



中信证券研究部



杨泽原  
首席计算机分析师  
S1010517080002



刘雯蜀  
计算机分析师  
S1010518020001

核心观点

公司为电商 SaaS 新军，盈利能力领先业内，平台优势明显。公司未来计划 1) 通过多平台拓展+产品自研外延，巩固中小电商基本盘；2) 通过产品升维+营销发力，发掘大型电商 ERP 市场。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **电商 SaaS 新军，盈利能力领先业内。**公司核心业务是为电商商家提供 SaaS 产品，是电商 SaaS 行业首家科创板上市公司。公司电商 SaaS 产品覆盖店铺管理、营销推广、交易管理、客服管理、仓储管理等许多功能类目，并已深入淘宝、天猫、京东、拼多多、饿了么等多类型电商平台。公司是业内为数不多利润达到亿元级别的企业，保持了健康的经营性现金流，盈利能力和质量较高。

■ **乘电商 SaaS 之风，借力先发与产品形成平台优势，与商户共成长。**电商 SaaS 为优质垂直 SaaS 赛道，市场规模领跑行业垂直 SaaS（约占 26%），因其独有的互联网属性，兼具较高付费渗透率和较低获客成本。公司通过先发及产品形成了较大平台优势，目前在淘系平台渗透率超 30%，付费客户数共计约 130 万。平台优势赋予公司高客户触达度和客户粘性，公司有望受益平台商户长期成长。

■ **多平台拓展+产品自研外延，巩固中小电商基本盘。**公司中小商家 SaaS 产品线丰富并形成了以订阅为主的模式，为公司业务收入重要支撑。一方面，公司计划通过早期入驻+佣金模式实现如拼多多等非淘系平台的多平台发展；另一方面，公司将加强产品自研和外延并购，通过单价提升和客户复购提升中小 SaaS 产品的整体 ARPU，我们预计，公司中小 SaaS 产品 ARPU 或有望逐步提升至 300-500 元。

■ **产品升维+营销发力，争夺中大型电商 ERP 市场空间。**公司正加速推进面向大卖家的快麦 ERP 等系列产品，公司计划首先以服装电商作为快麦系列产品前期切入点，并加强以线下直销为主的销售团队建设，持续发力目标用户筛选和产品直销推广，预计公司 2020-2021 年将保持数百人的销售团队拓展规模。快麦系列产品较中小电商 SaaS 产品具有较高的 ARPU 值，中大型电商有望成为公司下一个主要增长点，推动公司收入规模跨量级提升。

■ **风险因素：**中小电商 SaaS 产品多平台拓展不及预期；淘系平台客户 ARPU 值提升不及预期；快麦 ERP 产品销售渠道及客户拓展不及预期。

■ **投资建议：**预计公司 2020-2022 年营收为 5.42/6.65/8.26 亿元，净利润为 1.04/1.18/1.51 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.30/0.38 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

光云科技	688365
评级	增持（首次）
当前价	64.78 元
总股本	401 百万股
流通股本	32 百万股
52 周最高/最低价	73.67/38.03 元
近 1 月绝对涨幅	-3.57%
近 6 月绝对涨幅	557.76%
近 12 月绝对涨幅	557.76%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	465.49	464.65	542.46	665.12	826.15
营业收入增长率	30%	0%	17%	23%	24%
净利润(百万元)	107.11	96.37	103.85	118.50	151.00
净利润增长率	8%	-10%	8%	14%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.27	0.24	0.26	0.30	0.38
毛利率%	60%	64%	66%	68%	69%
净资产收益率 ROE%	17.58%	13.35%	8.69%	9.02%	10.31%
PE	240	270	217	190	149
PB	37	31	19	17	15

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 10 日收盘价

## 目录

<b>电商 SaaS 新军，盈利能力领先业内</b> .....	1
电商 SaaS 行业新军，产品深入各大电商平台 .....	1
多品类产品线成型，满足商户多元化需求 .....	2
利润近亿稳定增长，盈利能力业内领先 .....	4
<b>乘电商 SaaS 之风，借力平台优势与商户共同成长</b> .....	5
电商 SaaS 为优质垂直 SaaS 赛道，高渗透率、低获客成本 .....	5
平台优势护航发展，加强技术能力提升与商户共同成长 .....	8
<b>多平台拓展+产品自研外延，巩固中小电商基本盘</b> .....	9
中小 SaaS 产品为公司营收基础，付费订阅用户规模超百万 .....	9
多平台拓展战略加速下游付费用户渗透 .....	11
加强自研+外延并购，产品打磨助推客单价提升 .....	12
<b>产品升维+营销发力，争夺中大型电商 ERP 市场空间</b> .....	14
瞄准大型商户需求，快麦系列产品生态初步构建 .....	14
以服装电商为前期切入点，快麦收入及订阅用户数快速增长 .....	16
加码销售团队建设，快麦高客单价有望推动公司收入跨量级提升 .....	17
<b>风险提示</b> .....	18
<b>盈利预测与估值</b> .....	18

## 插图目录

图 1：光云科技发展历程.....	1
图 2：公司股权结构图 .....	2
图 3：公司产品入驻电商平台情况 .....	2
图 4：公司 SaaS 产品及增值服务产品线情况 .....	3
图 5：公司快麦系列产品.....	3
图 6：2016-2019 年营业收入情况（单位：百万元） .....	4
图 7：2016-2019 年各业务收入情况（百万元） .....	4
图 8：2016-2019 第三季度净利润与经营性现金流情况（单位：百万元） .....	4
图 9：2016-2019 年期间费用情况（单位：百万元） .....	5
图 10：我国企业级 SaaS 市场规模及增速.....	6
图 11：中国行业垂直型 SaaS 细分市场结构 .....	6
图 12：电商 SaaS 行业竞争格局示意图 .....	7
图 13：电商服务市场的付费渗透率情况 .....	7
图 14：2019 年前三季度公司主营业务收入来源 .....	8
图 15：2016-2019 年 SaaS 产品分类收入情况（百万元） .....	10
图 16：阿里巴巴服务市场中的“超级店长”产品购买页面 .....	11
图 17：2014-2020 年我国主流电商平台活跃卖家数量（万家） .....	11
图 18：2014-2020 年我国电商服务业配套衍生服务交易规模（亿元） .....	11
图 19：2018Q1-2019 年拼多多活跃商家数情况（万家） .....	12
图 20：2017-2019 年拼多多 GMV 情况（亿元） .....	12
图 21：快麦 ERP 支持平台一览.....	15
图 22：快麦系列产品客户案例.....	16
图 23：2015-2019 年我国服装电商市场规模及增速.....	17
图 24：公司全成长周期覆盖产品体系示意 .....	17

## 表格目录

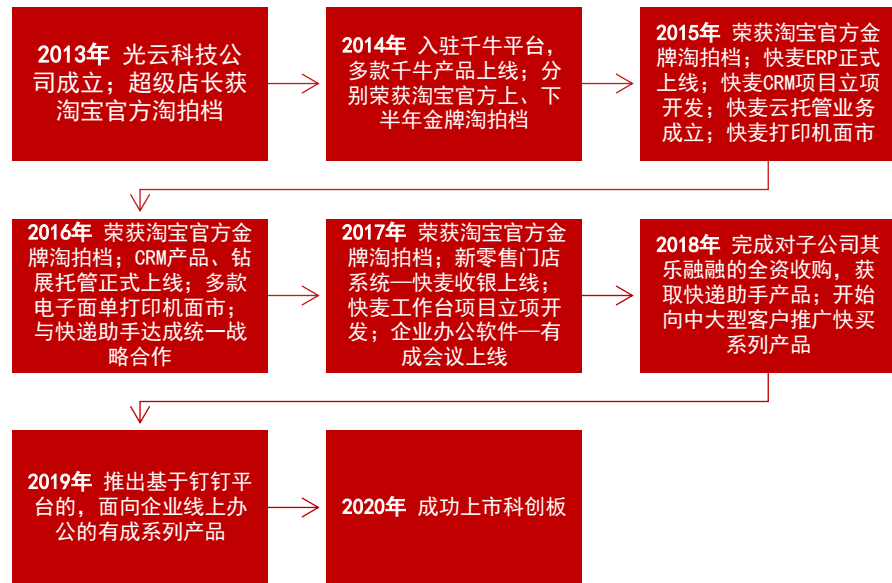
表 1：我国 SaaS 行业细分领域的主要领军企业 .....	5
表 2：公司为各大平台提供产品的开始时间及类型 .....	8
表 3：公司核心技术及技术来源 .....	9
表 4：公司主要产品付费用户数及排名情况 .....	10
表 5：公司主要 SaaS 产品与竞品的价格比较 .....	13
表 6：公司主要 SaaS 产品销售均价情况（单位：元） .....	13
表 7：公司主要产品迭代开发项目研发投入情况 .....	13
表 8：公司主要 SaaS 产品续费率情况 .....	14
表 9：快麦系列产品理念及主要功能 .....	15
表 10：电商 ERP 行业主要玩家情况 .....	16
表 11：光云科技收入预测（单位：万元） .....	18
表 12：光云科技费用预测（单位：百万元） .....	19
表 13：公司盈利预测表 .....	20

## ■ 电商 SaaS 新军，盈利能力领先业内

### 电商 SaaS 行业新军，产品深入各大电商平台

国内电商 SaaS 行业新军，电商 SaaS 行业科创板首家。光云科技是业内领先的电商 SaaS 企业，核心业务是基于电子商务平台为电商商家提供 SaaS 产品，并在此基础上提供配套硬件、运营服务及 CRM 短信等增值产品。公司已于 2020 年 4 月 29 日成功在科创板上市，成为国内电商 SaaS 第一股。

图 1：光云科技发展历程



资料来源：公司官网、公司招股书，中信证券研究部

**管理层电商经验丰富，阿里创投是公司第六大股东。**公司管理层对电商服务行业有深入且成熟的理解，业内经验丰富。公司招股说明书显示，阿里创投持有公司 4.80% 的直接股份，是公司的第六大股东。

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

入驻各大电商平台，公司优质服务收获良好口碑。自 2013 年成立以来，公司产品已先后入驻各大知名电商平台服务市场，目前服务范围涵盖淘宝、天猫、京东、苏宁等综合平台、饿了么等本地生活电商平台以及 Lazada 等跨境电商平台。公司优质的产品服务广受各大电商巨头好评，旗下产品多次荣获淘宝“金牌淘拍档”、京东京麦服务市场“金服务奖”、苏宁云台“宁聚合作奖”及阿里巴巴新零售“智慧商圈系统类”银牌等称号，收获行业良好口碑。

图 3：公司产品入驻电商平台情况



资料来源：公司招股说明书

### 多品类产品线成型，满足商户多元化需求

公司拥有提供产品整体解决方案的能力，满足客户多元化个性化需求。自成立以来，公司始终围绕电商商家的经营管理诉求进行产品品类研发，旗下电商 SaaS 产品逐步覆盖了店铺管理、营销推广、交易管理、客服管理、仓储管理、托管服务等许多功能类目。相比市场上绝大部分仅专注于一两个细分类目的电商 SaaS 服务商，公司通过研发多品类的 SaaS 产品满足不同规模、不同特征商家的多元化管理需求并互通协同，建立起较强的产品优势壁垒。



图 4：公司 SaaS 产品及增值服务产品线情况



资料来源：公司招股说明书

横向来看，公司根据各电商平台特征及商家需求推出了一系列 SaaS 产品及配套服务。超级店长和部分快麦系列产品是针对淘宝系商家核心需求的一体化综合店铺管理工具，集合商品管理、订单处理、数据分析、营销方式、模板素材等功能于一身；快递助手支持各种快递相关服务，可提供发货拣货、订单打印等多项功能，结合打印机硬件产品为各大平台提供服务；旺店系列包含旺店交易、旺店商品、旺店数据等多个产品，可使商家在 PC、移动、旺旺三端进行更高效便捷的店铺管理活动。目前，公司旗下产品已能基本覆盖电商商家各类经营管理需求，为商家提供完整的产品解决方案。除电商市场外，公司还于 2018 年推出了基于钉钉平台的有成系列产品，对企业在线会议市场进行探索。

纵向来看，公司以小微商家市场为基石，逐步向中大型商家市场发力。公司自 2013 年成立起先后推出超级店长、旺店系列及快递助手等多款针对小微商家的 SaaS 产品。公司产品以其高性价比积累了庞大的小微客户群体并取得了可观的销售收入。2015 年，公司首次推出针对中大型商家的快麦 ERP 产品，并持续对快麦系列产品进行投入与扩充。目前，包含快麦 ERP、电商、打印机、设计、CRM 等多种产品的快麦系列产品线已经形成。

图 5：公司快麦系列产品

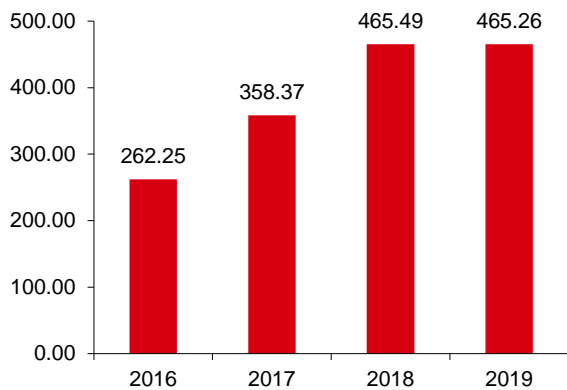


资料来源：快麦官网

## 利润近亿稳定增长，盈利能力业内领先

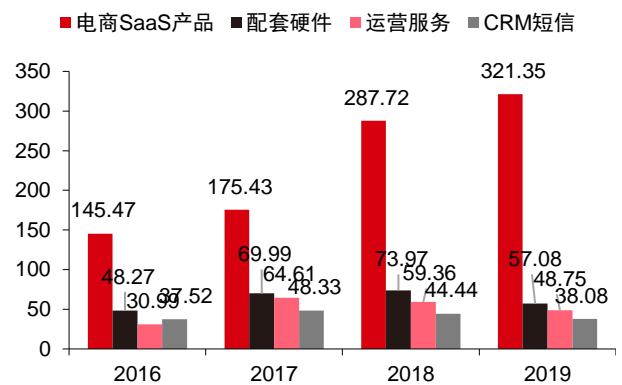
公司收入稳健增长，电商 SaaS 业务主导地位日渐凸显。2016-2019 年，公司分别实现营业收入 2.62 亿元、3.58 亿元、4.65 亿元和 4.65 亿元，总体呈现稳健增长趋势。2019 年，客户议价能力提高和市场渐趋饱和等客观环境因素导致配套硬件、运营服务和 CRM 短信三大增值服务业务收入有所下降。2016-2019 年，公司电商 SaaS 产品收入保持稳定增速，分别占总营业收入的 55.47%、48.95%、64.01%和 69.07%，电商 SaaS 业务主导地位日渐凸显。

图 6：2016-2019 年营业收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

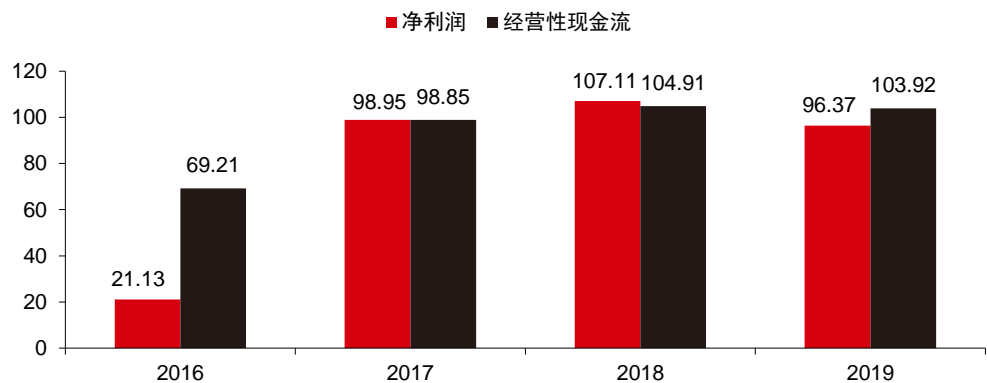
图 7：2016-2019 年各业务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司是业内为数不多利润达到亿元级别的企业，盈利能力和质量较高。2016-2019 年，公司分别实现归母净利润 0.22 亿元、0.99 亿元、1.07 亿元和 0.96 亿元。公司已连续三年利润达亿元级别，反映出公司业务发展情况良好，并具备较强的盈利能力。2016-2019 年，公司分别实现经营性现金流 0.69 亿元、0.99 亿元、1.05 亿元和 1.04 亿元，近三年整体稳定，波动较小。除 2016 年经营性现金流远大于净利润外，自 2017 年起，公司经营性现金流与净利润相拟合，并于 2019 年超越净利润，保持了稳定且较高的盈利质量。

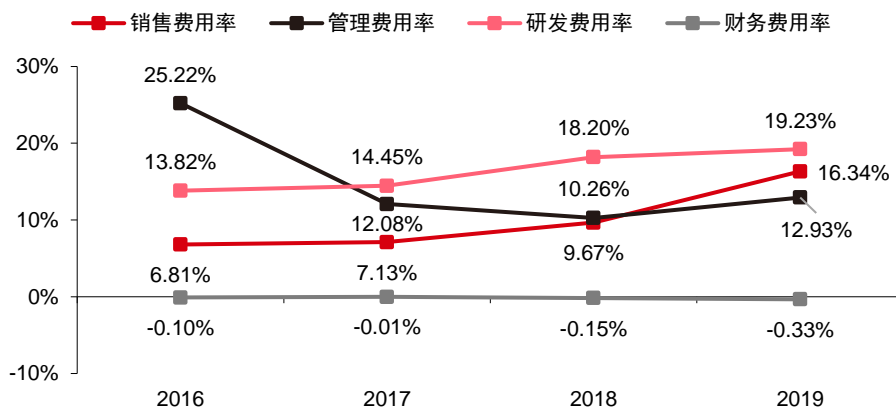
图 8：2016-2019 第三季度净利润与经营性现金流情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

加大销售渠道建设和研发投入力度，期间费用率波动上升。2016-2019年，公司期间费用率分别为45.76%、33.65%、37.99%和48.16%，呈波动上升趋势。一方面，公司不断扩大业务规模、进一步加大对快麦ERP、快麦设计等产品的销售渠道建设力度；另一方面，公司持续升级已上线产品，并根据电商发展的重要趋势开发了快麦ERP、快麦设计、有成钉钉办公管理软件等储备项目和技术，为公司进一步扩大行业领先优势奠定坚实基础。

图9：2016-2019年期间费用情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 乘电商 SaaS 之风，借力平台优势与商户共同成长

### 电商 SaaS 为优质垂直 SaaS 赛道，高渗透率、低获客成本

SaaS 行业龙头效应明显，国内细分赛道领军企业建立初步优势。美国的 SaaS 服务行业的成功经验催生了我国 SaaS 应用的快速发展。自 2014 年起，随着国内商业环境的改善及云计算理念的推广与普及，我国出现了一批在各细分领域具有一定市场影响力的新兴 SaaS 企业。此外，部分传统 IT 行业企业以及互联网巨头企业，也正在向 SaaS 领域进行转型和涉足。在 SaaS 行业产品迭代快速但部分赛道初期技术壁垒有限的情况下，先发优势所形成的渠道壁垒显得尤为重要。目前，SaaS 行业大部分细分赛道目前已基本形成了寡头垄断局面，行业龙头的存量和增量优势将更加明显。

表 1：我国 SaaS 行业细分领域的主要领军企业

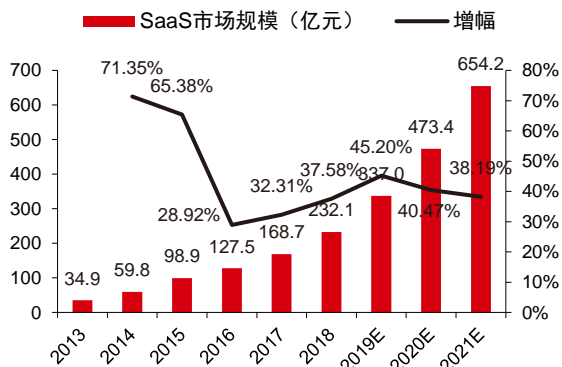
大类领域	细分领域	领军企业代表
业务垂直型	ERP 领域	用友网络、金蝶软件（均为传统软件企业转型）
	HR 领域	北森云
	CRM 领域	销售易
	会议系统领域	全时、随锐科技
	OA 协同	钉钉、企业微信（均为互联网巨头进军）
行业垂直型	电商行业	光云科技、有赞、微盟、京东电商云（互联网巨头进军）
	建筑行业	广联达
	酒店行业	石基信息
	餐饮行业	二维火、美团点评（互联网巨头进军）

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部



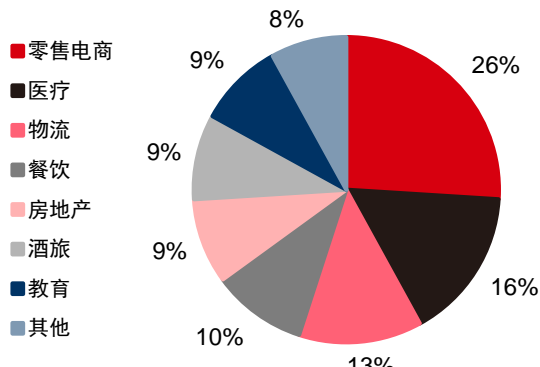
我国企业级 SaaS 市场空间广阔，零售电商领域领跑行业垂直型 SaaS。2014 年起，企业上云的趋势快速推动了国内 SaaS 行业的发展。根据艾瑞咨询发布的报告，我国 SaaS 市场规模增长迅速，2013-2018 年年均复合增长率达 46.07%，预计 2021 年 SaaS 市场将达到 654.20 亿元，未来空间广阔。其中，2018 年行业垂直型 SaaS 市场规模达 103.3 亿元，整体规模略小于业务垂直型 SaaS，但年增长率更高，为 56.6%。垂直行业中，零售电商 SaaS 市场规模最大，约占行业垂直型 SaaS 的 26%。

图 10：我国企业级 SaaS 市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

图 11：中国行业垂直型 SaaS 细分市场结构



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

电商 SaaS 行业根据目标客户规模、依托流量渠道不同大致分为四个子竞争市场，总体呈现有序的竞争格局。

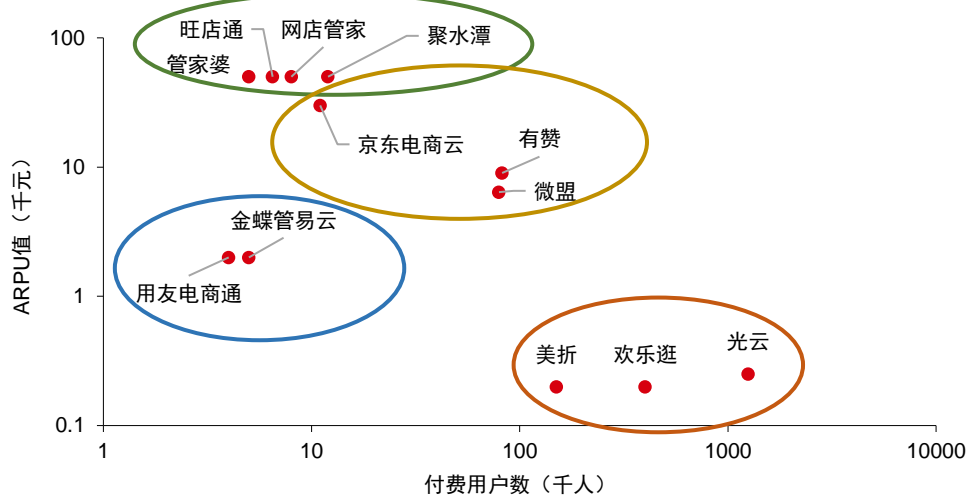
1) 专业电商平台中小型商家服务商：光云科技（超级店长、快递助手等中小 SaaS 产品）、美折、欢乐逛等商家面向淘宝、天猫、京东等专业电商平台上的中小商家，提供价格较低、功能较为简单的 SaaS 产品。这些服务商的用户规模庞大，一般采取入驻电商平台服务市场的线上销售方式。

2) 社交电商平台中小型商家服务商：有赞、微盟、京东电商云三家服务商主要依托微信私域流量，通过小程序等方式为社交电商平台商户提供服务。其中，京东电商云属于互联网巨头涉足型服务商。这些服务商往往采用直销和分销相结合的方式，有赞的直销比重更高，微盟则以分销代理为主。

3) 专业电商平台大型商家服务商：聚水潭、网店管家、管家婆、旺店通以及光云科技的快麦 ERP 面向淘系、京东、唯品会等专业电商平台的大型商家提供价格较高，功能较为复杂的电商 ERP 产品。大型商家客户的数量规模相对较少，且一般需通过线下直销的方式进行推广、咨询、实施等后续工作。

4) 传统软件商云转型：管易云和电商通分别为金蝶和用友两大传统软件商在云转型时推出的电商 SaaS 产品，主要为淘系等平台上的中小商家提供服务。由于金蝶和用友的主赛道是通用型 SaaS，管易云和电商通在 SaaS 行业中增速不高。

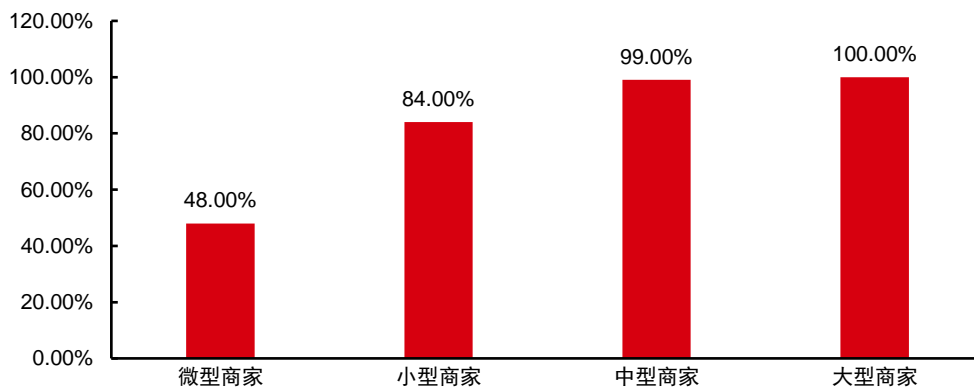
图 12：电商 SaaS 行业竞争格局示意图



资料来源：各公司官网、年报、招股书等，中信证券研究部

**电商行业日臻成熟，具有较高付费渗透率。**因其独有的互联网属性，电商行业较其他垂直行业对 SaaS 付费意愿较高，大中型商家的付费渗透率接近 100%。在我国电商行业日臻成熟的大环境下，电商交易平台的头部效应将愈发明晰，且愿意对电商服务付费的优质商家在行业中市场地位亦可获得较大提升。因此，未来网络购物流量将向以淘宝、天猫、京东、拼多多等付费意愿更前的大型电商平台集中，我国服务市场的付费渗透率仍有望进一步上升。

图 13：电商服务市场的付费渗透率情况



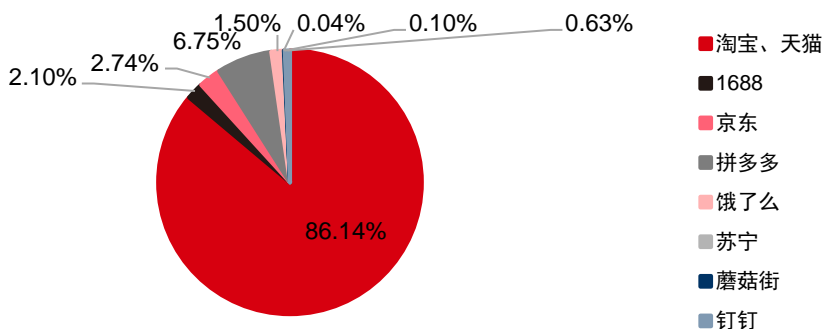
资料来源：公司招股说明书，阿里研究院，中信证券研究部

**电子商务的高渗透率助力降低 SaaS 企业的获客成本。**受益于社交电商、跨境电商、移动端购物快速发展，近年来我国电商平台的商家数量快速增长。根据亿邦动力网的报告，2018 年，阿里、京东、拼多多、微店四大主流电商平台活跃卖家数量达到 1196.47 万。除了线上付费宣传和线下推广直销等方式外，电商平台能够集聚大量电商商家的天然属性也使得电商 SaaS 产品能够获得大量零成本的自然流量，大大降低了电商 SaaS 企业的获客成本，提升了电商 SaaS 行业的整体盈利水平。

## 平台优势护航发展，加强技术能力提升与商户共同成长

凭借先发优势以及产品服务优势，公司在阿里系各平台建立起巨大的平台优势，并支撑公司业务向电商行业其他玩家渗透。公司自成立以来，以淘宝、天猫等阿里系平台为起点加速客户群发展。2019 年前三季度，淘宝、天猫及 1688 等阿里系电商平台客户在公司营业收入中占比达 88.24%，在所有平台客户中占绝对优势。目前，公司正逐步向京东、拼多多、饿了么等多类型电商平台延伸，形成以阿里巴巴商家服务平台为主，多平台全面发展的 SaaS 产品线格局。

图 14：2019 年前三季度公司主营业务收入来源



资料来源：公司公告，中信证券研究部

先发平台优势赋予了公司高客户触达度和客户粘性，公司有望显著受益于平台商户的长期成长。得益于与阿里系电商平台的深度协同，公司自 2013 年成立之初就开始为淘宝、天猫等阿里系电商平台提供公司旗下的大部分 SaaS 产品服务。2019 年“双十一”期间，公司 SaaS 产品服务了 100 余万电商商家，快麦 ERP 和快递助手的当日总单量达到 2.12 亿单。公司借助淘系“双十一”活动中成熟稳定的系统和响应及时的服务有效提高了客户认可度和忠诚度。同时，公司不断在产品 and 客户平台上进行快速拓展，建立客户渠道优势。其中，超级店长和快递助手已被淘宝、京东、拼多多、饿了么等各大电商平台巨头采用。公司多年积累的用户经验及较高的 SaaS 产品替代成本大大提高了客户对公司产品服务的粘性。未来，随着淘宝、天猫等平台入驻商家的自我淘汰与成长，平台商户对 SaaS 产品的需求和付费能力有望不断提升，公司有望长期在陪伴商户成长的过程中实现自身的快速成长。

表 2：公司为各大平台提供产品的开始时间及类型

平台名称	开始销售时间	提供产品类型
淘宝、天猫	2013.8	超级店长、快递助手、旺店交易、超级快车等大部分电商 SaaS 产品
1688	2018.1	超级店长、快递助手
京东	2015.6	超级店长、快递助手
拼多多	2018.1	快递助手、推广宝
饿了么	2017.11	超级店长、店铺推广优化大师、爆单宝
苏宁	2018.1	快递助手
蘑菇街	2018.1	快递助手
钉钉	2018.4	有成 CRM、番茄表单、有成会议、有成财务

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

公司围绕客户需求形成核心技术，订单处理量级已上亿。电商 SaaS 行业属于知识密集型、技术应用型产业，具有较高的技术门槛。行业中用户需求的频繁变化也对研发活动的快速反应能力提出了较高要求。公司自成立以来，始终围绕电商商家的需求，通过改良开源软件和自主研发相结合，形成了亿级订单实时处理架构技术等六项核心技术，建立起有力的公司技术壁垒。公司凭借大量数据积累、客户覆盖及行业经验，开发了电商 SaaS 应用分布式弹性架构技术。该技术可支撑上千个各类技术服务稳定运行在数百台云服务器上，且相比竞品能覆盖更多地产品模块和电商平台。截止目前，该技术已累计服务商家数超过 300 万。

表 3：公司核心技术及技术来源

序号	核心技术名称	技术来源
1	亿级订单实时处理架构技术	自主研发
2	电商领域分词技术	自主研发
3	淘宝直通车广告竞价投放技术	自主研发
4	电商领域的人工智能详情页生成技术	自主研发
5	电商领域的图像前景提取技术	自主研发
6	电商 SaaS 应用弹性架构技术	自主研发

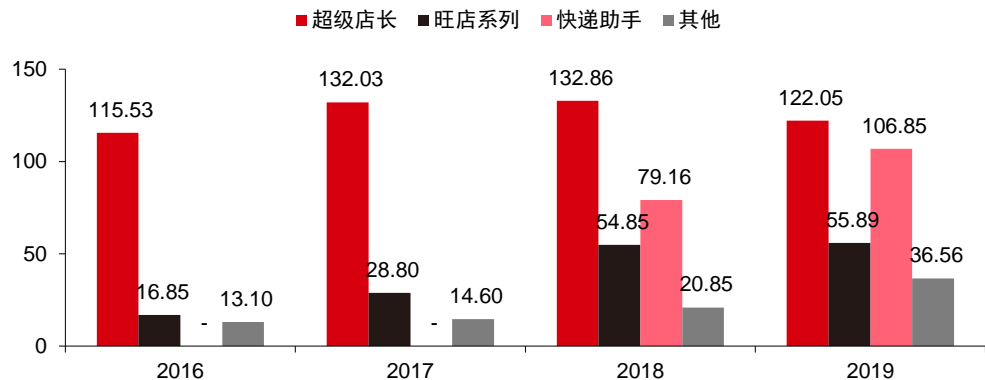
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

## ■ 多平台拓展+产品自研外延，巩固中小电商基本盘

### 中小 SaaS 产品为公司营收基础，付费订阅用户规模超百万

公司中小商家 SaaS 产品线已相对丰富，超级店长、快递助手为业务收入重要支撑。公司以超级店长、快递助手、旺店系列等针对中小电商商户的 SaaS 软件打响行业知名度。经过多年的技术产品研发和用户经验积累，公司目前已形成以超级店长为代表的、专注于为淘宝系平台提供各类商户管理服务的超级系列产品，与打印机硬件配合、适用于各大电商平台的快递助手，以及将店铺管理功能拓展到移动端的旺店系列产品等完整的产品线格局。从业务收入角度看，目前中小电商 SaaS 产品为公司主要收入来源，其中超级店长、快递助手产品收入较高，现阶段几大主要产品之间的收入差距逐年缩小，公司 SaaS 产品收入构成逐渐多元化，经营风险不断减小。

图 15：2016-2019 年 SaaS 产品分类收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**付费用户数行业领先，去重付费客户数约 100 万。**据公司招股说明书披露数据，公司主要产品的付费用户数均在同行业中排名领先。其中，超级店长和快递助手均在类目付费用户排名中位居第一（超级店长 2019 年 Q3 付费数 46.3 万，快递助手 2019 年 Q3 付费数 37.0 万），旺店交易位居第二（旺店交易 2019 年 Q3 付费数 23.3 万）。目前，公司共有去重付费商家数约 100 万，公司商家客户的高基数和对公司产品的高认可度、高付费意愿是公司收入端的重要保障。

表 4：公司主要产品付费用户数及排名情况

产品	功能类目	2019 年 9 月 30 日付费用户数（万人）	类目付费用户排名
超级店长	商品管理	46.3	第 1 名
快递助手	订单管理	37.0	第 1 名
旺店交易	订单管理（千牛）	23.3	第 2 名
旺店商品	商品管理（千牛）	9.0	第 4 名
超级快车	流量推广	0.6	第 4 名

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**形成了以订阅为主的销售模式，SaaS 高纯度和灵活性便于公司市场拓展。**从具体销售模式看，用户主要通过相应平台的服务市场对公司产品进行购买。用户可自行选择服务期限并一次性支付价款，公司则将收入在服务期限内按月摊销结算。公司电商 SaaS 产品业务已基本形成订阅模式，针对中小微商户的订阅 SaaS 产品基本按月结算，为用户提供了较高的产品使用灵活度。

图 16：阿里巴巴服务市场中的“超级店长”产品购买页面

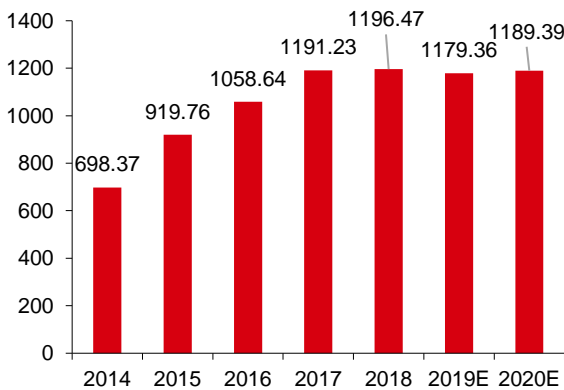


资料来源：阿里巴巴服务市场

### 多平台拓展战略加速下游付费用户渗透

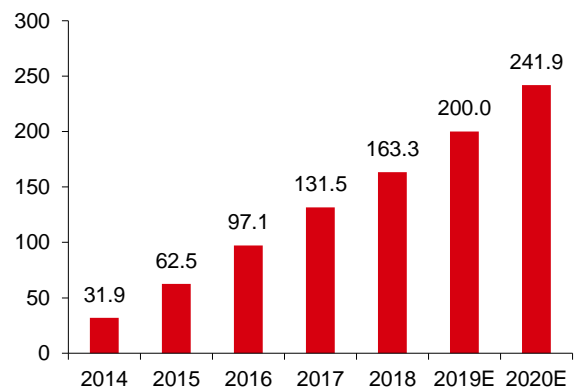
我国电商配套服务交易规模持续增长，为电商服务行业铸造坚实的业绩基础。随着互联网基础设施的不断完善，我国电子商务卖家数量规模曾经历过快速增长期。据亿邦动力网报告数据，由于绝大部分电商商家具有小微属性和高“自然死亡率”属性，近年来主流电商活跃的卖家数量稳定在 1200 万家左右。但电商商家对配套服务付费意识的逐年提高推动了电商配套衍生服务交易规模的不断增长，2020 年有望达到 241.9 亿元。总体来看，电商服务行业规模在未来几年预计仍将保持 20%左右的增长速度。

图 17：2014-2020 年我国主流电商平台活跃卖家数量（万家）



资料来源：亿邦动力网（含预测），中信证券研究部

图 18：2014-2020 年我国电商服务业配套衍生服务交易规模（亿元）



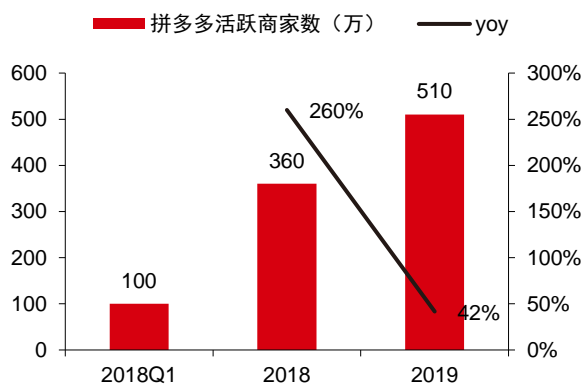
资料来源：亿邦动力网（含预测），中信证券研究部

非淘系平台市场渗透空间广阔，公司通过早期入驻+佣金模式提升跨平台合作意愿。目前，公司中小 SaaS 产品在淘系平台的渗透率已达较高水平。其中，公司在淘宝平台的渗透率已达 30%以上，渐趋稳态。公司正加速拓展阿里系以外的主流电商平台，如京东、



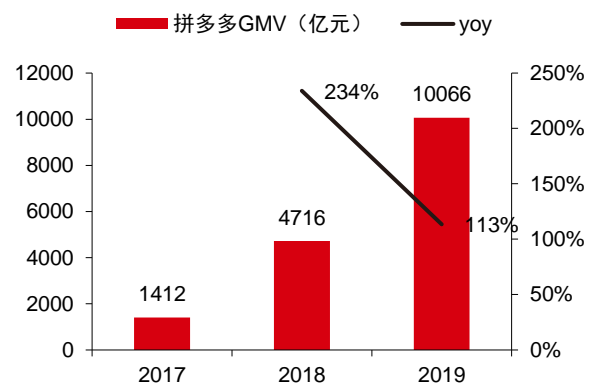
拼多多，例如拼多多作为近年来发展迅猛的新生电商平台，截至 2019 年末，拼多多活跃商家数超过 510 万，同比增长 42%，目前拼多多已成为公司下一步的重点用户拓展目标。一方面，公司是最早一批入驻拼多多的 SaaS 产品提供商，协助平台逐步建立并完善商家服务市场生态，巩固了与拼多多之间的合作纽带；另一方面，公司和淘系外平台采取平台佣金模式，将产品销售收入的 15-20% 作为佣金支付给平台（拼多多目前尚未收取佣金），大大提升了电商平台与公司的合作意愿。目前公司在拼多多平台上的渗透率较公司在淘宝平台超 30% 的渗透率仍具有较大的增量市场空间，除拼多多等传统电商外，未来向其他平台如抖音、快手等直播电商平台的拓展有望持续助力公司付费客户数的提升。

图 19：2018Q1-2019 年拼多多活跃商家数情况（万家）



资料来源：拼多多招股书及年报，中信证券研究部

图 20：2017-2019 年拼多多 GMV 情况（亿元）



资料来源：拼多多年报，中信证券研究部

**商家跨平台经营趋势亦将加速公司产品多平台渗透率提升。**随着电商平台数量的增长以及电商商家经营规模的扩大，越来越多商家不局限于单一平台策略，开始在其他电商平台上开设分店。得益于公司产品的良好口碑和高用户粘性，原先使用公司 SaaS 产品的商家用户在进行多平台经营拓展时，会倾向于继续选择公司产品进行新分店的初始搭建和后续管理活动。截至 2019 年末，公司付费用户数规模已超过 130 万（去重约 100 万），我们预计随着公司多平台拓展顺利，3 至 5 年后公司付费用户数规模有望超过 200 万。

### 加强自研+外延并购，产品打磨助推客单价提升

**公司推出 SaaS 产品高阶版本，ARPU 值上升空间可观。**由于超级店长、快递助手等产品的低阶版本所针对客群的规模较小、所需产品功能相对简单，公司产品及同类竞品低阶版本产品的价格较为实惠，平均年费约为 120-150 元。近年来，公司不断推出专业版、企业版等高阶产品版本以满足更大规模商户的经营诉求。据公司招股说明书披露数据，自 2016 年起，公司主要 SaaS 产品的 ARPU 值均有显著提升，截止 2019Q3，超级店长年客单价 253 元，快递助手年客单价 202 元。预计公司有望在 3-4 年内将中小 SaaS 产品的年整体 ARPU 提升至 300-500 元。基于公司行业领先的庞大付费用户规模，产品升级迭代将为公司整体收入带来可观增量。

**表 5：公司主要 SaaS 产品与竞品的价格比较**

公司产品	价格	竞品	价格
超级店长	初级版：129 元/年	美折	高级版：128 元/年
	高级版：279 元/年		尊享版：258 元/年
	专业版：600 元/年	欢乐逛	基础版：129 元/年
	企业版：1899 元/年		尊享版：239 元/年
		旗舰版：599 元/年	
快递助手	基础版：128 元/年	我打	基础版：128 元/年
	标准版：165 元/年		标准版：180 元/年
	专业版：498 元/年		
旺店交易	129 元/年	爱用交易	148 元/年
旺店商品	高级版：138 元/年	爱用商品	149 元/年
	专业版：279 元/年		
超级快车	入门/基础版：627 元/年	省油宝	基础版：699 元/年
	旗舰版：859 元/年		进阶版：1199 元/年
	另有 14999、31000、45888 元/年等更高阶版本		领航版：2799 元/年
			智慧版：5399 元/年
			另有 12999、24999、46599 元/年的更高阶版本及 22 万元/年的钻石定制版

资料来源：阿里巴巴服务市场，中信证券研究部

**表 6：公司主要 SaaS 产品销售均价情况（单位：元）**

	2016	2017	2018	2019 年 1-9 月
超级店长	205.86	218.69	238.59	253.09
快递助手	142.49	148.29	169.11	201.64
旺店交易	95.26	103.25	140.99	145.73
旺店商品	99.06	104.42	138.64	149.64
超级快车	756.07	699.58	623.70	711.81

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部，注：2019 年前三季度数据已年化处理

**专注产品功能打磨及矩阵扩充，用户复购比例有望进一步提升。**一方面，公司持续进行产品迭代开发投入，通过自研对已有产品进行持续的功能升级，在有效提高商家用户体验的同时，树立起良好的品牌口碑；另一方面，公司以自研+并购结合的方式不断扩充产品矩阵，形成能够满足商家各类需求的协同生态体系。在公司优质且完整的产品服务生态体系之下，单个用户购买的产品数量有望增加。目前，公司未去重付费用户数为 130 余万，各单品客户重合率较低，用户复购率增长空间大。

**表 7：公司主要产品迭代开发项目研发投入情况**

产品及项目	研发投入金额（万元）			
	2019 年 1-9 月	2018 年	2017 年	2016 年
超级店长产品迭代开发	397.28	712.30	676.77	568.39
千牛产品迭代开发	529.06	716.22	778.26	851.44
超级快车产品迭代开发	161.08	346.12	281.39	271.83
快递助手产品迭代开发	281.61	571.48	-	-

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

**战略并购实现用户规模提升和产品矩阵扩展双向加持。**公司分别于 2016 年和 2018 年通过收购获得快递助手和旺店系列产品，为公司的销售成绩和用户基数带来重大提升。未来，公司计划继续把并购作为重点发展路径之一，在综合考虑收购对价、市场份额、产

品线结构、成长性、利润情况等各项因素的基础上，利用公司充足的资金流资源和强大的整合能力进行战略并购。公司旨在通过战略并购获取目标公司已有的客户资源和产品技术能力，以成本和风险相对较小的方式扩大公司自身的用户规模和产品矩阵。

**随平台商家成长，长期看公司主要产品续费率具备提升空间。**截至 2019 年第三季度，公司主要 SaaS 产品超级店长、快递助手、旺店交易、旺店商品以及超级快车的续约率分别为 52.43%、69.65%、40.85%、24.27%以及 21.20%。公司中小电商商家的高自然死亡率以及部分商家的经营季节性是公司主要 SaaS 产品续费率目前相对较低的主要原因。未来，随着淘宝、天猫、拼多多等平台商家的自我淘汰和成长，平台上商家的规模和成熟度均有望提升，随着平台商家的成长，公司面向商家的 SaaS 产品的续费率具有较大的长期提升空间。

表 8：公司主要 SaaS 产品续费率情况

	2016	2017	2018	2019 年 1-9 月
超级店长	56.75%	53.98%	53.23%	52.43%
快递助手	72.98%	69.36%	71.48%	69.65%
旺店交易	24.65%	32.31%	43.17%	40.85%
旺店商品	17.97%	24.77%	30.74%	24.27%
超级快车	22.70%	22.25%	18.63%	21.20%

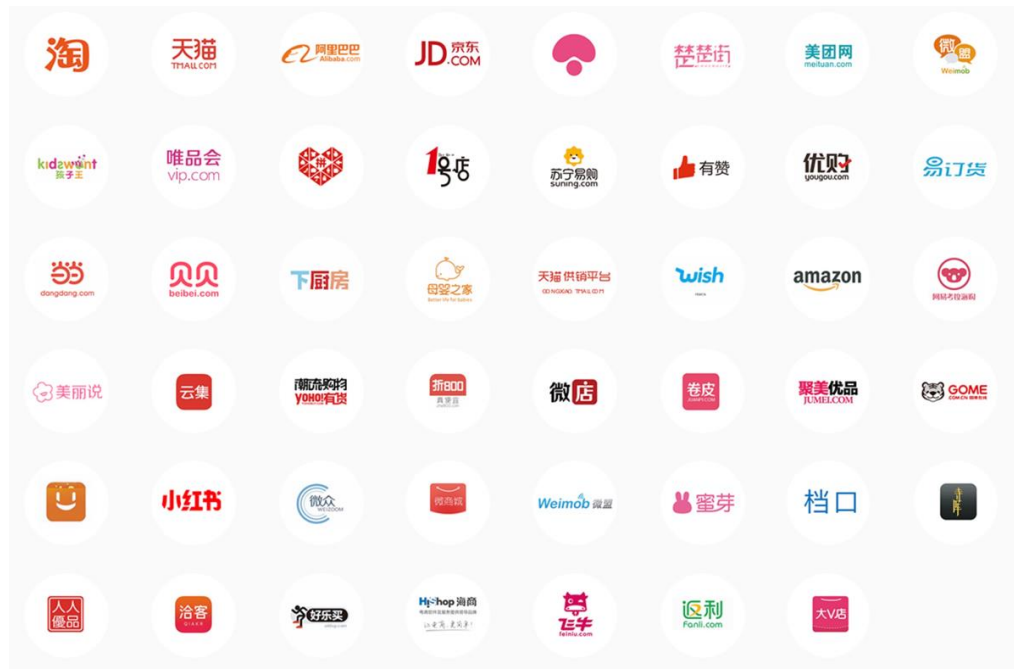
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

## ■ 产品升维+营销发力，争夺中大型电商 ERP 市场空间

### 瞄准大型商户需求，快麦系列产品生态初步构建

面向大卖家的快麦 ERP 产品有望成为公司下一阶段新增长点。公司于 2015 年首次推出快麦 ERP，经过多年技术迭代和产品升级，目前快麦 ERP 涵盖淘宝系、京东、拼多多、蘑菇街以及线下门店等多个平台，具备订单、仓储、智能数据化、分销、采购、财务管理等丰富的电商服务功能。此外，公司还为快麦 ERP 提供了线上线下一体化的一对一陪伴式服务，帮助商家更好地进行产品使用。

图 21：快麦 ERP 支持平台一览



资料来源：快麦官网

**快麦系列产品生态形成，并已实现初期客户积累。**公司于早期即开始进行 ERP 项目规划，并针对大型电商商家需求持续扩充完善快麦系列产品线，快麦系列产品于 2018 年正式启动和落地。目前，公司完成了包括核心产品快麦 ERP、快麦电商、快麦设计、快麦绩效、快麦 CRM、快麦打印机、快麦零售共 7 项产品的完整快麦系列产品生态构建。快麦系列产品生态可以让用户在不同产品之间进行无缝切换，获得更加优质、顺畅的产品使用体验。目前，快麦系列产品已在不同行业领域积累了一批客户，并收获一致好评。

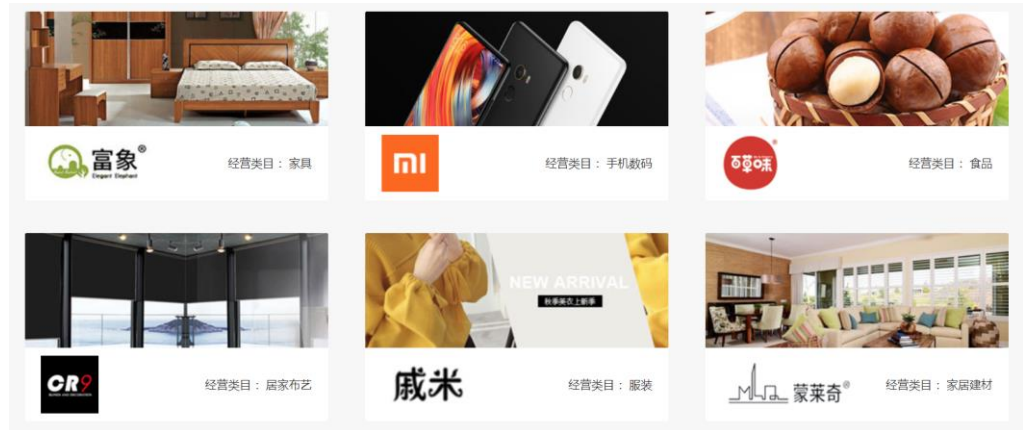
表 9：快麦系列产品理念及主要功能

产品	理念	主要功能
快麦 ERP	帮你更高效的管理店铺、仓库	系统自动化程度高，配置智能化，提升员工效率；实现多门店、多平台、异地多仓间的库存管控；结合手持终端，可以实现仓库无纸化作业；员工权限深度细化，精确到数据和按钮级别。
快麦电商	专业的人做专业的事	以品牌运营为核心，坚持为企业品牌提供全链路一站式电商解决方案；涵盖营销推广、全店运营、摄影制片、仓储物流等专业电商服务。
快麦打印机	提供专业的打印解决方案	包含面单打印机、外卖小票打印机、发票打印机、智能设备等；为不同行业提供多样化的打印解决方案。
快麦设计	帮你减少美工投入成本	帮你解决美工投入成本高，效率低；针对上新频繁的店铺，帮你自生成宝贝详情页；淘宝、天猫、京东平台、PC + 移动端，一键多端同步。
快麦 CRM	帮你更好的管理会员，提高复购率	专注零售行业会员营销解决方案；通过产品和服务，帮助零售品牌商提高客户复购率，延长客户生命周期；全链路数据分析，精准分析会员购买行为，互动行为；涵盖电商 CRM、SCRM、全渠道 CRM，通过数字化运营精准触达客户。
快麦绩效	帮你提高客服的售前转化	解决客服难监管、业绩难分配、转化难提高等问题；专业客服数据分析，客服能力一目了然；不限旺旺数量，降低客服成本；多种绩效考核方案，打造金牌客服团队。

快麦零售 升级购物体验，革新经营模式， 智慧收银；线上线下互通  
智能化门店管理

资料来源：快麦官网，中信证券研究部

图 22：快麦系列产品客户案例



资料来源：快麦官网

## 以服装电商为前期切入点，快麦收入及订阅用户数快速增长

电商 ERP 行业参与者众多，部分行业巨头增速可观。电商 ERP 产品标准化程度高，行业进入壁垒相对较低。目前针对专业电商平台的 ERP 市场中玩家众多，包括聚水潭、旺店通、管家婆、金蝶管易云、网店管家等在内的多家服务提供商均保持了较高的收入增速；其他品牌则呈现出此消彼长的端倪，激烈角逐格局仍将延续。

表 10：电商 ERP 行业主要玩家情况

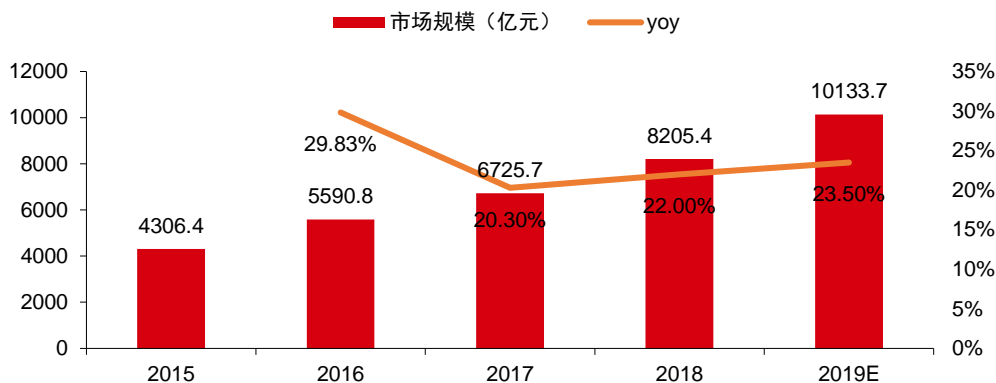
服务提供商	专注行业	部分经营及财务数据
快麦 ERP	服装	19 年前三季度收入同比上升 421.62%；
聚水潭	服装	日均发单量近 2000 万
旺店通（现改名慧策）	食品、美妆	19 年 1-2 亿现金收入；累计服务用户 41 万家以上；客户续费率 91.3%
管家婆	食品、美妆	累计服务用户 2 万余家；可对接 70 余家电商平台
金蝶管易云	食品、美妆	累计服务用户 2 万余家；可对接 120 余家电商平台
网店管家	食品、美妆	19 年 5 千万现金收入，增速 30%左右；可对接 200 余家电商平台
E 店宝	食品、美妆	19 年近 1 亿现金收入，出现负增长；日均发单量 510 万；累计服务用户 20 万家，大中型客户 8000 家

资料来源：阿里巴巴服务市场，各公司官网，中信证券研究部

服装电商领域市场增量空间广阔，公司以服装电商作为快麦系列产品前期切入点。电商涵盖领域众多，其中，快麦 ERP 所专注的服装行业规模增速较快且现有服务提供商相对较少。艾媒咨询整理的数据显示，自 2015 年以来，我国服装电商市场规模均保持在 20% 以上，2019 年预计将达 10 万亿元。随着市场交易规模的增加，服装电商商家对店铺管理软件的需求也将迅速扩大。



图 23：2015-2019 年我国服装电商市场规模及增速



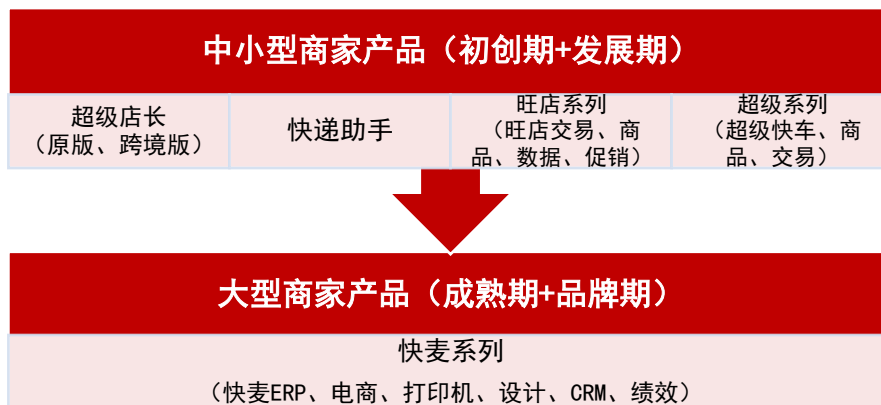
资料来源：艾媒咨询（含预测），中信证券研究部

**优质生态基础以及营销初步探索助推产品收入及订阅用户快速增长。**公司快麦 ERP 的差异化重点之一在于产品生态的协同作用。除 ERP 外，快麦系列产品还涵盖了快麦设计、快麦绩效等电商商家设计环节、客服绩效环节的产品和服务。用户整体解决方案有效助推了用户使用体验与产品切换流畅度的提升。公司自 2018 年起开始进行快麦系列产品的销售推广，并取得明显成效。2019 年，快麦 ERP 和快麦设计分别实现销售收款 2,674.10 万元和 262.36 万元，分别同比增长 472.74% 和 363.70%。其中，淘宝男装品类 Top20 中已有 7 家使用快麦 ERP 产品。

### 加码销售团队建设，快麦高客单价有望推动公司收入跨量级提升

公司产品可覆盖商家完整成长周期，用户黏性显著高于竞争对手。在我国电商行业的高速发展浪潮中，部分优秀商户得以生存下来，逐渐扩大生意规模并形成品牌。由于使用习惯等多种因素，大型商户在进行电商管理软件升级换代时，会更倾向于继续使用统一服务商旗下的其他系列产品。相比电商 ERP 市场中的其他玩家，公司目前已基本形成覆盖企业成长全周期的产品矩阵，且在中小电商 SaaS 市场中具有更优质的产品口碑和更坚实的用户基础。因此，公司的快麦系列产品较竞品具有更强的用户黏性。

图 24：公司全成长周期覆盖产品体系示意



资料来源：公司官网，中信证券研究部



**加强销售团队建设，持续发力目标用户筛选和产品直销推广。**快麦 ERP 产品的销售方式主要为直销。公司已组建专门的销售团队，根据日单量等指标对目标客户进行筛选，并通过电联、上门拜访等方式进行销售推广，预计公司在未来 2-3 年，将继续加强线下销售人员的招聘，进一步补强销售。随着疫情影响减弱，公司逐步恢复线下推广和实施工作，快麦系列产品的订单数量和收入规模有望实现高速增长。此外，公司中小 SaaS 产品多年的用户积累也为快麦 ERP 提供了可观的潜在用户池，使得相关信息的获取更为便利，而客户对产品的接受度也相对更高。

**快麦系列产品 ARPU 值高，有望推动公司收入规模跨量级提升。**由于大型商家的价格承受能力和商铺管理需求均相对更高，快麦系列产品的客单价与超级店长等中小电商 SaaS 产品相比有跨越量级的提升。快麦 ERP 年均价为 4.5-5 万元，快麦设计年均价则根据商家使用次数不同大致为 1-4 万元。公司以优质的产品服务为基础，发力销售推广和研发升级，在获取新用户的同时，增加老用户的产品复购率。公司计划在未来 3-5 年形成 2-5 万大商家用户规模和 6-8 万的客单价水平，快麦系列产品的收入规模有望达到 15-30 亿元。

## ■ 风险提示

1. 中小电商 SaaS 产品多平台拓展不及预期；
2. 淘系平台客户 ARPU 值提升不及预期；
3. 快麦 ERP 产品销售渠道及客户拓展不及预期。

## ■ 盈利预测与估值

### 1、主营业务收入预测关键假设：

以快递助手、超级店长为代表的中小 SaaS 产品稳健实现多平台拓展和用户复购，快麦 ERP 等面向大型商户业务加速拓展，电商 SaaS 产品业务保持较快增速。2020-2022 年，预计电商 SaaS 产品业务收入增速分别为 27.7%/30.8%/29.7%，占总收入比重逐年提升，带动整体毛利率提升。随公司销售团队拓展和 ERP 业务利润贡献度不断提升，公司整体营收有望加速增长，预计公司 2020-2022 年实现总营业收入 5.42/6.65/8.26 亿元，同比增长 16.59%/22.61%/24.21%。

表 11：光云科技收入预测（单位：万元）

产品收入拆分	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>一、电商 SaaS 产品</b>					
收入	28,772.49	32,135.11	41,023.80	53,661.31	69,614.69
同比	64.0%	11.7%	27.7%	30.8%	29.7%
毛利率	72.50%	73.02%	73.5%	74.0%	74.1%
<b>二、配套硬件</b>					
收入	7,397.15	5,707.96	5,169.93	4,840.09	4,761.86
同比	5.7%	-22.8%	-9.4%	-6.4%	-1.6%

产品收入拆分	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	9.51%	17.93%	15.0%	14.0%	13.0%
<b>三、运营服务</b>					
收入	5,936.00	4,875.23	4,245.71	4,094.19	4,126.12
同比	-8.1%	-17.9%	-12.9%	-3.6%	0.8%
毛利率	71.89%	72.76%	71.0%	70.5%	70.0%
<b>四、CRM 短信</b>					
收入	4,443.74	3,807.69	3,806.17	3,916.55	4,112.37
同比	-8.0%	-14.3%	0.0%	2.9%	5.0%
毛利率	48.57%	44.28%	44.0%	44.0%	44.0%
<b>总收入</b>	<b>46,549.38</b>	<b>46,525.99</b>	<b>54,245.60</b>	<b>66,512.14</b>	<b>82,615.04</b>
<b>收入增速</b>	<b>29.89%</b>	<b>-0.05%</b>	<b>16.59%</b>	<b>22.61%</b>	<b>24.21%</b>
<b>毛利率</b>	<b>60.13%</b>	<b>63.88%</b>	<b>65.66%</b>	<b>67.65%</b>	<b>68.88%</b>

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

## 2、费用率预测关键假设：

销售费用率，电商 SaaS 行业处于高速发展阶段，线上线下一体化需求显著提升，公司将把握行业机遇，计划 2020-2021 年积极加强以快麦 ERP 为主的线下销售团队建设，预计 2020-2021 年销售费用率提升较快，并于 2022 年提升趋缓。随公司收入规模逐步扩大，管理费用率、研发费用率逐年稳步下降，研发费用率保持行业较高水平。

表 12：光云科技费用预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>销售费用</b>	45.02	75.91	124.45	186.98	247.58
销售费用率	9.67%	16.34%	22.94%	28.11%	29.97%
<b>管理费用</b>	47.78	60.08	64.93	74.12	84.61
管理费用率	10.26%	12.93%	11.97%	11.14%	10.24%
<b>研发费用</b>	84.73	89.35	96.70	114.19	134.29
研发费用率	18.20%	19.23%	17.83%	17.17%	16.26%
<b>财务费用</b>	-0.71	-1.55	-5.62	-11.36	-13.20
财务费用率	-0.15%	-0.33%	-1.04%	-1.71%	-1.60%

资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

## 3、整体盈利预测

预计公司收入及净利润增速于 2020-2022 年逐年加快，受前期投入影响，2020-2021 年净利润增速较收入增速略低，2022 年后利润增速有望反超收入增速，显现规模效应。预计公司 2020-2022 年营收为 5.42/6.65/8.26 亿元，净利润为 1.03/1.17/1.51 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.29/0.38 元。公司为国内电商 SaaS 新军，在传统电商平台具有较大优势，订阅模式成熟，随着快麦 ERP 系列产品逐步上量，公司具有较高的长期业绩成长性，看好公司中长期成长。鉴于公司上市初期，股价短期波动性较大，暂不给目标价，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 13：公司盈利预测表

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	465.49	464.65	542.46	665.12	826.15
营业收入增长率	30%	0%	17%	23%	24%
净利润(百万元)	107.11	96.37	103.85	118.50	151.00
净利润增长率	8%	-10%	8%	14%	27%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.27	0.24	0.26	0.30	0.38
毛利率%	60%	64%	66%	68%	69%
净资产收益率 ROE%	17.58%	13.35%	8.69%	9.02%	10.31%
PE	240	270	217	190	149
PB	37	31	19	17	15

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	465	465	542	665	826	货币资金	11	34	477	556	644
营业成本	186	168	186	215	257	存货	11	6	7	9	11
毛利率	60.11%	63.83%	65.66%	67.65%	68.88%	应收账款	30	31	36	45	56
营业税金及附加	2	2	3	3	4	其他流动资产	532	648	640	643	647
销售费用	45	76	124	187	248	流动资产	585	719	1,160	1,253	1,358
营业费用率	9.67%	16.34%	22.94%	28.11%	29.97%	固定资产	4	4	4	5	5
管理费用	48	60	65	74	85	长期股权投资	0	0	25	55	95
管理费用率	10.26%	12.93%	11.97%	11.14%	10.24%	无形资产	73	64	69	79	99
财务费用	(1)	(2)	(6)	(11)	(13)	其他长期资产	46	41	41	41	41
财务费用率	-0.15%	-0.33%	-1.04%	-1.71%	-1.60%	非流动资产	123	110	140	180	241
投资收益	16	25	30	35	40	资产总计	707	829	1,301	1,433	1,599
营业利润	118	98	105	120	154	短期借款	0	0	0	0	0
营业利润率	25.39%	21.02%	19.37%	18.04%	18.61%	应付账款	5	5	5	6	8
营业外收入	2	4	5	5	6	其他流动负债	75	92	89	103	116
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	80	97	95	109	123
利润总额	120	102	109	125	159	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	13	5	6	6	8	其他长期负债	18	11	11	11	11
所得税率	10.78%	5.12%	5.10%	5.10%	5.10%	非流动性负债	18	11	11	11	11
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	98	107	105	120	134
归属于母公司股东的净利润	107	96	104	119	151	股本	361	361	401	401	401
净利率	23.01%	20.74%	19.15%	17.82%	18.28%	资本公积	113	129	458	458	458
						归属于母公司所有者权益合计	609	722	1,195	1,314	1,465
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						股东权益合计	609	722	1,195	1,314	1,465
						负债股东权益总计	707	829	1,301	1,433	1,599

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	120	102	109	125	159
所得税支出	-13	-5	-6	-6	-8
折旧和摊销	11	12	11	11	12
营运资金的变化	0	12	-1	1	-3
其他经营现金流	-14	-16	-36	-46	-53
经营现金流合计	105	104	79	85	106
资本支出	-4	-3	-16	-22	-32
投资收益	16	25	30	35	40
其他投资现金流	-98	-106	-25	-30	-40
投资现金流合计	-86	-84	-11	-17	-32
发行股票	0	0	370	0	0
负债变化	0	61	0	0	0
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-25	-66	6	11	13
融资现金流合计	-25	-5	375	11	13
现金及现金等价物净增加额	-6	15	443	80	88

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	29.89%	-0.18%	16.75%	22.61%	24.21%
营业利润增长率	15.90%	-17.35%	7.58%	14.21%	28.12%
净利润增长率	7.99%	-10.03%	7.77%	14.10%	27.42%
毛利率	60.11%	63.83%	65.66%	67.65%	68.88%
EBITDA Margin	28.09%	24.05%	21.17%	18.77%	19.07%
净利率	23.01%	20.74%	19.15%	17.82%	18.28%
净资产收益率	17.58%	13.35%	8.69%	9.02%	10.31%
总资产收益率	15.15%	11.62%	7.99%	8.27%	9.45%
资产负债率	13.86%	12.95%	8.11%	8.36%	8.38%
所得税率	10.78%	5.12%	5.10%	5.10%	5.10%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 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。	股票评级	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
	行业评级	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保护基金会员）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。

**欧盟与英国：**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：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 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。分析师的薪酬不是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。