

投资评级：推荐（维持）

分析师

周伟佳 CFA, ACCA 0755-83516551

Email:zhouwj@cgws.com

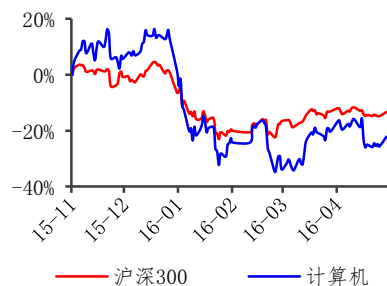
执业证书编号:S1070514110001

研究助理于威业对本次报告亦有贡献

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	16E	17E	16E	17E
用友网络	0.24	0.28	83.67	71.48
华宇软件	0.51	0.73	37.30	26.25

行业表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<加码互联网业务，三轮驱动助增长——用友网络(600588)公司动态点评>>2016-03-20

# 企业级 SaaS 市场黄金投资期来临，关注五大投资要素

——计算机行业深度报告

投资建议

阿里巴巴聚焦企业级 SaaS 服务，2015 年初上线的“钉钉”目前企业用户数已突破百万；腾讯 2014 年推出“微信企业号”之后用户数已突破 60 万，并于 2016 年 4 月上线“企业微信”独立 app。巨头的争相布局将整个企业级 SaaS 市场推向了风口浪尖，掀起了新一轮投资热潮。企业级 SaaS 服务相较于传统软件具备降低公司软件安装、硬件投入、维护、人力等成本，提升公司经营管理效率的优势，成为未来企业信息化发展的必然趋势。面对中国企业级 SaaS 市场未来的千亿空间，由于当前经济下行压力仍存、人力成本迅速攀升、市场具备认知基础以及 IT 基础设施趋于成熟，目前已经进入黄金投资期。但针对各细分领域的 SaaS 化速度和竞争格局不同，应当区别对待不同细分领域，我们认为当前应当更加注重 CRM、B2B、HRM、BI、法律、财税领域的投资机会。同时，根据产品、营销、服务、盈利模式、客户粘性五大要素筛选优质标的。重点推荐用友网络(600588)和华宇软件(300271)。

要点

- **阿里、腾讯争相布局，将企业级 SaaS 市场推向风口浪尖。** 伴随阿里巴巴财报公布，阿里钉钉取得的巨大成功浮出水面，上线不到一年时间已拥有百万用户。2016 年，阿里与腾讯围绕企业级 SaaS 的巨头之战进一步升级，腾讯的“企业微信”独立 app 于 4 月正式上线。巨头的争相布局将整个企业级 SaaS 市场推向了风口浪尖，掀起了新一轮投资热潮。
- **中国企业级 SaaS 市场发展滞后美国，空间至少可达千亿。** 美国企业级 SaaS 市场与进入成熟阶段，但竞争格局仍比较分散，存在大量的创业和投资机会。中国企业级 SaaS 市场发展相对美国滞后，处于快速发展阶段，市场规模上看仅为美国的 2% 左右，虽然由于企业认可度、付费意愿和人力成本的差异，当前的市场规模较小具有一定的合理性，但随着这些差异的逐步缩小，中国企业级 SaaS 市场未来至少是千亿级空间。
- **企业级 SaaS 服务能够为企业创造价值。** 究其本质，企业级 SaaS 作为一种服务之所以可以赚钱，就是因为它能够为企业创造价值。相较于传统软件，企业级 SaaS 服务最核心的竞争力就是可以降低公司软件安装、硬件投入、维护、人力等成本，提升公司经营管理的效率。
- **四大原因决定目前正是企业级 SaaS 市场的黄金投资期。** 我国经济下行压力仍存，企业将更加注重成本与效率，正是企业级服务推广的大好时机；人力成本迅速攀升，企业级服务提升效率所创造的价值呈上升态势；

市场酝酿期将会少于美国，未来五年内便有可能产生估值突破 500 亿人民币的巨头；IT 基础设施趋于成熟，企业级服务具备发展基础。

- **区分对待细分领域投资机会。**IM、OA 领域是最先 SaaS 化的领域，但该领域被阿里、腾讯两大互联网巨头深度介入，上市公司和创业公司难以取得竞争优势；CRM 领域，仍存在大量机会，有望成为未来快速 SaaS 化并且变现机会最大的领域；B2B 交易领域，SaaS 服务商可提供帮助决策交易的数据增值服务，具有较高的价值和较广的客户群体，并且有望形成按照次数收费的盈利模式；HRM、BI、法律、财税等领域，是 SaaS 化进程的第二梯队，格局雏形未定，具有充足的想像空间；ERP、SCM 领域，SaaS 化率较低，发展速度虽慢但未来空间巨大。
- **关注五大投资要素，筛选优质标的。**企业级 SaaS 市场同其他“互联网+”市场类似，面临着十分激烈的竞争。参考国内外案例，我们认为企业如果能在竞争中胜出，那么它必须在**产品、营销、服务、盈利模式、客户粘性**这五大要素上具有明显的优势。
- **重点推荐标的：用友网络、华宇软件。**用友网络（600588）的企业级服务业务 2015 年已实现收入 8695 万元，同比增长 11,360.1%，企业客户数超过 80 万家，较 2014 年年末增长 436.6%，达成公司此前的业务规划，目前已推出易代账、会计家园、电商通等产品，形成多元化服务体系，是 A 股企业级服务的领军企业。**华宇软件（300271）**大力转型云服务商，此次募集的 10.7 亿元中，2.8 亿元投向云研发产业化项目，建设期为三年，项目完成后公司将具备云研发及产业化平台，以云计算、SaaS、PaaS 层核心业务研发为主线，助力法院、检察院、食品安全等领域的业务数据整合，提升整体解决方案能力，同时公司的“诉讼无忧”云平台率先尝试司法 SaaS 服务，具有先发优势，未来发展可期。
- **风险提示：**国内企业认可度的提升低于预期；激烈的同质化竞争减缓变现速度。

## 目录

1. 先谈阿里“钉钉”——用户破百万，掀起企业级 SAAS 革命 .....	5
1.1 不到一年时间即成为国内领先的企业级服务平台 .....	5
1.2 四大关键词：契合需求、开放平台、注重安全、合理营销 .....	6
1.3 未来有望形成多样化盈利模式 .....	10
1.4 与腾讯的巨头之战进一步升级，未来胜负仍存较大变数 .....	11
2. 行业独角兽案例专题分析 .....	13
2.1 salesforce——CRM 解决方案领域的全球领导者 .....	13
2.2 纷享逍客——中国企业级 SaaS 创业龙头 .....	16
3. 中国企业级 SaaS 市场发展滞后美国处于快速发展阶段，空间至少可达千亿 .....	21
3.1 美国企业级 SaaS 市场进入成熟阶段，但仍居有大量机会 .....	21
3.2 中国企业级 SaaS 市场处于快速发展阶段，未来前景广阔 .....	22
4. 中国企业级 SAAS 市场进入投资黄金期，关注五大投资要素 .....	26
4.1 企业级 SaaS 服务能够为企业创造价值 .....	26
4.2 云计算技术兴起打开 SaaS 市场，多租户技术是实现 SaaS 服务的核心 .....	27
4.3 为什么说当前就是中国企业级 SaaS 的黄金投资期？ .....	29
4.4 区分对待细分领域投资机会，关注五大投资要素 .....	31
4.5 推荐标的——用友网络、华宇软件 .....	32
风险提示 .....	34

图表目录

图 1: 钉钉+蓝凌提供一体化的移动办公平台 .....	7
图 2: 钉钉 C++战略 .....	8
图 3: 钉钉的重要生态合作伙伴 .....	8
图 4: 阿里云安全生态圈 .....	9
图 5: “钉钉”平台继承阿里云安全技术成果 .....	9
图 6: “钉钉”的挑衅广告 .....	11
图 7: “企业微信”休息功能图示 .....	13
图 8: “企业微信”回执消息功能图示 .....	13
图 9: Salesforce 2005-2015 年营收及销售费用情况 .....	15
图 10: Salesforce 2015 年收入构成 .....	15
图 11: “纷享逍客”与“慧聪网”合作模式 .....	19
图 12: “纷享逍客”广告图 .....	19
图 13: 美国 SaaS 服务发展历程 .....	21
图 14: 中国 2009-2015 年平均月薪（单位：元） .....	24
图 15: 企业级 SaaS 服务分类图 .....	25
图 16: 2014 年中国企业级 SaaS 市场各细分市场份额 .....	25
图 17: SaaS 产品用户类型及服务 .....	25
图 18: SaaS 为企业创造价值 .....	27
图 19: SaaS 技术发展历程 .....	28
图 20: 中国部分经济指标走势图 .....	30
图 21: 中国 IDC 市场规模走势图 .....	30
图 22: 混合云成为云计算的重要部署方式 .....	32
图 23: 用友网络发展规划目标 .....	33
图 24: 华宇软件司法业务布局 .....	34
表 1: 阿里钉钉发展历程 .....	5
表 2: 阿里钉钉特色功能 .....	6
表 3: “微信企业号”与钉钉的主要差异 .....	12
表 4: Salesforce 主要产品及定价 .....	14
表 5: 纷享逍客发展历程 .....	17
表 6: 纷享逍客核心功能 .....	18
表 7: 纷享销客产品价格 .....	20
表 8: 美国部分企业级 SaaS 上市公司（数据截至 2016 年 4 月 20 日） .....	21
表 9: 中美 SaaS 市场部分特征对比 .....	23
表 10: 中国企业级 SaaS 市场分类 .....	24
表 11: 一级市场对 SaaS 产业的部分投资 .....	26
表 12: SaaS 与传统软件优劣对比 .....	27
表 13: 多租户技术的主要难点及可选方案 .....	28
表 14: SaaS 平台搭建的主要难点 .....	29
表 15: 用友网络旗下主要 SaaS 平台 .....	33
表 16: 布局企业级 SaaS 服务的其他上市公司 .....	34

# 1. 先谈阿里“钉钉”——用户破百万，掀起企业级 SaaS 革命

## 1.1 不到一年时间即成为国内领先的企业级服务平台

企业级 SaaS 作为“互联网+”时代的创新办公方式，随着“互联网+”思维被逐渐接受，近年来已成为最火的投资和创业领域，巨头之战也随之打响。阿里巴巴在“来往”app 碰壁后，从个人社交领域转战企业社交办公领域，自 2014 年初就筹划启动“钉钉”的开发，向腾讯的“微信企业号”发起挑战。

“钉钉”最初被定位于一款企业 IM 应用产品，经过团队和生态伙伴的共同努力，现已成为一个具有企业沟通和协同办公功能的运营平台。“钉钉”推行合作共赢的发展战略，已形成的生态伙伴包括蓝凌软件、红圈营销、孚盟软件、百旺金赋、tower 等企业 SaaS 领域的领先企业，实现“钉钉”与多种类的企业 SaaS 服务对接融合，成为贴近企业需求、功能全面的企业级 SaaS 平台。

2016 年 1 月 28 日晚间，阿里巴巴正式发布 2016 年度财报，据披露，截至 2015 年末钉钉的企业客户数量已经超过 100 万家，其中还包括了云锋基金、复星集团、优酷土豆、统一企业、汽车之家、分众传媒等大型企业。自 2015 年 1 月正式发布以来，阿里巴巴钉钉只用了不到 1 年时间就成为了国内领先的企业级服务平台，截至 2015 年末用户数反超腾讯的微信企业号，战果显赫。（ps：2015 年 12 月 1 日腾讯举行的微信企业号“互联网+”论坛上，官方披露截至 2015 年 11 月底，微信企业号企业账号数达到 60 万家。）

钉钉的迅速崛起正是此轮企业级 SaaS 革命的一个缩影，然而阿里、腾讯的巨头之争还没有分出胜负，企业级 SaaS 对传统办公方式的影响才仅仅是个开始。

**表 1: 阿里钉钉发展历程**

时间	事件
2014 年 4 月	“来往”事业部分出的一支 60 人左右的团队独立，低调开发“钉钉”。
2014 年 12 月 1 日	钉钉 0.1.0 测试版上线。
2015 年 1 月 16 日	未举办发布会，钉钉 1.0 低调发布。钉钉的最初形态是企业 IM 应用，强调高效沟通，除基本功能外，还有 DING 消息、免费电话会议等特色功能。
2015 年 5 月 26 日	钉钉在杭州首次召开了对外发布会，有了明确的 Slogan“钉钉，一个工作方式”，2.0 版本正式上线。与蓝凌软件合作发布的 2.0 版本，将自己的定位由应用转变成平台，并实现了全面的协同工作能力，包括公告、审批、签到、日志、钉盘、钉邮等功能。
2015 年 7 月 28 日	钉钉与移动 CRM 领域龙头和创科技达成战略合作。这是钉钉与蓝凌开展了战略合作后，平台化之路的又一重大进展。
2015 年 8 月 31 日	钉钉在杭州再次举办了 C++ 战略暨正式开放平台生态发布会。首期将拿出 10 亿人民币打造生态圈。
2015 年 9 月 12 日	钉钉投入 5 亿重金，启动了多重渠道进行大面积推广，用于市场扩张。线下推广在北上广深、杭州、南京、武汉、成都、郑州等近 20 个城市展开；陆续推出三支广告片，重磅嘉宾出演；联合天猫超市、口碑外卖、阿里云、虾米音乐及红圈营销等合作伙伴，启动企业员工福利活动，带给用户的总价值超过 1 亿。

