



分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

邮箱：lvwei\_yj@mszq.com

国内 SaaS 公司客户属性以 B 端为主，宏观环境波动对于收入增速影响较大。我国 SaaS 上市公司客户主要以 2B 为主，仅金山办公（金山软件）、合合信息等少数公司产品以 2C 为主；从毛利率角度看，办公软件毛利率处于前列，如主打 PDF 的福昕软件、主打视频剪辑的万兴科技、主打企业 OA 的泛微网络等，垂直领域 SaaS 毛利率稍低，但整体毛利率维持在 70% 以上的水平；从营收增速角度看，各公司整体都呈现出在 2019-2021 年经济景气度高的年份维持高增速，在经济景气度较低的 2022-2023 年增速快速下滑，宏观环境波动对收入增速具有较大影响。

降息对于估值有较大弹性，以 PS 测算当前主要 SaaS 公司估值水平小于 2019-2024Q3 的 PS 平均值，远小于 2020 年 PS。由于 SaaS 公司通常采用订阅制且具有较高续订率，因此可以使用 DCF 进行估值，但由于 DCF 通常需要自行设置较多参数较为复杂，以较为简单的 PS 估值衡量公司估值水平，在降息周期由于 DCF 的分母端降低，公司估值水平快速提升，SaaS 公司普遍在 2020 年达到估值最高点，并在 2021-2024Q3 估值逐步下滑，当前国内主要 SaaS 公司估值水平普遍小于 2019-2024Q3 的平均值，远小于 2020 年估值水平。

投资建议：伴随顶层政策持续发布，宏观经济有望持续复苏，SaaS 公司有望迎来业绩扭转、估值水平回升的戴维斯双击，建议关注：金山办公（金山软件）、金蝶国际、深信服、恒生电子、用友网络、合合信息、广联达、迈富时、石基信息、万兴科技、泛微网络、百望股份、明源云、微盟集团、光云科技、品茗科技、致远互联等 SaaS 公司。

风险提示：行业竞争加剧，技术落地不及预期。

推荐

维持评级

## 相关研究

1. 计算机行业事件点评：迎接自动驾驶“GPT 时刻”：特斯拉发布会前瞻-2024/10/07
2. 计算机行业动态报告：计算机“牛市利刃”之数据要素-2024/10/06
3. 计算机行业动态报告：计算机“牛市利刃”之国产 AI 算力-2024/10/06
4. 计算机周报 20240929：计算机三季报前瞻与反攻方向梳理-2024/09/29
5. 计算机周报 20240921：BP 机爆炸事件、华为全联接大会与终端安全：科技内需依旧为王-2024/09/21

**国内 SaaS 公司客户属性以 B 端为主,宏观环境波动对于收入增速影响较大。**

我国 SaaS 上市公司客户属性主要以 2B 为主,仅金山办公(金山软件)、合合信息等少数公司产品以 2C 为主;从毛利率角度看,办公软件毛利率处于前列,如主打 PDF 的福昕软件、主打视频剪辑的万兴科技、主打企业 OA 的泛微网络等,垂直领域 SaaS 毛利率稍低,但整体毛利率维持在 70%以上的水平;从营收增速角度看,各公司整体都呈现出在 2019-2021 年经济景气度高的年份维持高增速,在经济景气度较低的 2022-2023 年增速快速下滑,宏观环境波动对收入增速具有较大影响。

