

中信证券研究部

核心观点



许英博  
首席科技产业分析师  
S1010510120041



陈俊云  
前瞻研究高级分析师  
S1010517080001

在就 SaaS 产业优异特性达成共识的同时，板块及个股看似持续偏高的估值水平+持续稳步向上的股价表现，为当前投资者主要纠结点。我们认为，SaaS 企业良好的业绩确定性、成长性等，为板块持续高估值的主要来源。考虑到 SaaS 企业短期主要财务指标的高波动性，以及进入稳定增长阶段后盈利能力、现金流等核心指标的可预测性，我们引入一种新的基于长周期视角的估值框架，该框架基于远期 FCF 指标折现，能有效规避当前基于短期指标估值方法的不足，并能结合不同投资者期望回报水平，给出企业当前估值隐含的中长期业绩增长预期，从而帮助投资者从长周期做出更为全面、客观的风险收益判断。

■ 报告缘起：关于 SaaS 产业诸多优异特性（业绩稳定性、持续成长性、经营效率等），市场已基本形成共识，但 SaaS 板块及大部分公司看似持续偏高的估值水平，仍是当前市场投资者主要纠结点。在最具代表性，且定价相对有效的美股市场，SaaS 板块的高估值，在过去十多年持续存在，2020 年之前，美股 BVP 指数的动态 PS 水平基本都在 8X 以上，部分高成长 SaaS 企业的动态 PS 亦基本在 20X 以上。本篇报告中，我们尝试从底层产业逻辑和财务理论框架出发，就 SaaS 公司持续高估值现象展开探讨。报告本意并非刻意当前的市场现象去寻找一种看似合理的牵强解释，这样的分析毫无意义，我们希望探讨持续高估值现象本身是否合理，是产业内在逻辑使然，还是市场阶段性狂热泡沫带来的定价偏差，并最终帮助投资者针对 SaaS 企业形成更为有效的估值框架。

■ SaaS 持续高估值根源：良好业绩确定性、成长性等。影响一般科技企业估值水平的核心变量主要包括：业绩确定性、成长性。1)成长性，目前全球 SaaS 市场仍处于早期高速增长阶段，中期仍有望维持 20%以上复合增速，叠加 SaaS 企业“客户获取-客户留存&付费-客户 up sell&cross sell”的业务模式，使其中长期成长性较为确定；2) 盈利能力提升，源于 SaaS 企业长周期营收增长方式的变化，带来的营销费用率自然降低，叠加研发、管理的杠杆效应，SaaS 企业长周期运营效率有望持续改善；3) 确定性，企业业绩成长性、叠加自身运营效率的持续改善，亦使得 SaaS 公司的竞争格局持续向好，头部公司不断拉大和身后公司的差距，这亦使得 SaaS 公司的业绩变得更具有确定性。反映到股价层面，美股 SaaS 板块和主要公司股价在长周期表现极为平稳，少数明显的回调也主要是因为外部市场系统性风险传导所致。因此，板块及个股看似持续偏高的估值+持续稳步向上的股价表现，便成为当前市场纠结的根源。

■ 长周期估值框架：稳定增长阶段 FCF 指标。1) 估值视角，当前大多数 SaaS 企业仍处于早期高速增长阶段，现金流、利润率指标均较差，基本不具有参考性，同时收入增速波动亦较为明显，基于短期指标构建估值框架并不合理。基于 SaaS 公司远期期望收入增速、客户 Gross Retention Rate、老客户贡献收入的运营利润率等核心指标假设，我们可相应测算出 SaaS 在稳定增长阶段的预期盈利水平、现金流水平等，从而基于远期视角构建估值框架具有理论上的合理性，且操作可行；2) 估值框架，我们基于 SaaS 企业市场格局、产品特性等，测算公司从当前时点进入稳定增长阶段所需时间周期，以及公司进入稳定增长阶段后的营收增速、FCF Margin 等财务指标。同时基于目前可比成熟 SaaS 公司的估值水平等确定公司稳定增长阶段的 P/FCF，并根据投资者自身能够接受的风险溢价折现回当前，从而确定 SaaS 公司合理估值水平。

- 后续关注问题：远期业绩测算、短期业绩&利率波动等。基于长周期视角的估值框架，能够有效规避基于短期指标的方法的不足，同时亦能够帮助投资者从另外一个角度，结合自身的期望回报水平，对企业当前估值隐含的长期成长性、盈利水平提升等形成更为客观的判断，但在具体应用过程中，仍需关注：1) 应用难点，SaaS 企业长周期业绩预测主要受到企业所处领域的市场竞争格局、市场空间等因素影响，通用软件需要更多关注产品复杂度、竞争格局的影响，而垂直行业&工具软件则需关注新产品、新业务领域拓展情况；2) 可能扰动，市场总是倾向于基于短期的数据做线性外推，以做出长周期的预测，因此在美股市场，由于并购、客户订单变化等带来的企业短期营收增速、FCF Margin 的波动，一般均会导致公司股价的大幅调整。SaaS 企业作为一种长久期资产，显然市场利率对投资者期望回报的影响，并最终对公司估值的影响，明显高于一般行业企业。今年以来，伴随美债利率的上行，BVP cloud 指数表现显著弱于同期的标普指数和纳斯达克指数。
- 风险因素：宏观经济波动导致企业 IT 支出不及预期风险；全球云计算市场发展不及预期风险；行业竞争加剧风险；云厂商数据泄露风险；企业核心技术、产品人员流失风险等。
- 投资策略：当前 SaaS 板块的持续高估值，主要缘于 SaaS 企业长周期相对更优的业绩确定性、成长性，以及运营效率持续改善的可能。考虑到短期估值方法的明显缺陷，我们引入了一种基于长周期视角的估值方法，该方法能有效规避基于短期指标估值方法的不足，并能结合投资者期望回报，给出当前企业估值隐含的中长期业绩增长预期，从而帮助投资者从长周期做出更为全面、客观的风险收益判断。我们认为 SaaS 仍将是中美科技产业中长期最值得关注的方向之一，各细分领域的龙头企业亦具有持续的配置价值。在美股市场，考虑到当前美债利率的波动，短期建议重点关注性价比突出的微软、Adobe、Salesforce、Service Now 等，以及 zoom、Snowflake、Twilio 等高成长个股。

表 1：重点关注公司组合

公司	代码	市值 (亿美元)	PS				营收 CAGR (2020-2023)
			2020A	2021E	2022E	2023E	
稳健组合：							
Microsoft	MSFT.O	18,694	13	11	10	9	13%
Adobe	ADBE.O	2,349	18	15	13	12	16%
Salesforce	CRM.N	2,036	10	8	7	6	19%
Service Now	NOW.N	998	22	17	14	11	26%
Autodesk	ADSK.O	627	17	15	12	11	15%
Workday	WDAY.O	619	14	12	11	9	17%
Veeva	VEEV.N	404	28	23	19	16	19%
高增长组合：							
Zoom	ZM.O	969	37	25	21	17	30%
Snowflake	SNOW.N	681	115	62	38	24	68%
Shopify	SHOP.N	1,417	48	35	26	19	36%
Atlassian	TEAM.O	552	34	28	24	20	20%
Twilio	TWLO.N	610	35	25	19	15	33%
Docusign	DOCU.O	397	27	20	16	13	30%
Okta	OKTA.O	300	36	28	21	17	29%
Datadog	DDOG.O	272	45	33	25	19	33%
Coupa	COUP.O	193	36	28	23	18	25%
ZoomInfo	ZI.O	188	39	41	22	18	31%

资料来源：彭博一致预期，中信证券研究部

## 目录

报告缘起 .....	1
<b>SaaS 企业持续高估值的根源 .....</b>	<b>2</b>
一种基于长周期视角的估值框架 .....	5
长周期估值框架下需要关注的问题 .....	8
风险因素 .....	11
投资策略 .....	11

## 插图目录

图 1: 美股 bvp cloud 指数动态 P/S 估值水平.....	1
图 2: 美股部分 SaaS 公司 PS (2021E) .....	2
图 3: 全球 SaaS 市场规模数据 (亿美元) .....	2
图 4: Salesforce 收入规模及同比变化 (亿美元) .....	3
图 5: ServiceNow 收入规模及同比变化 (亿美元) .....	3
图 6: Salesforce 年新增收入贡献结构 .....	3
图 7: Service Now 年新增收入贡献结构 .....	3
图 8: Salesforce 的 FCF 及 FCF Margin.....	4
图 9: Service Now 的 FCF 及 FCF Margin .....	4
图 10: 美股 IGV.ETF 涨跌幅表现.....	4
图 11: Salesforce 股价走势 (美元) (过去 10 年) .....	5
图 12: Service Now 股价走势 (美元) (过去 10 年) .....	5
图 13: 美股部分高增长阶段 SaaS 公司收入同比增速(2020) .....	5
图 14: 美股部分高增长阶段 SaaS 公司 FCF Margin(2020).....	6
图 15: 微软 FCF 及 FCF Margin (亿美元) .....	7
图 16: 微软 P/FCF 数据 (过去 10 年) .....	7
图 17: Salesforce 在全球 CRM 市场的份额.....	9
图 18: Veeva 的 FCF 及 FCF Margin.....	9
图 19: zoominfo 的 FCF 及 FCF Margin .....	9
图 20: Twilio 股价、收入增速相关性分析 .....	10
图 21: ZOOM 股价、收入增速相关性分析.....	10
图 22: Salesforce 股价表现 (美元) .....	10
图 23: Salesforce FCF Margin.....	10
图 24: 美股部分指数 2021Q1 涨跌幅表现 (%) .....	11

## 表格目录

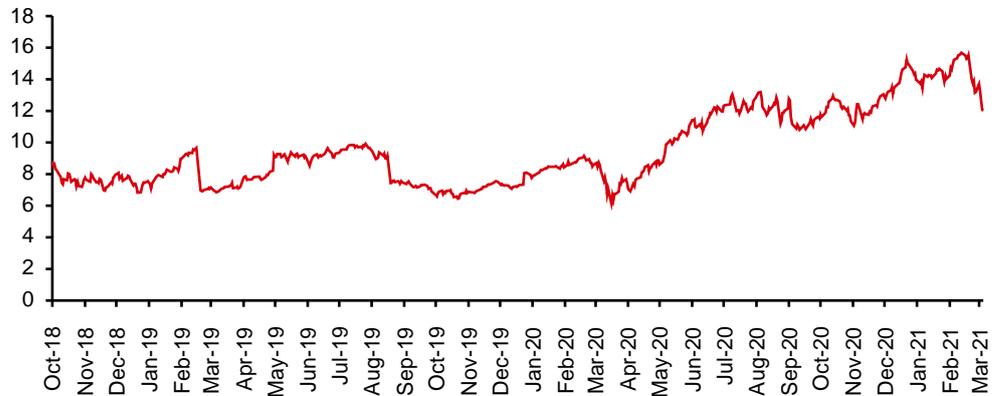
表 1: 重点推荐公司组合.....	2
表 2: 某 SaaS 公司运营利润率的量化测算 .....	6
表 3: 美股部分 SaaS 公司基于远期视角估值的量化测算 .....	8
表 4: 重点推荐公司组合.....	12

## 报告缘起

关于 SaaS 业务本身的诸多突出特性（业绩稳定性、持续成长性、经营效率等），我们在此前的系列报告中已经做了相对系统、充分的讨论，市场亦基本认同 SaaS 业务的基础产业逻辑。但在和投资者的广泛交流中，大家一直相对纠结的则是 SaaS 板块及大部分公司持续偏高的估值水平，例如即使剔除泡沫化相对明显的 2020 年，在 2020 年之前，美股 BVP 指数的动态 PS 水平一直都在 8X 以上，假定平均 15%~20% 的净利率水平，则对应 40~50X 左右的 PE 水平，同时目前大部分高成长 SaaS 企业的 PS（2021E）亦基本在 20X 以上。