时间	事件
2015年11月24日	钉钉与中国优步达成战略合作，将共同为企业员工提供通勤服务，中国优步成了钉钉企业服务共创计划的首个合作伙伴。
2016年1月28日	据财报披露，阿里巴巴钉钉企业客户数量已经超过100万家，其中不乏云锋基金、复星集团、优酷土豆、统一企业、汽车之家、分众传媒等国际一流企业。

资料来源：IT168，长城证券研究所整理

## 1.2 四大关键词：契合需求、开放平台、注重安全、合理营销

### ■ 创新模式契合用户需求。

随时随地提供电话会议服务，解决企业组织异地会议的难题。“钉钉”最先推出的特色功能高质量的商务电话，使用阿里云 iDST 语音识别系统出色的语音编解码引擎以及三大运营商专线，确保了通话的高质量，缺陷是多人模式仅支持 2-9 人通话。

独创“DING 消息”实现消息必达，杜绝重要信息遗漏现象。传统办公模式中，通知公告的发布主要通过邮件、OA，而邮箱信息量过大容易造成信息遗漏，直接影响工作进度。而“钉钉”则可对消息已读和未读的员进行分类，并可通过电话、短信、应用内消息的方式通知到未读员工，实现无障碍的信息必达。

特色“澡堂模式”为有关商业机密等敏感信息的企业社交提供了便利。阿里的“来往”社交 app，以阅后即焚为最大特色，“钉钉”中同样使用了这项功能，特色的“澡堂模式”将使聊天内容在已读后 30 秒内消失。除此之外，还保护信息无法复制与录音，头像打码防止截屏，以及可以隐藏澡堂对话。该模式高度的安全特征可满足企业办公中商业机密等敏感信息的沟通需求。

开放平台、广泛合作，实现全面移动办公并满足定制化需求。“钉钉”定位于具有企业沟通和协同办公功能的运营平台，大力推行“C++”战略，通过与 ISV（独立软件开发商）的合作，共同在企业沟通和协同办公领域进行功能升级与突破，未来的服务内容将包括但不限于 CRM、ERP、OA、HRM、财务管理、差旅管理、协同办公、云存储、会员管理、客服管理、进销存管理等多个领域，追求更高的服务质量以及更贴近企业的需求。同时，以微应用的形式支持定制化开发，实现对接企业 OA 等个性化需求。但是针对大中型企业高安全性需求下的私有化部署方案尚未推出，或称为“钉钉”未来的发展方向。

表 2: 阿里钉钉特色功能

功能	应用	简介
企业沟通	商务电话	可发起免费高清电话会议，采用业界顶尖语音编解码引擎和运营商级语音线路，支持 2-9 人同时加入。
	DING 功能	DING 消息将会以免费电话 OR 免费短信 OR 应用内消息的方式通知到对方，无论接收手机有无安装钉钉 APP，是否开启网络流量，均可收到 DING 消息，实现无障碍的信息必达。
	消息已读未读	发送的消息可显示已读、未读状态，可查看未读人和已读人的详细列表，支持对未读人发送 DING 消息。
	澡堂模式	在此模式下，无法复制信息和录音，马赛克防止截屏，聊天内容将在已读后 30 秒内消失，还可以隐藏澡堂对话功能，让信

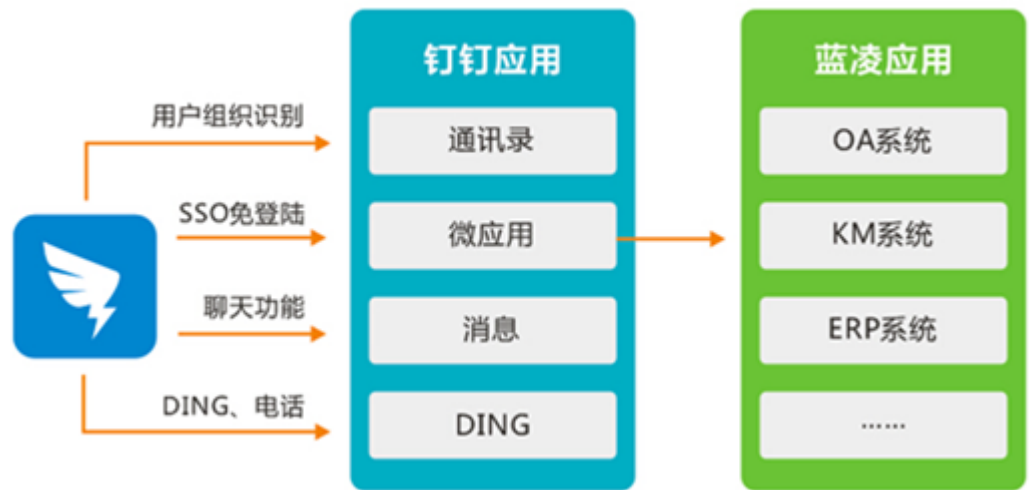
功能	应用	简介
		息真正安全。
	企业通讯录	上传企业通讯录后可与个人通讯录打通,可同时添加公司同事和个人通讯录朋友,方便发起各种聊天、群、多人电话。
	企业群	认证用户”才能进入到“企业群”中,离职员工会即时从整个通讯录和所有群组中退出。支持群公告发布,发布后支持实时查看已读未读。
办公协同	C-OA【钉 OA】	可完成审批、通知、日志、签到等办公必备应用。将各种办公审批短信、电话通知对方,实现消息必达。
	C-mail【钉邮】	已读未读清晰陈列,可跟踪未读名单发送 Ding 消息,重要邮件自动置顶。
	C-Space【钉盘】	企业文件严格控制查看权限,支持从钉盘添加邮件附件或发送到聊天,并实现手机端、电脑端实时同步
	开放平台	可以自行开发或者使用第三方微应用,为企业量身打造定制化统一办公通讯平台,也可实现与企业自身 OA 系统的对接。

资料来源:钉钉官网,长城证券研究所整理

■ 从产品到平台,广泛合作打造生态圈,提供一体化服务。

“钉钉”践行开放平台战略,完成从“产品”到“平台”的转型。“钉钉”的第一个生态合作伙伴就是蓝凌软件,蓝凌是国内知名的大平台 OA 服务商和国内领先的知识管理解决方案提供商,在 OA、KM(知识管理)领域具有丰富的业务经验。两者共同合作推出的“钉钉”2.0 版本实现了全面的协同工作能力,包括公告、审批、签到、日志、钉盘、钉邮等功能。也是从 2.0 版本开始,“钉钉”不再简简单单是一个企业沟通的 app,而成为了企业移动办公平台。

图 1: 钉钉+蓝凌提供一体化的移动办公平台

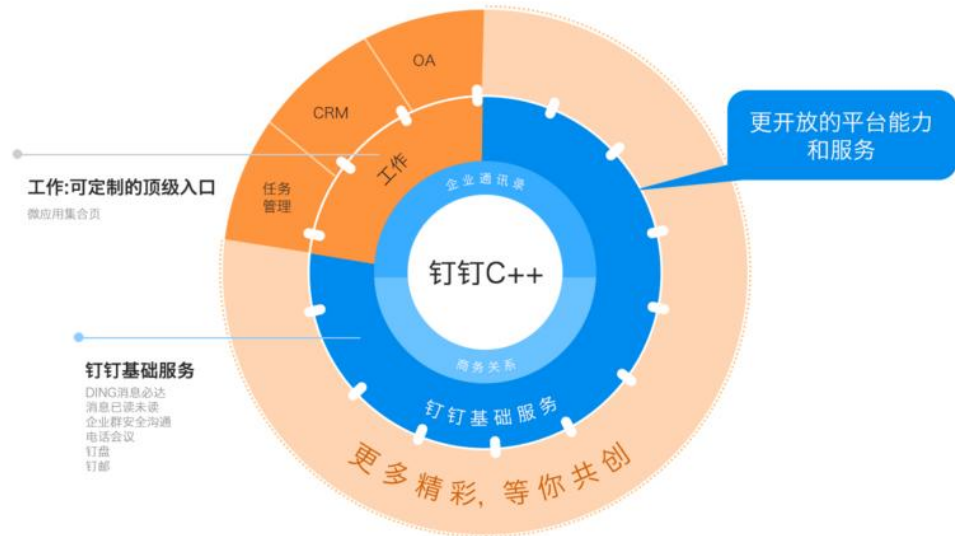


资料来源:蓝凌软件官网,长城证券研究所

2015 年 8 月 31 日,“钉钉”在杭州举办了 C++战略暨正式开放平台生态发布会,将“钉钉”的开放平台战略定义为“C++”战略。其中,“C”指的是阿里钉钉自身的统一通讯和工作商务关系等基础服务,第一个“+”指的是合作伙伴接入钉钉后实现云和移动互联网时代的能力提升、服务升级和渠道拓展,第二个“+”指的是钉钉与 isv 一起为中小企业用户带来工作商务沟通协同效率提升。阿里巴巴重金建立钉钉生态发展基金,帮助钉钉生态中的中小企业 SaaS 服务开发者,计划首期投入将达 10 亿元人民币。首批钉钉

的生态合作伙伴有蓝凌、和创、Tower 等 13 家企业，正在协商合作的企业数量超过 100 家。

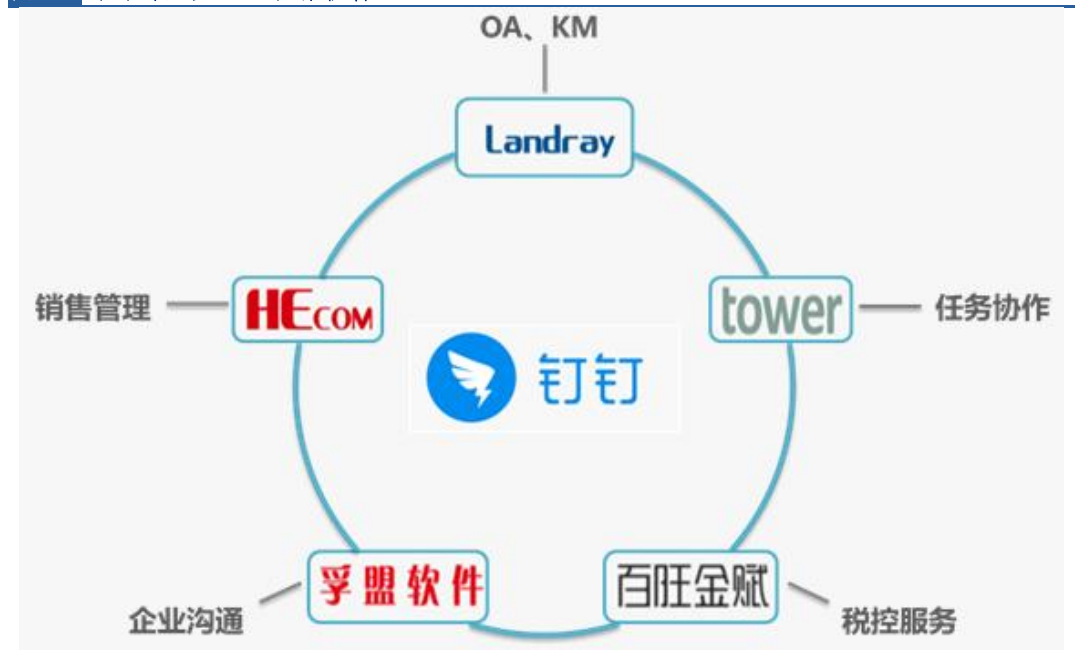
图 2: 钉钉 C++ 战略



资料来源: 钉钉官网, 长城证券研究所

“钉钉”重要的生态伙伴包括蓝凌软件 (OA、KM)、红圈营销 (销售管理)、Tower (任务管理)、孚盟软件 (企业沟通)、百旺金赋 (税控服务) 等企业级 SaaS 领域的领先企业，实现“钉钉”与多种类的企业 SaaS 服务对接融合，打造最贴近企业需求、功能最为全面的企业级 SaaS 平台。

图 3: 钉钉的重要生态合作伙伴



资料来源: 钉钉官网, 长城证券研究所整理

有望继续向大中型企业市场开拓，私有化部署成为重要一环。“钉钉”的市场定位由原先的“专为中小企业打造的通讯、协同的移动办公平台”变化为“专为中国企业打造的免费沟通协同多端平台”，逐渐弱化了“中小企业”市场的概念，强调“中国企业”市场。而大中型企业对信息的安全性有着高要求，数据被托管到共享环境的解决方案不会被广

泛接受，很多大中型企业在选择企业移动办公产品时都是只考虑私有化部署的解决方案。私有云虽非阿里的强项，但通过与生态伙伴的合作，有望补齐这一短板，例如与孚盟软件合作推出的孚盟钉钉就支持私有化部署。

