

电商热点不断，电商 SaaS 未来可期

投资要点

- **业绩总结:** 2020年H1实现营业收入2.3亿元,同比增长5.2%;归属于上市公司股东的净利润3599万元,同比增长1.8%;Q2单季度实现营业收入1.3亿元,同比增长12.7%;实现归母净利润1915.9万元,同比增长1.9%。
- **多平台运营,庞大用户使用数据助产品研发。** 公司持续开发除淘宝、天猫以外的电商平台,针对平台特性和规则对公司产品优化,目前已拓展了京东、拼多多、饿了么、苏宁、蘑菇街、Lazada等其他主要电商平台的电商商家。2020年上半年公司拓展了快手、抖音等多个平台,多平台收入呈现快速增长。公司为阿里系商家服务市场累积付费用户数最多的电商 SaaS 服务商之一,庞大的用户基数使得公司积累了大量的使用数据,对电商商家需求有更深入的理解,研发的产品更符合电商商家需求。
- **快麦系列产品增速较快,有望成为新增长点。** 公司在持续稳定覆盖中小微企业客户的情况下,对较高的客户稳定性、较多的垂直细分功能需求性以及支付购买力更强的成熟型和品牌型商家也重点覆盖。公司通过对中大型商家各业务流程的梳理,不断挖掘中大型客户痛点,实现针对大客户的快麦系列产品的快速增长,公司有望提升在大中型客户的市占率,提升客单价。
- **长期看好储备业务企业 SaaS 服务高增长。** 公司2018年布局的“有成”系列产品,是基于阿里钉钉平台开发,为企业全方位提升办公效率和管理水平的产品,其中包括有成财务、有成 CRM、番茄表单等。2020年在疫情的催化之下,企业开始使用钉钉等在线协同办公软件,促进了企业办公 SaaS 服务的快速增长,上半年同比增长193.4%。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计2020-2022年的摊销EPS分别为0.30元、0.34元、0.40元,未来三年归母净利润将保持18.5%的复合增长率。考虑到公司做为新零售科技赋能的龙头,电商红利驱动明显,长期拓展空间可观,首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 疫情影响不确定风险;中小电商 SaaS 产品多平台拓展不及预期;快麦 ERP 产品销售渠道及客户拓展不及预期。

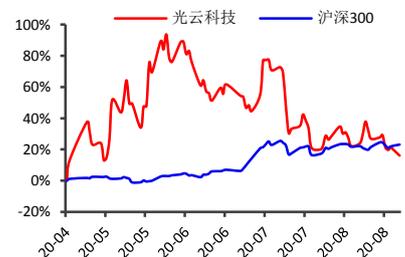
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	464.65	500.65	569.15	653.20
增长率	-0.18%	7.75%	13.68%	14.77%
归属母公司净利润(百万元)	96.37	118.36	135.02	159.37
增长率	-10.03%	22.82%	14.07%	18.03%
每股收益EPS(元)	0.24	0.30	0.34	0.40
净资产收益率ROE	13.35%	13.75%	13.89%	14.43%
PE	191	156	136	116
PB	25.51	21.39	18.94	16.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通A股(亿股)	0.32
52周内股价区间(元)	28.82元-79.69
总市值(亿元)	184.00
总资产(亿元)	12.08
每股净资产(元)	2.67

相关研究

1 新零售行业的头部服务商

随着电商渠道的不断发展，各类电商平台的商家对店铺管理、营销推广、运营服务、客户关系管理等各方面，都提出了提升店铺运营管理效率的专业化和个性化需求，为满足这一市场需求，提供各类应用的电商 SaaS 企业应运而生。

光云科技作为科技赋能电商的龙头企业，是互联网 SaaS 模式的软件技术创新型企业。公司自 2009 年成立，一直专注于互联网电商软件服务，为电商商家提供支撑及衍生服务，包括管理、交易、营销等各场景的一站式解决方案。公司 SaaS 产品以中小微电商商家为服务主体，在行业内具有良好的口碑和品牌效应。旗下产品多次被评为阿里巴巴商家服务市场“金牌淘拍档”、京东京麦服务市场“金服务奖”、苏宁云台“宁聚合作奖”及阿里巴巴新零售“智慧商圈系统类”银牌合作伙伴。

