



Research and
Development Center

光云科技：AI 赋能电商 SaaS，业绩有望迎来拐点

2025 年 3 月 18 日

刘旺 传媒互联网及海外分析师

执业编号：S1500524120005

邮 箱：liuwang@cindasc.com

李依韩 传媒互联网及海外分析师

执业编号：S1500524100005

邮 箱：liyihan@cindasc.com

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮 箱：pangqianqian@cindasc.com

证券研究报告

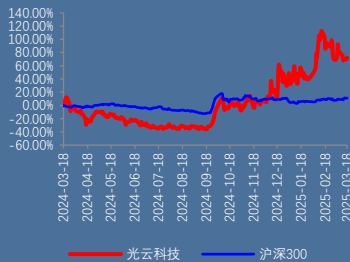
公司研究

首次覆盖报告

光云科技（688365）

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：iFind，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价	14.60
52 周内股价	5.38-18.35
波动区间（元）	
最近 20 日涨跌幅	-16.4760%
（%）	
总股本（亿股）	4.2582
流通 A 股比例（%）	100.00%
总市值（亿元）	62.17

资料来源：iFind，信达证券研发中心

刘旺 传媒互联网及海外分析师

执业编号：S1500524120005

邮箱：liuwang@cindasc.com

李依韩 传媒互联网及海外分析师

执业编号：S1500524100005

邮箱：liyihan@cindasc.com

庞倩倩 计算机行业首席分析师

执业编号：S1500522110006

邮箱：pangqianqian@cindasc.com

光云科技（688365）：AI 赋能电商 SaaS，业绩有望迎来拐点

2025 年 3 月 18 日

- **深耕电商 SaaS 十五年，构建全场景服务生态。**公司基于电子商务平台为电商商家提供 SaaS 产品，并在此基础上提供配套硬件、运营服务等增值产品及服务，布局淘宝、京东、拼多多、抖音、微信等全平台，构建覆盖中小及大商家的全场景服务生态。公司具有良好的口碑和品牌效应，管理层呈年轻化特征，为商家提供电商运营的全链路解决方案。
- **现金流率先回正，产品周期有望驱动业绩拐点。**2018-2024 年，公司实现营收 4.65/4.65/5.1/5.45/4.95/4.75/4.82 亿元，同比变化+29.89%/-0.18%/+9.75%/+6.94%/-9.42%/-3.74%/+1.46%。2024 年，公司逐步降低非核心低毛利业务的投入力度，围绕大商家战略布局，持续加大研发和市场开拓投入力度，收入小幅增长。随着公司产品体系搭建完成，大商家业务跑通，成本控制取得显著成效，2023 年开始公司现金流回正，财务状况明显改善，2024 年公司财务状况进一步改善，前三季度现金流已达 2705 万元，全年有望再上新台阶。公司扣非归母净利润自 2022 年触底后逐步修复，2023 年开始逐步缩亏，2024 年扣非归母净亏损 7294.65 万，较上年同期亏损减少超 1000 万元。随着公司收入增长动能的增强，费用端控制良好，现金流已开始回正，我们认为 2025 年公司有望迎来业绩拐点。
- **电商 SaaS 市场持续扩容，平台与服务商协同共进。**2018-2024 年中国 SaaS 市场规模从 145.2 亿元增至 702.8 亿元（CAGR 30.2%），2026 年或破千亿，直播电商、跨境及下沉市场新业态有望持续驱动中长期需求。电商 SaaS 行业形成金字塔竞争格局：底层初创型商家需求基础且价格敏感，中层发展型商家偏好垂直工具，顶层成熟品牌型商家专业化强、付费意愿高。目前电商平台与 SaaS 服务商共生，中小商家业务与平台流量深度绑定，淘宝、抖音、拼多多等商家服务市场已成稳定生态，第三方 SaaS 企业依托专业化产品与平台协同发展，长期受益于生态红利。
- **分层战略深化客户覆盖，AI 赋能全链升级。**公司通过分层运营策略，构建了以中小商家为现金牛、大客户为增长引擎的核心业务模式，累计覆盖超 120 万付费用户，日均处理包裹量超 3000 万。中小商家 SaaS 产品在抖音平台收入逆势增长 78.41%，多平台收入占比提升至 49.14%。大商家业务 2024 年上半年收入同比增长 15.57%，线下地推网络覆盖 30 城，客户黏性增强。同时，公司通过 AI 技术赋能全链效率提升，快麦小智客服机器人提升 GMV 20%，并购逸淘进军供应链新赛道，进一步提升业绩增长边界。

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

- **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年分别实现营收 4.82 亿/5.66 亿/6.82 亿元, 同比增长 1.5%/17.3%/20.4%; 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 -0.83 亿 /0.08 亿 /0.39 亿, 同比增长 -349.4%/109.3%/412.8%。我们认为, 公司在电商 SaaS 领域的市场竞争优势显著, 未来随着中小商家业务收入增速回升, 大商家业务持续加速, 费用方面控制良好, 公司在 2025 年的利润有望转正, 且随着客户渗透率的进一步提升以及未来供应链等新业务的拓展, 公司有望进一步巩固龙头地位。公司在电商 SaaS 领域的市场竞争优势显著, 未来伴随大客户持续巩固合作、中小客户渗透率不断提升、供应链等新业务的战略部署以及 AI 对电商行业的赋能, 公司有望进一步巩固龙头地位。对比云服务领域可比公司, 公司专注于垂类电商行业, 规模效应有望显现, 给予光云科技 2025 年 16xPS, 对应目标市值 90.57 亿, 目标价为 21.27 元, 首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济承压风险, 行业竞争加剧风险, 电商平台依赖风险, 客户拓展不及预期风险, 技术创新及迭代不及预期风险, 盈利转化不及预期风险。

重要财务指标

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	494	475	482	566	682
增长率 YoY%	-9.4%	-3.7%	1.5%	17.3%	20.4%
归母净利(百万元)	-179	-18	-83	8	39
增长率 YoY%	-200.4%	89.7%	-349.4%	109.3%	412.8%
毛利率%	60.8%	63.2%	64.9%	67.1%	68.5%
净资产收益率 ROE%	-20.5%	-1.8%	-8.7%	0.8%	3.9%
EPS(摊薄)(元)	-0.42	-0.04	-0.19	0.02	0.09
市盈率 P/E(倍)	—	—	—	809.63	157.88
市净率 P/B(倍)	7.13	6.08	6.51	6.45	6.20

资料来源: 同花顺、信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 17 日收盘价

目录

一、深耕电商 SaaS 十五年，构建全场景服务生态.....	6
二、现金流率先回正，产品周期有望驱动业绩拐点.....	7
三、电商 SaaS 市场持续扩容，平台与服务商协同共进.....	11
四、分层战略深化客户覆盖，AI 赋能全链升级.....	13
五、盈利预测与投资建议.....	16
六、风险因素.....	17

