

## 重视宏观弱相关 SaaS 龙头估值提升机遇

2024年01月02日



分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei\_yj@mszq.com

分析师：刘雄

执业证号：S0100522090001

电话：021-80508288

邮箱：liuxiong@mszq.com

➤ **10年美国国债收益率显著下行，美股 SaaS 公司迎来估值重构。** SaaS 公司因其独特的发展模式，市值对贴现率较为敏感。2021年9月以来，美国国债收益率持续上行，美股 SaaS 估值下杀显著。据 Meritech 数据，截至 2023 年 9 月 1 日，美国 SaaS 公司较 2021 年高点整体估值下降超 60%，整体 P/S 估值已处于 2015 年以来的底部区间。2023 年 11 月以来，10 年期美国国债收益率快速下行，美股 SaaS 公司迎来显著的估值修复，Shopify、Unipath、Twilio、Monday.com 等公司股价反弹显著。2023.11.1 至 2023.12.29，Shopify 上涨 65%、Unipath 上涨 60%、Twilio 上涨 48%、Monday.com 上涨 44%、Five9 上涨 36%。

➤ **我们认为，当前核心 SaaS 公司性价比凸显，主要基于：**1) **从估值层面看：**截止 2023 年 12 月 29 日收盘，A 股和港股核心 SaaS 公司近 7 年 P/S 均值为 6.54x，处于历史均值以下一倍标准差附近位置，为近 7 年均值的 66.3%，为 2021 年最高值的 27.6%，处于较低状态；2) **从基本面来看：**核心 SaaS 公司具备较强的业绩支撑，23H1/23Q3 业绩陆续走出低谷，触底回升。例如：金蝶国际 2023 年上半年实现收入 26.2 亿元，同比 16.8%，触底回升。用友网络 2023Q3 单季实现收入 23.38 亿元，同比增长 13.58%；第三季度单季合同签约 22.2 亿元，同比增长 22.3%。第三季度云业务单季实现 16.02 亿元，同比增长 28.4%，云订阅新增订单金额较上年同期增长 45%，在 2022Q3 高基数的情况下再次实现了高增。

➤ **多因素共同支撑，较强的基本面有望延续。**核心 SaaS 公司较强的主要得益于：1) 客户主要集中于中大型企业，经营稳健性高；2) 信创需求释放：以信创为支撑，部分下游核心客户迎来一波 IT 投入期；3) 市场份额提升：近年来相关公司进一步强化了自身竞争优势，预计市场份额持续提升；4) 核心公司战略投入与转型逐步进入收获期。在以上因素的共同作用下，核心公司较强的基本面将有望延续。

➤ **投资建议：**随着美国加息进入后期、边际有望逐步进入降息通道的大背景下，SaaS 行业估值中枢有望持续回升。A 股及港股核心标的在较强的基本面支撑下，价值有望迎来回归，建议重点关注：

- A 股：用友网络、金山办公、石基信息、泛微网络、致远互联、万兴科技、税友股份等；
- 港股：金蝶国际、北森控股、美图公司等。

➤ **风险提示：**美国降息节奏低于预期、下游需求修复节奏不及预期、行业竞争加剧。

## 推荐

维持评级

## 相关研究

1. 计算机周报 20240101：2024 年十大预测-2024/01/01
2. 人形机器人大报告软件篇：神机妙算，仿习人之思维-2023/12/31
3. 计算机行业事件点评：信创进入新阶段-2023/12/27
4. 计算机行业点评：新思拟并购 Ansys，关注工业软件国产化战略机遇-2023/12/25
5. 计算机周报 20231224：苹果开启 XR 新终端平台生态-2023/12/24

### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
688111	金山办公	461.72	2.42	3.30	4.83	131	96	65	推荐
002153	石基信息	9.74	-0.37	-0.03	0.08	-	-	-	推荐
603171	税友股份	35.38	0.35	0.72	0.94	100	49	38	推荐
603039	泛微网络	46.90	0.86	0.38	1.11	55	123	42	推荐
688369	致远互联	34.61	0.82	1.42	1.95	42	24	18	推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测;

#### 图1: 美股 10Y 国债收益率走势



资料来源: wind, 民生证券研究院

区间时间: 2015.9.1 至 2023.12.29

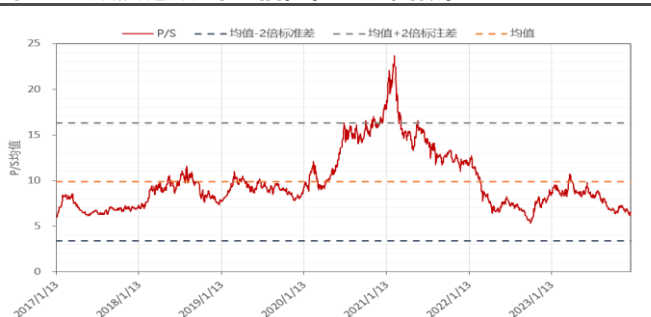
#### 图3: 美国 SaaS 公司市值/隐含 ARR 倍数



资料来源: Meritech Software, 民生证券研究院

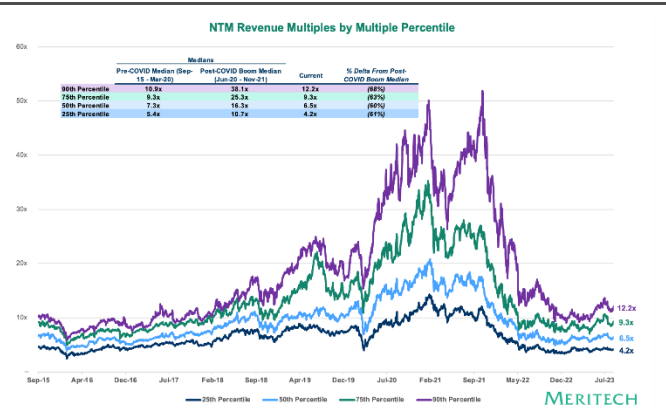
备注: 截至 2023 年 9 月 1 日;

#### 图5: A 股及港股 P/S 估值位于历史低位



资料来源: Wind, 民生证券研究院

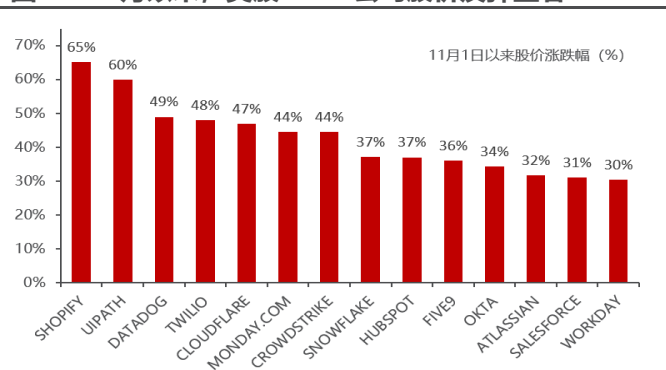
#### 图2: 美国 SaaS 公司市值/NTM 收入倍数



资料来源: Meritech Software, 民生证券研究院

备注: NTM 为公司未来一年的收入预期; 截至 2023 年 9 月 1 日;

#### 图4: 11 月以来, 美股 SaaS 公司股价反弹显著



资料来源: Wind, 民生证券研究院

备注: 涨跌幅测算时间区间 2023.11.1-2023.12.29

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026