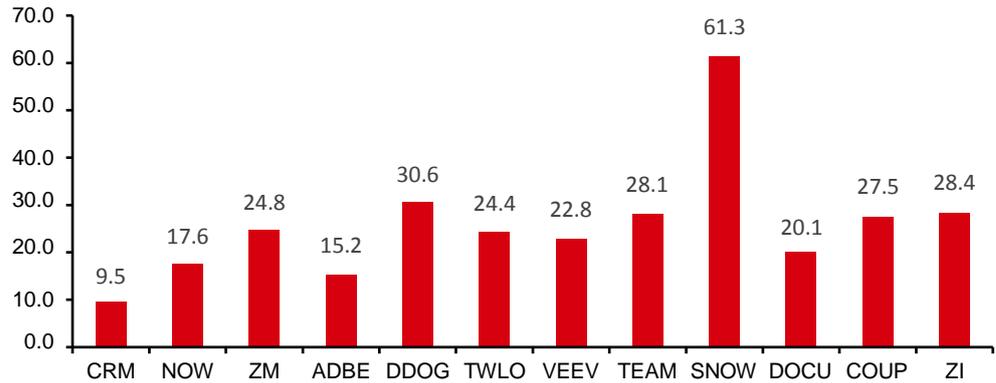
SaaS 企业的估值贵，显然并不是最近两年才出现的事情，在过去的数十年时间中持续存在，只是最近两年估值中枢伴随市场利率、流动性等出现进一步抬升而已。显然，长期来看，我们相信资本市场是足够聪明，且定价有效的，在本篇报告中，我们尝试从底层的产业逻辑和财务理论框架出发，就 SaaS 公司持续高估值的现象展开详细的探讨。我们报告的本意并非刻意当前的市场现象去寻找一种看似合理的牵强解释，这样的分析毫无意义，我们希望探讨持续高估值现象本身是否合理，是产业内在逻辑使然，还是市场阶段性狂热泡沫带来的定价错误，并最终帮助投资者针对 SaaS 企业形成更为有效的估值框架。

图 1：美股 bvp cloud 指数动态 P/S 估值水平



资料来源：wind，中信证券研究部

图 2：美股部分 SaaS 公司 PS（2021E）



资料来源：彭博一致预期，中信证券研究部

## SaaS 企业持续高估值的根源

**SaaS 产业当前发展阶段：**根据 IDC 统计数据，2020 年全球 SaaS 市场规模预计超过 1000 亿美元，而同期全球企业软件市场规模预计在 6000 亿美元左右，SaaS/软件行业整体比重预计在 20%左右，SaaS 行业整体仍处于早期快速发展阶段，而疫情后伴随企业数字化、云化进程的加快，我们预计行业整体增速有望较疫情前进一步加快。

图 3：全球 SaaS 市场规模数据（亿美元）

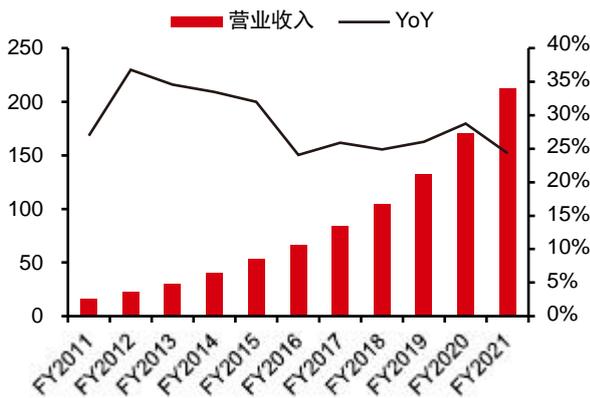


资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

**SaaS 企业财务特征：**在就 SaaS 公司持续高估值水平的合理性展开讨论之前，我们有必要理清影响一般科技企业估值水平的核心变量：业绩确定性、成长性，显然，我们在讨论企业成长性、竞争格局、利润率等指标的时候，基本上都指向上述两个指标。而回到 SaaS 企业本身，相较于传统软件企业的“新产品研发-上市销售-产品更新-上市销售”的商业逻辑，SaaS 企业的“客户获取-客户留存&付费-客户 up sell&cross sell”的业务模式能使得长周期的业绩成长性、盈利能力等指标变得更为优质，且可预期，叠加全球 SaaS 板块当前仍处于早期高速增长阶段，这共同构成了 SaaS 公司持续高估值的主要来源。

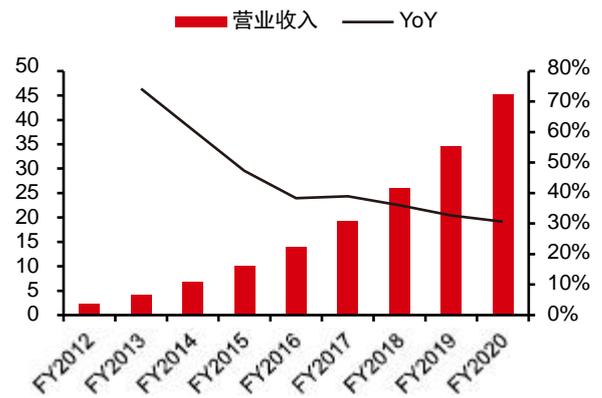
- 持续成长性：以典型企业 Salesforce、ServiceNow 为例，在过去十年，Salesforce 基本保持了 20% 以上的营收增速，而 ServiceNow 则保持了 30% 以上的营收增速，良好的客户黏性，持续的新增客户流入，以及既有客户收入贡献的不断提升，使得 SaaS 公司长周期持续成长性显著好于传统软件企业。
- 盈利能力提升：同样以 Salesforce、ServiceNow 为例，缘于其长周期营收增长方式的变化（老客户成为收入增长主要驱动力）带来的营销费用的自然降低，以及研发、管理的杠杆效应，在过去十年，Salesforce、ServiceNow 的 FCF Margin 分别逐步提升至 20%、30% 的水平，且处于持续提升通道当中。
- 业绩确定性：良好的客户黏性，以及营收增长方式的变化，使得 SaaS 公司中长期的营收变得更加确定和可预期，在过去十年，即使面对欧债危机，以及去年新冠疫情，SaaS 公司业绩波幅仍显著低于传统软件公司。同时业绩的稳定性、叠加自身运营效率的持续改善，亦使得 SaaS 公司的竞争格局持续向好，头部公司不断拉大和身后公司的差距，这亦反过来使得 SaaS 公司的业绩变得更具有确定性。

