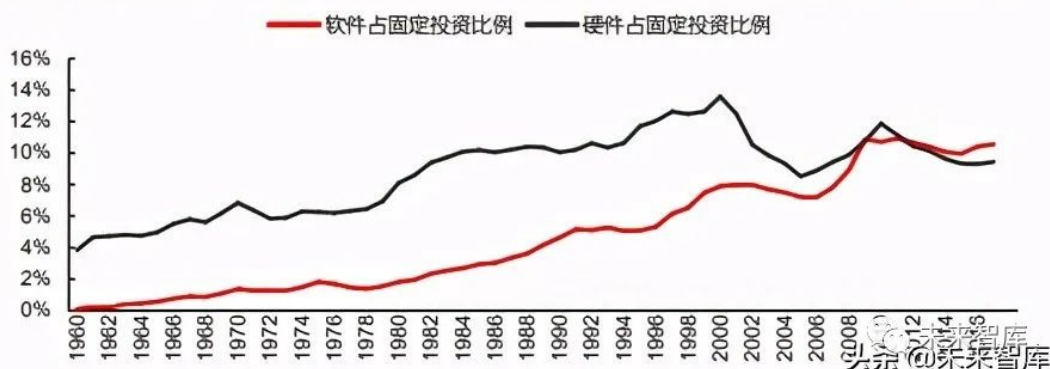


## 一、报告缘起

目前国内市场对于软件 SaaS 行业本身优异特性已基本形成充分的共识，也看到了近年来美股软件 SaaS 板块的良好表现，但当前国内市场偏弱的软件产业基础、优质上市软件 SaaS 公司的相对稀缺，以及行业本身似乎偏慢的发展节奏等，都成为当下资本市场主要的担忧和分歧点，因此理清国内软件 SaaS 产业长周期的发展逻辑，便显得紧迫且必要。

目前在云计算基础设施（IaaS+PaaS）领域，我们已经看到了国内、海外产业核心逻辑、发展趋势、竞争格局的基本趋同，在软件 SaaS 领域，我们相信类似的产业趋同逻辑大概率有望重现。在本篇报告中，我们将结合美国软件 SaaS 产业的长周期发展路径和趋势，并结合国内市场的特殊背景因素，就国内软件 SaaS 产业发展的诸多核心内容展开分析和探讨，主要包括：产业发展内在驱动力、产业演进路径、市场竞争格局变化等。

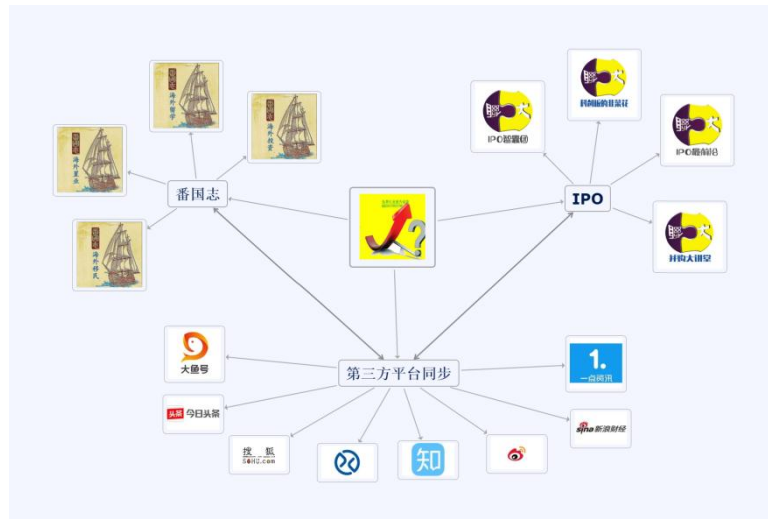
图 1：美国软件、硬件占企业固定资产投资比例



## 二、产业发展：国内软件 SaaS 产业正逐步进入发展快车道

美国软件产业发展内在支撑：作为全球软件产业发展的最前沿，美国软件产业的发展逻辑，尤其是带来行业增长关键拐点的核心触发因素，尤为值得我们思考和研究。从美国企业自身的 IT 投资结构来看，过去 20 年，自科网泡沫破灭以来，企业软件投资规模增速持续高于硬件板块，截至 2019 年底，软件在企业 IT 支出中的比重已经上升至 54.7%，而这一数字在 2000 年时仅为 36.8%。基于对宏观层面

行业研究报告，服务于财经领域，整合发布高质量的财经相关领域精品资讯，提供各行业研究报告和干货。我们以微信公众号为基础，覆盖第三方平台为财经相关领域从业群体提供高质量的免费资讯信息服务。



### 我们的优势：

高质量的内容生产模式、多平台覆盖的整合营销服务、超百余万的高净值人群粉丝、专业、稳定的管理与团队。

### 旗下的矩阵号：

行业研究资本、行研资本、行研君、IPO 智囊团、IPO 最前沿、并购大讲堂、科创板的韭菜花、海外投资政策、海外置业政策、海外留学政策、海外留学、全球海外移民政策、番国志。

### 扫码关注公众号：



行研君



IPO 最前沿



全球海外移民政策

报告索取请加：report08      商务合作请加：report998

诸多因素的分析，我们认为，过去 20 年美国软件产业本身的高速增长，可主要归类为如下因素：

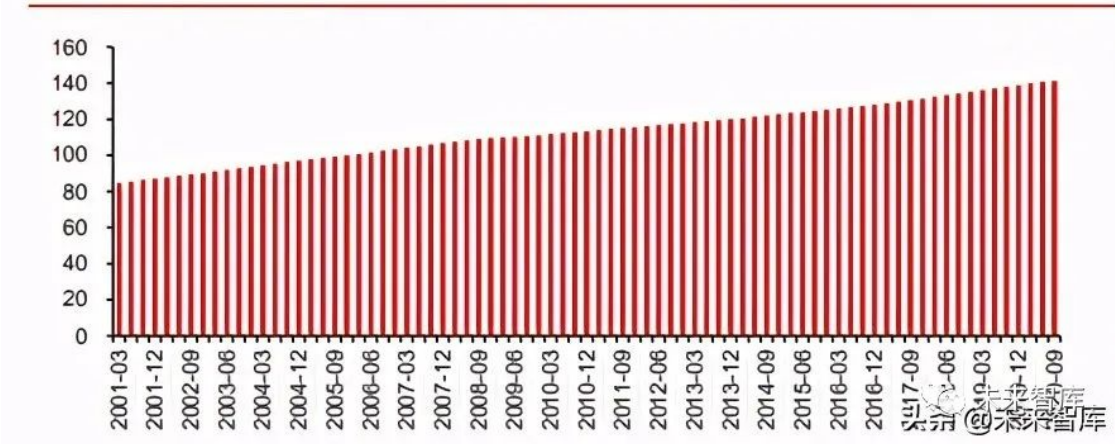
IT 基础设施完善：硬件的标准化、软硬解耦，摩尔定律推动下硬件成本持续走低等，使得 IT 基础设施在欧美企业内部实现了快速的普及，叠加硬件性能的不断 提升等，共同为软件产业的发展提供了最为基础的支撑。

宏观经济减速：过去 30 年，美国经济增长中枢逐步从早期的 4%~5%左右下探至 2%~3%的水平，宏观经济减速带来的存量经济结构特征，客观上亦带来企业市 场集中度的不断提升，以及头部企业借助信息化手段提升自身运营效率的客观诉 求，软件自然成为企业 IT 支出的核心受益者之一。

经济结构调整：过去 20 年，美国宏观经济中上游原材料、制造业等占比不断下 降，同时服务业占比相应提升，使得企业借助信息化手段实现复杂业务流程衔接、 企业内外交互等的诉求相应提升。

劳动力成本上行：过去 20 年，美国劳动力成本指数持续上行，从早期的 80 上行 至当前的 140 左右，人工薪资成本的不断增加，叠加强工会保护下企业人员招聘 成本的不断上行，使得企业越来越倾向于借助投资软件等技术手段，来实现劳动 力成本的有效缩减和控制。

图 8：美国单位劳动力报酬指数



当前国内软件产业发展面临的宏观环境：我们总结发现，目前国内整体宏观环 境和本世纪初的美国市场较为相似，主要体现为：宏观经济从高速增长进入平稳 增长阶段、人口红利逐步消失&劳动力成本加速上行等，同时叠加政策、法律等层 面系列利好因素的支撑，我们看好国内软件产业中长期的发展前景：

宏观经济增速：目前国内经济正从过去的高速增长，逐步进入平稳增长阶段，经济增速中枢的下移，以及由此带来的存量经济结构特征，将使得国内企业借助信息化手段提升自身运营效率的客观诉求不断提升。同时，我们看到，伴随宏观经济结构的持续优化，服务业占比的不断提升，亦将进一步提升对软件采购的需求。

劳动力成本上行：类似于 20 年前的美国市场，人口红利的逐步消退，社会平均工资水平的不断上移，均使得企业人工成本不断上行，并不断推动企业通过技术层面的投资，以优化自身的人力成本结构。

其他支撑因素：伴随科技产业发展从过去的全球化分工下的单纯追求效率到当前的兼顾“自主可控”，政策端的倾斜、信创产业的倡导，有望使得国内软件企业面临的经营环境较过去出现显著改善，叠加国内庞大的内需市场，以及知识产权保护等相关立法的不断完善，我们持续看好国内软件产业中长期发展前景。

### 三、演进逻辑：预计和欧美市场基本相似

美国软件 SaaS 产业发展顺序：以过去 30 多年美国每年新上市的软件企业为分析蓝本，叠加技术周期、宏观经济等因素的影响分析，我们总结发现，美国软件 SaaS 产业的发展，基本遵从了如下发展路径，而这本身也较大程度体现了软件产业的本质，那就是通过和具体的企业商业逻辑、应用场景相结合，帮助企业创造实际价值。

产品形态：从应用软件到基础软件。美国第一家 SaaS 公司 Salesforce 从 1999 年开始起步，当时美国底层云计算基础设施尚未起步，因此早期的 SaaS 产品，更多聚焦于行业&场景应用层面的创新，以 Salesforce、workday 等为代表。而伴随云计算基础设施的不断普及和完善，充分融合底层云计算资源弹性而带来的基础软件云化，成为最近数年美国软件 SaaS 产业发展的主要方向之一。

产品功能：前端、后端产品并行发展，但前端产品预算优先级显然更高。美国企业对提升自身经营效率，以及劳动力成本降低的迫切诉求等，推动前端提升企业生产力的 CRM、通信，以及后端服务于内部管理的财务、HRM 等系统的需求几乎同时发生。但我们同时亦发现，在宏观经济波动的时候，例如去年的新冠疫情，企业亦倾向于保留前端软件产品的预算，而相应压缩&降低后端软件产品的采购需求，比如去年 Salesforce、workday 截然不同的业绩表现等。

应用领域：从金融、电信、科技等向其他领域渗透。软件的本质在于服务企业具体的业务流程、应用场景，因此软件在不同行业的渗透水平、市场空间等，主要取决于行业本身的数字化水平、业务流程复杂度、行业竞争激烈度、行业自身的

购买能力等，基于这一逻辑，我们自然能够理解，很多软件产品总是最先在金融、电信、科技等领域获得落地和发展，并逐步向其他行业扩展的内在原因。



国内软件 SaaS 产业发展路径推演：在大的产业方向上，我们预计国内软件 SaaS 市场的演进路径，大概率会和过去 20 年的美国市场基本相似：

产品形态：目前国内云计算市场仍处于早期快速增长阶段，我们判断国内 IaaS+PaaS 的发展较同期欧美市场滞后 4~5 年左右，因此短期软件 SaaS 产业的方向将更多聚焦于应用软件领域，而伴随云计算基础设施的不断完善和成熟，进而向基础软件领域进行延伸，同时考虑到国内本身偏弱的软件产业基础，这一趋势短期预计将更为明显。

产品功能：国内企业短期偏弱的付费意愿和能力，以及人口红利的尚未完全消逝，叠加企业内部偏弱的业务流程，这都决定了，短期能够帮助企业增加销售额、获取用户的软件产品可能更受欢迎，而优化内部业务流程、降低一般劳动力的诉求短期预计较为有限，这一点可能较欧美市场存在一定差异。

行业领域：结合行业业务流程复杂度、盈利能力等关键维度，我们相信，中短期国内市场软件需求仍将主要集中于金融、科技、电信等领域，以及当前宏观政策积极支持&引导的零售、物流、制造、政务等领域。



