

深耕电商 SaaS 加速跨平台战略，推出快麦 ERP 拓展中大型客户

从电商 SaaS 行业上游看，电商的 GMV、活跃买家数、货币化率仍然有提升空间，所以整个赛道仍然将保持稳健增长。从电商 SaaS 行业来看，已经从初期爆发增长阶段进入了稳健增长阶段。电商卖家数量趋于平稳，商家的付费意愿提升。根据阿里研究院 2017 年的报告，大型商家的付费渗透率已经达到 100%，中型商家的付费渗透率达到 99%。我们认为随着微型、小型商家的壮大，以及中型、大型商家市占率的提高，电商 SaaS 的整体规模还会继续稳步提升。对于电商 SaaS 供应商，需要通过推出新产品、切入新平台、提供新服务来不断提高市占率。

光云科技产品矩阵不断完善，ARPU 稳步提升。公司先后推出了超级店长、快递助手、旺店交易、超级快车等产品，还为大型电商商家开发了快麦 ERP、快麦设计等产品，产品矩阵不断完善。产品平均价格上升，超级店长的销售均价从 2016 年的 205.86 元上升到 2019Q3 的 253.09 元，快递助手的销售均价从 2016 年的 142.49 元上升到 2019Q3 的 201.64 元。

跨平台战略推进，来自拼多多、京东等平台的收入提升。2017 年 11 月公司入驻饿了么，2018 年公司先后与 1688、拼多多、苏宁、蘑菇街、钉钉达成合作。随着拼多多、京东等其他平台的服务商市场的完善，来自其他平台的收入也在不断增加。来自拼多多平台的收入 2018 年占比 4.22%，2019Q3 提升至 6.46%，公司多平台转型战略初见成效。我们认为随着电商平台和电商场景增加，商家的跨平台开店需求增加。公司聚焦中大型电商商家需求，开发跨平台管理的快麦 ERP 产品。

对标 Shopify，跨平台、多产品将驱动收入增长。Shopify 作为国际电商 SaaS 龙头之一，跨平台和多产品是其增长的重要原因。但是因为中美电商行业开放度不同，所以国内的电商 SaaS 跨平台管理产品需要从 ERP 层面开始，对不同平台的订单、库存、采购等进行统一管理，而不是和 Shopify 一样管理多个电商平台上的商品的上架等。估值上面可以采用获客成本（CAC）/客户生命周期价值（LTV）来跟踪经营情况是否健康。

风险提示：快麦 ERP 产品销售不及预期，新营销方式对传统电商渠道的分流，经济不景气对消费的影响

光云科技 (688365)

首次覆盖

不评级

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821600

执业证书编号：S1440515080001

香港证监会牌照中央编号：BMV926

发布日期：2020 年 05 月 21 日

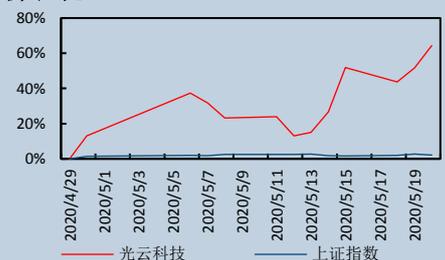
当前股价：62.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
478.7/477.61	478.7/483.54	478.7/478.25
12 月最高/最低价 (元)		64.65/28.89
总股本 (万股)		40,100.0
流通 A 股 (万股)		3,229.18
总市值 (亿元)		250.63
流通市值 (亿元)		20.18
近 3 月日均成交量 (万)		1,634.1
主要股东		
杭州光云投资有限公司		38.48%

股价表现



相关研究报告

目录

电商行业发展催生衍生服务，公司深耕电商 SaaS 优势明显.....	1
依托阿里平台，深耕电商 SaaS	1
电商行业发展催生衍生服务行业	4
对比同行，经营优势比较突出	6
丰富产品矩阵提升 ARPU，跨平台战略增加收入.....	8
产品矩阵不断完善，ARPU 稳步提升.....	8
跨平台战略推进，来自拼多多、京东等平台的收入提升.....	12
聚焦中大型商家需求，开发跨平台、一体化的快麦 ERP	14
对标 Shopify，跨平台、多产品将驱动收入增长.....	15
Shopify 作为国际电商 SaaS 龙头之一，跨平台、多产品推动公司快速发展	15
从 SaaS 企业的核心指标对比 Shopify 和光云科技.....	20
中美电商行业开放度不同，跨平台管理需要从 ERP 层面开始	23
风险提示	25

电商行业发展催生衍生服务，公司深耕电商 SaaS 优势明显

依托阿里平台，深耕电商 SaaS

光云科技成立于 2013 年，成立当年其核心 SaaS 产品即获得淘宝官方淘拍档奖项。在 2014-2017 年间，公司深耕阿里生态，多次获得淘宝官方淘拍档奖项，成为阿里平台内头部的电商 SaaS 提供商。公司 SaaS 此产品客户包括小米、GAP、得力文具等。目前公司主营业务包括电商 SaaS 软件、代运营服务、配套硬件及 CRM 短信服务。公司和阿里巴巴关系比较紧密，阿里创投持有公司 IPO 后 4.32% 的股权。

图表1：光云科技发展历程



资料来源：公司官网，中信建投

图表2：公司主要股东及持股比例



资料来源：公司公告，中信建投

产品矩阵不断完善，为商家提供更多服务。公司先后推出了超级店长、快递助手、旺店交易、超级快车等产品，还为大型电商商家开发了快麦 ERP、快麦设计等产品，产品矩阵不断完善。目前公司的主营业务分为四块：电商 SaaS 产品、配套硬件、运营服务以及 CRM 短信。收入主要来自电商 SaaS 产品，其中超级店长和快递助手为其核心产品。超级店长为综合性产品，包括商品管理、订单管理、店铺装修、客服绩效、数据分析等

请参阅最后一页的重要声明

功能，快递助手则具备订单批量化处理功能。我们认为随着公司产品矩阵的不断完善，就能为商家解决更多问题，提供更多服务，进而将提升 ARPU。

图表3： 公司主要电商 SaaS 产品

产品	备注
电商 SaaS 产品	包括商品管理、订单管理、店铺装修、客服绩效、数据分析等功能
快递助手	提供订单批量化处理、订单打印发货等功能，满足商家快速、稳定的订单处理需求，提升订单发货效率
超级快车	一款电商竞价排名优化的 SaaS 产品，提升商家在关键词搜索中的营销效果，利用搜索引擎、数据处理、智能出词、智能出价的技术，实现了关键词竞价排名的全自动优化
旺店系列	旺店交易：通过提供移动端订单查询、订单处理、订单统计等功能，实现在移动端对交易订单进行核对、修改、发货、售后等操作，满足商家在移动端管理交易订单的需求 旺店商品：通过提供移动端商品发布、商品管理、商品优化等功能，实现在移动端对店铺商品进行增加、修改、查询、优化、上下架等操作，满足商家在移动端管理店铺商品的需求
配套硬件	主要为快麦电子面单打印机 与上述 SaaS 产品配合使用
运营服务	超级快车人机 快麦电商（云托管） 针对部分在流量推广方面有更大投入和更高转化率需求的商家，提供定制化运营方案
CRM 短信	CRM 短信 内嵌于超级店长等软件中，具备短信营销、自动化短信通知、不同人群营销效果分析和会员积分互动等功能

资料来源：公司公告，中信建投

光云科技 SaaS 产品在阿里巴巴平台具有领先地位。截至 2019Q3，超级店长和快递助手在阿里巴巴平台付费商家数分别达 46.3 万人和 37 万人，付费商家数在同类目中排名第一，旺店交易、旺店商品、超级快车分列在同类目产品中排名第 2、4、4 位。

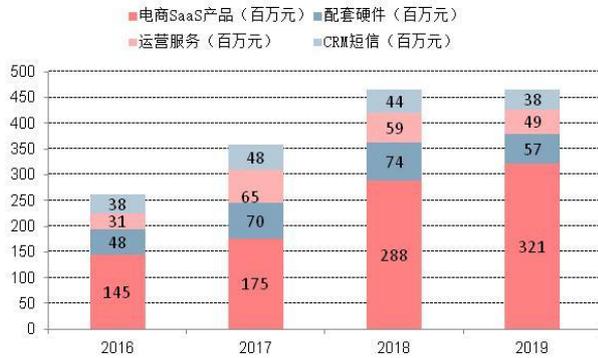
图表4： 阿里巴巴平台公司主要电商 SaaS 产品付费用户数

产品	功能类目	2019Q3 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	第 1 名
旺店交易	订单管理	23.3	第 2 名
旺店商品	商品管理	9	第 4 名
超级快车	流量推广	0.6	第 4 名

资料来源：公司公告，中信建投

电商 SaaS 是主要收入来源，占比超过 60%。公司营业收入从 2016 年的 2.62 亿元增加到 2018 年的 4.65 亿元。2019 年收入增速放缓，同比下降 0.18%。收入下降主要是因为配套硬件、运营服务、CRM 短信收入下降。配套硬件收入下降主要是销量下降，运营服务收入下降是因为电商平台流量推广方式多样化，直通车产品流量被分流。收入构成中，2018 年、2019 年电商 SaaS 产品占比超 60%，是收入的主要来源。

图表5：光云科技主营业务及其增速



资料来源：公司公告，中信建投

图表6：光云科技主营业务占比



资料来源：公司公告，中信建投

开发推广快麦 ERP 使得销售费用率和研发费用率提高，导致净利率下降。公司毛利率从 2016 年的 56.12% 上升到 2019 年的 63.88%，主要是因为高毛利率的电商 SaaS 产品的收入占比提高。但是净利率从 2017 年的 27.61% 下降到 2019 年的 20.72%。净利率下降是因为快麦 ERP 的开发和推广，使得研发费用率和销售费用率上升。研发费用率从 2016 年的 13.82% 上升到 2019 年的 19.23%，销售费用率从 2016 年的 6.81% 上升到 2019 年的 16.34%。

图表7：公司毛利及净利情况



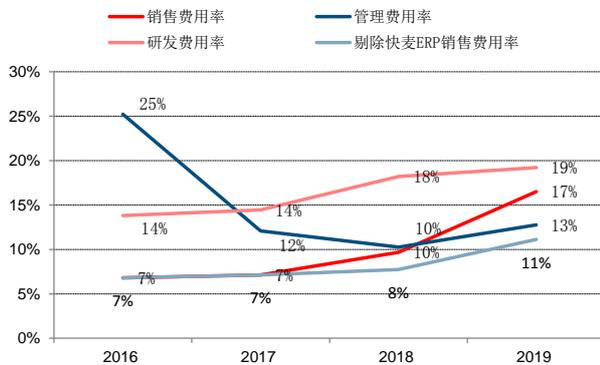
资料来源：公司公告，中信建投

图表8：公司细分业务毛利及毛利率



资料来源：公司公告，中信建投

图表9： 研发费用率和销售费用率上升



资料来源：公司公告，中信建投

图表10： 快麦 EPR 的成本



资料来源：公司公告，中信建投

电商行业发展催生衍生服务行业

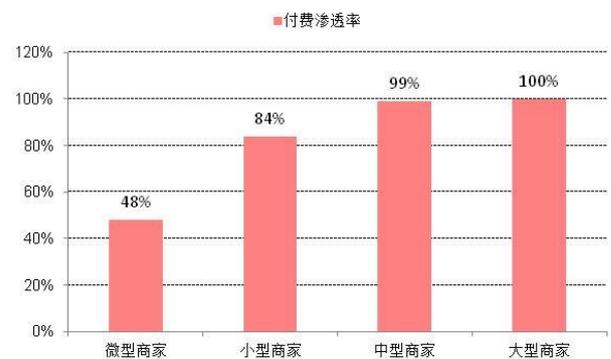
电商平台活跃卖家数增长催生电商衍生服务业，大型商家付费意愿比较强烈，但是市场竞争比较激烈。中国主流电商平台内活跃商家数从2014年的698万家左右增长到2018年的1196万家(此处主要核算淘宝、天猫、京东、微店、拼多多平台的活跃卖家数)。电商行业竞争加剧，商家更多的采用电商服务市场来提升经营效率，付费意愿不断增加。根据阿里研究院2017年的统计，电商服务市场的付费渗透率在大型商家中已经达到100%，中型商家为99%，付费意愿较强。电商商家数量的高速增长催生了电商衍生服务业发展，中国电衍生服务业交易规模从2014年31.9亿元上升到2018年163.3亿元，预计2020年将达241.9亿元，年增长率约40.2%。我们认为从电商SaaS行业上游看，电商的GMV、活跃买家数、货币化率仍然有提升空间，所以整个赛道仍然将保持稳健增长。从电商SaaS行业来看，已经从初期爆发增长阶段进入了稳健增长阶段。电商卖家数量趋于平稳，商家的付费意愿提升。我们认为随着微型、小型商家的壮大，以及中型、大型商家市占率的提高，电商SaaS的整体规模还会继续稳步提升。对于电商SaaS供应商，需要通过推出新产品、切入新平台、提供新服务来不断提高市占率。

图表11： 2014-2020年主流电商平台活跃卖家数量



资料来源：亿邦动力，中信建投

图表12： 电商服务市场的付费渗透率



资料来源：阿里研究院，中信建投

图表13： 中国电商衍生服务业交易规模



资料来源：亿邦动力，中信建投

备注：电商衍生服务业市场规模不包括电商平台自身的营销服务收入，以及代销模式的店铺代运营收入

图表14： 2014-2020年电商服务提供商数量



资料来源：亿邦动力网，中信建投

中国电商 SaaS 行业发展可分为三个阶段。2009-2011 年为行业探索期，2009 年淘宝设立淘宝箱（即阿里巴巴商家服务市场前身），为平台商家提供开店经营所需的软件产品及相关服务。同时由于商家服务平台的建立，电商 SaaS 企业开始进驻各平台开设的卖家服务市场，竞争日趋激烈，行业整合自此而始。2012-2014 为市场启动期，在初步竞争中，行业内光云科技、美登科技、麦苗网络、有赞等电商 SaaS 企业获得头部地位，竞争格局初步形成。2014 年之后为行业的高速发展期，电商 SaaS 产品数量迅速增加，且产品日趋多样化。近年来，欢乐逛、美登科技、爱用宝、有赞等企业先后上市，行业竞争进一步加剧。

图表15： 中国电商 SaaS 发展概览



资料来源：公司公告，中信建投

阿里巴巴商家服务市场发展迅速，带动电商 SaaS 行业发展。 阿里巴巴商家服务市场设立于 2009 年（当时名为淘宝箱），之后开店工具类 SaaS 和代运营服务先后在平台上兴起。截至目前已形成包括店铺装修、图片及视频拍摄、流量推广、商品管理、订单管理、企业内部管理等服务的完善服务市场。我们认为商家服务市场的设立是电商 SaaS 行业发展的直接原因之一，且平台交易额和活跃商家数则为带动电商 SaaS 发展的核心驱动力之一，电商平台的发展对电商 SaaS 行业起到至关重要的作用。

图表16： 阿里巴巴商家服务市场发展概要



资料来源：阿里巴巴商业服务生态白皮书，中信建投

从产业链来看，上游企业为 IaaS 与 PaaS 等云服务供应商和电商平台，下游为各电商平台商家。上游的 IaaS 供应商主要有阿里云、腾讯云等，电商服务市场有阿里服务市场、京麦服务市场、拼多多服务市场等。主要 SaaS 提供商包括光云科技、美登科技、欢乐逛和麦苗网络，主要提供交易平台下商家所需的店铺管理、商品管理、订单管理、数据分析等服务。对微信生态而言，主要 SaaS 提供商包括有赞和微盟。因为两者的经营模式不同，所以目前电商生态的 SaaS 服务商和微信生态的 SaaS 服务商的交集还比较少。

图表17： 中国电商 SaaS 提供商生态



资料来源：公司公告，中信建投

对比同行，经营优势比较突出

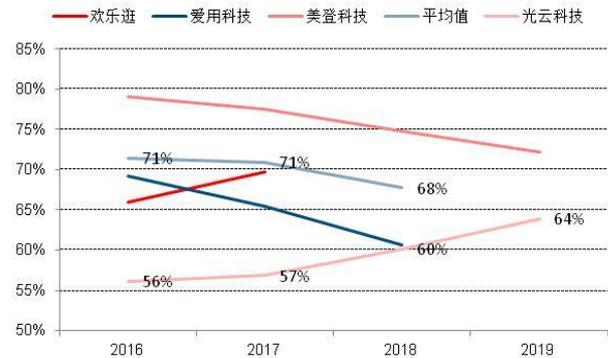
阿里平台内，光云科技的竞争对手主要为美登科技、爱用科技、欢乐逛等企业，下文主要对这四企业进行对比：

收入端，光云科技远高于同行。公司 2018 年营收为 4.65 亿元，约为美登科技的 7 倍、爱用科技的 8.5 倍，领先优势明显。从营收增长情况来看，公司在 2016-2018 三年中增速远超行业平均水平（此处行业平均剔除

光云科技数据)，但 2019 年公司营收略降。2016-2018 年，行业平均毛利率分别为 71.40%、70.94%、67.75%，整体呈下降趋势，相比之下公司过去四年毛利率分别为 56.12%、56.85%、60.11%、63.88%，整体呈上升趋势。

