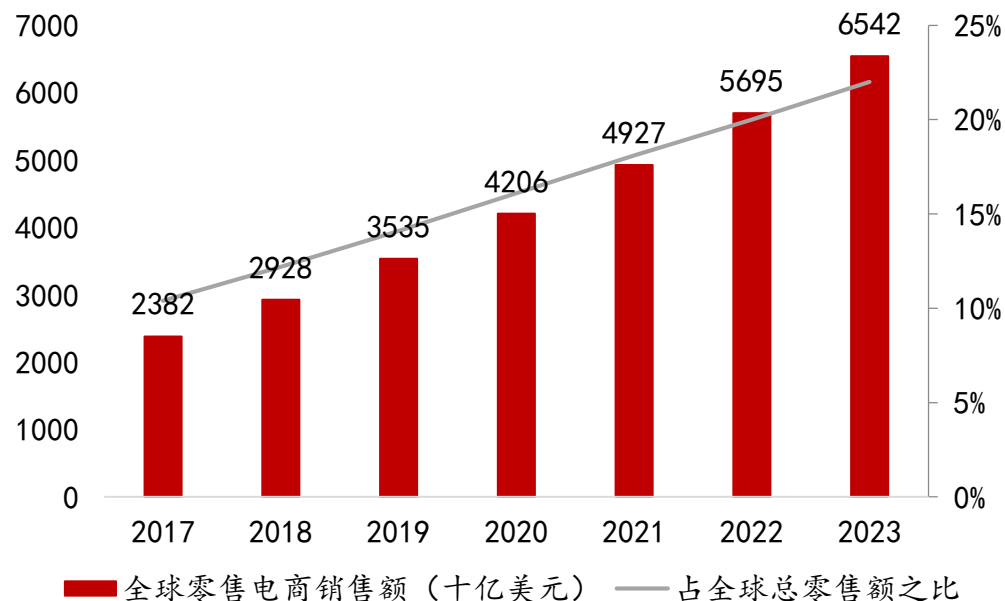
- ✓ 职能型领域：ERP/CRM/云协作/HCM/ITSM
- ✓ 垂直型领域：电商SaaS/金融SaaS/工具SaaS

2.27 电商SaaS：2020年市场规模327亿美元，Shopify行业领先

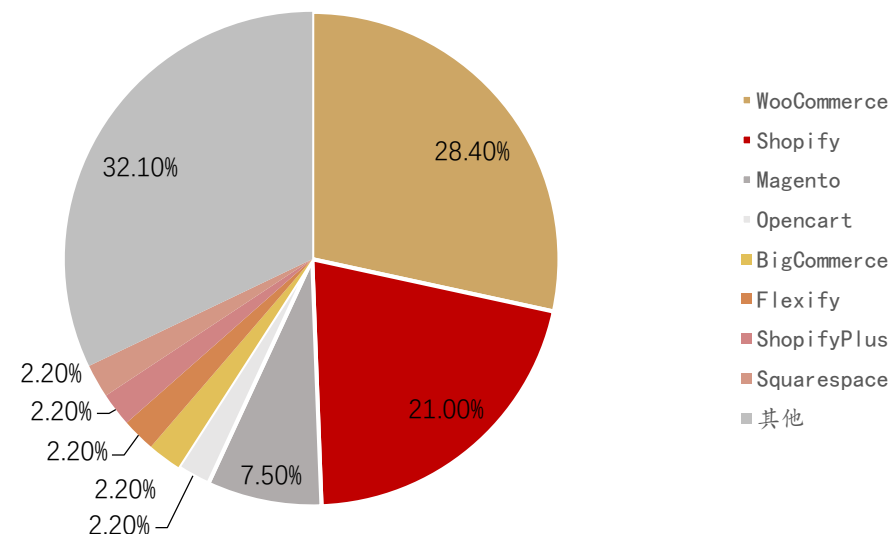
◆ 全球零售电商销售额及占比持续提升，预计2023年电商SaaS市场规模327亿美元。

- ✓ 根据eMarketer统计数据，全球零售电商销售额和占比保持持续增长的态势，2019年全球电商销售额为35350亿美元，占全球总零售额的14.1%，预计2023年全球电商销售额将达到65420亿美元。
- ✓ 我们假设全球电商企业平均按销售的0.5%投入到信息化支出，则2019年全球电商SaaS市场规模为177亿美元，预计2023年全球电商SaaS市场规模将达到327亿美元。

全球零售电商销售额及占总零售额比例

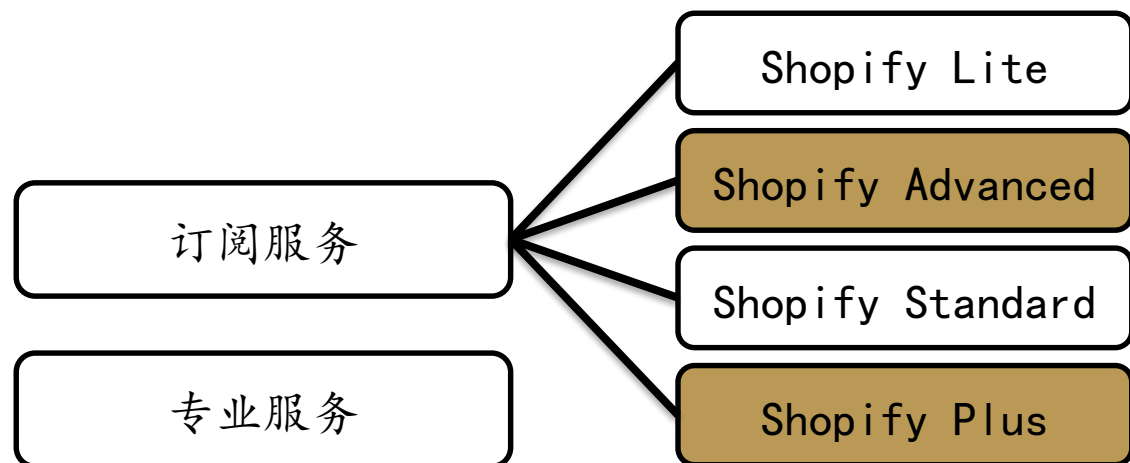


第三方电商平台商户数量份额占比（2020年5月）



2.28 电商SaaS核心厂商- Shopify：全球领先的电商SaaS服务商

2019年Shopify业务拆分



2019年Shopify核心业务收入增速

	营业收入（亿美元）	毛利率	营收增速
订阅解决方案	4.65	78.28%	49.98%
商家解决方案	6.08	38.19%	67.43%

- ◆ **业务特征：全球领先的电商SaaS服务商。** Shopify 成立于2004年，聚焦电商SaaS及其他服务，面向企业提供电商建站、物流、支付、数据分析等面向电商全流程的系列服务
- ◆ **业务布局：**公司包括Shopify Lite、Shopify Advanced、Shopify Standard和Shopify Plus四大核心业务。
- ◆ **收入情况：MRR稳健增长，Shopify Plus 6月新增客户数创新高。** 2020Q2公司实现订阅收入2.0亿美元，同比增长28%，截至2020年6月，公司MRR达5.7亿美元，同比提升21%，Shopify Plus MRR占比为29%，高达1960万美元，同比增长34%。
- ◆ **竞争对手：亚马逊独占半壁江山，Shopify有望打破行业格局。** 2019年9月10日，Shopify 宣布计划以4.5亿美元收购机器人执行公司6 River Systems。预计在2020年，6 River Systems将创造3000万美元的价值。此次收购使其能够在美国电子商务领域直接与亚马逊机器人竞争。

2.29 电商SaaS核心厂商- Shopify：全球领先的电商SaaS服务商

◆ **Shopify业务为帮助客户开设网店，主要具备如下功能：**

- ✓ 网店设计上，拥有70+专业的主题模板，创建专属域名，支持移动端浏览。
- ✓ 购物车方面，能够自动计算运费率，自动计算税率，包含多种语言，提醒用户完成消费。
- ✓ 此外还包括店铺管理，搜索引擎优化等功能。

◆ **Shopify产品分为Shopify基础版，进阶版，高级版三个版本。**

- ✓ 基础版包括：网上商店、无限量产品上架、销售渠道、手动创建订单、折扣码、免费SSL证书、回复购物车清空等功能；
- ✓ 进阶版在基础版本之上扩充了礼品卡、专业报告等功能，帮助用户扩大网点；
- ✓ 高级版在进阶版本之上，为适应规模化网店，拥有高级报告生成器，第三方运费显示的功能。



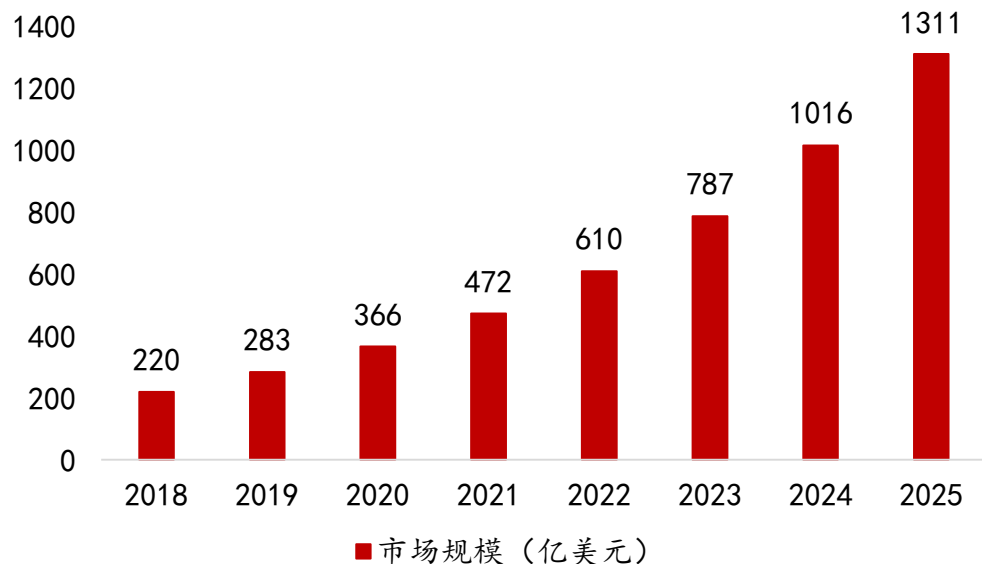
Shopify产品定价

	Shopify 基础版 创建网店所需的一切基础功能	Shopify 进阶版 扩大网店所需的一切功能	Shopify 高级版 规模化网店所需的高级功能
每月价格	USD \$ 29 /月	USD \$ 79 /月	USD \$ 299 /月
功能特色			
网上商店 包括电子商务网站和博客	✓	✓	✓
无限量产品上架	✓	✓	✓
员工账号	2	5	15
24 小时客服支持	✓	✓	✓
销售渠道 包括第三方平台和社交媒体（具体渠道因不同地区有所不同）	✓	✓	✓
手动创建订单	✓	✓	✓
折扣码	✓	✓	✓
免费 SSL 证书	✓	✓	✓
恢复购物车清空	✓	✓	✓
礼品卡	-	✓	✓
专业报告	-	✓	✓
高级报告生成器	-	-	✓
第三方运费显示 结账时显示计算后的运费（通过您的账号或第三方应用）	-	-	✓

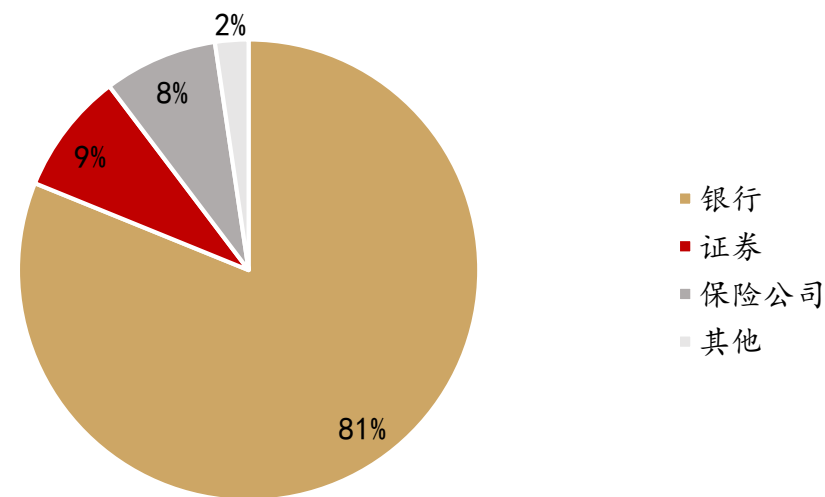
2.30 金融SaaS 市场规模：未来5年复合增速29%，2025年市场规模1311亿

- ◆ **全球金融云未来5年复合增速29%，2025年市场规模有望达到1311亿。**
- ✓ **全球金融云近年来发展迅速，未来5年复合增速29%。**根据QYR研究数据，2018年全球金融云市场总销售额大约219.6亿美元，2025年有望达到1311亿美元，2018到2025年的复合增长率为29.08%。
- ✓ **银行是主要客户，市场份额81%。**从下游客户的分布来看，银行是全球金融云的主要客户，市场份额高达81%，其次为证券和保险公司，市场份额分别为9%和8%。

全球金融云市场规模及预测

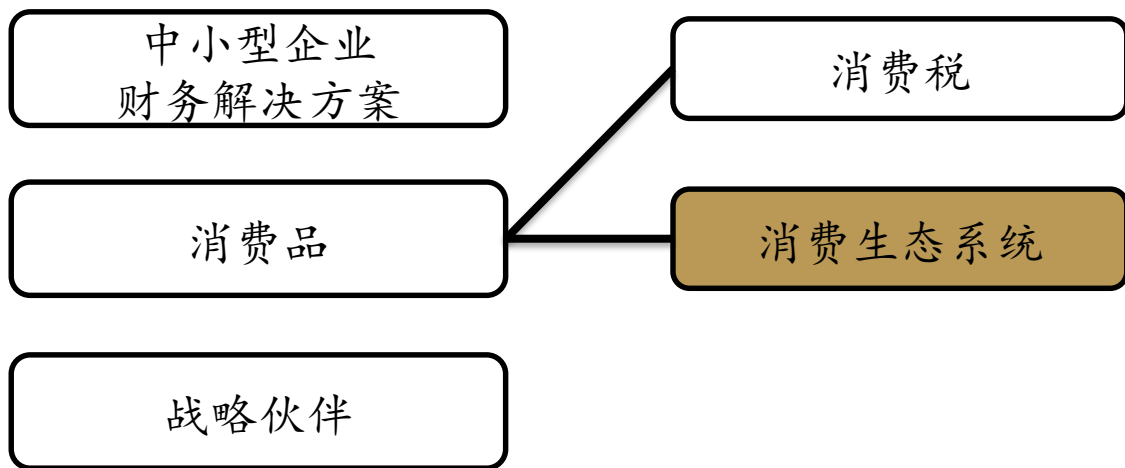


2018年全球金融云主要应用下游市场



2.31 金融SaaS核心厂商- INTUIT：全球领先的金融支付SaaS服务商

2019年INTUIT业务拆分



2019年INTUIT核心业务收入增速

	营业收入（亿美元）	收入占比	营收增速
中小型企业财务解决方案	41	53%	15%
消费品	31	40%	13%
战略合作伙伴	5	6%	4%

◆ **业务特征：**全球领先的金融支付SaaS服务商。财捷公司成立于1983年，总部位于美国加州山景城，是一家业务和财务管理解决方案的供应商，是该行业的领先供应商。

◆ **客户定位：**主要的客户包括小型和中型企业、金融机构(包括银行和信用社)、消费者及会计专业人士。

◆ **产品定位：**其旗舰产品和服务，包括QuickBooks，Quicken和TurboTax软件，简化的小企业管理，工资和支付处理，个人理财，以及税务编制和备案。

◆ **重大资本运作：**

- ✓ 1993年收购圣地亚哥报税软件公司shipsoft。
- ✓ 1999年以2亿美金收购Computing Resources inc.
- ✓ 1999年以5.32亿美金收购Rock Financial.
- ✓ 2006年收购Digital Insights.
- ✓ 2019年收购Mint.com

◆ **竞争对手：**Coupa、Blackline、Zendesk。

2.32 金融SaaS核心厂商- INTUIT：全球领先的金融支付SaaS服务商

- ◆ **Intuit致力于向中小型机构和个人提供商业和财务管理服务，其中最知名的产品是TurboTax和QuickBooks。** Intuit三分之一的营收都来自于个人税务产品。对于Intuit，2011年是丰收的一年。公司的营收达到了39亿美元，净利润涨至6.34亿美元，同比增长了11%。其中，小企业及个人税务部门是Intuit表现最好的部门。
- ✓ TurboTax是一款在线报税软件，帮助纳税人填报其各项收入。
- ✓ QuickBooks是目前市场上最好的用于个人计算机的小型商务财务软件。QuickBooks几乎含盖了所有的财务工作项目，以及其易于使用的特点，绝对不失为一家小企业的综合理财工具。

INTUIT的产品定位与分类

INDIVIDUALS

QuickBooks Self-Employed

Mint

TurboTax

Turbo

FOR SMALL BUSINESSES

QuickBooks

Checks and Tax Forms

QuickBooks Payroll

Payments

TSheets

ACCOUNTANTS

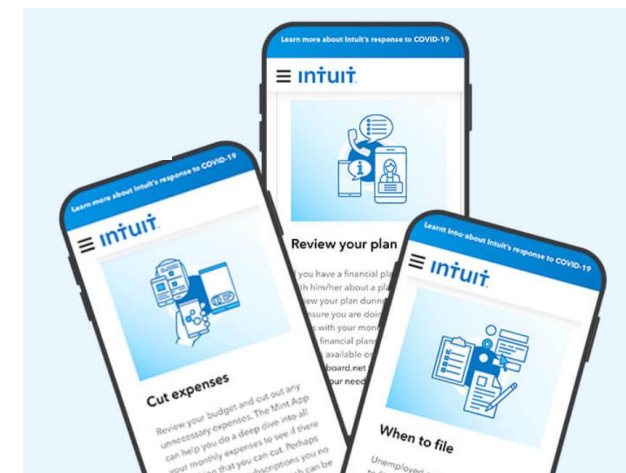
Lacerte Tax

ProConnect Tax

ProSeries Tax

QuickBooks Online Accountants

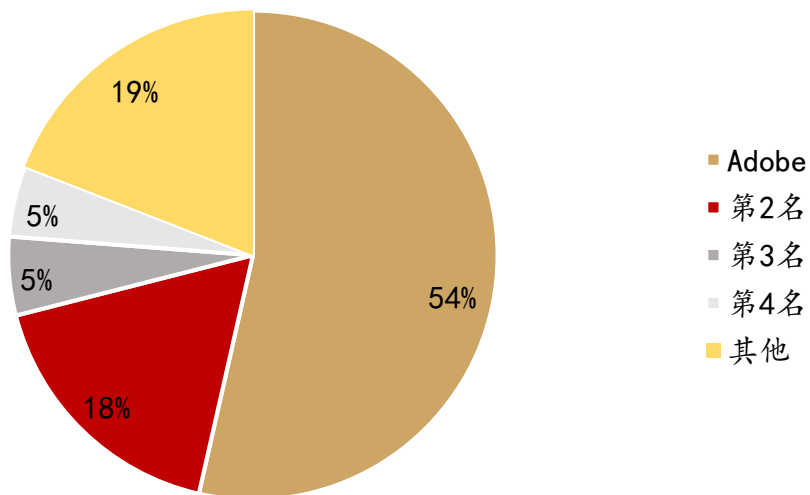
INTUIT移动端产品界面



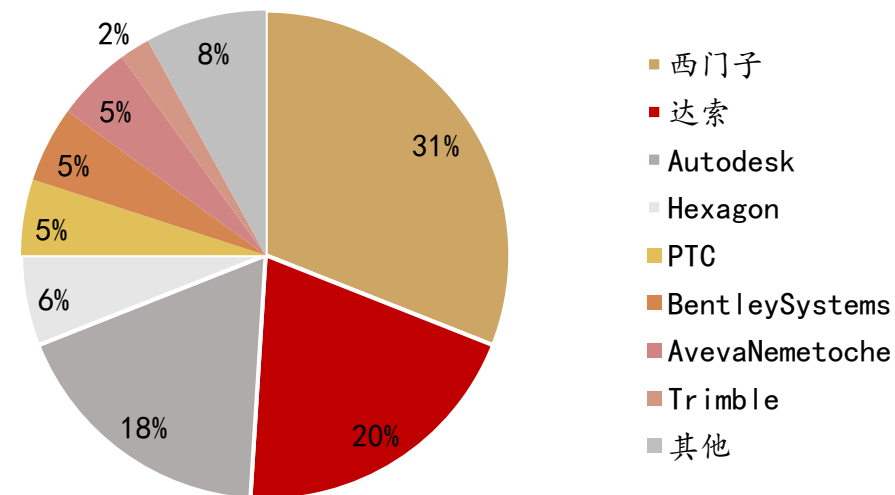
2.33 工具SaaS：2020年市场规模327亿美元，Adobe领先

- ◆ 工具软件包含的范围非常广，一般来说，我们重点关注“以PS代表的数字内容制作软件”和“以CAD为代表的工业软件”。
- ✓ 数字内容制造软件：龙头是Adobe，市场份额超过53%，行业的开山鼻祖。
- ✓ 工业软件：主要用于研发、生产和制造环节，这类软件细分品类较多，包括CAD、CAM、CAE、EDA、PLM、PDM 等产品。从全球范围来看，欧洲是工业软件最成熟的国家，包括德国的西门子、法国的达索。此外美国的Adobe、PTC也是全球顶尖的工业软件提供商。

2014年全球数字内容制作软件市场份额

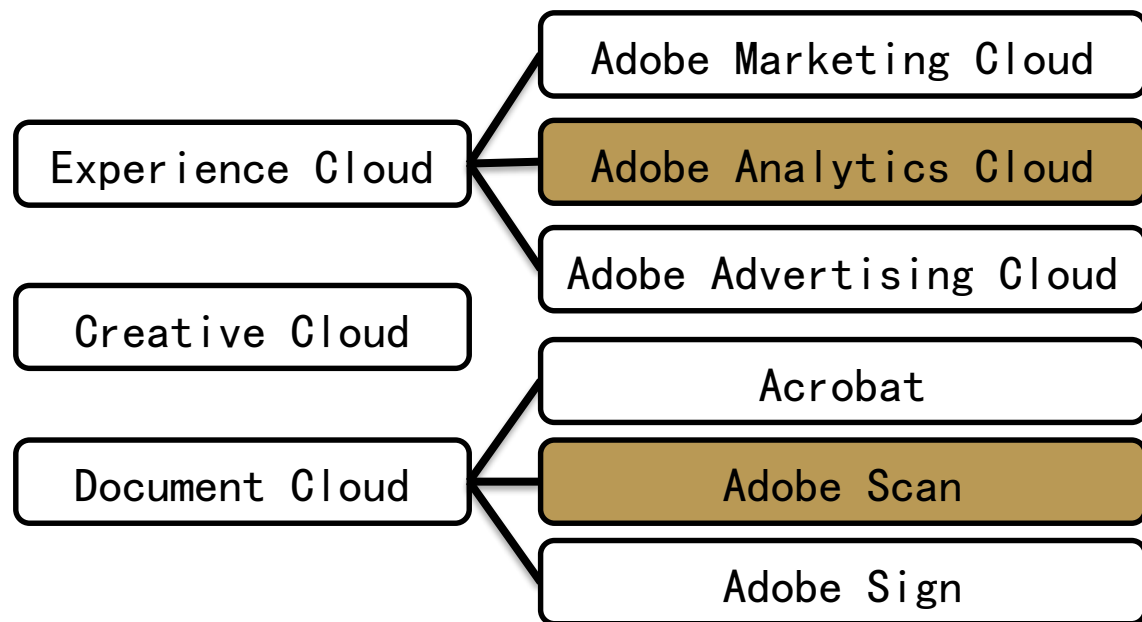


2019年全球CAD市场结构



2.34 工具SaaS核心厂商-Adobe：三大云产品线均衡发展，收入增速20%-30%

2019年Adobe业务拆分



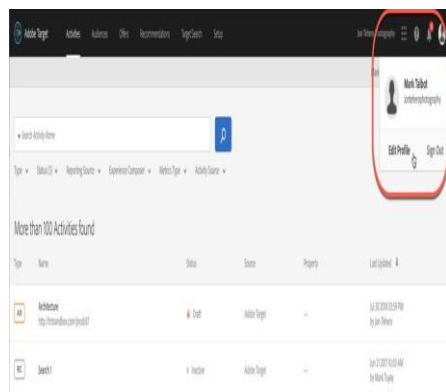
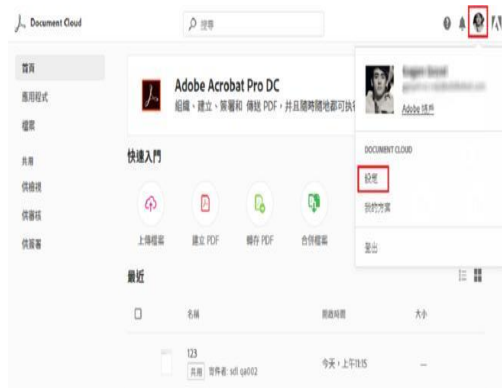
2019年Adobe核心业务收入增速

	营业收入(亿美元)	毛利率	营收增速
订阅	100.00	87.77%	26.58%
产品销售收入	6.00	93.88%	0.00%
业务支持服务销售	5.00	22.39%	0.00%

- ◆ **业务特征：基本完成云转型，带来公司收入大幅提升。** Adobe自2009年开启云转型，历时8年时间，基本完成从传统软件公司向SaaS的全面转型，2017年公司SaaS业务营收占比超过80%。受益于云转型，在经过2013年阵痛后，2016-2019年营收增速都超过20%。
- ◆ **收入分布：三大产品线均衡发展，收入增速20%-30%。** 分产品看，公司三大业务板块Creative Cloud、Document Cloud、及 Experience Cloud 各贡献了58%、10.9%、28.7%的收入，2019财年分别同比增长21.3%、24.5%、31.6%。
- ◆ **地区分布：北美收入占比超过一半，亚太地区仅26.6%。** 分地区看，公司来自美洲本土收入最高，占58.2%；而来自亚太地区和EMEA地区的收入占总收入26.6%和15.1%。
- ◆ **竞争对手：1) 营销云领域：**根据 Forrester2019 年对企业 B2C 营销软件的研究报告，营销软件领域的强势竞争者有 Acousitcs、Oracle、SAP。**2) 文档云领域：**竞争对手包括 福昕、Nitro等。

2.35 工具SaaS核心厂商-Adobe：创意云用户数持续高增长

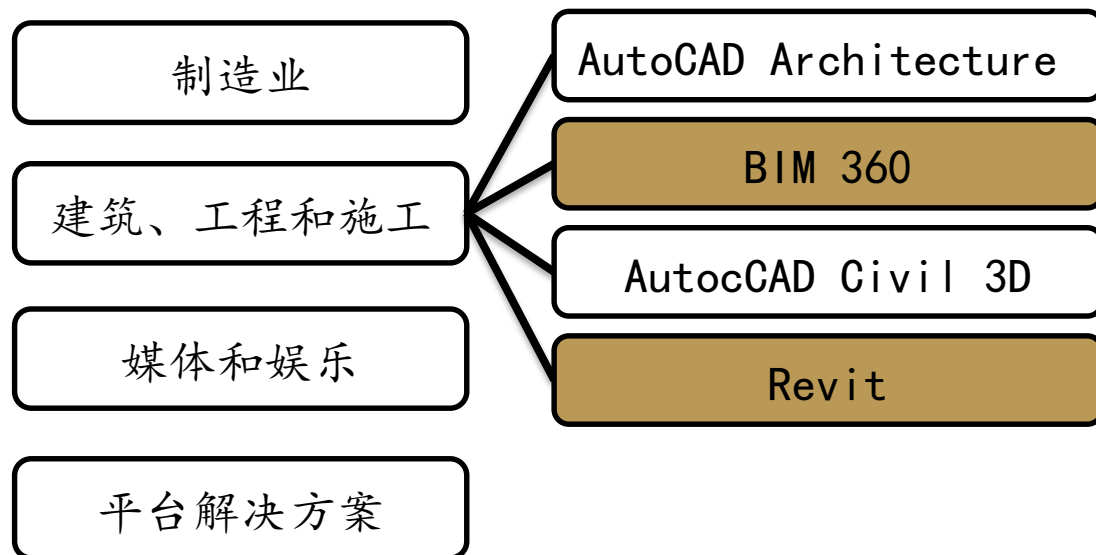
Adobe核心产品



- ◆ **Adobe的产品布局为“平台+应用”**。和大多数SaaS类似，Adobe基于“平台+应用”的产品布局思路，底层平台实现content+data打通和共享，并融入AI能力，上层应用则整合为数字媒体（创意软件、文档管理软件）、数字营销两大部分。
- ✓ **创意云用户群持续高增长**。Creative Cloud 作为公司成熟的产品，公司预计其用户群规模仍能维持每年7%~8%的增长。
- ✓ **产品移动端提升目标客户接触率**。Adobe将目标用户延至知识工作者、普通消费者群体等，并借助移动端产品提升目标用户群的触达率，潜在营收也随之提升。
- ✓ **Adobe 收购数字营销软件公司**。公司斥巨资收购了数字营销软件公司Marketo、电商软件公司Magento。
- ✓ **公司积累了大量的交易数据**。数据积累方面，目前公司积累了美国TOP100在线零售商中80%在线交易数据，以及全美TOP 500零售商中75%的用户线上交易数据，结合AI能力将发挥巨大价值。

2.36 工具SaaS核心厂商-Autodesk：SaaS化转型成功，聚焦大型优质客户

2019年Autodesk业务拆分



2019年Autodesk核心业务收入增速

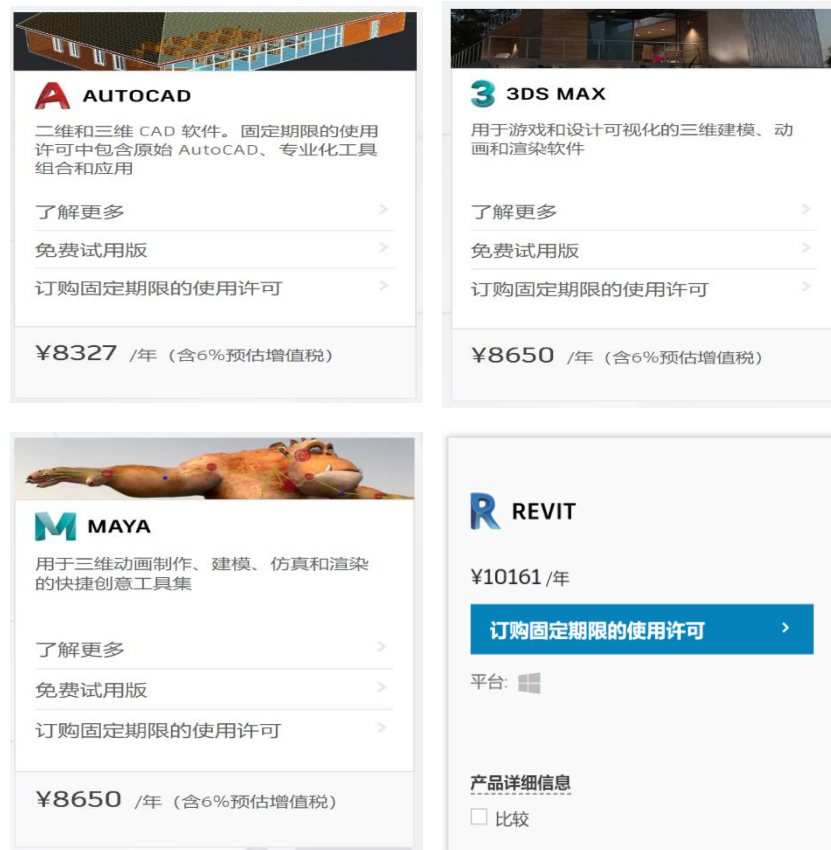
	营业收入(亿美元)	营收占比	营收增速
建筑、工程和施工	13.77	42.06%	34.80%
制造业	7.26	22.18%	17.84%
媒体和娱乐	1.99	6.08%	9.45%
平台解决方案和新兴业务	9.72	29.68%	29.59%

资料来源：Wind，彭博，华西证券研究所

- ◆ **业务特征：Autodesk 转型成效明显。**Autodesk 在转型过程中经历了短期的财务阵痛，即：短期收入增速、利润率、现金流等指标的恶化，但随着转型的逐步完成，上述指标亦开始触底回升。
- ✓ **转型成效一：业务聚焦，市场地位优化&SaaS业务的加速。**随着转型的完成，我们发现，公司市场竞争格局占优的建筑领域、CAD软件明显获得了更快的增长，营收端表现显著好于市场地位较弱的制造、媒体&娱乐板块。
- ✓ **转型成效二：客户结构优化，聚焦中大型优质客户。**从下游客户结构上，目前大型、中型规模企业收入占比分别达到 43%和43% 合计占比超过77%，对小企业、个人客户依赖度显著降低。同时从具体产品收入贡献来看，公司收入结构亦趋向更加分散化。
- ◆ **业务结构：建筑、工程和施工工业贡献主要收入和增速。**从业务结构看，核心业务“建筑、工程和施工”营收占比43%，营收增速为34.8%，贡献主要的收入和收入增速。
- ◆ **竞争对手：**竞争对手主要以达索、西门子、Ansys、PTC等为主。

2.37 工具SaaS核心厂商-Autodesk：全球CAD软件开山鼻祖

2019年Autodesk产品



- ◆ **AutoCAD是世界领先的CAD软件之一。**AutoCAD 软件可实现卓越的设计和造型。其强大的三维环境，能够加速文档编制、无缝地共享设计方案，根据特定需求自定义程序。
- ✓ AutoCAD Architecture 是为建筑师量身定做的AutoCAD 软件。软件直观的用户环境和为建筑师定制的工具可以让图档绘制变得更加轻松。
- ✓ AutoCAD Civil 3D是一款面向土木工程的建筑信息模型（BIM）解决方案。能够帮助项目团队更加高效地创建、预测和交付交通运输、土地开发以及环境等项目。
- ✓ AutoCAD Electrical软件是专为电气控制设计师设计的AutoCAD 软件，可帮助用户创建和优化电气控制系统的设计，同时节约大量成本。
- ◆ **Maya 可创建复杂角色和炫酷特效。**利用极具吸引力的动画工具和直观的建模工具，Maya能使三维对象和动画造型栩栩如生
- ◆ **Revit能自动化处理日常和重复性任务。**使用Revit在从概念设计、可视化、分析到制造和施工的整个项目生命周期中提高效率和准确性。



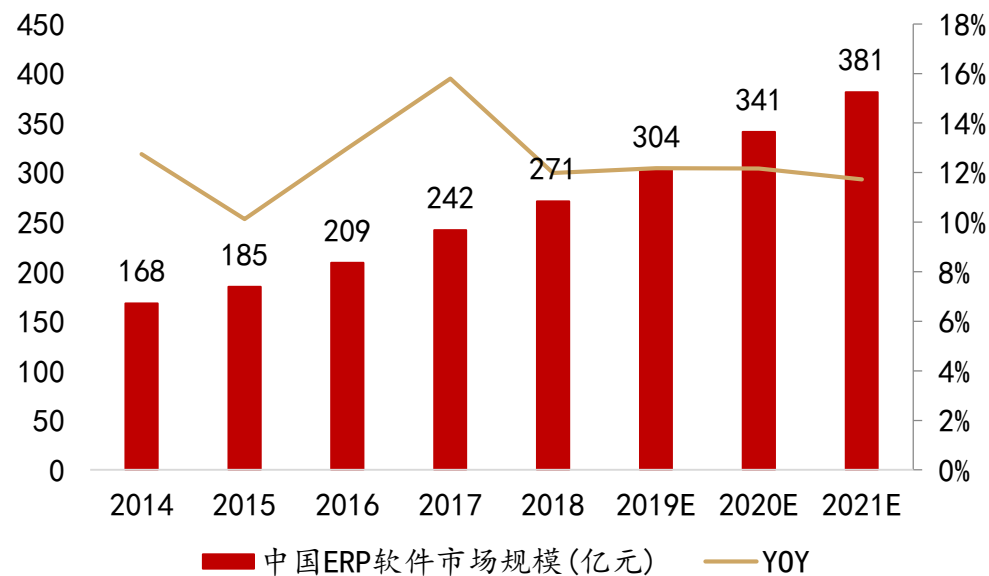
03 中国：

对标研究，挖掘垂直投资机会

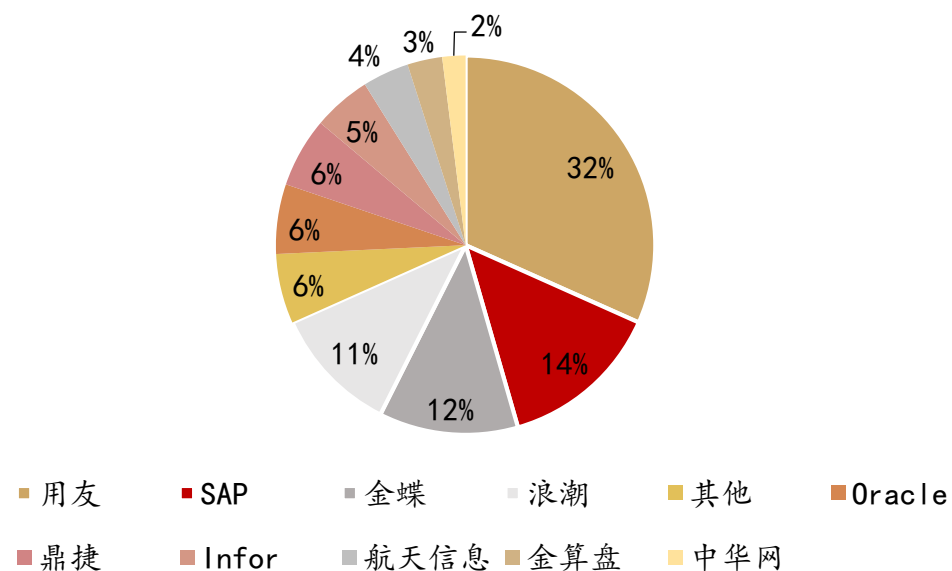
3.1 中国ERP市场：市场规模超300亿，高端市场存在国产替代空间

- ◆ **2015年以后国内企业管理软件市场需求逐渐回暖。**作为企业管理软件的主要大类ERP（企业资源计划系统），增速高于行业整体，2019年我国ERP市场规模为304亿元，同比增长12%，预计未来四年市场规模增速将保持在10%以上。
- ✓ **Top 4厂商占中国ERP市场份额超过68%。**Top4厂商分别为用友（32%）、SAP（14%）、金蝶（12%）和浪潮（11%），合计市场份额超过68%，当前市场集中度较高。
- ✓ **高端ERP市场仍由外资厂商主导。**在高端EPR市场（即超大型企业客户市场），外资厂商SAP（33%）、Oracle（20%）占据半壁江山，民族厂商龙头用友和金蝶正在赶超，受益于国产替代的浪潮。

中国ERP软件市场规模及预测



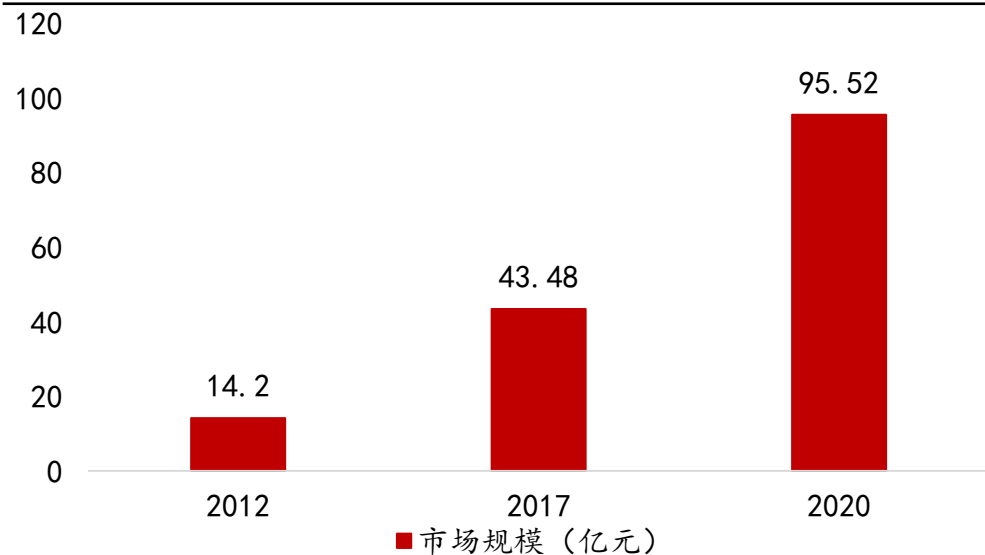
中国整体ERP市场竞争格局



3.2 中国CRM市场：2020年市场规模96亿，在产品和服务上存在差距

- ◆ **CRM市场**：指销售管理市场、以及连接客户的营销管理市场，不包括呼叫中心、智能客户、营销技术、数字营销等市场。
- ✓ **2020年中国CRM市场规模达96亿元，复合增速30%**。根据海比研究的数据显示，CRM领域2012年市场规模为14.2亿元2017年增长为43.48亿元，到2020年这一数据预计将为95.52亿元，复合增速超过30%。
- ✓ **CRM领域的国产化率70%，产品和服务仍存在差距**。2017年民族CRM厂商合计市场规模约为30.62亿元，占当年总市场规模的70.4%。但是，民族CRM厂商在产品技术方面和Salesforce等国外厂商存在较大差距。
- ✓ **国内厂商的差距主要表现在**：产品顶层设计、框架设计、技术架构平台、以及在客户全生命周期运营理念方面。

中国CRM软件市场规模及预测



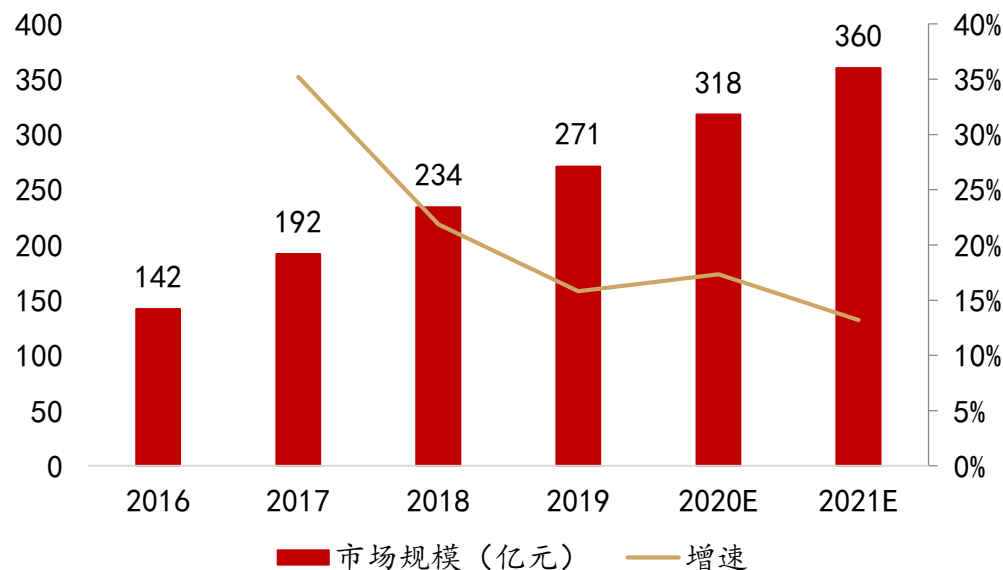
国内五大类主流的CRM厂商

类型	企业
销售管理	Salesforce、Oracle、SAP、销售易、神州云动 CloudCC、红圈营销、美特、XTools、八百客、总管家
客户连接	六度人和EC、智简、腾讯企点
销售渠道	用友营销云、云徙科技
销售服务	小能客户、智齿客服、环信、网易七鱼、Udesk
数字营销	易企秀、活动行、互动吧、兔展、EventBank、31 活动

3.3 中国云协作市场：2019年市场规模271亿元，未来5年复合增速12.4%

- ◆ **国内智能移动办公软件需求高增长。**随着行业信息化建设不断提升，企业对智能化移动办公应用及设备的需求将保持持续增长。2019年中国云协作市场规模为271亿元，同比增长15.8%，预计未来5年市场仍将保持12.4%的增速实现快速增长。
- ◆ **云协作软件市场的分类。**1) 按厂商分类：包括老牌协同厂商、新兴协同厂商、互联网公司和跨界软件厂商4大类。2) 按产品功能分类：包括即时通讯类、协同文档、视频/云视频会议、协同办公以及任务管理5大类。
- ✓ 目前，已经上市的云协作公司主要分布在协同管理领域，包括泛微网络、致远互联等。

中国智能移动办公市场规模及预测



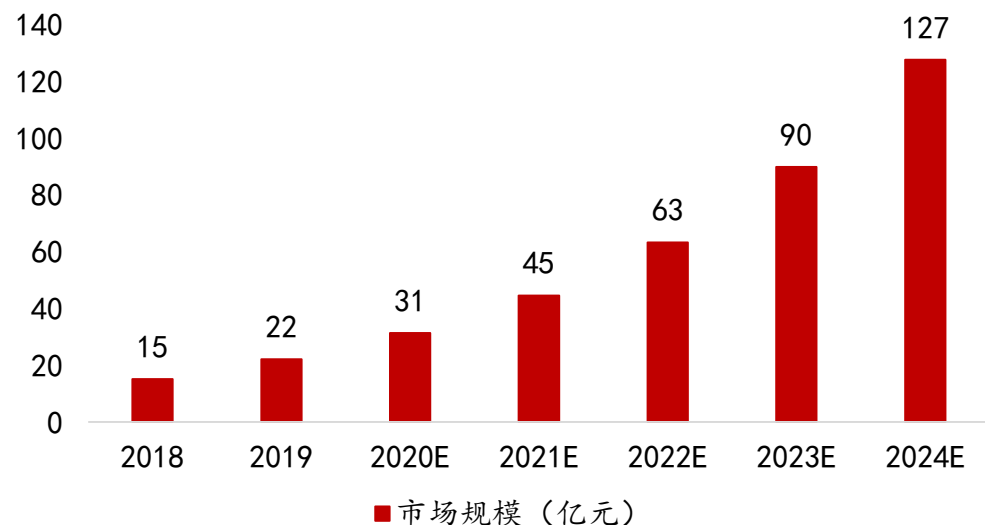
中国云协作软件的主流厂商

云办公种类	企业名称
文档协同/云存储	腾讯文档、印象笔记、有道云笔记、Adobe Acrobat、坚果云、百度云、钉钉、企业微信、飞书、Welink、Office365/Teams、石墨文档、SlackWPS
协同管理	Teambition、泛微网络、致远互联、蓝凌、钉钉、企业微信、飞书、Welink
即时沟通/视频会议	好视通、会畅通讯、小鱼易连、亿联网络、腾讯会议、天翼云会议、钉钉、企业微信、飞书、Welink、Office365/Teams、石墨文档、SlackWPS

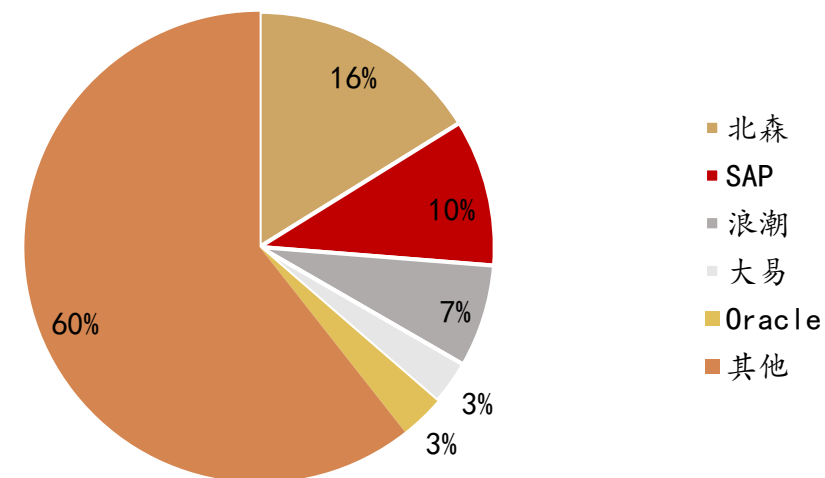
3.4 中国HCM市场：以46%的增速领跑SaaS市场，本地企业更具优势

- ◆ **HCM SaaS 增速领跑整体SaaS市场。** 据IDC统计数据显示，2019年 HCM SaaS市场同比增长46%,发展速度领先整体SaaS市场，更是传统 OP 软件部署增速的5倍。
- ◆ **HCM SaaS 将成为中国第二大SaaS市场。** 2019年 HCM SaaS市场规模达到3.2亿美元，即22亿元。由于其高度的标准化和本地化要求，未来五年中国HCM市场复合增速将保持在42%左右，有望成为中国SaaS市场中最有潜力的市场。
- ◆ **本土HCM SaaS厂商更具竞争优势。** 中国本土HCM SaaS供应商(以北森、金蝶、用友为代表)的增长速度快于跨国公司(以SAP和Oracle为代表)，这是因为本地供应商可以更好地了解本地企业的需求，遵守和了解相关法律法规以及具有本地数据中心优势。

中国人力资本管理软件即服务(HCM SaaS)市场规模



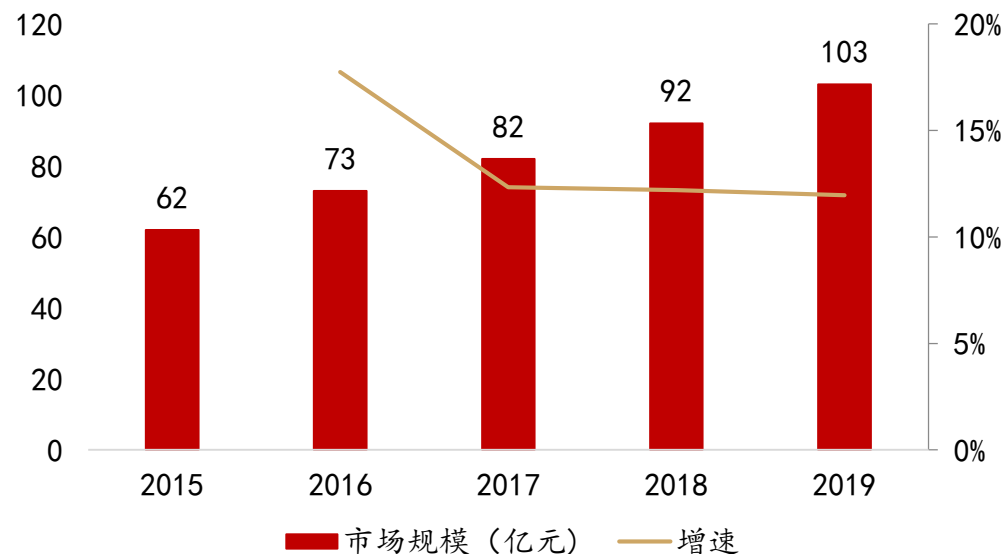
中国HCM软件市场竞争格局



3.5 中国ITSM市场：2019年中国ITOM市场规模103亿元，同比增长12%

- ◆**中国ITOM增速高于全球，2019年市场规模103亿元。**2015年至2019年，中国ITOM市场保持10%以上的增速增长，高于全球8.58%的复合增速。根据普华有策数据，2019年中国ITOM市场规模为103亿元，同比增长12%。
- ◆**中国ITOM产业正迎来结构性变革。**传统行业数字化转型进程加速，全国数字经济规模持续扩大，传统运维将被智能运维大规模替代。但是IT链条各环节的服务商均有可能进入应用性能管理市场，市场参与者逐渐增多。
- ◆ **国内APM市场规模已达十亿级。**应用领域从互联网行业为主扩散金融、制造、能源等领域，有效提升开发和运营人员的工作效率。
- ✓ APM厂商中，Dynatrace、AppDynamics等国外产品在外企中应用较多，国内厂商实力较强的包括博睿、高升等。

中国ITOM软件市场规模及预测



2016年至2018年APM厂商在中国的收入（万元）

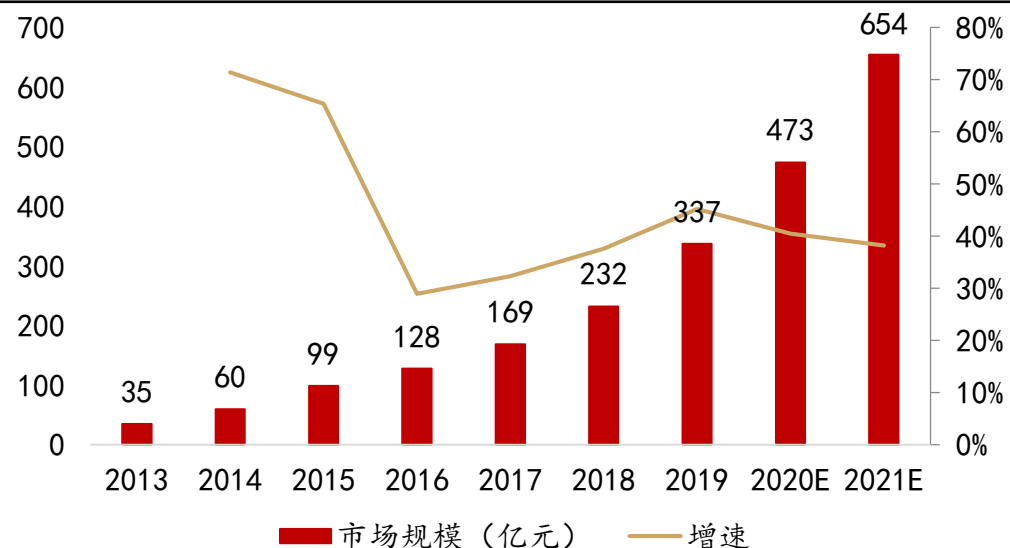
序号	APM 厂商	2016 年度	2017 年度	2018 年度
1	博睿数据	10,425	13,011	15,320
2	基调网络	13,822	14,356	-
3	飞思达科技	7,426	10,910	11,511
4	Splunk	3,902	5,523	7,308
5	IBM	7,047	6,896	6,848
6	蓝海讯通	7,153	5,148	6,778
7	NewRelic	2,605	3,663	5,119
8	Dynatrace	3,889	4,203	4,964
9	Microsoft	2,883	2,901	3,661
10	CA Technologies	3,327	3,346	2,648

3.6 中国电商SaaS市场：2019年市场规模88亿元，市场参与者较多

◆ 电商SaaS市场规模88亿，市场参与者较多

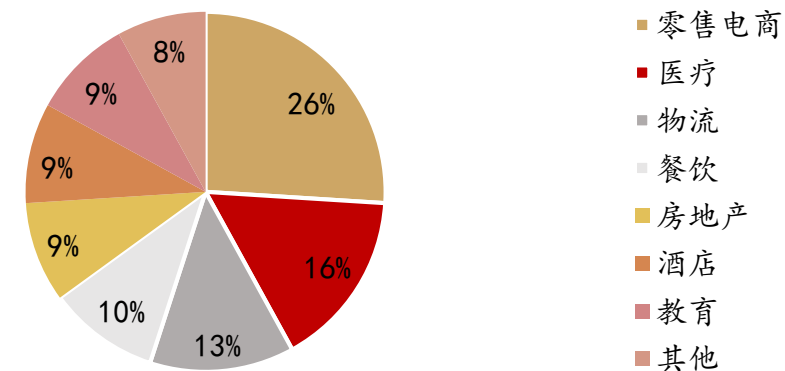
- ✓ **2019年中国电商SaaS市场规模88亿元**：根据IDC数据统计，2019年我国企业级SaaS市场规模为337亿元，参考电商在企业级SaaS市场中26%的市场份额，可得中国电商SaaS市场规模为88亿元。
- ✓ 从市场参与者角度，中国电商SaaS市场主要的参与者包括用友电商通、金蝶管易云、光云科技、中国有赞、微盟集团等。

我国SaaS市场规模及增速

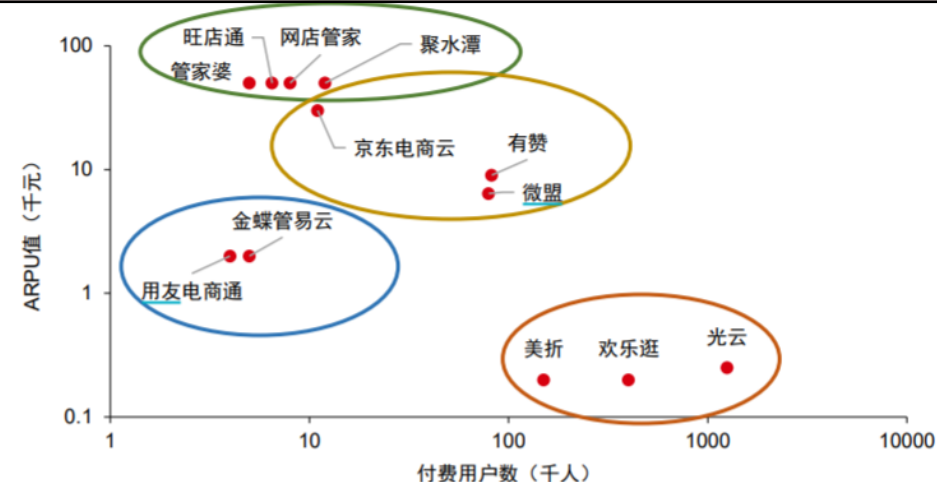


资料来源：IDC，前瞻产业研究院，华西证券研究所

中国SaaS细分市场市场份额



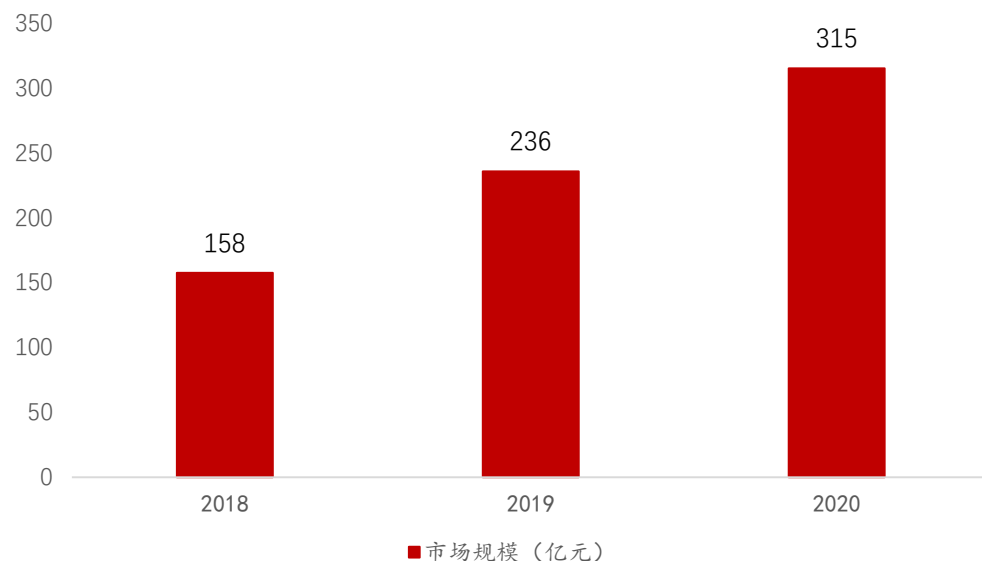
中国电商SaaS市场竞争格局



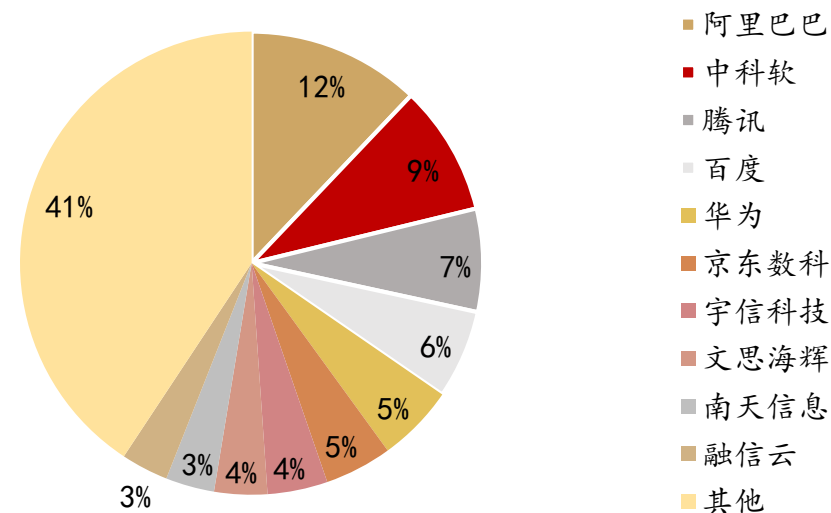
3.7 中国金融SaaS市场：2019年市场规模78亿元，参与者可分为两大类

- ◆ **2019年金融云市场规模236亿元。**IDC报告显示，2019年中国金融云市场规模达到33.4亿美元，即236亿元，同比增长49.6%。
- ✓ **2019年金融SaaS市场规模78亿元。**考虑到2018年中国公有云IaaS、PaaS和SaaS市场规模分别为270亿、22亿和145亿，则SaaS占公有云比重为33%。由此，我们可以计算得出2019年中国金融SaaS市场规模77.88亿元。
- ◆ **金融SaaS赛道细分：**市场主要分为零售银行、支付清算、信贷融资、资产和财富管理、保险科技、监管科技6个赛道。主要的市场参与者包括2大类：1) 互联网厂商如阿里巴巴、腾讯、百度、京东数科等。2) 上市公司如中科软、宇信科技、南天信息等。

中国金融云市场规模及预测



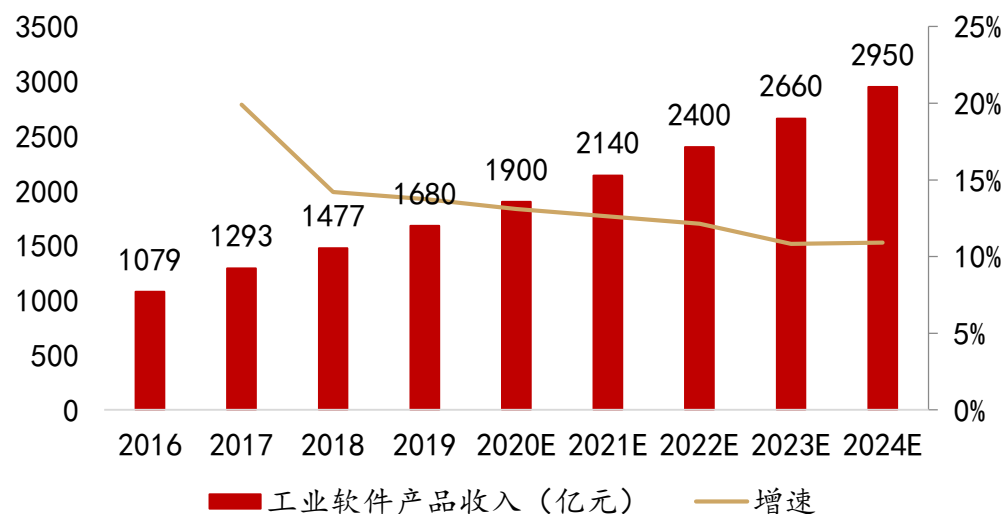
2019年中国金融云解决方案市场份额



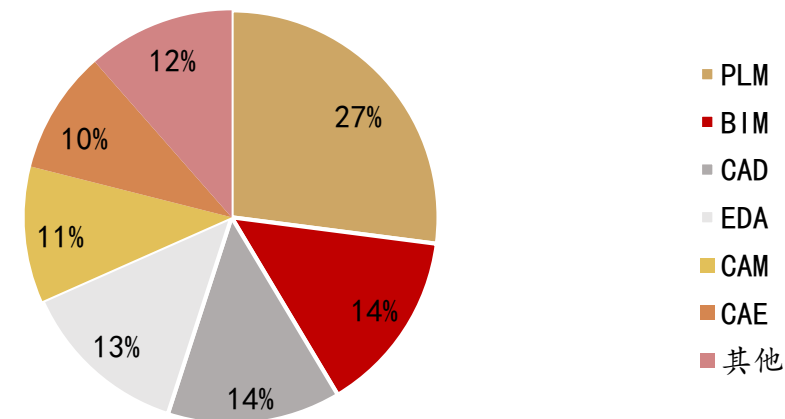
3.8 中国工具SaaS市场：工业重度应用SaaS化转型慢，可转化空间千亿级

- ◆ 此前，我们已经讨论，工具软件重点关注“数字内容制作软件”和“工业软件”。由于国外数字内容制作软件SaaS成熟度已经非常高，工业软件SaaS仍处于较低阶段，且该领域市场空间极大，我们重点讨论工业软件。
- ✓ 近年来，我国工业软件发展驶入快车道。工信部数据显示，2016—2019年我国工业软件产业发展增速保持在15%—20%，远高于全球市场5%左右的增速；2019年，工业软件产品实现收入1680亿元，今年预计有望达到1900亿元。由于工业软件重度应用的属性，SaaS化转型比较慢，但转换空间在千亿级，空间非常大。
- ✓ 从工业软件细分市场看，主要包括PLM（27%）、BIM（14%）、CAD（14%）、EDA（13%）、CAM（11%）等细分市场。

中国工业软件产品收入规模及预测



中国工业软件细分市场结构



3.9 美国SaaS各细分市场规模最大五百亿美元级，中国最高三百亿元级

◆ 中美对比：各SaaS细分赛道市场空间

- ✓ 首先，我们汇总美国SaaS各细分赛道2019年市场规模，划分出五百亿美元级、三百亿美元级、两百亿美元级、百亿美元级4个档次。
- ✓ 其次，我们计算出中国GDP/全球GDP的比值16.58%。我们假设中国SaaS产业各细分赛道市场规模均占全球的16.58%，用这个比例乘以各细分赛道市场规模，得出理论上的“中国市场规模”数据，在两百亿级-六百亿级之间。
- ✓ 最后，我们汇总中国各细分赛道实际的市场规模数据，与计算得出的市场规模相除，得出中国SaaS各细分赛道“实际市场规模/计算市场规模”的比值，这个数值体现了我国SaaS各细分市场的渗透率提升空间。

中国与美国SaaS各细分赛道市场规模对比

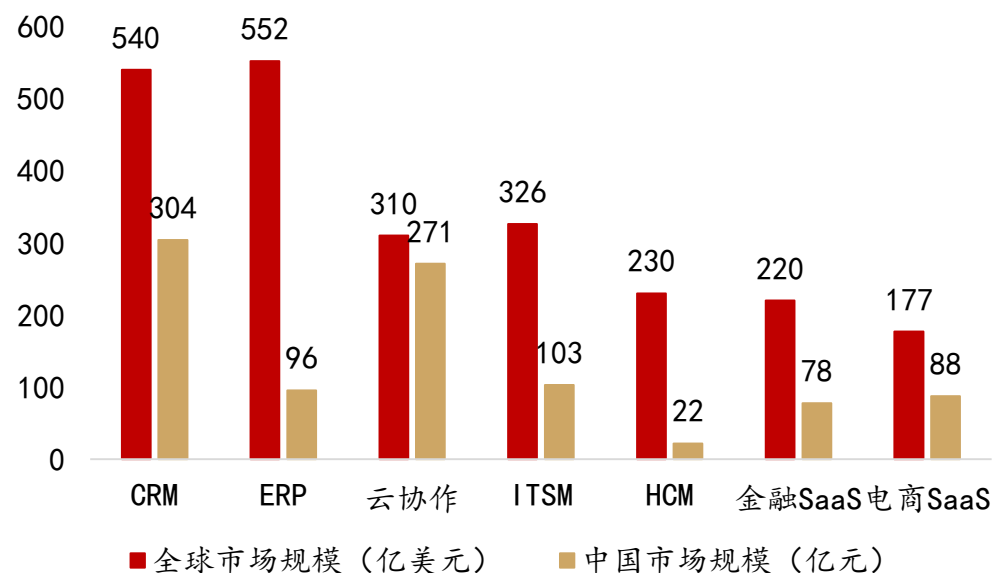
类型	领域	2019年市场规模 (亿美元)	中国市场规模 (亿元)	实际中国市场规模 (亿元)	实际市场规模/ 计算市场规模
职能型（16家）	CRM	540	618	304	49%
	ERP	552	632	96	15%
	云协作	310	355	271	76%
	ITSM	326	373	103	28%
	HCM	230	263	22	8%
垂直型（7家）	金融SaaS	220	252	78	31%
	电商SaaS	177	203	88	43%

3.10 中国各SaaS细分赛道市场规模仍有翻倍空间，HCM/ITSM/ERP潜力最大

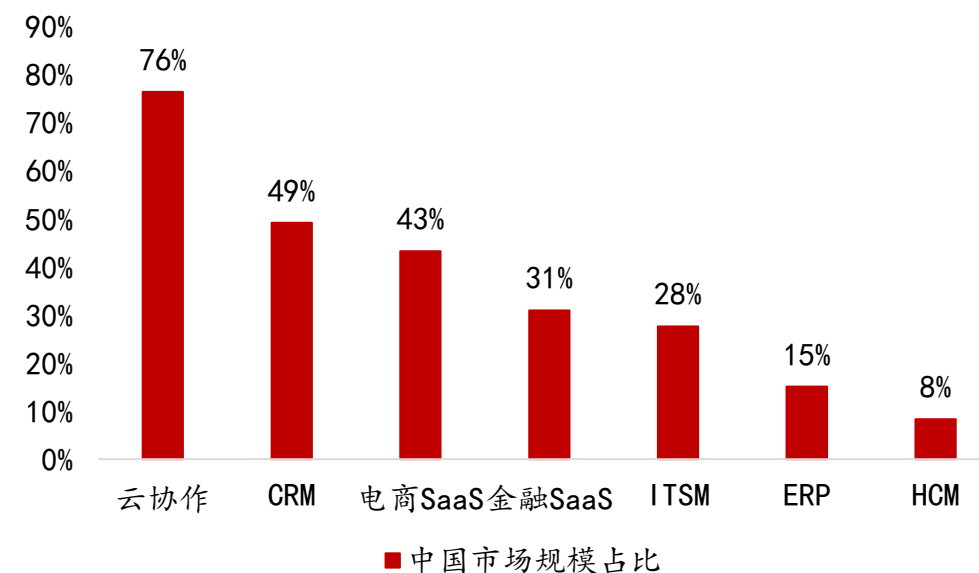
◆ 中美对比：各SaaS细分赛道市场空间

- ✓ 从美国各细分赛道市场规模看，最大赛道是五百亿美元级，包括CRM（540亿美元）和ERP（552亿美元），其次是三百亿美元级，包括云协作（310亿美元）、ITSM（326亿美元），最小的电商SaaS赛道也有177亿美元。
- ✓ **2个结论：**1）当前各SaaS细分赛道“实际市场规模”均小于计算值，除云协作外，至少仍有翻倍的空间。2）各细分赛道中，云协作、CRM、电商SaaS领域“实际市场规模”占比较高，HCM、ITSM、ERP领域的成长潜力较大。

中国与美国SaaS各细分赛道市场规模情况



中国SaaS各细分赛道“实际市场规模/计算市场规模”的比值



3.11 企业端看，中美收入和市值差距分别为47倍和29倍，ITSM领域差距最大

◆ 从企业端看：各SaaS细分赛道公司的成长空间

- ✓ 我们分别将国内外SaaS各细分赛道龙头公司的营业收入（2019）数据和市值（最新）数据进行对比，除了HCM领域国内找不到合适的对标公司以外，我们分别选取了金蝶国际（CRM）、用友网络（ERP）、亿联网络（云协作）、博睿数据（ITSM）、恒生电子（金融SaaS）、中国有赞（电商SaaS）进行比较。
- ✓ **2个结论：**1）整体上看，中美SaaS公司收入差距在47倍左右，市值差距在29倍左右。2）细分市场看，收入差距最小的是云协作领域（2倍），最大的是ITSM领域（145倍）。市值差距最小的是金融SaaS领域（6倍）和ERP（6倍），最大的是ITSM领域（127倍。）

中国与美国各SaaS细分赛道龙头收入和市值对比

类型	领域	国外（亿美元）			国内（亿元）			收入差距	市值差距
		美股龙头	营业收入	市值	A股公司	营业收入	市值		
职能型（16家）	CRM	SALESFORCE	171	2,033	金蝶国际	34	1,160	35	11
	ERP	SAP	309	1,561	用友网络	85	1,563	25	6
	云协作	ZOOM	6	1,114	亿联网络	25	757	2	10
	ITSM	SERVICENOW	35	1,062	博睿数据	2	54	145	127
	HCM	ADP	142	691					
垂直型（7家）	金融SaaS	INTUIT	68	1,003	恒生电子	39	1,043	12	6
	电商SaaS	SHOPIFY	16	1,395	中国有赞	2	690	64	13
平均值								47	29

行业推荐主要逻辑

- 1、**概览**：我们以2个维度14个细分行业，43家海外SaaS上市公司为样本进行分析，得出三大结论：1) 企业级服务市场中CRM市场份额超越ERP成为行业第一。2) 海外SaaS普遍成立于1999年后，历经十年实现上市。3) SaaS上市公司普遍市值100-500亿，千亿市值7家。

- 2、**海外**：筛选SaaS七大赛道和龙头进行分析：**1) 行业层面**，分析市场规模、行业增速、竞争格局、增长曲线等。**2) 公司层面**：分析财务特征、产品类型、客户定位等。主要赛道和科技巨头包括：ERP (Oracle、SAP)、CRM (Salesforce)、云协作 (ZOOM、Microsoft)、HCM (Workday)、ITSM (Servicenow)、电商SaaS (Shopify)、金融SaaS (Intuit)、工具SaaS (Adobe、Autodesk)。

- 3、**中国**：我们对比分析中美SaaS各细分赛道的市场规模和企业规模（收入、市值），挖掘优质成长赛道和标的。
 - **美国SaaS市场**：各细分赛道中，最大赛道是五百亿美元级，包括CRM（540亿美元）和ERP（552亿美元），其次是三百亿美元级，包括云协作（310亿美元）、ITSM（326亿美元），最小的电商SaaS赛道也有177亿美元。
 - **中国SaaS市场**：1) 当前各SaaS细分赛道“实际市场规模”均小于计算值，除云协作外，其他赛道至少仍有翻倍的空间。2) 各细分赛道中，云协作、CRM、电商SaaS领域“实际市场规模”占比较高，HCM、ITSM、ERP领域的成长潜力较大。
 - **从企业端角度**：从企业端看，中美SaaS上市公司收入和市值差距分别为47倍和29倍，ITSM领域差距最大。

- 4、**投资建议**：我们遵循以下几个维度进行投资主线筛选：1) 市场空间大的CRM和ERP均为超过500亿美金规模的细分赛道，重点推荐企业级服务龙头：**用友网络**，核心受益：**金蝶国际**；2) 渗透率较低的细分赛道金融SaaS，重点推荐金融SaaS龙头：**恒生电子**；3) 最具确定性的办公SaaS与私有云，我们重点推荐：**金山办公**（与中小盘组联合覆盖）、**深信服**；4) 垂直SaaS龙头，核心受益：**广联达、明源云**；5) 高速成长的电商SaaS，核心受益：**中国有赞、微盟集团**。

- 5、**风险提示**：宏观经济下行的风险、行业竞争加剧导致盈利水平下降的风险、云产品推广低于预期的风险、核心人才团队流失风险。



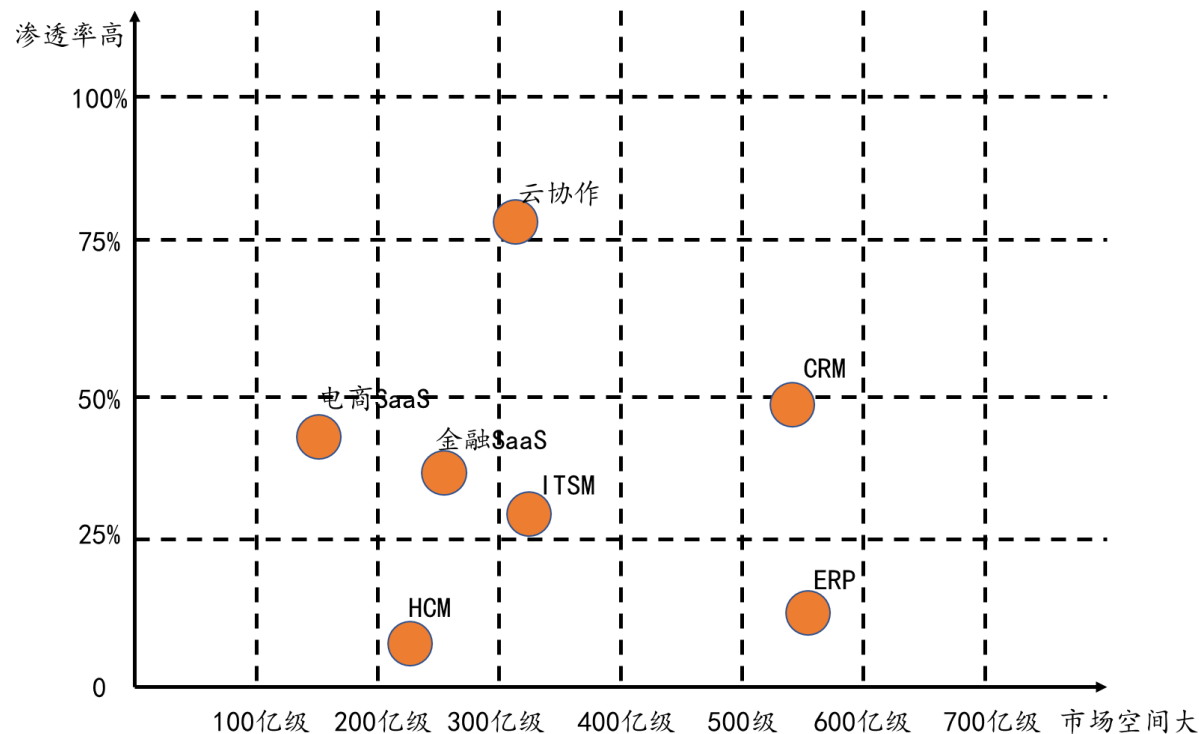
04 综述：

SaaS核心主线与相关标的

4.1 从“市场空间大”和“渗透率低”2个维度筛选SaaS细分赛道和标的

- ◆ **我国SaaS各细分赛道投资主线：**我们遵循“市场空间大”和“渗透率低”2个维度进行投资主线筛选：
 - ✓ **市场空间大：**CRM和ERP均为超过500亿美金规模的细分赛道，在这个赛道我们重点推荐企业级服务龙头**用友网络**。
 - ✓ **渗透率低：**我们以50%为渗透率为标准，筛选渗透率较低的细分赛道包括HCM/ITSM/金融SaaS/和电商SaaS。电商SaaS、HCM市场规模较小，ITSM目前暂无上市的SaaS公司，我们重点推荐金融SaaS**恒生电子**。
 - ✓ 此外，考虑到云办公需求旺盛和国内私有云的高增长，我们重点推荐办公软件龙头**金山办公**（与中小盘组联合覆盖）和超融合领军**深信服**。
 - ✓ **建议关注：**PDF领军**福昕软件**。
 - ✓ **其他受益标的包括：**广联达、金蝶国际、明源云、中国有赞、微盟集团、光云科技等。

我国SaaS各细分赛道筛选模型

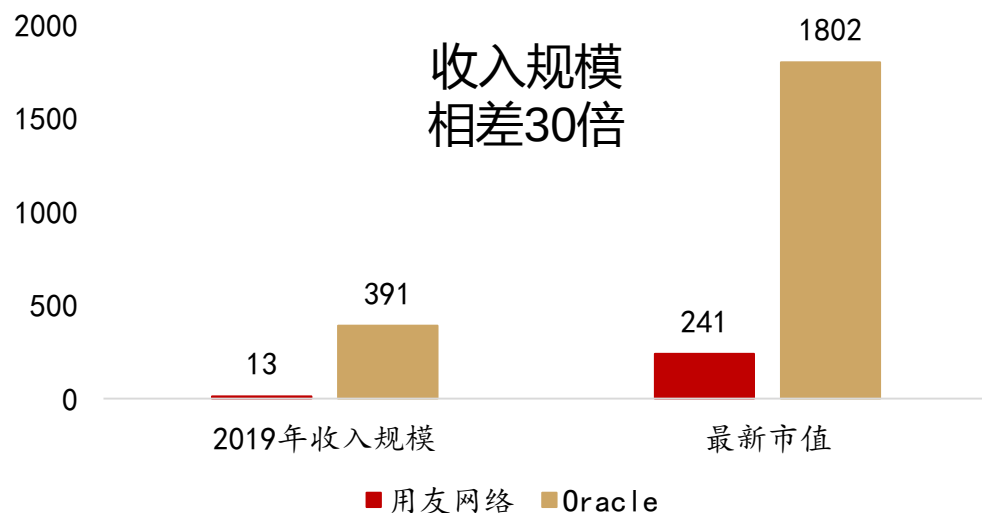


备注：“实际市场规模/计算市场规模”的比值就是当前的各SaaS细分赛道的渗透率。渗透率低意味着提升空间大。

4.2 用友网络：对标Oracle收入规模相差30倍，未来3年云业务复合增速70%

- ◆ **对标全球企业级服务龙头Oracle**：在中美企业数量和总资产大体相当的前提下
- ✓ **成长空间巨大**：用友网络收入规模13亿美元，仅为Oracle的3%。市值规模为241亿美元，仅为Oracle的13%。
- ✓ **云业务高增长**：2019年以前，用友云业务增速均在100%以上，未来3年有望保持在复合70%，预计2022年达到97亿元。

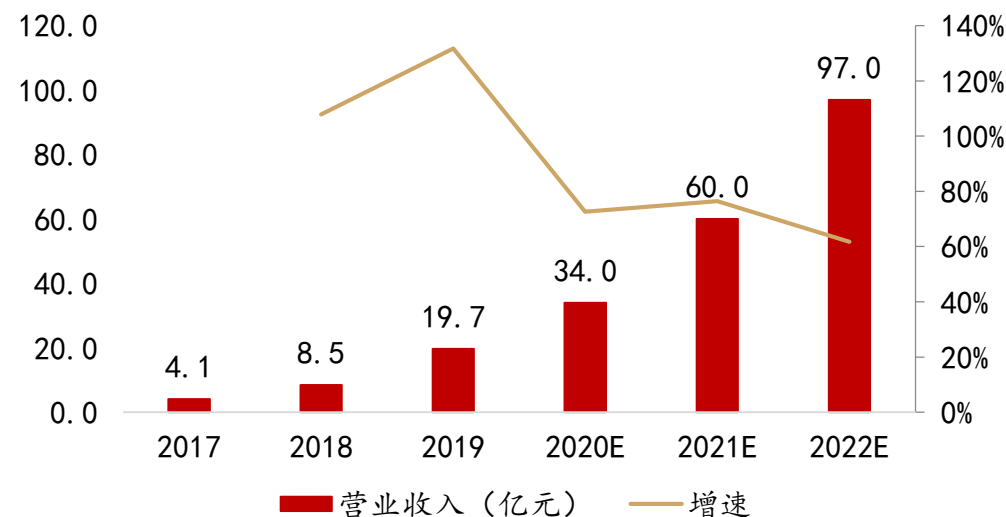
用友网络与Oracle收入规模和市值规模对比(亿美元)



用友网络未来3年盈利预测

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,703	8,510	9,222	11,526	15,586
YoY (%)	21.4%	10.5%	8.4%	25.0%	35.2%
归母净利润(百万元)	612	1,183	1,179	1,577	2,493
YoY (%)	57.3%	93.3%	-0.3%	33.8%	58.0%
毛利率 (%)	70.0%	65.4%	64.7%	65.4%	66.5%
每股收益 (元)	0.19	0.36	0.36	0.49	0.77
ROE	9.3%	16.5%	14.1%	15.9%	20.1%
市盈率	253.63	131.24	131.70	98.42	62.28

用友网络云业务收入规模及增速



4.3 金山办公：对标微软成长空间远未见天花板，订阅业务（C端）持续70%高增长

- ◆ **对标办公软件和云计算龙头Microsoft**：在中美企业数量和总资产大体相当的前提下
- ✓ **成长空间巨大**：2019年金山办公收入规模2亿美元，与微软公司office收入相去甚远。市值规模为349亿美元，仅为微软公司2%。
- ✓ **云业务高增长**：2019年以前，金山办公订阅业务增速均在70%以上，未来3年有望保持在复合70%，预计2022年达到34.6亿元。

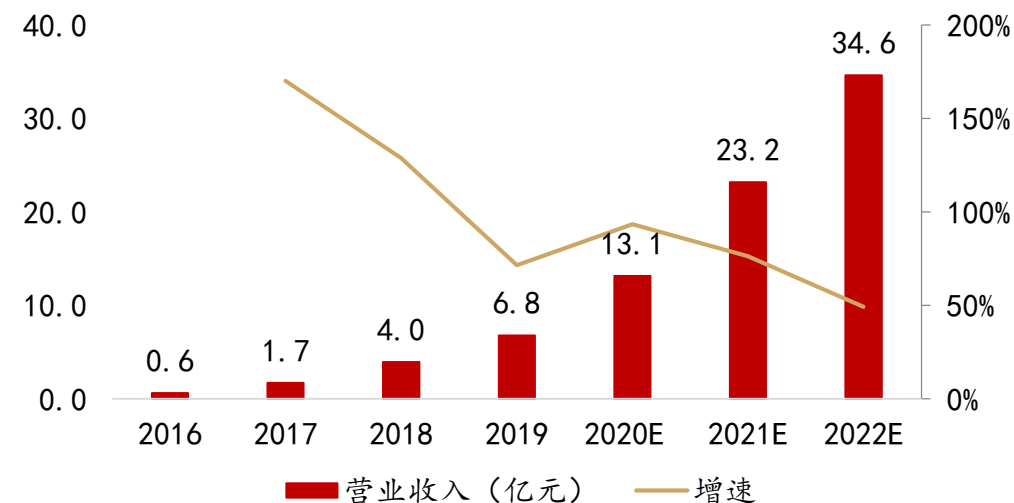
金山办公与微软收入规模和市值规模对比(亿美元)



金山办公未来3年盈利预测

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,130	1,580	2,541	3,938	5,455
YoY (%)	50.0%	39.8%	60.9%	54.9%	38.5%
归母净利润(百万元)	311	401	782	1,233	1,779
YoY (%)	44.9%	28.9%	95.2%	57.8%	44.3%
毛利率 (%)	86.7%	85.6%	85.8%	85.5%	85.3%
每股收益 (元)	0.67	0.87	1.70	2.68	3.86
ROE	26.2%	6.6%	11.4%	15.3%	18.0%
市盈率	466.72	361.96	185.47	117.56	81.49

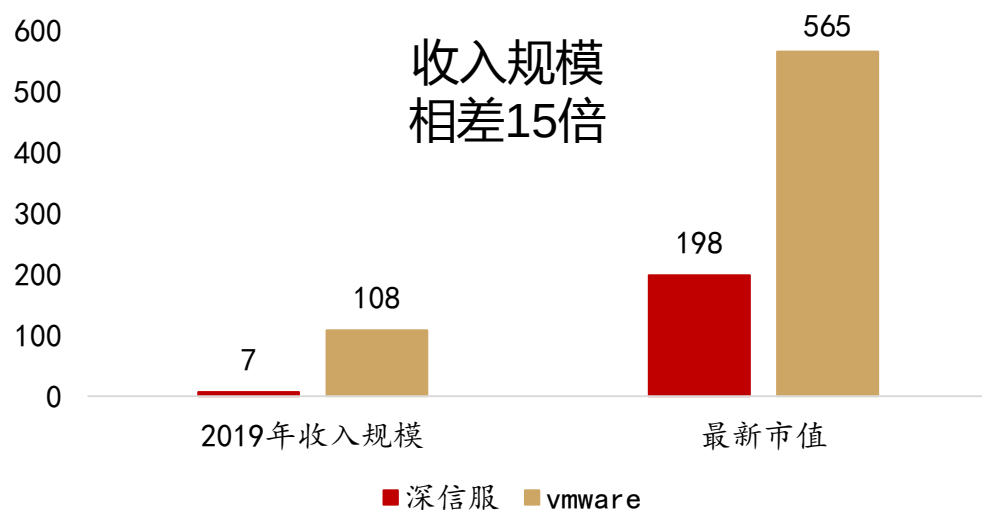
金山办公订阅服务业务收入规模及预测



4.4 深信服：对标Vmware收入规模相差15倍，未来3年云业务复合增速40%

- ◆ **对标全球虚拟化服务龙头Vmware**：在中美企业数量和总资产大体相当的前提下
- ✓ **成长空间巨大**：深信服收入规模7亿美元，仅为Vmware公司的7%。市值规模为198亿美元，为Vmware公司的35%。
- ✓ **云业务高增长**：2019年以前，深信服云业务增速均在40%左右，未来3年有望保持在复合40%，预计2022年达到33.3亿元。

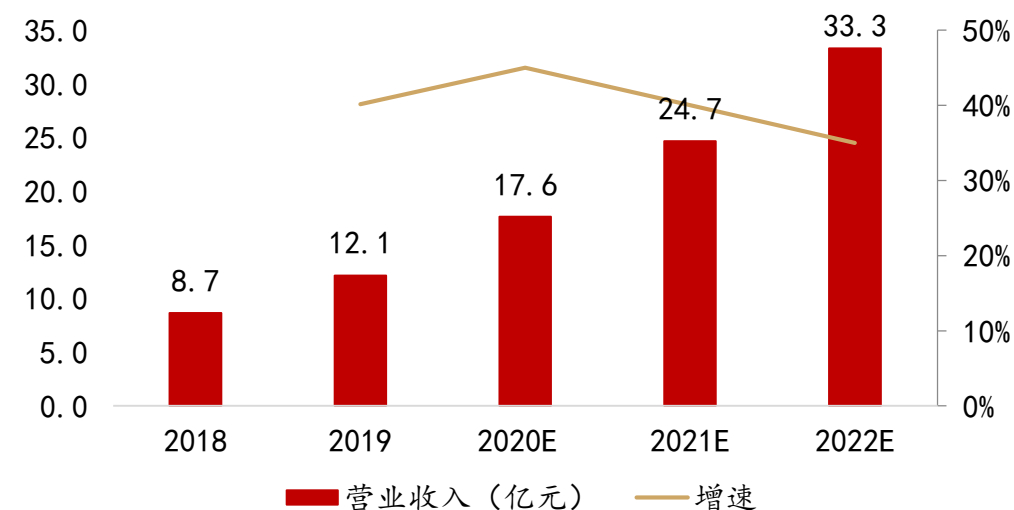
深信服与Vmware收入规模和市值规模对比(亿美元)



深信服未来3年盈利预测

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,224	4,590	6,318	8,540	11,274
YoY (%)	30.4%	42.3%	37.6%	35.2%	32.0%
归母净利润(百万元)	603	759	946	1,275	1,625
YoY (%)	5.2%	25.8%	24.6%	34.8%	27.5%
毛利率 (%)	73.3%	72.2%	71.8%	71.5%	71.3%
每股收益 (元)	1.47	1.86	2.31	3.12	3.97
ROE	17.6%	17.6%	18.0%	19.5%	19.9%
市盈率	141.41	112.41	90.20	66.92	52.48

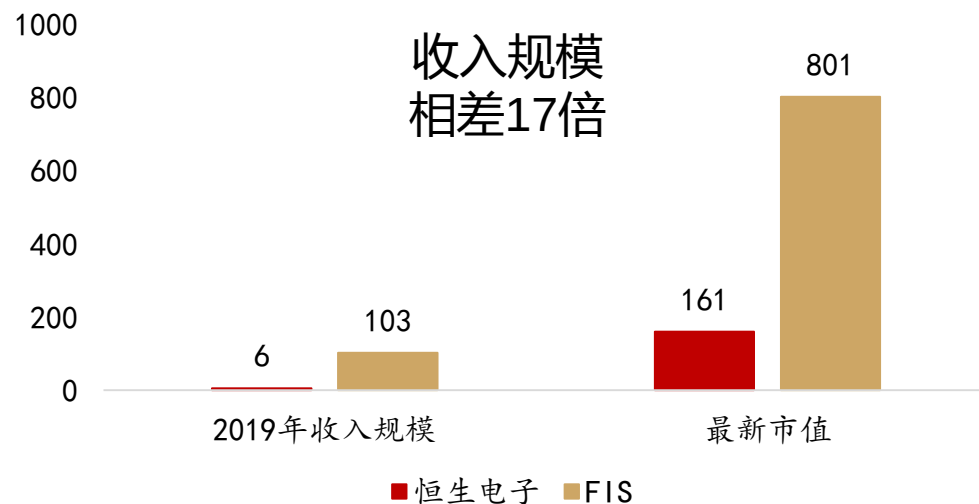
深信服云计算业务收入规模及预测



4.5 恒生电子：对标FIS公司收入规模相差17倍，未来业务收入增速加速至33%

- ◆ **对标全球金融科技龙头FIS**：在中美金融机构总资产大体相当的前提下
- ✓ **成长空间巨大**：恒生电子收入规模6亿美元，仅为FIS公司的6%。市值规模为161亿美元，仅为FIS公司的20%。
- ✓ **云业务高增长**：2019年以前，恒生电子营业收入增速均在22%左右，未来3年公司收入有望加速，2022年预计收入增速达到33%。

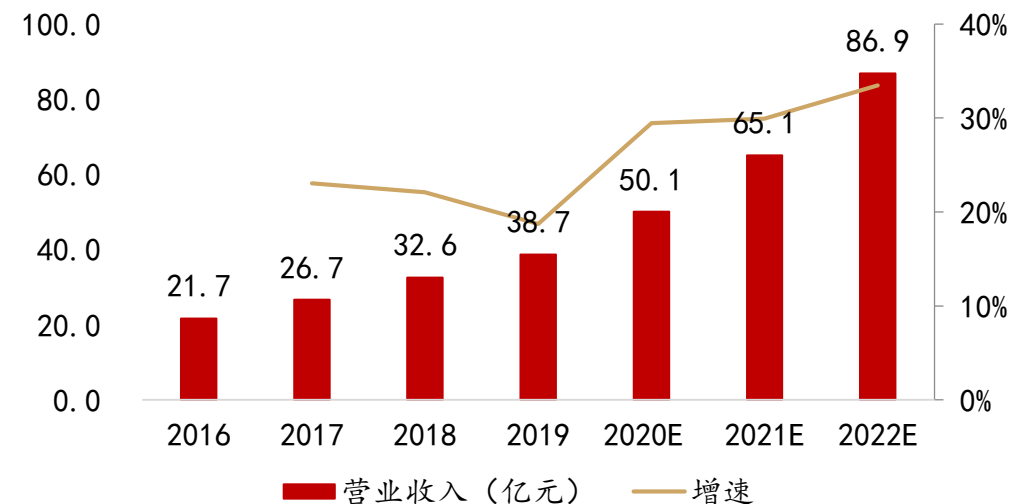
恒生电子与FIS收入规模和市值规模对比(亿美元)



恒生电子未来3年盈利预测

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	1,441	1,972	2,756
YoY (%)	37.0%	119.4%	1.7%	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	146.74	66.88	65.74	48.03	34.36

恒生电子营业收入规模及增速预测



4.6 福昕软件：对标Adobe收入规模相差197倍，未来业务收入增速加速至35%

- ◆ **对标全球数字内容软件龙头Adobe**：在中美企业数量和总资产大体相当的前提下
- ✓ **成长空间巨大**：福昕软件收入规模0.57亿美元，仅为Adobe公司的1%。市值规模为21亿美元，仅为Adobe公司的1%。
- ✓ **云业务高增长**：2019年以前，福昕软件营业收入增速均在30%左右，未来3年公司收入有望加速，2022年预计收入增速达到35%。

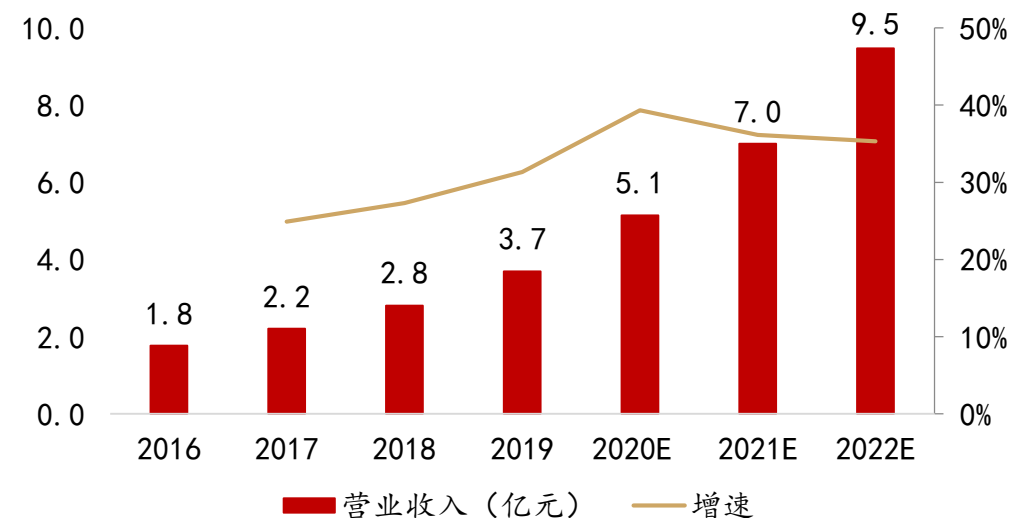
福昕软件与Adobe收入规模和市值规模对比(亿美元)



福昕软件未来3年盈利预测

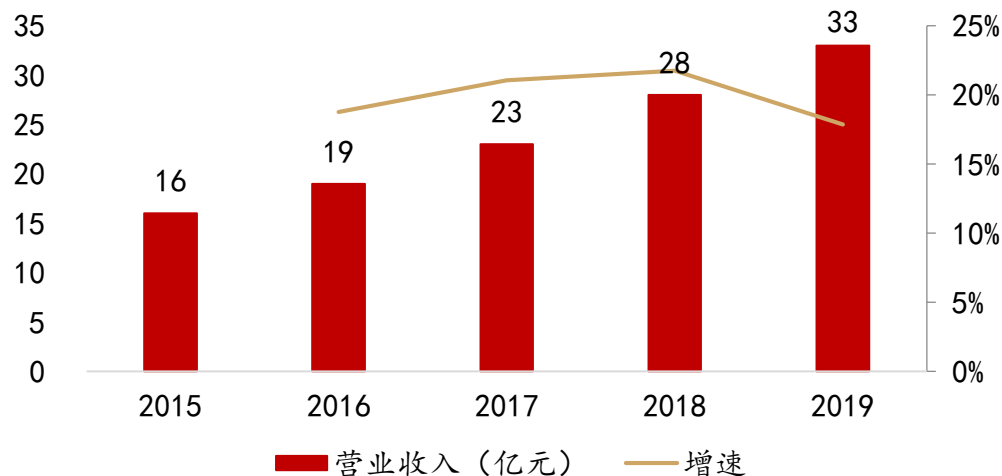
财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	281	369	514	700	947
YoY (%)	27.3%	31.4%	39.3%	36.1%	35.3%
归母净利润(百万元)	38	74	162	211	289
YoY (%)	49.9%	92.6%	118.9%	30.2%	36.8%
毛利率 (%)	93.4%	94.8%	96.2%	97.0%	97.5%
每股收益 (元)	0.80	1.54	3.37	4.39	6.01
ROE	14.3%	22.6%	33.1%	30.1%	29.2%
市盈率	387.24	201.04	91.85	70.53	51.54

福昕软件营业收入规模及增速预测

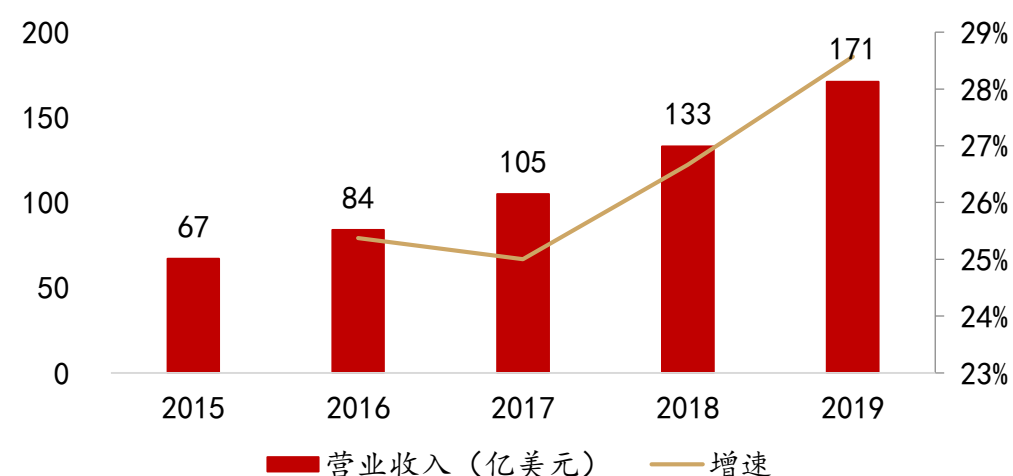


4.7 对标海外，CRM和工程软件SaaS行业成长空间巨大，仍有30-40倍的收入差距

2015-2019年金蝶国际营业收入及增长情况

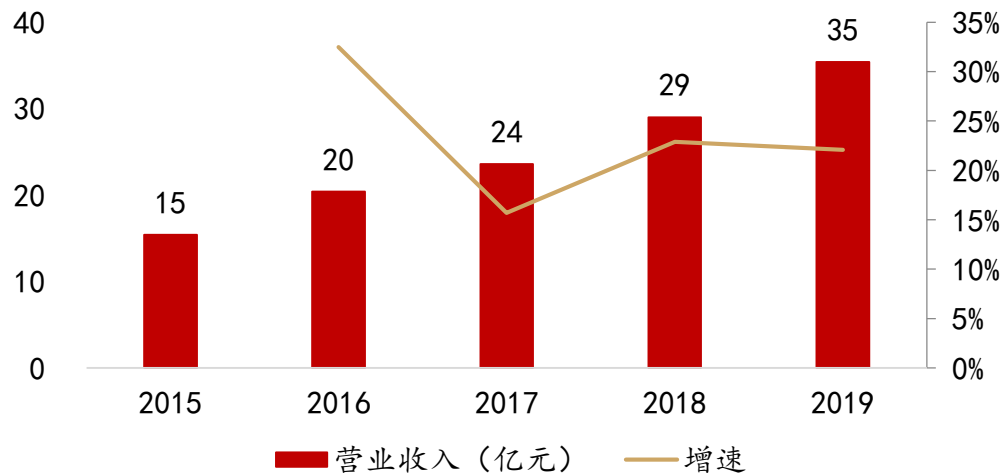


2015-2019年Salesforce营业收入及增长情况

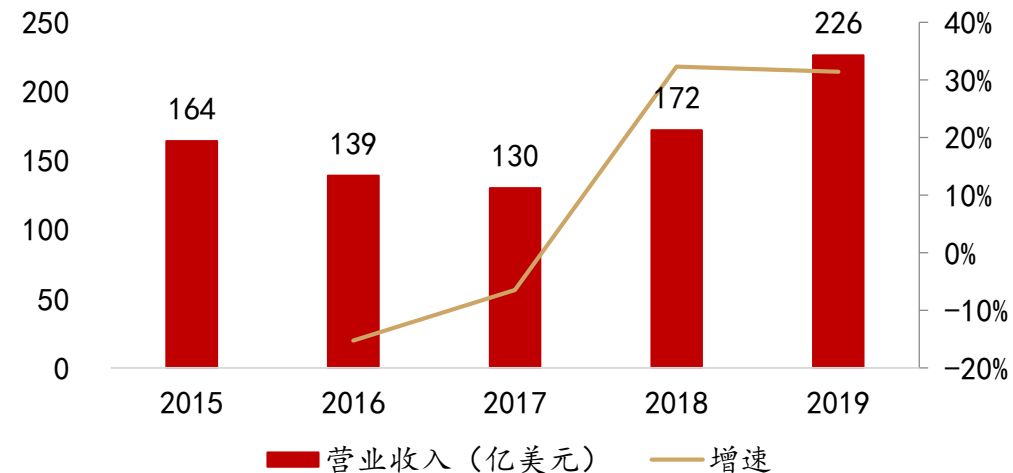


VS
收入差距
34倍

2015-2019年广联达营业收入及增长情况



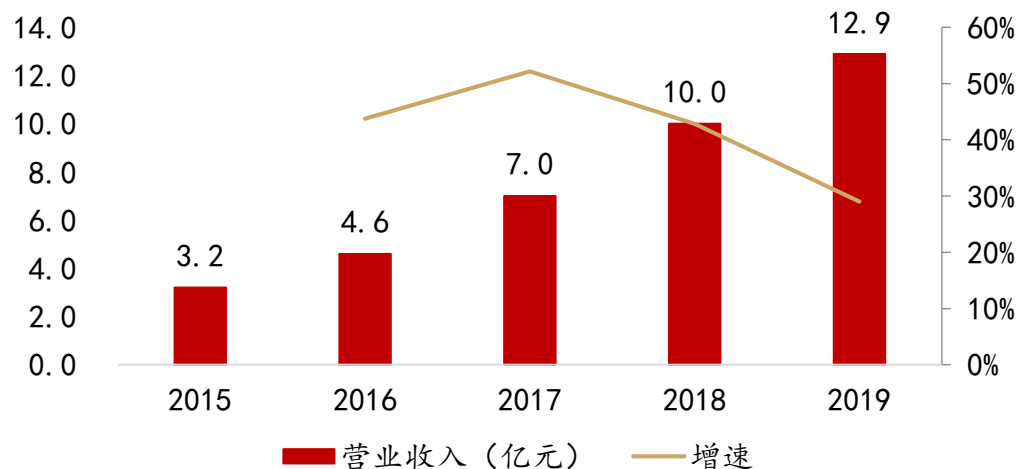
2015-2019年Autodesk营业收入及增长情况



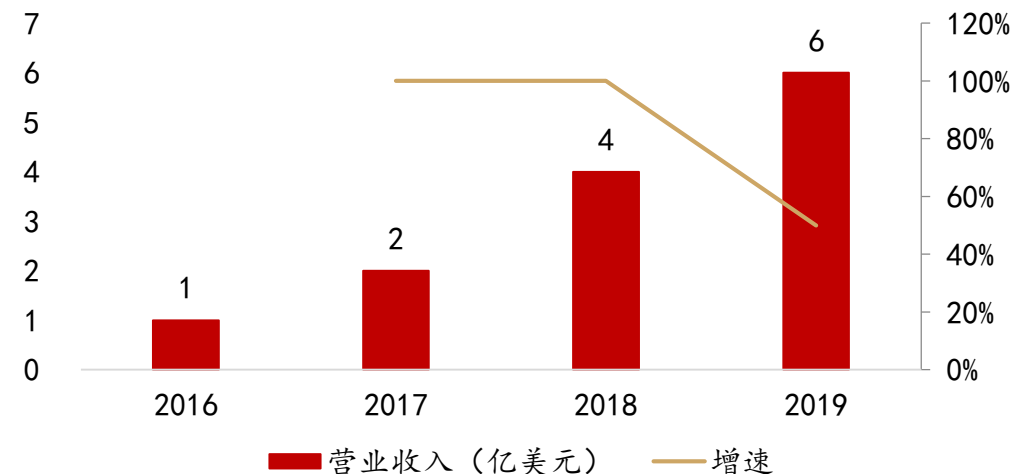
VS
收入差距
42倍

4.8 对标海外，办公协作和酒店软件SaaS领域成长空间巨大，仍有70倍以上的收入差距

2015-2019年泛微网络营业收入及增长情况

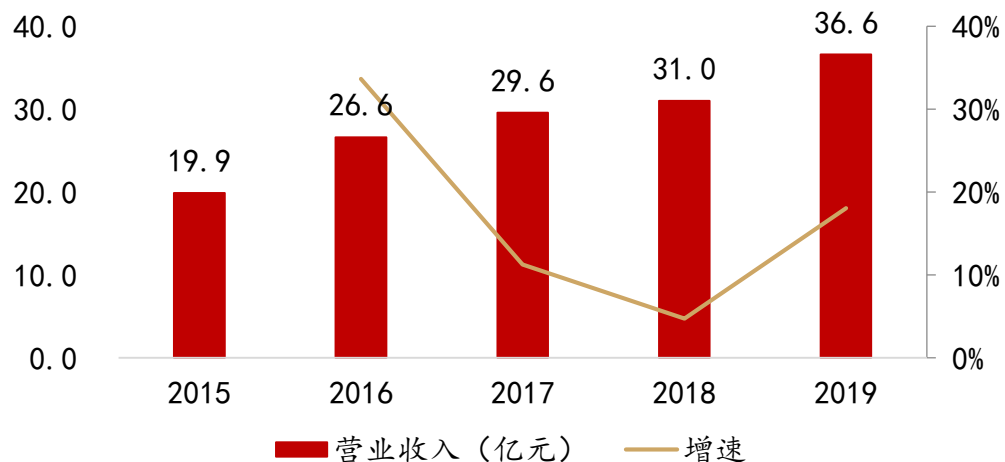


2015-2019年Slack营业收入及增长情况

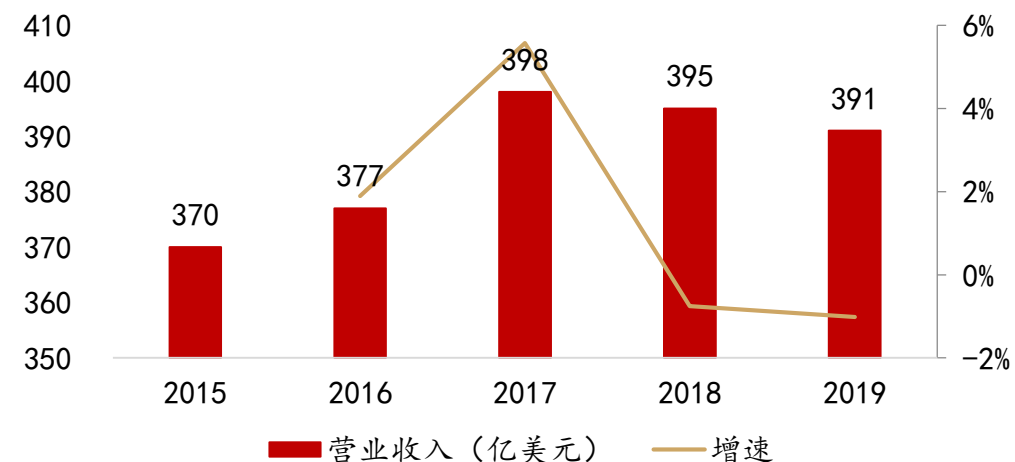


VS
收入差距
3倍

2015-2019年石基信息营业收入及增长情况



2015-2019年Oracle营业收入及增长情况



VS
收入差距
70倍



05 风险提示

风险提示

- ◆ 疫情导致全球经济下行的风险：疫情蔓延全球，宏观经济下滑导致企业IT支出增长放缓，ERP和云市场需求下降的风险。
- ◆ 竞争加剧导致盈利水平下降的风险：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。
- ◆ 公司核心人才团队流失的风险：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、信创产业和工业软件。

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、网络安全研究方向

吴祖鹏（研究助理）2019年新财富公用事业第三（核心成员），覆盖5G应用、智能驾驶、医疗IT等

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%

华西证券研究所：

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