图 4：Salesforce 收入规模及同比变化（亿美元）



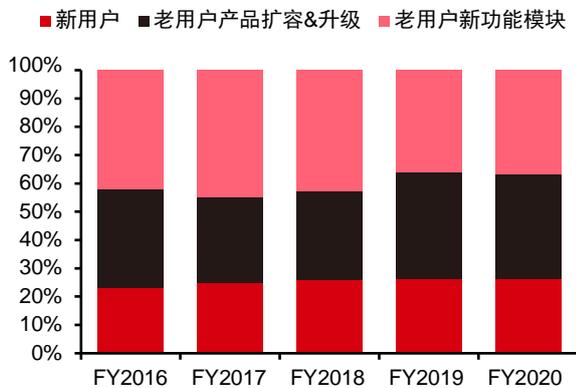
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 5：ServiceNow 收入规模及同比变化（亿美元）



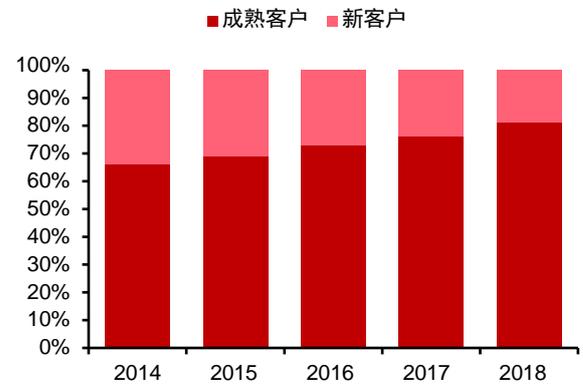
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 6：Salesforce 年新增收入贡献结构



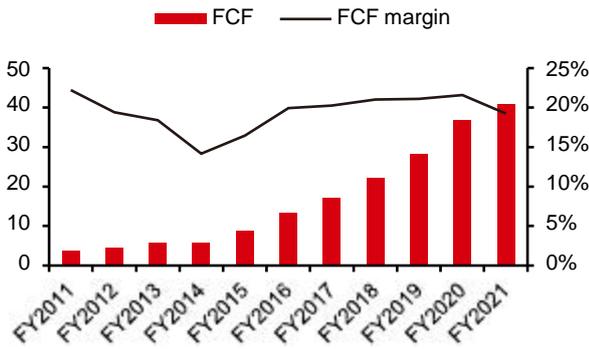
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 7：Service Now 年新增收入贡献结构



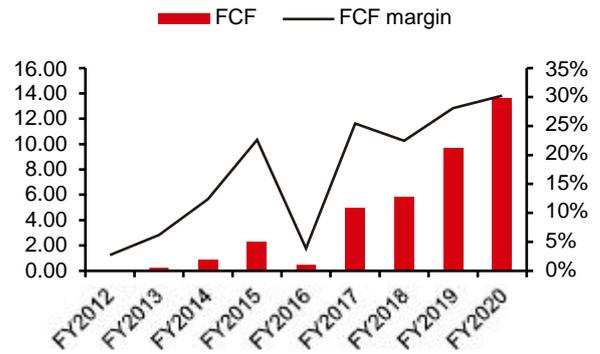
资料来源：彭博，中信证券研究部

图 8: Salesforce 的 FCF 及 FCF Margin (亿美元)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

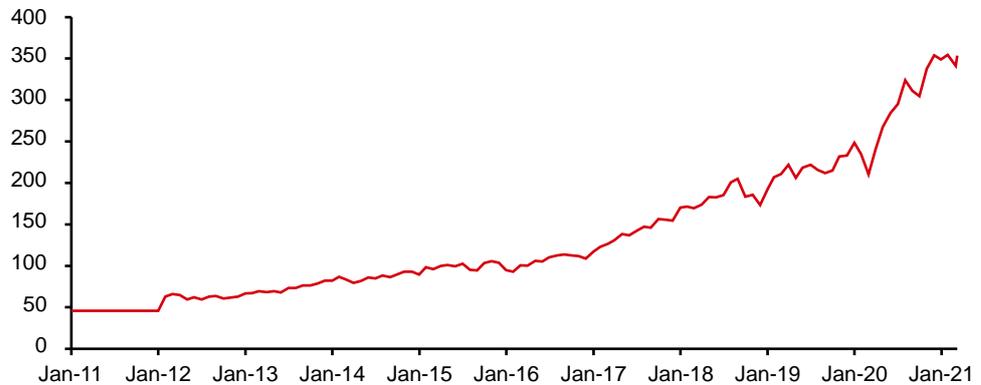
图 9: Service Now 的 FCF 及 FCF Margin (亿美元)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

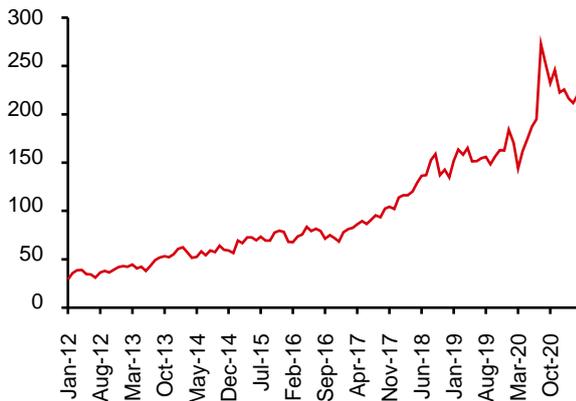
**SaaS 企业股价表现:** 正是缘于 SaaS 模式所带来的企业良好的业绩确定性, 以及持续成长性, 反映到股价层面, 我们看到美股 SaaS 板块和主要公司股价在长周期表现极为平稳, 少数明显的回调也主要是因为外部市场系统性风险传导所致, 而非行业或企业本身的因素。因此, 市场的纠结自然就可以理解了: 一边是板块及个股看似持续偏高的估值, 一边则是持续稳步向上的股价表现, 在此情形下, 尝试去捕捉良好的市场买点并不容易, 寄希望于系统性风险发生带来的板块回调亦属于小概率事件。

图 10: 美股 IGV.ETF 涨跌幅表现 (%)



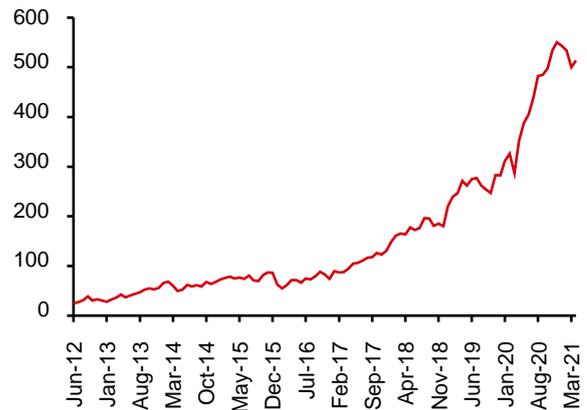
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 11: Salesforce 股价走势 (美元) (过去 10 年)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 12: Service Now 股价走势 (美元) (过去 10 年)



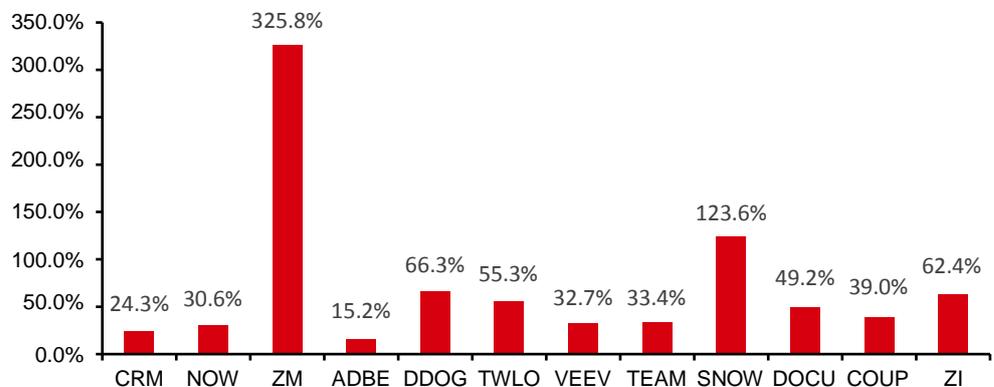
资料来源: 彭博, 中信证券研究部

## 一种基于长周期视角的估值框架

在本部分内容中, 我们将尝试结合 SaaS 企业的长周期财务特征, 以及目前所处发展阶段&业务策略取向等, 尝试构建一种相对合理、公允的估值方法&体系。显然, 基于时间维度, 任何的估值方法都可以分为短期视角、长期视角。而从目前 SaaS 产业整体所处发展阶段、SaaS 公司的典型财务特性来看, 基于短期视角的估值方法存在诸多缺陷和不足, 基于长期视角的估值方法可能更为合理。

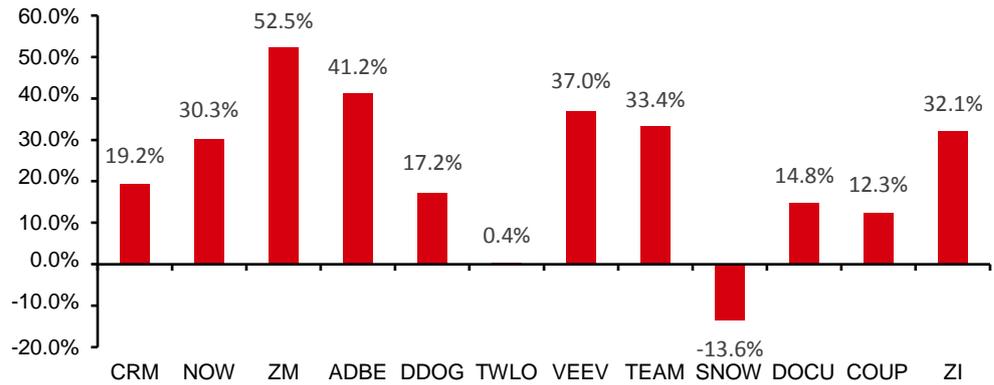
**短期视角:** 这是目前市场所主要采用的估值方法, 优点在于简单明了, 但缺点亦同样明显, 主要体现在: 1) 当前大多数 SaaS 企业仍处于早期高速增长阶段, 现金流、利润率指标均较差, 基本不具有参考性, 同时收入增速波动亦较为明显; 2) 考虑到现金流、盈利指标的受限, PS 成为最为可行的相对估值方法, 但显然 PS 作为估值方法本身并不严谨, 并不足以反映企业的经营本质 (利润、现金流), 同时 PS 水平如何确定, 本身缺乏内在的严谨逻辑作为支撑。

图 13: 美股部分高增长阶段 SaaS 公司收入同比增速(2020)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 14：美股部分高增长阶段 SaaS 公司 FCF Margin(2020)



资料来源：彭博，中信证券研究部

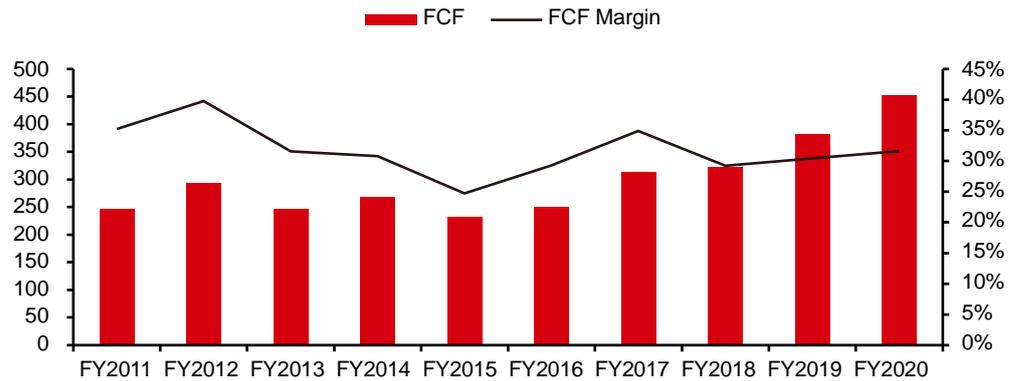
长期视角：在上文的分析当中，我们已经指出 SaaS 公司长周期业绩的稳定可预测性，而从 SaaS 本身的经营结构来看，我们认为，基于 SaaS 公司期望收入增速、客户 Gross Retention Rate、老客户贡献收入的运营利润率等核心指标假设，我们可以相应地测算出 SaaS 在稳定增长阶段的预期盈利水平、现金流水平等，从而基于远期视角构建估值框架具有理论上的可行性。以行业内最具有代表性的微软为例，我们看到最近几年，伴随 office 等传统软件业务转云的逐步完成，公司整体营收增速基本处于 10%~15%左右的期间，和行业整体增速基本持平，FCF Margin 基本稳定于 30%附近，并呈现持续小幅抬升。而从估值视角，最近几年，微软 P/FCF 基本处于 20~35X 之间，估值水平变化，更多反映了市场利率、流动性等市场宏观因素的影响。

表 2：某 SaaS 公司运营利润率的量化测算

主要指标	数字指标
<b>1、早期高速增长：</b>	
收入增速	80%
整体运营利润率	-16%
老客户 Gross Retention Rate	110%
老客户：新客户收入结构	110:70
老用户-运营利润率	25%
新用户-运营利润率	-80%
<b>2、稳态运营阶段：</b>	
期望收入增速	20%
老客户 Gross Retention Rate	115%
老客户：新客户收入贡献结构	115:5
整体运营利润率	21%

资料来源：中信证券研究部测算，注：数字仅为逻辑示意，不代表真实情形

图 15: 微软 FCF 及 FCF Margin (亿美元)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

图 16: 微软 P/FCF 数据 (过去 10 年)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

一种基于长周期视角的估值方法: 考虑到短期视角的局限性, 我们引入一种新的基于长期视角的估值方法, 这种方法主要操作逻辑如下: 1) 基于 SaaS 企业市场格局、产品特性等, 测算公司从当前时点进入稳定增长阶段所需时间周期, 以及公司进入稳定增长阶段后的营收增速、FCF Margin 等财务指标; 2) 基于目前可比成熟 SaaS 公司的估值水平等确定公司稳定增长阶段的 P/FCF, 同时根据投资者自身能够接受的风险溢价折现回当前, 从而确定 SaaS 公司的合理估值水平。这种方法的潜在优点在于, 能够有效规避基于短期指标的方法的不足, 同时亦能够帮助投资者从另外一个角度, 结合自身的期望回报水平, 对企业当前估值隐含的成长性、盈利水平等形成更为客观的判断:

- 有效规避短期估值方法的不足, 尽可能准确地反映企业远期的价值, 并逼近企业价值的核心 (利润、现金流);
- 类似于 DCF, 投资者亦可基于现有的估值, 以及自身所期望的投资回报率, 测算目前估值隐含长周期业绩增长预期 (收入增速、FCF Margin) 等。例如以表 2 中的 zoom 为例, 公司目前市值 950 亿美元, 假定 10 年后公司 FCF Margin 为 40%, 并进入稳定增长阶段, 投资者每年期望回报率为 15%, 并假定到 2030 年, 公司 P/FCF 和微软看齐, 则上述假定隐含的公司未来十年收入复合增速为 26%。

表 3: 美股部分 SaaS 公司基于远期视角估值的量化测算

公司	市值 (亿美元)	期望年回 报率 (%)	对应市值 (2030E, 亿美元)	假定 P/FCF (2030E)	对应 FCF (2030E)	假定 FCF Margin (2030E)	对应收入 (2030E, 亿 美元)	对应收入复合增 速 (2020~2030)
zoom	952	15%	3849.4	35	110	40%	275	26%
shopify	1,404	15%	5680.4	35	162	30%	541	34%
Snowflake	671	15%	2713.4	35	78	40%	194	42%
Atlassian	547	15%	2214.7	35	63	40%	158	26%
Veeva	401	15%	1623.1	35	46	45%	103	22%
Twilio	594	15%	2403.0	35	69	30%	229	29%
Docusign	397	15%	1606.4	35	46	40%	115	23%
Okta	298	15%	1204.1	35	34	40%	86	26%
Datadog	255	15%	1032.1	35	29	40%	74	28%
Coupa	186	15%	754.5	35	22	40%	54	26%
ZoomInfo	186	15%	751.7	35	21	50%	43	25%

资料来源: 彭博, 中信证券研究部测算

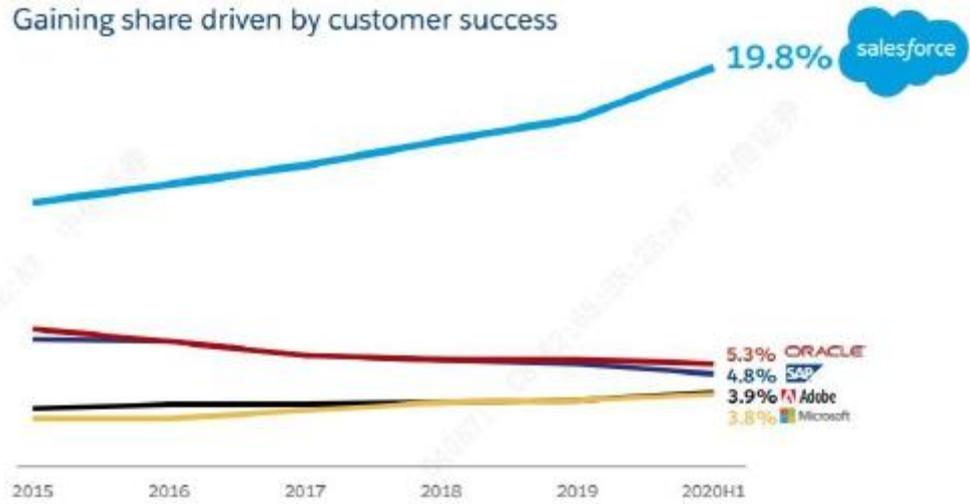
## 长周期估值框架下需要关注的问题

任何估值方法本身都有其合理的适用范围, 以及天然的局限性, 我们提出基于远期视角的估值方法本身亦如此, 其较好地规避了基于短期指标的估值方法的诸多缺陷, 并从另外一个视角帮助投资者明晰了预期回报对应的企业隐含业绩增速。但我们总结认为, 和所有的长周期估值方法类似, 在具体使用过程中, 亦需要关注一些潜在的问题&难点。

难点: 长期业绩预测。SaaS 企业长周期业绩的预测取决于企业所处领域的市场竞争格局、市场空间等带来的确定性和持续成长性。而竞争格局不同的通用软件、工具&垂直软件所需要关注的问题, 以及面临的预测难点显然并不一样。

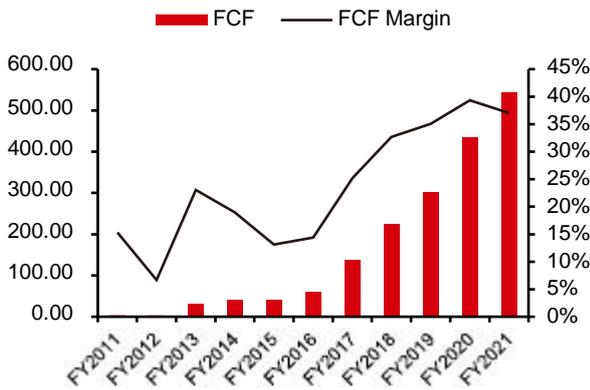
- **通用软件:** 典型以 Salesforce 为代表, 产品本身的复杂度导致销售、交付周期过长, 市场集中度提升速度缓慢, 企业亦需要持续面临激烈的竞争, 对于该类企业而言, 市场天花板足够高, 长期成长性较为理想, 但产品复杂度、竞争格局的分散导致企业成长性、盈利能力提升速度等存在不确定性, 成为长周期业绩预测的难点。
- **垂直&工具软件:** 以 Adobe、Veeva 等为代表, 相对通用软件, 产品逻辑相对简单, 可规模化快速复制, 竞争格局良好, 基本是一家独大或绝对垄断, 早期成长性、盈利能力较为突出, 但同时面临长期市场空间不足, 后期增长乏力的问题。对于该类企业, 长周期业绩的预测, 需要更多地结合他们在新产品、新业务领域的拓展情况。

图 17: Salesforce 在全球 CRM 市场的份额



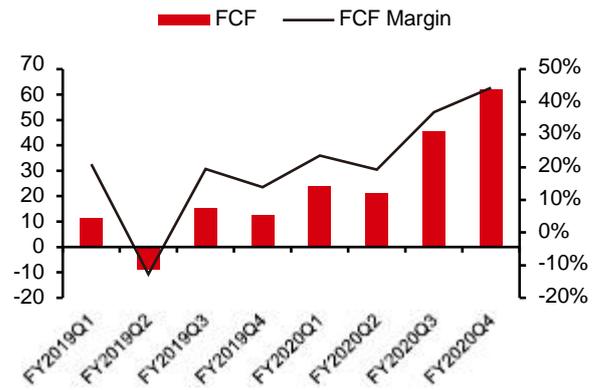
资料来源: Salesforce 财报

图 18: Veeva 的 FCF 及 FCF Margin (百万美元)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

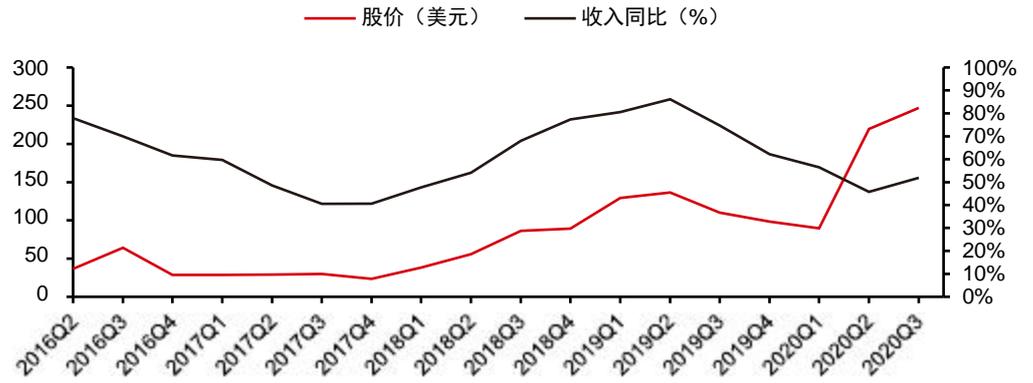
图 19: zoominfo 的 FCF 及 FCF Margin (百万美元)



资料来源: 彭博, 中信证券研究部

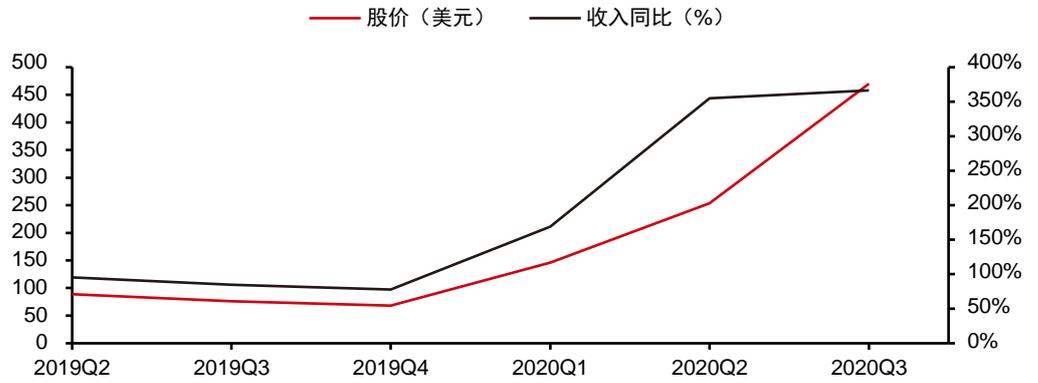
扰动: 短期业绩波动。我们总是习惯于放大短期的影响, 而忽略长周期的变化, 并倾向于基于短期的数据做线性外推, 以做出长周期的预测, 而 SaaS 企业本身的线性发展特征, 更是为我们进行类似的线性外推提供一定的思维基础。因此我们看到, 在美股市场, 由于并购、客户订单变化等带来的, 企业短期营收增速、FCF Margin 的波动, 一般均会导致公司股价的大幅调整。

