

科创板系列报告（七）之电子篇：信息科技公司的估值密码

——纳斯达克信息科技公司估值体系探究

2019年4月10日

看好/维持

电子元器件深度报告

投资摘要：

近期不断有获受理的科创板企业名单出炉，由于科创板全面采用市场化询价方式，一时间，如何对科创板企业进行估值成为市场最关注的话题之一。科技公司如何估值向来是中外市场研究的难点，科技行业与传统行业差异巨大，而目前现存的估值方式都是服务于传统行业的，如果对科技公司的估值只是简单从财务方式套用传统估值方法将造成极大的偏差。

我们认为，对科技公司进行准确估值的前提在于了解科技行业的本质。本篇报告以此出发探讨以下三个问题：

1.科技行业与传统行业相比有什么特点？

2.科技行业适用的估值方法及使用该估值方法的重点

3.科技行业估值案例分析

- ◆ 通过对比科技行业与传统行业的商业模式，我们总结出**科技行业的三种特质：科技行业成长性明显**：传统行业是“切蛋糕”，瓜分现有市场，而科技行业“做蛋糕”，通过技术进步开创新市场；**科技行业风险收益极大**：与传统行业相比，科技行业的变化速度更快，风险和不确定性更大，然而科技行业发展迅速也更容易出巨无霸公司；**对于科技行业来说，研发与资本开支对于科技企业的影响更大。**
- ◆ 估值方式理论是从传统行业的商业模式中衍生而来的，科技行业与传统行业差异巨大，**适用于传统行业的估值方式是否适用于科技行业？**我们结合科技行业的商业模式来分析其使用的估值方式：科技企业市场不稳定的特质不符合内生估值法隐含的条件（企业要有持续稳定的现金流），**反而对比估值法更适用于科技行业**；运用对比估值法**准确定价科技公司需要两个前提**：一是找到**合适的可比企业**（针对科技行业的性质对企业进行有效的分类）；二是将对科技行业至关重要的**某些财务指标**（研发费用与资本开支）结合到估值方式中。

“**用何种财务指标对科技公司进行对比估值**”成为一个至关重要的问题，我们针对美股科技行业的三个子行业不同的商业模式进行实例分析：**技术硬件与设备公司**：行业处于成熟至下行周期，市场成熟，研发资本开支投入较少，用PE进行估值；**半导体公司**：行业处于成长期，但其行业增长所需要巨额的研发费用与资本开支费用，不同的半导体公司有时也适用不同的估值方式；**软件公司**：不同的软件公司有不同的估值方式：传统软件公司与新型软件公司的估值方式因其产业模式的差异而不尽相同。

风险提示：下游需求不及预期，信息科技企业技术突破速度不及预期，市场环境变化导致估值方法适用性改变。

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

研究助理：刘慧影

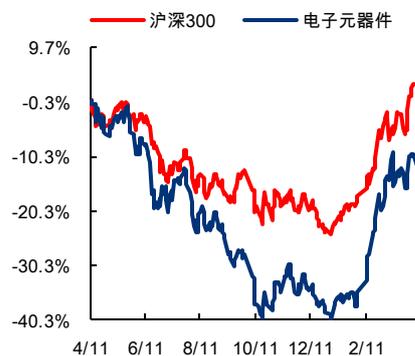
010-66444130

liuhy_yjs@dxzq.net.cn

细分行业	评级	动态
电子元器件	看好	维持

行业基本资料	占比%	
股票家数	217	6.04%
重点公司家数	-	-
行业市值	27709.97 亿元	4.23%
流通市值	20728.74 亿元	4.35%
行业平均市盈率	40.88	/
市场平均市盈率	17.67	/

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、《锂电池产业链中报总结：以量补价和技术降本为锂电池产业未来发展方向》2018-09-10
- 2、《电子行业事件点评：中兴通讯解读》2018-04-19
- 3、《集成电路税收政策调整解读》2018-04-04
- 4、《电子行业 2018 年 3 月第 4 周周报--市场对贸易战过于敏感和悲观，电子行业迎来修复行情》2018-03-26

目 录

1. 科技行业与传统行业对比	3
1.1 科技行业成长性明显	3
1.2 科技企业风险与收益极大	3
1.3 诉求不尽相同的研发和资本性投入	4
2. 科技企业估值方法	5
2.1 企业估值方法简介	5
2.2 适用于科技企业的估值方法	6
2.3 科技企业估值	6
3. 科技行业估值分析	7
3.1 硬件行业的产业模式和估值分析	8
3.1.1 产业模式分析	8
3.1.2 估值分析	8
3.2 半导体行业的产业模式和估值分析	8
3.2.1 产业模式分析	8
3.2.2 估值分析	9
3.3 软件行业的产业模式和估值分析	11
3.3.1 产业模式分析	11
3.3.2 估值分析	11
4. 风险提示	12

表格目录

表 1: 纳斯达克过去近 20 年市值最高的十家公司	4
表 2: 应用不同分类方法对科技企业进行分类对估值方法适用的影响	7
表 3: 科技行业 3 个细分行业整体概况	7
表 4: 硬件行业细分指标	8
表 5: 半导体行业细分指标	9
表 6: 集成器件制造 (IDM) 细分指标	9
表 7: 半导体设备商 (Semiconductor Equipment) 细分指标	10
表 8: 无工厂芯片供应商 (Fabless)	10
表 9: 软件行业细分指标 (传统)	11
表 10: 软件行业细分指标 (SAAS)	11

插图目录

图 1: 纳斯达克和纽交所指数	3
图 2: 智能手机出货量与葡萄酒出货量	3
图 3: 英伟达和沃尔玛 (研发费用+资本性支出) / 营收	5

1. 科技行业与传统行业对比

1.1 科技行业成长性明显

因纳斯达克所包含的高科技企业具有的高成长性，科技行业受到市场强烈追捧，纳斯达克指数涨势强劲，2007 年以来，涨幅接近四倍，同期的纽交所指数只上涨约 1.4 倍。

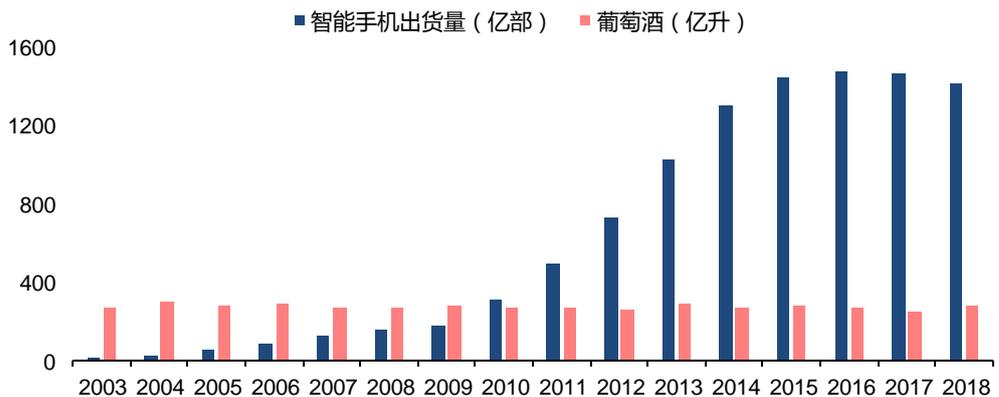
图 1：纳斯达克和纽交所指数



资料来源：Wind，东兴证券研究所（统计区间：2007 年 1 月 1 日—2019 年 4 月 2 日）

传统行业的同质化较为严重，公司之间的竞争是存量需求的竞争，好比是分蛋糕的过程，各个公司通过提高自身的竞争力争夺市场份额，挤压同行的生存空间，强化自身市场地位。与传统行业不同的是，科技行业通过新产品的研发，不断创造新的市场需求，先将蛋糕做大，等市场饱和之后再行进行市场份额的分割。下图的葡萄酒与智能手机出货量对比，就完美诠释了传统行业与科技行业的特点。

图 2：智能手机出货量与葡萄酒出货量



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 科技企业风险与收益极大

科技行业因其较高的技术壁垒，企业面临的往往是同业之间的搏杀，一旦技术水平不能跟上行业的发展，将面临被市场淘汰的危机。正如发明胶卷相机的柯达，在电子照

相技术普及的大势里，逃脱不了破产的命运。我们可以发现，在过去近 20 年，除去英特尔，微软等传统行业巨头外，头部企业变化明显，行业竞争激烈。然而科技企业也更容易出“巨无霸”。