## 四、市场格局：大概率呈现云厂商+第三方软件厂商分工协作情形

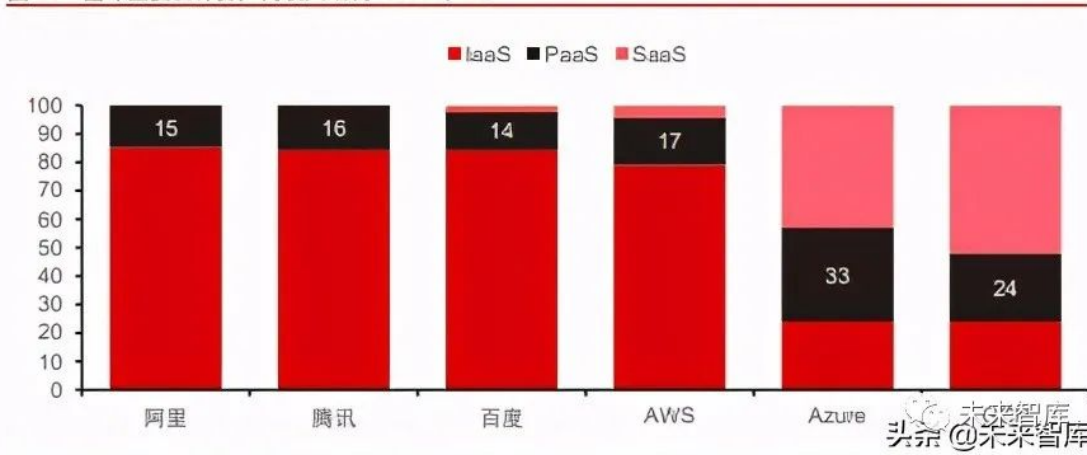
美国软件 SaaS 市场格局：考虑到 SaaS 本身极强的用户粘性、持续改善的运营效率，以及良好的产品&用户延伸能力等，该行业板块天生会带来极高的市场集中度。但我们看到，目前在美国市场，行业上市 SaaS 公司已经达到数百家，主要参与者包括：云计算巨头、传统软件巨头、新兴 SaaS 厂商等，行业整体呈现百花齐放的格局。究其背后的根源，我们尝试总结为如下两个方面：

软件应用多样性：缘于需要和企业具体的业务、应用场景相结合，软件本身在产品形态、功能定位等层面存在诸多差异，产品规模化特性显著弱于底层的 IaaS 和 PaaS。

雄厚产业基础：美国作为全球软件产业发展的最前沿，本身在软件领域具有长时间的积累，和雄厚的产业基础，而 SaaS 本身更多是针对传统软件的替换和扩展，大量新兴 SaaS 公司的创始人亦基本来自于传统软件巨头，或 Salesforce 等老牌 SaaS 厂商，在软件领域具有长周期的深厚积累，叠加软件本身和企业业务深度融合带来的产品多样性，软件巨头、云计算厂商很难借助资本、客户层面的优势实现碾压，因此我们看目前 AWS 收入仍主要以 IaaS 为主，辅以一部分的 PaaS，在 SaaS 领域几乎没有太多存在感。

规范法律监管：在欧美市场严格的法律监管框架下，头部厂商在应用捆绑销售、免费策略等非常规市场竞争策略时需要极为谨慎，市场整体竞争环境较为有序。同时虽然 SaaS 使得既有厂商面向存量客户不断销售新产品&功能模块极为便利，但大量、标准化的 API 接口，亦使得软件企业均面临同样的市场机遇，最终导致市场总是倾向于选择“best of breed”而非头部厂商的一体化解决方案。

图 14：全球主要云计算厂商收入结构（2019，%）



即使在产业百花齐放的格局下，我们看到美国软件 SaaS 产业局部环节仍在发生一些明显的变化，主要体现在：1) 基础软件领域，考虑到显著优于应用软件的产品通用属性，当前云计算公司正借助 IaaS 层资源优势、客户基础、技术&资金优势等，在这一领域进行积极布局，并相应挤压传统软件厂商的市场份额。例如在数据管理软件市场，我们看到，借助云计算业务优势，目前微软已经取代甲骨文，成为全球最大的数据管理软件厂商，同时 AWS、谷歌、阿里巴巴等云计算巨头亦在这一领域不断挤占甲骨文、IBM、SAP 等传统厂商的市场份额；2) 应用软件领域，SaaS 本身在产品&客户层面的良好延伸性亦在持续发挥作用，例如微软通过 office 和 teams 的深度融合，最终迫使 slack 出售给 Salesforce，Salesforce 亦借助客户层面的优势，以及不断的并购，不断巩固自身在 CRM 领域的领先地位。

国内软件 SaaS 市场竞争格局分析：软件产业基础薄弱、云计算公司扮演重要角色（自研通用软件，企业数字化水平偏低，应用软件领域和第三方企业合作），国内互联网巨头的流量思维、同时行业 know how 的匮乏、同时产品差异化诉求。

国内软件 SaaS 市场竞争格局分析：我们相信，相较于美国软件 SaaS 市场的百花齐放，考虑到国内偏弱的软件产业基础、云计算厂商的激进布局等，国内市场竞争格局预计最终会较美国市场存在显著差异，主要分析逻辑&推导结论如下：

国内软件产业基础：在过去较长时间周期里，缘于偏弱的付费意愿、较低的企业数字化水平等，国内软件产业整体发展相对缓慢，国内亦没有出现类似于甲骨文、SAP 等世界级的软件企业。同时相较于国内软件企业，阿里、腾讯等云计算巨头则借助消费互联网领域的成功，在资金、技术、人才等层面形成了绝对的优势，叠加消费互联网本身固有的流量思维，这将使得国内云计算巨头极为重视在线办公等应用软件市场，而这些产品领域行业通用性强，不要求过多的行业 know how 能力，亦能较大程度发挥他们的规模优势。