图目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）.....	7
图 3：公司 2018-2024 年营业收入及增速.....	7
图 4：公司 2020-2024H1 各项业务营业收入（百万元）.....	8
图 5：公司 2020-2024H1 各业务营收占比变化.....	8
图 6：公司 2020-2024 前三季度毛利率与净利率.....	9
图 7：公司 2020-2024H1 各业务毛利率.....	9
图 8：公司 2020-2024Q1~Q3 期间费用（百万元）及费用率.....	10
图 9：公司 2020-2023 年在职员工人数及构成.....	10
图 10：公司 2018-2024Q1~Q3 现金流净额及增速.....	11
图 11：公司 2018-2024 年扣非归母净利润及增速.....	11
图 12：公司 2018-2024 年归母净利润及增速.....	11
图 13：2018-2027 中国 SaaS 市场规模及预测.....	12
图 14：电商 SaaS 市场客户需求与产品分布图.....	12
图 15：淘宝平台服务市场页面.....	13
图 16：小红书平台服务市场页面.....	13
图 17：快麦系列全渠道解决方案.....	14
图 18：深绘智能设计页面.....	14
图 19：光云科技客服中台一体化客服解决方案.....	15
图 20：快麦小智产品框架.....	15

表目录

表 1：公司核心业务模式.....	6
表 2：中小商家 SaaS 产品矩阵.....	13
表 3：核心大商家 SaaS 产品销售情况.....	14
表 4 收入拆分及盈利预测（百万元）.....	16
表 5 估值表.....	17



投资聚焦

► 本文主要论述，光云科技作为电商 SaaS 领域的领先企业，深耕大中小电商商家差异需求，构建了覆盖全场景的服务生态。我们认为，随着电商 SaaS 市场的持续扩容，光云科技有望通过分层战略深化客户覆盖，AI 赋能全链升级，进一步巩固其的行业龙头地位。

► 现金流率先回正，产品周期有望驱动业绩拐点。光云科技的毛利率稳定在 63% 左右的行业较高水平，随着公司产品体系搭建完成，大商家业务跑通，成本控制取得显著成效，现金流已逐步回正，盈利拐点初现。未来随着中小商家业务收入增速回升，大商家业务持续加速，公司有望在 2025 年实现利润转正。

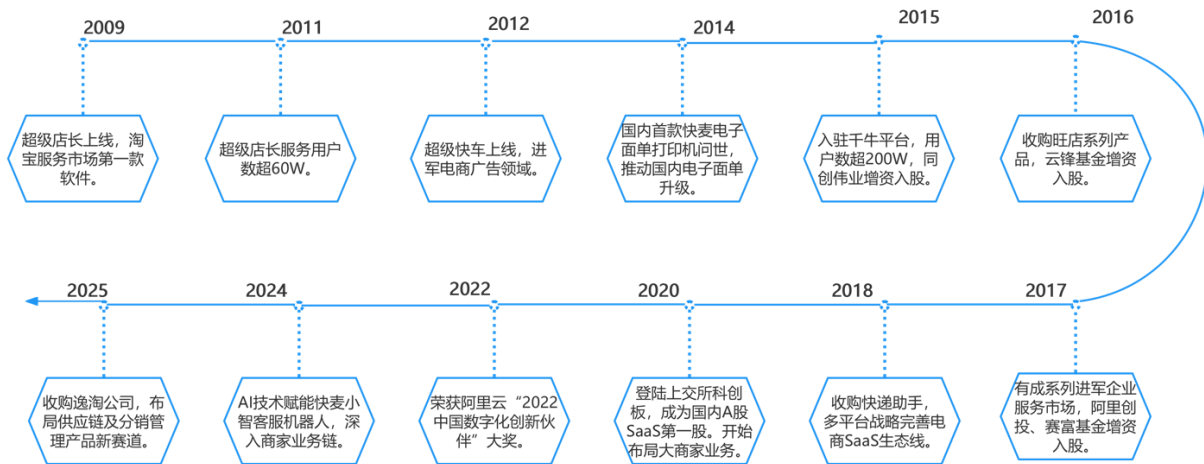
► 电商 SaaS 市场持续扩容，平台与服务商协同共进。据艾媒咨询，中国 SaaS 市场规模预计 2026 年突破千亿。直播电商、跨境电商及下沉市场等新兴业态有望持续驱动需求释放。光云科技通过与淘宝、抖音、拼多多、微信等平台的深度合作，未来有望进一步受益于电商平台与 SaaS 服务商的协同发展。

► 分层战略深化客户覆盖，AI 赋能全链升级。光云科技通过分层运营策略，构建了以中小商家为现金牛、大客户为增长引擎的核心业务模式。近年来公司积极拥抱 AI 技术，投资、合作多家人工智能科技企业，在提升客户服务效率、促进销售转化等方面发挥重要作用，使公司在电商智能化服务领域占据技术优势，为业务增长注入新动力。

一、深耕电商 SaaS 十五年，构建全场景服务生态

电商信息技术软件服务供应商。杭州光云科技股份有限公司成立于 2009 年，是业内领先的互联网 SaaS 模式软件技术创新型企业，核心业务为基于电子商务平台为电商商家提供 SaaS 产品，并在此基础上提供配套硬件、运营服务等增值产品及服务。公司于 2020 年 4 月 29 日在上海证券交易所科创板挂牌上市，为商家提供电商运营的全链路解决方案。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、新浪财经、信达证券研发中心

产品覆盖广，构建全景生态。公司自成立以来，围绕着电商商家的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，目前已布局淘宝、天猫、京东、拼多多、抖音、饿了么、快手、微信等各大电商平台，具有良好的口碑和品牌效应。2024 年公司被评为“2024 最佳 ESG 科创板上市公司”、“有成 CRM-2024 钉钉开放平台开工季销售铜奖”、“有成财务-2024 钉钉开放平台开工季销售铜奖”等。

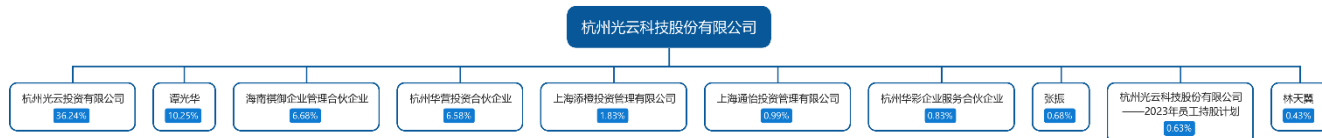
表 1：公司核心业务模式

核心业务	主要内容	软件产品
中小商家 电商 SaaS	公司的 SaaS 产品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）、拼多多服务市（fuwu.pinduoduo.com）、抖店服务市场（fuwu.jintimai.com）、京东京麦服务市场（fw.jd.com）等）进行在线销售。在阿里巴巴商家服务市场、拼多多服务市场、1688 服务市场、抖店服务市场，电商商家通过搜索查询公司产品，点开详情页后，电商商家根据需求选择相应版本及期限进行购买，一次性向服务市场支付全部价款后即可使用，服务市场在客户订购的服务期限内与公司按月摊销结算。	
大商家 电商 SaaS	针对大中型商家的快麦系列产品，通过线上和线下结合的方式进行产品营销，其主要方式为电话营销、集中拜访电商产业园区、持续跟踪重点客户等。客户订购发行人 SaaS 产品后将预付款项交至公司，公司按照与客户签订的合同及客户实际使用情况确认收入。	
企业服务 SaaS	公司配套硬件的境内的销售模式主要系经销模式，并通过软件价值实现代理商销售和毛利率增长。经销模式下，公司以买断模式销售电商配套硬件，由经销商将产品销往终端客户。根据约定，公司在货物交付客户时即完成履约义务。配套硬件按客户签收公司产品确认收入。	

资料来源：公司公告、公司官网、信达证券研发中心

管理层年轻化。公司股权结构集中且稳定，实际控制人谭光华直接、间接合计持有公司股权 45.8%。截至 2024 年 9 月 30 日，公司管理层平均年龄 42 岁，董事会平均年龄 47.29 岁，呈年轻化特征。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）

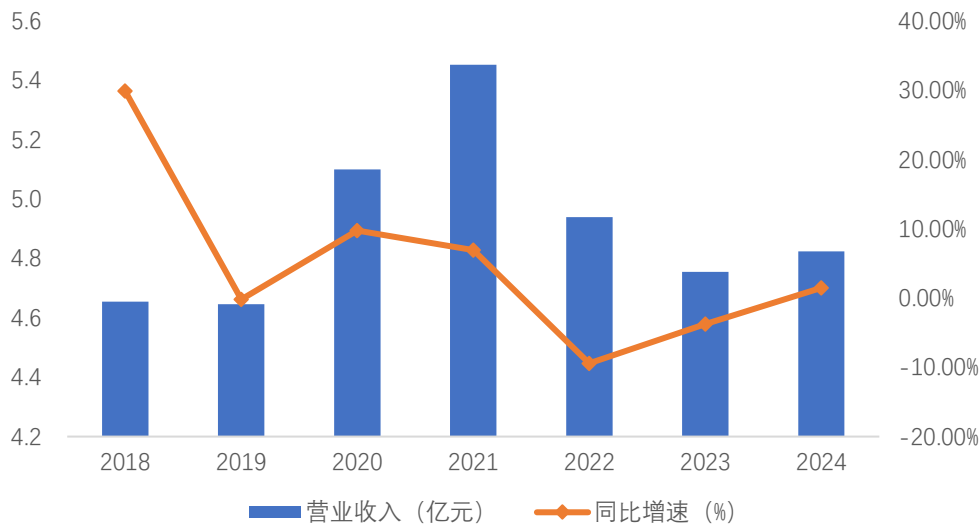


资料来源: 同花顺、信达证券研发中心

二、现金流率先回正，产品周期有望驱动业绩拐点

公司聚焦核心主业，营收增速回正。2018-2024 年，公司实现营收 4.65/4.65/5.1/5.45/4.95/4.75/4.82 亿元，同比变化+29.89%/-0.18%/+9.75%/+6.94%/-9.42%/-3.74%/+1.46%。2020 年公司上市，依靠快递助手、超级店长等头部软件，在阿里平台商家服务市场排名第一。后续随着拼多多、抖音等电商平台兴起对商家的分流，公司前瞻性开展大商家业务，降低对平台的依赖，通过线下进行客户拓展，客户稳定性高。因大商家 SaaS 前期研发和销售费用投入较大，故 2020-2023 年期间，公司营收增长动能阶段性承压。2024 年，公司收入小幅增长，聚焦主营核心业务，逐步降低非核心低毛利业务的投入力度，围绕大商家战略布局，持续加大研发和市场开拓投入力度，新产品功能更加完善稳定，已有产品持续进行迭代优化升级，客户满意度和市场认可度不断提升，客户数量稳步增加。

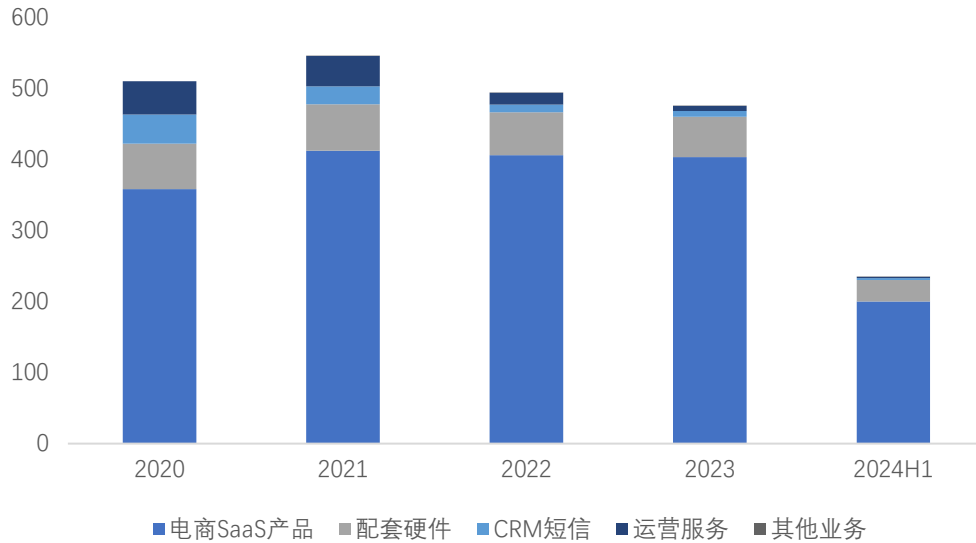
图 3：公司 2018-2024 年营业收入及增速



资料来源: 公司历年年报、同花顺、信达证券研发中心

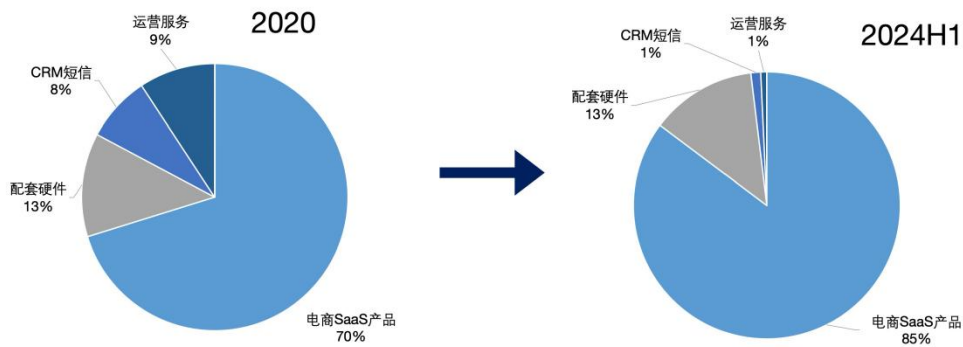
围绕大商家战略布局，电商 SaaS 核心业务地位稳固。2020-2024H1，配套硬件业务营收占比稳定在 13% 上下，运营服务和 CRM 短信服务的营收占比均大幅减少。而电商 SaaS 产品营收在 2024 年上半年占比达到 85.23%，较 2020 年提升了近 15 个百分点，显著高于其他业务，作为公司的核心业务在客户覆盖与市场渗透上的优势地位稳固。

图 4：公司 2020-2024H1 各项业务营业收入（百万元）



资料来源：公司历年年报、同花顺、信达证券研发中心

图 5：公司 2020-2024H1 各业务营收占比变化

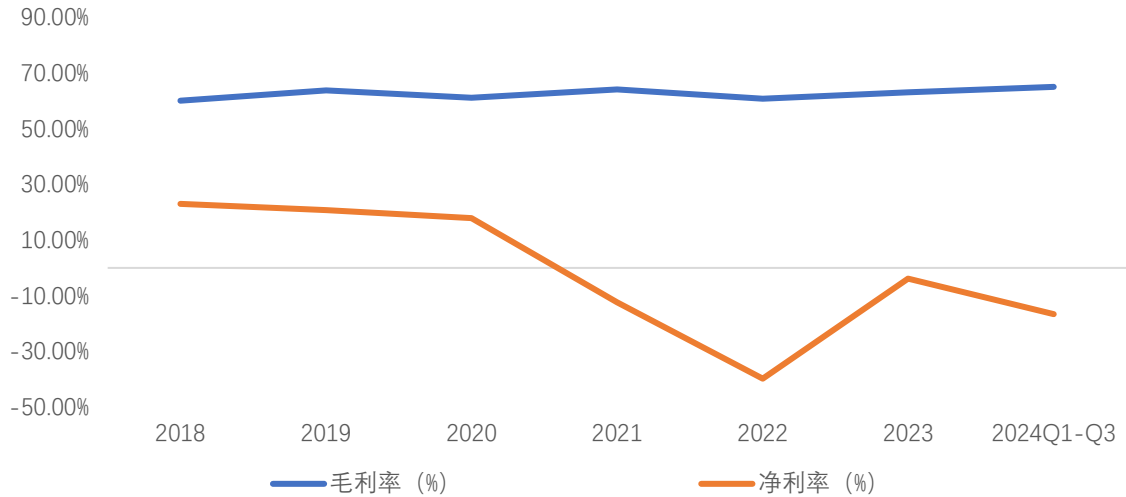


资料来源：公司历年年报、同花顺、信达证券研发中心

毛利保持较高水平。得益于良好的品牌价值和客户基础，2018 至 2024 前三季度，公司毛利率分别为 60.11%/63.83%/61.21%/64.13%/60.83%/63.17%/65.07%，处于行业较高水平。2020-2024H1 期间，公司核心业务电商 SaaS 产品毛利率分别为 71.14%/71.19%/68.59%/71.60%/73.79%，且呈增长趋势。高毛利率铸就护城河，毛利转化效率有望拉动净利率回升。

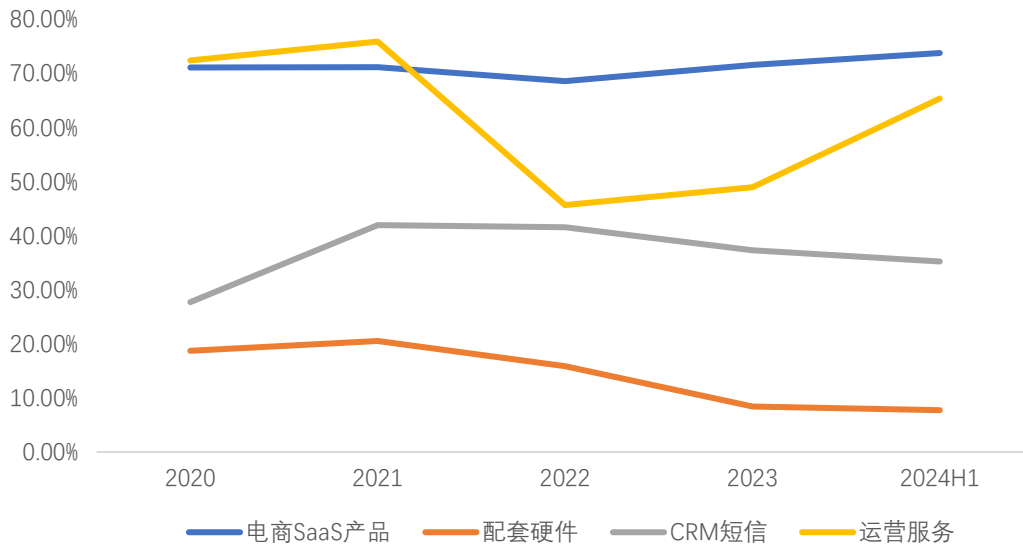


图 6：公司 2020-2024 前三季度毛利率与净利率



资料来源：公司历年年报、同花顺、信达证券研发中心

图 7：公司 2020-2024H1 各业务毛利率

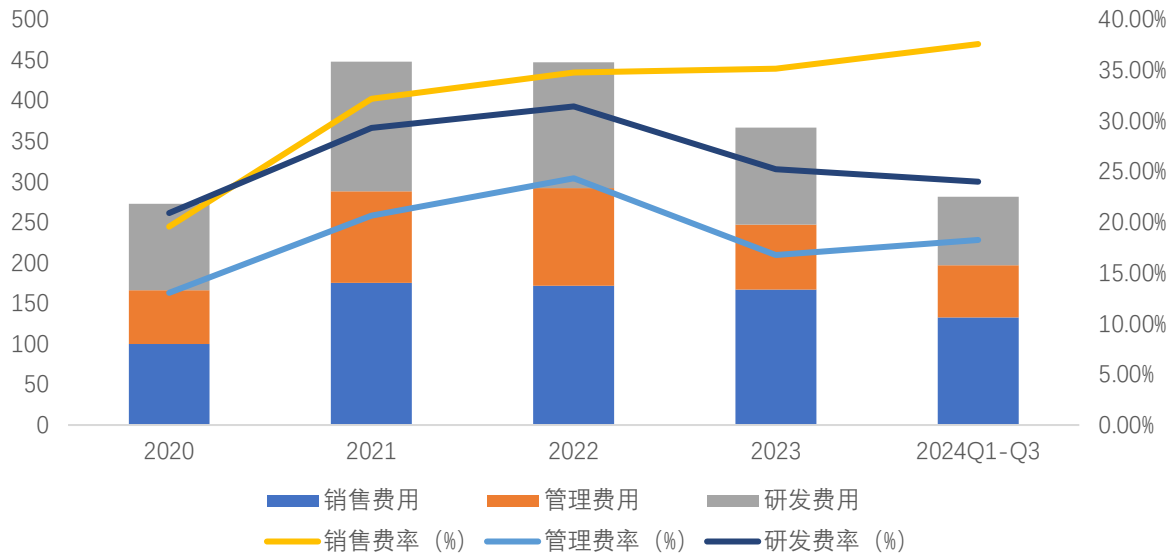


资料来源：公司历年年报、同花顺、信达证券研发中心

整体费用呈下降趋势，匹配产品周期。2020-2022 年，公司扩大了营销渠道建设，并加大了以大商家 SaaS 产品为代表的产品研发投入，引进优秀人才，沉淀技术积累，提升项目和产品的技术水平，使研发费用上涨较快。同时，公司持续强化对大商家产品销售环节的服务支持，积极拓展销售网络，使销售费用维持较高比例。2022-2024Q1~Q3 公司期间费率分别为 90.55%/77.17%/79.84%，成本控制取得初步成效，主要系 2023 年起产品体系搭建完成，大商家业务跑通，我们认为公司有望进一步优化费用开支。



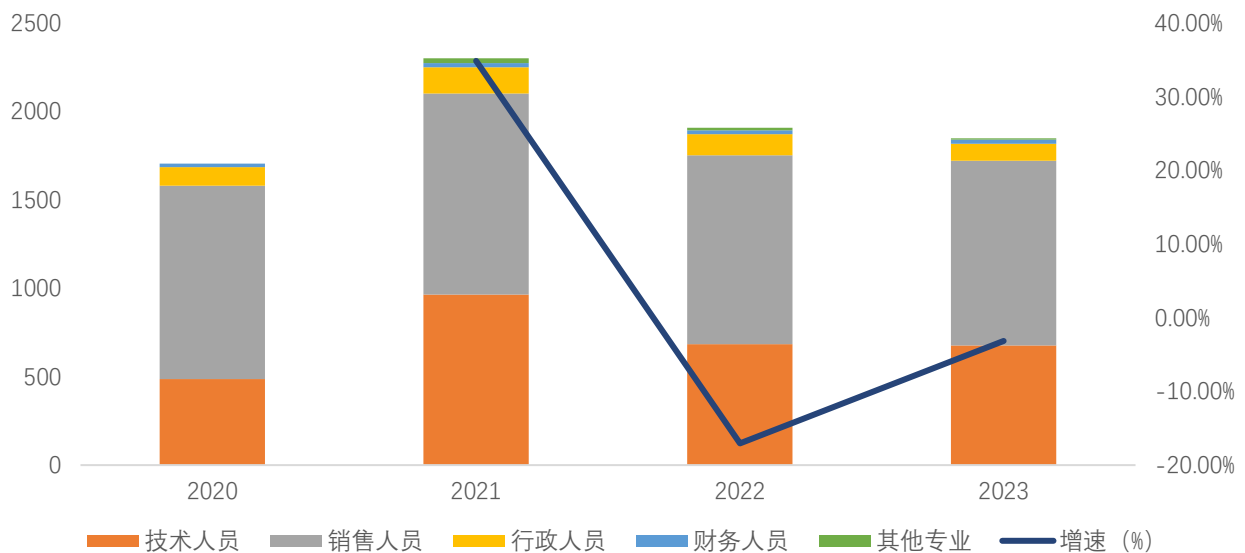
图 8：公司 2020-2024Q1~Q3 期间费用（百万元）及费用率



资料来源:公司公告、信达证券研发中心

员工规模精减。2020-2023 年，公司总在职员工人数分别为 1705/2299/1907/1847 人。其中 2021-2023 年，随着产品成熟，团队规模缩小近 20%；技术人员减少 29.8%，占比从 41.9%下滑至 36.7%；销售人员减少 8.10%，占比从 49.4%上升至 56.5%。公司随业务周期精简员工规模，在优化人力资源配置和降低运营成本方面效果突出。

图 9：公司 2020-2023 年在职员工人数及构成

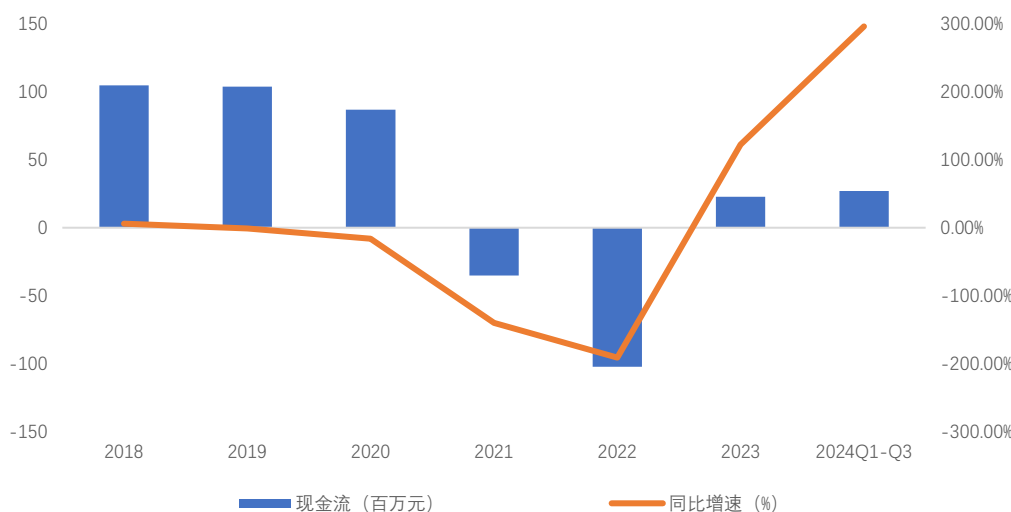


资料来源:公司公告、信达证券研发中心

现金流回正，财务状况改善。2018-2024 年前三季度，公司实现现金流量净额 19491/10392/8688/-3516/-10243/2284/2705 万元，同比变化+6.13%/-0.94%/-16.40%/-140.47%/-191.37%/+122.30%/+296.58%。2023 年，公司产品体系搭建完成，大商家业务跑通，现金流水平回正。2024 年公司财务状况进一步改善，前三季度现金

流已达 2705 万元，全年有望再上新台阶。目前公司已迈入投资回报的回收期，降本增效下盈利拐点初现。

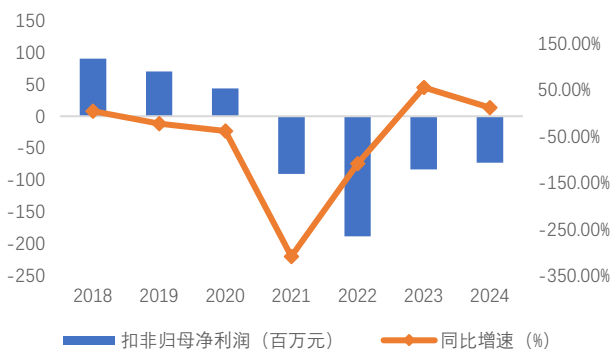
图 10：公司 2018-2024Q1~Q3 现金流净额及增速



资料来源：公司历年年报、同花顺、信达证券研发中心

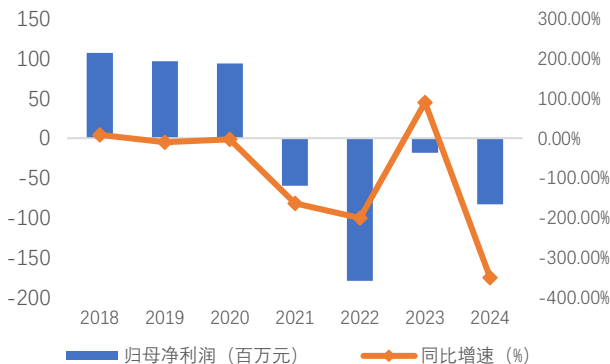
逐步减亏，业绩有望迎来拐点。2024 年公司归母净利润为-8290.28 万元，同比负增长 349.41%，主要系 2023 年公司部分股权投资改按公允价值计量，使公司上期确认较大金额的投资收益，故同比净利润变动较大。若剔除非经常性损益的影响，公司扣非归母净利润自 2022 年触底后逐步修复，2023 年开始逐步缩亏，2024 年扣非归母净亏损 7294.65 万，较上年同期亏损减少 1000 万元以上。随着公司收入增长动能的增强，费用端控制良好，现金流已开始回正，我们认为 2025 年公司有望迎来业绩拐点。

图 11：公司 2018-2024 年扣非归母净利润及增速



资料来源：公司历年年报、同花顺、信达证券研发中心

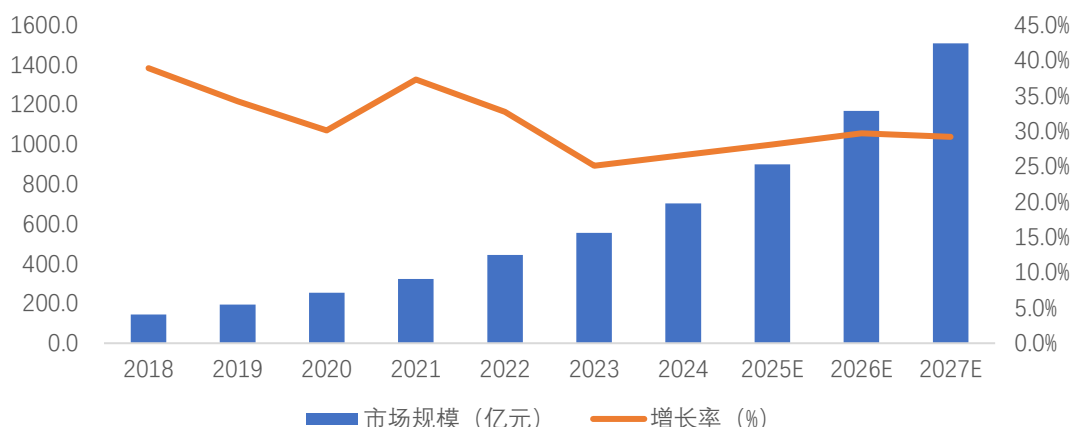
图 12：公司 2018-2024 年归母净利润及增速



资料来源：公司历年年报、同花顺、信达证券研发中心

三、电商 SaaS 市场持续扩容，平台与服务商协同共进

中国 SaaS 市场规模稳步增长，前景广阔。据艾媒咨询，2018-2024 年中国 SaaS 市场规模从 145.2 亿元增至 702.8 亿元，年复合增长率达 30.2%，2026 年市场规模预计突破千亿。尽管市场规模增速阶段性放缓，但中长期增长韧性显著，直播电商、跨境电商及下沉市场等新兴业态有望持续驱动需求释放。

图 13：2018-2027 中国 SaaS 市场规模及预测


资料来源:艾媒咨询、东方财富网、信达证券研发中心

电商 SaaS 市场持续扩容，分层需求与垂直技术驱动竞争升级。近年来，中国电商 SaaS 行业从以增量为主转向增量与存量并重的阶段，传统电商平台增长趋缓，商家对运营效率工具的需求升级。行业呈现金字塔式分层结构：底层初创型商家占比最高，对电商 SaaS 的产品需求基础，对价格高度敏感；中层发展型商家对电商 SaaS 产品具备一定黏性，更重视垂类专业工具；成熟型及品牌型商家数量最少，具有需求专业化、黏性强、付费意愿高的特点，是 SaaS 企业争夺的核心客群。

图 14：电商 SaaS 市场客户需求与产品分布图


资料来源:公司年报、信达证券研发中心

电商平台与 SaaS 服务商互利共赢。一方面公司中小商家 SaaS 业务与平台流量、商单数量深度绑定；另一方面，电商平台与第三方服务提供商呈现了互利共赢的关系，将应用接口开放给第三方是一贯趋势。长期来看，电商行业新场景、新业态的不断更迭促使平台推出更丰富的自研产品，最终有望逐步转化为有利于第三方服务商的市场机遇。淘宝、抖音、拼多多、1688 等平台均设有商家服务市场，汇总第三方 SaaS 软件供商家选择，已形成稳定、成熟的商业模式。

图 15：淘宝平台服务市场页面



资料来源：淘宝、信达证券研发中心

图 16：小红书平台服务市场页面



资料来源：小红书服务市场官网、信达证券研发中心

四、分层战略深化客户覆盖，AI 赋能全链升级

1、中小商家 SaaS：现金牛构筑业务基石

120 万付费商家客户行业领先，中小商家 SaaS 收入占比提升。目前，公司在线服务的商家超 400 万个，其中付费商家超 120 万个，日均处理包裹量超 3000 万，庞大的用户基数推动形成技术研发、数据积累与用户量相互作用、良性发展的正向循环。2024 上半年，公司中小商家 SaaS 业务收入整体较 2023 年同期下降 10.84%，而在抖音平台表现突出，收入同比增长 78.41%。虽然整体营收下滑，中小电商 SaaS 业务基石地位稳固，较 2023 年期末，中小电商 SaaS 多平台总收入占比由 42.68%提升至 49.14%。

表 2：中小商家 SaaS 产品矩阵

中小商家 SaaS 产品	主要内容
超级店长	超级店长产品是淘系服务软件top产品，连续6年荣获淘宝官方金牌淘拍档，集合商品管理、订单处理、数据分析、营销方式、模板素材等核心需求于一体的软件。
快递助手	快递助手是一款支持各大快递服务,快递订单快捷高效,超强自定义打印，支持所有电子面单，专业的订单数据安全处理,让商家订单处理与服务支撑更快、更高效、更安全。
超级快车	自动推广/懒人开车/选词出价的优化软件，以海量关键词的强大基础，结合低价引流、精准淘词、智能优化等功能的双11促销助手。
旺店交易	第一批千牛平台的服务软件，目前有效用户数高达170万。主要为商家提供PC、移动、旺旺三端进行从接单、打单到管理的一体化交易解决方案。
旺店商品	主要为商家提供PC、移动、旺旺三端进行从发布、修改到优化的一体化店铺商品管理解决方案。帮助商家更轻松简单便能做到特热销商品。
快递助手（分销代发）	分销商无需手工分配订单，所有代发订单按规格指定厂家自动实时同步。厂家在系统内统一管理多个分销商订单，厂家进行代打代发后，物流单号自动回传。

资料来源:公司官网、信达证券研发中心

2、大商家业务：增长潜力拉动成长引擎

在仓储、客服、推广、设计等多节点打造一体化系统。公司梳理成熟型商家的业务流程，推出快麦 ERP、深绘美工机器人、快麦小智客服机器人、快麦工单、跟单宝等产品，覆盖供应链、商品、订单、客服、营销、跨境、数据等电商生态。

图 17：快麦系列全渠道解决方案



资料来源：快麦 ERP 官网、信达证券研发中心

图 18：深绘智能设计页面



资料来源：深绘 PIM 官网、信达证券研发中心

脱离平台，大商家业务韧性强、客单价高。大商家业务不依赖电商平台，通过线下地推的方式拓展客户，在全国布局 30 个网点，客户稳定性高。在宏观经济承压的背景下，头部大商家的店铺相对稳定，对软件的需求持续存在且客单价也更高。2024 年上半年，公司大商家业务整体营收较上年同期保持稳定快速增长，公司核心大商家产品收入相较 2023 年同期增长 15.57%。

表 3：核心大商家 SaaS 产品销售情况

大商家 SaaS 产品	销售情况
快麦 ERP	2023 年快麦 ERP 有效付费用户数继续保持 15% 以上的增长速度，随着快麦 ERP 产品功能的完善、销售和服务体系的优化，2024 年上半年，快麦 ERP 收入较 2023 年同期稳步增长 25.77%
跟单宝	2023 年，跟单宝新会员入会超过 1,000 万，新客首购人数超过 400 万，老客复购人数超过 1,000 万。2023 年双十一期间消息触达量达到 1 亿 2 千万；订单处理量达到 3 亿 6 千万，对比 618 期间 2 亿 8 千万，增长 28.57%；处理订单总金额超过 66.70 亿，对比 618 期间 14 亿，增长 376.43%；合计发放超过 260 万赠品权益。2024 年上半年，跟单宝收入较 2023 年同期增长 63.28%。
快麦小智 客服机器人	2023 年起，快麦小智累计客户近 2,000 家公司；“618”和“双 11”两次电商大促，累计转化买家 300 万人，促成转化金额近 800 亿元，累计节约人力 6 万人。2024 年上半年，快麦小智业务收入较 2023 年同期增长 93.53%。

资料来源：公司年报、信达证券研发中心

3、AI 赋能数字化转型，前端部署供应链新赛道

拓宽 AI 伙伴关系网络，助力电商数智化升级。公司自 2021 年至今，先后与杭州实在智能（RPA 技术）、语忆科技（NLP 自然语言处理技术）、波尔鸭（智能体“萨曼莎”、波尔鸭数字人小程序）达成战略合作关系，持续拓展 AI 生态朋友圈。公司旗下产品现已接入文心一言、通义千问、腾讯混元、豆包、Kimi、DeepSeek、智谱等大模型，通过与人工智能科技企业合作，旨在为电商商家提供自动化、智能化的全链条解决方案，形成更多具备技术优势和创新力的 AI 产品。

图 19：光云科技客服中台一体化客服解决方案



资料来源: 快麦小智官网、信达证券研发中心

AI 部署落地，快麦小智客服机器人有效提升 20%GMV。客服是电商深水阶段差异化竞争的核心驱动力，公司帮助商家进行专业化的机器人训练，机器人接待问题覆盖率达到 75%，问题识别准确率达到 99%，咨询转化率提升 8%，首次响应时间缩短至 0.5 秒。公司通过光云集成平台合成客服机器人、物流、ERP/OMS 系统，实现任务自动化和工单自动流转分配，工单处理时效提升至少 30%，补发/打款自动化程度提升了 50%，与快递对接自动化率提升 80%。

图 20：快麦小智产品框架



资料来源: 光云科技官网、信达证券研发中心

收购逸淘，进军供应链业务新增长点。截至 2025 年 1 月 4 日，逸淘分销订单管理软件产品在阿里巴巴集团下属 1688 服务市场分销管理工具中综合排名第一名，且 1688 买家订购数量、1688 分销采购订单数量均排名第一。本次收购一是补充公司在供应链及分销管理环节的 SaaS 软件产品，丰富产品；二是为拓展跨境电商业务，有助于公司对接国际电商平台和海外供应商，拓宽渠道。

五、盈利预测与投资建议

收入方面，（1）电商 SaaS 业务：公司不断推陈出新，开发新产品。其中，中小商家业务是公司业务的现金牛，有望保持稳健的收入增长；2020 年，公司前瞻性布局大商家业务，不依赖平台，通过线下拓展客户，客户稳定性高，我们预计大商家业务是公司电商 SaaS 业务收入增速的主要驱动力，后续开发空间较大；企业服务 SaaS 目前体量相对较小，预计有望保持较快增速。综合来看，我们预计公司电商 SaaS 业务 2024-2026 年收入分别为 4.31/5.25/6.45 亿，同比增速分别为 7.0%/21.6%/23.0%。（2）其余电商配套业务：包括配套硬件、运营服务、CRM 短信业务均为公司围绕电商 SaaS 业务的配套服务，针对电商服务做有效补充，未来公司的战略方向仍围绕电商 SaaS 业务展开，故我们预计未来其余电商配套业务收入占比将有所下降。

毛利率方面，由于公司各项业务所提供产品标准化程度较高，对应毛利率稳定，我们预计随着高毛利率的电商 SaaS 业务收入占比提升，公司综合毛利率有望呈现上升趋势。

表 4 收入拆分及盈利预测（百万元）

单位: 百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	545.34	493.96	475.47	482.39	566.03	681.55
yoy (%)	6.94%	-9.42%	-3.74%	1.46%	17.34%	20.41%
毛利率 (%)	64.13%	60.83%	63.17%	64.89%	67.14%	68.51%
电商 SaaS 业务	411.87	405.96	403.11	431.38	524.70	645.44
yoy (%)	15.03%	-1.43%	-0.70%	7.01%	21.63%	23.01%
毛利率 (%)	71.19%	68.59%	71.60%	70.83%	70.94%	71.40%
配套硬件	65.61	60.24	56.70	42.52	36.14	32.53
yoy (%)	2.44%	-8.19%	-5.88%	-25.00%	-15.00%	-10.00%
毛利率 (%)	20.53%	15.88%	8.41%	14.94%	13.08%	12.14%
CRM 短信	25.10	10.53	7.92	5.15	3.60	2.70
yoy (%)	-38.30%	-58.06%	-24.74%	-35.00%	-30.00%	-25.00%
毛利率 (%)	41.96%	41.58%	37.29%	40.28%	39.72%	39.09%
运营服务	42.69	16.85	7.34	2.94	1.17	0.47
yoy (%)	-9.56%	-60.54%	-56.43%	-60.00%	-60.00%	-60.00%
毛利率 (%)	75.91%	45.67%	48.95%	56.84%	50.49%	52.09%
其他业务	0.07	0.39	0.41	0.41	0.41	0.41
yoy (%)	-	433.89%	5.82%	0.56%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	-	100.00%	-	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测

我们预计公司 2024-2026 年分别实现营收 4.82 亿/5.66 亿/6.82 亿元，同比增长 1.5%/17.3%/20.4%；预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-0.83 亿/0.08 亿/0.39 亿，同比增长-349.4%/109.3%/412.8%。我们认为，公司在电商 SaaS 领域的市场竞争优势显著，未来随着中小商家业务收入增速回升，大商家业务持续加速，费用方面控制良好，公司在 2025 年的利润有望转正，且随着客户渗透率的进一步提升以及未来供应链等新业务的拓展，公司有望进一步巩固龙头地位。

公司在电商 SaaS 领域的市场竞争优势显著，未来伴随大客户持续巩固合作、中小客户渗透率不断提升、供应链等新业务的战略部署以及 AI 对电商行业的赋能，公司有望进一步巩固龙头地位。对比云服务领域可比公司，公司专注于垂类电商行业，规模效应有望显现，给予光云科技 2025 年 16xPS，对应目标市值 90.57 亿，目标价为 21.27 元，首次覆盖予以“买入”评级。

表 5 估值表

代码	公司	市值 (亿人民币)	营业收入 (亿元)				PS (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
838227.BJ	美登科技	27	1.1	1.5	1.7	1.9	24	18	16	14
688111.SH	金山办公	1,601	45.6	51.9	63.5	78.9	35	31	25	20
600570.SH	恒生电子	589	72.8	74.2	82.2	91.8	8	8	7	6
	平均						22	19	16	14
688365.SH	光云科技	62.17	4.8	4.8	5.7	6.8	13	13	11	9

资料来源：iFind, 信达证券研发中心预测

注：统计时间为 2025/3/17，光云科技为信达证券预测，其余为同花顺一致预期

六、风险因素

宏观经济承压风险。若国内外宏观经济环境持续低迷，居民消费意愿减弱，可能导致电商行业整体增速放缓，进而影响商家对 SaaS 产品的投入预算，拖累公司收入增长动能。

行业竞争加剧风险。电商 SaaS 市场竞争激烈，头部化倾向严重，电商商家需求分层明显，存在市场份额被挤压的风险。

电商平台依赖风险。如果电商平台收益分成规则不利服务商，或平台自身流量丧失，或将牵动公司营收大幅下滑。

客户拓展不及预期风险。若公司线下地推效率不足或市场竞争加剧导致新增客户数量未达预期，可能影响大商家业务增长引擎的动能释放，制约中长期收入天花板。

技术创新及迭代不及预期风险。若公司在 AI 技术研发及产品迭代上投入不足或未能紧跟行业技术趋势，可能导致现有产品竞争力下降，削弱客户黏性并错失市场先机。

盈利转化不及预期风险。公司近年因大商家业务投入较大，现金流一度为负，如果新业务市场反馈不利，存在财务情况再度恶化的风险。



资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	408	449	442	466	576
货币资金	73	293	134	135	214
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	57	54	74	86	104
预付账款	40	42	39	43	49
存货	18	10	9	10	12
其他	220	51	186	191	197
非流动资产	907	1,118	1,221	1,246	1,255
长期股权投资	381	302	300	298	296
固定资产（合计）	8	6	287	304	316
无形资产	83	70	58	46	35
其他	435	741	577	598	609
资产总计	1,315	1,568	1,664	1,711	1,831
流动负债	373	413	540	575	645
短期借款	131	116	172	171	170
应付票据	4	4	4	5	5
应付账款	36	54	108	103	119
其他	203	239	255	295	351
非流动负债	71	132	168	174	185
长期借款	0	34	24	29	39
其他	71	98	143	144	145
负债合计	444	545	708	748	830
少数股东权益	-1	0	0	0	-2
归属母公司股东权益	872	1,023	956	963	1,003
负债和股东权益	1,315	1,568	1,664	1,711	1,831

重要财务指标		单位：百万元			
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	494	475	482	566	682
同比(%)	-9.4%	-3.7%	1.5%	17.3%	20.4%
归属母公司净利润	-179	-18	-83	8	39
同比(%)	-200.4%	89.7%	-349.4%	109.3%	412.8%
毛利率(%)	60.8%	63.2%	64.9%	67.1%	68.5%
ROE(%)	-20.5%	-1.8%	-8.7%	0.8%	3.9%
EPS（摊薄） （元）	-0.42	-0.04	-0.19	0.02	0.09
P/E	—	—	—	809.63	157.88
P/B	7.13	6.08	6.51	6.45	6.20
EV/EBITDA	-28.99	-107.32	-175.40	108.30	65.28

利润表		单位：百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	494	475	482	566	682
营业成本	193	175	169	186	215
营业税金及附加	2	3	3	2	3
销售费用	172	167	184	193	222
管理费用	120	80	89	80	89
研发费用	155	120	121	127	150
财务费用	4	5	1	5	5
减值损失合计	-16	-7	0	0	0
投资净收益	-25	118	-5	28	34
其他	5	-57	3	6	8
营业利润	-188	-20	-87	8	40
营业外收支	2	0	0	0	0
利润总额	-186	-20	-87	8	40
所得税	11	-2	-5	0	2
净利润	-197	-18	-83	7	38
少数股东损益	-18	0	0	0	-1
归属母公司净利润	-179	-18	-83	8	39
EBITDA	-112	-42	-36	58	95
EPS（当年） （元）	-0.45	-0.04	-0.19	0.02	0.09

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-102	23	29	44	102
净利润	-197	-18	-83	7	38
折旧摊销	28	23	50	46	51
财务费用	4	6	6	7	7
投资损失	25	-118	5	-28	-34
营运资金变动	4	58	52	12	40
其它	33	71	-2	0	0
投资活动现金流	-57	10	-273	-42	-26
资本支出	-66	-111	-130	-72	-62
长期投资	-1	114	-128	2	2
其他	10	7	-15	28	34
筹资活动现金流	-15	188	86	-2	3
吸收投资	0	191	0	0	0
借款	63	19	46	4	9
支付利息或股息	-4	-6	-6	-7	-7
现金净增加额	-175	222	-158	0	79

传媒研究团队简介

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队分析师。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队分析师。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

白云汉，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融学硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道，拥有游戏领域产业链资源。2023年加入信达证券研究所，目前主要专注于微软、网易等美股研究以及结合海外映射对A股港股的覆盖。

计算机研究团队简介

庞倩倩，计算机行业首席分析师。华南理工大学管理学硕士。曾就职于华创证券、广发证券，2022年加入信达证券研究开发中心。在广发证券期间，所在团队21年取得：新财富第四名、金牛奖最佳行业分析师第二名、水晶球第二名、新浪金麒麟最佳分析师第一名、上证报最佳分析师第一名、21世纪金牌分析师第一名。

傅晓琅，计算机行业分析师。上海外国语大学硕士，2024年加入信达证券研究所，主要覆盖信创、AI算力等领域。

姜佳明，计算机行业研究员。南安普顿大学经济学硕士，2024年加入信达证券研究所，主要覆盖工业软件、智能驾驶等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。