

SaaS的本质是什么？

——SaaS系列报告之一

2019年08月13日

看好/维持

计算机

深度报告

研究员	叶盛	电话：010-66554022	邮箱：yesheng@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517070003
研究员	王健辉	电话：010-66554035	邮箱：wangjh_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050004

投资摘要：

统计头部 SaaS 公司达到 1 亿美元时间点

通常来说，SaaS 公司收入体量达到 1 亿美元，基本上可以看作其模式已经得到下游客户的认可，模式初步得到认可。如果我们统计一下头部 SaaS 公司收入达到 1 亿美元以上的时间点，具体如下表所示。

在通用 SaaS 领域，SaaS 赛道腾飞的顺序是：收入端的 CRM(Salsforce(2003))、成本端的协同领域(ServiceNow(2011))、HRM 领域的 Workday(2011)，安全领域的 Palo Alto Networks(2011) 等。

在垂直 SaaS 领域，基本所有的 SaaS 公司都和收入端相关。其中最成功的两家公司是 Veeva(2012)、Shopify(2014)

SaaS 的本质是什么？ 我们认为 SaaS 的本质是工具，帮助客户提升工作效率的工具。

从客户价值角度出发，收入端的 SaaS 工具价值排序会优先于成本端 SaaS 工具：

对于企业客户来说，最为关心的永远是两点：增加收入和降低成本。SaaS 带给客户的价值也会充分体现到这两点上：1、提升获客效率或者直接帮助客户增加收入；2、提升经营效率带来成本的大幅下降。

从客户价值角度出发，收入端的 SaaS 工具价值排序会优先于成本端 SaaS 工具。原因在于：1、收入是企业经营活动的源头。2、增加收入更容易被量化或者直观感受到。

SaaS 赛道腾飞的分析框架：

我们建立了一个框架来分析为什么有些 SaaS 赛道会率先腾飞，一共有两个维度：1、一个维度是 SaaS 工具带给客户的价值；2、标准化难易程度。按此框架来分析，可以得出：

- 1、高客户价值，标准化容易的 SaaS 最容易腾飞；典型代表就是 CRM(客户关系管理)，传统软件中的工具类软件。
- 2、客户价值稍低，标准化容易；众多提升企业经营效率的 SaaS 都在这个区域。典型代表就是协同领域的 ServiceNow、HRM 领域的 Workday，安全领域的 Palo Alto Networks。
- 3、客户价值高，标准化难度大。SaaS 腾飞要困难一些，典型代表是 ERP 软件。

风险提示：SaaS 发展不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
广联达	0.39	0.41	0.51	0.66	84	80	65	50	12.3	强烈推荐
中国有赞	-	-0.01	-0.01	-0.01	-	-47	-47	-47	1.9	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 头部 SaaS 公司收入达到 1 亿美元的年份不尽相同	3
2. SaaS 的本质是什么?	3
3. SaaS 赛道腾飞的分析框架.....	4
4. 风险提示.....	5
相关报告汇总.....	6

表格目录

表 1:SaaS 公司收入达到 1 亿美元的年份	3
--------------------------------	---

插图目录

图 1: SaaS 带给客户的价值.....	4
图 2: SaaS 赛道腾飞的分析框架.....	5

1. 头部 SaaS 公司收入达到 1 亿美元的年份不尽相同

通常来说，SaaS 公司收入体量达到 1 亿美元，基本上可以看作其 SaaS 模式已经得到下游客户的认可，该 SaaS 赛道初步得到跑通。如果我们统计一下头部 SaaS 公司收入达到 1 亿美元以上的时间点，具体如下表所示。

在通用 SaaS 领域，SaaS 赛道腾飞的顺序是：CRM (Salesforce (2003))、协同领域 (ServiceNow (2011))、HRM 领域的 Workday (2011)，安全领域的 Palo Alto Networks (2011) 等。

在垂直 SaaS 领域，最成功的两家公司是 Veeva (2012)、Shopify (2014)。

表 1:SaaS 公司收入达到 1 亿美元的年份

证券代码	证券简称	当前市值 (亿美元)	成立年份	收入达到 1 亿美元 年份	SaaS 赛道	价值类型
CRM.N	赛富时(SALESFORCE)	1,092	1999	2003	CRM	收入端
NOW.N	SERVICENOW	485	2004	2011	协同	成本端
WDAY.O	WORKDAY	429	2005	2011	HRM	成本端
PANW.N	PALO ALTO NETWORKS	208	2005	2011	安全	成本端
SPLK.O	SPLUNK	194	2003	2011	分析	成本端
TEAM.O	ATLASSIAN	346	2002	2012	协同	成本端
VEEV.N	VEEVA SYSTEMS	236	2007	2012	垂直 SaaS	收入端
RNG.N	RINGCENTRAL	115	1999	2012	协同	成本端
PFPT.O	PROOFPOINT	64	2002	2012	安全	成本端
SHOP.N	SHOPIFY	405	2004	2014	垂直 SaaS	收入端
ZEN.N	ZENDESK INC	83	2007	2014	CRM	收入端
HUBS.N	HUBSPOT INC	81	2005	2014	CRM	收入端
WIX.O	WIXCOM	72	2006	2014	垂直 SaaS	收入端
NEWR.N	NEW RELIC INC	37	2008	2014	协同	成本端
SQ.N	SQUARE	266	2009	2015	垂直 SaaS	收入端
TWLO.N	TWILIO	179	2008	2015	协同	成本端
DOCU.O	DOCUSIGN	77	2003	2015	协同	成本端
OKTA.O	OKTA	149	2009	2016	协同	成本端
COUP.O	COUPA	83	2006	2016	协同	成本端
ZM.O	ZOOM	251	2011	2017	协同	成本端
ZS.O	ZSCALER	105	2007	2017	安全	成本端

资料来源：bloomberg、东兴证券研究所

2. SaaS 的本质是什么？

回答这个问题有利于理解 SaaS 的商业价值及演进之路。我们认为 SaaS 的本质是工具，帮助客户提升工作效率的工具。

对于企业客户来说，最为关心的永远是两点：增加收入和降低成本。SaaS带给客户的价值也会充分体现在这两点上：1、提升获客效率或者直接帮助客户增加收入；2、提升经营效率带来成本的大幅下降。

图 1：SaaS 带给客户的价值



资料来源：wind，东兴证券研究所

在这两者中，企业更容易感受到的是前者：提升获客效率或者直接帮助客户增加收入带来的价值。原因在于：

- 1、**收入是企业经营活动的源头。**企业可以暂时没有利润，但是不能没有收入。收入增长往往是企业关心的头等大事。
- 2、**增加收入更容易被量化或者直观感受到。**新客户的获取，新订单的增长都很容易看到并被感觉到，因此企业能够很直观地衡量 SaaS 带来的价值。相比之下，提升效率降低成本则难度会大很多，而且不易被量化。

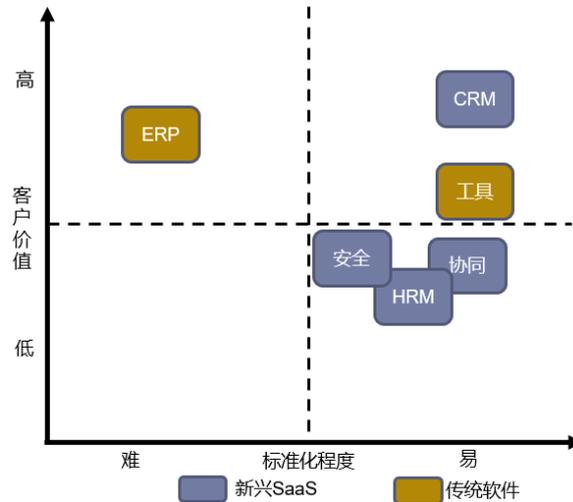
因此，从客户价值角度出发，收入端的 SaaS 工具价值排序会优先于成本端 SaaS 工具。当然这并不是绝对的，当成本端 SaaS 工具能够极大地提升经营效率，带来成本的大幅下降时候，企业同样能够充分感受到其价值。

3. SaaS 赛道腾飞的分析框架

在前一章基础上，我们建立了一个框架来分析：为什么有些 SaaS 赛道会率先腾飞呢？这个框架一共有两个分析维度：

- 1) 一个维度是 SaaS 工具带给客户的价值；正如之前所说，收入端的 SaaS 工具价值排序会优先于成本端的 SaaS 工具；能带来经营效率极大提升的 SaaS 工具排序会高。
- 2) 另一个维度是标准化难易程度；容易标准化的 SaaS 排序会优先于难以标准化的 SaaS；工具类的传统软件通常容易标准化，而项目实施比重高的软件通常更难标准化，因此，工具类软件标准化排序要高于重实施类的软件。

图 2：SaaS 赛道腾飞的分析框架



资料来源：自制，东兴证券研究所

这个框架被划分为四个区域，分别是：

- 1) 客户价值高，标准化容易；这个区域的 SaaS 赛道是最容易腾飞的。典型代表就是 CRM（客户关系管理），它一方面能够帮助客户提升获客效率，能够对收入产生直接影响，客户价值高；另一方面 CRM 标准化程度高，容易做成 SaaS。

除此之外，传统软件中的工具类软件也是在此区域，容易转型成为 SaaS，如 Photoshop 软件背后的 Adobe，Office 软件背后的微软，都是顺利转型成为 SaaS。

- 2) 客户价值稍低，标准化容易；众多提升企业经营效率的 SaaS 都在这个区域。因为成本端 SaaS 产品的客户价值要稍微滞后于收入端 SaaS，所以该领域的 SaaS 腾飞要稍微慢一些。

典型代表就是协同领域的 ServiceNow、HRM 领域的 Workday，安全领域的 Palo Alto Networks。

- 3) 客户价值高，标准化难度大。典型代表是 ERP 软件，虽然具有很高的客户价值，但是项目实施比重高，标准化较难，客户对软件 SaaS 化的意愿不高。因此，面对大中型企业的 ERP 软件龙头 SaaS 转型要落后于其他赛道。

- 4) 客户价值低，标准化程度难度大。此区域很难有 SaaS 公司。

综上，我们认为这个框架较好地解释了美国 SaaS 赛道腾飞的顺序，通用 SaaS 基本是按照该顺序来的，而垂直 SaaS 基本都是帮助客户增加收入的。该框架也能用于解释中国 SaaS 的腾飞之路，我们将在后续系列报告中论述。

4. 风险提示

SaaS 发展不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	美国 SaaS 产业：行业发展巡视及整体分析	2019-5-22
行业	新零售的核心受益者：腾讯、阿里和 SaaS 公司	2019-5-7
公司	石基信息（002153）：信息消费龙头，云价值腾飞在即	2019-6-17
公司	中国有赞（08083）深度报告：中国率先腾飞的 SaaS 服务商	2019-3-5

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：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：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造价值理念。

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。