

Research on the Correlation between Customer Structure and Company Value in the
Domain of Cloud-computing Software

By

Kun Hua

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2024 by the
Graduate Supervisory Committee:

Benjamin Shao, Co-Chair
Zhan Jiang, Co-Chair
TianShu Sun

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2024

云计算软件领域客户结构与公司价值的相关性研究

华琨

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2024 年 3 月批准:

邵保民, 联席主席
蒋展, 联席主席
孙天澍

亚利桑那州立大学

二零二四年五月

ABSTRACT

The global software industry is shifting towards the software-as-a-service (SAAS) model of cloud computing, which is characterized by ease of use, low cost, and flexible scalability. SAAS software companies have a faster growth rate than traditional software companies, and capital markets are more willing to give them relatively higher valuations.

Globally there are hundreds of SAAS software companies that have developed and gone public successfully, especially in the United States, with very high valuations on the average. However, there are still major gaps in the number, scale and valuation of SAAS software companies listed in China even though they also have entered the development stage. The technological and business frameworks of the Chinese SAAS software industry have basically taken shape in recent years, and more and more enterprise customers have begun to realize the cost reduction and efficiency improvement brought about by the subscription-based software. The whole industry faces both opportunities and challenges at once.

This study aims to identify the factors of sustainable development for SAAS software companies on a global scale, from a unique innovative perspective on their customer structure. It also compares and contrasts the similarities and differences of target markets between the SAAS software industry in China and that in the United States, and it analyzes the current situation and development trends of the SaaS software industry in

China in order to propose novel viewpoints. It is hoped that this study can provide significant practical guidance for entrepreneurs engaged in the SAAS software domain in their strategic decision-making, can serve as a valuable benchmark for investors in their selection of investment targets and valuation analysis in the SAAS software field, and can offer unique reference value for related institutions in formulating their policies for the development of the SAAS software industry.

Key words: SAAS software industry, cloud computing, customer structure, valuation, target customer market selection, sustainable development.

摘要

全球软件行业正在向软件即服务(SAAS)云计算模式转变，SAAS 软件具有易使用、低成本、灵活扩展等特点，SAAS 软件公司比传统软件公司具有更快的增长速度，资本市场更愿意给予 SAAS 软件公司相比传统软件公司更高的估值。

全球范围内尤其是美国地区累计有上百家 SAAS 软件公司快速发展并成功上市，且平均估值很高。中国的 SAAS 软件产业也开始进入发展期，但上市公司数量、规模、估值均还存在较大差距。中国 SAAS 软件产业的技术和商业框架已经基本成型，越来越多的企业客户也开始意识到订阅式软件带来的成本降低和效率提升，整个行业是机遇与挑战并存。

本研究报告从全球范围研究 SAAS 软件公司可持续发展要素，从客户结构等的独特创新视角切入，并深入分析中美 SAAS 软件行业目标市场的共性与差异，分析中国 SAAS 软件行业的现况与发展趋势，提出鲜明新颖的论点。希望通过此份研究报告，能对从事 SAAS 软件领域创业、从业的创业家、企业家们在战略决策上能有足够的指导意义，能对从事 SAAS 软件领域投资的投资家们在标的选择、估值分析上能有充分的借鉴作用，能对从事 SAAS 软件领域政策发展制定的相关机构能有较为独特的参考价值。

关键词： SAAS 软件行业、云计算、客户结构、估值、目标客户市场选择、可持续发展

目录

	页码
表格列表.....	vii
图表列表.....	viii
章节	
一、导论.....	1
1.1 研究背景.....	1
1.1.1 全球 SAAS 软件行业发展概况	1
1.1.2 中国 SAAS 软件行业投资现况	2
1.1.3 中国 SAAS 软件行业创业发展现况.....	4
1.2 研究意义	12
1.3 研究创新点.....	16
二、文献综述/研究现况	17
三、理论基础与研究假设	19
3.1 理论基础	19
3.1.1 DCF 折现现金流模型.....	19
3.1.2 市销率 PS 估值模型	20
3.2 研究假设.....	21
四、样本数据与来源.....	24
4.1 样本数据与来源	24

章节	页码
4.2 变量定义.....	27
五、研究方法与分析.....	30
5.1 研究方法.....	30
5.2 数据描述.....	30
5.3 回归分析.....	30
六、应收账款、收入增速与 SAAS 软件上市公司估值.....	34
6.1 应收账款的风险.....	34
6.2 SAAS 软件上市公司应收账款数据分析.....	34
6.3 应收账款与上市公司相对估值.....	36
6.4 中国 SAAS 软件公司应收账款的成因及建议.....	37
6.5 收入增速与上市公司相对估值.....	37
七、中美 SAAS 行业目标市场分析.....	39
7.1 企业规模对比分析.....	39
7.2 产业结构分析.....	40
八、中国 SAAS 软件行业发展趋势分析.....	48
8.1 中国 SAAS 软件行业发展新趋势.....	48
8.2 中国 SAAS 软件行业与 AI 大模型技术的结合.....	53
8.3 低成本获取腰部中型企业客户.....	56
九、结论与建议.....	59

章节	页码
9.1 结论.....	59
9.2 建议.....	60
参考文献.....	62
附录.....	64

表格列表

表格	页码
1 中美 SAAS 行业综合对比.....	2
2 客户（结构）定义.....	22
3 样本数据分类.....	24
4 样本数据及其来源.....	25
5 变量定义.....	29
6 样本描述性统计.....	30
7 回归分析结果数据.....	31
8 回归分析数据列表.....	32
9 不同规模企业客户占比与 SAAS 软件公司估值的相关性分析.....	33
10 SAAS 软件上市公司应收账款分析数据.....	35
11 中美各行业 GDP 占比.....	41
12 中国各行业企业信息化程度调研.....	42
13 中国第三产业各行业企业分类（按企业员工人数规模分类）占比.....	45
14 中国第三产业各行业中国企占比.....	46
15 中国 SAAS 软件行业目标市场推荐指数及其评判综述.....	47

图表列表

图表	页码
1 中美 SAAS 软件行业上市公司市值对比.....	1
2 2013 年-2022 年中国 VC/PE 市场投资概况	3
3 2013 年-2022 年中国 VC/PE 投资市场单笔均值趋势.....	4
4 中国 SAAS 软件行业一级市场融资事件数量.....	4
5 中国 SAAS 软件公司数量趋势	5
6 中国 SAAS 软件公司客户类型结构调研	11
7 中美企业规模对比	39
8 中国 SAAS 软件公司出海计划调研.....	48
9 SAAS 厂商低代码产品体系.....	52
10 中国 SAAS 软件公司大模型应用计划调研.....	56

一、导论

1.1 研究背景

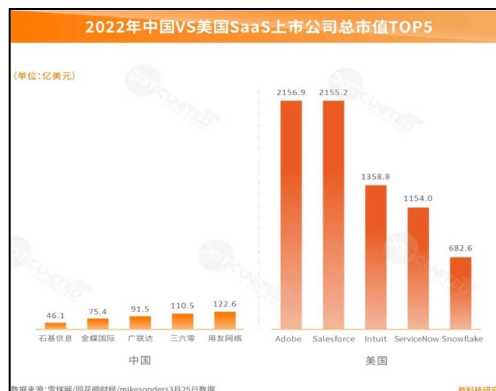
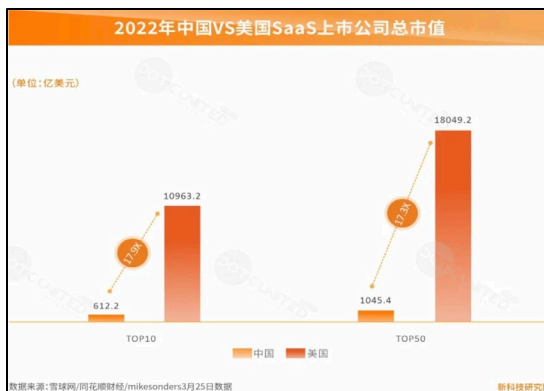
1.1.1 全球 SAAS 软件行业发展概况

在云计算技术发展的基础上，全球软件行业正在经历向软件即服务(SAAS)模式转变的巨大革新。SAAS(Software as a Service, 软件即服务)简而言之就是部署在云端、用户通过互联网来使用的软件。“云计算架构，标准化产品，订阅制收费”是 SAAS 软件的标准三要素。

根据 QYResearch 数据，2019 年全球 SAAS 软件市场规模达 778 亿美元，预计至 2026 年将接近 1,800 亿美元，根据 IDC 数据，2019 年中国 SAAS 软件市场规模约为 23 亿美元，在全球的占比不到 4%，远低于同期中国 GDP 在全球 16.3%的占比。近几年在全球范围尤其是美国地区有一大批 SAAS 软件(Software as a Service)公司快速发展并成功上市，且估值很高。2012 年以来，中国的 SAAS 软件行业也开始逐步进入高速发展期，但企业数量、规模、发展速度还存在一定差距。

中美 SAAS 软件公司 TOP10、Top50 总市值相差 17 倍。

图表 1 中美 SAAS 软件行业上市公司市值对比



我们从中美 SAAS 行业的用户需求、财务业绩表现、一级市场投资、整体发展状况等维度进行了进一步的对比分析，具体如下：

表格 1 中美 SAAS 行业综合对比

维度	美国 SAAS 行业	中国 SAAS 行业
用户需求	大中小企业共识：软件比人便宜； 同时用多套 SAAS，50 人以上企业平均使用 70 套 SAAS，1/4 付费； 大公司普遍接受订阅制；全球化；	对人的依赖性较高； 当前大环境下开始逐步意识到软件的价值；AIGC 加持； 央国企对订阅制接受度不高；
业绩表现	多家营收过百亿美金， 平均 18.5 亿美金； 收入增速高、较为稳定； 毛利高（71%）；订阅高（85%）； 留存高；预收款高	尚无过百亿 RMB； 收入增速高，但不稳定； 毛利中高（59%）； 订阅较高（77%）； 留存较低；存在较多应收账款
资本市场 (一级)	截至 2022 年 8 月，约有 15245 家 近期 AIGC 驱动的 SAAS 大量获得投资	约 5000-7000 家 2018-2020 投资火热，近期趋冷
发展状况	短期估值受美元加息影响整体走低， 财报表现平稳	短期迷茫：绝大部分 SAAS 企业 无法跨越 1 个亿 RMB 的 中等收入陷阱； 上市后估值普遍不高、不稳定；

1.1.2 中国 SAAS 软件行业投资现况

2004 年，营销管理软件服务商 Salesforce 在纳斯达克上市后，从 2005 财年的 1.7 亿美元增至 2023 财年的 313.52 亿美元，连续 17 年保持着 20%~60% 的营收增速，年复合增长率超过 30%，市值一度突破 3000 亿美金，带动了全球资本市场对于 SAAS 软件行业的热捧。中国 SAAS 软件行业也曾一度成为美元基金最青睐的投资领域之一，以 2018

年 9 月 30 日腾讯宣布全面转向产业互联网为标志，同年中国 SAAS 软件行业的投融资达到了历史顶峰。

然而资本市场多年高额投入并没有达到既定预期，大多中国 SAAS 软件公司的销货成本跟随营收扩张而显著扩大，无法实现标准化、规模化的业务模型，仍停留在外包型、定制型软件服务的层面。投资人开始审视所投企业的增长速度，叠加近几年的经济下行趋势，资本开始迅速撤出中国 SAAS 软件行业。

2022 年开始，中国 SAAS 软件行业投融资环境巨变，一级市场投融资笔数和金额骤减。根据 IT 桔子数据统计数据，2023 年 1-7 月国内 SAAS 软件行业共发生投融资 50 笔，投融资金额 43.52 亿元，相比 2021 年分别下降了 68%和 84%，中国 SAAS 软件行业的投融资处于历史的真正低谷阶段，中国的 SAAS 软件公司在增长逻辑不清晰、获客成本居高不下的情况下，正遭遇融资失速、估值缩水、增收不增利等在内的多重挑战。

图表 2 2013 年-2022 年中国 VC/PE 市场投资概况

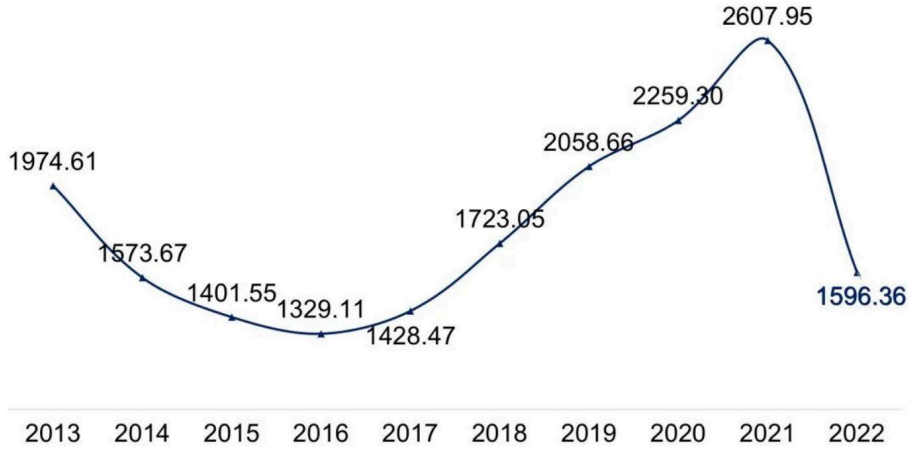


数据来源：CVSource投中数据

投中研究院，2023.01

图表 3 2013 年-2022 年中国 VC/PE 投资市场单笔均值趋势

2013年-2022年中国VC/PE投资市场单笔均值趋势（万美元）

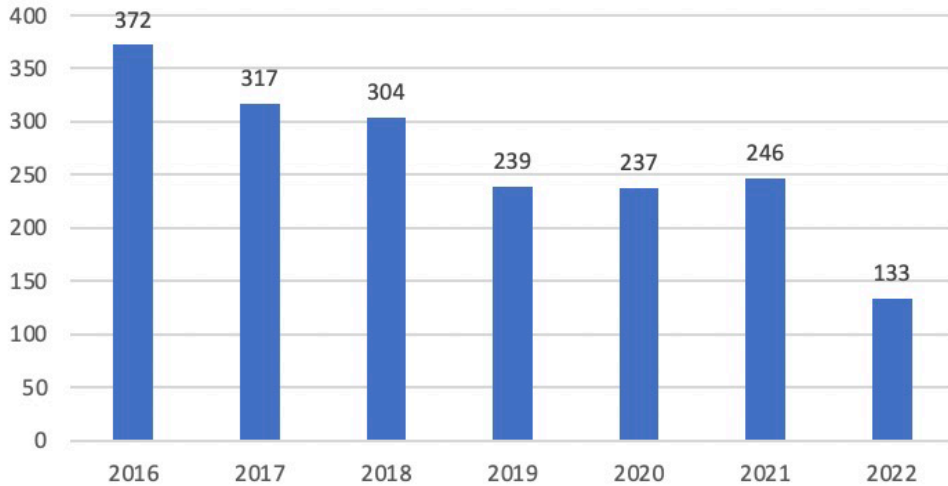


数据来源：CVSource投中数据

投中研究院，2023.01

图表 4 中国 SAAS 软件行业一级市场融资事件数量

中国SaaS软件行业一级市场融资事件数量

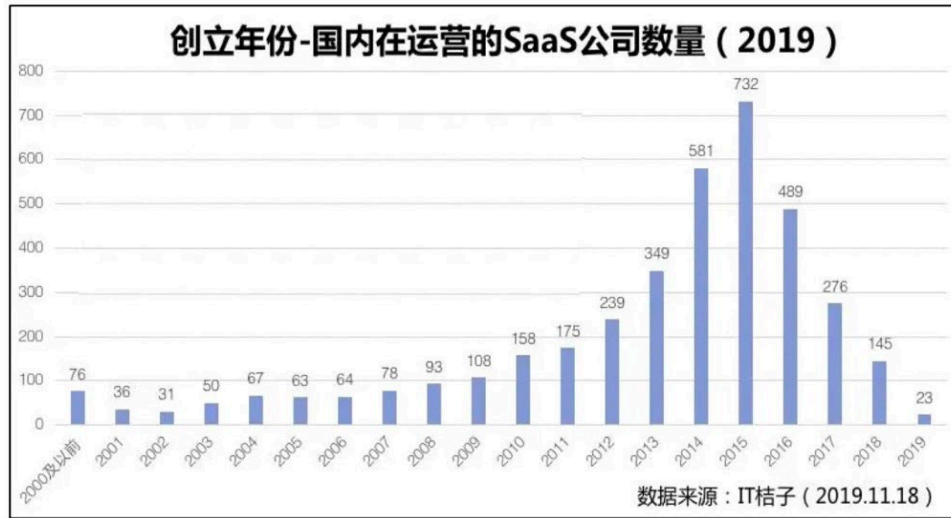


数据来源：烯牛数据

1.1.3 中国 SAAS 软件行业创业发展现况

在全球 SAAS 软件行业的市值高涨背景下，从 2012 年开始，中国的 SAAS 软件行业逐步开始受到资本的追捧。资本与 SAAS 软件公司也普遍预期随着中国经济的快速发展和互联网的普及，传统企业会越来越重视数字化转型，对 SAAS 软件的需求会日益增加。在这个时期，许多初创的 SAAS 软件公司如雨后春笋般涌现，其中相当比例的 SAAS 软件公司顺利拿到了融资，开始扩展自己的研发与市场团队，有的 SAAS 软件创业公司人员在最高峰时超过了数千人，价格竞争也成为了一些 SAAS 软件公司获取市场份额的重要手段。

图表 5 中国 SAAS 软件公司数量趋势



但近年经济下行趋势下，小微企业受冲击最大，纷纷倒闭，大型传统企业对 SAAS 软件的接受度也一直是差强人意，有的 SAAS 软件公司逐步被迫背离 SAAS 软件商业模式，开始转向和软件外包公司竞争销售关系、项目管理能力，转向做大型企业客户的贴身服务，虽然这种模式在短期内可能带来一定的收益，对企业的生存有暂时帮助，但长期来看，它可能导致企业盈利严重下滑，甚至危及其生存。

从过去超过 20 年的数据来分析，软件外包模式的利润与估值标准与 SAAS 软件完全不可同日而言。大型企业定制化软件项目，不仅限制了 SAAS 软件公司的盈利能力，还对

优秀人才的吸引力产生负面影响，进一步制约了产出的 SAAS 软件产品的质量，从而形成恶性循环。这种恶性循环会进一步导致 SAAS 软件公司难以有充足的资源和时间专注于开发高质量的标准化软件产品，从而可能会限制整个中国 SAAS 软件行业的创新和发展。

一些 SAAS 软件公司最终可能陷入这样的困境：虽然服务了数十家客户，但实际上是为这数十家客户分别实施了数十个不同的软件项目。这意味着这些 SAAS 软件公司并没有形成一套规范化、标准化的 SAAS 软件产品，而是依靠项目机制来维持运营。这种模式与资本市场对企业的期望和估值标准存在巨大差异。

中国 SAAS 软件行业现况整体低迷，甚至有观点提出 SAAS 商业模式在中国可能并不成立。持有这些观点的人士认为中国软件市场的商业环境和文化有别于海外，比如美国很多 SAAS 软件公司的大客户是跨国企业，后者比较容易接受标准化、轻量化的软件产品。而中国市场整体软件付费意识缺乏，一方面大客户基本是央国企，采购模式向来重硬件、轻软件，大多还需要本地私有化部署贴身服务，且产品难复制；另一方面，小微企业付费能力差、生命周期短，SAAS 软件需求很难持续。

1.1.4 目标客户市场战略定位难题

在中国 SAAS 软件行业发展的道路上，关于“大型企业、中型企业、小微企业，到底哪种才应该是中国 SAAS 软件公司面向的核心战场？”，“中国 SAAS 软件公司应该以大型企业客户群为核心，还是应该面向中小企业客户市场”，诸如此类问题不断被提及与讨论，目标客户市场战略定位选择是中国 SAAS 软件公司的面临的一个难题。

企业战略的核心是选择合适的客户，并决定对应提供什么样的产品和服务，选择哪条路径，似乎并没有标准答案。

中国的小型企业（人数规模在 50 人以内的企业）存活周期短，受经济环境的影响较大，根据相关数据统计，平均寿命不到 3 年。小型企业的复购率和续费率有天花板，流失率高，留存率普遍低于 50%，难以适应 SAAS 订阅式按年持续付费的收入模式，导致 LTV（Life Time Value，生命周期价值）和 CAC（Customer Acquisition Cost，客户获取成本）之间的账算不过来，商业模式无法走通。

但小型企业也有其优点，其基数大，对 SAAS 软件公司的服务一般要求低、比较简单，上手容易，所以很多 SAAS 软件公司往往尝试从小型企业入手，将客户集中在一些对标准化、订阅式接受度较高的小型企业上，希望通过这部分企业先行打开市场。中国的 SAAS 软件也确实在小微企业市场积累了经验，完善了产品功能，提高了交付能力，积累了一定的品牌影响力。然而小微企业始终是一个付费能力和意愿偏低的目标市场，中国的 SAAS 软件公司要想更上一层楼，似乎还是需要走进大型企业客户。

对于 SAAS 软件公司而言，大型企业客户（人数规模在 1000 人以上的企业）具有很强的优势：大型企业付费能力强，客户单价高，生命力强，抗风险能力强，续费能力强，有更高的 LTV（Life Time Value，生命周期价值），并且有助于打磨产品，建立行业标杆。大型企业由于其企业主体稳定性较强，此外内部 IT 建设项目往往持续时间较长，对应在具体的项目上则是可以给 SAAS 软件公司贡献稳定的营收，尽管执行周期较长，但胜在其确定性较强。

在中国的 SAAS 软件行业，大家一度对大型企业客户的共识是，行业头部客户的需求很大程度上代表了整个行业的需求，如果某家 SAAS 软件公司的产品能够满足大型企业客户的需求，服务能够达到他们的标准，那么也就意味着这家 SAAS 软件公司的服务能力

能够覆盖到整个行业。产品和服务能够得到位于头部的大型企业客户的认可，不仅可以提升品牌势能，还有利于企品牌建设及商务推进。

所以大家普遍认为 SAAS 软件公司更良性的业态应该是提高大型企业客户在其营收版图中的占比，大型企业客户可以为 SAAS 软件公司带来相对更稳定的增长。在国内，业内也有说法是 SAAS 软件领域得头部者得天下。IDC《中国中小企业生存现状报告，2022》也显示，中国中小规模企业在信息技术方面的总支出占中国企业总支出的比例仅约 30%，而大型、龙头企业总支出占 70%。似乎 SAAS 软件公司要突破增长，大型企业客户是必经之路。

但事物往往有其两面性，国内的大型企业客户在具有最强费用给付能力的同时，也代表了对供应商提出了更高的要求，这其中定制化需求是绕不过去的“坎”，SAAS 模式的魅力在于以标准化的产品扩大毛利率，让边际成本无限趋于零，最终实现规模化效应，赢的是时间的复利，而定制化就是时间的杀手。大型企业客户的复制难度比中小企业难度、复杂度高很多，从销售流程到交付方案，从招投标、议价、交付，到增购等环节，复杂程度越高，越难标准化复制。

面对大型企业客户的定制化需求，SAAS 软件厂商通常会出现以下如下几种情况或态度：第一种是选择坚持走标准化路线，放弃定制化。即便是拿到上千万的单子，也能放弃诱惑，坚持做小客单量的标品。第二种是接了大客户 A 的单子，就接不了大客户 B 的活。因为拿下大客户 A 的标杆案例，企业付出了很大代价，导致在遇到大客户 B 的单子时，就显得有心无力，只能将机会让给竞争对手。第三种是针对超大客户提供 100% 定制服务，针对部分大客户提供 80% 标准产品+20% 行业解决方案。

但并非所有类型的 SAAS 软件公司都适合做大型企业客户，自身是否有足够的产品能力扛过不可避免的定制化阶段是每个 SAAS 软件公司需要深入思考的命题。相对于中小企业的标准化版本，大型企业往往需要更高标准的服务需求，比如除了软件之外，更要求在咨询、售后以及数据集成等方面进行对应能力的补齐。此外，在标准化的版本之外，大型企业往往需要 SAAS 软件公司基于特定的场景进行定制化改造。

SAAS 软件产品虽然在应用体验和商业模式上创新，但面对大型企业客户个性需求的问题，其处境和传统本地部署软件相同。同款软件，本地部署如果一次性能收回数十万的软件销售款，那么 SAAS 软件产品每年只能收取数万的软件租赁费，SAAS 软件的商业模式决定厂商不能在短期收回成本，一旦走向客制化的道路而又没有长期续约的能力，将损失惨重。

同时，SAAS 软件公司要认真谨慎的考虑大型企业客户的帐期和分期付款的要求对企业现金流和真实利润带来的影响，这种影响甚至对一些发展中的 SAAS 软件公司而言是一种较大的风险。

目前来看，大型企业客户仍是中国 SAAS 软件公司选择的重点方向。做过大客户的企业都尝过大客户的甜头，即收入高，续费率高，一旦使用，其流程数据全在里面，不会轻易更换。但做大客户遇到的问题是定制化需求，项目周期长，人工投入成本高。且应收账款金额会显著增大。近年来，经过多年的实践认知，越来越多的 SAAS 软件公司开始意识到大型企业客户市场蛋糕虽大但难啃，小型企业客户又不挣钱且须费率低，尤其是近几年经济下行对小型企业的存活冲击巨大，所以逐步把目光瞄准了腰部的中型企业客户。中等规模企业通常不会像大型企业一样，要求 SAAS 软件公司定制开发复杂的软件系统，

也不会遇到小型企业续费率、生存率低的问题，尤其是在经济下行的大背景下。相对来说，腰部的中型企业对于 SAAS 软件公司来说相对蓝海。

疫情之后，全球经济下行压力下，云计算软件巨头们的增长也都开始逐步放缓。

Gartner 副总裁兼分析师 MikeCisek 在近期的一份数据报告中表示，今后云计算软件服务商会将中型企业视为一个机会，谷歌云今年的销售重点目标是中型企业客户。

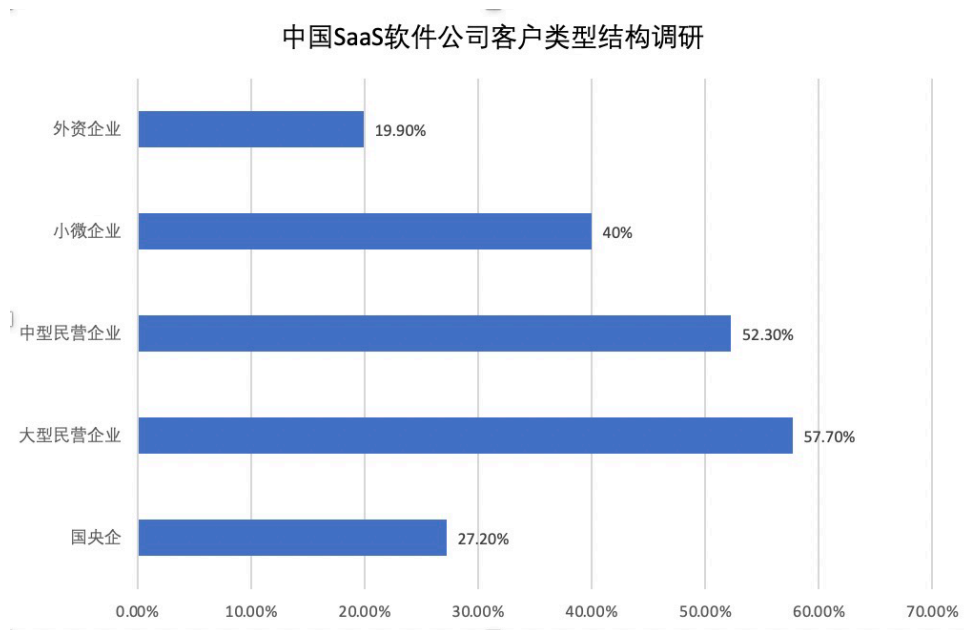
腰部的中型企业客户是一个被 SAAS 软件公司之前忽视的市场，事实上全球 SAAS 软件巨头与标杆，营销管理软件公司 Salesforce 早期就是以中型规模的腰部客户切入市场，之后逐渐发展到大型企业，这些中等规模的企业很多刚越过成长期，有一定规模，但相比已经成熟的大型企业，他们更迫切需要先进的管理软件工具能够帮助降本增效、促进业务增长发展。

而在中国，腰部的中型企业客户市场似乎更没有得到 SAAS 软件公司足够的重视。一部分中国 SAAS 软件公司会先从小微客户入手，当具备了一定的市场份额和业务实力后，再投入更多的资源和精力开发高端解决方案，进攻大型企业客户。而还有相当大比例的 SAAS 软件公司，在客户类型的选择中会直接从小微客户跳到大客户，因为从收入的角度上说，大型企业客户市场用极少数客户创造了极大的收入构成，这也是大型企业客户吸引 SAAS 软件公司的一个重要原因。

因此，腰部的中型企业客户在中国并没有得到应有的发掘，与大型企业客户相比，腰部的中型企业客户通常涉及到的领域、行业和需求都比较垂类化。为了满足其行业特定的需求，SAAS 软件公司需要进行深入的研究，才能够满足行业的垂类要求，而这种深入了解和研究所花费的成本和时间较高，这也是一些 SAAS 软件公司忽略这个市场的原因之

一。此外，选择直接切大型企业客户市场的 SAAS 软件公司普遍认为把大客户服务好了，向下服务就会简单很多，因此，他们往往会选择暂时放弃这块市场。

图表 6 中国 SAAS 软件公司客户类型结构调研



数据来源：中国 SAAS 行业协会“崔牛会”2023 年 11 月公布的调研数据，调研对象为 300

家中国 SAAS 软件公司

从竞争维度来看，国内的 SaaS 厂商在头部的大型企业客户市场上的竞争十分白热化，而在腰部的中型企业客户市场上，厂商之间的竞争还相对比较健康。中型企业客户经过多年的发展，已经度过了生存期，企业也有了一定的规模，有部分企业甚至已经上市资本化，人员的规模也达到了数百人，在管理上已经过了初创的粗放阶段，已经过渡到数字化管理阶段，特别是在疫情期间，许多企业都开始注重远程办公，需要更加智能化、便捷化的信息流工具来支持其业务发展。这些背景条件都对 SAAS 软件公司提出了更多的需求，为 SAAS 软件公司提供了更广阔的发展空间。腰部的中型企业客户数量众多，市场潜力巨大。从存活率上看，腰部的中型企业比小微企业要高不少，市场规模有很不错的想象

空间。从产品上看，腰部中型企业客户的产品需求大多是 SAAS 软件+轻定制，产品的需求点更为明确，针对性更强，相比大型企业客户而言没有那么高的定制化需求，也不需要投入太大的人工成本。同时，腰部的中型企业客户相对来说更容易建立合作关系，是一个相对大型企业客户来讲更容易获取的市场空间。

腾讯会议在 2020 年 9 月启动了商业化收费，砍掉了大型企业客户高度定制的私有化部署方案，专注于产品标准化。钉钉在 2022 年 3 月提出商业化路径，在免费的标准版基础上推出专业版、专属版和专有版三个商业化版本，截至 2023 年 3 月末，钉钉软件付费企业数达 10 万家，其中小微企业占比 58%，中型、大型企业分别占比 30%、12%；付费 DAU(日活跃用户数量)超过 2300 万，ARR(年度经常性收入)超过 1 亿美元。国内 A 股上市的用友软件主打的标准化 SAAS 软件产品 YonSuite 也把目标客户定位在成长性、创新性相对较高的中型企业市场，自 2019 年推出以来，YonSuite 连续多年实现三位数业绩增长，尤其是 2023 年，YonSuite 实现客单价大幅提升，形成了客户口碑带动销量的正向闭环。几家中国大型 SAAS 软件公司在目标市场战略定位上也做出了自己比较清晰的选择。

1.2 研究意义

传统的软件公司收入来自于客户首次购买的一次性费用以及部分售后的升级、维护费用，公司收入增长的基础来自获取更多的新用户。而 SAAS 软件公司的订阅式收费，将售卖软件转换为“租赁”模式，使得每一付费周期在服务收费上与上一周期持平，伴随着更多的增值服务推出，帮助 SAAS 软件公司提升额外收入，甚至可以附带灵活的变现模式，例如广告、供应链服务等，因此单客户收入处于持续增长的态势，SAAS 软件公司长期收

入呈现更高的稳定性。值得一提的是，尽管 SAAS 软件公司的初期收入不如直接卖传统软件，但是从整个客户生命周期（LTV）来观察，不难发现单一客户身上获得的重复收入高于传统软件销售。

SAAS 软件公司收入的可持续源自于两点：1) 对已有订阅客户的保留和深度挖掘；2) 不断获取新客户和新收入的贡献。SAAS 软件公司只要在已有的订阅客户基础上再获取些新客户就可以实现更多的增长，甚至只需要做已有客户的留存管理以及深度挖掘即可实现增长。传统软件公司的销售就要困难的多，因为他们只有每个年度都获取比上年度还多的客户才能实现增长，特别是当基数较大的时候，继续增长将会越来越难。

从整个客户生命周期来看，SAAS 软件公司从客户身上获得的重复收入高于传统软件销售，SAAS 软件公司比传统软件公司也具有更快的增长速度。公司的估值就是等于其未来自由现金流的折现，SAAS 软件公司具有独特的收入及盈利模型，SAAS 软件本质是订阅，因此 SAAS 软件公司对比传统软件公司，具有长周期的稳定收入、公司规模增长更快、估值更高的特点。因此资本市场对于软件行业的价值评价体系得到了彻底的重塑，市场将对软件企业的估值从传统的市盈率切换至对 SAAS 软件公司的市销率估值，某种意义上也极大的促进了软件行业新的发展。

但这也带来一个直接导向，收入的高速增长成为各个 SAAS 软件公司近些年来普遍追求的最为重要目标之一，尤其在早先几年全球资本市场比较好，资本对于 SAAS 行业比较青睐和热捧的时期。很多企业在埋头追求收入增长的同时，往往会忽视收入的质量，从而导致公司的价值不可持续增长。PS 估值法就像一只无形的手在指引着很多一二级市场的 SAAS 软件公司，大家为了追求高估值而一心想着努力做高收入，从而陷入了一个“想

要高估值 --》想做收入增速 --》重点发力做大客户 --》陷入定制化、应收账款大周期长、收入波动”的恶性循环。所以我们从收入质量的角度切入研究十分必要，而收入质量主要是指收入的客户构成，因为客户的结构直接影响到收入的可持续性、收入对现金流的贡献值、收入对利润的贡献值。

中国 SAAS 软件产业方兴未艾，当下中国 SAAS 软件公司面对的市场环境较为复杂，中小企业付费意愿和能力较弱，生命周期也较短(中国仅约为 3 年，美国为 8 年，日本为 12 年)，大型央企国企出于数据主权等方面的考虑，偏向于定制化以及软件授权买断模式。但整体而言，中国 SAAS 软件行业的技术和商业框架已经基本成型，机遇与挑战并存，中国 SAAS 软件企业该如何前行？

我们如果进一步思考，除了收入增速，研发费率、毛利率、订阅率还有哪些更为重要的因素会影响 SAAS 软件行业公司的估值？战略比执行更重要，而对于目标客户市场的战略选择 SAAS 软件公司该如何做出？大型企业客户战略是事半功倍？还是事倍功半？在大型企业客户群体比较集中的应收账款问题会不会影响 SAAS 软件公司估值？在中国，到底哪些行业的哪些企业应该作为 SAAS 软件公司重点关注和投入的目标市场领域？

所以从全球角度研究 SAAS 软件公司良性可持续发展的关键要素对于探索中国 SAAS 软件公司发展之路有着较为重要的意义。希望通过此份研究报告，能对从事 SAAS 软件领域创业、从业的企业家们在战略决策上能有足够的指导意义。

中国 SAAS 软件企业的运营指标披露口径并未完全形成标准体系，国内上市公司披露的运营指标与海外 SAAS 软件公司相比较为有限，付费用户数、订阅率、留存率等鲜有披露，仅有收入增速、毛利率等标准财务指标是所有企业都披露的，因此投资者在衡量国

内 SAAS 软件公司投资价值时更加依赖于财务数据，而无法做更为深入的分析。我们也希望能通过此份研究报告，能对从事 SAAS 软件领域投资的投资者在标的选择、估值分析上能有充分的借鉴作用。

国家近些年来通过设立专项资金、提供财政补贴等方式来支持云计算、大数据、人工智能等领域的创新和发展，但对于 SAAS 软件行业专项支持政策相对还较少，我们也希望能通过此份研究报告，对于软件领域生态建设、相关产业扶持政策制定有一定参考价值。

1.3 研究创新点

按市销率估值法，收入增速被认为是影响 SAAS 软件公司估值的最为核心因素之一，研发费率、毛利率等财务指标通常也被很多论文作为软件行业的关键要素研究分析，但本文中我们需要深入分析除了这些因素之外，还有哪些与 SAAS 行业特性相关的关键要素会影响公司的估值。

例如在 SAAS 软件公司目标客户市场的选择上，选择什么样的细分行业，选择大客户战略，还是长尾客户战略，还是腰部客户战略，是一个企业的战略取舍问题。

惯性思维往往会让大家想到要做更多大客户，因为大型企业客户的客单价高、付费能力强，但我们也发现在实际商业环境中，大型企业客户更为强势，在付费多的同时，可能伴随着投入大、应收账款压力大、客大欺店等实际因素，而且对于 SAAS 软件的核心商业模式订阅形式，中国的大型企业客户接受度如何？另外对于大部分 SAAS 软件创业公司而言，大型企业客户进入门槛高，往往可望不可及，所以也许进入大量小型企业客户的长尾市场会是一个更好的战略选择，但小型企业付费能力弱，且存在一个存活率低的不争事实。

我们从全球范围内上百家 SAAS 软件上市公司的客户结构与公司相对价值之间的相关性入手，希望可以分析出对 SAAS 软件公司目标客户市场的战略选择上有实际指导价值的结论，同时也希望能结合中美 SAAS 软件行业目标市场的产业结构差异化分析，给出中国 SAAS 软件公司良性可持续发展的可行性建议。

二、文献综述/研究现状

本文的研究问题是 SAAS 软件行业公司价值影响要素，本章将通过对相关文献和理论的回顾，归纳目前的研究成果，并指出现有文献的不足与局限，再提出本研究的研究差异化思路。

SAAS 软件行业比较新，关于这个行业的研究文献相对并不是特别多。但还是有多位研究者对于软件行业、云计算行业、SAAS 软件行业等高科技行业的估值方法显示了浓厚的兴趣。尤其是咱们国家为了更好的支持和促进科技创新和创业，在 2019 年 3 月正式设立科创板之后，国内的研究者对科创板高科技公司的估值研究明显开始增多。

基于生命周期的软件企业价值评估（张月梅 2007）通过现金流折现思想和期权估价思想相结合的方法对不同生命周期的软件企业进行了估值评估。

对于云计算企业的估值及其影响因素研究（顾刚 2016）通过对少数海外上市 SAAS 软件公司市值案例分析，判断 SAAS 软件公司估值与付费企业用户数相关，更接近于互联网企业的估值模型。

SaaS 商业模式创新评估研究（马文婷 2016）基于市场数据归纳出收入增长性是衡量 SaaS 软件公司估值的最为重要的指标，以市销率为 SaaS 软件行业的估值模型。

我国 SAAS 软件行业初创期风险投资评估模型及应用研究（万裕婕 2017）用问卷调查、专家打分的方法，对小样本的中国一级市场 SAAS 软件公司进行了统计分析，判断影响早期 SAAS 软件公司估值最大因素为产品因素。

云计算公司市场法估值中可比公司的研究（徐佳因 2020）对公司规模、成长性、盈利能力、市场份额等因素对估值的影响分别做了论证。

云计算企业价值评估方法研究（李思 2020）分别用 DCF 模型和市销率 PS 估值模型计算了国内云计算上市公司的估值，验证了 PS 估值模型对于云计算行业企业的适用性。

高新技术企业研发费用对企业价值影响（厦门大学 2020）以中国 A 股上市的 47 家高科技企业为样本量，使用线性回归分析验证了研发投入与公司市值的相关性。

上市公司应收账款对股票估值影响的研究（梅冰 2018），以中国 A 股沪深 300 指数中的非金融类公司的数据实证分析得出股票的市盈率与应收账款率存在负相关关系。

上述研究报告从收入增速、盈利能力、产品、企业规模、研发费率、甚至用户数等维度讨论了影响 SAAS 软件行业估值的要素。但没有研究者从客户结构角度出发进行与公司价值相关性的分析研究，而客户结构数据是企业做出目标市场选择的重要战略决策的结果，且这些研究使用方法大多为案例分析、问卷调查，缺乏全球范围内大样本的回归分析论证，也缺乏对于中美 SAAS 软件行业相关要素深层次的对比分析。

三、理论基础与研究假设

3.1 理论基础

3.1.1 DCF 折现现金流模型

DCF(Discounted Cashflow Model)也称为折现现金流模型。Franco Modigliani 和 Merton Miller 认为企业的价值就在于投资者对企业现金流资产的索取权。基于此，DCF 模型认为企业价值就是企业所有未来现金流加总后用适当的资本折现率折现后的价值。使用 DCF 模型进行估值需要考虑三个方面的因素，第一，这项资产的生命周期;第二，资产在生命周期中的现金流量;第三，合适的贴现率。

DCF 模型的基础计算框架如下

$$\text{企业价值 } V = \sum (CF_t / (1 + r)^t)$$

其中 CF_t 是在 t 时期的现金流量， r 是指现金流量给定风险下的贴现率， t 是时间周期。需要注意的是，在 DCF 模型中， CF_t 即预期时间 t 内现金流量的值一般要求是正数，这就决定了 DCF 模型多用于能产生稳定正现金流的企业类型。

使用 DCF 模型进行企业估值计算的过程为:

第一步:对贴现率进行估算，包括估值中所用到的其它比率。

第二步:从全体产权所有者的角度出发评估公司资产在当期的收益及现金流量。

第三步:在估算公司资产预期增长率的基础上，评估在 t 时期内的公司预期收益及未来现金流。

第四步:估算公司能实现稳定增长的时期，以及相关的风险和预期收益。

第五步:利用合适的 DCF 模型进行估值计算，得到公司估值。

DCF 模型的优点是，因为对于企业价值的估算是基于企业资产及现金流等客观数据的基础上的，考察的是企业的内在价值，因此其估值不易受市场波动和投资者情绪的影响。同样正因为 DCF 模型是基于企业资产进行计算的，计算过程中需要大量繁杂的数据，部分数据难以获取或只能进行估算，因此会带来一些估值误差，同时因为其计算复杂度很高，与其它估值模型相比难以迅速进行企业估值。

DCF 模型多被用于企业内在价值，较适用于具有稳定的正现金流并且能长期保持的企业，同时要求对于企业未来一段时期内的贴现率的预测具有相当的稳定性。

3.1.2 市销率 PS 估值模型

除了常见的市盈率 PE 估值模型，市销率 PS 估值模型也是一种常用的估值方法。市销率 PS 的定义是企业资产的市场价值与企业销售收入的比率。

市销率 PS 估值计算公式可以表述为：

$$PS = P_0 / \text{销售收入额} = PM * \text{红利支付率} * (1 + gn) / (r - gn)$$

其中 P_0 是当期每股股权价值， g 为预期稳定增长率， r 是股权成本， PM 为净利润率。市销率与 PE 和 PB 模型相比较，适用性范围有了较大的提高，对于盈利和净资产都为负值的企业，PS 模型也可以用于对其估值。因为只要企业存在并且有销售额产生，就可以使用 PS 方法。这比较适用于高科技、互联网类高成长但初期无盈利的企业，SAAS 软件行业属于典型的这类企业。同时 PS 模型不易受到企业存货折旧以及其他会计指标调整的影响，而销售额指标相对于每股盈利或账面价值而言相对稳定，这都使得 PS 模型便于进行企业间估值的横向比较。

然而市销率模型的应用也有其固有缺陷，市销率 **PS** 不反映企业盈利能力和企业经营决策带来的运营风险，当销售额维持不变时，很容易掩盖企业运营中的实际困难和风险，这时使用 **PS** 估值很容易高估企业价值。

全球范围内大部分 **SAAS** 软件上市公司还处于成长期，销售收入增长较高，所以 **SAAS** 软件上市公司适合用 **PS** 估值法来估值，不同 **SAAS** 软件上市公司之间可通过 **PS** 值来对比公司相对价值。

通常收入增速被认为是影响公司估值的一个重要因素，但本文中我们需要挖掘除了收入增速等因素之外，还有哪些重要且容易被忽视的关键要素会影响公司的估值。

3.2 研究假设

客户结构主要是指一家 **SAAS** 软件公司的所有付费企业客户中不同类型客户结构占比，有多种维度的分类方法，比如按客户所处行业来分类，但我们对 94 家美国 **SAAS** 软件上市公司统计发现，98% 的 **SAAS** 软件公司主要客户来自第三产业，且 62% 的 **SAAS** 软件公司服务的第一大客户行业为信息技术行业，且信息技术行业在所有客户行业中占比绝对领先，所以样本分布过于集中。我们也可以从客户的企业收入规模维度来分类，但此类数据在公开可收集范围内完全不可见。所以我们用企业员工人数来定义一家企业的规模体量大小，并以此来作为我们对客户（企业）分类的依据，其定义如下：

表格 2 客户（结构）定义

企业员工规模	客户（结构）定义
≤ 50 人	小型企业客户
> 50 人 ≤ 1000 人	中型企业客户
> 1000 人	大型企业客户

该企业类型定义也与中国国家统计局对中国企业的大中小企业的定义趋同。

小型企业客户一般来讲付费能力较弱、平均生存周期短，在 SAAS 软件公司早期服务小型企业客户，是打磨产品、快速突破、获得发展的重要手段，但从中长期发展来讲，要尽快发展中大型企业客户，提升公司平均客单价、提高用户留存，从而获得更快的收入增长。

大型企业客户一般都是 SAAS 软件公司最为重要的目标，很多公司制定了大客户战略，对大型企业客户的投入不惜代价，因为大型企业客户的付费能力强、客单价高、粘性好、品牌影响力大，但大型企业客户的议价能力很强，也是业内诸多 SAAS 软件同行公司竞相争夺的目标，不同厂商之间的竞争可能白热化，从而利润空间下降，大型企业客户也可能存在定制化需求或者不能接受订阅模式付费的情况，最后很容易导致大型企业客户背后的投入成本出现过高的情况；而且大型企业客户尤其是国内的大型企业客户比较容易出现拖欠供应商款项的情况，会导致 SAAS 软件公司出现较多应收账款，直接占用 SAAS 软件公司的现金流，并且有较大概率会出现坏账，而 SAAS 行业的估值与现金流息息相关。综上，虽然大型客户在收入增长贡献绝对数上会很高，但其背后也可能存在种种不确定性甚至是风险。

而中型企业客户在付费能力、生存周期、客单价、客户留存、订阅模式可接受度、标准化程度（可复制性）等方面比较均衡。

我们提出如下假设：

H1: 中型企业客户比例越高，SAAS 软件公司相对估值越高；

H2: 大型企业客户比例与 SAAS 软件公司相对估值没有相关性

同时，SAAS 软件行业基于订阅制的特色商业模式，使得 SAAS 软件公司通过预付款在销售阶段就能提前收到客户的款项，从而能够快速获得大量的现金流，这也是整个 SAAS 软件行业估值较高的原因之一，所以好的 SAAS 软件公司应该是有大量的预收款，而如果一个 SAAS 软件公司有着较多的应收款，那有可能也会一定程度影响到该公司的估值。

我们提出假设：

H3: 应收账款率越高，SAAS 软件公司相对估值越低

收入增速是衡量 SAAS 软件企业成长性的核心指标，显著的收入增长代表企业在市场扩张方面的表现，以及其产品和服务在市场上的广泛接受度，也代表着企业未来的盈利能力，与其相对估值直接相关。

因此我们提出如下假设：

H4: 收入增速越高，SAAS 软件公司相对估值越高

四、样本数据与来源

4.1 样本数据与来源

我们统计分析当前在全球范围内几大主要交易所挂牌上市的几乎所有 SAAS 软件公司，不包括已经退市私有化的 SAAS 软件公司，总共是 111 家，其中中国 SAAS 软件公司 17 家，欧美地区 SAAS 软件公司 94 家，涉及云 HR、云财务、云客户管理、云安全、云监控等 40 多个细分业务场景。具体分布如下：

表格 3 样本数据分类

企业上市所属交易所	纽交所/纳斯达克	港交所	上交所/深交所	总数
	99	4	8	111
企业所属国家与地区	欧美国家	中国	总数	
	94	17	111	

基于所有能公开合规获取的数据来源，我们统计了小型企业客户占比、中型企业客户占比、大型企业客户占比、年收入、年收入增速、应收账款率、现金流、研发费率、销售+管理费、订阅率、毛利率、净利率、员工人数、付费客户数、NDR 等财务/运营数据，包括上市年数、上市所在地、所属国家&地区、PS 值等数据。详细数据定义与数据来源如下：

表格 4 样本数据及其来源

数据指标	规格	数据来源	访问链接
年收入	2022 年全年	Yahoo 财经数据库	https://uk.finance.yahoo.com/quote/WDAY/financials?p=WDAY
收入	2022 年同比	Google 财经数据库	https://www.google.com/finance/quote/PCTY:NASDAQ
年增速	2021 年		
应收	2022	Yahoo	https://uk.finance.yahoo.com/quote/WDAY/financials?p=WDAY
账款率	年应收 账款 /2022 年全年 收入	财经数据库	=WDAY
现金流	2022 年全年	Yahoo 财经数据库	https://uk.finance.yahoo.com/quote/WDAY/financials?p=WDAY
负债+所 有者权益	2022 年全年	Yahoo 财经数据库	https://uk.finance.yahoo.com/quote/WDAY/financials?p=WDAY
研发费率	2022 年全年	Yahoo 财经数据库	https://uk.finance.yahoo.com/quote/WDAY/financials?p=WDAY
销售+管 理费率	2022 年全年	Yahoo 财经数据库	https://uk.finance.yahoo.com/quote/WDAY/financials?p=WDAY
订阅率	2022 年全年	腾讯自选股 数据库	
毛利率	2022 年全年	Yahoo 财经数据库	https://uk.finance.yahoo.com/quote/WDAY/financials?p=WDAY

数据指标	规格	数据来源	访问链接
净利率	2022 年全年	Yahoo 财经数据库	https://uk.finance.yahoo.com/quote/WDAY/financials?p=WDAY
上市年数	截止 2022 年 12月31 日	Google 财经数据库	https://www.google.com/finance/quote/PCTY:NASDAQ
员工人数	截止 2022 年 12月31 日	Google 财经数据库	https://www.google.com/finance/quote/PCTY:NASDAQ
用户数	2022 年, 部分 公司 披露	美股 上市公司 2022年财 报	
NDR	2022 年, 部分 公司 披露	美股 上市公司 2022年财 报	
PS值	2023 年3月	Yahoo 财经数据库	https://uk.finance.yahoo.com/quote/WDAY/financials?p=WDAY

从企业规模体量维度来定义的客户结构占比，是一个颗粒度非常细的业务定义纬度数据，比较私密，一般在公司的内部运营数据中才会出现，在上市公司对外披露的季报、年报完全不可见，在大部分 SAAS 软件上市公司的分析师会议及其报告中也一般不会提及，所以是一个非常难以获取的内部运营数据。

在欧美地区，有 1 家专门针对 SAAS 软件领域的知名用户点评公司（网址为 <https://enlyft.com>），其统计方法为用户实名注册并点评分享其真实使用某个 SAAS 软件的真实体验和反馈，由于在实名注册中用户需要登记其所在公司，以及所在公司的规模，规模用员工的人数来定义，所以通过该网站真实大样本量的统计，我们可以获取某个 SAAS 软件的真实用户结构，我们最终获得了 92 家欧美地区 SAAS 软件上市公司的客户结构数据。在中国，有一家类似针对中国 SAAS 软件领域的用户点评网站（网址为 <https://www.36dianping.com>），因此我们获取了 10 家中国 SAAS 软件上市公司的客户结构数据。

4.2 变量定义

本文致力于深入分析除了收入增速等因素之外，还有哪些与 SAAS 软件行业特性相关的关键要素会影响公司的价值/估值水平，我们把因变量定义为公司的 PS 值（由于所选企业均为 SAAS 软件上市公司，所以 PS 值有可比性）、自变量则定义为公司的客户结构（小型企业客户占比、中型企业客户占比、大型企业客户占比）以及应收账款率（应收账款/总收入）和收入增速。

本研究的目的是想探究在其它因素的影响之外，客户结构、应收账款率、收入增速对 SAAS 软件公司相对估值 PS 值的影响。因此，控制其它因素对 PS 值的影响十分重要。

其中订阅率直接体现 SAAS 软件行业的商业模式，影响现金流与留存率，所以我们将订阅率作为一个重要的控制变量。

考虑到不同的上市交易所（美股-纽交所&纳斯达克、港股-港交所、A 股-上交所&深交所）估值水平不同，因此上市地也是一个重要的控制变量；企业所属的国家与地区的差异性（中国公司、欧美公司）也需要作为控制变量放入；此外，通常企业 IPO 后的年数时间也会一定程度上影响其估值，所以需要作为另一个控制变量。

由于全球范围内大部分 SAAS 软件上市公司还处于成长期，销售收入增长较高，研发费用、销售费用投入很大，所以净利率一般不会对 SAAS 软件公司估值有太大影响，但是毛利率决定了 SAAS 软件公司的现金获取能力以及未来到期利润实现能力，毛利率对估值有较大影响，所以作为控制变量放入。

之前也有多篇论文论证了高科技企业研发费率与公司估值是正相关性，所以将研发费率也作为控制变量之一纳入其中。

具体定义如下：

表格 5 变量定义

	变量名称	变量定义
因变量	PS 值	公司相对估值，PS 值 = 市值/收入
自变量	中型企业客户占比 (员工人数在 50~1000 人之间)	所有付费客户里中型企业客户的比例
	大型企业客户占比 (员工人数 ≥ 1000 人)	所有付费客户里大型企业客户的比例
	应收账款率	应收账款/收入
	收入年增速	今年收入/上一年的收入
	控制变量	研发费率
	订阅率	软件订阅模式收入/总收入
	毛利率	毛利/收入
	上市地	美股/港股=1, A 股=0
	企业所属国家&地区	非中国公司=0, 中国公司=1
	上市年数	该公司 IPO 后的经历的年数

五、研究方法与分析

5.1 研究方法

本文采用演绎法进行研究，利用数据验证假设。

在数据分析方面，进行多元线性回归分析，通过数据发现因子之间的相关性。

5.2 数据描述

本研究样本的描述性统计如下表所示：

表格 6 样本描述性统计

变量	样本数	平均值	均方差	最小值 Min	最大值 Max
中型企业客户占比	102	37.8%	10.8%	7.4%	71.0%
大型企业客户占比	102	25.1%	16.7%	0.7%	71.0%
应收账款率	107	-1.7%	7.5%	-17.2%	27.9%
收入增速	110	27.7%	28.56%	-31.10%	169.43%
研发费率	110	28.2%	12.9%	6.9%	76.2%
订阅率	101	83.6%	20.9%	8.4%	100.0%
毛利率	111	69.1%	15.2%	4.9%	93.1%
上市年数	111	5.7	7	0	37

其中订阅率平均值达到了 83.6%，毛利率平均值为 69.1%，且均方差都不大，说明全球范围内 SAAS 软件上市公司的订阅率和毛利率水平都比较高。

5.3 回归分析

PS 值 = 5.67 + 7.43 中型企业占比 + 1.48 大型企业占比 - 37.3 应收账款率 + 4.36
 收入年增速 + 4.71 研发费率 + 1.95 订阅率 + 3.53 毛利率 - 10.01 上市地 + 2.34 所属
 国家&地区 + 0.0634 上市年数

表格 7 回归分析结果数据

自变量与控制变量	因变量: PS 值
中型企业客户占比	P 值 = 0.068 *
大型企业客户占比	P 值 = 0.602
收入增速	P 值 = 0.014 **
应收账款率	P 值 = 0.005 ***
研发费率	P 值 = 0.265
订阅率	P 值 = 0.381
毛利率	P 值 = 0.315
上市地	P 值 = 0.043 *
企业所属国家&地区	P 值 = 0.234
上市年数	P 值 = 0.358
R 值	0.34
调整后的 R 方	0.26

*** P 值<0.01, ** P 值<0.05, * P 值<0.1

回归结果证明，我们的假设得到了验证，中型企业客户占比与 SAAS 软件公司相对估值呈正相关性；大型企业客户占比与 SAAS 软件公司相对估值没有显著相关性；与此同

时，应收账款率与 SAAS 软件公司相对估值呈显著的负相关性，应收账款率越高（正值，表示有欠款，负值，表示没有欠款且有提前预收款），SAAS 软件公司相对估值越低；收入增速与 SAAS 软件公司相对估值呈显著的正相关性，即收入增速越快，SAAS 软件公司相对估值越高。

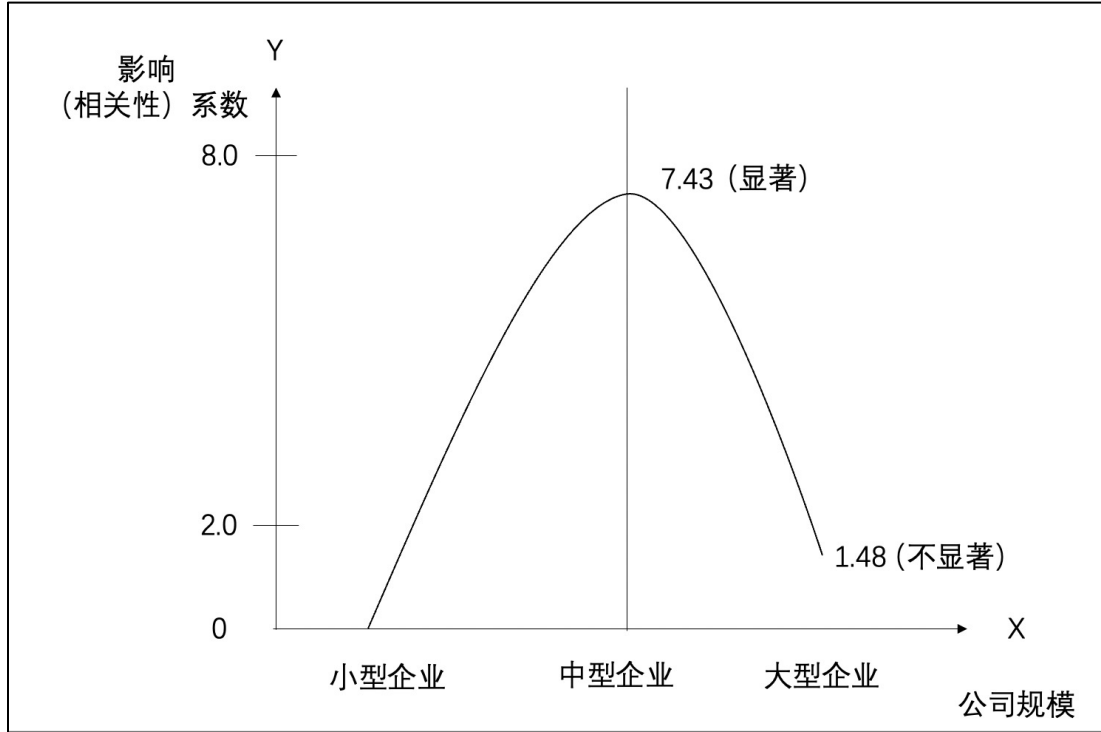
同时数据结果也显示上市所在地与 SAAS 软件公司估值呈负相关性，美股/港股=1，A 股=0，说明 A 股的估值溢价可能相对较高，与实际观察也基本保持一致。

表格 8 回归分析数据列表

项	系数	系数标准误	T 值	P 值	方差膨胀因子
常量	5.67	5.93	0.96	0.342	
中型占比	7.43	4.01	1.85	0.068	1.05
大型占比	1.48	2.82	0.52	0.602	1.24
收入年增速	4.36	1.74	2.51	0.014	1.33
应收账款率	-37.3	12.9	-2.88	0.005	2.36
研发费率	4.71	4.19	1.12	0.265	1.24
订阅率	1.95	2.22	0.88	0.381	1.32
毛利率	3.53	3.49	1.01	0.315	1.20
上市地	-10.01	4.86	-2.06	0.043	1.55
所属国家&地区	2.34	1.95	1.20	0.234	1.63
上市年数	0.0634	0.0686	0.92	0.358	1.38

在坐标轴上，我们可以用一个倒 U 型抛物线代表大型企业、中型企业、小型企业对 SAAS 软件公司估值的相关性影响程度。

表格 9 不同规模企业客户占比与 SAAS 软件公司估值的相关性分析



六、应收账款、收入增速与 SAAS 软件上市公司估值

6.1 应收账款的风险

由于我国企业实行的记账基础是权责发生制(应收应付制)，发生的当期赊销全部记入当期收入。所以国内的企业大多为了扩大市场份额、增加销售收入，会接受部分企业尤其是大型企业在付款上要求给到一定帐期的行为，有的大型企业的帐期可能长达一年以上。应收账款是营业收入中的重要组成部分，但在应收账款未收回之前，公司这部分收入和利润只是一个账面数字，并不能如期正式反映现金流入，并且会计制度要求企业按照应收账款余额的百分比来提取坏帐准备，坏帐准备率一般为 3%-5%(特殊企业除外)。如果实际发生的坏帐损失超过提取的坏帐准备，会直接对主营业务利润会带来一定的风险，主营业务利润的质量水平也可能需要重新评估。

6.2 SAAS 软件上市公司应收账款数据分析

在本论文中的所有样本数据中（总共是 111 家 SAAS 软件上市公司，其中欧美地区 SAAS 软件公司 94 家，中国 SAAS 软件公司 17 家），欧美地区仅 1 家公司存在应收账款率 >0 ，即存在赊销，17 家中国 SAAS 软件公司中则 14 家公司应收账款率 >0 ，且平均应收账款率为 13.1%，最高值为 27.9%；3 家不存在赊销的公司（声网、BOSS 直聘、金蝶）均与其采取了中小企业市场策略有关。

表格 10 SAAS 软件上市公司应收账款分析数据

公司名	SAAS 细分领域	年收入 (亿美金 2022)	应收账款 (亿美金 2022)	应收 账款率	订阅率	毛利 率	PS 值
致远互联	OA	1.47	0.4	27.9%		73%	5.6
金山云	公有云	12.44	3.4	27.6%	68.0%	5%	0.8
玄武云	CRM	1.46	0.4	25.4%	78.5%	25%	1.6
容联云	呼叫云	1.40	0.3	23.6%	66.5%	44%	2.0
用友	财务云	13.23	3.0	22.7%	69.0%	56.4%	8.2
微盟	营销云	3.84	0.5	12.8%	70.2%	50%	3.7
光云	企业云电商	0.74	0.1	12.1%	82.2%	58%	12.8
泛微	OA	3.33	0.3	9.9%		93%	10.0
畅捷通	财务云	1.01	0.1	6.9%	53.0%	58%	2.1
猎聘	云招聘	4.03	0.2	5.7%	99.9%	77.9%	1.6
明源云	营销云	2.60	0.1	3.8%	76.0%	92%	3.2
北森	云 HR	1.03	0.0	2.9%	72.2%	55%	9.4
涂鸦智能	IOT	2.10	0.0	1.0%	87.9%	48%	5.1
有赞	企业云电商	2.14	0.0	0.7%	59.5%	64%	2.3
BOSS 直 聘	云招聘	6.43	(0.0)	-0.2%	98.9%	83.5%	12.5
金蝶	财务云	6.96	(0.0)	-0.6%	76.3%	57%	7.3
声网	RTC	1.60	(0.1)	-5.0%	95.2%	63%	2.3
平均值		4.19	0.6	10.4%	76.9%	59.0%	5.3

这说明海外的客户预付费习惯已经养成，即使在大型企业客户领域，几乎不存在赊销、帐期的情况。而在中国，大型企业客户赊销、帐期的情况普遍存在，并且常见的现象是规模越大的客户由于其体量大、议价能力强、供应商选择面大，他们会对供应商提出

更长帐期的要求，而大部分 SAAS 软件公司为了扩大市场份额、增加销售收入，主动被动的都会接受规模大的大型企业客户的帐期要求。大型企业客户对于 SAAS 软件公司，除了帐期的要求，有部分客户还会要求以分期的方式来支付款项，这种情况一般来自国企央企或者一些大型民营企业，即要求 SAAS 软件公司要接受以传统软件项目的验收与付费标准，分为首付款（一般比例为 20-50%不等）与验收尾款两部分，这种情况也会导致年度应收账款率增高。

6.3 应收账款与上市公司相对估值

在标准的股票估值模型中，股票的价格是根据企业的长期息税前利润和未来利息收入的贴现决定的。税前的利润，应收账款则是其中最经常使用的方式。应收账款影响公司账面利润进而影响投资者对公司业绩的判断。应收账款的存在表明企业的业务资金没有及时收回，仅仅是一种收款的权利。一般情况下，投资者会认为公司利润越高，其公司的每股收益也就越高。但是若公司的大部分利润都以应收账款的形式存在，缺乏现金的支撑。这将对每股收益起到负面的作用。所以，在分析财务报表时，如果投资者只根据表面数据来分析，不能深入分析企业的实际利润，不能对应收账款的实际构成做出详尽的剖析，就很有可能因此作出错误的经营决策，影响投资收益。

但信号传递理论告诉我们，那些财务质量较高的企业倾向于更为保守和谨慎的会计政策，应收账款在其收入中的比重相较于同行往往更低。而另外一些企业或者是因为其销售策略更为激进或者是单纯出于盈余管理的需要，导致其收入中的应收账款比重高。因缺乏信息的投资者因为不能够识别那些应收账款较高的现象是出于那种原因，投资者会要求更高的资本报酬以补偿其风险，会对此类应收账款较多企业更低的估值。

之前就有学者以中国 A 股沪深 300 指数中的非金融类公司的数据实证分析得出股票的市盈率与应收账款率存在负相关关系，上市公司应收账款对股票估值影响的研究（梅冰 2018）。本文亦通过全球范围内的 111 家 SAAS 软件上市公司的样本数据回归分析得出，应收账款率与 SAAS 软件上市公司的相对估值呈负相关性，应收账款率越高（正值，表示有欠款，负值，表示没有欠款且有提前预收款），SAAS 软件公司相对估值越低。

6.4 中国 SAAS 软件公司应收账款的成因及建议

中国 SAAS 软件公司应收账款占比较高是因为：首先，SAAS 行业的估值在相当长一段时间内以 PS 估值为主，SAAS 行业上市公司为了追求高估值而努力做高收入，尤其在早先几年全球资本市场比较好，资本对于 SAAS 行业比较青睐和热捧的时期，大部分公司为了扩大市场份额、增加销售收入，甚至主动会接受规模大的大型企业客户的帐期要求。

其次，大型企业客户对于 SAAS 软件公司，除了帐期的要求，还会要求以分期的方式来支付款项，这种情况一般来自国企央企或者一些大型民营企业，因为他们更接受传统定制化软件项目的付费模式。再者，中国 SAAS 软件公司不太重视应收账款，以导致其应收账款管理制度不完善，内部管控不足，导致应收账款被滥用。

中国 SAAS 软件公司除了应该建立良好的企业应收账款制度，加大应收账款的回收力度之外，更需要谨慎做好目标客户市场的战略选择，合理构建客户结构，尤其要警惕大客户带来的应收账款陷阱。

6.5 收入增速与上市公司相对估值

在 SAAS 软件领域，企业的盈利模式主要依托于规模效应，即随着客户基础的扩大，边际成本递减，进而提升盈利能力。收入增速作为衡量 SAAS 软件企业成长性的核心

指标，不仅反映了公司当前的经营绩效，也是预测其未来盈利潜力和市场竞争力的关键。

在资本市场，投资者在评估 SAAS 软件企业的长期价值时，更注重其增长潜力而非短期利润，常采用基于增长的如市销率（PS 值）这样的估值模型，收入增速高的企业往往获得较高的估值溢价。之前就有学者（马文婷 2016）基于市场数据归纳出收入增长性是衡量 SaaS 软件公司估值的最为重要的指标。本文亦通过全球范围内的 111 家 SAAS 软件上市公司的样本数据回归分析得出，收入增速与 SAAS 软件上市公司的相对估值呈正相关性，收入增速越快，SAAS 软件公司相对估值越高。

七、中美 SAAS 行业目标市场分析

7.1 企业规模对比分析

图表 7 中美企业规模对比



数据来源：中国国家统计局、美国经济分析局（BEA）2018 年数据

中国与美国大型企业数量相当（中，33464:美，29006），但美国超大型公司（员工 >10000 人）数量较多（6033:1317）；100 人以上的中型企业数量，中国明显高于美国（454281: 149431）。

中国大型企业中央国企占比较高，2022 年《财富》世界 500 强中国企业 145 家，其中 99 家为央企/国企，占比 68%。央国企采购习惯、采购流程、数据安全等因素考虑，目前以传统软件购买模式为主，SAAS 软件订阅模式的付费模式还在一个待接受的过程。

所以在中国，除了金字塔塔尖的占比为 0.15%（33464/22275018）的大型企业（员工规模人数在 1000 人以上），腰部中型企业（员工规模人数在 50 人~1000 人）的数量庞大，在百万级以上（2018 年国家统计局数据为 993728 家，占有所有法人单位企业 4.56%），是一个比较适合 SAAS 软件行业发展客户的区域空间。

7.2 产业结构分析

我们再来详细分析一下中美两国产业结构的差异，我们发现首先两国的经济发展阶段不一样。美国第一产业占 0.89%，第二产业工业占比 17.81%，第三产业即服务业占 79.54%（美国经济运行局 2018 年数据），中国的第一产业占 7.7%，第二产业占 40.1%，第三产业占 52.3%（中国国家统计局 2022 年统计数据）。在美国，第三产业利润率相对较高，在第三产业中，又以信息技术服务、金融服务、咨询服务等专业商业服务等等知识型服务业为主（见表 数据），这些知识性服务业要求很高的信息交换效率和管理效率。例如金融企业和互联网企业，它们的生产要素在线、商品在线、组织在线、客户在线，所以获客成本非常低，运营效率很高。而 SAAS 作为一种在线的软件商品，本质上由代码和信息流组成，数据流动起来非常容易非常快速，和这些类企业非常适合，所以这是一种大的产品和目标市场的匹配关系。SAAS 软件本身也代表一种最先进的管理理念和生产方式，需要企业的组织、业务模式、管理者理念与之匹配，对企业管理者的学历水平、数字化认知等方面都有较大关系。

表格 11 中美各行业 GDP 占比

产业归类	行业	美国 GDP 占比	中国 GDP 占比
第一产业	农林渔牧	0.89%	7.70%
第二产业	采矿	1.43%	40.10%
	公用事业	1.62%	
	建筑	4.05%	
	制造	10.71%	
第三产业	批发零售	12.17%	9.50%
	艺术、娱乐、住宿和餐饮	3.88%	1.50%
	物流	2.95%	4.10%
	信息技术	5.63%	3.8% (注)
	金融	8.40%	8.00%
	房地产	12.55%	6.10%
	租赁和专业商业服务	13.30%	3.1% (注)
	教育、卫生保健和社会救援	8.60%	/
	政府	12.06%	/
	第三产业总和	79.54%	52.30%

数据来源：中国国家统计局 2022 年统计数据，美国经济运行局 2018 年数据；注：为

2017 年数据

我们从中国国家统计局在第四次全国经济普查（2018 年）中针对中国各行业企业信息化的一项调查统计数据（见表）中可以看到，信息技术行业在生产运营中需要依赖于信息流服务的企业占比已经遥遥领先于其他各行业，科学研究与技术服务也是一个对于信息流服务有着较高依赖的行业。另一个高度依赖于信息流服务的行业是金融行业，虽然我们

没有从国家统计局的网站上查到相关数据，但众所周知金融行业是我国信息化发展程度最高、信息技术应用最密集的行业之一，且金融行业的企业盈余为中国各大类行业之首。

表格 12 中国各行业企业信息化程度调研

产业归类	行业	通过互联网等信息手段 了解商品和服务的信息	通过互联网等信息手段 提供客户服务
第一产业	农林渔牧	/	/
第二产业	采矿	44.4%	20.5%
	公用事业	41.2%	29.1%
	建筑	43.7%	23.9%
	制造业	58.2%	41.1%
第三产业	批发零售	57.7%	39.4%
	住宿和餐饮	44.8%	40.0%
	物流	42.0%	38.8%
	信息技术	71.8%	65.8%
	科学研究与 技术服务业	55.9%	42.3%
	金融业	/	/
	房地产	39.4%	27.2%
	租赁和专业商业服务	48.0%	42.9%
	教育、卫生保健和 社会救援	34.0%	37.0%
	政府	47.0%	40.4%
	平均	52.3%	37.9%

数据来源：中国国家统计局 2018 年数据

根据本文采集的样本数据统计分析，94家美国 SAAS 软件上市公司中 97%服务的最大行业均属第三产业（98/101），其中 62%公司服务的第一大行业为信息技术行业。

从第三产业各行业的大中型企业数量和占比来看（见表 ），金融行业虽然整体企业数量不多，为 137934 家（2018 年），这可能与金融行业的特殊性有关，金融行业必须要受到相对严格的监管和监督，以确保金融市场的稳定和风险控制，中国相关金融监管机构对金融行业的准入条件和资质要求相对较高，这可能使得金融企业的数量受到一定限制。金融行业的大型企业数量和占比在第三产业各行业中最高，达到了 3270 家（2018 年），占比 2.37%，同时金融行业是国企占比最高的一个行业（见表 ）。金融企业的企业尤其是大型企业对于数据主权的敏感性非常高，并且对于 SAAS 订阅模式的接受度会是一个挑战，对于 SAAS 软件公司资质的要求也会非常高。从金融企业的企业分类数据中我们发现中型企业占比也是相对较高，达到了 12.56%，所以金融行业的中型企业数量（17325 家，2018 年）依然可观，同时金融企业的企业盈余相对最高，且生产运营高度依赖于信息流，所以金融行业的腰部中型企业对于大多数 SAAS 软件公司来讲，也会是一个不错的目标市场。

信息技术行业、科学研究与技术服务是两个对于信息流服务有着高依赖性的行业，他们的中型企业数量分别达到了 20913 家与 31364 家（2018 年），并且这两个行业高度市场化（见表 ）。2022 年我国数字经济规模达 50.2 万亿元，占 GDP 比重提升至 41.5%，数字经济是新时代中国经济发展的重要方向，数字经济已经成为稳增长促转型的重要引擎，所以这两个行业有着巨大的增长空间，值得 SAAS 软件行业作为重点目标市场来投入布局。

批发零售、住宿和餐饮与物流行业对信息流的依赖性较高，客户数量庞大。值得注意的是这几个行业生产运营所需的关键环节（营销、客户管理、支付、客服等）存在被几个互联网巨头平台垄断的情况。但这三个行业加起来的中型企业数量庞大，达到了125439家（2018年），对于SAAS软件公司而言，依然存在较多的局部商业机会。

租赁和专业商业服务整体来看对信息流的依赖度一般，但我们仔细分析其中的部分细分行业（广告、咨询调查、人力资源、法律、会议展览）等，发现这几个细分的二级子行业（占整个租赁与专业商业服务企业比重的55%）对于信息流有着很高的依赖性，所以这个赛道中对于信息流有着较高依赖性的中型企业数量也是相当可观，值得SAAS软件公司重点关注。

房地产、卫生和社会工作行业对信息流的依赖度较低，教育行业则因为政策不明朗，所以没有作为SAAS软件公司目标市场的推荐。

表格 13 中国第三产业各行业企业分类（按企业员工人数规模分类）占比

产 业 归 类	行业	企业总 数	小型企 业数	小型企 业 %	中型企 业数	中型企 业 %	大型企 业数	大型 企 业 %
第 三 产 业	批发零售业	6499161	6428503	98.91%	69399	1.07%	1259	0.02%
	住宿和餐饮	431323	407524	94.48%	23566	5.46%	233	0.05%
	物流	577233	543453	94.15%	32474	5.63%	1306	0.23%
	信息技术业	919879	897996	97.62%	20913	2.27%	970	0.11%
	科学研究与技 术服务业	1275579	1243746	97.50%	31364	2.46%	469	0.04%
	金融业	137934	117339	85.07%	17325	12.56%	3270	2.37%
	房地产	744924	701261	94.14%	42987	5.77%	676	0.09%
	租赁和专业商 业服务	2551306	2507106	98.27%	42411	1.66%	1789	0.07%
	教育	665883	555055	83.36%	109984	16.52%	844	0.13%
	卫生与社会工 作	272504	233022	85.51%	37728	13.84%	1754	0.64%

数据来源：中国国家统计局 2018 年统计数据

小型企业：员工人数 ≤ 50 人；中型企业：员工人数 $50 < \text{员工人数} \leq 1000$ 人；大型企业：

员工人数 > 1000 人

表格 14 中国第三产业各行业中国企占比

产业归类	行业	企业总数	国企数量	国企占比
第三产业	批发零售业	6499161	14909	0.23%
	住宿和餐饮	431323	3472	0.80%
	物流	577233	6118	1.06%
	信息技术业	919879	1035	0.11%
	科学研究与技术服务业	1275579	6817	0.53%
	金融业	137934	3406	2.47%
	房地产	744924	6335	0.85%
	租赁和商业服务	2551306	7542	0.30%
	教育	665883	801	0.12%
	卫生与社会工作	272504	705	0.26%

数据来源：中国国家统计局 2018 年统计数据

第三产业尤其追求管理和信息交换效率，中国的第三产业方兴未艾，发展空间巨大。我们针对中国的第三产业各细分行业，从其生产经营对信息流的依赖度、信息流的垄断性、市场化程度、行业中型企业丰富度等多维度综合分析了作为 SAAS 软件公司目标市场的适配度。对于中国的 SAAS 软件行业从业者，我们给出如下推荐建议：

表格 15 中国 SAAS 软件行业目标市场推荐指数及其评判综述

产业归类	行业	推荐指数	目标市场评判综述
第三产业	批发零售	*	信息流依赖度高，中型企业客户多，大型互联网平台垄断
	住宿和餐饮	*	信息流依赖度中，中型企业客户多，大型互联网平台垄断
	物流	*	信息流依赖度中，中型企业客户多，大型互联网平台垄断
	信息技术	***	信息流依赖度极高，发展空间大，中型企业客户多、分散
	科学研究与技术	***	信息流依赖度高，发展空间大，中型企业客户多、分散
	金融	***	信息流依赖度极高，企业盈余高
	房地产		信息流依赖度低
	租赁和专业商业	**	信息流依赖度中，
	服务		
	教育		政策不明朗
	卫生与社会工作		信息流依赖度低

八. 中国 SAAS 软件行业发展趋势分析

8.1 中国 SAAS 软件行业发展新趋势

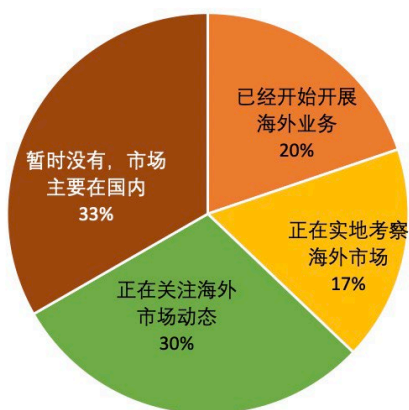
在经济下行、资本市场撤出中国 SAAS 软件行业的整体大背景下，中国 SAAS 软件公司开始出现一些新的趋势：

趋势一：出海

一部分中国 SAAS 软件公司开始率先执行出海战略，海外用户市场对标准化产品的接受度为中国 SAAS 软件公司提供了广阔的想象空间；与国内市场相比，海外市场的用户更加注重软件的价值和服务质量，愿意为高品质的 SAAS 软件产品付费，具有相对高很多的付费习惯与能力，为中国 SAAS 软件公司提供了可持续的盈利模式。这些因素是促使这些国内 SAAS 软件公司出海的一大原因，尤其是长期以来一直坚持标准化产品化思路的团队。

图表 8 中国 SAAS 软件公司出海计划调研

中国SaaS软件公司出海计划调研



数据来源：中国 SAAS 行业协会“崔牛会”2023 年 11 月公布的调研数据，调研对象为 300

家中国 SAAS 软件公司

同时，跟随大量的中国公司出海成为中国 SAAS 软件公司拓展海外市场的重要途径之一。近些年越来越多尤其是以品牌制造业为代表的一批中国企业，开始主动走出国门，积极拓展海外市场。这些中国企业在海外市场的经营过程中，需要大量的数字化产品和服务的支持。中国 SAAS 软件公司跟随这些中国公司出海，以更低的价格、更贴身的服务为其提供量身定制的 SAAS 解决方案，共同开拓海外市场。这种跟随战略不仅有助于中国 SAAS 软件公司快速出海，也能够为未来切入本地市场做好必要的铺垫。

趋势二:坚持产品驱动增长(PLG, Product Led Growth)

一部分中国 SAAS 软件公司开始重新思考传统的以销售团队主导(SLG, Sales Led Growth)的模式，并且开始尝试产品驱动增长(PLG, Product Led Growth)的增长模式。

产品驱动增长模式发源于硅谷，是企业服务类 SAAS 软件产品增长的新趋势，其核心是将产品本身作为获客、转化和留存的主要驱动力。

在传统的销售驱动的模式下，客户的获取过程通常都是自顶向下，并由销售和市场团队来推进。销售驱动模式的缺点在于销售周期冗长、获客成本高，尤其是销售和交付实施的人力成本居高不下。传统以销售驱动的 SAAS 软件购买流程非常复杂。整个销售过程需要销售人员不断的与客户的多个部门建立关系，并尝试着影响他们的购买决策。

Gartner 的研究显示，面向大型企业客户的 SAAS 软件产品的销售流程中通常会有 6 到 10 个决策者，每个决策者会有 4 到 5 组信息需要销售团队来收集与整合。这个流程可能需要数周、数月、甚至更长，所需的人力和资源也非常昂贵。

在北美，产品驱动增长的 SAAS 软件公司已具备一定的规模。比较热门的如 Slack、Zoom 和 Atlassian 都是通过产品驱动增长的公司。根据 Openview 的调查，产品驱动增长

的 SAAS 软件公司已经在美国股市创造了超过 2 千亿美元的市值，并且在 IPO 后的市场表现要超过非产品驱动增长（PLG）的 SAAS 软件公司。在疫情之后，数据显示全球市场的软件远程购买习惯有非常明显的提升，企业客户倾向于远程自助购买产品，Gartner 预测到 2025 年将有 95% 的 SAAS 软件厂商会采用某种形式的自助式 PLG 来获客。

但并非所有的 SAAS 软件产品都适用于产品驱动增长模型，PLG 模式（Product Led Growth）强调产品本身的价值和功能，通过产品自身的优势吸引用户，并促使用户自发地推荐给其他潜在用户。

适合 PLG 模式的 SAAS 软件产品通常是标准化程度高，具有较为广泛的应用场景和易于理解的功能。这使得产品更容易满足用户的共同需求，降低用户获取成本；产品的可扩展性需要较强，产品应具备随着用户需求增长而灵活扩展的能力，用户可以根据自己的需求增加更多的功能或模块，提升产品与用户的契合度；同时要很好的支持用户的自助服务，PLG 的 SAAS 软件产品通常提供丰富的自助服务功能，如用户指南、在线帮助中心等，使用户能够独立解决大部分问题，降低客户支持成本；由于 PLG 的 SAAS 软件产品主要依靠用户自发的口碑传播，因此产品口碑对于增长至关重要。优秀的产品体验和用户满意度有助于形成良好的口碑。

不适合 PLG 模式的 SAAS 软件产品的特点则是高度定制化，高度定制化的产品可能很难满足广大用户的共同需求，导致用户获取成本高昂，这类 SAAS 软件产品更适合传统的销售驱动模式，通过与客户的深入沟通来满足其特定需求；对于需要复杂部署、集成或定制化的产品，PLG 模式也不匹配，这类产品更适合通过专业的实施和服务团队进行销售和支持。

所以在客户适合度方面，小型企业、中型企业通常更倾向于选择 PLG 的 SAAS 软件产品，因为它们可以快速、便捷地满足其基本需求，大型企业则可能更需要定制化和复杂的解决方案。另外一点是技对技术接受度高、倾向于自我服务的企业更可能选择 PLG 的 SAAS 软件产品，这就要求这些企业的用户的信息化接受度、自我学习能力较高，而中国大量的小微企业由于处于企业发展的早期，所以员工的技能素质可能不高、员工专业度分工颗粒度比较粗，导致 PLG 的 SAAS 软件产品使用门槛对小微企业而言过高，产品无法使用起来；而大型企业，员工素质可能较高、分工也较细，但由于其长期的习惯更倾向于传统服务模式，PLG 产品的优势也无法得到充分体现。

对于中型企业而言，随着企业规模的扩大，企业需要不断优化内部管理模式和业务流程，并且需要以最快的速度降本增效，PLG 的 SAAS 软件产品提供的管理工具和解决方案，能够快速帮助中型企业实现管理模式的数字化转型，提高管理效率和决策质量。

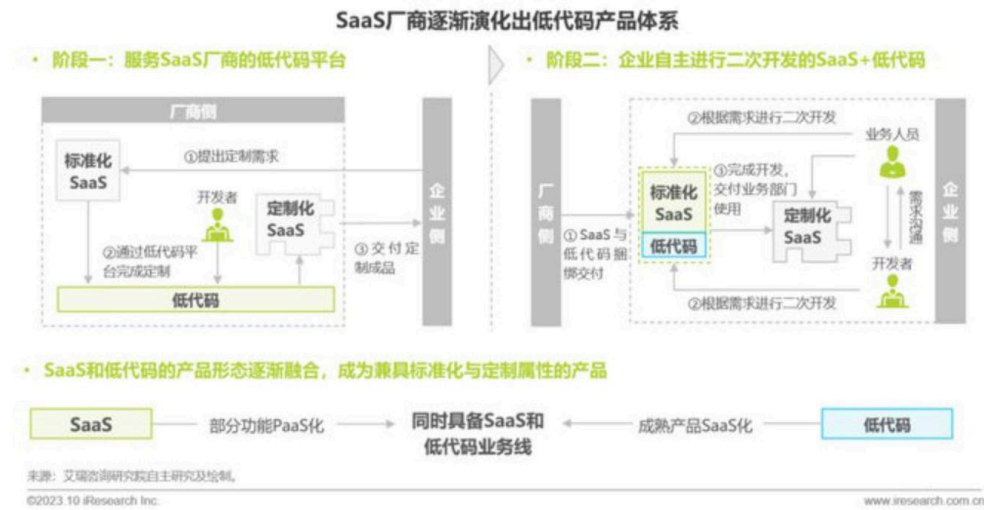
随着员工技能水平的提高，中型企业对于新技术的接受度也在逐渐提高。PLG 的 SAAS 软件产品作为新兴的软件服务模式，能够满足员工对于新技术的好奇心和探索欲望，促进企业内部的创新和发展。

趋势三:产品驱动增长(PLG, Product Led Growth)+销售驱动增长 (SLG, Sales Led Growth) 组合策略

相比较小型企业，中型、大型企业在续约率方面更加稳定，在续费层面增长空间更大，这些为 SAAS 软件厂商提供优质服务 and 稳定增长提供了收入的保障；在增长模式上，当服务客户越来越面向中大型企业时，必须依靠销售的地面部队才能实现健康的增长；大型企业的定制化需求又让 SAAS 软件厂商的实施交付成本居高不下。基于此，越来越多的

中国 SAAS 软件公司开始思考产品驱动增长(PLG, Product Led Growth)+销售驱动增长 (SLG, Sales Led Growth) 的组合策略。具体的做法是做好产品标准化的基础之上, 拆解标准化 SAAS 软件的底层架构并搭建低代码产品, 在不影响产品功能完整性的前提下提升流程自由度, 从而以较低的边际成本来满足中大型企业客户的个性化需求。

图表 9 SaaS 厂商低代码产品体系



从中国企业的发展阶段角度来看, 大型企业客户由于企业规模大, 业务庞杂, 管理成熟度较高, 最为追求管理效率提升, 对 SAAS 软件产品实际是需求最为强烈, 只是个性化需求多且对数据安全要求高, 所以大多需要定制化+私有化部署, 而从企业规模和复杂度角度来讲, 中型企业在这几个维度上的需求都次之。所以, SAAS 软件厂商满足大型、中型、小型客户需求的方式分别是:

超级大型企业客户: 例如招商银行、宁德时代这些超大企业会选择自研为主+很少部分 SAAS 软件定制开发;

大型企业客户：自研代价相对太大、发生过自研失败案例或部分企业缺乏自研 IT 系统的组织基础，通过购买 SAAS 软件产品+要求 SAAS 软件定制开发的方式完成；

中型企业客户：无资源可自研，需要购买 SAAS 软件产品，但也存在一定行业化、个性化需求，可通过自定义配置完成后上线交付；

小型企业客户：标准化产品即可满足；

低代码开发平台通过其灵活性、可扩展性、模块化设计、可视化开发工具、易于集成和支持多租户架构等特点，一定程度上可以解决 SAAS 行业部分中大型企业客户的定制需求问题，尤其是在中型企业客户的自定义配置需求上有效性较高。

同时，SAAS 软件厂商与其他软件服务商之间的生态协同、生态融合已成为一种趋势。在产品上，SAAS 软件厂商与生态伙伴形成产品融合与优势互补，共同解决客户的定制化需求；有了产品 PLG + 低代码平台 + 的支撑，在渠道上，可以通过建立起完善的直销+分销营销运营体系，和不同渠道合作伙伴一起去服务客户，形成更加经济、高效的行业化、全球化发展模式，等等。

但这种组合策略也对 SAAS 软件厂商产品的标准化程度与架构能力提出了较高的要求，如果产品过于复杂，且没有优异的架构和清晰的模块化设计，就会让生态合作伙伴难以掌握，在没有足够确定的商业利益之前，生态合作伙伴也不愿意投入精力去学习掌握。

8.2 中国 SAAS 软件行业与 AI 大模型技术的结合

云计算是 SAAS 软件行业发展的基础，原因在于云计算为 SAAS 软件应用提供了强大的基础设施支持。弹性的资源服务，使得 SAAS 软件应用可以根据用户需求动态地调整计算和存储资源，确保应用的稳定运行；云计算提供的数据存储和备份服务，确保了

SAAS 软件应用的数据安全性和可靠性；此外，云计算还提供了各种开发工具和服务，帮助 SAAS 软件应用的开发人员快速构建和部署应用；云计算还使得 SAAS 软件应用能够实现全球分布，支持跨地域的用户访问和数据交换，为企业的全球化战略提供了有力支持。

今天，AI 通用大模型的出现标志着 AI 2.0 时代的到来。AI 大模型在 SAAS 软件应用层面的能力主要可以总结为三个方面，即 AIGC 能力（文生文、文生图等）、Copilot（智能助理）能力和 Insight（知识洞察）能力。尤其是 AI 大模型的 Copilot（智能助理）能力和 Insight（知识洞察）能力，有望解决企业数字化、信息化需求角度对于 SAAS 软件厂商提出的一些大的难题与挑战。

AI 大模型技术能够显著降低 SAAS 软件产品的 AI 智能化成本和门槛。传统的 AI 开发需要大量的数据、算力和专业知识，需要非常高昂的成本和密集的人才投入，随着 AI 大模型技术的出现，使得 SAAS 软件企业可以通过调用预训练的模型 API 或使用开源的大模型框架，快速实现 AI 功能，而无需从零开始构建模型，使得更多的 SAAS 软件公司能够将 AI 集成到其产品中。大模型 API 的使用费用未来也有望持续走低，所以对广大 SAAS 软件公司而言，产品的 AI 智能化成本将持续下降。

AI 大模型技术能够显著提升 SAAS 软件产品的智能化水平，通过接入 AI 大模型技术，例如，在智能客服 SAAS 软件领域，AI 大模型技术可以大幅提升自动回复的准确率，减少人工干预，提升用户体验；在智能招聘 SAAS 软件领域，AI 大模型技术可以根据雇主对候选人的要求与偏好，为雇主提供更加精准的候选人；

AI 大模型技术也将深刻改变 SAAS 软件产品的交互方式。传统的 SAAS 软件产品通常需要用户通过点选或输入来与产品进行交互。AI 大模型技术则可以实现自然语音或对

话的交互方式，使得用户能够更加方便地与 SAAS 软件产品进行交互。这种交互方式的改变不仅能够降低用户的使用与学习成本，提升用户体验，还能够为 SAAS 软件产品带来更多的商业机会和价值，客户的购买意愿也会增强。

在 AI 2.0 时代，SAAS 软件厂商的交付模式也将经历深刻的变革，从传统的“ISV（Independent Software Vendors 独立软件开发商）+PaaS（Platform as a Service，平台即服务）”模式，逐步演进到“企业用户+ChatGPT”的新模式，这一转变大幅提升了 SAAS 软件厂商提供标准化产品的能力，长期以来一直坚持标准化产品化思路、PLG（Product Led Growth）思路的 SAAS 软件公司将有望率先从中获益。

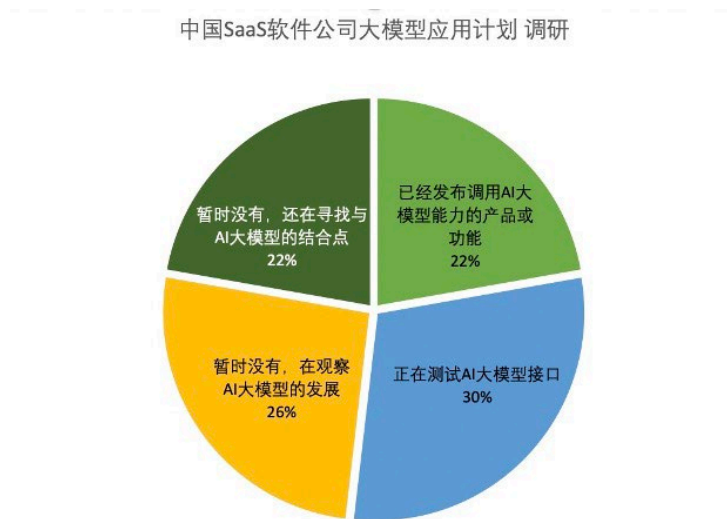
AI 大模型主导的生成式 AI 技术也正在引领产业智能化的新浪潮，这一趋势对 SAAS 软件企业提出了新的考验和挑战，同时也带来了前所未有的机遇。为了顺应这一技术趋势，许多 SAAS 软件公司开始在内部进行组织架构的调整，更加注重 AI 技术的研发和人才的引进，积极探索 AI 大模型技术与 SAAS 软件应用的结合，挖掘新的商业价值。

AI 大模型与 SAAS 软件应用的结合，将极大促进国内 SAAS 软件生态的开发、扩大市场需求，增强客户的付费意愿。而在底层技术通用的背景下，出海 SAAS 软件企业也只需要聚焦做好应用层就可以，这又恰好是国内企业的强项，这也意味着中国 SAAS 软件领域的创业公司和海外创业公司之间的差距将会被缩短。

据高盛研究预测，未来 SAAS 软件公司与 AI 通用大模型企业将更多地采取合作而非竞争的模式。那些成功将生成式 AI 大模型应用于自身的 SAAS 软件应用与解决方案的公司，有望获得更高的市场估值。这是因为 AI 大模型技术与 SAAS 软件应用的结合，不仅

能增强技术壁垒，还能通过大量数据训练和提升 AI 驱动的大型语言模型，进一步优化和自动化业务流程，提高工作效率。

图表 10 中国 SAAS 软件公司大模型应用计划调研



数据来源：中国 SAAS 行业协会“崔牛会”2023 年 11 月公布的调研数据，调研对象为 300 家中国 SAAS 软件公司

总体来看，AI 大模型技术与 SAAS 软件的结合正在推动整个 SAAS 软件行业向更加智能、高效的方向发展。随着 AI 大模型技术的持续迭代拓展，SAAS 软件行业有望实现更深层次的智能化转型，从工具型、业务型向智能型、赋能型转变，对于广大的中国 SAAS 软件公司而言，如何抓住这一历史性机遇，将决定其在未来竞争格局中的地位和影响力。

8.3 低成本获取腰部中型企业客户

中型企业客户在本文中的定义是员工人数规模大于 50 人、小于 1000 人的企业。在中国，大型企业（员工规模人数在 1000 人以上）占比仅为 0.15%（33464/22275018，2018 年中国国家统计局数据）的，腰部中型企业（员工规模人数在 50 人~1000 人）的

数量庞大，接近百万级（2018 年国家统计局数据为 993728 家，占有所有法人单位企业 4.56%），其余的千万级企业均为小型企业（员工规模人数在 50 人以内），占比为 95.3%。

除了员工规模，中型企业的特点一般是已经度过了企业创办早期的三至五年的生存期，初步规模，并建立了自己的市场地位和客户群体，能够保持稳定的运营、增长和盈利，具备了一定的抗风险能力。在激烈的市场竞争中，他们打造了较好的基础和发展条件，开始在所在行业崭露头角，并且存在一定的可能性成长为大型客户。所以他们大都迫切期望实现业务快速发展，希望能提升自己的管理水平与生产效率，他们渴望学习大型企业的先进管理理念与方法，他们中的一部分企业憧憬有朝一日能努力成为大型企业，成为所在行业的领先者。

相对大型企业，中型企业的节奏比较快，决策链比较短、决策模型相对简单，SaaS 厂商的获客周期、获客成本较低，并且中型企业定制化需求相对较低，SaaS 厂商的实施交付成本较低，标准化产品+可自定义配置一般能满足中型企业的需求。

与大型企业的数量少、众人皆知、目标显著不同，腰部中型企业客户的数量比较大，分布在各个行业，有些企业低调务实甚至不为人知，有些企业偏隅一方，可能位于某个三四线城市。所以如何能够发现、触达、影响、获取这些中型企业客户，对于 SaaS 软件公司来讲，是一个颇有难度的课题，同时值得注意的是由于中型企业客户的客单量没有大型企业这么高，所以针对此类客户的销售、营销成本相对需要控制在一个较低的范围内，高昂的销售人力投入并不可取。

所以 SaaS 软件公司需要能首先确定中型企业客户的目标画像，根据目标客户的行业、业务场景、行为特征建立模型，利用 AI、大数据等技术运营手段，定位到目标客户的具体名单。现如今直播和短视频正在逐步渗透用户的时间与改变用户的习惯，越来越多的中国 SAAS 软件公司正在利用搜索广告、社交媒体、短视频、直播平台以及信息流投放平台等方式，结合内容营销等新型营销手段，较为精准的触达与影响目标客户，同时做到目标客户获客成本与客单价的投入产出平衡效果。

九、结论与建议

9.1 结论

中型企业客户（员工人数规模在 50~1000 人之间）的比例与 SAAS 软件公司相对估值正相关，中型企业客户占比越高，SAAS 软件公司相对估值越高。

大型企业客户（员工人数规模在 1000 人以上）的比例与 SAAS 软件公司相对估值没有显著相关性。

应收账款率与 SAAS 软件公司相对估值呈负相关性，应收账款率越高，SAAS 软件公司相对估值越低。

收入增速与 SAAS 软件公司相对估值呈正相关性，收入增速越快，SAAS 软件公司相对估值越高。

分析数据结果说明对于 SAAS 软件行业的目标市场而言，腰部中型企业客户的重要性较为突出。

大型企业客户占比，与 SAAS 软件公司相对估值没有相关性，也就是说大型企业客户占比越高，SAAS 软件公司的估值也不一定会高，也有可能反而走低。一般概念的认知是大型企业客户付费能力强、生命力强、抗风险能力强、续费能力强，但在中国市场大型企业客户通常会要求定制化、私有化部署，并且通常要求比较长的帐期，而较高金额与较长时间的应收账款，对企业现金流的占用消耗非常大，且时间越长，出现坏账的概率越高，而坏账则直接形成企业的利润损失。我们的实证分析结果发现应收账款率越高，SAAS 软件公司相对估值越低，SAAS 软件行业应收账款主要集中在大型企业客户端，应收账款较高时现金流持续稳定风险较大。

腰部中型企业客户的占比越高，SAAS 软件公司相对估值越高。所以我们在目标市场选择时应该尽快尽量获取更多腰部中型企业客户，控制小型企业客户的比例，谨慎拓展大型企业客户，时刻要评估做大型企业客户的直接成本、隐性成本以及应收账款的风险，避免一味盲目的做大客户。

9.2 建议

根据本文严谨的实验数据论证，结合对中美产业结构、中国 SAAS 行业发展趋势的深进一步分析，我们建议中国的 SAAS 软件公司在制定目标市场战略时需要结合当下经济环境、市场格局，进行慎重考虑，要警惕大型企业客户陷阱，重点考虑发展第三产业一些细分行业的腰部中型规模企业。

金融行业无疑是一个最为国内 SAAS 软件公司关注的目标市场，因为这个行业的企业盈余相对最高，但建议大家多关注中型规模的金融类公司，包含大量的私募基金、VC/PE、期货公司、保险中介服务公司、金融信息服务公司等。其中信息技术行业、科学研究与技术服务行业这两个细分目标市场尤为值得关注，这两个行业在当前中国数字经济、科技兴国的格局中发展空间巨大，市场化程度高、中型民营企业数量可观，且对 SAAS 软件的先进管理理念、高速信息流依赖度非常高，对订阅模式接收度均相对较高。而出海也是一个比较好的方向，包括跟随品牌制造等行业的中国公司出海，但需要考虑自身的产品是否有比较好的标准化能力，对于海外目标客户市场理解是否透彻，海外客户整体愿意为高品质的 SAAS 软件产品付费，但对于产品的成熟度要求也非常之高。

整体而言，对于目标客户市场做出清晰的战略判断和选择对于中国的 SAAS 软件公司现阶段的发展而言尤为重要。尤其是处于早中期创业阶段的 SAAS 软件公司，没有足够的资源可以满足多个行业、不同规模的企业客户的需求。

建议必须细分目标客户，高度专注并不断倾听客户的需求和反馈，以客户为中心，提供符合客户需求的产品和解决方案，并且在产品范围上缩小聚焦点，确保产品是必需品。在明确目标客户市场的前提下，结合自身团队能力特点，灵活运用产品驱动增长 (PLG, Product Led Growth) 与销售驱动增长 (SLG, Sales Led Growth) 的策略。同时应当积极关注与学习与运用 AI 大模型等前沿技术，提升产品智能化能力，通过更低的成本来实现 SAAS 软件产品的标准化交付能力。

参考文献

对于云计算企业的估值及其影响因素研究（顾刚 2016.04）

SaaS 商业模式创新评估研究（马文婷 2016）

高新技术企业研发费用对企业价值影响（厦门大学 2020）

我国 SAAS 软件行业初创期风险投资评估模型及应用研究（万裕婕 2017）

云计算公司市场法估值中可比公司的研究（徐佳茵 2020）

云计算企业价值评估方法研究（李思 2020）

"Valuation of Software as a Service (SAAS) Companies" - George Tziralis, Ioannis Giotopoulos, and Nikolaos Polyzos (2012)

"A Model for Software-as-a-Service (SAAS) Vendor Viability Evaluation" - Richard S. Hall and Philip L. Frana (2014)

"Valuing Cloud Computing Services: An Options Pricing Approach" - Eric Wei and Dazhong Wu (2015)

"Valuation of SAAS Companies Using Real Options: A Two-Stage Framework" - Chen-Wei Yang, Kun-Jen Chung, and Yu-Chuan Chen (2017)

"A Discounted Cash Flow Analysis of SAAS Companies", by David Fluhr and Joseph Kuchta, Journal of Global Information Management (2017)

上市公司应收账款对股票估值影响的研究（梅冰 2018）

上市公司应收账款管理存在的问题及对策（邹露露 2023）

中国国家统计局：大中小微型企业划分标准是什么

http://www.stats.gov.cn/zs/tjws/tjbz/202301/t20230101_1903367.html?eqid=b9503b760017021a00000000364263cf4

2022 年美国 SAAS 行业研究深度研究 美国 SAAS 行业发展分析及对中国 SAAS 行业启示

<https://www.vzkoo.com/read/202210146129ea8b340c05d2598775c7.html>

如何成为 1 亿美元营收的 SAAS 软件公司

https://mimai.cn/article/detail?fid=1681189414&efid=e-NW1wZ_1h9Hnh_IwtHM2Q

36 氩研究院 | 2023 年中国企业级 SaaS 行业发展研究报告

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1774430320689160873&wfr=spider&for=pc>

SAAS 软件行业的现金效率 <https://zhuanlan.zhihu.com/p/376850012>

企服投资人对 To B 企业的评估逻辑

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1664730825726635983&wfr=spider&for=pc>

计算机行业专题研究：SAAS 软件公司全成长周期的估值体系

<http://www.capwhale.com/newsfile/details/20210804/14b58e5830f644bea3c74d8b87c1ae4a.shtml>

SAAS 软件公司指标体系与财务管理：订阅经济的估值与融资

<https://zhuanlan.zhihu.com/p/372603687>

纯正的 SAAS 软件公司应该如何估值？

<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1725442695084521842&wfr=spider&for=pc>

计算机应用行业：云计算公司 PS 估值研究 收入增速为锚 PSG 分布收敛

<http://stock.finance.sina.com.cn/stock/view/paper.php?reportid=677159182334&autocallup=no&isfromsina=no>

云兴霞蔚系列之 SAAS 篇：云程发轫风禾尽起

<https://www.renrendoc.com/paper/217614294.html>

数据说话：比较中美估值落差，看中国 SaaS 的最大误区

<https://36kr.com/p/1666900018181379>

附录

A. 样本数据附录

样本数据附录

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Adobe	设计软件	54.0%	33.0%	14.0%	11.54%	-1.1%	17.0%	92.7%	88%	9.2	1 0	36
Salesforce	2B 智能营销	43.0%	44.0%	12.0%	18.35%	-3.2%	16.2%	93.1%	73%	5.8	1 0	18
Snowflake	云数据仓库	19.0%	45.0%	36.0%	69%	-8.2%	38.2%	93.5%	65%	21.9	1 0	2
☞ Workday	云财务&云 HR	14.0%	31.0%	56.0%	21.0%	/	36.5%	88.5%	72%	7.65	1 0	10
Qualtrics	调查软件	28.0%	39.0%	33.0%	35.6%	-5.5%	29.5%	81.0%	71%	6.91	1 0	1
Squarespace	网站建设	66.0%	23.0%	12.0%	10.6%	-0.4%	24.4%	100.0%	85%	3.58	1 0	1
UiPath	RPA	18.0%	37.0%	44.0%	46.8%	-10.1%	31.5%	54.0%	81%	7.99	1 0	1
Toast	移动支付 (餐饮)	82.0%	14.0%	6.0%	60.2%	-1.5%	10.3%	92.4%	19%	3.45	1 0	1

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Procore	建筑安全	35.0%	50.0%	15.0%	39.9%	-5.6%	37.5%	100.0%	79%	11.65	1 0	1
Autodesk	工程建设软件	14.0%	43.0%	43.0%	14.1%	-5.0%	24.4%	91.0%	90%	8.91	1 0	37
Amplitude	CDP	57.0%	29.0%	14.0%	42.3%	-10.0%	33.3%	100.0%	71%	6.28	1 0	1
Braze	CEM	34.0%	47.0%	15.0%	58.5%	-6.3%	25.0%	93.1%	67%	9.40	1 0	1
Confluent	流数据处理	11.0%	32.0%	56.0%	51.1%	-6.8%	44.1%	71.7%	58%	12.34	1 0	1
Digital Ocean	公有云	61.0%	27.0%	12.0%	34.5%	-5.2%	24.1%	100.0%	62%	6.26	1 0	1
Expensify	云费控	31.0%	57.0%	11.0%	7.7%	-7.6%	8.2%	100.0%	65%	4.06	1 0	1
ForgeRock	身份管理	25.0%	37.0%	38.0%	22.9%	-5.9%	28.2%	48.3%	82%	7.93	1 0	1

99

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Freshworks	客户服务管理软件	55.1%	35.1%	10.0%	34.2%	-3.8%	28.0%	97.2%	80%	8.91	1 0	1
Gitlab	代码管理	34.0%	44.0%	21.0%	66.0%	-17.2%	39.2%	89.5%	88%	19.36	1 0	1
HashiCorp	Devops	23.0%	49.0%	29.0%	48.4%	-9.1%	56.8%	85.2%	80%	13.73	1 0	1
Monday	协同办公	67.2%	25.3%	7.5%	68.4%	-1.0%	25.0%	100.0%	87%	12.84	1 0	1
SEMrush	SEM 管理软件	41.0%	43.0%	16.0%	50.55%	0.0%	14.6%	100.0%	79%	4.80	1 0	1
SentinelOne	云安全	27.0%	41.0%	29.0%	120.0%	-13.9%	54.4%		64%	10.81	1 0	1
Workiva	云报告 (合规)	6.0%	26.0%	68.0%	19.1%	-5.6%	27.8%	85.6%	76%	8.97	1 0	8

67

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Sprinklr	社交媒体管理 平台	34.0%	11.0%	42.0%	27.3%	-6.8%	11.9%	86.9%	71%	4.83	1 0	1
WalkMe	用户行为数据 分析服务商	44.0%	37.0%	17.0%	26.8%	-2.8%	24.4%	90.7%	77%	3.6	1 0	1
Weave	客户沟通平台	91.9%	7.4%	0.7%	22.7%	0.0%	21.4%	93.9%	64%	2.33	1 0	1
Zoom	云视频会议	49.0%	38.0%	12.0%	54.6%	-5.2%	17.5%	100.0 %	75%	4.82	1 0	3
Box	企业云存储	31.0%	39.0%	29.0%	13.3%	-3.1%	24.7%	100.0 %	73%	4.14	1 0	7
SmartShee t	协同办公	25.0%	48.0%	28.0%	42.9%	-5.6%	29.6%	92.1%	79%	8.13	1 0	4

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Okta	身份认证	20.0%	48.0%	32.0%	42.9%	-4.8%	33.3%	96.1%	70%	7.23	1 0	5
Appian	低代码平台	24.0%	42.0%	33.0%	26.7%	-8.5%	29.8%	71.4%	70%	6.16	1 0	5
Zuora	计费与支付服 务	24.0%	49.0%	28.0%	14.2%	-1.3%	26.3%	83.0%	61%	3.22	1 0	4
Securewor ks	云安全 (NDR)	14.0%	39.0%	48.0%	-11.1%	2.9%	27.1%	16.0%	58%	1.37	1 0	6
Qualys	漏洞管理与合 规性	14.0%	27.0%	58.0%	19.1%	-2.7%	20.4%	/	80%	9.75	1 0	9
Instructur e	教育技术服务	26.0%	45.0%	30.0%	17.2%	-4.2%	16.7%	99.1%	63%	7.41	1 0	7
Momentiv e	网络调查	36.0%	39.0%	25.0%	8.4%	-1.0%	29.2%	100.0 %	81%	2.40	1 0	3
HubSpot	2B 智能营销	70.0%	25.0%	6.0%	33.1%	-4.0%	25.4%	96.7%	82%	11.18	1 0	7

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Paylocity	云 HR	21.0%	66.0%	13.0%	34.1%	-1.9%	11.8%	99.4%	67%	10.7 8	1 0	8
Paycom Software	云 HR	16.0%	71.0%	14.0%	30.3%	-0.9%	10.9%	/	84%	12.3 8	1 0	8
Riskified	反欺诈	57.0%	30.0%	12.0%	14.0%	-0.8%	26.9%	/	54%	3.58	1 0	0
Upland	企业管理软件	51.0%	38.0%	11.0%	5.1%	3.1%	15.6%	95.2%	66%	0.54	1 0	8
Yext	知识引擎平台	73.0%	19.0%	7.0%	2.6%	-2.5%	17.5%	100.0 %	75%	2.70	1 0	5
Sprout Social	媒体管理	34.0%	43.0%	22.0%	35.1%	-4.0%	24.0%	98.9%	76%	14.0 8	1 0	3
Microstrat egy	BI	24.0%	42.0%	34.0%	-2.3%	-1.0%	26.0%	8.4%	80%	5.38	1 0	24
SPS Commerce	EDI	32.0%	45.0%	21.0%	17.0%	-1.3%	10.2%	98.6%	67%	12.3 5	1 0	12

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Blackline	云财务	7.0%	21.0%	71.0%	22.8%	-3.8%	21.2%	93.6%	75%	7.65	1 0	6
Payoneer	跨境云支付	26.0%	42.0%	27.0%	32.6%	0.0%	19.0%	100.0 %	83%	3.78	1 0	0
Absolute Software	云安全 (终端)	21.0%	31.0%	45.0%	63.4%	-1.4%	22.7%	95.1%	82%	1.97	1 0	2
Lightspeed Commerce	零售餐饮渠道 &销售	57.0%	27.0%	15.0%	147.3%	-0.9%	21.8%	93.5%	49%	3.32	1 0	1
blackbaud	筹款 SAAS	32.0%	52.0%	16.0%	14.1%	-0.7%	15.1%	/	52%	#RE F!	1 0	18
RingCentr al	云视频会议	37.0%	46.0%	17.0%	24.7%	-4.5%	18.1%	92.9%	68%	1.70	1 0	8
Docusign	电子签名	26.0%	49.0%	24.0%	19.4%	-3.3%	19.3%	96.7%	78%	5.33	1 0	4
Marin Software	数字广告管理	66.0%	26.0%	8.0%	-18.0%	0.0%	60.0%	64.1%	35%	0.86	1 0	9

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Shopify	企业云电商	56.0%	32.0%	10.0%	21.4%	-2.3%	26.8%	29.1%	49%	9.60	1 0	7
Five9	云呼叫	15.0%	48.0%	38.0%	27.8%	-0.6%	17.9%	100.0 %	53%	5.97	1 0	8
Dropbox	企业云存储	42.0%	39.0%	18.0%	7.7%	/	39.1%	100.0 %	83%	3.14	1 0	4
Alteryx	数据准备和 分析平台	19.0%	38.0%	44.0%	59.5%	-8.1%	25.6%	38.0%	86%	5.38	1 0	5
Newrelic	云监控	66.0%	26.0%	9.0%	17.7%	-2.2%	29.2%	100.0 %	71%	5.61	1 0	8
Pagerduty	云监控	19.0%	46.0%	35.0%	31.77%	-5.7%	37.1%	/	80%	7.60	1 0	3
Wix.com	网站建设	73.0%	19.0%	6.0%	9.29%	-0.7%	34.5%	74.9%	62%	3.98	1 0	9
Elastic N V	数据搜索软件	38.0%	45.0%	17.0%	41.72%	-5.8%	30.1%	83.7%	72%	5.75	1 0	4
ServiceNo w	运维管理	24.0%	42.0%	34.0%	22.88%	-4.7%	24.4%	82.8%	78%	12.5	1 0	9

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Atlassian	项目协同	38.0%	46.0%	16.0%	34.16%	-3.5%	52.8%	74.8%	83%	14.11	1 0	7
Intuit	云财务	53.0%	31.0%	14.0%	32.11%	-0.1%	18.1%	/	79%	8.66	1 0	29
Datadog	云监控	34.0%	44.0%	21.0%	62.82%	-8.3%	44.6%	100.0 %	79%	14.0 9	1 0	2
Veeva Systems	医药信息化	23.0%	49.0%	28.0%	16.44%	-3.2%	24.1%	80.2%	72%	13.2 0	1 0	9
<u>Twilio</u>	云通信	45.0%	36.0%	18.0%	34.64%	-5.0%	28.2%	100.0 %	47%	3.52	1 0	5
<u>Zoominfo</u>	智能获客	34.0%	51.0%	14.0%	46.95%	-3.6%	19.1%	100.0 %	83%	9.39	1 0	1
Splunk	日志分析	27.0%	45.0%	28.0%	36.66%	-9.3%	27.4%	35.3%	78%	4.49	1 0	10
Dynatrace	云监控	47.0%	34.0%	19.0%	23.55%	-4.5%	18.2%	93.7%	81%	11.3 0	1 0	2

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
CrowdStrike Holdings	云安全	12.0%	40.0%	46.0%	54.40%	-11.6%	27.2%	93.7%	73%	13.41	1 0	2
Cloudflare	云安全	71.0%	24.0%	6.0%	48.57%	-6.1%	30.6%	100.0%	76%	20.11	1 0	2
Zscaler	云安全	16.0%	32.0%	51.0%	62.08%	-6.7%	23.7%	/	78%	12.50	1 0	4
Bill.com Holdings	账款管理软件	37.0%	53.0%	10.0%	169.43%	-0.8%	32.6%	98.7%	79%	10.80	1 0	3
Ceridian HCM Holdings	云 HR	19.0%	49.0%	34.0%	21.68%	0.0%	13.4%	85.2%	38%	9.14	1 0	4
Asana	协同办公	41.0%	42.0%	17.0%	44.60%	-7.9%	52.6%	100.0%	89%	8.20	1 0	1

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Guidewire Software	to 保险公司 软件	24.0%	45.0%	31.0%	9.33%	-2.3%	29.9%	31.9%	44%	7.31	1 0	10
Mongodb	云数据库	42.0%	41.0%	17.0%	46.95%	-7.0%	35.6%	96.4%	70%	16.7 2	1 0	5
PEGA	低代码、自动 化流程	21.0%	37.0%	41.0%	8.76%	0.8%	22.0%	79.0%	72%	2.94	1 0	25
GoDaddy	域名服务	75.0%	20.0%	6.0%	7.22%	0.0%	19.3%	100.0 %	64%	2.99	1 0	7
OneSpan	移动安全	10.0%	34.0%	49.0%	2.11%	-0.5%	18.2%	17.8%	68%	3.22	1 0	22
Bigcommerce	云电商	12.0%	23.0%	66.0%	26.94%	-7.1%	32.1%	70.5%	75%	2.48	1 0	1
Ncino	云上银行	29.0%	50.0%	20.0%	34.06%	-8.1%	29.7%	74.7%	59%	7.62	1 0	1
Appfolio	资产管理	8.0%	28.0%	65.0%	31.31%	-0.9%	23.4%	96.4%	60%	9.38	1 0	6

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Intapp	律所投行 CRM	15.0%	46.0%	37.0%	26.8%	-9.7%	26.8%	70.9%	65%	8.27	1 0	0
Palantir	数据分析	17.0%	26.0%	55.0%	23.6%	-4.2%	18.8%	43.8%	79%	8.97	1 0	1
Nutanix	软件定义存储 SDS	22.0%	45.0%	33.0%	13.4%	2.4%	35.4%	90.7%	79%	3.63	1 0	6
Jfrog	Devops	17.1%	28.0%	54.9%	35.5%	-3.6%	42.9%	93.4%	79%	7.89	1 0	2
Sumo Logic	云分析	20.0%	46.0%	32.0%	2.2%	-3.0%	35.0%	100.0%	67%	4.66	1 0	2
Couchbase	云数据库	30.0%	44.0%	25.0%	23,32%	-2.6%	38.7%	78.7%	87%	4.85	1 0	2
Cs Disco	法律 SAAS	/	/	/	18.2%	-2.2%	44.4%	100.0%	75%	2.89	1 0	2
Evercomm erce	计费收款	/	/	/	26.7%	-3.3%	11.3%	75.0%	65%	3.22	1 0	2

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
Unity Software	游戏引擎	50.0%	38.0%	9.0%	25.3%	-0.7%	69.1%	/	68%	7.60	1 0	3
Fastly	CDN	65.0%	24.0%	11.0%	22.0%	-7.0%	37.2%	100.0 %	49%	3.24	1 0	4
声网	RTC	67.5%	30.0%	2.5%	-4.4%	-5.0%	68.8%	95.2%	63%	2.30	1 1	2
容联云	云呼叫	/	/	/	/	23.6 %	26.4%	66.5%	44%	2.04	1 1	1
金山云	公有云	/	/	/	-7.6%	27.6 %	11.2%	68.0%	5%	0.83	1 1	2
涂鸦智能	IOT	/	/	/	-31.1%	1.0%	76.2%	87.9%	48%	5.05	1 1	2
明源云	地产营销云	/	/	/	- 16.85%	3.8%	42.7%	76.0%	92%	3.24	1 1	4
玄武云	CRM	/	/	/	5.20%	25.4 %	6.9%	78.5%	25%	1.58	1 1	1

公司名	SAAS 细分领域	小型企 业客户 占比	中型企 业客户 占比	大型企 业客户 占比	收入 年增速	应收 账款 率	研发费 率	订阅率	毛利 率	PS 值	上 企业所 市 在国家 地	上市 年数
微盟	企业营销	41.5%	37.8%	20.7%	-6.50%	12.8%	39.4%	70.2%	50%	3.65	1 1	4
金蝶	云财务	58.4%	35.0%	6.7%	16.57%	-0.6%	25.9%	76.3%	57%	7.32	1 1	18
北森	HR	46.4%	43.4%	10.2%	22.16%	2.9%	38.9%	72.2%	55%	9.40	1 1	0
泛微	OA	44.0%	50.0%	6.0%	16.41%	9.9%	14.7%	/	93%	10.0	0 1	6
致远互联	OA	42.4%	40.9%	16.7%	0.10%	27.9	19.7%	/	73%	5.57	0 1	4
					%	%	%	%	%	%	%	
光云	企业云电商	/	/	/	-8.65%	12.1%	31.0%	82.2%	58%	12.81	0 1	4
畅捷通	云财务	/	/	/	15.22%	6.9%	38.5%	53.0%	58%	2.05	1 1	9
有赞	企业云电商	65.6%	28.3%	6.1%	-4.65%	0.7%	/	59.5%	64%	2.30	1 1	5
用友	云财务	57.0%	38.0%	5.0%	3.69%	22.7	18.9%	69.0%	56.4	8.24	0 1	22
BOSS 直聘	云招聘	21.0%	38.0%	41.0%	5.90%	-0.2%	26.3%	98.9%	83.5	12.5	1 1	2
					%	%	%	%	0			

公司名	SAAS	小型企	中型企	大型企	收入	应收	研发费	订阅率	毛利	PS	上 企业所	上市
	细分领域	业客户	业客户	业客户	年增速	账款	率		率	值	市 在国家	年数
		占比	占比	占比		率					地	
猎聘	云招聘	53.0%	32.0%	16.0%	-0.50%	5.7%	13.4%	99.9%	77.9	1.59	1 1	5
									%			