

投资评级 优于大市 首次覆盖

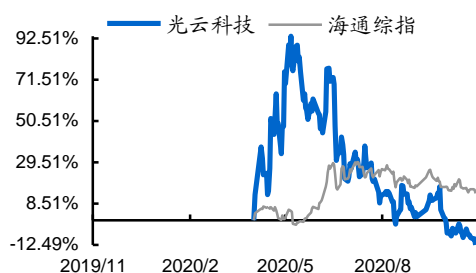
中心化电商 SaaS 龙头，盈利能力彰显独特优势

股票数据

11月27日收盘价(元)	32.07
52周股价波动(元)	28.89-79.86
总股本/流通A股(百万股)	401/34
总市值/流通市值(百万元)	12860/1098

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-16.2	-20.9	-24.7
相对涨幅 (%)	-22.2	-29.8	-30.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021)23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 洪琳

Tel: (021)23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

分析师: 杨林

Tel: (021)23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

联系人: 杨蒙

Tel: (0755)23617756

Email: ym13254@htsec.com

投资要点:

- 国内电商 SaaS 领军者:** 光云科技是一家以提升电商商家经营效率为目标的 SaaS 企业，其核心业务是基于电子商务平台为电商商家提供 SaaS 产品。从 2013 年至 2019 年，公司通过并购和自主研发，已拥有完备的产品体系；公司以核心产品超级店长为立足点，围绕着电商商家的需求，逐渐推出了超级快车、旺店系列、快递助手、快麦系列、有成系列等一系列的 SaaS 产品和其他增值产品，助力商家进行精细化运营管理。公司未来将继续以初创、发展型商家为基础，逐步向成熟、品牌型商家市场渗透，形成电商 SaaS 产品全面客户覆盖。
- 电商 SaaS 营收稳步增长，研发投入持续加码:** 从收入占比看，公司 2019 年电商 SaaS 产品占比为 68.9%，公司电商 SaaS 产品收入占比显著提升，2019 年电商 SaaS 营收达 3.2 亿元，同比增长 11.22%。我们认为随着公司业务结构不断优化，有望助力公司盈利能力进一步增强。2019 年研发费用率达 19.2%，从长远角度来看，公司已形成了远近结合、梯次接续的产品和技术储备格局，除持续升级已上线产品外，还根据电商发展趋势开发了快麦 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。
- 中心化电商 SaaS 龙头的独特优势:** 我们认为，电商 SaaS 可分为去中心化和中心化电商 SaaS，业务属性的差异使得致使中心化电商 SaaS 专注于垂直产品打磨，而去中心化电商 SaaS 在客户增值服务上走得更广。从中国电商行业发展来看，电商行业的头部趋势较为明显，马太效应极强，我们认为，在这种行业背景之下，去中心化电商 SaaS 在发展中易面临流量困境，而顺势而为的中心化 SaaS 龙头如光云科技，一方面可通过增加产品线和协同销售提升中小客户的客单价，以及通过跨平台开发和推广来提升中小客户数；另一方面，还可以在多品类 SaaS 服务之上以深度定制来拓展高粘度的大客户市场，从而实现营收持续增长和稳定的盈利水平，同时，成熟商业模式之下的良好的现金流也将有助于公司进一步提升市占率，打开更大的电商 SaaS 市场。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 5.38 亿元、6.37 亿元和 7.78 亿元，同比增长 15.9%、18.3%及 22.2%；预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为 1.06 亿元、1.24 亿元和 1.67 亿元，同比增长 9.6%、17.3%以及 34.5%，对应 EPS 分别为 0.26/0.31/0.42 元。对比云服务领域可比公司，基于电商行业的高增长性以及公司的龙头地位，应给予公司相应溢价，我们给予光云科技 2021 年 25-28 倍 PS，2021 年 128-144 倍 PE，对应 6 个月合理价值区间为 39.56-44.50 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 电商行业发展不及预期，产品拓展不及预期，以及市场竞争加剧的风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	465	465	538	637	778
(+/-)YoY(%)	29.9%	-0.2%	15.9%	18.3%	22.2%
净利润(百万元)	107	96	106	124	167
(+/-)YoY(%)	8.0%	-10.0%	9.6%	17.3%	34.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.27	0.24	0.26	0.31	0.42
毛利率(%)	60.1%	63.8%	63.7%	65.1%	66.6%
净资产收益率(%)	17.6%	13.4%	12.2%	12.5%	14.4%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 国内电商 SaaS 领军者	6
1.1 多产品多平台全面发展，品牌效应持续提升	6
1.2 聚焦中大型商家发展趋势，完善电商 SaaS 产品布局	8
1.3 股权结构较为集中，国内诸多知名企业力挺	10
2. 电商 SaaS 产品助力营收稳步增长，研发投入持续加码	12
3. 电商 SaaS：双重驱动力下快速崛起	16
3.1 国内 SaaS 行业细分需求逐渐清晰	16
3.2 电商 SaaS：进入强者愈强的快速发展期	17
3.2.1 电商市场仍处于不断变化和高速增长阶段	17
3.2.2 电商行业竞争加剧促进电商 SaaS 付费率提升	18
3.2.3 电商 SaaS 行业进入多元驱动快速发展期	19
4. 中心化电商 SaaS 龙头的独特优势	20
4.1 成熟商业模式带来稳定盈利	20
4.2 光云科技的特殊性：中心化电商 SaaS 与去中心化电商 SaaS 的对比 ...	22
5. 盈利预测	24
6. 风险提示	26
财务报表分析和预测	27

图目录

图 1	光云科技产品结构.....	6
图 2	光云科技产品发展历程	7
图 3	电商 SaaS 产品金字塔格局	8
图 4	光云科技电商 SaaS 产品	9
图 5	2016-2019Q1-Q3 各电商 SaaS 产品客单价（元）	10
图 6	2016-2019Q1-Q3 各电商 SaaS 产品续费率(%)	10
图 7	公司 IPO 前股权结构	11
图 8	2016-2019 年公司营收及同比增速	12
图 9	2016-2019 年公司归母净利及同比增速	12
图 10	2016 年（左图）和 2019 年（右图）公司收入、产品结构	12
图 11	2016-2019Q1-Q3 公司各业务板块营收体量（百万元）	13
图 12	2016-2019Q1-Q3 各电商 SaaS 产品营收（百万元）	13
图 13	2016-2019 年公司毛利率及净利率	14
图 14	2016-2019Q1-Q3 公司各业务板块毛利率	14
图 15	2016-2019 年公司销售费用及销售费用率	14
图 16	2016-2019 年公司管理费用及管理费用率	14
图 17	2016-2019Q1-Q3 年光云科技员工人数增长情况	15
图 18	2016-2019 年公司研发费用及研发费用率	15
图 19	2016-19 年经营性净现金流及占归母净利润比率	15
图 20	SaaS 行业发展历程	16
图 21	国内 SaaS 市场规模及增速	17
图 22	电子商务市场交易和网络零售规模	17
图 23	电子商务的细分子行业	18
图 24	电商 SaaS 行业发展历程	19
图 25	微盟营收拆分及 SaaS 占比	20
图 26	有赞营收拆分及 SaaS 占比	20
图 27	光云科技营收拆分及 SaaS 占比	21
图 28	光云科技深度绑定淘宝，并在平台获得了极高的美誉度	21
图 29	光云毛利率稳定增长，可比公司毛利率波动性大	22
图 30	光云持续正向净利率，可比公司净利率波动明显	22

图 31	光云销售费率相对可比公司持续维持低位	22
图 32	光云科技管理费率相对可比公司更稳定	22
图 33	中心化电商 SaaS 光云科技的付费人数相对更高（万家）	23

表目录

表 1	光云科技多平台产品销售情况	7
表 2	光云科技子公司或参股公司持股及主营业务情况	11
表 3	电商服务市场的付费渗透率	18
表 4	公司分业务收入	24
表 5	公司分业务毛利	25
表 6	可比公司估值表	25
表 7	可比公司估值表	26

1. 国内电商 SaaS 领军者

业内领先的电商 SaaS 企业。光云科技 2013 年 8 月成立于杭州，于 2020 年 4 月在科创板上市。光云科技是一家以提升电商商家经营效率为目标的 SaaS 企业，其核心业务是基于电子商务平台为电商商家提供 SaaS 产品，在此基础上提供配套硬件、运营服务及 CRM 短信等增值产品及服务。

1.1 多产品多平台全面发展，品牌效应持续提升

公司主要产品及服务包括以超级店长、快递助手为代表的电商 SaaS 产品、以快麦电子面单打印机为主的配套硬件、以快麦电商为代表的运营服务及以营销为目的的 CRM 短信等，公司根据电商商家的业务流程提供了各类电商 SaaS 产品及服务。

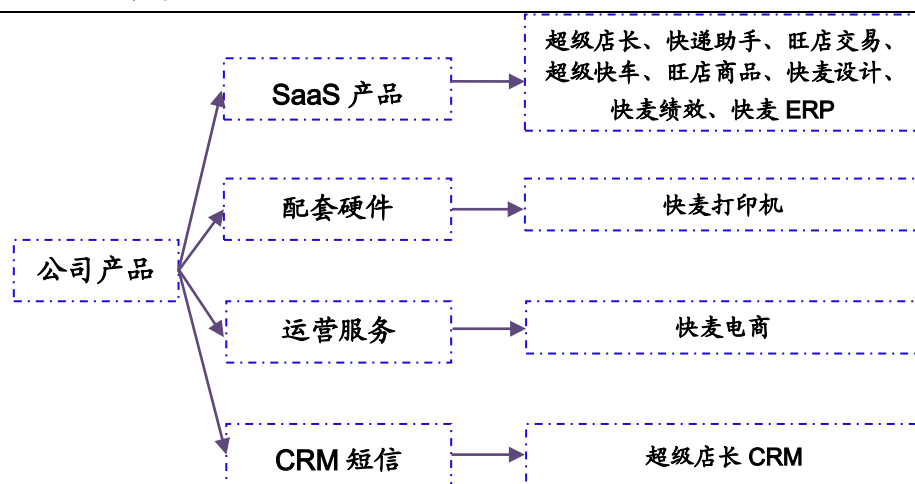
电商 SaaS 产品主要为超级店长、快递助手、超级快车、旺店系列。公司通过研发和销售以超级店长、快递助手为代表的 SaaS 产品，满足电商商家的店铺综合管理、营销推广和移动端业务经营的需求。

公司销售的**配套硬件**主要为快麦电子面单打印机。该硬件设备与公司旗下快递助手、超级店长、旺店交易等 SaaS 产品配套使用可大幅提高商家打单发货效率。

公司**运营服务**主要为快麦电商。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优质商家，快麦电商提供定制化运营方案，帮助商家通过淘宝直通车和钻石展位获得更好的营销效果。

公司**CRM 短信服务**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，帮助商家实现精细化会员管理，提升会员粘性、活跃度，增加会员复购率和销售额，强化产品品牌。

图1 光云科技产品结构



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

多产品全面发展。从 2013 年至 2019 年，公司通过并购和自主研发，已拥有完备的产品体系。公司以核心产品超级店长为立足点，围绕着电商商家的需求，逐渐推出了超级快车、旺店系列、快递助手、快麦系列、有成系列等一系列的 SaaS 产品和其他增值产品，助力商家进行精细化运营管理，降低运营成本、提升经营效率。

图2 光云科技产品发展历程


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

多平台深度布局。2013年8月公司以淘宝、天猫平台为依托开展 SaaS 业务，逐步向多类型电商平台渗透，形成了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。公司产品在淘宝、天猫平台上的销售占主体地位，2016-2018 年来自淘宝、天猫阿里系电商平台的收入从 1.5 亿元增至 2.6 亿元，2019 年前三季度达 1.9 亿元。从 2018 年 1 月起，公司开始在拼多多、饿了么、1688 等电商平台拓展业务，未来多平台战略仍然是公司的重点发展方向。

旗下产品口碑良好。公司在淘宝、天猫、1688、京东、拼多多、饿了么、苏宁、蘑菇街等各大电商平台上提供 SaaS 产品及增值服务，在行业内具有良好的口碑和品牌效应，旗下产品多次被阿里巴巴商家服务市场评为“金牌淘拍档”，其他产品也陆续获得京东京麦服务市场“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”银牌合作伙伴。

表 1 光云科技多平台产品销售情况

平台名称	开始销售时间	收入 (万元)				提供产品类型
		2016	2017	2018	2019Q1-Q3	
淘宝、天猫	2013.8	14515.7	17440.7	25588.8	19307.3	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	2015.6	19.2	40.1	805.0	614.3	超级店长、快递助手
饿了么	2017.11	-	-	208.5	336.2	超级店长、店铺推广优化大师、爆单宝
拼多多	2018.1	-	-	1213.0	1513.5	快递助手、推广宝
1688	2018.1	-	-	329.0	471.4	超级店长、快递助手
蘑菇街	2018.1	-	-	47.3	22.0	快递助手
苏宁	2018.1	-	-	7.9	8.7	快递助手
钉钉	2018.4	-	-	26.9	141.32	有成 CRM、番茄表单、有成会议、有成财务
合计		14534.9	17480.8	28226.3	22414.7	

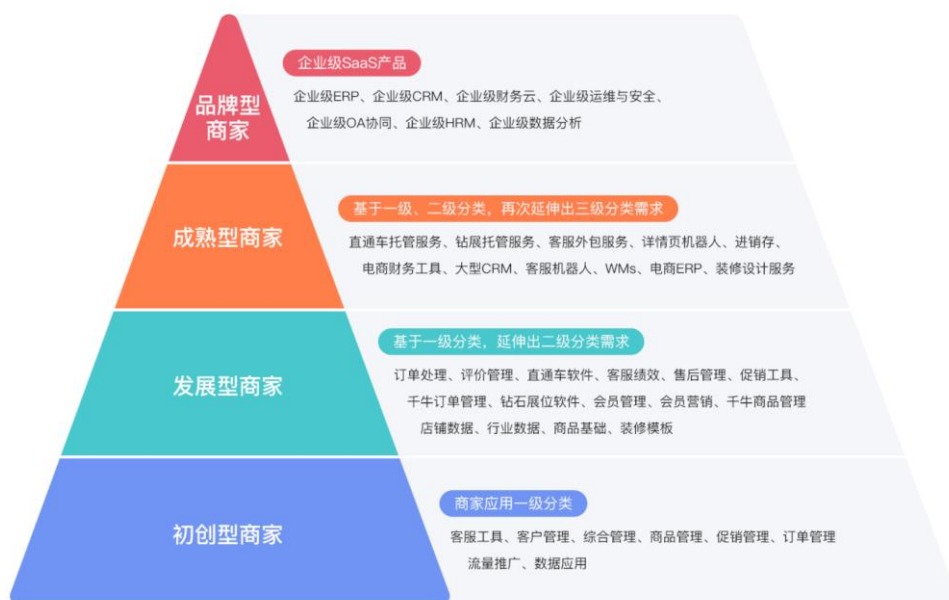
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

1.2 聚焦中大型商家发展趋势，完善电商 SaaS 产品布局

公司产品主要覆盖**初创、发展型商家**。电商行业通过不断的发展、竞争和整合，逐渐形成了较为清晰的金字塔型格局。公司电商 SaaS 产品主要覆盖**初创型及发展型商家**，如**超级店长、快递助手、旺店交易**等产品。而具有较高客户稳定性、较多垂直细分功能需求性及较强支付购买力的**成熟型、品牌型商家**，是未来电商 SaaS 服务商争夺的主要群体。

电商 SaaS 产品矩阵不断完善。公司基于对成熟、品牌型商家需求的理解，陆续推出**快麦 ERP、快麦设计、快麦绩效**在内的电商 SaaS 产品，打造适用于中大型电商商家的一站式综合解决方案，以此来增强内部经营管理效率、提升盈利能力。公司未来将继续以**初创、发展型商家**为基础，逐步向成熟、品牌型商家市场渗透，形成电商 SaaS 产品全面客户覆盖。

图3 电商 SaaS 产品金字塔格局



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

超级店长是一款电商商家店铺综合管理 SaaS 产品，集合了商品管理、订单管理、店铺装修、客服绩效、数据分析等功能，致力于服务**初创、发展型商家**。根据招股说明书披露，截至 2019 年前三季度，超级店长的付费用户数达 46.3 万人，在阿里巴巴旗下商家服务市场第三方付费软件中排名第一。

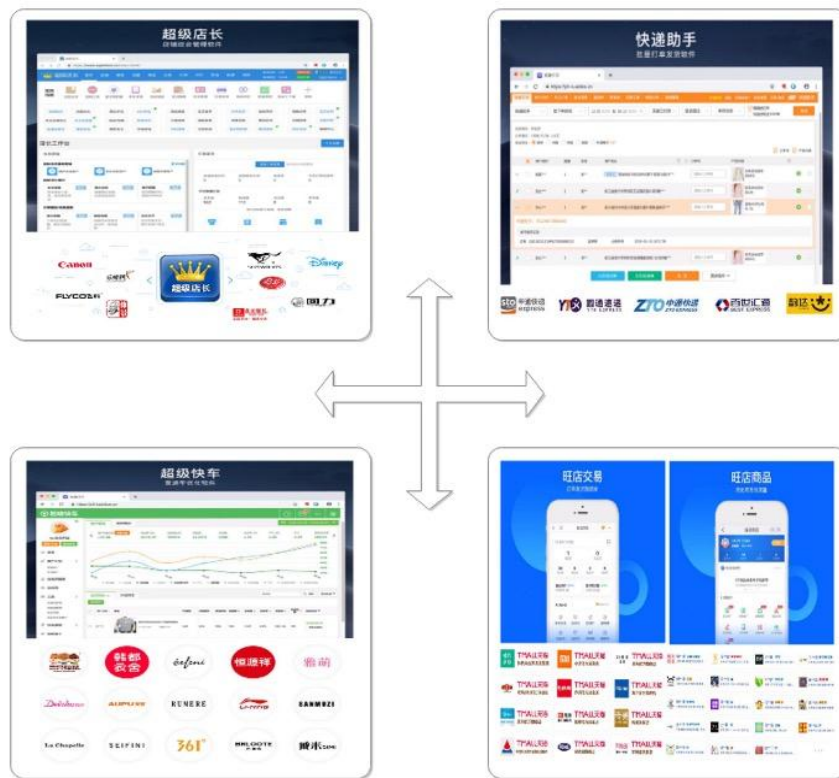
快递助手是一款店铺订单管理 SaaS 产品，提供订单批量化处理、订单打印发货等功能，大幅提升打单发货效率。产品具有一键打印多店铺订单、防止重复打单漏单、性能稳定数据安全等优势，合作品牌包括中通、圆通、韵达等快递巨头。截至 2019 年前三季度，快递助手的付费用户数达 37.0 万人，在阿里巴巴旗下商家服务市场流量推广类目付费用户中排名第一。

超级快车是一款电商竞价排名优化软件，用于提升商家在关键词搜索中的营销效果，实现了关键词竞价排名的全自动优化。产品的特色功能包括**一键批量优化、自动优化规则定制、智能测图、智能选品**等。合作客户涵盖三只松鼠、李宁、拉夏贝尔等众多知名品牌。

旺店系列产品是公司针对阿里巴巴千牛工作台推出的 SaaS 产品，主要包括旺店交易（主要功能为订单管理）、旺店商品（主要功能为商品管理）等。截至 2019 年前三季度，旺店交易、旺店商品在阿里巴巴商家服务市场的付费用户数分别达到 23.3、9.0 万人。

快麦 ERP 通过订单、仓储、采购、财务等管理方式，使拣货、验货、打包、发货、物流等环环相扣。**快麦设计**依托人工智能设计平台，打造图像识别、自动套版、一键发布的电商详情页发布新方案。**快麦绩效**则是通过实时绩效、薪资明细、多种薪资方案等功能为客户提供客服数据一站式解决方案。

图4 光云科技电商 SaaS 产品



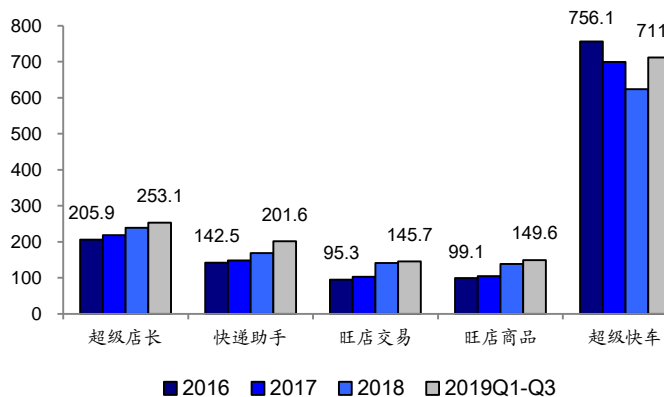
资料来源：公司招股说明书，阿里巴巴商家服务市场，海通证券研究所

电商 SaaS 产品客单价呈逐年递增趋势。公司电商 SaaS 产品主要经营平台为阿里巴巴商家服务市场，超级店长、快递助手、旺店系列产品随着高阶版本的推出客单价总体呈现逐年上升的趋势，超级店长的客单价从 2016 年的 205.9 元增长至 2019 年前三季度的 253.1 元，旺店交易及旺店商品客单价在 2019 年前三季度均上升至 145 元以上。2016-2018 年，超级快车客单价逐年下降，从 756.1 元下滑至 623.7 元，2019 年前三季度有所回升。我们认为，这是由于受到平台流量推广方式日趋多样化的影响，客户对超级快车各版本选择呈现一定的变化，从而使其客单价呈现一定的波动。

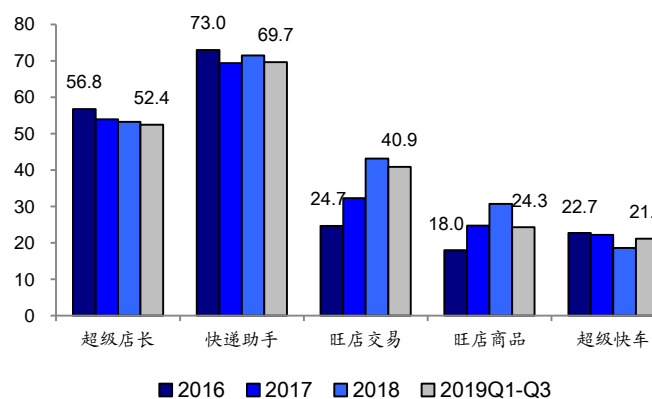
电商 SaaS 产品续费率总体保持合理水平。基于电商商家的金字塔型结构，经营稳定性较差的中小商家数量众多，与传统软件相比，电商 SaaS 产品经营稳定性较差、前期部署成本较低，因此电商 SaaS 产品续费率总体偏低。我们认为，与同行业竞争对手的直接竞品相比，公司 SaaS 产品续费率维持在合理水平。

超级店长、快递助手、超级快车的续费率略有降低，但旺店交易、旺店商品续费率自 2016 年起呈现逐年增长的态势。旺店交易 2016 年的续费率仅为 24.7%。2018 年达到 43.2%，旺店商品的续费率也从 2016 年的 18.0% 增长至 2018 年的 30.7%。经分

析我们认为，这是由于公司在收购北京移动未来的旺店交易、旺店商品等千牛业务后，从人员、技术、产品等方面进行整合，致使旺店系列产品的付费用户数和续费率均实现了有效提升，同时完善了垂直细分领域的电商 SaaS 产品布局。

图5 2016-2019Q1-Q3 各电商 SaaS 产品客单价 (元)


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图6 2016-2019Q1-Q3 各电商 SaaS 产品续费率 (%)


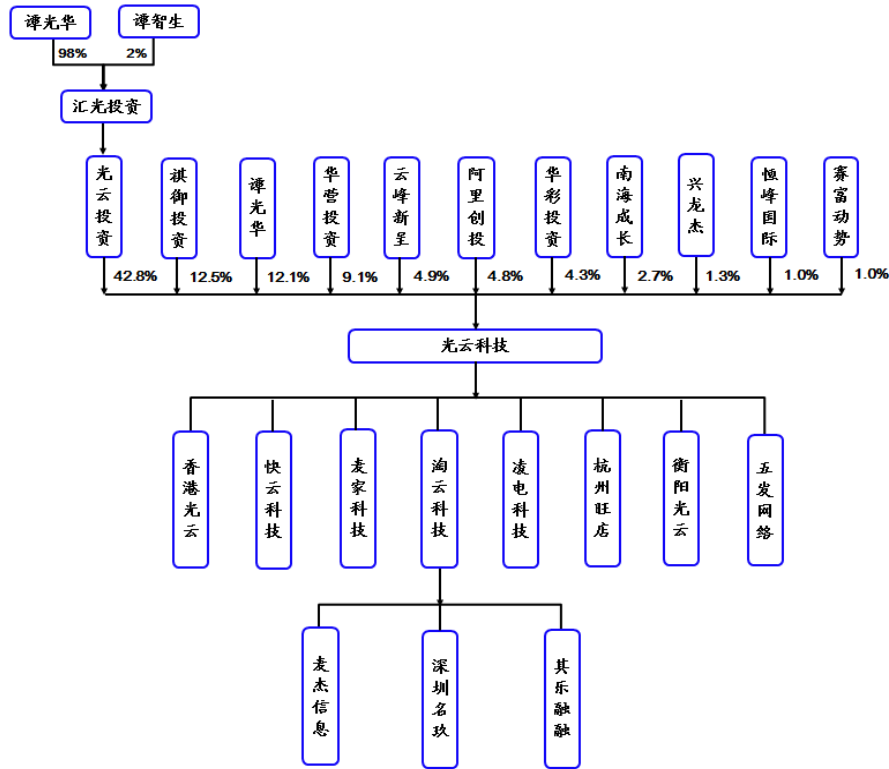
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

1.3 股权结构较为集中，国内诸多知名企业力挺

控制人地位稳固。公司实际控制人谭光华为公司董事长兼总经理，新浪财经资料显示，2008年谭光华从中南大学软件工程专业毕业，进入阿里巴巴担任软件工程师一职。一年后，他与李楠共同成立光云软件，开始从事 SaaS 产品和 CRM 短信业务。招股说明书显示，光云科技高层谭光华、张秉豪、翁云鹤均有在阿里任职的经历。不仅是阿里，巨人网络、泛海控股等国内知名企业均间接参股光云科技。

股东梯队知名机构云集。根据招股说明书披露，光云科技先后获得过 3 轮融资，其中曾得到阿里旗下云锋新呈、阿里创投基金增持。公司第五大股东云锋新呈持股 1768.4 万股，占公司总股本的 4.41%。阿里创投是光云科技的第六大股东，持股比例占 4.32%。

分批进行员工股权激励。为进一步建立健全公司的激励机制，吸引、激励华营投资、华彩投资和华铂投资这三个公司员工持股平台，自 2015 年起进行了多次员工股权激励。公司 2016-2018 年分别产生股权激励费用 3900.3 万元、1122.22 万元、2693.8 万元，各自占授予时点公司总股本比例的 2.0%、0.5%、1.2%。

图7 公司 IPO 前股权结构


资料来源：wind，公司招股说明书，海通证券研究所
 注：公司股东的持股比例为截止 2020 年 4 月 24 日招股说明书签署日的数据

产业链条完备。招股说明书披露，公司拥有 10 家全资子公司，分别为杭州旺店、快云科技、麦家科技、淘云科技、凌电科技、香港光云、深圳名玖、麦杰信息、衡阳光云及其乐融融，1 家参股公司五发网络。光云科技旗下公司的主营业务覆盖 SaaS 产品和其他增值产品整个产业链条，我们认为光云科技在电商 SaaS 产品领域的布局较为完善，竞争力将在子公司的加持下进一步增强。

表 2 光云科技子公司或参股公司持股及主营业务情况

子公司或参股公司	持股情况	主营业务
淘云科技	2012 年 9 月成立，历经三次股权转让和一次增资，光云科技持有 100% 股权	销售电子面单打印机等配套硬件
其乐融融	2013 年 5 月成立，历经两次股权转让和两次增资，成为淘云科技全资子公司	为电商客户提供快递面单打印软件的服务，提供的主要产品为快递助手 SaaS 产品
快云科技	2012 年 8 月成立，历经三次股权转让，光云科技持有快云科技 100% 股权	依托阿里直通车业务，通过 SaaS 产品为电商商家提供流量推广服务，提供的主要产品和服务包括超级快车等
杭州旺店	2015 年 12 月成立，为光云科技全资子公司；2018 年吸收合并北京移动未来	依托阿里千牛服务平台，为电商商家提供 SaaS 产品主要包括旺店商品、旺店交易等
麦家科技	2014 年 7 月成立，光云科技持有麦家科技 100% 的股权	为电商商家提供培训、资讯服务
深圳名玖	2016 年 3 月成立，光云科技通过淘云科技间接持有深圳名玖 100% 的股权	在天猫平台销售电子面单打印机
麦杰信息	2017 年 10 月成立，光云科技通过淘云科技间接持有麦杰信息 100% 的股权	在天猫平台销售电子面单打印机
凌电科技	2016 年 2 月成立，光云科技持有凌电科技 100% 股权	凌电科技成立之初主要从事线下生鲜门店零售系统的开发与销售，目前凌电科技无实际业务经营
香港光云	2018 年 5 月成立，光云科技持有香港光云 100% 股权	目前尚未实际开展相关业务
衡阳光云	2019 年 6 月成立，光云科技持有衡阳光云 100% 股权	从事客服及电话销售工作
五发网络	2014 年 7 月成立，光云科技持有五发网络 4% 的股权	五发网络设立之后，由于市场环境发生较大变化，未实际开展经营

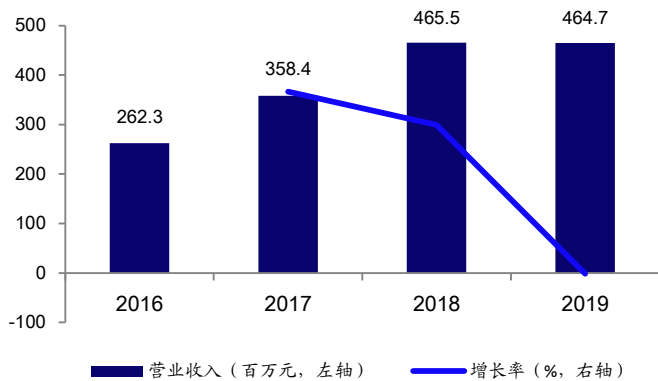
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2. 电商 SaaS 产品助力营收稳步增长，研发投入持续加码

营业收入总体保持稳定增长。自 2016 年至 2018 年，公司营业收入快速增长，从 2.6 亿元提升至 4.7 亿元，2017、2018 年公司营收分别同比增加 36.7%、29.9%。2019 年营收基本与 2018 年营收持平，其主要原因是在电商商家用户需求差异化凸显、平台流量推广方式日趋多样、竞争加剧等背景下，近年来公司超级店长、超级快车等部分电商 SaaS 产品的用户数有所下滑，我们认为，此竞争环境下，2019 年公司营收虽稍逊于 2018 年，但整体保持稳定，表现了公司核心产品的强竞争力。

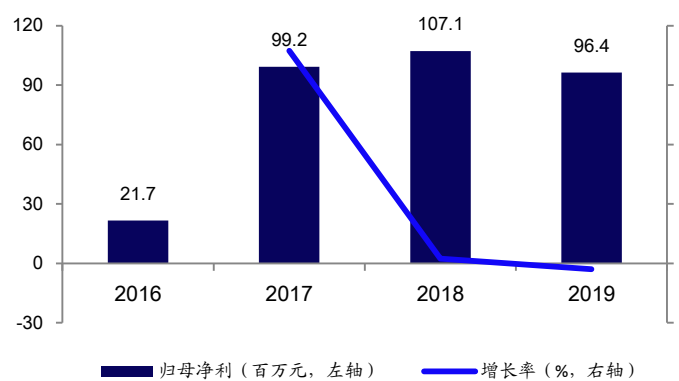
从归母净利润角度看，公司 2016、2017、2018 和 2019 年分别实现归母净利润 0.21 亿元、0.99 亿元、1.07 亿元和 0.96 亿元，净利润体量快速提升。2017 年公司归母净利润的增速高达 357.7%，2018 年同比增速有所放缓至 8.0%，主要是公司进行产品线拓展使销售费用以及研发费用增加所致。

图8 2016-2019 年公司营收及同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

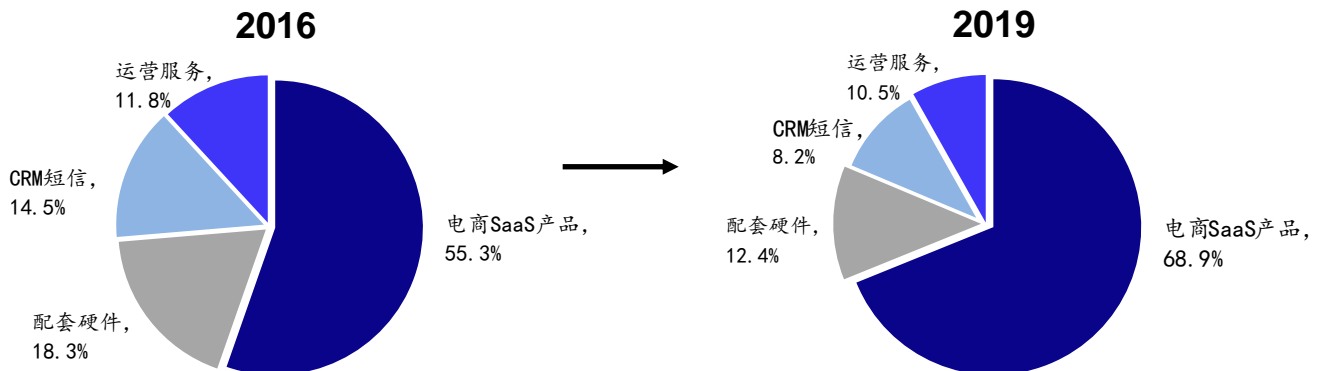
图9 2016-2019 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

电商 SaaS 产品业务占据营收半壁江山。从收入占比看，公司 2016 年电商 SaaS 产品、配套硬件、CRM 短信及运营服务的收入占比分别为 55.3%、18.3%、14.5%、11.8%，2019 年度该四项分类收入占比分别为 68.9%、12.4%、8.2%、10.5%。公司电商 SaaS 产品收入占比显著提升，其他三项业务收入占比有所下降。我们认为随着公司业务结构不断优化，公司未来将持续深耕电商 SaaS 赛道，有望助力公司盈利能力进一步增强。

图10 2016 年（左图）和 2019 年（右图）公司收入、产品结构

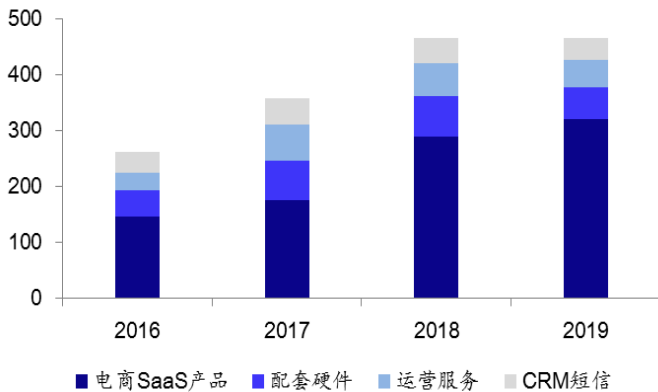


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

电商 SaaS 产品收入增速明显。电商 SaaS 产品为公司最主要的收入来源。电商 SaaS 产品收入从 2016 年的 1.5 亿元增加至 2018 年的 2.9 亿元，2018 年该收入增速高达 64.01%；配套硬件收入从 2016 年的 4827.5 万元增加至 2018 年的 7397.1 万元，2017 和 2018 年该收入增速为 44.99%和 5.69%，增速放缓；运营服务、CRM 短信收入自 2017 年起均略微降低，2018 年收入分别为 5900 万元、4400 万元，同比降低 8.13%、8.05%。根据招股说明书披露，公司 2019 年电商 SaaS 产品、配套硬件、运营服务、CRM 短信收入分别为 3.2 亿元、5782 万元、4875 万元、3808 万元。核心业务电商 SaaS 产品收入增速提升明显，在营收整体占比也显著提高。

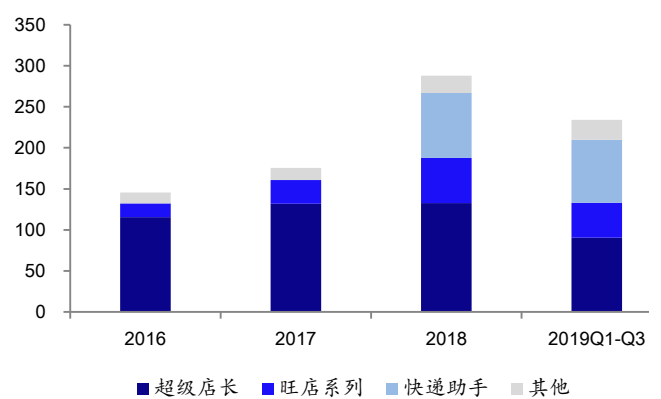
电商 SaaS 产品收入构成日趋多样化。超级店长为电商 SaaS 产品的核心收入来源。随着旺店系列、快递助手等其他 SaaS 产品快速增长，超级店长收入占比由 2016 年度的 79.4% 逐渐下降至 2019 年前三季度的 38.7%，这意味着公司逐步摆脱对于超级店长产品的依赖，其电商 SaaS 产品收入来源将更为分散化。2018 年，快递助手横空出世，其营收体量达到 7915.9 万元，营收占比为 27.5%，2019 年前三季度营收达 7648.4 万元。2018 年旺店系列产品营收快速提升至 5485.0 万元，相较于快递助手、其他产品而言，营收增长率最高，达 90.4%。2019 年前三季度，电商 SaaS 产品收入增长主要来源于快递助手收入和其他收入。我们认为多样化产品的不断拓展将助力电商 SaaS 产品的深度发展。

图11 2016-2019Q1-Q3 公司各业务板块营收体量 (百万元)



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

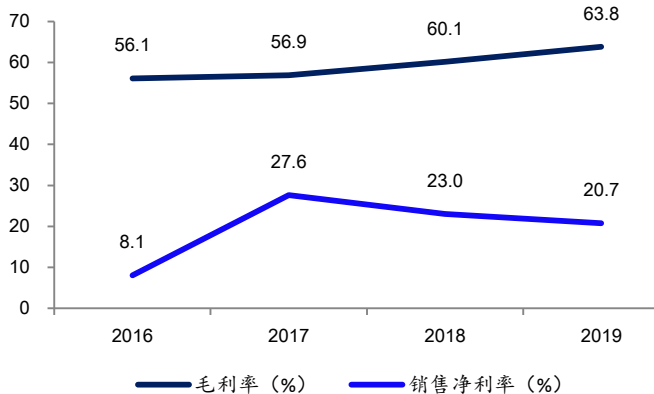
图12 2016-2019Q1-Q3 各电商 SaaS 产品营收 (百万元)



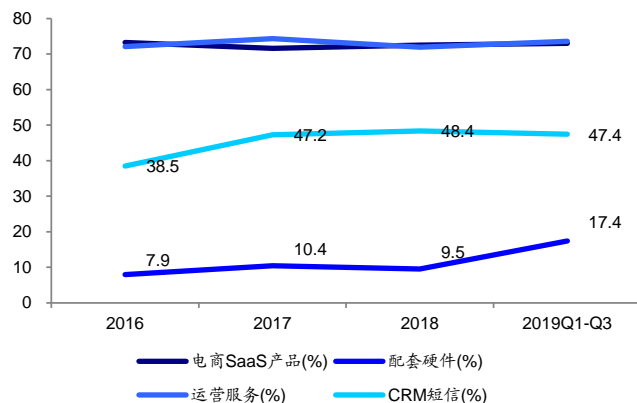
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司毛利率始终保持较高水平。受益于良好的品牌价值和领先的市场地位，公司毛利率一直处于行业较高水平。2016-2019 年，公司综合毛利率分别为 56.1%、56.9%、60.1%和 63.8%，毛利率稳中有升。这体现出了公司良好的盈利能力和发展前景。2018 年公司综合毛利率上升 3.2 pct, 其主要原因是电商 SaaS 产品业务收入占比增加及 CRM 短信毛利率小幅增长。随着电商 SaaS 产品收入占比以及各业务毛利率不断上升，2019 年前三季度公司综合毛利率持续上升。

公司电商 SaaS 产品和运营服务的毛利率较高，配套硬件业务和 CRM 短信业务的毛利率相对较低。在 2016 至 2019 年前三季度，电商 SaaS 产品毛利率分别为 73.3%、71.6%、72.5%和 73.0%，为公司盈利能力最强的核心业务。而公司运营服务业务自 2016 年至 2019 年前三季度的毛利率分别为 72.1%、74.4%、71.9%、73.6%，维持在相对较高水平。虽然配套硬件业务和 CRM 短信业务的毛利率相对较低，但两项业务能够提升公司的综合服务能力，加强公司竞争优势。

图13 2016-2019 年公司毛利率及净利率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

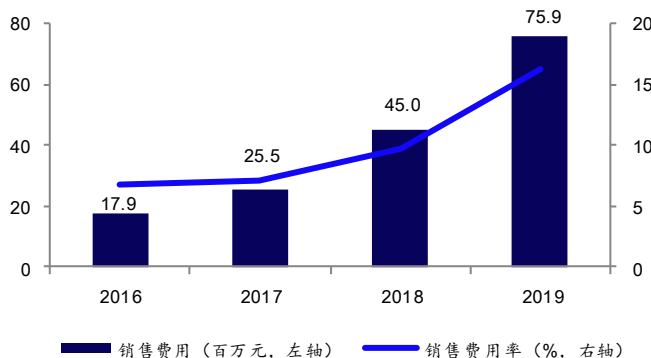
图14 2016-2019Q1-Q3 公司各业务板块毛利率


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

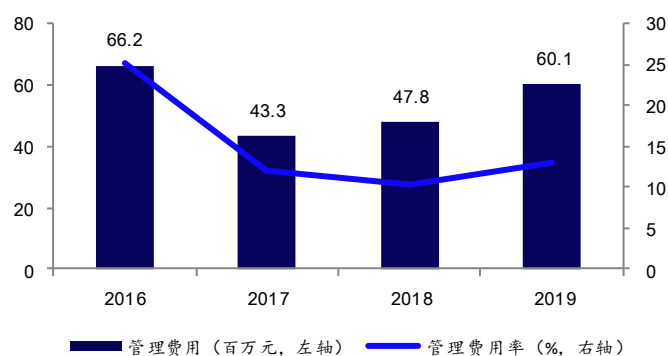
强化产品渠道建设, 销售费用大幅上升。公司销售费用呈逐年增长的趋势, 从 2016 年的 1786 万元增长至 2019 年的 7591 万元, 2016-2018 年销售费用率保持在 6%-10%, 2019 年销售费用率大幅提升至 16.3%。销售人员规模扩大和产品结构丰富是销售费用大幅上升的主要原因。

2018 年度, 公司对快麦 ERP 等进行灰度发布, 在以往线上销售的基础上, 扩建销售团队, 通过线下推广等方式进行试用推广, 导致销售费用明显增加。2019 年起, 公司进一步强化了对快麦 ERP、快麦设计等产品的销售渠道建设, 导致 2019 年销售费用大幅上升。我们认为未来随着公司在更多线上分发渠道的深度布局, 销售费用会进一步提升。

管理费用整体呈上升趋势。2016 年至 2019 年公司管理费用分别为 6615 万元、4328 万元、4778 万元和 6008 万元, 2016-2018 年管理费用率逐步从 25.2% 降低至 10.3%, 2019 年管理费用率微幅提升 2.6 pct。这是由于公司业务规模的持续扩张导致管理部门员工人数相应增加, 管理部门员工相关的工资及奖金、福利费、社保及公积金等相应增长。

图15 2016-2019 年公司销售费用及销售费用率


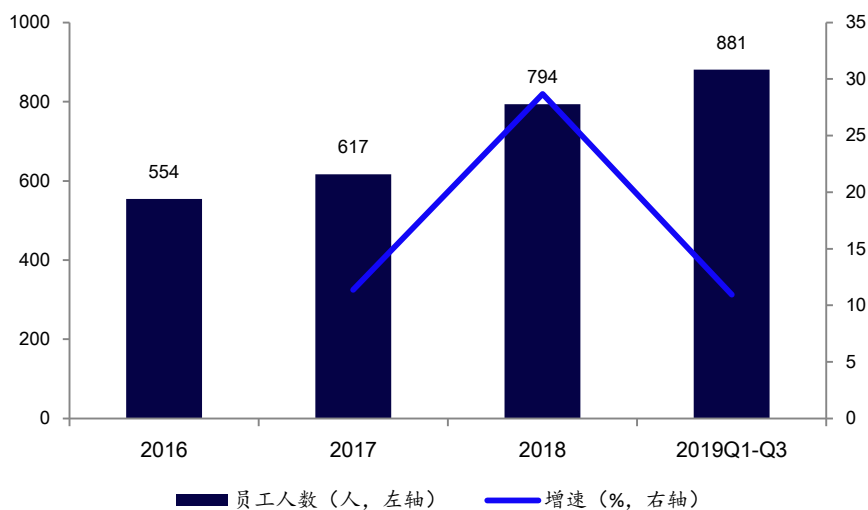
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 2016-2019 年公司管理费用及管理费用率


资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司员工规模不断扩张, 高水平研发团队储备到位。随着业务规模的不断扩大, 公司员工人数相应迅速增长, 2016 年、2017 年、2018 年及 2019 年三季度末的员工人数

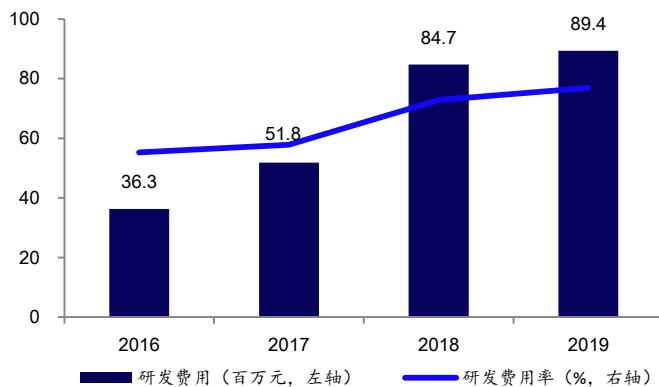
分别为 544 人、617、794 人及 881 人。根据招股说明书披露，截至 2019 年第三季度，公司研发人员为 283 人，占公司总人数的 32.1%。其中，具有本科以上学历的研发人员 240 人，占研发人员的 84.8%。研发团队较强的学术背景及丰富的从业经历能够助力公司把握市场发展方向，并且快速提升客户体验为未来产品的研发奠定基础。

图17 2016-2019Q1-Q3 年光云科技员工人数增长情况


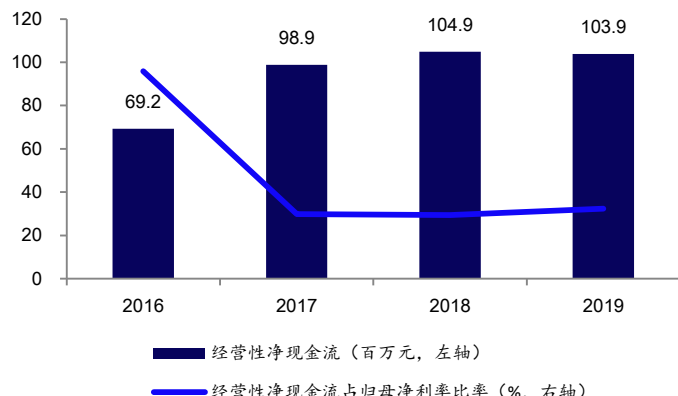
资料来源：Wind，海通证券研究所

公司持续加大研发投入力度。技术创新是企业发展的动力，自 2016 年至 2019 年，公司研发费用从 3626 万元增长至 8935 万元，2019 年研发费用率达 19.2%。从长远角度来看，公司已形成了远近结合、梯次接续的产品和技术储备格局，除持续升级已上线产品外，还根据电商发展趋势开发了快麦 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。

公司经营性现金流水平优异，2016 年至 2019 年公司经营性现金流净额分别为 6921 万元、9885 万元、10491 万元、10392 万元，而 2017 年至 2019 年三年间经营性净现金流占归母净利润比率各自为 99.7%、97.9%、107.8%，该比率稳定维持在 95% 到 110% 左右，这说明公司经营性现金流能与归母净利润相匹配，能为公司可持续发展提供有力保障，推动公司良好发展。

图18 2016-2019 年公司研发费用及研发费用率


资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 2016-19 年经营性净现金流及占归母净利润比率


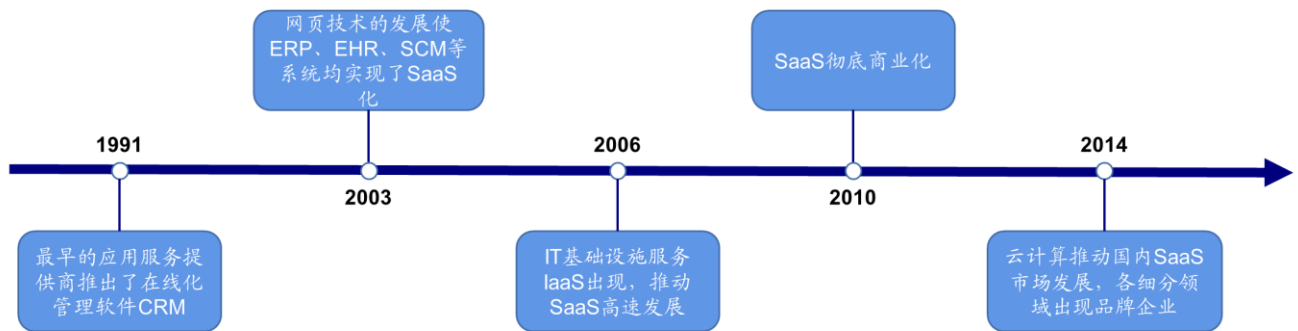
资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 电商 SaaS: 双重驱动力下快速崛起

3.1 国内 SaaS 行业细分需求逐渐清晰

SaaS 是 Software-as-a-Service (软件即服务) 的简称, 其本质是一种应用型交付方式。传统软件的交付, 最简单的就是采用单机软件的形式, 即在每个用户的电脑上安装一套应用程序, 程序的运行、数据存储等都在本地进行。在 SaaS 模式中, 大多数情况下直接基于线上交付, 无需本地安装与部署, 且可以同时向多租户提供服务。1990 年代至 21 世纪初, 最早的应用服务提供商 (即 Application Service provider, ASP) 推出在线化管理软件 (如 Salesforce 的 CRM 软件), 实现应用服务在线化。随着互联网的出现和大规模应用, 信息技术得以高速发展, SaaS 的现代应用模式逐渐成型, 最终形成基于互联网和云计算提供软件服务的应用模式。

图 20 SaaS 行业发展历程



资料来源: 光云科技招股书, 海通证券研究所

IaaS 服务普及是 SaaS 爆发的基础。IaaS 普及大大降低了 SaaS 模式的部署成本、运维成本, IaaS 服务的高弹性扩容能力也能够满足 SaaS 业务扩张的需求。在 SaaS 服务领域, 由于客户关系管理 (CRM)、人力资源 (HR) 等领域 SaaS 应用的业务逻辑标准化程度最高, 也是企业提效降费、增加收入的关键领域, 企业付费意愿相对较强, 所以这些领域的 SaaS 应用最早爆发。在市场格局方面看, SaaS 服务市场格局相对分散, 传统 IT 巨头原本占据企业 IT 市场很大份额, SaaS 相当于自我革命; 创业型企业往往选择垂直细分领域切入, 导致 SaaS 行业细分领域众多。

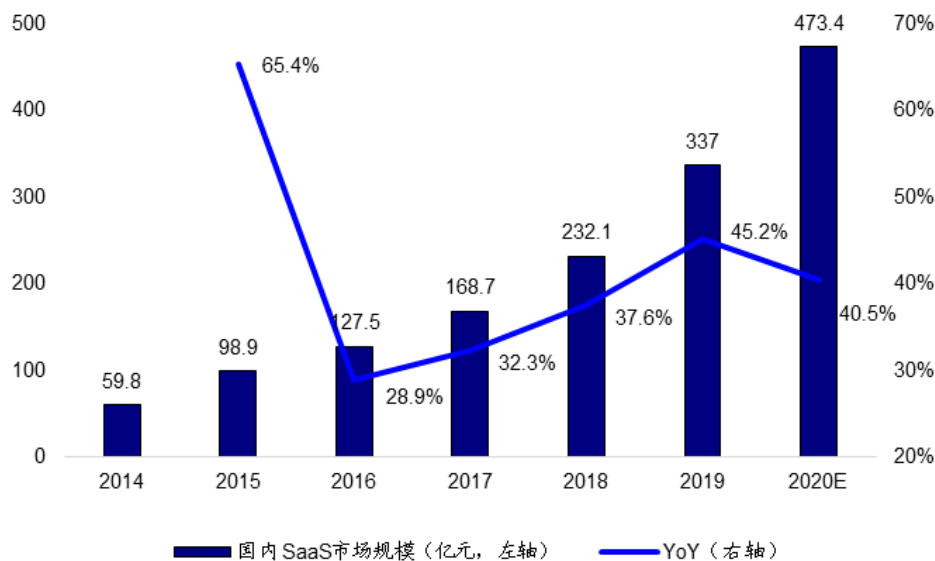
美国引领全球 SaaS 市场发展, 国内近年来发展迅速, 到目前已经形成覆盖多个领域的百亿级规模市场。2008 年到 2011 年是美国 IaaS 服务的高速增长期, 随后 SaaS 服务开始进入快速发展期, 许多 SaaS 公司陆续登陆资本市场并获得认可, 如 Salesforce、Shopify、ZENDESK、Veeva 等。

2014 年开始, 随着国内商业环境的改善、云计算理念的推广与普及以及基础云计算设施的逐渐完善, 企业上云的趋势快速推动了国内 SaaS 行业的发展, 出现了一批在各细分领域具有市场影响力的 SaaS 企业, 如北森云、销售易、随锐科技等。尤其是随着我国电子商务的发展, 在电商领域出现了一批 SaaS 企业, 包括光云科技、有赞及微盟等。

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%。根据 36Kr 援引艾瑞咨询发布的报告, 预计 2020 年我国 SaaS 市场规模将达到 473.4 亿元。

图21 国内 SaaS 市场规模及增速



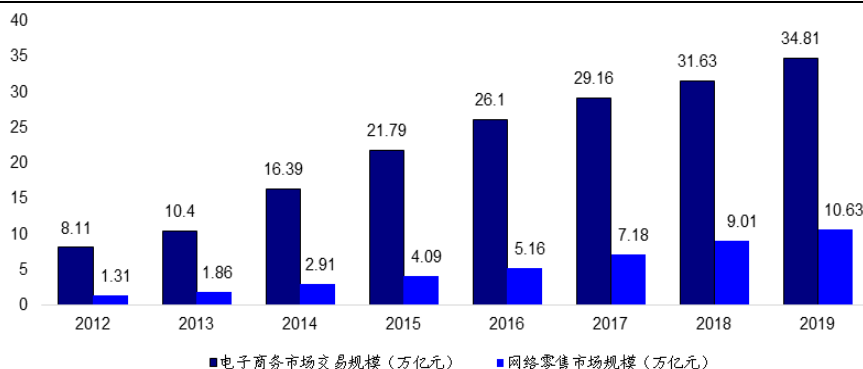
资料来源: 36Kr 援引艾瑞咨询 (含预测值), 海通证券研究所

3.2 电商 SaaS: 进入强者愈强的快速发展期

3.2.1 电商市场仍处于不断变化和高速增长阶段

电子商务及零售市场呈高速增长态势。近年来, 随着我国互联网基础设施的不断完善, 网络购物用户数量持续增长, 我国电子商务市场交易规模呈现高速增长的态势。根据国家统计局电子商务交易平台的统计, 2018 年中国电子商务市场交易规模达到 37.05 万亿元, 同比增长 27.1%; 网络零售市场交易规模为 9.01 万亿元, 同比增长 25.49%。

图22 电子商务市场交易和网络零售规模



资料来源: 国家统计局, 光云科技招股说明书, 海通证券研究所

随着电子商务行业逐渐发展成熟, 电商交易平台的头部效应愈发明晰, 网络购物流量持续将向以淘宝、天猫、京东及拼多多为代表的优势电商平台集中。根据新华网援引中国电子商务研究中心的报告, 目前淘宝、天猫及京东平台在网络购物市场中占据绝对的龙头地位。其中在 B2C 领域, 天猫、京东的市场份额合计超过 80%。

同时, 电商行业竞争格局近年仍在不断变化, 更多新兴玩家正在成长。拼多多业务近年的持续高增长, GMV 快速逼近京东, 2019 年拼多多 GMV 超过 1 万亿人民币, 增

速高达 113%，京东为 2 万亿，增速约 10%，拼多多成为国内电商第三极的姿态越来越明显。

3.2.2 电商行业竞争加剧促进电商 SaaS 付费率提升

电商 SaaS 产品属于电子商务服务业。电子商务服务业是指电子商务环境中，依托电子信息技术，为交易主体提供各类电商服务的服务商集合。电子商务服务业可细分为电子商务交易服务业、电子商务支撑服务业和电子商务衍生服务业。其中，电子商务支撑服务是确保电子商务活动顺利完成的基础支撑体系，目前主要包括电子支付服务、物流服务、信息技术服务三大类。电商 SaaS 产品应归类于电子商务支撑服务业项下的信息技术服务。

图23 电子商务的细分子行业



资料来源：光云科技招股书，海通证券研究所

国内电商平台的成熟和较高的集中度为电商 SaaS 企业提供铺平道路。我国的电子商务渗透率已经居于世界领先地位，以淘宝、天猫、京东、拼多多为代表的电商平台的商家流量降低了 SaaS 企业的获客成本，使得电商 SaaS 企业拥有自身独特的发展路径。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。大量电商企业聚集在各大电商平台降低了电商 SaaS 企业的获客成本，使得电商 SaaS 企业可以较快的实现盈利。

电商服务市场付费渗透率上升。随着电商商家数量的增长，市场竞争环境越显激烈，愿意对电商服务付费的优质商家的市场优势地位愈发明显，电商服务市场的付费渗透率进一步上升。

表 3 电商服务市场的付费渗透率

商家规模	付费渗透率
微型商家	48%
小型商家	84%
中型商家	99%
大型商家	100%

资料来源：阿里研究院，光云科技招股书，海通证券研究所

3.2.3 电商 SaaS 行业进入多元驱动快速发展期

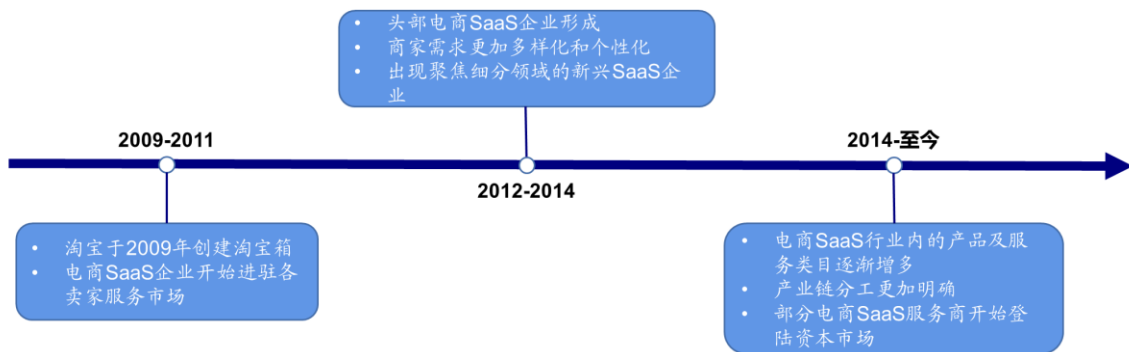
我国的电商 SaaS 行业在经历了 2009 年-2011 年的探索期、2012-2014 年的市场启动期之后，于 2014 年起进入高速发展期。

1) 探索期 (2009 年-2011 年): 2003 年淘宝网正式成立，其交易规模由 2004 年的 10 亿元快速增长至 2009 年的约 2000 亿元，期间淘宝商家的数量也快速增长。为了应对商家在店铺运营、订单管理、客户管理等方面的不同需求，淘宝于 2009 年创建了淘宝箱 (后更名为阿里巴巴商家服务市场)，引入首批电商 SaaS 企业，商家可在服务市场内购买开店经营所需的软件产品及相关服务，标志着中国电商 SaaS 业的开端。随着各平台电商卖家数量的不断扩大，电商 SaaS 企业开始进驻各平台开设的卖家服务市场，服务市场内的 SaaS 产品类目及服务形式也逐渐丰富。同时，随着 SaaS 企业的增加，行业竞争日趋激烈，部分 SaaS 企业被淘汰退出市场，行业开始整合。

2) 市场启动期 (2012 年-2014 年): 行业经过前期整合后，出现以光云科技、美登科技、麦苗网络、有赞为代表的头部电商 SaaS 企业。同时，国内电商市场继续保持快速发展，商家对电商服务的需求更加多样化和个性化，SaaS 企业根据市场的变化不断研发新的产品来满足商家的需求，同时也出现了聚焦于细分领域的新兴 SaaS 企业。

3) 高速发展期 (2014 年至今): 进入 2014 年，电商 SaaS 行业内的产品及服务类目逐渐增多，服务形式更多样化，整个产业链分工明确，市场交易规模稳步增长，行业进入高速发展期。同时，此阶段部分电商 SaaS 服务商开始登陆资本市场，借助外部资本促进企业发展。

图24 电商 SaaS 行业发展历程



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

经过近年来的快速发展，中国的电商 SaaS 行业呈现以下特点及发展趋势：

1) 从大型客户向中小企业用户拓展趋势。 目前国企或者大中型企业的信息化管理水平相对较高，传统软件公司多聚焦于满足该类客户的诉求。SaaS 产品部署于云平台，初始投入和使用成本较低，因此天然适用于中小微企业。中小微企业将是 SaaS 企业的主要客户群体，市场潜力巨大。

2) 平台多元化销售趋势。 近年来，以拼多多为代表的社交电商平台，以抖音、快手为代表的短视频平台，以 AliExpress 等跨境电商平台的出现，使行业的多平台发展趋势愈发明显，除了向传统的淘宝天猫和京东的商户进行服务外，需要电商 SaaS 企业提供可以动态链接多个平台的对应的多元化产品和服务。

3) 商品多场景投放趋势。 商家在平台上对于商品描述由初期的纯文字向图片、短视频、长视频、直播等方式衍变，未来视频、直播等可能成为商家的主流商品描述模式，电商 SaaS 企业需要针对上述趋势提供相应的产品及服务。

4) SaaS 产品智能化趋势。人工智能的底层技术逐渐成熟, 让其在电商 SaaS 产品中具有应用的可能。同时, 随着人力成本逐年上升, 电商商家的运营成本不断增加, 以智能化产品来替代人力投入, 提升工作效率, 成为行业的普遍趋势。

5) 头部效应明显, 中大型电商客户数量增加, 付费意愿度增强。随着电商行业竞争的日益激烈, 马太效应日趋明显, 相较于小微商家, 中大型商家未来在资金、获客渠道、供应链管理等方面的竞争优势将愈发明显, 其将聚焦于增强内部经营管理以提升盈利能力, 主要路径之一为利用 SaaS 产品提升管理效率。

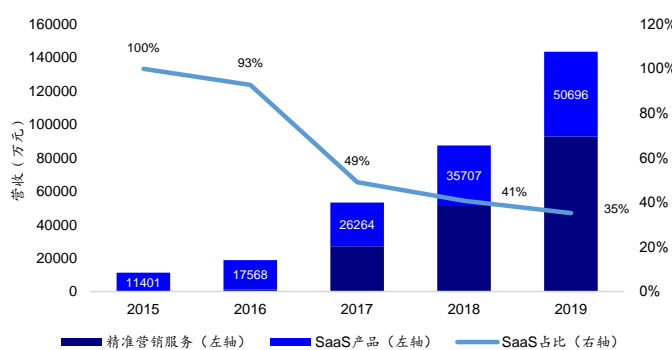
4. 中心化电商 SaaS 龙头的独特优势

4.1 成熟商业模式带来稳定盈利

国内电商 SaaS 行业头部公司包括光云科技、中国有赞和微盟, 三家公司都以电商 SaaS 作为主营业务(之一), 背靠不同电商平台进行拓展, 三家公司在商业模式、业务构成、目标客户等方面有所不同, 因此在其财务表现上出了一定的差异性。

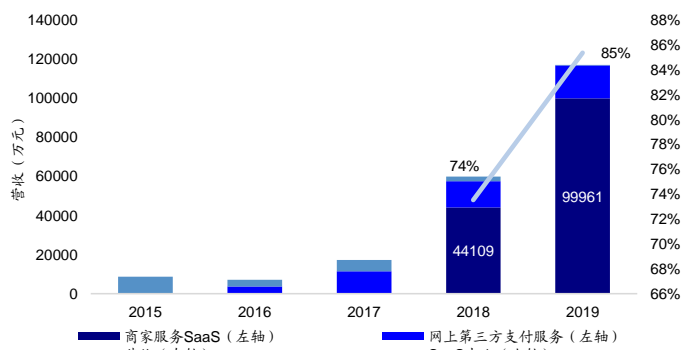
从收入体量上来看, 有赞、微盟在营业收入体量和增速上具有一定优势, 2019 年, 微盟、有赞、光云科技分别实现营业收入 14.37、11.74、4.65 亿元。在业务构成方面, 光云科技和有赞已形成电商 SaaS 业务为主, 其他增值服务为辅的业务模式; 微盟形成了电商 SaaS 与精准营销并重的业务模式, 且收入重心正逐步转向精准营销业务。其中光云科技的 SaaS 营收占比从 2017 年的 49% 增长至 2019 年的 68.9%, 有赞的 SaaS 业务从 2018 年开始并入上市公司, 到 2019 年营收占比超过 85%, 微盟的 SaaS 服务营收占比已经从 2015 年的 100% 降至 2019 年的 35%。

