

## 科技先锋系列报告94

# BVP关于云计算的十条法则

---



**Bessemer**  
Venture  
Partners



许英博 首席科技产业分析师

陈俊云 前瞻研究高级分析师

中信证券研究部·前瞻研究

2019年6月8日

# BVP：成功的前沿技术领域风险投资者

- Bessemer Venture Partners脱胎于1911年成立的Bessemer Securities，从1974年开始深耕风险投资领域，主要投资于成长期公司；2018年，公司增设种子基金，开始从事种子阶段投资
- 当前，BVP的投资领域主要涵盖生命科学、互联网和其它前沿产业；截至2019年末，BVP已经成功投资并IPO上市120余家公司
- 本报告内容源自BVP于2019年发布的 *Roadmap: 10 laws of cloud*，该文章主要介绍了BVP眼中成功的云计算公司所遵循的十条法则

## Bessemer Venture Partners成功投资多家前沿产业公司

LinkedIn

Skype

shopify

zoom

twitch

yelp

pagerduty

Pinterest

# 法则1：云经济体系下，规模制胜

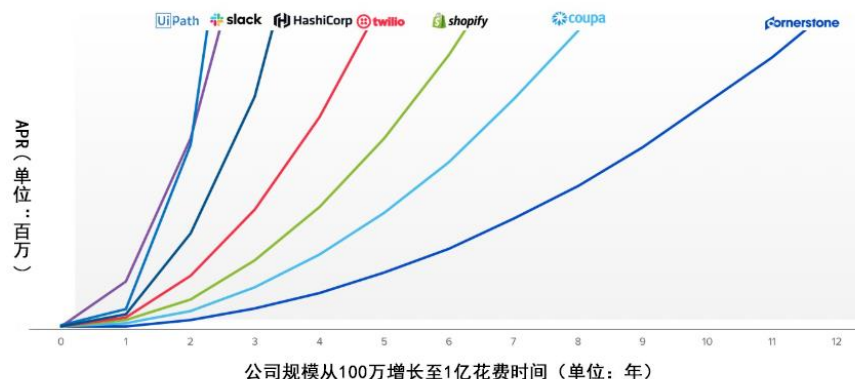
- 在云经济中，细分市场的领导者通常可以控制近50%的市场份额，该市场第二、三位龙头分别控制近30%和20%的市场份额，其余公司仅共享不足10%的份额
- 公司可以通过**构建第二场景**，即不断通过产品创新满足功能邻接问题、或是为现有客户提供更深层次功能来拓展公司的TAM，从而提升份额占比。
- 对于云计算公司来说，提供分层支付解决方案、移动化或是将数据货币化，是一些最有效且最常见的第二场景。

## 以细分行业视频会议为例，份额服从5-3-2法则



资料来源：Bessemer VP

## 公司从小做大所花费的时间日益减少

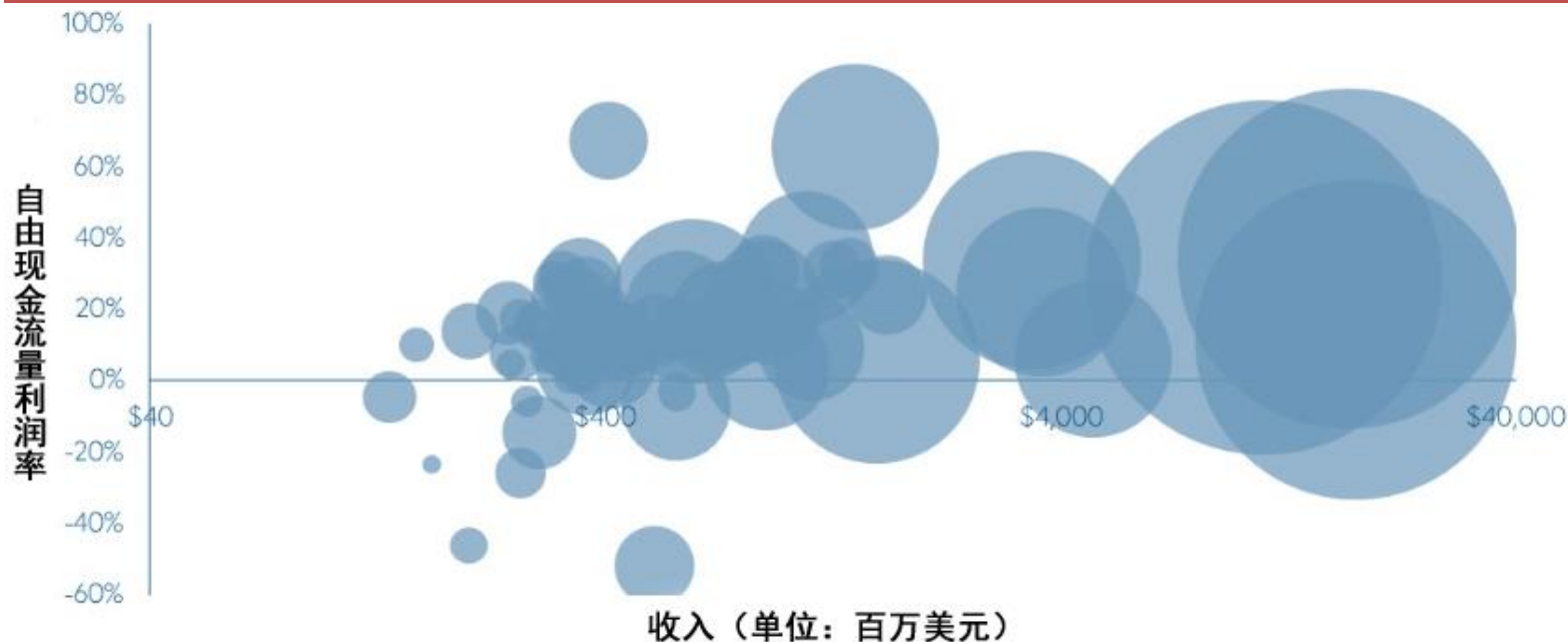


资料来源：Bessemer VP，中信证券研究部

## 法则2：以最优成本保持增长

- 对于处于成长初期的公司来说，有效增长比盈利能力更为重要
- 针对ARR<3000万美元的公司来说，有效增长的定义为净新增ARR大于消耗的净资金量
  - 在长期视角下，公司有效增长的目标为达到最大化公司的效率分数（efficiency score），其计算方法为ARR的增长率加上ARR的FCF边际利润率

以公有云市场的公司规模分布为例，其中高FCF Margin和收入增速的公司成长性更强



资料来源：Bessemer VP, 中信证券研究部

# 法则3：沿着销售&营销学习曲线进行市场投入

- 公司过早投资于销售和市场营销，将会使得营业额增长难以支撑员工人数的增加，故而：
  - 预先对未来的销售和市场模型进行试用，即在扩大员工规模前证明其是恰当的
  - 尽早试验哪些方法有效，譬如尝试新的引导和需求产生策略、突破测试渠道等
- 综上所述，投资不仅需要在具有最佳边际生产率增量的时候来进行，而且要求仅在销售活动稳定可重复时才进行

## 销售和市场营销学习曲线



# 法则4：打造拥有竞争优势的产品

- 在过去存在信息不对称的情形下，优秀的营销活动可以弥补产品固有缺陷；但时至今日，产品体验模式和完善的用户评测体系已经有效消除了信息不对称：
  - 对产品预先测评推动建立了自下而上的分销模式
  - 具备产品竞争优势的龙头更能领导市场，而非是具有营销优势的龙头
- 打造具备竞争优势的产品，赢得并留存客户的公司主要特征：
  - 用于抢占市场份额的产品能够提供给客户与竞品相同或更胜一筹的功能及体验
  - 采用API优先的开发理念，将工程资源仅供给最优秀的特有产品。

## HashiCorp采取的产品策略

"Users make product selections, and they're not sold through canned presentations. Great products that truly address the needs of users first are the ones that win the hearts, minds, and ultimately the budgets of the Global 2000."