■ 安全为服务之本，阿里云优势明显。

业界领先的安全技术是阿里云的核心竞争力之一。用户对信息的安全和迁移过程产生担忧，是公有云必须解决的问题。阿里在安全技术领域的研究和积累已达十余年，拥有由WEB应用安全、系统和网络安全、安全开发专家组成的信息安全团队，同时还拥有专业的安全审计团队和物理安全团队。与“钉钉”类似，阿里云同样采取了开放平台战略，已与安恒、深信服、Array、山石网科、东软等 ISV 展开合作，引入多种类多层次的云安全产品及服务，提供全方位的安全解决方案。

图 4: 阿里云安全生态圈



资料来源：阿里云官网，长城证券研究所

而“钉钉”已于 2015 年 7 月 27 日登陆阿里云官网，在阿里云安全的支撑下，可为企业信息安全提供全方位的安全保障。

图 5: “钉钉”平台继承阿里云安全技术成果



资料来源：钉钉官网，长城证券研究所

## ■ 把握移动社交切入点，注重企业服务，巨额资金营销推广，快速获取流量。

“互联网+”思维下，流量为王。2B 业务对企业用户来说转移平台的成本高，所以企业级市场进入壁垒虽高，但同时如果培养出客户粘性，未来变现可期。“钉钉”的营销十分成功，其多渠道营销模式十分有借鉴意义。

**把握移动社交切入点，以“免费”获取流量。**企业级软件市场与个人消费级软件市场类似，最大的切入口均是移动社交工具。“钉钉”最初就定位于企业 IM 应用，设计之初就支持免费商务电话、多人电话会议，发送的消息是以免费电话或短信的形式送达，还支持单聊及群聊。“钉钉”正式推出 2.0 版本之前仅短短 160 天，就已经有 50 万家企业用户数，这其中不乏切入点精准带来的正效应。

**5 亿重金做营销，线下推广、大腕广告片、活动引流等方式齐上阵。**2015 年 9 月，“钉钉”投入 5 亿重金，启动大面积营销推广。线下推广包括了北上广深、杭州、南京、武汉、成都、郑州等近 20 个城市。钉钉还推出了三支围绕产品功能的广告片。广告片中担当出演的嘉宾有钉钉创始人陈航、分众传媒 CEO 江南春、万合天宜创始人之一易小星、复星集团 CEO 梁信军及和创科技 CEO 刘学臣等多位大腕。此外，钉钉还联合天猫超市、口碑外卖、阿里云、虾米音乐及红圈营销等合作伙伴，启动总价值超过 1 个亿的企业员工福利活动，进行线上引流。

**为建立大型企业标杆案例，推出共创企业计划，多种专属权益吸引客户。**“钉钉”推出共创企业计划，对于企业等级  $\geq 5$  的客户提供差异化服务，包括了一对一服务顾问、一对一培训、产品内测、需求响应、定制化解决方案等内容。目前“钉钉”的大型企业客户有云锋基金、复星集团、优酷土豆、统一企业、汽车之家、分众传媒等国际企业，推广较为顺利。

**注重企业服务，员工福利活动推广显奇效。**“钉钉”于 2015 年 10 月举行的钉钉认证企业员工福利活动包括天猫超市优惠券、口碑外卖红包、虾米音乐 VIP 特权、阿里云服务器五折优惠券等等，取得显著成效，认证企业的数量出现暴增。在成功经验的指导下，2015 年 11 月 24 日“钉钉”推出共创计划携手合作伙伴共同营造企业服务，并将企业服务作为阿里巴巴钉钉产品的常态化功能实现沉淀。“钉钉”共创计划的首个生态伙伴是“中国优步”，未来两者有望会在产品上进行深层次的技术对接，将双方各自的功能、服务全面打通，为企业用户的员工创造福利，加速平台推广。

## 1.3 未来有望形成多样化盈利模式

“钉钉”自上线以来一直坚持免费路线，就在今年 4 月 7 日，官方还针对收费传言进行了辟谣。但是我们认为免费策略并不是长久之计，并且企业客户粘性较高，转移平台又会承担成本，企业市场具备收费的基础，所以在获取一定流量后如何收费、怎么为公司创造价值，这是钉钉未来必须要解决的问题。

我们认为，“钉钉”借鉴“互联网+”的免费商业模式，类似于 360 安全卫士和腾讯 QQ 的发展路线，以获取流量为首要任务，随着流量的积累，之后有望实现收费或者借助延伸价值链、提供增值服务来实现盈利。

**第一种可能的盈利模式——增值服务模式。**针对企业个性化需求进行的定制化服务可以适当收费，还可结合阿里巴巴的大数据、CDN、云数据库、云安全等产品提供增值服务，以运营模式收费。

**第二种可能的盈利模式——广告模式。**以启动页面、弹窗、消息推送等形式承接广告，根据自身议价能力可以按照展示、点击以及实际效果等标准收费。

**第三种可能的盈利模式——引流模式。**即为阿里其他业务引流，在“钉钉”上开放更多入口，比如接入淘宝、天猫、支付宝、聚划算、阿里旅行等，还可以为其他活动导流，实现业务协同发展。

**第四种可能的盈利模式——租赁模式。**类似于市场上的大部分 SaaS 平台，将产品明确定价，企业用户按月或者按年付费。

## 1.4 与腾讯的巨头之战进一步升级，未来胜负仍存较大变数

“钉钉”是阿里巴巴与腾讯巨头之战的产物。阿里巴巴曾直接在个人社交领域向腾讯“微信”发起正面战争，但结果是阿里的“来往”惨败，“微信”却拥有 5.49 亿的月活。阿里重新调整战略转战企业市场对“微信”发起挑战，便有了今日的“钉钉”。甚至在口号上“钉钉”都凸显战意，相对于微信的“微信是一种生活方式”，“钉钉”给出的是“钉钉是一种工作方式”。如今“钉钉”2015 年末的企业用户数已经超过 100 万，反超“微信企业号”的 60 万（截至 2015 年 11 月末），未来的巨头之战精彩仍将继续。

图 6: “钉钉”的挑衅广告



资料来源：网易新闻，长城证券研究所

### ■ 微信企业号

2014 年腾讯就推出了“微信企业号”，“企业号”是微信功能的一个拓展，实际上不属于严格意义上的 SaaS。据官网介绍，“企业号”定位于企业互联网化的连接器，以统一企业入口，连接企业线上线下的生态体系。

“企业号”和“钉钉”功能上存在一定程度的同质化，并且同样注重打造生态圈：具有 IM、OA 等企业沟通和协同办公的功能；注重打造生态圈，目前微信企业号的生态伙伴有企微云平台、伴行 3618 等数十家 ISV。

它们在公司战略地位、营销力度以及生态伙伴合作方式等方面存在一些差异，如下表所示：

表 3: “微信企业号”与钉钉的主要差异

	阿里钉钉	微信企业号
战略地位	作为阿里巴巴在社交领域的核心产品，是阿里集中冲击微信业务短板的机会，备受公司重视，战略地位高。	属于微信功能的一个拓展，相比于腾讯的战略重心“微信”，“企业号”的战略地位并不突出。
营销力度	自 2015 年 5 月 2.0 版本上线以来，频繁召开发布会，并投入 5 亿重金做营销，线下推广、大腕广告片、活动引流等方式齐上阵。还推出致力于为员工创造福利的共创计划，注重企业通勤服务，已与中国优步达成合作。	2015 年 12 月首次召开微信企业号发布会，第一次正式公布其定位与战略，此前并未得到大力支持与推广。今年 4 月，腾讯正式上线独立的企业级 SaaS 软件“企业微信”，向阿里钉钉正式宣战。
其他差异	作为独立平台，与生态伙伴合作以微应用的形式提升“钉钉”的可拓展性，实现多元化功能和个性化服务。另外，钉钉还具有免费商务电话、课堂模式、消息必达等特色功能。	基于微信平台整合了服务号、公众号的用户优势，流量发展空间广阔，营销功能优势明显。但被微信所限制，难以在日渐功能多样化的微信中实现移动办公功能的拓展，生态伙伴多以第三方应用的形式合作。

资料来源：互联网资料，长城证券研究所

## ■ 企业微信

今年 4 月，腾讯正式上线独立的企业级 SaaS 软件“企业微信”，向阿里钉钉正式宣战。

“企业微信”同样是一款通用型企业级 SaaS 应用，是微信团队出品的一款单独 APP。企业微信支持丰富的办公场景沟通方式，除了完整继承了微信客户端的聊天和群聊的功能之外，还增加了诸如回执消息、提醒消息、保密消息、图片标注、成员免费电话和会议电话等功能，腾讯企业邮箱收发邮件等功能。“企业微信”脱离“微信”限制，打开了自身的可拓展性。

其中值得注意的是，“企业微信”设置了“休息”功能，可以让员工在休息期间不受打扰，不用接收信息，帮员工区分工作和生活，这也是企业微信与“钉钉”和“微信企业号”最大的区别。“钉钉”的 Ding 消息功能，可实现消息必达并且不区分工作与休息时间，满足领导传达指令的需求，但是却被员工所诟病。但究竟哪种功能更被市场喜欢，仍有待验证。

图 7: “企业微信” 休息功能图示



资料来源: 微信官网, 长城证券研究所

图 8: “企业微信” 回执消息功能图示



资料来源: 微信官网, 长城证券研究所

■ 通用型企业级 SaaS 市场竞争更加激烈，生态链上的 ISV 反而受益。

阿里、腾讯的高调介入，使通用型企业级 SaaS 市场面临更激烈的竞争，但两大巨头的开放平台与生态合作战略，又会使生态链上的 ISV 充分受益。巨头精力有限，平台功能的拓展仍然依靠生态链上的 CRM、HR、ERP、BI 等企业级服务商，细分领域机会仍然大量存在。

阿里、腾讯的企业级服务正面战争已经打响，目前阿里“钉钉”虽在用户数上具有一定的优势，但腾讯所具有的社交领域经验和微信用户优势仍具有较大威胁。究竟谁会做出更好的用户体验，谁会进行更快速的企业推广？结果会是像快的与滴滴的合并方式结束，还是决出某一个真正赢家？让我们拭目以待。

## 2. 行业独角兽案例专题分析

### 2.1 salesforce——CRM 解决方案领域的全球领导者

成立 17 年，上市 12 年，成长为行业独角兽。Salesforce 是创建于 1999 年 3 月的一家 CRM 软件服务提供商，总部设于美国旧金山，可提供按需应用的客户关系管理平台。2004 年 6 月，该公司在纽约证券交易所成功上市，股票代码 CRM，筹资 1.1 亿美元。目前经过 17 年的发展，Salesforce 的总市值已达到约 500 亿美元，收入突破 60 亿美元，拥有超过 15 万家企业客户。

Salesforce 拥有销售云、服务云、市场营销云、社区云、平台和应用程序云五大核心产品，围绕办公协同、企业沟通、CRM 形成了完善的产品体系。在此基础上，Salesforce 还对用户的不同的需求进行了明确的产品分类定价。值得注意的是，Salesforce 的定价标准非常之高，专业版 CRM 模块售价 65 美元/用户/月，折合约 5048 人民币元/用户/年，远远超出中国市场上普遍几百元的市价。

