

拨云见日，始得真金

——美股重点 SaaS 公司年度点评

- 去年我们发布了重磅报告《逸兴云飞，云开见日：美股 SaaS 公司风云录》，并在文中分为转云公司和原生 SaaS 公司两类，分别分析了共计 8 家有代表性的云公司。在本篇报告中，我们将分析这八家公司今年的情况。
- 转云公司：估值到顶，B 端不亮 C 端亮。** 2019 年是宏观经济跌宕起伏的一年，激烈的贸易战、全球性的增速下行给世界经济增加了诸多变数。Adobe/Autodesk 在宏观的冲击下，保持着 20%+ 的收入增速，而 SAP/Oracle 增速较低。之前我们认为，To B 公司相比于 To C 公司拥有更强的用户粘性，但是从这四家公司看来，似乎 To B 公司更容易受到经济波动的影响，究其原因，企业主砍 IT 预算时大刀阔斧，而个人用户形成的用户习惯难以一朝改变。另一个影响估值的是竞争因素：Adobe/Autodesk 在其所在的专业领域有着无可比拟的领导力，而 SAP/Oracle 则在一个增速下行的市场里进行着激烈的竞争，导致其估值水平有着较大差距。
- 原生 SaaS 公司：估值分化，注意产品力、渗透率及天花板。** 今年原生 SaaS 公司出现了估值分化，Workday 一路下行，Salesforce 勉力维持，Veeva 及 ServiceNow 则上了一个台阶。究其原因，是这几家产品力和赛道的不同。我们认为一个拳头型的十分优秀的 SaaS 产品是公司所必须的，公司依靠这个产品打开市场，而其所在的赛道的容量、渗透率的高低、竞争的激烈程度决定了公司的估值上限。公司在完成敲门动作之后，产生了大量的销售费用，这些费用需要 Upsell 来解决，同时 Upsell 的能力将决定公司未来的费用率以及收入增速，进而传导到 EPS。高估值的 Veeva、ServiceNow 都有着极强的 Upsell 的能力，单客户的价值提升很多，而这些又是通过丰富又互相关联的产品矩阵所带来的。
- 风险提示：**云公司业绩不及预期，美股大幅调整。

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



数据来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.27	-3.74	-26.86
绝对收益	2.78	1.70	6.73

胡又文

分析师
SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

黄净

分析师
SAC 执业证书编号：S1450519100003
huangjing2@essence.com.cn

相关报告

- 2020 年，全球央行开启数字货币竞赛 2019-12-29
- 特斯拉王者归来，智能网联呼啸而至 2019-12-22
- 车联网动态跟踪：北京首次允许自动驾驶路测进行载人载物测试，自动驾驶加速落地 2019-12-15
- 分拆上市潜在受益标的梳理 2019-12-15
- 积极关注央行数字货币落地进展 2019-12-09

内容目录

1. 转云公司：估值到顶，B 端不亮 C 端亮	4
1.1. Adobe：强议价能力.....	4
1.2. Autodesk：表现不惧宏观冲击.....	6
1.3. SAP：估值提升暗含隐忧.....	10
1.4. ORACLE：未来混沌需要找寻出路.....	12
1.5. 总结：估值到顶，B 端不亮 C 端亮.....	14
2. 原生 SaaS 公司：估值分化，产品力、渗透率及天花板	15
2.1. Salesforce：依靠外延并购成长.....	15
2.2. Veeva：细分赛道顶级玩家依旧被偏爱.....	18
2.3. Workday：长期增速低于预期导致估值下折.....	21
2.4. ServiceNow：指标靓丽估值提升.....	24
2.5. 总结：估值分化，产品力、渗透率及天花板.....	26

图表目录

图 1：Adobe 市值、收入年增速、估值水平.....	4
图 2：Adobe ARR 情况.....	5
图 3：Recurring Revenue 占比.....	5
图 4：Adobe 三大业务线收入情况.....	6
图 5：Adobe Margin 的情况.....	6
图 6：Autodesk 市值、收入年增速、估值水平.....	7
图 7：Autodesk ARR 情况.....	7
图 8：Autodesk 近年来的收入拆分.....	8
图 9：公司盗版用户高达 1200 万.....	9
图 10：公司付费用户存在巨大提升空间.....	9
图 11：公司认为其在 AEC 领域形成了全产业链覆盖.....	9
图 12：Autodesk Margins 的情况.....	10
图 13：公司收入增速及市值.....	10
图 14：公司估值水平.....	10
图 15：SAP Predictable Revenue 情况.....	11
图 16：公司 G&A 占比将下降.....	11
图 17：公司 Cloud Margin 提升.....	11
图 18：公司 Margin 提升目标.....	12
图 19：Oracle 市值、收入年增速、估值水平.....	13
图 20：公司 Deferred Revenue 情况.....	14
图 21：公司 Margins 的情况.....	14
图 22：Salesforce 市值、收入增速及估值水平.....	15
图 23：Salesforce 不同业务线收入情况.....	16
图 24：Salesforce 生态系统情况.....	17
图 25：Salesforce CRM 领域市占率情况.....	18
图 26：Veeva Commercial Cloud 的发展路径.....	18
图 27：Veeva Development Cloud 的发展路径.....	18
图 28：Veeva 市值、收入增速和估值水平.....	19
图 29：Crossix 相关情况.....	19

图 30: 公司产品被 Top 5 CPG 公司采纳.....	20
图 31: 公司 CY2020 目标.....	20
图 32: Veeva Cohort 情况.....	21
图 33: Veeva 客户情况.....	21
图 34: Workday 市值、收入增速和估值水平.....	22
图 35: Workday HCM 在北美渗透率情况.....	22
图 36: Workday Revenue Mix 情况.....	23
图 37: Workday Magins 的情况.....	23
图 38: ServiceNow 的市值、收入增速和估值水平.....	24
图 39: ServiceNow Cohort 情况.....	25
图 40: ServiceNow Workflow 情况.....	25
图 41: ServiceNow Workflow 集成情况.....	26
图 42: ServiceNow Margin 情况.....	26
表 1: Salesforce Attrition Rate.....	17

在去年的报告《逸兴云飞，云开见日：美股 SaaS 公司风云录中》，我们选取了美股有代表性的八家 SaaS 公司：Adobe/Autodesk/SAP/Oracle/ServiceNow/Salesforce/Veeva/Workday，希望能探寻成功 SaaS 企业的发展路径以及成熟市场对其的估值方法。在本文中，我们将着重回顾他们今年的发展情况，并分析最新的产业发展趋势。

1. 转云公司：估值到顶，B 端不亮 C 端亮

在我们挑选的这八家公司中，Adobe/Autodesk/SAP/Oracle 历史悠久，早在互联网大规模普及前就已经取得了非凡的成绩。近年来，这四家公司大力转型云业务，因此我们将他们归为转云公司。我们认为，通过对其转云过程的观察，转云前后的对比，能够更充分地说明 SaaS 的作用。

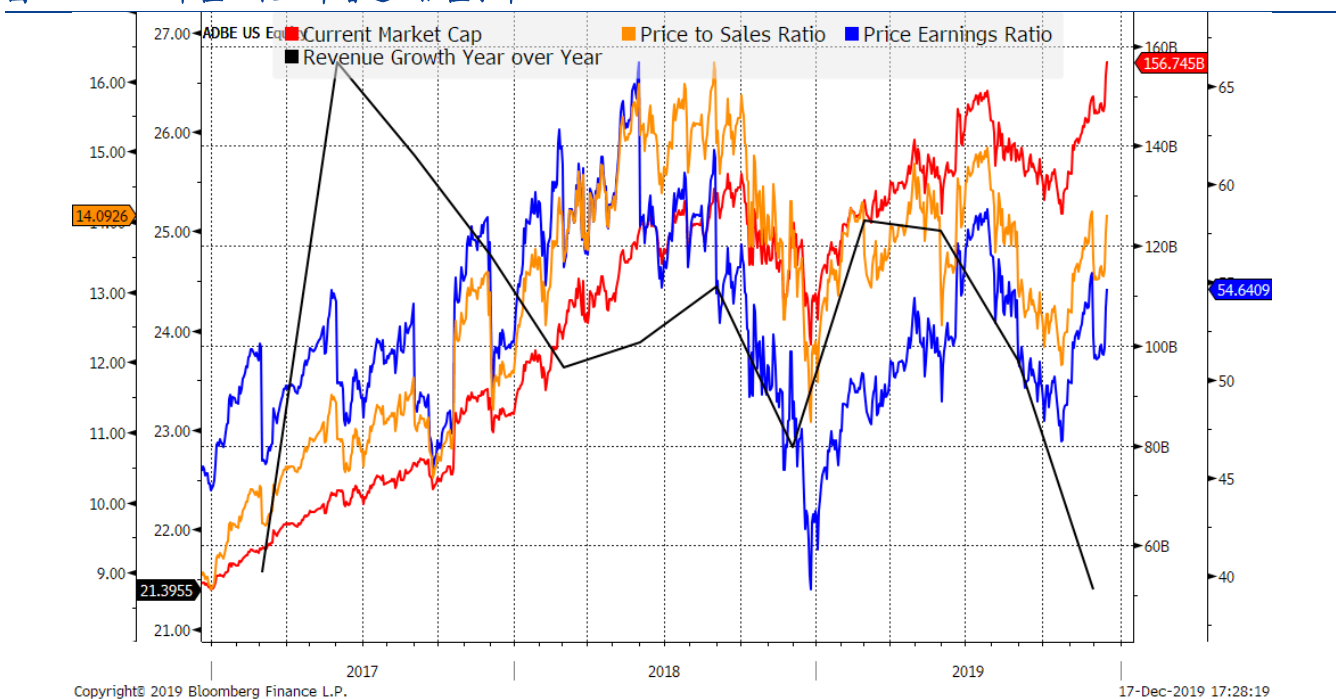
1.1. Adobe: 强议价能力

Adobe 在 1982 年由 John Warnock 和 Charles Geschke 一起创立。1980 年代中期，Adobe 为 Apple Macintosh 设计了 Illustrator，一个矢量做图的软件，并由此进入了 To C 软件领域。1986 年，Adobe 在 Nasdaq 上市。1989 年，Adobe 推出了享誉世界的 Photoshop 软件。1993 年，Adobe 推出了 PDF 格式并成为 ISO 标准。之后，Adobe 凭借接连不断的并购，体量逐渐扩大。2005 年，Adobe 并购了其主要的竞争对手 Macromedia，产品线迅速扩大。

本年度 (FY19)，公司的收入达到了 111.71 亿美元，同比增长 23.7%，毛利率为 87.5%，R&D 占比为 13.9%，SG&A 占比为 33.7%，运营利润率为 39.9%，净利润达到 29.51 亿美元，同比增长 13.9%。

估值水平看，Adobe 的 PS 从年初的约 12x 上升到最近的 14x，波动范围在 12x-15x，PE 从年初的约 40x 上升到最近的 55x，波动范围在 40x-57x。整体而言，公司的估值中枢相比于去年略微出现了下滑。我们认为这与公司转云完成以及整个市场的风格转向有关。

