东兴证券 DONGXING SECURITIES

美国SaaS产业：行业发展巡视及整体分析

2019 年 05 月 22 日

看好/维持

计算机 | 深度报告

叶盛	分析师	执业证书编号：S1480517070003
	yesheng@dxzq.net.cn 010-66554022	

投资摘要：

SaaS（software as a service，软件即服务）模式的出现，给客户带来了新的价值：

1、客户不再需要一次性采购昂贵的软件，只需要花费较少的初始投入便可以享受原有的软件服务；

2、客户可以总是使用到最新版本的更新和更好的服务，而不用担心后期的维护和更新；

3、SaaS 收取年费，客户使用满意才会不断续费，迫使软件厂商必须始终关注客户的需求了。

SaaS 模式的兴起对软件行业带来两点重大改变：

1、扩展了 SaaS 软件的使用边界。传统软件大多集中在 ERP、人力和安全等几个行业。SaaS 模式的软件标准化程度高，部署在云端，方便了用户的使用，扩张出新的软件使用范围： CRM、HRM、安全、协同和垂直等众多领域。截止 2019 年 5 月 11 日，68 家新兴 SaaS 公司总市值为 6404 亿美元。

2、SaaS 模式催生出新的软件巨头。传统软件定制化程度高，软件公司到一定规模就无法成长了。SaaS 模式的产品标准化程度高，使用范围更广，这使得软件巨头的模式扩张成本更低，边界更广，从而使得很多细分行业都诞生了软件巨头。像 CRM 领域的 Salesforce，HRM 领域的 Workday 等。

SaaS 模式发展经历了四个阶段，现在正处于产品深入期。公司业务流程的各个方面都在 SaaS 化，垂直行业类 SaaS 也迎来爆发，新兴 SaaS 公司在不断上市，收入也处于高速增长期，我们对未来长期看好。

传统 6 大软件巨头成立于 1972 年到 1984 年之间。这些巨头公司在 SaaS 浪潮到来时候，虽然反应较慢，但是从 2013，2014 年起集中精力转型 SaaS 模式，目前已经基本转型成功。截止 2019 年 5 月 11 日，6 家转型云化后的传统软件巨头市值规模达到了 1.55 万亿美元。

传统软件巨头转型 SaaS 成功的原因在于：在企业服务中，产品、客户关系和服务是最重要。传统软件在转型 SaaS 过程中的产品、客户关系和服务的优势都可以承接过去，保证了它们转型云化的成功。

1999 年是 SaaS 元年，新兴的 SaaS 公司在 CRM、HRM、安全、协同、分析和垂直型 SaaS 领域取得了巨大成功。截止 2019 年 5 月 11 日，68 家新兴 SaaS 公司总市值为 6404 亿美元。

SaaS 公司在成长期收入往往高速增长，但是没有利润甚至是亏损的。而到了成熟期，SaaS 公司的利润率就慢慢体现出来了。我们的统计数据对此得到了充分验证。

美股对公司的估值，主要采用市销率指标。在确定市销率时，收入增速是最重要的衡量指标。我们的统计验证了：营收增速和市销率最高的 SaaS 公司集中在腰部企业。向上和向下，收入增速和市销率都较低。

风险提示：宏观经济风险；美国 SaaS 公司估值过高的风险；

目 录

1. SaaS 为软件行业带来新机遇 4
1.1 SaaS 模式为客户创造新的价值 4
1.2 SaaS 模式催生出新的软件巨头 4
1.3 SaaS 的四个发展阶段 4
1.4 未来 SaaS 行业长期发展趋势仍然不变 5
2. 传统软件巨头转型 SaaS 纷纷获得成功 5
2.1 为什么传统软件巨头转型 SaaS 模式获得成功呢？ 6
3. 新兴领域孕育出众多 SaaS 龙头 6
3.1 1999 年是 SaaS 模式的元年 6
3.2 新兴 SaaS 赛道巡视 7
3.2.1 CRM：率先发展起来的 SaaS 赛道 8
3.2.2 HRM 形成 Workday 一家独大的格局 8
3.2.3 协同领域诞生众多细分赛道 SaaS 独角兽 9
3.2.4 垂直型 SaaS 公司 9
4. 美国 SaaS 行业整体分析 10
4.1 SaaS 公司所处生命周期和利润率水平呈现明显对应关系 11
4.2 SaaS 公司成长性和估值最好的集中在腰部企业 12
5. 风险提示 12
6. 附录 13

