

计算机

行业深度分析

SaaS 赋能 B 端，云化引领未来

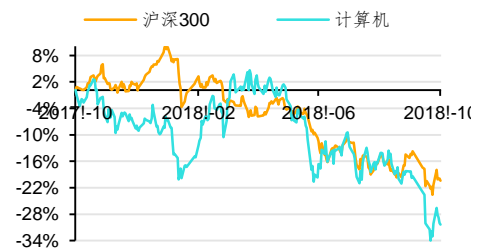
投资要点

- ◆ **To B 时代来临，SaaS 引领企业服务：**随着用户红利开始消退，互联网龙头公司在 C 端的获客成本不断上升，面向 C 端互联网业务的发展面临瓶颈。2017 年互联网企业开始重点转向 To B 领域。2017 年中国全部 IT 支出仅占 GDP 的 2.8% 左右，全球 IT 支出占比为 4.58% 左右，中国拥有企业 3033.7 万户，个体工商户 6579.4 万户，未来企业服务发展空间广阔。SaaS 模式基于云端部署，按需支付年费，不断提升用户体验以保持高水平的客户留存率成为竞争的重点方向。优秀的 SaaS 公司始于产品体验，忠于产品价值，成于运营。
- ◆ **美国 SaaS 企业发展路径借鉴：**美国 SaaS 行业在经历了推广期、快速成长期之后，目前已经进入稳定发展期。美国市场通用领域先行，垂直领域逐渐成熟，市场整体比较分散，不同厂商领导各个细分市场。美国 SaaS 行业内传统软件企业和新兴 SaaS 企业发展各有千秋，我们通过研究美国 SaaS 领域发展过程中的四类代表性企业 Salesforce、Veeva、Adobe、SAP，分析企业发展的核心竞争力。我们认为优秀的 SaaS 企业核心竞争力可以概括为：满足企业需求的产品能力、企业客户运营能力以及资本实力。
- ◆ **国内 SaaS 发展迎来机遇，传统软件企业向云而生：**随着国内云计算产业链不断成熟，人力成本不断攀升、政策推动企业上云以及知识产权保护日趋完善，SaaS 发展成为必然趋势。目前国内 SaaS 市场形成了以互联网巨头、初创企业和传统软件厂商三足鼎立的竞争格局。传统企业积累 B 端产品服务能力，主要面向中大型客户，拥有较强资金实力和 PaaS 平台能力，凭借这些优势有望在向 SaaS 转型中获得成功。结合国内行业发展情况，我们分析传统软件企业向 SaaS 转型的三个突破方向。通用领域：相比于 CRM、HR、OA 等激烈竞争，ERP 行业拥有更高壁垒，同时 SaaS ERP 开辟新的市场空间，中型企业市场成为重点。传统 ERP 企业积极转型，产品线布局完善，未来有望在竞争中胜出；垂直领域：传统软件企业积累大量存量用户，为其 SaaS 产品提供转型基础，同时在立足自身核心服务价值点的基础上，探索向上下游环节延展服务链条，进一步打开市场空间。产业互联网：垂直行业软件企业和互联网公司合作，打通产业数据，通过实现构建业务平台、支付返佣、业务分成等多种模式盈利。
- ◆ **投资建议：**随着产业、需求和政策的共同作用，SaaS 引领国内企业服务趋势，未来将保持高速增长。结合国内行业发展情况，我们认为传统软件企业向 SaaS 转型在通用领域、垂直领域和产业互联网三个维度有望实现突破，拥有优秀产品能力、客户运营能力以及资本实力的公司有望获得成功。我们重点推荐广联达，用友网络，建议关注恒华科技、卫宁健康。
- ◆ **风险提示：**云计算产业发展不及预期；企业生命周期较短的风险；SaaS 行业竞争加剧

 投资评级 **同步大市-A 维持**

首选股票	评级
002410 广联达	买入-B
600588 用友网络	增持-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.53	-2.92	3.45
绝对收益	14.44	-2.05	-17.50

分析师

 蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

 崔安杰
 cuianjie@huajinsec.cn

相关报告

- 行业应用软件：医疗信息化考核升级，行业发展再迎利好 2018-11-14
- 计算机：2018 年三季度报总结：行业稳定增长，软件和信息化需求较好 2018-11-02
- 计算机：华为发布五大 AI 发展战略，赋能全业务场景，解密达芬奇关键技术，引领 AI 生态走向成熟 2018-10-11
- 计算机：AI 应用精彩纷呈，技术探索永不止步 2018-09-21
- 行业应用软件：互联网医疗新政落地，行业发展迎来机遇 2018-09-17

内容目录

一、To B 时代来临，SaaS 引领企业服务	6
(一) 互联网企业转向 B 端，企业服务空间广阔.....	6
(二) SaaS 引领企业服务趋势.....	7
1、始于体验.....	8
2、忠于价值.....	9
3、成于运营.....	9
二、美国 SaaS 企业发展路径借鉴	11
(一) 美国 SaaS 行业发展情况.....	11
(二) 代表性企业分析.....	12
1、Salesforce：通用领域云服务龙头.....	12
(1) 持续完善产品线，订阅付费实现阶梯定价.....	13
(2) 客户策略从中小企业客户向大客户迈进.....	14
(3) 持续并购丰富内容生态，PaaS 平台实现定制开发.....	15
(4) 小结.....	15
2、Veeva：生命科学行业的 SaaS 服务领导者.....	16
(1) 深耕生命科学行业，功能细化提升产品深度.....	16
(2) 聚焦大客户，高续费高客单保障公司发展.....	17
(3) 掌握行业数据，建立核心竞争力.....	18
(4) 小结.....	18
3、Adobe：创意软件龙头，向 SaaS 转型获得成功.....	18
(1) 产品能力构筑客户粘性，云化提升客户生命周期.....	19
(2) 存量客户奠定基础，增量客户助力发展.....	19
(3) 持续并购向数字营销拓展.....	20
(4) 小结.....	20
4、SAP：外延并购，SaaS 转型循序渐进.....	20
(1) 外延并购实现产品布局.....	21
(2) 客户业务覆盖大中小型企业.....	21
(3) 小结.....	22
5、总结：产品能力、客户运营能力和资本实力构筑核心竞争力.....	22
三、国内 SaaS 发展迎来机遇，传统软件企业向云而生	22
(一) 国内 SaaS 发展势在必行.....	23
1、云计算产业链不断成熟.....	23
2、人力成本不断攀升.....	24
3、政策推动企业上云.....	24
4、知识产权保护日趋完善.....	25
(二) 国内 SaaS 行业竞争格局.....	26
(三) 传统软件企业向云而生，焕发生机.....	26
1、通用领域：ERP 领域有望突破.....	27
(1) CRM、HR、OA 等行业竞争激烈，ERP 行业壁垒更高.....	27
(2) SaaS ERP 开辟新空间，中型企业市场是重点.....	28
(3) 传统 ERP 企业积极向 SaaS 转型，产品线布局完善.....	29
2、垂直领域：深耕行业，产业链延伸打开市场空间.....	30
(1) 存量客户基础推动 SaaS 转型.....	30

(2) 产业链延伸打开市场空间.....	31
3、产业互联网：连接数据，赋能 B 端	33
四、投资建议.....	35
(一) 广联达.....	35
(二) 用友网络	36
(三) 恒华科技	37
(四) 卫宁健康	37
五、风险提示.....	38

图表目录

图 1：微信、支付宝用户数情况（截止 2018 年 3 月末）	6
图 2：京东和阿里的获客成本（元）	6
图 3：历年一季度一级市场融资事件变化情况.....	6
图 4：2018 年一季度一级市场融资事件分布情况	6
图 5：中美 B 端服务企业市值情况	7
图 6：历年全国实有市场主体.....	7
图 7：2017 年全球和中国 IT 支出情况.....	7
图 8：本地部署与云端部署的层级架构示意	8
图 9：传统软件和 SaaS 预算构成.....	8
图 10：SaaS 产品优势	8
图 11：SaaS 公司和传统软件公司销售费用率	10
图 12：SaaS 企业单个客户的累积现金流模式.....	10
图 13：SaaS 企业不同增长率对盈亏/现金流的影响.....	10
图 14：SaaS 企业运营指标	11
图 15：美国 SaaS 发展历史	11
图 16：SaaS 服务全球细分市场分布（2015 年）	12
图 17：SaaS 企业全球市场份额情况（2015H1）	12
图 18：Salesforce 发展历程	12
图 19：Salesforce 营业收入情况	13
图 20：Salesforce 经营性现金流净额及净利润情况.....	13
图 21：Salesforce 分业务收入占比.....	13
图 22：Salesforce 产品价格信息	14
图 23：Salesforce 客户数变化情况.....	14
图 24：Salesforce 客户流失率.....	14
图 25：Salesforce 销售费用率.....	14
图 26：Salesforce 客户结构占比	15
图 27：Salesforce 经营性现金流净额和投资现金流净额	15
图 28：Veeva 营业收入情况	16
图 29：Veeva 经营性现金流净额及净利润情况	16
图 30：Veeva 业务流程图.....	16
图 31：Veeva 分项收入客户数（个）	17
图 32：Veeva 的用户 ARPU 值（万美元）	17
图 33：Veeva 历年订阅服务续费率	17
图 34：Veeva 销售费用率.....	18

图 35: Adobe 收入结构情况.....	19
图 36: Adobe 经营性现金流净额、净利润情况.....	19
图 37: CrerativeCloud 收入情况.....	20
图 38: CrerativeCloud 潜在用户数预测.....	20
图 39: SAP 收入结构情况.....	21
图 40: SAP 经营性现金流净额、净利润情况.....	21
图 41: SAP 针对大中小型企业的云产品.....	22
图 42: 我国 SaaS 行业融资事件.....	23
图 43: 2013-2020 年中国 SaaS 行业市场规模及预测.....	23
图 44: 阿里云季度收入情况.....	23
图 45: 2017 年中国公有云市场份额.....	23
图 46: 阿里云和腾讯云降价情况.....	24
图 47: 中国劳动人口情况.....	24
图 48: 人力成本持续上升.....	24
图 49: 2015-2020 全球 SaaS 应用渗透率请况.....	27
图 50: 纷享销客发展历程.....	28
图 51: 金蝶云用户来源 (2018 年 H1).....	29
图 52: 中国 SaaS ERP 整体市场空间预测.....	29
图 53: 2017-2020 中国 SaaS ERP 市场规模预测.....	29
图 54: 金蝶国际业务构成情况.....	30
图 55: 用友网络云业务情况.....	30
图 56: 广联达数字建筑业务平台.....	32
图 57: 明源云智慧地产生态链.....	33
图 58: “鑫云+”业务模式.....	34
图 59: 互金开放平台.....	34
图 60: 医疗云平台.....	34
表 1: SaaS 公司的增长逻辑.....	8
表 2: 通用领域 SaaS 产品类型.....	9
表 3: Adobe 业务分类情况.....	19
表 4: Adobe 转型前后客户生命周期价值对比.....	19
表 5: Adobe 收购对象.....	20
表 6: SAP 在 SaaS 领域并购情况.....	21
表 7: 国内企业上云政策.....	25
表 2: 知识产权保护相关政策.....	25
表 8: 主流 CRM 价格对比.....	26
表 9: 互联网公司, 传统软件企业以及初创公司核心竞争力分析.....	26
表 10: 中型企业采用传统 ERP 和 SaaS ERP 投入对比.....	28
表 11: 传统企业 SaaS ERP 产品分类.....	30
表 12: 两库一平法更新以及影响情况.....	31
表 13: 公司传统模式和 SaaS 模式情况对比.....	31
表 14: 公司施工业务产品线.....	32
表 15: 科技巨头合作公司情况.....	33
表 16: 微信支付费率和服务商奖励政策.....	35
表 17: 医疗行业支付返佣和业务分成空间测算 (以 2017 年卫健委数据为基准).....	35

表 18: 广联达区域转型进展规划	36
表 19: 重点推荐标的	38

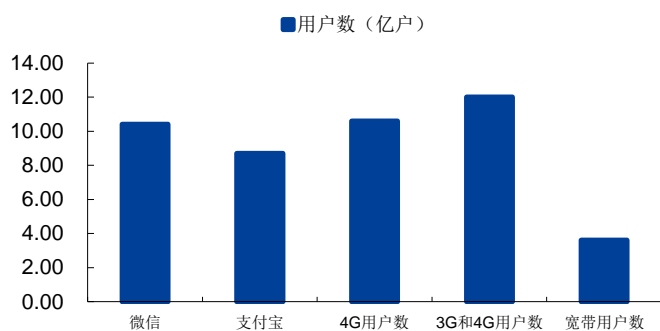
一、To B 时代来临，SaaS 引领企业服务

企业级服务概念的出现，主要是传统 IT 硬件企业的倡导，提供的本地的软硬件服务。2000 年 SaaS 兴起，美国企业服务开始初步云化，2006 年 IaaS 快速崛起，美国企业级服务形成完整的产业链条，此后蓬勃发展，造就了一大批 toB 行业的巨头。回顾中国 IT 商业化的浪潮，面向 C 端互联网企业异军突起，对国外科技巨头实现了弯道超车，但是 B 端市场却远远落后于欧美。

（一）互联网企业转向 B 端，企业服务空间广阔

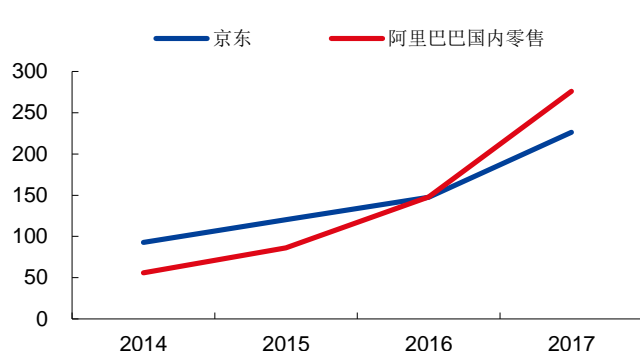
近十年来，面向 C 端的国内互联网公司凭借着用户红利，资本支持对产业链进行重构，互联网思维在各个行业逐渐渗透，以 BAT 为代表的互联网公司迅速崛起，成为互联网龙头企业。以 TMD（今日头条、美团和滴滴）成为代表的第二梯队，紧随其后。同时我们看到互联网用户增长逐渐接近天花板，用户红利开始消退，而互联网龙头公司在 C 端的获客成本不断上升，ToC 的互联网业务的发展面临瓶颈。

图 1：微信、支付宝用户数情况（截止 2018 年 3 月末）



资料来源：公司财报，工信部，华金证券研究所

图 2：京东和阿里的获客成本（元）



资料来源：公司财报，华金证券研究所

2017 年互联网企业开始重点转向 ToB 领域。根据 IT 桔子统计，2017 年在阿里的企业服务占比 29%，腾讯为 11%，百度为 26%，企业服务成为三家巨头投资重点中的共同选择。除了通过投资扩大企业服务版图，阿里在公有云领域已经具备了一定的规模优势，移动办公平台钉钉已经成为国内最大的企业服务平台。腾讯除了近两年高速发展的腾讯云、腾讯云小微、企业微信之外，腾讯连接一切的布局正在不断加快，B 端业务加速推进。从一级市场整体融资情况来看，2018 年一季度一级市场融资事件数量同比有所下降，但是企业服务依然处于第一位置，达到 267 项。

图 3：历年一季度一级市场融资事件变化情况

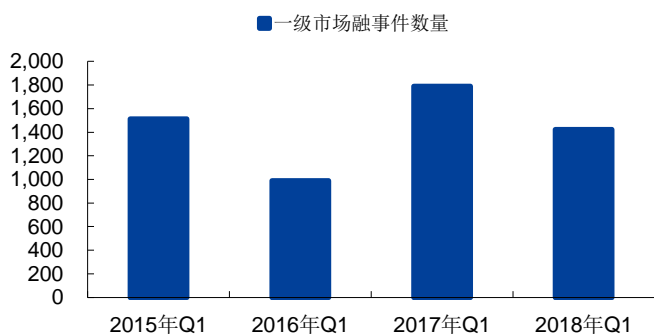
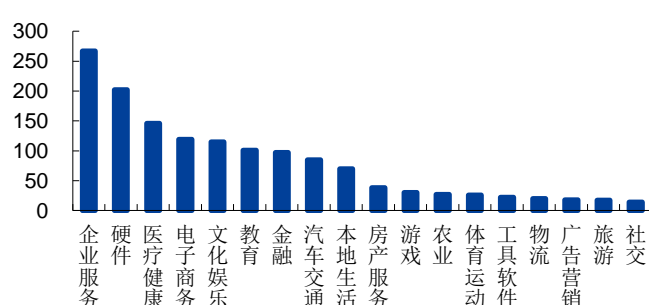