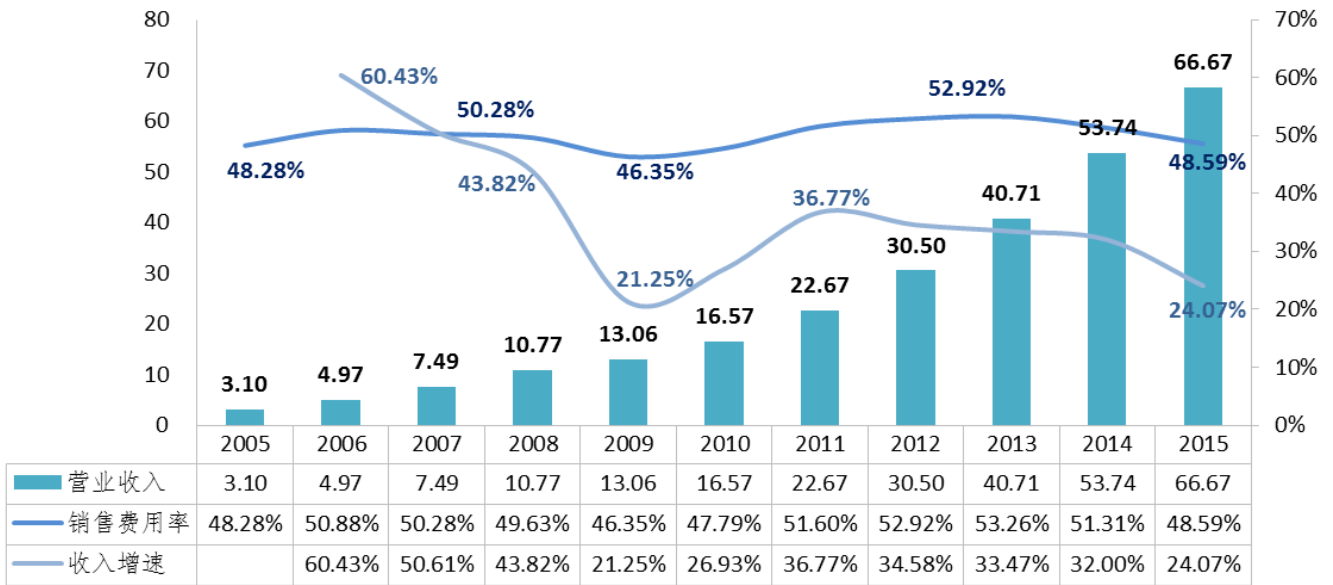
**表 4: Salesforce 主要产品及定价**

核心产品	子产品	收费标准					
<b>销售云产品:</b> 提供CRM解决方案, 有效提高生产效率, 了解渠道信息。 <b>Sales Cloud</b> 是基于云平台的CRM应用程序。	sales cloud	版本	群组版(25美元/用户/月)	专业版(65美元/用户/月)	企业版(125美元/用户/月)	无限制版(250美元/用户/月)	
		功能	适用于5个及以下用户的基本销售和营销功能	具有全部功能的CRM软件	提供定制化服务	功能无限制的CRM	
<b>服务云产品:</b> 提供客户中心和自助服务。 <b>Service Cloud</b> 借助云平台提供应用支持。 <b>Desk.com</b> 一体化客服应用程序, 可以帮助中小企业在每个渠道上快速提供个性化的服务。	Service Cloud	版本	专业版(60美元/用户/月)	企业版(135美元/用户/月)	无限制版(260美元/用户/月)		
		功能	与Sales Cloud集成服务	提供定制化功能, 实现全面支持	无限制的CRM功能和支持		
	Desk.com	版本	标准版(30美元/用户/月)	专业版(60美元/用户/月)	业务增强版(125美元/用户/月)	企业版(135美元/用户/月)	
		功能	提供服务解决方案	关联到Sales Cloud, 提升支持体验	提供高级功能, 实现拓展支持	提供定制化功能, 实现全面支持	
<b>市场营销云产品:</b> 借助大数据技术, 利用客户的互动信息, 提供电子邮件、移动、社交、网络等服务。 <b>Marketing Cloud</b> 建立于云平台基础上的数字营销平台功能强大, 帮您打造一对一的顾客旅程并进行管理。	Marketing Cloud	版本	基础版	专业版	公司版	企业版	业绩版
		功能	多渠道数字市场营销平台	可自动完成一对一的客户拓展	具有预测智能并可按地点进行营销	整个企业的旗舰版资源及营销	面向全球的数字市场营销平台
<b>社区云产品:</b> 在云平台上创建社区, 加强客户互动、员工协作以及经销商、合作伙伴和分销商间的合作。 <b>Community Cloud</b> 是基于云计算的在线协作平台。 <b>Chatter</b> 将社交转化为强大的业务工具, 让员工随时随地轻松找到所需的文件、数据和人员。	Community Cloud	版本	客户社区	合作伙伴社区	员工社区		
		功能	支持客户自助服务、扩展业务流程, 同时深化客户关系	集合经销商、分销商、代理商和经纪人来增加销售量	提高全公司员工的工作效率和参与度		
	Chatter	版本	Chatter(免费但需购买一份CRM许可)	Chatter Plus(15美元/用户/应用/月)			
		功能	整个公司的基本协作(可应用于多达5000员工)	社交网络+客户关系管理功能+自定义功能			
<b>平台和应用程序云产品:</b> 平台连接、集成满足客户和员工需求的应用程序, 并提供易于使用的开发工具。 <b>App Cloud</b> 提供构建应用程序所需的工具和服务。 <b>Force.com</b> 提供编写面向员工的社交、移动应用程序的环境。 <b>Heroku</b> 构建美观、吸引客户的云应用程序, 以增进客户关系。	Force.com	版本	Force.com 企业应用程序(25美元/用户/月)	Force.com 应用程序捆绑包(80美元/用户/月)	Force.com 无限制的应用程序(150美元/用户/月)		
		功能	每位用户可访问10个自定义对象	每位用户最多可构建10个应用程序, 可访问200个自定义对象	无限制的应用程序, 每位用户可访问2000个自定义对象		

资料来源: Salesforce 官网, 长城证券研究所整理

**Salesforce 收入增长迅猛, 盈利逐步改善, 同时销售费用率一直处于高位。**根据 Salesforce 2015 年年报, 实现营业收入 66.67 亿美元, 巨大体量下仍达到了 24.07% 的增速, 公司收入仍有较大上升空间, 未来有望突破百亿; 其营业利润 5 年来首次为正, 达到 7,831 万美元, 同时净利润实现大幅减亏, 由 2015 年的亏损 2.63 亿美元, 下降至亏损 0.47 亿美元。其中值得关注的是, 即使公司营收体量再度大幅增长, 销售费用率仍达到 **48.59%**, 上市以来一直围绕 **50%** 上下波动, 十分稳定, 可见公司十分注重产品的营销推广, 仍以跑马圈地为重要任务。

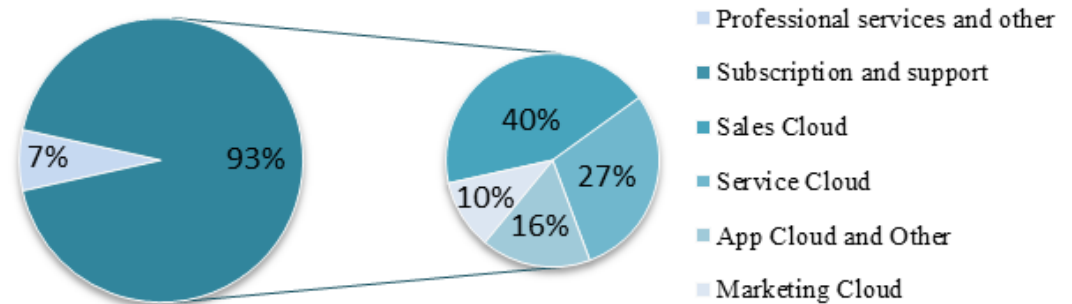
图 9: Salesforce 2005-2015 年营收及销售费用情况



资料来源: Salesforce 年报, 长城证券研究所

销售云、服务云成为主要收入来源。2015 年 Salesforce 的收入构成中, 软件订阅与支持业务占比约 93%, 个性化服务仅占比 7%。在软件订阅与支持业务中以销售云和服务云为主, 占比约 72%。

图 10: Salesforce 2015 年收入构成



资料来源: Salesforce 年报, 长城证券研究所

### ■ 成功的三大原因

Salesforce 作为全球企业级 SaaS 市场的独角兽, 具备优秀的产品以及出众的营销和服务能力。总结 Salesforce 的成功经验主要有三大原因:

#### (1) 走大中型企业市场路线, 并实现高定价, 变现速度远超同行。

大型企业客户是企业级 SaaS 的最大受益者, 相比中小企业, 成本和效率的改善将创造更多的价值, 并且大型企业转移平台成本较高, 最容易培养客户粘性, 从而大型企业的付费意愿最为强烈。Salesforce 一直走大中型企业市场路线, 取得了很多国际巨头的青睐, 例如花旗银行采用 Salesforce 的产品创建私人银行家和金融顾问所使用的程序、摩根史坦利利用它来创建招聘应用、汤姆逊路透社实施基于 Salesforce 的一整套销售策略。

同时,前文提到 Salesforce 的定价标准非常之高,专业版 CRM 模块售价 65 美元/用户/月,折合约 5048 人民币元/用户/年,远远超出中国市场上普遍几百元的市价。付费意愿+高定价是 Salesforce 收入实现高速增长的重要原因。

### (2) “先发优势” + “重金营销” 抢占业务入口。

Salesforce 十分注重营销,创业初期就豪言挑战行业老大 Siebel,带来了有效的推广作用。当时的 Salesforce 以“NO SOFTWARE (终结软件)”为 slogan,做成 logo 打印在所有营销材料上。一次 Salesforce 的会议与 Siebel 的活动在美国南加州圣地亚哥相遇, Salesforce 向对手会议的参加者免费派发甜甜圈和装有咖啡的马克杯,杯上印着:“醒醒吧, Salesforce 的对手, Salesforce 是一匹极具威胁的黑马,将会逐渐成为 CRM 市场的领跑者。”之后许多人都端着 Salesforce 的马克杯进入 Siebel 会场。还有 Siebel 在法国海滨城市戛纳组织的“欧洲用户周”期间, Salesforce 租下戛纳所有出租车,提供免费接送服务,出租车打上“NO SOFTWARE”的徽标,车内满是 Salesforce 的宣传手册。Salesforce 的高调做法自然被众多媒体报道,成功打响了自己的名声。

实际上, Salesforce 一直以来毫不吝嗇于营销推广。自 2004 年上市以来,公司收入增长已达 20 多倍,但是销售费用率一直稳定在 50% 左右,没有因为收入体量暴增而下滑。成立时间早+长期注重营销, Salesforce 已经建立起庞大的流量优势。同时, 66 亿美元的收入并没有使 Salesforce 感到满足,超过 30 亿美金的巨额销售费用代表着“跑马圈地”仍是 Salesforce 目前的核心任务。

### (3) “开放平台” + “并购” 整合同业资源, 实现“完善产品” + “跨行业推广”。

与国内巨头阿里钉钉、腾讯微信企业号和纷享逍客相同, Salesforce 也践行开放平台战略。 Salesforce 建立了一个软件开发平台 force 和一个交易平台 app exchange, 使用它提供的语言 Apex Code, ISV 可以在 force 上自主开发一些附加功能模块(比如人力资源管理、项目管理)并通过 app exchange 交易出去。事实上 Salesforce 搭建了自己的 PaaS 生态圈。以这种方式 Salesforce 丰富了自身产品的可选应用模块, 建立起了产业生态圈。

与国内巨头不同的是, 并购是 Salesforce 的重要商业发展战略, 帮助实现“完善产品” + “跨行业推广”的目的。据公开资料, Salesforce 已共计完成数十起并购, 自 2006 年以来收购了 Sendia、Radian6、Buddy Media、Kieden、GroupSwim、Jigsaw、Sitemasher、HeroKu、ExactTarget 等众多公司, 在 CRM 和客户服务产品的基础上, 向数字营销、社交、云应用等领域拓展, 形成多元化、一体化的 SaaS 平台。同时, 并购还助推了 Salesforce 的行业市场拓展, 目前应用已经覆盖了汽车、通信、科技、金融服务、医疗保健、制造业、媒体行业、高等教育、零售业等众多行业。

## 2.2 纷享逍客——中国企业级 SaaS 创业龙头

### ■ 可与阿里、腾讯相抗衡的企业级 SaaS 创业公司

“纷享逍客”隶属于北京易动纷享科技有限责任公司, 其核心产品纷享销客以销售管理为核心, 以企业级微信的交互架构为基础, 一站式解决直销管理、分销管理、社会化营销与移动协作等问题。

公司自 2011 年成立后, 4 年时间完成了 3 次转型, 可贵的是每次转型都为公司注入了新的生命力, 并且获得了各大私募机构的认可, 已完成 E 轮融资, D 轮过后公司估值已超过 5 亿美元。公司由最初的企业社会化协作的“纷享平台”到 2013 年主攻 CRM 的“纷

享销客”，再到 2015 年的开放平台战略，2016 年又变成了一站式移动办公平台的“纷享逍客”，伴随转型的巨大成功，纷享目前企业注册用户达到 30 多万家，近一年增长 6 倍，活跃用户数增长 10 倍，企业续费率超过 70%，全职员工超过 2000 人，代理渠道公司员工超过 4000 人。成为了能与阿里钉钉、腾讯微信企业号相抗衡的企业级 SaaS 创业公司，未来发展空间巨大。

**表 5: 纷享逍客发展历程**

三大阶段	简要历程
纷享平台	2011 年公司成立，2012 年开始做“纷享平台”，专注企业社会化协作，号称国内 Yammar，同年获得 IDG 资本投资。
纷享销客	2013 年 7 月 <b>第一次转型</b> “纷享销客”，开发移动 CRM 产品，一年后 2014 年 7 月宣布获得北极光领投 1000 万美金 B 轮，被称为国内的 Salesforce。至 2014 年初，员工数仅为 100 多人，全职员工仅 60 多名。
	2014 年 12 月提出连接企业一切，初露平台构想，获得 DCM 领投 5000 万美金 C 轮。员工达到 600 多人，研发团队规模约 120 人，有 30% 来自 BAT 等一线互联网公司。
	2015 年 7 月公司 <b>第二次转型</b> ，正式宣布 <b>开放平台战略</b> ，获得多家顶级资本联投 1 亿美金 D 轮，估值至少达 5 亿美元。当时的纷享销客已经引入数名高管，员工人数增至 1000 多人，用户数突破 11 万，其中活跃用户累计付费转化率为 47.7%，预计 2015 年销售额约为 2-3 亿元。
纷享逍客	2016 年 3 月 7 日，公司 <b>第三次转型</b> ，定位再次改变，由移动销售管理平台转到 <b>一站式移动办公平台</b> ，更改品牌名为“纷享逍客”，推出免费基础办公版平台，并继续在销售领域深耕，推出 CRM 全新版。同时宣布完成 E 轮融资，主投方为中信息产业基金和高瓴资本，融资额数千万美元。纷享目前企业注册用户达到 30 多万家，是去年同期的 6 倍，活跃用户数则为去年同期的 10 倍，企业续费率超过 70%，全职员工超过 2000 人，代理渠道公司员工超过 4000 人。

