

计算机行业科创板估值研究报告

基于生命周期与商业模式估值探讨

推荐（维持）

- **科创板定位科技创新，估值体系需更加多元。**科创板重点推荐六大领域，包括新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药，其中，新一代信息技术包括半导体和集成电路、电子信息、下一代信息网络、人工智能、大数据、云计算、新兴软件等细分领域，是科创板重要组成部分。上市标准结合收入、净利润、研发投入和现金流等要素，对上市标准评定相对于现有主板和创业板要求更为灵活。科创板的推出有利于解决处于快速增长期的科技类企业资金需求，有利于创新型企业更好对接一二级市场，跟国际资金市场也更为接近。但科创板上市标准对财务数据相对宽松，对企业的研发、技术、前景评价更加多元，也就对企业估值提出了更高的要求，估值方法的多元性更加重要，目前国内市场较为单一的估值方式受到较大挑战。
- **生命周期及商业模式是影响科技公司估值的重要因素。**1) 行业和企业均存在典型的生命周期，行业和企业处在不同的生命周期，其成长的核心驱动因素也存在差异，因而需要选择合适的估值方法。对于科技类公司，企业生命周期往往是技术创新驱动，因此周期变化也较为典型，因此区分成长阶段更为重要。2) 对于计算机行业，根据经营模式特点，可以将企业划分为项目型公司、解决方案型公司、产品型公司、平台型公司，商业模式不同，企业的营收增长特点，可合理预测的持续性存在很大差别，因而对估值倍数影响较大。3) 一般而言，所有公司都可以考虑绝对估值方法。关于相对估值方法选用，我们认为不管是收入类、中间利润类、净利润类，还是现金流等参数，核心指标应尽量反应企业正常情况的现金流或潜在现金流。大体上，年幼成长期选择收入类估值方法，公有云提供商可选择收入类估值方法；成熟成长期公司一般选择 PE 估值方法；净利润与现金流持续偏离时，选择合理的替代估值方法，如产品型公司净利率暂时失真时选择收入类估值方法，成长期重资产公司净利润也不能反应经营成果，可选择中间利润类或者现金流类估值方法。
- **成熟资本市场借鉴，美股科技股多元估值。**1) FIS，成熟成长期的金融信息化解决方案提供商，PE 估值方法一直较为有效，在税收等因素引起净利润短期失真时，EV/EBITDA 是较好的备选估值方法。2) WIX.COM，年幼成长期平台型公司，EV/S 是良好的相对估值方法，现金流改善与估值提升有较好的相关性。3) EQUINIX，成长期重资产公司，成长期持续扩张，大量折旧使得现金流与净利润持续偏差，PE 估值方法失效，而 EV/EBITDA 估值方法较为有效。4) ADOBE：产品转云，商业模式变化带来估值方式变化。转云以来，净利润不能反应企业经营成果，PE 估值方法失效，而 EV/S 成为较好的估值方法，订阅模式收入占比与公司估值倍数存在良好相关性。
- **多元估值背后理念：万流归宗，寻找能最好反应经营成果的变量。**我们认为美股科技股除了绝对估值方法，相对估值方法看似多元，背后的理念都是寻找能真正反应企业持续创造价值的经营指标，该指标往往能反应企业应有的现金流或者潜在盈利能力。商业模式不同、成长阶段不同，选用的核心指标可能也不同，包括收入类、中间利润类、净利润类、现金流类，都有可能成为最佳的估值方法。
- **风险提示：**政策落地进度低于预期；产业竞争加剧的风险；新技术推进不达预期；行业 IT 资本支出低于预期的风险等。

华创证券研究所

证券分析师：陈宝健

电话：010-66500984
 邮箱：chenbaojian@hcyjs.com
 执业编号：S0360517060001

证券分析师：邓芳程

电话：021-20572565
 邮箱：dengfangcheng@hcyjs.com
 执业编号：S0360518080001

联系人：刘逍遥

电话：010-63214650
 邮箱：liuxiaoyao@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	207	5.73
总市值(亿元)	20,847.9	3.52
流通市值(亿元)	14,492.93	3.34

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-14.34	25.07	-10.18
相对表现	-5.88	7.29	-6.53



相关研究报告

《计算机行业周报（20180422-20190426）：把握云计算产业链机遇》

2019-04-29

《计算机行业 2019 年中期投资策略：拥抱核心技术，掘金产业互联网》

2019-04-30

《计算机行业 2019 年一季报总结：经营效率逐渐提升》

2019-05-05

目 录

一、科创板定位科技创新，估值体系需更加多元.....	4
二、基于企业生命周期及商业模式估值探讨。.....	5
（一）所处生命周期不同，估值重点有别.....	5
（二）商业模式不同，成长性、盈利性差异较大，相对估值方法需灵活选用.....	6
（三）绝对估值为指导，选择合理的相对估值方法定价.....	7
1、绝对估值法：理论完善，单独使用存在较大难度.....	7
2、相对估值法：根据生命周期、商业模式选择合适的可比公司与估值方法是关键.....	8
三、成熟资本市场借鉴，美股科技股多元估值背后的理念.....	9
（一）FIS：成熟成长期行业解决方案龙头.....	9
（二）WIX.COM：年幼成长期平台型公司估值.....	11
（三）EQUINIX：成长期重资产公司估值.....	12
（四）ADOBE：产品转云，商业模式变化带来估值方法变化.....	14

图表目录

图表 1	科创板六大重点领域	4
图表 2	科创板五类标准	5
图表 3	公司各生命周期各阶段估值问题	5
图表 4	计算机行业四类常见商业模式	7
图表 5	绝对估值常见方法	8
图表 6	计算机行业常见相对估值及试用领域	8
图表 7	FIS 发展历程梳理梳理	9
图表 8	2012 年以来, FIS 已累计上涨约 4 倍	10
图表 9	FIS 营收增速放缓	10
图表 10	FIS 扣非净利润情况	10
图表 11	FIS 市盈率经历两次较大波动	11
图表 12	FIS 的 EV/EBITDA 呈现稳步提升	11
图表 13	WIX.COM 二级市场表现亮眼	11
图表 14	WIX.COM 营收呈现快速增长	12
图表 15	WIX.COM 呈现持续亏损状态	12
图表 16	2016 年以来, WIX.COM 估值中枢上行	12
图表 17	WIX.COM 现金流已呈现强劲增长	12
图表 18	EQUINIX 下游客户主要类型	13
图表 19	EQUINIX 二级市场表现	13
图表 20	EQUINIX 营收保持增长	14
图表 21	EQUINIX 经营性净现金流远大于净利润	14
图表 22	EQUINIX 市盈率波动较大	14
图表 23	EV/EBITDA 能较好体现公司估值	14
图表 24	Adobe 股价不断创历史新高	15
图表 25	2015 年以来, 营收增速提升	15
图表 26	2015 年以来, 扣非净利润持续高增长	15
图表 27	2015 年以来, 公司经营性净现金流加速增长	16
图表 28	Adobe 市盈率波动较大	16
图表 29	Adobe EV/S 逐步提升	16
图表 30	2013 年以来, 订阅服务快速增长	17
图表 31	订阅服务占比与 EV/S 相关性较强	17

一、科创板定位科技创新，估值体系需更加多元

2018年11月5日，国家主席习近平同志在首届中国国际进口博览会开幕式上表示，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。其目的是加强上海国际金融中心地位和科技创新建设的要求，同时进一步完善资本市场基础制度。科创板是独立于现有主板市场的新设板块。自2018年11月以来，科创板相关工作持续快速推进，2019年3月4日《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》发布，科创板相关细则进一步明确。

科创板目的在于补齐资本市场服务科技创新的短板，是资本市场的增量改革，将对于盈利状况、股权结构等多个方面做出更为完善的差异化安排，增强对创新性企业的包容性和适应性。同时，科创板又是独立于现有主板市场的新设板块，并在该板块内进行注册制试点。相比功能类似的新三板，科创板服务重点是尚未进入成熟期但具有成长潜力的创新型中小企业。

科创板重点支持的企业定位科技创新，上市重点推荐六大领域，包括新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药。其中，新一代信息技术包括半导体和集成电路、电子信息、下一代信息网络、人工智能、大数据、云计算、新兴软件、互联网、物联网和智能硬件等，是科创板最重要的领域之一。

图表 1 科创板六大重点领域

重点领域	具体行业
新一代信息技术领域	半导体和集成电路、电子信息、下一代信息网络、人工智能、大数据、云计算、新兴软件、互联网、物联网和智能硬件等
高端装备领域	智能制造、航空航天、先进轨道交通、海洋工程装备及相关技术服务等
新材料领域	先进钢铁材料、有色金属材料、先进石化化工新材料、先进无机非金属材料、高性能复合材料、前沿新材料及相关技术服务等
新能源领域	先进核电、大型风电、高效光电光热、高效储能及相关技术服务等
节能环保领域	高效节能产品及设备、先进环保技术装备、先进环保产品、资源循环利用、新能源汽车整车、新能源汽车关键零部件、动力电池及相关技术服务等
生物医药领域	生物制品、高端化药、高端医疗设备与器械及相关技术服务等

资料来源：上交所，华创证券

科创板的上市标准结合收入、净利润、研发投入和现金流等要素，对上市标准评定相对于现有主板和创业板更为灵活。五类标准中对拟申报企业的营业收入规模要求相对于现有主板及创业板都不高，最高标准为最近一年营收不低于3亿元。对盈利也未做强制性要求，而且对研发投入大的企业适当放宽了财务指标。整体来看，公司经营越好，对市值的要求越低；而预计市值越高的企业，对财务数据要求相对越宽松。科创板的推出有利于解决处于快速成长期的科技类企业资金需求，有利于创新型企业更好对接一二级市场，跟国际资金市场也更为接近。但科创板上市标准对财务数据相对宽松，其企业的研发、技术、前景评价更加多元，也就对企业估值提出了更高的要求，目前国内市场较为单一的估值方式受到较大挑战。

图表 2 科创板五类标准

标准分类	预计市值	科创板上市标准
市值-净利润 / 市值-收入-净利润	不低于 10 亿元	最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于人民币 5000 万元；或者最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元
市值-收入——研发投入	不低于 15 亿元	最近一年营业收入不低于 2 亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于 15%
市值-收入-经营性现金流	不低于 20 亿元	最近一年营业收入不低于 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1 亿元
市值-收入	不低于 30 亿元	最近一年营业收入不低于 3 亿元
其他	不低于 40 亿元	主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额的投资；医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件；其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件

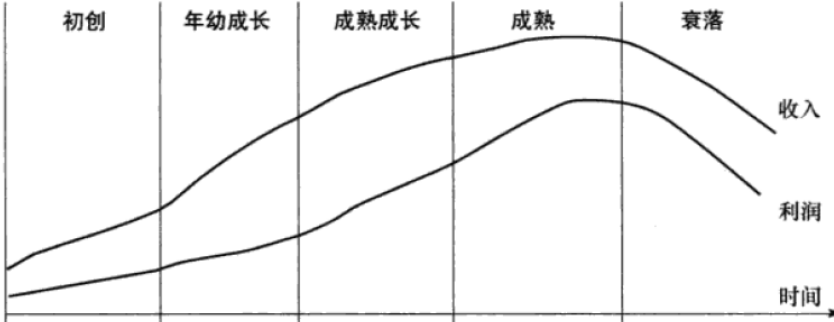
资料来源：上交所，华创证券

二、基于企业生命周期及商业模式估值探讨

（一）所处生命周期不同，估值重点有别

行业和企业均存在典型的生命周期，且行业和企业处在不同的生命周期，其成长核心驱动因素也存在差异。对于科技类公司，企业生命周期往往是技术创新驱动，周期变化也往往较为典型。达莫达兰在《估值：难点、解决方案及相关案例》一书中根据不同生命周期阶段企业价值来源、信息可获得性、收入特征等因素和将企业的生命周期分为五个阶段，即企业的初创期、年幼成长期、成熟成长期、成熟期、衰落期。并对企业不同生命周期阶段的收入和利润变化趋势、估值要素、数据问题等做了较全面的总结，对理解不同阶段公司估值具有很大参考意义。

图表 3 公司各生命周期各阶段估值问题

	初创	年幼成长	成熟成长	成熟	衰落
收入/利润					
收入/当期营业利润	<ul style="list-style-type: none"> 无/低收入 负营业利润 	<ul style="list-style-type: none"> 收入增长 利润低/负 	<ul style="list-style-type: none"> 收入高增长 利润高增长 	<ul style="list-style-type: none"> 收入增长放缓 营业利润增长 	<ul style="list-style-type: none"> 收入及营业利润严重下滑
营业历史	<ul style="list-style-type: none"> 无 	<ul style="list-style-type: none"> 很少 	<ul style="list-style-type: none"> 一些 	<ul style="list-style-type: none"> 营业历史足可用于估值 	<ul style="list-style-type: none"> 充足的营业史
可比公司	<ul style="list-style-type: none"> 无 	<ul style="list-style-type: none"> 少量 处于同阶段 	<ul style="list-style-type: none"> 较多 处于不同阶段 	<ul style="list-style-type: none"> 很多 处于不同阶段 	<ul style="list-style-type: none"> 减少 多为成熟公司
价值来源	<ul style="list-style-type: none"> 全部是未来增长 	<ul style="list-style-type: none"> 多数是未来增长 	<ul style="list-style-type: none"> 部分来自现有资产 主要来自未来增长 	<ul style="list-style-type: none"> 更多来自现有资产 	<ul style="list-style-type: none"> 全部来自现有资产

资料来源：埃斯瓦斯·达莫达兰：《估值：难点、解决方案及相关案例》，华创证券

- 初创期公司：资产少、收入低、大多处于亏损状态，现金流也往往较差，企业价值全部来自于未来增长，可比公司极少或者没有，营业历史没有或者对未来成长的可参考性低，因而对初创期公司进行价值评估非常有难度。
- 成长期公司：包括年幼成长期和成熟成长期。收入开始有一定体量，并呈现快速增长，营业利润可能从负转正并开始出现快速增长，经营性净现金流可能从负转正，但现金流和净利润可能存在较大偏离。由于成长期公司已经有一定的收入体量，或者净利润开始出现快速增长，产品和市场也逐步清晰，因而绝对估值方法和相对估值方法均具备一定可操作性。但如下几个关键问题对企业估值影响较大：其一是收入增长的速度、节奏、持续性；其二是净利率和现金流随着收入增长将如何变化；其三是资本支出节奏及回报率预测。这些都是影响企业价值的重要变量。企业估值的理论基础是现金流折现，处于成长期的公司，有时候净利润是替代现金流的良好指标，而另外一些时候，净利润不能反应企业创造的现金流，因而相对估值方法的选用需要更加多元。
- 成熟期公司：收入增长放缓、利润增长放缓，大部分公司增速会向 GDP 增速趋同，公司历史数据可以做很好的参考，大部分价值来自现有资产，因而一般情况下，成熟期公司估值相对有章可循。但对于科技类企业，一般不会有较长的成熟期。由于技术革新迅速，成熟期的企业要么能把握新的技术趋势，进入新的成长阶段；要么会较快进入衰落期。
- 衰落期公司：营收及利润可能遭遇严重下滑，企业价值全部来自现有资产，估值理念从成长转向价值，从净利润、现金流思维转向可变现净资产是比较稳妥的。

（二）商业模式不同，成长性、盈利性差异较大，相对估值方法需灵活选用

成长期公司是主板科技股和将要推出的科创板最重要的组成部分，因而对成长期公司进行科学的估值是本报告探讨的重点。在几大关键问题中，收入增速可能是最为重要的，包括收入在接下开若干个阶段如何增长，增长的节奏及增速的可持续性。我们认为解决该问题一种较好的尝试是从企业商业模式着手。商业模式不同，企业的营收增长特点，可合理预测的持续性存在很大差别。

对于计算机行业，根据经营模式特点，可以将企业划分为项目型公司、解决方案型公司、产品型公司、平台型公司。一般而言，项目型公司经营特点是大部分软硬件产品外部采购，通过集成实施而做成一整套 IT 系统；解决方案型公司一般定位细分领域，基于专有自有产品+通用外部产品提供整体方案；产品型公司一般是根据行业的业务特点，提供标准化产品，并推出持续更新迭代；平台型公司一般是为用户提供服务，包括针对个人和企业，并通过产品、手续费、服务费等实现变现。

- 项目型公司一般难以预测三年及三年以上收入增速，预测增速大致区间可能也较为困难。新签订单和在手订单是重要的前瞻指标，往往只对预测未来一到二年收入增速有参考性，企业的毛利率水平偏低，净利率提升的空间也不大，故从业绩弹性和持续性两个维度考虑，一般不能给予太高的相对估值。除了绝对估值方法，相对估值一般选择常见的 PE 估值方法。
- 解决方案型公司一般可以根据行业的需求、信息化渗透率等对中期增速做出一定的预测，且可预见的未来，也可以看到持续成长的潜力，一些领域还可以找到国外更成熟市场的对标公司。较好的持续性带来相对较高的估值。除绝对估值方法，相对估值方法一般常用 PE 估值方法，在净利润暂时波动导致 PE 估值方法失效时，EV/S 及 EV/EITDA 可以用于辅助估值。
- 产品型公司：完全标准化的产品型公司实际上是行业标准的制定者或实现者，对业务规则有着全面而深度的理解，因而在产业链中有很强地位，在产品新功能引导等方面有很强的影响力，新产品定价也有很好的话语权。在行业发展早期，产品型公司可能会有很多竞争对手，但由于软件产品边际成本极低，行业规模优势显著，在成长期往往会形成寡头格局或者一家独大。行业格局相对稳定后，头部产品型公司一般可以获得较好的净利率。在短期推出新产品或者加大新技术投入时，净利润和现金流短期可能都不能反映经营成果，因而在相对估值方法上，一般情况可以选用 PE 估值方法、P/FCF 估值方法，在净利润和现金流暂时失真时，可以选用 EV/S。

- 平台型公司：最常见的平台型公司是公有云提供商。公有云用到的估值方法较为丰富，除可以用绝对估值方法，不同阶段还常用到如下相对估值方法。1) 对于年幼成长期公司一般选用收入类估值方法，如 EV/S、EV/经常性收入；2) 对于成熟成长期公司，相对估值方法可以选用收入类估值方法（如 EV/S、EV/经常性收入）、中间利润类估值方法（如 EV/EBITDA），因为成熟成长期一般还处于快速扩张，资本开支及扩张费用导致当其利润失真，一般较少选用 PE 估值方法；3) 对于成熟期公司，可以选用 EV/S、EV/经常性收入，EV/FCF，EV/EBITDA，及 PE 估值方法；4) 对于 IDC 及 IaaS 公有云服务商，前期资本支出巨大，现金流和净利润在较长时间内持续偏离，一般选用 EV/S、EV/EBITDA 等。

图表 4 计算机行业四类常见商业模式

商业模式	模式特点	核心要素	持续性	典型领域
项目型公司	大部分软硬件产品外部采购，面向最终应用落地	行业空间、渠道能力、执行效率	中等	智慧城市、智能交通
解决方案型公司	定位细分领域，基于专有自有产品+通用外部产品提供整体方案	行业需求、渠道能力、产品化程度及产品化能力	较好	政务信息化、医疗 IT、银行 IT
产品型公司	产品结合行业业务，持续更新迭代	行业渗透率、研发投入、市占率	好	证券 IT、ERP、协同办公、网络安全、超融合
平台型公司	首先体现为用户和收入增长，然后是业绩兑现	行业渗透率、流量、变现模式、续费率	好	公有云、互联网金融

资料来源：华创证券整理

（三）绝对估值为指导，选择合理的相对估值方法定价

一般而言，所有公司都可以考虑绝对估值方法。关于相对估值方法选用，我们认为应该是选择的收入、中间利润、净利润、净现金流等参数应尽量反应企业正常情况的现金流或能真正反应企业创造价值的成果。大体上，年幼成长期选择收入类估值方法；成熟成长期一般选择 PE 估值方法；净利润与现金流持续偏离时，选择合理的替代估值方法，如产品型公司净利润失真时选择 EV/S 估值方法，成长期重资产公司选择中间利润类或者现金流估值方法。

1、绝对估值法：理论完善，单独使用存在较大难度

绝对估值是通过对上市公司历史及当前的基本面的分析和对未来反应公司经营状况的财务数据的预测获得上市公司股票的内在价值。DCF 是一套严谨的估值方法，正确使用 DCF 需要对公司未来发展情况有清晰的了解，进行 DCF 估值也是分析行业及公司发展趋势的过程。

科技类公司不仅适用于 DCF 估值，而且是理解很多初创期公司、快速成长期公司相对高估值的重要巩固。但是针对科技企业具体使用 DCF 估值方法时，还是存在较多难点。

首先是历史数据对未来参考非常有限。科技类公司在发展初期，或者推出新技术新产品时，往往研发投入、市场拓展等费用较大，现金流可能是负，或者现金流很小且波动很大，根据历史数据判断未来现金流非常有难度。

其次，即使公司已经进入到了较为稳定的成长期，现金流也趋于稳定，判断未来现金流情况依然较难。优质科技公司具备在相当长的时期内维持快速增长的潜力，因为在中期和远期假设一个合适的增速也充满挑战，而且假设的增速存在小的偏差，也会对预测企业最终价值有较大影响。而且科技行业的很多需求本身就是由供给方的创新驱动，具有供给创造需求的特征，因而市场潜力较难准确预测。

再次，因为科技行业的高成长性，远期现金流折现在企业价值中占比较高，类比债券，可以认为公司现金流折现有一个很长的久期，因而分母的小幅变化就会造成企业价值剧烈变化，因而对设定的风险溢价非常敏感，而风险溢价本身难以精确计算，因为难以保证模型的稳健性。

然而，绝对估值法作为各种估值最重要的锚，还是应该受到足够重视。用绝对估值方法单独评定企业价值可能有时不够难度太大，但和其他相对估值法一起使用，应该是可取的。而且，以绝对估值法为参考，可以很好解释相似但不同的公司相对估值的差异，也可以根据绝对估值原理，对选定的可比公司相对估值做出相应的调整。

图表 5 绝对估值常见方法

估值方法	优点	不足	适用对象
股利贴现模型 DDM	理论完整，获得准确参数可得企业具体价值	不适用不发放股利，或者发放比例不稳定公司	股利发放稳定的企业
自由现金流折现模型 DCF	避免了股利分配比例、时点变动的的影响	科技行业，快速成长长期现金流难以准确估计；成长股大部分折现价值来自于远期，对增速、折现率等参数变化极为敏感，稳健性差	现金流稳定且预测性较强的企业

资料来源：华创证券整理

2、相对估值法：根据生命周期、商业模式选择合适的可比公司与估值方法是关键

相对估值是根据可比公司判断目标公司价值，可比公司应该是相同或相似细分领域，商业模式相同或相似的公司。选择可比公司时，首先应该考虑商业模式相似，然后是生命周期类似、行业相同或类似。常见的相对估值包括收入类（EV/S、PS、EV/毛利）、中间利润类（EV/EBITDA）、净利润类（PE、PEG）、现金流类（EV/FCF、EV/CFO）、净资产（PB）等。我们认为计算机行业最常用到的相对估值方法及试用对象如下：1）EV/S，适用于处于初创期及年幼成长期的企业；也适用于毛利率及经营模式相对稳定的软件类企业、公有云提供商。2）EV/EBITDA，适用于 IaaS 提供商、IDC 等早期存在大量折旧占比的企业。3）PE，适用于模式清晰、稳定，成长期企业。4）EV/CFO，于适用于资本开支大，还处于快速成长早期的企业；收入确认节奏相对可比公司存在明显差别的企业。

图表 6 计算机行业常见相对估值及试用领域

类别	估值方法	优点	不足	适用对象
收入类	EV/S	营收不会为负；调节空间相对较小	对于成本及期间费用波动较大的企业适用性较差	处于初创期及年幼成长期的企业；毛利率及经营模式相对稳定的软件类企业；公有云提供商
	PS	同 EV/S	同 EV/S；分母 P 为权益价值，分子 S 为企业收入，两者不匹配	一般不推荐，EV/S 更合理
	EV/毛利	解决公司外购产品比例不同导致 EV/S 不可比；或修正公司有几块毛利率显著不同业务非均衡增长的 EV/S 失真	对于软件类公司，成本和费用存在一定替代性，引起毛利失真	提供硬件+软件整体解决方案，如超融合企业
中间利润类	EV/EBITDA	能反应摊销折旧对现金流的贡献，解决现金流与净利润持续偏离问题	企业早期 EBIT 为负或者不稳定	IaaS 提供商、IDC 等早期存在大量折旧的企业

净利润类	PE	综合考虑了经营风险和未来收益预期、公司和行业的成长性	企业早期净利润为负或者不稳定	模式清晰、稳定，成长期企业
	PEG	综合了企业估值与成长性	理论上和实际中，PE与G都不是线性关系	可作为备选
现金流类	EV/FCF	自由现金流能很好反应公司整体经营情况，可反应现金流和净利润偏差给企业带来的价值	企业早期FCF为负或者波动大、可预测性差	模式清晰、稳定，成长期企业；收入确认节奏相对可比公司存在明显差别的企业
	EV/CFO	CFO较好反应经营方面情况	不能反应必须的资本开支对EV的影响	适用于资本开支大，还处于快速成长早期的企业；收入确认节奏相对可比公司存在明显差别的企业
净资产	PB	净资产一般为正，且更加稳定	IT行业一般是轻资产；净资产一般不是关键驱动因素，无法测算成长性	科技类公司一般不推荐

资料来源：华创证券整理

三、成熟资本市场借鉴，美股科技股多元估值背后的理念

(一) FIS：成熟成长期行业解决方案龙头

富达国民信息服务公司（Fidelity National Information Services, FIS）是全球最大金融技术解决方案提供商。FIS主营产品包括个人和机构银行金融解决方案、外包、咨询、支付系统、资产和财富管理、风险合规管理、交易过程和交易记录解决方案等，公司业务覆盖130多个国家。作为在金融服务行业立足多年，基础深厚的金融技术服务企业，FIS常年位居FinTech100榜首，足以体现公司在业界的地位。

内生增长与外延并购并举的发展模式使得公司成为全球金融行业最大的技术提供商。公司最早成立于1968年，曾命名Systematics，后被ALLTEL信息服务公司收购，接着于2003年被保险巨头Fidelity National Financial收购，几次易主后正式更名为FIS（Fidelity Information Services）。此后便开启了FinTech全球龙头的成长之路，在此后几年中，FIS收购多家金融服务技术公司，包括2006年的Certery，2007年的eFunds和2009年的Metavante。2015年，公司收购SunGard案。拥有SunGard技术资源后，FIS公司业务进一步向证券、基金及交易所等IT软件领域拓展。

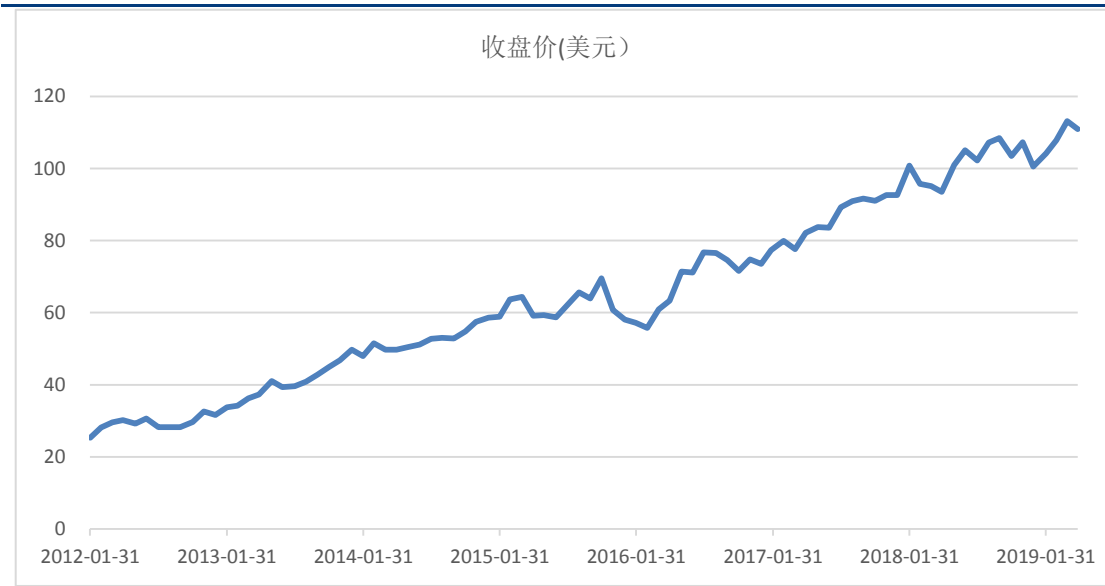
图表 7 FIS 发展历程梳理



资料来源：FIS公司网站，华创证券

由于 FIS 业务为金融行业信息化，2008 年金融危机对公司业绩及二级市场表现影响巨大。此后股价触底，业绩也迎来恢复。2012 年以来，公司业务重新步入稳健增长，二级市场表现较好，收盘价自 2012 年以来累计上涨约 4 倍。