云厂商推动产品差异化诉求：当前国内云计算厂商整体产品同质化程度较高，依赖于底层简单的 IaaS，并不足以构建长周期的客户黏性，以及差异化定价能力。因此，向 PaaS 层进行延伸将成为一种必然的产品策略，而这亦能从当前阿里云、腾讯云丰富的 PaaS 能力布局、较高的研发强度上得出类似的结论。同时考虑到国内偏弱的软件产业基础，以及基础软件领域相对较弱的理论和工程实践积累，我们预计云计算厂商、科技巨头中长期亦有望在国内基础软件市场扮演核心主导角色。

云厂商对产业生态的培育：国内企业偏弱的数字化水平，亦意味着国内云厂商很难像欧美云厂商一样，直接向下游客户推销云计算基础设施，对于国内大多数客户而言，一体化的解决方案更可能成为接受的对象。在上述情形下，云计算巨头+第三方软件厂商的结合便成为一种客观上的必然，因此我们看到最近数年来，阿里云、腾讯云不遗余力的发展软件生态、SaaS产业联盟等。而这些举措，亦有望较大程度上推动国内软件产业本身的发展，同时我们相信，在ERP、财务等诸多和行业深度融合，对行业 know how 要求较高的领域，云计算厂商既有优势亦较难发挥，第三方厂商仍将扮演核心角色。

图 17：AWS、阿里云盈利能力对比（亿美元）



## 五、效率提升：产品标准化提升&功能扩展、营销渠道优化等

美国软件 SaaS 企业效率提升路径：相较于传统软件，SaaS 除了良好的业绩确定性，经营效率层面的持续改善亦是主要特征之一，基于对美股主要上市 SaaS 企业的长周期跟踪和研究，我们发现，美股软件企业实现经营效率改善的主要方式&路径，可主要归类为如下：

营销效率提升：land and expand。相较于传统软件对代理分销渠道的过度依赖，SaaS 企业奉行“land and expand”的基本策略，前期更多依赖于免费试用、口碑传播等方式提升产品知名度，并扩大用户基础，后续通过 upsell、crosssell 等方式不断提升单位客户的价值贡献。同时在长周期过程中，亦通过构建直销、数字销售、分销等多层次稳定渠道体系，以实现营销效率的最大化。



老客户 **upsell&crosssell**：长周期来看，主要依赖于老客户的营收增长模型，使得 SaaS 企业的新客户营销费用占比持续降低，同时产品研发亦将更有效率，最终体现为长周期 SaaS 企业综合运营费用率的持续降低，特别是企业进入稳定增长阶段之后。而面向老客户的 **upsell&crosssell**，更多依赖于新产品&功能模块的不断导入，而通用、垂直&工具软件厂商在产品扩展层面，均形成了各自完全不同的发展思路。

产品标准化程度提升：借助标准化的产品，以降低产品的后期交付复杂度&交付周期，同时缩短产品销售周期，亦是 SaaS 公司是效率提升的主要来源之一，例如，我们看到，轻量级产品为主的 zoom、Veeva 等，较产品复杂的 Salesforce、Service Now 等，长周期具有更高的盈利能力和 FCF Margin。同时较高的产品标准化程度，亦有助于加快所在领域市场集中度提升速度，并最终带来企业定价能力的进一步提升。

图 22: Salesforce 的两层产品架构



国内软件 SaaS 市场启示：我们相信，在企业长周期经营效率提升方面，考虑到软件产业内在逻辑的一致性，美国软件企业将为我们提供良好的参考，主要体现在如下层面：

销售渠道：重视“land and expand”策略，注重线上数字化渠道、口碑营销等高效率方式的运用，同时针对头部大企业客户，构建直销渠道，实现长周期客户价值的维系和实现，并最终构建单位人效稳定的高效率销售渠道体系。

产品标准化：借助良好的技术架构设计、业务逻辑封装实现的标准化产品，能够显著加快产品销售速度，并降低后期交付复杂度，缩短产品交付周期，是软件企业长周期运营效率的主要来源。对于通用软件而言，软件架构分层+行业解决方案下沉是潜在的可行路径。

产品扩展：作为聚焦垂直行业软件&工具软件面临的主要问题，平台化的产品思维，统一业务、数据平台的搭建带来的平台+场景应用的产品结构，有助于显著降低软件产品后续的功能扩展难度，并能较大程度提升客户黏性。

## 六、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；企业关键技术、销售人才流失风险；企业数据安全、用户隐私风险等。