

2020年06月24日

赋能小微电商&阿里参股的 SaaS 服务领先商

光云科技 (688365)

公司是业内领先的电商 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，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。

主要观点：

► **光云科技的核心竞争力：**(1) 具备适应电商需求的 SaaS 核心技术体系；(2) 股权激励捆绑核心员工。

► **电商 SaaS 产品业务：预计今年营收/毛利年复合增速为-17.97%/18.11%。**(1) 电商 SaaS 业务具有明显的生命周期属性，持续推出 SaaS 新业务并对业务组合进行管理的能力是光云科技的核心竞争力。(2) 预计 2020-2022 年超级店长营收/毛利复合增速分别为 4.55%和 4.83%。(3) 用户和单价稳步提升态势，预计 2020-2022 年来自于快递助手的营收及毛利的增速分别为 28.57%和 28.79%。(4) 预计 2020-2022 年来自于旺店系列营收及毛利的复合增速分别为 3.87%和 4.15%。(5) 其他 SaaS 服务：未来 3 年营收/毛利复合增速分别为 39.76%/40.13%。

► **增值产品&服务：预计今年营收/毛利年复合增速为-0.29%/-1.13%。**配套硬件、运营服务、CRM 短信等业务有助于满足电商的日常运营，未来发展基本平稳。

► **盈利预测及估值。**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.26/1.56/1.92 亿元，年复合增速 25.93%。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

电商平台依赖风险、疫情引致的不确定性、技术风险、系统性风险等。

盈利预测与估值

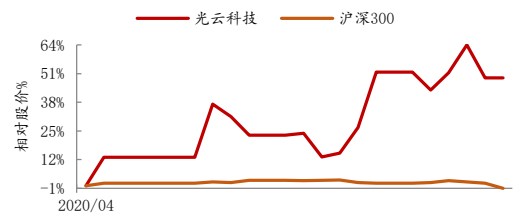
财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	465.49	464.65	509.63	579.61	668.02
YoY (%)	29.89%	-0.18%	9.68%	13.73%	15.25%
归母净利润(百万元)	107.11	96.37	125.52	155.69	192.46
YoY (%)	7.99%	-10.03%	30.25%	24.04%	23.62%
毛利率 (%)	60.11%	63.83%	64.82%	65.88%	66.93%
每股收益 (元)	0.27	0.27	0.31	0.39	0.48
ROE	17.58%	13.35%	9.24%	10.30%	11.32%
市盈率	229.72	229.79	196.03	158.04	127.85

资料来源：wind、华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 增持
上次评级： 首次覆盖
最新收盘价： 61.36

股票代码： 688365
52 周最高价/最低价： 73.67/38.03
总市值(亿) 246.05
自由流通市值(亿) 19.81
自由流通股数(百万) 32.29



分析师：王秀钢
 邮箱：wangxg1@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519020001

联系人：李化
 邮箱：lihua1@hx168.com.cn

联系人：余凌菲
 邮箱：yulf@hx168.com.cn

正文目录

1. 光云科技：研发&激励驱动的电商 SaaS 领先企业	4
1.1. 立足阿里生态发展壮大的多平台电商 SaaS 领先供应商	4
1.2. 以充分股权共享&激励构筑电商 SaaS 技术及整体竞争力	7
1.2.1 适应电商需求的 SaaS 核心技术体系	7
1.2.2 富有效率的股权共享&股权激励	9
1.2.3 服务中小商户入手的经营理念&优质的客户体验强化客户粘性	11
1.3. 2016-2019 年营收和净利润增速分别为 21%与 122.34%	11
2. 预计头部电商 SaaS 未来 3 年复合增速 15-20%	12
3. 电商 SaaS：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为 13.63%/13.77%	15
3.1. 超级店长：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为 4.55%/4.83%	16
3.2. 快递助手：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 分别为 28.57%/28.79%	18
3.3. 旺店系列：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 分别为 3.87%/4.15%	19
3.4. 其他 SaaS 服务：未来 3 年营收/毛利复合增速分别为 39.76%/40.13%	20
3.5. 预测汇总：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为 17.97%/18.11%	22
4. 其他业务：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为-0.29%/-1.13%	22
4.1. 配套硬件：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为-3.06%/-5.70%	22
4.2. 运营服务：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为-4.34%/-4.63%	24
4.3. CRM 短信：预计未来 3 年营收/毛利复合增速为-8.03%/7.80%	25
4.4. 汇总：预计未来 3 年 SaaS 以外业务的营收/毛利 CAGR 为-0.29%/-1.13%	26
5. 预计 2020-2022 年归母净利润年复合增速 25.93%，增持评级	26
5.1. 募投分析：扩大规模&服务优化，蓄能未来长期发展	26
5.2. 营收预测：预计 2020-2022 年营收年复合增速达 12.86%	27
5.3. 利润预测：预计 2020-2022 年归母净利润年复合增速达 25.93%	27
6. 估值：暂不给定目标价，“增持”评级	29
7. 风险提示	29

图表目录

图 1 光云科技公司发展历程	5
图 2 光云科技主要产品形态	6
图 3 主要产品在阿里电商的用户数量及排名整理	6
图 4 2019 年 Q1-3 光云科技来自各电商平台营收占比	6
图 5 截至 2019 年 9 月 30 日研发人员总量及占比情况	9
图 6 研发费用率变动情况	9
图 7 2016-2019 年营收及归母净利润（万元）	12
图 8 2016-2019 年经营净现金与利润情况对比	12
图 9 公司毛利率稳步增长	12
图 10 销售费用和研发费用高增速驱动未来成长	12
图 11 中国 SaaS 市场未来 3 年复合增速 36.76%	15
图 12 中国网络零售市场未来增速仍超 10%	15
图 13 电商 SaaS 服务分层特征	16
图 14 超级店长产品示意图	17
图 15 快递助手产品示意图	18
图 16 旺店交易产品示意图	20
图 17 旺店商品产品示意图	20
图 18 旺店交易价格区间变化趋势	20
图 19 旺店商品价格区间变动趋势	20

图 20 超级快车产品示意图.....	21
图 21 配套硬件-快麦打印机示意图.....	23
图 22 2016-2022 年配套硬件营收趋势（万元）	23
图 23 运营服务主要内容简介	24
图 24 2016-2022 年运营服务业务营收变动趋势（万元）	24
图 25 CRM 短信业务活动界面展示.....	25
图 26 2016-2022 年 CRM 短信营收变动趋势（万元）	25
表 1 光云科技核心技术与研发情况.....	8
表 2 上市后股份结构	10
表 3 核心员工持股情况（上市后）	10
表 4 国内外典型 SaaS 公司整理	13
表 5 超级店长各个版本的定价情况.....	17
表 6 超级店长营收预测	17
表 7 快递助手各个版本的定价情况.....	18
表 8 快递助手营收预测	19
表 9 旺店系列营收及毛利预测	20
表 10 超级快车各个版本的定价情况.....	21
表 11 其他业务营收及毛利预测	22
表 12 光云科技电商 SaaS 业务营收及毛利预测.....	22
表 13 配套硬件营收及毛利预测	23
表 14 运营服务营收及毛利预测	25
表 15 CRM 短信营收及毛利预测	26
表 16 光云科技增值产品&服务相关的营收及毛利预测汇总	26
表 17 光云科技募投项目基本情况整理.....	27
表 18 光云科技整体营收及毛利预测.....	27
表 19 光云科技利润预测	28
表 20 可比公司及其估值	29

1. 光云科技：研发&激励驱动的电商 SaaS 领先企业

光云科技是国内业内领先的电商 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，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。自成立以来，旗下产品多次被阿里巴巴商家服务市场评为“金牌淘拍档”，在行业内具有良好的口碑和品牌效应，在电商 SaaS 中处于领先地位。

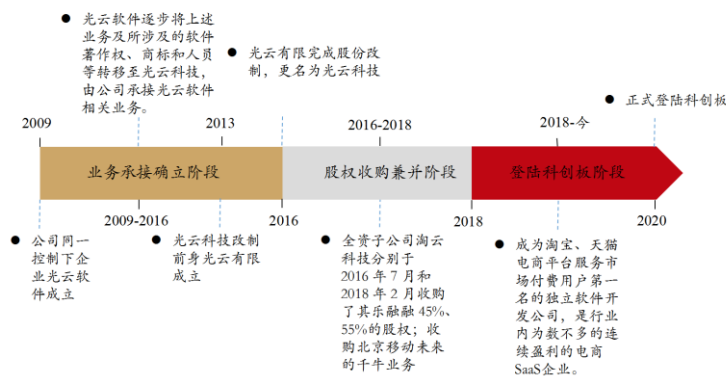
1.1. 立足阿里生态发展壮大的多平台电商 SaaS 领先供应商

公司成立于 2013 年，主要创始人均有阿里从业经验，主要业务以面向阿里海量电子商务商家提供店铺&商品管理为主。(1) 主要董事及高管均有阿里供职经验：公司董事长&总经理谭光华毕业于东南大学，2008 年至 2009 年，就职于阿里巴巴（中国）网络技术有限公司，担任软件工程师；公司董事、副总经理张秉豪毕业于东南大学，2008 年至 2010 年，就职于阿里巴巴（中国）网络技术有限公司，担任开发工程师、产品经理；公司董事姜兴 2001 年至 2012 年，就职于阿里巴巴（中国）网络技术有限公司，担任研发资深总监；2012 年至 2013 年，就职于淘宝（中国）软件有限公司，担任产品技术部负责人、客户满意中心负责人；2013 年至 2014 年，就职于浙江蚂蚁小微金融服务集团有限公司，担任保险事业部总经理；2014 年 4 月至今，就职于众安在线财产保险股份有限公司，担任副总经理兼首席技术官；公司副总经理翁云鹤毕业于北京邮电大学，；2009 年至 2010 年，就职于浙江阿里巴巴云计算有限公司；(2) 阿里创投系公司主要股东之一，根据招股说明书披露：2017 年 5 月，阿里创投以约合 1.08 亿元认购公司 333.7117 万元新增注册资本，系光云科技报告期内的第二次增资。目前其持有光云科技约 1732.32 万股，占公司总股本的 4.32%。(3) 阿里巴巴电子商务平台的引流系公司脱颖而出的重要原因：①光云科技是阿里巴巴商家服务市场最早的电商 SaaS 产品服务商之一，自设立以来其核心产品超级店长一直是市场上首批电商店铺综合管理类软件之一，相比其他竞争对手，公司在电商商家中率先形成了一定的客户基础及行业认可度；②作为阿里巴巴商家服务市场累积付费用户数最多的电商 SaaS 服务商之一，光云科技在服务市场具有相当的品牌知名度，超级店长、快递助手、旺店交易及旺店商品等电商 SaaS 产品也获得了电商商家的广泛认可。超级店长多次获得阿里巴巴官方颁发的店铺管理类“金牌淘拍档”荣誉，在行业内具有良好的口碑和品牌效应。公司利用其品牌效应，针对电商商家的运营需求不断研发推出新的电商 SaaS 产品，强化品牌优势，提升持续经营能力。

公司发展壮大过程始终立足电商 SaaS 及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) 第一阶段为业务承接确立阶段（2009-2016 年）。光云科技业务系由光云软件陆续转移。光云软件成立于 2009 年 7 月，原系公司实际控制人谭光华同一控制下的企业，主要从事电商 SaaS 产品和 CRM 短信业务。出于同一控制下业务整合的目的，光云软件逐步将上述业务及所涉及的软件著作权、商标和人员等转移至光云科技，由公司承接光云软件相关业务。光云软件已于 2017 年 2 月注销。公司改制前身光云有限成立于 2013 年 8 月，光云科技系由光云有限整体于 2016 年 4 月变更设立的股份有限公司。(2) 第二阶段为股权收购兼并阶段（2016-2018 年），完成对其乐融融股权和北京移动未来股权收购。①经过收购其乐融融股权，公司进一步加强了在电商订单管理类目的市场竞争力：其乐融融主要是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。公司为了加强在电商订单管理类目的市场竞争力，以及进一步加大电子面单打印业务与快递助手软件的整合，由公司全资子公司淘云科技分别于 2016 年 7 月和 2018 年 2 月收购了其乐融融 45%、55%的股权；②收购北京移动未来的股权，加强公司千牛端市场的产品竞争力：北京移动未来主要为电商商家提供旺店交易、旺店商品等 SaaS 产品。鉴于千牛端市