图 20: Twilio 股价、收入增速相关性分析



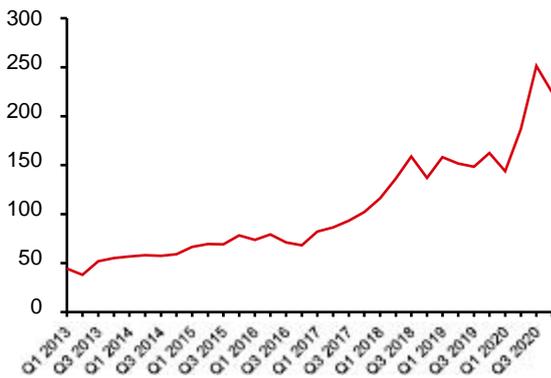
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 21: ZOOM 股价、收入增速相关性分析



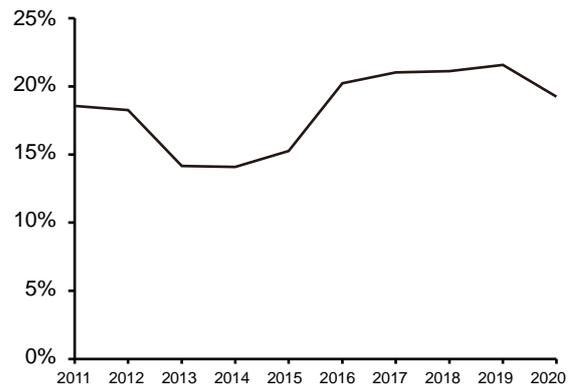
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 22: Salesforce 股价表现 (美元)



资料来源: wind, 中信证券研究部

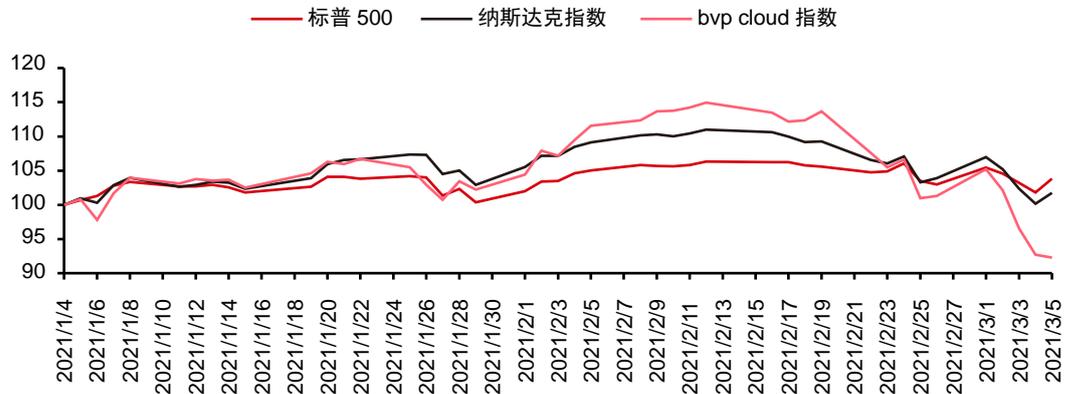
图 23: Salesforce FCF Margin



资料来源: wind, 中信证券研究部

扰动：利率波动。在基于长期视角的估值体系下，SaaS 企业作为一种长久期资产，显然市场利率对投资者期望回报的影响，并最终对公司估值的影响，明显高于一般行业企业。因此我们看到，今年以来，伴随美债利率的上行，BVP cloud 指数表现显著弱于同期的标普指数和纳斯达克指数。

图 24：美股部分指数 2021Q1 涨跌幅表现 (%)



资料来源：彭博，中信证券研究部

## ■ 风险因素

宏观经济波动导致企业 IT 支出不及预期风险；全球云计算市场发展不及预期风险；行业竞争持续加剧风险；云厂商数据泄露风险；企业核心技术、产品人员流失风险等。

## ■ 投资策略

当前 SaaS 板块及主要企业的高估值，主要缘于 SaaS 企业长周期相对更优的业绩确定性、成长性，以及运营效率持续改善的可能。考虑到短期估值方法的明显缺陷，我们引入了一种基于长周期视角的估值方法，该方法能有效规避基于短期指标估值方法的不足，并能结合投资者期望回报，给出当前估值隐含的中长期企业业绩增长预期，从而帮助投资者针对长周期风险收益做出更为全面、客观的评价。

整体而言，我们认为 SaaS 仍将是中美科技产业中长期最为值得关注的方向之一，各细分领域的龙头企业亦具有持续的配置价值。在美股市场，考虑到当前美债利率的波动，短期建议重点关注性价比突出的微软、Adobe、Salesforce、Service Now 等个股，以及 zoom、Snowflake、Twilio 等高成长个股。

表 4：重点推荐公司组合

公司	代码	市值（亿美元）	PS				营收 CAGR (2020-2023)
			2020A	2021E	2022E	2023E	
稳健组合：							
Microsoft	MSFT.O	18,694	13	11	10	9	13%
Adobe	ADBE.O	2,349	18	15	13	12	16%
Salesforce	CRM.N	2,036	10	8	7	6	19%
Service Now	NOW.N	998	22	17	14	11	26%
Autodesk	ADSK.O	627	17	15	12	11	15%
Workday	WDAY.O	619	14	12	11	9	17%
Veeva	VEEV.N	404	28	23	19	16	19%
高增长组合：							
Zoom	ZM.O	969	37	25	21	17	30%
Snowflake	SNOW.N	681	115	62	38	24	68%
Shopify	SHOP.N	1,417	48	35	26	19	36%
Atlassian	TEAM.O	552	34	28	24	20	20%
Twilio	TWLO.N	610	35	25	19	15	33%
Docusign	DOCU.O	397	27	20	16	13	30%
Okta	OKTA.O	300	36	28	21	17	29%
Datadog	DDOG.O	272	45	33	25	19	33%
Coupa	COUP.O	193	36	28	23	18	25%
ZoomInfo	ZI.O	188	39	41	22	18	31%

资料来源：彭博一致预期，中信证券研究部

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。