

## SaaS 系列研究 (1) ——

# 美国 SaaS 行业发展估值深度分析，兼与中国对比

行业专题

美国 SaaS 市场发展超过十年，塑造了众多年收入几十亿美金，市值规模上百亿美金的明星公司。国内 SaaS 市场从规模和资本环境相比美国还有一定差距，但近年来持续火爆，相关创业者、传统转型软件商百家争鸣。因此我们详细梳理了美国 SaaS 发展的历程、背景，量化分析了一级和二级市场的情况，从中挖掘对我国 SaaS 行业格局和相关企业发展和估值的借鉴意义，并在随后发出的系列报告中对代表公司进行深度分析。

### 分析师

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)  
 021-22169323  
[qinbo@ebsecn.com](mailto:qinbo@ebsecn.com)

贺华平 (执业证书编号：S0930515090001)  
 021-22167197  
[hehp@ebsecn.com](mailto:hehp@ebsecn.com)

### 联系人

付天姿  
 021-22167333  
[futz@ebsecn.com](mailto:futz@ebsecn.com)

#### ◆ 企业级软件领域里，SaaS 服务主导成为确定趋势

SaaS 以低成本和更加稳定和高效的服务，成为众多软件企业争夺的新市场，尤其在发达国家，SaaS 已经被吸纳进所有领先的企业级软件公司的战略中。目前 SaaS 服务在企业云计算市场规模中占比最大，且一直保持较高的增速(2015~2017 CAGR=22.3%)和不断加深的渗透率(2018 年将占比企业应用软件总支出 30%)，成为驱动企业软件市场增长的主要动力。

#### ◆ 美国 SaaS 发展最为成熟，一级市场投资形势长期火爆

美国 SaaS 的发展历程主要经历了 4 个阶段，目前进入广泛应用期。非上市 SaaS 公司数量超过 200 家，其中 28 个估值已经超过 10 亿美元。2010 年至 2014 年间 EV/Revenue (TTM) 估值中位数在 4.0x 周围波动。SaaS M&A 数量在 2010-2014 年的年复合增长率达到 56%，退出方面，美国 SaaS 公司上市融资数量 2011 至 2014 年不断攀升，2014 年达到 16 家，占到了同期软件和互联网公司 IPO 数量的一半。

#### ◆ 美股 SaaS 公司估值基于 P/S 水平，股价表现远好于大盘

美股上市 SaaS 公司约有 63 家，覆盖细分领域众多，市值集中且成熟软件企业市值占比最高。运营收入高速增长，毛利率普遍高于行业水平约 30%，但盈利水平长期处于低位，主要是因为 SaaS 行业前期需要大量投入研发、销售的成本。但 SaaS 公司的经营性现金流情况非常乐观，不少公司的经营净现金流也是由负转正，且年增长率不断升高。

SaaS 公司股价表现普遍好于整个计算机板块，不少公司市值过去 10 年获得超过 10 倍的增长。估值指标一般用 P/S，营收增速越高公司对应的 P/S 水平也越高，整体 PSG 约为 0.37x。

#### ◆ 中国 SaaS 行业发展道路曲折，前途光明

目前国内 SaaS 发展还在起步阶段，技术认可度、付费意愿等方面与美国有一定差距，然而目前成本效率需求迫切、中小企业众多，移动互联网普及程度高、互联网转型等特点为中国 SaaS 带来了巨大发展机遇。国内提供 SaaS 业务的多为初创企业，上市企业数量很少且为传统软件转型 SaaS 企业。对其价值分析我们建议应该重点关注成长性和价值导向。

#### ◆ 风险提示

企业对于 SaaS 的接受度不及预期，云计算基础设施发展不及预期。

行业与纳斯达克综合指数对比图



## 目 录

1、 SaaS 为企业软件服务带来革新和颠覆.....	5
1.1、 SaaS 收费模式 .....	6
1.2、 SaaS 相比于传统软件服务的优点 .....	6
1.3、 企业级 SaaS 占据主导地位 .....	7
2、 SaaS 市场规模将会是 IaaS 的 5 倍以上 .....	8
3、 受益于良好的云计算环境，美国 SaaS 发展阶段较为顺利 .....	9
4、 美国 SaaS 行业一级市场投资形势长期火爆.....	11
5、 美国 SaaS 行业二级市场分析 .....	14
5.1、 市值集中，成熟软件企业市值占比最高.....	14
5.2、 运营情况分析 .....	16
5.3、 估值情况分析 .....	23
6、 浪沙淘金，挖掘中国 SaaS 发展模式 .....	26
6.1、 中国 SaaS 发展较为初级，起步阶段道路曲折 .....	26
6.2、 SaaS 在中国的发展特点独特，前途光明 .....	26
6.3、 国内 SaaS 行业蕴含巨大发展潜力 .....	28
6.4、 中国 SaaS 公司价值衡量应重视成长性和产品导向 .....	29
7、 附录 .....	31

## 图表目录

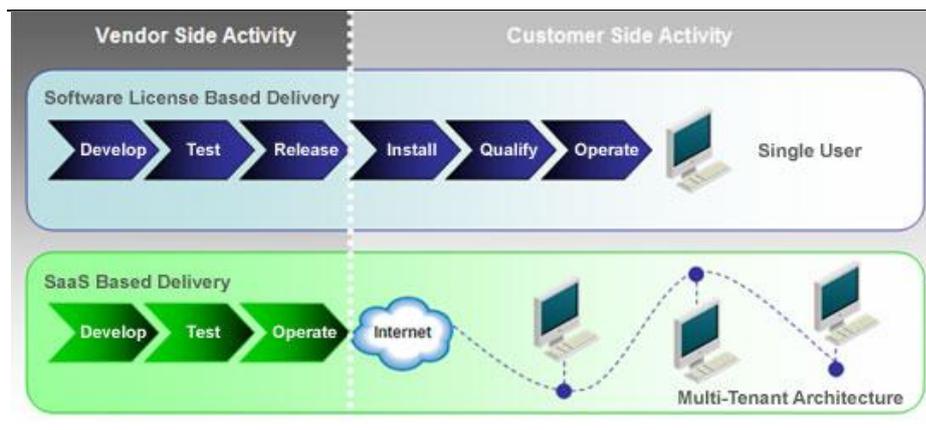
图 1：传统软件模式和 SaaS 交付模式.....	5
图 2：SaaS 由 ASP 进化而来.....	5
图 3：SaaS 在交付模式等多方面优越于传统软件.....	6
图 4：传统软件收费模式.....	7
图 5：云软件收费模式.....	7
图 6：SaaS 应用市场规模占比.....	7
图 7：SaaS 应用总数据上传量市场份额占比.....	7
图 9：SaaS 渗透率 vs 传统软件渗透率.....	8
图 10：SaaS 工作负荷快速增加.....	9
图 11：全球 SaaS 软件市场规模不断增加.....	9
图 12：2013 年全球企业软件市场规模.....	9
图 13：2013 年基于 SaaS 的企业软件市场规模.....	9
图 14：SaaS 进阶历程.....	10
图 15：SaaS 公司在美国的地理分布.....	11
图 17：美国 SaaS 非上市公司数量行业分布.....	12
图 18：28 个 SaaS 非上市公司市值已经超过 10 亿美元（单位：10 亿美元）.....	12
图 19：美国 SaaS 公司风险融资越发火爆（单位：亿美元；个）.....	12
图 20：SaaS 并购数量季度数据及产业占比.....	13
图 21：SaaS 并购数量年度数据.....	13
图 22：SaaS M&A 交易估值中位数分布.....	13
图 23：美国软件和互联网产业 IPO 数量和净收益（单位：个；百万美元）.....	14
图 24：美国 SaaS IPO 数量和净收益（单位：个；百万美元）.....	14
图 25：各市值区间公司市值占比及公司数量占比.....	15
图 26：美股 SaaS 公司按业务领域划分.....	15
图 27：美股 SaaS 公司业务领域市值占比.....	16
图 28：美股 SaaS 公司业务领域数量占比.....	16
图 29：SaaS 公司从成立到 IPO 时间花费（单位：年）.....	16
图 30：纳斯达克计算机指数公司营收增速（单位：百万美元）.....	17
图 31：SaaS 公司营收增速（单位：百万美元）.....	17
图 32：SaaS 公司营收增速按区间划分（单位：百万美元）.....	17
图 33：不同市值区间 SaaS 公司营收增速 2008-2009 年.....	18
图 34：SaaS 公司和纳斯达克计算机指数成分股毛利率水平.....	19
图 35：不同市值区间 SaaS 公司毛利率水平.....	19
图 36：营业利润率水平比较.....	19
图 37：各市值区间 SaaS 公司营业利润率水平比较.....	19
图 38：SaaS 公司运营利润水平变化（单位：百万美元）.....	20

图 39 : 盈利公司数量.....	20
图 40 : SaaS 公司调整后净利润水平下滑.....	20
图 41 : SaaS 公司费率分析 (单位: 百万美元).....	21
图 42 : SaaS 公司经营性现金流不断上涨 (单位: 百万美元).....	22
图 43 : SaaS 公司各市值区间经营性现金流水平 (单位: 百万美元).....	22
图 44 : SaaS 公司人均经营现金流水平.....	23
图 45 : SaaS 公司估值情况.....	23
图 46 : SaaS 公司 P/S 水平和未来 3 年收入复合增速散点图.....	24
图 47 : 纳斯达克计算机指数历史 P/S.....	24
图 48 : 500 亿美金市值以上 SaaS 公司历史 P/S.....	24
图 49 : 100-500 亿美金市值 SaaS 公司历史 P/S.....	24
图 50 : 50-100 亿美金市值 SaaS 公司历史 P/S.....	24
图 51 : 10-50 亿美金市值 SaaS 公司历史 P/S.....	25
图 52 : 1-10 亿美金市值 SaaS 公司历史 P/S.....	25
图 53 : SaaS 公司和行业股价表现对比.....	25
图 54 : 纯 SaaS 公司股价表现.....	26
图 55 : 传统转型 SaaS 软件公司股价表现.....	26
图 56 : 中国网民规模及手机网民规模 (单位: 亿人).....	27
图 57 : 国内移动互联网发生大幅度增长 (单位: 亿小时/月).....	27
表 1 : 2015 年 SaaS 企业级服务一级市场融资情况 (不完全统计).....	28
图 58 : 中国企业级 SaaS 市场 AMC 模型.....	28
图 59 : 中国企业软件市场规模 (单位: 亿人民币).....	29
图 60 : 中国 SaaS 企业软件市场规模 (单位: 亿人民币).....	29
表 2 : 中国 SaaS 市场格局.....	29
图 61 : 客户生命周期价值直接决定 SaaS 公司价值水平.....	30
表 3 : 美股 SaaS 公司列表.....	31

## 1、SaaS 为企业软件服务带来革新和颠覆

Software as a Service (简称 SaaS) 是 21 世纪兴起的一种创新软件应用模式，处于云计算产业的应用层。在这种模式下，软件运营服务提供商将应用软件统一部署在服务器上，客户根据实际需求向提供商订购所需的软件产品及服务，按其所订购的产品类别及期限向提供商支付费用，并通过互联网获得相应的软件产品及服务。

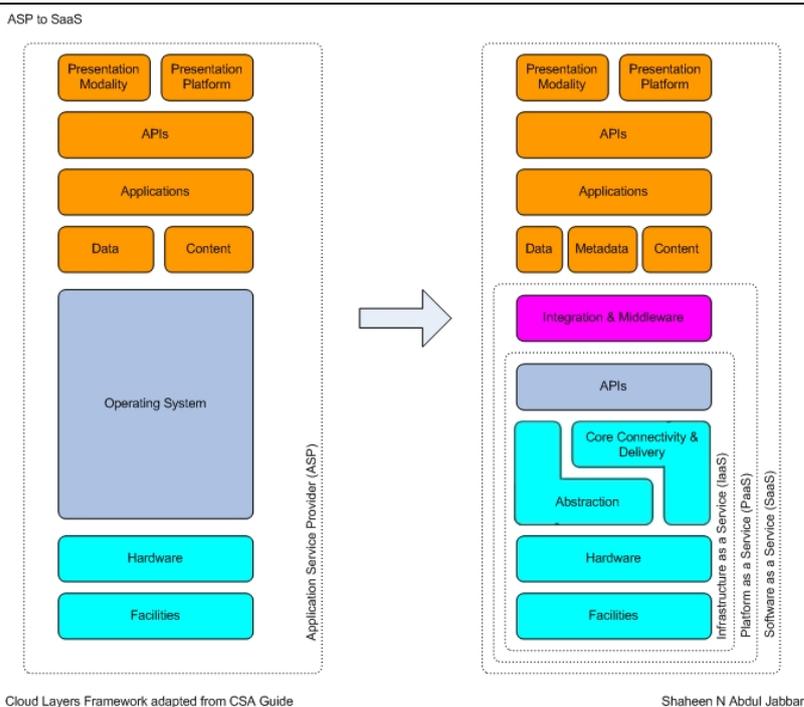
图 1：传统软件模式和 SaaS 交付模式



资料来源：IDC

SaaS 模式最初是从 Application Service Providers (应用服务提供商) 演变而来。传统的 ASP 只是针对每个客户定制不同的应用，而没有将所有的客户放在一起进行考虑。SaaS 模式中，在用户和 Web 服务器上的应用之间增加了一个中间层，这个中间层用来处理用户的定制、扩展性和多用户的效率问题，因而更符合软件及互联网的快速演变发展。

图 2：SaaS 由 ASP 进化而来



Cloud Layers Framework adapted from CSA Guide

Shaheen N Abdul Jabbar

资料来源：Could Security Alliance

## 1.1、SaaS 收费模式

国内外 SaaS 产品的主流收费方式相似，免费试用后付费或者是增值付费（例如基本功能免费+高级版收费；或 20 人以下免费，大团队收费）。对于相对低廉的用户服务，SaaS 提供商或对用户完全免费，而收入则产生于变通的来源例如广告。

定价方面，SaaS 提供商一般地使用一个签约费用来给应用定价，最常见的是一个月费或年费，此费用通常基于一些用量参数，例如使用该应用的用户数量（座位数）。

## 1.2、SaaS 相比于传统软件服务的优点

SaaS 服务商将计算资源集中使用，利用规模化优势带来的效率提升，提供更便宜的计算服务。传统的软件在销售模型上用户和客户的需求是不一致的，造成了客户的风险和收益并不匹配，从而厂商和客户之间矛盾的激化。

在 SaaS 底下一开始客户以最小的成本获得产品的使用，并逐渐随着产品的使用周期增长加大对产品投入，对客户价值和厂商的收益是随之增加，最终用户风险和收益匹配也更有利于厂商优化现有产品、提升产品价值。

图 3: SaaS 在交付模式等多方面优越于传统软件



资料来源：People

### 1.2.1、对软件使用者：

**实施周期短，使用灵活：**传统软件本身复杂度高，造成企业软件在实施过程中周期增长。客户也需要 SaaS 软件解决各方面问题，包括任何时间、任何地点、任何设备的访问，更灵活的业务响应时间，更快的特性更迭，且交付周期远远低于传统软件。

**节省成本，更低的采购风险：**传统软件不光是要解决软件购买层面、实施层面的费用问题，其实更多的隐性成本来自于隐藏在下面的 IT 运维成本、支撑成本、后期维护费用，这是很不透明的。SaaS 价格透明，只有一些后期费用会随着客户的增长而增加。客户只需要很少的一部分成本做前期的咨询、设计、实施、集成到最终开始使用，可能只需要投入 10% 就可以快速开始使用相应产品。

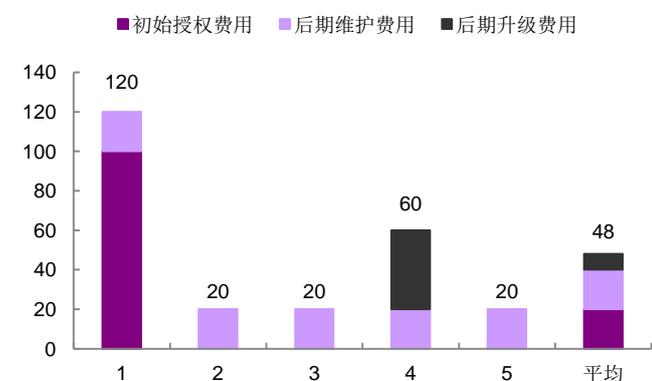
**更加稳定和高效：**SaaS 软件为保证所有企业租户的稳定和高效应用，一般会采取双重集群部署，在性能的监控和技术投入上往往要远高于企业自身的投入水平，因而能够得到更稳定的性能保障。

### 1.2.2、对于软件厂商：

**节约运维成本：**相对于传统软件公司，云软件开发和维护都可以在企业及其自身后台完成，不必派遣人员去企业进行本地硬件升级及维护，自身后台系统的统一维护将有利于规模管理，提高效率，降低人力成本。随着云业务占比的增加，公司人力成本的下降将进一步提升利润率水平。

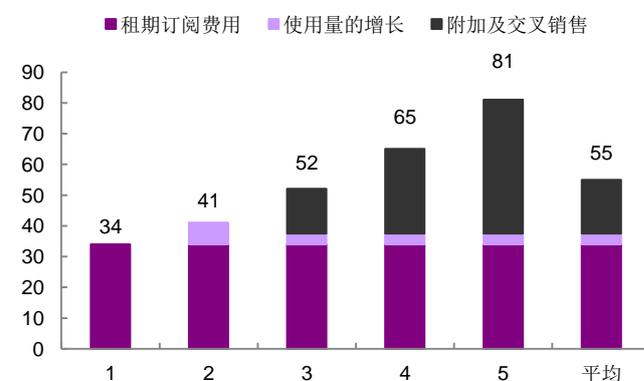
**云交付模式综合收益更高：**传统软件企业的收费主要来自于 License、维护及升级费用，且 License 费用比重高。而云交付模式降低初始收费门槛，以平稳的方式进行收费，平均下来软件厂商收入增加。

图 4：传统软件收费模式



资料来源：Gartner

图 5：云软件收费模式

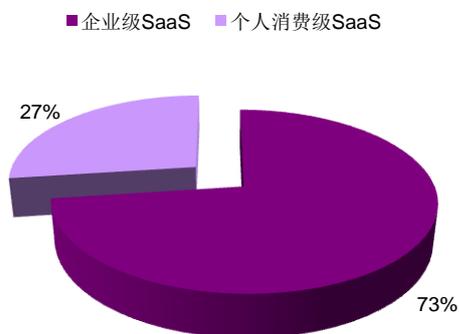


资料来源：Gartner

### 1.3、企业级 SaaS 占据主导地位

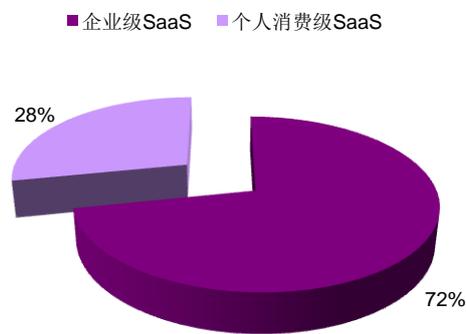
SaaS 应用目前可分为个人消费级(如 Netflix、Dropbox 及 iCloud 等)，和企业级(包括 Salesforce 的 CRM, Workday 及 NetSuite 的 NetSuite ERP 等企业端软件)。据 Skyhigh 最新的数据显示，企业级云服务市场规模和数据上传量远高于个人级云服务，无疑是未来云计算发展中的主角。

图 6：SaaS 应用市场规模占比



资料来源：Skyhigh

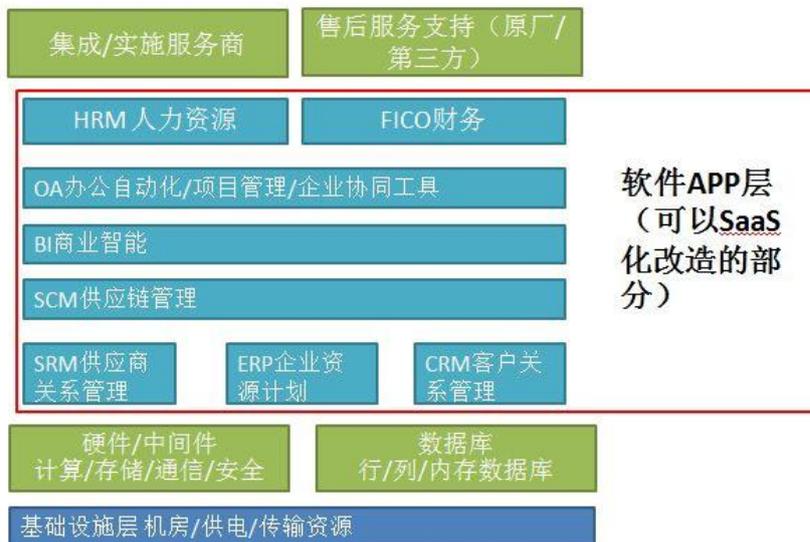
图 7：SaaS 应用总数据上传量市场份额占比



资料来源：Skyhigh

对于商业应用来说，SaaS 应用涉及层面众多，包括会计系统、协同软件、客户关系管理 (CRM)、管理信息系统 (MIS)、企业资源计划 (ERP)、开票系统、人力资源管理 (HRM)、内容管理、以及服务台管理等。

图 8: SaaS 商业应用内容



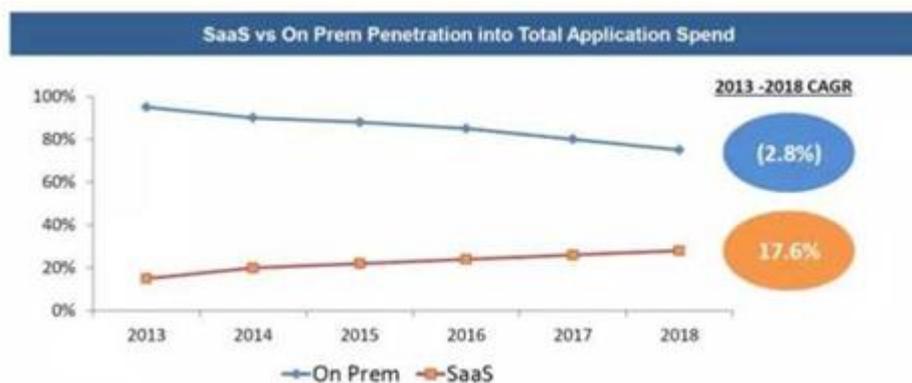
资料来源: 复星昆仲

## 2、SaaS 市场规模将会是 IaaS 的 5 倍以上

虽然未来 3~4 年基础服务 IaaS 作为整个云计算产业链的基石，在前期增速最快，而从最终行业格局的角度上来看，顶层服务 SaaS 的市场规模将会是 IaaS 的 5 倍以上，这无疑成为众多软件企业争夺的新市场。尤其在发达国家，SaaS 已经被吸纳进所有领先的企业级软件公司的战略中。

据 Gartner 最新预测，2015 年企业应用软件市场规模将同比增长 7.5% 达 1500 亿美元，其中基于 SaaS 云服务的企业软件将成为驱动企业软件市场增长的主要动力。根据 IDC 的预测，未来几年 SaaS 的渗透率还会进一步增加，预计到 2018 年达到总应用支出的 30% (2013 年为 17%)，对比占比逐年下降的本地软件，SaaS 的主导成为确定趋势。

图 9: SaaS 渗透率 vs 传统软件渗透率

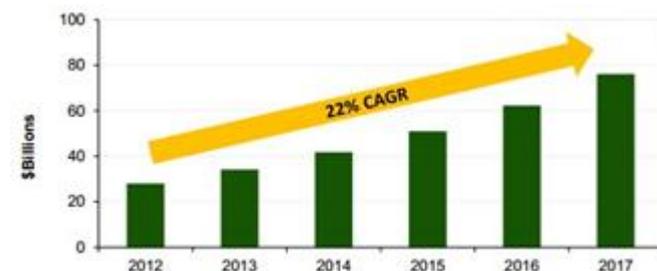


资料来源: IDC

根据 Cisco Global Cloud Index 的最新预测，2018 年，来自 SaaS 的云工作负荷将从 2013 年的 41% 上升到 59%，期间的年复合增长率高达 33%，位于所有层云应用之首。根据 IDC 的数据，全球的 SaaS 和云软件市场规模也是一直保持较高的增速，2015~2017 年复合增长率约为 22.3%。

图 10: SaaS 工作负荷快速增加

图 11: 全球 SaaS 软件市场规模不断增加



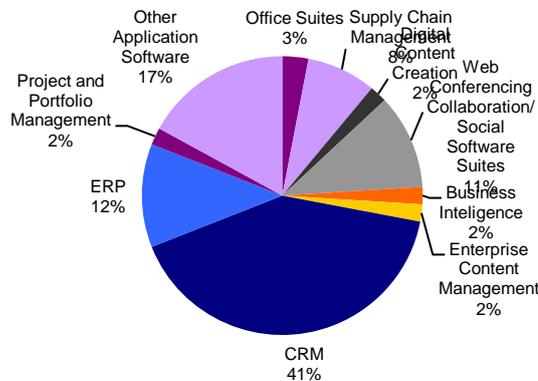
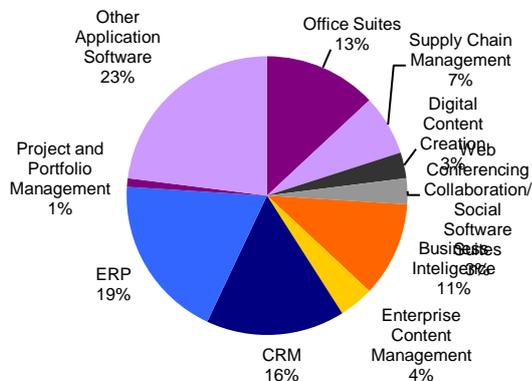
资料来源: Cisco Global Cloud Index

资料来源: IDC

SaaS 按行业划分，CRM、ERP 分别占比 41%、12%，Gartner 数据显示，2015 年有超过 50% 的 CRM 是基于 SaaS 交付模式。随着互联网技术的发展和应用程序的成熟，SaaS 以其灵活的交付模式，高效率的运营维护得到了受众群体的响应，正在多个领域不断崛起。据 Forrester 预测，各细分领域均保持两位数以上增长的健康态势。

图 12: 2013 年全球企业软件市场规模

图 13: 2013 年基于 SaaS 的企业软件市场规模



资料来源: Gartner

资料来源: Gartner

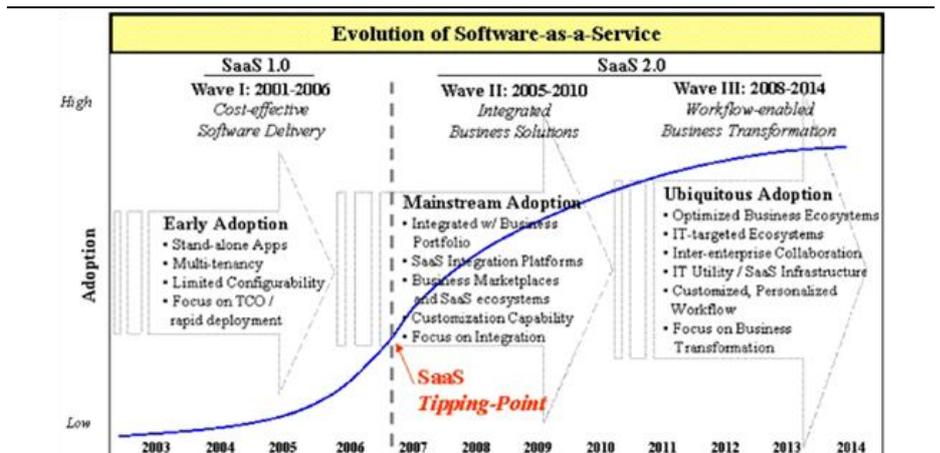
### 3、受益于良好的云计算环境，美国 SaaS 发展阶段较为顺利

在美国云计算发展进程中，IaaS 率先爆发，PaaS/SaaS 类公司紧随其后。随着云计算在美国的逐步推广，整个产业链逐渐发展成熟，目前已经发展为全球 SaaS 云计算服务领域的主要市场（市占率达到 60%），同时塑造了众多明星企业。SaaS 的发展离不开美国良好的云计算发展环境，具体体现在：