表格目录

表 1:六大传统软件巨头转型 SaaS 情况 6
表 2:CRM 领域龙头 SaaS 公司情况（亿美元） 8
表 3:HRM 领域龙头 SaaS 公司情况（亿美元） 8
表 4:协同领域龙头 SaaS 公司情况（亿美元） 9
表 5:垂直型 SaaS 龙头公司情况（亿美元） 10
表 6:按市值区分的 SaaS 公司平均营收和增速（亿美元） 12
表 7:美股 SaaS 公司列表（亿美元） 13

插图目录

图 1:美股 SaaS 公司成立时间统计图 5
图 2:美股 SaaS 公司按照业务划分情况 7
图 3:美股新兴 SaaS 公司市值规模及占比（亿美元） 7
图 4:美股新兴 SaaS 公司数量及占比（2018，亿美元） 7
图 5:美股 SaaS 公司数量和市值区间对比图 10
图 6:企业生命周期图 11
图 7:按市值区分的 SaaS 公司的持续经营净利润/收入 11
图 8:按市值区分的 SaaS 公司的经营性现金流/收入 11

1. SaaS 为软件行业带来新机遇

1.1 SaaS 模式为客户创造新的价值

SaaS（software as a service，软件即服务）模式的出现，给客户带来了新的价值：

- 客户不再需要一次性采购昂贵的软件，只需要花费较少的初始投入便可以享受原有的软件服务；
- 客户可以总是使用到最新版本的更新和更好的服务，而不用担心后期的维护和更新；
- SaaS 通常采用预付年费的收费形式，客户使用满意才会不断续费，迫使软件厂商必须始终关注客户的需求，而不像过去软件厂商只需要把软件卖出去就大事结束了。

1.2 SaaS 模式催生出新的软件巨头

SaaS 模式对软件厂商也意味着重大改变，带来了新的机遇，体现在两点：

- **SaaS 模式拓展了软件的使用边界。**传统软件大多集中在 ERP、人力和安全等几个行业。SaaS 模式的软件标准化程度高，部署在云端，方便了用户的使用，扩张出新的软件使用范围：在 CRM、HRM、安全、协同和垂直等众多领域都采用了 SaaS 模式来满足客户需求。
- **SaaS 模式催生出新的软件巨头。**传统软件定制化程度高，软件公司到一定规模就无法成长了。SaaS 模式的产品标准化程度高，使用范围更广，这使得软件巨头的模式扩张成本更低，边界更广，从而使得很多细分行业都诞生了收入规模很大的软件巨头。像 CRM 领域的 Salesforce，HRM 领域的 Workday 等。

1.3 SaaS 的四个发展阶段

如果把 1999 年 Salesforce 成立作为 SaaS 行业的元年，则 SaaS 行业发展可以分为以下几个阶段：

1）1999-2006 年：初始探索期。众多 SaaS 公司纷纷成立，在启蒙用户身上打磨产品，探索未来产品发展方向。

2）2006-2008 年：企业推广期。2006 年 8 月，AWS 对外提供亚马逊弹性云服务，对整个 SaaS 行业的发展起了巨大推动作用。SaaS 公司产品部署在公有云上，可以显著降低成本，增加使用体验。

3）2008-2010 年，加速推广期。在经历金融危机后，各大公司对节省成本，提高效率的需求激增，SaaS 行业迎来了快速发展。

4）2010 年至今，产品深入期。随着通用 SaaS 行业逐步成熟，公司业务流程的各个方面都在 SaaS 化，涌现出新的细分 SaaS 领域。而且，垂直行业类 SaaS 也迎来爆发，医药、电商等多个垂直行业都诞生出独角兽公司。

目前，在美股市场，SaaS 行业是最具有成长性的板块之一，诞生了数十家市值上百亿美元的公司，SaaS 龙头公司 Salesforce 市值甚至超过了千亿美元。而传统软件公司转型 SaaS 也大获成功，微软市值逼近 1 万亿美元。

1.4 未来 SaaS 行业长期发展趋势仍然不变

1）**SaaS 细分市场规模正在越来越大。**众多的细分 SaaS 领域，仍然处于高速增长中。如刚上市的视频会议 SaaS 厂商 Zoom，最近一年的收入增速高达 118%。而像 Slack 等公司也即将上市。