图表18： 光云科技营业收入与可比公司比较


资料来源：公司公告，中信建投

图表19： 光云科技毛利率与可比公司比较


资料来源：公司公告，中信建投

光云科技业务更多元，服务比较全面。光云科技业务分为“SaaS+硬件+运营”。2019 年光云科技 SaaS 产品占比 69.08%，配套硬件占比 12.26%，运营服务占比 10.48%，CRM 短信服务占比 8.19%。相比之下，爱用科技和美登科技业务模式为“SaaS+短信服务”，2018 年二者软件服务营收占总营收的比例分别为 88.26% 和 97.47%，SaaS 业务居于公司核心地位。2017 年欢乐逛 SaaS 业务占比 58.75%，低于爱用科技和美登科技，与光云科技占比接近。

图表20： 可比公司营收结构

公司名称	主营业务	业务简介	主营业务收入占比			
			2016	2017	2018	2019
欢乐逛	会员服务	电商 SaaS 产品	71.69%	58.75%		
	增值服务	主要为信息推送服务	24.84%	25.86%		
爱用科技	淘宝应用软件开发服务		90.33%	87.74%	88.26%	
	短信息服务		9.55%	8.78%	6.55%	
美登科技	会员服务/软件订购	电商 SaaS 产品	100.00%	99.85%	97.47%	
	短信包			0.15%	2.53%	
光云科技	电商 SaaS 产品		55.47%	48.95%	61.81%	69.08%
	配套硬件		18.41%	19.53%	15.89%	12.26%
	运营服务		11.82%	18.03%	12.75%	10.48%
	CRM 短信		14.31%	13.48%	9.55%	8.19%

资料来源：公司公告，中信建投

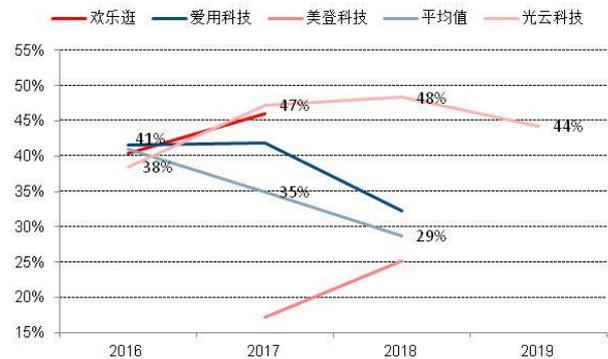
光云科技的 SaaS 业务和运营服务毛利较高。SaaS 业务板块，2017-2019 年光云科技 SaaS 业务毛利率从 71.58% 上升至 73.02%，相比之下行业利润率下降，平均值由 2016 年 75.5% 下降至 2018 年 70.2%。CRM 短信业务板块，2017-2019 年公司毛利率从 38.48% 上升至 44.28%，2018 年爱用科技和美登科技该板块利润率分别为 32.23% 和 25.2%，光云科技为 48.37%，高于行业平均。

图表21: 电商 SaaS 业务与可比公司同类业务毛利率比较



资料来源: 公司公告, 中信建投

图表22: CRM 短信业务与可比公司同类业务毛利率比较



资料来源: 公司公告, 中信建投

光云科技研发费用率居于行业中游, 销售费用率居行业高位。光云科技 2016 至 2019 研发费用率分别为 13.82%、14.45%、18.2%、19.22%, 整体呈稳定上升态势, 2016-2018 年低于行业平均值, 2018 年起公司为完成智能客服机器人、HRM 等领域布局, 进一步加大研发投入, 当年度研发费用率高于行业均值, 整体而言公司研发费用结构与爱用科技近似。公司销售费用率处于行业高位, 2016-2019 年公司销售费用率从 6.81% 上升至 16.51%, 相比而言行业均值却从 2016 年 6.79% 下降至 2018 年 3.13%。公司 2019 年营销费用率上升 6.84% 是因为快麦系列新产品的推广。截至 2019Q3 公司快麦 ERP、快麦设计的销售费用分别为 1920.13 万元、326.67 万元。

图表23: 可比公司研发费用率



资料来源: 公司公告, 中信建投

图表24: 可比公司销售费用率



资料来源: 公司公告, 中信建投

丰富产品矩阵提升 ARPU, 跨平台战略增加收入

产品矩阵不断完善, ARPU 稳步提升

新产品储备较多, 产品矩阵将进一步丰富。由于电商行业更迭较快, 所以需要 SaaS 企业能够及时发现市场潜在需求, 能在短时间内设计出符合商家需求的产品, 不断对产品进行迭代升级。目前公司的在研项目中快麦 ERP、快麦设计、有成钉钉办公管理软件分别为面向电商 ERP (企业资源计划)、电商页面按设计、面向钉钉的企业管理系统。其他在研项目包括面向电商的个性化推荐引擎、短视频处理技术、自然语言处理技术、排版技

术、决策数据中台和无线打印技术等。

电商 SaaS 产品的平均价格上升。就细分产品而言，公司电商 SaaS 产品主要包括超级店长、快递助手、超级快车、旺铺交易和旺铺商品。截至 2019Q3，超级店长付费用户数约 48 万位，增长率-13.06%，2019 年销售金额为 1.22 亿元，占 SaaS 业务总收入的 37.98%，相比于 2016 年 79.42%有所下降，主要是由于新业务的加入以及旺店系列业务增速的提升所致。快递助手为公司于 2018 年收购“其乐融融”后新增业务，扩张较为迅速，截至 2019Q3 付费用户达 49 万，2019 年确认收入 1.07 亿元，年增长率 34.99%，占 SaaS 产品总收入的 33.25%。电商 SaaS 的产品平均价格上升，超级店长的销售均价从 2016 年的 205.86 元上升到 2019Q3 的 253.09 元，快递助手的销售均价从 2016 年的 142.49 元上升到 2019Q3 的 201.64 元。

图表25： 电商 SaaS 业务及实现的销售收入



资料来源：公司公告，中信建投

图表26： 主要 SaaS 产品的销售均价



资料来源：公司公告，中信建投

图表27： 公司主要 SaaS 产品的续费率



资料来源：公司公告，中信建投

图表28： 电商 SaaS 业务付费用户数



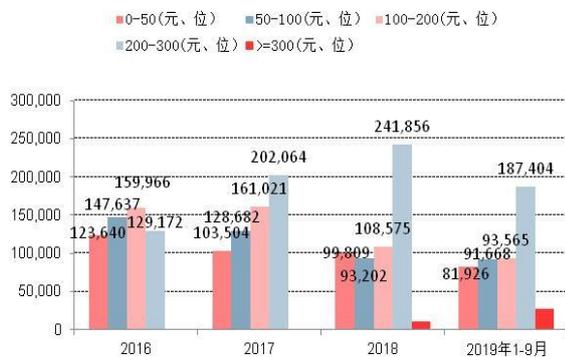
资料来源：公司公告，中信建投

从产品价格分布看，超级店长、旺店交易付费区间向高价区间偏移，超级快车向价格两端偏移。公司 SaaS 产品根据客户的需求不同，分为高中低等不同版本。从产品价格分布看，超级店长、旺店交易付费区间均有提升，超级店长 200-300 元高价区间从 2016 年 23.05% 上升至 2018 年 43.67%，旺店交易 100-200 元高价区间从 1.33% 上升至 35.41%。旺店商品则向低价区间偏移，100-300 付费区间从 10.46% 上升至 81.27%。超级快车付费区间分布向两端偏移，0-200 元低价区间从 2016 年 24.19% 上升至 2018 年 53.25%，>600 高价区间从 8.25% 上升至 32.04%。

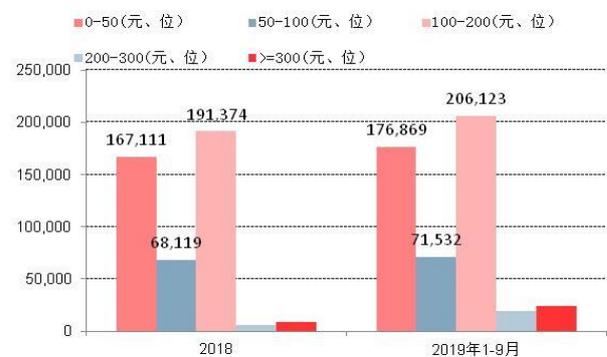
图表29： 各平台商家结构及 SaaS 产品需求

产品	版本	月	季度	半年	年
超级店长	初级版	-	39	75	129
	中极版	30	89	175	279
	高级版	60	179	329	600
	企业版	200	549	989	1899
快递助手	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	50	95	165
	专业版	58	158	278	499
旺店交易	高级版	-	55	99	159
	黄金版	-	78	138	218
旺店商品	高级版	-	52	85	138
超级快车	基础版	190	330	480	627
	旗舰版	320	560	669	859
	至尊版	-	999	1699	3888

资料来源：公司公告，中信建投

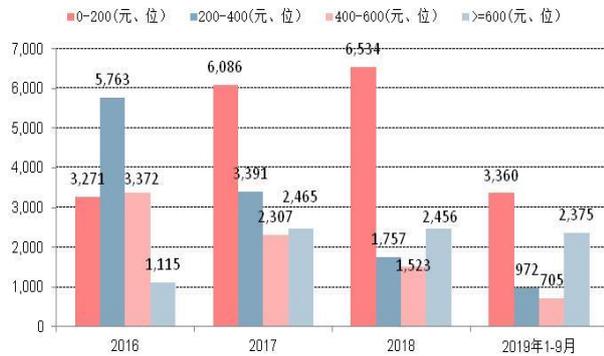
图表30： 超级店长付费区间


资料来源：公司公告，中信建投

图表31： 快递助手付费区间


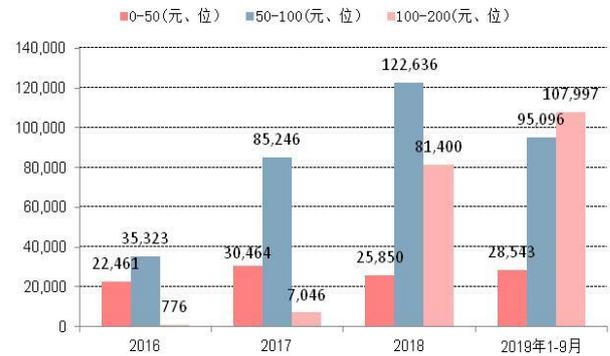
资料来源：公司公告，中信建投

图表32： 超级快车付费区间



资料来源：公司公告，中信建投

图表33： 旺店交易付费区间



资料来源：公司公告，中信建投

运营服务部分收缩，存续用户付费意愿增强。运营服务主要包括快麦电商和超级快车（人机）两板块，业务主要包括代运营和营销推广服务。2018 年收入和付费用户数均出现下滑，快麦电商和超级快车（人机）收入增速分别为-17.07%和 15.98%，付费用户数增速分别为-25.08%和-11.13%。主要原因可能是随着短视频、直播、拼团（聚划算）等新的商品推广方式的出现，新兴的直播营销手段使得以搜索栏结果为主要广告投放渠道的直通车产品流量出现了分流。但是从付费区间可以看出，快麦电商低价区间用户减少，中高价付费用户增加，表明用户付费意愿增强；同样超级快车（人机）付费区间也向高价区间偏移，2018 年>3000 付费商家占比 81.17%。

图表34： 运营服务产品收入



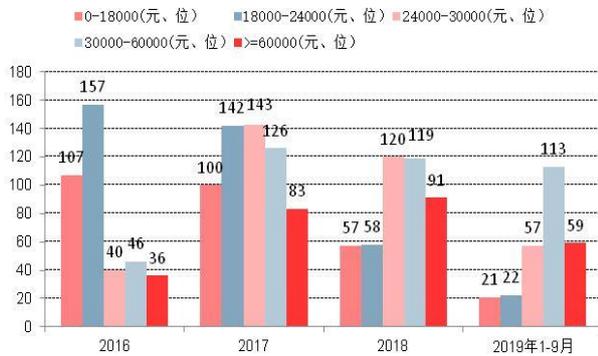
资料来源：公司公告，中信建投

图表35： 运营服务付费用户数



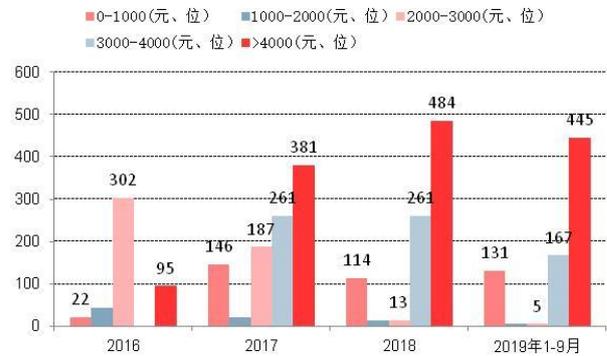
资料来源：公司公告，中信建投

图表36： 快麦电商其付费用户的付费区间



资料来源：公司公告，中信建投

图表37： 超级快车人机其付费用户的付费区间



资料来源：公司公告，中信建投

跨平台战略推进，来自拼多多、京东等平台的收入提升

2019Q3 来自拼多多平台的收入占比提升至 6.46%，跨平台战略初见成效。公司主要收入来自阿里平台，占比超过 80%。2019Q3 其主要平台淘宝和天猫占公司总收入 82.42%，而阿里系平台（包括淘宝、天猫、1688、饿了么、钉钉）确认收入 2 亿元，占比 86.47%。但是光云科技也在积极发展多平台业务。2017 年 11 月公司入驻饿了么，2018 年公司先后与 1688、拼多多、苏宁、蘑菇街、钉钉达成合作。随着拼多多、京东等其他平台的服务商市场的完善，来自其他平台的收入也在不断增加。来自拼多多平台的收入 2018 年占比 4.22%，2019Q3 提升至 6.46%，公司多平台转型战略初见成效。

图表38： 光云科技来自不同平台的收入



资料来源：公司公告，中信建投

图表39： 光云科技来自各平台收入占比



资料来源：公司公告，中信建投

电商平台和电商场景增加，商家的跨平台开店需求增加。以拼多多为例，随着拼多多的活跃买家数和 GMV 的快速增长，拼多多平台的活跃商户数也增长迅速。2018Q1 拼多多平台活跃商户数破百万，2018 年末约为 360 万，2019 年上升至 510 万，平台活跃商户数增长迅速。此外直播电商、社交电商等场景的兴起，商家需要跨平台开店，所以跨平台管理订单的需求增加。

图表40：光云科技进驻不同平台的时间和收入

平台名称	开始销售时间	收入金额（百万元）				
		截至 2019Q3	2018	2017	2016	
淘宝、天猫	2013.8	193.07	255.89	174.41	145.16	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	4.71	3.29	-	-	超级店长、快递助手
京东	2015.6	6.14	8.05	0.40	0.19	超级店长、快递助手
拼多多	2018.1	15.13	12.13	-	-	快递助手、推广宝
饿了么	2017.11	3.36	2.08	-	-	超级店长、店铺推广优化大师、爆单宝
苏宁	2018.1	0.09	0.08	-	-	快递助手
蘑菇街	2018.1	0.22	0.47	-	-	快递助手
钉钉	2018.4	1.41	0.27	-	-	有成 CRM、番茄表单、有成会议、有成财务

资料来源：公司公告，中信建投

因为各平台商家结构和商家类型不同，公司为各平台商家主要提供的 SaaS 产品也有差异。以天猫和淘宝为例，天猫平台以成熟型和品牌型商家为主，对企业级 SaaS 需求较大，而淘宝以初创型和发展型商家为主，对基础电商 SaaS 需求较大。京东平台主要是成熟型和平台电商，所以对对企业级 SaaS 产品需求较大，对基础电商 SaaS 产品的需求较小。拼多多上的商家主要需求是商品展示，所以对推广宝等产品需求较大。

图表41：各平台商家结构及 SaaS 产品需求

项目	平台类型	商家类型	商家结构	商家对电商 SaaS 产品的需求	提供产品类型
阿里巴巴	综合型电商平台	第三方商家为主	天猫:成熟型和品牌商家 淘宝: 初创型和发展中商家店铺为核心进行商品展示	天猫平台商家对企业级 SaaS 产品需求较大，淘宝平台商家对基础电商和垂直细分领域的专业 SaaS 产品的需求较大	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
京东	综合型电商平台	自营为主	成熟型和品牌电商	对企业级 SaaS 产品需求较大，对基础电商 SaaS 产品的需求较小	超级店长、快递助手
拼多多	综合型电商平台	均为第三方商家	初创型和发展中电商，商品为核心进行展示	运营以商品展示为侧重点，目前对基础电商 SaaS 产品的需求较大	快递助手、推广宝
苏宁	综合型电商平台	自营为主	成熟型和品牌电商	对企业级 SaaS 产品需求较大，对基础电商 SaaS 产品的需求较小	快递助手
饿了么	本地生活服务平台	均为第三方商家	本地生活服务商家	对基础电商 SaaS 产品的需求较大	超级店长、店铺推广优化大师、爆单宝
1688	综合型 B2B 电商平台	第三方商家为主	发展型和成熟型商家	对基础类和专业细分领域的专业电商 SaaS 产品均有一定需求	超级店长、快递助手

资料来源：公司公告，中信建投

不同平台的抽成和结算周期不同。以淘宝为例，公司需按累计销售收入 20% 支付服务费，同时向平台支付

API 采购费用、服务器租赁费用以及通道资源采购价。商家向平台一次性付清产品费用后，淘宝、天猫、1688 和苏宁按照产品周期分月支付给公司。京东、钉钉、蘑菇街则一次性支付。

图表42： 公司与电商平台分成模式求

入驻平台	对应采购资源	付费规则
淘宝	技术服务费	服务商需按累计销售收入的 20% 支付服务费
天猫	API	除免费 API 外，收费 API 根据 API 业务类型的不同以及发起 API 调用的来源不同，存在不同的收费价格
	服务器	根据服务器的不同规则支付相应的服务器租赁费用
	信息通道资源	事先协商确认的信息通道资源采购价
1688	技术服务费	SaaS 产品服务商收入 15 万元以内免费，超过 15 万元部分支付 20% 的技术服务费
拼多多	-	2019Q3 拼多多设立服务市场，按订单收入的 0.6% 收取技术服务费
	技术服务费	发行人提供产品类目的收费为销售收入的 15%
饿了么	服务器	根据服务器的不同规格支付相应的服务器租赁费用
	技术服务费	-
钉钉	信息通道资源	事先协商确认的信息通道资源采购价
苏宁	技术服务费	自 2019 年 4 月至今，光云应用服务中全部 7 个应用服务在钉钉应用市场的分润比例为 30%，但会根据季度返利政策具体调整
蘑菇街	技术服务费	苏宁对产品类目的收费比例为销售收入的 10%，但对部分产品类目采取免收费政策

资料来源：公司公告，中信建投

聚焦中大型商家需求，开发跨平台、一体化的快麦 ERP

品牌型商家、成熟型商家规模较大，所以需要 ERP 产品来跨平台、一体化管理。品牌型商家、成熟型商家、发展型商家、初创型商家的需求有明显差异。品牌型商家和成熟型商家需要的产品更复杂，比如企业级 ERP、财务云等产品对销售、采购、生产、财务、人资、办公等分散的业务集成起来，一体化管理。此外品牌型商家、成熟型商家的稳定性、续费率、支付意愿都要高于发展型商家和初创型商家。所以拓展大型商家可以有效提高 ARPU 和续费率。光云科技目前的客户主要是发展型和初创型商家。为了获得更多品牌型、成熟型商家，光云科技推出了快麦 ERP、快麦设计等品牌型、成熟型商家需要的产品。

图表43： 各层次商家 SaaS 产品需求

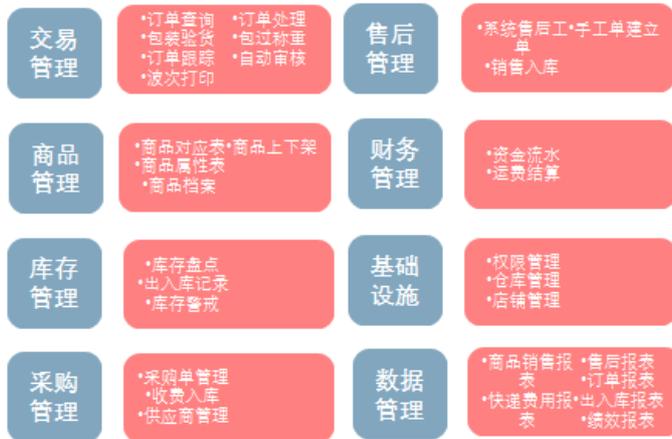
商家	产品需求
品牌型商家	企业级 ERP、企业级 CRM、企业级财务云、企业级运维与安全、企业级 OA 协同、企业级 HRM、企业级数据分析
成熟型商家	直通车托管服务、钻展托管服务、客服外包服务、详情页机器人、进存销、电商财务工具、大型 CRM、客服机器人、WMSs、电商 ERP、装修设计服务
发展型商家	订单处理、评价管理、直通车软件、客服绩效、售后管理、促销工具、钻石展位软件、会员管理、会员营销、店铺数据、行业数据、商品基础、装修模板
初创型商家	客服工具、客户管理、综合管理、商品管理、促销管理、订单管理、流量推广、数据应用

资料来源：公司公告，中信建投

快麦 ERP 可以提供一站式，跨平台管理。快麦 ERP 具有订单管理、仓库管理、采购管理、财务管理等功能，可以一站式解决跨平台多店铺订单管理，精准库存，缺货预警，智能采购，利用已售采购建议科学制定采购计划。另外快麦 ERP 可以跨平台管理，可以对接淘宝、京东、拼多多、唯品会等，一个后台实现跨平台订单

管理。

图表44： 快麦 ERP 功能完善，可以提供一站式管理



资料来源：公司官网，中信建投

根据淘宝服务市场以及公开投融资信息，电商 ERP 市场除了快麦 ERP，主流的供应商还包括聚水潭和旺店通，三家产品性能和服务水平较为接近，但服务领域各有侧重。旺店通优势领域在美妆电商，而聚水潭和快麦的客户主要集中在服饰电商。需要注意的是 ERP 产品和其他电商 SaaS 的收费和管理方式不同。很多企业会同时开设多家淘宝、天猫店铺。大部分电商 SaaS 产品是按店铺收费的，同一个企业如果在天猫、淘宝上开了 5 家店，则在购买类似超级店长等产品时候，需要买 5 次。但是 ERP 产品是跨平台和店铺的，所以同一个企业只需要在线上和 ERP 厂商采购一次即可，然后再在服务市场下单到对应店铺，所以服务市场中很多 ERP 产品价格是“免费”。

从收费模式看，电商 ERP 的收费模式主要有 2 种。1、按单量收费；2、按年收费。按单量收费的模式下，商家先预充值，然后根据订单量来扣费。按年收费的模式下，商家选择不同版本的产品，支付对应的年费。另外不同行业商家需要的 ERP 系统并不相同，比如鞋业服装的进销存和电子五金的进销存对于产品的描述差别很大，所以需要 ERP 厂商对用户进行定制化开发。一般来说，定制化开发会按项目开发来收费。

快麦系列产品增速较快，有望成为公司下一个增长点。2019 年快麦 ERP 和快麦设计销售额分别为 2674 万元、262 万元，同比增长分别为 472.74%和 363.7%。因为 SaaS 产品前期投入较大，收入确认存在一定的滞后性，所以初期确认的收入无法覆盖相关成本。但随着用户数快速增长，续费率稳定提升，我们认为快麦 ERP 系列产品将成为公司下一个增长点。

对标 Shopify，跨平台、多产品将驱动收入增长

Shopify 作为国际电商 SaaS 龙头之一，跨平台、多产品推动公司快速发展

Shopify 作为国际电商 SaaS 龙头之一，跨平台和多产品是其增长的重要原因。其客户遍布全球 175 个国家及地区，包括特斯拉、通用电气等一系列客户。2006 年，Shopify 上线，先后陆续新增 Facebook 渠道、Instagram 渠道，为商户提供多渠道电商解决方案。此外，除 SaaS 工具外，Shopify 还致力于打造线上线下一完整生态，2013

年公司推出 Shopify Payments，允许商家直接接受信用卡付款，而不用再开通第三方商家服务；2016 年推出 Shopify Capital，为 B 端商户提供金融服务；2019 年公司开始为商家提供仓储和物流服务，有效降低中小商家的物流成本。

图表45： Shopify 发展时间线


资料来源：公司公告，中信建投

Shopify 的优势有两点：1、建站、运营成本较低；2、跨平台运营，一个后台可以管理 Amazon、Facebook 等多个渠道，效率较高。美国主流电商（如 Amazon、eBay）通常采用订阅费和交易抽成商户进行收费，Amazon 在北美地区收费\$39.99/月，抽成率 15%左右。eBay 根据功能不同向商户收取\$27.95-\$349.95 订阅费，抽成率平均 9.15%。Shopify 订阅费\$9/月-\$299/月，抽成 2%-3%，远低于传统电商平台。

图表46： Amazon & eBay 产品价格

平台	订阅费	抽成
Amazon	专业版：\$39.99 /月	大部分品类为 15%
	个人版：每件商品\$0.99	
	基本：\$27.95/月	
eBay	精选：\$74.95/月	大部分品类为 9.15%
	超级：\$349.95/月	

资料来源：公司公告，中信建投

图表47： Shopify 产品价格

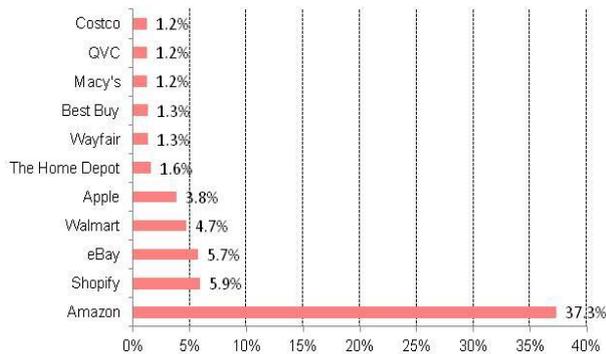
产品	订阅费	抽成	备注
Shopify Lite	\$9/月	-	商品基于 Facebook 进行销售，适合预算较低的新商家
Basic Shopify	\$29/月	实体店：2.7%	包括网站博客销售、欺诈分析工具、物流折扣 64%等，适用于最多 2 个员工帐户的中小型企业
		使用 Shopify Payments 以外的交易提供商：2%	
Shopify	\$79/月	实体店：2.5%	可使用礼品卡，享受物流折扣 72%、反欺诈分析、专业分析报告等
		使用 Shopify Payments 以外的交易提供商：1%	
Advanced Shopify	\$299/月	实体店：2.4%	以上所有功能，可为大型企业构建高级商业报告
		使用 Shopify Payments 以外的交易提供商：0.5%	

产品	订阅费	抽成	备注
Shopify Plus	高于 2000 美元		主要提供定制商店设计和定制营销活动

资料来源：公司公告，中信建投

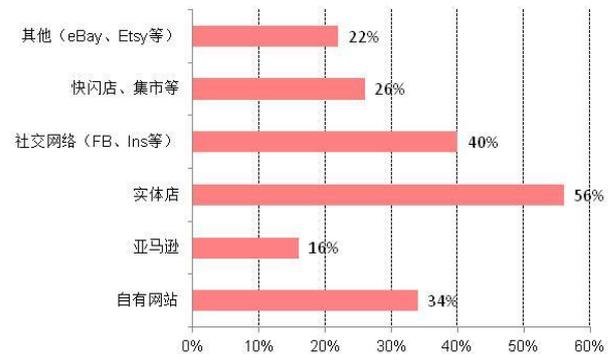
美国电商渠道较多，商家有跨平台管理的需求。美国的电商平台较多，2019 年 Amazon 市占率 37.3%，shopify 5.9%，eBay 5.7%。其次社交媒体的成熟，使中小商户也具备自己运营并获取低成本流量的能力。此外美国中小商家偏好自有网站来销售，2017 年通过自有网站销售的中小商家比例有 34%。

图表48： 2019 年美国零售电商市场份额



资料来源：eMarketer，中信建投

图表49： 2017 年美国中小商家销售渠道



资料来源：Mercury Analytics，中信建投

Shopify 的 GMV 增长迅速，商户稳定性上升。2019 年 GMV 达 611 亿美元，平均年增长率 74.6%，由于商户解决方案以抽成费用为主，GMV 的增长将带动商户解决方案收入的增长。2019 年各公司商户数超过 100 万位，商户平均 GMV 由 1.7 万美元上升至 6.1 万美元。同时公司 MRR（月循环收入，即每期末将继续续订下月服务的商家贡献的收入）稳定增长，2020Q1 达 0.55 亿美元，相比去年同期增长 25.3%，稳定商户贡献收入不断上升。

图表50： Shopify GMV 及其增速（百万美元）



资料来源：公司公告，中信建投

图表51： Shopify 卖家数



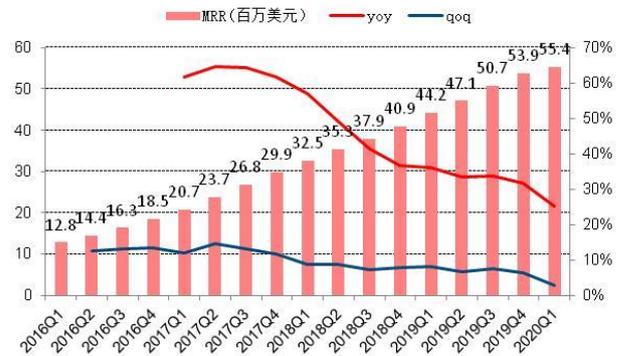
资料来源：公司公告，中信建投

图表52: Shopify 卖家平均 GMV



资料来源: 公司公告, 中信建投

图表53: Shopify MRR 及其增速



资料来源: 公司公告, 中信建投

Shopify 收入快速增长, 订阅解决方案毛利率较高。Shopify 主营收入主要由订阅解决方案和商户解决方案构成。其中, 订阅解决方案即为 SaaS 订阅年费, 而商户解决方案则包括通过 Shopify Payments 收取的交易抽成, 以及物流、金融、销售 POS 硬件等收入。2015 年后, 公司商户解决方案反超订阅解决方案, 2019 年商户解决方案收入 9.36 亿美元, 而订阅解决方案为 6.42 亿美元。成本方面, 由于公司增值业务尚处于扩张阶段, 导致商户解决方案成本较高, 业务毛利率约为 30%-40%。费用方面, 公司以营销和研发费用为主, 2019 年营销、研发、行政费用率分别为 29.96%、22.5%、11.34%。

图表54: Shopify 主营构成及收入 yoy



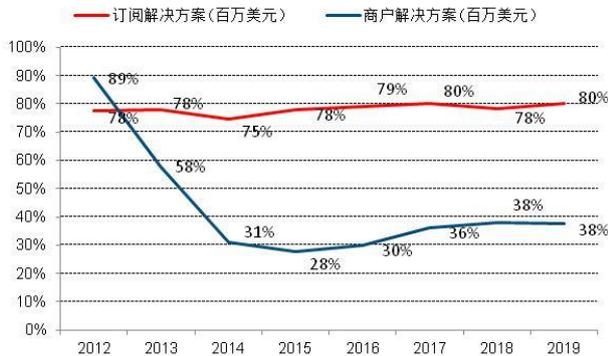
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表55: Shopify 主营业务成本



资料来源: 公司公告, 中信建投

图表56: Shopify 主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中信建投

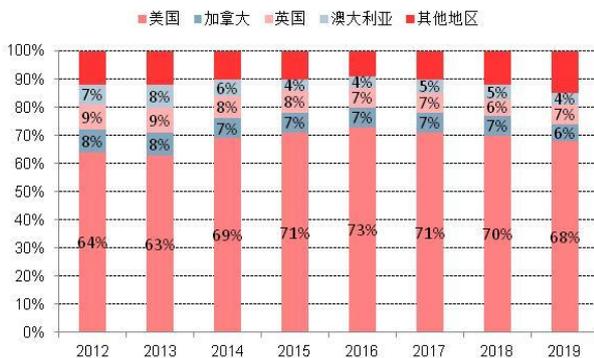
图表57: Shopify 费用率



资料来源: 公司公告, 中信建投

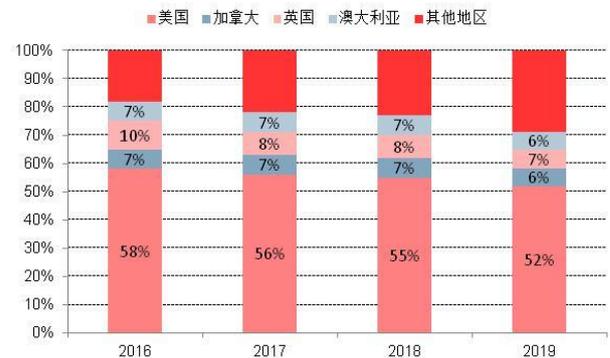
Shopify 业务重点在北美地区, 2016 年后非北美商户占比上升。2019 年公司美国商户数量占比 52%, 贡献 68% 的收入; 加拿大商户数量占比 6%, 贡献 6% 收入; 合计北美整体商户数量占比 58%, 贡献收入 74%。2016 年后公司非北美商户占比上升, 从 2016 年 35% 上升至 2019 年 42%, 2019 年贡献收入 26%, 与北美商户相比 ARPU 略低。

图表58: Shopify 各国收入占比



资料来源: 公司公告, 中信建投

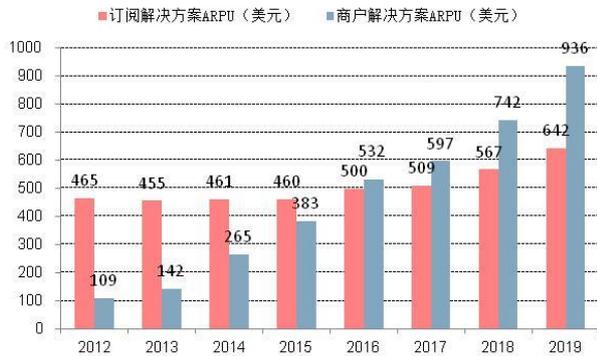
图表59: Shopify 各国商户占比



资料来源: 公司公告, 中信建投

Shopify 订阅解决方案 ARPU 稳定, 商户解决方案 ARPU 迅速上升。2012-2019 年公司订阅解决方案 ARPU 从 464.9 美元上升至 642.2 美元, 年增长率 4.12%, 商户解决方案 ARPU 从 109.3 美元上升至 935.9 美元, 年增长率 30.8%。2019 年公司整体货币化率 2.58%, 2016 年来维持稳定。细分来看, 2019 年订阅解决方案下降至 1.05%, 商户解决方案上升至 1.53%。

图表60: Shopify 细分业务 ARPU



资料来源: 公司公告, 中信建投

图表61: Shopify 细分业务货币化率

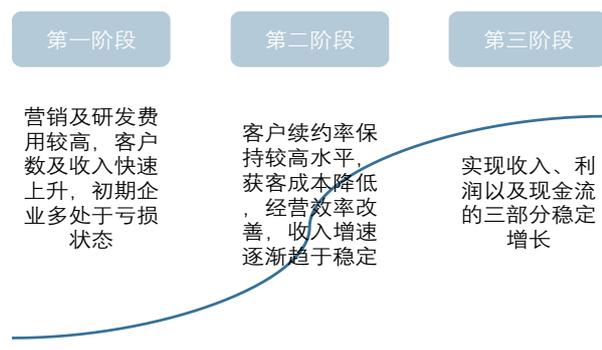


资料来源: 公司公告, 中信建投

从 SaaS 企业的核心指标对比 Shopify 和光云科技

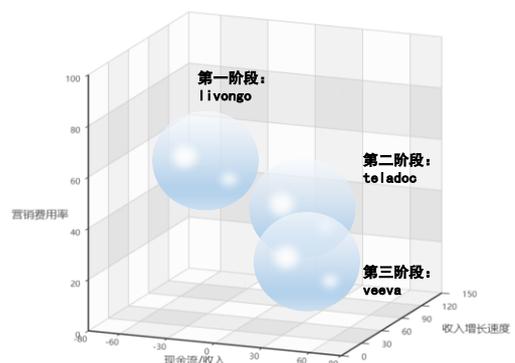
订阅服务模式型企业发展过程通常经历三个阶段。对于一家典型的提供订阅服务的企业来说，其生命发展周期通常会经历以下三个过程：第一阶段，获取新客户，这必然伴随着营销、销售费用的支出也就是获客成本的升高，财报上经常是收入快速增长但是利润为负、现金流可正可负的状态。第二阶段，与客户进一步建立紧密关系，通过提升客户留存率及客单价获取更高的客户终生价值，此时从会计上的收付实现制以及权责发生制来看经营性现金流通常会先于利润转正，收入脱离快速增长，有平稳下降趋势；最后在第三阶段，少数优秀的企业将进入发展的稳定阶段，通过对客户的数据管理，打造护城河，获客成本降低，实现规模经济，理想情况下实现盈利并伴随收入稳定增长。

图表62: 订阅服务模式企业生命周期三阶段



资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表63: 不同阶段订阅服务型企业特点



资料来源: 中信建投证券研究发展部

SaaS 企业的核心指标为获客成本 (CAC)、客户生命周期价值 (LTV)、月/年经常性收入 (MRR/ARR)、客户流失率等。行业内的主流观点认为 LTV 是 CAC 的 3-5 倍，获客成本能在 12 个月内收回 (即 CAC 小于 12 倍的 MRR, 或 ARR)，说明这家 SaaS 厂商在持续健康发展。我们根据新客获取成本是老客维系成本的 5 倍这个经验公式，来测算厂商的新客获取成本和老客维系成本。

图表64： SaaS 企业运营发展的核心指标

获客	$\text{有效客户数} = \text{用户总数} \times \text{用户留存率}$ $\text{获客成本 (CAC)} = \frac{\text{获客环节的总费用}}{\text{获得的新用户数}}$
用户付费	$\text{MRR 月经常性收入 (ARR 年经常性收入)} = \text{ARPU} \times \text{用户数}$
用户留存	$\text{终身价值 LTV} = \text{ARPU} \times \text{客户生命周期}$ $\text{客户流失率} = \frac{\text{流失的客户数量}}{\text{客户总量}}$ $\text{客户生命周期} = \frac{1}{\text{客户流失率}}$

资料来源：中信建投

Shopify 的 LTV/CAC 测算。Shopify 经营现金流为正、净利润为负，公司处于发展第二阶段。2019 年 Shopify 商户数已超过一百万，同比增速超 22%。由于 Shopify 公告中并未披露年新增用户数或用户流失率，所以我们对 shopify 流失率进行敏感性假设。

乐观假设下流失率 20%，2019 年 Shopify 获客成本为 931 美元/人，每用户平均收益为 1578 美元/人，LTV/CAC 为 11.76。纵向来看，公司用户平均 ARR 与 CAC 差额扩大，每用户平均毛利上升，表明公司可持续发展。

中性假设 Shopify 年商户流失率为 30%，2019 年公司 CAC 为 801 美元/人，LTV/CAC 为 7.32。

悲观假设流失率 40%，2019 年公司 CAC 为 704 美元/人，LTV/CAC 为 5.26。

在三假设下，Shopify 的 LTV/CAC 均大于 3，表明公司客户生命周期价值较高。

图表65： Shopify 获客成本测算

shopify	2016	2017	2018	2019
用户数	377,500	609,000	820,000	1,000,000
流失率 /年	20%	20%	20%	20%
流失用户数		75500	121800	164000
用户新增数量		307000	332800	344000
总营收 (ARR) /百万美元	389	673	1073	1578
每用户平均收益 ARR/美元	1032	1106	1309	1578
毛利/百万美元	210	380	596	866
每用户平均毛利/美元	555	624	727	866
营销费用/百万美元	129.21	225.69	350.07	472.84
获客成本 CAC (美元/个)		590	770	931
老客维系成本 (美元/个)		118	154	186

资料来源：公司公告，中信建投

图表66： Shopify 客户生命周期价值测算

	2020	2021	2022	2023	2024
每用户平均毛利/美元	1894	2273	2727	3272	3927
毛利/美元	1894	2273	2727	3272	3927
yoy	20%	20%	20%	20%	20%
折现率	8%	8%	8%	8%	8%
各年现值	1753.53	1948.36	2164.85	2405.38	2672.65
总现值	10944.77				
LTV/CAC	11.76				

资料来源：公司公告，中信建投

光云科技 SaaS 业务的 LTV/CAC 测算。假设核心 SaaS 业务超级店长、快递助手、超级快车、旺店交易、旺店商品五产品用户数重叠率 10%，则光云科技 SaaS 产品总用户数从 2016 年 60 万上升至 2019 年 118 万，年增长率 25.3%。在进行获客成本测算时，公司客户流失率采用上述五产品流失率加权平均，公司年用户流失率约为 50%。2019 年公司获客成本 CAC 为 96 元/人，每用户平均收益为 393 元，每用户平均毛利为 198 元。公司 LTV/CAC 指标为 7.06，说明获客收益率较高。光云科技的 LTV/CAC 和 Shopify 在中性假设（流失率 30%）下测算的 LTV/CAC 接近。

除了核心 SaaS 产品外，光云科技推出的快麦系列产品还处于第一发展阶段。以快麦 ERP 为例，2018-2019 年该产品收入分别为 277 万元、1234 万元，对应营销费用分别为 896 万元、2418 万元，尚未进入盈利阶段，尚有较大发展空间。

图表67： 光云科技获客成本测算

光云科技	2016	2017	2018	2019
用户数	600,935	728,906	1,201,606	1,183,423
流失率/年	49%	54%	47%	48%
流失用户数		323683	344325	581258
用户新增数量		451654	817026	563074
总营收（百万元）	262	358	465	465
每用户平均收益（元）	436	492	387	393
毛利（百万元）	107	126	209	235
每用户平均毛利/元	177	172	174	198
营销费用/百万元	18	26	45	77
获客成本 CAC（元/个）		45	47	96
老客维系成本（元/个）		9	9	19

资料来源：公司公告，中信建投

图表68： 光云科技客户生命周期价值测算

	2020	2021	2022
每用户平均毛利/美元	228	262	302
毛利/美元	228	262	302
yoy	15%	15%	15%

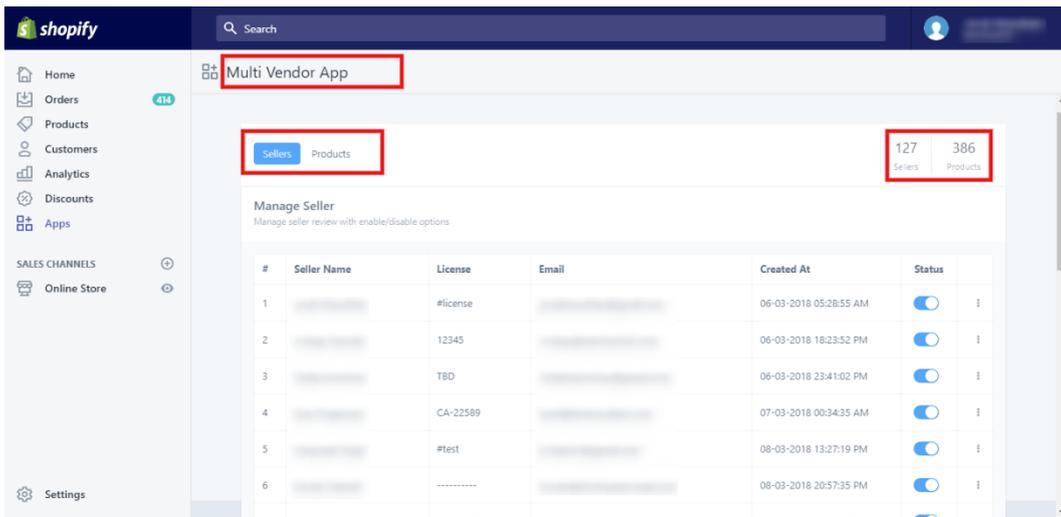
	2020	2021	2022
折现率	8%	8%	8%
各年现值	211.12	224.81	239.38
总现值	675.31		
LTV/CAC	7.06		

资料来源：公司公告，中信建投

中美电商行业开放度不同，跨平台管理需要从 ERP 层面开始

美国的电商行业开放度更高，跨平台管理从商品上架层面开始。Amazon、eBay 等美国电商平台给 Shopify、BigCommerce 等第三方建站平台开放了接口。所以商家可以用 Shopify 同时管理 Amazon、eBay 多个平台上的商品。我们认为这一方面有历史原因。之前为了应对中小商家的需求，亚马逊曾推出 Amazon Webstore，旨在帮助中小商家管理线上商店。但该平台在 2016 年因运营不及预期而被下架，Amazon 当时建议 Webstore 上的商家迁移至 Shopify，并和 Shopify 合作。而国内电商行业并没有类似的开放合作。

图表69：Shopify 后台多账户订单管理页面

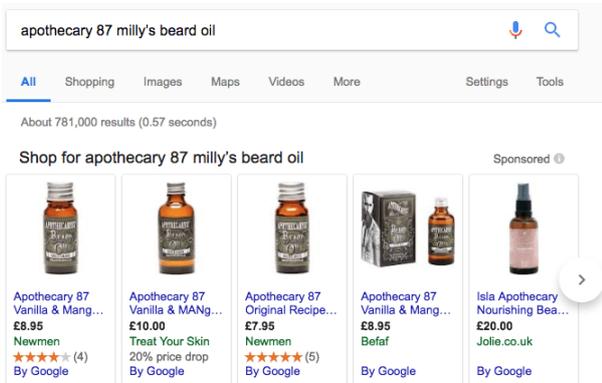


#	Seller Name	License	Email	Created At	Status
1		#license		06-03-2018 05:28:55 AM	On
2		12345		06-03-2018 18:23:52 PM	On
3		TBD		06-03-2018 23:41:02 PM	On
4		CA-22589		07-03-2018 00:34:35 AM	On
5		#test		08-03-2018 13:27:19 PM	On
6				08-03-2018 20:57:35 PM	On

资料来源：Brihaspati Infotech，中信建投

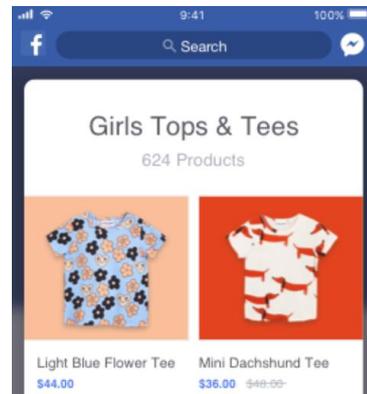
美国用户可以通过 Google 搜索电商平台商品，而国内无法用搜索引擎搜索淘宝商品。美国电商产业相对分散，除了亚马逊、eBay，有许多商家选择自建网站。多渠道分散了流量，也直接影响了用户的购买习惯，美国买家往往在购买前先在谷歌、Facebook、Instagram 等网页搜索产品进行比价、寻找用户反馈等信息。因此电商商家需要在这些搜索、社交渠道上进行 SEO，提高产品曝光率，从而将产品推向市场，吸引流量。所以商家需要类似 Shopify 的产品来管理多个社交平台，比如 Facebook、Blog 上的商品。国内的话，2008 年淘宝屏蔽百度搜索，所以用户的习惯是直接到购物网站搜索商品。

图表70： 电商依赖搜索、社交渠道推广产品



资料来源: Judge.me, 中信建投

图表71： Facebook Marketplace 界面

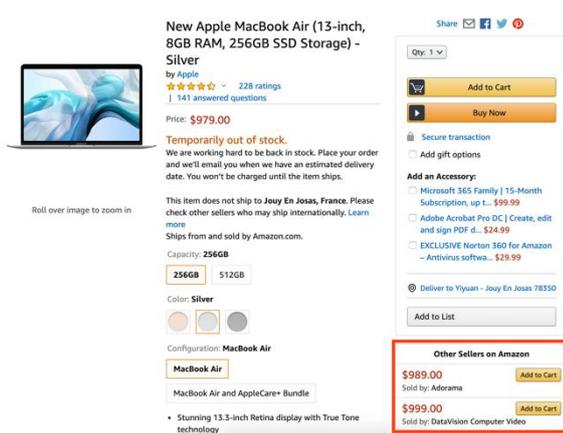


资料来源: BigCommerce, 中信建投

Amazon 平台重商品、轻店铺，而且查封店铺的力度较大，商家多少多平台开店降低风险。亚马逊对于同一商品有默认的商家排序，弱化了买家选择商铺的过程；而在国内电商平台上，商品与所属店铺一一对应，筛选卖家的权利在买家手中。重平台、轻店铺的特点使亚马逊上产品竞争激烈，价格压得低，头部效应明显，再加上亚马逊收取的 15% 左右的佣金和对供应链的要求，这样的环境不易于亚马逊的中小店家成长。

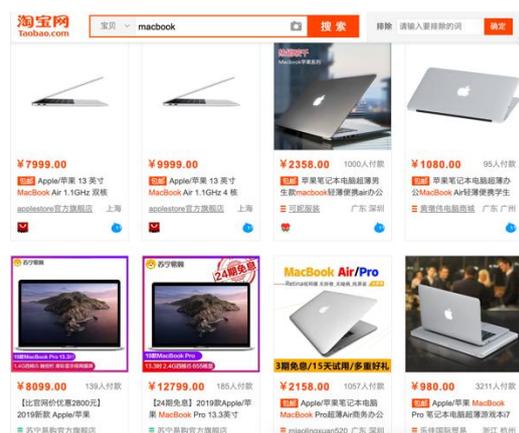
此外店铺面临被平台查封风险，中美电商对多店铺运营模式态度不同。基于合法、合规、侵权等原因，每个商家在不同平台上都面临着被查封、被罚款的风险，因此选择多账号运营，很大原因是店家基于“不要将鸡蛋放在同一个篮子里”的避险措施。多店铺在中美电商平台上通常都被允许，但各平台的查封罚款力度不同；相比于中国的淘宝拼多多，亚马逊关停账号更为严苛：商家可以开多店铺，但是只能有一个账号，出问题则直接查封账号。由此看来，Shopify 的跨平台运营能帮助亚马逊商家在不同平台上分散风险。

图表72： Amazon 搜索商品后默认发货商家



资料来源: 亚马逊官网, 右下角小框中为其他店铺选项, 中信建投

图表73： 淘宝上商品与店铺一一对应



资料来源: 淘宝网, 中信建投

我们认为 Shopify 的业务和发展里程对光云科技有较强的参考性。

第一、国内电商也有跨平台经营的需求。光云科技的快麦 ERP 可以管理多个平台的商品、订单、仓储系统等。另外还可以通过淘宝版超级店长、京东版超级店长等来完成不同平台的商品发布。跨平台管理提高了经营效率。

第二、Shopify 在提供基础功能的同时，开放 APP 市场，商户可以购买更多的功能组件。光云科技也在不断增加、完善产品矩阵，推出了快麦设计、快麦 ERP 等新产品。随着商户选购功能的增加，ARPU 有望继续提升。

但是因为中美电商行业的差异，国内比较难出现完全类似 Shopify 这样的产品，可以同时管理多个电商平台上的商品的上架等。跨平台管理将集中在 ERP 层面，对不同平台的订单、库存、采购等进行统一管理。

风险提示

快麦 ERP 产品销售不及预期，新营销方式对传统电商渠道的分流，经济不景气对消费的影响

分析师介绍

陈萌：本科毕业于武汉大学，硕士毕业于复旦大学，2013 年加入中信建投证券研究发展部，现任研究发展部海外前瞻组首席分析师，从事 A 股研究 7 年，海外市场研究 2 年，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖、2019 年新财富最佳海外研究入围。

研究助理

黄旭 - huangxu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李星星
 邮箱:lixingxing@csc.com.cn

上海
 浦东新区浦东南路528号上海
 证券大厦北塔22楼2201室
 电话:(8621) 6882-1612
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:陈培楷
 邮箱:chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk