

营销传播行业

SMB 需求有望催生营销 SaaS 行业龙头

分析师： 旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE.no: BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师： 叶敏婷



SAC 执证号: S0260519110001



021-60759783



yeminting@gf.com.cn

请注意，叶敏婷并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

- **营销 SaaS 化是趋势，市场渗透率提升空间大。**根据艾瑞咨询的预测，到 2019 年国内营销云市场规模预计将达 137 亿元，未来仍将保持高速增长。我们认为行业发展的主要驱动力来自于三个方面：（1）营销数字化同时销售线上化，营销行为以及销售数据在线上沉淀，为营销 SaaS 积累数据资源。（2）中小广告主对于营销服务的需求一直存在，对于专业服务的付费意愿也在增强，有望拉动营销 SaaS 化。（3）互联网流量红利消失，从厂商自身发展角度来看，也在不断探索从 2c 到 2b 商业模式的切换，有动力推出营销 SaaS 产品。
- **营销 SaaS 满足广告主从内容创意到最终广告投放全环节需求。销售渠道的决定 SaaS 厂商销售费用，产品本身决定客单价以及续费率，两者共同决定 SaaS 盈利能力。**一个成功的 SaaS 产品则至少需要满足两个准则：（1）长期盈利问题，单位经济效益=LTV:CAC，至少要大于 3；（2）盈利与现金流的实现时间问题，也就是获客成本回收周期要小于 12 个月，Mouths to recover CAC < 12。我们认为营销 SaaS 企业想要实现盈利，一是要降低获客成本，这个环节的关键在于销售能力的提升；二是要在于提高客户的生命周期价值，也就是提升客单价并且降低客户流失比例，这个环节的关键在于产品能力，优质产品才能驱动用户的持续性付费。
- **海外龙头公司持续高增长，市场给予高估值倍数：**（1）Salesforce：公司业务从 CRM 起步，在内生+外延并购支撑下自 2005 年 IPO 以来整体营收年复合增速超过 30%，在外延并购上，方向注重产品以及技术两条线，当前已进入稳定盈利期。（2）HubSpot：专注中小企业市场，首创集客营销理念，通过引流→转化→成交→持续口碑营销实现获客到用户留存，并推出合伙人制度扩大产品销售网络，产品以及销售渠道的双重支撑下经营效益持续向好。估值方面，海外市场对于营销 SaaS 企业多采用 PS 估值方法，龙头企业 PS (TTM) 在 8-12X。
- **投资建议：**相比海外营销 SaaS 市场，国内营销行业 SaaS 仍处于起步阶段，尚未形成行业龙头。在国家对于云计算等产业发展的鼓励之下，营销服务的云化将会持续推进。我们认为未来主流的参与者将会包含四类：（1）海外企业入华，产品以及技术能力是优势，同时国内合作方也有望持续受益；（2）软件公司以及互联网巨头，技术以及数据资源是优势；（3）广告营销企业，客户资源以及客户服务经验是优势；（4）垂直领域 SaaS 企业，围绕电商领域以及社交媒体的营销云服务商。建议关注蓝色光标（已发布“蓝标在线”营销 SaaS 平台）、华扬联众等；垂直领域 SaaS 服务商微盟等。
- **风险提示：**（1）数据安全问题；（2）国内 SaaS 行业渗透率提升较慢；（3）行业竞争加剧。

相关研究：

营销传播行业:品牌广告: 广度、深度、强度三维度定义价值, 持续看好楼宇广告及大屏广告	2019-09-15
营销传播行业:出海系列深度之二: 营销服务商, 中国移动互联网出海淘金热下的卖水人	2019-07-16
营销传播行业:19Q1 广告行业总结: 需求承压, 宏观经济及投放结构变迁	2019-06-03

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
蓝色光标	300058.SZ	人民币	7.40	2020/2/25	买入	8.97	0.30	0.26	24.67	28.46	16.3	12.7	9.4	8.9
分众传媒	002027.SZ	人民币	5.44	2020/2/28	买入	6.2	0.13	0.17	42.58	31.98	32.9	25.1	13.8	13.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、营销 SAAS 行业	6
(一) 中小广告主营销需求驱动之下，营销云化是趋势	6
(二) 国内营销 SAAS 进入高速发展阶段，海外进入成熟阶段	9
二、营销 SAAS 商业模式以及盈利模式	10
(一) 商业模式：从获客到付费到留存，提供营销一站式服务	10
(二) 盈利模式：“用户付费+留存”以覆盖高获客成本，持续性付费是关键	11
三、海外典型公司	13
(一) SALESFORCE：内生+外延持续做大业务版图，进入稳定盈利期	13
(二) HUBSPOT：INBOUND MARKETING 模式，主要面向中小广告主	18
(三) 估值情况：享受高 PS 估值	23
四、投资建议	26
(一) 海外企业：开拓中国市场，借助本地分销商搭建销售网络	26
(二) 互联网巨头以及软件公司：基于技术以及数据优势	26
(三) 广告营销公司：基于客户资源以及营销服务经验	26
(四) 垂直领域 SAAS 服务商：基于社交媒体以及电商领域	27
五、风险提示	30

图表索引

图 1: 传统软件模式、saas 模式.....	6
图 2: 营销云需要满足的功能及能力.....	7
图 3: 营销自动化、CRM 以及营销云.....	7
图 4: 互联网广告在广告大盘中的占比持续提升.....	8
图 5: 2016-2020 全球电商零售销售额.....	8
图 6: 2014-2021 年中国营销云市场规模及增长率预测.....	9
图 7: 营销 SaaS 商业模式.....	10
图 8: SaaS 企业运营发展的核心指标.....	11
图 9: Salesforce 营业收入.....	15
图 10: Salesforce 收入结构.....	15
图 11: Salesforce 毛利率.....	16
图 12: Salesforce 期间费用.....	16
图 13: Salesforce 归母净利.....	16
图 14: Salesforce 营收结构-按区域划分.....	17
图 15: Salesforce 经营活动产生的现金流净额 (亿美元).....	17
图 16: HubSpot 专注服务中小广告主.....	18
图 17: HubSpot 获客以及实现客户留存的方式.....	19
图 18: HubSpot 合作伙伴模式.....	19
图 19: HubSpot 营业收入.....	20
图 20: HubSpot 收入结构.....	20
图 21: HubSpot 毛利率.....	20
图 22: HubSpot 期间费用.....	20
图 23: HubSpot 归母净利.....	21
图 24: HubSpot 客户数及收入留存率.....	21
图 25: HubSpot 客单价.....	21
图 26: HubSpot 经营活动产生的现金流净额 (亿美元).....	22
图 27: Salesforce 市场表现.....	23
图 28: Salesforce PS (TTM).....	23
图 29: HubSpot 股价表现.....	24
图 30: HubSpot PS (TTM).....	24
图 31: 蓝色光标“蓝标在线”SaaS 平台.....	27
图 32: 微盟云平台.....	28
图 33: 微盟营业收入.....	28
图 34: 微盟营收结构.....	28
图 35: 微盟 SaaS 产品收入明细.....	29
图 36: 微盟 SaaS 产品的销售渠道.....	29

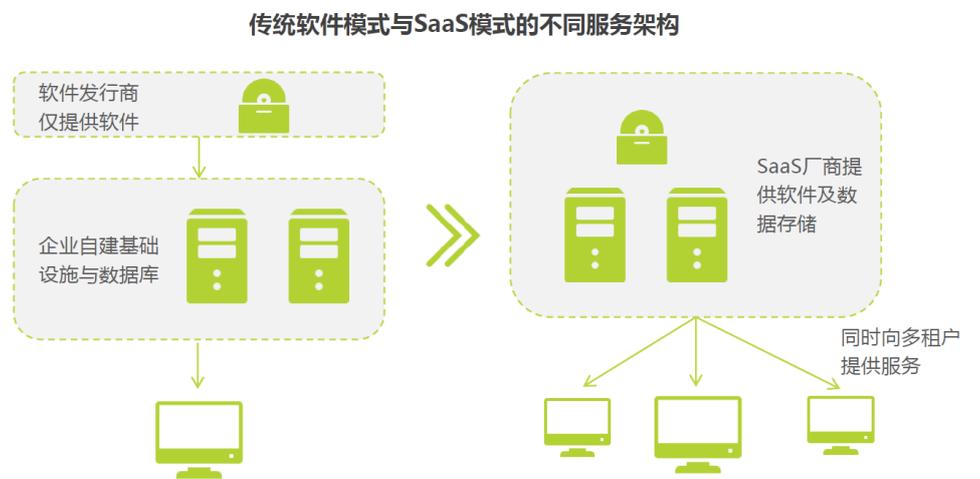
表 1: Hubspot 单位经营效益数据	12
表 2: Salesforce 并购列举	13
表 3: Salesforce 产品列表	14
表 4: HubSpot 产品列表	18
表 5: 海外可比公司估值情况 (市值统计截止 2020.3.6 收盘)	29

一、营销 SaaS 行业

（一）中小广告主营销需求驱动之下，营销云化是趋势

在企业应用云化的趋势之下，以讲究创意以及个性化为特点的营销行业也开始不断探索云化。营销服务云化主要依托SaaS架构。当前广告投放环节逐渐自动化，市面上类似DMP、DSP等能够实现营销数据处理以及自动化投放的平台较多，但是能够实现从内容创意到广告投放全链路服务的SaaS平台仍较少。相比于传统的模式，营销SaaS能够专业化和规模经济降低营销服务商提供软件服务的成本，一定程度实现营销服务的标准化，是对传统营销方式的变革和延伸。