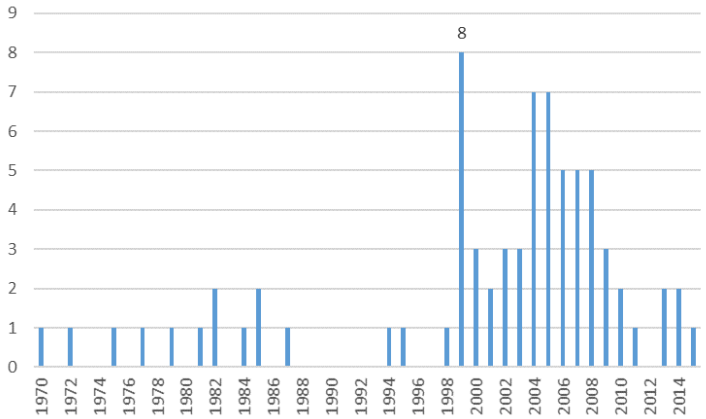
2）**从首席信息官延伸到部门预算，市场规模增长 10 倍。**过去，SaaS 能够获得的企业预算主要来自于首席信息官 CIO 掌管的 IT 预算，但是随着 SaaS 深入到各个职能部门，它们现在能够切到的是 10 倍量级的部门预算。

3）**强者恒强的逻辑仍在继续，SaaS 巨头采用并购继续扩张。**SaaS 软件作为企业服务，天生具有较强的客户粘性。而 SaaS 巨头在产品化、PaaS 化之后，利用其强大的产品协同能力、客户关系和服务能力，通过并购来继续扩张产品线，满足客户需求，同时可以进一步保持成长性。Salesforce 就是典型范例，2016 年以来其花在并购上的支出超过 100 亿美元。

2. 传统软件巨头转型 SaaS 纷纷获得成功

据我们不完全统计，在美股上市的提供 SaaS 服务的公司有 74 家。首先我们看一下它们的成立时间，会发现有两个活跃区间：

图 1:美股 SaaS 公司成立时间统计图



资料来源：wind、东兴证券研究所；数据截止 2019/5/11

第一个公司成立活跃期是 1970 年到 1987 年。这是第一次软件革命的成长期，经过多年发展，最终剩下了数家巨头。最著名的软件公司包括 1972 年成立的 SAP、1975 年成立的微软、1977 年成立的 Oracle 和 1982 年成立的 Adobe 等。

这些巨头公司在 SaaS 浪潮到来时候，虽然反应较慢，但是从 2013，2014 年起集中精力转型 SaaS 模式，目前已经基本转型成功。截止 2019 年 5 月 11 日，6 家转型云化后的传统软件巨头市值规模达到了 1.55 万亿美元。

表 1:六大传统软件巨头转型 SaaS 情况

传统软件公司	成立时间	全力转型 SaaS 时间	转型进度	当前市值（亿美元）
微软公司(MICROSOFT)	1975	2014-2015	大部完成	9,742
甲骨文(ORACLE)	1977	2013-2014	大部完成	1,868
SAP	1972	2013-2014	大部完成	1,545
奥多比(ADOBE)	1982	2012-2013	基本完成	1,359
财捷公司(INTUIT)	1984	2013	基本完成	634
欧特克(AUTODESK)	1982	2014	转型顺利	381

资料来源：wind、东兴证券研究所

工具类 SaaS 软件巨头擅长的核心领域，基本没有新兴 SaaS 公司脱颖而出。微软、Adobe、Intuit 和 Autodesk 的核心软件都成功转型云化，仍然占据着牢不可破的地位。

在 ERP 领域，传统软件巨头 SAP 和 Oracle 经历了巨大挑战，但是仍然占据着 ERP 行业的前列。虽然 ERP 行业跑出了 NetSuit，Infor 等新兴云 ERP 公司，估值都接近了百亿美元。但是 2016 年，Oracle 以 93 亿美元收购了 NetSuit，利用资本手段补齐了发展短板。目前，传统 ERP 大厂 SAP 和 Oracle 仍然占据在 ERP 行业的前列。

2.1 为什么传统软件巨头转型 SaaS 模式获得成功呢？

2B（企业服务）生意和 2C 的生意差别很大。**在 2B 生意中，产品、客户关系和服务都很重要。**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。

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。它们的三点优势在转型 SaaS 模式中都得到充分体现，转型过程都很顺利。

3. 新兴领域孕育出众多 SaaS 龙头

3.1 1999 年是 SaaS 模式的元年

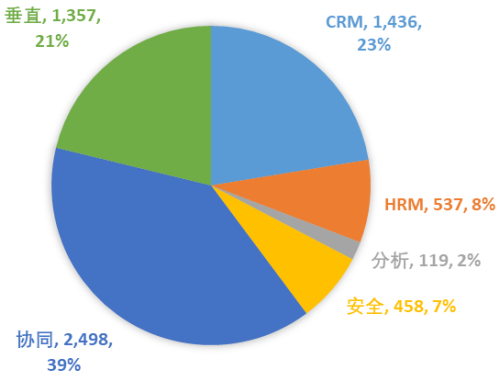
第二个成立活跃期是 1998 年至今，其中 1999 年可以被称为 SaaS 元年。在 1999 年，有高达 8 家目前上市的 SaaS 公司成立，包括公认的 SaaS 模式开创者 Salesforce。

图 2:美股 SaaS 公司按照业务划分情况

资料来源：wind、公开资料整理、东兴证券研究所

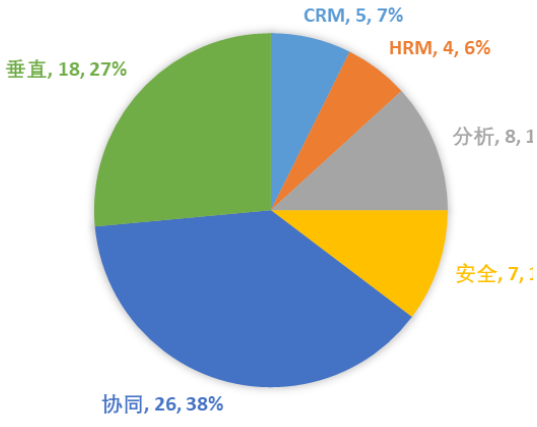
新兴的 SaaS 公司在 CRM、HRM、安全、协同、分析和垂直型 SaaS 领域取得了巨大成功。截止 2019 年 5 月 11 日，68 家新兴 SaaS 公司总市值为 6404 亿美元。其中协同领域有 26 家 SaaS 公司，市值 2498 亿美元，占比为 39%；其次是 CRM 领域，共有 5 家公司，市值 1436 亿美元，占比为 23%；再接着是垂直型 SaaS 领域，共有 18 家 SaaS 公司，市值 1357 亿美元，占比 21%。此外，还有 HRM、安全和分析领域共有 19 家 SaaS 公司，市值占比 17%。

图 3:美股新兴 SaaS 公司市值规模及占比（亿美元）



资料来源：wind，东兴证券研究所；数据截止到 2019/5/11

图 4:美股新兴 SaaS 公司数量及占比（2018，亿美元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

3.2 新兴 SaaS 赛道巡视

一些优秀的 SaaS 公司抓住 SaaS 模式兴起的机会，在细分领域提供出更好的产品，切入客户做大做强，纷纷成长为各细分赛道的龙头公司。

新兴的 SaaS 龙头公司产品续约率高，护城河强。仍然处在快速成长期，收入增速很快。下面我们将重点分析各个领域和其中龙头公司：

3.2.1 CRM：率先发展起来的 SaaS 赛道

CRM 是 SaaS 行业中率先发展起来的赛道。**究其原因在于：1、CRM 产品本身标准化程度高，容易做成 SaaS 产品；2、CRM 能够帮助企业提升销售效率，直接增加收入，企业客户付费意愿强。**

CRM 行业市场空间大，行业集中度较高。CRM 行业仅 5 家上市公司，总市值达到 1436 亿美元。其中仅 Salesforce 市值便达到 1233 亿美元。

除了 Salesforce 之外，CRM 赛道还有市值 97 亿美元的 Zendesk 和市值 76 亿美元的 Hubspot，这两家公司在营销自动化等领域也有非常强的竞争力。目前，其收入增速超过 30%，市场给予其市销率估值接近 15 倍。

表 2:CRM 领域龙头 SaaS 公司情况（亿美元）

公司	成立年份	上市日期	总市值	收入（2018）	收入增速	市销率
赛富时(SALESFORCE)	1999	2004-06-23	1,233	133	26.7%	9.3
ZENDESK INC	2007	2014-05-15	97	6	39.1%	14.9
HUBSPOT INC	2005	2014-10-09	76	5	36.6%	14.9

资料来源：wind、东兴证券研究所；数据截止 2019/5/11

3.2.2 HRM 形成 Workday 一家独大的格局

人力资源管理（HRM）共有 4 家上市 SaaS 公司，总市值达到 537 亿美元。其中市值贡献主要的是 Workday，市值达到了 452 亿美元。

Workday 是 HRM 领域的开创者，也是行业领头羊。目前，其服务的核心客户是大中型企业，客户黏性极强。2018 年收入仍然保持快速增长，达到了 28 亿美元，收入增速为 31.7%，而市场也给予估值较高，市销率为 16 倍。

除了 Workday，还有重点服务中小企业 HRM 的 Paylocity，市值达到了 52 亿美元，收入 4 亿美元，增速 25.8%，市销率为 12.4 倍。

表 3:HRM 领域龙头 SaaS 公司情况（亿美元）

公司	成立年份	上市日期	总市值	收入（2018）	收入增速	市销率
WORKDAY	2005	2012-10-12	452	28	31.7%	16.0
PAYLOCITY HOLDING CORP	2013	2014-03-19	52	4	25.8%	12.4

资料来源：wind、东兴证券研究所；数据截止 2019/5/11

3.2.3 协同领域诞生众多细分赛道 SaaS 独角兽

随着通用 SaaS 逐步成熟，企业各业务流程也在逐步 SaaS 化。企业协同领域涉及到企业管理的各个方面，细分赛道众多，包括 ITOM/ITSM、APM、云通讯、云存储和电子签名等众多方向。协同领域是 SaaS 最大的赛道。目前，该领域共有 26 家上市 SaaS 公司，总市值达到 2498 亿美元。

协同领域最大的是做 ITSM/ITOM 的 ServiceNow，市值达到了 508 亿美元，2018 年收入为 26 亿美元，增速 35%，市销率 18 倍。

除此之外，还有众多的细分龙头 SaaS 公司，如市值 309 亿美元的软件开发工具 SaaS 公司 ATLASSIAN，市值 204 亿美元的视频会议服务商 Zoom，云通讯公司 Twilio 等。下表列出了排名居前的协同 SaaS 公司的基本情况。

表 4:协同领域龙头 SaaS 公司情况（亿美元）

公司	成立年份	上市日期	总市值	收入（2018）	收入增速	市销率
SERVICENOW	2004	2012-06-29	508	26	35.0%	18.1
ATLASSIAN	2002	2015-12-10	309	9	41.0%	27.7
ZOOM VIDEO	2011	2019-04-18	204	3	118.2%	61.8
TWILIO	2008	2016-06-23	170	7	62.9%	22.5
OKTA	2009	2017-04-07	118	4	53.6%	29.7
DROPBOX	2007	2018-03-23	110	14	25.7%	6.6
RINGCENTRAL	1999	2013-09-27	101	7	34.3%	13.8
DOCUSIGN	2003	2018-04-27	90	7	35.2%	12.9
COUPA	2006	2016-10-06	64	3	39.4%	24.4
NEW RELIC INC	2008	2014-12-12	62	5	34.9%	13.8

资料来源：wind、东兴证券研究所；数据截止 2019/5/11

3.2.4 垂直型 SaaS 公司

尽管通用型 SaaS 一直快速发展，但是许多垂直行业的痛点需求仍然无法得到充分满足。于是，针对特定行业的垂直型 SaaS 应运而生。垂直型 SaaS 能够提供更加贴近客户，有针对性的 SaaS 解决方案，从而赢得了客户。

在 74 家 SaaS 公司中，垂直型 SaaS 共有 18 家，合计市值为 1357 亿美元。许多细分的垂直型 SaaS 都做得非常成功，典型的就是电商交易 SaaS 代表 Shopify，目前市值 286 亿美元，收入 11 亿美元，收入增速 59%，市销率为 26.6 倍。

除此之外，垂直型 SaaS 代表还包括支付服务商 Square、医药 CRM 厂商 Veeva 和 Wix 等，其基本情况参见下表。

表 5:垂直型 SaaS 龙头公司情况（亿美元）

公司	成立年份	上市日期	总市值	收入（2018）	收入增速	市销率
SHOPIFY	2004	2015-05-21	286	11	59.4%	26.6
SQUARE	2009	2015-11-19	279	33	49.0%	7.8
塞纳(CERNER)	1979	1986-12-01	224	54	4.4%	4.1
VEEVA SYSTEMS	2007	2013-10-16	212	9	25.8%	24.5
WIXCOM	2006	2013-11-06	71	6	41.8%	11.7
MEDIDATA SOLUTIONS INC	1999	2009-06-25	58	6	16.5%	9.2

资料来源：wind、东兴证券研究所；数据截止 2019/5/11

4. 美国 SaaS 行业整体分析

如果要对 SaaS 行业进一步分析，按照业务类型往往无法反应出彼此差异。因此，我们按照市值区间对 74 家 SaaS 公司进行重新划分，则具体如下：

1）万亿美元市值的微软。微软是传统软件的霸主，近几年其 Office 产品成功云化，2018 年来自于 Office 的产品收入达到 283 亿美元，而其公有云产品 Azure 同期收入也达到了 261 亿美元。从收入结构来看，微软已经成功转型成为云计算巨头。

2）千亿美元市值公司有 4 家，分别是甲骨文、SAP、Adobe 和 Salesforce。

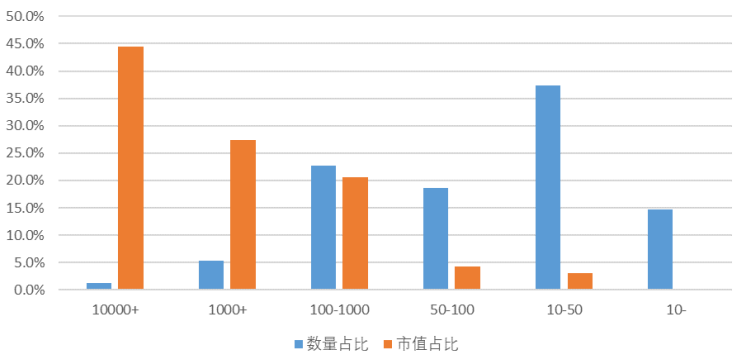
3）100-1000 亿市值公司有 17 家，数量占比为 23%，市值占比为 20%。其中包括了大部分明星 SaaS 公司，如 Workday、ServiceNow、Veeva 和 Twilio 等。

4）50-100 亿市值有 14 家，数量占比为 19%，市值占比为 4%。其中包括 Zendesk、Docusign、Hubspot 和 New Relic 等。

5）10-50 亿市值公司有 28 家，数量占比为 38%，市值占比仅为 3%。

6）10 亿以下市值公司有 10 家，数量占比为 14%，市值占比仅为 0.2%。这些 SaaS 公司基本都属于被市场淘汰了，各项指标都很差。

图 5:美股 SaaS 公司数量和市值区间对比图

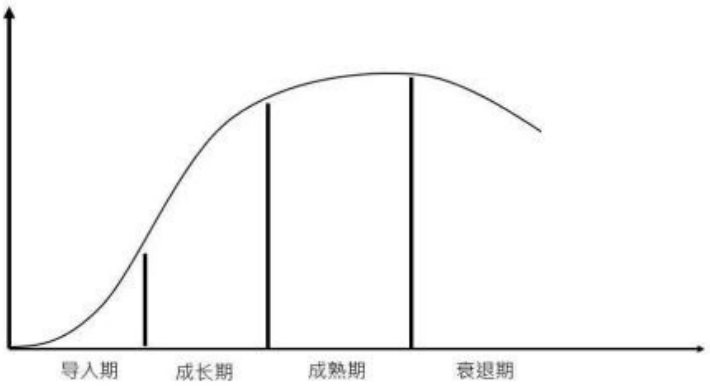


资料来源：wind、东兴证券研究所；数据截止 2019/5/11

4.1 SaaS 公司所处生命周期和利润率水平呈现明显对应关系

企业都会经历从产品导入期、成长期、成熟期和衰退期。SaaS 公司在处于成长期往往没有利润甚至是亏损的，因为它把赚来的钱都用于发展新业务，开拓新客户。于是在成长期却只能看到收入高速增长而基本没有利润。而到了成熟期，SaaS 公司的利润率就慢慢体现出来了。

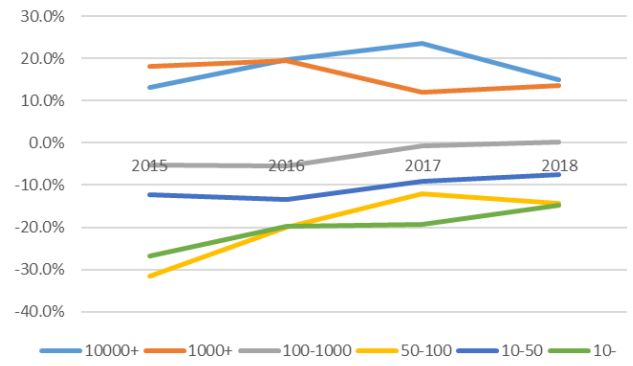
图 6:企业生命周期图



资料来源：网络、东兴证券研究所

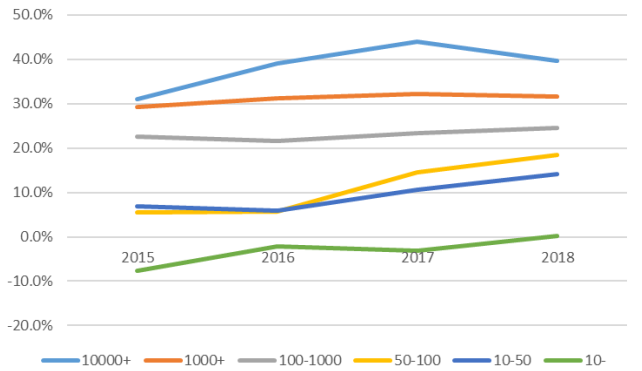
我们统计六类 SaaS 公司的利润率水平，可以清楚看出这个趋势：市值最小的 SaaS 公司其利润率都是负的；随着市值增长，其利润率水平也在提升。市值 100-1000 亿美元的 SaaS 公司基本能够达到盈亏平衡，而市值超过 1000 亿美元之后，其业务已经逐步进入了成熟期，利润率水平在 15%-20%之间，未来还有进一步上升空间。

图 7:按市值区分的 SaaS 公司的持续经营净利润/收入



资料来源：wind，东兴证券研究所；数据截止到 2019/5/11

图 8:按市值区分的 SaaS 公司的经营性现金流/收入



资料来源：wind、东兴证券研究所

另一方面，SaaS 公司往往采取预收服务费的模式，其经营性现金流都非常好。我们从图中可以看出，除了市值 10 亿美元以下的质量很差 SaaS 公司之外，其他 5 类 SaaS 公司的经营性现金流都是正的，且市值越大，越成熟的 SaaS 公司其经营性现金流占收入的比例越高。**这充分说明了 SaaS 公司的商业模式的可行性。**

4.2 SaaS 公司成长性和估值最好的集中在腰部企业

在之前报告《科创板系列报告之三：云计算公司的估值密码》中，我们指出**美股市场对公司的估值，主要采用市销率（PS）指标。PS 的内核是隐含净利率的 PE。在确定市销率时，收入增速是最重要的衡量指标。**

我们对 6 类 SaaS 公司的统计结果基本验证了这个观点：

1）6 类 SaaS 公司营业收入增速呈现纺锤形分布：营收增速最快的 SaaS 公司集中在 50-100 亿美元市值区间，市值向上和向下的 SaaS 公司营收增速都逐步递减。

2）市销率最高的是腰部企业，和收入增速成正比。100-1000 亿美元的营收增速为 21.8%，市销率为 18.4。这个区间的 SaaS 公司收入增速虽然低于 50-100 亿市值区间的公司，但是其收入规模更大，市场成熟度更高，市场愿意给其更高的估值水平。

低于 10 亿美元市值的 SaaS 公司，收入增速仅为 4.4%，市场对其也非常不看好，市销率仅为 3.6，是 6 类 SaaS 中最低的。

表 6:按市值区分的 SaaS 公司平均营收和增速（亿美元）

市值区间	2,015	2,016	2,017	2,018	CAGR(2015-2018)	市销率
10000+	936	853	900	1,104	5.7%	8.0
1000+	173	185	203	216	7.6%	8.4
100-1000	12	13	16	20	21.8%	18.4
50-100	2	3	4	6	40.9%	14.7
10-50	2	3	3	4	18.7%	8.3
10-	1	1	1	1	4.4%	3.6
总计	28	28	30	36	9.2%	11.2

资料来源：wind、东兴证券研究所；数据截止 2019/5/11

5. 风险提示

1、宏观经济风险；2、美国 SaaS 公司估值过高的风险；

6. 附录

表 7:美股 SaaS 公司列表（亿美元）

证券代码	公司名称	成立年份	收入	市值	市销率 PS
MSFT.O	MICROSOFT CORP	1975	1,104	9,742	8
ORCL.N	ORACLE CORP	1977	393	1,868	4.7
SAP.N	SAP SE	1972	247	1,545	5.4
ADBE.O	Adobe Inc	1982	90	1,359	14.2
CRM.N	SALESFORCE COM INC	1999	133	1,233	9.3
INTU.O	INTUIT INC	1984	60	634	10.2
NOW.N	ServiceNow, Inc.	2004	26	508	18.1
WDAY.O	Workday, Inc.	2005	28	452	16
ADSK.O	AUTODESK INC	1982	26	381	14.8
TEAM.O	Atlassian Corp Plc	2002	9	309	27.7
SHOP.N	SHOPIFY INC.	2004	11	286	26.6
SQ.N	SQUARE, INC.	2009	33	279	7.8
CERN.O	CERNER CORP	1979	54	224	4.1
PANW.N	PALO ALTO NETWORKS	2005	23	220	8.5
VEEV.N	VEEVA SYSTEMS INC	2007	9	212	24.5
ZM.O	Zoom Video Communications	2011	3	204	61.8
SPLK.O	SPLUNK INC	2003	18	200	11.1
TWLO.N	TWILIO INC	2008	7	170	22.5
OKTA.O	Okta, Inc.	2009	4	118	29.7
DBX.O	DROPBOX, INC.	2007	14	110	6.6
DATA.N	TABLEAU SOFTWARE	2004	12	107	9
RNG.N	Ringcentral Inc	1999	7	101	13.8
ZEN.N	Zendesk, Inc.	2007	6	97	14.9
ZS.O	Zscaler, Inc.	2007	2	91	37.6
DOCU.O	DOCUSIGN INC	2003	7	90	12.9
HUBS.N	HUBSPOT INC	2005	5	76	14.9
WIX.O	Wix.com Ltd.	2006	6	71	11.7
PFPT.O	Proofpoint Inc	2002	7	68	8.9
COUP.O	Coupa Software Inc	2006	3	64	24.4
NEWR.N	NEW RELIC INC	2008	5	62	13.8
SWI.N	SolarWinds Corp	2015	8	60	7
MDSO.O	MEDIDATA SOLUTIONS	1999	6	58	9.2
PVTL.N	Pivotal Software, Inc.	2013	8	57	11.1
RP.O	REALPAGE INC	1998	9	56	6.2
PCTY.O	Paylocity Holding Corp	2013	4	52	12.4

PLAN.N	Anaplan, Inc.	2008	2	50	20.9
SMAR.N	SMARTSHEET INC	2005	2	44	24.6
VRNT.O	VERINT SYSTEMS INC	1994	12	40	3.3
LOGM.O	LogMeIn, Inc.	2003	12	40	3.2
BLKB.O	Blackbaud Inc	1981	8	40	4.7
QLYS.O	Qualys Inc	1999	3	34	12.3
APPF.O	APPFOLIO INC	2006	2	33	17.1
CSOD.O	Cornerstone OnDemand	1999	5	32	6
QTWO.N	Q2 Holdings, Inc.	2005	2	32	13.3
FIVN.O	Five9, Inc.	2001	3	30	11.6
BOX.N	BOX INC	2005	6	29	4.8
DWRE.N	Demandware Inc	2004		29	11.2
WK.N	WORKIVA INC	2008	2	25	10.3
ZUO.N	ZUORA INC	2006	2	25	10.5
APPN.O	APPIAN CORP	1999	2	23	10
YEXT.N	Yext, Inc.	2006	2	22	9.4
VRNS.O	VARONIS SYSTEMS INC	2004	3	21	7.9
INOV.O	INOVALON HOLDINGS	2014	5	21	3.9
PRO.N	PROS Holdings Inc	1985	2	20	10.1
LPSN.O	LivePerson Inc	1995	2	19	7.5
SPSC.O	SPS COMMERCE INC	1987	2	19	7.5
SAIL.N	Sailpoint Technologies	2014	2	18	7
FSCT.O	FORESCOUT TECHNOLOGIES	2000	3	16	5.5
SCWX.O	SecureWorks Corp	2009	5	15	2.8
CBLK.O	Carbon Black, Inc.	2002	2	13	8
BNFT.O	Benefitfocus,Inc.	2000	3	10	4
CTCT.O	Constant Contact Inc	2000		10	2.8
UPLD.O	Upland Software, Inc.	2010	1	10	6.7
DOMO.O	DOMO, INC.	2010	1	10	7
TXTR.N	Textura Corp	2004		7	7.4
MODN.N	MODEL N, INC.	1999	2	6	4.1
MOBL.O	MOBILEIRON, INC.	2007	2	6	3.1
CSLT.N	CASTLIGHT HEALTH	2008	2	5	3.4
YDLE.O	YODLEE INC	1999		5	5.4
AMSWA.O	American Software Inc	1970		4	3.7
BCOV.O	Brightcove Inc	2004	2	4	2.2
ECOM.N	CHANNELADVISOR	2001	1	3	2
ASUR.O	ASURE SOFTWARE INC	1985	1	1	1.3
MAMS.O	MAM SOFTWARE	2005	0	1	3

资料来源：wind、东兴证券研究所；Oracle 等 4 家公司 18 年财报数据没出来，采用 bloomberg 一致预期代替

分析师简介

叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。