**表1: A+H 主要 SaaS 公司业务梳理**

客户属性	主要产品	证券代码	证券名称	销售毛利率					营业收入 yoy				
				19	20	21	22	23	19	20	21	22	23
2B	PDF	688095.SH	福昕软件	95%	96%	97%	95%	95%	31%	27%	15%	7%	5%
2B/2C	视频剪辑	300624.SZ	万兴科技	94%	95%	95%	95%	95%	29%	39%	5%	15%	25%
2B	企业 OA	603039.SH	泛微网络	96%	95%	95%	93%	94%	28%	15%	35%	16%	3%
2C/2B	WPS	688111.SH	金山办公	86%	88%	87%	85%	85%	40%	43%	45%	18%	17%
2C/2B	扫描	688615.SH	合合信息	79%	84%	83%	84%	84%	74%	70%	39%	23%	20%
2B	工程造价	002410.SZ	广联达	89%	88%	84%	83%	83%	22%	13%	40%	17%	0%
2C/2B	WPS	3888.HK	金山软件	42%	88%	82%	81%	82%	39%	-10%	-14%	20%	12%
2B	地产服务	0909.HK	明源云	79%	79%	80%	81%	79%	38%	35%	28%	-17%	-10%
2B	工程造价	688109.SH	品茗科技	84%	82%	78%	73%	76%	28%	34%	25%	-8%	0%
2B	金融 IT	600570.SH	恒生电子	97%	77%	73%	74%	75%	19%	8%	32%	18%	12%
2B	企业 OA	688369.SH	致远互联	76%	77%	72%	72%	68%	21%	9%	35%	0%	1%
2B	电商 SaaS	2013.HK	微盟集团	55%	51%	56%	59%	67%	66%	37%	36%	-32%	21%
2B	网安	300454.SZ	深信服	72%	70%	65%	64%	65%	42%	19%	25%	9%	3%
2B	ERP	0268.HK	金蝶国际	80%	66%	63%	62%	64%	18%	1%	24%	17%	17%
2B	电商 SaaS	688365.SH	光云科技	64%	61%	64%	61%	63%	/	10%	7%	-9%	-4%
2B	营销	2556.HK	迈富时	63%	49%	54%	49%	57%	/	98%	66%	30%	8%
2B	人力 SaaS	9669.HK	北森控股	61%	60%	66%	59%	55%	/	20%	21%	22%	10%
2B	ERP	600588.SH	用友网络	65%	61%	61%	56%	51%	10%	0%	5%	4%	6%
2B	发票	6657.HK	百望股份	/	46%	48%	41%	40%	/	/	56%	16%	36%
2B	酒店 SaaS	002153.SZ	石基信息	44%	41%	39%	36%	38%	18%	-9%	-3%	-19%	6%
			<b>平均值</b>	<b>75%</b>	<b>73%</b>	<b>72%</b>	<b>70%</b>	<b>71%</b>	<b>33%</b>	<b>24%</b>	<b>26%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>

资料来源: iFinD, 民生证券研究院整理

**降息对于估值有较大弹性,以 PS 测算当前主要 SaaS 公司估值水平小于 2019-2024Q3 的 PS 平均值,远小于 2020 年 PS。**由于 SaaS 公司通常采用订阅制且具有较高续订率,因此可以使用 DCF 进行估值,但由于 DCF 通常需要自行设置较多参数较为复杂,以较为简单的 PS 估值衡量公司估值水平,在降息周期由于 DCF 的分母端降低,公司估值水平快速提升,SaaS 公司普遍在 2020 年达到估

值最高点，并在 2021-2024Q3 估值逐步下滑，当前国内主要 SaaS 公司估值水平普遍小于 2019-2024Q3 的平均值，远小于 2020 年估值水平。

表2：A+H 主要 SaaS 公司行情梳理

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)						PS 估值						平均
		19	20	21	22	23	24 Q3	19	20	21	22	23	24 Q3	
688111.SH	金山办公	756	1,895	1,222	1,220	1,460	1,232	67	120	54	37	38	27	57
600570.SH	恒生电子	624	1,095	908	769	546	433	19	28	22	14	8	6	16
600588.SH	用友网络	711	1,435	1,174	830	608	393	9	17	14	9	7	4	10
3888.HK	金山软件	248	578	384	318	298	356	3	8	6	4	4	4	5
300454.SZ	深信服	468	1,026	794	468	303	295	15	22	15	7	4	4	11
0268.HK	金蝶国际	232	922	681	520	374	291	7	27	16	11	7	5	12
688615.SH	合合信息	/	/	/	/	/	245	/	/	/	/	/	21	21
002410.SZ	广联达	383	934	761	714	285	223	13	26	19	13	4	3	13
2556.HK	迈富时	/	/	/	/	/	208	/	/	/	/	/	17	17
002153.SZ	石基信息	417	333	431	315	266	200	13	9	13	10	10	7	10
300624.SZ	万兴科技	51	72	72	38	130	111	9	10	7	4	11	8	8
603039.SH	泛微网络	89	216	182	131	122	97	9	17	12	7	5	4	9
6657.HK	百望股份	/	/	/	/	/	73	/	/	/	/	/	10	10
688095.SH	福昕软件	/	116	66	41	64	61	/	32	14	8	11	10	15
0909.HK	明源云	/	775	286	123	51	56	/	45	13	7	3	3	14
2013.HK	微盟集团	69	265	164	152	73	52	5	13	6	8	3	2	6
688365.SH	光云科技	/	105	56	32	46	34	0	23	11	6	9	7	9
9669.HK	北森控股	/	/	/	/	33	25	/	/	/	/	4	3	4
688109.SH	品茗科技	/	/	28	15	22	24	/	/	7	3	5	6	5
688369.SH	致远互联	45	59	55	53	40	21	8	8	7	5	4	2	6

资料来源：iFinD，民生证券研究院整理

## 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