证券研究报告·上市公司深度

连接人与服务，全国领先的服务业 SaaS 企业

客如云(835268)

首次评级 不评级

郑军

zhengjun@csc.com.cn

010-85130772

执业证书编号：S1440510120044

王愫

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

发布日期： 2016 年 1 月 22 日

连接人与服务:互联网未来最大机会

谷歌和百度连接了人与信息、阿里、京东和亚马逊连接了人与物品；Facebook 和腾讯连接了人与人。而互联网未来最大的机会来自于连接人与服务，这一领域目前还处于初级阶段。服务业中的餐饮业市场空间巨大，存量 300 万商户，年交易额 3 万亿，过去五年复合增长率 13%。同时餐饮行业新陈代谢速度非常快，因此每月新开业商户数要远大于净新增商户数，需要新的餐饮软件系统的目标商家很多。餐饮业中 C 端用户早已实现智能化，而 B 端商家的设备软件严重落后，缺乏有效通过移动互联网与消费者互动入口。

客如云：解决 B 端痛点，补齐 O2O 失落的半圆

O2O 发展至今，C 端的智能化的已经相当成熟，从线上到线下的导流已经较为成功，然而线下到线上是“失落的半圆”。只有将商家的信息通过智能化的设备和软件实现线上化，才能实现信息的双向沟通，形成完整的闭环。这也就是客如云想要做得事情：解决 B 端痛点，完整的连接人与服务。客如云从 B 端入手计划以软硬一体，云+端结合的 SaaS（Software as a Service，软件及服务）服务切入商家端，以颠覆性的产品体验，和超值的性价比，可靠的服务来快速拓展并黏住商家；同时对接移动互联网主要入口，实现线上和线下的无缝融合。最终依靠商户和消费者互相拉动的网络效应不断扩大成为生活服务业的移动互联网消费平台。

客如云目标客户群体定位准确、商业模式清晰

公司目前的目标客户是具有一定规模的 20 家连锁以下的正餐和 100 家连锁以下的快餐。这部分中端客户在所有餐饮企业中占比在 60%左右，也就是存量市场在 180 万家，每月的增量市场在 2.7 万家左右，市场空间巨大。公司盈利模式清晰，收入来源主要包括三部分：一是 SaaS 销售和租用的收入，这部分目前贡献收入占绝大多数；二是移动支付和刷卡的佣金，这部分收入随着 B 端用户积累会快速提升；三是大数据积累带来的数据变现价值。客如云真正可以捕捉到了线下服务业商户的的详尽、实时、噪音少的数据，这一部分数据是未来公司的巨大金矿，是公司的核心价值之一。

客如云产品：打造类似苹果的完整产业链，整合餐饮流程中散落的服务

公司产品分为四个部分，硬件 OnPOS、软件 On OS、On Cloud 和 On Store。硬件 OnPOS 是公司自行研发外包生产的设计简洁做工精良的可双屏异显，可外接各种 USB 设备如扫描枪、POS 机、税控机、钱箱、固定电话等的一套可以替代传统 PC 机的设备。On OS 是搭载在 OnPOS 上的公司自行研发的界面人性化极易上手的 SaaS 操作系统。软硬一体的智能终端可以整合餐饮流程中散落的服务，应用于收银、预订、排队、外卖、会员管理、供应链等多个场景。云端的系统 On Cloud 可以帮助商家随时在云端了解上座率、流水、畅销菜品和库存等实时数据和报表，并按照经营数据做出各种营销方案。On Store 平台使得餐厅的各种信息可以实时对接各种第三方入口，如微信，地图，大众点评，团购等，完成 O2O 闭环。公司的产品架构类似苹果，苹果提供硬件 iPhone、搭载软件 iOS，云端的应用 iCloud 以及相应的 App Store。客如云在 B 端面向商家打造了这样一套完整的产品架构。很好的解决了使用传统餐饮软件数据孤岛严重，缺乏通过移动互联网与消费者互动的入口等用户痛点。

客如云核心竞争力一：产品创新研发能力强、软硬件均处于领先的地位

公司从 2012 年成立开始，就专注于上述四个产品的架构和研发。同时打造了在 O2O 行业很强的核心团队，软件研发总监来自百度的 T7 级架构师，架构总监在 NEC 做了多年的商业系统，软件产品总监有多年的收银和 POS 系统经验，硬件产品总监有多年传统及智能 POS 产品生产经验，硬件研发总监是国内首台平板电脑开发团队负责人。在强大的核心团队的三年的努力下，公司目前的软硬件在行业中均处于领先地位，有明显的先发优势。

客如云核心竞争力二：公司强大的跨城市销售和运营能力

公司创始人兼 CEO 彭雷先生在 2010 年-2012 年之间曾出任 24 券团购的创始人兼 COO，和另一位创始人 KK 均管理过超过 4000 人的跨城市的地面销售团队。如何保持不同城市销售团队培训、过程管理、考核等的一致性，将公司产品标准化的推广，最终覆盖到几十万上百万的中小商家，这样的面向中国 100 个城市进行销售、运营和售后服务的大团队管理能力是其他公司包括传统软件公司不具备的。

客如云核心竞争力三： 公司在 C 端的战略整合能力

百度在 2014 年 4 月就成为公司股东，目前持股份额 21.49%，是公司的第一大机构股东。百度把连接人与服务作为未来重要的战略布局，其在 C 端铺设了包括百度直达号、搜索、地图、糯米和外卖等产品，迫切需要客如云对以餐饮为首的服务业 B 端形成信息化闭环，同时百度已经布局的 C 端产品也成为客如云向 B 端商家引流的重要入口。公司将 B 端作为战略重点，避免了在 C 端的激烈竞争，因此公司也与其他巨头保持了良好的关系。目前公司已打通百度地图、直达号、百度糯米、大众点评、微信、微博等 C 端用户的入口。

国内竞争格局：群雄逐鹿，客如云优势更为全面

在解决绝大多数服务业 SaaS 化这个领域，目前还没有巨头出现。有一些具有互联网基因的公司从餐饮行业的某一个角度入手取得了一定的市场占有率，比如美味不用等在排队领域，雅座在 CRM（Customer Relationship Management,客户关系管理）管理领域，二维火在云收银领域等。客如云与之相比产品线更加齐全，可以覆盖从收银、预订、排队、外卖、会员管理到供应链等几乎所有场景。也有一些传统的餐饮软件在向线上转型，比如天财商龙等，客如云与之相比，更有互联网基因，对 SaaS 化的产品架构有更好的理解，地推直销能力更有优势，但传统餐饮软件企业对餐饮行业的流程理解更加深刻。

全球对比：海外餐饮公司的 SaaS 化也只侧重于部分领域

中美两国已经成为世界移动互联网发展的两极，由于两国移动互联网普及率高，市场容量巨大，有足够多的演绎空间留给各种 O2O 公司在不断试错中前行。而今，中国移动互联网在 C 端的体验和进展，已经开始从跟随者变成领先者。在 B 端的发展则还可以借鉴一些美国公司的经验。比如，OpenTable 作为美国领先的国际化订餐

平台，其收入构成由早期的更加倚重软件租金变成后期的更加倚重订座的提成，这与客如云目前更加倚重软硬件租售未来更加倚重移动刷卡支付提成类似，使我们对客如云的盈利模式更有信心。美国目前也没有成熟的能够整合餐饮企业全产业链的 SaaS 服务商。

前期产品研发和技术积淀已成熟，15 年进入高速发展通道

公司 2012 年成立，经过大量的市场调研、产品研发调整等前期工作，2015 年开始进入了高速的发展通道。覆盖的城市、商家签约数、注册用户数、订单数、GMV 交易额、月度新增签约额和新增回款额等多个维度都出现一年接近或超过 200%的增长，月度新增签约额和新增回款额实现了 4 个月翻番的快速增长。

公司经营指标符合优秀的 SaaS 类公司的标准，快速发展可持续

一家优秀的 SaaS 企业应该满足的条件包括客户全生命周期带来的价值应该大于 3 倍的客户获取成本，客户获取成本小于 12 倍的客户的月费，客户的流失率小于 5%。公司目前获取单个客户的成本在 4000 元左右，国内餐饮企业的平均寿命在 3 年左右，我们按照公司客户的平均寿命在 2 年计算，目前开拓客户单店使用公司硬件终端在 1.5 台左右，因此仅 SaaS 租售的收入就应该超过 12000 元。LTV（Life Time Value，客户全生命周期带来的价值）可以达到 CAC（Customer Acquisition Cost，客户获取成本）的 3 倍以上。MRR（Monthly Recurring Revenue，客户月收入）在 300 元到 500 元之间（不考虑增值服务和移动佣金支付），CAC 也小于 12 倍的 MRR。因此根据衡量 SaaS 公司的几个核心指标我们可以看到，公司的快速增长是良性的可持续的。

未来发展：餐饮行业继续快速扩张，取得优势地位——当前重心

公司希望在未来 2-3 年从软件、硬件和云端的系统全面 SaaS 化的帮助商家快速更新成为智能化的商家，就像苹果手机的出现和 3G/4G 网络的出现帮助 C 端的用户实现智能化一样。公司目前签约账户数 6200 个，2016 年计划收费商家达到 20000 家。17 年计划拓展到 12 万个收费商家，18 年希望能够覆盖超过 30 万的商家，覆盖目标客户群体的 15%以上，取得优势地位。同时公司会不断的在扩张速度和销售价格之间寻找平衡，随时调整战略，找到最适合公司长远发展的方向。

未来发展：利用中国移动互联网的先发优势，开“上帝之视角”，尝试国际化

中国移动互联网在消费相关的很多领域已经走在了世界的前面，消费领域的互联网业态比很多发达国家和地区如日本、新加坡和台湾等都要领先，比较起发展中的东南亚国家中国大陆的领先优势更为明显。东南亚很多国家，文化习俗与中国大陆相近，移动互联网发展水平虽然远逊于中国，但发展速度却不慢，中国的商业模式和产品在国内演绎成熟后，走到这些后发国家，就好像开了“上帝的视角”，产品的推广和应用会非常顺利，因此很多的中国公司走出去都取得了卓越的成效。公司的产品目前已经在台湾进行审批认证，未来将初步在台湾和东南亚市场进行推广。

未来发展：餐饮只是一个开始，覆盖各个服务业才是公司的目标

餐饮业只是服务业的中一部分，公司的目标是能够进入更多的其他服务业，比如美容、足疗、KTV 等等。如果能在不同服务业中的都获得相当的市场占有率，获得这些原本线下的消费的实时数据，对于公司未来的大数据，有着极高的变现价值。比如一个客户在餐厅结账的同时，可以给其推送一个附近的美容或足疗的优惠券等。因此对于客如云来说，餐饮仅仅是一个开始，覆盖各个服务业才是公司的目标。

盈利预测和估值

从现金流角度看，按照公司 2016 年和 2017 年计划拓展收费商家的数量和速度，预计公司 16/17 年销售额（现金流入）2 亿/12 亿元，净现金流入可以在 2016 年 4Q 转正，全年-5000 万左右，2017 年全年实现正的净现金流入 1.9 亿。因为公司目前收入体系是软件费用在年初或新客户产生时一次性缴纳一年的费用，因此现金流会先

于会计上的收入确认。从会计确认收入的角度看，预计公司 16/17 年收入 1.4 亿/9.8 亿。2017 年 4Q 净利润可以转正。2016 年和 2017 年净利润-9600 万/-4900 万，预计公司 2018 年全年实现盈利。

因为公司还处于快速成长期，且并未盈利，传统的 PE 的估值方式并不适用。我们采用 P/S 和 P/GMV 的方式对公司进行估值。由于公司过往和未来增速较快，我们按照公司 15 年 12 月当月销售额年化后，作为比较保守的销售额估值基础，公司 15 年 12 月销售额 520 万，年化后为：6240 万，OpenTable 被收购时收入 1.9 亿美金，收购价 26 亿美金，P/S 为 13.6 倍、SalesForce 的 P/S10 倍、红圈营销的 P/S 在 42 倍。按照公司本轮融资前的估值 6 亿，公司的 P/S 为 9.6 倍，低于可比公司。

从 P/GMV 的角度看，按照公司 15 年 12 月的 GMV 年化 12 个月之后为 12.7 亿，参考其他 GMV 交易型企业，美团点评为 0.52 倍，百度外卖为 1.0 倍。按照公司本轮融资前的估值 6 亿，公司的 P/GMV 为 0.47 倍，低于可比公司。

综上分析，我们认为公司在快速成长期，在我们采取的销量和 GMV 的基数都比较保守的基础上，和可比公司对比，公司目前 6 亿的估值都具有明显的投资价值。

风险提示

1. 竞争对手加入风险：大众点评等具有 C 端入口优势、美团等具有地推优势的企业的进入。
2. 公司业务拓展不达预期风险。

目 录

一、公司历史沿革和股权结构 3
二、连接人与服务:互联网未来最大机会 3
以餐饮行业为首的服务业市场空间大 3
餐饮行业的 B 端用户还停留在 15 年前 4
三、客如云：解决 B 端痛点，补齐 O2O 失落的半圆 4
四、客如云目标客户群体定位准确、商业模式清晰 4
目标客户：金字塔中上层客户 5
盈利模式清晰—SaaS 租售、移动支付佣金和数据变现 5
五、客如云产品：打造类似苹果的完整产业链，整合餐饮流程中散落的服务 6
五、客如云核心竞争力 7
产品创新研发能力强、软硬件均处于领先的地位 7
公司强大的跨城市销售和运营能力 7
公司在 C 端的战略整合能力 8
六、竞争格局：群雄逐鹿，客如云优势更为全面 8
天财商龙：传统餐饮软件向在线转型 8
美味不用等：专注于排队，目前有较高的市占率 9
雅座：专注于 CRM 管理 9
二维火：专注于云收银系统 9
七、海外餐饮公司的 SaaS 化也只侧重于部分领域 10
OpenTable：美国领先的网上订餐平台 10
Revel：基于 Ipad 的 POS 云服务商 11
八、公司经营现状：15 年高速发展，未来可持续 11
前期产品研发和技术积淀已成熟，15 年进入高速发展通道 11
公司经营指标符合优秀的 SaaS 类公司的标准，快速发展可持续 13
九、未来发展：餐饮扩张、国际化、进入其他服务业三个维度发力 14
餐饮行业继续快速扩张，取得优势地位——当前重心 14
利用中国移动互联网的先发优势，开“上帝之视角”，尝试国际化 14
餐饮只是一个开始，覆盖各个服务业才是公司的目标 14
十、盈利预测和估值 14
风险提示： 15

图 1：公司股权结构 3
图 2：百度连接人与服务生态图 4
图 3：中国餐饮行业年度交易额 单位：万元 4
图 4：客如云目标客户 5
图 5：客如云移动支付佣金收入和 SaaS 收入发展趋势 5
图 6：客如云商家端点餐界面 6
图 6：客如云移动支付和自助点单界面 7

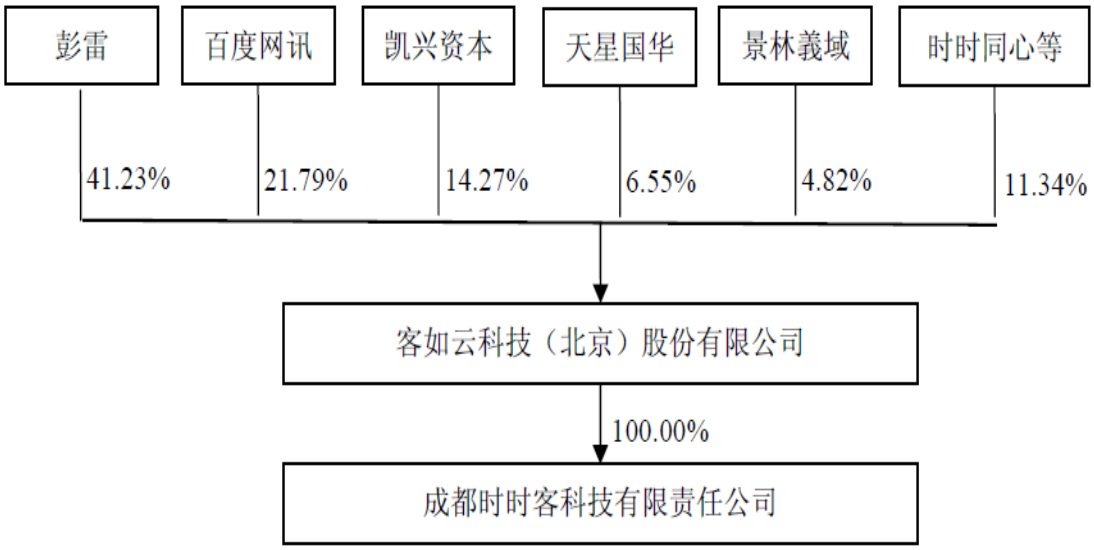
图 7：客如云的 On Pos 硬件产品形态 7
图 8：客如云竞争对手对比 9
图 9：OpenTable 的收入构成 单位：百万美元 10
图 10：OpenTalbe 各部分收入占比变化 10
图 11：OpenTalbe 的营运成本和各项费用 11
图 12：OpenTalbe 的营业收入、净利润和净利率 11
图 13：2015 年客如云直营和代理城市数据 单位：个 12
图 14：2015 年客如云累计注册用户数 单位：万 12
图 15：客如云累计商家签约数 单位：个 12
图 16：客如云月度新增订单数 单位：万 12
图 17：客如云月度新增 GMV 交易额 单位：万元 13
图 18：客如云月度新增签约额和新增回款额 单位：万元 13
图 19：优秀的 SaaS 企业应该满足的条件 13

一、公司历史沿革和股权结构

公司成立于 2012 年 8 月，前身为时时客有限责任公司，后经过三次股权转让和四次增资，并于 2015 年 8 月变更为股份公司，并更名为客如云。2014 年 3 月，公司 A 轮融资完成，投资人百度、景林和凯兴，投后估值 1 亿人民币。2015 年 3 月，公司 B 轮融资完成，百度、景林和凯兴全部追投，同时加入天星，投后估值 5 亿人民币。

公司的创始人兼 CEO 彭雷先生是目前客如云的第一大股东，持股比例 41.23%。彭雷先生是名片网（2005-2010）的创始人兼 CTO 和 24 券团购网（2010-2012）的创始人兼 COO。公司的第一大机构股东是百度网讯，持股比例 21.79%。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

二、连接人与服务：互联网未来最大机会

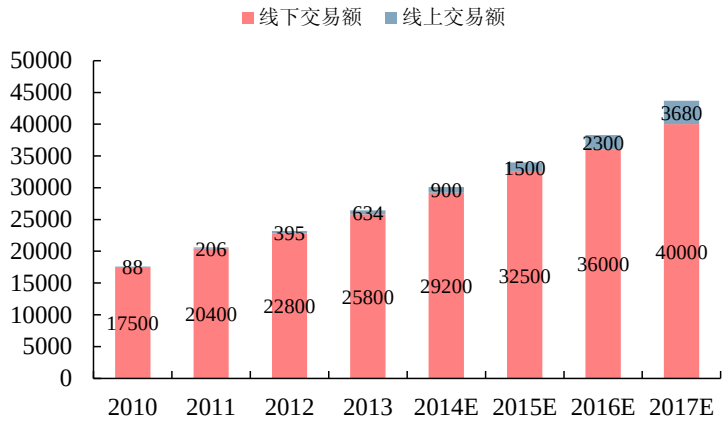
互联网行业中诞生的巨头都来自连接，连接人与信息诞生了谷歌和百度；连接人与物品诞生了阿里、京东和亚马逊；连接人与人诞生了 Facebook 和腾讯。互联网未来最大的机会就来自连接人与服务，而这一领域目前还处于初级阶段。百度将连接人与服务设定为其未来发展的重要方向。

以餐饮行业为首的服务业市场空间大

我国餐饮行业市场每年总规模接近 3 万亿，过去五年复合增长率在 13%以上。目前餐饮业有 300 万左右门店，餐饮行业是一个新陈代谢非常快的行业，按餐饮企业平均存续期 3 年计算，存量的 300 万家门店中，每年有 100 万家是新开业的。根据食品药品监督管理局统计，每个月新增门店也有约 4.5 万家。但线上化渗透率仅 3%左右。我们预计在未来三年内，线上化渗透率将大幅提高。

图 2：百度连接人与服务生态图

图 3：中国餐饮行业年度交易额 单位：万元



资料来源：互联网资源，中信建投证券研发部

餐饮行业的 B 端用户还停留在 15 年前

在 C 端智能手机和各类 APP 不断发展完善，用户实时在线的今天，反观 B 端的系统很多还停留在 15 年前，PC、脱机、大量数据停留在本地线下。商家缺乏有效通过移动互联网与消费者互动的入口；客户和管理层无法获取餐厅实时信息；消费者无法自助完成服务；传统信息化投入大，硬件软件成本高，培训慢；服务商品牌分散，规模小，无法覆盖全国。

三、客如云：解决 B 端痛点，补齐 O2O 失落的半圆

O2O 最初是指 Online 2 Offline，把线上用户带到线下。团购实现了把线上用户快速导流至线下，一度被认为是 O2O 最典型应用，也使得餐饮企业第一次认识到互联网对餐饮业的改变。O2O 发展至今，C 端的各种 App 的已经相当成熟，从线上到线下的导流已经较为成功，然而这其实只是一个半圆，并没有闭环，Offline 2 Online 是“失落的半圆”。以团购为例，线下商户的菜单，价格，就餐环境，桌台数量等线下信息都需要靠团购的销售人员到店拜访，采集数据，从而线上化，必然导致成本高、效率低、实时性差等。只有将商家的信息通过智能化的设备和软件实现线上化，才能实现信息的双向沟通，形成完整的闭环。这也就是客如云想要做得事情：完整的连接人与服务。

客如云从 B 端入手，以软硬一体，云+端结合的 SaaS 服务切入商家端，以颠覆性的产品体验，和超值的性价比，可靠的服务来快速拓展并黏住商家；同时对接移动互联网主要入口，提供给消费者可交易的 SKU 和实时状态，然后基于大数据分析满足消费者获得优惠以及获得差异服务的需求，产生高频率的本地生活服务移动交易，实现线上和线下的无缝融合。最终依靠商户和消费者互相拉动的网络效应不断扩大成为生活服务业的移动互联网消费平台。

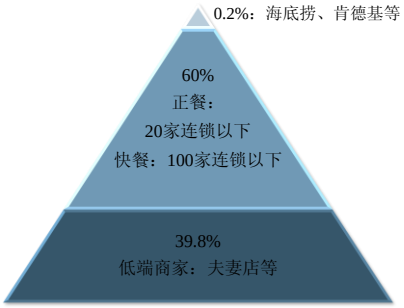
四、客如云目标客户群体定位准确、商业模式清晰

客如云的主要产品聚焦服务业，以市场范围最为广泛的餐饮业为切入点，给餐饮业提供全流程的软件硬件一体的 SaaS 服务，将餐饮商家预约、排队、点餐、收银、供应链管理、营销的全流程全部变成实时、线上、可追踪、可对接的数据。

目标客户：金字塔中上层客户

公司目前暂时不做金字塔尖的客户和低端商家。顶端客户的定制化需求较多，与公司做 SaaS 模块化的理念不同。低端商家的经营变动较大，有一定风险，客户获取成本不低，但贡献收入不高。目前的目标客户是具有一定规模的 20 家连锁以下的正餐和 100 家连锁以下的快餐。这部分中端客户在所有餐饮企业中占比在 60%左右，也就是存量市场在 180 万家，每月的增量市场在 2.7 万家左右。市场空间巨大。

图 4：客如云目标客户



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

盈利模式清晰—SaaS 租售、移动支付佣金和数据变现

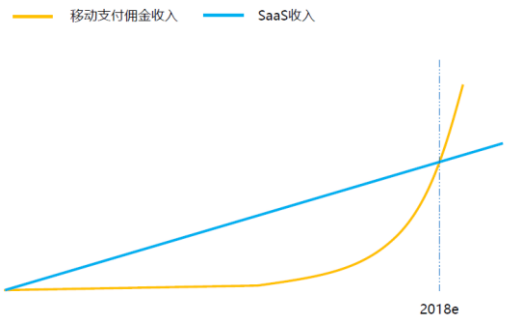
公司盈利模式清晰，未来收入来源主要包括三部分：

一是 SaaS 销售和租用的收入，每个终端硬件 5999 元，每月支付软件费 300-500 元，目前目标客户每个商家平均使用 1.5 个终端，手持设备一般客户自行购买，每个设备的软件使用费为 100 元/月；

二是移动支付和刷卡的佣金，客户选择的移动支付的通道（支付宝、微信支付、百度钱包）公司可以拿到的佣金比例从千分之三到百分之一不等，刷卡交易上面公司可以拿到千二到千四不等的收单机构的佣金；

目前移动支付的佣金收入只占公司销售收入的很小一部分，目前餐饮客户移动支付的渗透率还较低，但在电影和出租车领域，移动支付的比例已经快速提升，电影移动支付比例达到 60%以上。目前客如云商户移动支付的比例不足 4%，这一比例在未来两年内有望提升到 20%以上，公司的移动支付佣金收入将随之快速上升，甚至超过 SaaS 收入。届时就可以将 SaaS 租金降低甚至免除，以获取更快的市场拓展速度，覆盖更多的餐饮商家。

图 5：客如云移动支付佣金收入和 SaaS 收入发展趋势



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

三是大数据积累带来的数据变现价值。随着智能终端的普及，我们的线上行为数据已经可以很容易的获得。但是所有人的碎片化的线下行为数据却一直没有很好的获取通道。客如云真正可以捕捉到了线下服务业商户的的详尽、实时、噪音少的数据，这一部分数据是未来公司的巨大金矿，是公司的核心价值之一。

五、客如云产品：打造类似苹果的完整产业链，整合餐饮流程中散落的服务

公司产品分为四个部分硬件 OnPOS、软件 On OS、On cloud 和 On Store。

硬件 OnPOS 是公司自行研发外包生产的设计简洁做工精良的可双屏异显，可外接各种 USB 设备如扫描枪、POS 机、税控机、钱箱、固定电话等的一套可以替代传统 PC 机的设备。

On OS 是搭载在 OnPOS 的公司自行研发的界面人性化极易上手的 SaaS 操作系统。软硬一体的智能终端可以整合餐饮流程中散落的服务，应用于收银、预订、排队、外卖、会员管理、供应链等多个场景。

云端的系统 On Cloud 可以帮助商家随时在云端了解上座率、流水、畅销菜品和库存等实时数据和报表，并按照经营数据做出新会员招募、节假日、生日等营销方式。

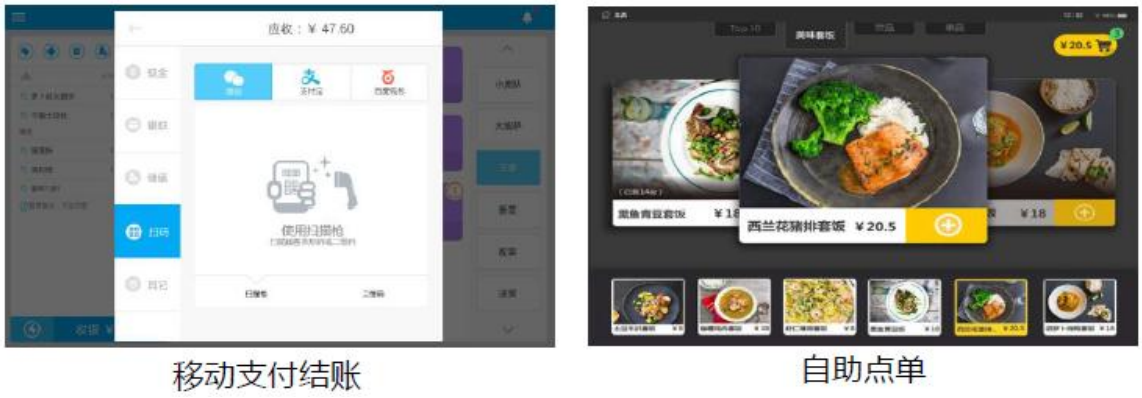
On Store 平台使得公司的设备可以实时对接各种第三方入口，如大众点评、微信、百度地图、糯米网等，完成 O2O 闭环。

公司的产品架构类似苹果，苹果提供硬件 iPhone、搭载软件 iOS，云端的应用 iCloud 以及相应的 App Store。客如云在 B 端面向商家打造了这样一套完整的产品体系。很好的解决了使用传统餐饮软件收银、预订、排队、外卖、会员管理、供应链等各个环节数据孤岛严重无法线上通畅连接，缺乏有效通过移动互联网与消费者互动的入口等用户痛点。

图 6：客如云商家端点餐界面

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

图 7：客如云移动支付和自助点单界面



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

图 8：客如云的 On Pos 硬件产品形态

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

五、客如云核心竞争力

先发优势，做 SaaS 餐饮软件第一家，软件界面友好人性化，有非常强大的地推能力，和 C 端平台入口有良好、先行的合作。董事长的创业经历全部专注于于互联网，公司有互联网基因。

产品创新研发能力强、软硬件均处于领先的地位

公司从 2012 年成立开始，就专注于上述四个产品的架构和研发。同时打造了在 O2O 行业很强的核心团队，软件研发总监来自百度的 T7 级架构师，架构总监在 NEC 做了多年的商业系统，产品总监有多年的收银和 POS 系统经验，硬件产品总监有多年传统及智能 POS 产品生产经验，硬件研发总监是国内首台平板电脑开发团队负责人。在强大的核心团队的三年的努力下，公司目前的软硬件在行业中均处于领先地位，有明显的先发优势。

公司强大的跨城市销售和运营能力

公司创始人兼 CEO 彭雷先生在 2010 年-2012 年之间曾出任 24 券团购的创始人兼 COO，和另一位创始人 KK 均管理过超过 4000 人的跨城市的地面销售团队。如何保持不同城市销售团队培训、过程管理、考核等的一致性，最终覆盖到几十万上百万的中小商家，面向中国 100 个城市进行销售、运营和售后服务的大团队管理能力是其他公司包括传统软件公司不具备的。

公司在 C 端的战略整合能力

百度在 2014 年 4 月就成为公司股东，目前持股份额 21.49%，是公司的第一大机构股东。百度把连接人与服务作为未来重要的战略布局，其在 C 端铺设了包括百度直达号、搜索、地图、糯米和外卖等产品，迫切需要客如云对以餐饮为首的服务业 B 端形成信息化闭环，同时百度已经布局的 C 端产品也成为客如云向 B 端商家引流的重要入口。公司将 B 端作为战略重点，避免了在 C 端的激烈竞争，因此公司也与其他巨头也保持了良好的关系，目前公司已打通百度地图、直达号、百度糯米、大众点评、微信、微博等 C 端用户的入口。

客如云与巨头合作的 C 端入口

微信入口

手机点单

百度地图入口

大众点评排队入口

资料来源：App，中信建投证券研发部

六、竞争格局：群雄逐鹿，客如云优势更为全面

在解决绝大多数服务业 SaaS 化这个领域，目前还没有巨头出现。有一些具有互联网基因的公司从餐饮行业的某一个角度入手取得了一定的市场占有率，比如美味不用等在排队领域，雅座在 CRM 管理领域，二维火在云收银领域。客如云与之相比产品线更加齐全，可以覆盖从收银、预订、排队、外卖、会员管理到供应链等几乎所有场景。也有一些传统的餐饮软件在向线上转型，比如天财商龙等，客如云与之相比，更有互联网基因，对 SaaS 化的产品架构有更好的理解，地推直销能力更有优势，但传统餐饮软件企业对餐饮行业的流程理解更加深刻。

天财商龙：传统餐饮软件向在线转型

公司自 1998 年创立以来，十七年始终致力于餐饮管理信息化系统的研发，在全国范围内以“渠道代理”方式进行销售，核心团队具有丰富的餐饮行业管理经验以及开发经验，在全国范围内拥有 300 多家渠道代理商，开发了五万多家直接用户。目前重点向线上发展，最大限度的为餐饮企业提供闭环的整体 O2O 解决方案。主要产品：使用的 CDT 连锁数据传输系统、B/S 架构餐饮系统、SaaS 架构 CRM 系统、可扩展的吾享 O2O 餐饮系统。2012 年获深创投 2000 万人民币 A 轮投资，2014 年 7 月获点评 9000 万元人民币 B 轮投资。

美味不用等：专注于排队，目前有较高的市占率

“美味不用等”于 2013 年成立，目前专注于为热门餐厅提供免费的智能化排队等位服务，未来进一步发展餐位预订、点菜支付、CRM 大数据等功能。合作热门餐厅覆盖全国 200+城市 20000+商户，每月取号量近千万，接待 3000 万就餐人次，消费额超过 15 亿人民币。公司目前更加专注于排队这个领域。

2015 年 10 月 28 日，完成约 1 亿美元 C 轮融资，由大众点评、百度领投，中信资本、证中兴、海润、安持等跟投，A 轮经纬中国和 B 轮投资人天图资本本轮继续追加投资，此轮融资后，美味不用等估值近 20 亿人民币。除了该轮融资外，于 2013 年 10 月获得数百万人民币天使融资，盛大资本投资；于 2014 年 8 月获得数百万美金 A 轮融资，投资方为经纬中国、信天创投；于 2015 年 1 月获得 2000 万美金 B 轮融资，天图资本领投。

雅座：专注于 CRM 管理

雅座以做 CRM 为主。利润点主要来自于餐饮企业支付的服务费。中等及小规模门店的服务费一年一个门店大概 2 万-3 万元。目前雅座的业务已覆盖全国近 200 个城市，其中以一二线城市为主。合作的餐饮门店有 1.5 万个。今年 5 月，雅座与蚂蚁金服旗下的支付宝合作，能够以更低的成本获取客户资料。2010 年，获得启迪资本的 A 轮千万人民币融资，2011 年获得赛富跟投，融资额度为 1000 万美元。2015 年 6 月获近 3 亿元人民币 C 轮融资，蚂蚁金服领投，投资份额为 95%左右。

二维火：专注于云收银系统

公司于 2013 年 5 月创立，是一家专注于餐饮云收银系统的技术公司，致力于帮助餐饮等行业实现互联网信息化，包括手机点餐、支付、营销互动等。目前二维火还是主要依赖各地的代理商，负责二维火产品的市场推广和售后服务，没有进行直销。2013 年获得阿米巴资本领投 1000 万人民币 A 轮，2014 年获得华创资本领投 1 千万美金的 B 轮投资。

图 9：客如云竞争对手对比

	产品	盈利模式	销售模式	股东资源
美味不用等 让每位不用等	等位为主	免费推广，达到一定规模之后变现		大众点评、百度
雅座 yazuo.com CRM	CRM 为主	服务费		蚂蚁金服
天商财龙	传统餐饮系统，CRM 是 SaaS 架构	系统直接出售	经销商为主	大众点评
二维火 2Dfire.com	收银为主		经销商为主	
客如云	全 SaaS 架构的预定、点餐、排队、收银、会员	SaaS 租售、支付佣金、大数据变现	直销加经销商，且跨城市的地面销售管理能力强大	百度

资料来源：互联网资源，中信建投证券研发部

七、海外餐饮公司的 SaaS 化也只侧重于部分领域

中美两国已经成为世界移动互联网发展的两极，由于两国移动互联网普及率高，市场容量巨大，有足够多的演绎空间留给各种 O2O 公司在不断试错中前行。而今，中国移动互联网在 C 端的体验和进展，已经开始从跟随者变成领先者。在 B 端的发展则还可以借鉴一些美国公司的经验。比如，OpenTable 作为美国领先的国际化订餐平台，其收入构成由早期的更加倚重软件租金变成后期的更加倚重订座的提成，这与客如云目前更加倚重软硬件租售未来更加倚重移动刷卡支付提成类似。不过美国目前也没有成熟的能够整合餐饮企业全产业链的 SaaS 服务商。

OpenTable：美国领先的网上订餐平台

OpenTable 是目前美国领先的网上订餐平台。创立于 1998 年 10 月，目前为 3.1 万家餐馆及数百万食客提供线上订座平台（Electronic Reservation Book, ERB），2013 年第四季度被收购前，覆盖 2.5 万家餐馆，平均每月订座 1470 万次，40 万条点评。服务遍及美国、加拿大、德国、日本、墨西哥和英国。

过去网络订餐公司大多以广告或者预定分成为主要的盈利形式，而 OpenTable 则通过向餐厅出售 ERB 系统并收取月租费（包月 199 美元），以及收取预定的渠道费用（每次分别向订餐者和餐馆收取 0.25 美元和 1 美元）为主要收入来源。

2008 年，OpenTable 订座收入仅为 2300 万美元，占总营收的 41%；到 2013 年订座收入达到 1.15 亿美元，占总营收的 61%。订座收入占比的提升反应出公司增长方式及赢利模式的变化。公司在初期采取了会员费减免等优惠措施来大力拓展业务范围，后期公司开始更加注重单店的订餐数量和提高服务水平，使得订座费占比逐级提高。这与客如云的未来收入的比例变动路径类似，初期是 SaaS 销售和出租费用占比高，后期是移动支付佣金收入占比快速提升。

图 10：OpenTable 的收入构成　　单位：百万美元

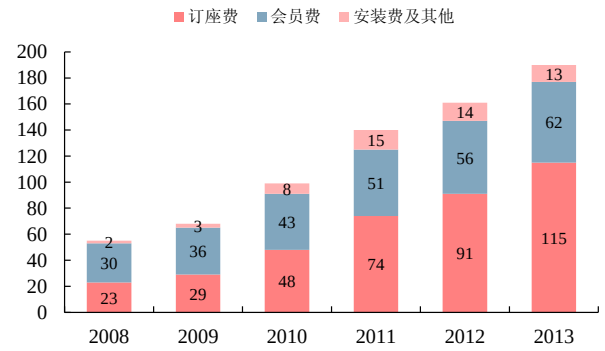
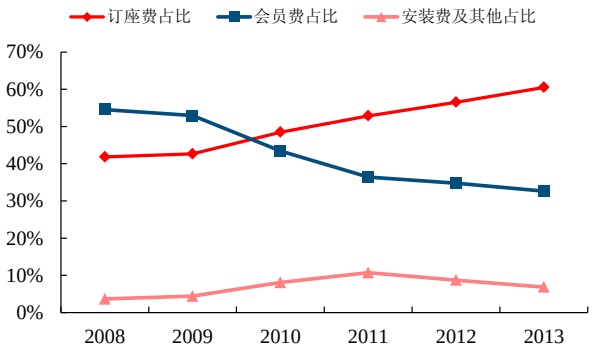


图 11：OpenTalbe 各部分收入占比变化



资料来源：OpenTalbe，中信建投证券研发部

图 12：OpenTalbe 的营运成本和各项费用

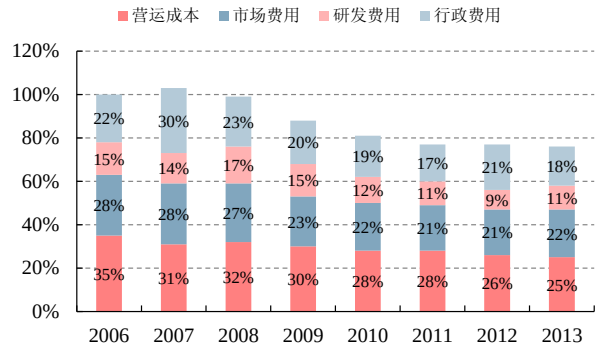
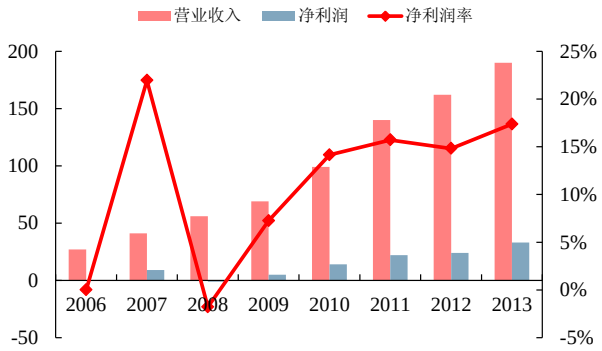


图 13：OpenTalbe 的营业收入、净利润和净利率



资料来源：OpenTalbe，中信建投证券研发部

公司的营收和净利润增速并不高，但是收益质量稳步提高。2014 年 6 月 13 日，Priceline 集团宣布将以每股 103 美元收购 OpenTable 全部已发行股票，总价 26 亿美元，溢价率 35.8%（相对于 200 日均价）。收购后，OpenTable 将继续由原来的管理团队领导。Priceline 集团是全球在线旅游巨头，员工超过 1 万名、市值达 640 亿美元。Priceline 在 50 多个国家设有办事处，合作酒店达 48.5 万家分布于 200 个国家或地区，平均每天为 1 百万用户接受酒店预定服务。旗下还包括 Booking.com，agoda.com 和 Kayak Software 等子品牌。

Revel：基于 Ipad 的 POS 云服务商

成立于 2010 年 的 Revel System 是一家云 POS 服务提供商，总部位于旧金山。Revel 的云 POS 服务为实体零售商提供了数字化的收银服务，让后者利用 iPad 即可完成订单录入、支付处理、人员调度、出勤打卡、存货管理、产品 / 菜单管理即报表等 POS 功能，主要服务于餐饮和零售企业。2014 年 11 月获得了 1 亿美元的 C 轮融资。此轮融资由 Welsh、Carson、Anderson & Stowe 等投资，融资所得将用于营运与支持部门的扩员以及国际化扩张。2013 年 Revel 也曾获得了 1000 万美元的 B 轮融资，至此，其总融资额已达 1.13 亿美元。

与 Revel 类似的服务包括 Square、PayAnywhere、NCR、Oracle 的 Micros 等。Revel 的不同之处在于主要聚焦点是零售点，而且除了支付功能以外还提供了全面的分析、存货管理、员工跟踪等一体化功能。而其以 iPad 为终端基于云的 POS 系统使得实体店不需要部署后端服务器，极大方便了饭店、酒店及连锁店等部署维护 POS 系统。其客户包括 Smoothie King、Dairy Queen、Goodwill 及 Pizza Patrón 等。C 轮融资之前，部署的 iPad 终端已接近 1 万台，公司也已实现收支平衡。

八、公司经营现状：15 年高速发展，未来可持续

前期产品研发和技术积淀已成熟，15 年进入高速发展通道

公司 2012 年成立，经过大量的市场调研、产品研发调整等前期工作，2015 年开始进入了高速的发展通道。覆盖的城市、商家签约数、注册用户数、订单数、GMV 交易额、月度新增签约额和新增回款额等多个维度都出现一年 200%以上的增长，公司进入了高速发展通道。

覆盖城市：公司覆盖的直营城市从 15 年年初的 8 个扩张到年底的 19 个，代理城市到 2015 年底有 35 个。未来公司计划一二线城市以直营为主，小的城市主要通过代理的方式发展渠道商。公司的直营城市中主要配备

销售和运维，销售和运维的人员比例大致是 2：1。销售负责商家拓展，运维负责后续的安装、调试和维护工作。跨城市的快速且标准化的拓展能力也是公司的核心竞争力之一。

商家签约数和注册用户数：公司的累计注册用户数从年初的 50 万家提高到年底的接近 140 万家，增长了 180%；商家签约数从年初的 2705 家，提高到年底的 6200 余家，增长了 130%。

订单数：包括预定、外卖、排队、点餐等方面的总订单数在 2015 年初月度 30 万家左右，到 12 月增加到 1 月份的四倍，大致有 140 万订单，相当于每天 4.5 万左右，在目前的中国互联网行业中每天 4 万多订单已经是一个不错的成绩。并且公司的月度订单数呈现加速增长的态势。

月度 GMV 交易额：公司系统中产生的全部交易额，其中只有移动支付通过公司，刷卡支付和现金支付不通过公司账户。公司的月度 GMV 从年初的 1275 万月度复合增长 20%以上到 12 月的一个亿以上。并在下半年呈现出加速增长。

月度新增签约额和新增回款额：月度新增签约额和新增回款额均实现 4 个月翻番的快速增长。

图 14：2015 年客如云直营和代理城市数据　　单位：个

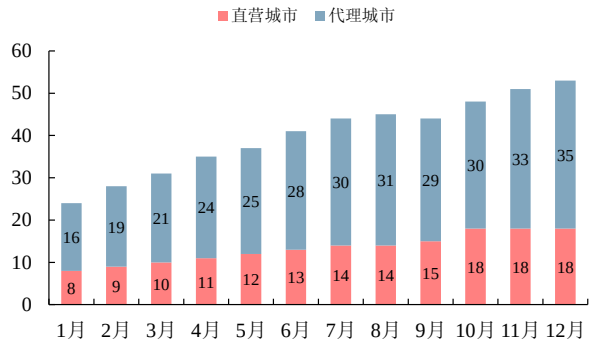
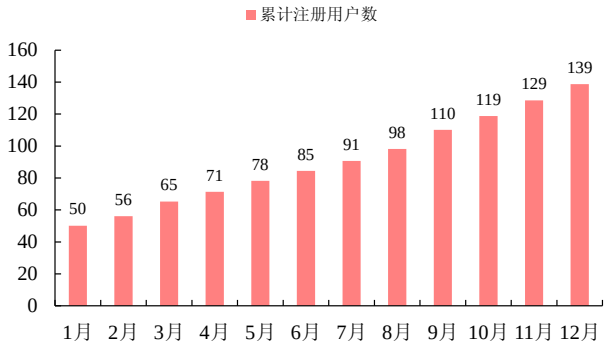


图 15：2015 年客如云累计注册用户数　　单位：万



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

图 16：客如云累计商家签约数　　单位：个

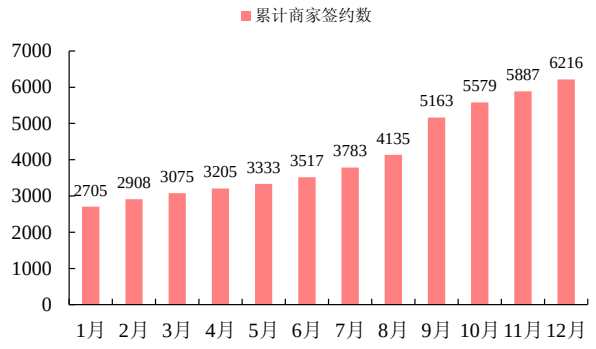
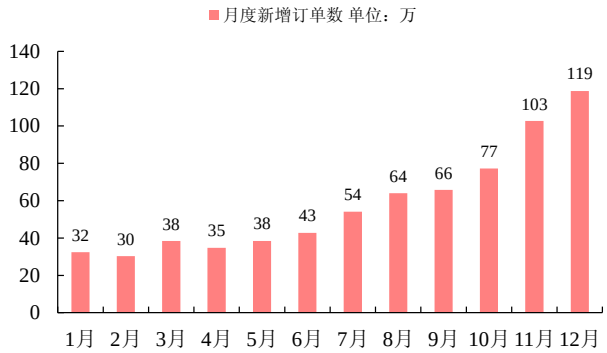


图 17：客如云月度新增订单数　　单位：万



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

图 18：客如云月度新增 GMV 交易额　　单位：万元

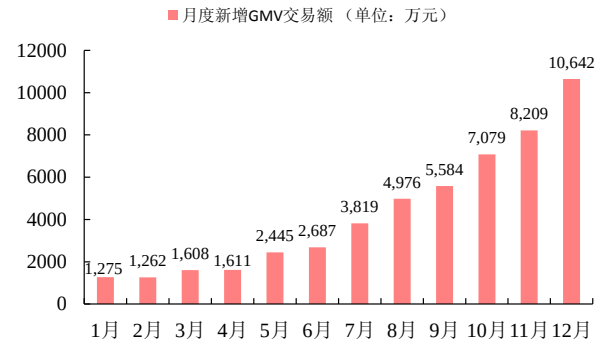
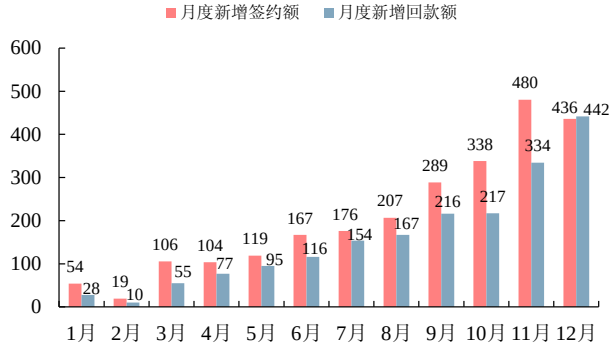


图 19：客如云月度新增签约额和新增回款额　　单位：万元



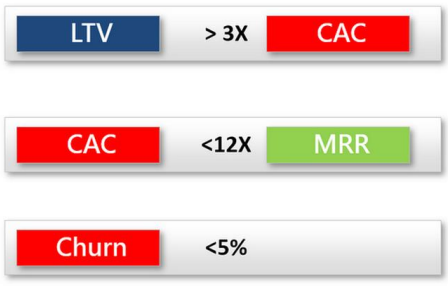
资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

公司经营指标符合优秀的 SaaS 类公司的标准，快速发展可持续

SaaS 和传统软件公司的重要不同在于公司获取收入的过程是长期的，因此 SaaS 企业的任务有两个，第一个是获取客户，第二个是维系客户以最大化该客户带来的收入。衡量一个 SaaS 企业的重要参数包括客户获取成本（CAC，Customer Acquisition Cost）、客户全生命周期带来的价值（LTV，Life Time Value）、客户月收入（MRR，Monthly Recurring Revenue）、和客户流失率（Churn）。客户流失率是 5%，意味着客户的生命周期是 20 个月。LTV = MRR/Churn。

一家优秀的 SaaS 企业应该满足的条件包括客户全生命周期带来的价值应该大于 3 倍的客户获取成本，客户获取成本小于 12 倍的客户的月费，客户的流失率小于 5%。公司目前获取单个客户的成本在 4000 元左右，国内餐饮企业的平均寿命在 3 年左右，我们按照公司客户的平均寿命在 2 年计算，目前开拓客户单店使用公司硬件终端在 1.5 台左右，因此仅 SaaS 租售的收入就应该超过 12000 元。LTV 可以达到是 CAC 的 3 倍以上。MRR 在 300 元到 500 元之间（不考虑增值服务和移动佣金支付），CAC 也小于 12 倍的 MRR。因此根据衡量 SaaS 公司的几个核心指标我们可以看到，公司的快速增长是良性的可持续的。

图 20：优秀的 SaaS 企业应该满足的条件



资料来源：36Kr，中信建投证券研发部

九、未来发展：餐饮扩张、国际化、进入其他服务业三个维度发力

餐饮行业继续快速扩张，取得优势地位——当前重心

公司希望在未来 2-3 年从软件、硬件和云端的系统全面 SaaS 化的帮助商家快速更新成为智能化的商家，就像苹果手机的出现和 3G/4G 网络的出现帮助 C 端的用户实现智能化一样。

公司目前的直营城市 19 个，代理城市 35 个，签约账户数 6200 个。2016 年计划收费商家达到 20000 家，直营城市从目前的 19 个拓展到 40 个，代理城市增加到 100 个。17 年计划拓展到 12 万个收费商家，18 年希望能够覆盖超过 30 万的商家。公司的目标客户群体在 180 万家左右，如果能做到 30 万家，在市场上可以处于优势的地位。

2016 年仍然是公司夯实品牌基础的一年，2016 做到核心城市全覆盖之后，会有更充裕的人员和更丰富的经验进行大规模的培训和向其他城市的复制，并且加大大品牌的影响力和向小品牌的渗透。17 年公司将在渠道方面大规模发力，使得公司付费商户实现从 2 万到 12 万的爆发式增长。公司会不断的在扩张速度和销售价格之间寻找平衡，随时调整战略，找到最适合公司长远发展的方向。

利用中国移动互联网的先发优势，开“上帝之视角”，尝试国际化

最近越来越多的人认为，中国移动互联网在消费相关的很多领域已经走在了世界的前面，消费领域的互联网业态比很多发达国家和地区如日本、新加坡和台湾都要领先，因为他们没有足够大的国内市场空间去发展演绎完善互联网产品，产品推出后的规模化效应也很难显现，边际成本很难降低。比较起发展中的东南亚国家中国大陆的领先优势更为明显。东南亚很多国家，文化习俗与中国大陆相近，移动互联网发展水平虽然远逊于中国，但发展速度却不慢，很多的中国公司走出去都取得了卓越的成效。因为中国的商业模式和产品在国内演绎成熟后，走到后发国家，就好像开了“上帝的视角”，产品的推广和应用会非常顺利。公司的产品目前已经在台湾进行审批认证，未来将初步在台湾和东南亚市场进行推广。

餐饮只是一个开始，覆盖各个服务业才是公司的目标

餐饮业只是服务业的中一部分，公司的目标是能够进入更多的其他服务业，比如美容、足疗、KTV 等等。如果能在不同服务业中的都获得相当的市场占有率，获得这些原本线下的消费的实时数据，对于公司未来的大数据，有着极高的变现价值。比如一个客户在餐厅结账的同时，可以给其推送一个附近的美容或足疗的优惠券等。因此对于客如云来说，餐饮仅仅是一个开始，覆盖各个服务业才是公司的目标。

十、盈利预测和估值

从现金流角度看，按照公司 2016 年和 2017 年计划拓展收费商家的数量和速度，预计公司 16/17 年销售额（现金流入）2 亿/12 亿元，净现金流入可以在 2016 年 4Q 转正，全年-5000 万左右，2017 年全年实现正的净现金流入 1.9 亿。因为公司目前收入体系是软件费用在年初或新客户产生时一次性缴纳一年的费用，因此现金流会先于会计上的收入确认。从会计确认收入的角度看，预计公司 16/17 年收入 1.4 亿/9.8 亿。2017 年 4Q 净利润可以转正。2016 年和 2017 年净利润-9600 万/-4900 万，预计公司 2018 年全年实现盈利。

因为公司还处于快速成长期，且并未盈利，传统的 PE 的估值方式并不适用。我们采用 P/S 和 P/GMV 的方式对公司进行估值。由于公司过往和未来增速较快，我们按照公司 15 年 12 月当月销售额年化后，作为比较保守的销售额估值基础，公司 15 年 12 月销售额 520 万，年化后为：6240 万，OpenTable 被收购时收入 1.9 亿美金，收购价 26 亿美金，P/S 为 13.6 倍、SalesForce 的 P/S10 倍、红圈营销的 P/S 在 42 倍。按照公司本轮融资前的估值 6 亿，公司的 P/S 为 9.6 倍，低于可比公司。

从 P/GMV 的角度看，按照公司 15 年 12 月的 GMV 年化 12 个月之后为 12.7 亿，参考其他 GMV 交易型企业，美团点评为 0.52 倍，百度外卖为 1.0 倍。按照公司本轮融资前的估值 6 亿，公司的 P/GMV 为 0.47 倍，低于可比公司。

综上分析，我们认为公司在快速成长期，在我们采取的销量和 GMV 的基数都比较保守的基础上，和可比公司对比，公司目前 6 亿的估值都具有明显的投资价值。

风险提示：

1. 竞争对手加入风险：大众点评等具有 C 端入口优势、美团等具有地推优势的企业的进入。

2. 公司业务拓展不达预期风险。

分析师介绍

郑军：新三板研究员，经济学硕士，工科学士。4 年建筑央企工作经验，8 年证券从业经验，中级会计师；2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。带领团队入围 2015 年新财富新三板行业。

王慷：中国科学院金属研究所工学博士，新三板行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

研究服务

社保基金销售经理
彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn
姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn
机构销售负责人
赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn
北京地区销售经理
张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn
李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn
朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
上海地区销售经理
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn
孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn
沈鍼 021-68821631 shencheng@csc.com.cn
何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn
郑敏 021-68821600 zhengmin@csc.com.cn
潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn
深广地区销售经理
曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn
杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn
胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn
芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
券商私募销售经理
任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京　中信建投证券研究发展部

中国　北京　100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海　中信建投证券研究发展部

中国　上海　200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622