资料来源：互联网，长城证券研究所

### ■ 围绕 OA、CRM 进行产品开发升级

纷享逍客定位于“一站式移动办公平台”，最大亮点是将 OA、CRM 等传统办公软件进行了颠覆性创新，拥有企信（企业级微信）、审批、日志、任务等基础通讯协同模块，自主开发了最符合中国企业使用的移动 CRM 旗舰型应用，并通过应用平台的方式，整合更多服务，如纷享百川、微营销等。

纷享销客围绕**销售外勤管理、过程管理、客户管理和团队管理**四大核心体系，创新性地将销售功能模块与工作信息流无缝打通，为企业和员工提供高效的工作沟通平台和移动型轻量 CRM。

同样，纷享逍客与阿里钉钉、腾讯微信企业号类似，注重安全服务，服务内容涵盖了物理安全、网络安全、加密处理、灾备措施、持续访问、使用控制等方面。功能详情请参见下表：

**表 6: 纷享逍客核心功能**

产品	简介
销售外勤管理	销售人员外出拜访客户时可用手机做电子签到，灵活便捷。签到记录可随时集中导出，除了满足企业考勤管理的需求，也能帮助企业分析客户拜访效率、客户地理分布。
销售过程管理	销售人员用手机写销售日志、提交到公司平台，领导能够马上手机阅读并点评日志。这样即使销售人员和领导都出差在外，也能沟通工作。企业管理效率和团队执行力从而得到明显提升。日志能够按人、按日期比对阅读，员工所有的日志都可在电脑端批量导出，清晰呈现全年工作、便于回顾总结和提升。
移动 CRM	将传统 CRM 变得轻量、移动、轻松，既协助销售员提升销售能力和效率，让管理者能够随时随地掌握销售数据、预测未来收入、了解客户动态。具体功能包括：客户管理、销售管理和销售支持。
销售协作管理	提供常用的办公协作功能，用手机沟通工作，公司平台留底。具体功能包括：企信（企业微信）、审批、指令、日程、公告、网盘等等。
企信	即时通讯工具，电脑与手机信息同步，传输文档、图片、录音、分享地理位置。发送审批，通知，指令。历史信息可查询，员工帐号可管理。
纷享百川	是纷享逍客的伴侣 App，帮助企业连接企业上下游合作伙伴，是企业与合作伙伴的专属沟通工具，专门为合作伙伴设计的企业微信，永久保存聊天内容，灵活创建沟通群组；特色的非对称通知体系，广播式通知可以将公司策略、促销活动、最新案例等信息及时传递到所有合作伙伴；另外纷享百川还提供强大的网盘功能。
微营销	一款社会化营销工具，能够将公司背景、产品介绍、商业活动、招聘信息等内容，制作成为 H5 页面，可一键分享到微信、微博等社交平台，并实时统计传播的交互数据和效果。
企业红包	赶在农历春节到来之际，纷享销客 5.1 版本中出现了企业红包的功能。红包页面与微信红包非常相似，而且只支持微信支付。
安全服务	七大措施：采用高性能服务器并托管在电信 5 星级机房保障数据随时完整可用、与金山安全合作提供网络安全保障、进行企业服务数据保险的 SaaS 服务商、纷享销客网站采用赛门铁克的服务器证书对传输信息进行加密处理、采取充分的灾备措施、服务器采用分布式集群通过多重冗余和互为备份的方式保证高可用性、对数据使用流程制定了严格的制度保障使用安全。

资料来源：互联网，长城证券研究所

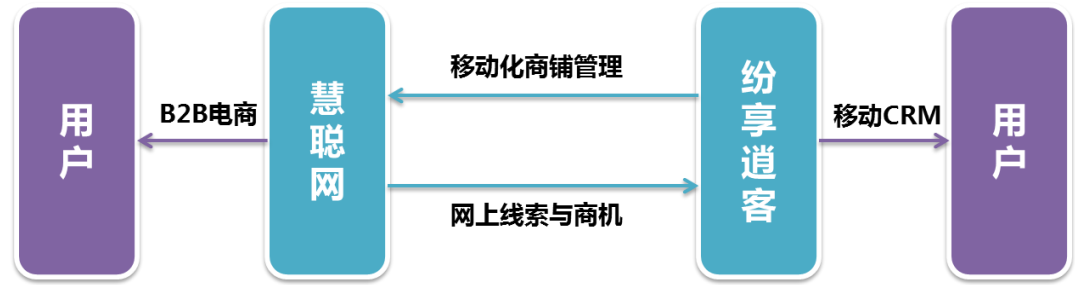
## ■ 开放平台发展战略

2014 年 12 月公司在 C 轮融资发布会上，提出连接企业一切，初露平台构想。2015 年 7 月 D 轮融资发布会上，公司提出第二次转型，正式宣布开放平台战略，开放网站 ISV 注册通道，并与慧聪网、讯鸟科技、会小二、东方早报等企业级服务厂商和媒体代表一起，正式启动合作伙伴招募计划，合作项目主要包括人力资源、电话中心、企业邮箱等多个行业和企业个性应用。

以慧聪网为例，慧聪网是国内领先的内贸 B2B 电子商务运营商之一，面向中小型企业搭建可靠的供需平台，提供全面的 B2B 行业资讯、供应、求购、库存信息。慧聪网作为首

批与纷享逍客进行合作的垂直服务提供商，其商家发布的商品信息、运营数据在双方服务对接后，通过纷享逍客的应用入口，即可在手机上实现更为便捷的移动化商铺管理。同时，慧聪网商家的网上线索与商机，也可以无缝利用纷享逍客的移动 CRM 动态掌控。

图 11: “纷享逍客”与“慧聪网”合作模式



资料来源: 长城证券研究所

此外，纷享逍客与腾讯微信关系微妙，既是竞争对手又是生态伙伴。在同是竞争对手的情况下，上文提到的纷享逍客的企业红包、微营销等产品与微信对接，使阿里、腾讯、纷享逍客的“三国对立”局面中，又夹杂着一些结盟的意味，未来格局仍有较大变数。

■ 直销模式取代代理商模式进行销售，亿元投入重磅营销。

采用直销模式而非代理商模式推广。直销模式可以制定明确的销售目标和奖励机制，激发销售人员工作热情与效率。同时，直销能让客户的反馈有效传递给公司，促进产品根据用户体验不断改进。2014 年初销售部门仅有 10 人，而目前销售团队已经扩张至 1400 人，并且都受过专业的销售训练。

亿元重磅营销，多手段齐推广。纷享逍客在具备一定用户基础和树立标杆案例之后，2015 年 4 季度进行了过亿元的广告投放。主要包括：网易新闻客户端与腾讯新闻客户端开机大图广告、11 个城市楼宇框架广告、北上广深杭 LCD 广告、北京 4 万辆出租车与车内杂志广告、地铁广告等总计曝光 3.96 亿次。企业级服务市场在营销推广方面，仅纷享逍客和阿里钉钉两家有如此之大手笔。

图 12: “纷享逍客”广告图



资料来源: 互联网, 长城证券研究所

提供全方位的客户服务。提供 24 小时全天热线，一线城市北上广深杭提供上门演示，新客户第一时间取得联系并安排培训，并且注重与管理层深度交流，了解用户体验并进行改进。

提供有偿上门培训服务。服务内容主要是协助平台初始化和协助拟定企业专属落地制度及使用方案。培训收费标准是：6~100人，2000元；101~200人，3000元；201~500人，6000元；500人以上，8000元。

### ■ 免费功能与增值功能划分明确、收费标准清晰。

“纷享逍客”已形成明确的功能划分和收费标准：

**免费功能：**1000人以内，10G存储空间，单个文件上传最大限制为50M，存储空间增购费用为20元/G；企业微信（企信）；分享；审批；指令；日志；任务；公告；网盘；话题；考勤签到；外勤签到；微营销（H5自媒体平台）；工作简报；工商查询。

**增值功能：**CRM模块；CRM（客户管理）；纷享百川（分销管理）；查看附近的客户；日志、审批、签到等关联客户；报数系统；存储空间1G/人；单个文件上传最大限制为100M；会议助手；PK助手；工资助手；自定义助手。

收费方面，多以年费形式进行收费。值得注意的是，CRM产品方面Salesforce的专业版CRM模块定价65美元/用户/月，纷享逍客的价格仅为其15.84%。具体原因将在第4部分进行分析。

表 7：纷享销客产品价格

产品	价格标准
免费办公版	软件免费，但培训收费：6~100人，2000元；101~200人，3000元；201~500人，6000元；500人以上，8000元。
CRM 模块	800元/用户/年（3人起购）。
小助手系列	会议助手3000元/年，PK助手2000元/年，工资助手2000元/年，自定义助手5个以下永久免费、6-100个为3000元/年。
存储空间	存储空间价格为20元/G，10G起购。

资料来源：纷享逍客官网，长城证券研究所

### ■ 一流的产品、营销和服务，商业模式清晰，企业级 SaaS 市场的创业领袖。

“纷享逍客”在产品、营销和服务上均是国内一流水平：

（1）产品方面，始终保持自身敏感性，根据用户体验不断改进，并且通过开放平台战略团结友军，不断完善产品功能，同时使用领先的信息安全技术保护数据的安全性。

（2）营销方面，使用了直销模式，虽产生大量费用，但取得了良好的市场开拓效果，在流量为王的企业级 SaaS 市场取得先机；同时，在取得一定的客户基础和梳理标杆案例之后，投入亿元资金多手段营销推广。大手笔的营销战略直接推动用户数呈爆发式增长，2015年中至2016年初，约半年时间，企业用户数由11万增长至30万。新一轮融资过后，公司仍将具有充足的资金继续维持自身的营销战略。

（3）服务方面，拥有专业的24小时客服团队和培训人员、国内领先的云服务和安全服务，易形成较高的客户粘性。

在拥有以上三大优势的基础上，“纷享逍客”还形成了清晰的商业模式和收费标准，收入已进入发展的快车道。纷享逍客作为与阿里钉钉、腾讯企业微信号比肩的企业级 SaaS 市场龙头之一，全方位能力突出无明显短板，未来发展十分值得期待。

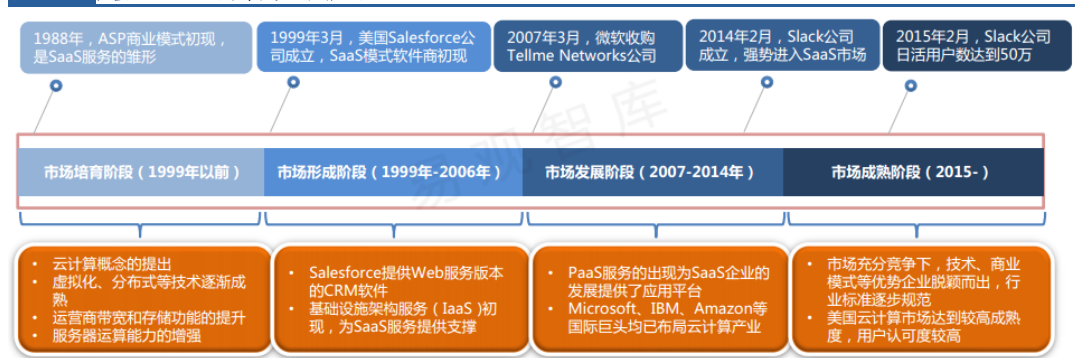
### 3. 中国企业级 SaaS 市场发展滞后美国处于快速发展阶段，空间至少可达千亿

#### 3.1 美国企业级 SaaS 市场进入成熟阶段，但仍居有大量机会

##### ■ 美国企业级 SaaS 市场进入成熟阶段

美国企业级 SaaS 市场自 2015 年正式进入成熟阶段，历经十余年终获爆发。美国的 SaaS 市场经过数十年的酝酿和十余年的快速发展，目前已进入成熟阶段，市场规模达到约 1700 亿美元，市场规模年复合增长率约为 50%；各细分领域优势企业已经脱颖而出，相关上市公司超过 40 家，总市值超过 2000 亿美元；美国 SaaS 市场的行业标准也逐步得到了规范，市场认可度达到了较高水平。

图 13: 美国 SaaS 服务发展历程



资料来源: 易观智库, 长城证券研究所

群星闪耀的市场下，集中度仍较为分散，高市值的创业公司众多。尽管美国 SaaS 市场的众多细分领域出现独角兽，上市公司超过了 40 家，例如 Salesforce 市值超过 500 亿、Intuit 市值超过 250 亿、Workday 市值突破百亿，但是整体的市场竞争格局仍比较分散，存在着大量未上市而市值超过 10 亿美元的公司，例如 HRM 领域的 Zenefits 估值高达 45 亿美元，企业系统沟通领域的 Slack 估值约 40 亿美元左右。集中度较为分散意味着在企业级 SaaS 市场形成垄断地位较为困难，也意味着市场具有大量的投资机会。

表 8: 美国部分企业级 SaaS 上市公司 (数据截至 2016 年 4 月 20 日)

名称	代码	领域	上市时间	市值 (亿美元)	最新收入 (亿美元)
Salesforce	CRM.N	CRM	2004 年 6 月	510.85	66.67
Intuit	INTU.O	财务	1993 年 3 月	266.43	41.92
Workday	WDAY.N	HRM	2012 年 10 月	148.71	11.62
Netsuite	N.N	ERP	2007 年 12 月	58.92	7.41
Zendesk	ZEN.N	客户服务	2014 年 5 月	20.50	2.09
Paylocity	PCTY.O	HRM	2014 年 3 月	19.54	1.00
Hubspot	HUBS.N	数字营销	2014 年 10 月	15.14	1.82

资料来源: Wind, 长城证券研究所

- 由于营销过程产生巨额销售费用，几乎所有公司都处于亏损状态，市场上广泛采用 PS 估值法。

“互联网+”思维下，流量为王。企业级 SaaS 市场同时具有较高的进入壁垒和客户粘性。为“跑马圈地”众公司砸重金营销以吸引企业用户。例如 Salesforce 的销售费用率一直处于 50%左右的高位，伴随收入高速增长。高额的销售费用成为业内服务商亏损的重要原因，所以估值方面市场广泛采用 PS 估值法。在美国，企业级 SaaS 服务商的估值区间为 10-20 倍 PS。

- 传统软件厂商、互联网巨头优势不明显，主要通过收购方式切入企业及 SaaS 市场。
- ✓ 美国的企业级 SaaS 市场是一个非常适合创业的市场。

Seibel、Oracle、SAP、IBM、Google、Facebook 等传统软件厂商和互联网巨头在企业级 SaaS 领域的优势不明显，创业公司机会众多，约 40 家上市公司中绝大部分都为创业公司。较为经典案例是美国著名的 CRM 解决方案提供商 Seibel 反被创业公司 Salesforce 所超越。

但是也有传统厂商转型较为成功的案例，例如传统个人财经软件（管理个人及家庭的日常收支、银行卡、支票、信用卡及税务等财务信息）厂商 Intuit 转型较为成功。2012 年推出基于云的营销软件 Demandforce 和个人财务软件 QuickBooks，开始转型代理记账和报税软件 SaaS 服务提供商，目前已拥有数百万中小企业客户和数百万个人客户。Intuit 的 QuickBooks 和 TurboTax 软件几乎已经确立垄断地位，根据市场调研公司 NPD Group 的数据，2013 年 Intuit 的市场份额超过 90%。

- ✓ 市场并购活跃，巨头开始外延式布局。

巨头资本开始涌入企业级 SaaS 市场，出现了众多天价并购案例，带动了整体行业的高估值，目前创业公司普遍享受了 10-20 倍 PS 的估值。例如：早在 2004 年，Oracle 就开始布局企业级服务，收购了当时全球第一的 HRM 服务商 Peoplesoft，创下 103 亿美元的天价收购记录，随后的 2012 年，Oracle 再次出手，斥资 19 亿美元收购了同领域的 Taleo；SAP 紧随其后于 2011 年以 34 亿美元的价格收购了 HRM 服务商 SuccessFactors，2014 年以 83 亿美元收购差旅管理平台 Concur；IBM 也于 2012 年在以 13 亿美元收购了 HRM 服务商 Kenexa。

## 3.2 中国企业级 SaaS 市场处于快速发展阶段，未来前景广阔

- 中国市场尚处于快速发展阶段，未来至少千亿空间。

从表 9 数据比较上看，中美的企业数量相差不大，但是美国市场规模已达到 1700 亿美元，而中国只有区区 35 亿美元规模。目前中国 SaaS 市场规模的复合增长率约为美国的 4 倍，未来空间巨大。

**表 9: 中美 SaaS 市场部分特征对比**

比较项目	美国	中国
企业数量	2700 万	2200 万
SaaS 市场规模	\$170bn	\$3.5bn
上市 SaaS 企业数量	超过 40 家，总市值超过 \$200bn	无
成长速度	~50% CAGR	~200% CAGR
龙头估值	Salesforce: \$51bn	纷享逍客: \$1bn

资料来源: 常春藤资本, 长城证券研究所

✓ **中国目前市场规模与美国市场规模差距巨大具有一定的合理性**

**(1) 美国企业对企业级 SaaS 服务具有更高的认可度。**

从 ASP 到 SaaS, 美国经历了近 30 年的技术革命, 云计算产业已在 2015 年迎来爆发, 巨头亚马逊、Google、微软的业绩大超预期。在这 30 年的时间里, 互联网思维教育和技术进步已经造就了美国企业对于 SaaS 较高的认可度, 中国企业认可度的改善仍需要时间。

**(2) 美国企业具有更强的付费意愿。**

美国市场更习惯于向数字版权、增值服务等网络商品付费。根据国际知识产权联盟数据, 2013 年时美国的电影、音乐和电脑软件等版权的收入就已经突破了万亿美元, 远超我国不到 3 万亿人民币的市场规模。这也侧面反映了, 在中国消费者(个人或者企业)的意识中仍广泛存在“免费”观念。

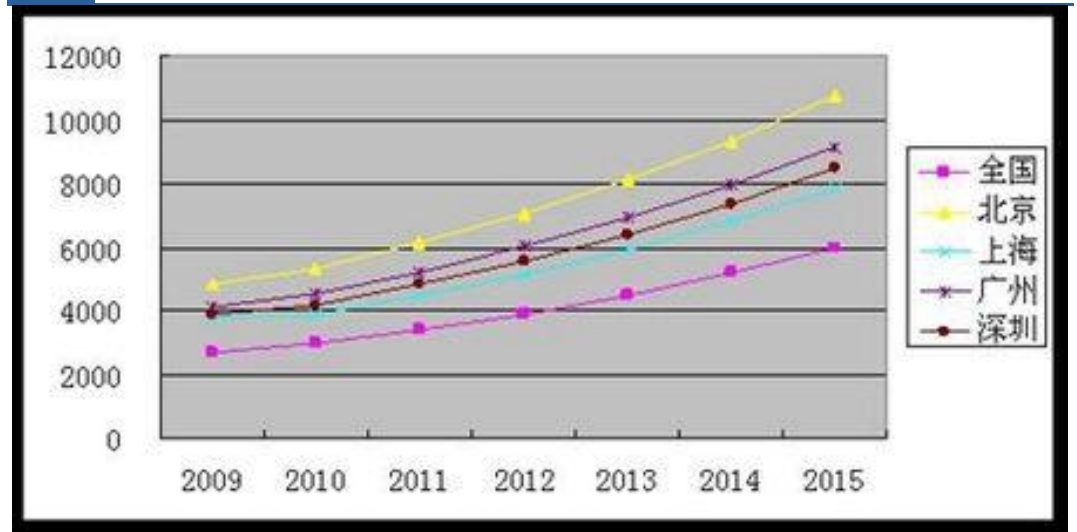
**(3) 人力成本的巨大差异是中国企业级 SaaS 定价较低重要原因。**

据美国求职网站 CareerCast 统计, 2014 年美国人力资源经理的平均年薪是 99,720 美元; 据中国人力资源开发网统计, 2014 年中国人力资源经理的平均年薪是 56,724 人民币元。考虑汇率的情况下, 美国人力资源经理的平均年薪约为中国的十倍, 这相当于美国的 HRM 服务每提升一单位的工作效率所创造的价值, 都是中国的十倍。所以, 美国 SaaS 定价远超中国市场, 目前来看是十分正常的现象。

✓ **认可度、付费意愿和人力成本的差异将逐步缩小, 中国企业级 SaaS 市场至少是千亿级空间**

随着技术的进步和行业先进者的不断营销推广, 未来企业对 SaaS 的认可度提高、逐步接受网络消费方式成为大概率趋势。同时, 中国的人力成本增长也十分迅速, 2011-2015 年五年时间, 全国的平均工资就实现了翻倍。对照美国目前 1700 亿美元的市场规模, 保守估计中国未来空间至少可达千亿人民币级别。

图 14: 中国 2009-2015 年平均月薪 (单位: 元)



资料来源: 搜房网, 长城证券研究所

■ 中国企业级 SaaS 市场已形成十余种细分市场

中国企业级 SaaS 市场雏形已现, 出现众多创业公司, 并且上市公司如用友、金蝶等传统软件厂商也已开始转型布局, 形成了 IM、OA、CRM、HR、ERP 等十余种细分市场。各市场主要厂商如下:

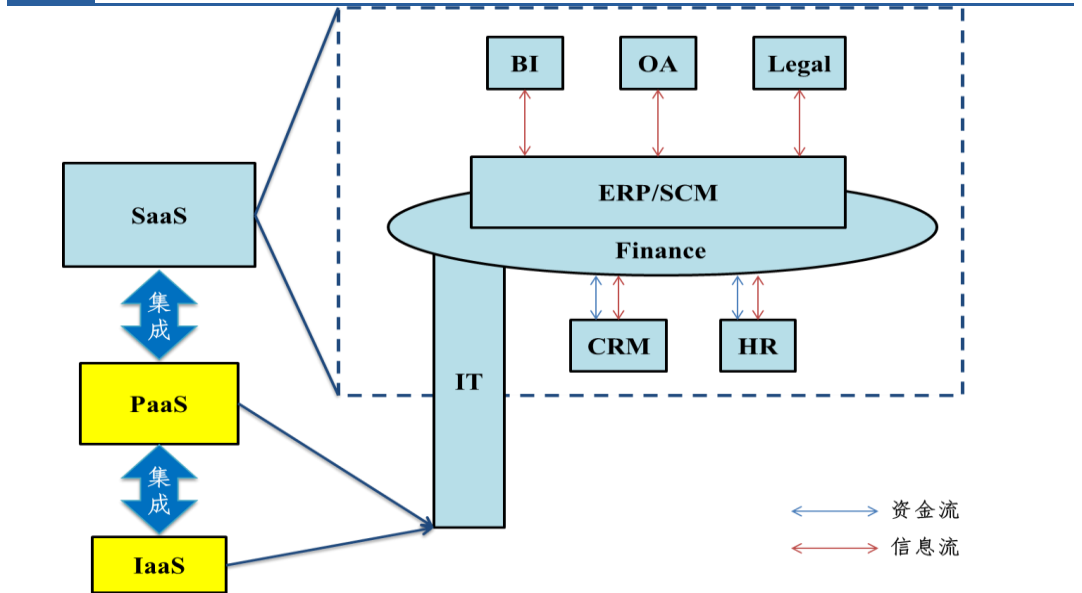
表 10: 中国企业级 SaaS 市场分类

分类	细分市场	主要厂商
管理型	在线 ERP	用友、金蝶等
	在线 CRM	纷享逍客、销售易、红圈营销、800APP 等
	在线进销存	用友、金蝶、奥林科技、商派 EX 等
	在线客服/呼叫中心	智齿科技、Udesk、讯鸟 InfoBird、天润融通等
	在线 OA	Office365、GoogleDoc、今目标、云之家等
	在线 HR	北森、e 成、万古科技等
	在线财务	畅捷通、金蝶友商等
	在线 IM	IMO、六度人和等
	在线外勤	掌控科技、中国电信等
	其他类	精硕科技、极海等
工具型	在线杀毒	360、江民、金山、趋势科技等
	在线视频/会议	视高、好视通、威速科技、风云再现、沃视通等
	网络邮箱	网易、腾讯、263 等
	网络教育	展视互动、AbleSky 等
	在线存储	百度、腾讯、金山、中国电信、中国联通等
	其他类	闭幕云、基调网络、问卷通等。

资料来源: 易观智库, 长城证券研究所

在这些细分市场中, 它们以财务、ERP、SCM 为核心, 互相之间存在着信息交互。其中, CRM、HRM 还涉及资金流的交互, CRM 涉及采购、销售、回款等整个销售过程, HR 涉及了人员薪水、社保和员工福利等资金事项。其他如 BI、OA、Legal、IM 本身并不涉及资金交互。

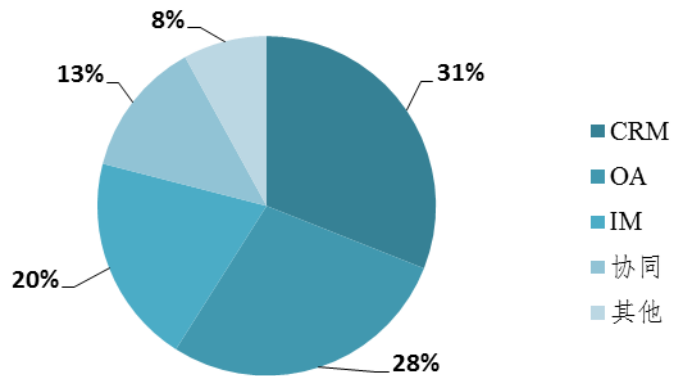
图 15: 企业级 SaaS 服务分类图



资料来源: 常春藤资本, 长城证券研究所

CRM、OA、IM 三大细分领域成为中国企业级 SaaS 市场排头兵。据艾瑞咨询数据, 2014 年 CRM、OA、IM 三大细分领域的市场份额就占到了企业级 SaaS 市场总额的 79%。

图 16: 2014 年中国企业级 SaaS 市场各细分市场份



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

目前, 国内 SaaS 厂商针对个人用户的收费模式尚不清晰, 收入主要来自于政企用户。

图 17: SaaS 产品用户类型及服务



资料来源：易观智库，长城证券研究所

■ 一级市场投资火爆，大量资本涌入

一级市场投资日趋火热，市场重视程度不断提升。据 IT 桔子数据显示，2012 年 2B 领域的融资案仅有 96 例，2014 年这一数据上升到了 312 例，以平均每年 80% 的速度在增长。而 2015 年前三季度获得融资的 2B 企业数量，已经超过了 2014 年全年。

表 11：一级市场对 SaaS 产业的部分投资

融资时间	公司名称	产品	融资金额—阶段	
2008年	10月	八百客(北京)软件技术有限公司	八百客800APP—CRM	1700万美元—A轮
2010年	8月	北京北森测评技术有限公司	北森—HR软件	1000万人民币—A轮
2011年	9月	八百客(北京)软件技术有限公司	八百客800APP—CRM	数千万美元—B轮
2012年	1月	北京亿企通信息技术有限公司	今目标—办公OA	1000万人民币—种子天使
2013年	10月	广东马上信息科技有限公司	M+移动平台—办公OA	100万美元—种子天使
2014年	2月	北京北森测评技术有限公司	北森—HR软件	1000万美元—B轮
	5月	北京亿企通信息技术有限公司	今目标—办公OA	1000万美元—A轮
		杭州亿方云网络科技有限公司	云方—办公OA	1000万人民币—种子天使
12月	北京易动纷享科技有限责任公司	纷享销客—CRM	5000万美元—C轮	
2015年	1月	南京安元科技有限公司	云计算、移动应用等	数千万人民币—A轮
		上海别样红信息技术有限公司	别样红云PMS—CRM	6000万人民币—A轮
	3月	仁科互动(北京)信息科技有限公司	销售易—CRM	1500万美元—C轮
		北京易多客信息技术有限公司	Mike—CRM	400万美元—A轮
	4月	北京北森测评技术有限公司	北森—HR软件	数千万美元—C轮

资料来源：易观智库，长城证券研究所

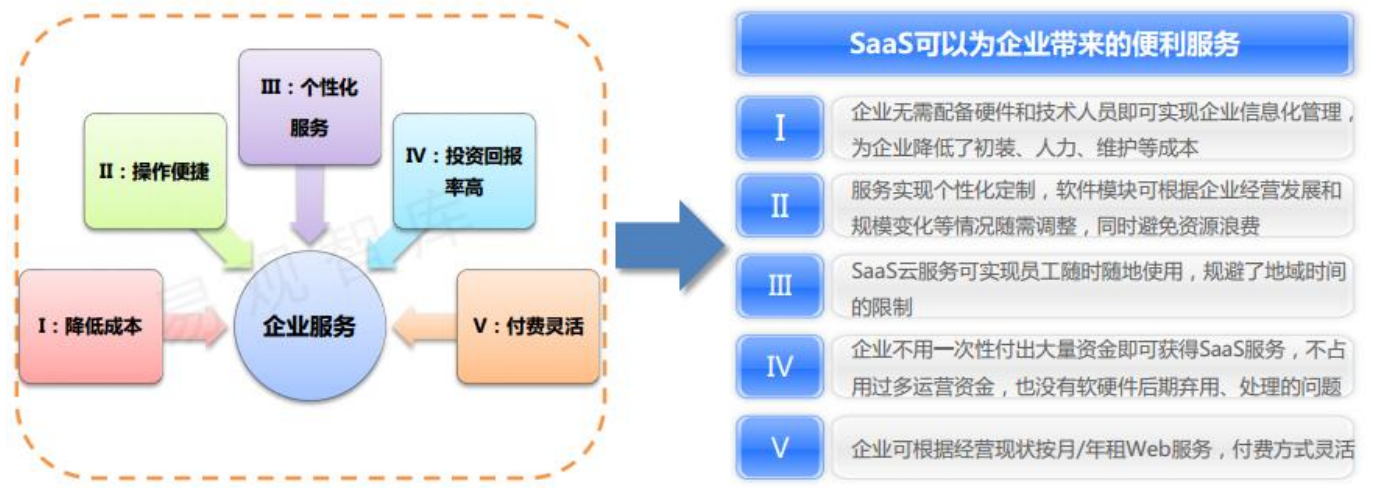
## 4. 中国企业级 SAAS 市场进入投资黄金期，关注五大投资要素

### 4.1 企业级 SaaS 服务能够为企业创造价值

在“互联网+”时代下，企业互联网化已成必然趋势，而支撑企业互联网化的四大技术就是云计算、移动互联网、大数据和社交网络。SaaS 作为云计算的重要组成部分，将在企业互联网化进程中扮演重要的角色。

究其本质，企业级 SaaS 作为一种服务之所以可以赚钱，就是因为它能够为企业创造价值。相较于传统软件，企业级 SaaS 最核心的竞争力就是可以降低公司成本、提升公司经营管理的效率。

图 18: SaaS 为企业创造价值



资料来源：易观智库，长城证券研究所

表 12: SaaS 与传统软件优劣对比

	传统软件	SaaS 软件
优势	技术成熟、标准完善 用户认知度高 数据保存本地较可靠	投入成本少 安装、操作、维护便捷 个性化定制
劣势	初期投入大 安装、维护流程复杂 应用服务固定单一	数据安全问题 政策监管待完善 缺少行业标准

资料来源：易观智库，长城证券研究所

## 4.2 云计算技术兴起打开 SaaS 市场，多租户技术是实现 SaaS 服务模式的核心

云计算的兴起推动 SaaS 服务实现大发展。SaaS 服务的前身是 ASP (Application Service Provider)，是 1999 年由美国推出的新的电子业务模式，但当时受限于基础设施建设不足、功能开发也不够完备，并没有取得成功。2004 年 SaaS 服务就开始在美国兴起，真正实现了从软件售卖的方式向服务方式的转变，逐渐取得企业的认可。而真正让 SaaS 市场快速成长的原因是 2008 年开始兴起的云计算概念，后者将 SaaS 概念涵盖其中，众多国际大厂商的积极布局带动了整个云计算技术的进步，也加速了 SaaS 的发展。

图 19: SaaS 技术发展历程



资料来源: 艾瑞咨询, 长城证券研究所

在“云时代”背景下, 硬件资源和软件资源需要实现更好地共享, 架构需要具有可伸缩性, SaaS 层面则需要满足不同客户的个性化配置需求同时不能影响其他用户使用。多租户技术就是目前能够解决上述需求的关键技术。

多租户是一种软件架构技术, 是指多个租户共享同一个软件应用实例。多租户技术将硬件资源和运营管理维护资源以服务的形式提供给多个租户复用, 每个租户按需使用资源, 同时不影响其他租户的使用。

多租户技术是实现 SaaS 服务模式的核心, 而多租户面临的数据隔离、功能可配置和架构可伸缩、数据可扩展等技术难题, 成为 SaaS 服务商必须要解决的问题。下表列举了对这些技术难点的可选解决方案:

表 13: 多租户技术的主要难点及可选方案

难点	可选方案	概述	优势	劣势
数据隔离	独立数据库	为每个租户提供独立的物理数据库, 将其与其他租户的数据在物理存储上进行隔离	安全性好、满足个性化需求、数据恢复简单	购置和部署成本高、效率较低存在性能问题
	共享数据库、隔离数据	多个或所有租户共享同一个物理数据库, 每个租户拥有独立的数据模式	减少了数据库的管理成本和开销	数据恢复影响其他租户、跨租户统计困难
	共享数据库、共享数据	所有租户共享一个物理数据库、一种数据模式, 通过一个数据库和一套数据表来存储所有租户的数据	最低的硬件成本和维护成本, 支持最大数量的租户	安全性差需要投入额外的安全成本、数据恢复最为困难
功能可配置	功能分解	将整个系统分解成多个相互独立的、互不重叠的、不可再分的原子功能	对系统进行功能配置的基础	-
	功能包设计	对原子功能进行组合, 设计成功能包	解决基础配置具有重复性, 提高配置效率	-
架构可伸缩	数据的垂直切分	根据数据库的不同表或模式将数据切分到不同的物理数据库	垂直切分模式的拆分规则明确; 系统模块划分明晰, 容易整合; 数据维护便捷易行, 易于定位	部分表关联无法在数据库端完成; 数据表访问存在性能瓶颈; 扩展性有限制; 系统复杂、维护难度高; 数据库的事务处理更为复杂

	数据的水平切分	将原本存储在一个数据表中的数据依照一定的切分规则切分到多个不同的物理数据库中，同时记录数据的切分映射关系	表关联基本能够在数据库端完成；对应用程序端整体架构的改变较少；数据库的事务处理相对简单；无性能瓶颈、扩展性限制	较难抽象出一个能够满足整个数据库的切分规则；手工定位数据困难；数据迁移和拆分形成一定的困难
	数据的联合切分	在不同的负载压力下选取不同的切分模式，交替进行两种不同的切分，以获得最大的系统扩展能力	能够充分利用垂直切分和水平切分的优势，规避各自的缺陷，最大限度地提升系统的扩展性	导致数据库系统架构更为复杂、维护难度更大，应用程序的架构也相对更为复杂
数据可扩展	定制字段	通过在数据表中增加一定的自定义字段用于存储扩展数据	较为简单的数据扩展实现方案，不需要处理复杂数据延伸的跟踪，能满足数据扩展需求	将产生很多对其他租户无用的定制字段；严重破坏数据表的原有结构
	预分配字段	在软件设计开发阶段，预先分配一定数量的字段用于存储扩展数据	一定程度上很好地实现了数据扩展的可配置性	预分配字段的数量在系统设计阶段已经确定且有限，扩展空间存在一定的局限性
	名称值对	将扩展数据的存储与原数据表分离，使用一张统一的数据表存储扩展数据	较为节省存储资源的数据扩展模式，能够提供无限数量的自定义扩展字段	增加了数据操作的复杂性，数据操作都需要对自定义数据进行拆分处理；业务数据的获取需要多次访问，影响性能

资料来源：《SaaS 模式下多租户实现的关键技术研究》裴华艳、王焕民，长城证券研究所

除了多租户技术难点需要突破以外，SaaS 平台还要注重安全、效率、功能、客服、访问等多个方面的平衡，以提供最优质的服务，形成自身的竞争力。

表 14: SaaS 平台搭建的主要难点

#### SaaS 平台的七大平衡

- 1、多租户的模式、安全、效率（开发、运维等）之间的平衡。
- 2、简单易用和功能强大之间功能合理的平衡。
- 3、issue 和新功能效率与产品稳定之间的平衡。
- 4、客服效率和精准反馈之间平衡。
- 5、服务器架构、稳定访问、访问速度之间的平衡。
- 6、模块层解决方案的平衡：功能的高覆盖、功能配置性、使用复杂度、使用效率、扩展集成性等之间的平衡。
- 7、最后是架构抽象化，提供强的移植和扩展的保障。

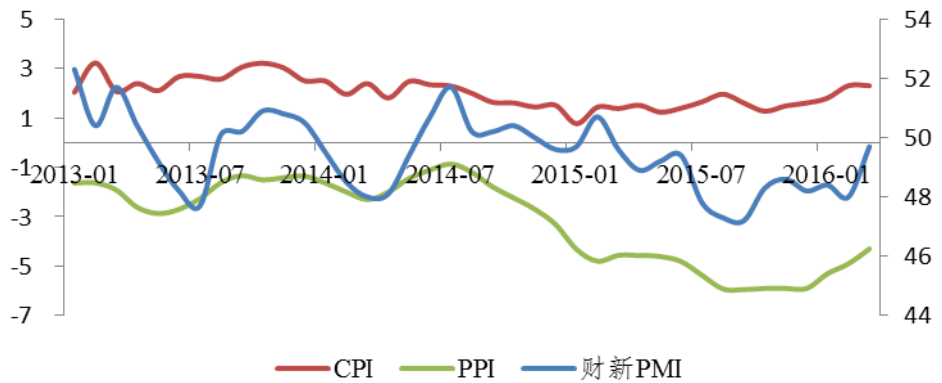
资料来源：知乎，长城证券研究所

## 4.3 为什么说当前就是中国企业级 SaaS 的黄金投资期？

### ■ 经济下行压力仍存，企业级服务受益

我国目前经济下行压力仍存，在经济不景气的背景下，企业为保持自身盈利能力将会更加注重经营、管理的效率和成本。所以经济环境越差，企业级 SaaS 服务所能创造的价值将越受企业重视，当前正是企业级 SaaS 推广的大好时机。

图 20: 中国部分经济指标走势图



资料来源: wind, 长城证券研究所

■ 人力成本迅速攀升，企业级服务创造的价值增加

我国平均工资正在快速攀升，如图 14 中数据所示，2011-2015 年五年时间，全国的平均工资就接近实现了翻倍。这意味着企业级服务每提升 1 单位的效率、每进行 1% 的人工替代所创造的价值都将呈现上升的态势，这将使企业越来越倾向于选择企业级服务。