场发展预期良好的发展背景，2016 年通过收购并整合起步早综合排名领先的北京移动未来的千牛业务，从而加强在千牛端市场的产品竞争力，从而完善垂直细分领域的电商 SaaS 产品布局。在完成对北京移动未来的收购及相关人员、技术、产品整合后，旺店交易、旺店商品等旺店系列产品的付费用户数和续费率均实现了有效提升。(3) 第三阶段为公司成功登陆科创板阶段（2018-今），公司依托技术研发，不断升级迭代产品，针对各大电商平台特点努力实现 SaaS 全面客户覆盖。作为淘宝、天猫电商平台服务市场付费用户第一名的独立软件开发公司，已形成良好的品牌效应和认可度，是行业内为数不多的连续盈利的电商 SaaS 企业。今年公司正式登陆科创板，或成为电商 SaaS 行业领头羊。

图 1 光云科技公司发展历程



资料来源：公司官网、公司招股说明书、华西证券研究所

围绕中小微电子商务商家的核心需求，提供相应的电商 SaaS 产品及增值服务，帮助商家实现精细化运营管理，降低运营成本、提升经营效率。目前主要产品形态包括电商 SaaS 产品、配套硬件、运营服务及 CRM 短信等。具体而言：(1) 电商 SaaS 产品：公司通过研发和销售以超级店长、快递助手、超级快车、旺店系列为代表的 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。① 超级店长是一款商家店铺综合管理 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。为了满足商家简化操作的需求，部分功能在设置后即可实现店铺自动化管理。② 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，满足商家快速、稳定的订单处理需求，提升订单发货效率。③ 超级快车是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，提升商家运营效率。④ 旺店系列是公司基于阿里巴巴千牛工作台开发的 SaaS 产品，以最具有代表性的旺店交易、旺店商品为例，旺店交易是一款千牛交易软件，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。旺店商品是一款千牛商品软件，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。(2) 配套硬件：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、快麦 ERP 等 SaaS 产品配套使用能大幅提高商家打单发货效率。(3) 运营服务：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，公司的运营服务基于超级快车软件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，具体包括超级快车人机、快麦电商（原名云托管）

等产品。(4) 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, 帮助商家实现精细化会员管理, 提升会员粘性、活跃度和忠诚度, 增加会员复购率和销售额, 强化产品品牌, 协助商家全方位建设会员营销体系, 提升会员营销能力。

图 2 光云科技主要产品形态



资料来源: 公司招股说明书、华西证券研究所

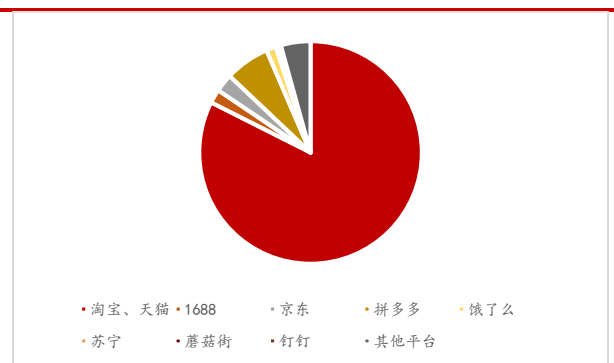
以阿里为主、面向多平台多品类的电商 SaaS 已然成型。(1) 光云科技在阿里巴巴商家服务市场的电商 SaaS 客户服务数量(付费用户数)处于所属类目服务市场领先地位。根据招股说明书数据, 截至 2019 年 9 月 30 日: 超级店长产品共有付费用户数 46.3 万户, 位居商品管理类类目第一名; 快递助手费用用户 37.0 万户, 位居订单管理类类目第一名; 旺店交易付费用户 23.3 万户, 位居千牛订单管理类类目第二名; 旺店商品付费用户 9 万户, 位居千牛商品管理类类目第 4 名; 超级快车付费用户 0.6 万户, 位居流量推广类类目第 4 名。(2) 根据电商竞争格局, 逐步研发了适用于各大电商平台的 SaaS 产品, 目前公司产品覆盖淘宝、天猫、1688、速卖通、京东、拼多多、饿了么、苏宁、蘑菇街、Lazada 等主流电商平台。目前, 公司营收仍然主要来自阿里的淘宝及天猫平台, 但依赖度呈现显著降低——来自于这两大平台的营收占比由 2016 年的 99.79% 下降至 2019 年 1-9 月的 82.42%。

图 3 主要产品在阿里电商的用户数量及排名整理

产品	功能类目	截至 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	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	第 4 名
超级快车	流量推广	0.6	第 4 名

资料来源: 招股说明书、华西证券研究所

图 4 2019 年 Q1-3 光云科技来自各电商平台营收占比



资料来源: 招股说明书、华西证券研究所

1.2. 以充分股权共享&激励构筑电商 SaaS 技术及整体竞争力

1.2.1 适应电商需求的 SaaS 核心技术体系

围绕着电商商家的需求，光云科技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、电商领域分词技术及淘宝直通车广告竞价投放技术等核心技术，有效支撑公司核心业务的运营。具体包括：（1）**亿级订单实时处理架构技术**——公司自主研发的亿级订单实时处理架构技术主要包含分布式动态扩容技术、大规模后台任务并行执行框架、全链路性能追踪技术等。具体包括：①动态扩容技术：该技术可以在分钟级自动触发上线分布式服务节点，并通过远程指令进行一系列操作，如：自动编译、发布、部署、上线等，可日均稳定处理超 1,600 万笔订单，技术应用成熟；②后台任务并行执行框架：该框架可在短时间内执行商家提交的大规模操作任务，可帮助商家完成任务优先级自定义编排、构建自定义、执行异常自动重试、执行过程监控等功能；③全链路性能追踪技术：该技术实现了对异常情况的分钟级响应，并对服务调用、中间件组件、数据库等全链路的访问时间、异常信息等进行记录。④亿级订单实时处理架构技术有效支撑了公司核心业务的发展——光云科技旗下超级店长和快递助手以其稳定性赢得了用户的信赖：超级店长在报告期内每年在阿里巴巴商家服务市场商品管理类目的付费用户数均排名第一，每年为 50 万以上的商家平稳度过大型促销活动。快递助手于 2018 年应用该技术后，在阿里巴巴商家服务市场订单管理类目的付费用户数排名第一，在多个电商平台订单管理类目的付费用户数均排名前三，在过往 12 个月内为 36 万商家累计稳定处理超过 60 亿笔订单。（2）**电商领域分词技术**：该技术引入专有词汇，基于单词向量化，使用多层卷积神经网络，训练得到了垂直领域分词模型，提高了中文分词的准确性和类别相关性，为商家提供了标题优化建议以及宣传文案材料，以改善商家的搜索匹配度和自然搜索流量。目前该技术主要用于超级店长和旺店系列产品中的标题优化、选词工具、违禁词检测、评价分析等模块，有效提升了商家的商品管理效率。（3）**淘宝直通车广告竞价投放技术**：主要包括：①策略系统：运用大数据实时分析技术，对平台细分领域商家的交易记录、投放记录和商品资料等数据进行在线分析，通过自研的数据模型完成自动路由、自动优选和策略决策；②竞价系统：运用投放系统实时为商家提供广告预算，使用数据流中间件实时接收结果反馈；③资源管理系统：通过商家的交易记录、投放记录和商品资料等数据，完成正向反馈，完善决策模型。该广告竞价投放技术处于行业领先地位，已支持对 1.6 亿关键词进行离线大数据分析，每日为淘宝商家优化出词出价可达 2000 万次，获得了阿里巴巴商家服务市场 2015-2017 年广告营销类目银牌淘拍档。（4）**人工智能详情页生成技术**：主要包括：①图像处理算法：通过图像分类算法可以自动提取和区分详情页原始素材中的图像语义信息，利用算法模型判断图像特定部分是否符合特定语义集。通过目标检测算法定位图像中主体位置，已实现 1000 像素图片上的识别误差率小于 0.3%，处于电商 SaaS 领域的领先水平。通过关键点估计算法能精确捕获脸部五官、肩胛、服饰领口或拉链等关键点位置。②详情页排版技术：参数描述模板制作技术会自动分析美术设计人员的 Photoshop 模板文件，将其导入在线编辑器中，根据用户的版式布局进行替换，并在形成的版式，组件和组件以及图形布局上创建算法策略标签。创建之后，图文布局算法基于算法策略标签和图形材料进行视觉布局，而图像调整算法则对模板组件内图像语义主体（人或产品主体）的精确放置进行处理。（5）**图像前景提取技术**：电商运营经常需要提取商品前景主体，将主体放置在各种背景图上。公司的图像前景提取技术结合了 Instance Segmentation 模型和 Image Matting 模型的优势，深度优化模型参数，达到了业内领先水平。（6）**分布式弹性架构技术**：以阿里巴巴开源的 SOA 框架 dubbo 为基础，结合 Google 开源的高性能非关系型数据库存储系统 LevelDB 等构建了应用架构体系，并在该框架上搭建了商品更新、图片更新、分词、评价管理等核心服务，同时支持公司多款产品。

表 1 光云科技核心技术与研发情况

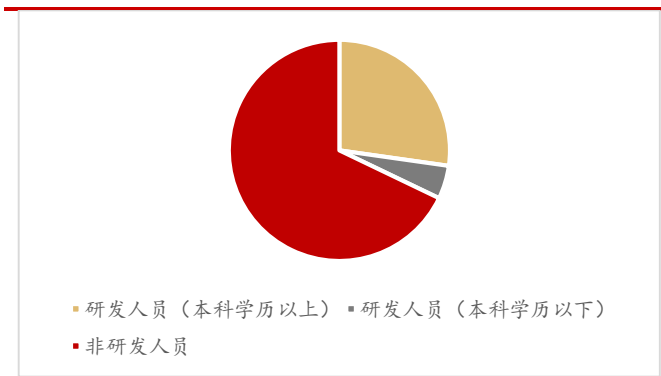
核心技术		技术概况
亿级订单实时处理架构技术	动态扩容技术	该技术可以在分钟级自动触发上线分布式服务节点，并通过远程指令进行一系列操作，如：自动编译、发布、部署、上线等，可日均稳定处理超 1,600 万笔订单，技术应用成熟。
	后台任务并行执行框架	框架可在短时间内执行商家提交的大规模操作任务，可帮助商家完成任务优先级自定义编排、构建自定义、执行异常自动重试、执行过程监控等功能。
	全链路性能追踪技术	该技术实现了对异常情况的分钟级响应，并对服务调用、中间件组件、数据库等全链路的访问时间、异常信息等进行记录。
电商领域分词技术		该技术引入专有词汇，基于单词向量化，使用多层卷积神经网络，训练得到了垂直领域分词模型，提高了中文分词的准确性和类别相关性，为商家提供了标题优化建议以及宣传文案材料，以改善商家的搜索匹配度和自然搜索流量。目前该技术主要用于超级店长和旺店系列产品中的标题优化、选词工具、违禁词检测、评价分析等模块，有效提升了商家的商品管理效率。
淘宝直通车广告竞价投放技术	策略系统	运用大数据实时分析技术，对平台细分领域商家的交易记录、投放记录和商品资料等数据进行在线分析，通过自研的数据模型完成自动路由、自动优选和策略决策。
	竞价系统	运用投放系统实时提供广告预算，使用数据流中间件实时接收结果反馈。
	资源管理系统	通过商家的交易记录、投放记录和商品资料等数据，完成正向反馈，完善决策模型。该广告竞价投放技术处于行业领先地位，已支持对 1.6 亿关键词进行离线大数据分析，每日为淘宝商家优化出词出价可达 2000 万次，获得了阿里巴巴商家服务市场 2015-2017 年广告营销类目银牌淘拍档。
人工智能详情页生成技术	图像处理算法	通过图像分类算法可以自动提取和区分详情页原始素材中的图像语义信息，利用算法模型判断图像特定部分是否符合特定语义集。通过目标检测算法定位图像中主体位置，已实现 1000 像素图片上的识别误差率小于 0.3%，处于电商 SaaS 领域的领先水平。通过关键点估计算法能精确捕获脸部五官、肩胛、服饰领口或拉链等关键点位置。
	详情页排版技术	参数描述模板制作技术会自动分析美术设计人员的 Photoshop 模板文件，将其导入在线编辑器中，根据用户的版式布局进行替换，并在形成的版式，组件和组件以及图形布局上创建算法策略标签。创建之后，图文布局算法基于算法策略标签和图形材料进行视觉布局，而图像调整算法则对模板组件内图像语义主体（人或产品主体）的精确放置进行处理。

