

海外周报 (2022.05.29-2022.06.5)

证券研究报告

2022 年 06 月 08 日

怎么看待美股 SaaS 板块一季报?

周观点

截至本周,大部分 SaaS 公司均已发布一季报,其中

网络安全板块:成长性不改,并购成为最大行业趋势

我们认为在网络安全板块的一季报体现如下趋势:

- 1) 网络安全板块业绩表现出较强的韧性,较为不受宏观逆风影响,整体收入均超预期。
- 2) 软件云化长期趋势,同时硬件需求仍然强劲。
- 3) 新技术、新需求下,并购成为行业主题之一。但新需求下的技术碎片化的格局并没有本质改变。企业依然倾向于选择 Best of Breed (品类中表现最佳)的产品,而独立的云安全厂商也往往在强调自己与其它 Best of Breed 产品的协同能力。因此 2021 年末与 2022 年均有多起上市网络安全公司并购。

我们认为受益于较高的渗透空间、受宏观影响较小、每个细分赛道相对独立的竞争格局,网络安全板块未来的现金流回报较为可预期,但估值相对仍然较高。

基础软件板块:收入增速依然强劲

我们认为在不确定性的宏观背景下,对于基础软件的韧性与壁垒的观察更为重要:哪些公司的产品拥有更高的替换成本/自研成本?哪些公司拥有深入到客户每一个生产和开发流程的工具?在对近期的基础软件公司的季报中,我们有如下总结。

- 1) 基础软件如 Datadog、MongoDB、Snowflake、Elastic 等的整体收入趋势和公有云的收入倾向紧密相关,且其用户拓展也和其与公有云合作紧密相关。
- 2) 监控和运维由于往往客户的工作流中作为基础,相对较为受客户短期收入波动影响较小,而数据库等则与其客户结构和行业分布密切相关。

总体来看,我们认为在考虑到小型客户相对较少的收入占比,以及客户在自研/外部采购或向外部采购倾斜,基础软件板块的需求预计将继续表现较为出色。

应用软件板块:电商和广告 SaaS 受逆风最为明显,财税营销相对稳健

Salesforce 一季报收入为 74.1 亿美元,同比增长 24%,。财税软件巨头 Intuit 亦季报超预期。同时从 2008 年、2000 年等历史来看,我们认为软件企业会表现对于周期的滞后性,因此 Q3 季报和后续指引或能更加反应下游企业数字化需求的真实变化。

从预期来看,受影响最大主要为广告科技与营销科技、电商产业链的部分公司,如 Apploving、Shopify、Trade Desk 等近期跌幅普遍较大。我们认为一季报往往是广告预算被重新规划的季度,而通胀等宏观因素对于中小企业的广告需求有较大的影响。广告科技类的 SaaS 整体的彭博一致预期有所下滑。我们认为接下来季度最值得关注的可能的反转主题有:

- 1) 谷歌、Meta 等在反垄断与个人隐私保护的背景下,其广告系统的变化
- 2) Netflix、Disney+、HboMax 的广告科技采用
- 3) 中小企业的广告预算低谷需要多长时间才能度过。

风险提示:海外疫情控制不及预期;企业盈利不及预期;通胀快速上行。

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521030002
wangmengkai@tfzq.com

杨雨辰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521110001
yuchenyang@tfzq.com

李泽宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

曹睿 联系人
caorui@tfzq.com

1. 周观点：怎么看待美股 SaaS 板块一季报？

1.1. 网络安全板块：并购成为最大行业趋势

我们认为在网络安全板块的一季报体现如下趋势：

1) 网络安全板块业绩表现出较强的韧性，整体收入均超预期。

表 1：网络安全板块季报（注：此前预期指三个月前的彭博一致预期，下同）

公司名	本季度收入（百万美元）	此前预期（百万美元）	相差	本季度净利润（百万美元）	近三个月涨跌幅（%）
Palo Alto Networks 股份有限公司	1386.70	1359.60	1.99%	-73.20	-7.80
CrowdStrike 控股股份有限公司	487.83	441.44	10.51%	-31.52	-5.62
Fortinet 股份有限公司	954.80	884.96	7.89%	138.40	-11.47
Zscaler 股份有限公司	286.81	271.39	5.68%	-101.41	-29.68
Okta Inc	414.94	378.91	9.51%	-242.71	-40.03

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

2) 软件云化是一个长期趋势，但硬件需求仍然强劲。根据 IDC 数据，2020 年，相较其它软件子行业如客户关系管理（CRM）约 69%的云化率或企业资源管理（ERM）约 54%的云化率，网络安全软件约 27%的云化率仍处在相对早期。考虑到企业迭代网络安全软件的速度，我们认为云原生的网络安全公司长期受益于企业负载不断转云。但防火墙等硬件需求亦较为强劲

3) 新技术、新需求下，并购成为行业主题之一。

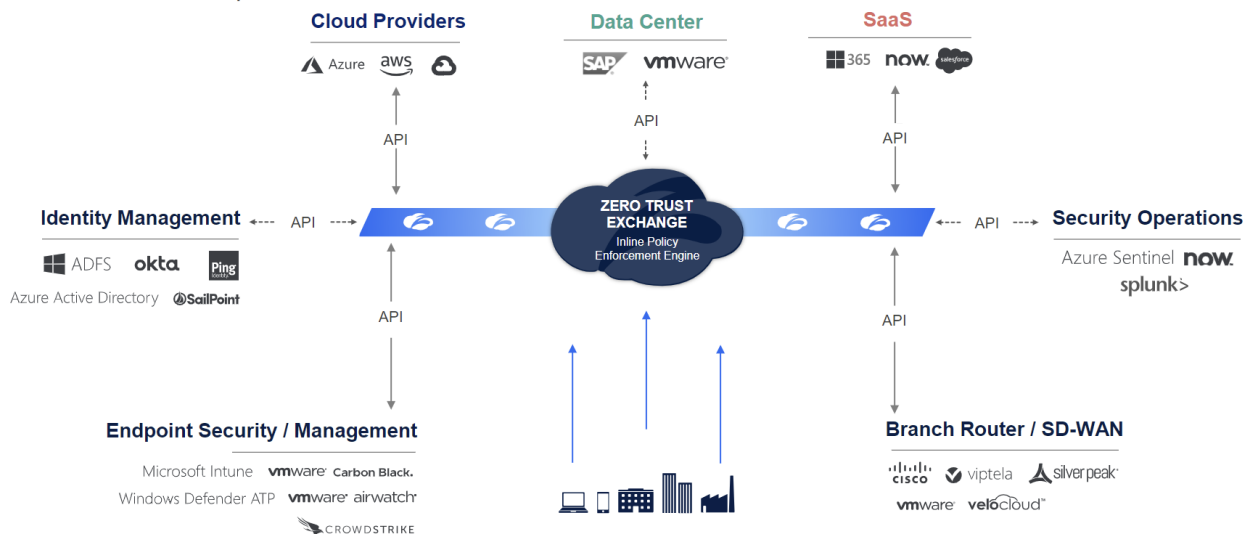
尽管微软是行业隐形巨头，在身份管理等表现不断进步的产品力，今年 1 月盈利会议中称，公司 2021 年安全软件销售额达到 150 亿美元，同比增长近 45%。约为最大的独立上市的网安公司的 Palo Alto Networks 年营收的三倍；

但新需求下的技术碎片化的格局并没有本质改变。企业依然倾向于选择 Best of Breed（品类中表现最佳）的产品，而独立的云安全厂商也往往在强调自己与其它 Best of Breed 产品的协同能力。

图 1：Zscaler 强调其零信任产品通过 API 方式与其它企业的最佳网络安全产品形成生态系统的能力

Ecosystem of best-of-breed platforms

Platforms eliminate point solutions and allow for vendor consolidation



资料来源：Zscaler 官网、天风证券研究所

碎片化的格局下，并购成为不少战略投资乃至财务投资者的选项：

2021 年末，Permira Advisers Ltd.和 Advent International Corp.完成对著名网络安全公司、消费者安全厂商 McAfee 的收购，

2022 年 3 月，Alphabet Inc.（谷歌）公司宣布将对 Mandiant Inc.实施收购。4 月 11 日，美国私募股权公司 Thoma Bravo LP 宣布对身份安全厂商 SailPoint Technologies Holdings Inc. 的私有化收购。

我们认为受益于较高的渗透空间、受宏观影响较小、每个细分赛道相对独立的竞争格局，网络安全板块未来的现金流回报较为可预期，但估值相对仍然较高、

1.2. 基础软件板块：收入增速依然强劲

我们认为在不确定性的宏观背景下，对于基础软件的韧性与壁垒的观察更为重要：哪些公司的产品拥有更高的替换成本/自研成本？哪些公司拥有深入到客户每一个生产和开发流程的工具？在对近期的基础软件公司的季报中，我们有如下总结。

表 2：基础软件板块部分公司季报

公司名	本季度收入（百万美元）	此前预期（百万美元）	相差	本季度净利润（百万美元）	近三个月涨跌幅（%）
HashiCorp 股份有限公司	100.90	89.44	12.80%	-78.22	-15.33
Elastic NV	239.36	224.25	6.74%	-65.61	-6.97
Snowflake 股份有限公司	422.37	408.09	3.50%	-165.79	-38.91
Datadog 股份有限公司	363.03	337.47	7.57%	9.74	-27.45
MongoDB 股份有限公司	285.45	253.27	12.71%	-77.29	-10.30