图 1：公司所处的行业生态链



数据来源：公司公告，西南证券整理

2013 年推出的超级店长为公司的核心产品，至此之后，公司以此为立足点，逐渐拓展产品线及业务，推出了超级快车、旺店系列、快递助手、快麦电商、配套硬件及 CRM 短信等一系列的 SaaS 产品和其他增值产品。

图 2：公司主要业务及产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

产品可满足电商商家想要与客户多互动、提升客户的黏性、防止客户流失的需求，从而促成电商商家对电商 SaaS 企业系列产品的使用习惯，是公司留存客户的有效抓手。分产品来看：

1) SaaS 产品销售模式分为线上和线下两种。线上模式主要通过各电商平台的服务市场（如阿里巴巴商家服务市场（fuwu.taobao.com）、京东京麦服务市场（fw.jd.com）等）进行在线销售。商户根据自己需求选择相应的版本及组合进行付款，预付的收入会按月摊销结算。公司的线下销售模式主要通过线下推广获得客户，客户以订阅模式来获取软件服务，尤其是针对大中型客户。公司的快麦系列产品大多是垂直领域电商 SaaS 产品，后续需要结合对客户操作人员的培训与指导。

公司根据不同的商家类别的不同需求制定了不同版本组合以及收费标准的 SaaS 产品。随着电商的不断发展，电商市场的竞争加剧，更多的发展型商家成长为成熟型商家，会降低对于价格的敏感性。成熟型、品牌型商家在愈发明显竞争中对专业性更强的 SaaS 产品需求增强，希望通过 SaaS 产品提升内部经营管理效率并提升盈利能力。公司的 SaaS 业务将持续受益于电商渠道的红利释放。

图 3：SaaS 产品相应的版本及组合



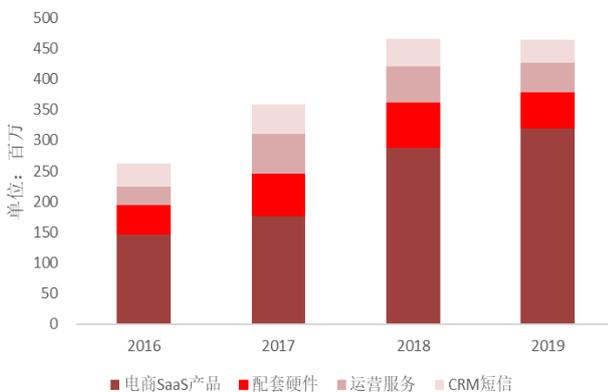
数据来源：公司公告，西南证券整理

2) 公司的硬件设备销售以经销为主、直销为辅的模式运作。经销商买断销往终端客户，而直销则是公司直接在天猫淘宝及京东开设的直营店销售，随后电商平台将货款扣除交易佣金后结算给公司。

3) 公司提供的运营服务主要通过快麦电商平台。也分为线上线上两种模式销售，与 SaaS 服务的销售模式雷同。

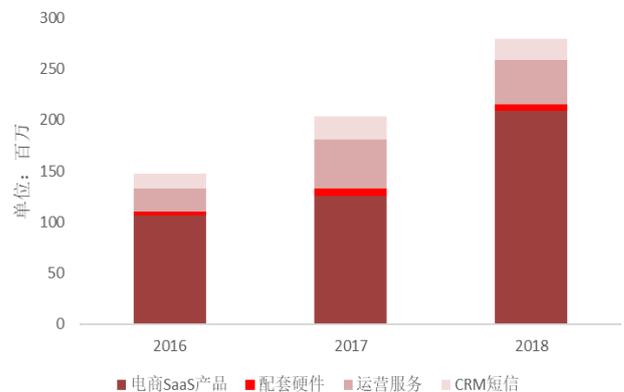
4) 公司提供的 CRM 短信服务用于：内嵌于超级店长等 SaaS 产品里在线销售。电商客户使用时需通过内购链接进行预充值并获得相应的短信数量。