表 1：纳斯达克过去近 20 年市值最高的十家公司

2000 年	2019 年
	
	
	
	
	
	
	
	
	
	

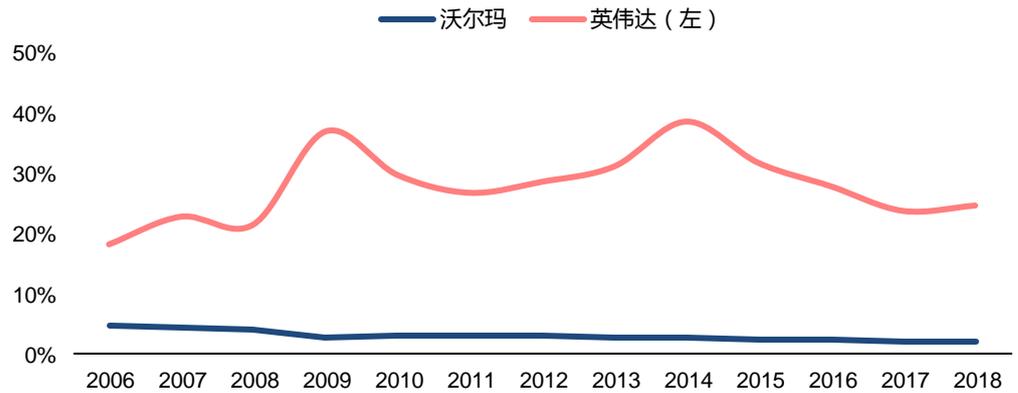
资料来源：Wind，东兴证券研究所（按照 2019 年 4 月 2 日的收盘价）

1.3 诉求不尽相同的研发和资本性投入

科技公司迅速的产品迭代决定了行业较高的研发投入和资本性支出，与传统行业为了争夺市场而进行的研发投入不同，科技行业的研发投入，是为了开拓新的市场需求，一旦前期研发获得成功，将为企业带来巨大的经济效益。

英伟达一类的科技企业，研发费用占到总营收的 20%到 40%，而沃尔玛一类的传统企业，资本性支出只占营收的不到 5%，并且呈逐年下降趋势。

图 3: 英伟达和沃尔玛（研发费用+资本性支出）/营收



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 科技企业估值方法

科技类企业由于具有高成长、高投入、高风险、无形资产占比较大等特点，适用于传统企业的内生估值方法不再适用于科技企业。**对比估值法更适用于科技企业。**

2.1 企业估值方法简介

常用的企业估值方法分为两类，内生估值法和对比估值法。内生估值法主要利用未来现金流贴现，对比估值法主要根据市场上同类企业的价值确定所估企业的价值。

内生估值法以现金流折现为关键，将企业的未来收益折算到现在作为企业的真实价值。主要有以下几种。

- ◆ 红利贴现模型（DDM）。股票的内在价值是其未来历年的期望股利的现值之和。适用于盈利相对稳定、周期性较弱的企业。不适用分红很少或不稳定的企业。
- ◆ 自由现金流模型（DCF）。股票的内在价值是其未来历年自由现金流的现值之和。适用于处于稳定发展阶段的企业，不适用处于创立初期发展阶段的企业。
- ◆ 经济增加值（EVA）模型。EVA 是企业税后营业利润扣除资本成本后的价值，反映企业一定时期内股东从经营活动中获得的增值收入。适用于资本结构较为稳定的企业。

对比估值法一般先在市场上找一组与被评估企业相近的参照物企业，计算这一组企业的平均指标，以此作为目标企业估值的指标倍数，估算目标企业的股票价值。对比估值方法主要有以下几种。

- ◆ P/E（市盈率）估值法。适用于商业模式成熟、盈利相对稳定、周期性较弱的行业。不适用于周期性强、流动性资产比例较高的企业。
- ◆ PEG 估值法。PEG=每股市价÷（每股收益×盈利增长率）。相较于 PE 估值法，

反映出企业收益的增长前景对企业价值的影响。适用于高成长性行业，不适用成熟行业和处于衰退期行业。

- ◆ P/B 估值法。反映市场价值与账面价值的关系。适用于周期性较强、拥有大量固定资产且账面价值比较稳定的行业或成熟、衰退期行业。不适用固定资产较少、账面价值的重置成本变动较快的企业。
- ◆ P/S（市销率）估值法及 EV/Sales 估值法。适用于业务快速扩张但是现阶段盈利能力偏弱的企业，企业营收、现金流先于盈利能力释放。但是无法反映企业整体经营结果。
- ◆ EV/EBIT(企业价值/息税前利润) 估值法。适用于并购交易规模大、资本支出和固定资产比较重要的行业。
- ◆ EV/EBITDA(企业价值/息税折旧摊销前利润) 估值法。适用于资本密集、前期投资较多导致折旧摊销对利润影响较大的企业，修正了折旧摊销对净利润的扭曲。

内生估值法依赖于对未来现金流的预期，能够准确估计企业的绝对价值，但是实际操作性较差。比较估值法更具有现实性，其局限性在于只能说明可比企业间的相对价值高低，选可比企业较为复杂。

2.2 适用于科技企业的估值方法

内生估值法应用的前提条件是公司主营业务在未来可期的时间保持恒定或稳定增长，这符合传统行业的特点，**不适用于科技行业。**

科技企业发展前景广阔但面临不确定性、成长迅速但盈利不稳定、商业模式新颖。其周期成长、现金流/股利非线性增长的特点使得预测其未来现金流时异常困难，缺乏应用内生估值法的数据，科技企业估值较传统行业存在显著差异，**对比估值法更适合科技企业估值。**

2.3 科技企业估值

对比估值法的关键在于找到合适的可比企业，这决定这对对比估值法的可靠性。可比企业需要与目标企业有相似的企业规模、产品定位、盈利模式、所处生命周期等。

选择有效的可比企业的前提是有效的企业分类。同一类别内部的各个企业才具有对比价值，才能应用对比估值法。合理的企业分类的一个前提在于跨越时间维度，即尽可能达到随着时间的演变，该分类里的企业仍具有可比性。

传统行业一般按下游需求进行分类。但是这一分类方法并不适用于科技企业，传统行业的下游需求大体上并不会随时间而变化，然而科技行业的下游需求伴随着产品的更新换代，产品、技术更迭频繁。对于科技企业分类，我们应该追根溯源，找到影响科技企业商业模式的源头——技术路线，并以此进行分类。随着时间的推移，科技企业发生技术迭代，技术的变化会影响根据技术特点划分的企业所处的整体行业，在竞争力格局变化时依旧能很好衡量被估企业价值。**对比估值法依旧适用。因此，科技企业应该用技术特点和技术路线来分类。**

表 2: 应用不同分类方法对科技企业进行分类对估值方法适用的影响

分类方法	举例	特点	结果
按市场特性	A股：苹果产业链	OLED 全面屏等技术变化使新企业进入该产业链，亦使部分技术落后企业退出。产业链内部的企业在公司规模、商业模式上都存在较大差异	在子行业变化发展中，难以找到合适的可比企业，对比估值法难以应用
按技术特性	纳斯达克：软件、半导体及半导体设备、技术硬件及存储器和外围设备	近年软件行业超越硬件行业成为重点。由技术造成的市场格局变化，影响软件、硬件整个行业	子行业内部企业仍具有可比价值，对比估值法依旧适用

资料来源：东兴证券研究所

3. 科技行业估值分析

“用何种财务指标对科技公司进行对比估值”成为一个至关重要的问题，我们针对美股科技行业的三个子行业不同的商业模式进行实例分析：

技术硬件与设备公司：行业处于成熟至下行周期，市场成熟，研发资本开支投入较少，用 PE 进行估值。

半导体公司：行业处于成长期，但其行业增长所需要巨额的研发费用与资本开支费用。半导体产业链的不同环节公司因其商业模式不同适用不同的估值方式，我们将在后文做具体分析

软件公司：传统软件公司的商业模式属于一段时间内研发投入巨大，当研制出产品之后，该产品就能带来稳定的现金流，这种公司可以用经过研发调整后的 PE(把研发经费加回来)的方式进行估值；**新型软件公司 (SAAS) 的商业模式**是前期研发销售投入巨大，早期一直处于亏损状态，然而一旦达到规模效应，赚钱效应也将呈几何倍数增长，这类公司早期应该采取 EV/Sales 的方式进行估值，扭亏为盈之后，应该转换成 PE。

表 3: 科技行业 3 个细分行业整体概况

行业名称	科技行业细分指标				
	PE	EV/Revenue	EV/EBITDA	R&D/Revenue	CAPEX/Revenue
硬件、存储器和外围设备 (6 家)	10.64	0.96	6.70	5.60%	3.61%
半导体及半导体设备 (18 家)	15.39	3.42	8.46	16.18%	11.96%
软件 (15 家)	55.42	6.32	17.35	15.62%	7.41%

资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

3.1 硬件行业的产业模式和估值分析

3.1.1 产业模式分析

从整个硬件行业的兴衰发展史来看，硬件行业从最初的兴起及蓬勃发展，已经过渡到了现在的成熟以及丝丝衰退的迹象。主要原因是由于最初的大规模型的硬件企业随着半导体及软件的脱离而减缓了其的技术发展步伐。其发展主要经历了下面三个阶段。

- ◆ 二十世纪信息科技刚开始兴起的时候，作为硬件行业龙头企业，掌握核心技术的公司占据着大量的市场资源，其最初的估值处于一个较高的水平。
- ◆ 随着公司自身的发展需要以及摩尔定律下的半导体技术的限制，研发需耗费大量资金且短时间内收益甚微的半导体开始脱离硬件行业而自成一派。
- ◆ 技术的发展使得微软等公司凭借其独有的 Microsoft Windows 操作系统和 Microsoft Office 系列软件赚取丰厚的利润，于是以软件为核心竞争力的公司如雨后春笋一般不断涌现，软件也逐渐脱离最初的硬件行业。

如作为硬件制造商的惠普公司，在个人电脑时代的惠普公司既做芯片又做软件，后来随着不断适应科技发展的大环境逐渐将重心转移到硬件本身，而放弃了软件及芯片制造的研发生产，成为一家外围设备公司。

3.1.2 估值分析

结合 NASDAQ100 指数中的六家硬件制造上市公司的各个指标来看，硬件行业（Technology Hardware, Storage & Peripherals）中的六个公司在资本性支出 CAPEX 中投入较低，而这是由于硬件技术本身的特点决定的。由于半导体和软件相关技术的脱离，硬件公司逐渐到达成熟期及衰退期，所以适合用市盈率法（PE 法）来建立相关的估值模型。

表 4: 硬件行业细分指标

硬件行业细分指标					
企业名称	PE	EV/Revenue	EV/EBITDA	R&D/Revenue	CAPEX/Revenue
西部数据公司	20.85	1.35	4.90	11.62%	4.04%
NetApp 公司	217.21	2.88	12.85	13.25%	2.45%
惠普公司	5.57	0.62	7.93	2.40%	0.93%
希捷科技	11.09	1.64	8.23	9.17%	3.27%
施乐公司	19.67	0.69	4.85	4.04%	0.92%
惠普企业	10.98	0.82	5.71	5.39%	9.58%

资料来源：Bloomberg, 东兴证券研究所

3.2 半导体行业的产业模式和估值分析

3.2.1 产业模式分析

纵观半导体行业，我们发现行业整体技术壁垒高，包括前端设计、制造、封测等；设计研发投入大，利润爆发性高；设备资本和研发大，周期性强；制造重资产投资折旧

最高。另外，摩尔定律揭示了半导体行业的技术更新速度。在半导体集成电路的早期发展进程中，根据摩尔定律，每隔 24 个月，晶体管的数量将翻番，性能也将提升一倍。因此，半导体行业的技术突破节点也基本按照这个规律，资本性支出和研发支出的周期性稳定且数额大。

在本次报告中，我们通过研究 NASDAQ100 和 SPX500 指数剥离出 18 家半导体上市公司作为背景研究。半导体行业整体可被划分为三个子行业：集成器件制造（IDM）、半导体设备商（Semiconductor Equipment）和无工厂芯片供应商（Fabless）。

表 5: 半导体行业细分指标

半导体行业细分指标						
行业名称	PE	EV/Revenue	EV/EBITDA	R&D/Revenue	CAPEX/Revenue	Net Margin
集成器件制造（IDM）	10.80	3.33	6.46	11.95%	15.70%	25.58%
半导体设备商 （Semiconductor Equipment）	18.14	2.91	9.09	12.45%	3.55%	21.06%
无工厂芯片供应商 （Fabless）	17.9	3.62	9.66	19.42%	12.65%	19.26%

资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

3.2.2 估值分析

（1）集成器件制造（IDM）的经营范围集芯片设计、芯片制造、芯片封装和测试等多个产业链环节于一身。IDM 在三个子行业里是资本性支出（CAPEX/Revenue 15.70%）最高的一类。早期多数集成电路企业采用 IDM 的模式，但目前仅有极少数企业能够维持。

- ◆ 一类是不跟随摩尔定律的企业：这类企业通常不需要每 24 个月进行大规模的资本性支出，例如德州仪器[TXN.O]、亚德诺(ANALOG)[ADI.O]等；
- ◆ 另一类是跟随摩尔定律的企业：这类企业将跟随摩尔定律，但产品相对单一，将其产品规模化生产，例如美光科技[MU.O]等。

表 6: 集成器件制造（IDM）细分指标

集成器件制造（IDM）细分指标						
企业名称	PE	EV/Revenue	EV/EBITDA	R&D/Revenue	CAPEX/Revenue	Net Margin
美信集成产品	31.71	5.75	14.57	18.18%	2.65%	18.84%
德州仪器	18.45	5.48	11.29	9.88%	7.17%	35.35%
超威	17.9	3.62	9.66	19.42%	12.65%	5.20%
亚德诺	26.45	4.77	11.04	18.79%	4.11%	24.12%
恩智浦	13.50	2.99	5.99	18.07%	6.50%	23.47%
美光	3.26	1.98	3.05	7.04%	29.22%	46.51%

资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

因此，结合 IDM 资本开支大的自身特点，我们将推荐使用 EV/EBITDA 对 IDM 这类半导体企业进行估值。因为资金性支出重的这类行业使用 EBITDA 进行估值可以不考虑大额的折旧，仅考虑现金流，从而能更合理的分析企业的价值。

(2) 半导体设备商设计及制造设备并将其供应给半导体制造商，例如阿斯麦 [ASML.AS]、拉姆研究 [LRCX.O] 等。半导体设备商这类企业的年研发投入巨大 (R&D/Revenue 12.45%)，但资本性支出相对较轻 (CAPEX/Revenue 3.55%) 同时，设备类企业普遍具有利润率的特点。

表 7: 半导体设备商 (Semiconductor Equipment) 细分指标

半导体设备商 (Semiconductor Equipment) 细分指标						
企业名称	PE	EV/Revenue	EV/EBITDA	R&D/Revenue	CAPEX/Revenue	Net Margin
科天	24.59	3.76	9.49	15.08%	2.65%	19.87%
应用材料	11.42	1.82	5.97	11.70%	3.61%	19.20%
拉姆研究	11.5	2.25	7.04	10.74%	2.47%	21.49%
阿斯麦	30.84	4.97	15.74	14.40%	5.24%	23.68%

资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

因此，结合半导体设备商研发投入大，利润率高的自身特点，我们将推荐使用市盈率 P/E 作为半导体设备商的主要估值方式；R&D/Revenue 作为这类企业的辅助估值方式。

(3) 芯片设计公司 (Fabless) 的经营范围仅包括芯片的电路设计与销售；将生产、测试、封装等环节外包，例如高通公司 [QCOM.O]，英伟达 [NVDA.O] 等。这类企业通常资产较轻，企业运行费用较低。但研发投入在三类子行业里最高 (R&D/Revenue (19.42%))，且不同芯片设计公司之间的净利润差距极大。

因此，结合无工厂芯片供应商研发投入重，净利润差距大的自身特点，我们将推荐使用 EV/Sales 和 R&D/Revenue 对无工厂芯片供应商分析研发对收入的驱动；用 P/E 和 R&D/Revenue 分析芯片设计公司所建立的技术壁垒。

表 8: 无工厂芯片供应商 (Fabless)

无工厂芯片供应商 (Fabless)						
企业名称	PE	EV/Revenue	EV/EBITDA	R&D/Revenue	CAPEX/Revenue	Net Margin
英特尔	11.38	3.16	6.90	19.12%	21.43%	29.72%
英伟达	25.98	7.73	22.28	20.28%	5.12%	35.34%
博通	9.45	4.69	10.61	18.07%	3.05%	58.80%
思佳讯解决方案	15.65	3.88	9.27	10.46%	10.92%	23.74%
高通	-14.14	1.45	14.27	24.74%	3.45%	-21.40%
赛灵思	62.7	6.28	18.93	25.20%	1.97%	20.18%
微芯科技	3.26	1.98	3.05	7.04%	29.22%	6.42%
QORVO	217.21	2.88	12.85	13.25%	2.45%	1.29%

资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

3.3 软件行业的产业模式和估值分析

3.3.1 产业模式分析

不同于硬件和半导体产业，软件的开发遵从着“一本万利”的规律，即只要最初的研发投入产出了对应的软件产品，后面只需要在前面的基础上进行相对较小的维护及研发投入即可维持持续的盈利。如微软公司已经成熟的 Microsoft Office 办公软件，在产品研发投入的情况下，现阶段只需花费一定的维护成本即可从中持续盈利。

3.3.2 估值分析

纵观软件公司的发展历程，我们可以将其分成传统的软件公司和当前兴起的云服务公司两大类，而其对应的估值方式也由公司类别而有所不同。

表 9: 软件行业细分指标（传统）

软件行业细分指标（传统）					
企业名称	PE	EV/Revenue	EV/EBITDA	R&D/Revenue	EV/(NI+R&D)
铿腾电子科技有限公司	50.22	5.32	22.07	41.38%	9.24
新思科技	38.17	3.80	20.83	34.76%	7.82
ANSYS 公司	35.39	8.44	20.37	18.07%	16.71

资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

- ◆ 传统的软件公司由于其一次投入即可持续盈利的特点，我们可以用加入研发投入的改良的市盈率法（改良 PE 法）来进行估值。即在净利润上加入研发投入，具体模型为 $PE' = \text{公司价值} / (\text{净利润} + \text{研发投入})$ 。

表 10: 软件行业细分指标（SAAS）

软件行业细分指标（SAAS）					
企业名称	PE	EV/Revenue	EV/EBITDA	R&D/Revenue	EV/(NI+R&D)
微软公司	54.19	6.44	15.15	13.34%	22.71
Adobe 系统公司	49.03	13.65	38.67	17.03%	29.85
欧特克公司	(418.01)	7.73	282.82	28.21%	30.82
赛门铁克公司	12.84	2.11	14.79	19.78%	4.87
Intuit 公司	54.06	8.31	28.30	19.89%	20.66
Workday 公司	(101.42)	(1.21)	17.61	42.94%	(4.30)
Check Point 公司	23.86	6.26	12.84	11.04%	11.61
Citrix 系统公司	22.99	4.67	16.94	14.79%	13.67
红帽公司	124.10	8.32	42.68	19.80%	29.04
Salesforce 公司	112.18	8.72	77.39	14.20%	38.67
甲骨文公司	47.15	4.36	10.56	15.29%	17.53
飞塔公司	43.76	5.72	35.96	13.57%	17.88

资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

- ◆ 新型软件公司（SAAS）的商业模式是前期研发销售投入巨大，早期一直处于亏损状态，然而一旦达到规模效应，赚钱效应也将呈几何倍数增长，这类公司早期应该

采取 EV/Sales 的方式进行估值，扭亏为盈之后，应该转换成 PE。

4. 风险提示

下游需求不及预期，信息科技企业技术突破速度不及预期，市场环境变化导致估值方法适用性改变。

分析师简介

杨若木

首席行业研究员，2007年加入东兴证券研究所。曾获得2015年卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

刘慧影

2年证券从业经验，曾在纽约一家对冲基金任TMT研究员，2017年1月加入东兴证券从事电子研究

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。