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

1) 基础软件如 Datadog、MongoDB、Snowflake、Elastic 等的整体收入趋势和公有云的收入倾向紧密相关，且其用户拓展也和其与公有云合作紧密相关。

我们认为以 MongoDB 和 AWS 为例，无论是产品线的竞争合作，人员流动，乃至在双方各自季报盈利会议的表现，都说明了基础软件与公有云厂商在较大范围内的“共生”的长期空间目前在加速拓宽。我们认为 1) 云计算为增量市场 2) 双方毛利率均在提升 3) 产品线的重合并不影响双方的合作，因为上云后公有云厂商仍然可以通过负载实现收入。

2) 监控和运维由于深入到客户的工作流中，相对较为受客户短期收入波动影响较小，而数据库等则与其客户结构和行业分布密切相关。

在 2020 年的第二季度与第三季度，疫情下的公有云厂商和基础软件厂商均出现了明显的收入增速下滑，而在疫情后收入表现均有复苏。

尤其对于基础软件公司来说，在疫情期间，更多的客户减少使用而非客户流失成为主要的收入增速下滑的原因。

例如 MongoDB 曾在疫情期间的盈利会议中表示“宏观经济对我们的收入确实有一定影响，尤其是在现存的客户中，疫情期间的增速明显比疫情前的增速低，这点趋势尤其在我们的大客户，云需求规模相对较大的这些客户最为明显。因此这些客户相对会在宏观经济较为困难的时候节省现金，相反，一些刚刚上云的大型公司或者一些小型公司，在上云的初期，对于 MongoDB 依然有很高的使用量的增速。”

对于数据库或数据仓库、数据湖和边缘计算等公司，其用量与客户的计算和存储用量更为紧密相关。而对于监控，运维，尽管客户可能在某些时段关闭其运作，但对其无缝的云上的工作流通常会造成较大的影响，因此，我们认为相对来说现有客户较不可能停止其消费量。

例如 Datadog（云监控公司）在 2022 年盈利会议中表示：其收入为 recurring 的本质，在于客户再监控其上云的资源时的不断的重新访问或使用。而在 Q1 的盈利会议中，Datadog 也表示在本季度没有直接感受的宏观的冲击，且公司整体的客户群体相对多元，在采用的曲线上整体尚在加速。

Hashicorp（云原生运维/Dev-Ops 公司）则在盈利会议表示：其产品的 GTM 围绕着减少投入，降低风险、加速部署的核心，以其产品 Terraform 为例，其核心的产品价值在于避免客户的浪费使用计算资源。因此整体来看，其产品的需求受宏观波动影响较小。除此之外，与数据库不同，数据库的产品更多的和特定的应用相关，而 Hashicorp 的产品在部署以后更接近于底层软件，因此在公司的收入留存率（NDR）上也能反映客户的留存与使用量良好。

总体来看，我们认为在考虑到小型客户相对较少的收入占比，以及客户在自研/外部采购或向外部采购倾斜，基础软件板块的需求预计将继续表现较好。

1.3. 应用软件板块：广告营销短期逆风最为明显

尽管市场担心应用软件受宏观逆风的影响，但 Salesforce 为首的应用软件巨头在一季报依然表现不错：6 月 1 日，CRM 软件服务提供商 Salesforce 公布了 2023 财年第一季度财报。第一季度总收入为 74.1 亿美元，同比增长 24%，按固定汇率计算增长 26%。Salesforce 第一季度营收和调整后每股收益超出一致预期。财税软件巨头 Intuit 亦季报超预期。

从 2008 年、2000 年等历史来看，我们认为软件企业会表现对于周期的滞后性，因此 Q3 季报和后续指引或能更加反应下游企业数字化需求的真实变化。

表 3：应用软件板块业绩

公司名	本季度收入（百万美元）	此前预期（百万美元）	相差	本季度净利润（百万美元）	近三个月涨跌幅
-----	-------------	------------	----	--------------	---------

	美元)	元)			(%)
Trade Desk 股份有限公司	315.32	304.39	3.59%	-14.60	-30.40
Monday.com Ltd	108.50	101.27	7.13%	-66.68	-15.43
HubSpot 公司	395.60	382.73	3.36%	-9.34	-22.53
Shopify 股份有限公司	1203.62	1249.67	-3.68%	-1474.41	-39.98
Salesforce 股份有限公司	7411.00	7326.19	1.16%	28.00	-9.92
Intuit 公司	5632.00	5514.63	2.13%	1794.00	-12.04
RingCentral 股份有限公司	467.66	458.30	2.04%	-150.97	-46.13
AppLovin 公司	625.42	829.54	-24.61%	-115.26	-15.32
奥多比	4262.00	4240.04	0.52%	1266.00	-5.01

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

从预期来看，受影响最大主要为广告科技与营销科技、电商产业链的部分公司，如 Apploving、Shopify、Trade Desk 等近期跌幅普遍较大。我们认为一季度往往是广告预算被重新规划的季度，而通胀等宏观因素对于中小企业的广告需求有较大的影响。广告科技类的 SaaS 整体的彭博一致预期有所下滑。我们认为接下来季度最值得关注的可能的反转主题有。

- 1) 谷歌、Meta 等在反垄断与个人隐私保护的背景下，其广告系统的变化
- 2) Netflix、Disney+、HboMax 是否能通过广告科技来优化其广告的出价与匹配系统，以及媒体内容公司在采用科技巨头的 Ad Network 时是否存在天生的利益冲突，从而有利于第三方广告科技公司的发展。
- 3) 中小企业的广告预算低谷需要多长时间才能度过低谷。

2. 美股科技巨头公司动态

表 4：海外科技巨头最新估值

公司名称	2018-2021 估值均值			当前 估值			一年内 23E 净 利润变 动	当前 市值(亿 美元/亿 元)
	PS(LYR)	PE(TTM)	PE23E	PS(LYR)	PE(TTM)	PE23E-		
Meta Platforms, Inc.	10.62	28.24	13.41	4.56	13.65	12.35	-26%	5375.3
谷歌(Alphabet)	7.21	34.39	15.40	5.93	20.10	15.64	9%	15283.85
苹果公司	5.48	23.26	19.34	6.51	25.15	23.57	19%	23810.02
亚马逊公司	4.44	109.90	23.70	2.45	34.48	28.68	-33%	11502.68
微软公司	10.18	38.41	24.36	11.62	31.87	25.11	12%	19529.25
奈飞公司	10.26	112.03	26.40	2.81	16.29	14.36	-32%	833.6355

资料来源：Wind，彭博一致预期，天风证券研究所

2.1. 科技板块

表 5：不同科技板块涨跌幅（市值单位：亿美元）

所属板块	公司名称	当周市值	当周涨跌幅	所属板块	公司名称	当周市值	当周涨跌幅
硬件计算	Nvidia	4732	-0.48%	MarTech	Twilio	195.1782	-6.12%
平台	Intel	1780	-2.60%		Shopify	480.2525	-4.17%
	AMD	1706	3.95%		Hubspot	176.884	0.47%
引擎	Unity	79	0.00%		Qualtrics	86.47528	-0.34%
	Roblox	187	-5.69%		ZoomInfo	164.3422	0.46%
							0.00%
社交	Meta	5295	-2.23%	数字巨头	Meta	20013.1	2.73%
	腾讯	5538	5.03%		谷歌	15428.59	1.98%
	Sea	481	-4.95%		Amazon	12514.52	6.26%
VR/AR	Meta	5295	-2.23%		Mircosoft	20380.37	-1.18%
	Apple	24069	-2.85%		Netflix	882.3723	1.94%
区块链	PayPal	1026	1.55%		Apple	24068.98	-2.85%
	Coinbase	154	-11.46%				
	DMarket	3	-18.25%				
广告技术	TheTradeDesk	259	-2.55%	数字内容	Twitter	306.6657	-0.02%
	Applovin	164	-2.13%		SpotifyTechnology	210.2717	-0.66%
	Unity	131	1.06%		Snap	250.0304	-7.00%
	Roku	127	-9.53%		IAC	79.39442	1.47%
					Pinterest	132.4979	-4.84%
					j2 Global	36.88172	-0.35%
					fuboTV	6.089198	-4.84%
云计算	公司名称	当周市值	当周涨跌幅				
	Amazon	12514.52	6%				
	Google	15428.59	2%				
	微软	20380.37	-1%				
云原生（数	snowflake	417.41	0%		公司名称	当周市值	当周涨跌幅
据库）	confluent	62.46	1%	新能源汽车	Tesla	7424.67	-7.38%
	Mongodb	201.34	9%	车厂	Rivian	267.68	-2.49%
边缘计算	akamai	163.14	-2%		小鹏汽车	223.91	6.53%
	cloudflare	178.55	-7%		理想汽车	306.97	7.95%
网络安全	palo alto	525.08	1%		蔚来汽车	0.13	0.00%
	CrowdStrike	410.02	-3%				
	zscaler	229.70	-2%	传统汽车	宝马集团	503.15	3.78%

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42780

