

云计算公司的估值密码

——科创板系列报告之三

2019年04月01日

看好/维持

计算机

专题报告

投资摘要:

云计算公司与传统公司商业模式差别巨大,一方面利润很少甚至亏损,另一方面却是美国资本市场中成长性最好的板块之一,板块机会巨大。SaaS 鼻祖 Salesforce 从 2004 年上市至今,涨幅更是达到 57.5 倍。

因此,云计算公司估值问题亟待解决:

- ◆ 我们从微观层面构建起客户生命周期的现金流模型。SaaS 公司先一次付出很高的获客成本,可以通过后续客户的不断重复性付费来收回成本并盈利。SaaS 公司一定要做到客户生命周期内的收入(LTV)扣减运营成本要大于获客成本(CAC),才能在客户身上赚到钱。
 - ◆ 好的 SaaS 模式能够做到以下三点:获客成本低;客户流失率低;客户付费高。
 - ◆ SaaS 公司始终不赚钱的原因在于获客成本高企。SaaS 公司虽然在存续客户身上是赚钱的,但是它需要不断地将赚到的钱用来获取新的客户,导致整体持续处于不赚钱的状态。
 - ◆ 好的 SaaS 公司的经营性现金流非常好。SaaS 产品往往要求客户预付年费,经营性现金流都非常好。
- 从海外实践经验来看,对 SaaS 公司估值基本采用市销率来估值,背后原因在于企业的生命周期。在估值时候,需要综合考虑 SaaS 公司的市场空间、商业模式、成长性 & 竞争能力来确定。好的 SaaS 公司会享受更高的市销率估值。在确定市销率时,收入增速是最重要的衡量指标。因为收入增速是一个非常综合的衡量指标。它不仅能够反映出公司的成长性,而且能够对公司的商业模式和竞争能力也能充分体现。
- ◆ 通用 SaaS 领域的 Salesforce 和垂直 SaaS 领域的 Shopify 都证明了收入增速越高,市场给予的市销率估值也越高。Salesforce 收入增速逐渐从 40% 多一路下降到 20% 多,市销率估值中枢也从 10 倍下降到 7 倍左右
 - ◆ 对于龙头的公有云厂商,我们也可以按照市销率给予其估值,甚至可以给更高的估值溢价。因为我们参照国外公有云发展历史会发现:公有云厂商在云计算中处于核心位置,市场空间巨大,成长速度高。

投资策略: 未来,在云计算的各细分领域都会有中国公司上市。下面是我们列出的一些潜在科创板上市公司。让我们静待科创板上市带来的投资机会,建议同时关注潜在受益标的东软集团(600718.SH)、金山软件(3888.HK)。

风险提示: 宏观政治经济风险;科创板发展不及预期的风险。

分析师:叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517070003

研究助理:韩宇

hanyu@dxzq.net.cn

研究助理:岳鹏

010-66554013

624319506@qq.com

细分行业

评级

动态

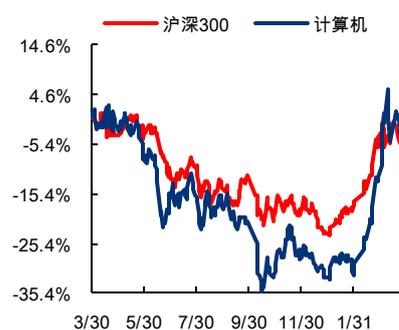
云计算大数据	看好	维持
信息安全	看好	维持
互联网医疗	看好	维持
互联网金融	中性	下调

行业基本资料

占比%

股票家数	198	5.51%
重点公司家数	-	-
行业市值	22030.21 亿元	3.53%
流通市值	15334.42 亿元	3.39%
行业平均市盈率	44.2	/
市场平均市盈率	16.80	/

行业指数走势图



资料来源:东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《计算机行业报告:政策持续推动,催化科技与产业深度融合》2019-03-25
- 2、《东兴计算机周报:乘两会东风,关注受益政策推动行业龙头》2019-03-11
- 3、《东兴计算机周报:科创板落地,关注细分行业龙头机》2019-03-04
- 4、《东兴计算机周报:券商开放交易接口,利好金融科技龙头》2019-02-25

目 录

1. 云计算公司估值问题亟待破解	3
1.1 云计算公司估值利润两重天	3
1.2 SaaS 公司估值原理：客户生命周期的现金流折现	3
2. 云计算公司估值方法：市销率	5
2.1 通用 SaaS 代表：Salesforce 的历史估值之路	5
2.2 垂直电商 SaaS 代表 Shopify 的高增长之路	7
2.3 公有云厂商龙头应该享受更高的估值溢价	8
3. 科创板云计算公司估值及投资	9
4. 风险提示	9

表格目录

表 1:美国云计算细分领域代表公司	3
表 2:美国云计算代表公司涨幅	3
表 3:潜在科创板上市公司	9

插图目录

图 1:SaaS 模式的微观商业模式	4
图 2:Salesforce 的经营性现金流/营收非常好	4
图 3:企业生命周期图	5
图 4:SaaS 模式的微观商业模式	6
图 5:Salesforce 历年市销率图	6
图 6:Salesforce 历年市销率和收入增速图	6
图 7: shopify 收入及增速（百万美元）	7
图 8: Shopify 付费商家的续约金额增长情况	7
图 9:Shopify 历史市销率图	8
图 10:Shopify 历史市销率和收入增速图	8
图 11:全球公共云市场份额报告（2017 年）	8
图 12:AWS 收入及增速	8

1. 云计算公司估值问题亟待破解

1.1 云计算公司估值利润两重天

科创板开通在即，中国的云计算公司将迎来上市高潮。云计算公司与传统公司商业模式差别巨大，一方面利润很少甚至亏损，另一方面却享受着很高的估值。因此，如何对云计算公司进行估值将是非常迫切的问题。

在这方面，海外成熟市场已经给我们提供了参照样本，从2006年8月AWS对外提供弹性云服务服务至今，全球云计算已经走过了近13年。在美国，云计算行业有几十家上市公司，覆盖了企业服务的各个方面，下图中是一些代表公司：

表 1:美国云计算细分领域代表公司

领域	代表公司
IaaS	亚马逊、微软、谷歌、Vmware 和 IBM
PaaS	Pivotal
通用 SaaS	Salesforce、Workday、ServiceNow 和 Slack 等
垂直 SaaS	Veeva、Shopify 等
软件云化转型 SaaS	Adobe、Autodesk 和微软等

资料来源：wind、东兴证券研究所

众多美国云计算公司股价都取得了非常好的投资回报，是美国股市最具有成长性的板块之一。以其中具有代表性公司为例，Amazon 从2006年对外提供云计算开始，累计涨幅24倍，其中市值贡献最大的就是云计算板块。而SaaS鼻祖Salesforce从2004年上市至今，涨幅更是达到57.5倍。

表 2:美国云计算代表公司涨幅

云计算公司	所处行业	上市日期/云化开始日	累计涨幅
Amazon	IaaS	2006	2400%
Salesforce	CRM	2004	5750%
Adobe	工具软件转型 SaaS	2013	596%
Workday	人力管理 SaaS	2017	581%

资料来源：wind、东兴证券研究所

在云计算板块，最具有投资价值的是IaaS层的公有云公司和SaaS层的众多企业服务公司。下面，我们将以SaaS公司为例来进行估值说明，公有云公司估值基本可以参照SaaS公司估值方法。

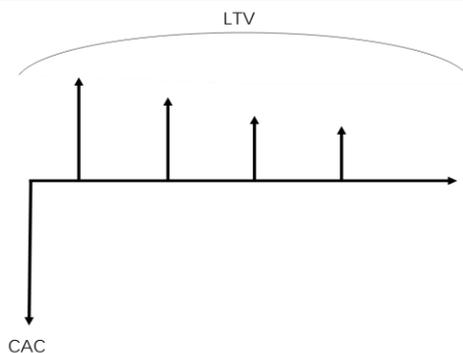
1.2 SaaS 公司估值原理：客户生命周期的现金流折现

SaaS公司看起来估值畸高，又基本没有利润，然而在美国市场整体板块长期涨幅巨大。有种观点认为这背后是泡沫，但是我们认为这背后另有缘由。

SaaS 公司的商业模式非常简单：公司提供高毛利率的标准化 SaaS 产品，但是获客成本（CAC）非常高。公司要先一次付出很高的获客成本才能获取客户，后续依靠客户的不断重复性付费获取收入。

因此，SaaS 公司一定要做到客户生命周期内的收入（LTV）扣减运营成本要大于获客成本（CAC），才能在客户身上赚到钱。好的 SaaS 模式能够做到以下三点：获客成本低；客户流失率低；客户付费高。

图 1:SaaS 模式的微观商业模型



资料来源：自制、东兴证券研究所

SaaS 公司始终不赚钱的原因在于获客成本高企。因为 SaaS 公司获客成本非常高，所以 SaaS 公司虽然在存续客户身上是赚钱的，但是它需要不断地将赚到的钱用来获取新的客户，导致整体持续处于不赚钱的状态。

因此，SaaS 公司虽然不赚钱，但是它的商业模式是成立的：**SaaS 公司在微观的客户模型中是赚钱的。**当 SaaS 公司获客速度降下来之后，其盈利能力自然就显现出来了。Salesforce 2004 年上市，但是直到 2016 年才开始盈利。此时，其收入增速已经下降到 24%。

另外，好的 SaaS 公司的经营性现金流非常好。SaaS 产品往往要求客户预付年费，经营性现金流都非常好。例如 Salesforce 的经营活动现金流/营业收入长期都在 20%-30% 之间。

图 2:Salesforce 的经营性现金流/营收非常好



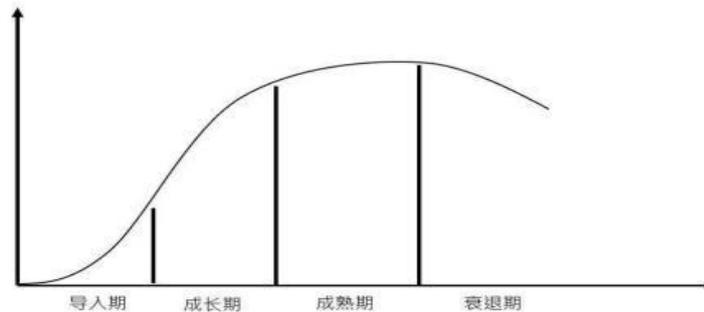
资料来源：bloomberg、东兴证券研究所

2. 云计算公司估值方法：市销率

从海外实践经验来看，对 SaaS 公司估值基本采用市销率来估值。在估值时候，需要综合考虑 SaaS 公司的市场空间、商业模式、成长性及竞争能力来确定。好的 SaaS 公司会享受更高的市销率估值。

而采用市销率来估值的原因在于企业的生命周期。任何企业都会经历从产品导入期、成长期、成熟期和衰退期。SaaS 公司在成熟期时候会有稳定的收入和利润率水平。但是，在成长期却只能看到收入高速增长而基本没有利润。因此，我们在估值时候会推测出它成熟期的市场空间和潜在利润率水平，再用市销率反推过来得到它现有的成长期估值。

图 3:企业生命周期图



资料来源：网络、东兴证券研究所

在确定市销率时，收入增速是最重要的衡量指标。因为收入增速是一个非常综合的衡量指标。它不仅能够反映出公司的成长性，而且能够对公司的商业模式和竞争能力也能充分体现。通常来说，SaaS 模式中获客成本通常都非常高，只有足够低的客户流失率，才能带来客户的不断累积和增长，进而带来收入的持续增长。

下面，我们以 Salesforce 和 Shopify 为例来说明

2.1 通用 SaaS 代表：Salesforce 的历史估值之路

Salesforce 是全球 SaaS 公司的鼻祖。它是一家客户关系管理（CRM）软件服务提供商，其产品的核心功能覆盖销售、营销、客户服务和电商平台。CRM 因为能够给客户创造直接的价值，所以受到客户广泛接受，成为率先跑出来的赛道。

Salesforce 发展过程分为三个阶段：

- ◆ 1999 年成立至 2006 年，Salesforce 从中小客户做起，将产品不断打磨以服务好客服，而后逐步向大中客户拓展。
- ◆ 从 2007 年开始，Salesforce 推出 PaaS 平台 Force.com，将 SaaS 能力对外逐步输

入，实现客户自主开发应用。

- ◆ 从 2011 年至今，Salesforce 积极并购，力图打造 “CRM+AI+数据” 完整生态，利用多维度数据信息把握和预测客户心理和行为，推动市场营销智能化。

从股价表现来看，Salesforce 在 2004 年上市后，一路持续上涨，累计涨幅达到 57.5 倍。

图 4:SaaS 模式的微观商业模型



资料来源：yahoo、东兴证券研究所

而从股价过程来看，Salesforce 的估值变化有以下几个阶段：

- ◆ 从 2004 年到 2006 年，Salesforce 处于模式验证期。在此期间，虽然收入持续保持 80% 左右的增速，但是 Salesforce 起初并不被市场认可，2005 年平均市销率仅为 4.9 倍。到 2006 年得到市场认可后，市销率达到了 9.7 倍。
- ◆ 2007 年和 2008 年，Salesforce 的收入持续高速增长，增速为 50%-60%，对应的平均市销率达到了 11-12 倍。
- ◆ 2009 至今，在金融危机引起的短暂下跌之外，Salesforce 收入增速逐渐从 40% 多一路下降到 20% 多，市销率估值中枢也从 10 倍下降到 7 倍左右。

图 5:Salesforce 历年市销率图

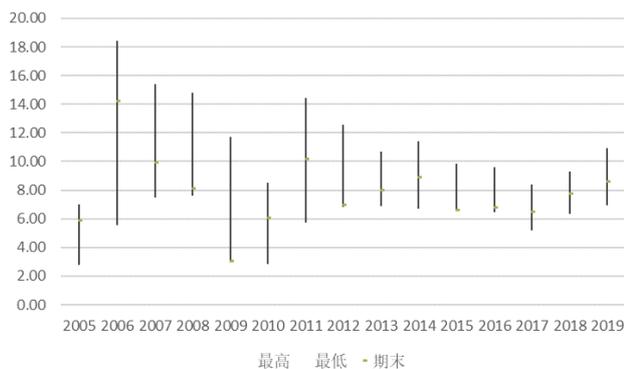


图 6:Salesforce 历年市销率和收入增速图



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

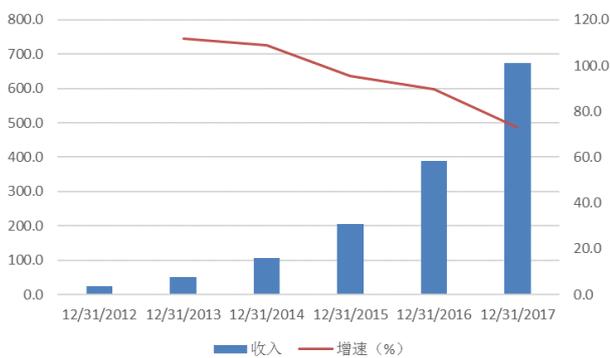
2.2 垂直电商 SaaS 代表 Shopify 的高增长之路

Shopify 是一家帮助商家开设网店的 SaaS 服务公司。商家每月支付一定费用就可以使用它的多种模板开设网店。2015 年 9 月，Shopify Shipping 新增 Facebook 渠道，2018 年 3 月新增 Instagram 渠道。目前 Shopify 市值约 211 亿美元，是全球最大的交易类 SaaS 公司。

Shopify 持续保持高速增长。从 2012 年到 2017 年，服务的付费商家数量从 4 万增长到 60.9 万，同期商家创造的 GMV 从 7 亿美元增长到 263 亿美元。

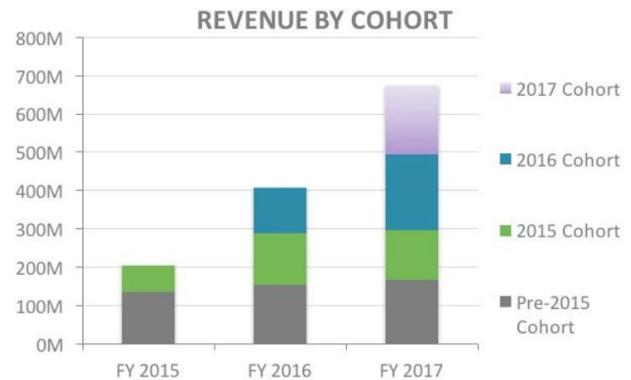
Shopify 收入主要来自于 SaaS 服务费和增值服务。在商家数量保持高速增长的同时，其服务的付费商家每年的续约金额都是增长的，是非常好的 SaaS 模型。

图 7：shopify 收入及增速（百万美元）



资料来源：彭博，东兴证券研究所

图 8：Shopify 付费商家的续约金额增长情况

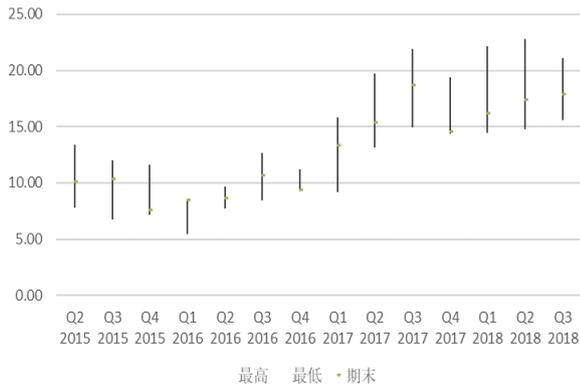


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

而在估值方面，Shopify 也经历了以下几个阶段：

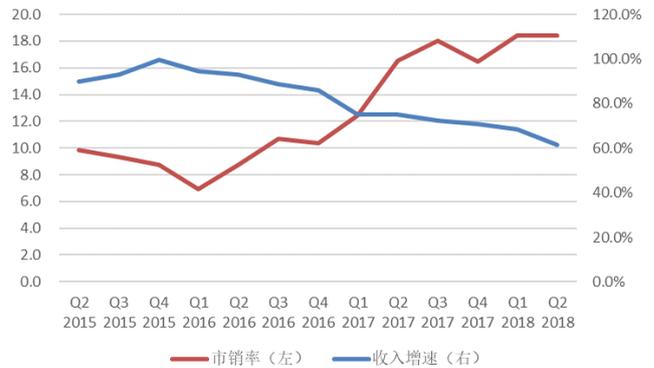
- ◆ 在 2015 年上市后也经历了一段未被认可的时期。2016 年出，其市销率仅为 5 倍。
- ◆ 此后，在业绩的强劲增长带动下，市销率一路上涨到 2017 年第三季度的接近 23 倍。
- ◆ 而后虽然市销率略有下降，但是收入增速仍然接近 60%，公司股价又创新高。

图 9:Shopify 历史市销率图



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

图 10:Shopify 历史市销率和收入增速图



资料来源：Bloomberg、东兴证券研究所

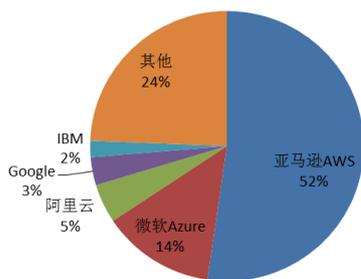
2.3 公有云厂商龙头应该享受更高的估值溢价

对于龙头的公有云厂商，我们也可以按照市销率给予其估值，甚至可以给更高的估值溢价。因为我们参照国外公有云发展历史会发现：公有云厂商在云计算中处于核心位置，市场空间巨大，成长速度快。

亚马逊的 AWS 在全球云计算市场是绝对龙头。根据 Gartner 数据，2017 年其占据全球公共云市场 52% 的市场份额。

但是，AWS 在收入体量巨大的情况下，仍然持续保持高速增长。2018 年 AWS 的公有云收入为 256.6 亿元，同比增速达到 47%。营业利润 73 亿美元，营业利润率达到 28.4%。

图 11:全球公共云市场份额报告（2017 年）



资料来源：Gartner、东兴证券研究所

图 12:AWS 收入及增速



资料来源：阿里财报、东兴证券研究所

公有云商业模式的巨大市场空间和盈利能力已经被 AWS 充分验证。因此，我们对于处于成长期的尚未盈利的公有云公司可以按照市销率给予估值。

3. 科创板云计算公司估值及投资

海外成熟市场和一级市场大都采用市销率来估值，这也为科创板公司未来估值提供了参照模板。在未来科创板云计算公司上市估值时候，主要采用市销率为指标，同时综合考虑 SaaS 公司的市场空间、商业模式、成长性及竞争能力来确定具体。

未来，在云计算的各细分领域都会有中国公司上市。下面是我们列出的一些潜在科创板上市公司。让我们静待科创板上市带来的投资机会，建议同时关注潜在受益标的东软集团（600718.SH）、金山软件（3888.HK）。

表 3:潜在科创板上市公司

领域	潜在科创板上市公司
IaaS	金山云、Ucloud
PaaS	白山云
通用 SaaS	北森云、销售易
垂直 SaaS	东软医疗、云账房
软件云化转型 SaaS	金山办公

资料来源：东兴证券研究所

4. 风险提示

- 1、宏观政治经济风险。
- 2、科创板开通不及预期的风险。

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。

研究助理简介

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有 2 年市场咨询研究经验。2016 年进入东兴证券研究所，关注 TMT 领域。

岳鹏

中科院机器人学硕士，3 年机器人研发及管理经验，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，关注电子、新三板等领域。

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。