<p>图像前景提取技术</p>	<p>电商运营经常需要提取商品前景主体，将主体放置在各种背景图上。公司的图像前景提取技术结合了 Instance Segmentation 模型和 Image Matting 模型的优势，深度优化模型参数，达到了业内领先水平。</p>
<p>分布式弹性架构技术</p>	<p>以阿里巴巴开源的 SOA 框架 dubbo 为基础，结合 Google 开源的高性能非关系型数据库存储系统 LevelDB 等构建了应用架构体系，并在该框架上搭建了商品更新、图片更新、分词、评价管理等核心服务，支持公司多款产品。</p>

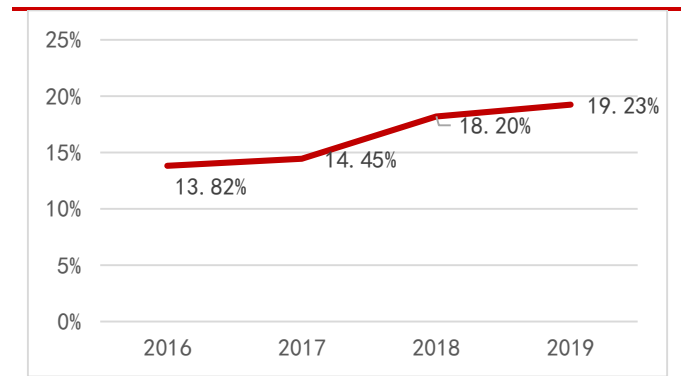
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

较为庞大的研发团队以及较高的研发费用率为核心技术的可持续推进奠定坚实基础。(1) 公司现有研发人员情况：截至 2019 年 9 月 30 日，公司研发人员为 283 人，占公司总人数的 32.12%。其中，具有本科以上学历的研发人员 240 人，占研发人员的 84.81%。高研发人员占比及较为庞大的研发团队有助公司围绕电商 SaaS 业务实现良性可持续成长。(2) 公司研发投入情况：2016-2019 年研发费用依次为 3,625.56/5,178.78/8,472.98/8,935.46 万元，研发费用率分别为 13.82%/14.45%/18.20%/19.23%。

图 5 截至 2019 年 9 月 30 日研发人员总量及占比情况 图 6 研发费用率变动情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所



资料来源：公司招股说明书、公司年报、华西证券研究所

1.2.2 富有效率的股权共享&股权激励

光云科技投入 283 名研发人员（占公司总人数的 32.12%），2019 年公司研发投入超过 8,935.46 万元（占公司总营收的 19.23%），且 2017 年度、2018 年度研发费用分别增长 42.84%、63.61%，目前已形成了远近结合、梯次接续的产品和技术储备格局，为公司进一步扩大了行业技术领先优势。(1) 实际控制人持股情况：谭光华通过直接及间接的方式合计控制公司 23,068.7280 万股股份，占上市后总股本的比例为 57.528%。作为公司创始人，谭董事长持股比例大于 50% 有助于决策权的相对集中，为落实公司的整体战略奠定坚实基础。此外，谭董事长控制的其他企业包括浙江大器（以提供机器人应用领域的资讯、解决方案和服务为主要业务）。(2) 公司核心管理团队通过祺御投资、华营投资实现对公司的较大比例持股，体现与公司发展壮大价值贡献与长期激励。其中张秉豪通过华营投资间接持有光云科技 1.73% 股份，现任公司董事、副总经理；姜兴通过祺御投资间接持有公司 12.49% 股份，现任公司董事；王祎通过华营投资间接持有公司 0.78% 股份，现任公司董事、副总经理、核心技术人员；罗雪娟通过华营投资间接持有公司 0.22% 股份，现任公司监事会主席；董旭辉通过华营投资间接持有公司 0.26% 股份，现任公司监事；罗俊峰通过华营投资间接持有公司 0.39% 股份，现任公司监事、核心技术人员；翁云鹤通过华营投资间接持有公

司 0.43%股份，现任公司副总经理；高晓聪通过华营投资间接持有公司 0.07%股份，现任公司财务总监。(3) 光云科技通过华营投资、华彩投资和华铂投资三大员工持股平台实现对公司的长期激励。核心员工通过华营投资、华彩投资和华铂投资三大员工持股平台持有光云科技上市后约 12.37%的股权，建立长期高效的利益捆绑机制。截至 2019 年 9 月 30 日，公司包含上述管理层人员在内共有 99 人通过三大持股平台间接持有公司股份，占公司在职工总数的 11.23%。其中包含七名核心技术人员：王祎持有公司上市后的 0.7024%股份、罗俊峰持有公司上市后的 0.3512%股份、彭石持有公司上市后的 0.0778%股份、周杰持有公司上市后的 0.0661%股份、顾飞龙持有公司上市后的 0.0327%股份、顾焱持有公司上市后的 0.0249%股份、王震持有公司上市后的 0.0140%股份。(4) 上市阶段，公司还通过战略配售进一步激励核心员工：中金专项资管计划获配的股票数量为 3,850,193 股，占首次公开发行股票数量的 9.60%，且承诺获得本次配售的股票持有期限不少于 12 个月，激励的核心员工包括公司副总、总监等重要核心员工。

表 2 上市后股份结构

股东	股数 (万股)	直接持股比例
光云投资	15432.084	38.48%
祺御投资	4511.25	11.25%
谭光华	4363.281	10.88%
华营投资	3,273.36	8.16%
云锋新呈	1,768.41	4.41%
云锋新呈	1,768.41	4.41%
阿里创投	1,732.32	4.32%
华彩投资	1,559.09	3.89%
南海成长	978.039	2.44%
兴龙杰投资	465.561	1.16%
深圳赛富	360.9	0.90%
浙江恒峰	360.9	0.90%
多牛云洋	353.682	0.88%
蓝江飞龙	310.374	0.77%
林天翼	310.374	0.77%
置展投资	310.374	0.77%
新股发行	40.100	10.00%
合计	40100	100%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

表 3 核心员工持股情况 (上市后)

姓名	职务	持股 (含间接) 比例
谭光华	董事长、总经理	54.95%
姜兴	董事	11.25%
张秉豪	董事、副总经理	1.56%
王祎	董事、副总、核心技术人员	0.70%
罗雪娟	监事会主席	0.20%
董旭辉	董事	0.23%
罗俊峰	监事、核心技术人员	0.35%
翁云鹤	副总经理	0.39%
高晓聪	财务总监	0.06%
刘宇	董事会秘书、副总经理	0.06%
马征	董事姜兴配偶	0.01%
谭智生	实际控制人谭光华之父	0.77%
顾飞龙	核心技术人员	0.04%
周杰	核心技术人员	0.06%
彭石	核心技术人员	0.08%
王震	核心技术人员	0.02%
顾焱	核心技术人员	0.03%
赵剑	副总经理	0.00%
毋琼丽	副总经理赵剑之配偶	0.09%

资料来源：公司招股说明书、公司年报、华西证券研究所

表 4 股权激励员工结构

员工类别	数量	占员工总数的比例 (%)
受股权激励对象	纯管理人员	4 第 1 名
	核心技术人员	7 第 1 名
	其他	88 第 2 名
	合计	99 第 4 名
其他员工	782	第 4 名
合计	881	第 4 名

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

1.2.3 服务中小商户入手的经营理念&优质的客户体验强化客户粘性

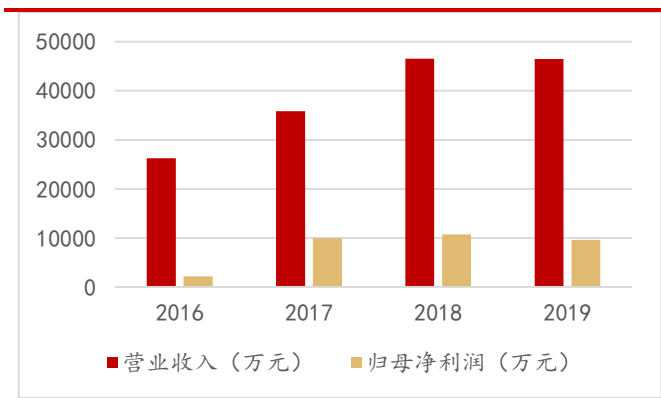
光云科技以服务中小商户入手，为公司针对大型商户开发的 ERP 业务引流积累庞大的客户基础。先发优势明显&优质的客户体验强化客户粘性，奠定了公司核心竞争力。(1) 差异化的管理方式：与主要竞争对手金蝶和管易更倾向于服务大型商户的管理方式不同，目前光云科技的主要服务对象仍以中小商户居多，积累了庞大的客户基础。(2) 客户粘性效应明显：公司进驻服务市场较早拥有较好的客户基础。客户的使用习惯需要长时间积累，技术细节尚需足够的用户基础实践方可形成。另外，光云科技扎根电商服务多年，先发优势明显，对新竞争者形成进入壁垒，还需考虑时代的风口和红利等因素。同时淘宝京东等平台对价格存在限价规定，价格战爆发可能性不大。

1.3. 2016-2019 年营收和净利润增速分别为 21%与 122.34%

2016-2019 年光云科技营收年复合增速 21%，归母净利润年复合增速为 122.34%，主要产品不断完善盈利增加，营业收入持续增长，毛利率持续上升，研发投入不断增加，发展后劲足。(1) 2016-2019 年营收分别为 2.62/3.58/4.65/4.65 亿元，年复合增速 21%，归母净利润分别为 0.22/0.99/1.07/0.96 亿元，年复合增长率 64.45%。2019 年营收增速显著放缓的背后：电商 SaaS 产品的营收达 3.20 亿元，同比增长 11.22%，而配套硬件 (-21.84%)、运营服务 (-17.87%)、CRM 短信 (-14.31%) 等出现一定下滑，显示核心营收仍保持正常态势。2019 年净利润出现一定下滑的背后：期间费用增长较快，主要系股份支付费用影响及公司本年创新业务产品销售费用投入较大所致；公司 2019 年确认股份支付费用 1616.55 万元，较 2018 年同期 319.95 万元上涨 1296.60 万元。(2) 2016-2019 年的毛利率分别为 56.12%/56.85%/60.11%/63.83%，呈现稳步缓慢提升态势。其中：电商 SaaS 产品的综合毛利率依次为 73.26%/71.58%/72.50%/72.50%，始终保持在 70%以上的水平，配套硬件的毛利率分别为 7.90%/10.39%/9.51%/16.00%，2019 年尽管营收出现较大下降，但毛利率由 9.51%跃升至 17.93%，来自于配套硬件的整体毛利由 703.76 万元上升到 1023.20 万元；运营服务的毛利率始终维持在 70%以上，分别录得 72.08%/74.35%/71.89%/75.00%，2019 年营收出现一定下降，进而拖累运营服务的业绩贡献度；CRM 短信业务的毛利率依次为 38.48%/47.23%/48.37%/49.32%，2019 年毛利率继续保持稳定，但整体贡献有所下降，主要原因在于短信推送服务的行业竞争较为激烈，导致 CRM 短信业务销售收入下降所致。(3) 期间费用率方面：2016-2019 年的销售费用率分别为 6.81%、7.13%、9.67%和 16.34%。2019 年销售费用显著上升的背后，主要系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所致。2016-2019 年的管理费用率依