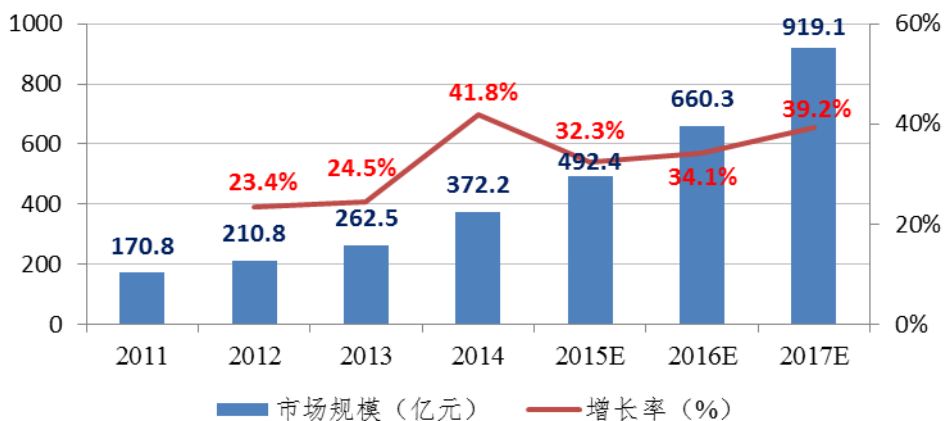
■ 美国市场形成良好示范，国内拥有技术积累，酝酿时间将大幅缩短。

中国的企业级服务元年是 2014 年，已过去两年时间，我们认为未来 5 年内便有可能产生估值突破 500 亿的巨头，现在正是最佳投资期。美国的企业级服务市场已经进入成熟阶段，形成了良好的示范效应，Oracle、SAP、Salesforce 等 SaaS 巨头已被国内市场熟知。另外，国内阿里、腾讯纷纷布局企业级服务，纷享逍客等创业公司也重金进行宣传，国内企业对企业级服务的认可时间大概率会缩短，促使中国的酝酿期少于美国的 10 年时间。同时，国内云计算技术发展十分迅速，也将明显少于美国从初创到普及的时间。

■ IT 基础设施趋于成熟，企业级服务具备发展基础

经过十二五的发展，我国的宽带、移动互联网、数据中心等基础设施建设取得了显著成效，智能终端也获得了普及。相比以前资源稀缺的时代，企业级服务现在已具备发展基础，同时企业级 SaaS 服务商的硬件部分投入的成本也趋于下降，更多的资金被解放，可用于 SaaS 产品的开发和推广。

图 21: 中国 IDC 市场规模走势图



资料来源: 中国 IDC 圈, 长城证券研究所

## 4.4 区分对待细分领域投资机会，关注五大投资要素

### ■ 区别对待不同细分领域，注重 CRM、B2B、HRM、BI、法律、财税领域的投资机会

企业级 SaaS 服务各细分领域中的 SaaS 化程度和投资机会会有所区别：

(1) IM、OA 领域，标准化程度较高、存在较为迫切的移动化需求、进入门槛较低，是最先 SaaS 化的领域。但是该领域也是被阿里、腾讯两大互联网巨头介入最深的领域，上市公司和创业公司难以取得竞争优势。

(2) CRM 领域，同样具有较高的标准化程度、迫切的移动化需求和较低的进入门槛，并且该领域暂时仅有一个估值约 10 亿美元的龙头“纷享逍客”，仍存在大量机会。有望成为未来快速 SaaS 化并且变现机会最大的领域，值得重点关注。

(3) B2B 交易领域，开始出现 B2B 交易平台和 SaaS 服务的融合，例如慧聪网与纷享逍客合作，服务商可以针对产业链中的原料商、生产商、集成商、批发商和零售商，提供帮助决策交易的数据增值服务，为交易双方撮合最优的买卖方案。该类服务具有较高的价值和较广的客户群体，并且有望形成按照次数收费的盈利模式，值得重点关注。

(4) HRM、BI、法律、财税等领域，业务流程相对复杂，专业化、定制化要求较高，不过仍然存在广泛的需求，是 SaaS 化进程的第二梯队。

(5) ERP、SCM 领域，相比之下具有最高的定制化需求，服务内容复杂且涉及数据敏感，目前只有部分小型企业开始接受该领域的 SaaS 服务，SaaS 化率较低，未来发展空间巨大，但发展速度将会慢于其他细分领域。

### ■ 关注五大要素筛选优质标的：产品、营销、服务、盈利模式、客户粘性

企业级 SaaS 市场同其他“互联网+”市场类似，面临着十分激烈的竞争。参考前文分析的国内外案例，我们认为企业如果能在竞争中胜出，那么它必须在产品、营销、服务、盈利模式、客户粘性这五大要素上具有明显的优势。

#### ✓ 产品

拥有专业的团队打造专业的产品，功能满足客户需求，具有良好的用户体验，并不断根据用户反馈进行调整和完善。除自身具备符合用户需求的功能外，通过开放平台、生态合作或者收购等方式，整合业内资源，减少自身开发成本，丰富功能、增强平台竞争实力，团结友军共同打造企业级 SaaS 产品。

#### ✓ 营销

企业级 SaaS 市场的初期竞争中，流量为王，平台用户数量是评价服务商的重要指标。为加速“跑马圈地”，各公司豪掷重金营销推广。但是盲目的营销招揽的客户粘性较低，换一种策略，如果能够运用资源先拿下大型企业客户，产生示范效应后，进行线上、线下多种方式的推广将大概率会带来更好的效果，同时还可以节约营销成本。

#### ✓ 服务

除了传统的客服、培训等服务要做到满足客户需求以外，还要能够提供稳定可持续密集访问的云服务，以及数据加密、通信安全等网络安全服务。另外，混合云服务也是重要

的服务内容，众多国内企业仍对数据安全性有所顾虑，而混合云技术可将产品通过云端实现公有，而企业自身的业务数据则独立封装，是符合我国国情的重要解决方案。

图 22: 混合云成为云计算的重要部署方式



资料来源：易观智库，长城证券研究所

### ✓ 盈利模式

企业级服务商应当具有清晰的盈利模式，在巨额的销售费用下，免费并不是长久之计。盈利模式可以采用按月按年收费、按次数收费等模式。重点关注能够享受溢价定价的公司。

### ✓ 客户粘性

大中型企业客户相对于小型企业客户来说，具有更高的平台转移成本，虽然更难获取，但也更容易形成较高的客户粘性，实现持续变现。所以需要重点关注企业级服务平台用户中大中型企业所占比率以及月度用户流失率。

## 4.5 推荐标的——用友网络、华宇软件

### ■ 用友网络（600588）——坚定转型企业级服务，已形成多元化服务体系

公司企业级服务业务 2015 年实现收入 8695 万元，同比增长 11,360.1%，企业客户数超过 80 万家，较 2014 年年末增长 436.6%，达成公司此前的业务规划。公司的企业级服务同时涵盖大中型和小微型企业，将 CRM、OA、ERP 等以公有云的方式来实现。其发展方向涉及财务会计、数字营销、人力资源、智能制造以及企业协同办公，并已推出企业空间、工作圈、易代账、会计家园、用友嘟嘟、电商通和红橘等产品。其中，2015 年隆重推出的企业空间定位于移动办公平台，目标锁定大中型企业市场，整合用友旗下的畅捷支付、U 易联等多种 SaaS 服务，形成综合性的企业移动办公平台，有望继续开拓客户粘性较高、付费意愿较强的大中型企业客户，未来发展值得期待。

表 15: 用友网络旗下主要 SaaS 平台

分类	主要产品	归属
企业协同	企业空间	用友优普
	工作圈	畅捷通
	教育空间	新道科技
营销服务	超客营销	用友超客
	秉均数字营销	用友秉钧
	电商通	用友网络
	U 易联	用友优普
人力资源	薪福社	用友网络
财务服务	易代账、好会计、小微企业财务服务	畅捷通
资金管理	畅捷网银、资金归集、资金看板等	畅捷通
通信服务	嘟一下	用友嘟嘟

资料来源: 公司及各子公司官网, 长城证券研究所整理

公司作为亚泰地区最大的管理软件提供商, 拥有多年的技术积累、企业客户资源和渠道优势, 企业应用软件、互联网服务和互联网金融服务三轮驱动公司发展, 未来, 公司有望转型成为全球领先的企业管理服务与金融服务提供商。预计公司 2016-2017 年分别实现营业收入 48.65 亿元和 59.57 亿元, 分别实现净利润 3.46 亿元和 4.05 亿元。

图 23: 用友网络发展规划目标

业务目标	2015 年目标	未来三年目标
软件业务	持续提升客户满意度	净利润年均增长 30%
互联网服务	企业客户 80 万 个人用户 800 万	企业客户 1000 万 个人用户 10000 万
互联网金融	完成布局 交易额达到千亿级	交易额达到万亿级

资料来源: 公司资料, 长城证券研究所

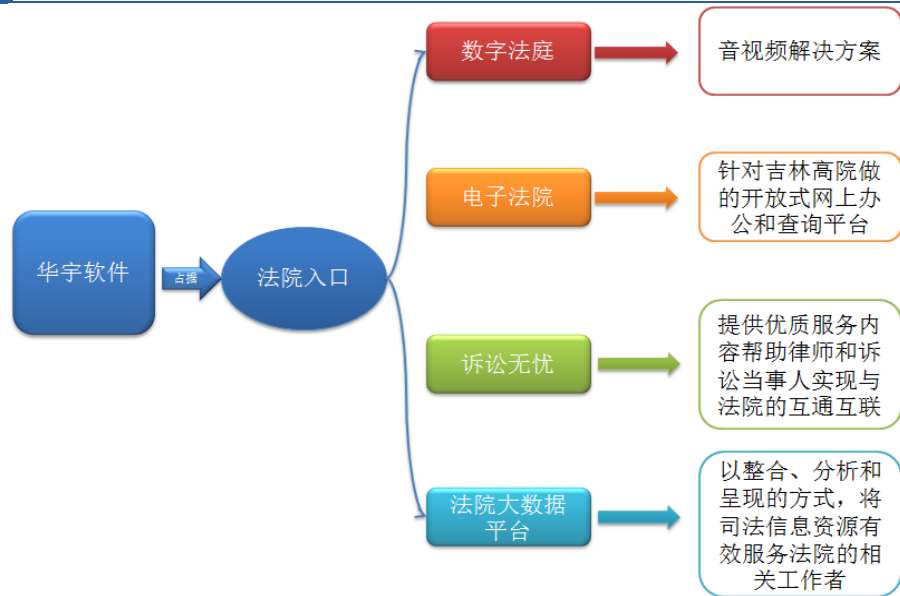
### ■ 华宇软件 (300271) ——司法 SaaS 服务领跑者

公司大力转型云服务商, 此次募集的 10.7 亿元中, 2.8 亿元投向云研发产业化项目, 建设期为三年, 项目完成后公司将具备云研发及产业化平台, 以云计算、SaaS、PaaS 层核心业务研发为主线, 助力法院、检察院、食品安全等领域的业务数据整合, 提升整体解决方案能力。同时, 公司的“诉讼无忧”云平台率先尝试司法 SaaS 服务, 具有先发优势, 未来发展可期。

公司在司法公开和法院信息化建设要求的大背景下, 公司凭借多年的业务经验积累, 持续深耕法检信息化解决方案的建设, 布局司法云服务, 将优质服务内容提供给法院、法官和律师, 实现 B2B 到 B2C 的跨越; 在现有食品安全解决方案提供商的基础上, 通过食品溯源相关大数据业务, 挖掘企业用户商机。未来, 公司有望继续通过内生发展和外延

并购相结合的模式，加码转型云服务商和大数据解决方案提供商，前景十分广阔。预计16、17年营业收入分别达到20.90亿元和29.34亿元，净利润为3.28亿元和4.66亿元。

图 24: 华宇软件司法业务布局



资料来源：公司资料，长城证券研究所

### ■ 其他标的

上市公司中除用友网络和华宇软件之外，还有丰东股份、北信源、麦达数字等公司也进行了企业级 SaaS 服务布局，亦可重点关注。

表 16: 布局企业级 SaaS 服务的其他上市公司

证券代码	证券简称	领域	布局简介
002530.SZ	丰东股份	财税	拟 18 亿并购企业级服务商方欣科技进军财税服务领域。
300352.SZ	北信源	IM	拟投资 76,986 万元建设互联网安全聚合通道 Linkdood，并围绕安全即时通讯平台进一步引入第三方开发商，打造企业级服务平台。
002137.SZ	麦达数字	CRM	拟以 9300 万参股消费品行业 CRM 服务提供商赢销通 10%，布局企业级 SaaS 服务，未来目标打造 SaaS 服务生态圈。
002467.SZ	二六三	通信	打造企业通信和协作领域的统一通信 SaaS 平台，形成以邮件、网盘为中心的数据存储服务和以即时通讯、电话会议、网络会议、在线直播为主的实时通信服务两大业务板块。

资料来源：公司资料，长城证券研究所

## 风险提示

国内企业出于对数据安全性的考虑，保持观望态度，导致认可度的提升低于预期；众多的创业企业引发激烈的同质化竞争，减缓变现速度。

**研究员介绍及承诺**

**周伟佳:** 计算机行业首席分析师, CFA 会员, ACCA 资深会员, 悉尼大学商科硕士, 曾就职于华为技术、阿尔卡特朗讯、招商证券、大成基金等公司, 2014 年加入长城证券金融研究所。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>