

# 收入快速增长，高估值显现隐忧

——美国云计算公司2019年一季度

2019年07月16日

看好/维持

计算机

行业报告

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：

云计算板块是美股中最具成长性的板块之一，可借鉴之处良多。我们对美国云计算板块进行了系统梳理，可以参见报告《美国 SaaS 产业：行业发展巡视及整体分析》，并持续跟踪季度情况：

### 一、IaaS 层：龙头收入高速增长，业绩超预期

在 IaaS 层，最有代表性的公司和产品是亚马逊 Amazon (AMZN.O) 旗下的 Amazon Web Service (AWS)、微软 Microsoft (MSFT.O) 旗下的 Microsoft Azure。1Q19, AWS 的营业收入为 76.96 亿美元，同比增长了 41.4%。Microsoft Azure 披露的收入增速同比为 73%。

从季报披露前后股价表现来看，Amazon 和 Microsoft 的季报都超出市场预期。在季报披露前后两天，股价分别上涨了 3.4% 和 5.3%。

### 二、传统软件龙头转型 SaaS 进展顺利

从收入增速来看，6 家传统软件龙头 SaaS 转型顺利，Microsoft 的 Office365 收入增速 30%，SAP 的云收入同比增速为 45.3%，Adobe 云收入同比增速为 22.3%，Autodesk 云收入同比增速为 70%。

从季报披露前后股价表现来看，6 家公司中有 5 家季报都是超出市场预期的。其中 SAP、Adobe 股价涨幅都超过 10%，Microsoft、Oracle 和 Intuit 涨幅超过 5%，仅有 Autodesk 下跌 5.5%。

### 三、新兴 SaaS 公司收入快速增长，高估值隐忧显现

1、5 倍 PS 是 SaaS 模式达到成熟期的合理估值

我们预计 SaaS 公司能够在成熟期实现 25%-30% 的净利润率水平，市场给予 15-20 倍的市盈率 PE，则公司在成熟期的市销率 PS 为 3.75-6 倍。为简单起见，我们假定 5 倍 PS 是 SaaS 公司在成熟期的合理估值水平。因此，超过 5 倍 PS 的估值都可以认为是市场给予的成长性溢价。

2、SaaS 公司预计需要 3-5 年时间达到 5 倍 PS 的估值水平

过去几年，45 家 SaaS 公司的平均收入增速一直保持快速增长并稳步下降。从 2011 年到 2018 年，45 家 SaaS 公司的平均收入增速从 62.4% 下降到 31.1%。到了 1Q19，45 家 SaaS 公司的平均收入增速为 30.3%，延续着缓慢下降的趋势。

目前，45 家 SaaS 行业的平均市销率（相对于 18 年收入）为 15.4 倍。根据收入增速不断下降趋势，我们假设收入增速每年下降 2.5%，则到 2023 年，45 家 SaaS 公司的平均市销率将达到 5.3 倍。换句话说，45 家 SaaS 公司平均需要 3-5 年的时间才能消化成长的估值溢价。

因此，我们认为现在美国市场给予 SaaS 公司估值水平较高。尽管我们对 SaaS 行业长期看好，但是市场更为看好，对其未来成长性、确定性都给予了更高的溢价。而这种高估值已经相当程度上透支了未来的涨幅，值得投资者关注。

风险提示：全球宏观经济的风险；美股估值过高的风险。

## 目 录

1. 美国云计算公司分析框架 .....	3
1.1 云计算公司选择 .....	3
1.2 分析指标维度 .....	3
1.2.1 收入增速 .....	3
1.2.2 季报业绩是否达到预期 .....	3
1.2.3 市销率 .....	3
2. IaaS 层：龙头收入高速增长，业绩超预期 .....	4
3. 传统软件龙头转型 SaaS 进展顺利 .....	4
4. 新兴 SaaS 公司收入快速增长，高估值隐忧显现 .....	5
4.1 SaaS 公司收入保持快速增长 .....	5
4.2 SaaS 行业估值水平高么？ .....	6
4.2.1 5 倍 PS 是 SaaS 模式达到成熟期的合理估值 .....	6
4.2.2 SaaS 公司预计需要 3-5 年时间达到 5 倍 PS 的估值水平 .....	7
5. 风险提示 .....	7
6. 附录 .....	7
相关报告汇总 .....	10

## 插图目录

图 1：AWS 和 Azure 的收入及增速（百万美元） .....	4
图 2：传统软件龙头 1Q19 总收入和云收入增速 .....	5
图 3：传统软件龙头 1Q19 季报前后股价变动 .....	5
图 4：45 家新兴 SaaS 公司平均收入增速 .....	6
图 5：46 家 SaaS 公司涨跌幅分布 .....	6
图 6：45 家 SaaS 公司的平均市销率和收入增速未来预测 .....	7

## 1. 美国云计算公司分析框架

云计算板块是美股中最具成长性的板块之一，备受投资者关注。中国云计算板块正处在高速成长期，可以从海外云计算板块的发展中借鉴良多。因此，我们对美国云计算板块进行了系统梳理，可以参见报告《美国 SaaS 产业：行业发展巡视及整体分析》，并持续跟踪季度情况。

### 1.1 云计算公司选择

通常，云计算可以分为三层，分别是 IaaS 层、PaaS 层和 SaaS 层。不过，单纯做 PaaS 层的公司极少，本报告按照 IaaS 和 SaaS 两层来梳理美国代表性的云计算公司 2019 年第一季度的情况。而 SaaS 层又分为传统软件龙头转型 SaaS 和新兴 SaaS 公司两类。

从市值标准上，我们选取了市值在 20 亿美元以上的美股云计算公司，共计 53 家。按照上述分类方法分为以下三类，详细列表见附录。

表 1:云计算公司分类

分类	代表公司
IaaS	Amazon、Microsoft
传统软件龙头	Oracle、SAP、Adobe、Intuit、Autodesk
新兴 SaaS 公司	Salesforce、Workday、ServiceNow 等 46 家

资料来源：bloomberg，东兴证券研究所；

### 1.2 分析指标维度

云计算公司的商业模式已经被美股投资人高度认同。我们最关注的是美国云计算公司的成长性和估值水平。成长性主要通过收入增速和季报业绩是否达到预期来衡量，而估值水平则通过市销率来衡量。

#### 1.2.1 收入增速

**收入增速是成长性最重要的衡量指标。**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

#### 1.2.2 季报业绩是否达到预期

我们采用了季报披露前两天和季报披露后两天的股价变动来季报业绩是否达到预期。因为美股市场机构投资者为主，信息披露较为规范，所以季报披露后公司股价往往会迅速反应基本面的变化，具有很好的参考价值。

#### 1.2.3 市销率

云计算公司大多不盈利，通常采用市销率来估值。背后的原因在于企业的生命周期。云计算公司在成长期却只能看到收入高速增长而基本没有利润。因此，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。

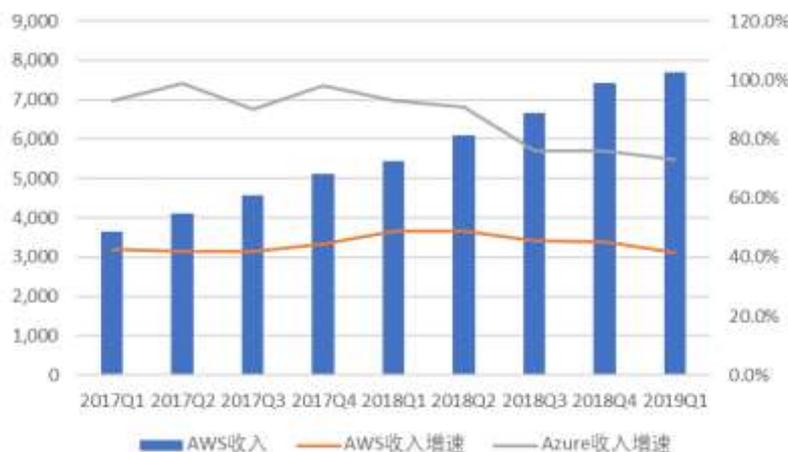
## 2. IaaS 层：龙头收入高速增长，业绩超预期

在 IaaS 层，最有代表性的公司和产品是亚马逊 Amazon (AMZN.0) 旗下的 Amazon Web Service (AWS)、微软 Microsoft (MSFT.0) 旗下的 Microsoft Azure。

1Q19, AWS 的营业收入为 76.96 亿美元，同比增长了 41.4%。在如此高的收入体量下，AWS 仍然实现了持续超过 40% 的收入增速，这体现出 IaaS 层旺盛的需求和 AWS 的龙头地位。

Microsoft Azure 并未披露收入，但是披露的收入增速同比为 73%。Azure 过去几年持续保持超高的收入增速，这体现出 Azure 在混合云、Office 云服务的强大协同优势。

图 1：AWS 和 Azure 的收入及增速（百万美元）



资料来源：bloomberg，公司公告，东兴证券研究所；

从季报披露前后股价表现来看，Amazon 和 Microsoft 的季报都超出市场预期。在季报披露前后两天，股价分别上涨了 3.4% 和 5.3%。当然，由于 Amazon 和 Microsoft 旗下业务多元化，很难确定良好的股价表现是由于 IaaS 业务的高速增长带动的。

## 3. 传统软件龙头转型 SaaS 进展顺利

传统软件龙头转型 SaaS 的代表是六大软件公司：

表 2：六大传统软件巨头转型 SaaS 情况

传统软件公司	成立时间	全力转型 SaaS 时间	转型进度	当前市值（亿美元）
微软公司(MICROSOFT)	1975	2014-2015	正在进行	10644
甲骨文(ORACLE)	1977	2013-2014	正在进行	1,995
SAP	1972	2013-2014	正在进行	1,680
奥多比(ADOBE)	1982	2012-2013	基本完成	1,502
财捷公司(INTUIT)	1984	2013	基本完成	730
欧特克(AUTODESK)	1982	2014	基本完成	383

资料来源：wind、东兴证券研究所，市值截止 2019/7/15

从收入增速来看，6 家传统软件龙头中，Adobe 和 Autodesk 总收入增速分别为 25.1%和 31.4%，其他公司收入增速较慢。这是由于 Adobe 和 Autodesk 已经基本完成了软件云化，正处于云化红利释放的阶段。而其他公司还处于转型期，收入中仍然有大量的授权和维护业务，所以收入增速涨幅不明显。

如果将其中的云收入拆出来看，则可以看到各家公司的 SaaS 收入增速都很快。Microsoft 的 Office365 收入增速 30%，SAP 的云收入同比增速为 45.3%，Adobe 云收入同比增速为 22.3%，Autodesk 云收入同比增速为 70%。

从季报披露前后股价表现来看，6 家公司中有 5 家季报都是超出市场预期的。其中 SAP、Adobe 股价涨幅都超过 10%，Microsoft、Oracle 和 Intuit 涨幅超过 5%，仅有 Autodesk 下跌 5.5%。

图 2：传统软件龙头 1Q19 总收入和云收入增速

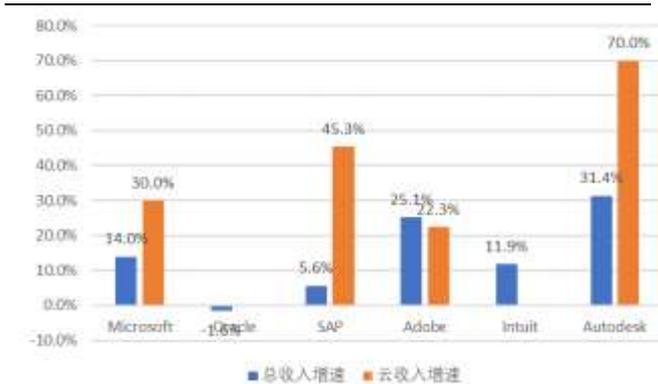
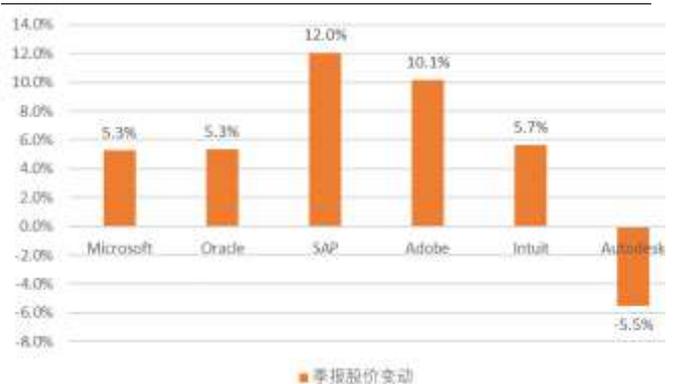


图 3：传统软件龙头 1Q19 季报前后股价变动



资料来源：公司公告，东兴证券研究所；Microsoft 云收入增长此处指 Office365；

资料来源：bloomberg，wind，东兴证券研究所

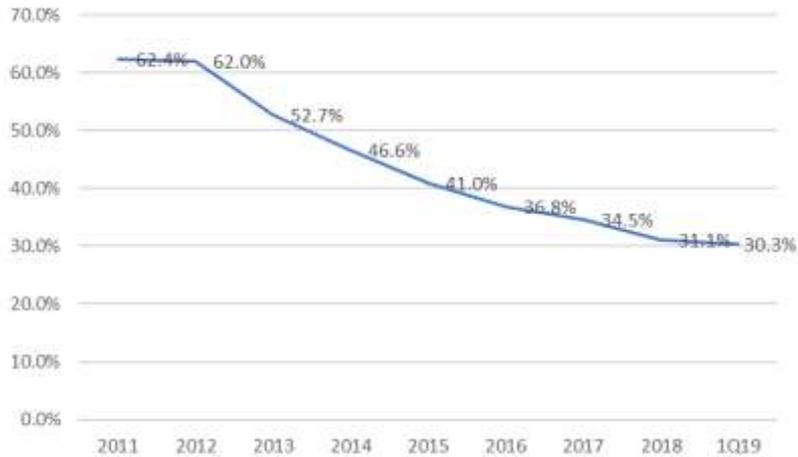
## 4. 新兴 SaaS 公司收入快速增长，高估值隐忧显现

### 4.1 SaaS 公司收入保持快速增长

新兴 SaaS 公司共选取了 20 亿美金以上市值的 46 家公司。在计算收入增速时后，我们剔除掉 Zoom（因为其刚上市，历史数据太少，无法进行对比），剩余总共是 45 家 SaaS 公司。

过去几年，45 家 SaaS 公司的平均收入增速一直保持快速增长并稳步下降。从 2011 年到 2018 年，45 家 SaaS 公司的平均收入增速从 62.4%下降到 31.1%。到了 1Q19，45 家 SaaS 公司的平均收入增速为 30.3%，延续着缓慢下降的趋势。

图 4：45 家新兴 SaaS 公司平均收入增速



资料来源：bloomberg, wind, 东兴证券研究所

从季报披露前后股价表现来看，46 家 SaaS 公司中有 22 家上涨，有 24 家下跌，具体表现分布见下图所示。上涨超过 5% 的超过 100 亿美金的公司有 Zoom、Shopify、ServiceNow、Veeva 和 Salesforce 等；而下跌超过 5% 的超过 100 亿美金包括 Square、Zscaler、Palo alto networks、Atlassian 和 Splunk 等。

图 5：46 家 SaaS 公司涨跌幅分布



资料来源：bloomberg, wind, 东兴证券研究所

## 4.2 SaaS 行业估值水平高么？

### 4.2.1 5 倍 PS 是 SaaS 模式达到成熟期的合理估值

如果放在更长的视角来看，当前美国 SaaS 行业整体估值水平高么呢？SaaS 公司通常采用市销率来估值。这种估值方法隐含着假设：SaaS 公司在成长期却只有收入却缺乏利润，发展到成熟期会有稳定的利润率水平。

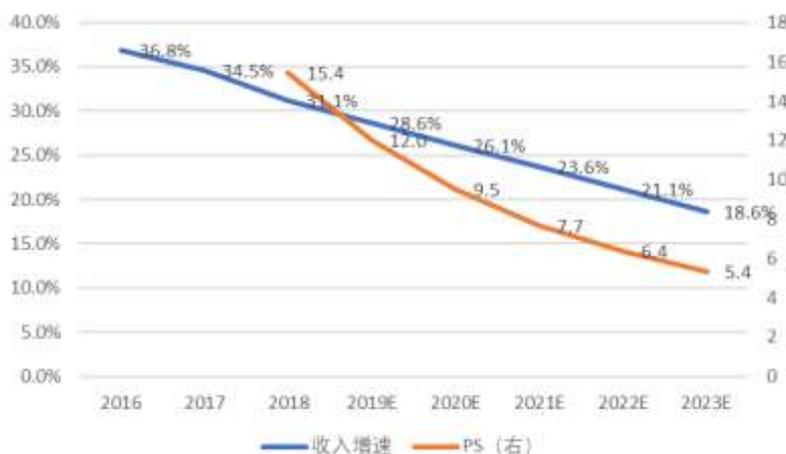
我们预计 SaaS 公司能够在成熟期实现 25%-30% 的净利润率水平，市场给予 15-20 倍的市盈率 PE，则公司在成熟期的市销率 PS 为 3.75-6 倍。为简单起见，我们假定 5 倍 PS 是 SaaS 公司在成熟期的合理估值水平。因此，超过 5 倍 PS 的估值都可以认为是市场给予的成长性溢价。

#### 4.2.2 SaaS 公司预计需要 3-5 年时间达到 5 倍 PS 的估值水平

目前，45 家 SaaS 行业的平均市销率（相对于 18 年收入）为 15.4 倍。我们对其未来市销率预测如下：

在收入增速方面，2018 年 46 家 SaaS 公司的平均收入增速为 31.3%。未来收入增速缓慢下降的趋势仍将持续。假设未来收入增速每年下降 2.5%，则 45 家 SaaS 公司从 2019 年到 2023 年的平均收入增速分别是 28.8%、26.3%、23.8%、21.3% 和 18.8%。

图 6：45 家 SaaS 公司的平均市销率和收入增速未来预测



资料来源：bloomberg, wind, 东兴证券研究所

根据以上，我们可以算出到 2023 年，45 家 SaaS 公司的平均市销率将达到 5.3 倍。换句话说，45 家 SaaS 公司平均需要 3-5 年的时间才能消化成长的估值溢价。

因此，我们认为现在美国市场给予 SaaS 公司估值水平较高。尽管我们对 SaaS 行业长期看好，但是市场更为看好，对其未来成长性、确定性都给予了更高的溢价。而这种高估值已经相当程度上透支了未来的涨幅，值得投资者关注。

## 5. 风险提示

全球宏观经济的风险；美股估值过高的风险。

## 6. 附录

表 3:53 家云计算公司列表

证券代码	证券简称
MSFT.O	微软公司(MICROSOFT)
AMZN.O	亚马逊(AMAZON)
ORCL.N	甲骨文(ORACLE)
SAP.N	SAP
ADBE.O	奥多比(ADOBE)
ADSK.O	欧特克(AUTODESK)
INTU.O	财捷公司(INTUIT)
CRM.N	赛富时(SALESFORCE)
NOW.N	SERVICENOW
WDAY.O	WORKDAY
SHOP.N	SHOPIFY
TEAM.O	ATLASSIAN CORP PLC
SQ.N	SQUARE
ZM.O	ZOOM VIDEO COMMUNICATIONS
VEEV.N	VEEVA SYSTEMS
CERN.O	塞纳(CERNER)
PANW.N	PALO ALTO NETWORKS
SPLK.O	SPLUNK
TWLO.N	TWILIO
DATA.N	TABLEAU SOFTWARE
OKTA.O	OKTA
DBX.O	DROPBOX
ZEN.N	ZENDESK INC
ZS.O	ZSCALER
RNG.N	RINGCENTRAL
DOCU.O	DOCUSIGN
COUP.O	COUPA SOFTWARE
HUBS.N	HUBSPOT INC
WIX.O	WIXCOM
PLAN.N	ANAPLAN
PFPT.O	PROOFPOINT
SWI.N	SOLARWINDS
MDSO.O	MEDIDATA SOLUTIONS INC
RP.O	REALPAGE INC
NEWR.N	NEW RELIC INC
PCTY.O	PAYLOCITY HOLDING CORP
SMAR.N	SMARTSHEET

BLKB.O	布莱克波特科技
VRNT.O	VERINT SYSTEMS INC
LOGM.O	大家来网络
APPF.O	APPFOLIO INC
QLYS.O	科力斯
CSOD.O	CORNERSTONE ONDEMAND INC
QTWO.N	Q2 HOLDINGS INC
FIVN.O	FIVE9 INC
PVTL.N	PIVOTAL SOFTWARE
BOX.N	BOX INC
WK.N	WORKIVA INC
PRO.N	PROS HOLDINGS INC
APPN.O	APPIAN
YEXT.N	YEXT
INOV.O	INOVALON HOLDINGS
VRNS.O	VARONIS SYSTEMS INC

资料来源：wind、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	中国云计算上市公司一季报总结：IaaS 高速增长，SaaS 崭露头角	2019-7-9
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

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法律责任。

## 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。