图 1：传统软件模式、saas模式



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

营销SaaS，就是通过网络，把营销服务环节中从营销创意生成到最终投放的服务能力集成在一个系统云平台，各环节工作能够在平台上自动化完成，直接在平台上为用户提供服务。数据计算以及存储均不需要在本地进行，实现营销自动化、智能化，并且能够在平台上实现数据沉淀。从功能角度来看，Forrester曾在《2016年Q2企业营销报告》中提到，企业营销云应包括10大功能：客户资料管理、用户分析、活动与互动管理、在线广告、营销资源管理、内容与资产管理、用户体验能力、测量与优化、用户体验和整合。

图 2: 营销云需要满足的功能及能力



数据来源: Forrester, 广发证券发展研究中心

从SaaS平台所需要的能力来看, 根据Forrester的调研, 59%的企业主认为最关键的是客户管理系统 (CRM), 49%表示是营销自动化能力, 定向工具/个性化则为46%。也就是说营销云需要同时整合营销自动化以及CRM的能力, 并且能够实现一定程度的个性化。

图 3: 营销自动化、CRM以及营销云



数据来源: Forrester, 广发证券发展研究中心

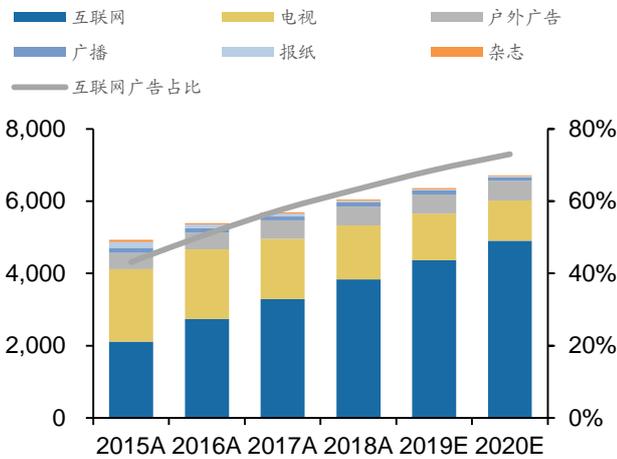
广告营销行业近几年线上投放的比重持续提升, 广告主也愈发重视线上销售渠道。广告投放以及商家端的销售数据在线上不断积累, 为营销SaaS化奠定数据以及素材基础。从广告主以及营销服务商本身的规模扩张需求来看, 服务云化都将是趋势。

1. 营销数字化, 销售线上化, 营销行为数据在线上沉淀

根据群邑的数据, 2018年我国互联网广告市场规模已经达到3832亿元, 占整体广

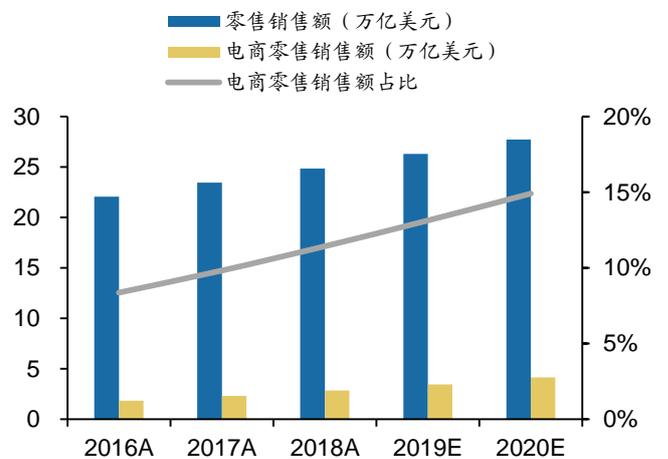
告大盘的63.4%，占比逐年提升。品牌方一侧，也越来越重视线上销售渠道。从品类来看，家电、美妆、服装等品类线上销售的占比更高。越来越多的销售以及营销行为在线上沉淀，为营销SaaS积累数据资源。

图 4：互联网广告在广告大盘中的占比持续提升



数据来源：群邑，广发证券发展研究中心

图 5：2016-2020全球电商零售销售额



数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

2.企业数字化转型，中小广告主营销需求驱动

根据工商总局的数据，截止2017年7月底我国小微企业就已经达到7328万户。广告营销公司难以通过传统的线下营销方式完全覆盖这类客户，但实际中小广告主对于营销服务的需求一直存在，并且对于专业服务的付费意愿也在增强。以往中小广告主因为营销预算有限，未能得到充分的营销服务。在大广告主客户资源分配逐渐固定，营销公司开始重视对于长尾客户的需求挖掘，营销SaaS化是我们认为最高效并且经济的覆盖方式。中小广告主数字化转型以及营销需求之下，有望拉动营销SaaS化。

3.从2c到2b的商业模式转化，从消费互联网到产业互联网

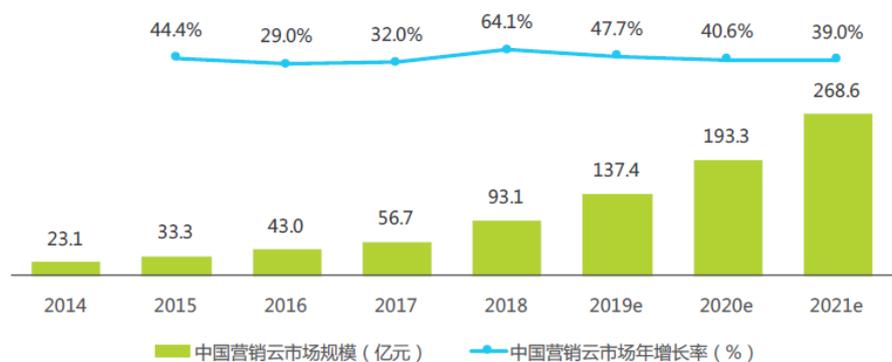
对于厂商而言，互联网流量红利消失，从企业自身发展角度来看，也在不断探索从2c到2b商业模式的切换，例如BATJ等互联网巨头均有布局云计算业务以开拓B端市场。对于SaaS供应商来说，基于订阅模式的付费方式，也能够为企业带来更加稳定的现金流。同时营销公司将自己的营销服务云化之后，实现服务模块一定程度的标准化，也能够带来较高的边际利润。广告营销公司自身业务转型的需求之下，有动力推出营销SaaS产品。

（二）国内营销 SaaS 进入高速发展阶段，海外进入成熟阶段

从行业参与者来看，我们认为未来国内有可能进入营销SaaS领域的参与者主要包括几类：（1）一类是传统的营销服务企业，例如蓝色光标、华扬联众等；（2）一类是IT企业，例如用友网络、金蝶国际等；（3）还有一类是垂直领域的服务商，例如电商销售SaaS服务商微盟等。不同类型的行业参与者自身资源以及优势不同，在切入营销SaaS行业时竞争力也不一。

行业发展来看，国内营销SaaS刚起步。2018年SaaS在企业IT服务中的占比仅达13.3%，随着企业信息化推进，占比将持续提升。根据艾瑞咨询的预测，到2019年国内营销云市场规模预计将达137亿元，未来仍将保持高速增长。

图 6：2014-2021年中国营销云市场规模及增长率预测



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

相比国内，海外市场营销云行业发展已经进入成熟期，行业渗透率较高，客户认可度和接受度较高，并且已经出现了各细分领域的领军企业。不仅有Adobe、salesforce、Oracle等综合型营销云公司，也有垂直型营销SaaS公司，如专注服务中小企业的Hubspot等。

二、营销 SaaS 商业模式以及盈利模式

（一）商业模式：从获客到付费到留存，提供营销一站式服务

我们认为营销SaaS核心商业模式简单来说就是实现客户对于平台服务持续长期的订阅。从提供的服务来看，一个完整的营销SaaS应该提供的是all-in-one的一站式服务，能够满足客户从确定潜在客户、到营销内容创意、到广告投放、再到数据沉淀各环节的营销需求。（1）数据分析&确定潜在客户，通过数据分析帮助客户确定目标消费者群体并制定相应的营销策略；（2）内容创意，厂商基于以往积累的素材实现创意内容自动化，对于有进一步需求的客户还可提供定制化的增值服务；（3）广告投放，实现广告的自动化投放以及优化；（4）为客户进行客户管理（CRM），并在平台上实现数据沉淀。

图 7：营销 SaaS 商业模式



资料来源：广发证券发展研究中心

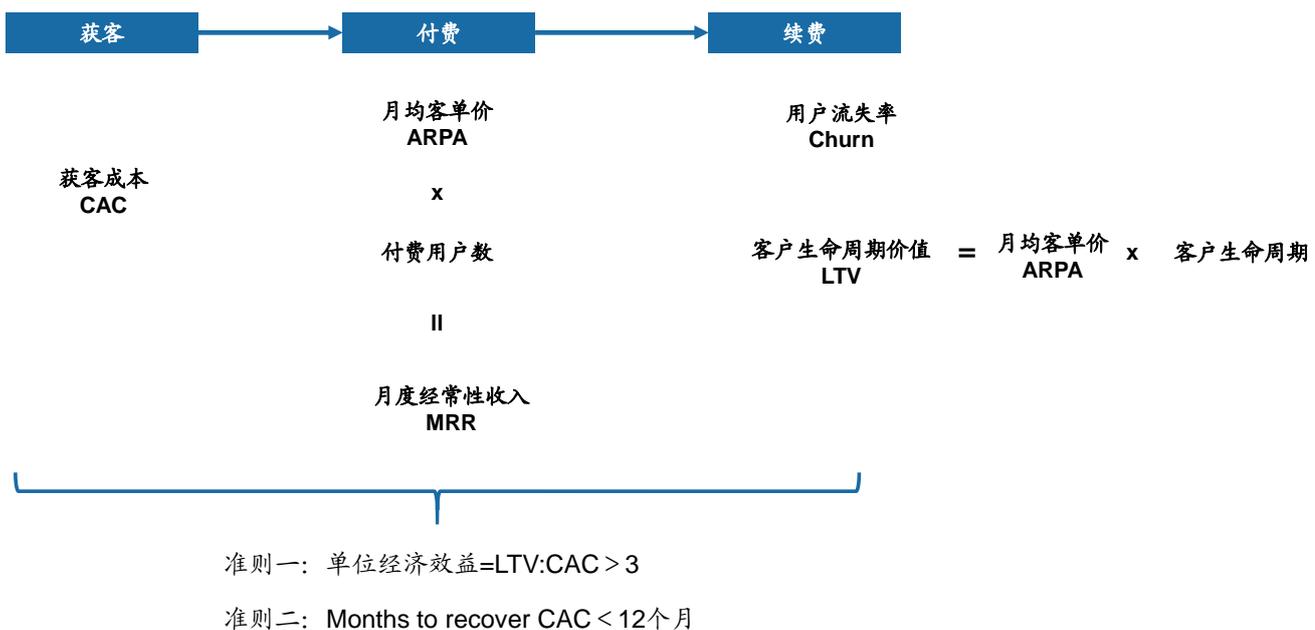
而对于营销SaaS厂商来说，基于产品以及技术能力实现以上各环节功能之外，如何进行SaaS产品的销售也是实现营收增长以及盈利的关键，SaaS平台通常的营销模式为“直营+加盟”。直营模式通常需要服务商组建自己的SaaS销售团队，平台销售直接与客户联系，能够保障更强的用户粘性，实现用户对于平台的忠诚度；同时也方便为客户提供更个性化的需求。加盟模式，通常是SaaS服务商公开招募产品的代理商，代理商分销产品，通常是买断或者抽取收入佣金。以加盟的模式分销产品，能够有效降低销售成本，并且通过代理商迅速将销售面铺开，有利于品牌拓展。但是对于代理商的管理以及培训是保障平台产品和服务质量的关键。

（二）盈利模式：“用户付费+留存”以覆盖高获客成本，持续性付费是关键

营销saas平台提供的服务相比传统的营销服务而言，并不单单是一次性的服务，更重要的是保障用户的持续性服务。通常营销SaaS平台在建设初期需要投入大量的研发费用以形成功能齐全、性能稳定的平台，并且要投入大量的营销费用以搭建销售网络。初期投入较大，持续性的盈利需要依靠用户持续性的付费来支撑。在商业模式部分，我们也提到，saas供应商的核心商业模式需要保障从获客到付费到留存的稳定。营销SaaS服务商通常可以用免费服务积累用户，培养用户持续续费意愿，实现续约和留存。

经纬创投合伙人David Skok曾在《SaaS Metrics – A Guide to Measuring and Improving What Matters》一文中总结SaaS平台运营的关键指标，包括获客成本（CAC）、客户生命周期价值（LTV）、月/年经常性收入（MRR/ARR）、月均客单价（ARPA）、客户流失率（Churn）等，一个成功的SaaS产品则至少需要满足两个条件：（1）关于是否能够长期盈利的问题，也就是单位经济效益=LTV:CAC，至少要大于3；（2）关于盈利与现金流的实现时间问题，也就是获客成本回收周期要小于12个月，Months to recover CAC < 12。

图 8: SaaS 企业运营发展的核心指标



资料来源：David Skok 《SaaS Metrics – A Guide to Measuring and Improving What Matters》，广发证券发展研究中心

我们认为获客成本CAC实际体现的是公司的销售能力，包括销售模式、销售渠道以及销售团队的效率，前述分析也提到SaaS厂商通常通过“直营+加盟（代理商分销）”的模式进行产品销售。在获客环节，SaaS服务商通常通过免费服务来吸引用户。而客单价和用户留存率则体现的是公司的产品力，产品力的支撑在于研发能力以及运营管理能力。

以HubSpot为例来看，公司曾在《福布斯》杂志中披露过2011Q1-2012Q2的经营数据，期间LTV:CAC持续提升直至超过3，我们划分为两个阶段来看，各个阶段所

拉动的杠杆有一定区别：

(1) 2011Q1~2011Q3: CAC仍持续增长，单位经营效益提升主要驱动力来自LTV的增长，LTV的增长由用户留存率提升以及客单价提升同时驱动；

(2) 2011Q3~2012Q2: CAC持续降低，同时LTV持续增长，单位经济效益LTV/CAC持续提升明显，在2012Q1时超过3。这个阶段不论是公司的销售能力还是产品力都在持续提升，双重驱动单位经济效益的提升。

表 1: Hubspot单位经营效益数据

项目	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
LTV:CAC	1.7	1.9	1.9	2.6	3.5	4.7
CAC (美元)	6,025	7,876	8,541	7,809	6,880	6,793
MRR CHURN	3.5%	2.7%	2.8%	2.3%	2.0%	1.5%
AVG MRR (美元)	429	507	548	560	583	577
SOFTWARE MARGIN	83%	81%	80%	82%	81%	82%
LTV (美元)	10,074	14,964	15,919	20,325	23,775	31,806

数据来源：福布斯，广发证券发展研究中心

简单来说，营销SaaS企业想要实现盈利，一是要降低获客成本，这个环节的关键在于销售能力的提升；二是要在于提高客户的生命周期价值，也就是提升客单价并且降低客户流失比例，这个环节的关键在于产品能力，优质产品力才能驱动用户的持续性付费。

三、海外典型公司

(一) Salesforce: 内生+外延持续做大业务版图，进入稳定盈利期

1. Salesforce业务情况

Salesforce是全球SaaS先行者，公司创始人首创了SaaS理念。公司由CRM产品起步，根据Gartner的数据，在CRM市场，Salesforce在2018年市场份额就已经达到19.5%，比行业第二SAP（份额为8.3%）高出一倍多。CRM作为公司的业务基本盘，公司通过内生+并购的方式持续做大业务版图。自主创新+外延并购帮助公司不断增强技术支撑以及产品丰富度，在技术+产品的支撑下公司上市以来业绩持续增长。

公司并购历程来看，据不完全统计公司上市以来的并购案例已经超过50起，持续打造云生态系统。近期公司完成的并购包括对全球最大分析平台Tableau以及云服务商Vlocity的收购。这两宗收购能够体现Salesforce在并购标的选择上的基本逻辑：

(1) 技术，Tableau作为全球最大的数据分析平台，并购完成之后双方能够相互补充，Tableau能够为Salesforce在数据分析以及数据可视化带来强劲技术支持。

(2) 产品：对于Vlocity的收购旨在扩充完善公司的行业布局。

表 2: Salesforce并购列举

时间	标的公司	标的公司业务	并购金额
2006.04	Sendia	企业级无线方案解决商	1500 万美元
2008.08	InStranet	商业管理软件	3150 万美元
2010.01	SalesforceJapan	云工具开发商	1.7 亿美元
2010.04	Jigsaw	B2B 商业信息数据服务提供商	1.42 亿美元
2010.12	Heroku	多种语言开发工具(云端)	2.5 亿美元
2011.01	Dimdim	网络视频平台	3100 万美元
2011.03	SalesforceRadian6	社会化媒体信息监控平台	3.26 亿美元
2011.09	Assistly	社交服务公司	5000 万美元
2011.09	Desk.com	在线客服	5000 万美元
2011.11	ModelMetrics	云平台化	0.67 亿美元
2011.12	Rypple	员工绩效表现管理平台	0.51 亿美元
2012.06	SalesforceBuddyMedia	社交化营销平台	6.89 亿美元
2012.07	Golnstant	APP 开发工具	7000 万美元
2013.05	ClipBoard	网络内容浏览抓取软件	1200 万美元
2013.06	EdgeSpring	商业数据分析平台	1.34 亿美元
2013.06	ExactTarget	EDM, 电子邮件营销	25 亿美元
2014.07	RalatelQ	人际关系智能发现平台	3.9 亿美元
2015.07	Kerensen Consulting	欧洲云平台咨询公司，率先提出“Salesforce Economy”概念	2420 万美元
2015.12	SteelBrick	Quote-to-Cash (报价到收银) 自动处理系统	3.6 亿美元
2016.01	Krux	营销数据企业	7 亿美元
2016.07	Demandware	电子商务平台解决方案	28 亿美元
2016.08	Quip	团队协作应用软件	7.5 亿美元
2016.09	BeyondCore	企业分析平台	1.07 亿美元

2018.03	MuleSoft	企业数据集成平台	59 亿美元
2019.06	Tableau	商业智能分析平台	157 亿美元
2020.02	Vlocity	云服务及移动软件服务提供商	13.3 亿美元

数据来源：艾瑞咨询，36 氪，广发证券发展研究中心

当前产品板块包括sales cloud、service cloud、marketing cloud、commerce cloud等。其中Sales Cloud主要用来存储数据，监控潜在客户和进度，洞察商业机会。Service Cloud能够使公司提供个性化的客户服务和支持，以及现场服务解决方案。Marketing Cloud主要用来规划，个性化和优化一对一的客户营销互动。Commerce Cloud则是使公司能够提高客户的参与度，转化率，收入和忠诚度。公司目前在全球拥有超过15万家的用户，客户包括通用、宝洁、亚马逊等行业巨头。

表 3: Salesforce产品列表

产品	型号	费用	功能
Sales Cloud	基础版	25 美元/用户/月	即用型 CRM，最多可支持十个用户
	专业版	75 美元/用户/月	功能完整的 CRM，适用于任何规模的团队
	企业版	150 美元/用户/月	可针对客户业务进行深度自定义的销售型 CRM
	无限版	300 美元/用户/月	无限的 CRM 功能和技术支持
Service Cloud	基础版	25 美元/用户/月	即开即用型客户支持，最多可支持十个用户
	专业版	75 美元/用户/月	功能完整的服务型 CRM，适合任何规模的团队
	企业版	150 美元/用户/月	提供全面服务的可自定义的 CRM
	无限版	300 美元/用户/月	无限的 CRM 功能
Sales Cloud + Service Cloud	组合专业版	100 美元/用户/月	Sales Cloud + Service Cloud 专业版组合
	组合企业版	175 美元/用户/月	Sales Cloud + Service Cloud 企业版组合
	组合无限版	325 美元/用户/月	Sales Cloud + Service Cloud 无限版组合
Field Service	企业版-员工	150 美元/用户/月	从移动设备（包括离线的移动设备）上完成服务预约/工作分配
	无限版-员工	300 美元/用户/月	无限的移动办公员工和资源
Lightning	企业版-承包商	50 美元/用户/月	安排外部用户的版本，可访问工作订单、个案、合同和账户
	无限版-承包商	75 美元/用户/月	进一步促进交叉销售和追加销售
Field Service Lightning +	企业版	200 美元/用户/月	Field Service Lightning + Service Cloud + Sales Cloud 组合
	无限版	350 美元/用户/月	进一步促进交叉销售和追加销售
Market Cloud	基础版	协议报价	多渠道数字市场营销解决方案
	专业版	协议报价	个性化市场营销解决方案
	公司版	协议报价	个性化跨渠道战略营销解决方案
	企业版	协议报价	跨渠道、品牌和地点营销解决方案
	增长版	1250 美元/用户/月	B2B 市场营销自动化，实现潜在客户开发和培养计划自动化和优化
	加强版	2500 美元/用户/月	利用市场营销自动化和分析获得深入洞察
	高级版	4000 美元/用户/月	利用先进的市场营销自动化和分析实现能力创新
Community Cloud	客户社区	基于使用量定价	启用客户自助服务，扩展业务流程，构建更深层的客户关系
	合作伙伴社区	基于使用量定价	通过经销商、分销商、代理商和经纪人提高销售额
	员工社区	25 美元/用户/月	提升整个组织中员工的工作效率和工作积极性
Einstein	销售云版	50 美元/用户/月	运用高级分析、人工智能等技术进行强化的 Sales Cloud

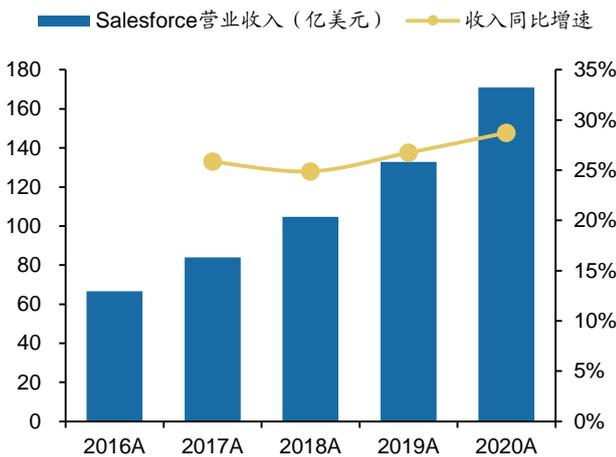
Analytics	服务云版	75 美元/用户/月	适用于 Service Cloud 的即用型分析应用程序
	云平台版	协议报价	可构建任何应用程序并探究任何数据
	预测版	75 美元/用户/月	自动化发现和预测
	Plus	协议报价	高级分析平台
Salesforce	入门版	25 美元/用户/月	使用自定义应用程序扩展销售、服务和市场营销工作
	增强版	100 美元/用户/月	为每个部门实现业务流程数字化
Platform	无限版	协议报价	无限的应用程序开发功能
	Heroku 企业级开发者	4000 美元/企业/月	利用 Heroku 和 Force.com 吸引客户参与

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2.Salesforce财务数据

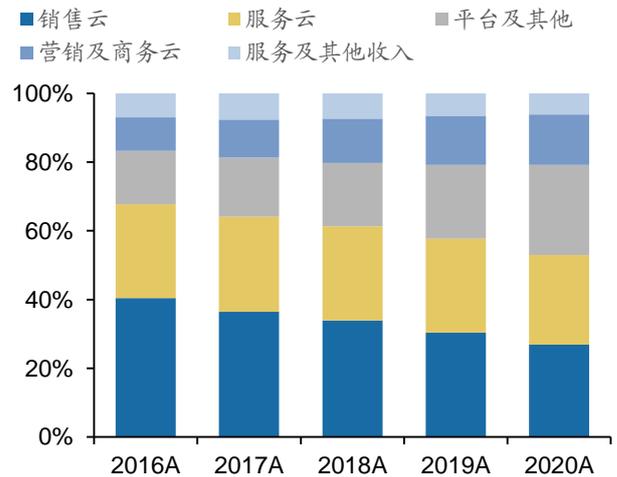
公司自2005年IPO以来，营收年复合增速超过30%，2020财年整体营收规模达170.98亿美元，营收加速增长，同比增速达到28.73%。从营收结构来看，销售云、服务云、平台服务、营销及商务云贡献主要营收。

图 9: Salesforce营业收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

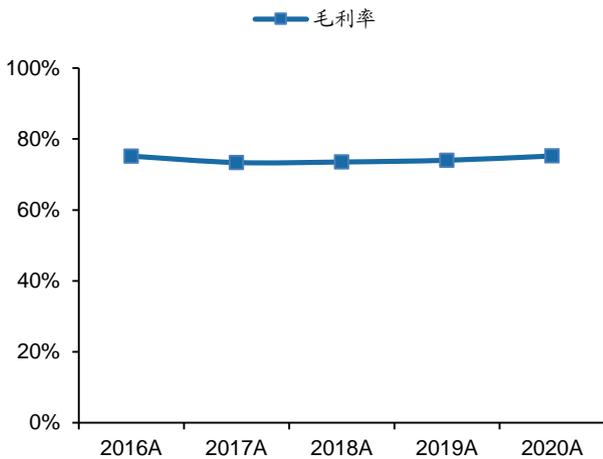
图 10: Salesforce收入结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

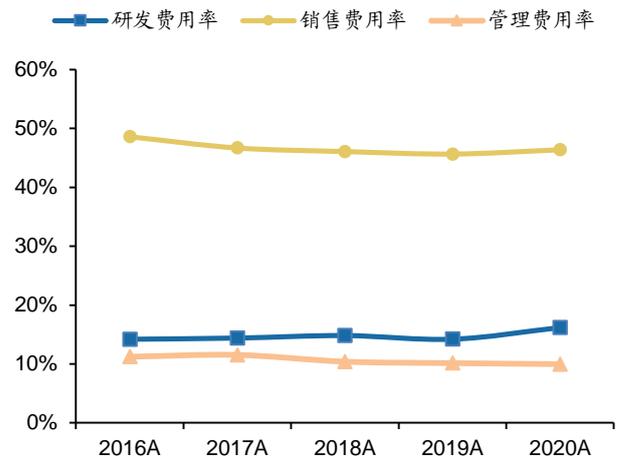
净利端来看，2017财年实现扭亏，2020财年实现净利润1.26亿美元。公司作为行业巨头，近几年才进入稳定盈利，主要是因为研发投入以及销售费用率水平一直较高。前期的高研发投入打造了公司稳定领先的产品性能，为后续用户付费和续费奠定基础，在市场接受公司产品之后边际成本将会逐渐减小，利润逐渐释放。而高销售费用支出是SaaS行业的普遍现象。Salesforce过去在销售网络的搭建以及对销售人员的激励上投入了非常多，我们认为这同样为客户续费率提供了保障。

图 11: Salesforce毛利率



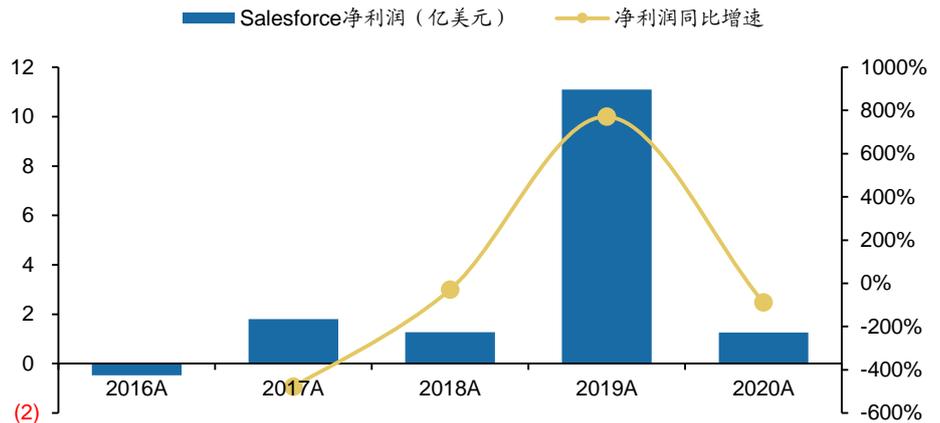
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 12: Salesforce期间费用



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

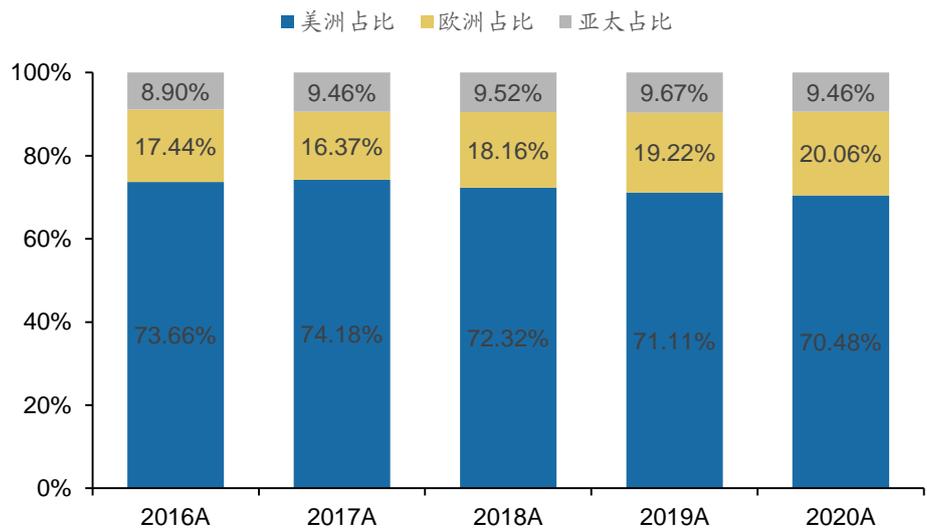
图 13: Salesforce归母净利润



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

从营收区域性来看, 美洲仍是主要的营收来源, 但近几年欧洲营收占比在持续提升, 主要是因为近几年公司开始重视在欧洲地区的销售搭建。亚洲营收贡献当前仍小于10%, 但我们认为亚洲地区saas渗透率有非常大的提升空间, 未来Salesforce如果能在亚洲区域搭建成熟的销售网络, 将会为公司持续贡献营收。在2019年, 公司还宣布与阿里巴巴达成战略合作, 阿里云将在大中华区向客户提供Salesforce的SaaS产品。

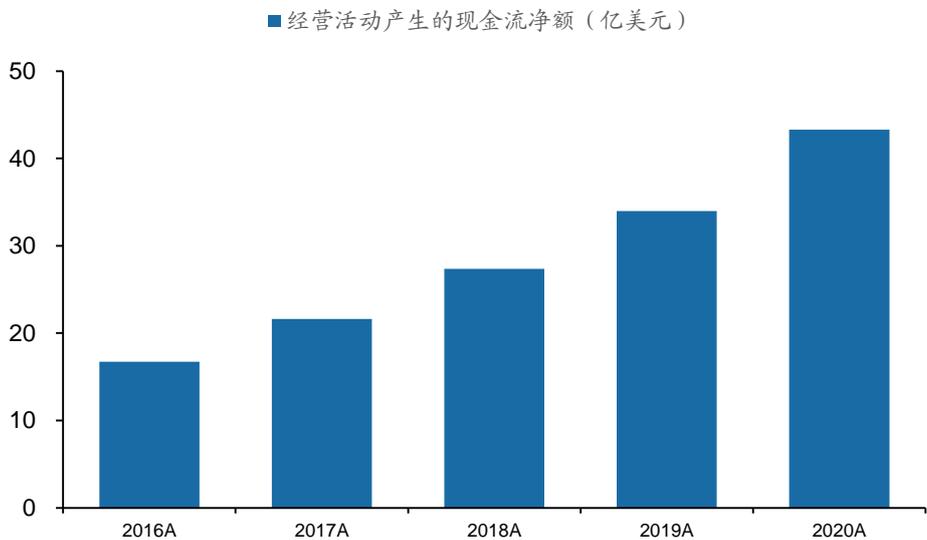
图 14: Salesforce 营收结构-按区域划分



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

现金流角度来看, 订阅模式保障公司稳定的现金流, 随着营收规模的增长经营活动产生的现金流净额持续增长。

图 15: Salesforce 经营活动产生的现金流净额 (亿美元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(二) Hubspot: inbound marketing 模式, 主要面向中小广告主

1. Hubspot 业务情况

相比与Salesforce, HubSpot更专注服务中小广告主(公司自己定义为企业员工在2~2000人之间的企业)。从产品角度来看, Hubspot主要产品有三款: Marketing、CRM和Sales, 除此之外还有免费版本和捆绑组合的产品。Hubspot提供了All In One的一体化解决方案, 产品更加简单易用, 同时因为主要面向SMB客户, 相对而言客单价会更低。

图 16: HubSpot专注服务中小广告主



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表 4: HubSpot产品列表

产品	型号	费用	功能
HubSpot CRM	基础版	免费	Marketing Hub、Sales Hub、Service Hub 的免费基础功能
Marketing Hub	入门版	50 美元/月	广告管理、在线会话、电子邮件营销
	专业版	400 美元/月	营销自动化、SEO、流量分析
	企业版	1200 美元/月	团队管理、扩展平台功能、完整的分析工具
Sales Hub	入门版	50 美元/月	电子邮件追踪、在线聊天、销售绩效跟踪
	专业版	500 美元/月	销售自动化、销售数据处理
	企业版	1200 美元/月	团队管理、数据分析评价
Service Hub	入门版	50 美元/月	客户沟通追踪、客户联系管理
	专业版	400 美元/月	任务自动化、客户体验调查与报告
	企业版	1200 美元/月	团队管理、全面自助服务
HubSpot CMS	内容管理版	固定费用 1000 美元+300 美元/月	个性化营销内容管理、SEO
捆绑组合	入门版	113 美元/月	Marketing Hub、Sales Hub、Service Hub 入门版组合
	专业版	1275 美元/月	Marketing Hub、Sales Hub、Service Hub 专业版组合
	企业版	4200 美元/月	Marketing Hub、Sales Hub、Service Hub 企业版组合

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

与传统的推式营销不同，HubSpot首创集客营销（Inbound Marketing），通过“引流→转化→成单→持续口碑营销”四步实现获客：（1）引流：通过SEO、关键词、社交媒体等方式和渠道吸引未使用过平台服务的客户主动进站；（2）转化：通过填写表单或者点击转化按钮等方式，将网站访问者转化成为潜在客户；（3）成单：通过向潜在客户发邮件，或者打电话等方式对潜在客户持续跟踪，最终将潜在客户转化为客户；（4）持续口碑营销：通过调研、提供个性化内容等方式对客户进行持续性跟踪和服务，提高客户满意度，将客户转化为企业工具的推荐者，形成口碑营销。

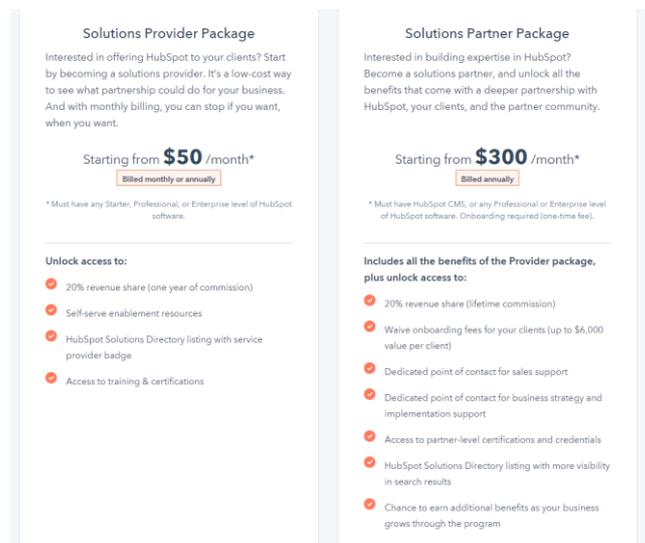
图 17: HubSpot获客以及实现客户留存的方式



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

除了直接面向企业获客外，HubSpot还建立起了合作伙伴（Partner）生态。Hubspot的合作伙伴可以运用Hubspot工具提供包括广告设计到公关等各类型服务。同时合作伙伴自身还可以获得业务培训以及认证等各项服务。收入分成方面，每销售出一套Hubspot的软件合作伙伴可以获得收入20%的提成。在2019财年合作伙伴为HubSpot贡献了36%的客户，以及41%的营收。

图 18: HubSpot合作伙伴模式

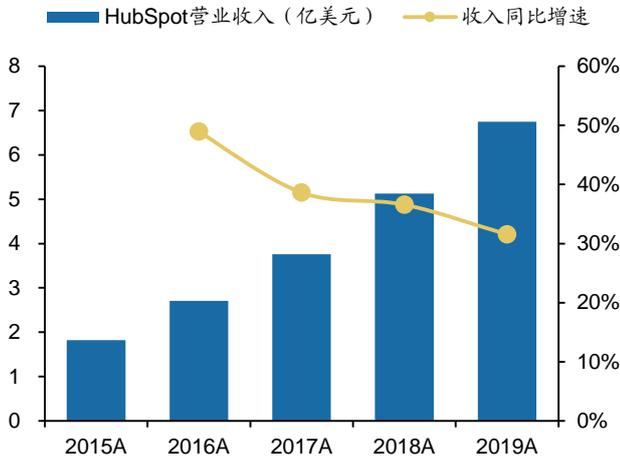


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

2.Hubspot财务情况

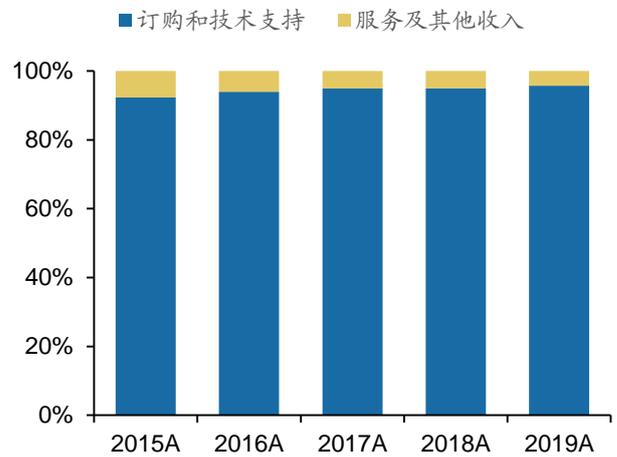
上市以来公司收入持续增长，主要的驱动力来自用户订阅，公司毛利率稳定在70-80%。当前公司销售费用仍较高，随着产品口碑的建立，近几年销售费用率呈现下滑趋势。

图 19: HubSpot营业收入



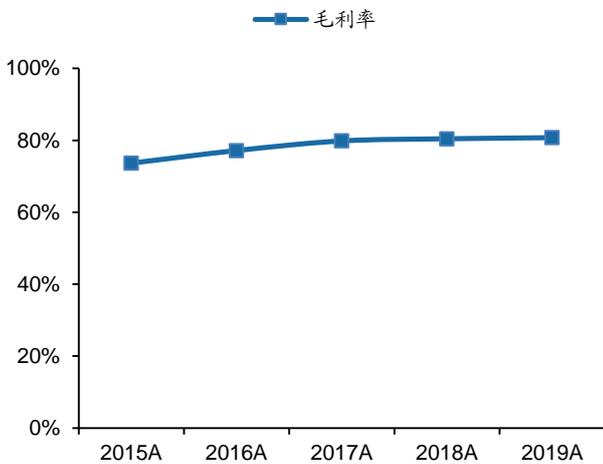
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 20: HubSpot收入结构



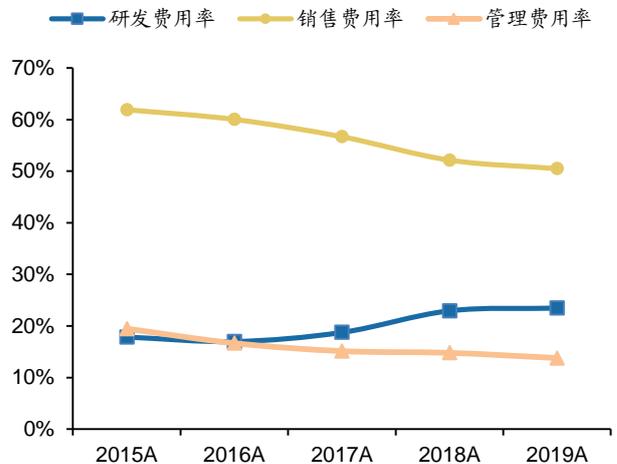
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 21: HubSpot毛利率



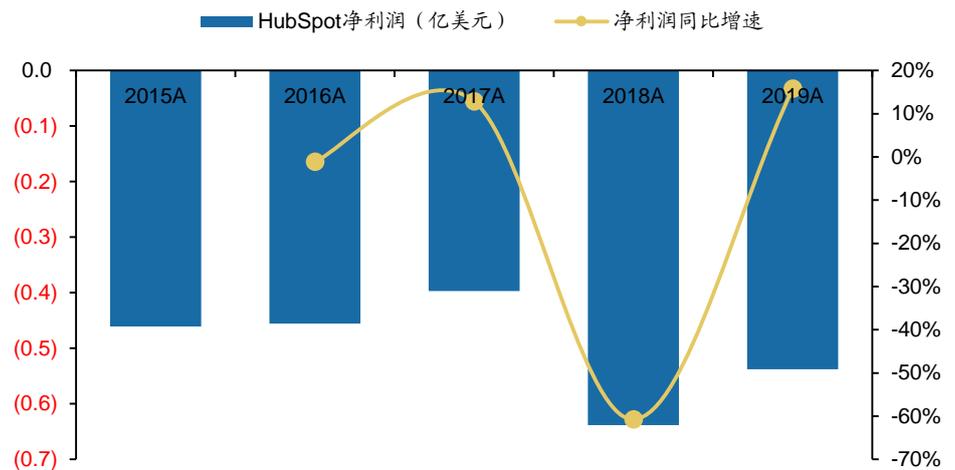
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 22: HubSpot期间费用



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

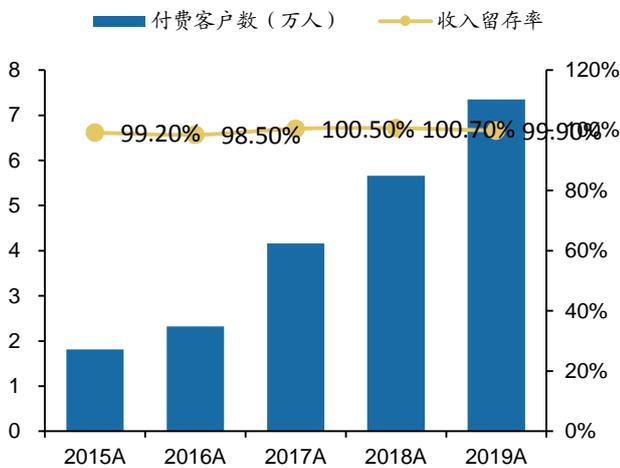
图 23: HubSpot归母净利



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

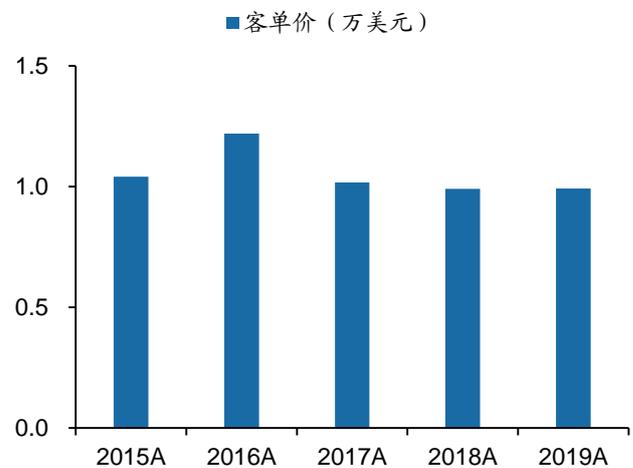
从经营数据来看, 公司全球客户数持续提升, 包括LTV: CAC以及Mouths to recover CAC等指标均有明显提升。因为公司未披露用户留存率, 从收入留存率角度来看, 近几年的收入留存率均在98.5%以上, 客户留存水平较高。HubSpot业务发展均已进入良性循环。

图 24: HubSpot客户数及收入留存率



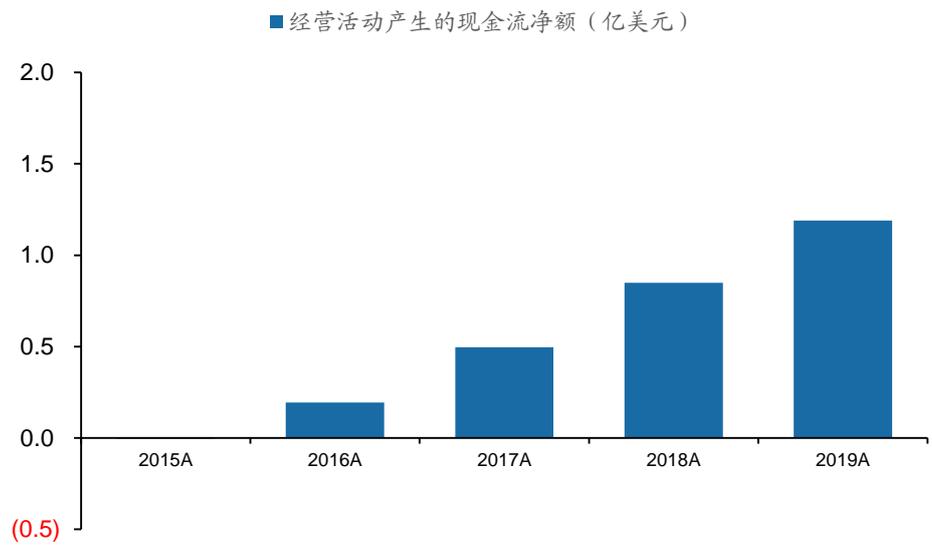
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 25: HubSpot客单价



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 26: HubSpot经营活动产生的现金流净额 (亿美元)



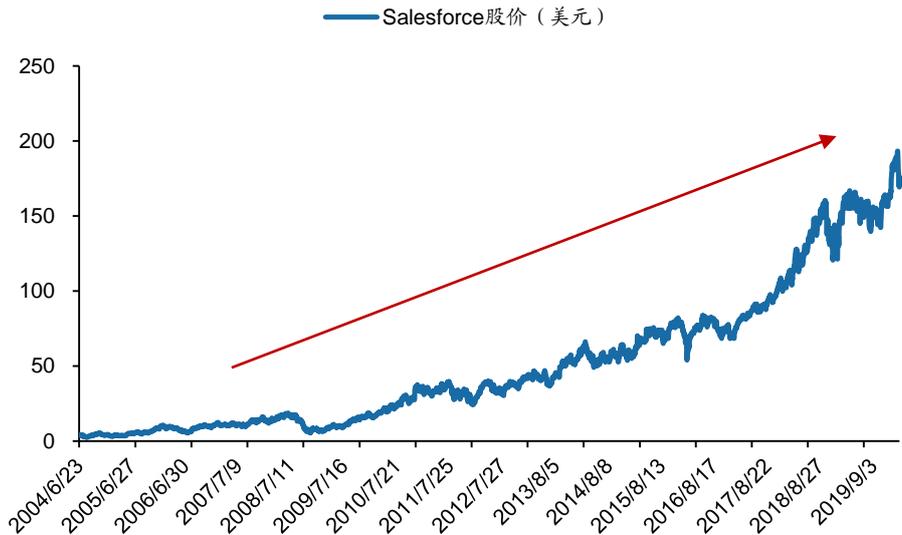
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 估值情况：享受高 PS 估值

1. Salesforce 市场表现及估值

上市以来Salesforce股价持续走高，主要支撑来自公司强劲增长的业绩。从估值来看，市场通常采用PS来对SaaS企业进行估值，2012年以来Salesforce的PS估值中枢在8倍左右，2012-2020财年公司年复合增长率为28.7%，以PSG来看近几年市场给予公司的估值在0.28倍左右。

图 27: Salesforce 市场表现



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 28: Salesforce PS (TTM)

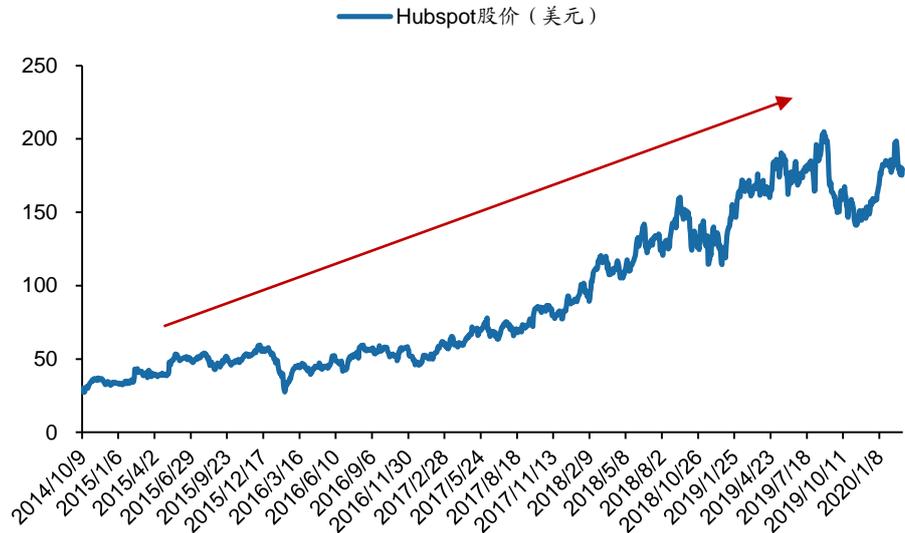


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

2.Hubspot市场表现及估值情况

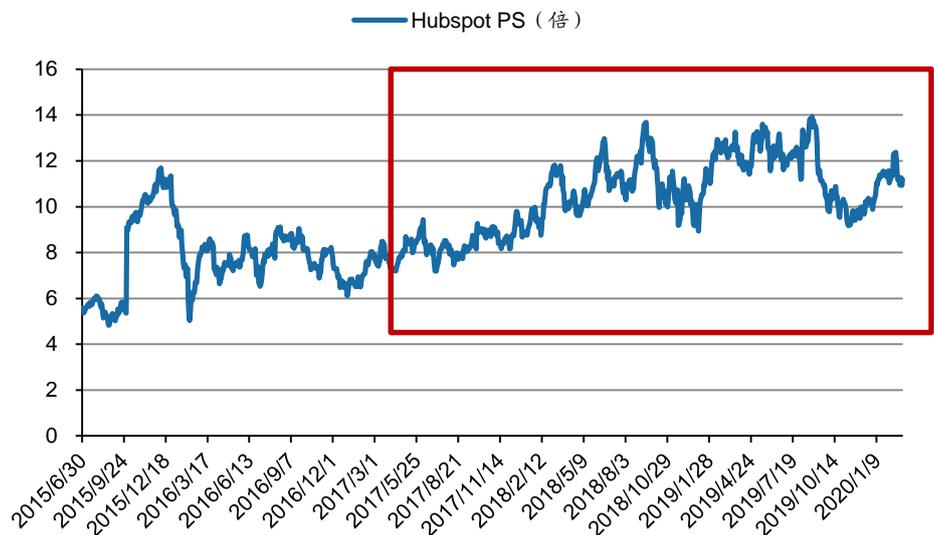
和Salesforce一样，在营收持续增长的驱动之下，Hubspot自上市以来股价持续增长。Hubspot PS在10-14X之间。2017-2019财年公司营收复合增速为34%，从PSG角度来看估值为0.35倍。

图 29: HubSpot股价表现



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 30: HubSpot PS (TTM)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

总结Salesforce以及Hubspot的估值水平可以看到，因为营销SaaS企业目前还未普遍进入盈利期，市场多采用PS对相应公司进行估值，发展初期客户数量的增长带来的营收增长是关键驱动力，营收增速进入稳定期之后PS估值逐渐进入稳定区间，美股市场给予优质企业的PSG通常在0.3X左右。而国内市场来看，营销SaaS仍处于发展初期，各行业参与者现阶段大多都在推广产品，获取更多客户资源以带

动营收增长的阶段，建立品牌认知是当前阶段的关键。我们认为当前可以采用PS的方式对国内相应公司的SaaS业务进行估值，行业龙头估值水平可参照美股公司。

四、投资建议

相比海外营销SaaS的发展，国内当前营销SaaS行业仍处于起步阶段，考虑企业数字化转型需求，市场空间大。未来国内营销SaaS行业的发展，我们认为可能存在以下几个类别的供应商：（1）海外企业入华；（2）软件公司以及互联网企业；（3）广告营销公司；（4）垂直领域的SaaS服务商。

（一）海外企业：开拓中国市场，借助本地分销商搭建销售网络

海外SaaS供应商在技术以及产品成熟度上明显高于国内供应商，在以上两个维度上相对优势明显。但海外供应商进入中国市场也有自己的短板，一是国内外企业管理文化不同，使得SaaS产品相应的服务模块不一定能够适应国内市场，在进入中国市场时需要进行本地化调整，形成能够适应中国特色的产品，这会一定程度上增加海外供应商的研发成本；二是，海外供应商在国内销售网络相对而言搭建的不够完善，但这一点我们认为可以通过寻找国内的合作伙伴解决，例如Salesforce和阿里巴巴的合作。海外龙头进入中国市场我们认为会对国内供应商产生一定的竞争压力，同时也会带来鲶鱼效应。**建议关注海外Adobe、Oracle、Salesforce等公司在中国市场的业务布局。**

（二）互联网巨头以及软件公司：基于技术以及数据优势

第二类我们认为未来能够成为营销SaaS行业发展主要参与者的是国内的互联网巨头以及软件公司。相比第一类参与者，我们认为互联网巨头在营销SaaS发展中最核心的竞争力在于对于国内消费互联网体系的深刻认识。从消费互联网转化到产业互联网的过程中，互联网巨头有平台、有数据资源，商业模式在往2B转型时支撑更强劲。而软件企业的优势则在于技术研发能力以及以往业务积累的B端客户资源。除了SaaS市场之外，软件公司以及互联网巨头当前也在持续布局PaaS及IaaS业务。

（三）广告营销公司：基于客户资源以及营销服务经验

而广告营销公司入局我们认为必然是趋势。广告营销公司进入营销SaaS行业，我们认为其核心竞争力在于客户资源以及以往服务大客户积累的营销经验。在营销云业务中，我们认为对于客户的理解是打造优质产品的关键。广告营销公司在以往的客户服务过程中，尤其是对大广告主的服务过程中，积累了丰富的服务经验。对于客户需求的把握能够更加准确。从获客角度来看，广告营销企业基于经验能更快更精准的知道不同目标客户的营销需求。相比海外企业以及软件和互联网公司而言，国内广告营销公司在技术方面的竞争力或许相对较弱，但技术层面的短板我们认为可以通过自主研发以及并购整合的方式补足。

对于广告营销公司发展SaaS业务来说，我们认为有望为营销企业带来营收持续性增长，并且订阅的模式一定程度也能带来现金流的改善。同时广告代理公司由于在产业链中的地位被持续挤压，市场通常并未给予高估值，发展SaaS业务也能够带

来估值提升。建议关注蓝色光标、华扬联众等营销龙头。

其中蓝色光标已在2020年2月20日发布旗下营销SaaS平台“蓝标在线”，平台主要面向中小企业主，能够实现在线洞察、在线创意以及在线发布等功能。

(1) 在线洞察功能能够实现市场洞察以及营销策略的梳理，主要帮助广告主实现目标用户的分析以及营销策划的生成。(2) 在线创意能够实现广告内容的自动生成，包括slogan等文案，以及营销图片和企业短视频，甚至是营销稿件的自动生成。(3) 在线发布主要功能在于活动发布以及用户经营。蓝色光标作为国内最大的出海广告投放平台，在SaaS平台上还集成了跨境宝功能，在进行广告投放时能够同时整合海外的媒体资源。平台未来还将上线营销宝功能，能够为企业提供自有会员、社群用户以及终端销售用户运营解决方案。

图 31：蓝色光标“蓝标在线”SaaS平台



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

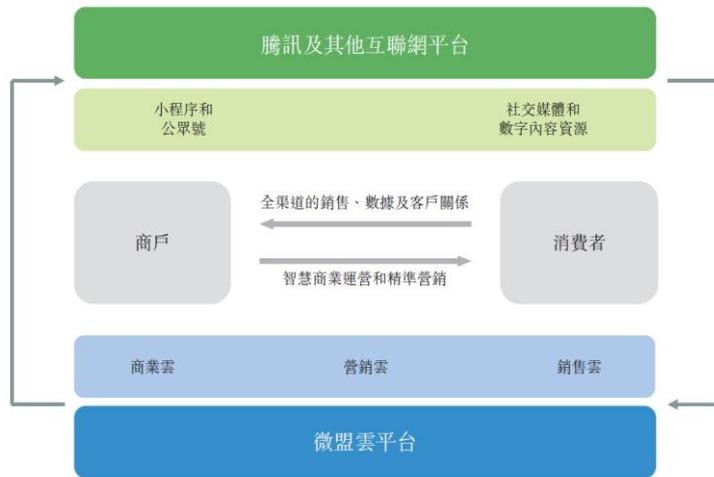
能够推出以上产品和功能，我们认为核心在于蓝色光标在以往的客户服务过程中，积累了大量的营销服务经验，沉淀了包括庞大的广告主营销行为及偏好、目标客户行为等数据资产，同时公司通过自主研发以及并购整合积累了一定技术基础。在疫情期间平台“方案通”、“文案易”、“发布宝”以及“跨境宝”均免费对中小广告主开放，通过免费方式获取第一批用户，随着平台以上功能持续完善和改进，我们认为平台有望持续累计中小广告主客户。销售方式来看，“蓝标在线”SaaS产品未来计划通过“自建销售团队+合伙人”的方式持续推广。营销SaaS业务有望成为公司继短视频营销、出海广告投放等业务之后新的营收增长驱动。

(四) 垂直领域 SaaS 服务商：基于社交媒体以及电商领域

除了以上几类参与者，我们认为垂直领域的创业公司也有望受益营销SaaS化，在细分领域深耕实现市场份额的集中，成为细分领域龙头。尤其是基于社交媒体的电商SaaS服务商，例如微盟。其中微盟主要业务包括SaaS产品和精准营销，公司SaaS业务主要是基于微信公众号和小程序开发各种 SaaS 软件为企业提供数字升级解决方案。SaaS产品主要包括商业云、营销云及销售云三种云服务产品。其中商业云可使商户开设线上业务并提升顾客的参与度、转化率、收益及忠诚度。营销

云为商户提供数字工具以精准锁定受众群体并优化在线营销活动，包括广告制作及预算分配。销售云帮助商户提升获客能力并有效取得更高销售业绩。

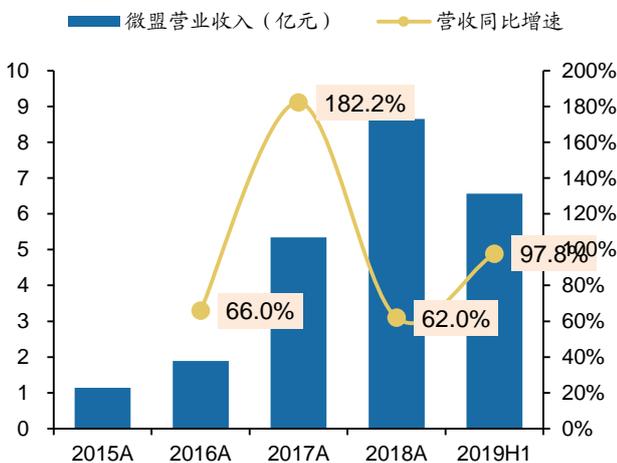
图 32: 微盟云平台



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

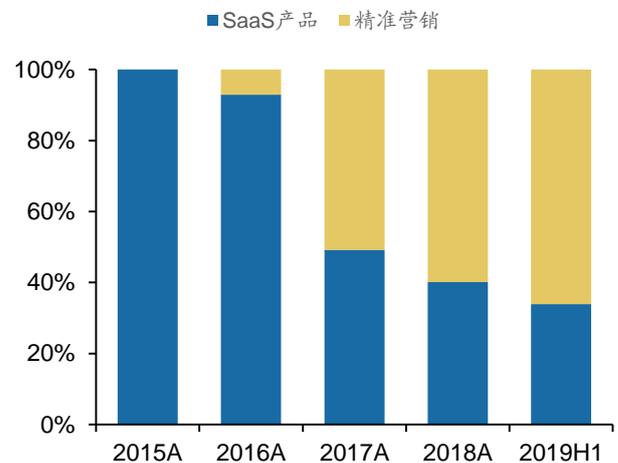
从微盟的业绩也可以看到，SaaS产品中商业云以及营销云的近几年的业绩持续增长，其主要驱动来自付费商户和ARPU值的提升。销售方式来看，SaaS产品采用“直销+渠道合作伙伴”的方式，渠道合作伙伴是目前主要的销售渠道。

图 33: 微盟营业收入



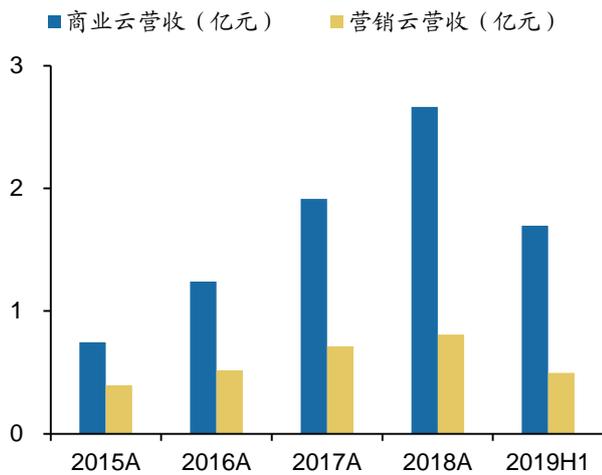
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 34: 微盟营收结构



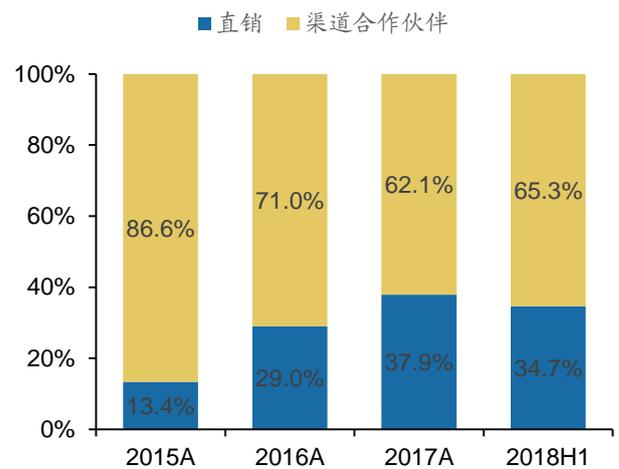
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 35: 微盟SaaS产品收入明细



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 36: 微盟SaaS产品的销售渠道



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

总结来看, 我们认为以上四类供应商因为业务基础不一样, 本身积累的资源有一定差异, 涉足营销SaaS领域时相对优势不同。但在国内庞大的市场需求之下, 有望催生类似海外Salesforce这样的行业巨头, 也能够孕育一批类似Hubspot这样专注细分领域的优质企业。建议关注蓝色光标、微盟等标的。

表 5: 海外可比公司估值情况 (市值统计截止2020.3.6收盘)

公司名称	公司代码	市值	股价	股价单位	营收 (亿元)			营收同比增速			PS估值水平		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
Salesforce	CRM.N	1,468.5	164.1	美元	17,098	21,088	25,110	28.7%	23.3%	19.1%	8.6	7.0	5.8
Hubspot	HUBS.N	71.7	165.6	美元	675	843	1,029	31.6%	24.9%	22.1%	10.6	8.5	7.0
微盟	02013.HK	109.9	4.9	港币	1,465	2,220	3,194	69.3%	51.6%	43.9%	6.8	4.5	3.1

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(注: 盈利预测均来自彭博, salesforce 表中 2019A 对应的是公司披露的 2020 财年的数据, 微盟表中 2019A 对应的是彭博 2019E 一致预期数据; salesforce 以及 hubspot 财务数据货币单位为美元, 微盟为人民币)

五、风险提示

- （1）数据安全问题：客户的数据均储存在云端，一旦出现数据安全问题，对于客户的数据资产来说破坏性较大。数据安全问题可能包括数据丢失、数据泄露等；
- （2）SaaS行业渗透率提升较慢，产业发展不及预期：国内企业管理环境和海外有一定差异，对SaaS的使用仍需一定时间渗透；
- （3）行业竞争加剧：营销SaaS行业参与者众多，随着海外企业加速在中国的布局，国内厂商将会面临一定的竞争压力。

广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券，带领团队荣获2019年新财富传播与文化行业第一名。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：高级分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 吴 桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。