图25 微盟营收拆分及 SaaS 占比



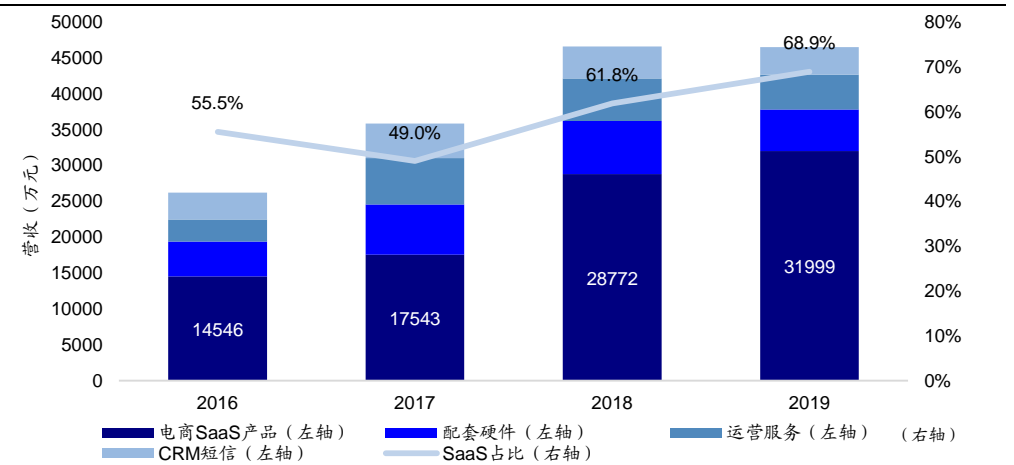
资料来源: WIND, 微盟财报, 海通证券研究所

图26 有赞营收拆分及 SaaS 占比



资料来源: WIND, 有赞财报, 海通证券研究所

图27 光云科技营收拆分及 SaaS 占比



资料来源：光云科技招股书，海通证券研究所

根据各家的招股说明书和年报，我们认为，在流量获取及目标客户方面，光云科技以阿里旗下的各类电商平台为基础，向京东、拼多多、饿了么等专业电商平台拓展业务，并通过电商平台自然引流及广告投放吸引商户。通过对公司的研究我们认为，有赞和微盟主要以腾讯旗下的微信等社交电商平台为基础，依托腾讯系私域流量，且微盟还向百度、知乎等其他社交平台有所拓展。整体来说，光云科技与有赞/微盟在客户上的重叠性不大。

图28 光云科技深度绑定淘宝，并在平台获得了极高的美誉度



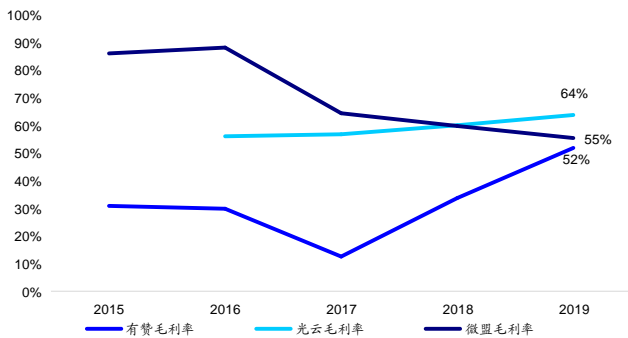
资料来源：光云科技官网，海通证券研究所

云平台建设方面，有赞和微盟已在 PaaS 云平台建设上进行了诸多探索，并已经形成了以自家云平台为基础的产品服务提供模式，光云尚未形成自己的云平台。

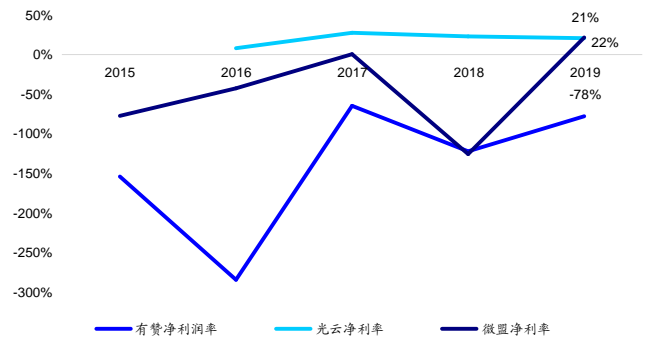
从用户的付费情况来看，付费客户数上光云具有较大优势。虽然光云科技面向的客户群体在体量上整体较有赞/微盟较小，但光云科技各项产品的付费用户数总计超过 130 万家，有赞和微盟在 2019 年分别拥有 8.23 万和 7.95 万家付费用户。

从毛利率角度看，光云科技毛利率最高。受制于精准营销业务较低的毛利率，微盟毛利率近年来持续下滑，已经从 90%+ 降至 55%；有赞毛利率在 2018 年并入 SaaS 业务后出现持续增长，2019 年达到 52%，但在三家可比公司中仍然处于低位；光云毛利率自 2016 年来持续增长，现已达到 64%。

盈利能力上，光云科技已连续三年实现亿元级别的正向归母净利润，形成了比较稳定的商业盈利模式，商业模式打磨成果显著；有赞亏损逐年加大，微盟净利润水平尚未达到稳态，常年出现间接性亏损。

图29 光云毛利率稳定增长，可比公司毛利率波动性大


资料来源：Wind，海通证券研究所

图30 光云持续正向净利率，可比公司净利率波动明显


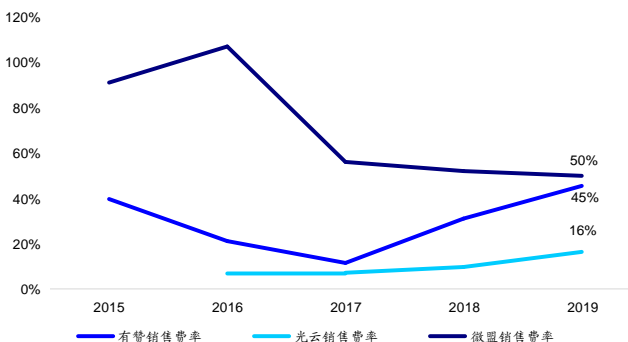
资料来源：Wind，海通证券研究所

对销售管理费率和其他支出进行分析，我们发现光云科技在费用支出方面非常克制，成本管理卓越，费率长期稳定保持在可比公司中的低位。

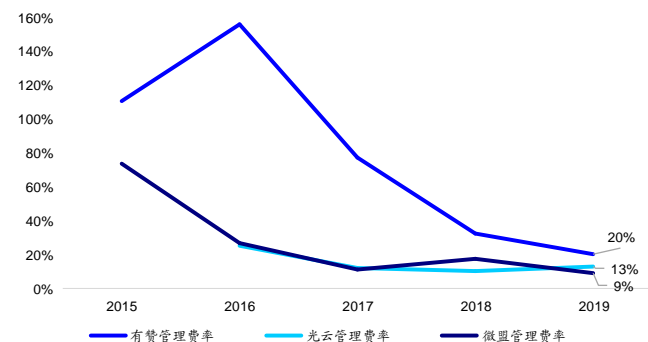
销售费率而言，光云科技销售费率长期保持在 10% 以下，在 2019 年首次突破达到 16%，而可比公司均超过 30%，尤其是微盟的销售费率常年超过 50%，这是微盟一直无法保证成本收入打平的重要因素。我们认为光云保持较低的销售费率主要系公司发展前期重点是中小客户群，且淘宝给与大量流量支持有关，这帮助公司有效的降低了销售费率。未来，公司将会不断向中大型用户拓展，并进行跨平台推广，公司的销售费率将有进一步上升的可能。

就管理费用而言，光云的管理费率长期保持在 13% 左右，没有明显波动，对比而言，微盟和有赞的管理费率也持续降低，但有赞的费率仍然高出光云近 7 个百分点。

除了在典型的费用方面光云保持优势之外，公司并未出现明显的资产减值或其他支出，而有赞在 2018-2019 年连续出现 5 亿元和 4.77 亿元的其他支出，占到营收的 74% 和 41%，费用居高不下和其他支出不稳定是有赞净利率无法转正的主要因素。

图31 光云销售费率相对可比公司持续维持低位


资料来源：Wind，海通证券研究所

图32 光云科技管理费率相对可比公司更稳定


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 光云科技的特殊性：中心化电商 SaaS 与去中心化电商 SaaS 的对比

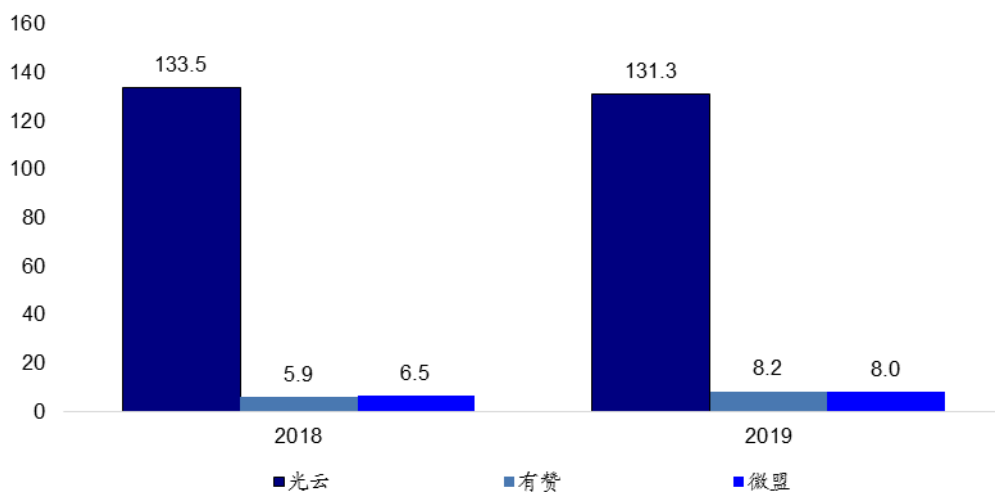
我们认为，电商 SaaS 可分为去中心化和中心化电商 SaaS 两种类型；这两种电商 SaaS 模式存在本质差别，其中中心化电商 SaaS 的本质是帮商家进“商超”，而去中心化电商 SaaS 的本质是帮商家开“独立店”。我们认为，从流量角度来看，中心化电商是公域流量，是帮助企业更好的获取平台的流量，平台掌握着流量的分配权；去中心化电

商是私域流量，商家自己掌握流量，将流量从平台剥离吸引至企业；更简单的说，中心化电商商家追求公域流量的分配，而去中心化电商商家追求私域流量的经营。我们认为，电商 SaaS 分化的直接原因是客户需求的分化，这种分化导致中心化电商 SaaS 具备较强的工具属性，而去中心化电商 SaaS 则具备较强的平台属性。业务属性的差异使得中心化和去中心化电商 SaaS 产生了两个核心区别，首先是目标客群定位不同，其次是发展路径有差异。

1) 目标客群定位不同。我们认为，中心化电商 SaaS 如光云通常定位为服务淘宝、天猫、拼多多等中心化电商平台上的商家，而去中心化电商 SaaS 通常定位为服务有独立流量需求的商家。通过分析，我们认为，这种分化未来可能导致三点差异性：

- 获客方式不同，中心化电商 SaaS 主要通过平台服务获客，获客成本较低，从报表上体现就是销售费用率低，而去中心化电商获客方式更为多样但本身并不能依赖大平台的引流，因此获客成本高，销售费用率相对更高；
- 潜在客户基数不同，中心化电商 SaaS 受益电商平台客户基础，发展前期可拥有更大的潜在客户基数，而去中心化电商 SaaS 没有相应用户基础和平台推广，用户数增速可能相对较慢。
- 商户规模大小或存在差异，一般而言规模较大商户会有获取独立流量的需求和能力，而中小商家独立生存能力更弱，对平台的依赖性更强，因此去中心化电商 SaaS 的客群商户规模可能整体更大。

图33 中心化电商 SaaS 光云科技的付费人数相对更高（万家）



资料来源：光云科技招股书，各公司年报，海通证券研究所

2) 发展路径差异。我们认为，对于商家而言，大型电商本身就具备较为完善的基础设施。电商服务的价值链环节包括营销、交易、支付、物流、仓储、运营与供应链等，由于电商在每一环节都已具备或基础或完善的功能与服务，因此中心化电商 SaaS 更多的是聚焦于其中一个或若干环节提供差异化的产品和服务。而去中心化电商 SaaS 的业务范围更广，本质原因即其本身就是基础设施提供商之一。我们认为，这种差异导致中心化电商 SaaS 核心是做好垂直产品，通过多品类多平台策略拓展边界，而去中心化电商 SaaS 核心是做好平台，通过搭建生态系统、吸引生态伙伴一起为客户赋能。我们认为，这种差异致使中心化电商 SaaS 专注于垂直产品打磨，而去中心化电商 SaaS 在客户增值服务上走得更广。

从中国电商行业发展来看，电商行业的头部趋势较为明显，马太效应极强。我们认为，在这种行业背景之下，去中心化电商 SaaS 在发展中易面临流量困境，而顺势而为

的中心化 SaaS 如光云科技,一方面通过增加产品线和协同销售提升中小客户的客单价,以及通过跨平台开发和推广来提升中小客户数;另一方面,还可以在多品类 SaaS 服务之上以深度定制来拓展高粘度的大客户市场,从而实现营收持续增长和稳定的盈利水平,同时,成熟商业模式之下的良好的现金流也将有助于公司进一步提升市占率,打开更大的电商 SaaS 市场。

5. 盈利预测

收入假设:

1. 电商 SaaS 产品: 我们认为,受益于电商行业的持续稳定发展,公司完善的 SaaS 产品矩阵以及在核心电商平台上的高市场竞争力,将推动公司电商 SaaS 产品业务稳定增长,同时公司将发力向中大型电商进行 SaaS 产品拓展,因此收入增长有望再加速,预计 2020-2022 年业务收入增速分别 22%/24%/28%。

2. 配套硬件&运营服务&CRM 短信业务: 配套硬件&运营服务&CRM 短信业务分业务为公司围绕电商 SaaS 业务的配套服务,是针对电商服务的有效补充。未来公司的业务重点仍将是电商 SaaS 产品,因此,我们预计未来三项业务收入体量将保持相对稳定,以较低的增速持续发展。

毛利率假设:

由于公司各项业务所提供产品标准化程度较高,对应毛利率非常稳定,因此我们预计未来三年各项业务毛利率将基本与 2019 年持平,但随着高毛利率 SaaS 产品业务收入的比重增加,公司综合毛利率将呈缓慢上升趋势。

表 4 公司分业务收入

(单位: 百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电商 SaaS 产品	175.4	287.7	320.0	390.4	484.1	619.6
同比增长 (%)	20.6%	64.0%	11.2%	22.0%	24.0%	28.0%
配套硬件	70.0	74.0	57.8	59.0	60.7	62.6
同比增长 (%)	45.0%	5.7%	-21.8%	2.0%	3.0%	3.0%
运营服务	64.6	59.4	48.8	50.2	52.2	54.8
同比增长 (%)	108.5%	-8.1%	-17.9%	3.0%	4.0%	5.0%
CRM 短信	48.3	44.4	38.1	38.8	40.0	41.2
同比增长 (%)	28.8%	-8.0%	-14.3%	2.0%	3.0%	3.0%
合计	358.4	465.5	464.7	538.4	637.1	778.3
同比增长 (%)	36.6%	29.9%	-0.2%	15.9%	18.3%	22.2%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 5 公司分业务毛利

(单位: 百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电商 SaaS 产品	125.6	208.6	233.7	281.1	351.0	452.3
毛利率 (%)	71.6%	72.5%	73.0%	72.0%	72.5%	73.0%
配套硬件	7.3	7.0	10.4	8.8	8.5	8.1
毛利率 (%)	10.4%	9.5%	17.9%	15.0%	14.0%	13.0%
运营服务	48.0	42.7	35.5	36.2	37.6	39.5
毛利率 (%)	74.4%	71.9%	72.8%	72.0%	72.0%	72.0%
CRM 短信	22.8	21.5	16.9	17.1	17.6	18.1
毛利率 (%)	47.2%	48.4%	44.3%	44.0%	44.0%	44.0%
合计	203.7	279.8	296.6	343.2	414.7	518.1
毛利率 (%)	56.9%	60.1%	63.8%	63.7%	65.1%	66.6%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 5.38 亿元、6.37 亿元和 7.78 亿元, 同比增长 15.9%、18.3%及 22.2%; 预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为 1.06 亿元、1.24 亿元和 1.67 亿元, 同比增长 9.6%, 17.3%以及 34.5%, 对应 EPS 分别为 0.26/0.31/0.42 元。

我们认为, 公司在电商 SaaS 领域的市场竞争优势显著, 未来伴随产品品类扩张、客户渗透率提升以及多平台战略的推进, 有望进一步巩固龙头地位。对比云服务领域可比公司, 基于电商行业的高增长性以及公司的龙头地位, 应给予公司相应溢价, 我们给予光云科技 2021 年 25-28 倍 PS, 2021 年 128-144 倍 PE, 对应 6 个月合理价值区间为 39.56-44.50 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 6 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
金山办公	688111.SH	314.85	1,451.5	0.87	1.79	2.64	362	175	119
用友网络	600588.SH	42.31	1,383.6	0.47	0.29	0.38	90	146	112
广联达	002410.SZ	64.91	768.9	0.21	0.37	0.58	312	176	111
平均				0.52	0.82	1.20	255	166	114

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2020 年 11 月 27 日收盘价。

表 7 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价(元)	市值(亿元)	总营收(亿元)			PS(倍)		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
金山办公	688111.SH	314.85	1,451.5	15.80	25.14	37.03	91.9	57.7	39.2
用友网络	600588.SH	42.31	1,383.6	85.10	92.05	110.04	16.3	15.0	12.6
广联达	002410.SZ	64.91	768.9	35.41	41.75	51.64	21.7	18.4	14.9
平均				45.43	52.98	66.24	43.3	30.4	22.2

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 公司采用 Wind 一致预期, 股价为 2020 年 11 月 27 日收盘价。

6. 风险提示

电商行业发展不及预期, 产品拓展不及预期, 以及市场竞争加剧的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	465	538	637	778
每股收益	0.24	0.26	0.31	0.42	营业成本	168	195	222	260
每股净资产	1.80	2.16	2.47	2.89	毛利率%	63.8%	63.7%	65.1%	66.6%
每股经营现金流	0.26	0.16	0.21	0.30	营业税金及附加	2	2	3	4
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	76	92	120	150
P/E	133.45	121.74	103.77	77.16	营业费用率%	16.3%	17.1%	18.9%	19.3%
P/B	17.82	14.83	12.97	11.11	管理费用	60	63	74	86
P/S	24.91	23.88	20.19	16.52	管理费用率%	12.9%	11.8%	11.7%	11.1%
EV/EBITDA	142.50	132.83	114.00	88.37	EBIT	69	87	99	133
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-2	-1	-1	-3
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
毛利率	63.8%	63.7%	65.1%	66.6%	资产减值损失	0	-6	-2	-3
净利润率	20.7%	19.6%	19.5%	21.4%	投资收益	25	25	29	38
净资产收益率	13.4%	12.2%	12.5%	14.4%	营业利润	98	109	130	174
资产回报率	11.6%	10.9%	11.1%	12.7%	营业外收支	4	4	4	4
投资回报率	9.1%	9.3%	9.2%	10.7%	利润总额	102	113	134	178
盈利增长 (%)					EBITDA	81	96	112	143
营业收入增长率	-0.2%	15.9%	18.3%	22.2%	所得税	5	8	10	11
EBIT 增长率	-31.0%	25.4%	14.3%	33.7%	有效所得税率%	5.1%	6.7%	7.5%	6.5%
净利润增长率	-10.0%	9.6%	17.3%	34.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	96	106	124	167
资产负债率	12.9%	10.6%	11.2%	11.6%					
流动比率	7.44	9.13	8.38	8.03	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	7.16	8.88	8.12	7.78	货币资金	34	53	89	183
现金比率	0.35	0.58	0.78	1.30	应收账款及应收票据	31	34	41	50
经营效率指标					存货	6	8	10	11
应收帐款周转天数	24.25	22.79	23.47	23.50	其它流动资产	648	745	813	886
存货周转天数	13.63	15.76	17.22	15.54	流动资产合计	719	840	953	1131
总资产周转率	0.56	0.56	0.57	0.59	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	111.16	56.24	40.76	37.28	固定资产	4	10	16	21
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	64	80	107	118
					非流动资产合计	110	130	163	179
					资产总计	829	970	1116	1310
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	短期借款	0	0	0	0
净利润	96	106	124	167	应付票据及应付账款	5	5	6	7
少数股东损益	0	0	0	0	预收账款	51	43	54	71
非现金支出	12	16	15	14	其它流动负债	41	44	54	63
非经营收益	-33	-29	-33	-43	流动负债合计	97	92	114	141
营运资金变动	28	-26	-24	-18	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	104	66	83	119	其它长期负债	11	11	11	11
资产	-3	-33	-44	-26	非流动负债合计	11	11	11	11
投资	-106	-80	-32	-38	负债总计	107	103	125	152
其他	26	26	29	38	实收资本	361	401	401	401
投资活动现金流	-84	-87	-47	-25	归属于母公司所有者权益	722	867	991	1158
债权募资	31	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
股权募资	0	40	0	0	负债和所有者权益合计	829	970	1116	1310
其他	-35	0	0	0					
融资活动现金流	-5	40	0	0					
现金净流量	15	19	36	94					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
洪琳 计算机行业
杨林 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 佳都科技,易华录,创业慧康,四维图新,京北方,广联达,中控技术,用友网络,金溢科技,拉卡拉,锐明技术,拓尔思,金山办公,捷顺科技,中孚信息,恒华科技,航天信息,京东数科,启明星辰,海康威视,金蝶国际,长亮科技,久远银海,广电运通,美亚柏科,寒武纪-U,奇安信-U,博思软件,安恒信息,华宇软件

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕灵(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgg12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
联系人
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒晖 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄 斌(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
董晓梅 dxm10457@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
李 婕 lj12330@htsec.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
张钧博 zjb13446@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com