- 1、完善的 IT 基础设施。美国互联网用户占比高达 80%，光纤接入用户达 600 万，有效移动宽带用户数量上处于绝对领先地位。
- 2、通过立法保护用户隐私和保障信息安全。如《电子通信隐私法案》、《国家安全法》以及各州建立的信息安全法。
- 3、云计算标准制定取得显著的进展。美国国家标准与技术研究院（NIST）编制了标准，对云服务的安全和服务质量等方面提出了具体要求。
- 4、美国政府大力支持数据开放。2012 年美国发布数字政府战略，要求政府必须保证美国民众可以随时随地通过任何平台或设备获取政府信息和公共服务。
- 5、SMB 环节逐渐走向成熟。调查显示：85%的公司愿意在 5 年内投资小企业解决方案； 27%愿意购买能够简化日常公司运营的应用； 20%愿意购买能够解决现有软件不能解决的问题的应用； 11%愿意购买能够与现有软件形成互补的应用

美国 SaaS 的发展历程主要经历了 4 个阶段，SaaS 也从专注成本控制的 1.0 版本进阶为专注商业解决方案的 2.0 版本。

图 14: SaaS 进阶历程



资料来源：Saugatuck Technology

**概念引入阶段（2001~2005）：** 专注节约成本。SaaS 的正式称谓来源于 2001 年 SIIA 的白皮书“战略背景:软件即服务”。Salesforce、NetSuite、Successfactor 先后成立。

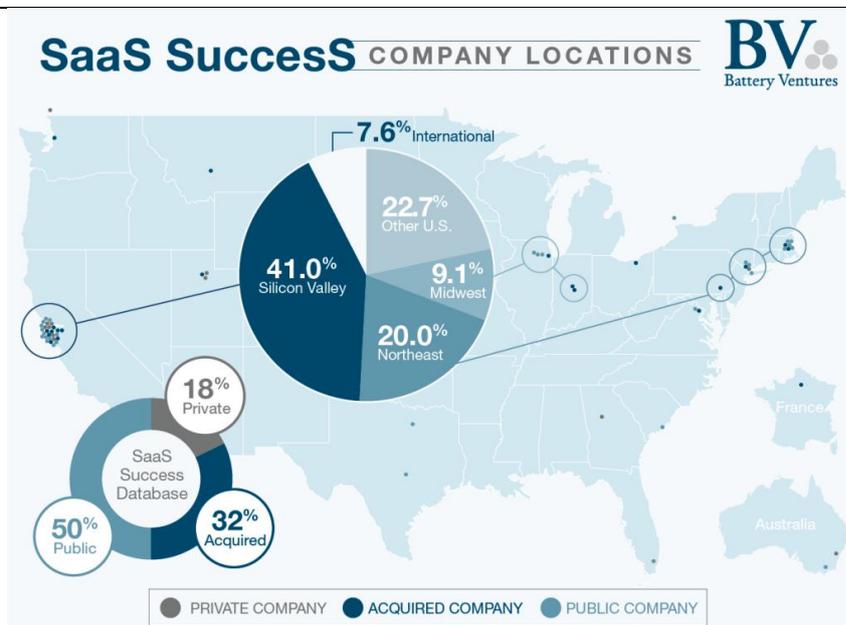
**企业推广阶段（2005~2008）：** 专注于整合商业解决方案。伴随着 VMware、Citrix 等相关公司的发展，虚拟化、分布式计算等云计算所依赖的基础技术不断发展和完善，Amazon、Google 等美国互联网企业率先进行云计算相关技术与产品的研发，并开始推出相关业务，为云应用层的 SaaS 提供了优厚的基础设施。

**快速发展阶段（2008~2010）：** 各大公司需要花费重金购买昂贵的操作系统和软件，在经历金融危机后，对节省成本、提高效率的需求激增，因此提倡廉价、易用、以租代购的 SaaS 软件应用模式却迎来了机遇。根据 Gartner

调研报告，2008 年企业级应用软件市场上的 SaaS 销售总额已经超过 64 亿美元。此骄人业绩与 2007 年 51 亿美元的销售收入同比增长了 27%。

**广泛应用阶段 (2010~)：**IaaS 等云计算服务的安全性、可靠性得到了广泛认可与接纳，更灵活便捷 PaaS 云平台快速发展，再加上移动化、企业互联网转型等趋势为 SaaS 行业带来新的机会，进一步促进了 SaaS 模式的升级。尤其是 2013、2014 年前后，用户对 SaaS 有了清晰的认识并给予了高度认同。SaaS 软件正在快速替代传统软件，以 CRM 领域为例，其中最大的 SaaS 厂商 Salesforce 已经战胜传统软件厂商，成为该市场的领导者。而传统软件龙头企业如 SAP 和 Oracle 等也纷纷向云端转型，这些传统软件龙头的客户往往是大型企业。此时节约成本并不是他们转型云端的主要动力，调查显示他们的首要理由是提高业务灵活性和获得新技术。同时 SaaS 细分领域竞争也逐渐加剧，如 hubspot、Zendesk, GitHub, Slack, Docker..... 而一些 SaaS 公司正在向“平台转变”，如 Salesforce 和 Slack，支持第三方 SaaS 公司在平台上开发产品。

图 15: SaaS 公司在美国的地理分布



资料来源：Battery Ventures

美国 SaaS 公司差异化竞争特点显著，切入点各有不同造就众多细分领域。其中，CRM、办公协同等领域移动化、标准化程度高、企业决策门槛低、价值提升显著，更易规模化扩张，这些领域率先 SaaS 化。HRM、BI 等领域由于业务流程相对复杂，专业化要求高，ERP、SCM 等领域同样因为非标准化程度高，SaaS 化的阶段滞后于 CRM 等定制化需求低的领域。

#### 4、美国 SaaS 行业一级市场投资形势长期火爆

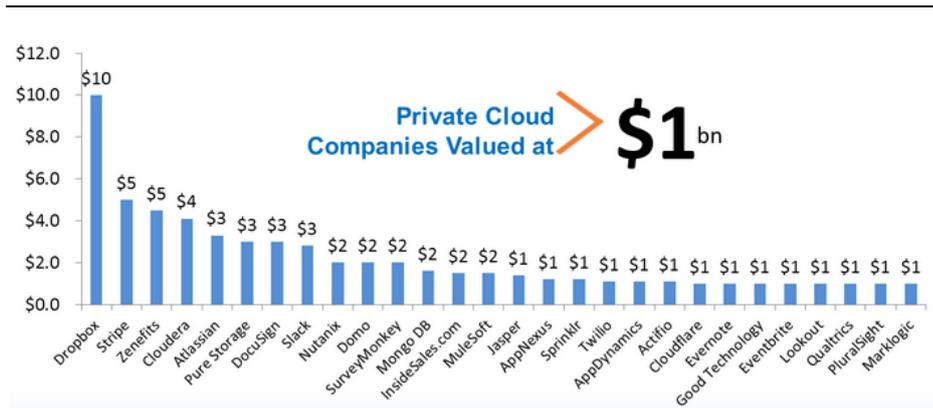
根据 Bessemer Venture Partners 2015 年数据显示，美国非上市 SaaS 公司数量超过 200 家，覆盖包括销售、财务、人力、BI 等众多领域。其中 28 个估值已经超过 10 亿美元。2014 年 SaaS 领域有 1127 个融资案出现，并获得共计 117 亿美元的风险投资，其中 Dropbox 在 C 轮融资 3.5 亿美元成为当年 SaaS 公司最大笔风险融资案。

图 16: 美国 SaaS 非上市公司数量行业分布



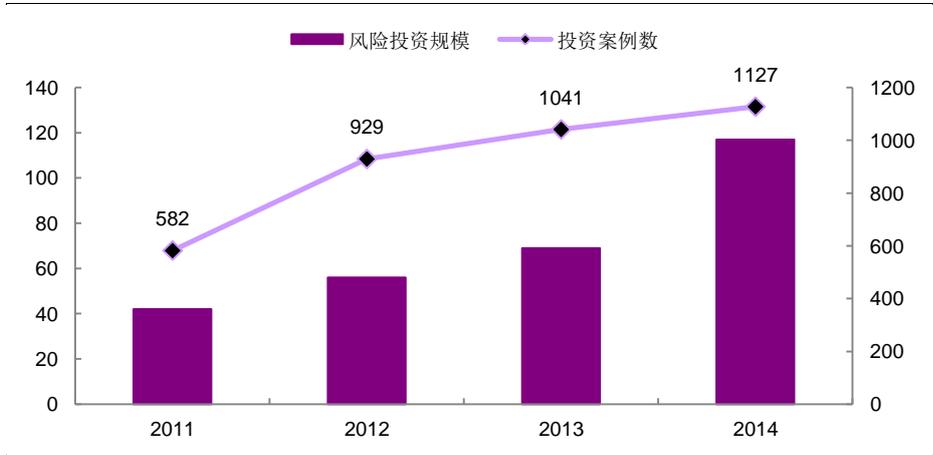
资料来源: Bessemer Venture Partners

图 17: 28 个 SaaS 非上市公司市值已经超过 10 亿美元 (单位: 10 亿美元)



资料来源: Bessemer Venture Partners

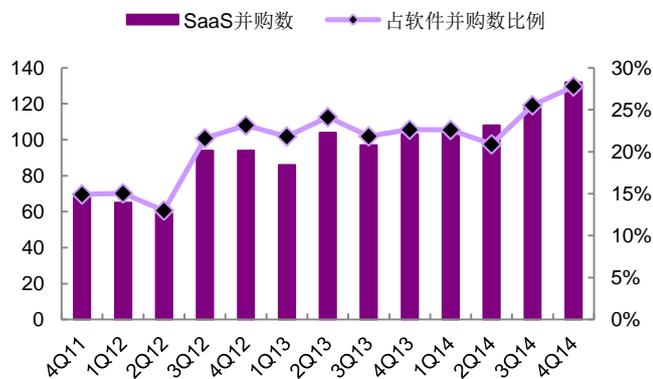
图 18: 美国 SaaS 公司风险融资越发火爆 (单位: 亿美元; 个)



资料来源: Tibco Analytics, <The SaaS Trends Report 2015>

基于 SEG 的数据，SaaS M&A 数量在 2010-2014 年的年复合增长率达到 56%，最近两年有所放缓，2014 年增速为 18%，占比软件行业 M&A 数量的将近 25%。

图 19: SaaS 并购数量季度数据及产业占比



资料来源: SEG

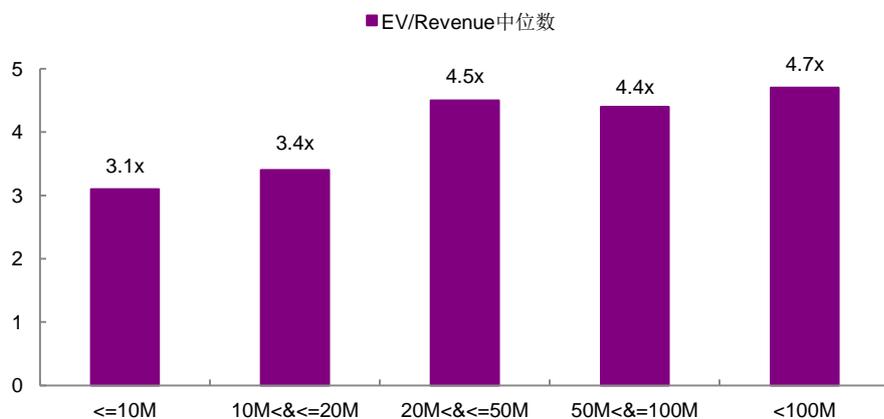
图 20: SaaS 并购数量年度数据



资料来源: SEG

美国 SaaS 一级市场一般用 EV/Revenue (TTM) 来估值，以从 2010 年至 2014 年间的这 1,469 SaaS M&A 交易为样本，EV/Revenue 估值中位数在 4.0x 周围波动。而进一步按收入规模划分我们发现，规模越大的 SaaS 标的因为更大的市场影响力和更高的业绩增速，一般获得更高的估值水平。

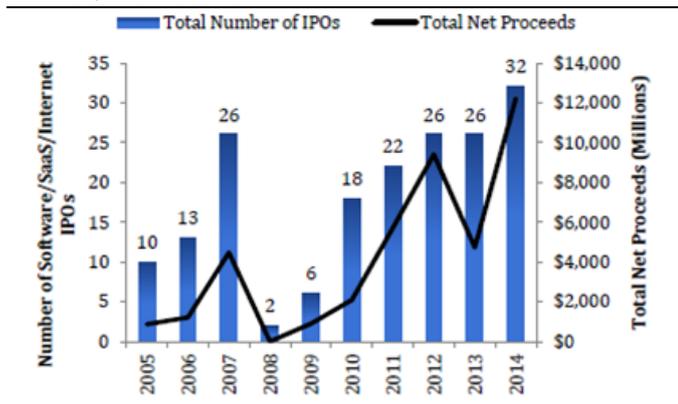
图 21: SaaS M&A 交易估值中位数分布



资料来源: SEG

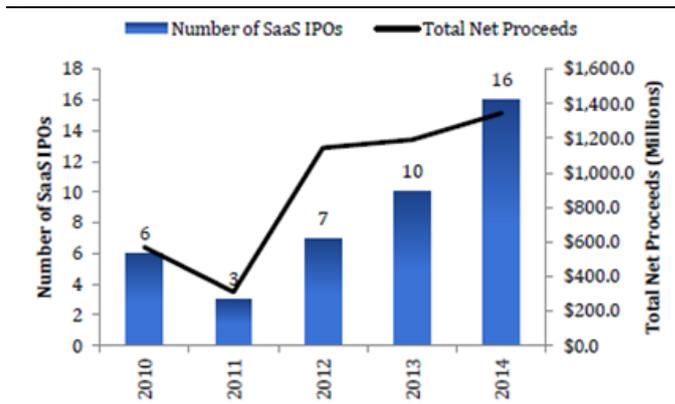
退出方面，美国 SaaS 公司上市融资数量 2011 至 2014 年不断攀升，2014 年达到 16 家，占到了同期软件和互联网公司 IPO 数量的一半，共融资约 14 亿美元，数量热度可见一斑。Workday 于 2012 年 IPO 时估值 44.9 亿美元，为目前最大的 SaaS 投资退出案例。