图 4：2018 年一季度一级市场融资事件分布情况

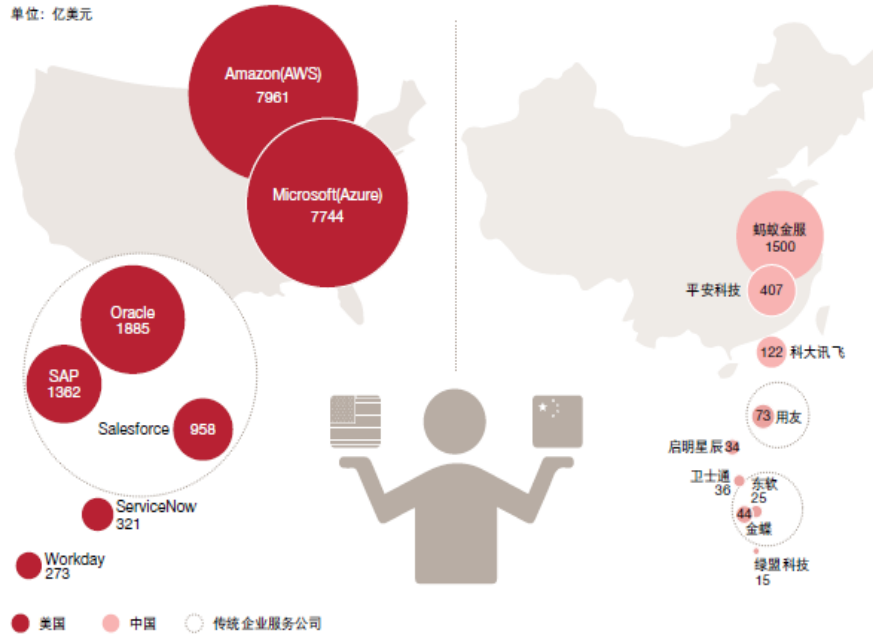


资料来源: VCsaas, 华金证券研究所

资料来源: VCsaas, 华金证券研究所

美国企业信息化经历两轮爆发, 企业级服务发展较为成熟。互联网公司方面, Amazon、Microsoft 企业云服务利润贡献分别高达 74%、70%; 中国除了阿里和腾讯有部分云业务以外, 没有主流互联网企业的主营业务是 B 端服务。传统企业级服务公司, 中国如用友、东软、金蝶合计体量仅 142 亿美元, 与 Oracle、SAP、Salesforce 合计 4206 亿美元的市值差距巨大。

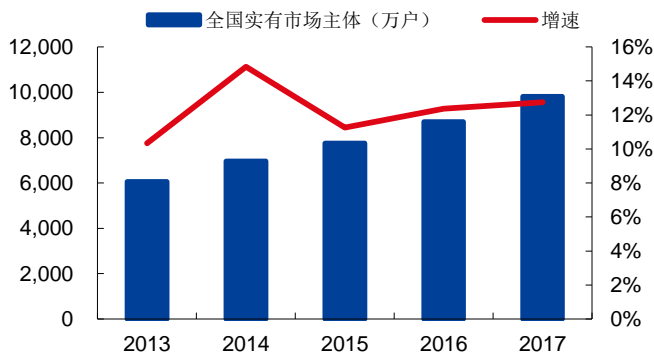
图 5: 中美 B 端服务企业市值情况



资料来源: 普华永道, 华金证券研究所

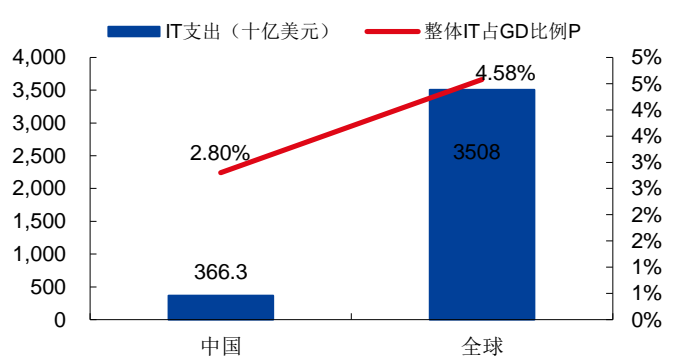
根据工商总局数据, 2017 年底全国实有市场主体 9814.8 万户, 近几年来都保持 10% 以上的规模增速。其中企业 3033.7 万户, 个体工商户 6579.4 万户。中国拥有众多的各类企业, 为企业服务提供了良好的用户基础。同时, 与全球平均相比我国 IT 支出占 GDP 比重较低, 2017 年中国全部 IT 支出仅占 GDP 的 2.8% 左右, 而全球的数据则为 4.58% 左右, 中国各个行业的数字化水平相比国外仍有较大差距, 未来企业服务空间广阔。

图 6: 历年全国实有市场主体



资料来源: 工商总局, 华金证券研究所

图 7: 2017 年全球和中国 IT 支出情况

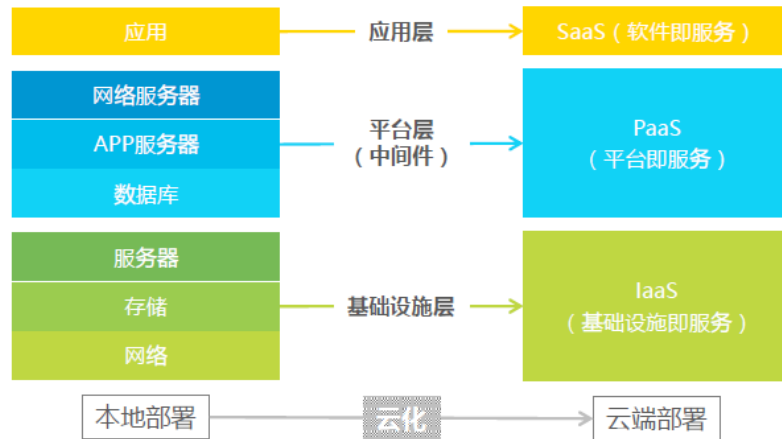


资料来源: Gartner, 华金证券研究所

(二) SaaS 引领企业服务趋势

SaaS 是 Software-as-a-Service（软件即服务）的简称。传统软件的交付，最简单的就是采用单机软件的形式，即在每个用户的电脑上安装一套应用程序，程序的运行、数据存储等都在本地进行。在 SaaS 模式中，应用程序运行在云端，大多情况下直接基于 Web 进行交付，无需本地安装与部署，且可以同时向多租户提供服务。

图 8：本地部署与云端部署的层级架构示意



资料来源：艾瑞，华金证券研究所

传统软件企业的收费模式是一次性收取 license 费用，后续收入为维护服务费；SaaS 企业的收费为订阅模式，客户按需支付年费。在此背景下，订阅模式驱动软件企业从过去以“拓展新客户”为重心的模式向“拓展新客户+提升老客户粘性”转移。不断提升用户体验以保持高水平的客户留存率成为竞争的重点方向，企业逐渐从产品型转为服务型。

表 1：SaaS 公司的增长逻辑

SaaS 收入模型	T	T+1	T+2	T+3	T+4
新单	1000	1000	1000	1000	1000
T 年订单续费		800	720	648	583.2
T+1 年订单续费			800	720	648
T+2 年订单续费				800	720
T+3 年订单续费					800
总收入	1000	1800	2520	3168	3751.2
增速		80.00%	40.00%	25.71%	18.41%

注：假设每年新签订单 1000 万，次年续费率为 80%，第三年起为 90%

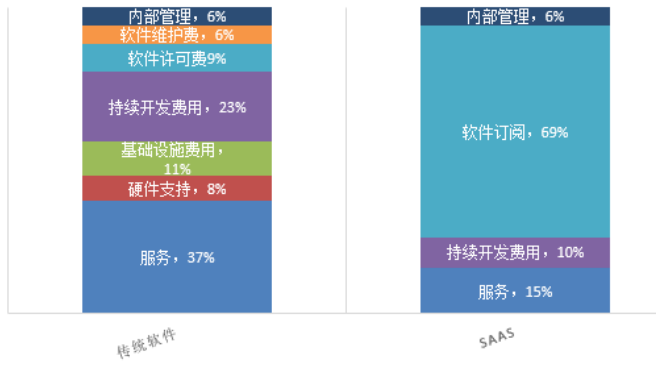
资料来源：华金证券研究所整理

1、始于体验

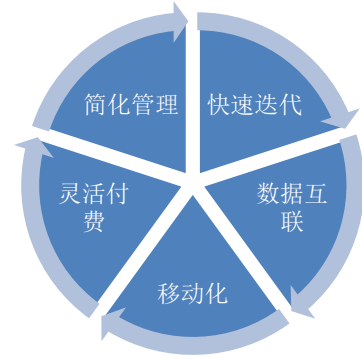
就应用的本质而言，SaaS 的初衷往往是基于特定需求的解决手段，在这个过程中好用、易用、耐用是最基本的要求，尤其是 C 端产品的推动下，用户体验成为当今软件厂商比拼实力的关键点。SaaS 将数据库、服务器、存储、网络、运维等功能整合到订阅服务当中，向客户提供一体化的 IT 服务，客户不再需要单独购买基础软硬件。SaaS 产品形态实现不同产品和模块的自由拼接，产品包装方式多元化，便于实现交叉销售，满足更多客户的需求。

图 9：传统软件和 SaaS 预算构成

图 10：SaaS 产品优势



资料来源: IDC, 华金证券研究所



资料来源: 华金证券研究所整理

2、忠于价值

SaaS 服务类型可以分为两种，即通用型和行业垂直型。通用型 SaaS 可以看作是业务垂直型 SaaS，它们不区分客户所在行业并为其提供通用服务，包括 CRM（客户关系管理）、HRM（人力资源管理）、协同 OA、ERP（企业资源计划）等。行业垂直型 SaaS 为特定行业提供 SaaS 服务，目前多为某一垂直领域中的传统软件商或行业解决方案服务商并行提供的 SaaS 服务。

表 2: 通用领域 SaaS 产品类型

类型	主要功能和场景	代表厂商	用户
ERP	供应链管理、生产制造管理、库存控制，广义上也可包含 CRM、财务管理、HRM 等模块	Netsuite	生产、销售、采购、财务
IM	办公环境下的即时通讯、软电话、邮箱、会议系统、呼叫中心等	Slack	全员、客服
CRM	销售线索的管理与转化、客户关系维护、商机推进、合同审核、回款管理，也包含营销相关的服务	Salesforce	销售、市场
HRM	招聘、培训、员工关系、绩效考核、薪酬福利、继任管理等	Workday	HR
OA	任务管理、日程安排、协同办公、流程审批、公告通知等	Office365	全员
网盘	文件的存储、共享、预览、编辑、同步以及协作功能	Box	全员
财务	企业财务咨询、核算、报账、预算控制、财务分析等	Intuit	财务
ITOM/安全	应用/网络/数据中心的监控与管理、自动化运维、产品测试等，也包括网站或应用的安全检测、加固、防护等安全服务	Servicenow	运维，技术
BI	数据分析、数据可视化，为企业精细化运营、产品优化提供参考	Splunk	运营，数据

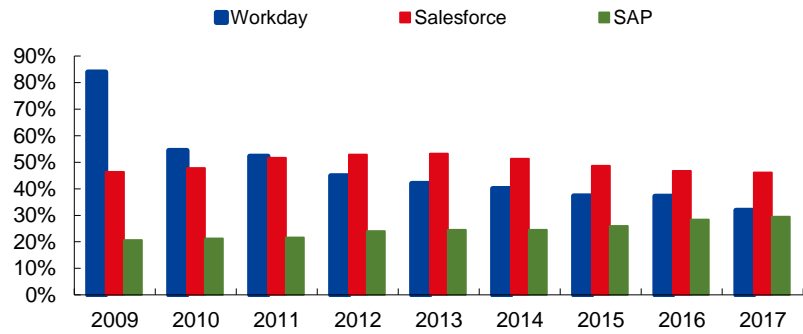
资料来源: 华金证券研究所整理

目前市场上的 SaaS 厂商的思路主要从价值创造的两端入手，通过改进商业流程提高生产效率，输出更多更好的产品，更精准的营销，加速现金流入。优化企业内部结构和管理效能，降低产业链无谓环节损耗，减缓利润流出。SaaS 产品带给企业的需求是刚需还是伪需，决定了客户后续持续购买的意愿是否强烈，根据对按照功能的直观度和需求的强烈度，现有的 SaaS 产品可以分为促收，降本，风控和提效四类。

3、成于运营

订阅模式是当前 SaaS 服务的主流模式，客户的付费需分期确认收入，形成递延收入。为了获取客户，初期 SaaS 服务提供商需要大量的销售人员进行市场开拓，此外获取长期续费需要专业的工作人员提供相应的服务。从美国的情况来看，传统软件公司销售费用率为 20%-30%。而 SaaS 公司销售费用率达到 50%-60%，销售费用成为 SaaS 公司的主要成本。

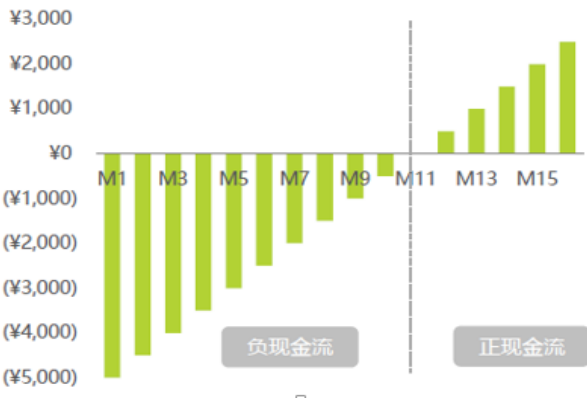
图 11: SaaS 公司和传统软件公司销售费用率



资料来源: wind, 华金证券研究所

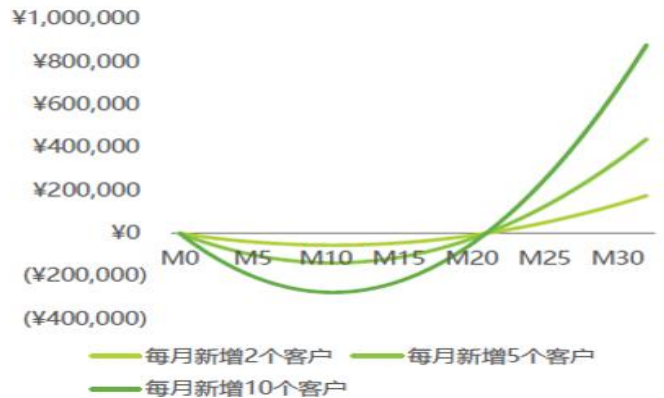
由于 SaaS 企业在盈利模式的特点，企业当期投入的获客营销成本、实施服务成本等在短期内难以收回，导致 SaaS 企业在前期往往面临持续亏损且亏损不断扩大的局面。而运营健康的 SaaS 公司最终能从客户那里获取足够多的营收/现金来抵消用户获取成本。公司最终将会实现盈利，现金流也会由负转正。此外，用户增长速度越快，到实现正现金流时，现金流增长曲线就会越漂亮。

图 12: SaaS 企业单个客户的累积现金流模式



资料来源: 艾瑞, 华金证券研究所

图 13: SaaS 企业不同增长率对盈亏/现金流的影响



资料来源: 艾瑞, 华金证券研究所

对于 SaaS 公司收入指标比利润更为重要，公司能否尽快从客户续费中收回获客成本，是考验其经营成功与否的重要指标之一。此外，长期服务意味着持续增长客户维护成本以及客户流失风险，对 SaaS 公司运营提出更高要求。从 SaaS 企业运营来看，主要有三个阶段，即获得客户、保持客户、客户变现。SaaS 企业核心的运营指标包括：获客成本 (CAC)、客户生命周期价值 (LTV)、月均客单价 (ARPA)、月/年经常性收入 (MRR/ARR)、客户流失率 (Churn) 等，覆盖客户整个生命周期的各个节点。

图 14: SaaS 企业运营指标



资料来源: 艾瑞, 华金证券研究所

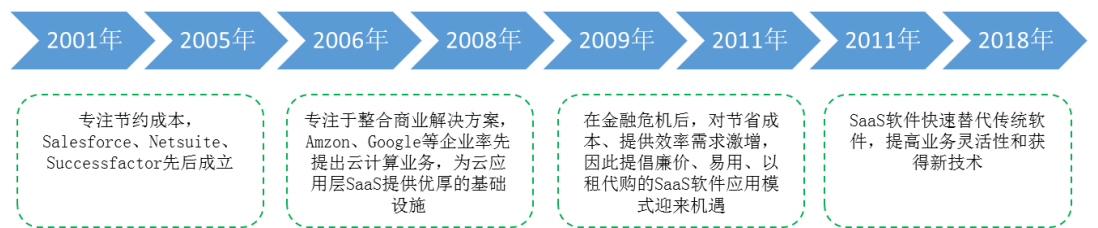
二、美国 SaaS 企业发展路径借鉴

美国 SaaS 行业发展较为成熟, 对美国产业发展路径、典型企业核心竞争力分析, 并结合国内市场的特殊情况, 对于研究国内 SaaS 市场发展趋势以及判断企业投资价值有重要的借鉴意义。

(一) 美国 SaaS 行业发展情况

SaaS 起源于美国, 1999 年 Salesforce 公司最早推出通过互联网交付的 CRM 产品, 由此诞生 SaaS 服务雏形。2006 年 Amzon 推出 S3、EC2 服务实现了硬件、存储云化, SaaS 投融资迎来爆发式增长, 涌现 Salesforce、ServiceNow、Workday、Zendesk 等一批上市企业。2008 年金融危机以后, 对节省成本、提升效率需求激增, SaaS 产品迎来机遇。随着云计算的深入, 以 Adobe、微软为代表的传统企业纷纷推出 SaaS 产品, 向云化进行转型。美国 SaaS 行业在经历了推广期、快速成长期之后, 目前已经进入稳定发展期。

图 15: 美国 SaaS 发展历史

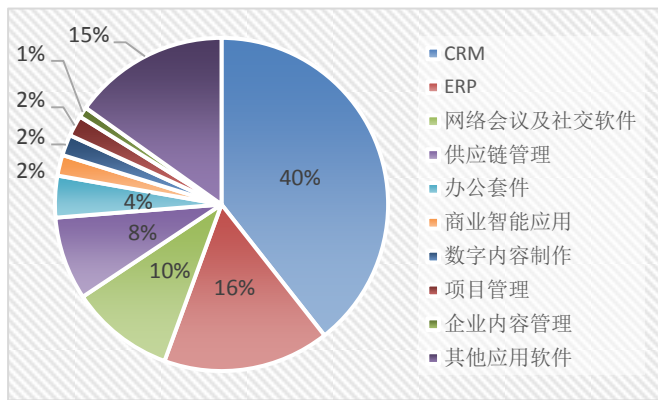


资料来源: 华金证券研究所整理

目前美国 SaaS 市场主要有两类主体, 分别为传统软件企业和新兴 SaaS 企业。以 Salesforce、Workday 为代表的初创企业最先崛起, 诞生了许多市值百亿美金的公司。从产业发展趋势来看, 美国在 SaaS 发展初期一般都是提供横向解决方案, 比如 CRM, HR, IM 为主的通用模块率先走向成熟。随着企业 SaaS 市场的逐步成熟, 越来越多的特定于行业的垂直 SaaS 解决方案, 比如医疗、制药行业等开始出现, 涌现出了以 Veeva, Athenahealth 为代表的企业。同时, 随着 SaaS 发展深入, 传统软件公司纷纷向 SaaS 转型, 其中以 Adobe、Autodesk 为代表的工具软件企业由于传统的标准化软件产品市占率高, 产品通用程度高, 整体转型较为顺畅。以 Oracle

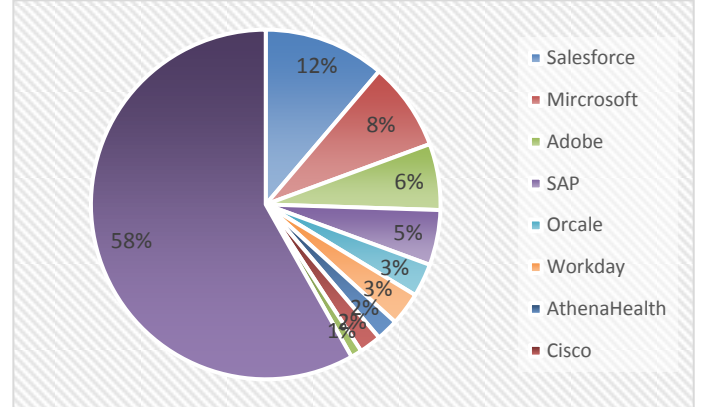
和 SAP 为代表的传统软件企业通过并购方式进行转型，并逐步将原有业务向云端转移，整体转型进程较慢。SaaS 市场整体比较分散，不同厂商领导各个细分市场。

图 16: SaaS 服务全球细分市场分布 (2015 年)



资料来源: Gartner, 华金证券研究所

图 17: SaaS 企业全球市场份额情况 (2015H1)



资料来源: Gartner, 华金证券研究所

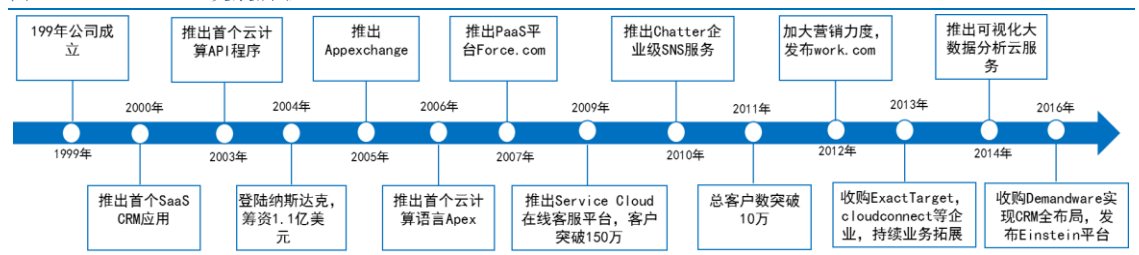
(二) 代表性企业分析

美国 SaaS 发展过程中,传统软件企业和新兴 SaaS 企业各有千秋,我们通过研究美国 SaaS 领域代表性企业,分析企业发展的核心竞争力。

1、Salesforce: 通用领域云服务龙头

Salesforce 于 1999 年 3 月成立,是一家客户关系管理 (CRM) 软件服务提供商,提供可随意应用的客户关系管理,允许客户与独立软件供应商在定制并整合其产品的同时建立各自所需的应用软件。2004 年在纽交所上市,公司上市以来进行了多次战略并购,完成云转型技术突破,成功由传统桌面型 CRM 转型到云端 CRM,并全覆盖 SaaS 和 PaaS 服务,同时引入人工智能和大数据,实现了客户关系管理全产业链的搭建与完善。

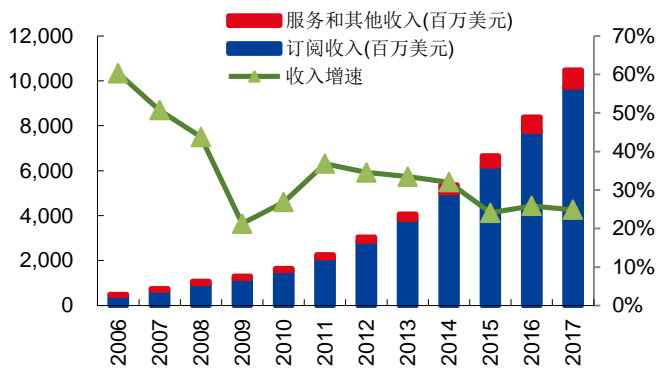
图 18: Salesforce 发展历程



资料来源: 华金证券研究所整理

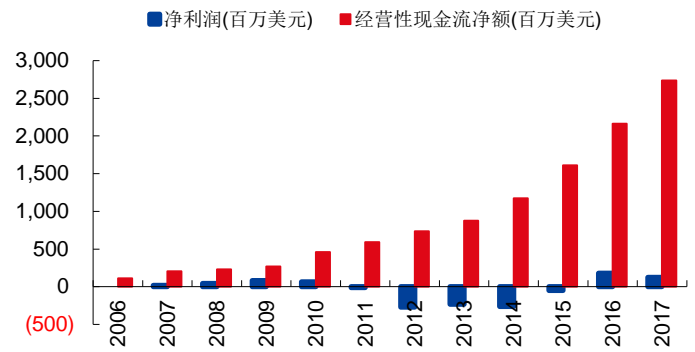
Salesforce 自成立以来其销售收入复合增速超过 30%,公司的收入包括订阅收入和服务收入。订阅收入是公司主要的收入组成部分,占营业收入 90%以上。服务收入包括了项目实施、管理以及培训等其他收入。净利润则一直保持低位,由于 SaaS 的盈利模式和追求收入采取激进的销售策略导致的,折旧摊销费用和股票报酬费用对净利润影响较大,同时公司经营现金流保持稳健增长。

图 19: Salesforce 营业收入情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 20: Salesforce 经营性现金流净额及净利润情况

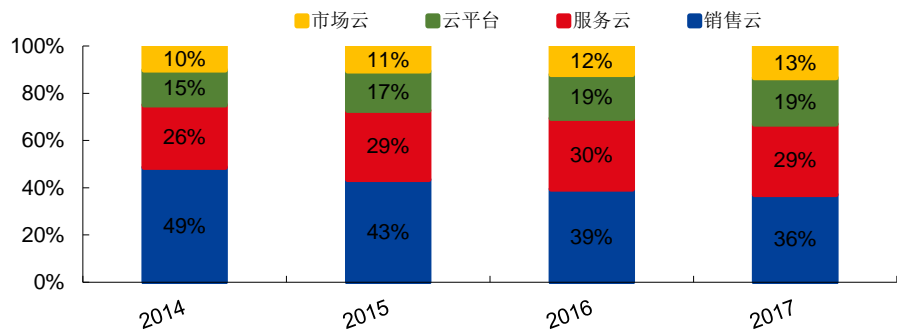


资料来源: wind, 华金证券研究所

(1) 持续完善产品线，订阅付费实现阶梯定价

Salesforce 从 CRM 开始，并拓展客服云和营销云，打造企业平台社区。公司采取交叉销售的策略来推销其多样化产品，以达到增加收入的目的。近年来，公司加大对存量用户的价值挖掘，促使用户向更高的版本进行升级，加大公司对其产品的依赖性。

图 21: Salesforce 分业务收入占比



资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

除此之外，Salesforce 还有一些收入贡献尚不明显的新产品，为未来发展持续布局。产品包括 Commerce Cloud 帮助企业进行线上销售。Community Cloud 将客户、合作伙伴和员工直接关联起来。IoT Cloud 将各种设备、产品、传感器和应用连接起来，为客户实时提供个性化营销和服务。Analytics Cloud 内嵌至用户的工作流程中，通过图形化方式让他们直观和有效的做出决定和分析。Salesforce Quip 将小组的工作和交流内容整合到一个可以用各种设备访问的中心枢纽。

公司提供了 4 个版本给用户选择，其功能随着收费越多功能更强大。公司产品单价根据功能模块的不同，月服务费从 25 美元到 300 美元不等。

图 22: Salesforce 产品价格信息

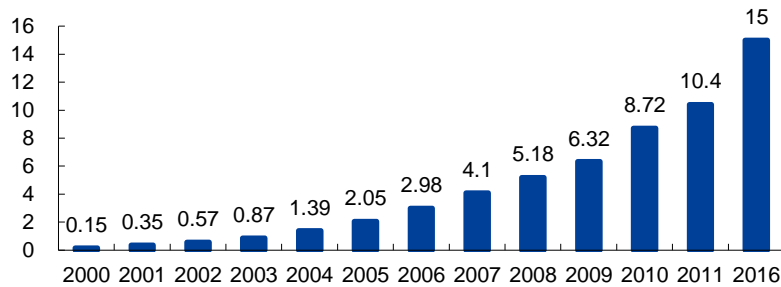


资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

(2) 客户策略从中小企业客户向大客户迈进

Salesforce 在 2000 年推出首款 CRM 应用时仅有 1500 家客户, 2007 年开始随着云计算逐渐获得认同, 公司开始推出 PaaS 平台, 用户可自行开发应用, 公司的用户数目再次迎来了快速增长到 2018 年客户数量已突破 15 万家, 实现爆发式增长。

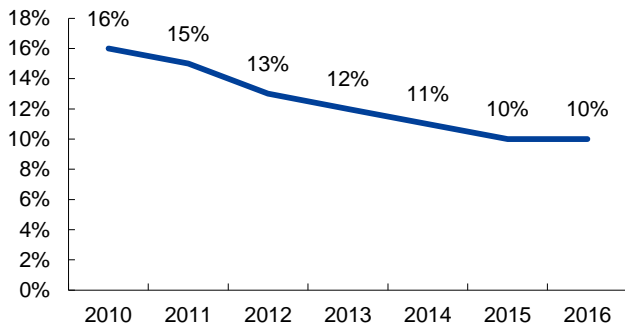
图 23: Salesforce 客户数变化情况



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

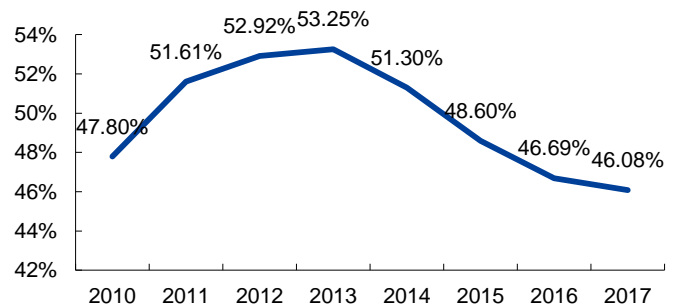
公司产品定位于中小企业, 公司一直注重销售费用的投入, 销售费用占收入比重一致保持在较高水平, 基本在 45% 以上, 2011 年公司为了发展新客户, 并实现更为均衡的客户配置, 将销售费用占比提升至 50% 以上, 公司的销售费用占比显著高于传统企业软件公司, 较高的销售费用保证了公司新客户获取和老客户留存。

图 24: Salesforce 客户流失率



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

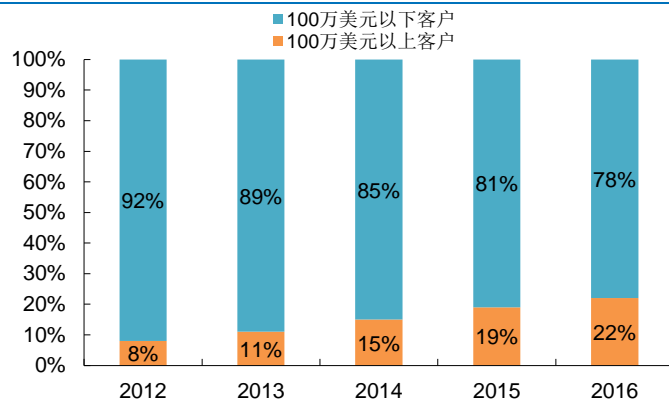
图 25: Salesforce 销售费用率



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

随着美国公有云在大型企业的逐渐渗透，公司逐渐向大客户战略迈进，近年来公司用户数增速放缓，但收入增速未减，大客户的发展为公司的收入和利润增长提供保障。

图 26: Salesforce 客户结构占比

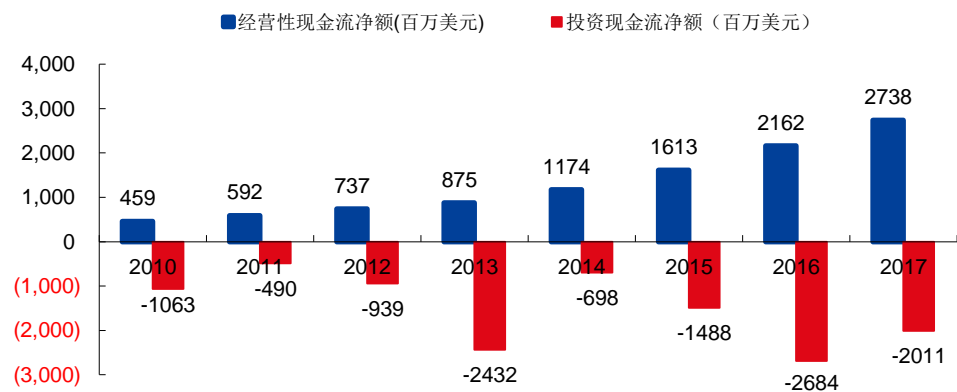


资料来源：公司年报，华金证券研究所

(3) 持续并购丰富内容生态，PaaS 平台实现定制开发

自 2011 年，公司加大了对并购的投入，持续完善产品内容生态，其中较大规模并购为 2012 年 7.36 亿美元收购社交媒体营销平台 Buddymedia，2013 年 25.34 亿美元收购数字媒体营销解决方案商 Exacttarget，2016 年以 29 亿美元收购电子商务解决方案商 Demandware 和 7.42 亿美元收购商业智能分析平台 Krux。从投资现金流来看，2011 年开始流出金额增大，在 2016 年金额上达到高点。

图 27: Salesforce 经营性现金流净额和投资现金流净额



资料来源：公司年报，华金证券研究所

公司在 2005 年推出 APPEXchange，搭建客户和 ISV 平台。2007 年推出 Force.com 的高效能 PaaS 平台，旨在特色化和能够 SaaS 产品定制和性能。随着公司向大型企业战略迈进，为了方便客户灵活开发和深度定制，公司收购 Heroku，为大型企业提供高控制的 PaaS 平台。

(4) 小结

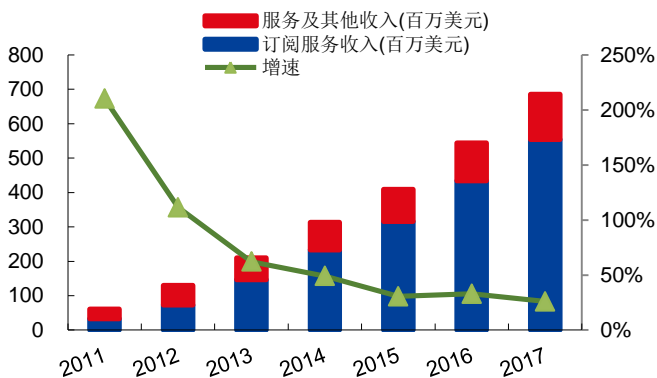
我们认为 Salesforce 成为全球最大 SaaS 服务的企业，从产品能力上，公司从 CRM 产品起步，通过持续的内生扩展和外延并购，从通用模块和行业垂直两个维度拓展产品宽度和深度。从客户运营能力上，公司通过高额销售投入建立庞大的销售团队，产品覆盖从中小企业，并逐步扩展大企业客户，最终实现各行业、各层级规模企业用户的均衡配置，从而保证公司新客户获取

和老客户留存。从生态能力上，公司从早期的 API 程序语言，到 PaaS 平台、应用程序商店、云开发语言等系列产品的布局，并通过开放 API、吸引 ISV 的开发与集成来打造生态，增强其影响力与话语权，构建竞争壁垒。

2、Veeva: 生命科学行业的 SaaS 服务领导者

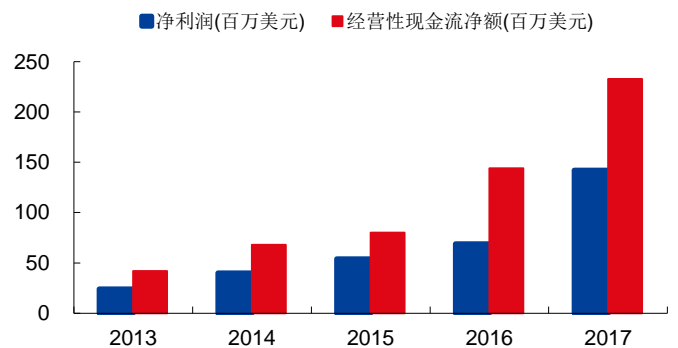
Veeva 成立于 2007 年，Veeva 发展路径从 CRM 延展到生命科学领域全数据，为其提供从新药研发、临床实验、药品销售、内部管理解决方案，实现全流程管理，形成产品闭环。公司凭借技术壁垒，深耕生命科学领域这个高标准严要求的行业，与一系列客户发展战略伙伴关系。2013 年登陆纳斯达克，公司 2013-2017 年营收符合增速为 34.39%，净利润和经营性现金流持续上升。

图 28: Veeva 营业收入情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 29: Veeva 经营性现金流净额及净利润情况

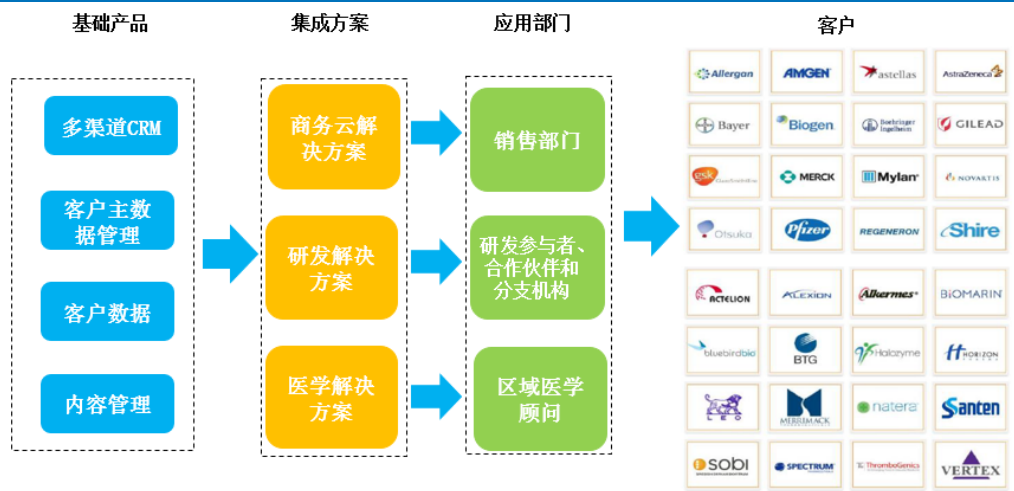


资料来源: wind, 华金证券研究所

(1) 深耕生命科学行业，功能细化提升产品深度

公司高度聚焦生命科学行业，产品定位于满足客户从研发到商业化的独特需求。Veeva 现有业务模式是以内容管理云平台、多渠道客户关系管理、客户主数据管理以及客户数据四大基础业务为基础。公司以四大基础业务产品为基础并添加新的应用，组成行业相关整套解决方案，包括针对药企和生物科技领域企业的不同部门业务需求的通用型商务云解决方案、专门用于 MSL（区域医学顾问）的医学解决方案以及针对药企研发的研发解决方案。

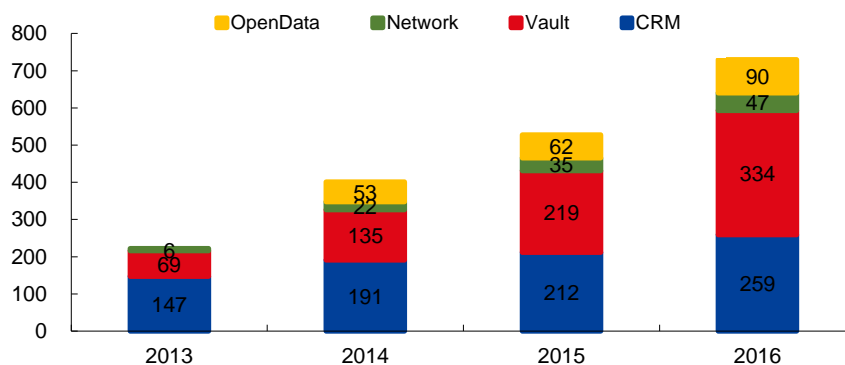
图 30: Veeva 业务流程图



资料来源：华金证券研究所整理

公司业务从期初 CRM 业务一家独大发展为 CRM 与 Vault 占据大头，同时实现有 OpenData 和 Network 业务新业务持续增长。公司产品涵盖医药研发、生产、销售周期，通过功能细化提升产品深度，实现收入高速增长。

图 31: Veeva 分项收入客户数 (个)



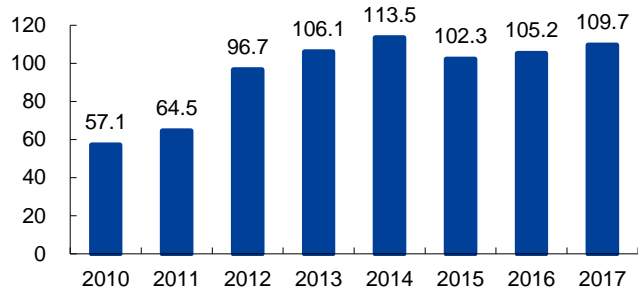
资料来源：Veeva 年报，华金证券研究所

(2) 聚焦大客户，高续费高客单保障公司发展

目前，Veeva 的合作客户超过 600 家，合作伙伴包括世界上顶尖的制药公司和新兴的生物制药公司。Veeva 以大客户为主，客单价较高，其专业解决方案与客户业务的高度切合，能够通过不断改进产品增加客户黏度，客户订阅服务续费率一直保持在高位。高续费率与不断提高的客单价，是 Veeva 成为垂直行业龙头企业的重要因素。

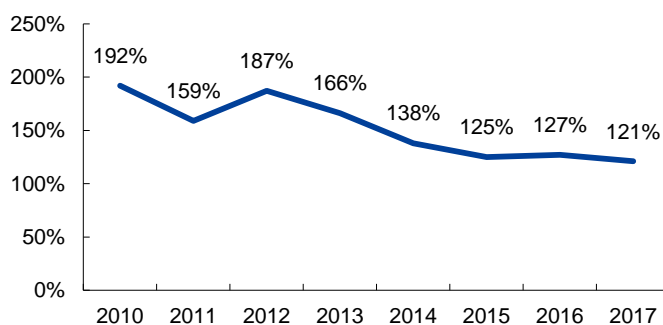
销售费用来看，相比于定位中小企业 SaaS 企业需要大规模拓展市场，Veeva 深耕行业，聚焦大客户，对应销售费用率比较低，这也是 Veeva 在 IPO 前三年就实现盈利的原因之一。

图 32: Veeva 的用户 ARPU 值 (万美元)



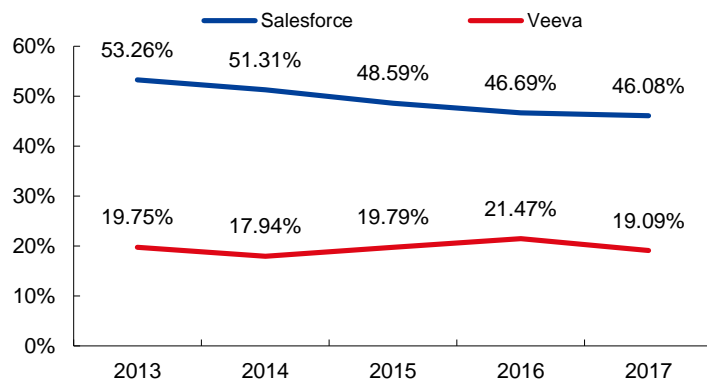
资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 33: Veeva 历年订阅服务续费率



资料来源：Veeva 年报，华金证券研究所

图 34: Veeva 销售费用率



资料来源：公司年报，华金证券研究所

(3) 掌握行业数据，建立核心竞争力

通过多年行业深耕，Veeva 产品能够深植客户标准作业流程，让用户粘度较高；另一方面，庞大的行业数据积累也使客户更换产品的成本上升。公司软件服务逐渐走上用数据掌握医疗行业命脉的道路。Veeva 为大型制药公司管理客户数据库、追踪药物研发和组织临床试验，积累了医疗产业客户群、药物研发数据、临床数据等关键数据，将是其未来转型和发展的核心竞争力。

(4) 小结

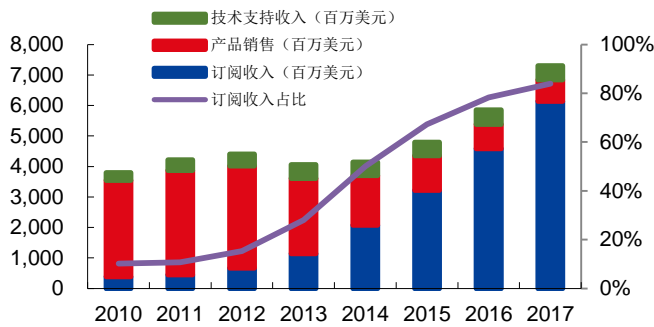
我们认为 Veeva 之所成为垂直行业的领军企业，在产品能力上，公司从 CRM 模块起，并在功能模块、产业链覆盖等维度进行产品深度拓展。客户运营能力上，公司聚焦于大型企业客户，实现高客单价和高续费率，同时深耕行业，树立行业口碑，从而降低新客户获取成本。

3、Adobe：创意软件龙头，向 SaaS 转型获得成功

Adobe 于 1982 年成立，被市场熟知的应用是图像处理软件 Photoshop 和 PDF 阅读器，并始终保持行业垄断地位。公司主营业务分为数字媒体、数字营销以及印刷出版。

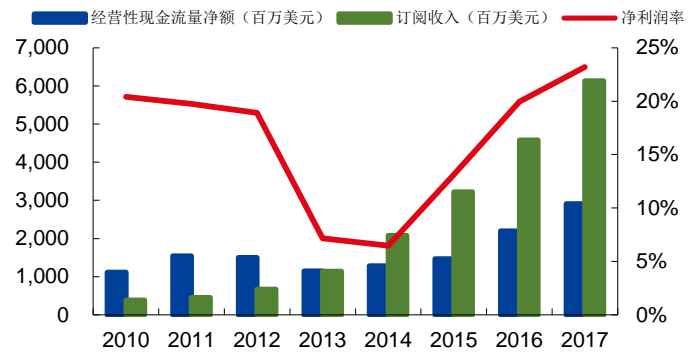
2012 年，Adobe 尝试性推出了 Creative Cloud 的 SaaS 服务，开始向云化转型。2013 年全面推动云化转型，原产品 CS 套件此后将不再更新。由于云转型对传统业务挤压和订阅收入使得当年客单价下降，2013 年开始公司营收和净利润开始下滑，随着 SaaS 软件订阅收入占比提升，公司的收入和现金流稳定上升，2017 年订阅收入占比达到 84%。云端部署带来的服务和营运效率提升，公司净利润率开始触底回升，2017 年达到 23.20%，创出历史新高，公司向 SaaS 转型获得成功。

图 35: Adobe 收入结构情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 36: Adobe 经营性现金流净额、净利润情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

(1) 产品能力构筑客户粘性，云化提升客户生命周期

公司作为创意设计软件领域的龙头企业，其明星产品 Photoshop 市场占有率达 90%。公司建立由 Creative Cloud、Experience Cloud 和 Document Cloud 三大块构成的云服务体系的战略布局，Creative Cloud 为设计工作者提供设计工具，Experience Cloud 主要为客户提供包含数据分析、内容制作、平台投放等环节的一体化。Document Cloud 主要为用户提供 PDF 文档管理服务。公司优秀的产品能力，使得其地位难以被撼动。

表 3: Adobe 业务分类情况

业务分类	主要产品	产品描述
数字媒体	Creative Cloud	图像处理软件: Photoshop、illustrator、InDesign 等
	Document Cloud	PDF 文档管理
数字营销	Adobe Experience Manager、Campaign、Target	提供完整的数字营销解决方案，包括广告投放、分析等
印刷出版	基于 Adobe PostScript 和 Adobe PDF 技术等产品	文档印刷、网页 APP 和高端打印

资料来源: 华金证券研究所整理

公司强大的产品能力为用户提供高质量的服务，具有稳定的客户群体，客户粘性较强。同时，公司云化转型过程中，收费模式从传统的卖授权变更为订阅收费转变。和传统软件授权模式相比，订阅模式有效提升客户生命周期价值，有效带动公司收入长期增长。

表 4: Adobe 转型前后客户生命周期价值对比

Adobe		
传统套装软件	平均软件购买成本 (美元)	975
	软件更新成本 (美元)	975
	客户生命周期价值 LTV (美元)	1950
SaaS 产品	平均客单价价格 (年)	334.8
	年留存率	90.00%
	客户生命周期价值 LTV (美元)	3348

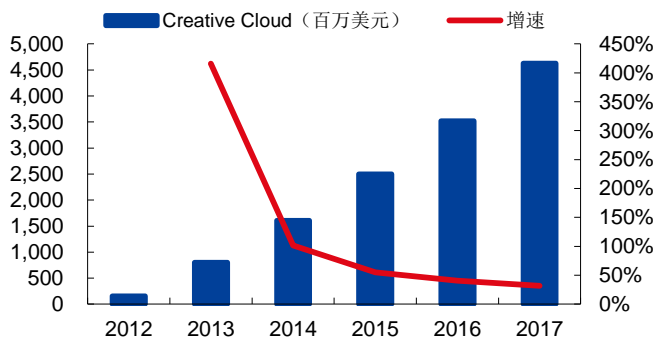
资料来源: Adobe, 华金证券研究所

(2) 存量客户奠定基础，增量客户助力发展

在订阅模式下，用户在初期投入相对少的支出下可以使用到更多的软件应用，一定程度上降低了软件的使用门槛。此外，许多用户通过破解注册码等方式获得盗版软件。在 SaaS 模式下，灵活付费、使用成本降低以及升级频繁等特点有效制约了盗版软件的使用。

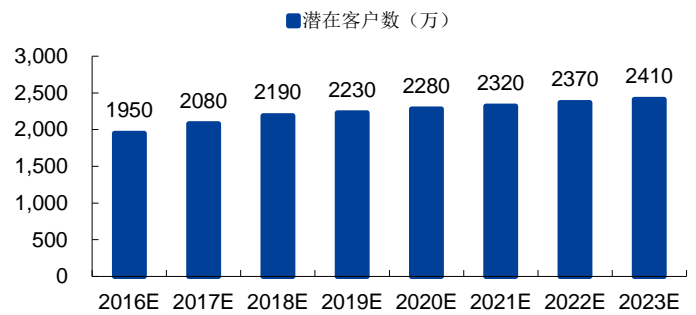
大规模的存量客户是公司云化转型的基础，公司传统套装软件用户规模约为 1280 万，在 2013 年向云转型之后，2017 年公司主要产品 Creative Cloud 用户接近 1200 万，其中有超过 35% 客户为新用户。根据研究机构 Trefis 预测，Creative Cloud 的潜在用户规模在 2017 年是 2080 万，随着云服务深入发展，到 2023 年将达到 2410 万。Creative Cloud 的销售收入由 2012 年 1.55 亿美元增至 2017 年的 46.3 亿美元，助推公司云转型迈向成功。

图 37: CreativeCloud 收入情况



资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 38: CreativeCloud 潜在用户数预测



资料来源：Trefits，华金证券研究所

(3) 持续并购向数字营销拓展

2008 年开始，公司逐步布局数字营销新业务蓝图，通过持续并购公司整合技术和资源，完善数字营销云体系的部署，实现数字营销一体化服务的公司。

表 5: Adobe 收购对象

公司名称	收购时间	金额 (亿美元)	主营业务
Omniture	2009	18	网站分析
DaySoftware	2010	2	网站内容、体验管理
EfficientFrontier	2012	4	搜索引擎解决方案
Neolane	2013	6	数据营销、数字影像服务
TubeMogul	2016	5	视频广告平台
Marketo	2018	47.5	营销云系统服务商

资料来源：华金证券研究所整理

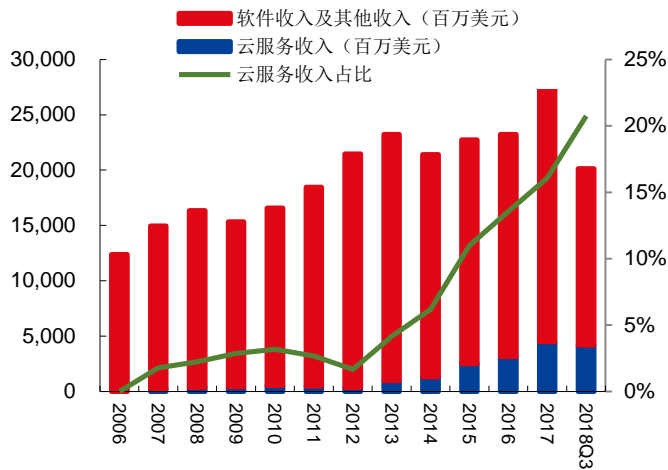
(4) 小结

Adobe 作为传统软件企业向云化转型获得成功的企业，从产品能力上来看，公司传统产品拥有较高市占率，向 SaaS 转型构建了强大的产品矩阵，并通过持续并购向数字营销拓展，内生和外延相结合实现产品深度和宽度。在客户运营能力方面，公司凭借客户粘性优势，对存量客户进行转化提升客户生命周期价值，同时 SaaS 产品降低使用门槛，获得增量客户。

4、SAP：外延并购，SaaS 转型循序渐进

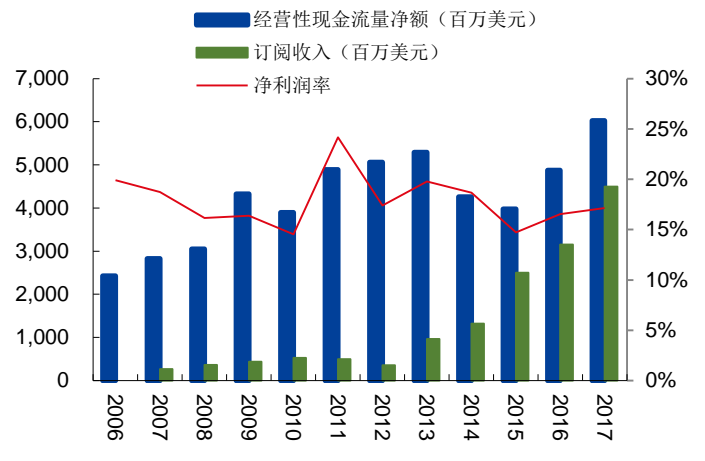
公司为全球最大的企业管理软件和协同解决方案供应商，产品服务于 25 个行业，拥有超过 25000 企业客户，其中包括财富 500 强 80% 的企业及 85% 最有价值的品牌。SAP 自 2010 年起开始向云化转型，主要通过并购 SaaS 企业实现云服务业务收入提升，但公司的云转型较为保守，从提出云服务战略至 2017 年底，一直维持在 20% 以下。

图 39: SAP 收入结构情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 40: SAP 经营性现金流净额、净利润情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

(1) 外延并购实现产品布局

SAP 云计算业务产品主要来自战略收购公司，包括 SuccessFactors、Ariba、Concur 和 Hybris 等公司。公司为全球企业提供领先的云计算解决方案产品包括差旅费用云、采购云、CRM 云、HR 云、PaaS 云、中小企业 ERP 云、分析云等。

表 6: SAP 在 SaaS 领域并购情况

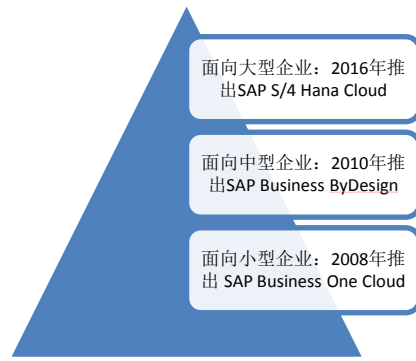
时间	公司名称	收购金额 (亿美金)	主营业务
2011	SuccessFactors	34	人力资源管理
2012	Ariba	43	云端采购管理
2014	Fieldglass	2	雇员和项目管理
2014	Concur	83	差旅和费用管理
2015	Hybris	10~15	客户管理

资料来源: 华金证券研究所整理

(2) 客户业务覆盖大中小型企业

在 2010 年，SAP 推出了 SAPByDesign 云和 SAP 分析云，分别对应中小企业的 ERP 应用和各类型企业的商务分析应用。在 2016 年，SAP 大力推进合作伙伴向云转型，推出 SAPS/4HANACloud，并与 SAP 的业务线应用和 SAPCloudPlatform（云平台）原生集成，补充了高端 ERP 产品的公有云部署能力。

图 41: SAP 针对大中小企业的云产品



资料来源: 华金证券研究所整理

(3) 小结

SAP 主要面向大型企业客户，向 SaaS 转型过程中整体较为保守，从产品能力上来看，公司凭借强大的资金实力，通过大规模并购完善自身产品线，2016 年推出 HanaCloud，完成覆盖大中小型企业的云产品体系。

5、总结：产品能力、客户运营能力和资本实力构筑核心竞争力

基于对美国 SaaS 领域中初创企业和传统软件公司中代表性公司分析，我们认为优秀的 SaaS 企业核心竞争力可以分为：

产品能力：SaaS 产品拓展路径可以分为产品深度和广度两个纬度来看。通用领域的企业，通过功能和应用场景的持续拓展，实现产品宽度和深度的拓展。垂直领域的企业，通过产业链纵向拓展提升产品的深度。强大产品能力能够匹配用户需求，提升用户粘性。

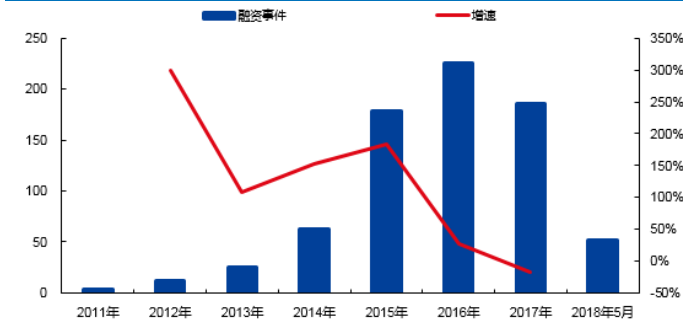
客户运营能力：SaaS 企业用户的获取和留存是关键，客户运营从增加用户数和提升用户贡献价值两个纬度着手，保持较高的用户续费率是 SaaS 企业的一致目标。

资金实力：企业在产品能力、客户运营和生态构建需要有大量资金支持。企业通过持续并购能够快速补足短板，构筑竞争壁垒。

三、国内 SaaS 发展迎来机遇，传统软件企业向云而生

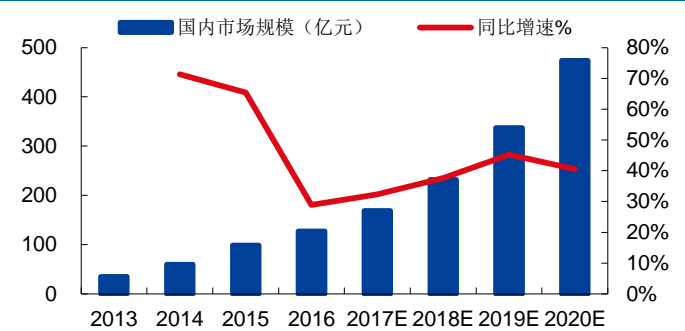
2014 年之前国内 SaaS 服务成熟度不高，缺乏行业领军企业，市场规模偏小。在 2014-2015 年经历了短暂的爆发式增长，2016 年年初一级市场 SaaS 领域关注度达到高点，此后随着互联网创业整体进入寒冬期，资本的谨慎波及到了企业服务市场，SaaS 的热度急速降温。从 2016 年开始，SaaS 市场进入相对理性平稳的发展阶段，维持在 30%-40%左右的增长率。预计 2020 年国内 SaaS 市场规模 473.4 亿元，未来发展空间广阔。

图 42: 我国 SaaS 行业融资事件



资料来源: IT 桔子, 华金证券研究所

图 43: 2013-2020 年中国 SaaS 行业市场规模及预测



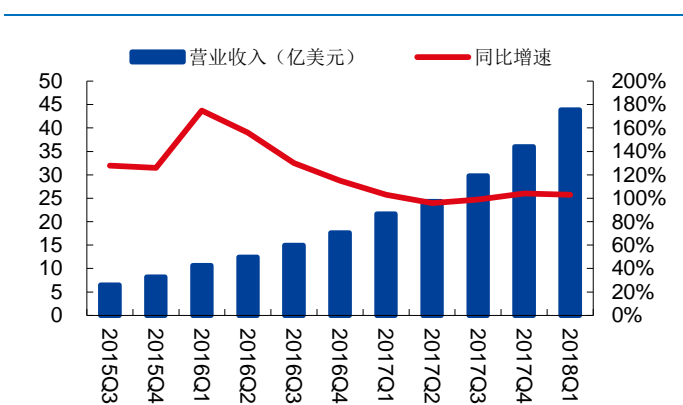
资料来源: 艾瑞, 华金证券研究所

(一) 国内 SaaS 发展势在必行

1、云计算产业链不断成熟

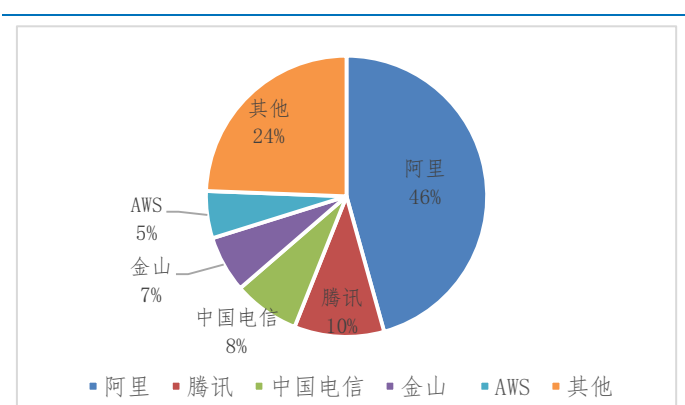
IaaS 和 PaaS 相对于 SaaS 处于产业链底层的位置, 是 SaaS 发展的基础。IaaS 层方面, 2009 年阿里云成立, 2012 年腾讯云、金山云、京东云相继成立, 国内云计算开始兴起。随后国内对云计算逐步认同, 金融政务云部署增加, 传统企业上云成为趋势, 云计算、大数据、人工智能相互促进高速发展。目前阿里云在国内市场的份额遥遥领先, 竞争壁垒高筑。阿里 2018 年 Q1 云业务收入 43.9 亿元, 同比增长 102.7%, 连续 12 个季度规模翻番, 未来随着规模效应不断扩大, 阿里云有望跨过盈亏平衡点, 实现盈利。国内阿里云、腾讯云、金山云三大云服务商占据 IaaS 层 63% 的份额, 我国公有云 IaaS 层市场份额不断向巨头集中的趋势已然明确。

图 44: 阿里云季度收入情况



资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

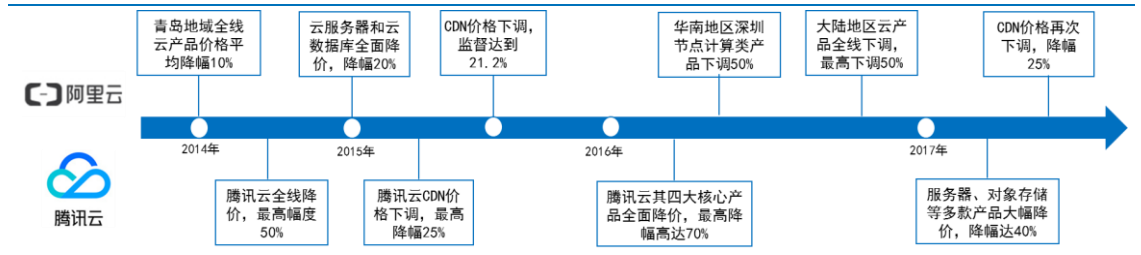
图 45: 2017 年中国公有云市场份额



资料来源: IDC 中国, 华金证券研究所

随着网络带宽、硬件终端、云计算等基础设施水平较以往不断提升, 使得企业级 SaaS 服务的门槛降低。阿里、亚马逊、微软等巨头在云服务业务展开激烈竞争, 其中 2014 年降价最为明显, 云产品价格走低带动 SaaS 公司的服务成本显著下降。随着 IaaS 迅猛发展, 云计算服务的生态圈逐步完善, 产业链不断发展壮大, 带动了 SaaS 服务的蓬勃发展。

图 46: 阿里云和腾讯云降价情况

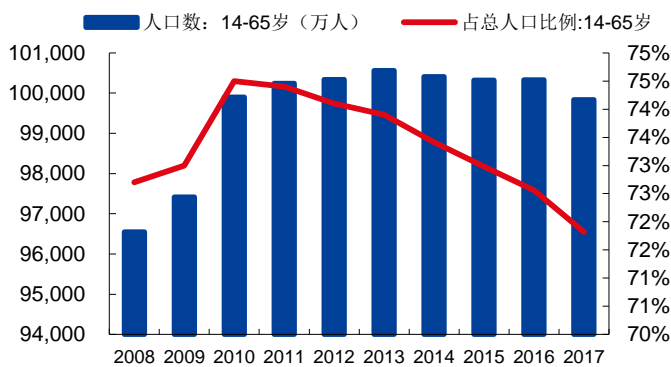


资料来源: 华金证券研究所整理

2、人力成本不断攀升

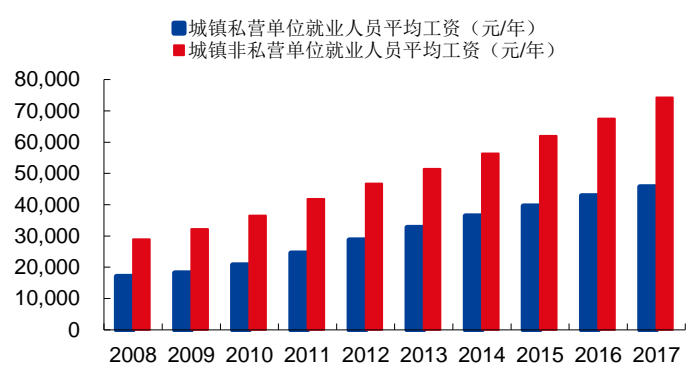
从我国劳动年龄人口（15-64岁）方面来看，中国劳动人口自2013年达到10.06亿的峰值以来一直在持续下降。随着人口老龄化程度的加深，中国劳动年龄人口（15-64岁）占比也持续下滑。近年来，我国劳动力价格不断上涨，用工成本不断上升。其中我国城镇制造业非私营单位就业人员的平均工资由2008年的24404元上涨至2017年的74318元，复合增长率为15.72%。

图 47: 中国劳动人口情况



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

图 48: 人力成本持续上升



资料来源: wind, 华金证券研究所

随着劳动力下降及劳动力成本大幅上升的同时，通过企业信息化提升效率就显得尤为重要。SaaS模式的普及，有助于企业降低员工规模，减少工资开支。相比传统软件，SaaS服务依托于互联网，采取按需收费的模式，无需企业用户准备机房等硬件设施，IT方面工作人员需求大量减少，故而能够大幅度降低企业运营成本。

3、政策推动企业上云

具体来看我国企业上云的现状，目前我国企业上云率已由2009年的3.2%提升至2018年的30.8%。从上云企业用户规模看，当下云建设的核心需求来自大中型企业，其中100人以上规模的企业上云比例显著高于100人以下的企业。目前公有云市场用户来自于互联网行业，但占中国经济比重最大的制造业仅占12%，金融占8.5%，医疗健康行业占3.6%，市场潜力较大。随着2016年以后政策持续推动金融、保险、政企等传统行业客户纷纷上云，市场需求望有爆发式增长。

表 7：国内企业上云政策

时间	组织单位	事件	内容
2016 年 7 月	银监会	《中国银行业信息科技“十三五”发展规划监管指导意见》（征求意见稿）	首次对银行业云计算明确发布监管意见。提出到十三五末期，银行业面向互联网场景的重要信息系统全部迁移至云计算架构平台，其他系统迁移比例不得低于 60%
2017 年 4 月	工信部	《云计算发展三年行动计划 2017-2019》	到 2019 年我国云计算产业规模达到 4300 亿元，突破一批核心关键技术，云计算服务能力达到国际领先水平。
2017 年 6 月	中国人民银行	《中国金融业信息技术“十三五”发展规划》	促进金融业合理利用新技术，建设云计算、大数据应用基础平台及互联网公共服务可信平台研究区块链、人工智能等热点新技术应用。
2017 年 11 月	国务院	《关于深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》	提出加快建立和发展工业互联网，支持传统产业优化升级。
2018 年 6 月	工信部	《工业互联网发展计划（2018-2020）》和《工业互联网专项工作组 2018 年工作计划》	2020 年底初步建成工业互联网基础设施和产业体系。推动 30 万家以上工业企业上云，培育超过 30 万个工业 APP
2018 年 8 月	工信部、发改委	《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020）》、《推动企业上云实施指南（2018-2020）》	到 2020 年全国新增上云企业 100 万家，形成典型标杆应用案例 100 个，形成一批有影响力、带动力的云平台和企业上云体验中心。

资料来源：政府网站，华金证券研究所

4、知识产权保护日趋完善

以前国内对知识产权保护不力，导致用户没有付费使用软件的习惯，造成盗版横行，使得软件公司苦不堪言。

近年来政策对知识产权的保护与扶持，知识产权法律法规和监管条例日趋完善，同时对违法侵权案件惩治力度逐年加大。国家版权局等四部委开展查处侵权的“剑网行动”近 12 年，其中“剑网 2016”专项行动，各地共查处行政案件 514 件，行政罚款 467 万元；移送司法机关刑事处理案件 33 件，涉案金额 2 亿元，关闭网站 290 家。知识产权发展和保护环境日趋向好。

表 8：知识产权保护相关政策

事件	时间	政策要点
十三五规划	2016 年 3 月	实施严格的知识产权保护制度，完善有利于刺激创新的知识产权归属制度，建设知识产权运营交易和服务平台，建设知识产权强国
关于完善产权保护制度依法保护产权的意见	2016 年 11 月	加大知识产权侵权行为惩治力度，提高知识产权侵权法定赔偿上限，探索建立对专利权、著作权等知识产权侵权惩罚性赔偿制度。
全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品工作要点	2017 年 5 月	加强网络侵权盗版治理，进一步加大网络文学、影视、动漫、教材等领域和电子商务、软件应用商店等平台版权整治力度，严格新闻作品转载使用，将新型传播方式纳入版权监管范围。
习近平总书记博鳌亚洲论坛讲话	2018 年 4 月	加强知识产权保护，是提高中国经济竞争力最大的激励。将重新组建国家知识产权局，完善执法力量，加大执法力度，进一步加强对知识产权的保护。
“互联网+”知识产权保护工作方案	2018 年 8 月	将“互联网+”作为深化知识产权保护方式改革的重要手段，创新执法指导和管理机制，发挥大数据、人工智能等信息技术在知识产权侵权假冒的在线识别、实时监测、源头追溯中的作用，最大程度减少对企业正常生产经营行为的影响。

资料来源：中国知识产权网、新华网，华金证券研究所

加大知识产权保护力度，能够培养用户付费使用软件的习惯，为国产软件发展创造良好的环境。SaaS 软件基于云端部署，其本身很难盗版，同时 SaaS 降低使用软件的使用门槛，随着打击盗版的不断深入，过去使用盗版软件的用户有望转化为 SaaS 产品用户，成为未来潜在的市场增量。

（二）国内 SaaS 行业竞争格局

尽管 Salesforce 在全球 SaaS 行业市场份额居首，但在中国地区业务一直没能发展起来，一方面是因为我国企业以客户为中心的理念还不够成熟，市场营销理念与海外仍有较大差异，产品本地化方面也有待提升。另一方面订阅价格对于大多数国内企业仍然偏高，而本土企业在性价比方面拥有较强的优势。

表 9：主流 CRM 价格对比

版本	功能	Salesforce	纷享销客	销售易
企业版	功能完整的销售 CRM 管理	75/美元/月	980/元/年	180/元/月
旗舰版	可根据业务深度自定义的智能销售 CRM 管理	150/美元/月	1980/元/年	360/元/月
无限版	无限扩展定制的智能销售 CRM 管理	300/美元/月	3980/元/年	600/元/月

资料来源：公司官网，华金证券研究所

目前国内 SaaS 市场形成了以互联网巨头、初创企业和传统软件厂商三足鼎立的竞争格局。互联网巨头主要争夺小微企业市场，因为这些企业产品需求和 C 端类似，追求低价甚至免费，产品通用程度高，门槛较低。初创企业主要面向中小企业，早期获得资本支持，切入通用领域（OA/CRM/HR）的居多。传统软件企业积极向 SaaS 转型，主要面向中大型企业，这些企业客户和行业产品存在较高业务壁垒、较强付费能力。

从美国产业发展来看，SaaS 企业核心竞争力主要是产品能力、客户运营能力以及资本实力，以 Adobe 为代表传统企业向 SaaS 转型获得成功，也为国内传统企业向 SaaS 转型提供发展思路。传统企业积累了 B 端产品服务能力，主要面向中大型客户，资金实力和 PaaS 平台能力强于初创企业，凭借这些优势，有望在向 SaaS 转型中获得成功。

表 10：互联网公司，传统软件企业以及初创公司核心竞争力分析

市场参与者	产品能力	客户运营能力	资金实力	PaaS 平台能力
互联网公司	C 端产品优势突出	一般，面向小微企业	较好	较好
传统软件企业	B 端产品具有优势	较好，面向中大型企业	较好	较好
初创公司	聚焦细分领域	较好，面向中小企业	一般	一般

资料来源：华金证券研究所整理

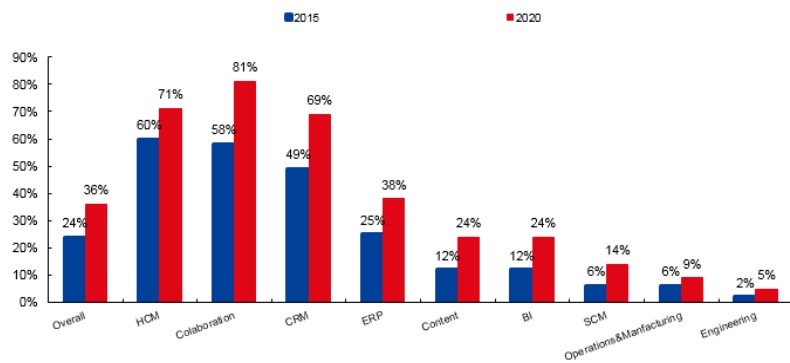
（三）传统软件企业向云而生，焕发生机

随着云计算深入发展,SaaS 产品深入人心,加上海外软件企业纷纷向 SaaS 转型获得成功,国内企业借鉴海外发展模式纷纷开启转型之路。结合国内行业发展情况,我们分析传统软件企业向 SaaS 转型的三个突破方向。

1、通用领域：ERP 领域有望突破

通用领域来看,企业管理中网络外部性越强的模块,越容易云化。例如销售、客服、营销等,其对外沟通和移动办公需求大,互联网属性更强,上云之后有助于提升外部链接便利性,是比较容易 SaaS 化的领域。CRM、HR、协同办公等领域率先云化,渗透率也较高。企业 ERP 系统,涉及企业隐私,定制化程度较高,整体 SaaS 化进度较慢。

图 49: 2015-2020 全球 SaaS 应用渗透率情况



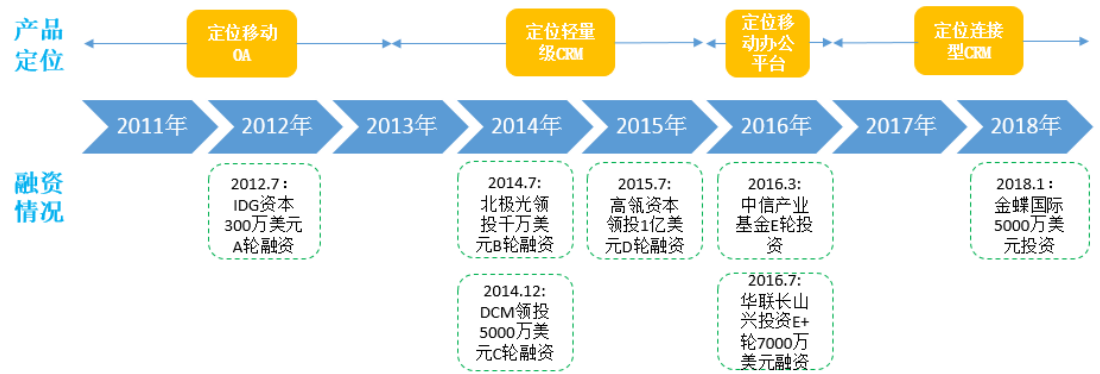
资料来源: IDC, 华金证券研究所

(1) CRM、HR、OA 等行业竞争激烈, ERP 行业壁垒更高

从 CRM、HR、协同办公等这些细分领域来看,由于其产品通用化程度较高,SaaS 服务门槛较低,加上互联网巨头和初创公司相继进入,行业竞争非常激烈。互联网公司方面,企业微信打通员工和客户的个人微信号,解决企业内外部信息协同的需求,注册企业 150 万家,活跃用户 3000 多万。阿里钉钉以免费模式抢占入口,推出智能办公系列软硬件系列产品,企业组织数量已超过 700 万家。

从纷享销客发展历程来看,经历了多次业务转型,从销售管理扩展至一站式办公平台,继而增加 IM、邮件、云盘功能。面对钉钉激烈竞争,纷享销客目标客户从小企业转向中大型企业,绕开互联网巨头正面竞争。我们认为 SaaS 企业在针对中小企业客户,做 CRM、HR、OA 等单一领域的功能模块很难形成有效行业壁垒。

图 50: 纷享销客发展历程



资料来源：华金证券研究所整理

ERP 通过对库存、营销和售后服务管理等实现销售业绩的改善，并对企业财务报表数据、人力资源、现金流和流动资金等经营状况进行智能监督，ERP 的产品线相对较长，流程全面，涉及企业采购、生产、仓储、销售等多个部门，相比于 OA、HR、CRM 等系统，定制化程度较高，开发周期较长。对 SaaS ERP 企业而言，要求能够对业务有深刻理解和丰富的行业经验，能够链接企业上下游供应链，实现数据集成。因此 SaaS ERP 行业有较高的竞争壁垒，拥有 B 端服务经验和传统企业具有较强优势。

(2) SaaS ERP 开辟新空间，中型企业市场是重点

对传统 ERP 而言，实施周期为 5-6 个月，SaaS ERP 只需 2-3 个月即可实施。相比于传统 ERP，SaaS ERP 的一次性投入大幅减少，降低了企业使用 ERP 的门槛。此外传统 ERP 后期运维费用较高，企业支付意愿较低，且存在支付周期不确定。SaaS ERP 在高续费率前提下，提高了后续增值服务的销售机会，有利于单个客户的价值挖掘，其客户生命周期价值和传统 ERP 相差无几。

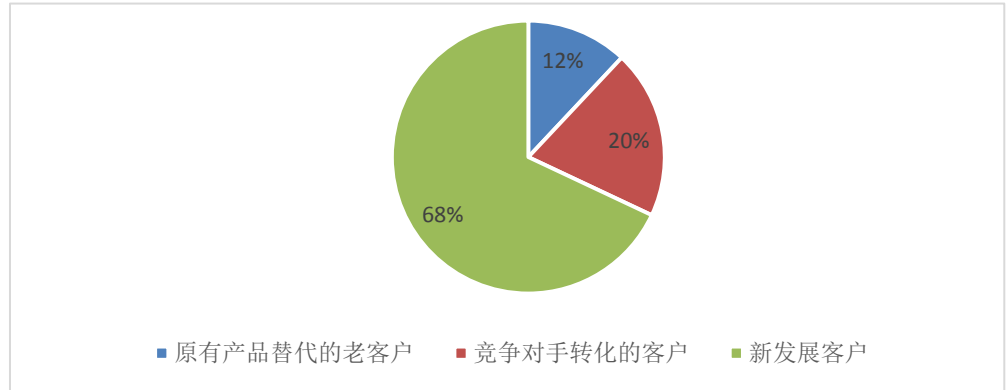
表 11: 中型企业采用传统 ERP 和 SaaS ERP 投入对比

传统 ERP		SaaS ERP	
软件购买 (万元)	50-100	订阅 (万元)	5-10
运维费用 (万元)	10-15	实施 (万元)	10-15
运费续费率	20%	订阅续费率	90%
客户生命周期价值 (万元)	62.5-118.75	客户生命周期价值 (万元)	60-115

资料来源：华金证券研究所整理

以金蝶国际为例，2018 年半年报显示，新客户占比达到 88%，其中来自竞争对手的客户比例接近 20%，新用户比例为 68%，老用户转化升级的比例只有 12%。可以看到，对于企业而言，SaaS ERP 降低了使用门槛，吸引更多的新企业采用 SaaS 产品。结合 SaaS ERP 的客户生命周期价值来看，我们认为 SaaS ERP 并没有使得原有 ERP 市场空间变小，相反随着使用门槛降低，更多的中小企业能够上 ERP 系统，渗透率大幅提升，打开整体市场空间。

图 51：金蝶云用户来源（2018 年 H1）

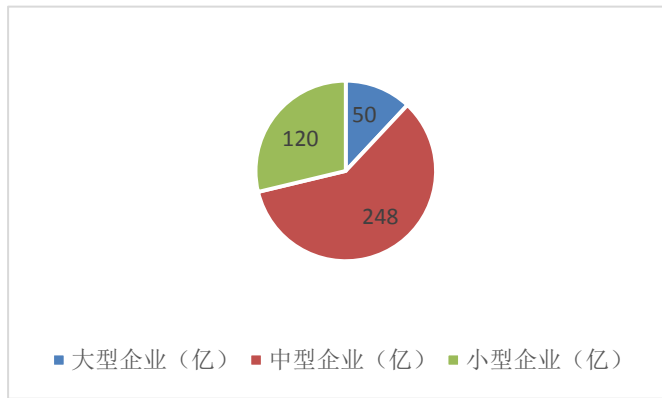


资料来源：公司 2018 年中期业绩交流会，华金证券研究所

从企业需求来看，大型企业业务流程、架构层级复杂度较高，有更强的定制化需求。在寻求服务时，倾向于寻找品牌效应强、企业级市场经验丰富的企业。小微企业方面，业务流程简单且定制化程度低，但是付费意愿和 IT 投入较低，倾向于选择轻量级的 SaaS 应用。中型企业方面，对于整体信息化需求较强，同时中型企业具有一定规模，随着企业规模、门店数量快速扩张，SaaS ERP 可以让企业快速扩展系统并增加新的业务功能。根据测算，中型企业市场规模为 248 亿，占整体市场空间 59%。从市场空间来看，中小型企业成为 SaaS ERP 最重要的是细分市场，同时大型企业市场具有高度定制化特点，传统 ERP 企业具有较强优势。

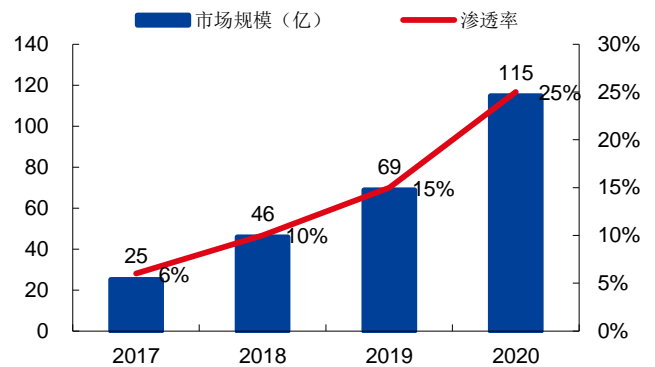
假设到 2020 年我国 SaaS ERP 渗透率达到 25%，接近 2015 年全球 SaaS ERP 渗透率，2020 年 SaaS ERP 市场规模将接近 115 亿元。

图 52：中国 SaaS ERP 整体市场空间预测



资料来源：华金证券研究所整理

图 53：2017-2020 中国 SaaS ERP 市场规模预测

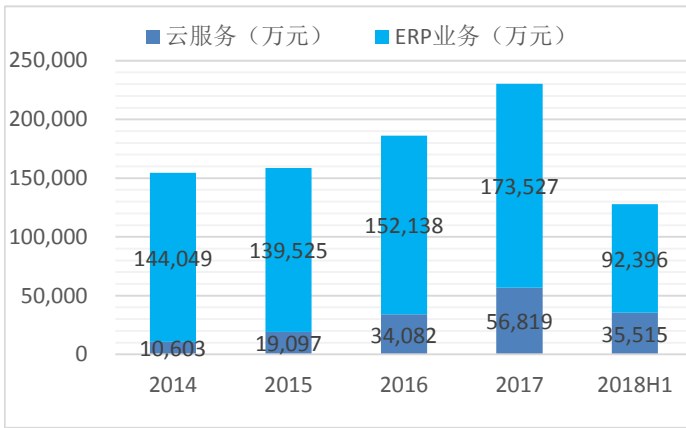


资料来源：华金证券研究所整理

(3) 传统 ERP 企业积极向 SaaS 转型，产品线布局完善

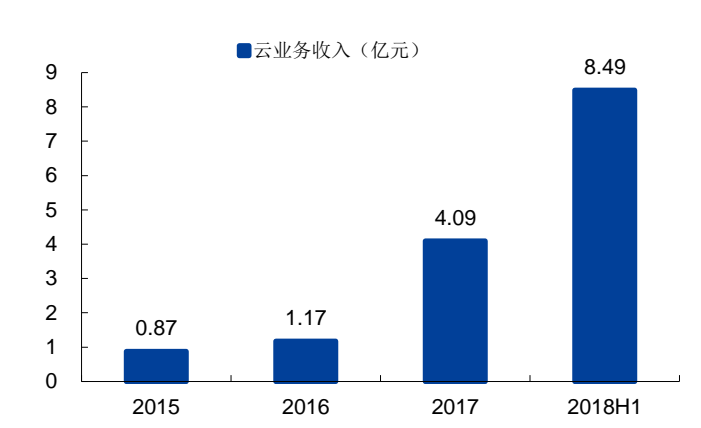
以金蝶、用友为代表的传统软件企业，积极向 SaaS 转型。金蝶国际在 2010 年开始持续投入云服务研发，2013 年开始公布云服务收入，2018 年上半年云收入达到 3.55 亿元。金蝶国际从最初的云之家，K/3Cloud 逐渐形成以金蝶云，精斗云，管易云为主的 ERP 云服务产品。用友网络从 2010 年提出云计算转型，围绕云服务生态建立进行了大量的前期研发投入，打造 iUAP 平台，同时推出针对中型企业 SaaS ERP 产品 U8Cloud、针对不同行业领域、不同细分行业的云产品。

图 54：金蝶国际业务构成情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图 55：用友网络云业务情况



资料来源：公司财报，华金证券研究所

从产品布局来看，以用友网络为例，公司推出了分层次的云化产品：领域云（作为传统 ERP 的补充或者新增模块）、U8cloud（面向中型企业的 SaaS ERP）、畅捷通云（小微企业）。此外，针对部分垂直行业的特殊需求，需要做一些行业化的定制工作，用友相应推出了行业云，包括餐饮云、建筑云、工业云、医疗云等多个行业等等。同时，为了更好地满足企业管理全方面的需求，帮助开发者和合作伙伴快速构建企业应用服务，推出 PaaS 平台 iUAP。

由于中大型企业 ERP 需求较为复杂，同时上云进度较慢，面向中大型企业的 SaaS 产品和传统的 NC 系列、U 系列产品并存，积极推动 SaaS 产品应用。而面向小微企业的畅捷通云，公司大力推动 SaaS 产品转型，并于 2018 年 10 月停止对部分传统畅捷通产品升级支持。

我们认为传统 ERP 企业具有产品设计与用户服务方面的经验积累和客户资源强大优势，凭借传统产品的技术和经验积累，快速完善 SaaS 产品布局，覆盖大中小型企业客户，同时传统软件企业拥有构建 PaaS 平台能力，未来有望在竞争中胜出。

表 12：传统企业 SaaS ERP 产品分类

公司名称	产品客户分类			PaaS 平台
	小微企业	中型企业	大型企业	
金蝶国际	精斗云	金蝶云	金蝶云苍穹	K3/Cloud 协同开发平台
用友网络	畅捷通	U8Cloud	NCCloud	用友云平台 iUAP
浪潮国际	浪潮云会计	PSCloud	GSCloud	GSP+企业互联网开放平台

资料来源：华金证券研究所整理

2、垂直领域：深耕行业，产业链延伸打开市场空间

对于建筑、地产、电力等传统行业而言，行业整体信息化程度较低，传统软件企业对行业理解深刻和痛点精准把握，传统软件产品积累大量存量用户，为其 SaaS 产品提供转型基础，具有较强的用户粘性。同时在立足自身核心服务价值点的基础上，探索向上下游环节延展服务链条，进一步打开市场空间。

（1）存量客户基础推动 SaaS 转型

以广联达为例，公司收入主要以造价业务为主，其中计价软件被工程项目的甲乙双方用于对项目的造价进行测算，算量软件用于帮助造价人员计算项目的钢筋、混凝土等工程量，主要方式为清单算量。传统造价软件主要运用于采购阶段，产品面向建设单位和施工单位，目标用户主要是预算员、造价工程师等。建设/施工单位通常只有在新项目开工时才有采购计价/算量的需求，假设单个客户平均采购投入为 1.5 万元，全国每年新开工项目为约 15-20 万个，市场空间为 22.5-30 亿/年左右。

随着造价软件应用的深入，从渗透率来看，工程计价软件达 90% 以上，工程算量软件近 50%，整个市场发展比较成熟，新增客户数增长趋缓，每年增量比较有限。广联达的造价业务收入除了来自于当年新项目开工所带来的一部分新增客户外，主要包括存量客户的更新需求，即针对计价算量规则规范的调整对软件功能进行更新并收取费用。国家行业准则的变更要求造价软件强制升级，近两年来两库定期更新和新平法的实施带动存量市场需求。

表 13：两库一平法更新以及影响情况

名称	定义	影响地区	影响产品	更新周期	历史更新情况	更新费用
清单库	统一列项报价标准的文件，方便报价的一致性。	全国	计价和算量	5 年	2003 年、2008 年、2013 年更新	约为软件费用的 10%-20%
定额库	各地方发布的用于规定建筑工程人材机的用量与价格的文件	各地区	计价和算量	3-5 年		约为软件费用的 10%-20%
16G 新平法	根据平法施工图进行钢筋翻样和钢筋计算方法	全国	钢筋算量单模块	3-5 年	2012 年钢筋平法、2017 年钢筋平法 16G	约为软件费用的 0%-20%

资料来源：华金证券研究所整理

广联达工程造价软件在全国建筑行业工程造价软件领域的市场占有率超过 50%，覆盖 20 余万家企业用户、百万专业工程技术和管理人员。2015 年底开始的产品云转型，公司利用行业准则变更带来升级更新的契机，将从传统的 License 模式向 SaaS 订阅模式发生转变，激活存量用户。公司 2015 年推出云计价产品，2018 年推出云算量产品，并在各地区逐步推广 SaaS 产品。

表 14：公司传统模式和 SaaS 模式情况对比

分类	从传统方式	转型到新方式
产品形态	单机套装软件	云+端
业务定位	产品模式：增量客户	运营商模式：存量客户
收入模式	卖 license+升级费	年费（软件费用的 1/3）+增值服务费
客户数量	新开工项目预算员	所有预算员
成败关键因素	营销为王	产品体验为王；增强客户运营，云系统安全

资料来源：公司公告，华金证券研究所

从市场空间来看，全国 100 多万造价员，超过 70 万使用广联达的产品，其中约有 40 万为正版用户，给公司贡献收入，剩下为盗版用户。随着公司产品向 SaaS 转型，降低了用户使用门槛，加上国家对打击盗版，保护知识产权日益重视，未来这些用户有望为公司贡献收入。假设单个用户贡献收入 5000/元，未来整体市场空间达到 35 亿元/年。

（2）产业链延伸打开市场空间

在招投标阶段，广联达面对的客户主要是全国 100 多万的预算员，而信息化深入到施工阶段后，以技术员为代表的各种岗位人员有 1000 多万人。工程施工是广联达近年来重点推进的新业务，细分为 BIM、岗位应用、项目管理三大业务线。

表 15: 公司施工业务产品线

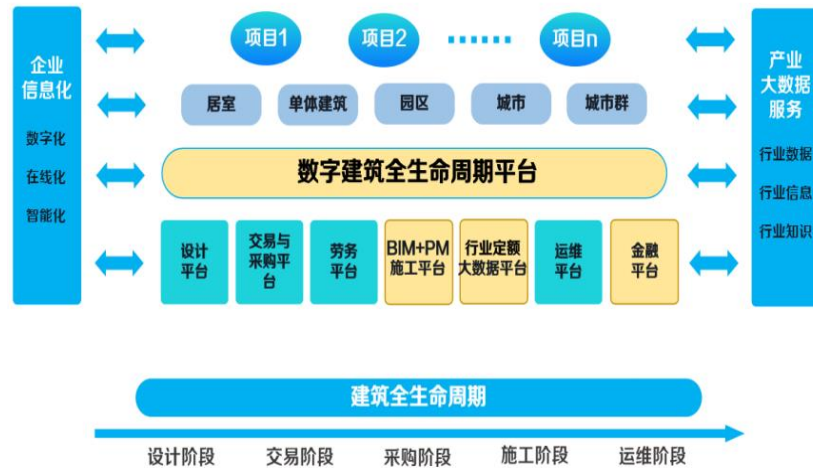
业务分类	公司核心产品	收费模式
BIM 应用	技术标整体解决方案、进度管理产品、钢筋专项管理产品、模板脚手架产品	按产品，单个项目可达到 10 万元以上
施工管理	劳务实名制产品、物资验收产品、物料跟踪产品、质量巡检和安全巡检产品	按项目
岗位级产品	BIM5D	按岗位，单价 3000 元左右

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

BIM5D 是公司面向施工阶段推出的核心 BIM 产品，以 BIM 云为协同应用中心，集成土建、机电、钢构、幕墙等各专业模型，关联施工过程中的进度、合同、成本、质量、安全、图纸、物料等信息，为项目的进度、成本管控、物料管理等提供数据支撑。BIM5D 通过协助管理人员决策和精细管理，可以减少施工变更，缩短工期、控制成本和提升质量，使项目利润率提升 10%-30%。以国内每年约 50 万在建项目、单个项目约 10 万的历史收入估算，假设渗透率超过 20%，公司的 BIM5D 产品潜在市场空间超过百亿。

广联达以“云+端”的产品架构，汇集建筑工程信息、人员信息、建筑物信息等大数据资产，为行业和客户创造新的价值。2017 年，公司提出“二次创业”的发展战略，致力于打造数字建筑产业平台。数字建筑业务平台架构贯穿设计、交易、采购、施工、运维各阶段，由设计、交易与采购、劳务、BIM+PM 施工、行业定额大数据、运维、金融 7 大独立平台，支撑数字建筑全生命周期平台。

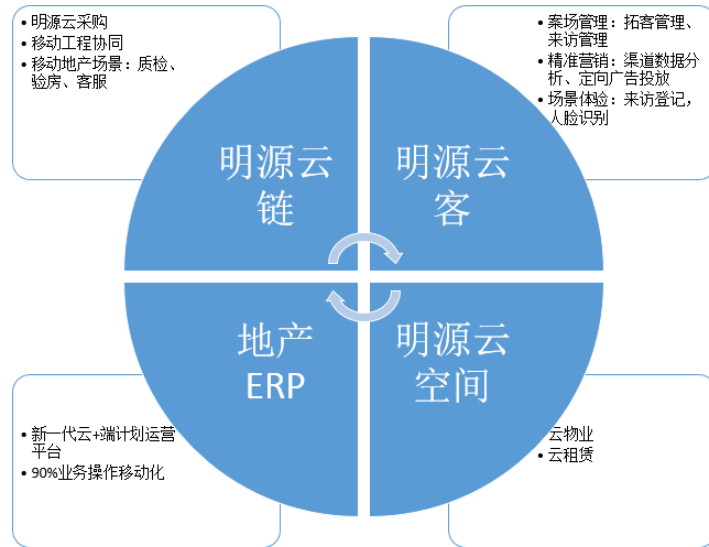
图 56: 广联达数字建筑业务平台



资料来源: 公司网站, 华金证券研究所整理

通过延展自身产品的服务链条，SaaS 厂商能够实现全生命周期的闭环服务，也拥有了连接起更多用户主体的可能性，从而创造更多价值。明源云在 2013 年由传统管理软件业务向 SaaS 服务转型，从房地产生命周期入手，对其中诸多环节进行场景重构，提高企业办公效率和管理质量，帮助企业实现精细化管理。以 SaaS 服务打造智慧型地产生态链，串联起地产行业的供应商、销售人员、开发商、物业、业主。

图 57：明源云智慧地产生态链



资料来源：华金证券研究所整理

3、产业互联网：连接数据，赋能 B 端

产业互联网通过新技术将数字化创新下沉到垂直领域的生产制造、供应链等核心环节，实现消费端和产业段深度融合和连接。企业通过互联网实现数据和业务的交互不断提升，企业在保证稳健运营的同时需要持续创新，企业需要建立兼顾敏态和稳态的双模 IT 数字化支撑团队，利用敏态来响应新业务的需求。SaaS 在公有云上部署能够满足多并发、快速扩展的需求，提升客户体验，贴近企业数字化转型的理念。

零售、金融、医疗、酒店等行业都是 C 端用户结合紧密的行业，也是互联网最先开始渗透的行业。这些行业有大量存量的系统，这些系统运行多年，沉淀了大量数据，需要逐步向互联网架构迁移。

传统软件企业拥有海量客户资源以及客户渠道资源，具备连接数据和业务开发的能力。随着互联网企业对于 C 端用户渗透接近天花板，连接 B 端用户，打通产业数据成为巨头的主攻方向。互联网巨头和每家接触谈判成本太高，需要和垂直行业 IT 厂商合作，改造接口实现互联。因此互联网巨头纷纷和垂直行业传统软件厂商合作。

表 16：科技巨头合作公司情况

行业	公司名称	合作公司	合作形式	市占率	客户数
金融	长亮科技	腾讯	参股	核心业务系统在城商行占 20%。	覆盖客户超过 300 多家。
	润和软件	阿里	参股	银行 IT 解决方案市场占有率第 8	覆盖超过 150 家，农商行和城商行客户占比超过 75%。
	高伟达	阿里	参股	银行 IT 解决方案市占率排名前五。	覆盖近 600 家金融机构。
	恒生电子	阿里	控股	投资交易平台市占率超过 85%，综合理财产品市占率超过 70%，证券交易系统在市券中市占率 48%。	覆盖金融机构客户超过 2000 家。
医疗	东华软件	腾讯	战略合作	全国百强医院 HIS 市占率超过 32%	覆盖 300 家三甲医院，500 多家医院客户。

卫宁健康	阿里	参股	HIS 市占率超过 15%。	覆盖 3000 多家医院客户。
东软集团	平安	参股	HIS 市占率 20%。	覆盖 5000 多家医院客户。
酒店	石基信息	阿里	参股	高端酒店、零售信息系统市场份额超过 60%
				酒店客户总量超过 11000 家；零售客户总数超过 30 万家。

资料来源：华金证券研究所整理

互联网巨头优势在于具有巨大的流量基础，能够整合 C 端资源，围绕 C 端需求开发有效场景及产品，实现应用产品的快速迭代。大型互联网公司向 B 端开放融合用户数据的平台，使得技术、服务及渠道资源有效融合提升运营效率，对需求做出优化的反应，起到帮助企业促收和提效的作用。南京银行与阿里云、蚂蚁金服联合打造的“鑫云+”互金平台，利用互联网公司巨大流量，将金融服务能力引到个人生活和企业生产场景，提供面向用户应用，帮助 B 端用户创造价值。“鑫云+”互金平台包括了 IaaS、数据库、PaaS、移动 PaaS、大数据、开发测试、安全、监控等等，完整应用了阿里巴巴和蚂蚁金服的技术能力。

图 58：“鑫云+”业务模式



资料来源：云栖大会南京峰会，华金证券研究所

互联网企业除了具有覆盖 IaaS、PaaS 的全栈云服务能力，还具有支持 AI、容器技术、API 管理、IoT/边缘计算等新技术解决方案。互联网巨头具有规模和技术优势，为垂直行业厂商提供了算力基础平台。垂直行业厂商以其行业经验和技術积累，提供 SaaS 应用和服务，帮助企业数字化转型。

对于垂直行业的厂商而言，SaaS 是技术手段，连接数据和提供服务才是目的。当厂商拥有足够多的客户、积累到足够大的数据量时，可以挖掘出更多数据服务的可能性。这也是互联网公司纷纷入股，寻求合作的原因。目前传统企业主要的盈利模式有以下几种：

1、构建业务平台：互联网公司和垂直行业 IT 服务商合作构建业务平台，打通数据，提供标准化基础产品，帮助 B 端客户促收和提效，同时针对企业的个性化需求提供相应的增值服务。

图 59：互金开放平台

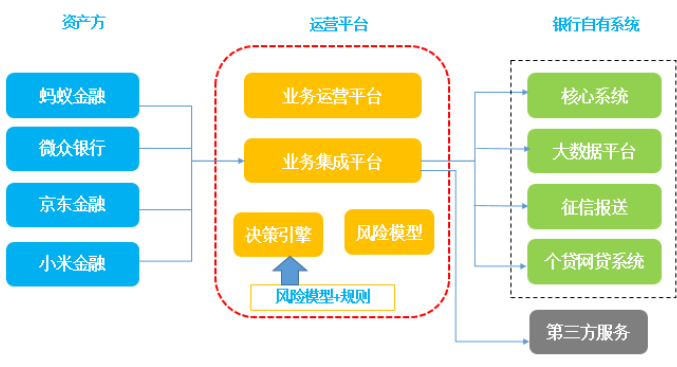
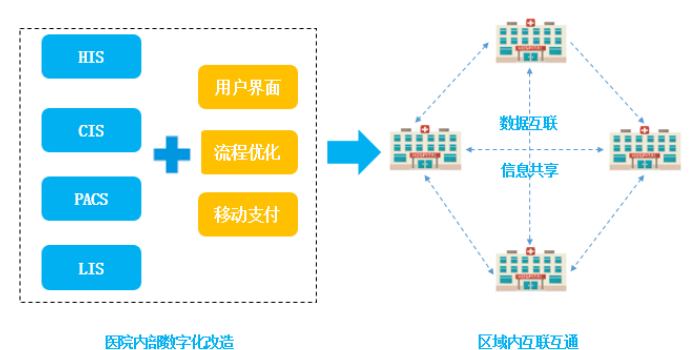


图 60：医疗云平台



资料来源：润和软件，华金证券研究所

资料来源：华金证券研究所整理

2、支付返佣：垂直行业的软件企业代理商申请支付、线下扫码支付等服务开通，为商户接入微信支付提供技术服务，作为支付服务商能够获得微信、支付宝的服务奖励。

表 17：微信支付费率和服务商奖励政策

公司	基本费率	服务奖励
微信	0.60%	奖励金额=奖励比例*有效交易金额 1、商户的交易结算费率若高于 0.2%，则高出的部分即为奖励比例（即：奖励比例=交易结算费率-0.2% 2、商户的交易结算费率若小于等于 0.2%，则奖励比例为 0.05% 基础业务协作费=差额费率*有效交易金额。
支付宝	0.55%	其中差额费率=商户约定费率-服务商基准费率（如差额费率低于 0.05%，则统一按照 0.05%计算）

资料来源：微信支付，支付宝，华金证券研究所

3、业务分成：数据的价值越来越受到 SaaS 厂商的重视，推动着不少厂商从提供简单的工具服务到提供数据服务的转变，在帮助企业推动业务的同时实现业务分成。金融领域，通过银行产品推荐和营销实现业务分成。智能风控是银行数字化转型的重要一环，提供信贷风控产品实现分成。医疗行业有针对保险公司的商保理赔分成模式、药店的处方流转分成模式等。总之 SaaS 一旦实现链接人与服务，商业模式也将发展重大变革，数据服务成为价值驱动力。

表 18：医疗行业支付返佣和业务分成空间测算（以 2017 年卫健委数据为基准）

创新盈利模式		市场空间测算			
支付流水返佣 (假设返佣费率为 0.3%)	类别	人均诊疗费用(元)	三级医院诊疗人次(亿次)	渗透率	市场空间(亿)
	门诊	197	17.3	20%	2.04
	住院	5799	0.8396	20%	2.92
					4.97
商保理赔查询	类别	价格(元/条)	三级医院诊疗人次(亿次)	查询量占比	市场空间(亿)
	门诊	5	17.3	20%	17.30
	住院	10	0.8396	20%	1.68
					18.98
处方流转分成	公立医院药品销售额(亿)	分成比例	处方外流比例	市场空间(亿)	
	10955	3%	20%	65.73	

资料来源：卫健委，华金证券研究所整理

四、投资建议

随着产业、需求和政策的共同作用，SaaS 引领国内企业服务趋势，未来将保持高速增长。结合国内行业发展情况，我们认为传统软件企业向 SaaS 转型在通用领域、垂直领域和产业互联网三个维度有望实现突破，拥有优秀产品能力、客户运营能力以及资本实力的公司有望获得成功。我们重点推荐广联达，用友网络，建议关注恒华科技、卫宁健康。

（一）广联达

公司的主营业务为建设工程领域专业应用产品和解决方案，其造价软件国内市场占有率超过50%。产品能力方面，公司积累了深厚的客户资源和行业经验，对建设部和各地建设部门的相关规则具有长时间的积累和准确理解，造价软件依托自有平台研发，拥有较强的用户粘性。施工业务围绕智慧工地、BIM建造、数字企业三大业务线展开，从工地层、项目层及企业层为施工阶段客户提供综合业务解决方案，同时基于产业链延伸，公司目标在新的发展阶段成为建筑项目全生命周期平台服务商。

客户运营方面，SaaS产品模式主要以存量客户运营为主，通过提高客户粘性降低对销售渠道依赖，公司在西南建立全国营销服务中心，为客户提供全天候的技术支持服务。2018年计价、算量软件云化转型区域从6个地区扩大到11个。2018年前已转型的6个地区续费率超过80%。公司计划2019年新增10个转型地区，2020年实现所有地区存量用户转型率超过80%。

表 19：广联达区域转型进展规划

批次	地区	2017年前（6个地区）	2018年（11个地区）	2019年（21个地区）	2020年（>21个地区）
第一批地区	黑龙江、吉林、宁夏、山西、湖北、云南	计价存量用户转型率 80%	计价存量用户转型率>80%， 算量存量用户转型率 40%	计价计量存量用户转型率 85%	计价计量存量用户转型率>85%
第二批地区	重庆、广西、新疆、辽宁、河南	计价计量存量用户转型率 40%	计价计量存量用户转型率 85%	计价计量存量用户转型率 85%	第二批地区
第三批地区	约 10 个地区			计价计量存量用户转型率 40%	计价计量存量用户转型率 80%
第四批地区	N 个地区		根据市场存量用户规模和成熟度 2019 年评估调整		

资料来源：公司公告，华金证券研究所

投资建议：我们预测公司 2018 年至 2020 年净利润分别为 5.40 亿元，6.15 亿元，7.80 亿元，实现每股收益分别为 0.48、0.55 和 0.70 元。维持买入-B 评级。

风险提示：建筑行业进入下行周期；云化转型和用户续费率显著低于预期

（二）用友网络

公司专注企业服务 30 年，在企业服务领域拥有深厚的积淀，是全球领先的企业服务提供商。产品能力方面，公司具备深刻的行业理解力，能够解决不同规模、不同行业企业的需求。同时，iUAP 的 PaaS 平台提供完善的混合云、集成服务和一系列工具，能用以低成本方式满足客户定制化需求；同时融合了 AI、大数据等技术，为企业快速构建提供一体化解决方案。

客户运营方面，针对不同规模、不同行业的企业推出符合企业特性的产品，包括“U8Cloud”、“用友云平台”、“精智”互联网工业平台等重磅产品，行业覆盖涉及财政、汽车、教育、金融、建筑、餐饮、能源等行业。公司在全国拥有 2000 多家分销商，目前云服务注册累计客户 446 万家，其中大型企业 6.2 万家，大量优质客户建立起强大品牌效应。2018 年公司云服务目标覆盖客户 600 万，2019 年实现 1000 万客户生态圈。

资本实力方面，公司通过收购和参股方式，不断拓展自身在 SaaS 层服务领域的广度和深度，包括收购秉钧网络，参股大易云、画龙科技、红火台等，同时还参与设立了多个创新投资有限合伙基金，加大云服务领域的布局。公司持续加大用友云平台（iUAP）研发与推广，2018 年上半年公司研发费用支出 6.57 亿元。

投资建议：我们预测公司 2018 年至 2020 年净利润分别为 6.27 亿元，8.88 亿元，12.36 亿元，每股收益分别为 0.33、0.46 和 0.65 元。维持增持-A 的评级。

风险提示：云业务进展不及预期；软件业务增速下滑；金融业务政策风险

（三）恒华科技

公司处在电力行业，是一家智能电网的信息化服务供应商。2017 年，公司对现有业务体系进行了全面整合，分为设计版块、基建管理版块、配售电版块三大业务体系。

公司积极布局设计，基建管理，智慧工地，配售电，智能运维等多条 SaaS 产品，2018 年上半年 SaaS 产品实现收入 2742 万元，占营业收入为 5.87%。截至上半年云服务注册用户 59000 个，其中企业用户 54300 个。公司推出的“电+”智联服务平台，打通线上线下，提供第三方电力服务供应链体系，未来线下技术服务潜在市场 2600 亿/年，行业空间广阔。

投资建议：我们公司预测 2018 年至 2020 年净利润分别为 2.64 亿元，3.53 亿元，4.62 亿元，实现每股收益分别为 0.66、0.88 和 1.15 元。维持买入-B 评级。

风险提示：电改推进不及预期；云平台及 EPC 项目推进不及预期

（四）卫宁健康

公司专注于医疗 IT 业务，业务覆盖 3000 多家医院客户。2018 年 6 月，蚂蚁金服全资子公司上海云鑫对卫宁健康旗下全资子公司卫宁互联网增资 1.93 亿元，获得 30% 股份。

公司“云医”旗下的纳里健康平台已服务 24 个省市自治区，对接医疗机构超过 1800 家，注册医生超过 20 万名，服务患者突破 1 亿人次。“云药”合作药房逾 7 万家，其中自有药房 60 余家，用户分布于全国 30 个省市自治区；合作保险公司达 50 余家，累计实现保险控盘保费超 30 亿元，平台整体交易额近 3.5 亿元。“云险”在 800 多家医疗机构投放支付设备 10000 多台，交易金额超 50 亿元，交易笔数超过 3200 万笔。“云康”推出的多款健康管理产品，参股的好医通累计服务企业超过 6000 家。

公司通过创新服务平台，整合云医、云康、云险、云药资源，实现 4 朵云间业务联动、协同以及输出，打通医疗、保险和药品各个领域，未来有望迎来业绩爆发期。

投资建议：我们预测公司 2018 年至 2020 年净利润分别为 3.14 亿元，4.73 亿元，6.97 亿元，实现每股收益分别为 0.20、0.29 和 0.43 元，维持增持-A 建议。

风险提示：互联网医疗发展不及预期；医疗机构 IT 投入不及预期

表 20: 重点推荐标的

证券简称	收盘价 2018/11/16	EPS				PE				投资评级
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
广联达	26.60	0.42	0.48	0.55	0.70	63.33	55.42	48.36	38.00	买入-B
用友网络	26.47	0.20	0.33	0.46	0.65	132.35	80.21	57.54	40.72	增持-A
恒华科技	23.40	0.48	0.66	0.88	1.15	48.75	35.45	26.59	20.35	买入-B
卫宁健康	14.11	0.14	0.20	0.29	0.43	100.79	70.55	48.66	32.81	增持-A

资料来源: wind, 华金证券研究所

五、风险提示

云计算产业发展不及预期: 受宏观经济影响, IaaS 层企业盈利水平下降, 导致资本开支下降, 云计算基础设施建设缓慢; 企业上云政策执行力度不足, 企业上云进程推进缓慢;

企业生命周期较短风险: 中国企业的生命周期显著低于美国企业, 特别是小企业生命周期为 2-3 年左右; 宏观经济下行压力、中美贸易摩擦等因素造成中小企业倒闭。

SaaS 行业竞争加剧风险: 互联网企业转向企业服务, 产品大幅降价促使行业竞争激烈; 初创企业获得资本支持, 大规模拓展客户和传统企业形成竞争。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com