

海外周报 (2022.05.29-2022.06.5)

证券研究报告

2022年06月08日

怎么看待美股 SaaS 板块一季报?

周观点

截至本周,大部分 SaaS 公司均已发布一季报,其中

网络安全板块:成长性不改,并购成为最大行业趋势

我们认为在网络安全板块的一季报体现如下趋势:

- 1) 网络安全板块业绩表现出较强的韧性,较为不受宏观逆风影响,整体收入均超预期。
- 2) 软件云化长期趋势,同时硬件需求仍然强劲。
- 3) 新技术、新需求下,并购成为行业主题之一。但新需求下的技术碎片化的格局并没有本质改变。企业依然倾向于选择 Best of Breed (品类中表现最佳)的产品,而独立的云安全厂商也往往在强调自己与其它 Best of Breed 产品的协同能力。因此 2021 年末与 2022 年均有多起上市网络安全公司并购。

我们认为受益于较高的渗透空间、受宏观影响较小、每个细分赛道相对独立的竞争格局,网络安全板块未来的现金流回报较为可预期,但估值相对仍然较高。

基础软件板块:收入增速依然强劲

我们认为在不确定性的宏观背景下,对于基础软件的韧性与壁垒的观察更为重要:哪些公司的产品拥有更高的替换成本/自研成本?哪些公司拥有深入到客户每一个生产和开发流程的工具?在对近期的基础软件公司的季报中,我们有如下总结。

- 1) 基础软件如 Datadog、MongoDB、Snowflake、Elastic 等的整体收入趋势和公有云的收入倾向紧密相关,且其用户拓展也和其与公有云合作紧密相关。
- 2) 监控和运维由于往往客户的工作流中作为基础,相对较为受客户短期收入波动影响较小,而数据库等则与其客户结构和行业分布密切相关。

总体来看,我们认为在考虑到小型客户相对较少的收入占比,以及客户在自研/外部采购或向外部采购倾斜,基础软件板块的需求预计将继续表现较为出色。

应用软件板块:电商和广告 SaaS 受逆风最为明显,财税营销相对稳健

Salesforce 一季报收入为 74.1 亿美元,同比增长 24%。财税软件巨头 Intuit 亦季报超预期。同时从 2008 年、2000 年等历史来看,我们认为软件企业会表现对于周期的滞后性,因此 Q3 季报和后续指引或能更加反应下游企业数字化需求的真实变化。

从预期来看,受影响最大主要为广告科技与营销科技、电商产业链的部分公司,如 Apploving、Shopify、Trade Desk 等近期跌幅普遍较大。我们认为一季度往往是广告预算被重新规划的季度,而通胀等宏观因素对于中小企业的广告需求有较大的影响。广告科技类的 SaaS 整体的彭博一致预期有所下滑。我们认为接下来季度最值得关注的可能的反转主题有:

- 1) 谷歌、Meta 等在反垄断与个人隐私保护的背景下,其广告系统的变化
- 2) Netflix、Disney+、HboMax 的广告科技采用
- 3) 中小企业的广告预算低谷需要多长时间才能度过。

风险提示:海外疫情控制不及预期;企业盈利不及预期;通胀快速上行。

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521030002
wangmengkai@tfzq.com

杨雨辰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521110001
yuchenyang@tfzq.com

李泽宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

曹睿 联系人
caorui@tfzq.com

1. 周观点：怎么看待美股 SaaS 板块一季报？

1.1. 网络安全板块：并购成为最大行业趋势

我们认为在网络安全板块的一季报体现如下趋势：

1) 网络安全板块业绩表现出较强的韧性，整体收入均超预期。

表 1：网络安全板块季报（注：此前预期指三个月前的彭博一致预期，下同）

公司名	本季度收入（百万美元）	此前预期（百万美元）	相差	本季度净利润（百万美元）	近三个月涨跌幅（%）
Palo Alto Networks 股份有限公司	1386.70	1359.60	1.99%	-73.20	-7.80
CrowdStrike 控股股份有限公司	487.83	441.44	10.51%	-31.52	-5.62
Fortinet 股份有限公司	954.80	884.96	7.89%	138.40	-11.47
Zscaler 股份有限公司	286.81	271.39	5.68%	-101.41	-29.68
Okta Inc	414.94	378.91	9.51%	-242.71	-40.03

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2) 软件云化是一个长期趋势，但硬件需求仍然强劲。根据 IDC 数据，2020 年，相较其它软件子行业如客户关系管理（CRM）约 69%的云化率或企业资源管理（ERM）约 54%的云化率，网络安全软件约 27%的云化率仍处在相对早期。考虑到企业迭代网络安全软件的速度，我们认为云原生的网络安全公司长期受益于企业负载不断转云。但防火墙等硬件需求亦较为强劲

3) 新技术、新需求下，并购成为行业主题之一。

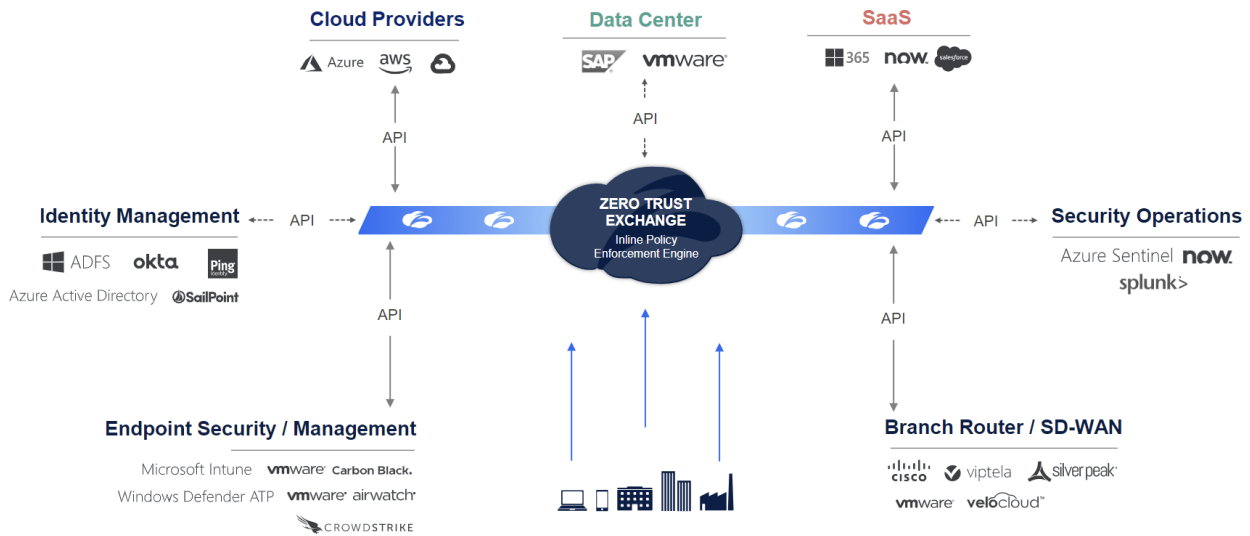
尽管微软是行业隐形巨头，在身份管理等表现不断进步的产品力，今年 1 月盈利会议中称，公司 2021 年安全软件销售额达到 150 亿美元，同比增长近 45%。约为最大的独立上市的网安公司的 Palo Alto Networks 年营收的三倍；

但新需求下的技术碎片化的格局并没有本质改变。企业依然倾向于选择 Best of Breed（品类中表现最佳）的产品，而独立的云安全厂商也往往在强调自己与其它 Best of Breed 产品的协同能力。

图 1：Zscaler 强调其零信任产品通过 API 方式与其它企业的最佳网络安全产品形成生态系统的能力

Ecosystem of best-of-breed platforms

Platforms eliminate point solutions and allow for vendor consolidation



资料来源: Zscaler 官网、天风证券研究所

碎片化的格局下，并购成为不少战略投资乃至财务投资者的选项：

2021 年末， Permira Advisers Ltd.和 Advent International Corp.完成对著名网络安全公司、消费者安全厂商 McAfee 的收购，

2022 年 3 月。Alphabet Inc.（谷歌）公司宣布将对 Mandiant Inc.实施收购。4 月 11 日，美国私募股权公司 Thoma Bravo LP 宣布对身份安全厂商 SailPoint Technologies Holdings Inc.的私有化收购。

我们认为受益于较高的渗透空间、受宏观影响较小、每个细分赛道相对独立的竞争格局，网络安全板块未来的现金流回报较为可预期，但估值相对仍然较高、

1.2. 基础软件板块：收入增速依然强劲

我们认为在不确定性的宏观背景下，对于基础软件的韧性与壁垒的观察更为重要：哪些公司的产品拥有更高的替换成本/自研成本？哪些公司拥有深入到客户每一个生产和开发流程的工具？在对近期的基础软件公司的季报中，我们有如下总结。

表 2：基础软件板块部分公司季报

公司名	本季度收入 (百万美元)	此前预期 (百万美元)	相差	本季度净利润 (百万美元)	近三个月涨跌幅 (%)
HashiCorp 股份有限公司	100.90	89.44	12.80%	-78.22	-15.33
Elastic NV	239.36	224.25	6.74%	-65.61	-6.97
Snowflake 股份有限公司	422.37	408.09	3.50%	-165.79	-38.91
Datadog 股份有限公司	363.03	337.47	7.57%	9.74	-27.45
MongoDB 股份有限公司	285.45	253.27	12.71%	-77.29	-10.30

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

1) 基础软件如 Datadog、MongoDB、Snowflake、Elastic 等的整体收入趋势和公有云的收入倾向紧密相关，且其用户拓展也和其与公有云合作紧密相关。

我们认为以 MongoDB 和 AWS 为例，无论是产品线的竞争合作，人员流动，乃至在双方各自季报盈利会议的表现，都说明了基础软件与公有云厂商在较大范围内的“共生”的长期空间目前在加速拓宽。我们认为 1) 云计算为增量市场 2) 双方毛利率均在提升 3) 产品线的重合并不影响双方的合作，因为上云后公有云厂商仍然可以通过负载实现收入。

2) 监控和运维由于深入到客户的工作流中，相对较为受客户短期收入波动影响较小，而数据库等则与其客户结构和行业分布密切相关。

在 2020 年的第二季度与第三季度，疫情下的公有云厂商和基础软件厂商均出现了明显的收入增速下滑，而在疫情后收入表现均有复苏。

尤其对于基础软件公司来说，在疫情期间，更多的客户减少使用而非客户流失成为主要的收入增速下滑的原因。

例如 MongoDB 曾在疫情期间的盈利会议中表示“宏观经济对我们的收入确实有一定影响，尤其是在现存的客户中，疫情期间的增速明显比疫情前的增速低，这点趋势尤其在我们的大客户，云需求规模相对较大的这些客户最为明显。因此这些客户相对会在宏观经济较为困难的时候节省现金，相反，一些刚刚上云的大型公司或者一些小型公司，在上云的初期，对于 MongoDB 依然有很高的使用量的增速。”

对于数据库或数据仓库、数据湖和边缘计算等公司，其用量与客户的计算和存储用量更为紧密相关。而对于监控，运维，尽管客户可能在某些时段关闭其运作，但对其无缝的云上的工作流通常会造成较大的影响，因此，我们认为相对来说现有客户较不可能停止其消费量。

例如 Datadog（云监控公司）在 2022 年盈利会议中表示：其收入为 recurring 的本质，在于客户再监控其上云的资源时的不断的重新访问或使用。而在 Q1 的盈利会议中，Datadog 也表示在本季度没有直接感受的宏观的冲击，且公司整体的客户群体相对多元，在采用的曲线上整体尚在加速。

Hashicorp（云原生运维/Dev-Ops 公司）则在盈利会议表示：其产品的 GTM 围绕着减少投入，降低风险、加速部署的核心，以其产品 Terraform 为例，其核心的产品价值在于避免客户的浪费使用计算资源。因此整体来看，其产品的需求受宏观波动影响较小。除此之外，与数据库不同，数据库的产品更多的和特定的应用相关，而 Hashicorp 的产品在部署以后更接近于底层软件，因此在公司的收入留存率（NDR）上也能反映客户的留存与使用量良好。

总体来看，我们认为在考虑到小型客户相对较少的收入占比，以及客户在自研/外部采购或向外部采购倾斜，基础软件板块的需求预计将继续表现较好。

1.3. 应用软件板块：广告营销短期逆风最为明显

尽管市场担心应用软件受宏观逆风的影响，但 Salesforce 为首的应用软件巨头在一季报依然表现不错：6 月 1 日，CRM 软件服务提供商 Salesforce 公布了 2023 财年第一季度财报。第一季度总收入为 74.1 亿美元，同比增长 24%，按固定汇率计算增长 26%。Salesforce 第一财季营收和调整后每股收益超出一致预期。财税软件巨头 Intuit 亦季报超预期。

从 2008 年、2000 年等历史来看，我们认为软件企业会表现对于周期的滞后性，因此 Q3 季报和后续指引或能更加反应下游企业数字化需求的真实变化。

表 3：应用软件板块业绩

公司名	本季度收入（百万	此前预期（百万美	相差	本季度净利润（百万美元）	近三个月涨跌幅
-----	----------	----------	----	--------------	---------

	美元)	元)			(%)
Trade Desk 股份有限公司	315.32	304.39	3.59%	-14.60	-30.40
Monday.com Ltd	108.50	101.27	7.13%	-66.68	-15.43
HubSpot 公司	395.60	382.73	3.36%	-9.34	-22.53
Shopify 股份有限公司	1203.62	1249.67	-3.68%	-1474.41	-39.98
Salesforce 股份有限公司	7411.00	7326.19	1.16%	28.00	-9.92
Intuit 公司	5632.00	5514.63	2.13%	1794.00	-12.04
RingCentral 股份有限公司	467.66	458.30	2.04%	-150.97	-46.13
AppLovin 公司	625.42	829.54	-24.61%	-115.26	-15.32
奥多比	4262.00	4240.04	0.52%	1266.00	-5.01

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

从预期来看,受影响最大主要为广告科技与营销科技、电商产业链的部分公司,如 Applioing、Shopify、Trade Desk 等近期跌幅普遍较大。我们认为一季度往往是广告预算被重新规划的季度,而通胀等宏观因素对于中小企业的广告需求有较大的影响。广告科技类的 SaaS 整体的彭博一致预期有所下滑。我们认为接下来季度最值得关注的可能的反转主题有。

- 1) 谷歌、Meta 等在反垄断与个人隐私保护的背景下,其广告系统的变化
- 2) Netflix、Disney+、HboMax 是否能通过广告科技来优化其广告的出价与匹配系统,以及媒体内容公司在采用科技巨头的 Ad Network 时是否存在天生的利益冲突,从而有利于第三方广告科技公司的发展。
- 3) 中小企业的广告预算低谷需要多长时间才能度过低谷。

2. 美股科技巨头公司动态

表 4: 海外科技巨头最新估值

公司名称	2018-2021			当前			一年内 23E 净 利润变 动	当前 市值(亿 美元/亿 元)
	估值均值			估值				
	PS(LYR)	PE(TTM)	PE23E	PS(LYR)	PE(TTM)	PE23E-		
Meta Platforms, Inc.	10.62	28.24	13.41	4.56	13.65	12.35	-26%	5375.3
谷歌(Alphabet)	7.21	34.39	15.40	5.93	20.10	15.64	9%	15283.85
苹果公司	5.48	23.26	19.34	6.51	25.15	23.57	19%	23810.02
亚马逊公司	4.44	109.90	23.70	2.45	34.48	28.68	-33%	11502.68
微软公司	10.18	38.41	24.36	11.62	31.87	25.11	12%	19529.25
奈飞公司	10.26	112.03	26.40	2.81	16.29	14.36	-32%	833.6355

资料来源: Wind, 彭博一致预期, 天风证券研究所

2.1. 科技板块

表 5：不同科技板块涨跌幅（市值单位：亿美元）

所属板块	公司名称	当周市值	当周涨跌幅	所属板块	公司名称	当周市值	当周涨跌幅
硬件计算	Nvidia	4732	-0.48%	MarTech	Twilio	195.1782	-6.12%
平台	Intel	1780	-2.60%		Shopify	480.2525	-4.17%
	AMD	1706	3.95%		Hubspot	176.884	0.47%
引擎	Unity	79	0.00%		Qualtrics	86.47528	-0.34%
	Roblox	187	-5.69%		ZoomInfo	164.3422	0.46%
							0.00%
社交	Meta	5295	-2.23%	数字巨头	Meta	20013.1	2.73%
	腾讯	5538	5.03%		谷歌	15428.59	1.98%
	Sea	481	-4.95%		Amazon	12514.52	6.26%
VR/AR	Meta	5295	-2.23%		Mircosoft	20380.37	-1.18%
	Apple	24069	-2.85%		Netflix	882.3723	1.94%
区块链	PayPal	1026	1.55%		Apple	24068.98	-2.85%
	Coinbase	154	-11.46%				
	DMarket	3	-18.25%				
广告技术	TheTradeDesk	259	-2.55%	数字内容	Twitter	306.6657	-0.02%
	Applovin	164	-2.13%		SpotifyTechnology	210.2717	-0.66%
	Unity	131	1.06%		Snap	250.0304	-7.00%
	Roku	127	-9.53%		IAC	79.39442	1.47%
					Pinterest	132.4979	-4.84%
					j2 Global	36.88172	-0.35%
	公司名称	当周市值	当周涨跌幅		fuboTV	6.089198	-4.84%
云计算	Amazon	12514.52	6%				
	Google	15428.59	2%				
	微软	20380.37	-1%				
云原生（数据库）	snowflake	417.41	0%	公司名称	当周市值	当周涨跌幅	
	confluent	62.46	1%	新能源汽车厂	Tesla	7424.67	-7.38%
	Mongodb	201.34	9%		Rivian	267.68	-2.49%
边缘计算	akamai	163.14	-2%		小鹏汽车	223.91	6.53%
	cloudflare	178.55	-7%		理想汽车	306.97	7.95%
网络安全	palo alto	525.08	1%		蔚来汽车	0.13	0.00%
	CrowdStrike	410.02	-3%				
	zscaler	229.70	-2%	传统汽车厂	宝马集团	503.15	3.78%
	Okta	157.37	14%		戴姆勒(奔驰)	728.77	2.61%
机器学习, 数据智能	Palantir	186.85	1%		丰田汽车	2712.37	-1.21%
	UiPath	111.13	7%				
	C3.AI	21.00	1%	算法, 算力与软件	英伟达	4731.50	-0.48%
	Alteryx	39.38	0%		图森未来	19.19	1.41%
云原生（运维）	Datadog	340.41	8%		超威半导体	1706.07	3.95%
	Splunk	176.75	-3%		Intel	1779.94	-2.60%
	Hashicorp	70.33	-8%	激光雷达	Ouster	3.37	-8.89%
DevOps	Asana	43.15	-1%	与其他传感器	Velodyne LIDAR	3.37	3.05%
	atlassian	505.98	3%		Luminar	33.70	-1.31%
	gitlab	75.28	-5%		Aeva	6.61	-5.38%
	Jfrog	18.34	0%				

资料来源：Wind，天风证券研究所

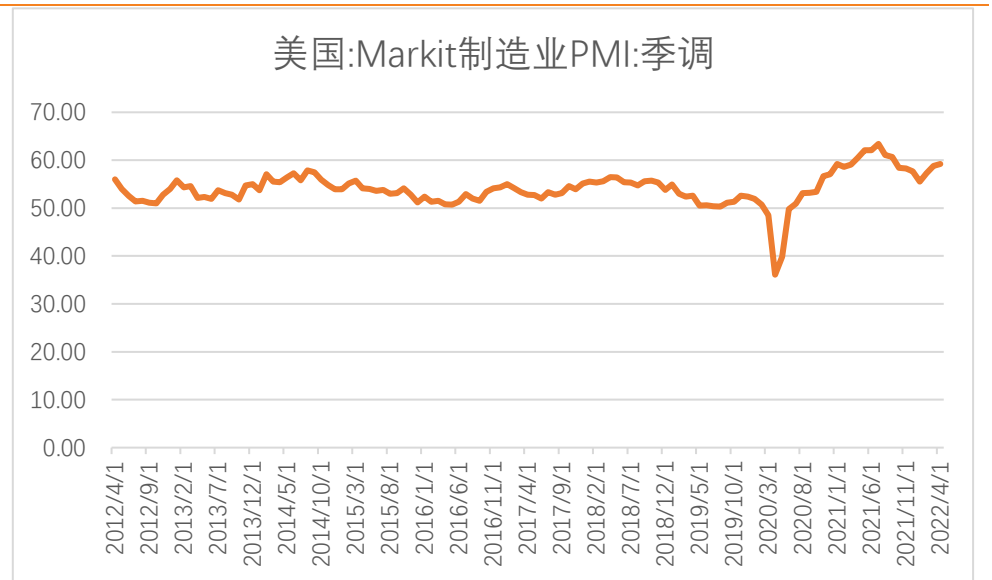
3. 美股市场动态

表 6: 美股部分主要指数涨跌幅

	上周涨跌幅	本周涨跌幅	近 1 月涨跌幅	近 3 月涨跌幅	近 12 月涨跌幅	今年以来涨跌幅
美国中国股指数	4.85%	2.34%	5.10%	4.61%	-5.87%	13.79%
标普 500 价值	5.93%	-1.37%	0.28%	-1.95%	-0.81%	-3.70%
罗素 3000 价值指数	5.99%	-1.33%	0.31%	-2.66%	-2.51%	-4.74%
道琼斯工业指数	6.24%	-0.94%	-0.69%	-2.65%	-4.85%	-8.69%
美股中国内地(USD)	3.18%	3.80%	-1.36%	-11.24%	-50.37%	-18.02%
标普 500	6.58%	-1.20%	-1.60%	-5.84%	-2.01%	-12.70%
罗素 1000 指数	6.56%	-1.18%	-1.85%	-6.38%	-4.13%	-13.50%
罗素 3000 指数	6.55%	-1.12%	-1.79%	-6.44%	-5.05%	-13.57%
罗素 2000 指数	6.46%	-0.26%	-0.83%	-7.35%	-17.38%	-14.51%
纳斯达克指数	6.84%	-0.98%	-4.39%	-11.27%	-11.77%	-22.18%
标普 500 成长	7.31%	-1.00%	-3.58%	-9.75%	-3.99%	-20.79%
罗素 3000 成长指数	7.18%	-0.90%	-3.97%	-10.22%	-7.55%	-21.47%

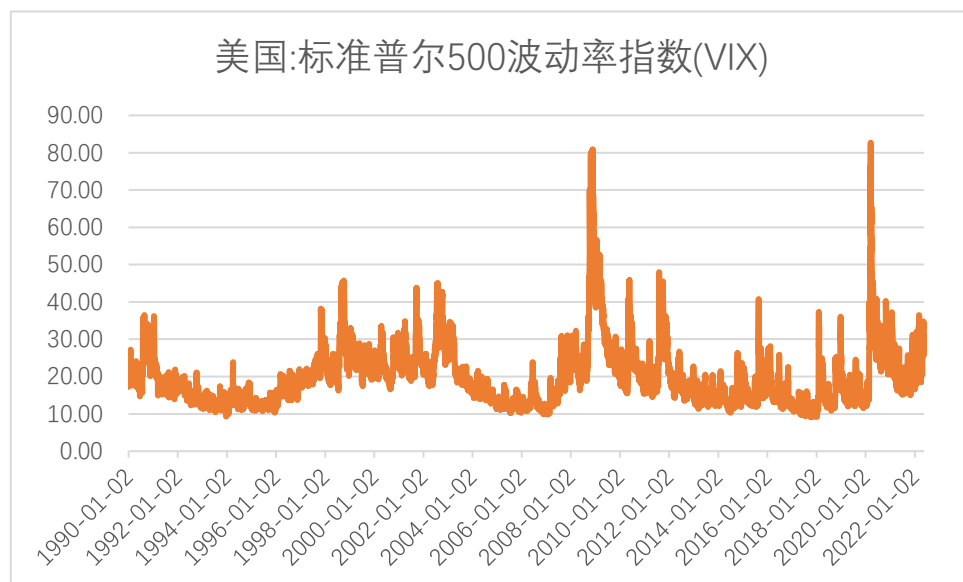
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 美国 Markit PMI



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: VIX 指数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 风险提示

海外疫情控制不及预期: 疫情将对全球供应链产生负面影响

企业盈利不及预期: 衰退隐忧下, 企业盈利下调将对估值造成较大压力

通胀快速上行: 通胀上行将对消费能力造成较大压力

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com