图 22: 美国软件和互联网产业 IPO 数量和净收益 (单位: 个; 百万美元)



资料来源: SEG

图 23: 美国 SaaS IPO 数量和净收益 (单位: 个; 百万美元)



资料来源: SEG

## 5、美国 SaaS 行业二级市场分析

### 5.1、市值集中，成熟软件企业市值占比最高

据我们的不完全统计，在美股上市的提供 SaaS 服务的公司有 63 家，我们按照市值区间对其进行划分。其中：

1) 500 亿美金市值公司有 2 家，占 SaaS 公司数量的 3.2%，但市值占比达到了 51.9%。值得注意的一点是，这两家分别是传统企业软件巨头 Oracle 及 SAP，均在 2013、2014 年前后开始进行 SaaS 布局，且目前 SaaS 服务收入占比低于 11%，为了全面比较，我们也将其归纳于此。

2) 100-500 亿美金市值公司 6 家，数量占比 9.5%，但市值占比达到了 32.4%。该区间包含了目前 SaaS 领域的明星公司 Salesforce 及 Workday 等。

3) 50-100 亿美金市值公司 4 家，数量占比 6.3%，市值占比为 5.1%。这 5 家公司分别为 ServiceNow、Athenahealth、NetSuite、Ultimate Software，除了 Tyler Technologies 均只提供 SaaS 服务。

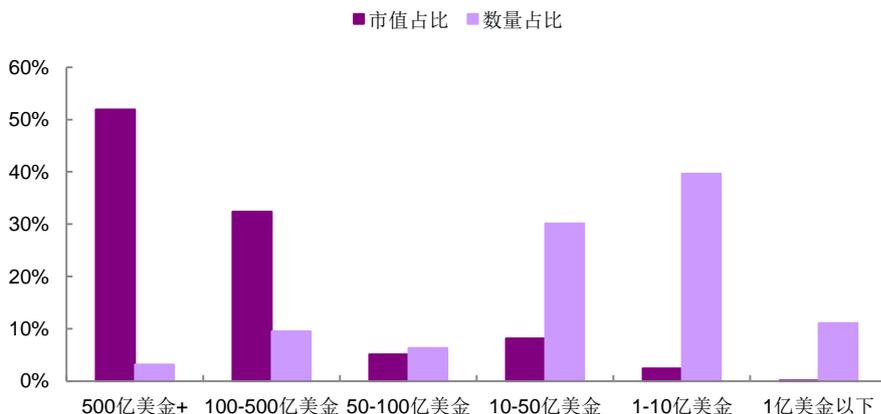
4) 10-50 亿美金市值公司有 19 家，数量占比 30.2%，市值占比为 8.1%。

5) 1-10 亿美金市值的公司为 25 家，数量占比 39.7%，是数量最多的一个区间，但市值占比仅为 2.4%。

6) 1 亿美金以下市值的公司有 7 家，数量占比 11.1%，市值占比仅为 0.1%。

除去市值超 500 亿美金的 Oracle 及 SAP 这两家转型 SaaS 传统软件巨头公司，剩余 61 家 SaaS 公司市值约为 2351 亿美金。

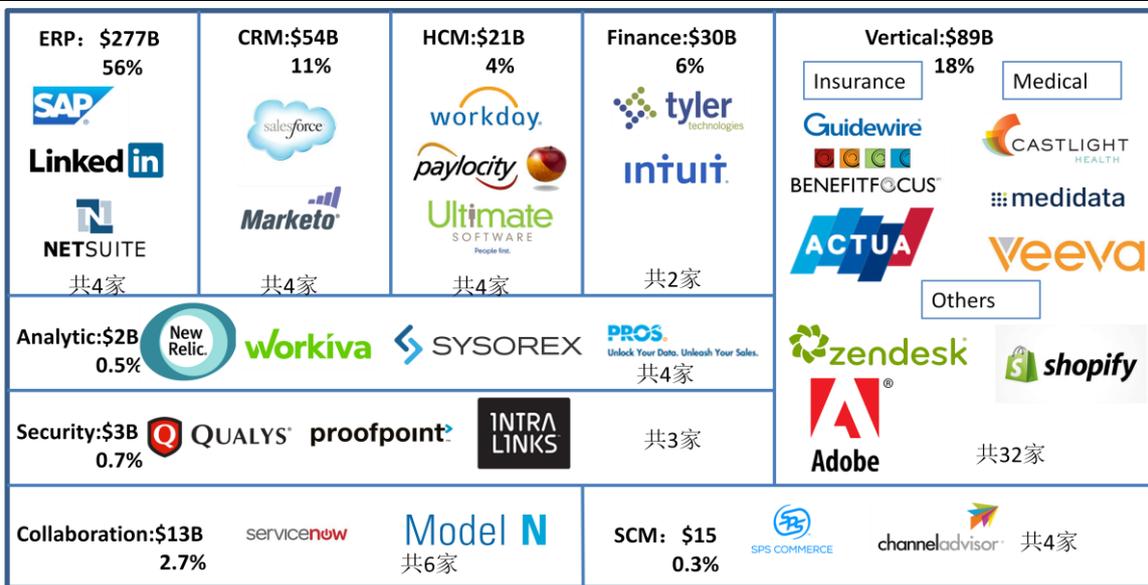
图 24：各市值区间公司市值占比及公司数量占比



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理  
注：数据截至 2016 年 3 月 5 日

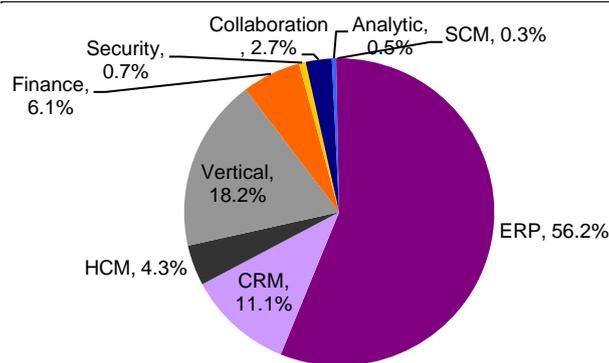
我们对这 63 家公司按照业务领域进行分类。从分类结果可以看出，美国 SaaS 上市公司在多领域都取得了很大的发展。尤其在成熟企业软件 ERP 和 CRM 领域，SaaS 公司市值占比领先且平均市值高，CRM 市场龙头更是被 SaaS 公司 Salesforce 把持。同时网络安全，数据分析和协同办公等领域也涌现出如 Servicenow 等的众多优秀公司。而在细分领域，SaaS 公司数量占比最大，涉及保险、医疗、电商等垂直行业的 SaaS 模式也更是遍地开花。

图 25：美股 SaaS 公司按业务领域划分



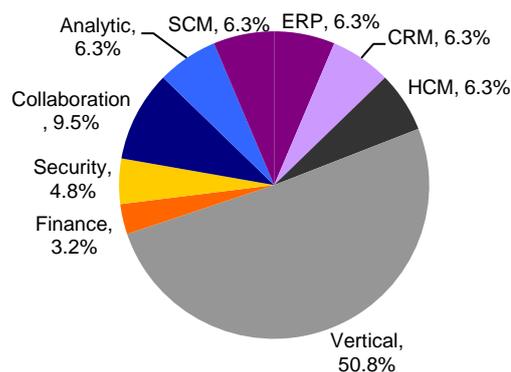
资料来源：光大证券研究所整理

图 26: 美股 SaaS 公司业务领域市值占比



资料来源: 光大证券研究所整理

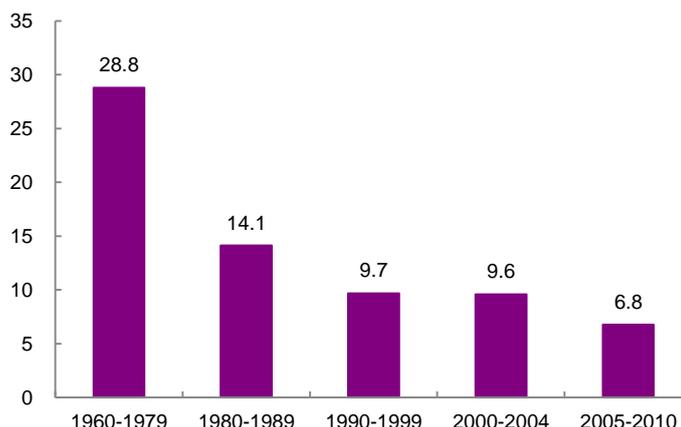
图 27: 美股 SaaS 公司业务领域数量占比



资料来源: 光大证券研究所整理

按照 SaaS 公司成立的时间划分, 新成立的 SaaS 公司从成立到 IPO 所花的时间更少, 侧面印证了 SaaS 业务的发展逐渐加快, 并且在美国二级市场越受关注。

图 28: SaaS 公司从成立到 IPO 时间花费 (单位: 年)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

## 5.2、运营情况分析

### 5.2.1、营收高速增长是主要特点

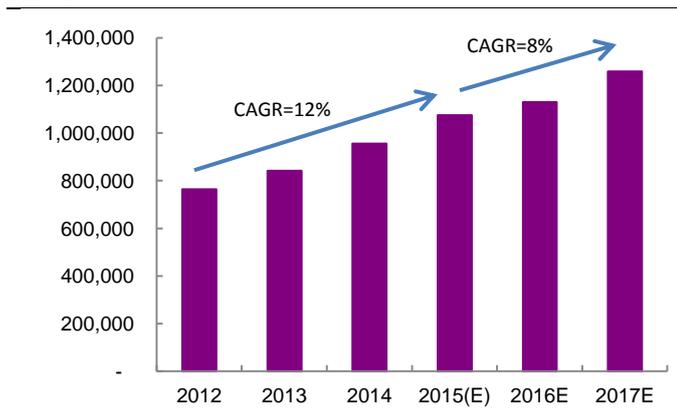
这 63 家 SaaS 公司中, Bloomberg 对其 2016 和 2017 年有营收预期的共有 60 家公司, 且这些公司从 2012 年开始都有营收数据。为综合考虑行业情况, 我们选取了软件信息公司占比很大的纳斯达克计算机指数的成分股, 并删除 2012 年没有营收数据或没有 2016/2017 年 Bloomberg 营收预测的公司, 还剩 266 家公司, 与 60 家 SaaS 公司各期进行横向对比。

经过对比我们发现:

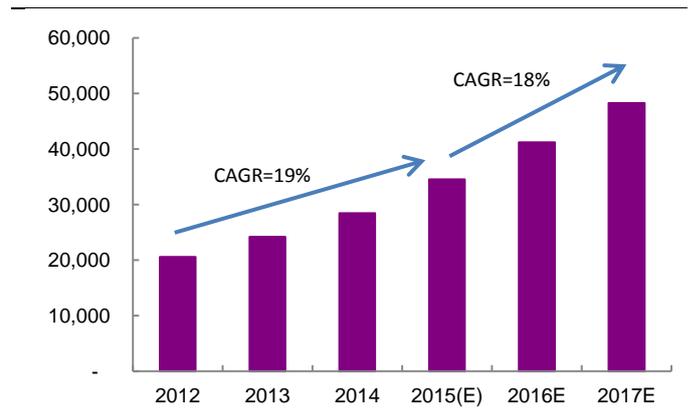
1. 目前有 58 个 SaaS 公司已经公布 2015 年业绩, 收入规模超过 930 亿美元, 有 23 个业绩年增速超过 30%, 13 个业绩增速超过 40%, 其中业绩增速最快的为电商平台服务公司 Shopify, 增速达到 95%;

- 据 Bloomberg 预测，这 60 家美股 SaaS 公司营收将于 2016 年突破 1000 亿美金，但是其中 Oracle 及 SAP 的营收占据了半壁江山；
- 对于 2015(E)-2017E 年 CAGR 和 2016 年收入同比增速，市场明显给予 SaaS 公司营收更高的成长预期；
- 如果除去云收入占比小的 2 个传统软件巨头 Oracle 和 SAP，SaaS 公司的历史营收增速和未来营收增速预期普遍高出纳斯达克计算机指数同期增速的 7% 和 10%（对比图 30/31）；

图 29: 纳斯达克计算机指数公司营收增速 (单位: 百万美元)      图 30: SaaS 公司营收增速 (单位: 百万美元)



资料来源: Bloomberg



资料来源: Bloomberg

注: 58 家 SaaS 公司(不包括 Oracle 和 SAP)

- 具体划分市值区间来看，历史营收增速和预期营收增速最快的是市值位于 50-100 亿美金区间及 10-50 亿美金区间的公司，增速超过 SaaS 公司平均水平约 5-10 个百分点。这两个市值区间的 SaaS 公司涉及垂直领域的公司数量占比较大，可见垂直领域的 SaaS 公司因更专注更少领域发展，规模扩张速度也更快。市场对 SaaS 细分领域的未来发展非常看好，未来跨行业细分领域的解决方案会是 SaaS 发展的一个重要趋势。

图 31: SaaS 公司营收增速按区间划分 (单位: 百万美元)

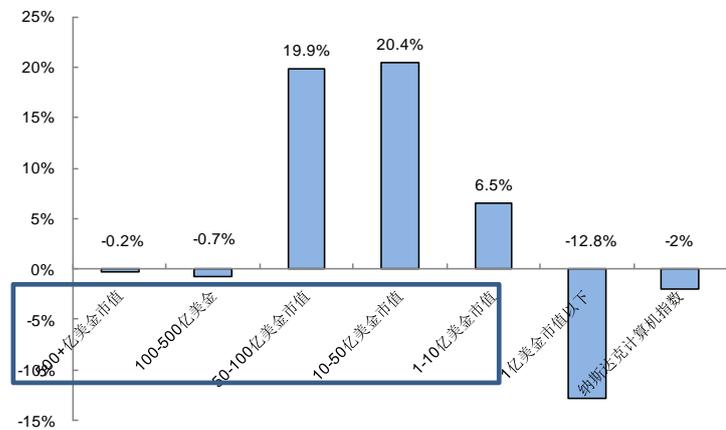
市值区间 (亿美金)	营收 (单位: 百万美元)						CAGR		年增长率 2016E-2015(E)
	2012	2013	2014	2015(E)	2016E	2017E	2012-2015(E)	2017E-2015(E)	
500+	53,344	53,995	55,835	59,024	59,452	61,926	3%	2%	1%
100-500	13,801	15,391	17,423	20,652	24,312	28,102	14%	17%	18%
50-100	1,307	1,845	2,497	3,289	4,202	5,263	36%	26%	28%
10-50	3,292	4,144	5,202	6,683	8,212	9,760	27%	21%	23%
1-10	2,062	2,606	3,161	3,706	4,228	4,867	22%	15%	14%
1以下	113	183	190	216	248	280	24%	14%	15%
总合	73,918	78,163	84,308	93,570	100,654	110,197	8%	9%	8%
总合(除去 纳斯达克计算	20,574	24,168	28,473	34,546	41,202	48,272	19%	18%	19%
纳斯达克计算	764,662	841,905	956,338	1,075,445	1,130,528	1,258,203	12%	8%	5%

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

从历史来看，美国金融危机的爆发使得众多软件客户激发了对成本和管理效率的重视，撬动了他们对以租代买 SaaS 需求，为之迎来了重要发展机遇。因此我们特地对比了 2008-2009 年的各市值区间的营收增速，并与纳斯达克计算机指数的营收增速对比发现：对于有 2008/2009 年营收记录的公司，

多数 SaaS 公司的营收在金融危机期间要普遍好于整个计算机板块。在整个计算机板块在金融危机期间遭遇营收下降约 2% 的同时，其中 SaaS 市值 50-100 亿美金区间和 10-50 亿美金区间的 SaaS 公司仍能够保持 20% 左右的营收增速，远好于整体大环境。

图 32：不同市值区间 SaaS 公司营收增速 2008-2009 年



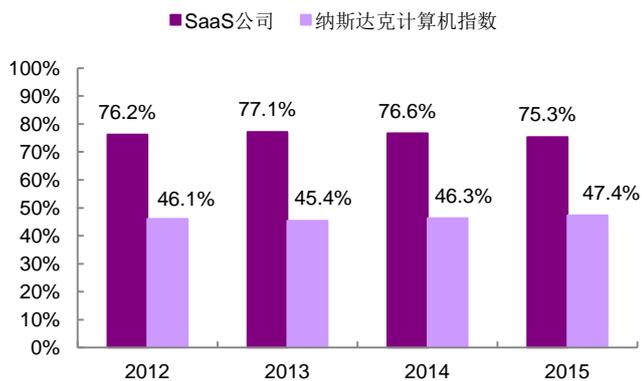
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理

### 5.2.2、毛利润率普遍高于行业水平

基于 2012-2015 年的已公布的财务数据对比：

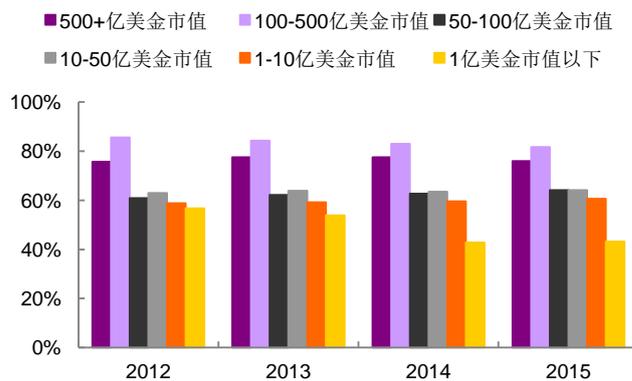
1. SaaS 公司毛利润率普遍高于纳斯达克计算机板块的 46% 左右的整体毛利润率水平。原因是 SaaS 把服务统一架构在服务器上，相比传统软件和其他计算机公司产品成本，SaaS 的服务成本（包括客户支持和托管费）较小。按区间来看，除了 1 亿美元以下市值公司的毛利润率不太稳定，其他市值区间公司的毛利润率都较为稳定；
2. 如果只看云收入占比较高的公司区间（除去 Oracle 和 SAP），市值越高的 SaaS 公司毛利润率水平也越高。其中 100-500 亿美金区间公司更是维持 80%+ 的毛利润率。说明了规模效应对 SaaS 公司毛利润率水平的提升作用；
3. 对于 SaaS 公司 ServiceNow 和 Workday，2012-2015 年毛利润率逐渐小幅上升。我们认为随着 SaaS 公司自身业务的不断成熟，该趋势将适用于更多的 SaaS 公司。因为随着客户的增加，托管费等摊销与更大的客户基数，并且随着业务的发展，SaaS 公司吸引到更大型客户，这些客户的边际维护成本较小，进而有助于提高毛利润率水平。

图 33: SaaS 公司和纳斯达克计算机指数成分股毛利率水平



资料来源: Bloomberg

图 34: 不同市值区间 SaaS 公司毛利率水平



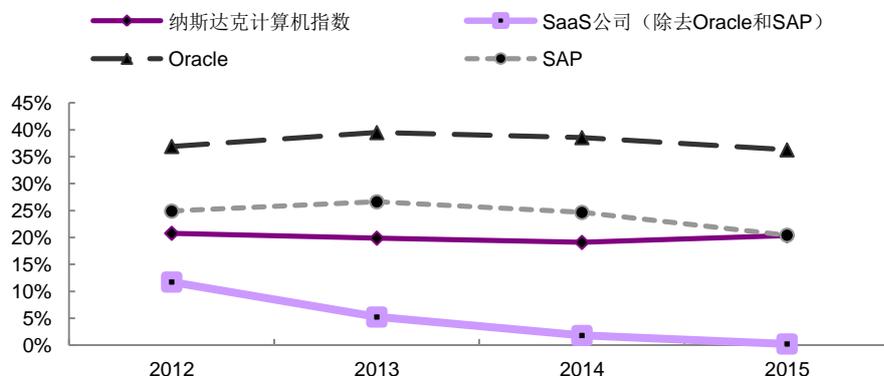
资料来源: Bloomberg

### 5.2.3、盈利水平大多不尽如人意

除了 500 亿美元以上市值区间的两家公司 (SAP 和 Oracle)，SaaS 公司的整体运营利润率水平长期处于低位，且与计算机板块的行业水平相差超过 10 个百分点。

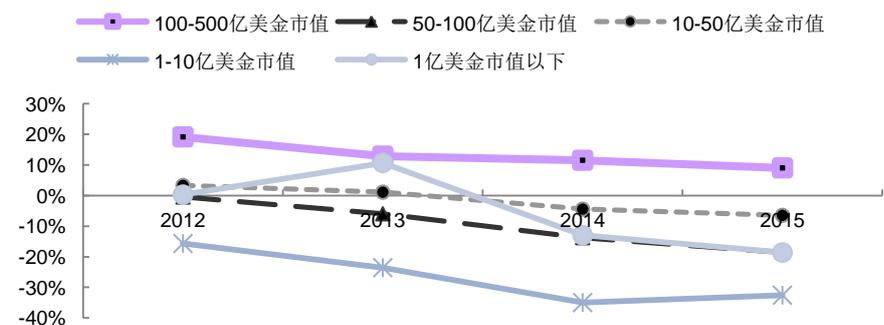
追踪从 2012 年数据完整且已公布 2015 年业绩的 58 家 SaaS 公司 (不包含 SAP 和 Oracle) 的历年营业情况，我们发现运营利润率逐年下降。

图 35: 营业利润率水平比较



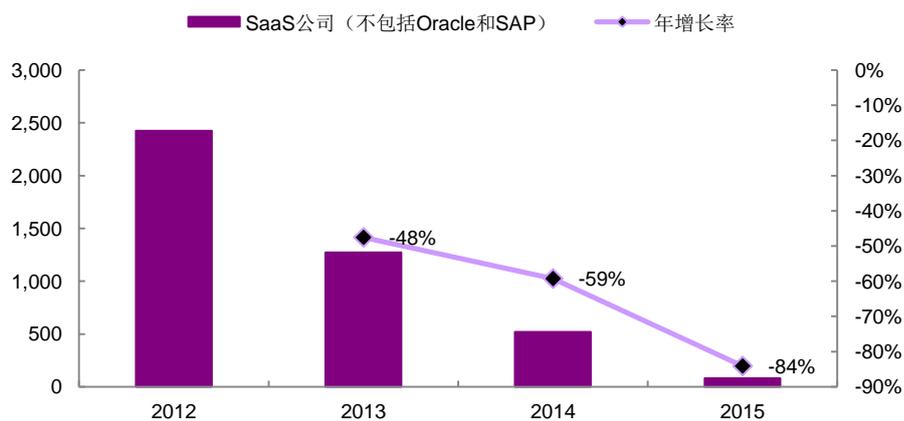
资料来源: Bloomberg

图 36: 各市值区间 SaaS 公司营业利润率水平比较



资料来源: Bloomberg

图 37: SaaS 公司运营利润水平变化 (单位: 百万美元)

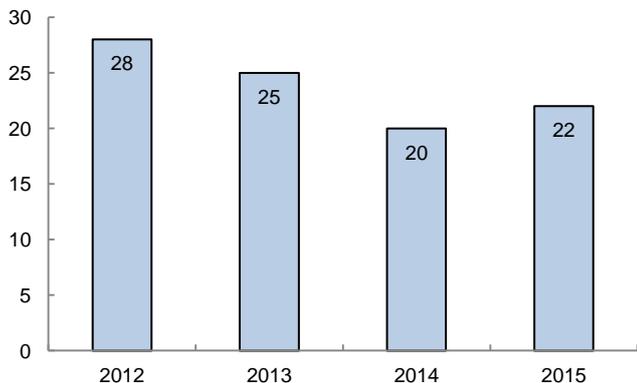


资料来源: Bloomberg

注: 已除去 2012-2015 年数据不完整的 SaaS 公司, 且不包括 Oracle 和 SAP

运营利润的下降也进而拖累了 SaaS 公司的净利润, 2012-2015 年 58 家财务数据完整的 SaaS 公司中, 盈利公司的数量在 2012-2014 年期间逐渐下降, 虽然 2015 年盈利数量略有增加, 但调整后净利润逐年下滑, 且速度加快, 同时说明更多的公司出现亏损, 这也与运营利润逐年下降的趋势吻合。

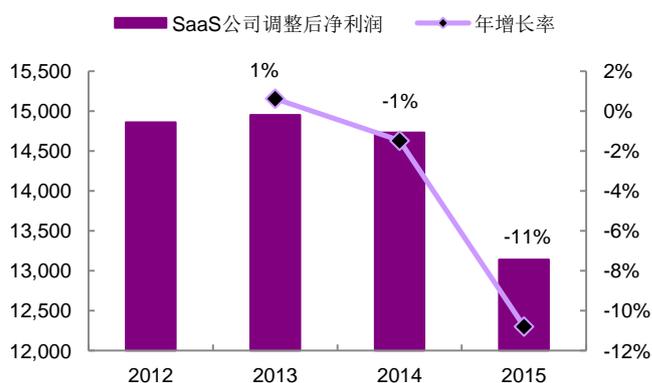
图 38: 盈利公司数量



资料来源: Bloomberg

注: 已经除去 2012-2015 年盈利数据不完整的三家公司

图 39: SaaS 公司调整后净利润水平下滑



资料来源: Bloomberg

注: 已经除去 2012-2015 年盈利数据不完整的三家公司

### 5.2.4、高运营费率是拉低盈利水平的主要原因

由以上分析可以看出, SaaS 公司盈利能力并不尽如人意, 因为 SaaS 服务的收入是在一段时间内获取的 (即客户生命周期内), SaaS 企业未来要想获得快速的增长, 目前必须尽快地获取客户。因此企业高速发展, 规模扩张, 竞争加剧进而使得销售及管理费用等大量投入, 下面我们着重讨论 SaaS 公司各项费用水平。

我们从以上 63 家公司中选取 2012-2015 年各项费用划分方法一致的 52 家公司, 经对比发现:

1. SaaS 公司的研发费用, 销售费用及行政费用在过去 4 年分别增长 12.9%, 12.8% 和 13.6%;

2. 分区间来看，50-100 亿美金市值区间的公司研发、销售和行政费用增幅最高，分别增长 30%~40%的水平。同时这也是营收增速最高的两个区间，营收增速在 30%左右的水平；
3. 主要 SaaS 公司（市值区间在 1-500 亿美金）的研发费率，销售费率及行政费率约在 18%、37%和 15%左右的水平，费用率水平变化不大；
4. 研发费用率略高于传统软件业 3~5 个百分点，但销售费率高于微软等传统软件超过 10 个百分点。高销售费率与云业务的发展及推广密切相关，SaaS 模式的推广必然带来较大的销售开支，业务增长作为 SaaS 公司的第一要务往往带来销售团队的迅速扩张，同时大量的广告投入以迅速占领市场也是销售费用高的原因之一。

图 40: SaaS 公司费率分析 (单位: 百万美元)

市值区间 (亿美金)	研发费用 (百万美元)					研发费率				
	2012	2013	2014	2015	CAGR	2012	2013	2014	2015	平均
500+	6,784	7,132	7,482	8,379	7.3%	12.7%	13.2%	13.4%	14.2%	13.4%
100-500	2,542	3,039	3,512	4,271	18.9%	18.4%	19.7%	20.2%	20.7%	19.8%
50-100	187	282	408	541	42.6%	14.3%	15.3%	16.3%	16.4%	15.6%
10-50	358	471	663	853	33.6%	16.9%	16.6%	17.9%	17.9%	17.3%
1-10	338	449	569	655	24.7%	18.5%	19.3%	20.2%	19.4%	19.3%
1以下	7	6	5	7	0.9%	9.4%	6.5%	6.1%	9.0%	7.8%
总合	10,215	11,379	12,639	14,707	12.9%	14.1%	14.9%	15.3%	16.1%	15.1%

市值区间 (亿美金)	销售费用 (百万美元)					销售费率				
	2012	2013	2014	2015	CAGR	2012	2013	2014	2015	平均
500+	11,039	11,459	11,871	13,058	5.8%	20.7%	21.2%	21.3%	22.1%	21.3%
100-500	4,957	5,975	6,792	8,090	17.7%	35.9%	38.8%	39.0%	39.2%	38.2%
50-100	435	649	939	1,287	43.5%	33.3%	35.2%	37.6%	39.1%	36.3%
10-50	680	1,019	1,472	1,895	40.7%	32.0%	35.9%	39.8%	39.8%	36.9%
1-10	710	947	1,202	1,291	22.0%	38.9%	40.7%	42.6%	38.2%	40.1%
1以下	18	15	7	9	-22.4%	25.4%	16.6%	8.7%	11.0%	15.4%
总合	17,839	20,063	22,283	25,629	12.8%	24.6%	26.2%	27.1%	28.1%	26.5%

市值区间 (亿美金)	行政费用 (百万美元)					行政费率				
	2012	2013	2014	2015	CAGR	2012	2013	2014	2015	平均
500+	2,075	1,938	1,930	2,129	0.9%	3.9%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%
100-500	1,530	1,899	2,240	2,563	18.8%	11.1%	12.3%	12.9%	12.4%	12.2%
50-100	155	250	334	431	40.6%	11.9%	13.6%	13.4%	13.1%	13.0%
10-50	351	470	605	765	29.6%	16.6%	16.6%	16.4%	16.1%	16.4%
1-10	360	467	578	686	24.0%	19.7%	20.1%	20.5%	20.3%	20.1%
1以下	12	11	-	-	-100.0%	17.0%	12.9%	0.0%	0.0%	7.5%
总合	4,484	5,036	5,687	6,574	13.6%	6.2%	6.6%	6.9%	7.2%	6.7%

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理

注: 数据采集于 2012-2015 年各项费用划分方法一致的 52 家 SaaS 公司

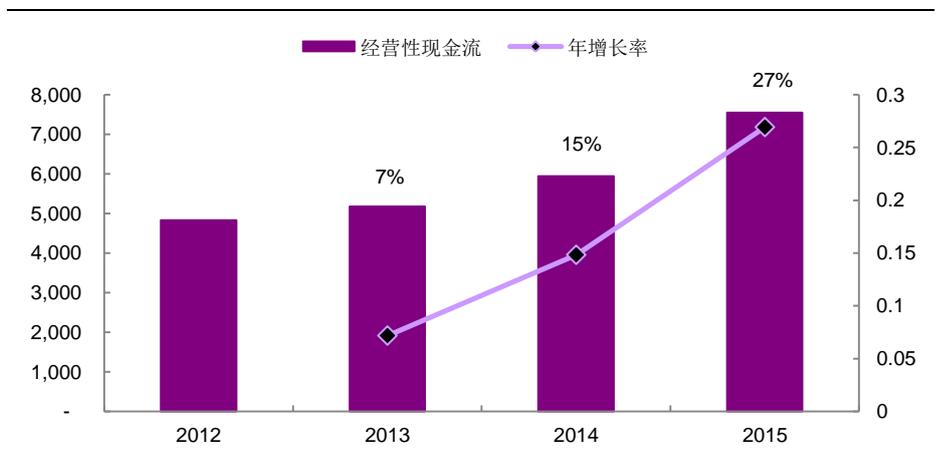
### 5.2.5、经营性现金流是更应关注的指标

SaaS 区别于传统软件模式交付模式的不同导致了经营初期的亏损，但是云端软件前期部署时间短，而投资回报率也要高出许多。因此客户更早的支付订阅费用，优化了软件厂商运营现金流状况，体现了公司的生存能力和保证了未来的利润质量。

我们取有完整历史现金流数据的 57 家 SaaS 公司分析发现，SaaS 公司的经营性现金流情况非常乐观，不少公司的经营净现金流也是由负转正。如

果除去传统业务占比较重的软件公司 SAP 和 Oracle, SaaS 公司整体经营性现金流水平过去四年复合增长率达 16%，年增长率也不断升高。

图 41: SaaS 公司经营性现金流不断上涨 (单位: 百万美元)



资料来源: Bloomberg

注: 数据采集于 2012-2015 年有完整经营性现金流数据的 55 家 SaaS 公司 (不包括 Oracle 和 SAP)

其中 10-100 亿美金市值的公司的经营性现金流, 在过去 4 年更是有着高达 40% 左右的复合增长率, 远高于传统软件企业个位数增速的水平。

图 42: SaaS 公司各市值区间经营性现金流水平 (单位: 百万美元)

市值区间 (亿美金)	经营性现金流 (百万美元)				
	2012	2013	2014	2015	CGAR
500+	17,565	18,056	18,420	17,976	0.8%
100-500	4,164	4,261	4,788	5,764	11.5%
50-100	215	312	444	690	47.5%
10-50	372	571	821	1,016	39.8%
1-10	64	14	(132)	61	-1.7%
1以下	16	20	25	14	-4.1%
总和 (不包含Oracle和SAP)	4,831	5,178	5,945	7,546	16.0%
总和	22,396	23,234	24,365	25,522	4.5%

资料来源: Bloomberg

注: 数据采集于 2012-2015 年有完整经营性现金流数据的 57 家 SaaS 公司

但是值得注意的一点是, 随着 SaaS 模式的不断推广, SaaS 公司的员工数量主要是销售人员快速增长。我们在各区间选取了有代表性的几家公司, 其员工数的增长也是远超传统软件行业。但是我们发现部分公司其人均经营净现金流并未同幅度增长反而有所下降, 这也从侧面反映了 SaaS 公司在过去几年扩张凶猛以及市场竞争的激烈。

图 43: SaaS 公司人均经营现金流水平

市值区间 (亿美元)	经营性现金流 (百万美元)					员工数(人)					人均经营性现金流 (万美元)				
	2012	2013	2014	2015	CGAR	2012	2013	2014	2015	CGAR	2012	2013	2014	2015	CGAR
500+	17,565	18,056	18,420	17,976	0.8%										
Oracle	13,743	14,224	14,921	14,336	1.4%	115,000	120,000	122,000	132,000	4.7%	12.0	11.9	12.2	10.9	-3.1%
100-500	4,164	4,261	4,788	5,764	11.5%										
Salesforce	592	737	875	1,174	25.7%	7,785	9,800	13,300	16,000	27.1%	7.6	7.5	6.6	7.3	-1.2%
Workday	(14)	11	46	102	-	1,096	1,750	2,600	3,750	50.7%	(1.3)	0.6	1.8	2.7	-
50-100	215	312	444	690	47.5%										
Blackbaud	69	107	102	114	18.5%	2,705	2,666	3,033	3,095	4.6%	2.5	4.0	3.4	3.7	13.3%
Verint System	106	123	178	194	22.1%	3,200	3,200	3,400	4,800	14.5%	3.3	3.9	5.2	4.0	6.6%
10-50	372	571	821	1,016	39.8%										
ParkCity	1	(0)	(0)	2	25.4%	48	48	57	68	12.3%	1.8	(0.3)	(0.2)	2.5	11.6%
1-10	64	14	(132)	61	-1.7%										
1以下	16	20	25	14	-4.1%										

资料来源: Bloomberg

### 5.3、估值情况分析

#### 5.3.1、P/S 水平与收入增长正相关, 2014 年后回落至较理性水平

大部分 SaaS 公司都还未能实现盈利, 美股二级市场一般按照市售率 P/S 指标来估值。同样, 我们剔除没有彭博 2016、2017 年营收预测的公司, 共统计有 60 家公司, 结果如下:

图 44: SaaS 公司估值情况

市值区间 (亿美元)	市值 (亿美元)	PS			营收CAGR 2017-2015	PSG
		2015	2016E	2017E		
500+	2,537.1	4.3	4.3	4.1	2%	1.77
100-500	1,583.2	7.7	6.5	5.6	17%	0.46
50-100	250.1	7.6	6.0	4.8	26%	0.29
10-50	397.7	6.0	4.8	4.1	21%	0.29
1-10	116.8	3.2	2.8	2.4	15%	0.22
1以下	2.7	1.2	1.1	1.0	14%	0.09
总合	4,887.5	5.2	4.9	4.4	9%	0.61
总合 (除去Oracle和SAP)	2,350.5	6.8	5.7	4.9	18%	0.37

资料来源: Bloomberg

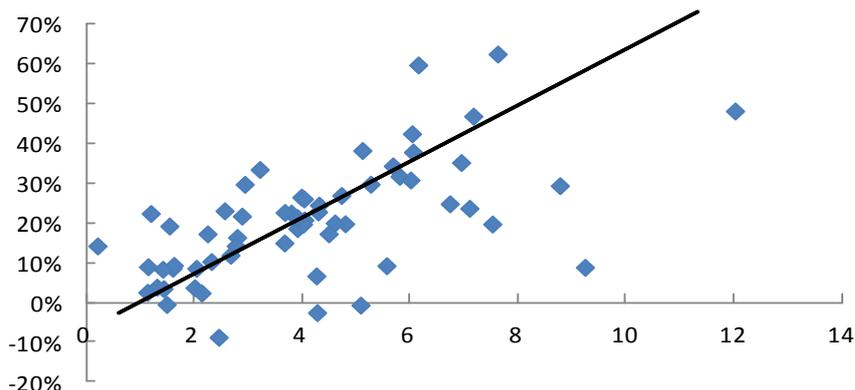
注: 数据截至 2016 年 3 月 5 日

整体来看, 除去 Oracle 和 SAP 的 SaaS 公司基于 2015 年及 2016、2017 年预测营收对应的 P/S 分别为 6.8X、5.7X 和 1.9X。

我们进一步结合 2015-2017 年的收入复合增速, 计算了 PSG。这些 SaaS 公司营收的复合增长率 (CAGR) 为 18%, 由此得到的整体 PSG=0.37X。

从市值区间来看, 业绩年复合增速与 P/S 水平正相关。体现出美股市场对业绩快速扩张的 SaaS 公司的估值肯定。我们画出了所有公司 2016 年预测收入增速与其自身 P/S 的散点图, 同样也能说明这样一个趋势。

图 45: SaaS 公司 P/S 水平和未来 3 年收入复合增速散点图



资料来源: Bloomberg

纵观 SaaS 公司近 5 年的市售率历史 P/S, 除去由传统软件转型的两大巨头 Oracle 和 SAP, 其余大部分公司的估值均于 2013-2014 年期间达到顶峰随后回落到 4.0x-10.0x 的水平。而同时期的纳斯达克计算机指数的 P/S 维持在 3.0X 附近, 并未表现出这样一种趋势。究其原因, 在过去几年, 随着 Amazon 等巨头对整个云计算市场的推动以及各大软件厂商纷纷转型涉足 SaaS 服务, 市场对云计算包括 SaaS 的认识更加全面和客观。这也说明如果我们借鉴此时回落后的 SaaS 的 P/S 水平, 有较高的安全边际。

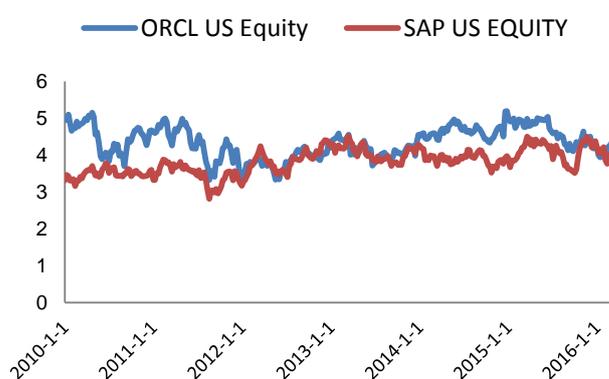
图 46: 纳斯达克计算机指数历史 P/S



资料来源: Bloomberg

注: 数据截至 2016 年 3 月 5 日

图 47: 500 亿美金市值以上 SaaS 公司历史 P/S



资料来源: Bloomberg

注: 数据截至 2016 年 3 月 5 日

图 48: 100-500 亿美金市值 SaaS 公司历史 P/S

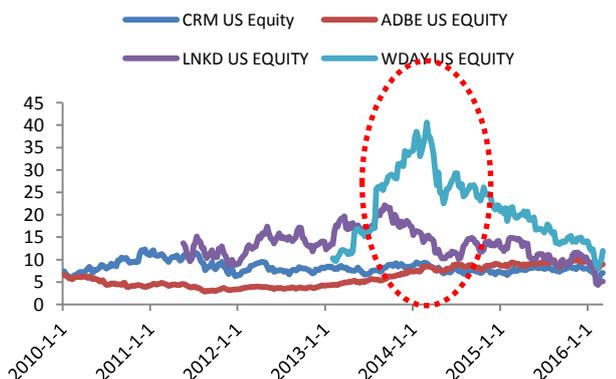
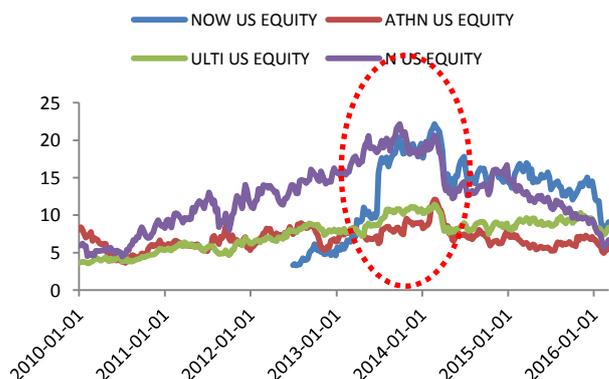
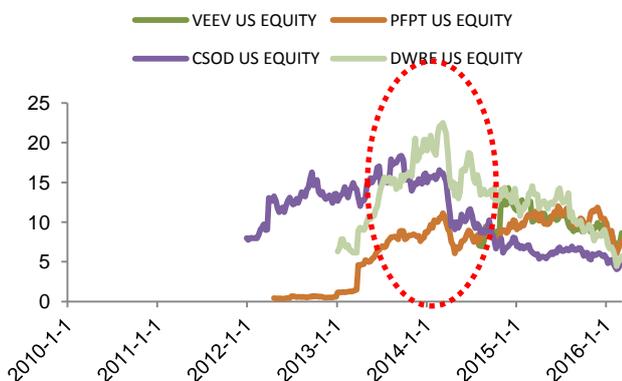


图 49: 50-100 亿美金市值 SaaS 公司历史 P/S



资料来源：Bloomberg  
注：数据截至 2016 年 3 月 5 日

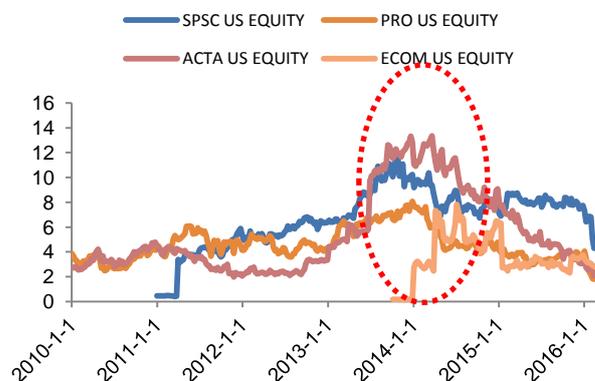
图 50：10-50 亿美金市值 SaaS 公司历史 P/S



资料来源：Bloomberg  
注：数据截至 2016 年 3 月 5 日

资料来源：Bloomberg  
注：数据截至 2016 年 3 月 5 日

图 51：1-10 亿美金市值 SaaS 公司历史 P/S

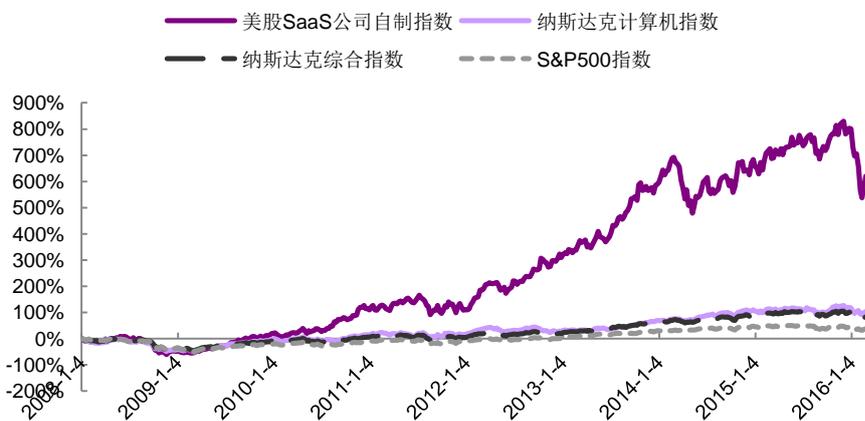


资料来源：Bloomberg  
注：数据截至 2016 年 3 月 5 日

### 5.3.2、SaaS 公司股价表现整体跑赢大盘

纵观美国 SaaS 相关公司股价表现，随美国 2009 年之后开始正式步入“云时代”，云计算基础平台的逐步完善，以及资本市场对于云计算理解程度的不断加深，众多 SaaS 公司估值不断攀升。根据市值权重，我们用所选取的 SaaS 样本公司和纳斯达克计算机指数作对比，发现 SaaS 公司的股价表现要远远好于整个行业板块。

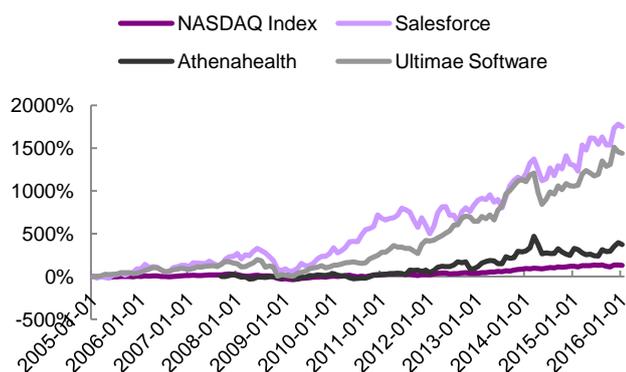
图 52：SaaS 公司和行业股价表现对比



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理  
注：数据截至 2016 年 3 月 5 日

我们还对比典型的 SaaS 软件公司（SaaS 服务业务占比高）和传统软件转型 SaaS 的公司（目前 SaaS 收入占比相对低）股价表现，发现 SaaS 龙头公司 Salesforce 和 Ultimate Software，过去 10 年股价翻了近 20 倍和 15 倍之多。而传统转型软件公司如 Oracle 和微软，虽然股价表现增速较平缓，但还是跑赢纳斯达克整体指数大盘。

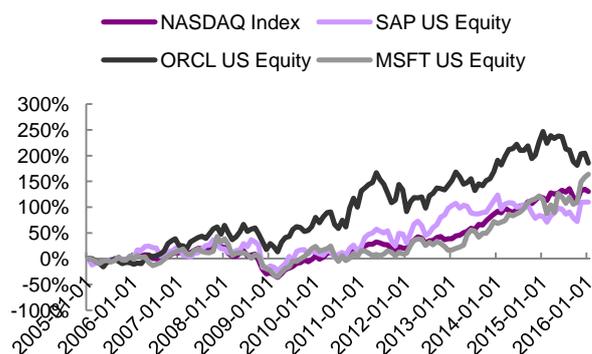
图 53：纯 SaaS 公司股价表现



资料来源：Bloomberg

注：数据截至 2016 年 3 月 5 日

图 54：传统转型 SaaS 软件公司股价表现



资料来源：Bloomberg

注：数据截至 2016 年 3 月 5 日

## 6、浪沙淘金，挖掘中国 SaaS 发展模式

### 6.1、中国 SaaS 发展较为初级，起步阶段道路曲折

中国云计算发展较美国起步晚，企业数量是美国企业数量的大约 2—3 倍，但在 SaaS 企业服务市场相比国际 17% 的渗透率，中国 5% 的水平处于低位，SAAS 市场总体规模较小。究其原因主要有以下几点：

**技术认可度一般：**历史来看，国内企业用户传统上重硬件轻软件，对无形 web 产品/服务的认可度一般。

**付费意愿不强：**而欧美国家的企业用户已经建立了使用信息产品和付费使用的习惯。传统软件产品在 SaaS 之前已培育了大量用户，SaaS 的出现以高性价比促进了用户迁移，致使订阅的模式已经在实践中运行多年趋于成熟。

**中小型客户数量占比高：**美国目前 SAAS 市场的中大型客户数目和占比远远超越中国，因为市场中面临用户针对数据安全的疑虑，国内目前主流 SaaS 客户多为中小企业。

**其他制约问题：**法律规范层面未落地，如知识产权保护问题和数据安全问题相比美国考虑不够成熟和全面。

### 6.2、SaaS 在中国的发展特点独特，前途光明

**市场阶段很像，成本效率是促发因素：**美国软件行业的兴盛包括后期 SaaS 的爆发，都离不开美国人力成本增高的诱因。而如今中国正面临着人口红利逐渐消失，人力成本大幅度上涨的压力，同时信息化基础差，反而是发展 SaaS 的好土壤。

**国内中小企业众多：**数量占比超过 90%，而中小企业成本敏感性更高，因此 SaaS 对中小企业的需求撬动效应显现，SaaS 通过互联网提供了低成本的服务交付和服务应用方式，使得抓住市场潜力巨大的“长尾”成为了可能。

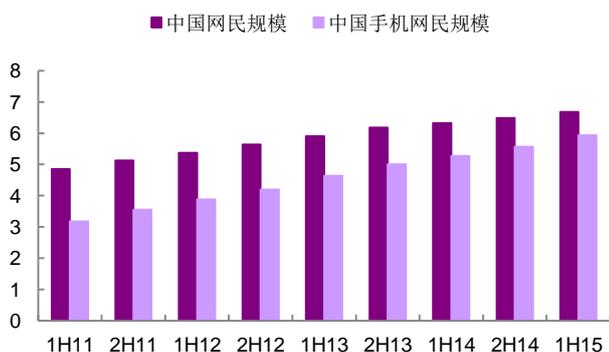
**接受度变迁：**虽然历史来看国内对 web 产品/服务的认知度低，但目前在中国，主流管理者群体在逐渐被 85 后替代，而他们受西方商业与管理思

想的影响也更大。这代表着 SaaS 的适应用户群体正在快速壮大，他们具备足够的现代化信息工具使用技能，未来更是主导自己企业的信息化。

**互联网是促因，云服务生态系统逐渐成熟：**在美国互联网的普及加深了人们对于云服务价值的认识，催化了人们对于随时随地办公刚性需求的认知。而中国底层 IaaS 和中间层 PaaS 已经兴起，最上层 SaaS 的爆发将一触而就。SaaS 企业服务平台作为企业互联网化的起点，对于促进企业互联网化，帮助传统企业转型将会起到重要的作用。随着网络环境不断改善，中国大量的中小企业对于互联网产品的接受度越来越高，并逐渐认可移动办公所带来的高效管理、精细化运营和成本控制的价值。

**消费者行为变化是根本驱动力，移动为先特点更加明显：**2015 年 6 月，我国网民规模达 6.68 亿，互联网普及率为 48.8%，其中移动网民为主力军，社会对信息技术的理解接受程度有着空前的上升。而伴随着移动办公需求扩张以及个人和企业的互联网使用习惯的养成，SaaS 服务无疑会更加符合未来的企业办公发展趋势。

图 55：中国网民规模及手机网民规模（单位：亿人）



资料来源：中国互联网络信息中心

图 56：国内移动互联网发生大幅度增长（单位：亿小时/月）



资料来源：Surgo Group

**以 SaaS 为代表的企业级服务的资本推动力量更猛：**相比云计算的其他层 IaaS 和 PaaS，SaaS 更有助于互联网对传统行业的渗透，降低了企业服务的创业门槛。据 IT 桔子数据统计，截至 2015 年底，国内企业级应用领域发生的投资案例达到将近 400 起，占目前所有投资案例比例为 10%，其中大部分为基于 SaaS 交付模式的创业公司。一级市场对 SaaS 交付模式企业级应用的持续青睐，足以说明其前景将被长期看好。

表 1: 2015 年 SaaS 企业级服务一级市场融资情况 (不完全统计)

融资时间	公司	轮次	融资金额	投资者	业务范围
2015.10	DayHR 理财网	A 轮	2 亿人民币	软银中国	人力资源管理云平台
2015.10	监控易	天使	1300 万人民币	真格基金	IT 监控 SaaS 平台
2015.10	易会	天使	1000 万人民币	真格基金	数字化会议云服务平台
2015.9	18 小时	A 轮	2 亿人民币	未披露	企业协同办公软件
2015.9	Teambition	B 轮	5490 万美金	IDG 资本	协作化项目管理工具
2015.8	IMO 班聊	D 轮	1.4 亿人民币	金沙江创投	企业沟通协同工作平台
2015.8	机智云	B 轮	2 亿人民币	经纬中国	智能硬件自主开发及云服务平台
2015.7	分享道客	D 轮	1 亿美元	IDG 资本	企业管理与 CRM 平台
2015.6	金袖网	A 轮	7000 万人民币	红杉资本	在线人力资源服务
2015.5	金蝶国际	战略投资	1.71 亿美元	京东	ERP 管理软件
2015.4	北森	C 轮	1.1 亿人民币	经纬中国	人才管理云平台
2015.3	销售易	C 轮	1500 万美元	红杉资本	CRM 系统
2015.3	MikeCRM 麦克	A 轮	400 万美金	红杉资本	轻量级企业营销类 CRM

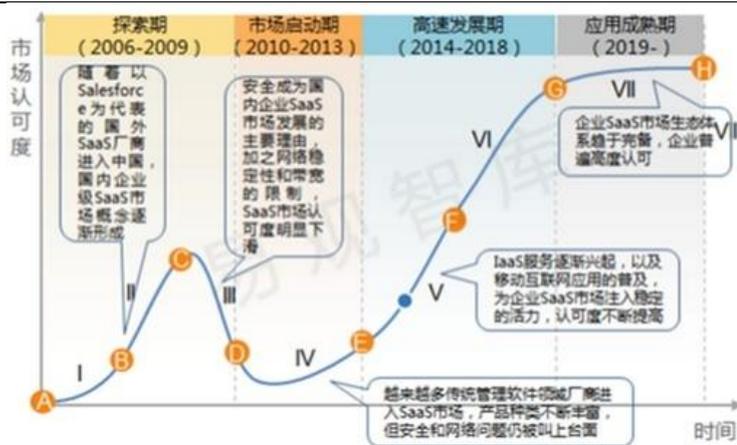
资料来源：IT 桔子

**去 IOE 给予国产 SaaS 公司成长空间:**去 IOE 是大势所趋,尤其在银行、电信安全一些领域,对安全性要求比较高。去 IOE 同时也松动了这些公司的相关生态公司在中国的业务。中国企业软件厂商对国内本土文化的深刻理解以及处于信息安全考虑针对国外厂商特有的政策壁垒,也表为中国企业软件厂商转型 SaaS 云服务提供商赢得了宝贵的时间和机遇。

### 6.3、国内 SaaS 行业蕴含巨大发展潜力

国内 SaaS 市场接受度慢慢提升,现在金融、政府等行业已经开始尝试和使用云计算,造就了当期行业发展的巨大潜力。根据易观智库的 AMC 模型可以看出,用户对 SaaS 软件应用认可度日趋显性,中国云服务行业及市场环境发展正在进一步完善。

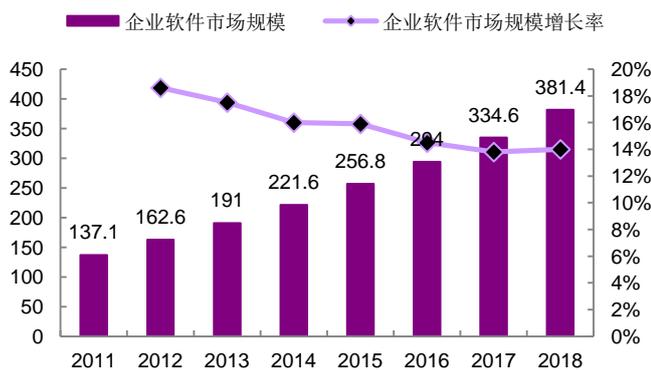
图 57: 中国企业级 SaaS 市场 AMC 模型



资料来源：易观智库

据易观智库预测,2016 年中国企业级 SaaS 规模就将达到近 100 亿元人民币,SaaS 渗透率也在不断加深。SaaS 企业服务行业已经发展了十年,已经开始逐步具备发展市场的雏形,但行业规模尚未爆发。中国云服务行业及市场环境发展有待于进一步完善和成熟。

图 58：中国企业软件市场规模（单位：亿人民币）



资料来源：iResearch

图 59：中国 SaaS 企业软件市场规模（单位：亿人民币）



资料来源：iResearch

### 6.4、中国 SaaS 公司价值衡量应重视成长性和产品导向

目前中国 SaaS 市场形成了以转型中的传统软件厂商、初创企业和互联网巨头跨界涉足的三足鼎立的竞争格局。

表 2：中国 SaaS 市场格局

SaaS 市场参与者	描述	举例
传统软件商	以在软件行业深耕多年的上市公司为主，普遍在向云服务转型，主要是结合自身现有业务进行广泛布局，对现有业务的发展存在一定影响	金蝶、用友
初创企业	早期创业公司，人员规模大多不过百，销售和技术人员为主。切入通用领域 (OA/CRM/HRM) 的居多，垂直细分领域普遍未形成明显规模。普遍面向中小企业客户，形成规模收入的并不多。	销售易、八百客
互联网巨头	以 BAT 为代表，实力雄厚投入大，跨界巨头可能是未来行业并购的主要发动者。	阿里旗下的钉钉

资料来源：京东众筹研究院

总体来讲，SaaS 在中国的发展前景是值得肯定的，但是相比美股，国内提供 SaaS 业务的多为初创企业，上市企业数量很少且为传统软件转型 SaaS 企业。对其企业价值和公司估值的衡量，还是需要结合国内市场的特殊环境评价。因此针对中国 SaaS 的商业模式和发展路径，我们认为其价值分析有以下几点值得关注：

从运营层面来看，SaaS 公司的估值水平和客户生命周期价值、每月重复性收入、客户流失率相关。

图 60: 客户生命周期价值直接决定 SaaS 公司价值水平



资料来源：寄云科技

**成长性成最重要关注点：SaaS 相对于传统软件行业，营销模式、销售渠道都发生了巨大变化，更关注后期增长。因此年收入增长率、付费客户数增长率成为衡量一家 SaaS 公司的重要标准。**

**在从中大企业或是小微企业切入各有利弊。**从小微企业切入，市场用户基数大，单个用户获取成本低，客户需求简单明确，决策快，效率导向清晰，加快 SaaS 厂商业务规模扩张速度，但国内小微企业存活率低于 70%。从中大企业切入，公司现金流会比较稳定，但单客户获取成本高，业务发展速度相对会比较慢。无论从哪个市场切入，重要的是长期的为客户提供价值，形成长期的领先优势。

**盈利能力可以探索新思路。**参考美国 SaaS 公司在产品价值、定价方式和销售模式相互匹配，考虑中国目前发展阶段，在发展“续费盈利”模式同时，企业 O2O、金融服务有可能成为新的盈利思路，国外大数据与商业智能商业变现在中国还需时日验证。

**回归到 toB 的本质，坚持客户价值导向，坚持产品导向。**低客户流失率会使 SaaS 厂商获得更高的估值，例如低于 5% 的流失率，估值和销售额比例可以高达 20 倍以上。因 SaaS 软件替换成本相对更低，而续费的决定权便渐渐向实际使用的业务人员倾斜，若不能抓住客户的痛点并予以解决，会很容易陷入红海的竞争当中。

**二级市场可采用分部估值加法。**针对目前国内二级市场相关软件企业 SaaS 收入占比较小而传统业务占比的特点，建议采用传统业务用 P/E 指标，SaaS 用 P/S 指标加法的方法，并结合公司产品的成熟度、市场份额、成长性等因素综合考虑。

## 7、附录

表 3：美股 SaaS 公司列表

公司名称	股票代码	股价\$	市值 (亿美元)	收入 (百万美元)		调整后净利 (百万美元)		P/S		P/B
				2015	2016E	2015	2016E	TTM	预测	TTM
ORACLE CORP	ORCL US EQUITY	37.89	1,591.8	38,226.0	37,259.0	10,240.8	11,233.8	4.38	4.21	3.47
SAP SE-SPONSORED ADR	SAP US EQUITY	76.94	945.2	20,798.0	22,192.9	3,505.9	4,804.3	4.01	4.16	3.29
500 亿+美元市值										
SALESFORCE.COM INC	CRM US Equity	71.06	471.8	5,373.6	6,649.0	(262.6)	507.9	7.05	5.81	9.53
ADOBE SYSTEMS INC	ADBE US EQUITY	86.18	431.9	4,795.5	5,743.8	601.1	1,400.8	8.96	7.52	6.13
INTUIT INC	INTU US EQUITY	99.18	254.7	4,192.0	4,581.2	494.3	932.2	5.99	5.37	40.30
LINKEDIN CORP - A	LNKD US EQUITY	119.35	157.6	2,990.9	3,673.7	(140.0)	440.2	5.16	4.29	3.53
WORKDAY INC-CLASS A	WDAY US EQUITY	73.11	140.4	787.9	1,167.9	(248.0)	(8.8)	11.96	9.06	12.35
AUTODESK INC	ADSK US EQUITY	56.25	126.7	2,512.2	2,496.1	88.7	171.5	5.08	6.36	7.77
100-500 美元市值										
SERVICENOW INC	NOW US EQUITY	58.5	94.4	1,005.5	1,360.0	(198.4)	110.0	9.07	6.94	16.59
ATHENAHEALTH INC	ATHN US EQUITY	136.33	53.1	924.7	1,108.2	4.5	71.6	5.69	4.80	9.77
ULTIMATE SOFTWARE GROUP INC	ULTI US EQUITY	180.13	52.0	618.1	771.8	22.7	97.4	8.35	6.73	15.53
NETSUITE INC	N US EQUITY	63.31	50.6	741.1	962.0	(133.2)	35.1	6.71	5.27	16.50
50-100 美元市值										
TYLER TECHNOLOGIES INC	TYL US EQUITY	123.54	45.2	591.0	778.9	70.8	132.4	7.14	5.81	5.29
GUIDEWIRE SOFTWARE INC	GWRE US EQUITY	53.12	38.3	380.5	414.3	9.9	51.0	9.53	8.87	5.30
VEEVA SYSTEMS INC-CLASS A	VEEV US EQUITY	26.74	35.6	313.2	405.4	40.1	68.0	8.64	6.94	7.04
BLACKBAUD INC	BLKB US EQUITY	57.28	26.9	637.9	733.7	36.9	91.7	4.10	3.67	12.78
VERINT SYSTEMS INC	VRNT US EQUITY	37.65	23.4	1,128.4	1,170.6	73.9	208.0	1.99	1.93	2.20
PROOFPOINT INC	PFPT US EQUITY	50.66	20.9	265.4	347.3	(100.9)	(8.3)	7.60	6.00	34.26
MEDIDATA SOLUTIONS INC	MDSO US EQUITY	36.66	20.7	392.5	460.5	13.2	58.3	5.02	4.48	7.26
SHOPIFY INC - CLASS A	SHOP US EQUITY	25.16	20.2	205.2	328.0	(18.8)	(19.0)	7.41	6.15	10.31
ZENDESK INC	ZEN US EQUITY	19.83	17.9	208.8	297.5	(83.1)	(29.8)	8.10	6.03	6.00
CORNERSTONE ONDEMAND INC	CSOD US EQUITY	31.23	17.1	339.7	429.8	(85.5)	0.9	4.98	3.98	217.43
REALPAGE INC	RP US EQUITY	20.87	16.4	468.5	570.5	17.2	55.6	3.42	2.88	5.04
PAYLOCITY HOLDING CORP	PCTY US EQUITY	31.56	16.1	152.7	224.4	(13.8)	10.2	8.53	6.36	14.65
BOX INC - CLASS A	BOX US EQUITY	12.39	15.3	216.4	299.3	(179.5)	(140.1)	2.51	4.21	8.89
HUBSPOT INC	HUBS US EQUITY	43.74	15.2	181.9	250.9	(46.1)	(25.0)	8.00	6.05	12.25
DEMANDWARE INC	DWRE US EQUITY	37.72	14.2	237.3	301.3	(30.7)	7.6	5.70	4.72	4.95
FLEETMatics GROUP PLC	FLT X US EQUITY	35.89	13.9	284.8	344.0	39.1	71.5	4.84	4.04	4.58
RINGCENTRAL INC-CLASS A	RNG US EQUITY	19.07	13.7	296.2	351.4	(31.1)	3.0	4.52	3.89	12.28
NEW RELIC INC	NEWR US EQUITY	27.6	13.7	110.4	179.5	(48.8)	(40.9)	8.15	6.04	6.77
LOGMEIN INC	LOGM US EQUITY	51.98	13.0	271.6	325.2	21.5	45.6	4.76	4.01	6.29
10-50 美元市值										
BENEFITFOCUS INC	BNFT US EQUITY	32.2	9.4	185.1	233.4	(62.1)	(33.6)	4.93	4.02	
QUALYS INC	QLYS US EQUITY	26.35	9.1	164.3	197.2	15.9	29.7	5.46	4.60	4.64
CVENT INC	CVT US EQUITY	20.74	8.7	187.7	230.0	(9.2)	(0.3)	4.60	3.79	5.00
Q2 HOLDINGS INC	QTWO US EQUITY	21.32	8.3	108.9	146.3	(22.6)	(13.2)	7.31	5.69	7.03
MARKETO INC	MKTO US EQUITY	17.99	8.0	209.9	272.4	(71.5)	(23.0)	3.65	2.93	8.36
CALLIDUS SOFTWARE INC	CALD US EQUITY	13.86	7.8	173.1	212.4	(11.9)	16.8	4.38	3.67	6.04
SPS COMMERCE INC	SPSC US EQUITY	44.61	7.5	158.5	192.4	4.6	16.3	4.66	3.91	3.28
INTRALINKS HOLDINGS INC	IL US EQUITY	8.18	4.8	276.2	300.0	(30.4)	8.4	1.69	1.60	1.69
TEXTURA CORP	TXTR US EQUITY	17.76	4.7	86.7	108.0	(12.8)	11.4	5.30	4.31	3.74

WORKIVA INC	WK US EQUITY	11.18	4.6	145.3	178.8	(43.4)	(48.7)	3.07	2.56	17.80
FIVE9 INC	FIVN US EQUITY	8.17	4.2	128.9	150.0	(25.8)	(11.9)	3.18	2.79	15.70
PROS HOLDINGS INC	PRO US EQUITY	12.5	3.8	168.2	153.6	(64.2)	(34.0)	2.20	2.48	6.71
SERVICESTOURCE INTERNATIONAL	SREV US EQUITY	4.32	3.7	252.2	251.0	(33.8)	(6.0)	1.46	1.45	2.48
ACTUA CORP	ACTA US EQUITY	8.6	3.5	133.4	156.5	(55.3)	(29.3)	2.39	2.24	0.98
OPOWER INC	OPWR US EQUITY	6.34	3.3	148.7	161.5	(44.9)	(22.3)	2.19	2.04	4.20
CASTLIGHT HEALTH INC-B	CSLT US EQUITY	3.41	3.2	75.3	100.6	(79.9)	(49.2)	4.25	3.21	2.73
MAGIC SOFTWARE ENTERPRISES	MGIC US Equity	7.05	3.1	176.0	192.5	16.4	24.0	1.77	1.62	1.63
CHANNELADVISOR CORP	ECOM US EQUITY	11.9	3.0	100.6	112.6	(19.8)	(8.6)	2.97	2.66	3.58
MODEL N INC	MODN US EQUITY	10.96	3.0	93.8	107.2	(18.8)	(17.4)	3.01	2.63	3.80
BAZAARVOICE INC	BV US EQUITY	3.47	2.8	191.2	197.9	(30.5)	(6.9)	1.41	1.38	1.51
JIVE SOFTWARE INC	JIVE US EQUITY	3.46	2.6	195.8	203.4	(36.0)	(10.4)	1.33	1.31	4.23
AMERICAN SOFTWARE INC-CL A	AMSWA US Equity	9.1	2.6	102.9	113.5	8.4	8.8	2.31	2.31	2.52
BRIGHTCOVE	BCOV US EQUITY	6.29	2.1	134.7	146.0	(8.3)	2.2	1.52	1.41	2.63
PARK CITY GROUP INC	PCYG US Equity	9.25	1.8	13.6		(5.1)		12.57		6.18
MARIN SOFTWARE INC	MRIN US EQUITY	3.31	1.3	108.5	111.3	(31.5)	(8.2)	1.12	1.13	1.30
1-10 美元市值										
NETSOL TECHNOLOGIES INC	NTWK US Equity	7.11	0.7	51.0	62.5	(5.5)	2.4	1.25	1.09	1.24
ARI NETWORK SERVICES	ARIS US EQUITY	4.31	0.7	40.4	48.2	1.1	2.3	1.56	1.52	2.69
MAM SOFTWARE GROUP INC	MAMS US EQUITY	5.55	0.7	31.6	32.4	3.0	3.0	2.34	2.06	16.99
SUPPORT.COM INC	SPRT US Equity	0.85	0.5	77.3	67.2	(14.0)	(15.2)	0.60	0.69	0.65
ASURE SOFTWARE INC	ASUR US EQUITY	5.36	0.3		29.6		0.7	1.20	1.16	7.62
BROADVISION INC	BVSN US Equity	6.03	0.3	9.4		(10.9)		3.10		1.13
SYSOREX GLOBAL	SYRX US EQUITY	0.6	0.2		74.9		(8.1)	0.12	0.21	0.53
1 亿美元市值以下										

资料来源: Bloomberg

注: 数据截至 2016 年 3 月 5 日

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

秦波，清华大学学士/韩国浦项科技大学硕士。拥有 7 年卖方/买方工作经验，2010/2011 年新财富最佳分析师钢铁行业第 2/3 名，2010/2011/2014 金牛最佳分析师第 2/3/4 名。2008-2012 年就职于国信证券，2012-2014 年就职于建信基金，2014 年 5 月后就职于光大证券，海外研究部负责人。对周期性行业理解深刻，熟悉领域包括：TMT/金属/矿产/新材料等多个行业。

贺华平，中山大学管理科学与工程硕士，先后就职于国都证券、兴业证券研究所，5 年海外 TMT 港股+中概股研究经历，2015 年加入光大证券研究所，2015 年团队新财富排名第 4 名。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebsecn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com