图 1: Adobe 市值、收入年增速、估值水平

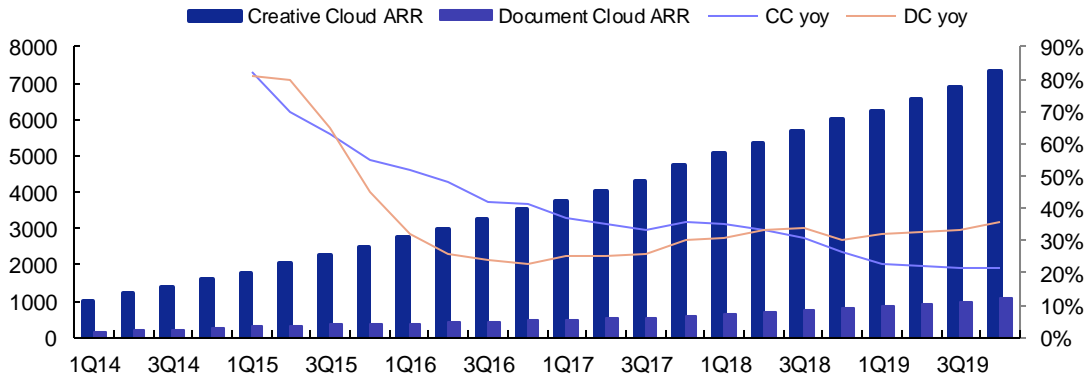


数据来源：彭博，安信证券研究中心

正如我们在《逸兴云飞，云开见日：美股 SaaS 公司风云录》中强调的，对于 Adobe 估值，

一个关键的指标是 ARR 的情况。公司的 ARR 一如既往的优秀，Creative Cloud ARR 增速仍然保持在 20% 以上，Document Cloud ARR 由于有并购效应增速接近 40%。同时，Recurring Revenue 的占比也在稳步提升。根据国外投行的预测，其从 17 年的 85% 上升到了最近的 92%。

图 2: Adobe ARR 情况



数据来源: 彭博, 安信证券研究中心

图 3: Recurring Revenue 占比



数据来源: 彭博, 安信证券研究中心

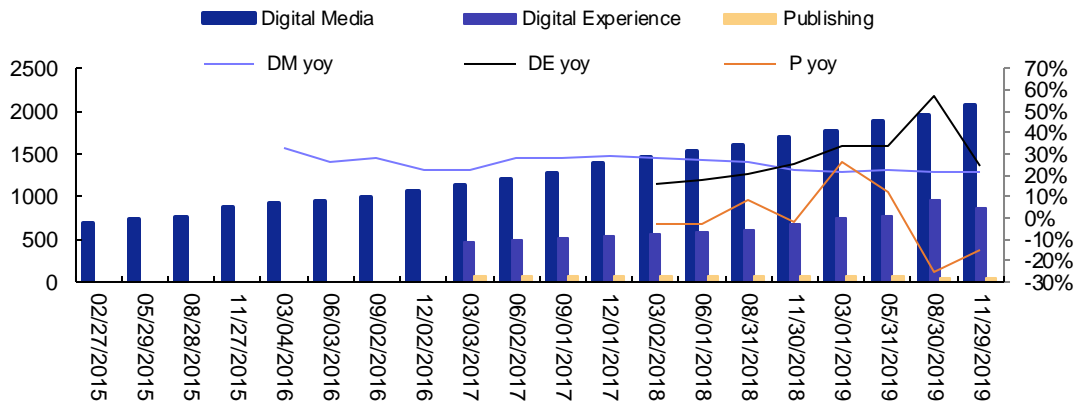
目前, Adobe 有三条产品线:

1. Digital Media: 主要客户为创意人员、设计人员、数字媒体人员等, 主要产品有:
 - a) Adobe Creative Cloud: 包括 Photoshop and Lightroom / Illustrator / Adobe XD / InDesign / Adobe Premiere Pro / Adobe Dimension / After Effects / Typekit / Behance / Adobe Spark;
 - b) Acrobat and Adobe Document Cloud;
2. Digital Experience: 主要客户为市场推广人员、广告商等, 主要产品有 Adobe Experience Cloud Products and Services: 包括 Marketing Cloud / Analytics Cloud / Advertising Cloud;
3. Publishing: 主要客户为印刷公司, 提供针对 B 端的传统产品及服务。

今年 Digital Experience 的增速出现了下滑, 主要原因是因为去年公司收购了 Marketo。但是公司的拳头业务 Digital Media 增速保持稳定, 并且公司最近在尝试推出新的定价策略, 通过将 Photography 产品的云端存储从 20GB 推高到 1TB, 将价格从 10USD/月调高到 20USD/

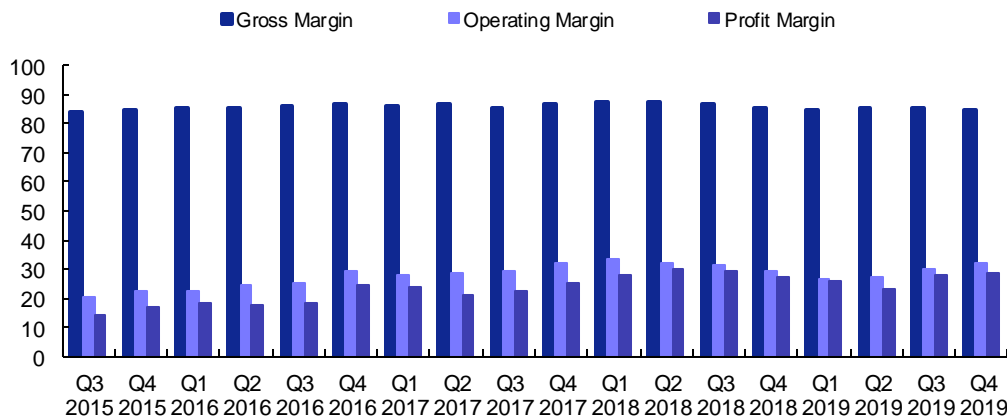
月。我们认为，Adobe 公司作为一家拥有强大产品线的 To C 软件企业，其拥有着较强的议价能力（提价就是最好的证明），同时，庞大的全球性的 C 端市场也使得公司能够较好地应对区域性的经济风险。此外，随着公司的提价，公司的 Margins 也存在进一步提升的可能。综合以上因素，我们认为公司相比于 Autodesk、SAP、Oracle 有估值溢价是正常的。

图 4: Adobe 三大业务线收入情况



数据来源：彭博，安信证券研究中心

图 5: Adobe Margin 的情况



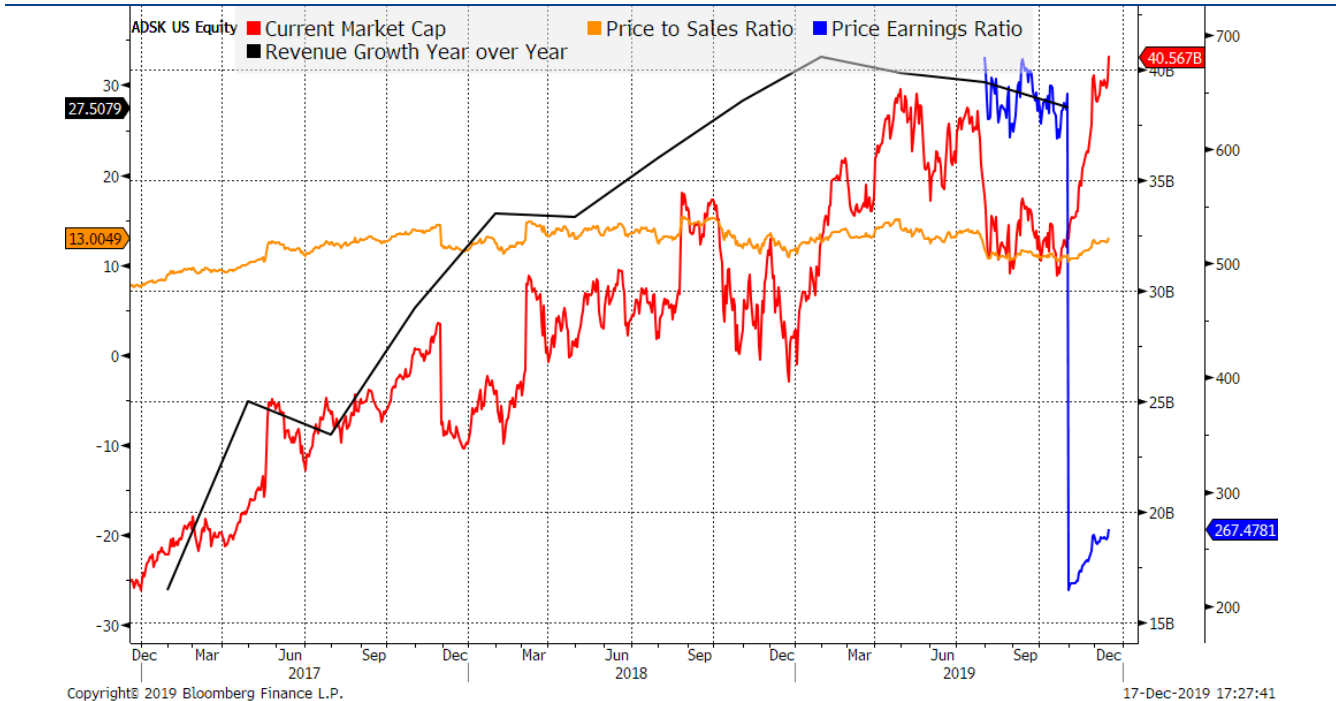
数据来源：彭博，安信证券研究中心

1.2. Autodesk: 表现不惧宏观冲击

Autodesk 由 John Walker 在 1982 年创立，第一个产品是 AutoCAD，一个电脑辅助设计的程序，初版运行在 Victor 9000 和 IBM PC 上。1986 年，AutoCAD 升级至 2.1 版，包含了 AutoLISP 语言，从而向第三方开发者展开了大门，市场占有率开始节节攀升。1989 年，Autodesk 收入超过 1 亿美元。1997 年，Autodesk 开始研发针对特定行业的 AutoCAD 版本。2002 年，Autodesk 花费 1.33 亿美元收购了 Revit Technologies。与 Adobe 一样，在互联网时代到来之前，Autodesk 就已经成为了所在行业的标杆。

估值水平看，Autodesk 的 PS 与年初接近，在 13x 左右，波动范围在 10x-15x，因为公司尚在亏损中，PE 无法衡量。整体而言，公司的估值中枢与去年接近。公司年中的估值下行与业绩不及预期有关。

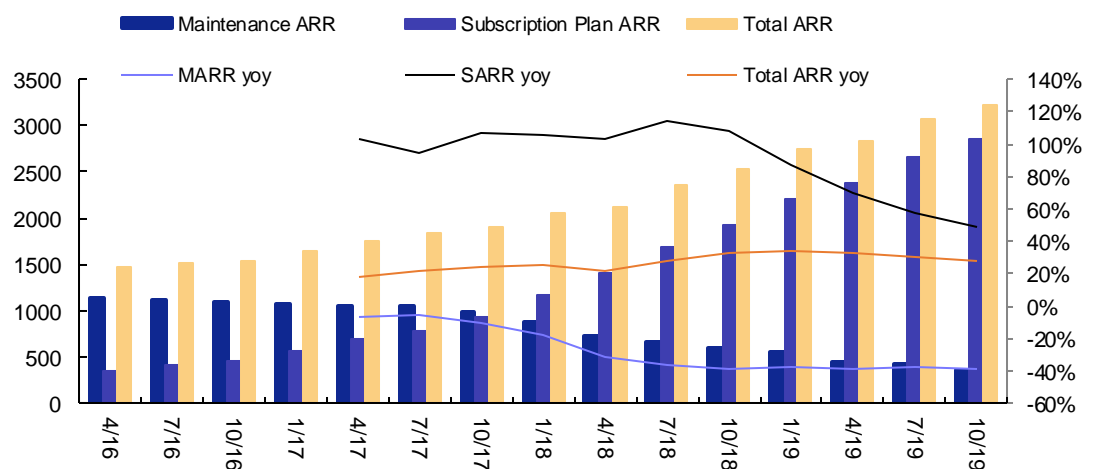
图 6: Autodesk 市值、收入年增速、估值水平



数据来源: 彭博, 安信证券研究中心

ARR 方面, 公司的 Maintenance ARR 保持负增长, Subscription ARR 增速从去年的 80%+ 下行到 40%, 整体的 ARR 增速保持在 30% 的水平。ARR 对于公司是至关重要的指标, 因为公司所说的转云的故事直接体现就是 ARR 的较高的增速。然而, 公司给出的 FY20 整体 ARR (目前公司处于 3Q20) 增速从之前的 25-27% 下调到 24-25%, 尽管有一些一次性因素的影响, 但是公司到底是长期成长 (Secular) 还是周期性成长 (Cyclical) 是投资者在激烈争辩的话题。一般来说, 长期成长 (Secular) 的估值水平要高于周期性成长 (Cyclical) 的公司。公司声称其 Recurring Revenue 占比超过了 90%, 以佐证其是一家长期稳健增长的公司, 但是市场仍然对此持有谨慎态度。