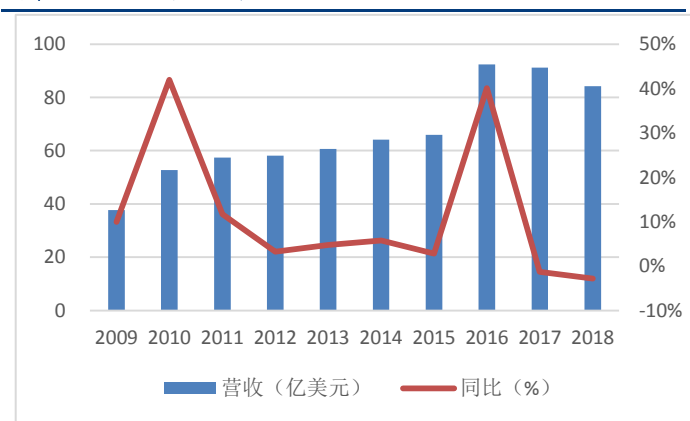
图表 8 2012 年以来，FIS 已累计上涨约 4 倍



资料来源: Wind, 华创证券

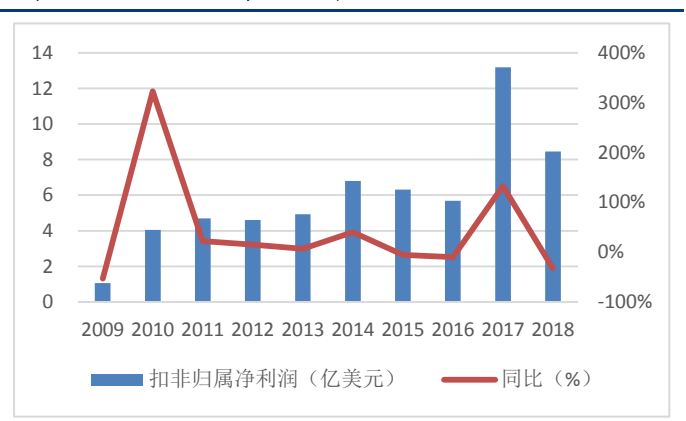
FIS 作为一家金融领域 IT 解决方案提供商，通过内生和外延的方式不断拓展业务领域和下游客户，是其业务增长重要驱动力。2009 年以来，公司营收总体保持增长，增速较快的年份主要为较大外延收购。扣非净利润总体也表现较好，2017 年因为税收因素带来表观增速大幅提升。2018 年，公司实现营收 84.23 亿美元，同比下降 2.83%，实现扣非后归属母公司净利润 8.46 亿元，同比下降 32.91%。由于 2017 年税收对净利润影响较大，税前利润更能反应 2018 年的增长，其 2018 年税前利润为 10.89 亿美元，同比 11.92%。

图表 9 FIS 营收增速放缓



资料来源: Wind, 华创证券

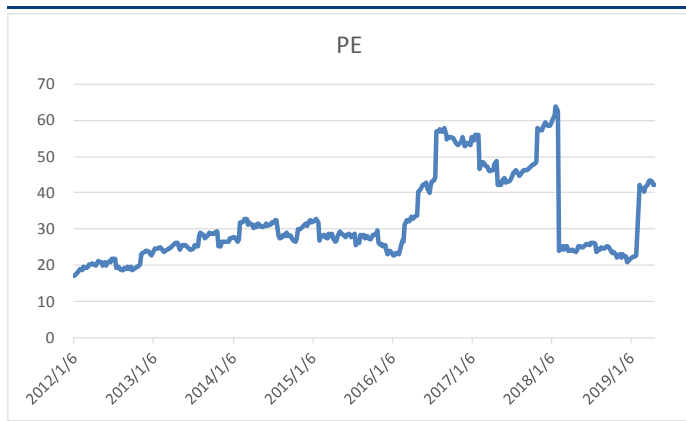
图表 10 FIS 扣非净利润情况



资料来源: Wind, 华创证券

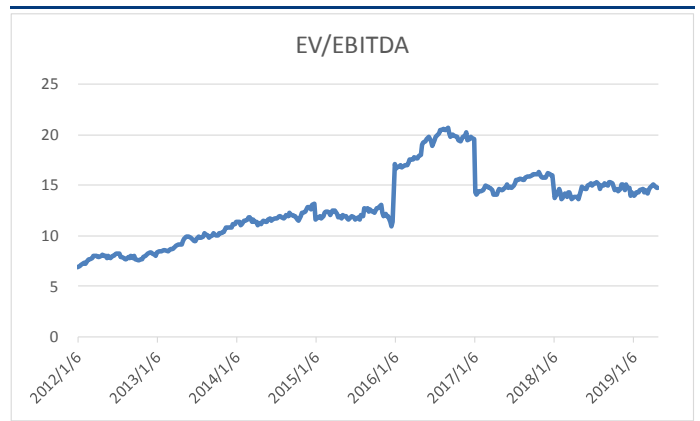
FIS 作为一家成熟成长期解决方案类公司，PE 估值一直是比较有效的。剔除一些业绩暂时性波动带来的 PE 失真，其市盈率从 2012 年的平均约 21 倍 (TTM) 逐步提升，而标普 500 的 PE 从 2012 年的平均约 15 倍提升至 2019 年的月 21 倍，FIS 市盈率提升大部分可以由市场整体估值提升解释，其 PE 估值一直较为有效。在 2016 年到 2018 年初，FIS 业绩呈现较大波动，致市盈率失真，而 EV/EBITDA 表现出更好的稳定性，除 2016 年的短期波动，2017 年以来，EV/EBITDA 基本恢复至正常状态，可以作为较好的备选估值方法。

图表 11 FIS 市盈率经历两次较大波动



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 FIS 的 EV/EBITDA 呈现稳步提升



资料来源: Wind, 华创证券

(二) WIX.COM: 年幼成长期平台型公司估值

WIX.COM 公司成立于 2006 年, 定位为中小企业和个人提供包括电子商务在内的各种网站的创建、管理和成长全过程服务, 用户只需通过相对简单的拖拽便可以自助建立起一个设计精美、功能丰富的网站甚至在线开展完整的活动。WIX.COM 的基础业务是提供多种丰富的在线网站建设模板, 助力小微企业通过非常简单的操作即可建立公司网站, 并可实现大量的常见功能, 大大降低在线宣传和初级电子商务的门槛, 也能显著压低成本。和同类公司相比, WIX.COM 提供的服务在美观度和功能性方面均具有明显优势。公司于 2013 年 11 月在纳斯达克上市, 融资 1.27 亿美元, 上市初期受到市场追捧, 此后因亏损持续扩大等因素, 市场出现较多分歧。随着用户规模持续扩大、转化率提升, 营收持续高增长, 现金流迎来改善, 股价屡创新高, 自 2016 年二月低点以来, 股价已上涨超过 7 倍。

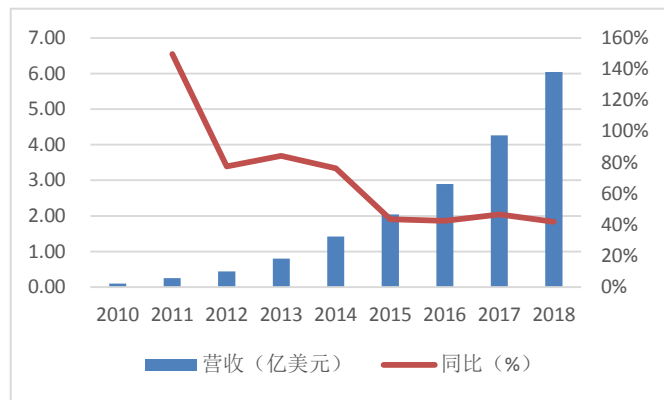
图表 13 WIX.COM 二级市场表现亮眼



资料来源: Wind, 华创证券

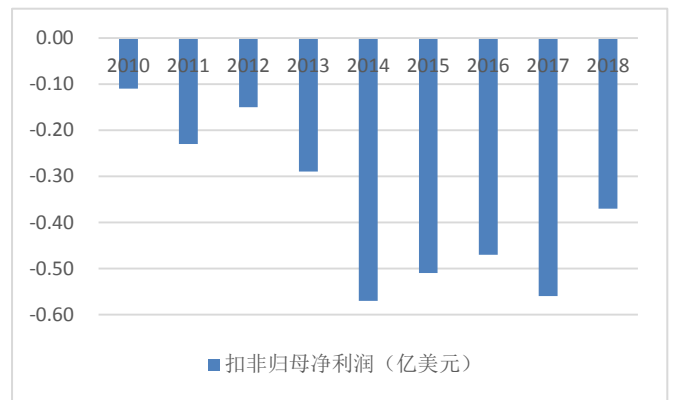
2010 年以来, 受益用户增加及转化率提升, WIX.COM 营收保持快速增长, 从 2010 年的 0.10 亿美元增长到 2018 年的 6.04 亿美元。WIX.COM 营收增长可分为两个阶段, 2015 年之前是爆发性增长, 但增速逐步放缓; 2015 年以来, 呈现快速而稳定的增长, 增速维持在 40% 以上。同时, 由于处于高速扩张, 2014 年及以前, 扣除非经常损益后的净亏损呈现扩大趋势, 2015 年以来, 总体呈减亏趋势。

图表 14 WIX.COM 营收呈现快速增长



资料来源: Wind, 华创证券

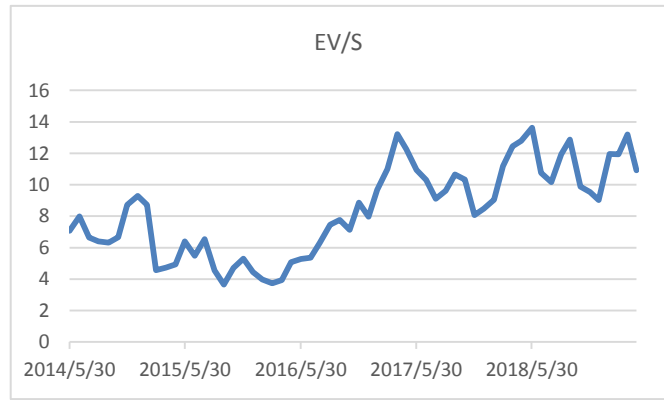
图表 15 WIX.COM 呈现持续亏损状态



资料来源: Wind, 华创证券

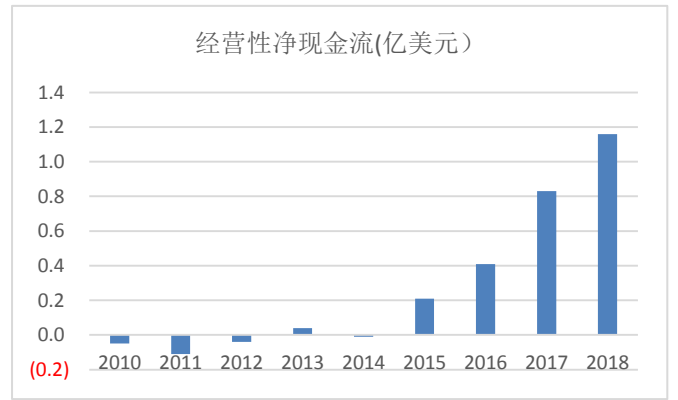
较好刻画 WIX.COM 估值的是 EV/S。2015 年以前，中间利润、净利润、现金流等指标基本为负。对于年幼成长期的平台型公司，营收增长是反应公司成长性较好指标。因为 WIX.COM 的模式是平台提供的基础服务是免费的，更进阶的服务则需要收费，在 2015 年以来，市场对于平台一般客户转化为付费客户、付费客户的流失率，付费客户的 ARPU 值均有一定疑虑。但是 2015 年以来，不断改善的经营指标打消了很多顾虑，而公司作为快速建站的全球龙头地位也更加巩固，同时经营性现金流转正并呈现持续强劲增长，公司估值中枢明显上移，逐步向其他垂直型 SaaS 公司趋同。

图表 16 2016 年以来，WIX.COM 估值中枢上行



资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 WIX.COM 现金流已呈现强劲增长



资料来源: Wind, 华创证券

(三) EQUINIX: 成长期重资产公司估值

Equinix 成立于 1998 年，2003 年在纳斯达克上市，为全球第三方 IDC 服务商龙头，提供数据中心主机托管、互联服务以及基础设施管理等。至 2018 年一季度，其在全球托管市场的份额已经达到 13%;上架率超过 80%，在业内居于领先水平。基于全球超过 200 个数据中心，及明显的规模优势，提供增值互联业务，对综合毛利率带来积极贡献。其客户包括云和 IT 服务商、内容提供商、企业、金融机构、电信运营商。

图表 18 EQUINIX 下游客户主要类型

Cloud and IT Services	Content Providers	Enterprise	FinServ/Insurance	Network and Mobile Services
Amazon Web Services	Criteo	Anheuser-Busch	Allianz Technology of America	AT&T
Box Inc.	DirectTV	Aetna	Aon	British Telecom
Cisco Systems Inc.	Discovery, Inc.	BMC Software	Bloomberg	China Mobile
Google Cloud Platform	Index Exchange	Ericsson	Chicago Board Options Exchange	Lycamobile
Datapipe	Mobile	CDM Smith	Lincoln Financial	NTT Communications Siemens
IBM Cloud	Netflix	Colony Brands	NASDAQ	Mobility Services
Microsoft Azure	Priceline.com	Deloitte	Options Exchange	T-Systems
NetApp	Thomson Reuters	DocuSign	PayPal	TATA Communications Verizon
Oracle Cloud Infrastructure		Ford Motors	The Society of Lloyd's	Vodafone
Salesforce.com		Ingram Micro	TIAA	
SAP HANA Enterprise Cloud and SAP Cloud Platform		Mazda Motor Corp.		
VMware Cloud		Smithfield Foods		
Workday, Inc.		Sysco Foods		
		Weyerhaeuser		
		Wing On		

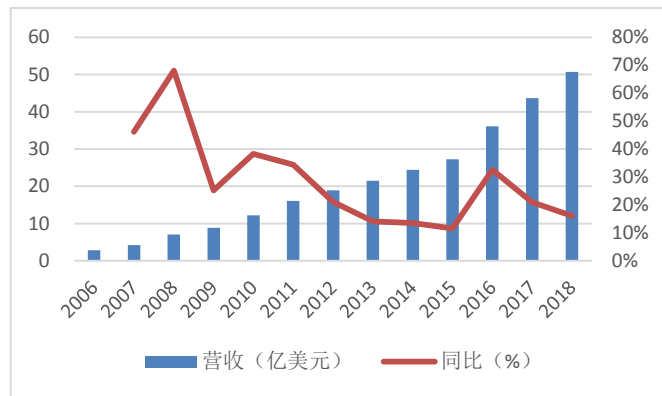
资料来源: EQUINIX 年报, 华创证券

2006 年以来, 公司二级市场表现较好, 2006 年年初至今, 股价累计上涨近 13 倍, 特别是 2014 年以来, 随着全球云计算迎来共振, 公司业务和市值也迎来快速增长, 自 2014 年以来, 公司股价累计上涨超过 200%。

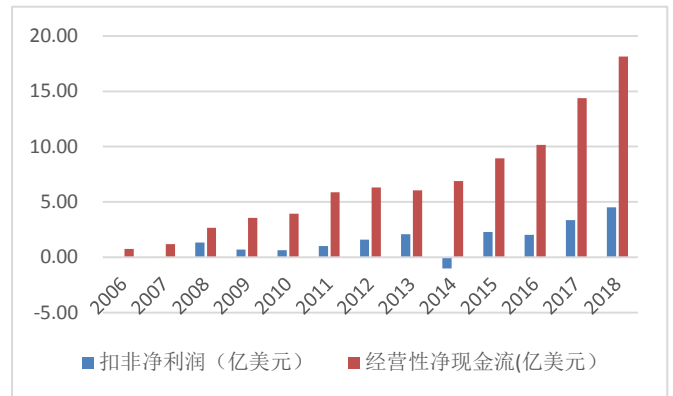
图表 19 EQUINIX 二级市场表现


资料来源: Wind, 华创证券

EQUINIX 营收保持增长, 从 2006 年的 2.87 亿美元增长到 2018 年的 50.72 亿美元, 期间复合增速达到 27.04%。扣非净利润波动较大, 且 2006 年及 2014 年两次为负数。作为典型的成长期重资产公司, 每次数据中心规模扩张时, 上架率爬坡会带来折旧占成本比重较大变化, 也对净利率带来很大影响。由于经营性净现金流由于不受折旧摊销影响, 因而更好地反应公司经营情况。2006 年, 公司经营性净现金流为 0.75 亿美元, 2018 年达到 18.15 亿美元, 期间复合增速达到 30.41%。

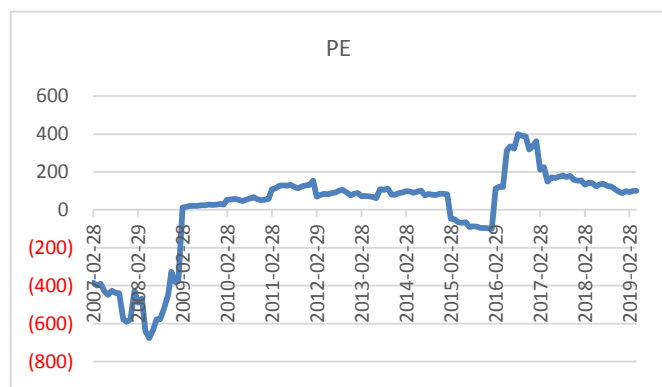
图表 20 EQUINIX 营收保持增长


资料来源: Wind, 华创证券

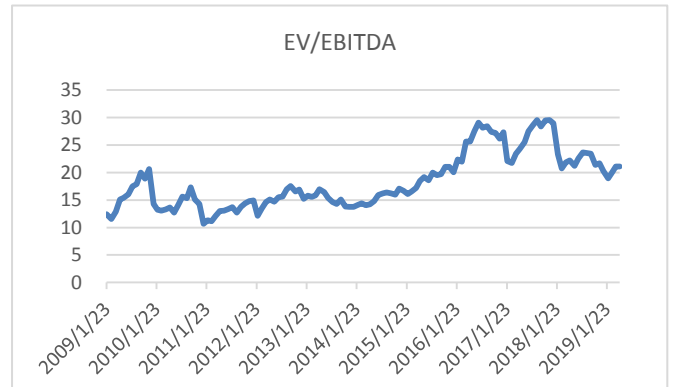
图表 21 EQUINIX 经营性净现金流远大于净利润


资料来源: Wind, 华创证券

由于一直处于扩张阶段, 资本支出增加带来折旧摊销持续增长, 且折旧摊销没有真实反应成本, 所以其净利润没有很好反应综合经营成果。2007 年至今, 公司市盈率一直呈现大幅波动, PE 估值方法失效。而公司 EBITDA 虽然不是最终利润, 确能更好放映经营成果, 也与真实现金流水平更为接近, 因而 EV/EBITDA 一直是一个较好的估值指标。2015 年 EV/EBITADA 中枢有一定上行, 主要得益于美股估值上行及云计算产业链受到更多认可。

图表 22 EQUINIX 市盈率波动较大


资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 EV/EBITDA 能较好体现公司估值


资料来源: Wind, 华创证券

(四) ADOBE: 产品转云, 商业模式变化带来估值方法变化

Adobe 成立于 1982 年, 是全球最大、产品最丰富的软件公司之一。向专业人员、市场营销人员等提供各种软件产品和服务。产品和服务包括数字媒体、数字营销、印刷出版等领域。2012 年, Adobe 开始向 SaaS 转型, 从卖产品转向提供服务, 并大获成功。2012 年, 公司股价持续创出新高, 目前市值超过 1300 亿美元。

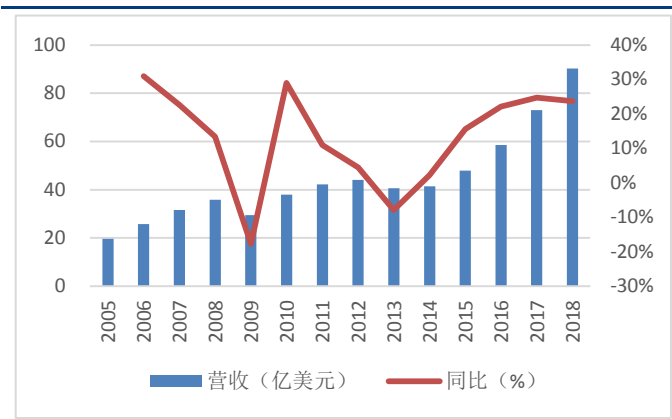
图表 24 Adobe 股价不断创历史新高



资料来源: Wind, 华创证券

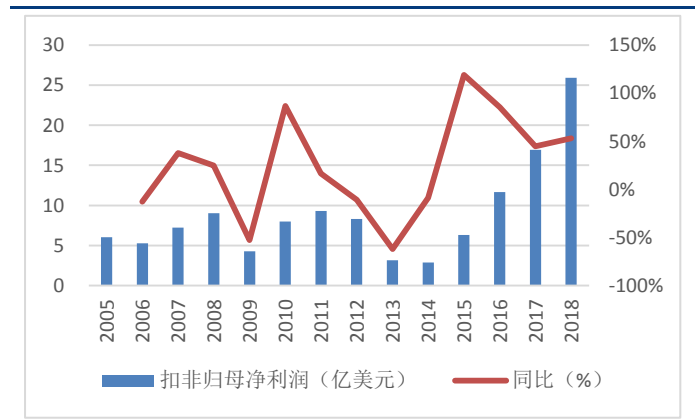
2012 年转型之前, 公司营业收入增速呈放缓趋势。转型 SaaS 模式后, 一开始营收增速并没有体现出来, 而净利润受到较大影响, 2013 年及 2014 年, 净利润大幅减少。到 2015, 营收增速显著提升, 并维持在较高水平, 净利润也开始恢复增长, 到 2016, 净利润已经超过转型前水平, 且 2017 年以来, 继续保持高速增长。

图表 25 2015 年以来, 营收增速提升



资料来源: Wind, 华创证券

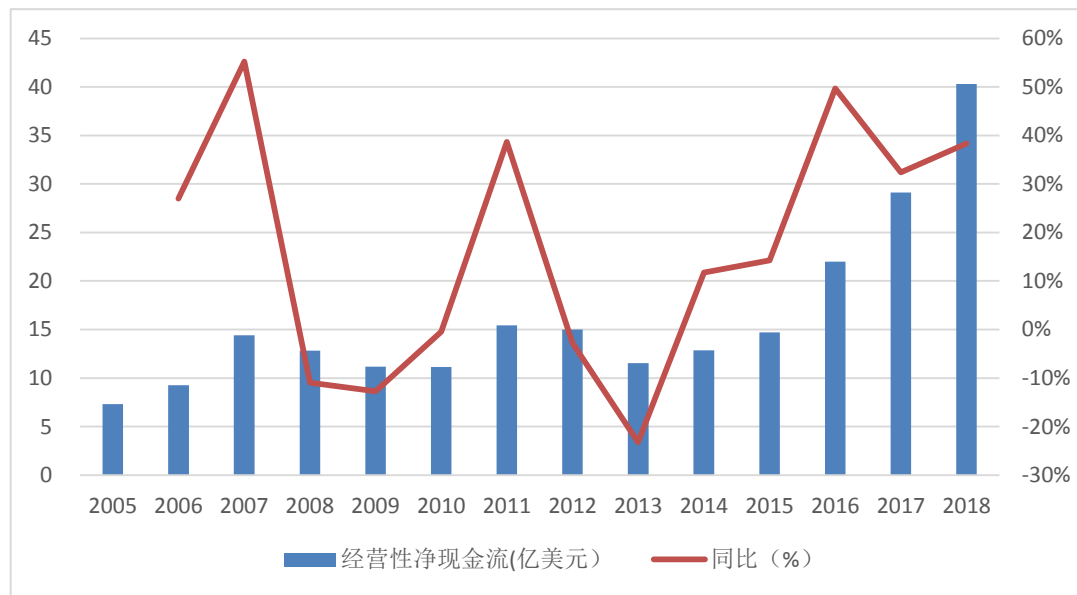
图表 26 2015 年以来, 扣非净利润持续高增长



资料来源: Wind, 华创证券

因转型 SaaS 模式后, 第一年单用户贡献的现金流远低于传统 license 模式, 故经营性净现金流在转型初期也受到一定影响。但随着存量用户不断贡献经常性的现金流, 及不断获取新的客户, 2016 年以来, 现金流呈现快速增长并达到历史最高水平, 2017 年以来, 现金流持续保持快速增长。

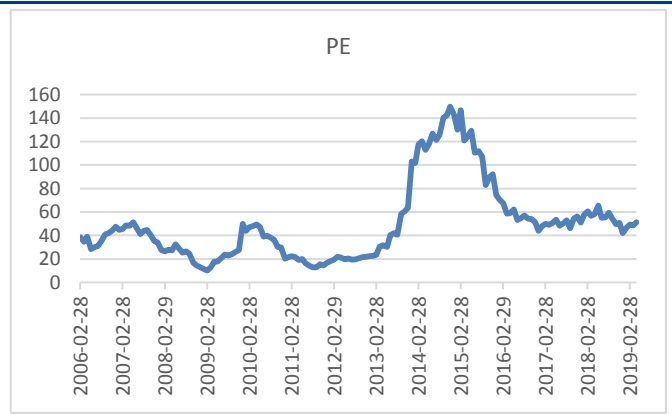
图表 27 2015 年以来，公司经营净现金流加速增长



资料来源: Wind, 华创证券

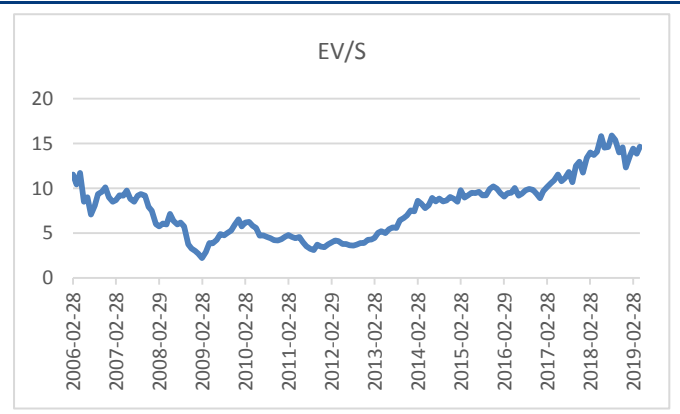
转型 SaaS 的过程，市盈率波动较大，EV/S 也迎来了持续提升。2006 年至 2010 年，公司 PE 中枢约 33 倍。因为转型初期净利润波动较大，市盈率估值方法不再适用。公司 EV/S 迎来了持续性提升，究其背后原因，主要是公司从产品型公司转变为平台型公司，商业模式在发生变化，因此 EV/S 表现出从原有商业模式中枢向新商业模式中枢过度。

图表 28 Adobe 市盈率波动较大



资料来源: Wind, 华创证券

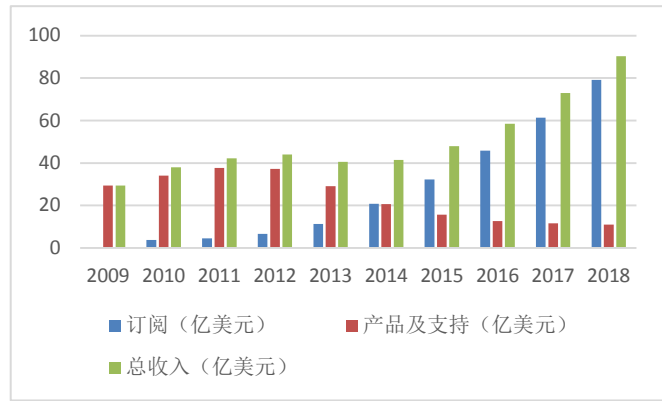
图表 29 Adobe EV/S 逐步提升



资料来源: Wind, 华创证券

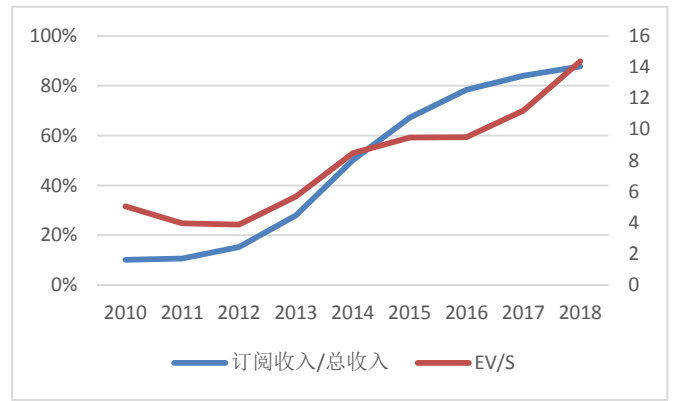
分析公司分项收入，2013 年之前，订阅收入（云服务收入）呈现增长，但并没有看到快速放量趋势，订阅服务收入占总收入的比例提升不明显。2013 年开始，公司业务转云加速，订阅收入持续快速增长，占总收入的比例快速提升。2012 年，订阅收入/总收入为 15.28%，2014 年达到 50.07%，2016 年进一步提升至 78.32%，2018 年则达到 87.73%。订阅收入应给与平台型公司估值，所以随着订阅收入占比提升，公司估值向可比 SaaS 公司趋同，EV/S 成为有效的估值方法，且业务转型，商业模式变化带来估值中枢变化。

图表 30 2013 年以来，订阅服务快速增长



资料来源: Wind, 华创证券

图表 31 订阅服务占比与 EV/S 相关性较强



资料来源: Wind, 华创证券

计算机组团队介绍

组长、首席分析师：陈宝健

清华大学计算语言学硕士。曾任职于国泰君安证券、安信证券。2017年加入华创证券研究所。2015年新财富最佳分析师第2名团队成员，2016年新财富最佳分析师第6名团队成员。

分析师：邓芳程

华中科技大学硕士。曾任职于长江证券。2017年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘逍遥

中国人民大学管理学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反应本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500