图 4：公司 2016-2019 主营业务收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

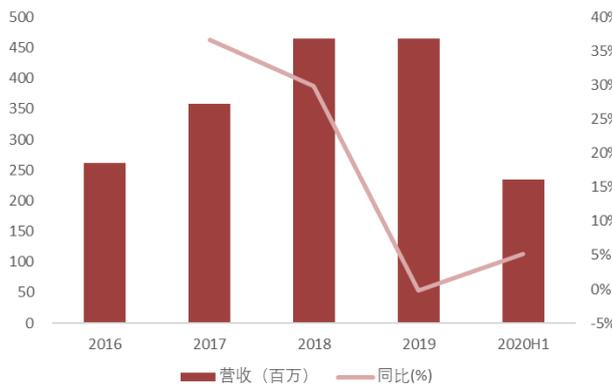
图 5：公司 2016-2018 主营业务毛利润情况



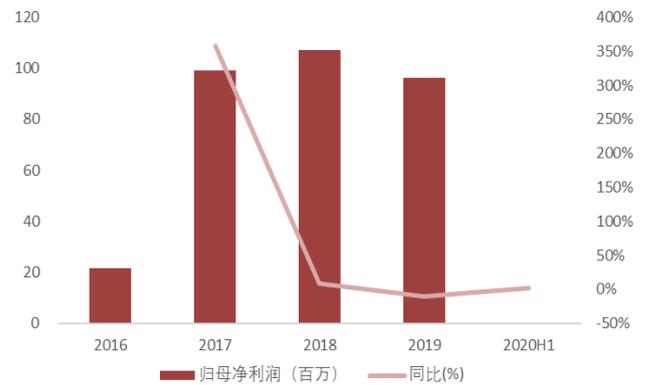
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩情况：从公司历史业绩来看，公司业绩稳健。在 2015 年-2018 年，公司营收保持 30% 年增长率，2019 年营收并未实现增长，但利润率有明显提高。2016-2019 年实现归母净利润分别为 0.2 亿元、1 亿元、1.1 亿元和 1 亿元，四年来的利润率稳步提升，从 8% 增至 20%。

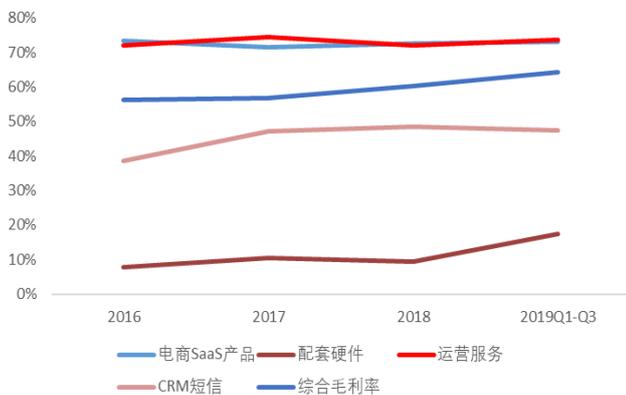
从盈利能力方面来看，公司 2016-2019 销售期间费用率分别为 45.8%、33.7%、38% 和 48.2%。费率上升系公司不断扩大业务规模、加大研发投入。公司根据电商行业集中度不断提升的趋势开发了针对大客户的快麦系列。此外，公司研发了有成钉钉办公管理软件等作为储备项目。

图 6：公司 2016-2020H1 营业收入及增速


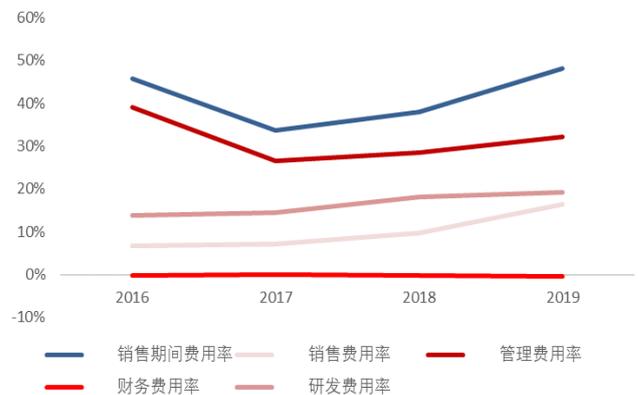
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司 2016-2020H1 归母净利润及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司 2017-2019 主要业务毛利率及综合毛利率


数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司 2016-2019 费率变化


数据来源：wind，西南证券整理

多平台运营，客户群体数量巨大强化品牌优势

公司持续开发除淘宝、天猫以外的电商平台，针对平台特性和规则对公司产品优化，目前已拓展了京东、拼多多、饿了么、苏宁、蘑菇街、Lazada 等其他主要电商平台的电商商家。2020 年上半年公司拓展了快手、抖音等多个平台，多平台收入呈现快速增长。公司旗下的快递助手在拼多多平台上收入较去年同期增长 50%。此外，公司为阿里系商家服务市场累积付费用户数最多的电商 SaaS 服务商之一，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。庞大的用户基数使

得公司积累了大量的使用数据，对电商商家需求有更深入的理解，研发的产品更符合电商商家需求。

夯实中小买卖家、战略调整重视大商家，快麦系列产品成长迅猛

公司在持续稳定覆盖中小微电商客户的情况下，对有较高的客户稳定性、较多的垂直细分功能需求性以及支付购买力更强的成熟型和品牌型商家也重点覆盖，并于 18 年推出了针对大客户推出一站式、可跨平台的快麦系列产品，包括快麦 ERP、快麦设计、快麦绩效等。2020H1 快麦 ERP 销售收入同比增长 356%；快麦设计同比增长 230%。公司通过对中大型商家各业务流程的梳理，不断挖掘中大型客户痛点，实现快麦系列产品的不断提升，进一步优化客户体验。增强其内部经营管理效率，提升其盈利能力的同时，公司有望提升在大中型客户的市占率。

长期看好储备业务企业 SaaS 服务高增长

公司 2018 年布局的“有成”系列产品，是基于阿里钉钉平台开发，为企业全方位提升办公效率和管理水平的产品，其中包括有成财务、有成 CRM、番茄表单等。自产品发布以来，获客部分中小企业客户，为企业协同管理事务提供了优质工具。2020 年在疫情的催化之下，企业开始使用钉钉等在线协同办公软件，促进了企业办公 SaaS 服务的快速增长，上半年同比增长 193.4%。

图 10：“有成”系列产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司积极拓展在大客户中的渗透率，提升客单价。未来三年，在稳固中小微客户的同时，快麦 ERP 和快麦设计销售额有望实现翻倍增长，但初期确认的收入待用户数增长到一定程度才能完全消化。预计公司计划在未来 3-5 年形成 2-5 万大商家用户规模，客单价提升至 6-8 万，快麦系列将成为公司业绩新增长点。

假设 2：公司采用多平台拓展战略加速下游付费用户渗透。其中，拼多多将成为公司主要用户拓展平台。2019 年，拼多多年活跃商家数超过 510 万，同比增长 42%。公司通过加深以拼多多为主的，淘系以外的平台的合作，新增付费用户预计从 2019 年的约 130 万，3-5 年内增长至超 200 万。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
电商 SaaS 产品	收入	320.0	345.6	407.8	485.3
	增速	11.2%	8.0%	18.0%	19.0%
配套硬件	收入	57.8	59.6	62.5	65.7
	增速	-21.8%	3.0%	5.0%	5.0%
运营服务	收入	48.8	49.7	51.2	52.8
	增速	-17.9%	2.0%	3.0%	3.0%
CRM 短信	收入	38.1	45.8	47.6	49.5
	增速	-14.3%	3.0%	4.0%	4.0%
合计	收入	464.6	500.6	569.2	653.2
	增速	-0.2%	7.7%	13.7%	14.8%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们预计 2020-2022 年的摊销 EPS 分别为 0.30 元、0.34 元、0.40 元，未来三年归母净利润将保持 18.5% 的复合增长率。考虑到公司作为新零售科技赋能的龙头，电商红利驱动明显，公司长期拓展空间可观，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值（亿元）	EPS（元）				PE			
			18A	19A	20E	21E	18A	19A	20E	21E
600588.SZ	用友网络	1379	0.32	0.47	0.33	0.42	66.73	60.11	129.01	101.32
002153.SZ	石基信息	344	0.43	0.34	0.35	0.48	59.75	113.35	91.33	66.96
688111.SH	金山办公	1641	0.86	0.87	1.69	2.54	--	188.62	211.16	139.89
平均值							63	121	144	103

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2020.08.21）

3 风险提示

风险提示：疫情影响不确定风险；中小电商 SaaS 产品多平台拓展不及预期；快麦 ERP 产品销售渠道及客户拓展不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	464.65	500.65	569.15	653.20	净利润	96.37	118.36	135.02	159.37
营业成本	168.05	203.91	225.03	250.46	折旧与摊销	11.83	8.87	8.87	8.87
营业税金及附加	2.10	2.28	2.57	2.96	财务费用	-1.55	0.00	0.00	0.00
销售费用	75.91	78.10	93.91	111.04	资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	60.08	77.10	88.79	101.25	经营营运资本变动	517.46	7.67	2.84	4.71
财务费用	-1.55	0.00	0.00	0.00	其他	-520.01	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	103.92	134.90	148.73	171.95
投资收益	25.37	0.00	0.00	0.00	资本支出	-85.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1.48	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-83.90	0.00	0.00	0.00
营业利润	97.68	139.25	158.85	187.49	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.89	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	101.57	139.25	158.85	187.49	股权融资	16.17	40.00	0.00	0.00
所得税	5.20	20.89	23.83	28.12	支付股利	0.00	-19.27	-23.67	-27.00
净利润	96.37	118.36	135.02	159.37	其他	-21.01	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-4.85	20.73	-23.67	-27.00
归属母公司股东净利润	96.37	118.36	135.02	159.37	现金流量净额	15.17	155.63	125.06	144.95
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	34.04	189.67	314.73	459.68	成长能力				
应收和预付款项	54.78	55.80	64.77	73.04	销售收入增长率	-0.18%	7.75%	13.68%	14.77%
存货	6.28	7.62	6.40	8.35	营业利润增长率	-17.35%	42.56%	14.07%	18.03%
其他流动资产	624.04	624.96	626.72	628.87	净利润增长率	-10.03%	22.82%	14.07%	18.03%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-16.30%	37.21%	13.23%	17.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4.18	3.67	3.15	2.64	毛利率	63.83%	59.27%	60.46%	61.66%
无形资产和开发支出	103.87	95.67	87.47	79.28	三费率	28.93%	31.00%	32.10%	32.50%
其他非流动资产	1.85	1.69	1.54	1.38	净利率	20.74%	23.64%	23.72%	24.40%
资产总计	829.04	979.07	1104.78	1253.23	ROE	13.35%	13.75%	13.89%	14.43%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.62%	12.09%	12.22%	12.72%
应付和预收款项	94.93	105.50	119.64	135.47	ROIC	23.94%	102.64%	127.89%	159.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.23%	29.59%	29.47%	30.06%
其他负债	12.43	12.80	13.01	13.27	营运能力				
负债合计	107.36	118.30	132.65	148.75	总资产周转率	0.60	0.55	0.55	0.55
股本	360.90	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	109.58	127.62	166.95	225.61
资本公积	128.97	128.87	128.87	128.87	应收账款周转率	15.32	15.91	16.51	16.49
留存收益	231.81	330.90	442.25	574.62	存货周转率	19.09	29.36	28.09	28.21
归属母公司股东权益	721.68	860.77	972.12	1104.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.60%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	721.68	860.77	972.12	1104.49	资产负债率	12.95%	12.08%	12.01%	11.87%
负债和股东权益合计	829.04	979.07	1104.78	1253.23	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.44	8.16	8.30	8.48
					速动比率	7.38	8.09	8.25	8.42
					股利支付率	0.00%	16.28%	17.53%	16.94%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.30	0.34	0.40
					每股净资产	1.80	2.15	2.42	2.75
					每股经营现金	0.26	0.34	0.37	0.43
					每股股利	0.00	0.05	0.06	0.07
业绩和估值指标									
EBITDA	107.95	148.12	167.72	196.36					
PE	191.04	155.54	136.35	115.52					
PB	25.51	21.39	18.94	16.67					
PS	39.62	36.77	32.35	28.18					
EV/EBITDA	147.50	118.87	104.24	88.29					
股息率	0.00%	0.10%	0.13%	0.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn