证券研究报告：行业专题报告

增持（维持）

SaaS专题报告：

私域流量大潮兴起，商业SaaS千亿市值可期

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理：李赛

联系邮箱：lis@dwzq.com.cn

2021年2月8日

核心观点

- 中心化电商平台和线下商圈流量红利殆尽，商家面临获客难的问题，公域平台电商卖家面临平台抽佣高、客户留存、复购难的问题，**以微盟、有赞为代表的SaaS公司帮助商家进行品牌直营模式（DTC）的基建，实现电商交易去中心化。商家只需支付软件使用费（订阅制），成本更低且随商家GMV扩大具有规模效应**，同时消费者数据资产归属商家，服务商帮助搭建获客-营销-数据分析-会员及分享闭环，解决复购问题，商家ROI更高。
- **目前国内去中心化电商渗透远低于海外，未来私域电商将快速增长。**19年国内私域电商渗透不到8%，美国去中心化电商渗透约24%（约43%的消费者通过官网购物），长远看我们预计国内私域电商渗透有望达30%左右，电商SaaS行业规模预计百亿。另外，视频号加速微信商业生态完善，其同时从私域和公域进行导流，当前已打通微信小商店， 实现“视频号+直播+电商”闭环，2021年视频号DAU有望达4-5亿，进一步催化电商SaaS。
- **另一方面，线下商家数字化转型需求巨大，线下面临流量获取与复用等核心痛点，数字化升级成为必然趋势。**门店SaaS帮助商家实现公域获客+私域运营、提升复购与单客价值。
- **门店SaaS对GMV拉动来自于增量还是存量转换？**门店SaaS带来绝对增量，时间维度：依靠线上商城实现7*24h营业，闭店时间产生线上订单是绝对增量；空间维度：门店SaaS具备云仓功能，线下多门店可共享仓储，实现缺货时通过其他门店或总部履约；同时提供导购上云功能，导购基于企业微信等工具线上运营客户，带来增量订单。
- **从客户数量看，目前门店SaaS处于起步阶段，是绝对的蓝海市场。从客户结构看，线下品牌商家具有高留存、高ARPU特点，LTV/CAC模型更优。**

核心观点

- 从行业格局来看，目前绝对龙头为微盟集团、中国有赞两家，剩下多为初创型公司，未来龙头公司有望凭借产品领先、品牌优势、资金壁垒以及B端产品高转换成本特点等，继续实现市占率提升。
- **龙头公司线下SaaS目标营收百亿级。**以微盟为例，20H1智慧零售商户数2260家，ARPU 2.04万元/半年，其中品牌商户数457家，品牌客户平均订单金额（ACV）达22.7万元。2019年全国限额以上零售企业数量10.2万，公司长期目标KA客户实现两万家，未来3-5年KA客户ACV有望提升至50万（门店增购、功能增购及产品提价等），对应KA客户目标市场百亿级。
- 对标海外龙头Shopify，其发展路径主要包括大客战略及延伸增值服务。我们认为国内借鉴路径主要在大客战略，增值服务较难直接借鉴。当前国内SaaS仍处蓝海，股价驱动主要关注公司增长与赛道空间。
- **如何理解SaaS公司估值？**复盘美股二十多家云计算公司，发现收入增速是影响PS重要因素，PSG在95%置信水平下落在0.5-0.7区间（统计截至2020.11.18）。根据彭博，Shopify未来三年营收复合增速约32%，其Forward PS达40倍，我们预计微盟、有赞未来几年仍能保持约50%或以上复合增速，截止2021.2.4，预计微盟Forward PS（SaaS 分部）不到30倍，有赞处于30-35倍，处于合理的估值水平，但低于Shopify PSG估值水平。**基于赛道长期发展空间，我们认为有望诞生领先的百亿级营收公司，对应市值千亿级体量**，持续推荐微盟集团，建议关注中国有赞，后续关注拓客进展与大客战略执行。
- 风险提示：商家增长不及预期，门店SaaS拓展不及预期，对平台较为依赖的风险，市场系统性风险。

附注

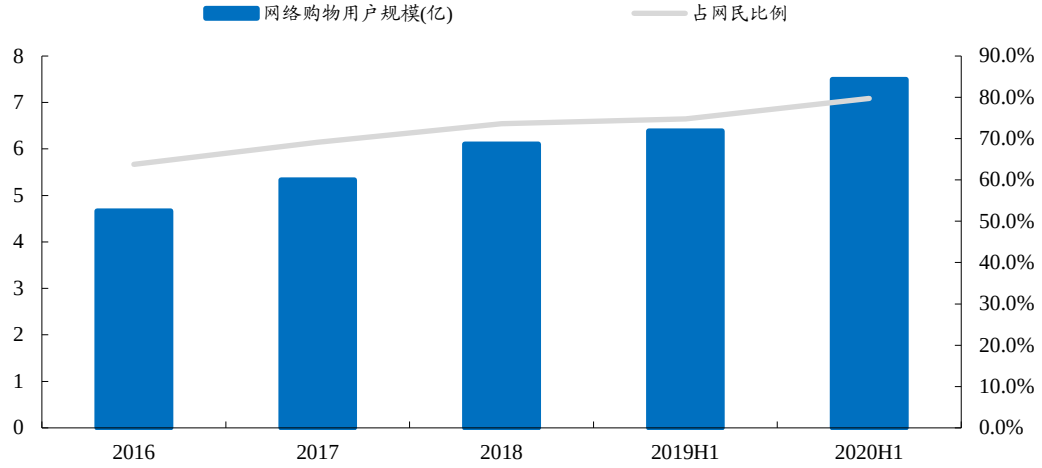
- SaaS（Software-as-a-service）：指SaaS提供商为企业搭建信息化所需要的所有网络基础设施及软件、硬件运作平台等。
- DTC（Direct To Consumer）：指直接面对消费者的营销模式，即品牌直营。
- ROI（return on investment）：投资回报率。
- ACV（Annual Contract Value）：年度合同价值。
- KA（KeyAccount）：重要客户。
- 私域流量：指从公域（internet）、它域(平台、媒体渠道、合作伙伴等)引流到自己私域（官网、客户名单），以及私域本身产生的流量(访客)。私域流量是可以进行二次以上链接、触达、发售等市场营销活动客户数据。私域流量和域名、商标、商誉一样属于企业私有的经营数字化资产。在数字经济时代，企业的核心目标是要从产权的高度上真正去重视和拥有“客户”这个最有价值的资产，并不断提升自己为每个客户创造更丰富价值的能力。
- 公域流量：指商家直接入驻平台实现流量转换。
- LTV（life time value）：客户全生命周期价值。
- CAC（Customer Acquisition Cost）：用户获取成本。
- PSG：PS/营收增长率。

一、电商去中心化叠加商家数字化，商业SaaS增长提速

1.1 行业趋势一：电商交易去中心化，流量红利趋尽下商家提升ROI的选择

- **传统中心化电商平台和线下商圈流量红利殆尽，平台商家面临诸多痛点。**截至20年6月，移动购物行业月活用户规模已达9.34亿，渗透率81%，用户增长红利接近见顶。中心化平台卖家转向存量市场争夺，边际获客成本不断上升，商家面临**获客难**的问题。此外中心化平台卖家还面临**平台抽佣高**（天猫平均佣金率约2%，叠加流量费用，阿里巴巴货币化率约4%）、**客户留存难**（平台具工具化属性，用户粘性低；商家对流量没有主动权，主要来自平台分发和用户主动搜索）等诸多痛点。
- **以微盟、有赞为代表的SaaS公司帮助商家进行品牌直营模式（DTC）基建，实现电商交易去中心化。**以私域流量变现（国内主要载体为微信，海外为官网），DTC模式下商家只需支付软件使用费（订阅制），成本更低且随商家GMV扩大具有规模效应（货币化率约1个多点），并且消费者的数据资产归属商家，工具服务商帮助商家搭建获客-营销-数据分析-会员及分享闭环，解决留客难等问题，这种模式下商家ROI更高。

图表：中国网络购物用户规模及占网民比例



图表：公域与私域流量对比

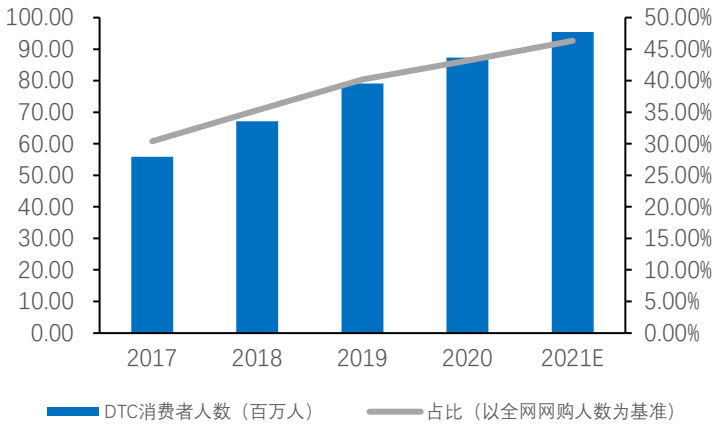
	公域平台	私域平台
代表平台	淘宝、天猫、京东、美团等	微信、官网等
流量逻辑	以“货”为核心	以“人”为核心
商家获客方式	中心化特征：1）购买广告位2）算法推荐 3）SEO	去中心化特征：1）线下导购推荐 2）朋友圈&公众号等私人渠道沉淀 3）社交裂变
商家获客成本	较高：广告推广费、优惠券等	较低：SaaS订阅套餐中营销工具、优惠券等
抽佣	有（平均约2%-5%，直播抽佣更高）	无
用户粘性	偏工具属性，用户粘性较低	偏社交、休闲属性，用户粘性较高
主动权	平台、用户（搜索）	商家
货币化率（20H1）	阿里电商4%；美团外卖13%	有赞约1.5%；shopify2.5%

资料来源：国家统计局，有赞、shopify、阿里巴巴、美团等公司公告，QuestMobile，艾瑞咨询，HI商学院，中国互联网信息中心，东吴证券研究所

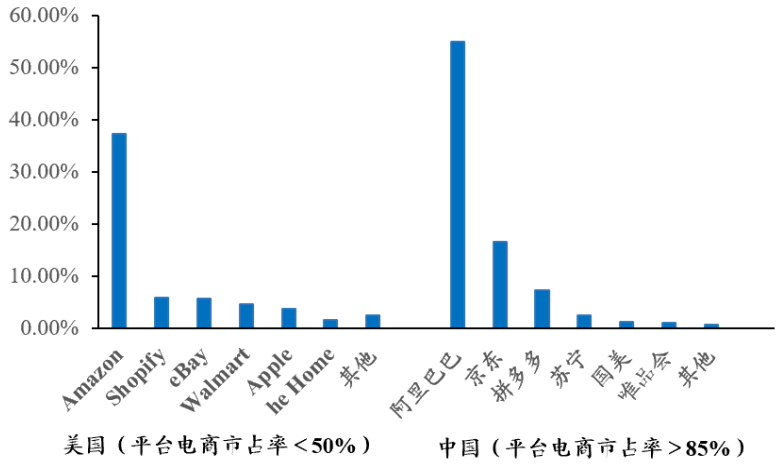
1.1 行业趋势一：电商交易去中心化，行业规模百亿

- **海外DTC模式较发达，私域电商渗透率约24%。**据eMarketer数据，2020年美国DTC消费者达8730万人，占网购人数43%，预计至2021年DTC消费者达1亿。Shopify为美国线上第二大交易载体，据eMarketer，builtwith，2019年美国零售电商市场规模达6016.5亿美元，shopify 美国GMV约为440亿美元，其19年电商SaaS市占率约31%，则美国去中心化电商GMV约1431亿美元，渗透率达24%。
- **目前国内去中心化电商渗透率远低于海外，预计未来私域流量电商交易额将持续快速增长。**19年国内线上零售总额约10万亿，小程序交易额约8000亿（包含拼多多等部分中心化平台交易），判断国内私域电商渗透不到8%，私域流量电商交易仍有较大发展空间。
- **预计基于线上的电商SaaS行业规模百亿。**目前中心化电商平台活跃卖家约1200万，长远看若私域电商渗透率达30%左右，对应去中心化电商卖家长期发展数量约360万，假设龙头公司客户数量市占率达15-20%，考虑产品提价因素，未来龙头公司电商SaaS产品年费有望达10000元，私域流量电商SaaS潜在市场规模百亿级，龙头公司目标市场约54-72亿元。

图表：美国DTC消费者人数及占比（百万人，%）



图表：2019年国内外零售电商平台线上交易占比（%）



图表：去中心化电商SaaS市场规模测算(亿元)

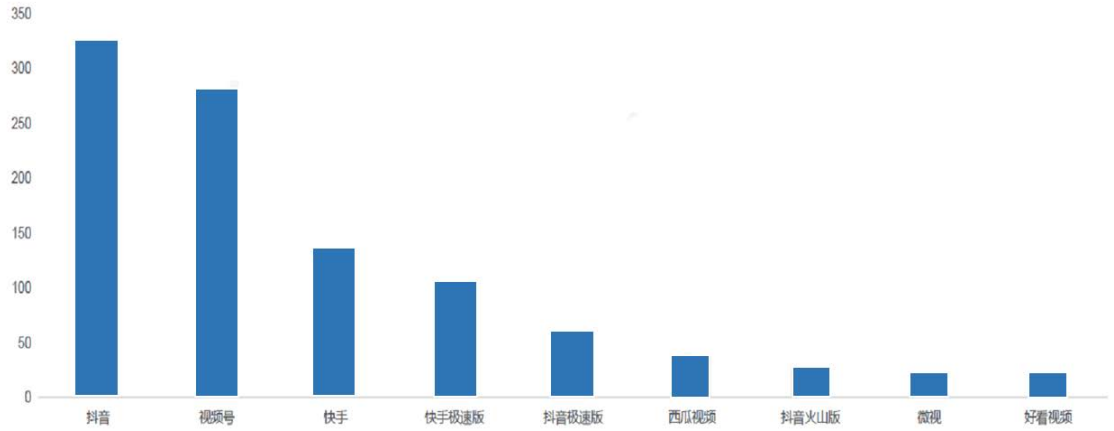
	去中心化电商SaaS（不含增值服务）
活跃电商商家数量及私域电商渗透假设	根据光云科技招股说明书，中心化电商平台活跃商家1200万；去中心化电商渗透率长远预计达30%左右
去中心化电商卖家数量	约360万
龙头公司目标客户数量	假设15-20%市占率，对应约54-72万
龙头公司目标ARPU	10000元/年
龙头公司目标市场	约54-72亿元

资料来源：eMarketer， builtwith，国家统计局，微信公开课，东吴证券研究所

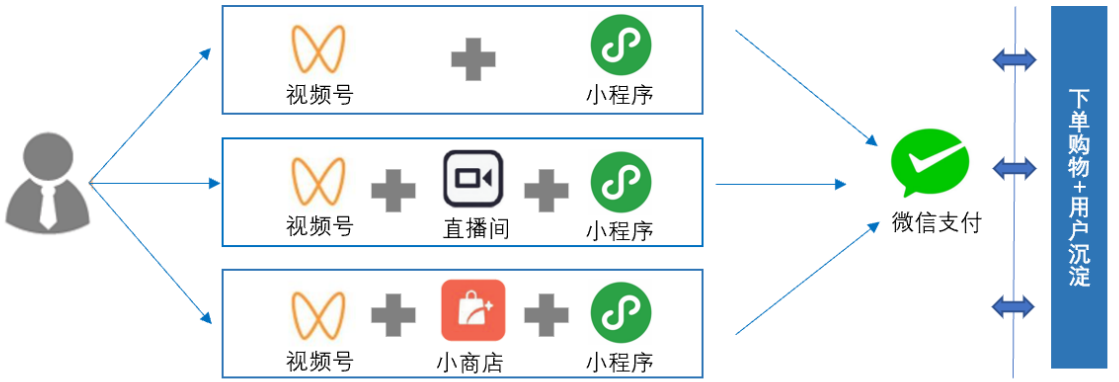
1.2 催化剂：视频号补足微信商业生态短板，催化私域电商快速发展

- **视频号开放公域导流，放大私域流量池。** 2020年，微信重磅发布视频号产品，作为微信生态中重要链接，视频号打通朋友圈、公众号、小程序和小商店，并开放了“个人名片”、“附近的直播和人”、“搜一搜”、“红包封面故事”等入口，在微信生态内给视频号带来更多流量入口；同时社交推荐+算法推荐的机制，进一步加速公域流量导入私域流量池进程。
- **视频号缩短商业变现路径，建立起视频号+直播+小程序+小商店直播电商模式。**当前视频号已接入小商店，商家可以通过视频号更有效地触达客户，以视频方式更直观地介绍品牌、产品，吸引更多新客，引导到同品牌的小程序商店下单。在小程序内关联公众号，引导新客户们成为品牌粉丝，形成私域流量闭环。
- **视频号DAU突破2.8亿，预计21年将进一步放量催化电商SaaS发展。**截止20年12月，视频号DAU突破2.8亿，视频号数量突破3000万，日均使用时长达19分钟。根据视灯研究院，21年春节期间视频号DAU将超4亿，21年全年DAU有望达5亿，视频号有望催化电商SaaS交易快速增长。

图表：2020年主要短视频平台DAU(百万）



图表：视频号搭建“短视频+电商+直播”闭环

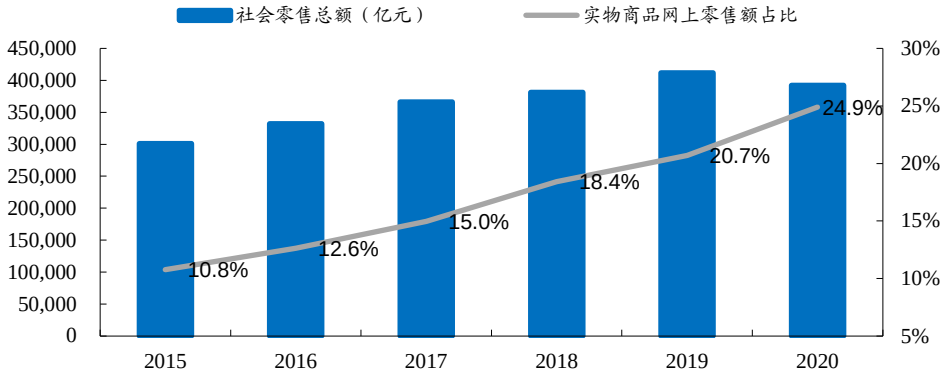


资料来源：视灯研究院，东吴证券研究所

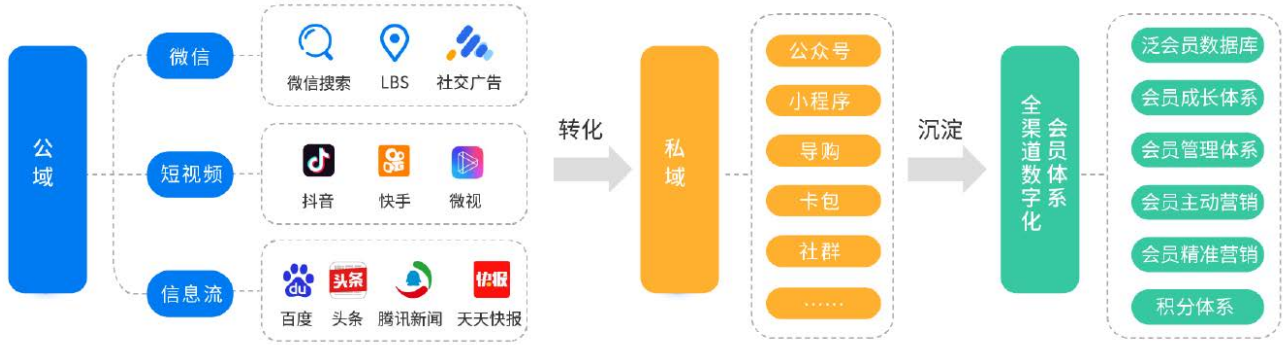
1.3 行业趋势二：线下商家面临流量获取与流量复用等核心痛点，数字化升级成为必然趋势

- 当前线下商家面临的主要问题有到店流量获取、私有流量沉淀与运营、吸引复购提升单客价值等方面。具体来看：
- **疫情加速消费线上化趋势下，线下流量不足，商家缺乏到店流量。**消费线上化趋势不断增强，线下商家普遍存在流量不足的情况，2020年全国社会消费品零售总额实物商品网上零售额9.76万亿（yoy+14.8%），受到疫情催化，线上占比进一步加大，提升至24.9%（yoy+4.2pct）。我们以更需要现场挑选的非标品生鲜为例看消费线上化趋势，盒马鲜生20年在北京、上海两个区域门店线上消费占比超过75%，预计21年将达到90%，高线上消费占比体现了线上对线下的替代影响。
- **客户到店后易产生流失，商家缺乏私有化顾客资产，对流量进行私域运营的工具。**对于门店商家来说，另一核心矛盾在于对到店流量的复用，一方面到店流量获取有难度，另一方面线下流量到店后易产生流失，用户复购行为有门槛。商家需要建立一个连接，把客户转化为私域资产，形成信息再次精准触达客户的能力，提高客户的复购率与单个客户的全生命周期价值，并形成通过老客推荐来拓新的能力，SaaS厂商在其中提供工具，帮助商家更高效地进行私域产权的运营，提高整个闭环的转化率。

图表：社会零售总额与实物商品网上零售额占比



图表：线下商家公私域联动运营模式

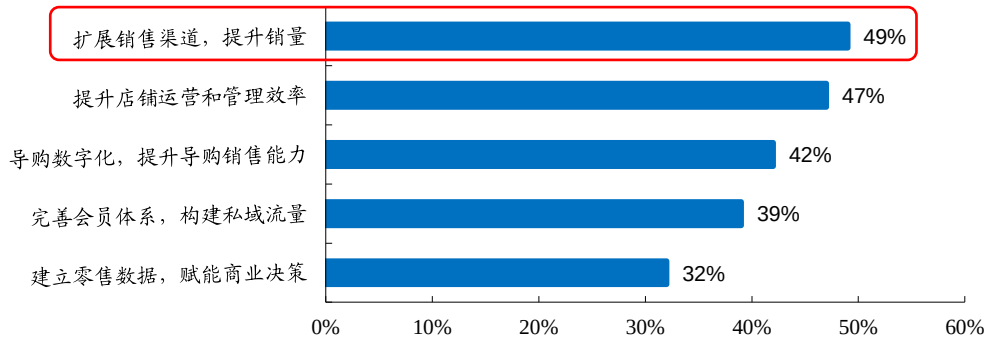


资料来源：国家统计局，2020全零售峰会盒马鲜生CEO侯毅发言，中国有赞八周年生态大会，《2020智慧零售行业研究报告》，东吴证券研究所

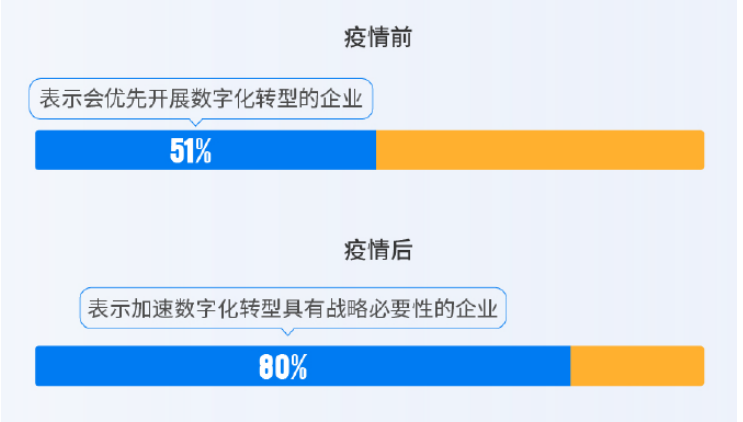
1.3 行业趋势二：线下商家面临流量获取与流量复用等核心痛点，数字化升级成为必然趋势

- **线下商家希望扩展销售通道，实现线上线下一体化运营，中心化平台抽成高压制利润空间。**在流量获取到复用的过程中有两个核心问题：1）线下商家希望通过线上获量，他们更倾向于接入更多的平台获取足够广泛的流量，因此商家需要相应的工具实现多平台开店并对线下门店、线上商店进行统一管理。2）中心化平台提供了相应的工具，但平台抽成比例高，压制利润空间，且部分中心化平台未实现线上线下一体化运营的需求。**根据微盟研究院数据：零售企业应用智慧零售主要目的调查，有49%的商家选择了扩展销售渠道，提升销量。**
- **复购行为本身基于商家提供的服务，通过中心化平台复购性价比低。**入驻中心化平台的商家可以使用平台提供的工具完成用户复购，但中心化平台整体抽佣比例较高，客户复购行为本身基于商家提供的服务，不完全依赖于平台本身，通过中心化平台完成复购性价比低。尤其对于品牌型商家而言，其用户忠诚度高，平台依赖度低。根据微盟，其智慧餐饮产品帮助丰茂烤串在20Q2实现外卖营收近两百万，节省平台抽成约30万，降本效应明显。

图表：零售企业应用智慧零售的主要目的



图表：疫情前后商家对数字化转型认同度



资料来源：《2020智慧零售行业研究报告》，波士顿咨询（图2），东吴证券研究所

1.4 门店SaaS如何帮助商家解决痛点：公域获客+私域运营、提升复购与单客价值

- **门店SaaS帮助商家对接全渠道经营，如微信、抖音、快手、QQ、支付宝等平台，助力公域获客。**有赞SaaS产品目前已接入10余家流量平台，微盟也在对接全渠道经营，商家通过公域获取流量（线上+线下），再通过私域沉淀、拉新和吸引复购。目前微信可通过H5链接/APP直接唤起小程序，实现不同渠道的公域流量沉淀进私域小程序，同时视频号开放了公域流量；抖音、快手、支付宝等平台可以实现公域导流，叠加线下商圈的公域流量，商家可以实现多维度公域获客。
- **对门店及客户关系进行数字化改造，实现私域运营联动线上线下。**包括建立完整的**会员系统**，对于进店客流以及导购微信熟客等，激活成微信会员，然后进行复购，裂变，再延伸到全域的拓展。**云店系统**：基于每一个线下门店建立一个小程序，消费者随时可以进入离自己最近或者和自己服务关系最近的门店进行线上购物，线上店铺和线下库存、服务保持一致，线上订单可以选择线下自提或配送。导购员也进行了数字化改造，既可以服务线下，也可以服务线上，在使用微盟智慧零售导购功能的商户中，导购订单GMV占比达到51%。

图表：有赞已接入的流量平台（部分）



图表：微盟线上线下一体化解决方案交易流程

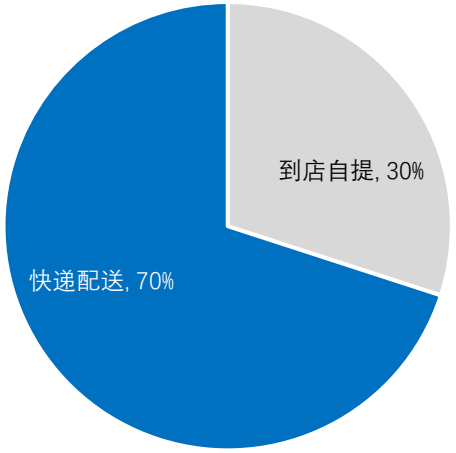


资料来源：《2020智慧零售行业研究报告》，中国有赞公告，微盟官网，东吴证券研究所

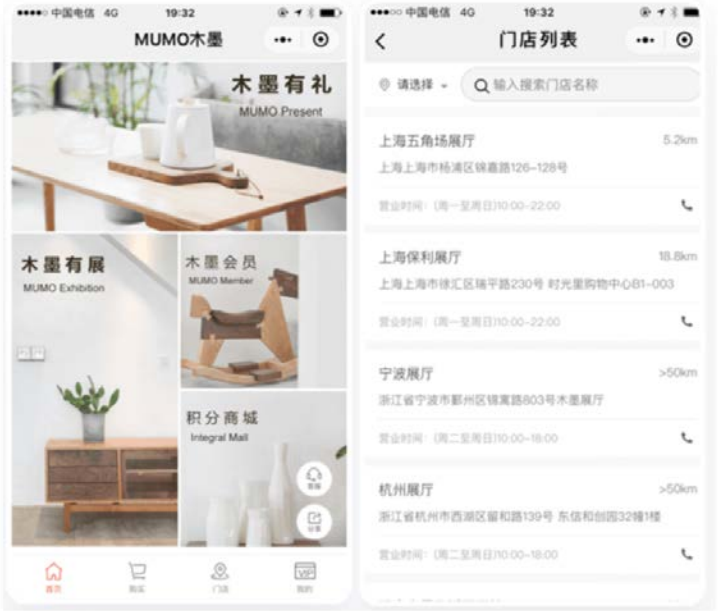
1.4 门店SaaS如何帮助商家解决痛点：公域获客+私域运营、提升复购与单客价值

- **帮助商家搭建线上商城降低复购门槛，提供精准营销工具深挖复购，同时老客拉新裂变降低获客成本。**线下门店在复购方面的痛点很大一方面在于客户复购门槛高，SaaS产品帮助商家搭建线上商城，允许用户在小程序下单，线下自提或快递、外卖（微盟智慧餐饮提供外卖功能）配送，通过SaaS产品一方面使得商家在公域平台获得的流量可直接进行付费转化，另一方面可以通过精准营销激活老用户（提供定向发券、老客进店有礼、积分商城等工具帮助商家精准触达用户提高复购率，提升单客价值），客户在复购时可直接进行快递，降低了复购门槛。**根据微盟，智慧零售小程序订单中快递配送订单占比达70%。**同时通过社群裂变等功能，实现老客拉新，降低获客成本。

图表：微盟智慧零售小程序快递配送订单占比



图表：智慧零售云店系统



图表：智慧零售私域化运营功能（部分）



资料来源：微盟官网，《2020智慧零售行业研究报告》，东吴证券研究所

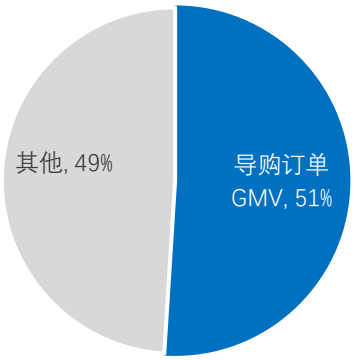
1.5 门店SaaS对GMV的拉动来自于增量还是存量转换？

- **从时间与空间两个维度，门店SaaS带来绝对增量拉动GMV提升。时间维度上，**运用门店SaaS的线下商家，依靠线上商城实现7*24h营业，线下门店闭店时间产生的线上订单是门店SaaS带来的绝对增量，某客户数据表明闭店订单占比提升6%，有赞数据表明时间增量订单（晚10点到早9点）在过去两年实现了几倍的增长。**空间维度上**，门店SaaS产品具备云仓功能，线下多门店可共享仓储，同时实现库存线上线下统一管理，比如服装行业有一个特征是门店库存浅容易出现断色缺码，导致订单流失，通过微盟云仓可实现缺货时通过其他门店或总部进行履约，客户数据表明全年跨仓订单增量占比32%；还有一种情况是A门店客户可在A门店下单，但在B门店提货完成履约，为老店带来新用户与增量GMV。另外门店SaaS提供的导购上云功能，可以帮助导购基于企业微信等工具线上运营客户从而不受时间空间限制带来增量订单，有效拉动GMV。微盟智慧零售产品，导购订单产生的GMV占比达51%。

图表：智慧零售线上线下统一库存管理分配订单示意图



图表：智慧零售商户导购业绩GMV占比



图表：微盟客户应用智慧零售导购功能TOP5行业

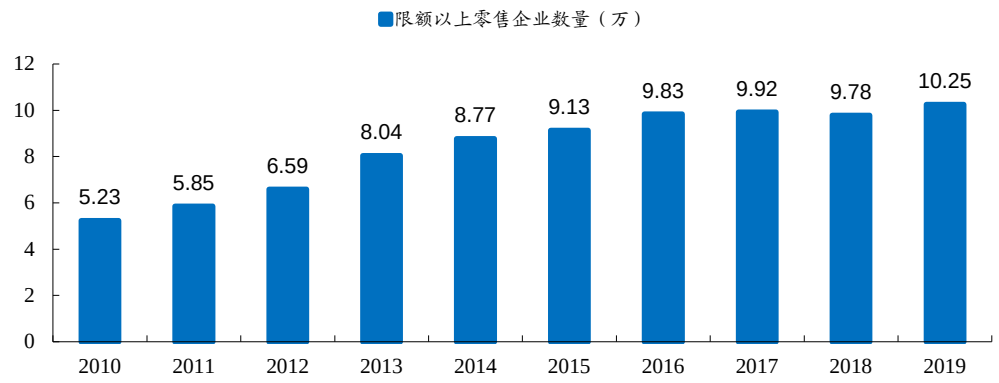


资料来源：《2020智慧零售行业研究报告》，微盟官网，有赞八周年生态大会，东吴证券研究所

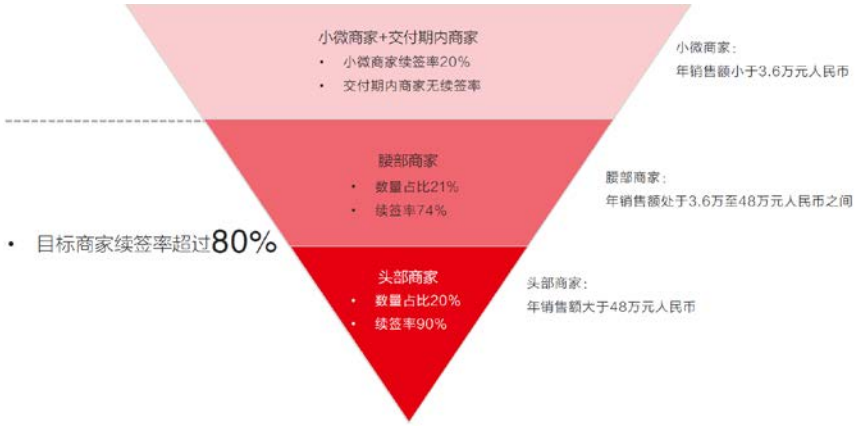
1.5 门店SaaS尚处蓝海市场，客户质量及行业空间优于电商SaaS

- **从服务客户数量看，目前门店SaaS仍处于起步阶段，是绝对的蓝海市场。**截至20H1，微盟智慧零售商家数量2260家，有赞智慧连锁产品也处于商业化初期，线下门店对前端的数字化改造仍在低渗透阶段。根据国家统计局，2019年全国限额以上零售业企业数量达10.2万，线下门店数字化转型才刚刚开始。
- **从销售规模角度，线下SaaS市场空间更为广阔。**2019年全国线上实物商品零售额8.5万亿，我们预计以微信为主的私域电商渗透率未来能达到约30%；19年全国社消零售总额41.2万亿，其中线下零售总额约32.7万亿，未来线下商家数字化转型带动的SaaS市场空间将更为广阔。
- **从客户结构看，线下品牌商家具有高留存、高ARPU特点，LTV/CAC商业模型更优。**品牌商家对于B端产品的使用粘性较高，且规避了中小商家自然死亡的风险，商户留存较好，同时依托门店增购、功能增购、产品提价等，可以实现ARPU的良好增长，在LTV/CAC指标上远优于电商SaaS。

图表：2010-2019年全国限额以上零售企业数



图表：有赞头部商家ARPU与续签率双高



资料来源：国家统计局，商务部，中国有赞，东吴证券研究所

1.5 门店SaaS尚处蓝海市场，客户质量及行业空间优于电商SaaS

- **从行业覆盖度层面，零售细分行业众多，横向拓伸仍有空间。**以微盟为例，公司目前在时尚和家居日用行业有较强的领先地位，20年收购海鼎继续探索购物中心、生鲜便利、房地产等行业；未来在母婴连锁、食品酒水、医疗健康等众多领域仍将持续探索解决方案。
- **从行业格局来看，目前商业SaaS绝对龙头为微盟集团、中国有赞两家，剩下多为初创型公司，行业格局较分散。**未来龙头公司有望凭借产品领先、品牌优势、资金壁垒以及B端产品较高的转换成本特点等，继续实现市占率的提升，海外龙头Shopify在美国电商SaaS的市场份额约30%。
- **龙头公司线下SaaS目标营收百亿级。**以微盟为例，截止20H1期末，公司智慧零售商户总数2260家，智慧零售ARPU（半年）2.04万元，其中品牌商户数457家，品牌客户平均订单金额（ACV）达22.7万元。2019年全国限额以上零售业企业数量达10.2万，公司长期目标KA客户实现两万家，未来3-5年KA客户平均订单金额有望提升至50万（门店增购、功能增购及产品提价等），对应KA客户目标市场百亿级。

图表：微盟智慧零售覆盖细分行业（部分）



图表：线下门店SaaS公司长期目标市场测算

市场规模	品牌零售商家
零售大盘	2019年全国限额以上零售企业数量10.2万
目标客户数量	2万
目标ARPU	50万元/年
潜在市场规模	100亿元

资料来源：国家统计局，商务部，微盟官网，微盟公告、Builtwith，东吴证券研究所

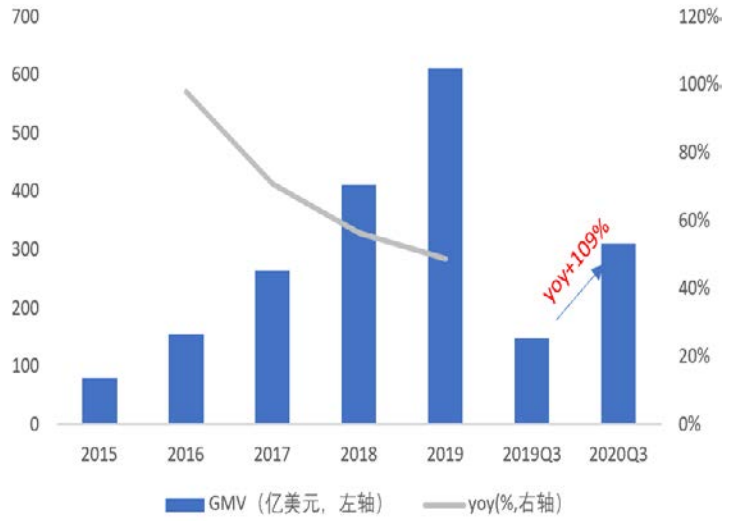
二、他山之石：对标Shopify发展路径

Shopify：全球电商SaaS龙头，订阅+增值服务驱动营收持续高增

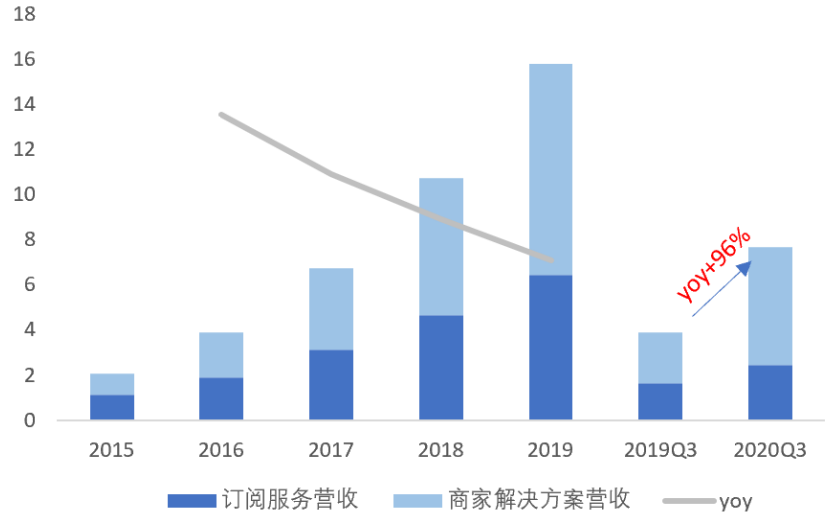
- **订阅+增值服务驱动营收持续高增。**Shopify作为电商龙头企业，借力SaaS业务及增值服务增长，公司成交总额连续多年持续攀升。2020Q3 Shopify总成交额达309亿美元(yoy+109%)，主要系疫情催化商家数字化转型进一步拉动业绩，总成交额攀升的同时，货币化水平企稳稍升为2.5%，总收入达7.67亿美元(yoy+96%)；其中2.45亿美元来自于订阅服务，同比增长48%；5.22亿美元来自于商户服务，同比增长132%，商户服务贡献接近68%的收入（2019年为60%）。

- **美国电商SaaS领头羊。**从市场竞争格局来看，作为电商平台，eMarketer 的数据显示 2019 年 Shopify 在美国零售电商市场的份额已经达到 5.9%（2018 年为 4.7%），正式超过eBay 成为北美电商第二（第一为Amazon）。根据Builtwith 提供的数据，2019 年其在美国电商SaaS 市场的份额达到 31%，成为电商SaaS 领域当之无愧的领头羊。

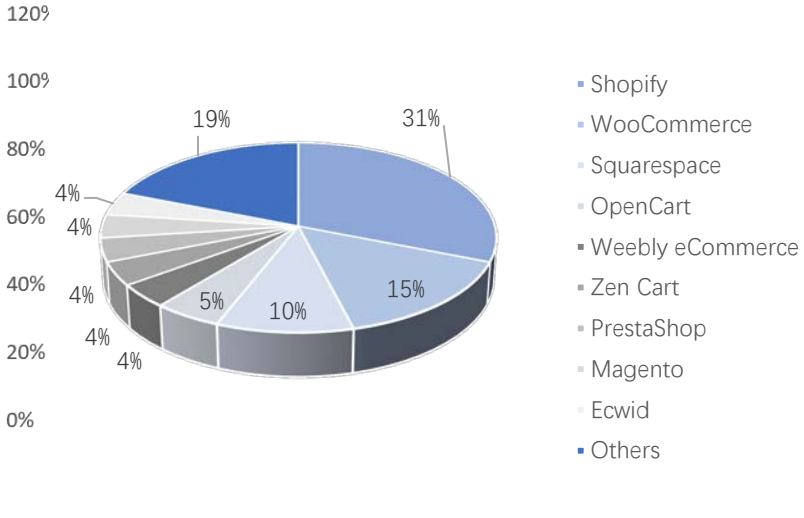
图表：Shopify公司GMV情况



图表：Shopify公司业务收入（亿美元）



图表：2019年Shopify在美国电商SaaS行业市占率近1/3

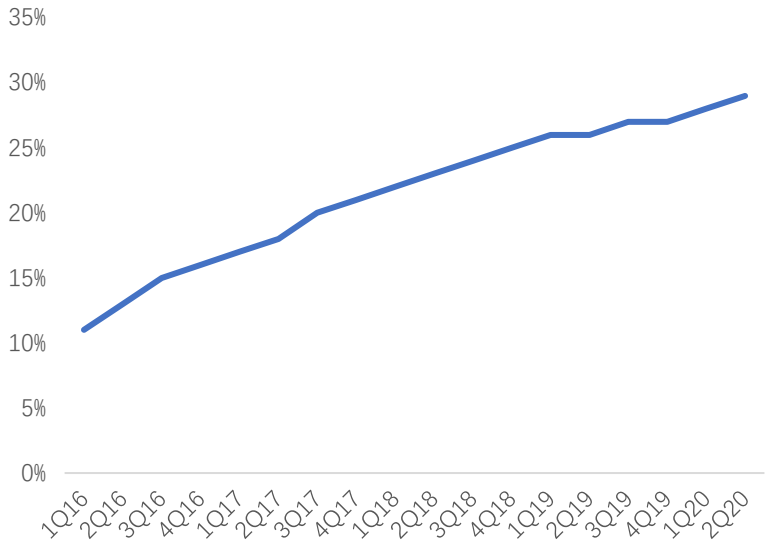


资料来源：Shopify年报，builtwith，东吴证券研究所

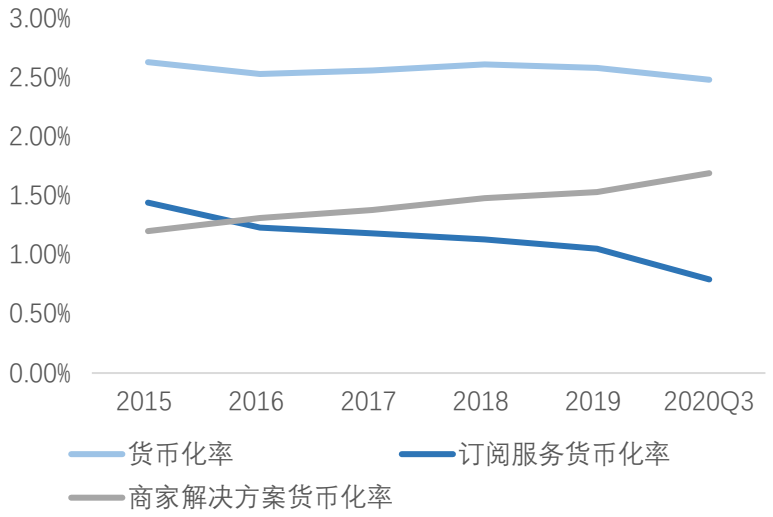
发展路径：大客战略提升ARPU，业务扩张提升增值服务货币化率

- **客户结构升级提升订阅服务ARPU，商户服务能力拓展拉动货币化率。**随着大商户在平台上不断发展壮 大，套餐升级成为平台提升ARPU 主要手段之一。 Shopify plus是公司针对大型品牌商的SaaS服务，Shopify plus MRR（每月经常性收入迅速扩张，从16年占比（SaaS服务）17%，上升至20Q3占比（SaaS服务）25%，提升8pct。同时，商户服务为Shopify 近年来发力的重点，以SaaS为核心，持续外延扩张，打造电商SaaS业务完整生态，增值服务货币化率不断提升，目前公司整体货币化率约为2.5%。

图表:Shopify plus月经常性收入占比（%）



图表:Shopify分业务货币化率



图表:Shopify商户服务业务扩张进程

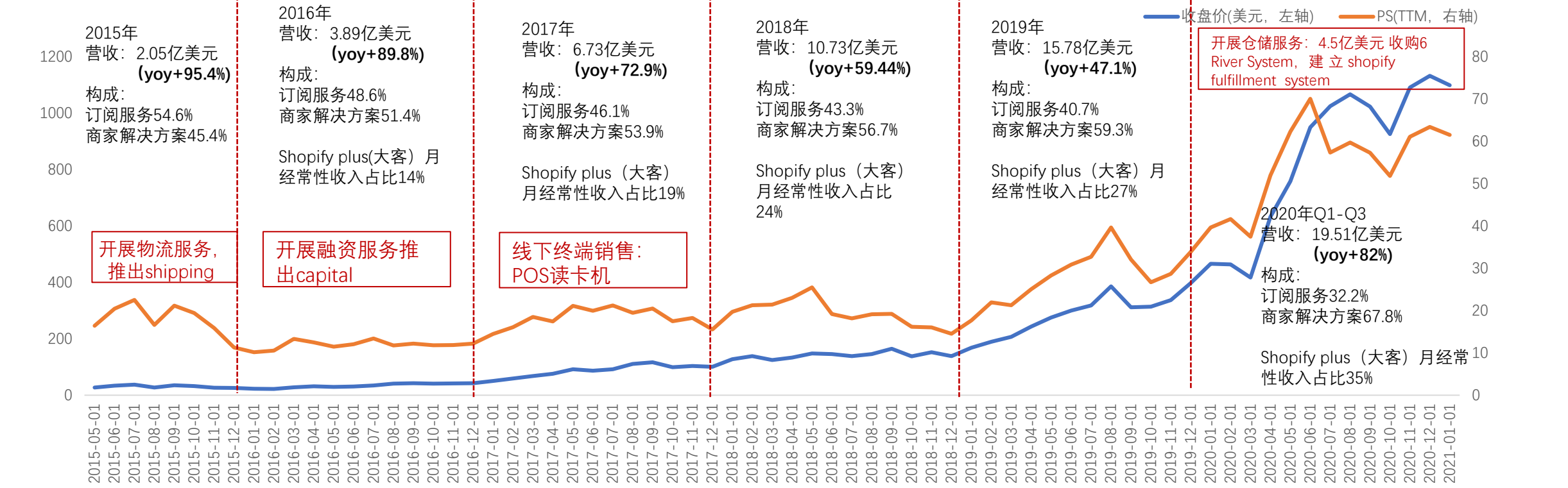
时间	进程
2015年	开展物流服务：推出shopify shipping 物流合作：Uber 渠道合作：Twitter/Facebook/Pinterest
2016年	开展融资服务：推出shopify capital 物流合作：Postmate/Canada Post 渠道合作：Amazon 支付服务：Apple pay、Android pay
2017年	线下终端销售：POS读卡机 物流合作：DHL/Express/UPS 渠道合作：Ins/eBay/Buzzfeed/Lyst 支付服务：Apple pay、Android pay
2018年	电商平台：收购Handshake/Tictail 物流服务：收购return magic（退换货） 支付服务：Google pay 创新业务：nest智能摄像头
2019年	开展仓储服务：4.5亿美元收购 6 River System，建立shopify fulfillment system

资料来源：Shopify年报，Marketplace plus，东吴证券研究所

营收高增支撑高估值，国内借鉴路径在于大客战略，关注赛道空间与公司增长

- Shopify自上市以来，营收维持高增，大客战略与增值服务延伸持续推进，业绩表现持续超预期，支撑公司高估值。**20年受疫情催化，公司增长提速（19年营收增长47%，20年彭博一致预期营收增长80%），叠加美股市场环境高涨，公司估值进一步上行**，截至2021年2月5日，公司Forward PS约40倍（采用彭博一致预期）。

图表：Shopify上市以来股价、估值及发展情况图

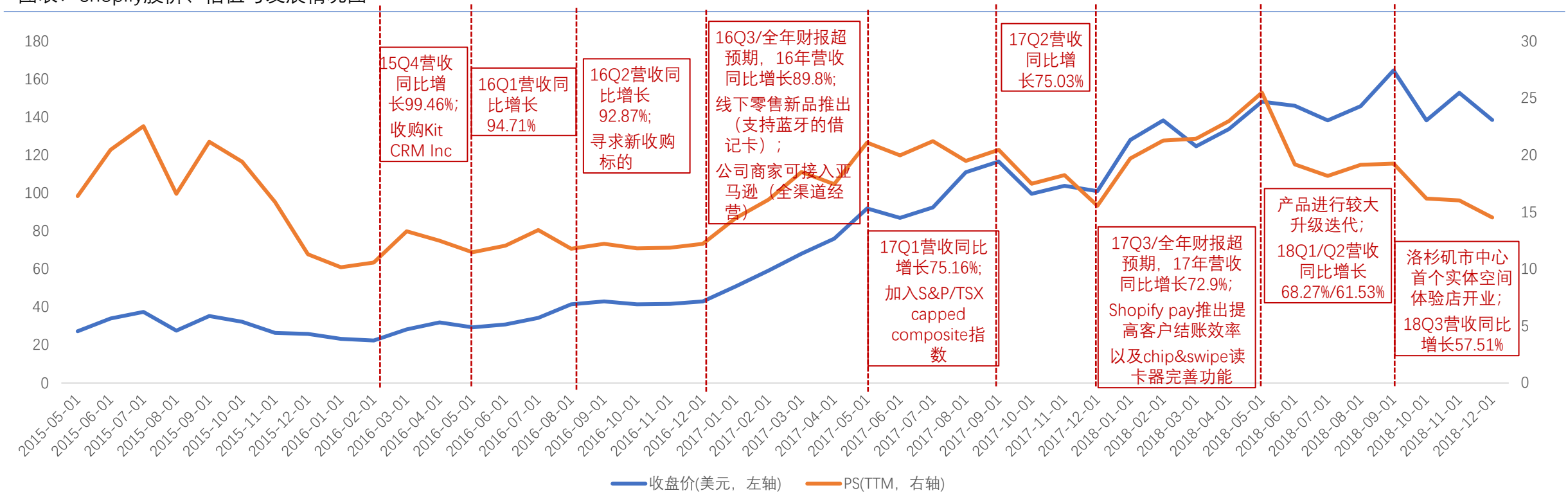


资料来源：Wind，彭博，东吴证券研究所

营收高增支撑高估值，国内借鉴路径在于大客战略，关注赛道空间与公司增长

- 公司上市以来股价持续上涨主要系业绩持续超预期、产品功能迭代升级（包括增值服务推出等）以及全渠道经营的拓展带动等。
- 对标微盟、有赞，公司当前处于产品迭代升级、拓展流量入口阶段，且业绩保持高速增长，**Shopify发展路径包括改善客户结构，大客驱动ARPU提升，以及不断延伸增值服务驱动增长。我们认为国内SaaS公司借鉴路径主要在于发展大客战略，降低流失率，提升ARPU**，shopify增值服务包括支付、物流、金融等，国内整体电商环境较海外更为发达，支付物流等方面较难展开增值服务，分佣或成为第三方软件服务商尝试的方向之一。当前国内商业SaaS仍处蓝海市场，股价驱动主要关注公司增长与赛道空间。

图表：Shopify股价、估值与发展情况图

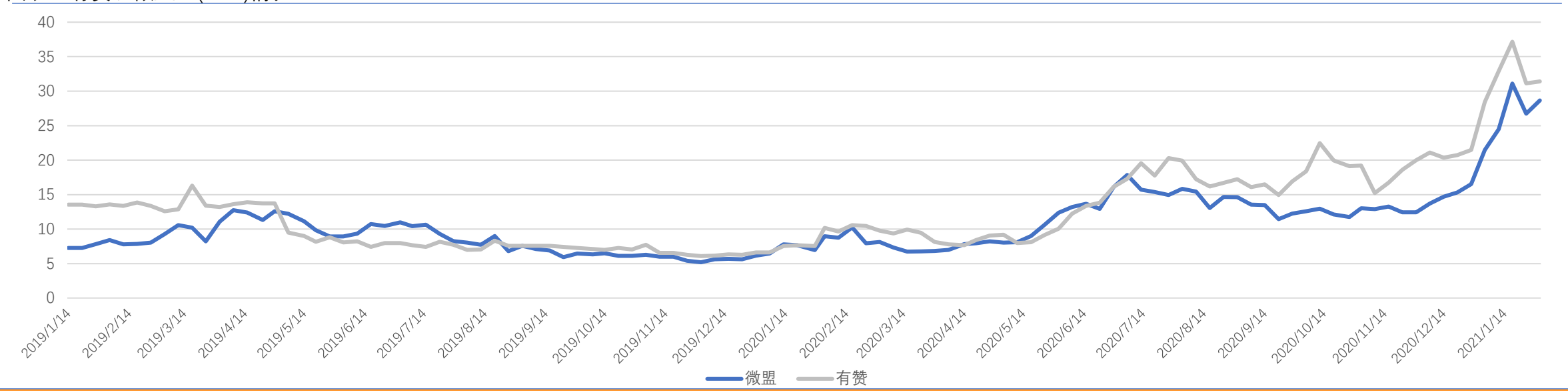


资料来源：Wind，东吴证券研究所

如何理解SaaS公司估值？

- SaaS产品一般按月或年进行收费，公司早期由于需要大规模研发及拓客，且商家付费习惯需要培育，早期SaaS公司收入无法覆盖销售、研发成本等，公司处于净亏损状态；后期若商户续约率可以维持较高水平，ARPU随产品提价等持续增长，可以取得不错的利润表现。目前国内商业SaaS处于客户开拓阶段，更多应关注赛道空间与公司增长，PSG可以作为公司估值的一个参考指标。我们复盘美股二十多家云计算公司估值情况，发现收入增速是影响PS的重要因素，统计显示在95%置信水平下，公司PSG落在0.5-0.7区间（统计截至2020.11.18）。**而参考彭博一致预期，未来三年Shopify营收复合增速约32%，其Forward PS达40倍**（截至2021.2.5），我们预计微盟、有赞未来几年仍能保持约50%或以上复合增速，由于门店SaaS尚处起步阶段基数较小，2021年公司SaaS业务增速或更高，截止21年2月5日，预计微盟Forward PS（SaaS 分部）不到30倍，有赞处于30-35倍，处于合理的估值水平，但低于Shopify PSG估值水平。**基于赛道长期发展空间，我们认为商业SaaS领域有望诞生领先的百亿级营收公司，对应市值千亿级体量，**持续推荐微盟集团，建议关注中国有赞，后续关注拓客进展与大客战略执行。

图表：有赞、微盟PS(TTM)情况



资料来源：Wind，彭博，东吴证券研究所

国内SaaS公司与Shopify对标

图表：Shopify、微盟、有赞SaaS业务及核心指标对比（元，家，基于19年年报数据）

指标		shopify	微盟	有赞
商业模式	商业模式及总营收	SaaS订阅+增值服务（支付、物流、金融、POS机 等） 总营收110.5亿元	SaaS订阅+精准营销 总营收14.4亿元	SaaS订阅+延伸服务抽成（担保、分销）+支付；总营收11.7亿元
	yoy	47.1%	66.1%	99.7%
SaaS业务概况	SaaS业务营收	SaaS订阅服务收入44.9亿元，占比41%	SaaS业务收入5.07亿元，占比35.3%	SaaS产品收入5.9亿元，占比50.7%
	yoy	38.0%	46.1%	145.0%
	SaaS收费方式	Shopify Lite/Basic Shopify/Shopify/Advanced Shopify/Shopify Plus五个层次，针对不同量级的目标客户， 价格分别为每月$9/$29/$79/$299/$2000+	微商城每年收费6800/12800/19800元；智慧零售每年套餐收费26800/69800元	有赞微商城每年收费6800/14800/28800元；智慧零售同城版每年套餐收费6800/14800元
SaaS经营指标	付费商家数（家）	1069000	79546	82343
	yoy	30.4%	23.0%	39.6%
	ARPU（SaaS，元/年）	4206（月付费形式）	6373（年付费形式）	7208（年付费形式）
	yoy	5.9%	18.8%	75.5%
	留存	收入留存>1	流失率22%（持续下降）	续签率：头部商家约90%+;腰部商家约74%;小微商家约20%

资料来源：shopify公司官网，shopify年报，微盟年报，有赞年报，东吴证券研究所

三、微盟集团：SaaS与精准营销两翼齐飞，智慧零售强劲增长

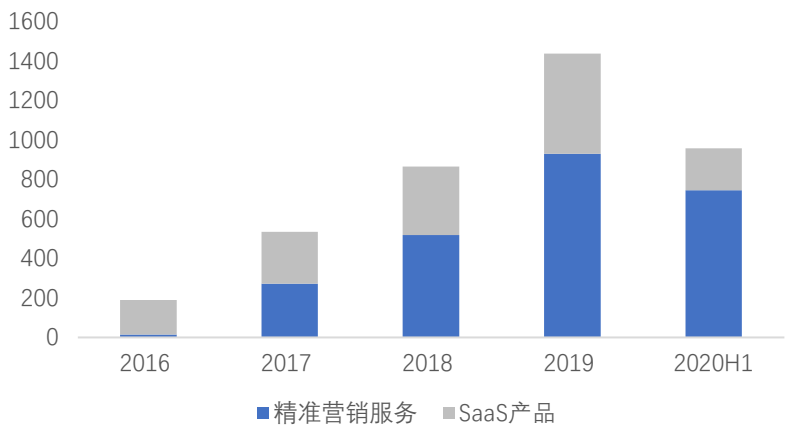
1. 公司概况：国内领先SaaS服务商，SaaS+精准营销双轮驱动发展

- **微盟是国内领先的企业云端商业及营销解决方案提供商（SaaS），也是领先的为中小企业在腾讯社交网络服务平台提供精准营销的服务商。**公司业务包括：1）通过SaaS产品（商业云、营销云、销售云），提供多种垂类行业智慧商业解决方案，并通过PaaS 平台为大客提供定制服务；2）面向中小企业的精准营销（广告代理服务），帮助广告主进行移动社交营销并优化其营销活动，有效触达目标受众。
- 2019年精准营销业务收入9.30亿元(yoy+80%)，收入占比64.71%，20H1占比达77.9%。SaaS收入为公司第二大收入来源，2019年SaaS产品收入5.07亿元(yoy+46%)，收入占比35.29%；20H1收入为2.12亿元（yoy-3%），收入占比约22.1%，主要受SaaS宕机事件影响，加回因SaaS破坏事件扣除0.93亿元，20H1经调整SaaS业务收入为3.05亿元（yoy+39.2%），占收入比为22.2%。
- **SaaS业务毛利率基本维稳。**2019年SaaS业务毛利率为80.5%(yoy-4.5pct），20H1毛利率为65.9%(yoy-14.9pct)，主要系SaaS破坏事件赔偿所致，剔除SaaS破坏事件影响，20H1SaaS产品毛利率为76.3%(yoy-4.5pct)。

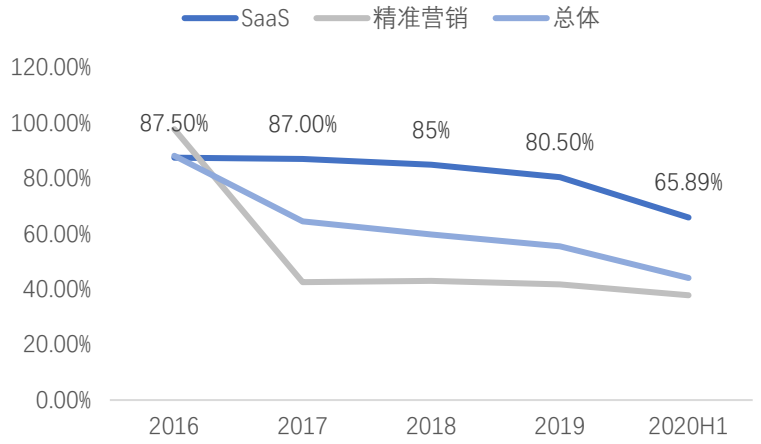
图表：微盟业务布局



图表：微盟近几年来营收构成（百万元）



图表：微盟近几年来毛利率（%）



资料来源：微盟公司公告，东吴证券研究所

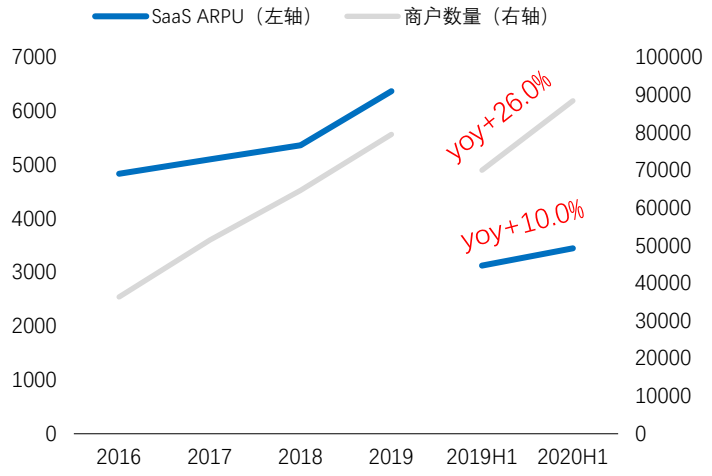
2. SaaS：拳头业务，提供商户全套线上线下解决方案

- **微盟SaaS 产品主要有商业云、 营销云及销售云，均建于微盟云平台之上（PaaS）。1）商业云：**为商户构建线上线下数字化运营，实现电商去中心化、门店数字化、客户流量私域化，目前已覆盖电商（微商城）、零售（智慧零售）、餐饮（智慧餐饮）、酒店（智慧酒旅）等垂直细分行业，均按年收费；**2）营销云：**提供客户关系管理服务，包括微站，智营销，微盟表单。**销售云：**销售云主要提供新客获取功能，产品为销售推。
- **受益私域电商崛起，SaaS业务付费商家、ARPU量价齐升。**20H1 SaaS业务收入3.04亿元（不考虑宕机事件影响），其中商业云收入约2.47亿元，贡献SaaS收入的81%。 20H1年公司SaaS业务付费商户数8.85万(yoy+26.0%)，ARPU为3447元/半年(yoy+10%)。
- **客户流失率持续显著下降，优化商业模型，预计流失率有望进一步降至约15-20%。**公司商户流失率过去几年持续显著下降，主要与客户开拓战略有关，最初微商城的小微商家较多，后期转向线上具有一定体量的中型客户，20H1因宕机事件与疫情双重影响流失率有所提升，我们认为短期黑天鹅不影响流失率长期向下趋势，叠加门店SaaS进一步优化客户结构，长期流失率有望继续下降，降低销售费用营收比。

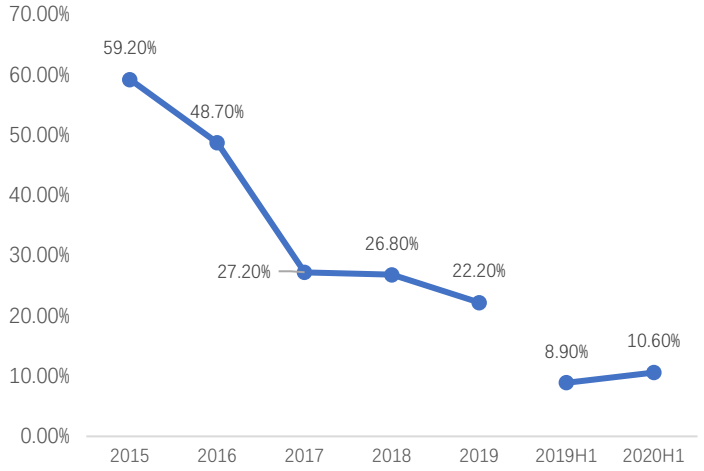
图表：微盟SaaS产品矩阵



图表：微盟SaaS商家数及ARPU增长情况（元，个）



图表：微盟SaaS客户流失率



资料来源：微盟公司公告，微盟官网，东吴证券研究所

2.1电商SaaS：私域电商解决方案，产品提价超预期体现产品力及客户粘性

- **微商城是为中小企业设计的以微信生态为中心的综合电商解决方案**，即以小程序为核心，帮助商户搭建私域流量电商平台，提供线上店铺建设、营销、客户管理、数据分析等多种功能，助力商家解决获客/留存难等多种难点。微商城是商业云中最成熟的产品，也是其主要收入来源。
- **功能迭代升级优化用户体验。**1）19年上线分销市场和直播小程序，搭建分销网络和直播卖货平台，解决商家缺货和缺流量难题；20年持续加码直播，降低商家直播门槛，打造广告引流-直播互动-商品交易闭环；2）推出直客推，与精准营销深度连接，缩短广告主创建交易路径，助推商户业绩提升。
- **产品提价超预期，彰显产品力及客户使用粘性。**2021年初，公司对微商城套餐进行升级，对原有功能升级迭代并提高产品价格，其中基础版6800元/年（对页面装修、互动营销等功能进行升级）、高级版12800元/年（原标准版提价31%，营销插件进行更新）、尊享版19800元/年（原高级版提价18%，升级多种功能）。**此次提价进度超预期，表明公司产品力及品牌力，以及B端客户对公司产品的使用粘性较高。**

图表：微商城套餐价格及升级情况

套餐名称	价格	功能升级
基础版（名称不变）	6800元/年（价格保持不变）	升级页面装修（用户中心、分类模板、列表模板、搜索页），互动营销（微助力、大转盘、刮刮卡、集卡、粉丝集结令）等功能
高级版（原标准版）	12800元/年（原9800元/年）	营销插件新增（周期购、一码多用、社区团购、积分商城、开屏推广、定金膨胀、阶梯价）等功能
豪华版（原高级版）	19800元/年（原16800元/年）	升级销售渠道、会员管理、客流分析、高级营销、经营工具、店铺促销等功能

图表：微商城入驻品牌商户部分列表



资料来源：微盟官网，微盟公告，东吴证券研究所

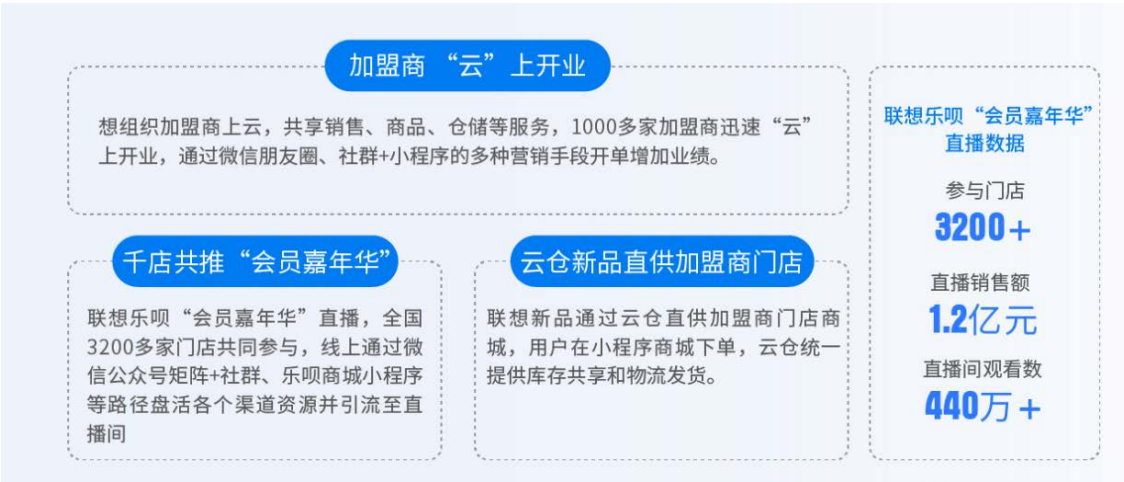
2.2门店SaaS：智慧零售——内生外延驱动成长，大客战略提升ARPU

- **并购投资完善智慧零售体系，迅速获得外延式成长。**19年微盟投资达摩网络，初步试水智慧零售；20年持续加码，收购智慧零售头部企业海鼎，并参与达摩网络两轮投资。通过并购投资迅速补足公司短板，实现真正一体化零售解决方案。其中收购海鼎1）扩大公司对产品/行业覆盖率；2）微盟技术优势偏前端一体化方案，海鼎偏中后台成交侧，两者协同为客户提供更好的一体化方案和数据打通，提升公司在商业地产、连锁商超、便利店领域服务大客的能力。
- 目前智慧零售已涉及13个细分行业，包括超市便利、生活服务、鞋服箱包等，助力商户实现数字化转型。主要产品形态为基于小程序+公众号建立完整会员系统，实现全域一体化经营（包括库存、导购、营销等），从而实现用户高效管理（包括复购、裂变等），助力商户业绩提升。
- **以联想为例，联想接入微盟智慧零售**，上线联想乐呗小程序商城，促成OMO模式升级，与加盟商共享销售、商品、云仓、运营等服务。渠道门店可直接入驻小程序商城，实现一步云商，同时可让各门店自主定制销售策略，实现差异化营销，进而在全渠道实现数据、会员、门店、营销、物流等各环节打通。疫情下，乐呗商城20年GMV突破9亿，私域客户200万，接入乐呗门店超1200家；同时联想乐呗“会员嘉年华”直播当日累积销售额达1.2亿元，直播间观看量超440万人，创下单日历史新高，全域布局激发联想增长新活力。

图表：智慧零售大客战略



图表：联想乐呗OMO模式



资料来源：微盟官网，微盟研究院，东吴证券研究所

2.2门店SaaS：智慧零售——内生外延驱动成长，大客战略提升ARPU

- **中小客市场广阔奠定收入体量，大客战略不断优化商业模型。**一方面，线下中小客数量较多且转型需求旺盛，智慧零售市场远未达到饱和程度（目前仅开发不到1%），中小客转型需求将持续为智慧零售贡献增量，保障业务收入体量；另一方面，公司践行大客战略，截止20H1期末，公司零售客户在2019年中国时尚零售百强中占比34%，商户总数2260家，大客高ARPU拉动智慧零售ARPU（半年）提升至2.04万元，高于SaaS业务整体ARPU（3447元/半年）；其中品牌商户数457家（去年同期217家），品牌客户平均订单金额（ACV）达22.7万元，未来3-5年KA客户平均订单金额有望提升至50万（门店增购、功能增购及产品提价），大客自然死亡率低，叠加SaaS产品及B端生意转换成本较高，商户续签率高，目前处于门店增购及产品升级阶段，ARPU不断提升，LTV/CAC持续提高。
- 从市场空间看，线下市场零售额与商户数均高于线上市场，目前门店SaaS刚刚起步，从客单价看，智慧零售套餐产品价位均高于微商城。20H1微盟智慧零售营收4606.0万元（yoy+701.0%），超19年全年（4474.3万元），占SaaS总收入15.1%（19年占比8.8%），预计智慧零售产品近几年复合增速超100%，营收占比持续提升。

图表：截至2020年6月30日智慧零售业务情况

收入	4,606万元（yoy+701%）
签约品牌商家	457个
品牌客户平均订单收入	22.7万元
在SaaS中的占比	15.1%

图表：智慧零售套餐价格及功能

套餐名称（智慧零售）	价格	功能升级	套餐名称（微商城）	价格
标准版	26800元/年（原19800元/年）	新增1个门店管理账号、升级限量抢购及门店独立创建活动能力，升级后包含一个主平台+3个门店，之后每添加1个门店加1000元	高级版（原标准版）	12800元/年（原9800元/年）
高级版	69800元/年（价格保持不变）	保持不变，之后每多添加1个门店按阶梯加价，均价在1000元左右	豪华版（原高级版）	19800元/年（原16800元/年）

资料来源：微盟官网，东吴证券研究所

2.3门店SaaS：智慧餐饮等——内生外延驱动成长，大客战略提升ARPU

智慧餐饮

- 20年先后并购雅座、商有并成立智慧餐饮公司，在产品与客户资源上形成协同，形成三店一体的数字化餐饮解决方案（堂食、外卖、电商场景下业务、数据、运营、系统一体化），同时被合并方带来增量大客资源。公司坚持去中心化，以一体化SaaS解决方案为切入点，满足商家流量获取、一体化运营等多种需求，与阿里、美团等中心化平台形成差异化竞争。
- 截止20H1，智慧餐饮营收达2211.8万元（yoy+69.3%），占SaaS收入7.3%，餐饮商户6532家，客户平均订单收入达1.6万元。20年公司与雅座、商有基本整合完成，21年将继续改善客户结构（大客为主），实现高速增长，智慧餐饮将成为SaaS板块新增长极。

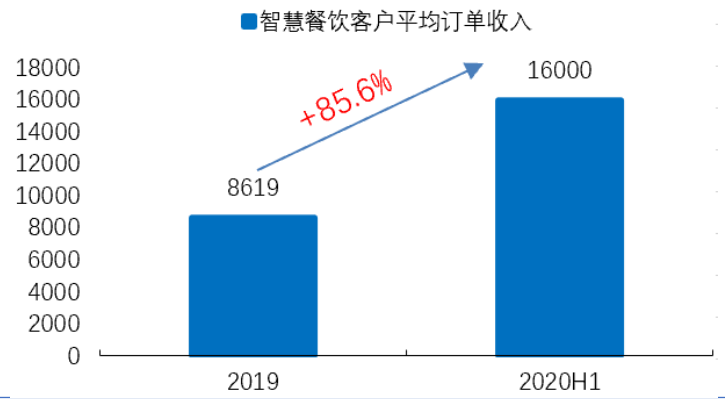
智慧酒旅

- 18年收购向蜜鸟若干股权，快速提升对高端酒店客户拓展和服务能力；同时自建智慧酒店直销团队服务中长尾酒店市场。截止20H1，智慧酒旅已服务351家高端星级酒店。
- **2021-2022年，微盟将持续发力智慧零售/餐饮；同时拓展更多云服务品类（智慧美业、智慧教育、本地生活等），通过垂直深耕行业提升大客占比，持续改善客户结构，预计21年大客收入将占SaaS总收入约30%，2025年有望提升至50%。**

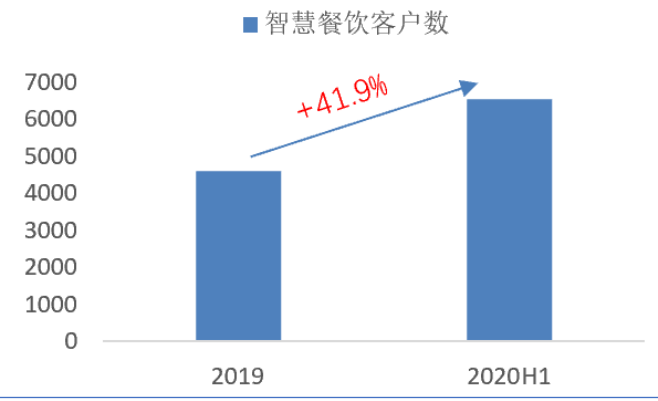
图表：三位一体智慧餐饮布局



图表：智慧餐饮客户平均订单收入（元）



图表：智慧餐饮商户数（个）

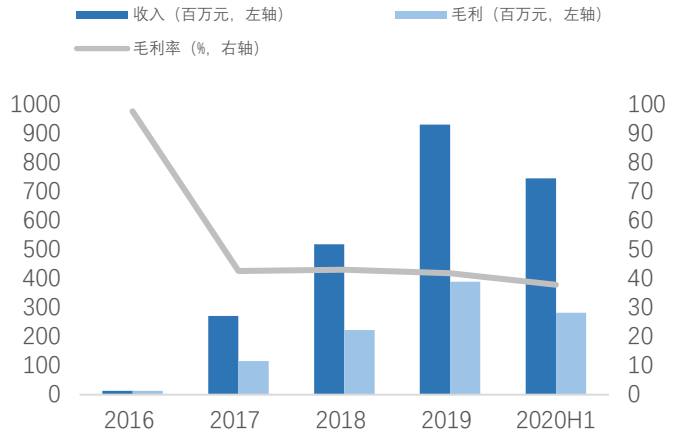


资料来源：公司公告，投资者交流日，东吴证券研究所

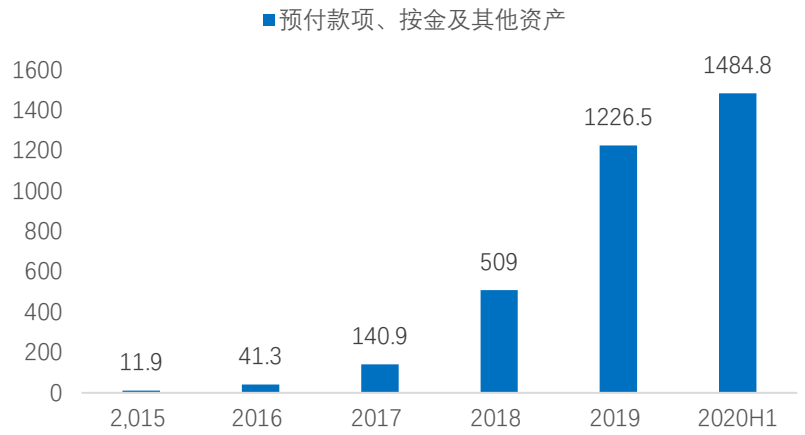
3. 精准营销：拓宽流量渠道效果类广告消耗快速增长，与SaaS协同打开成长空间

- **精准营销业务**可看作是 SaaS 产品的增值服务和大数据变现方式的一种。微盟向广告主提供展示广告及效果广告代理服务，满足商户精准投放广告、高效触达目标用户的需求，收取广告主或渠道合作伙伴的费用（CPC、CPM、CPA等定价方式），媒体方再基于广告主总支出以预付款或现金形式给予公司返点。对应总额法和净额法两种收入确认方式：1） CPM或CPC计费一般采用净额法，流水计入毛收入，媒体发布商返点作为收入；2）CPA计费一般采用总额法，流水计入收入，媒体发布商返点作为成本减项。其中部分精准营销的广告主来源于 SaaS 产品的商户（约40%），与SaaS业务产生协同。
- **精准营销逆市增长，垫资一定程度承压现金流。**19年精准营销实现营收9.30亿元（yoy+79.50%），20H1为7.45亿元（yoy+70.09%），毛利率系拓展KA广告主返点差收窄及总额法计收入占比提升有所下降，以毛收入为口径净利率约在3%-4%之间。此外，广告代理商会为重要KA广告客户提供充值垫款服务，账期平均1-3个月，对现金流产生一定压力。18/19年微盟预付及按金变动超3/7亿，主要系广告占款增加，2018/2019年公司经营现金流净流出2.6/4.5亿。

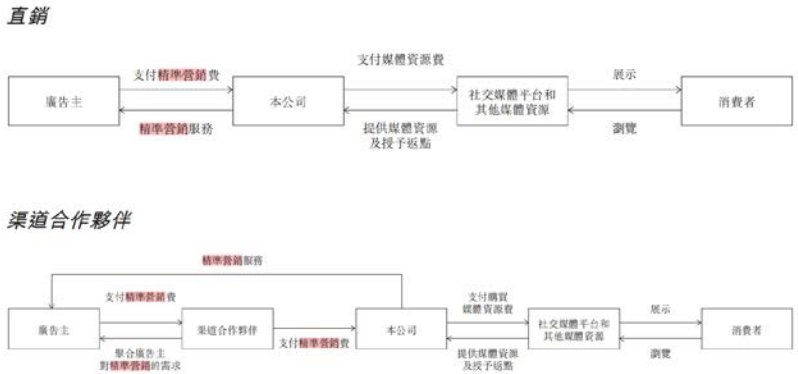
图表：精准营销收入、毛利及毛利率



图表：预付款项、按金及其他资产（单位：百万）



图表：基于不同渠道的微盟精准营销流程图



资料来源：微盟官网，招股说明书，东吴证券研究所

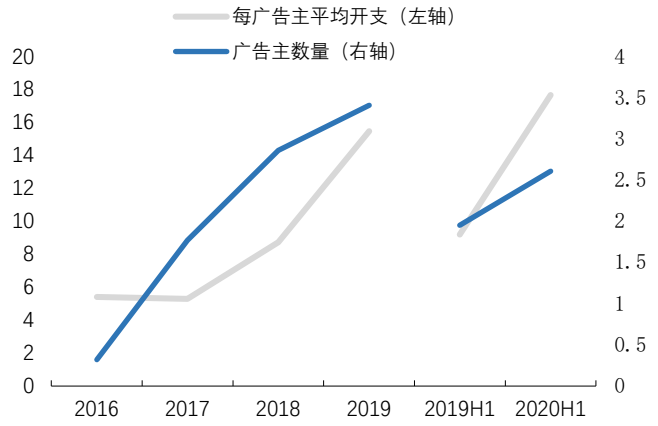
3. 精准营销：拓宽流量渠道效果类广告消耗快速增长，与SaaS协同打开成长空间

- **效果类广告快速增长叠加渠道拓宽，精准营销代理毛收入高速成长。**一方面，微盟依托腾讯手握大量效果类广告资源，目前公司已持有腾讯广告12个区域服务商牌照（北京、江苏、上海等12个中大省市）和1个行业服务商牌照；另一方面，新兴互联网平台发展迅速，微盟积极拓展抖快等短视频渠道资源，效果类广告消耗快速增长。
- **精准营销与SaaS业务形成较强协同。**精准营销是触达SaaS客户的良好方式，公司深度探索「广告+小程序」一体化解决方案，使广告主在投放广告的同时，可以借助SaaS产品经营流量、打造营销闭环。
- 20H1年公司广告主数量达2.61万家(yoy+33.5%)，每广告主平均开支17.67万元(yoy+92.1%)，复投率67.2%，较上年提升10.5pct。21年公司将继续拓展快手等去中心化渠道助力增速，同时受益微信生态广告变现提速，并加强与SaaS产品协同，深挖"广告+小程序"一体化，形成TSO全套解决方案（流量+工具+运营），预计20年广告消耗超百亿，未来几年仍将维持高速增长。

图表：微盟海量广告资源



图表：广告主开支及数量（万元，万家）



图表：微盟TSO一体化智慧增长解决方案



资料来源：微盟官网，招股说明书，微盟投资日，东吴证券研究所

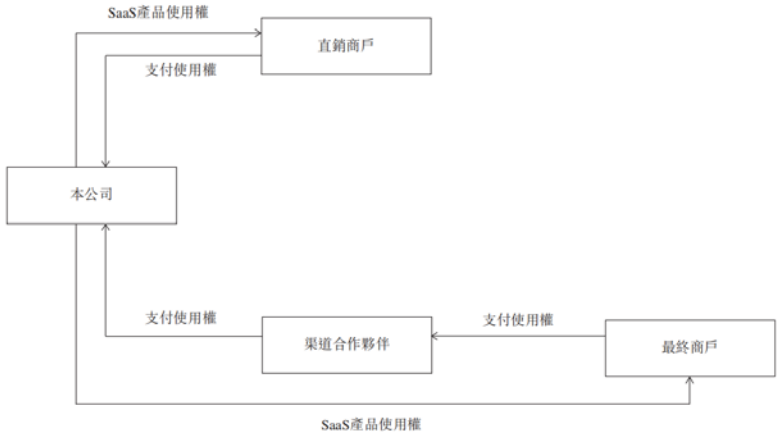
4. 销售体系遍布全国，规模效应与客户流失率下降有望降低销售费率

- 微盟销售体系包括一线和其他战略性城市的自有直销团队以及遍布全国的本地渠道合作伙伴网络，直销团队主要负责所在城市中小企业开发，而渠道代理商负责营销及推广SaaS产品，与客户建立本地化的紧密业务联系。截至目前，公司拥有超1600家渠道合作伙伴的线下网络，遍布全国助力微盟产品推广，公司与渠道商合作关系稳固。
- **SaaS公司前期销售费用率高企，主要系市场付费习惯尚未养成，获客成本较高，且早期目标客户以中小商户为主，流失率较高需要持续获客，后期规模效应、客户流失率下降以及直销网络推广有望降低销售费用率。**规模效应下，公司近三年销售费用率连续降低，19年销售费用率达49.9%，同比减少两个百分点，主要系单个销售人员的可供销售产品数量增多，效率提升，费率下降。管理费用率和财务费用率整体维持在较低水平。预计未来随着直营销售网络的推广、人效的提升，以及客户流失率的下降，公司销售费用率将进一步走低。
- 风险提示：商家增长不及预期，门店SaaS拓展不及预期，对平台较为依赖的风险，市场系统性风险。

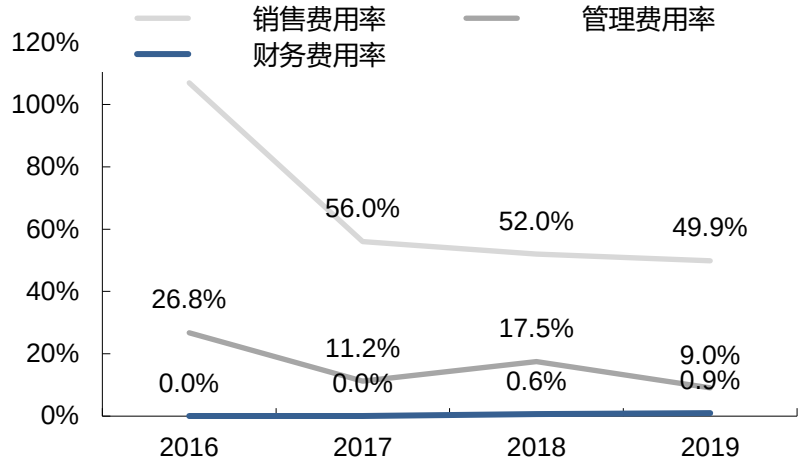
图表：微盟销售网络



图表：微盟SaaS产品销售渠道



图表：微盟三费情况



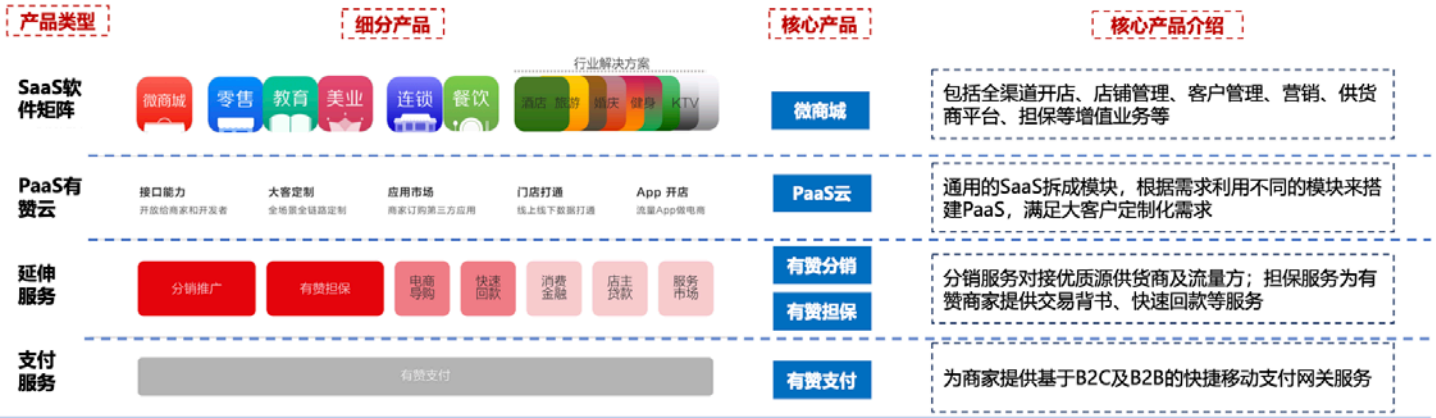
资料来源：微盟官网，招股说明书，公司年报，东吴证券研究所

四、中国有赞：全渠道电商SaaS服务商，承接GMV持续高增

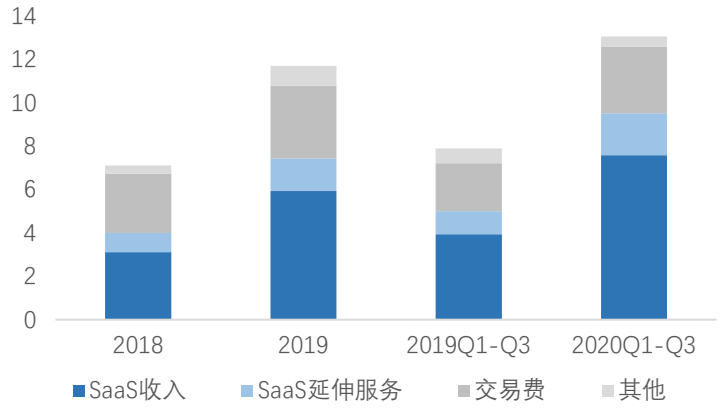
1. 全渠道电商SaaS服务提供商，围绕SaaS核心产品发展四大业务

- **有赞以SaaS为核心业务，定位全渠道全场景电商SaaS服务提供商，帮助每一位重视产品和服务的商家成功。**
- **多平台一站式电商SaaS软件业务:**有赞以“微商城”起家，致力于向商家提供基于社交网络的，全渠道经营SaaS系统和一体化新零售解决方案，包括在线开店、营销工具、客户管理等，同时拓展线下门店业务（有赞美业、有赞零售、有赞教育、有赞连锁）；**PaaS云业务：**PaaS云聚合4.2万多家第三方开发者提供定制服务；**支付业务：**通过中国创新支付获得支付牌照，可为商家提供支付、担保、分期支付等资金类服务，20Q1-3公司交易费营收为3.1亿元（yoy+38.5%）；**延伸服务：**提供有赞担保、有赞分销、有赞推广等增值服务，有赞担保和有赞分销占比最大，以GMV抽成货币化。其中有赞客分佣推广平台，满足商家寻找流量与流量寻找优质商品的需求，公司收取流量主收到佣金的10%作为收入，流量主佣金约在10%~30%之间。20Q1-3公司延伸服务收入1.93亿元（yoy+82.3%）。
- 2020年Q1-3 公司SaaS收入7.58亿元（yoy+92.1%），收入占比57.2%；交易费收入3.07亿元(yoy+38.5%)，收入占比23.2%。

图表：有赞产品矩阵



图表：有赞收入结构（亿元）

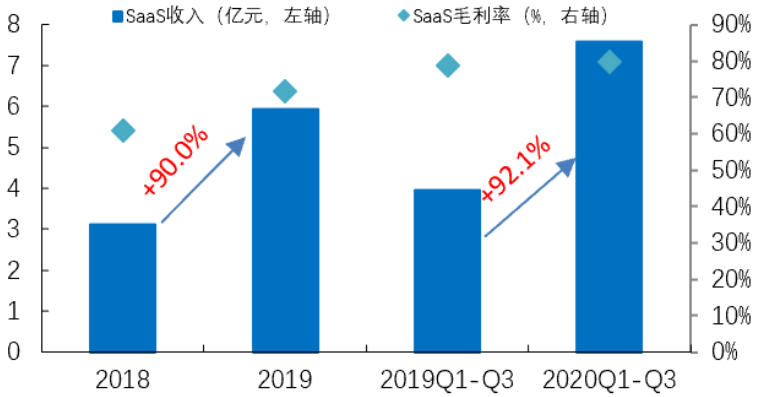


资料来源：有赞公司公告，东吴证券研究所

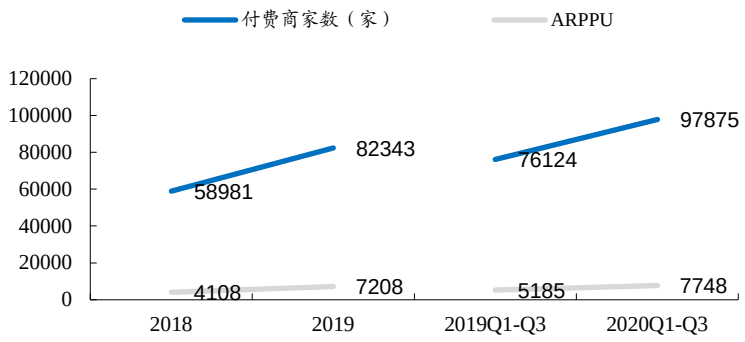
2.1 电商SaaS强劲增长，成交GMV迈入千亿级

- **电商SaaS龙头公司，量价齐升强劲增长。**2019年公司SaaS营收5.94亿元（yoy+90.00%），20Q1-Q3营收达7.58亿元（yoy+92.1%），超19年全年营收，Q1-Q3公司SaaS业务付费商户数量达97875家（yoy+29%），收入7.58亿（yoy+92%），ARPU 7748元/Q1-Q3（yoy+49%）。
- **以有赞微商城为核心，积极拓展流量渠道，成交GMV迈入千亿级。**微商城是有赞的拳头产品，拥有完整的产品体系、完备的营销玩法、有效的资金支持业务等，多维度帮助商户提升成交率。以微商城为核心，有赞为商家打通多家平台，满足商家全渠道经营需求。目前与微信、快手、微博等主要平台均有合作，同时商家通过有赞卖货助手，可直接对接微信、百度、支付宝等小程序和快手、虎牙等多家直播平台度，持续扩大商户销售通路。2020年通过有赞成交的GMV迈入千亿量级，达1037亿（yoy+61%）。

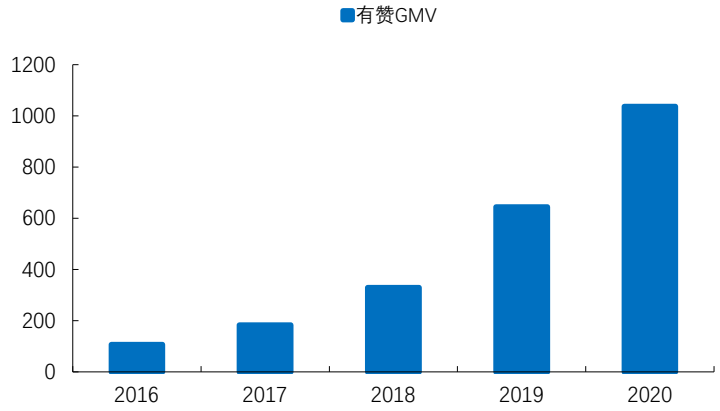
图表：有赞SaaS收入及毛利率（亿元，%）



图表：有赞近年来商家数及ARPU增长情况（家，元）



图表：有赞近年来GMV情况（亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

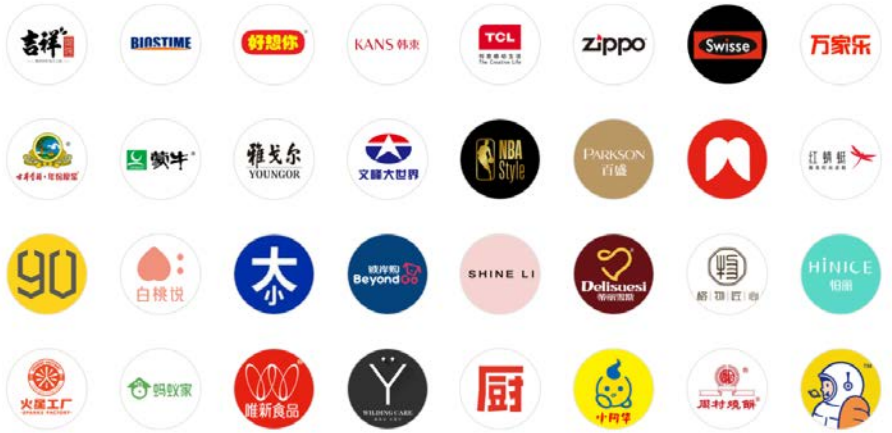
2.2 门店SaaS：增长新引擎，有赞连锁提升服务大客能力

- **拓展线下门店SaaS，打开成长空间。**公司线下门店产品主要涉及零售、美业、教育三大场景，20年进一步提高全行业SaaS服务能力，推出有赞连锁，赋能连锁企业数字化转型。目前形成以有赞连锁、有赞零售为核心模式，有赞美业，有赞教育为横向品类拓展的有机矩阵。
- **通过有赞连锁提升服务头部商家的能力。**20年上半年有赞连锁进行升级，更加适配连锁业态商家在线下的多层级销售管理架构，更好的赋能连锁企业数字化转型。在“新零售”场景快速落地的趋势下，连锁商家希望通过线上线下一体化系统解决方案，实现门店客群运营、会员权益体系、供应链管理、用户消费体验、同城物流等环节的全面赋能。20年有赞微商城升级到有赞连锁，在“前店”帮助商家打通线上线下会员体系，支持线上下单线下履约，以及自由选择同城配送与到店自提的功能；同时在“后厂”实现打通从前端销售数据到采购库存管理的数字智能化，实现经营提效。**有赞连锁门店GMV快速增长，绝对增量来自时间和空间拓展，驱动力包括销售员和会员，会员交易是老客的复购，销售员推动老客带来新客裂变。**有赞连锁部分客户包括红蜻蜓、贵人鸟等。

图表：中国有赞百货行业解决方案



图表：有赞连锁部分品牌商户

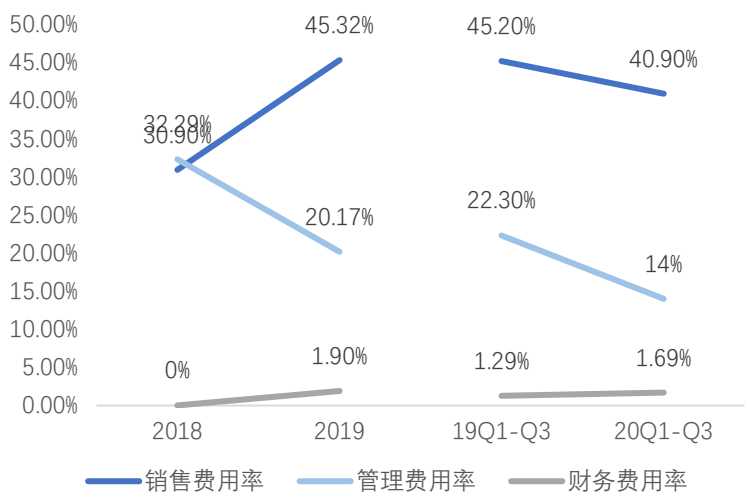


资料来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

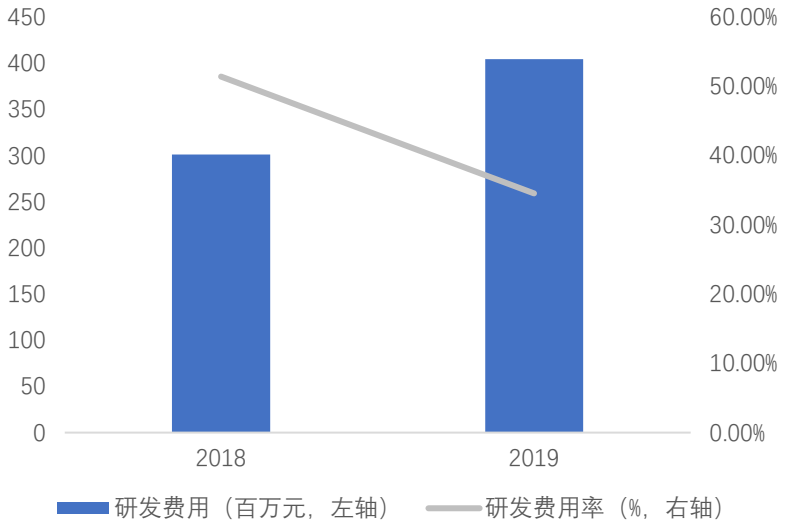
3. 经营效率稳步提升，研发投入持续增加赋能产品力提升

- **经营效率稳步提升，费用率走低。**20Q1-Q3公司销售开支5.3亿元（yoy+49.6%），主要系销售团队规模扩张，在收入中占比40.9%（yoy-4.3pct），销售效率有所提升，管理费用率自18年起持续改善，财务费用率整体维持在较低水平。
- **持续加大研发投入，保障产品质量与用户体验。**与创始团队的产品技术基因有关，有赞对产品重视程度高，2019年有赞研发费用率为35%，对标shopify17/18/19年研发费用率分别为20%/22%/23%，体现有赞对产品及用户体验的苛刻要求，公司技术人员占比约36%，高于同业，体现公司对研发的重视。
- 风险提示：商家增长不及预期，门店SaaS拓展不及预期，对平台较为依赖的风险，市场系统性风险。

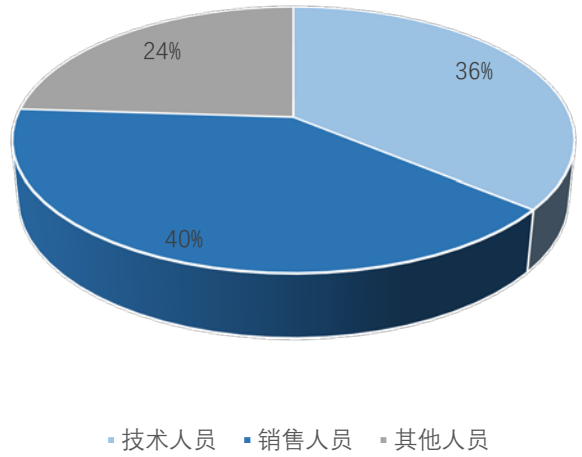
图表：有赞三费情况（%）



图表：有赞研发投入



图表：2019年有赞人员构成



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

五、风险提示

- 商家增长不及预期；SaaS公司早期较为看重市场拓展，若商户增长不及预期，可能影响公司增速及估值情况。
- 门店SaaS拓展不及预期；门店SaaS产品是公司目前重点发力方向，若大客开拓不及预期，可能影响公司业务增长及大客战略推进。
- 对平台较为依赖的风险：若微信、快手等平台对第三方工具服务商政策出现变化，可能造成业务风险。
- 市场系统性风险：云计算公司股价弹性较高，若流动性及市场环境出现变化，可能出现股价回调风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 财富家园