Dave McJannet, CEO  
HashiCorp



## HashiCorp打造的产品结构



# 法则5：跟踪云公司的“5C”指标

- 在投资云公司时，为调查业务活力表现，需重点关注下述指标：
  - （1）承诺年度经常性收入（**CARR**）：CARR增长率的变化反映出云业务的健康情况，是最重要的指标
  - （2）现金流（**Cash Flow**）：通过比较资金消耗率和累计增长率，公司可以对增长措施或扩编员工的有效性进行评估
  - （3）客户获取成本（**CAC**）的回收期：反映出公司的销售渠道是否高效；除非企业的CLTV很高，否则当CAC回收期超过36个月时，通常被视为增长动力不足
  - （4）客户的终生价值（**CLTV**）：反映出企业客户的价值；BVP历史经验表明，成功的云企业CLTV/CAC应大于3
  - （5）客户流失率（**Churn**）：反映出公司长期的盈利能力和价值评估

5C指标的计算方法及关注频率

	获取方法	指标关注频率
CARR	对公司活跃ARR和预计ARR进行调整得到	日度/周度
Cash Flow	对营收进行调整得到	日度/周度
CAC Payment Period	在公司调整毛利润的基础上，计算的完全收回销售和市场费用所需要的时间	每季度
CLTV	给定客户的经常性利润减去该客户获取成本所得到的净现值	季度
Customer Churn Rate	——	日度/周度



## 法则6：发现公司专属的KPI指标

- 优秀的云公司通常采用量身定制的多个指标来衡量是否成功：
  - 在制订公司目标后，将其拆解为2-3个专属KPI指标，这些指标可以用来指导业务路线和优先级，同时有助于公司员工凝聚朝一个方向努力。

部分云公司采取的代表性KPI			
	专属核心KPI		专属核心KPI
	客户发送的消息数量		签名信封的数量
	客户GMV、客户GPV和入驻电商数量等		针对不同产品制定领域制订不同KPI，并积极围绕KPI进行讨论

资料来源：Bessemer VP, 中信证券研究部



# 法则7：客户的成功就是公司的成功

- 在公司的创设初期，建立新品牌至关重要；但在长期视角下，旧客户的续约和追加销售是提升企业价值的最核心方式：
  - 来自旧客户的ARR单位成本低于来自新客户的ARR单位成本
  - BVP估测，公司月度续订率每发生1%的变化，在IPO估值将产生超过1亿美元的差异

## Pinterest创始人的“以客户为中心”原则



在产品开发或升级时，以客户为最高优先级

与客户“共度时光”，而不是仅仅关注用户数据

关注客户表现，在进行数据分析时从客户的行为逻辑表现出发

在解决实际存在的客户问题基础上，启发式解决潜在问题

# 法则8：通过参与或见解产生影响力

- 过去，“用户参与度”和“使用时间”是衡量云软件/解决方案价值的重要指标；但未来，是否能向客户交付有价值的结果或见解将成为另一个更重要的衡量指标：
  - 一个有效的软件可以是一个参与系统、也可以只输出结果；但不论采取哪种模式，最关键的都是提升客户对产品的ROI
- BVP认为，未来最高价值的产品可能是每天都摄取处理数据，但只输出一次有影响力的关键结果的软件

## ServiceTitan提供给用户高价值的系统，且无需占用用户过多使用时间



# 法则9：以领导力推动价值体系建设和文化发展

- 对于领导者来说，培育价值观和文化是解决人才流失和竞争差异化问题的重要路径：
  - 建立良好的价值体系，可以有助于团队保持专注、提高员工积极性
  - 优秀的文化可以帮助招聘人才和提高员工留存率
- 从结果评估角度出发，公司可以按部门来执行员工调查或是开放式网评，来综合评定执行管理层的NPS（即Net Promoter Score，用于衡量用户忠诚度）




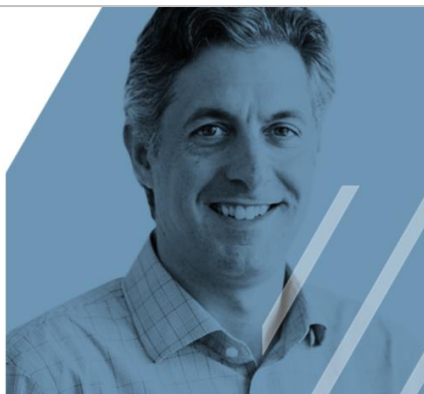
# 法则10：安排好公司的融资计划

- 出于降低融资风险的角度，公司应当在早期就开发一个高水平、可持续应用多年的财务模型，且时刻关注公司的“融资里程碑”；当公司的经营规模扩大时，不断地细化假设并修正先前搭建的财务模型
- 在BVP持有的投资组合中，成功的云公司CEO通常都会提前财务计划半轮进行融资，进而能持有1-3年的现金储备：
  - 充裕的储备资金能够确保公司不会因经营风险面临困境
  - 同时，储备资金可以支持公司积极进行增长试验，使公司在市场上保持进攻性

## Toast Inc. CEO的融资法则

"Committing to and successfully executing on product roadmaps will clarify when exactly to raise another round of funding."

Chris Comparato, CEO  




## Toast Inc. 进行了稳定的融资安排

时间	融资轮次	融资安排
2016/1	B轮	BVP、Google领投，3000万美元
2017/7	C轮	GIM领投，1.01亿美元
2018/2	D轮	Trip Advisor领投，1.15亿美元
2019/3	E轮	TCV领投，2.5亿美元
2020/2	F轮	BVP、TPG等领投4亿美元

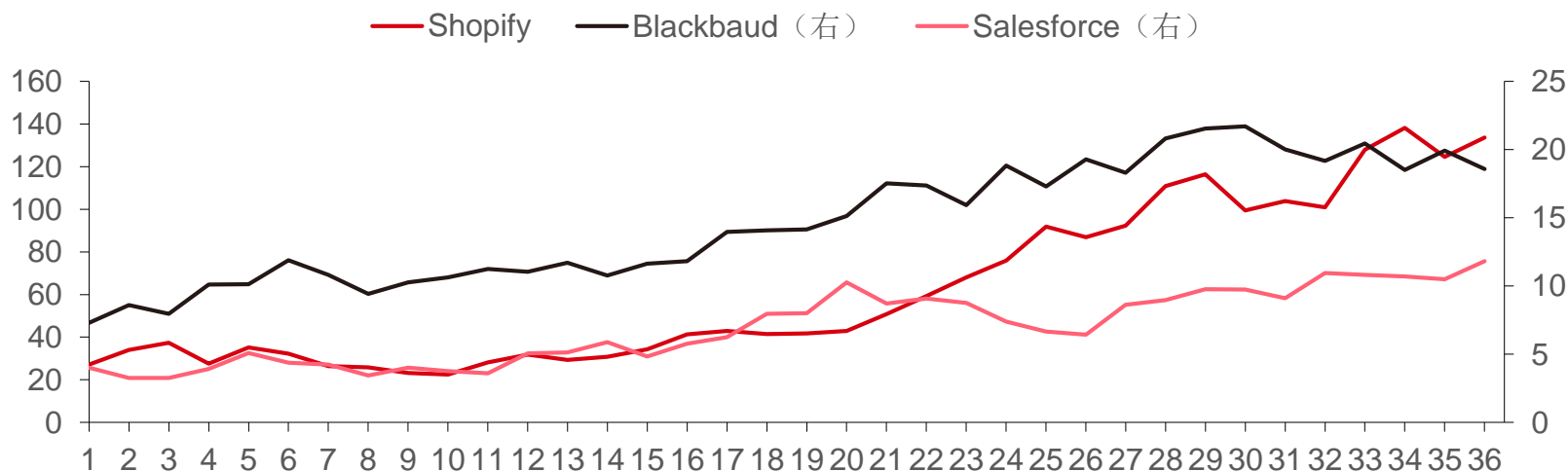
资料来源：Bessemer

资料来源：36Kr，Wikipedia，中信证券研究部

# 额外法则：按上市的“公共剧本”运行

- 根据市场上的历史经验，只要云公司的ARR超过1亿美元，同时公司的效率值超过40%，就可以让企业成功IPO上市：
  - ARR超过1亿美元标志着公司已经建立了成熟的产品结构和营销渠道，有能力承受市场压力
  - 效率分数超过40%标志着企业依旧保持着较高的成长性
- 另外，以当前的市场估值倍数，达到上述目标通常标志着企业对该公司的估值已经达到了10亿美元以上。

Shopify等云上市公司在上市3年内股价表现

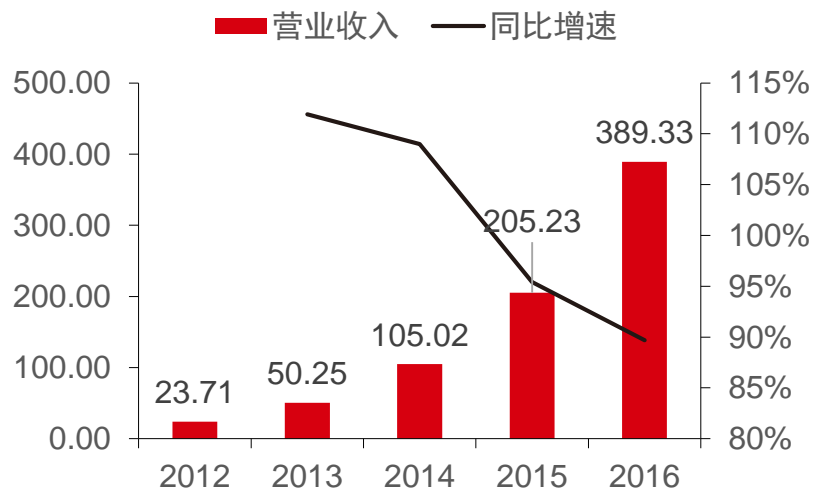


# 法则应用实例：Shopify构建第二场景带动TAM增长

## 应用法则1：云经济体系下，以规模制胜

- 在Shopify于2013年推出Payments服务时，公司ARR为5000万美元：
  - Payments服务提供了面向商户和客户的支付解决方案，提升了客户留存率，巩固了Shopify 的市场领导地位
- 在推出Payments 服务的18个月内，公司的营收翻了3倍；服务推出的三年内，公司ARR的年均复合增速达到108.4%

Shopify公司市值



资料来源：Bessemer VP，中信证券研究部

其它公司构建第二场景提升TAM的实例

	CORE TAM/PRODUCT	"SECOND ACT"
	Point of Sale	Payroll, Capital
	Voice, Video & Chat	Email
	Secrets	Provisioning Networking

资料来源：Bessemer VP

## 应用法则9：以领导力推动价值体系建设和文化发展

- Procore公司为了提升员工归属感、从而转化为员工生产力和留存率，以包容性作为公司的文化战略，并采取下述等实现方式：
  - 以EACH框架为基础，培养领导者包容的行为习惯
  - 采用德勤的包容性文化六要素来培养员工的工作归属感
  - 围绕包容性的核心目标修整战略框架

### Procore公司采用EACH框架提升包容性领导力

#### Catalyst's EACH framework for inclusive leadership

Value	Behavior	Habit
Empowerment	Enabling direct reports to develop and excel.	<ul style="list-style-type: none"><li>• Give clarity around roles and responsibilities</li><li>• Provide opportunities for development</li><li>• Create room for failure; celebrate wins</li></ul>
Accountability	Demonstrating confidence in direct reports by holding them responsible for performance they can control.	<ul style="list-style-type: none"><li>• Set realistic goals with milestones to track progress</li><li>• Use objective criteria to evaluate performance</li><li>• Align Say-Do Ratio</li></ul>
Courage	Acting on convictions and principles even when it requires personal risk-taking.	<ul style="list-style-type: none"><li>• Be an ally</li><li>• Ask questions</li><li>• Practice active listening</li></ul>
Humility	Admitting mistakes. Learning from criticism and different points of view.	<ul style="list-style-type: none"><li>• Engage others: "What do you think?"</li><li>• Keep an open mind</li><li>• Ask for feedback on a regular basis</li></ul>

//

资料来源：Bessemer VP

### Procore创始人采取的多元化和包容性战略

#### Procore's D&I Blueprint – Example



//

资料来源：Bessemer VP





# 感谢您的信任与支持！

## THANK YOU

许英博（首席科技产业分析师）

执业证书编号：S1010510120041

陈俊云（前瞻研究高级分析师）

执业证书编号：S1010517080001

# 免责声明

证券研究报告 2020年6月8日

## 分析师声明

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

## 评级说明

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

## 其他声明

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

## 法律主体声明

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

## 针对不同司法管辖区的声明

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

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

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

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

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

**澳大利亚：**本研究报告在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第761G条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

## 一般性声明

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

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

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

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

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。