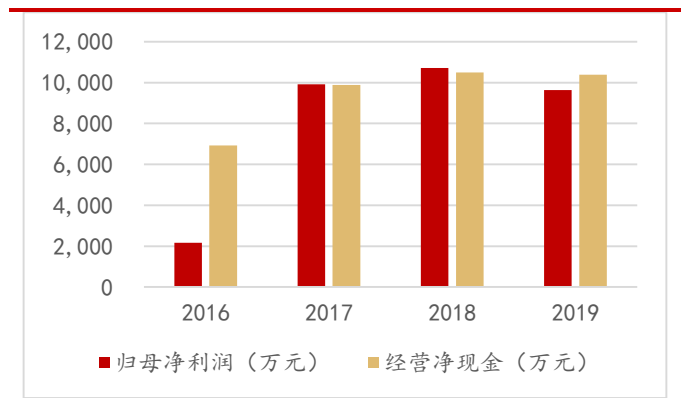
次为 25.22%、12.08%、10.26%和 12.93%，管理费用率基本稳定，说明公司在管理方面控制相对到位；2016-2019 年研发投入分别为 0.36/0.52/0.85/0.89 亿元，占营业收入为 13.82%、14.45%、18.20%和 19.23%。研发费用率逐年提升，为公司未来的发展打下坚实的基础。(4) 2019 年起，公司交易性金融资产项目持续上升，2019 年底和 2020Q1 的余额分别为 6.12 亿元和 6.03 亿元，与之相对应，其他流动资产项目直线下降，主要系财务会计政策调整引起的会计科目显示差异所致。(5) 2019 年末的商誉余额为 3941.43 万元，主要系公司主营业务形成过程中的收购整合行为所致。可能预示公司在登陆科创板以后仍将继续围绕主营业务进行电商 SaaS 生态的整合性收购。(6) 2016-2019 年的经营净现金分别为 0.69/0.99/1.05/1.04 亿元，与利润的吻合程度较高，业绩质量较高。

图 7 2016-2019 年营收及归母净利润 (万元)



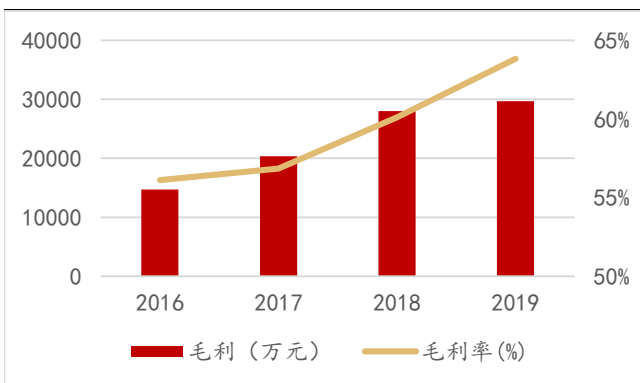
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 8 2016-2019 年经营净现金与利润情况对比



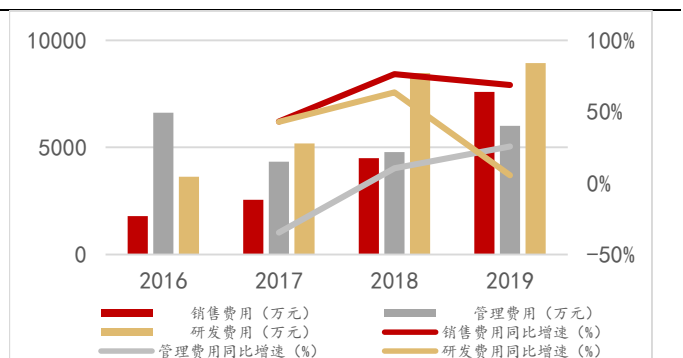
资料来源：公司招股说明书、公司年报、华西证券研究所

图 9 公司毛利率稳步增长



资料来源：公司年报、WIND、华西证券研究所

图 10 销售费用和研发费用高增速驱动未来成长



资料来源：公司招股说明书、年报、WIND、华西证券研究所

2. 预计头部电商 SaaS 未来 3 年复合增速 15-20%

2.1 SaaS 行业：预计未来 3 年复合高达 36.76%

SaaS 是软件交付方式的革命，以 IaaS 的发展为基础，在 CRM 及 HR 等领域更容易推广，行业相对较为分散。预计中国未来 3 年 SaaS 的复合增速仍将高达 36.76%。

(1) SaaS 是 Software-as-a-Service (软件即服务) 的简称，其本质是应用交付方

式的一种变革。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。对于客户而言，SaaS 产品降低了其使用成本，使得之前无力承担软件使用费的中小微企业也可以负担相应的支出成本，由此推动 SaaS 应用的客户群体范围大大增加。(2) SaaS 的发展过程具有三大特征：①IaaS 服务普及是 SaaS 爆发的基础。SaaS 服务是建立在 IaaS 普及的基础之上，IaaS 普及大大降低了 SaaS 模式的部署成本、运维成本，同时，IaaS 服务的高弹性可以随时满足 SaaS 业务扩张的需求。②CRM、HR 等标准化程度高的 SaaS 子行业率先爆发。SaaS 行业门槛较低、竞争性极强，大多数 SaaS 企业都是自创业而起，在竞争中脱颖而出。由于资金等方面的限制，创业型 SaaS 企业一开始很难切入耗时耗力的行业定制化应用，一般都是从做标准化模块、解决大部分企业的强需求开始。CRM、HR 等领域 SaaS 应用的业务逻辑标准化程度最高，针对不同的下游行业，标准化的 SaaS 服务就可以解决大多数企业的需求而无须定制开发，其应用程序的可复用率高达 70%。同时，销售、人力资源管理也是企业提效降费、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。③SaaS 服务市场格局相对分散。全球 SaaS 市场处于相对分散的格局，主要原因在于，一方面，传统 IT 巨头原本占据企业 IT 市场很大份额，而 SaaS 服务和传统 IT 业务存在冲突，SaaS 替代传统软件相当于自我革命，因此传统 IT 巨头的 SaaS 化面临转型阵痛；另一方面，SaaS 市场门槛较低，大量创业型企业往往是选择一个垂直细分领域切入，导致 SaaS 行业细分领域众多。(4) 根据艾瑞咨询发布并经公司招股说明书引用的报告，我国 SaaS 市场规模增长迅速——由 2014 年的 59.80 亿元增长至 2018 年的 232.10 亿元，复合增速达 40.36%，艾瑞咨询预计 2019 和 2020 年中国 SaaS 增速分别为 45.20%和 40.47%，我们进一步假设 2021-2022 年的增速分别为 36%和 34%，预计 2022 年中国 SaaS 市场规模将超过 860 亿，未来 3 年复合增速高达 36.76%。

表 4 国内外典型 SaaS 公司整理

序号	公司名称	业务范围	产品&服务	总市值 (亿元)	2019 年营收 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)
1	Salesforce	提供客户关系管理服务，同时也为客户和开发商提供技术平台	认购和支持、服务及其他	1584.00	170.98	1.26
2	Shopify	致力于提供针对中小型企业云端商务平台产品服务	订阅解决方案、商家解决方案	906	10.73 (2019Q3)	-1.26
4	随锐科技	基于企业互联网平台，为国内外政企商业客户群提供高品质视频通信云产品与服务	视频云通信服务、视频通信行业解决方案、智慧城市视频融合业务等。	170.25	1.67	-0.25

5	销售易	致力于将企业同客户互动的全过程数字化、智能化，帮助企业提升客户满意度，实现可持续的业绩增长。	营销云、销售云、伙伴云、客户服务云、现场服务云、智能分析云、lot 云、PaaS 云。	-	-	-
6	有赞科技	提供商家服务、第三方支付服务、一鸣神州、一般贸易	商家服务、第三方支付服务、一鸣神州、一般贸易、电子商贸平台及服务、旅客相关服务、礼物卡、通过礼物卡营销活动销售消费产品、业务咨询、预付电话卡、卡交易、光学影像摄取器材、模块、液晶体及映像管显示屏。	124	11.74	-5.92
7	光云科技	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。	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目的为主的 CRM 短信等。	228	4.65	0.96
8	麦苗网络	面向电子商务公司的网络营销服务商，有自主研发的高科技含量的智能搜索引擎，用于天猫/淘宝直通车的优化-让数据产生价值。	旗下产品有省油宝、麦苗北斗、麦苗淘词等。	-	-	-

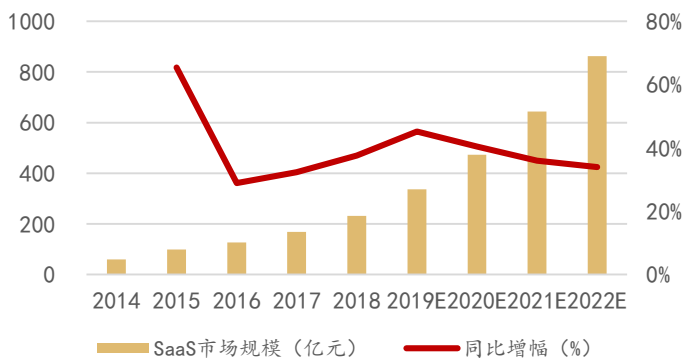
资料来源：公司官网、wind、华西证券研究所

2.2 头部电商 SaaS 企业未来 3 年增速位于 15-20% 区间

与头部阿里、京东等电商绑定的 SaaS 企业有望显著受益于移动化、智能化、多场景化管理中的业务需求，未来增速有望高于中国网络零售市场增速，预估未来 3 年头部电商 SaaS 的增速在 15-20% 区间。(1) 与传统线下的 SaaS 企业相比，电商 SaaS 获客来源具有显著不同，主要原因系电商平台天然汇聚大量的电商商家客户，设立服务市场的该类平台自然流入的客户聚集效应有效的降低了电商 SaaS 产品提供商的获客成本，使得电商商家不再依赖于传统 SaaS 企业开展的线下推广模式，该部分获客

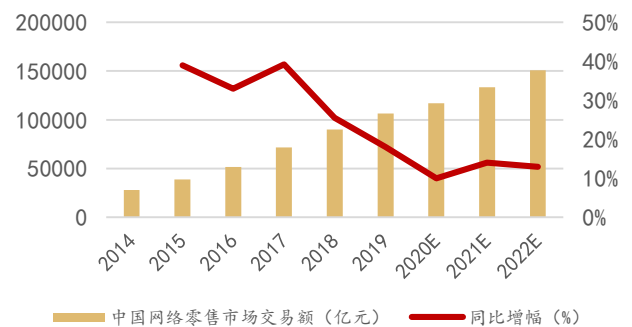
成本一部分由平台收取的技术服务费予以体现。(2) 电商 SaaS 服务是电子商务零售市场发展的强大引擎, 预计电商 SaaS 仍将进一步驱动中国电子商务及服务零售市场的技术革命与业态创新。①中国网络零售市场规模由 2014 年的 2.79 亿元增加到 2019 年的 10.63 亿元, 年化复合增速达 30.68%, 同比增速由 2014 年的 38.98% 下降至 2019 年的 18.05%, 结合发展趋势及疫情冲击, 假设 2020-2022 年中国零售市场规模增速分别为 10%、14% 和 13%, 预计 2020-2022 年中国网络零售市场规模分别为 116956.4/133330.30/150663.23 亿元。中国网络零售市场增速的持续下降引致电商 SaaS 行业由跑马圈地时代转向深耕细作时代——唯有进一步密切对电商平台上的优质商户的服务粘性, 方能迎来更高质量的增长。②电商交易平台的头部效应愈发明晰, 未来网络购物流量将向以淘宝、天猫、京东及拼多多等优势电商平台进一步集中: 天猫、京东在 B2C 领域的市场份额超过 80%。与阿里、京东等平台高度绑定的电商 SaaS 企业有望保持持续的市场领先。③社交型电商、生活类电商等新型电商的发展加剧了电商市场的竞争趋势: 抖音、快手等平台的直播带货以及饿了么、美团外卖等生活服务类电商平台纷纷布局。电商竞争深度的提升以及新竞争对手的加入有望成为电商 SaaS 行业新的增长动力。④电商 SaaS 服务未来发展趋势: 第一, 随着智能手机等移动终端的普及, 电商商家通过移动端进行店铺运营管理的需求比例逐渐提高。目前商家开店必备的大部分核心功能, 包括开店、商品发布、交易、数据、直通车等都已实现了移动化。第二, 随着电商新零售战略的不断发展, 商家线上线下渠道打通, “线上下单、门店提货”、“门店下单、仓库配送”等新型零售方式对电商服务市场提出了虚拟现实应用、智能识别、短程物流等新功能需求。第三, 随着跨境电商市场的不断发展, 跨境平台在竞价排名、支付结算、引量导向规则、物流配送、代运营需求等运营模式上均明显区别于淘宝等境内电商交易平台, 电商 SaaS 需要根据跨境电商的交易规则提供区别化电商服务。(3) 电商 SaaS 行业未来增速仍有望高于中国网络零售市场增速: 考虑到中国网络零售市场增速将进一步下降至 10-14% 区间, 电商 SaaS 行业有望通过场景智能化、多场景协同等方式来提升经营业绩, 与阿里、京东等绑定的电商 SaaS 企业有望显著受益, 我们判断此类业务未来 3 年的增速区间有望位于 15-20% 区间。

图 11 中国 SaaS 市场未来 3 年复合增速 36.76%



资料来源: 艾瑞咨询、招股说明书、华西证券研究所

图 12 中国网络零售市场未来增速仍超 10%



资料来源: 艾媒数据中心、华西证券研究所

3. 电商 SaaS: 预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为 13.63%/13.77%

顺应电商行业发展需求, 依据电商规模及需求不同, 光云科技分别向中小卖家及大卖家提供不同的电商 SaaS 产品组合。(1) 面向中小卖家的产品线包括超级店长、快递助手、旺店交易、旺店商品、旺店促销、超级店长-跨境版、超级商品、超级交易、卖家网等。(2) 面向大卖家的产品线则包括: 快麦 ERP、快麦电商、快麦打印机、

快麦设计、快麦 CRM、快麦绩效、快麦掌柜等。(3) 电商 SaaS 产品逐渐专业化，单价显著提升：电子商务平台发展初期，入驻电商商家以小微企业为主，通常由一个和少数人员承担起运营、财务、客服、设计、仓配等多个角色，由此产生了以信息技术来全面优化业务活动或商业流程的需求。此外，早期开展电商 SaaS 业务的企业产品研发能力较为有限，因此早期电商 SaaS 产品以满足店铺综合管理需求为主，单款软件承担了较多的综合管理职责，但对电子商务各业务环节的专业及垂直细分功能仍处于探索和发展阶段，产品呈现出功能较全但较为基础的特征。目前，电商 SaaS 行业内的产品及服务类目逐渐增多，产业链分工日益明确，垂直细分领域的电商 SaaS 产品由于其专业性和高性价比呈现出更加快速的发展趋势。(4) 电商 SaaS 客户分层日益明显。金字塔结构的底层为数量最多、规模较小的初创型商家，该等商家未来不确定性较大，对电商 SaaS 产品处于摸索阶段，需求较为简单和基础，且对产品价格高度敏感；中层为发展中商家，该企业已具备较为稳定的业务模式，对电商 SaaS 产品形成了一定黏性，但受限于自身业务规模投入预算有限，因此对性价比较高的垂直细分领域电商 SaaS 产品表现出较高的需求；顶层为少量成熟型商家和品牌型商家，该等商家在资金、获客渠道、供应链管理等方面具备明显的竞争优势，希望通过专业性更强的 SaaS 产品增强内部经营管理效率并提升盈利能力，对价格的敏感性较低，而更加注重产品效果。

图 13 电商 SaaS 服务分层特征



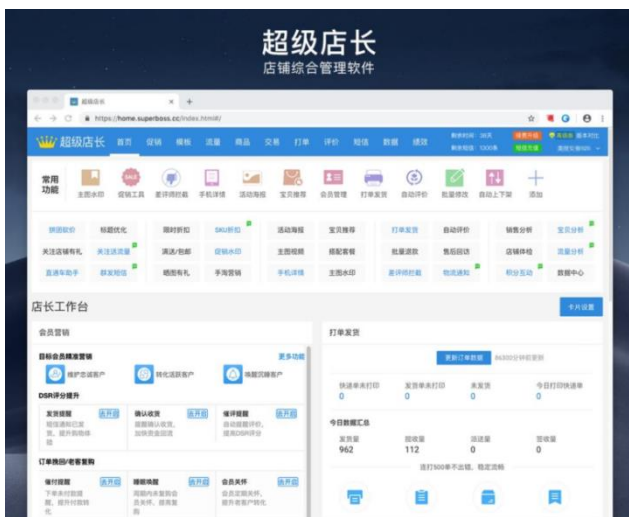
资料来源：公司招股说明书、华西证券研究所

3.1. 超级店长：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为 4.55%/4.83%

超级店长是电商综合管理 SaaS 产品，用户规模受垂直电商影响逐渐萎缩，单价持续提升，预计未来 3 年用户规模将逐渐平稳，单价继续小幅上升，2020-2022 年营收/毛利复合增速分别为 4.55%和 4.83%。(1) 超级店长：超级店长是一款商家店铺综合管理 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。为了满足商家简化操作的需求，部分功能在设置后即可实现店铺自动化管理。(2) 2016-2019 年 9 月 30 日，超级店长付费用户数量分别为 56.04/59.54/55.39/48.15 万户，由于未能取得 2019 年年底的付费用户，后续测算中我们以 2019 年前 Q3 用户数近似替代 2019 年全年用户数，我们发现：超级店长付费用户数量在 2017 年达到高点以后，呈现缓慢下降的过程，我们判断这种下降可能的原因是：随着电子商务行业的不断发展，大量电商商家的业务流程开始趋于精细化分

工，对应垂直细分类目下的电商 SaaS 产品相应大量增加，对超级店长等综合管理类软件的用户基数造成一定分流。此外，2019 年 9 月 30 日的用户统计未包括双 11、双 12 大促的带动因素。受疫情冲击影响，我们判断电商业务对传统商业的替代效应将显著提振，考虑电商专业化发展的持续冲击，我们假设 2020-2022 年超级店长年化付费用户数量分别为 47.50/47/46.50 万户。(3) 从超级店长的公司定价表单看：单价更高的产品不断推出，最初级产品的价格保持刚性。从价格实现情况看：年收费 0-50 元区间的用户数量持续萎缩，而单价在 200 元以上的用户数则不断提升，显示公司产品的单价呈现上升趋势。从平均单价看：2016-2019 年的平均单价依次为 206.15/221.75/239.87/253.48 元/户。我们判断未来单价仍将呈现稳定增长态势，但受疫情影响，2020 年的单价或受一定压抑，假设 2020-2022 年的平均单价分别为 260/280/300 元/户。(4) 由于公司招股说明书未披露超级店长细分产品的毛利率，我们以电商 SaaS 类产品的毛利率简单替代，则 2016-2019 年的毛利率分别为 73.26%/71.58%/72.50%/73.02%，毛利率保持稳定，假设 2020-2022 年的毛利率分别为 73.10%/73.40%/73.60%。(5) 基于上述假设，我们预测 2020-2022 年来自超级店长的营收分别为 12480/13160/13950 万元，同比增长 2.25%/5.45%/6.00%，未来 3 年复合增速 4.55%；2020-2022 年来自于超级店长的毛利分别为 9027.85/9659.44/10267.2 万元，同比增长 2.36%/5.88%/6.29%，未来 3 年复合增速为 4.83%。

图 14 超级店长产品示意图



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 5 超级店长各个版本的定价情况

年份	版本	周期类别			
		月	季度	半年	年
2016 年度	初级版	-	36	66	128
	中级版	-	59	105	179
	高级版	29	85	155	255
2017 年度	初级版	-	39	75	129
	中级版	-	69	125	199
	高级版	30	89	175	279
2018 年度	初级版	18	39	75	129
	中级版	-	69	-	229
	高级版	30	89	175	279
2019 年 1-9 月	专业版	60	179	329	600
	初级版	-	39	75	129
	高级版	30	89	175	279
	企业版	200	549	989	1899

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 6 超级店长营收预测

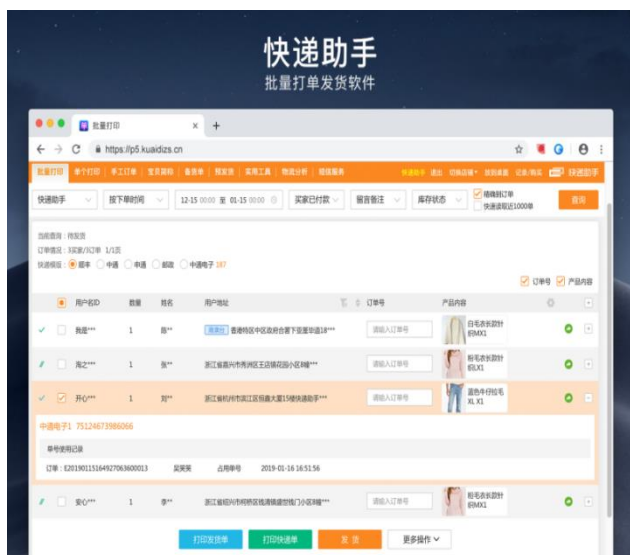
	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	11552.65	13202.95	13286.21	12205.09	12480.00	13160.00	13950.00
同比增速 (%)		14.29%	0.63%	-8.14%	2.25%	5.45%	6.00%

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

3.2. 快递助手：预计未来3年营收/毛利 CAGR 分别为 28.57%/28.79%

快递助手业务于 2018 年通过收购其乐融融获得，是目前领先的电商订单管理 SaaS 产品，鉴于快递助手系电商商家维系日常店铺运营之刚需，续费率居行业前列，快递助手业务呈现用户和单价稳步提升态势，预计 2020-2022 年来自于快递助手的营收及毛利的增速分别为 28.57%和 28.79%。(1) 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，满足商家快速、稳定的订单处理需求，提升订单发货效率。(2) 本业务系 2018 年对其乐融融进行收购而来，快递助手早期通过满足大量初创型、发展中商家的需求，实现了产品收入的快速增长，取得了订单管理类目的市场领先地位。完成收购后，光云科技推出单价更高的专业版以满足成熟商家需求，引致近期单价显著提升。(3) 2018 年和截至 2019 年 9 月 30 日的快递助手付费用户数量分别为 44.13/49.77 万户，鉴于快递助手系电商商家维系日常店铺运营之刚需，续费率居行业前列。我们以 2019 年 9 月 30 日的付费用户数量近似替代 2019 年全年的付费用户数，结合业务发展态势，假设 2020-2022 年的快递助手付费用户数量增速分别为 12%、13%和 13%；(4) 2018 年和 2019 年前 Q3 的快递助手平均年单价为 173.38/153.68 元/户。结合快递助手 2019 年度营收和 2019 年度全年付费用户数，可近似求得 2019 年全年的平均单价为 214.70 元，考虑电商客户不断增长且头部电商需求提升，假设 2020-2022 年快递助手付费用户平均年单价增速为 18%、15%和 10%；(5) 由于公司招股说明书未披露快递助手细分产品的毛利率，我们以电商 SaaS 类产品的毛利率简单替代，则 2016-2019 年的毛利率分别为 73.26%/71.58%/72.50%/73.02%，毛利率保持稳定，假设 2020-2022 年的毛利率分别为 73.50%/73.40%/73.40%。(6) 基于上述假设，我们预测 2020-2022 年来自于快递助手的营收分别为 14121.86/18270.16/22709.81 万元，同比增长 32.16%/29.38%/24.30%，未来 3 年复合增速 28.57%；2020-2022 年来自于快递助手的毛利分别为 10379.57/13410.30/16669.00 万元，同比增长 33.03%/29.20%/24.30%，未来 3 年复合增速为 28.79%。

图 15 快递助手产品示意图



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 7 快递助手各个版本的定价情况

年份	版本	周期类别			
		月	季度	半年	年
2016 年度	标准版	15	41	76	120
	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	48	89	150
2017 年度	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	50	95	165
	专业版	-	158	278	498
2018 年度	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	50	95	165
	专业版	58	158	278	498
2019 年 1-9 月	标准版	15	41	76	120
	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	48	89	150
	标准版	20	50	95	165

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 8 快递助手营收预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	7915.87	10685.62	14121.86	18270.16	22709.81
同比增速 (%)		34.99%	32.16%	29.38%	24.30%

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

3.3. 旺店系列：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 分别为 3.87%/4.15%

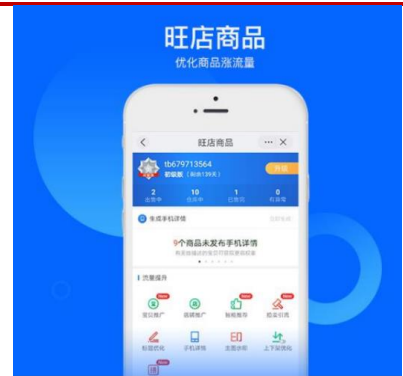
旺店系列是光云科技基于阿里巴巴千牛平台开发的 SaaS 产品，用于满足电商移动端管理需求，目前用户进入平稳期，单价进入缓慢下降通道，预计 2020-2022 年来自于营收及毛利的复合增速分别为 3.87%/4.15%。(1) 旺店系列是公司基于阿里巴巴千牛工作台开发的 SaaS 产品。包括旺店交易和旺店商品等。旺店交易是一款千牛交易软件，通过提供移动端订单查询、订单处理、订单统计等功能，实现在移动端对交易订单进行核对、修改、发货、售后等操作，满足商家在移动端管理交易订单的需求。旺店商品是一款千牛商品软件，通过提供移动端商品发布、商品管理、商品优化等功能，实现在移动端对店铺商品进行增加、修改、查询、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。(2) 2016-2019 年 9 月 30 日旺店交易的付费用户数量分别为 58564/122756/229886/231636 户，2017-2018 年用户数增速惊人，主要得益于千牛端的平台及电商移动化大趋势，2019 年增速有所下滑主要原因系用户数逐步趋稳、付费区间结构进一步优化所致。2016-2019 年 9 月 30 日旺店商品的付费用户数量分别为 35205/77457/97838/96632 户，与旺店交易的增长趋势类似，2017-2018 年增速惊人，2019 年进入成熟期。考虑到电商商户通常仅选择一种产品用于运营，因此我们将旺店系列两大产品的合计用户数近似作为旺店系列的用户数，可以得到 2016-2019 年前 Q3 的付费用户总数分别为 93769/200213/327724/328268 户，由于无法取得 2019 年底旺店系列用户的准确数据，结合业务发展态势，我们假设 2019 年底的付费用户用户达 35 万户，结合疫情冲击及用户增速放缓态势，假设 2020-2022 年旺店交易付费用户的增速分别为 5%、7%和 6%；(3) 根据招股说明书数据可以测得 2016-2019 年前 Q3 旺店系列的平均单价依次为 179.59/143.79/167.38/129.76 元，根据合理假设推测 2019 年平均单价约为 159.68 元，旺店系列的平均单价进入缓慢下降通道，假设 2020-2022 年旺店系列产品的平均单价分别同比增长-3%、-2%和-1%。(4) 由于公司招股说明书未披露旺店系列细分产品的毛利率，我们以电商 SaaS 类产品的毛利率简单替代，则 2016-2019 年的毛利率分别为 73.26%/71.58%/72.50%/73.03%，毛利率保持稳定，假设 2020-2022 年的毛利率分别为 73.10%/73.40%/73.60%。(5) 基于上述假设，我们预测 2020-2022 年来自于旺店系列的营收分别为 5692.24/5968.89/6263.75 万元，同比增长 1.85%/4.86%/4.94%，未来 3 年复合增速 3.87%；2020-2022 年来自于旺店系列的毛利分别为 4161.03/4381.16/4610.12 万元，同比增长 1.96%/5.29%/5.23%，未来 3 年复合增速为 4.15%。

图 16 旺店交易产品示意图



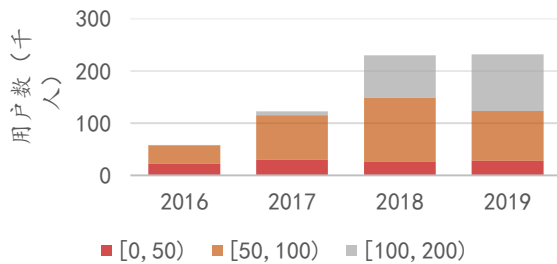
资料来源：招股说明书

图 17 旺店商品产品示意图



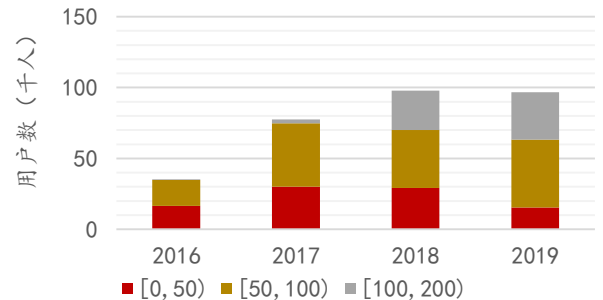
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 18 旺店交易价格区间变化趋势



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 19 旺店商品价格区间变动趋势



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 9 旺店系列营收及毛利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	1684.58	2880.10	5485.01	5588.85	5692.24	5968.89	6263.75
毛利 (万元)	1234.12	2061.58	3976.63	4080.98	4161.03	4381.16	4610.12

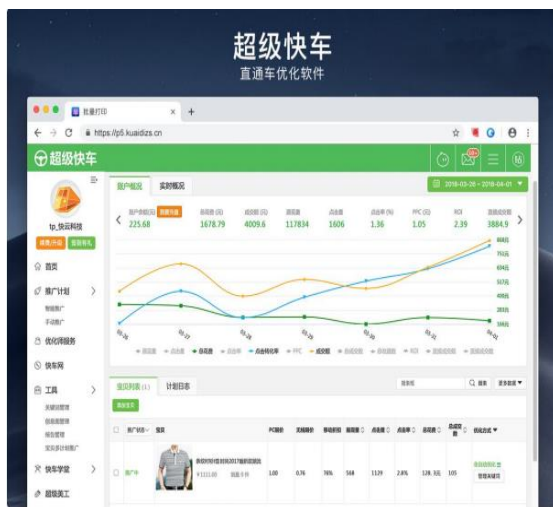
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

3.4. 其他 SaaS 服务: 未来 3 年营收/毛利复合增速分别为 39.76%/40.13%

电商 SaaS 业务包括进入衰退期以后的业务（超级快车）和新兴业务（如：快麦 ERP 等），预计公司上市后将加快电商 SaaS 产品步伐，尽管尚未得知具体的产品形式，但仍将保持较高的增速，预计未来 3 年来自于其他电商 SaaS 的营收及毛利的复合增速分别为 39.76%和 40.13%。（1）超级快车是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，提升商家运营效率。①2016-2019 前 Q3 的超级快车的付费用户数分别为 13521/14249/12270 和 7412 户，2017 年用户见顶后呈现缓慢萎缩态势，2019 年前 Q3 付费用户仅有 7412 户，可能的原因在于

电商促销季的续费意愿更强，双 11 和双 12 未到确认期引致。整体用户规模下行的原因在于：随着电商行业的竞争日益激烈，电商广告投放的转化率日益降低，超级快车作为一款直通车、钻展投放 SaaS 产品亦受到相应的市场冲击。②2016-2018 年来自于超级快车的营收分别为 1022.28/996.83/765.28 万元，超级快车业务已经进入衰退期。(2) 快麦 ERP：基于对成熟型商家需求的理解，梳理成熟型商家的业务流程，完善符合成熟型商家需求的产品和服务布局以应对行业潜在竞争，培育并推出了快麦 ERP 产品，并调整了快麦电商等原有产品的用户定位，逐渐开拓了一批头部成熟型电商客户。快麦 ERP 作为公司针对中大型商家的快麦系列主要产品，自其推出以来收入增长显著，2018-2019 年的营收分别为 276.97/1233.59 万元。(3) 2016-2019 年其他 SaaS 产品的营收分别为 1309.67/1460.19/2085.40/3520.35 万元，2017-2019 年对应的同比增速分别为 11.49%、42.82%和 68.81%，基于公司在电商 SaaS 业务领域的领先地位，预计公司仍将通过自主研发、收购等方式来更新电商 SaaS 的产品线，假设 2020-2022 年来自于其他电商 SaaS 的营收增速分别为 30%、40%和 50%。(4) 由于公司招股说明书未披露其他 SaaS 电商产品的毛利率，我们以电商 SaaS 类产品的毛利率简单替代，则 2016-2019 年的毛利率分别为 73.26%/71.58%/72.50%/73.02%，毛利率保持稳定，假设 2020-2022 年的毛利率分别为 73.10%/73.40%/73.60%。(5) 基于上述假设，预计 2020-2022 年来自于其他电商 SaaS 业务的营收分别为 4576.46/6407.04/9610.56 万元，同比增长 30%/40%/50%，年复合增速 39.76%，对应毛利分别为 3345.39/4702.77/7073.37 万元，同比增长 30.14%/40.57%/50.41%，年复合增速 40.13%。

图 20 超级快车产品示意图



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 10 超级快车各个版本的定价情况

年份	版本	周期类别			
		月	季度	半年	年
2016 年度	标准版	15	41	76	120
	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	48	89	150
2017 年度	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	50	95	165
	专业版	-	158	278	498
2018 年度	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	50	95	165
	专业版	58	158	278	498
2019 年 1-9 月	标准版	15	41	76	120
	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	48	89	150

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 11 其他业务营收及毛利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	1309.67	1460.19	2085.40	3520.35	4576.46	6407.04	9610.56
毛利 (万元)	959.46	1045.20	1511.92	2570.56	3345.39	4702.77	7073.37

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

3.5. 预测汇总：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为 17.97%/18.11%

综合以上判断，我们预计 2020-2022 年来自于电商 SaaS 产品业务的营收分别为 36870.56/43806.09/52534.12 万元，对应同比增速分别为 15.22%/18.81%/19.92%，年复合增速为 17.97%；基于业务趋势，预计毛利率将稳定在高水平，我们假设 2020-2022 年的毛利率分别为 73.10%/73.40%/73.60%。预计对应毛利依次为 26952.38/32153.67/38665.11 万元，年复合增速为 18.11%。

表 12 光云科技电商 SaaS 业务营收及毛利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
电商 SaaS 整体营收 (万元)	14546.79	17543.24	28772.49	31999.72	36870.56	43806.09	52534.12
电商 SaaS 整体营收同比增速 (%)		20.60%	64.01%	11.22%	15.22%	18.81%	19.92%
电商 SaaS 整体毛利率	73.26%	71.58%	72.50%	73.02%	73.10%	73.40%	73.60%
电商 SaaS 整体毛利 (万元)	10657.7	12557.7	20860.49	23464.15	26952.38	32153.67	38665.11
电商 SaaS 整体毛利同比增速 (%)		17.83%	66.12%	12.48%	14.87%	19.30%	20.25%

资料来源：招股说明书、华西证券研究所

4. 其他业务：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为-0.29%/-1.13%

作为电商 SaaS 产品的补充业务，配套硬件、运营服务及 CRM 短信等增值产品及服务业务的利润规模相对较小，但该等业务能够提升公司对电商客户的整体服务能力，增强用户粘性，进一步扩大公司核心业务和增强整体竞争优势。

4.1. 配套硬件：预计未来 3 年营收/毛利 CAGR 为-3.06%/-5.70%

配套硬件产品作为公司以电商 SaaS 业务为核心向电商商家提供综合性产品和服务的支撑和补充，在市场持续竞争的情况下，未来配套硬件的收入金额预期将有所下降。预计 2020-2022 年营收和毛利的年复合增速分别为-3.06 和-5.70%。(1) 公司配套硬件收入主要以快麦电子面单打印机销售收入为主。为提升公司对电商客户的全面

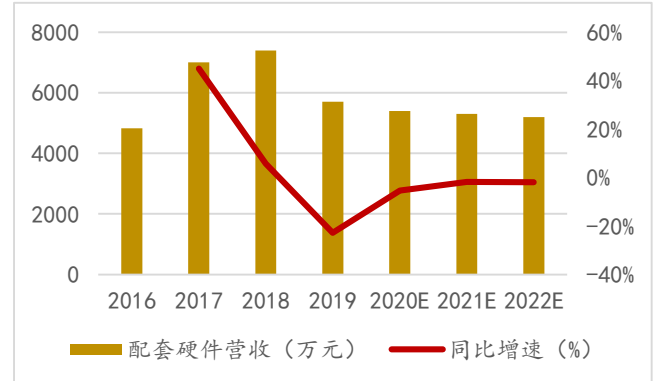
服务能力，公司在提供电商 SaaS 产品的基础上，针对商家在电商物流方面的特定需求，推出以快麦电子面单打印机为主的硬件产品。(2) 2016-2019 年前 Q3 的快麦电子面单打印机销量分别为 116731/209918/219310/121432 台，均价分别为 405.30/321.78/317.03/312.92 元，该产品对应的营收分别分别为 4731.11/6754.78/6952.69/3812 万元，销量和单价均呈下降态势；2016-2019 年来自于配套硬件的整体营收分别为 4827.48/6999.22/7397.15/5707.96 万元，考虑疫情影响及未来发展趋势，假设 2020-2022 年来自于配套硬件的营收分别为 5400/5300/5200 万元，同比增长-5.40%/-1.85%/-1.89%，年复合增速-3.06%。(3) 2016-2019 年公司配套硬件业务的毛利率分别为 7.90%、10.39%、9.51%和 17.93%。配套硬件行业在经历了早期的高速发展后，行业价格竞争逐渐加剧，但公司打印机产品毛利率保持基本稳定。2016 年度，为提升市场占有率，公司采取附赠配件、耗材的销售策略，导致当年配套硬件业务毛利率较低。2017 年起，虽然市场价格竞争趋于激烈，但受益于公司的品牌效应和产品口碑，收入同比提升 42.77%。2018 年起，电子面单打印机的普及率已经较高，市场需求增量逐渐缩小，进入存量产品更替的阶段。利润空间被大大压缩。2017 年度和 2018 年度，随着市场竞争趋于成熟，毛利率整体变动不大。2019 年各配套硬件产品的毛利率均呈上升趋势，其中打印机毛利率提升对配套硬件整体毛利率水平的影响最为明显，假设 2020-2022 年毛利率均为 17%、16.6%、16.50%。(4) 预计 2020-2022 年来自公司配套硬件业务的营收分别为 5400/5300/5200 万元，同比增长-5.40%/-1.85%/-1.89%，年复合增速-3.06%。对应毛利分别为 918/879.8/858 万元，同比增长分别为-10.28%/-4.16%/-2.48%，年复合增速为-5.70%。

图 21 配套硬件-快麦打印机示意图



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 22 2016-2022 年配套硬件营收趋势 (万元)



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

表 13 配套硬件营收及毛利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	4827.48	6999.22	7397.15	5707.96	5400	5300	5200
同比增长 (%)	-	44.99%	5.69%	-22.84%	-5.40%	-1.85%	-1.89%
毛利率 (%)	7.90%	10.39%	9.51%	17.93%	17.00%	16.6%	16.5%
毛利 (万元)	381.49	727.11	703.76	1023.2	918	879.8	858

资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究所

4.2. 运营服务：预计未来3年营收/毛利 CAGR 为-4.34%/-4.63%

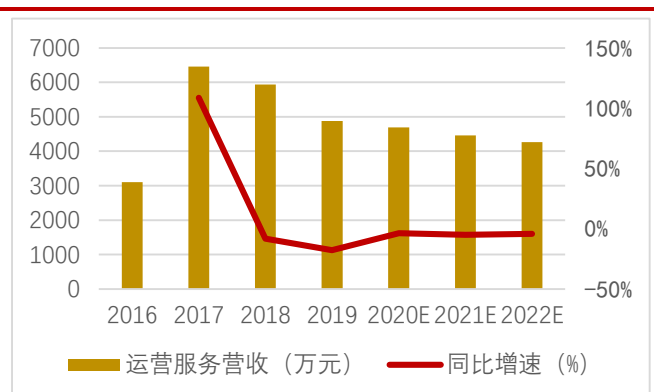
运营服务以快麦云托管、超级快车人机等为主要产品形式，用于满足电商的营销需求，受竞争更加激烈及其他电商分流影响，收入和毛利均呈下降态势，预计2020-2022 营收/毛利年复合增速分别为-4.34%/-4.63%。（1）运营服务主要包括快麦云托管、超级快车人机两个产品。运营服务的销售可分为线上与线下两种模式。电商商家可通过电商平台服务市场线上直接订购公司运营服务，并按所购买运营服务期限，一次性向服务市场支付全部价款，服务市场在客户订购的服务期限内与公司按月结算；电商商家亦可在线下直接签署书面合同并一次性支付运营服务费用，公司根据服务期限逐月确认收入。2016-2019 前 Q3 快麦电商用户数量分别为 386/594/445/272 位，超级快车人机用户数量分别为 463/997/886/754 位，2016-2019 年的合计用户数量分别为 849/1591/1331/1097 位。基于：①自 2017 年下半年起，电商平台流量推广方式日趋多样，直播、短视频等场景的兴起，使得淘宝、京东等电商平台均在网页和 App 首页增加了视频、有好货、直播等产品投放入口，相应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。②随着潜在网购用户数量趋稳，初创型和部分发展型商家的获客成本日益增长，对该部分商家而言直通车业务的**边际效益**呈现逐年下滑的态势，因此减少了直通车、钻展的投放，相应使得超级快车人机和超级快车业务用户出现了下滑。③品牌客户和部分成熟型客户随着对平台获客渠道的深入了解，倾向于自建团队多渠道投放广告以提高运营效率，因此高客单价的快麦电商业务在 2018 年后也出现了下滑。④快麦电商线下推广方式变化。为更好的拓展快麦电商业务，由传统的集中授课方式转变为通过电商产业园区、电商商家集聚地集中拜访、电话销售等形式展开，推广方式变化过程会对快麦电商的业绩造成一定影响。基于以上因素，我们假设 2020-2022 年运营服务业务的用户数量缓慢下降，分别为 1020/990/970 位；（2）2016-2019 年运营服务的客单价分别为 3.65/4.06/4.46/4.44 万元，假设 2020-2022 年的客单价分别为 4.6/4.5/4.4 万元；（3）2016-2019 年的毛利率分别为 72.08%、74.35%、71.89%和 72.76%，预计未来仍将保持稳定，假设 2020-2022 年的毛利率分别为 72.50%、72.20%和 72.10%。（4）基于以上假设，预计 2020-2022 年来自于运营服务类业务的营收分别为 4692/4455/4268 万元，年复合增速-4.34%；对应毛利分别为 3401.70/3216.51/3077.23 万元，年复合增速-4.63%。

图 23 运营服务主要内容简介



资料来源：wind、华西证券研究所

图 24 2016-2022 年运营服务业务营收变动趋势（万元）



资料来源：wind、华西证券研究所

表 14 运营服务营收及毛利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	3098.88	6461.49	5936	4875.23	4692	4455	4268
同比增长 (%)		108.51%	-8.13%	-17.87%	-3.76%	-5.05%	-4.20%
毛利率 (%)	72.08%	74.35%	71.89%	72.76%	70.50%	70.20%	70.10%
毛利 (万元)	2233.56	4804.19	4267.62	3547.30	3401.70	3216.51	3077.23

资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究所

4.3. CRM 短信：预计未来 3 年营收/毛利复合增速为-8.03%/7.80%

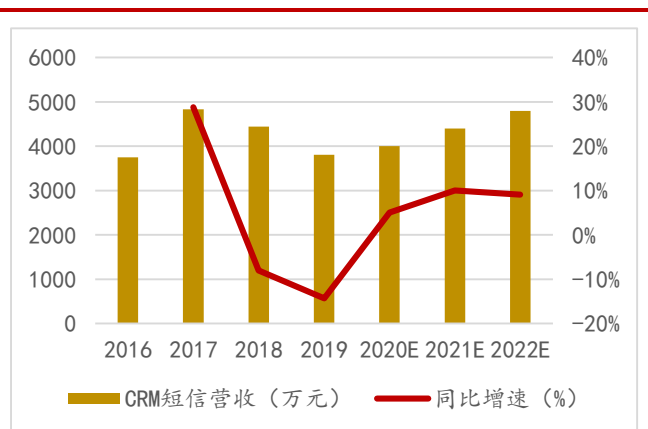
CRM 短信系公司为提升综合服务能力而以 SaaS 产品为核心面向电商商家提供的一种增值产品，其收入和毛利占比较低，对公司经营业绩的影响较为有限。预计未来 3 年营收/毛利年均增速为 8.03%/7.80%。(1) CRM 短信模块内嵌于超级店长等软件中，具备短信营销、自动化短信通知、不同人群营销效果分析和会员积分互动等功能，帮助商家实现精细化会员管理，提升会员粘性、活跃度和忠诚度。公司 CRM 短信主要为信息推送服务，即商家通过公司电商 SaaS 产品内嵌的信息推送系统，向消费者推送订单、物流、营销等信息。该业务采用先充值后消费的收费模式，具体为：商家通过超级店长、旺店系列等公司产品的内购链接进行预充值并获得相应的短信数量，公司在收到上述款项后确认为预收款项，根据公司实际向客户提供的短信服务数量确认销售收入，并结转相应的成本。(2) 2016-2019 年来自于 CRM 短信业务的收入分别为 3,751.84/4,832.52/4,443.74/3807.69 万元，对应增速分别为 28.80%/-8.05%/-14.31%。公司招股说明书披露营收已经回升，假设 2020-2022 年来自于 CRM 短信的营收分别为 4000/4400/4800 万元；(3) 2016-2019 年 CRM 短信业务的毛利率分别为 38.48%、47.23%、48.37%和 44.28%，假设 2020-2022 年毛利率保持在 44%；(4) 基于以上假设，预计 2020-2022 年来自于 CRM 短信的营收分别为 4000/4400/4800 万元，年复合增速为 8.03%；对应毛利分别为 1760/1936/2112 万元，年复合增速为 7.80%。

图 25 CRM 短信业务活动界面展示



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 26 2016-2022 年 CRM 短信营收变动趋势 (万元)



资料来源：wind、华西证券研究所

表 15 GRM 短信营收及毛利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	3751.84	4832.52	4443.74	3807.69	4000	4400	4800
同比增长 (%)		28.80%	-8.05%	-14.31%	5.05%	10.00%	9.09%
毛利率 (%)	38.48%	47.23%	48.37%	44.28%	44.00%	44.00%	44.00%
毛利 (万元)	1443.55	2282.4	2149.27	1686.09	1760	1936	2112

资料来源：招股说明书、wind、华西证券研究所

4.4. 汇总：预计未来 3 年 SaaS 以外业务的营收/毛利 CAGR 为-0.29%/-1.13%

汇总上述预测数据，可以得到增值产品&服务业务相对应的预测汇总。预计 2020-2022 年增值产品&服务业务相对应的营收分别为 14092.00/14155.00/14268.00 万元，年复合增速-0.29%，对应毛利 6079.70/6032.31/6047.23 万元，年复合增速-1.13%。

表 16 光云科技增值产品&服务相关的营收及毛利预测汇总

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收汇总 (万元)	11678.2	18293.23	17776.89	14390.88	14092	14155	14268
同比增长		56.64%	-2.82%	-19.05%	-2.08%	0.45%	0.80%
毛利汇总 (万元)	4058.6	7813.70	7120.65	6256.59	6079.70	6032.31	6047.23
同比增长		92.52%	-8.87%	-12.13%	-2.83%	-0.78%	0.25%

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

5. 预计 2020-2022 年归母净利年复合增速 25.93%，增持评级

5.1. 募投分析：扩大规模&服务优化，蓄能未来长期发展

两大募投项目的实施将推动光云科技公司经营规模的扩大与服务质量的提升，保持并提升公司在行业中的竞争地位，从而进一步提高公司的盈利能力。两大募投项目包括：(1) 光云系列产品优化升级项目：①该项目为公司对现有的光云系列产品进行优化升级，具体包括：核心 SaaS 产品系列软件升级、“有成”中小企业管理软件、电商图像人工智能行业解决方案。②项目建设的两大目标——第一，项目通过购置相关硬件设备及软件，对光云系列产品的服务能力进行优化升级，使公司产品适应电商 SaaS 行业不断扩大的内在需求，巩固公司行业地位。第二，提升公司产品的服务能力，从而拓展主营业务的持续发展空间，③根据本项目的建设进度，预计项目有望于 2023 年投入使用，项目总投资 26,349 万元，建设期为三年。(2) 研发中心建设项目：①项目具体包括：中心机房的建设、研发人才的引进、公司业务发展相适应的相关硬件设备及软件的购置和新业务的研究。②项目建设的目标：项目实施使公司研发设备、研发能力等方面满足中长期发展的战略规划，进一步提升研发创新的技术水平，增强公司竞争力，与公司现有主营业务、核心技术关系密切。

表 17 光云科技募投项目基本情况整理

序号	募投项目	项目投资金额 (万元)
1	光云系列产品优化升级项目	26,349
2	研发中心建设项目	8,546
	合计	34895

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

三大募投项目的实施与公司营收预测保持并行关系，营收取决于公司的市场机会获取。(1) 三大募投项目的实施过程与项目的获取与交付呈并行关系，公司营收预测基本不受募投项目的实施进度的影响。(2) 公司募投项目实施过程将伴随无形资产和固定资产的形成，需在长期资产形成之日的次月起进行相关的摊销。结合公司招股说明书披露的项目实施进度，我们判断：2020-2022 年需要计提的固定资产折旧金额分别为 207.31/3803.48/4702.52 万元，需要计提的无形资产折旧金额分别为 39.29/349.37/1304.46 万元。这些长期折旧摊销项目一方面需要通过进入期间费用或者生产成本项目，另一方面形成事实上的现金流入，需对未来期的现金流预测进行调整。

5.2. 营收预测：预计 2020-2022 年营收年复合增速达 12.86%

汇总上述盈利预测过程，我们测算 2020-2022 年光云科技的营收分别为 5.10/5.80/6.68 亿元，分别同比增长 9.68%/13.73%/15.25%，年复合增长 12.86%；对应的整体毛利分别为 3.30/3.82/4.47 亿元，分别同比增长 11.14%/15.60%/17.09%，年复合增速 14.58%。预计公司维持良性发展态势，主要基于：第一，在各级各地政府及部门的电商扶持政策的推进下，公司业务仍将面临绝佳发展机遇；第二，未来随着公司产品和服务产业布局的逐步完善，核心业务电商 SaaS 产品矩阵的不断丰富，将进一步提升公司自身的市场竞争力，并提升公司的持续盈利能力。

表 18 光云科技整体营收及毛利预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收汇总 (万元)	26224.99	35836.47	46549.38	46464.51	50962.56	57961.09	66802.12
同比增长		36.65%	29.89%	-0.18%	9.68%	13.73%	15.25%
毛利汇总 (万元)	14,716.30	20,371.39	27,981.13	29,720.74	33032.08	38185.98	44712.34
同比增长		38.43%	37.36%	6.22%	11.14%	15.60%	17.09%

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

5.3. 利润预测：预计 2020-2022 年归母净利年复合增速达 25.93%

公司正处于创新业务布局的黄金阶段，前期渠道搭建和研发费用在未来一定阶段维持增长态势，但产出效应有望显著释放，预计 2020-2022 年归母净利润年复合增速达 25.40%。(1) 2016-2019 年税金及附加营收比分别为 0.25%、0.50%、0.44%和

0.45%，假设 2020-2022 年的税金及附加营收比为 0.45%、0.45%和 0.45%，这种假设基于税收环境基本保持不变且公司的主营业务不发生根本性变化进而影响使用的税率条款；(2) 2016-2019 年的销售费用率分别为 6.81%、7.13%、9.67%和 16.34%，销售费用投入呈现逐年增长态势，主要系地推销售仍是公司重要的获客方式之一，同时公司进一步加大创新业务销售费用建设。但伴随业务拓展，预计未来三年销售费用仍维持上升趋势，假设 2020-2022 年的销售费用率分别为 16.00%、16.50%和 17.00%；(3) 2016-2019 年公司管理费用率分别为 25.22%、12.08%、10.26%和 12.93%，考虑到后续募投产能转固及无形资产摊销等因素，假设 2020-2022 年管理费用率分别为 12.00%、12.00%和 11.60%；(4) 2016-2019 年的研发费用率分别为 13.82%、14.45%、18.20%和 19.23%，考虑募投转固及无形资产摊销等影响，预计 2020-2022 年研发费用率分别为 19.00%、18.50%和 18.00%；(5) 考虑上市带来的大量的募投资金，由此产生的财务费用体现为理财收益的增加，结合公司过往的财务费用率情况，假设 2020-2022 年财务费用率分别为-1.77%/-1.90%/-1.95%；(6) 2016-2019 年公司实际所得税率分别为 16.04%、4.21%、10.78%和 5.12%。考虑政府税收优惠政策影响，假设 2020-2022 年的所得税率分别为 5.20%、5.20%和 5.20%。(7) 综合以上假设，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.26/1.56/1.92 亿元，对应年复合增速 25.93%。

表 19 光云科技利润预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入 (万元)	26,224.99	35,836.58	46,549.38	46,464.51	50962.56	57961.09	66802.12
营业成本(万元)	11,508.69	15,465.18	18,568.25	16,805.34	17930.48	19775.11	22089.78
税金及附加 (万元)	66.76	177.94	206.67	209.51	229.33	260.82	300.61
销售费用(万元)	1,785.96	2,554.49	4,501.69	7,591.08	8154.01	9563.58	11356.36
管理费用(万元)	6,614.92	4,327.62	4,778.23	6,007.52	6115.51	6955.33	7749.05
研发费用(万元)	3,625.56	5,178.78	8,472.98	8,935.46	9682.89	10722.80	12024.38
财务费用(万元)	-26.85	-3.09	-70.52	-155.38	-900.00	-1,100.00	-1,300.00
资产减值损失 (万元)	121.65	22.48	93.56	-16.25	-	-	-
信用减值损失				25.81	-60.00	-80.00	-100.00
其他收益(万元)		156.06	261.99	142.91	150.00	150.00	150.00
资产处置收益				6.73	-	-	
投资净收益(万元)	112.20	1,927.35	1,557.70	2,537.44	3,000.00	4,000.00	5,000.00
营业利润(万元)	2,640.51	10,196.58	11,818.21	9,767.62	12,840.35	15,853.44	19,631.94
营业外收入(万元)	17.72	153.95	207.05	398.78	500.00	600.00	700.00

营业外支出 (万元)	141.72	20.00	20.59	9.38	100.00	30.00	30.00
利润总额 (万元)	3,343.86	3,932.51	7,426.90	10,157.02	13,240.35	16,423.44	20,301.94
所得税 (万元)	403.55	435.25	1,293.76	520.11	688.50	854.02	1055.70
归母净利润 (万元)	2,166.69	9,918.20	10,710.91	9,636.90	12551.85	15569.42	19246.24

数据来源：公司招股说明书、华西证券研究所

6. 估值：暂不给定目标价，“增持”评级

作为国内电商领域领先的电商 SaaS 企业，光云科技将显著受益于电子商务行业加速发展过程中，依托各大电商平台释放的电商相关服务的需求爆发。考虑公司的业务属性，选取用友网络、广联达、石基信息、金山办公等作为可比公司，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 20 可比公司及其估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	收盘价(元)	2020P/E
600588.SH	用友网络	1420	43.70	108.15
002153.SH	石基信息	418	39.00	134.21
002410.SZ	广联达	828	69.95	134.21
688111.SH	金山办公	1477	320.42	173.18
	平均			137.44

资料来源：wind，华西证券研究所

7. 风险提示

电商平台依赖风险：公司所处电子商务支撑服务及衍生服务业主要在以淘宝、天猫及京东为代表的电商平台开展，该等平台掌握了大量的电子商务相关资源，在产业链中处于相对优势地位。电商平台针对入驻平台服务市场的服务提供商制定了收益分成、日常运行收费等规则。若电商平台对收益分成和收费规则向不利于服务提供商的方向调整，将对公司的经营业绩造成不利影响。

疫情引致的不确定性：尽管目前国内疫情已经接近尾声，地方政府对互联网建设及大数据的需求正在回暖，但能否迅速回复到过往正常水平已然具有不确定性；

技术风险：电商 SaaS 行业作为新经济的代表，用户需求变化快，商业模式创新频繁，需要持续的技术创新及产品的不断迭代开发。若未来不能准确把握技术、产品及市场趋势，开发符合市场变化和贴近客户的特点的新产品及解决方案，则可能导致产品研发失败从而影响公司的持续竞争力和持续盈利能力。

系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	465	510	580	668	净利润	96	126	156	192
YoY(%)	-0.2%	9.7%	13.7%	15.3%	折旧和摊销	12	7	35	37
营业成本	168	179	198	221	营运资金变动	28	-3	5	6
营业税金及附加	2	2	3	3	经营活动现金流	104	88	141	167
销售费用	76	82	96	114	资本开支	-3	-245	-78	7
管理费用	60	61	70	77	投资	-106	0	0	0
财务费用	-2	-9	-11	-13	投资活动现金流	-84	-215	-38	57
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	40	0	0
投资收益	25	30	40	50	债务募资	31	21	-21	0
营业利润	98	128	159	196	筹资活动现金流	-5	454	-21	0
营业外收支	4	4	6	7	现金净流量	15	327	81	224
利润总额	102	132	164	203	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	5	7	9	11	成长能力 (%)				
净利润	96	126	156	192	营业收入增长率	-0.2%	9.7%	13.7%	15.3%
归属于母公司净利润	96	126	156	192	净利润增长率	-10.0%	30.2%	24.0%	23.6%
YoY(%)	-10.0%	30.2%	24.0%	23.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.27	0.31	0.39	0.48	毛利率	63.8%	64.8%	65.9%	66.9%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	20.7%	23.1%	25.2%	27.1%
货币资金	34	361	442	666	总资产收益率 ROA	11.6%	8.4%	9.5%	10.5%
预付款项	21	16	19	22	净资产收益率 ROE	13.4%	9.2%	10.3%	11.3%
存货	6	8	9	10	偿债能力 (%)				
其他流动资产	658	660	665	671	流动比率	7.44	9.25	10.66	11.21
流动资产合计	719	1,044	1,135	1,369	速动比率	7.16	9.04	10.40	10.95
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.35	3.20	4.16	5.45
固定资产	4	246	212	175	资产负债率	12.9%	8.9%	7.6%	7.7%
无形资产	64	64	147	147	经营效率 (%)				
非流动资产合计	110	352	400	363	总资产周转率	0.56	0.37	0.38	0.39
资产合计	829	1,396	1,535	1,732	每股指标 (元)				
短期借款	0	21	0	0	每股收益	0.27	0.31	0.39	0.48
应付账款及票据	5	5	6	6	每股净资产	1.80	3.17	3.54	3.99
其他流动负债	92	87	101	116	每股经营现金流	0.26	0.22	0.35	0.42
流动负债合计	97	113	106	122	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	11	11	11	11	PE	229.79	196.03	158.04	127.85
非流动负债合计	11	11	11	11	PB	19.34	19.34	17.35	15.38
负债合计	107	124	117	133					
股本	361	401	401	401					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	722	1,272	1,418	1,599					
负债和股东权益合计	829	1,396	1,535	1,732					

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

李化：中小成长和科创板助理分析师，厦门大学、Massachusetts General Hospital/Harvard Medical School联合培养理学博士，具有多年核药物、分子影像研究经历。

余凌菲：中小成长及科创板助理分析师，北京大学硕士研究生学历，具有多元化的金融投资领域学习和研究经历。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。