图 7: Autodesk ARR 情况



数据来源: 彭博, 安信证券研究中心

注: Annualized Recurring Revenue (ARR)—Represents the Annualized value of our average monthly recurring revenue for the preceding three months. "Maintenance ARR" captures ARR relating to traditional maintenance attached to perpetual licenses. "New Model ARR" captures ARR relating to new model subscription offerings. Recurring revenue acquired with the acquisition of a business may cause variability in the comparison of this

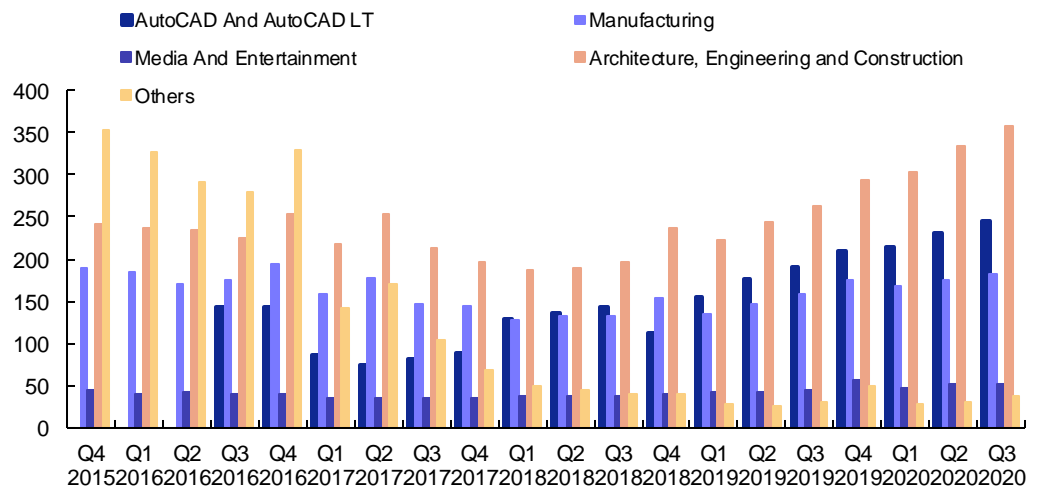
calculation.

发展至今，Autodesk 已经成为全球范围内设计软件领域的领军者。目前，公司的收入类别划分如下：

1. AEC: Architecture, Engineering and Construction
2. MFG: Manufacturing
3. AutoCAD and ACAD: AutoCAD LT 是 AutoCAD 的轻量版
4. M&E: Media and Entertainment
5. Other

不难发现，公司主要依靠 AEC 和 Manufacturing 以及 AutoCAD 三条产品线。

图 8: Autodesk 近年来的收入拆分



数据来源：彭博，安信证券研究中心

显然的，Autodesk 收入中 AEC 占比最高，MFG 占比第二高，但他们的收入金额逐年递减。AutoCAD 与 AutoCAD LT 在经历 FY2017 的跳水之后，在 FY2018 出现了快速回升。尽管公司的 ARPS (Average Revenue Per Subscriber) 一直在提升，但是我们认为，公司最大的机会或来自于用户的增加。根据公司的披露，目前公司的产品在全球范围内有 1800 万活跃用户，其中，有 400 万是订阅 Subscription 用户，200 万是已过支持期的授权 license 用户，而剩下的 1200 万则是不合规用户，或者说盗版用户，主要分布在中美两国。在 200 万授权用户中，41% 的用户版本是五年前发售的，因此存在很强的升级需求。

图 9：公司盗版用户高达 1200 万

18M Active Users Today, but Only 4M Paying



数据来源：Autodesk, 安信证券研究中心

图 10：公司付费用户存在巨大提升空间

Non-Paying Users Provide Opportunity for Growth

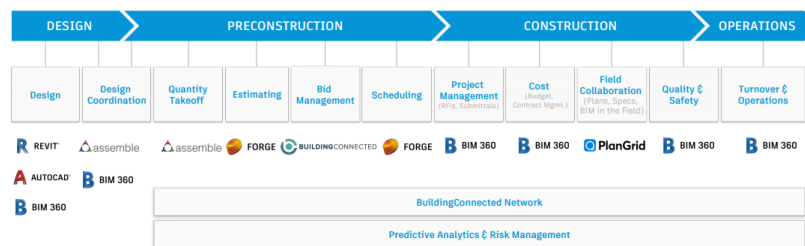


数据来源：Autodesk, 安信证券研究中心

不仅如此，公司还尝试跳出单独的设计领域，进军施工领域，形成全领域覆盖。但是国外投资者对其表示谨慎，因为公司的产品刚刚完成收购，尚未在财务报表上显示出威力。

图 11：公司认为其在 AEC 领域形成了全产业链覆盖

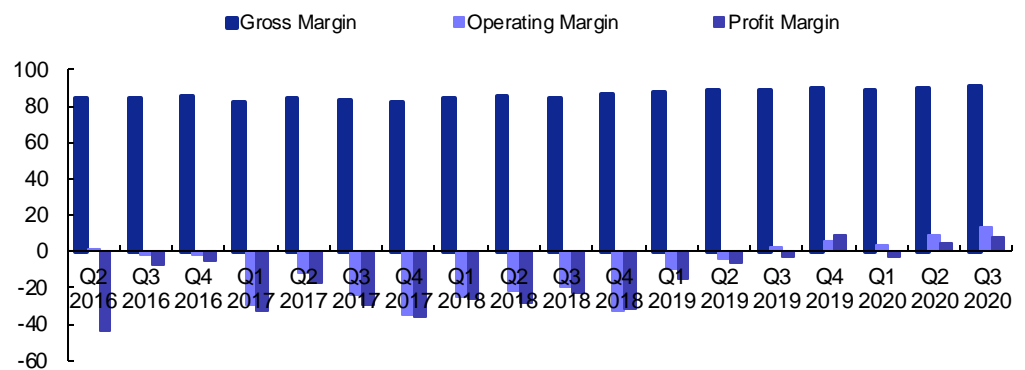
Autodesk Construction Portfolio Spans From Design to Operations



数据来源：Autodesk, 安信证券研究中心

从财务指标来看，公司的毛利率稳步提升，运营利润率和净利润正如公司领导层所承诺的，从转云的泥沼中走了出来。对于美股公司而言，管理层的承诺是否可以按时足量达到是一个重要的指标。我们认为，尽管面对着世界宏观环境的不确定性（例如公司公开说中国、德国、英国市场承压），但是公司在一定程度上较好地完成了任务。目前市场对于公司的成长性还是有所担心，因此公司的估值受到了一定程度的压制，保持着去年的水平。

图 12: Autodesk Margins 的情况



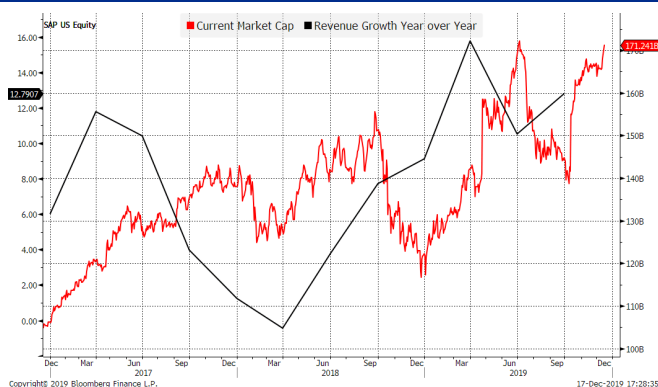
数据来源: 彭博, 安信证券研究中心

1.3. SAP: 估值提升暗含隐忧

1972年6月, 5名IBM AI department的工程师在被告知所负责的项目被废弃后, 离职创立了Systemanalyse und Programmentwicklung公司。公司的第一个客户是Imperial Chemical Industries的德国分部, 公司为这个客户设计了一套当时还很新潮的实时的 (Real-time) 电子存储系统。1973年, 公司发布了第一套商业软件SAP R/1。1976年, SAP GmbH成立。三年之后, 公司推出SAP R/2。1988年, SAP GmbH变为SAP AG, 同年年底SAP在上市。1992年, 公司推出SAP R/3, 并在后面几年完成了大型机架架构向C/S架构的转变。1995年, 公司被纳入DAX指数。2004年, 公司推出SAP ECC 5.0。2006年, 公司推出SAP ECC 6.0。2014年, SAP AG变为SAP SE。云时代到来之前, SAP就已经成了ERP市场的领军者。

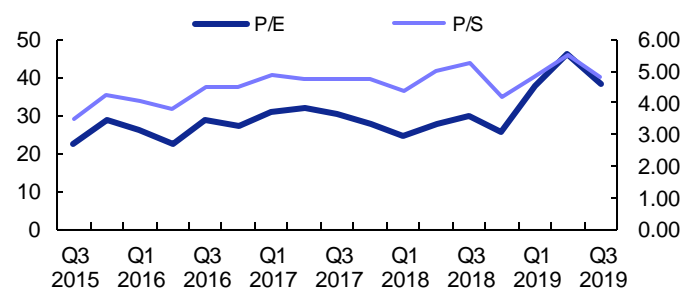
估值水平来看, SAP本年的PS从年初的3.5x提升到了最近的5x, 提升幅度较大, 范围在3.5x-5.5x, 本年的PE从年初的24x提升到了最近的43x, 提升幅度同样较大, 范围在24x-48x之间。可以说, SAP今年的估值水平得到了提升, 其主要原因是收入增速的恢复, 以及公司转云的进展吸引了投资者。

图 13: 公司收入增速及市值



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 14: 公司估值水平

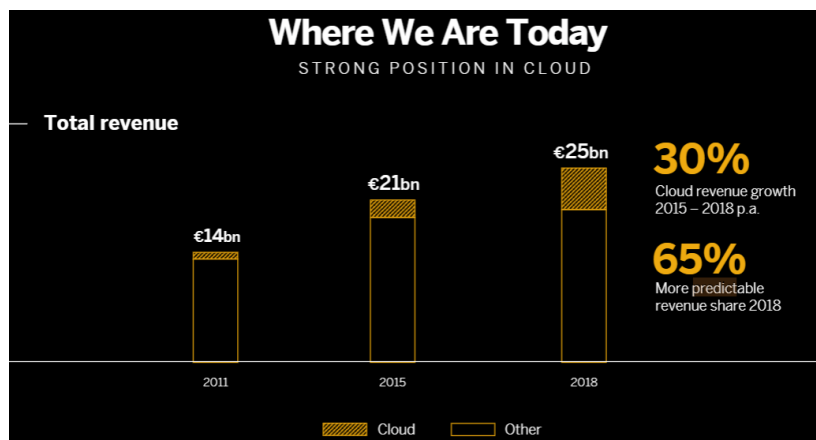


数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

SAP并没有公布ARR的数据, 而是用Predictable Revenue做了近似。根据SAP最新的公告, 2018年, 公司的Predictable Revenue达到了65%的水平, 2019Q3公司的Predictable Revenue达到69%。公司预计, 到了2023年公司的Predictable Revenue可以达到80%的水平。我们认为, 理论上收B端软件产品的稳定性是远高于C端的, 因此, SAP较低的Predictable Revenue说明公司的产品的竞争压力较大, 公司在ERP领域面临着Oracle、Workday的冲

击，在 HCM 领域面临着 Workday、Paycom 等的竞争，在 CRM 领域面临着 Salesforce 的压制，因此，公司的估值水平低于 Adobe、Autodesk 是可以理解的。

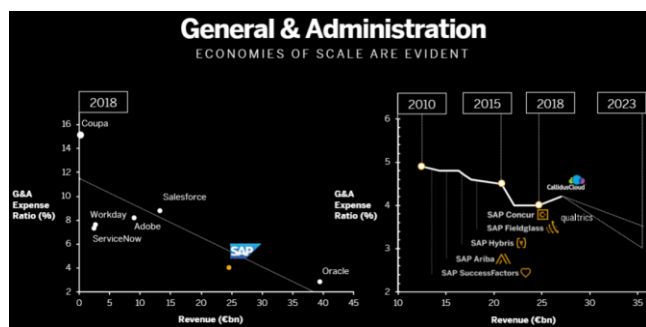
图 15: SAP Predictable Revenue 情况



数据来源: SAP, 安信证券研究中心

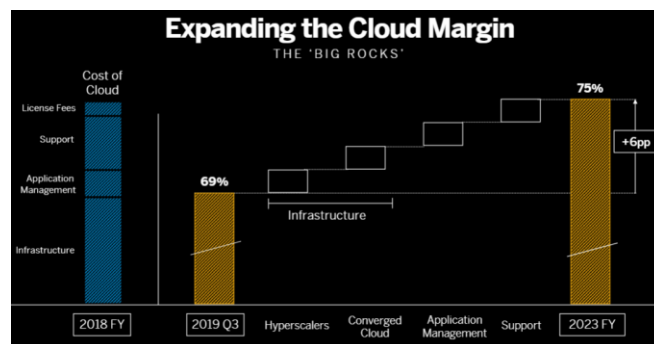
SAP 在经历了较大的结构性重组之后对于 Margins 的把握较为良好。公司认为其收购过来的一些产品（例如 Ariba、Concor 等）已经度过了产品的整合时期，对 G&A（管理费用）的需求将下降。同时，公司认为经过了之前的对于数据中心的大规模的投入，其规模效应也将逐步显现，并且伴随着公司私有云部署的推进，公司的 Cloud Margin 也将出现提升。公司的总的目标是将 Operating Margin 从 2018 年的 29% 提升到 2023 年的 34%。

图 16: 公司 G&A 占比将下降



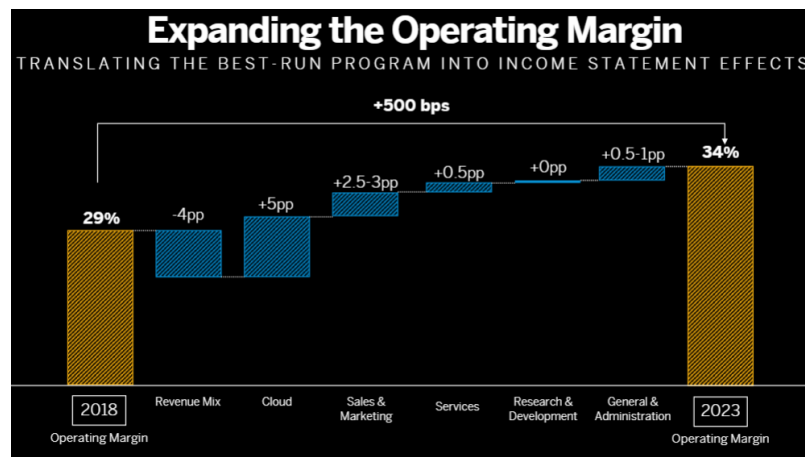
数据来源: SAP, 安信证券研究中心

图 17: 公司 Cloud Margin 提升



数据来源: SAP, 安信证券研究中心

图 18: 公司 Margin 提升目标



数据来源: SAP, 安信证券研究中心

市场认为公司的 Margin 提升是可以实现的, 因为 3Q20 的财报已经说明了这点, 当下, 市场关注的焦点在于公司的成长性。根据 SAP 3Q20 的季报, SAP On-Premise 的业务出现-4% (不变汇率) 增速, 而公司的云业务的收入增速为 33% (不变汇率), 使得 YTD 公司整体的产品增速 (OP 和云) 维持在了 10% (不变汇率) 的水平。但是, 如果除去并购因素, 公司的云的内生增速在约 25% 左右, 其实并不高, 更糟糕的是, 该增速如若再低, 则很难拉动公司的整体的收入增长。

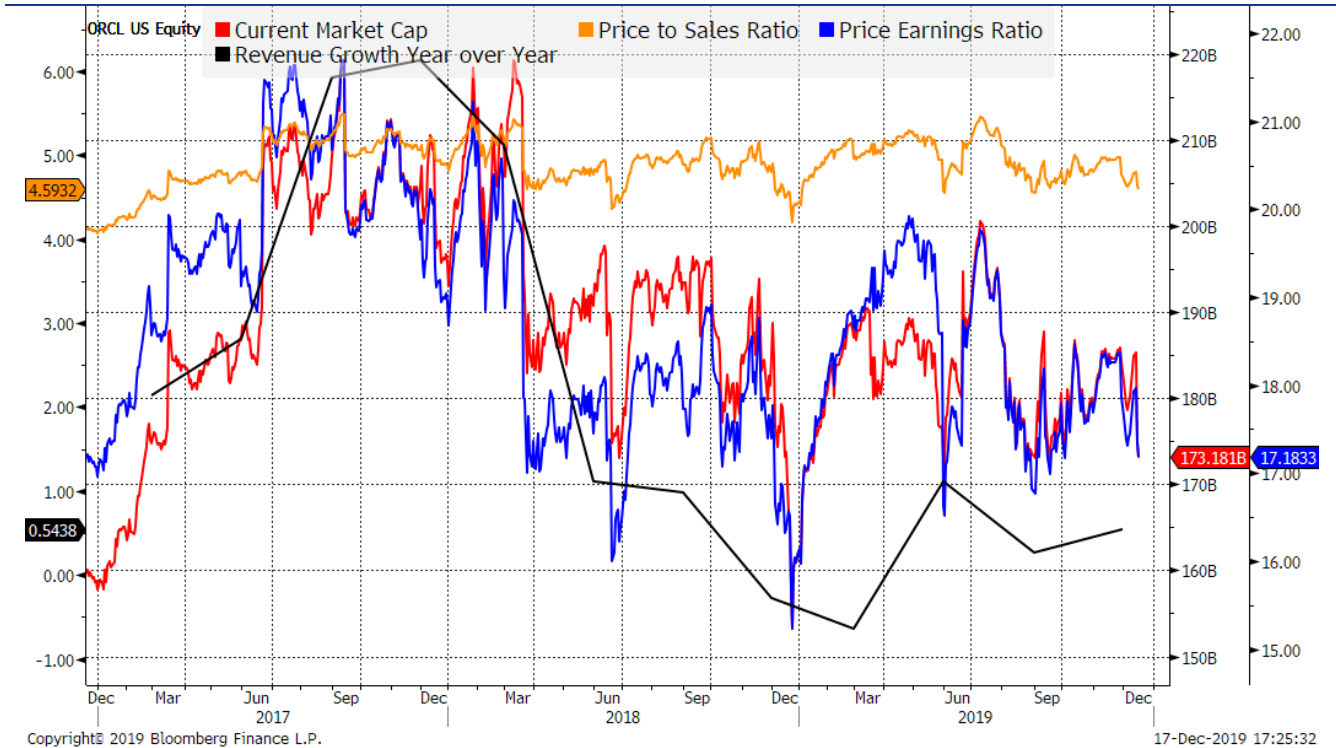
根据我们的草根调研, 贸易战的确对于 SAP 的产品产生了一些影响。但是, SAP 自身 ERP 软件产品是否渗透率饱和是我们更需要考虑的一个因素; 同时, SAP 全力转云的过程中是否策略变形导致了 OP 订单的快速流失也是一个值得关注的点; 不仅如此, 从 SAP 在大中华区的合作伙伴的财报看, SAP 的表现不尽人意, 这一点尤其值得注意。全球来看, 3Q20 SAP 在经济高速增长的 APJ (亚太和澳洲) 只有 5% (不变汇率) 的产品增速 (OP 和云), 而在 Americas (美洲) 却能有 12% (不变汇率) 的增速, 这或许说明 SAP 在新兴市场需要调整策略了。

1.4. ORACLE: 未来混沌需要找寻出路

Oracle 的前身 Software Development Laboratories 在 1977 年由 Larry Ellison、Bob Miner 和 Ed Oates 共同创立。1979 年, 公司改名为 Relational Software, 并发布了第一个基于 SQL 的数据库 Oracle V2。1982 年, 公司改名为 Oracle System Corporation。1986 年, 公司上市。1995 年, 公司改名为 Oracle Corporation。

估值水平来看, 公司的 P/S 估值从年初的 4.2x 提升到最近的 4.6x, 波动范围在 4.2x-5.0x, 考虑到美股的强势, 相当于没有提升; 公司的 P/E 估值从年初的约 15x 提升到最近的 17x, 波动范围在 15x-20x, 同样相当于没有提升。

图 19: Oracle 市值、收入年增速、估值水平



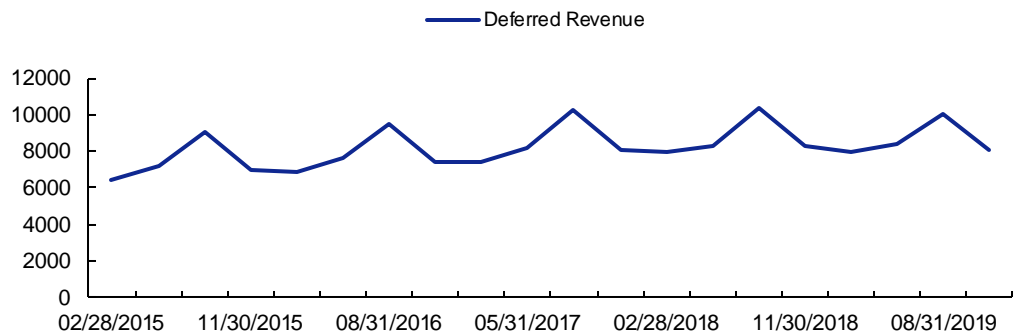
数据来源: 彭博, 安信证券研究中心

FY2012 的年报中, Oracle 大量提到了云相关的业务, 特别是 Oracle Fusion Applications——构筑在 Oracle Fusion Middleware 上的 ERP 产品, 包括了 JD Edwards, E-Business Suite, PeopleSoft, Siebel Systems, 以及 Pervasive BI 的云 ERP 产品。让人意外的是, 尽管 Oracle 十分重视云, Oracle 却停止披露 On Demand 的数据, 并将云相关的收入放入了 New software licenses revenues 里面, 这导致 Oracle 报表的可读性大幅度降低。而在 FY2014-FY2015, Oracle 开始披露 Cloud IaaS 和 Cloud SaaS 的收入。但到了 FY2016 之后, Oracle 又更换了披露口径, 开始披露 Cloud services and license support / Cloud license and on premise license 的数据。连续不断的数据口径更改导致对于 Oracle 的云产品的估计十分困难。

Oracle 公司的产品可以分成两大类: Application Software 以及 Infrastructure Software。FY2019, Application Software 录得收入 115 亿美元, 同比增长 4%, Infrastructure Software 录得收入 211 亿美元, 没有增长。公司最近的财务季度为 2020Q2, 单季度公司的 Application Software 实现 4% 的收入增速, Infrastructure Software 的收入增速为 0%。公司的 Hardware 产品线和 Services 产品线均录得负增长。

公司的 Application Software 之所以出现高增长, 主要是由于云产品销售情况良好。公司表示, Fusion ERP 收入同比增长 37%, NetSuite 收入同比增长 29%, Fusion HCM 收入同比增长 23%, 其他云相关 Apps 收入同比增长 10%-15%。尽管云产品看上去增速较高, 但是正如我们在《Oracle: 江山代有才人出》深度报告中指出的, 结合 Deferred Revenue 等指标看, 我们怀疑 Oracle (以及 SAP) 存在 OP 产品和云产品左手倒右手的情况。

图 20: 公司 Deferred Revenue 情况

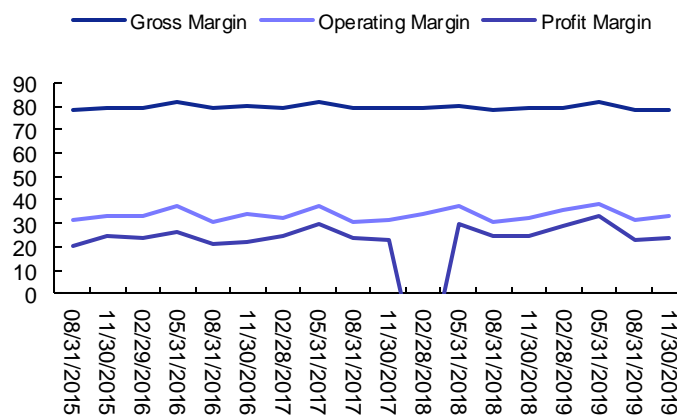


数据来源: SAP, 安信证券研究中心

尽管 2Q20 Infrastructure Software 在 Bring Your Own License 等措施的刺激下, Autonomous Database 实现了 100% 的 yoy 增速, 获取了上千的用户, 并且 Oracle Cloud Infrastructure Gen2 即将上线, 但是整体的收入增速不尽人意, 同时, Amazon 内部实现了对 Oracle 的全面替换, 我们认为, 面临着公有云厂商、New Stack 厂商 (如 MongoDB) 的冲击, Infrastructure Software 较为乏力。

从财务指标来看, 公司常年的财务指标都较为稳定, 但今年出现了下降。公司表示主要原因是其对 Oracle Cloud Infrastructure 的大规模建设所导致。我们认为, 随着市场竞争的加剧, 如若公司再找不到突破点, Margins 面临着下滑的严重压力。

图 21: 公司 Margins 的情况



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

1.5. 总结: 估值到顶, B 端不亮 C 端亮

纵观这四家转云公司, 如果用一句话来概括 2019, 那就是估值到顶, B 端不亮 C 端亮。2019 年是宏观经济跌宕起伏的一年, 激烈的贸易战给世界经济增加了诸多变数。Adobe/Autodesk 在宏观的冲击下, 保持着 20%+ 的收入增速, 而 SAP/Oracle 增速较低。之前我们认为, To B 公司相比于 To C 公司拥有更大的用户粘性, 但是从这四家公司看来, To B 公司更容易受到经济波动的影响, 究其原因, 企业主砍 IT 预算时大刀阔斧, 而个人用户形成的用户习惯难以一朝改变。同时, Adobe/Autodesk 在其所在的专业领域有着无可比拟的领导力, 而 SAP/Oracle 则在一个增速下行的市场里进行着你死我活的竞争。

估值来看，除了 SAP 凭借着云高增速拔了估值，其余几家的估值相比于去年变化不大。我们认为这其中即包含了各公司增速下行的原因，也包含了板块轮动的原因：美股的关注重点从云计算逐渐转移到半导体。

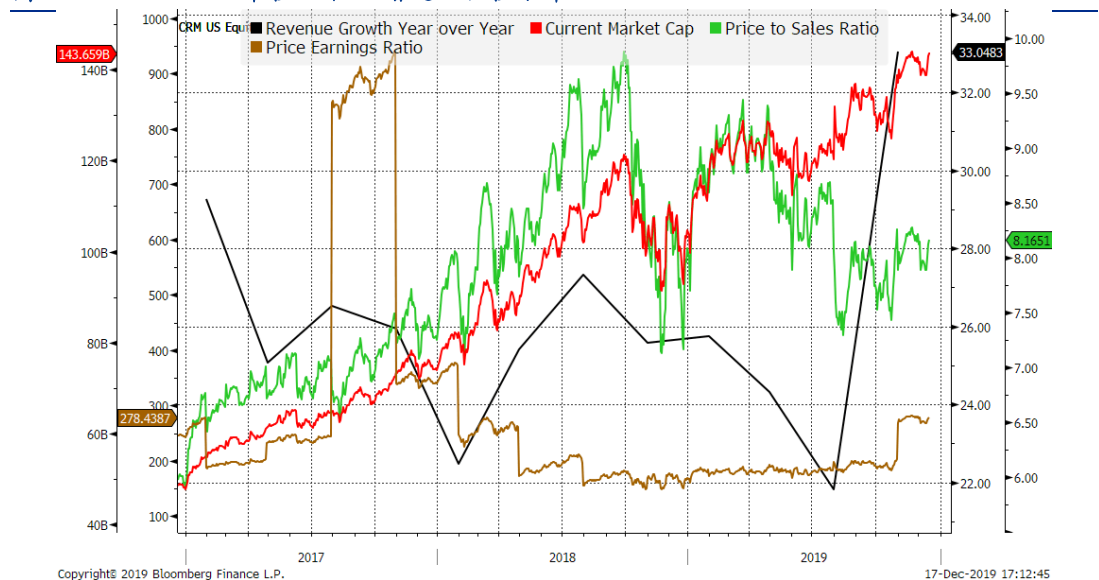
2. 原生 SaaS 公司：估值分化，产品力、渗透率及天花板

在我们挑选的这八家公司中，Salesforce/Workday/Veeva/ServiceNow 是原生的 SaaS 公司。我们认为，通过观察他们的发展路径，能够更好地说明 SaaS 对于 IT 产业的作用，也对我国 SaaS 公司的发展有所启示。去年是 SaaS 公司的大年，这几家公司在二级市场均有良好的表现，他们今年的表现则出现了较大的分化。

2.1. Salesforce：依靠外延并购成长

估值来看，Salesforce 的 P/S 从年初的 7x 上升到当前的 8x，波动范围在 7-9.4x。值得注意的是，公司的 P/S 在 2019 年中出现了一波跳水，这是由于并购 Tableau 导致的。

图 22: Salesforce 市值、收入增速及估值水平



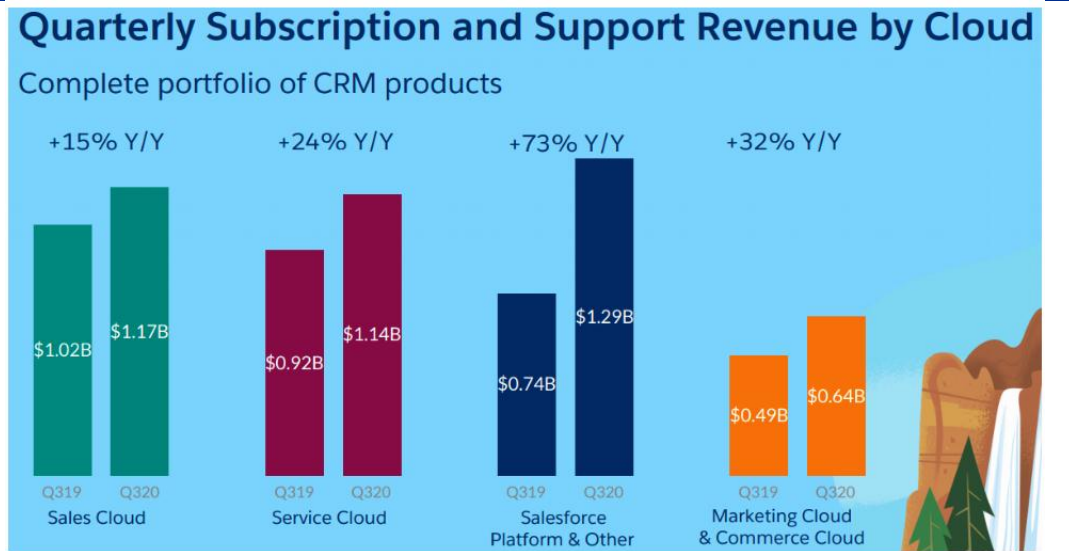
数据来源：Salesforce，安信证券研究中心

Salesforce 今年做的一件大事是在今年 6 月收购了 Tableau 100% 的股份。交易形式为 100% 股票，每 1.103 股 Salesforce 股票换 1 股 Tableau 股票。按照市值换算，本次交易价值高达 157 亿美元。本次交易是 Salesforce 史上规模最大的交易，其由 Salesforce 的 Co-CEO Marc Benioff 主导。Benioff 在 Salesforce 的 20 年间，主导收购了超过 60 家公司。Benioff 的收购的风格为情绪主导，并且愿意支付极高的溢价。根据彭博的数据，本次交易的溢价高达 50%。值得庆幸的是，本次交易采用 100% 的股票支付，因此，其不必进行复杂的融资，也不会给 Salesforce 的现金或者自由现金流造成巨大的压力。我们认为这也是 Salesforce 愿意支付高昂溢价的原因之一。交易宣布后，盘前 Salesforce 股价下跌 5%，Tableau 股价上涨 34%。

本次收购对于 Salesforce 的收入增速有立竿见影的贡献。3Q20，公司 Sales Cloud 实现收入 11.7 亿美元，同比增长 15%，Service Cloud 实现收入 11.4 亿美元，同比增长 24%，Salesforce Platform & Other 实现收入 12.9 亿美元，同比增长 73%，Marketing Cloud & Commerce Cloud 实现收入 6.4 亿美元，同比增长 32%。不难发现，PaaS 平台的收入增长极高。但是，这些高增速主要是 Tableau 并表所贡献。本次 Salesforce Platform and Other 中，Tableau 贡献了约 308m USD 的收入，如若将其去除，Platform & Others 的增速在 31%

左右。尽管增速下降不少，但是其仍然高于 Q2 的 29% 以及 Q1 的 22%，这是因为 MuleSoft 高达 77% 的 yoy 增速所导致的。MuleSoft 使得不同 SaaS 软件能够集成在一起，在多云时代是极为强烈的需求。值得注意的是，Mulesoft 也是公司并购而来的。

图 23: Salesforce 不同业务线收入情况



数据来源: Salesforce, 安信证券研究中心

总 RPO 保持上升趋势，但 Current RPO 出现增速下行。Remaining Performance Obligation 是一个非常重要的评价指标。公司从 FY2019 开始采纳了 ASU 2014-09 / Topic 606 ("Revenue from Contracts with Customers")，因此公司会附加披露预收账款(Unearned Revenue)及剩余合同义务(Remaining Performance Obligation)。预收账款与递延收入(Deferred Revenue)类似，但移去了对于 Contingent Revenue 的要求。公司的预收账款其主要由订阅服务/软件授权中的账单/付款中尚未进行收入确认的部分组成。3Q20，公司 Current RPO 达到了 128 亿美元，同比增长 22%，总 RPO 达到 259 亿美元，同比增加 28%，有所上升。公司给出的 4Q20 的 Current RPO Guidance 只有 21%。我们认为，尽管这是公司第一次给出 Current RPO 的 Guidance，但是逼近 20% 的增速让我们对公司的成长性有所担忧。

公司财报的一个亮点是显示其生态系统增速不错。正如我们在《逸兴云飞，云开见日：美股 SaaS 公司风云录》中提到的，生态系统对 SaaS 公司十分重要，可以通过观察实施商的变化来判断 SaaS 公司的竞争力。我们注意到，Salesforce Global Partner Certification 同比增加 30%。更多的 Certifications/顾问说明更多的实施人员的涌入，也说明一线 IT 人员对于公司产品的看好以及公司产品所拥有的强大的盈利能力。

图 24: Salesforce 生态系统情况



数据来源: Salesforce, 安信证券研究中心

流失率方面,我们统计了公司从 FY2013-3Q20 的 Attrition Rate (流失率),整体而言波动不大。需要指出的是,Salesforce 公布的 Attrition Rate 并不是整个公司范围内的 Attrition Rate,而是去除了若干产品的 Attrition Rate。

表 1: Salesforce Attrition Rate

	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	3Q20
Attrition Rate	Low-double digit	high-single digit	9%-10%	9%-10%	8%-9%	8%-9%	<10%	<10%

数据来源: Salesforce, 安信证券研究中心

我们毫不怀疑 Salesforce 在企业级软件领域的地位,我们只是认为其估值天花板恐已到达。公司是当下唯一一个拥有完整的云 CRM 平台的公司,覆盖销售、服务、市场、商务、拜访、平台、集成、分析、行业解决方案、社区、合作等多方面。截止 1H19,公司在 CRM 领域的市场份额为 17.3%,远远超过其他竞争对手 (Oracle 5.5%, SAP 5.3%, 微软 3.5%, Adobe 3.5%),并处在显著的上升趋势中。但是,公司体量已经很大,其市场地位并不能 100% 保证 20%+ 的内生增速,这将对公司的估值形成一定的压制,也就是说,投资公司赚的不是估值提升的钱,而是 EPS 的钱,但公司平台型软件的定位决定着其高 SG&A,能否传导到 EPS 仍需观察。

图 25: Salesforce CRM 领域市占率情况



数据来源: Salesforce, 安信证券研究中心

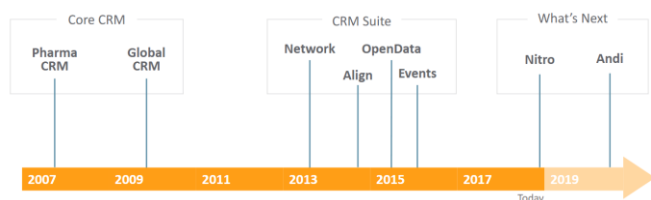
2.2. Veeva: 细分赛道顶级玩家依旧被偏爱

我们一直对 Veeva 密切关注。我们认为，Veeva 可能是大量中小型 SaaS 公司发展的终极状态，其增速、利润率以及估值水平将决定着一众中小型 SaaS 公司的上限。

Veeva 2007 年由 Peter Gassner 和 Matt Wallach 在 Pleasanton 创立。Peter Gassner 在企业级软件领域拥有近 30 年的经验。他在 IBM 开始职业生涯，并于 2002 年加入 Salesforce，官至技术副总裁，他还在 PeopleSoft 工作过八年。Matt Wallach 则有深厚的生命科学的背景，曾担任 Siebel Systems 的部门总经理，负责医药业务线。Veeva 在创立之初，就聚焦于生命科学领域 CRM，并且坚定地进行云化。我们认为这与 Peter 和 Matt 的背景直接相关。

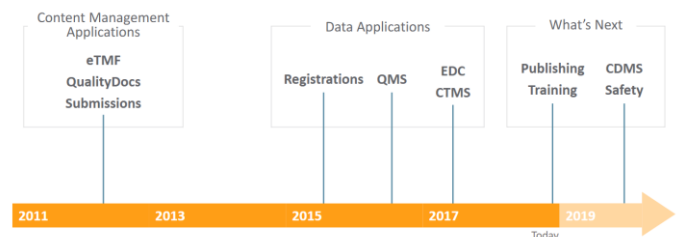
目前，Veeva 将其业务划分为三类：Commercial Cloud，Development Cloud，以及 Outside Life Science。Commercial Cloud 的主要产品是 CRM Suite 和 Commercial Vault；Development Cloud 的主要产品是 Vault Platform，包括 Vault Clinical Data Management, Vault Clinical Operations, Vault Quality, Vault RIM 以及 Vault Safety。

图 26: Veeva Commercial Cloud 的发展路径



数据来源: Veeva, 安信证券研究中心

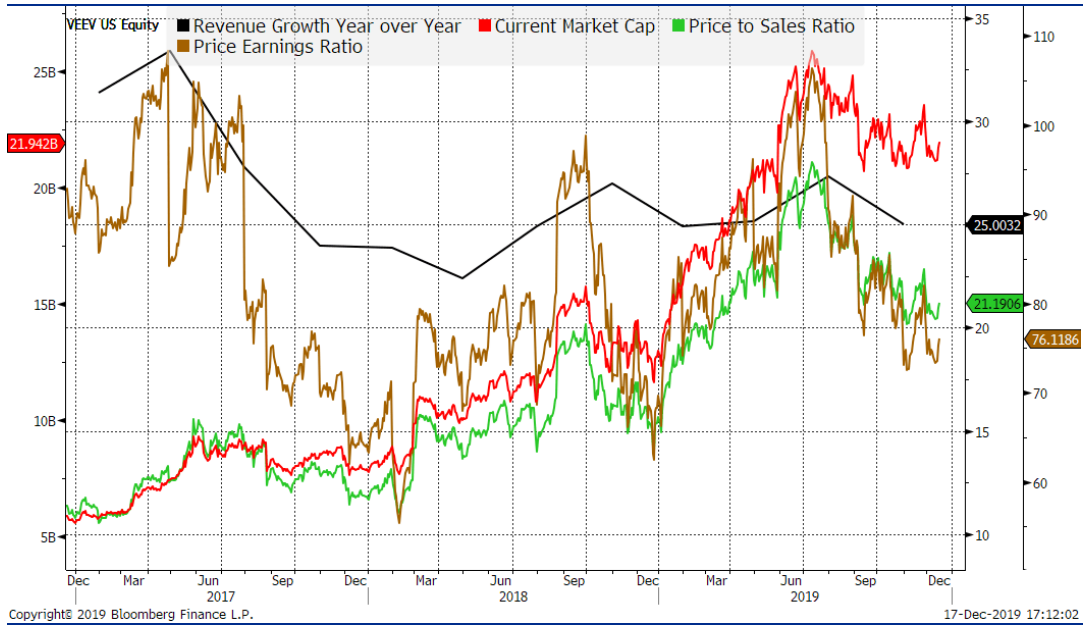
图 27: Veeva Development Cloud 的发展路径



数据来源: Veeva, 安信证券研究中心

从估值水平来看，Veeva 今年的估值中枢出现了明显上移。P/S 方面，其从年初的 15x 提升到了最近的 21x，波动范围在 18~28x，相比于去年出现了明显的估值中枢上移；P/E 方面，其从年初的 62x 提升到了最近的 76x，波动范围在 62x~106x，相比于去年略有上升。

图 28: Veeva 市值、收入增速和估值水平



数据来源: 彭博, 安信证券研究中心

Veeva 今年也进行了一项并购, 在 9 月份宣布收购 Crossix, 一家领先的病患数据分析供应商。Crossix 成立于 2005 年, 拥有超过 3 亿人的数据。Crossix 的平台能够通过分析病患的数据, 给药企提供更有针对性的营销建议, 目前拥有超过 200+ 药企客户, 包括著名的 Pfizer、Merck、Gsk 等。考虑到今年 Google 收购 Looker, Salesforce 收购 Tableau, 数据分析领域的军备竞赛已经烽烟四起。

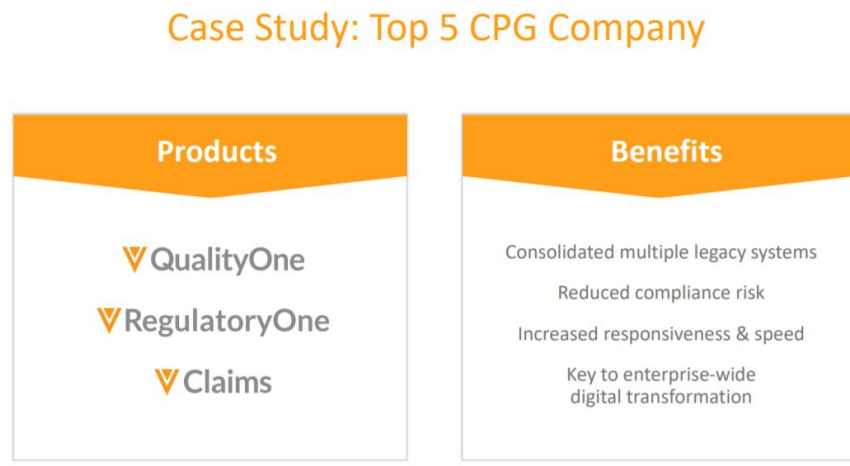
图 29: Crossix 相关情况



数据来源: Veeva, 安信证券研究中心

Veeva 之前的故事是 Life Science 这个超过 20 万亿美元庞大赛道中的 IT 产品。但是公司的野心已经不止于此。公司的 Outside Life Science 产品线在今年得到了良好的发展。在 Vault Platform 的支撑下, 公司的 QualityOne (质量控制产品)、RegulatoryOne (合规产品)、Claims (端对端的投诉管理产品) 得到了广泛的应用。





图 30: 公司产品被 Top 5 CPG 公司采纳



数据来源: Veeva, 安信证券研究中心

Veeva 的财务状况也是一直超越市场预期。FY3Q20, 公司的 Billings 达到了 1.93 亿美元, Commercial Cloud 内生增速指引上调至 14%, Vault 内生增速指引上调至 43%。公司已经在 CY2019 提前完成了 CY2020 的目标。

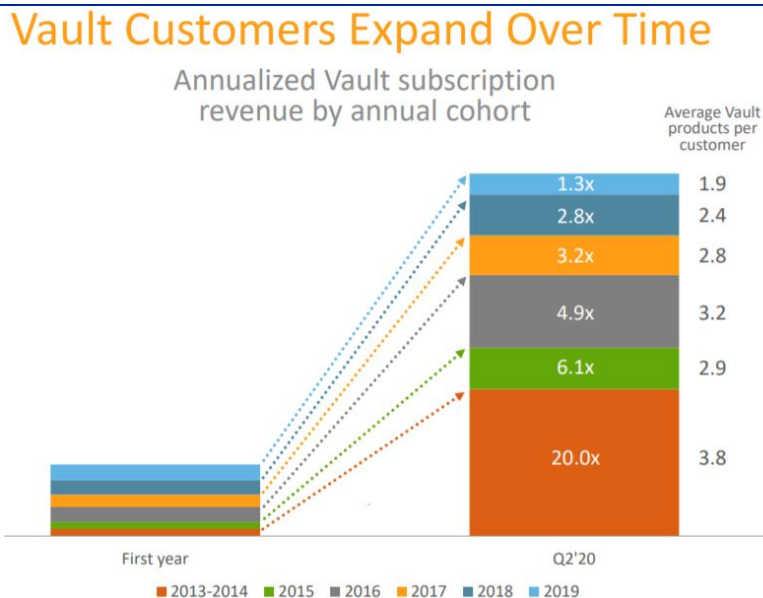
图 31: 公司 CY2020 目标

	CY2015	CY2020 Targets	CY19E
Total Revenue Run Rate	~\$400M	~\$1B+ 	\$1.06B+
Non-CRM as a % of Total Revenue	20%+	50%+ 	~55%
Eight-figure Customers	9	20 	21
Customers	350	500+ 	750+

数据来源: Veeva, 安信证券研究中心

Veeva 是一家极为注重 Upsell 的公司。根据公司给出的数据, FY2Q20, 2013-2014 年 Veeva 的客户所产生的年化收入相比于最初增加了 19x, 2015 年 Veeva 客户所产生的年化收入相比于最初增加了 5.1x, 2018 年 Veeva 客户所产生的年化收入相比于最初增加了 1.8x, 每个客户的 Veeva 产品均超过 2 个。

图 32: Veeva Cohort 情况

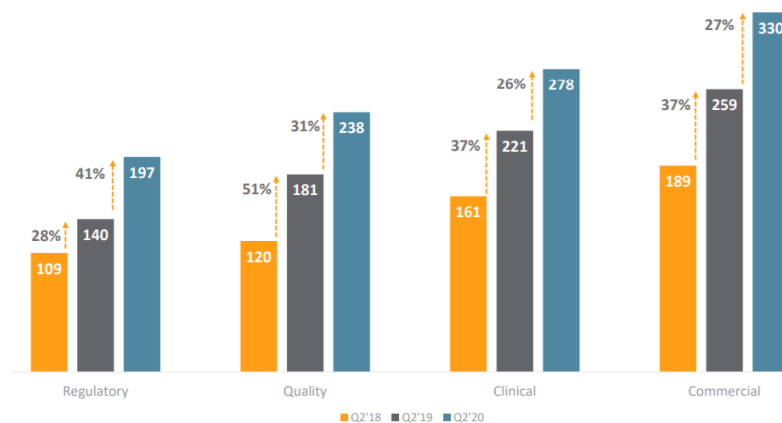


数据来源: Veeva, 安信证券研究中心

当然, Veeva 客户拓展的成效也非常好。根据公司披露, 其主要产品的客户数量同比增加均超过 20%, 说明整个公司仍然在较为高速的增长时期。我们认为, Veeva 是垂直 SaaS 中最为优秀的公司之一, 其强大的产品线、对行业深厚的洞察、独特的 Veeva Way (详见《逸兴云飞、云开见日: 美股 SaaS 公司风云录》) 造就了其无与伦比的财务表现 (接近 30% 的极为高的净利率, 并且仍然在上升), 而公司从 CRM 起家, 逐步拓展到非 CRM 领域, 并开始进入非 Life Science 领域, 也说明了公司产品力的强大。其看不见的天花板给公司增加了大量的想象空间。这些都是其持续被美股投资者所偏爱的原因。

图 33: Veeva 客户情况

Vault Customer Count Up Across All Areas



数据来源: Veeva, 安信证券研究中心

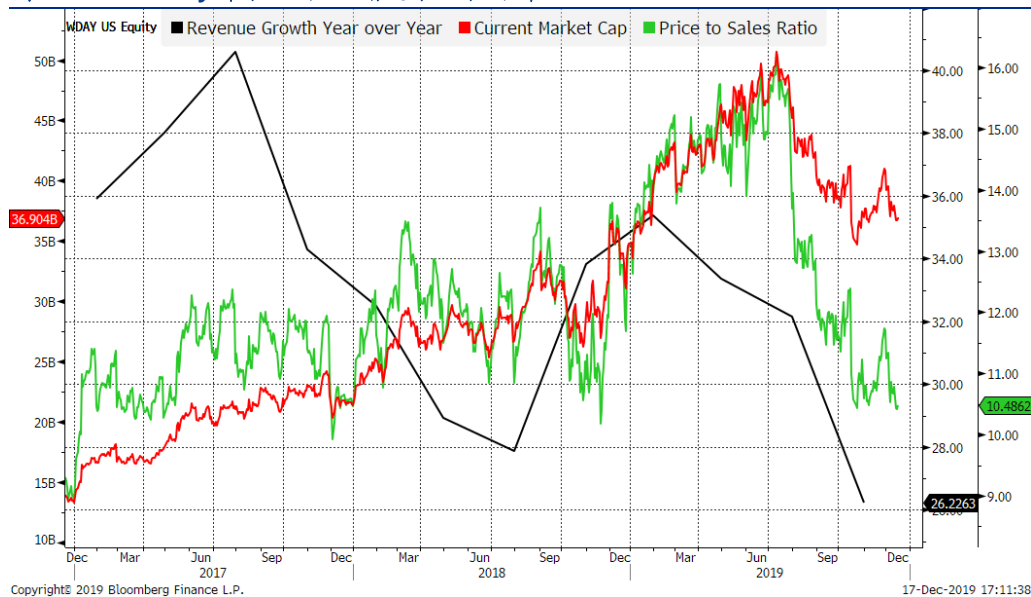
2.3. Workday: 长期增速低于预期导致估值下折

Workday 是北美领先的云 HCM 以及云 Financial Management 软件供应商, 其产品自诞生之日开始就采用了云的架构, 被市场认为是云 HCM/FM 的代表产品, 公司也是 SaaS 的核心持仓之一。

然而, 公司今年的估值并不好看, 其 P/S 估值从年初的 13x 下跌到当前的 10x, 波动范围在

10x-16x。从图上我们可以看出 Workday 的估值在年中经历了一波惨烈的跳水，并自此一蹶不振，究其原因，公司长期预期的下调是罪魁祸首。

图 34: Workday 市值、收入增速和估值水平



数据来源：彭博，安信证券研究中心

Workday 作为一家没有盈利的云公司，成长是保住其估值的底线，市场也对其约 30% 的收入年增速给予了较高的估值溢价作为回报。然而，本年度公司公开表示其对于 HCM 市场的长期增速进行下调。我们认为，HCM 是一个竞争较为激烈的市场，高端产品有 Oracle（前 Peoplesoft），中低端产品有 Paycom 等较多 SaaS 公司，并且公司的主战场北美地区 HCM 核心 Offering 的渗透率已经较高，这些都对公司的长期成长构成了压制。尽管公司在讲全球性扩张的故事，但是我们认为，无论是 SAP、Oracle，北美地区都是收入的主要来源，考虑到非北美地区对于云的接受度尚在提高的过程中，我们认为在未来 2-3 年内全球扩张只是个故事。公司最新的报表同样表现不佳，3Q20，公司实现收入 9.38 亿美元，同比仅增加 26.2%，跌破了 30% 的红线，订阅收入达到 7.99 亿美元，同比增加 27.9%。

图 35: Workday HCM 在北美渗透率情况

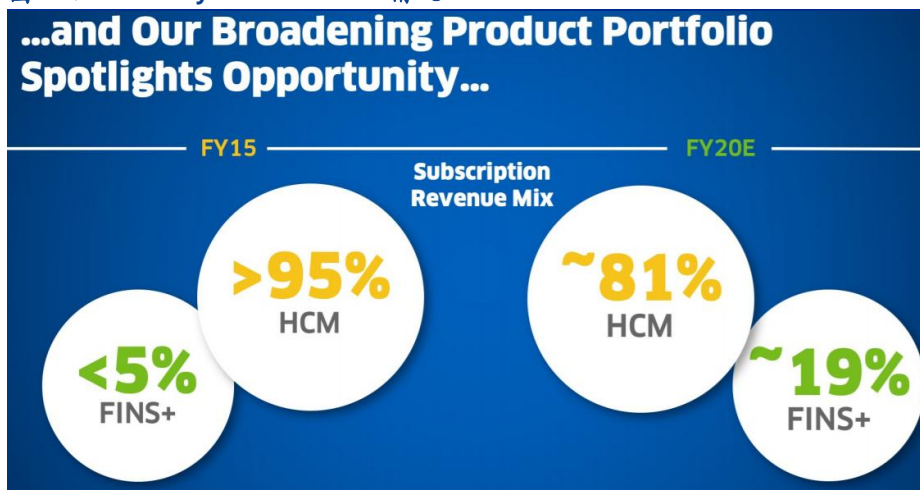


数据来源：Workday，安信证券研究中心

根据管理层的披露，公司的订阅收入的拆分如下：81%来自于 HCM，19%来自于 Financial Management。根据管理层 FY21 Guidance 反推，FY21 公司 HCM 的收入增速将跌破 20%，到约 19%左右，而 Financial Management 的增速也将跌破 50%，到约 46%左右。根据市场

一致预期，FY22 年公司的两大产品的收入增速还将出现几百个 bps 的下跌。我们的预期更低一些，我们认为公司的 Financial Management 同样面对着较大的压力。Financial Management 市场的核心 Offering 的渗透率已经很高（因为这是企业级软件的基础），公司也面临着 NetSuite / Fusion / SAP 等全领域竞争，尽管公司提供多种附加功能，但是这些附加功能并不是 Must have 而是 Nice to have，对于公司的议价能力来说提升有限。

图 36: Workday Revenue Mix 情况

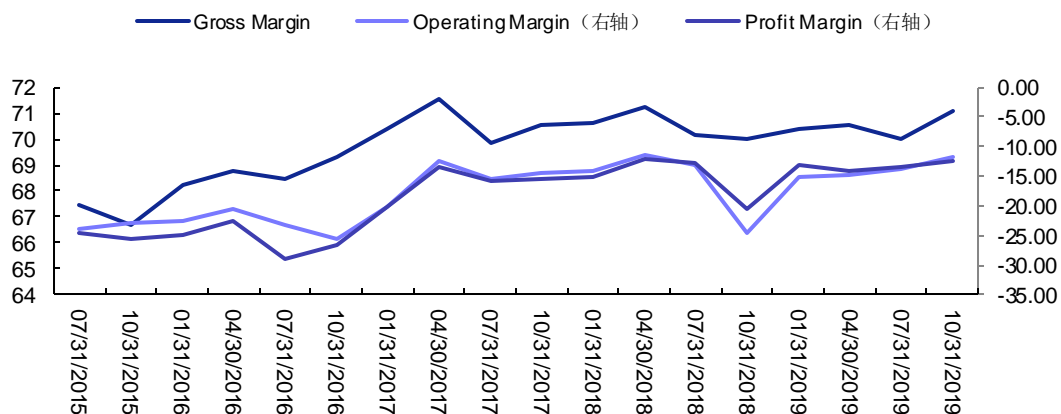


数据来源: Workday, 安信证券研究中心

市场对于 Workday 的另一个担心是宏观冲击。根据 Morgan Stanley 3Q19 的调研，软件预算增速从 4.7% 下滑了 100bps 至 3.7%，特别是 ERP 以及 HR 软件的预算下滑较大。考虑到 ERP 以及 HR 软件较长的实施周期，以及对企业经营的扰动，当宏观经济表现不佳时，企业主更有意愿暂停这些购买计划。与 Veeva 相比，Workday 的软件的需求更多的是企业自发的需求，而 Veeva 的非 Life Science 业务线的需求则是来自于 Compliance 等第三方的需求，难以择期，在经济周期下行的大背景下，Veeva 的需求更为坚挺。

Workday 作为一个通用的 SaaS 软件公司，一个饱受诟病的地方就是其 Margin 表现不佳。最近两个财报季公司的 Gross Margin 上升势头明显，Op Margin 和 Profit Margin 也在上升。尽管如此，Op Margin 和 Profit Margin 仍然 < -10% (主要是大量 Share-Based Compensation 的影响，我们坚决认为 SBC 也应该被考虑而不是采用 Non-GAAP 指标来衡量)，公司如若无法将收入增速回复至 30%+ 的水平，我们预期公司只能说 EPS 改善的故事，采取控费等措施提升 Margins，其代价就是公司的估值可能进一步下修。

图 37: Workday Margins 的情况



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

2.4. ServiceNow：指标靓丽估值提升

ServiceNow 是 ITSM 界的领导者。ITSM 类似 IT 部门自己的 ERP 系统，是承载 IT 部门对外服务和内部管理的流程工具。ITSM 软件在 IT 部门中的作用很重要，但往往管理成熟度高一些的 IT 组织才会开始使用 ITSM 软件。ITSM 软件使得 IT 部门可以高效的管理其他软硬件系统。但目前 ServiceNow 已经拓展到非 ITSM 领域。ServiceNow 同样是云 SaaS 的核心持仓标的之一。

估值方面，ServiceNow 的 P/S 从年初的 11x 上升到最近的 16x，波动范围在 11-19x，与去年相比，ServiceNow 的估值有了明显的提升。我们认为，这与 ServiceNow 的靓丽的业绩表现有直接关系。

图 38: ServiceNow 的市值、收入增速和估值水平



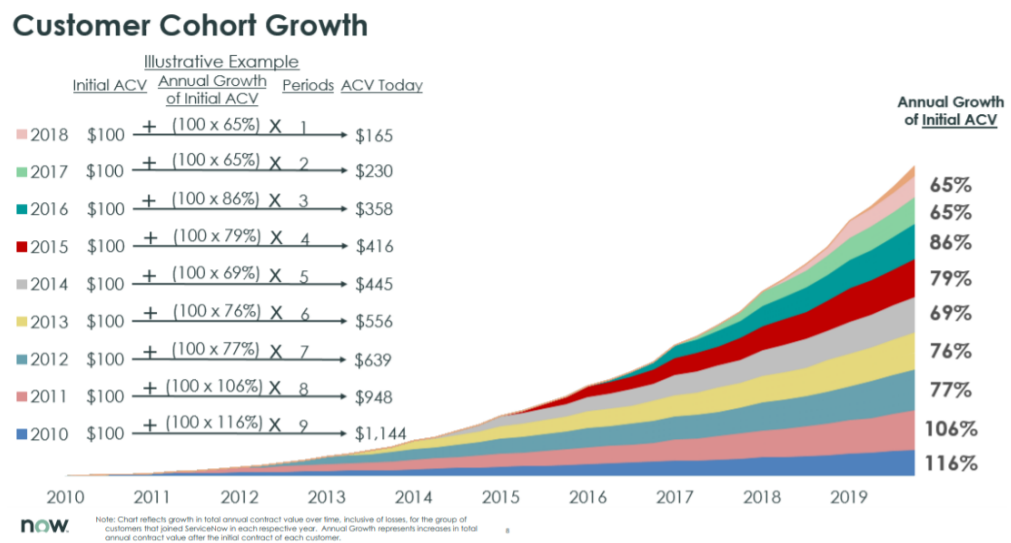
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

今年是 ServiceNow 管理层大变动的一年，其 CEO 更换为 Bill McDermott，CFO 即将更换为 Gina Mastantuono。Bill McDermott 原来是 SAP 的 CEO，其到 ServiceNow 将带来其在 SAP 积累的大量的 To B 经验以及客户关系。当其领导的企业摆脱 On Premise 的 Legacy 软件的束缚，而是拥有一家完全云架构的公司，我们认为 Bill McDermott 在度过适应期之后将带领公司攻入 Financial Management 的市场。

3Q19，公司实现当季收入 8.35 亿美元，同比增长 33%，ACV（Annual Contract Value，年订单价值）超过 100 万美元的交易达到 46 个，同比增长 84%，809 个客户 ACV 超过 100 万美元，同比增长 32%，数据都十分亮眼。RPO（Remaining Performance Obligation）方面，公司 3Q19 Current RPO 达到 28 亿美元，同比增长 34%，总 RPO 达到 56 亿美元，同比增长 33%。从 RPO 来看，公司短期内的业绩将会不错，收入增速还能保持在 30%+。

公司的客户留存也十分优秀，单客户价值量不断提升。根据公司的公告，其 2010 年的客户当前的 ACV 是之前的 1144%，其 2018 年客户当前的 ACV 是之前的 165%，单客户价值量的增长十分惊人。我们认为这说明了公司产品十分优秀，同时也说明公司的产品矩阵拥有极强的渗透力。

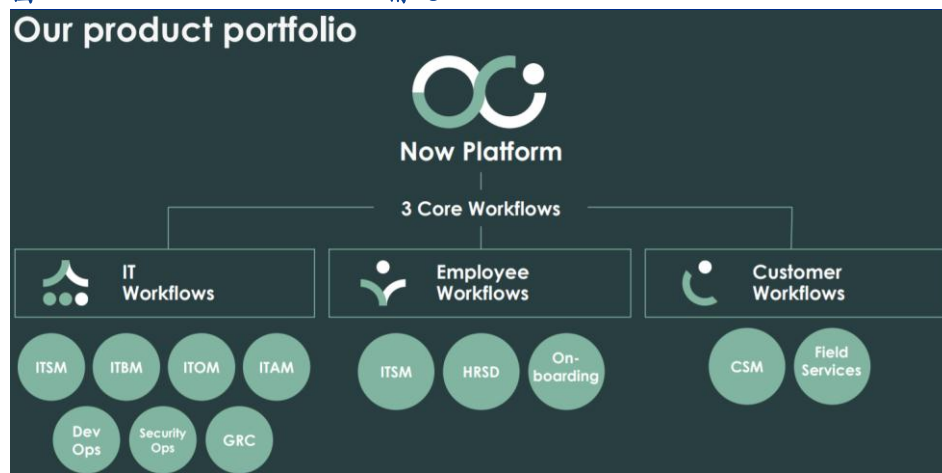
图 39: ServiceNow Cohort 情况



数据来源: ServiceNow, 安信证券研究中心

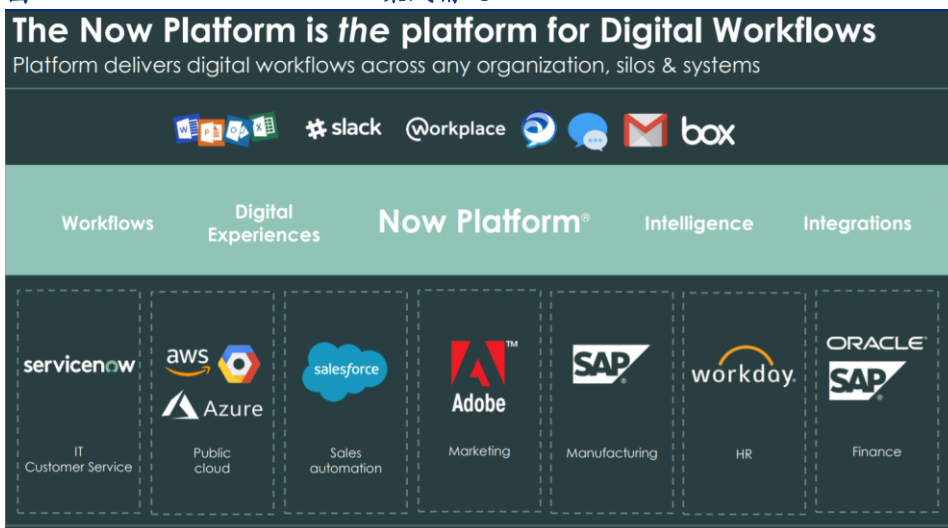
目前, 公司已经逐渐从一家 ITSM 供应商转变为 Workflow 公司。很多人一直很疑惑, 为啥西方没有 OA 系统而我国 OA 系统大行其道? 我们认为, 西方的 OA 系统的大量功能都被 Workflow 替代。从这个角度说, 我们认为 ServiceNow 可以被看作一个 Workflow 的公司, 或者说, 一家 OA 公司。目前公司的产品可以归纳为三个 Workflows: IT Workflows、Employee Workflows 以及 Customer Workflows。通过 ServiceNow 自由的 Now 平台, 公司的产品可以跟第三方对接, 形成自动连续的 Workflow。随着 SaaS 的兴起, 公司的 IT 产品存在碎片化的趋势, 而 ServiceNow 的平台将他们集中在一起, 会形成 ServiceNow 独特的 Offering 以及竞争优势, 我们认为这是公司真正的野心所在。

图 40: ServiceNow Workflow 情况



数据来源: ServiceNow, 安信证券研究中心

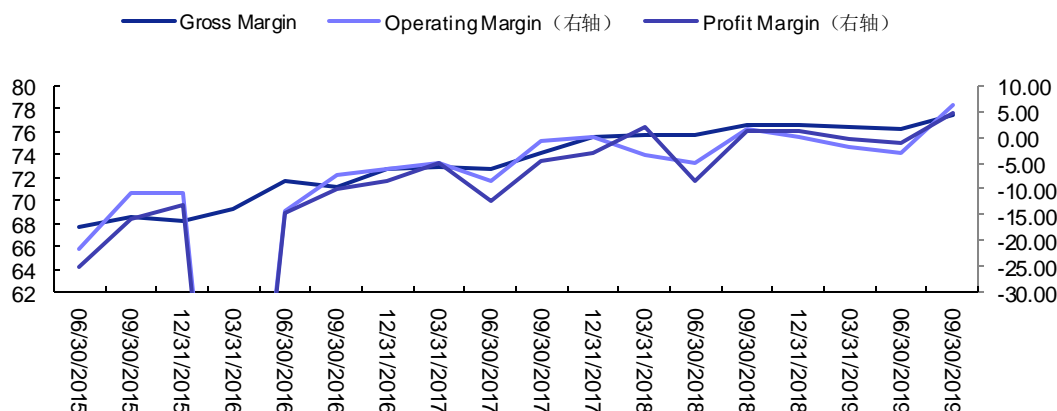
图 41: ServiceNow Workflow 集成情况



数据来源: ServiceNow, 安信证券研究中心

公司的 Margins 也在不断改善的过程中。其 Gross Margin 提升趋势明显, Op Margin 以及 Profit Margin 在最近一个 Q 也转正。与 Workday 相比, 无论从成长性还是盈利性来说, 公司都胜出, 因此公司的估值水平显著高于 Workday, 甚至高于 Adobe。

图 42: ServiceNow Margin 情况



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

2.5. 总结: 估值分化, 产品力、渗透率及天花板

纵观这四家云公司, 不难发现, 他们的估值出现了分化: Workday 一路下行, Salesforce 勉力维持, Vevea 及 ServiceNow 则上了一个台阶。究其原因, 是这几家产品力和赛道的不同。我们认为一个拳头型的十分优秀的 SaaS 产品是公司所必须的, 公司依靠这个产品打开市场, 而其所在的赛道的容量、渗透率的高低、竞争的激烈程度决定了公司的估值上限。公司在完成敲门动作之后, 产生了大量的销售费用, 这些费用需要 Upsell 来解决, 同时 Upsell 的能力将决定公司未来的费用率以及收入增速, 进而传导到 EPS。高估值的 Veeva、ServiceNow 都有着极强的 Upsell 的能力, 单客户的价值提升很多, 而这些又是通过丰富又互相关联的产品矩阵所带来的。

3. 风险提示

风险提示：云公司业绩不及预期，美股大幅调整。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文、黄净声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034