

雨花石 (837605)
业绩高速增长 SaaS CRM 服务商
基本数据

2017年6月12日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	674
流通股本(万股)	
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	2.2
PB(倍)	1.06

财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33.46	41.83	50.20	60.24
净利润(百万元)	2.44	3.05	3.85	4.62
毛利率	50.66%	50.66%	50.66%	50.66%
净利率	7.29%	7.29%	7.67%	7.67%
ROE	41.06%	40.96%	40.85%	40.65%
EPS(元)	0.36	0.45	0.57	0.69

投资评级：中性(首次)
公司简介：

公司系云计算企业管理软件服务提供商。公司主营业务为以 SaaS、PaaS 方式提供客户关系管理 CRM 系统咨询、实施、开发、维护服务，同时，公司致力于研发具有自主知识产权的基于社交工具微信、LINE 的移动 CRM 管理云平台 Veevlink。

公司结合企业切实需求，主要从销售管理、服务管理、市场管理、合作伙伴管理、社交媒体粉丝管理、电商销售管理六大管理维度为企业客户提供管理软件的咨询、实施、开发与维护服务。公司与全球著名云计算模式管理软件提供商 Salesforce、Oracle 等保持着良好的合作。作为全球著名 PaaS、SaaS 模式 CRM 软件提供商 Salesforce 的白金合作伙伴，公司拥有专业的云端 CRM 实施、开发团队。目前，公司已服务制药、地产、财富管理、互联网等多个行业的龙头企业。

公司竞争优势：

- 1 先入优势
- 2 客户优势
- 3 研发优势
- 4 管理优势

盈利预测：

预测公司 2017—2019 年收入分别为 0.42 亿元，0.50 亿元和 0.60 亿元，每股收益分别为 0.45 元，0.57 元，0.69 元。综合估值情况我们评级为中性。

风险提示：

核心技术技术人员及技术流失的风险，行业竞争加剧风险。

研究员：翟博

zhaibo@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析.....	3
公司简介.....	4
公司主要产品及商业模式.....	4
公司投资亮点.....	6
投资逻辑与估值.....	7
风险点.....	8

图表目录

图表 1: 公司各行业代表客户.....	6
----------------------	---

■ 风险分析:

● 公司实际控制人及管理团队方面

经整理公开资料,未发现这方面风险。

● 行业与公司经营

1 高级管理人员、核心技术人员及技术流失的风险

公司所计算机软件行业需要计算机、软件工程、项目管理、工商管理、英语等多种专业技术复合型人才、其发展与公司所拥有的专业人才素质紧密相关。公司在发展过程中积累了较为丰富的技术经验和客户资源,并且已经建立了良好的人才稳定机制,但一旦核心技术人员和优秀管理人才流失,很可能导致研发能力下降、技术泄密、客户流失等风险,将对公司经营发展造成不利影响。

2 行业竞争加剧风险

目前我国从事云服务模式下 CRM 咨询实施服务的公司较少,本公司暂且处于行业领先地位。但是云服务模式已是大势所趋,一旦更多企业认识到云服务模式的优点,对云服务模式的需求增加,那么提供云服务模式下的管理软件咨询服务的公司将会如雨后春笋般竞相出现,加剧行业竞争可能会对公司造成不利影响。

3 公司治理的风险

自设立以来,公司建立健全了法人治理结构,完善了现代化企业发展所需的内部控制体系。但由于股份公司成立时间不长,在相关制度的执行方面仍需进一步完善。同时,随着业务的发展,公司经营规模将不断扩大、业务范围不断扩展、人员不断增加,如果公司未来经营中不能随之及时完善管理制度,公司将因治理、内部控制不适应发展需要而存在风险。

4 互联网和用户数据的安全性风险

公司的云服务模式决定了公司的一切业务需在云端处理及完成,因此,通畅安全的互联网连接成为公司正常运营中不可或缺的要素。如果公司使用的云服务器被黑客恶意攻击、出现其他故障,或公司互联网连接被恶意入侵、因故中断,将会给公司业务的正常经营带来不利影响。公司用户的数据都存储在云服务器上。互联网的特性决定了任何服务器都可以被黑客恶意攻击。一旦服务器的安保措施出现故障、或未及时更新,服务器遭到黑客入侵、用户数据泄露,将会给企业声誉和经济利益都带来不利影响。

5 公司规模较小风险

公司目前的资产规模和营业收入规模都相对较小,对宏观经济的周期变动较为敏感,抗风险能力较弱。目前,公司正从事相对多元化的业务,不仅针对多个 CRM 平台提供咨询、实施等服务,还自行研发了基于社交工具微信、LINE 的移动 CRM 管理云平台 Veevlink。

■ 公司简介：

公司系云计算企业管理软件服务提供商。公司主营业务为以 SaaS、PaaS 方式提供客户关系管理 CRM 系统咨询、实施、开发、维护服务，同时，公司致力于研发具有自主知识产权的基于社交工具微信、LINE 的移动 CRM 管理云平台 Veevlink。

公司结合企业切实需求，主要从销售管理、服务管理、市场管理、合作伙伴管理、社交媒体粉丝管理、电商销售管理六大管理维度为企业客户提供管理软件的咨询、实施、开发与维护服务。公司与全球著名云计算模式管理软件提供商 Salesforce、Oracle 等保持着良好的合作。作为全球著名 PaaS、SaaS 模式 CRM 软件提供商 Salesforce 的白金合作伙伴，公司拥有专业的云端 CRM 实施、开发团队。目前，公司已服务制药、地产、财富管理、互联网等多个行业的龙头企业。同时，公司研发具有自主知识产权的基于社交网络微信、LINE 的移动 CRM 管理云平台 Veevlink。Veevlink 实现了全球著名的云计算平台 Salesforce 与时下最热门的社交信息平台微信、LINE 的对接，具有高效、低成本、便携的特点，满足了快速增长的移动办公需求。

■ 公司主要业务及商业模式：

● 公司主要产品

一 提供 PaaS、SaaS 模式 CRM 软件服务

公司基于包括 Salesforce、Microsoft 在内的全球主流 SaaS、PaaS 模式 CRM 平台提供 CRM 系统咨询、实施、开发、维护服务。由于 PaaS、SaaS 模式 CRM 软件的实施具有很强的技术性专业性，企业用户在软件导入的过程中，需要专业的人员为企业提供业务流程咨询、梳理、二次开发、上线、调试、培训等服务。公司致力于结合企业切实需求，从销售管理、服务管理、市场管理、合作伙伴管理、社交媒体粉丝管理、电商销售管理六大管理维度为企业客户提供管理软件的咨询、实施、开发与维护服务。

二 “SaaS+移动”云服务产品 Veevlink

公司自主研发了基于社交网络微信、LINE 的云计算产品 Veevlink，将著名的云计算平台 Salesforce 与时下最热门的社交信息平台微信进行对接，成功实现了微信与 Salesforce、Oracle 等 PC 端 CRM 平台的整合。Veevlink 是基于微信企业号、服务号、订阅号、LINE 提供包括客户管理、销售管理、微信市场活动管理、微信客服系统、名片扫描、粉丝管理、

报销、签到、通讯录等多项社交管理应用的移动协作平台。Veevlink 的“SaaS+移动”云服务模式改变了传统 OA、CRM、ERP 系统部署方式。传统软件在使用方式上受地点的限制，必须在相应的固定设备上使用，而“SaaS+移动”云服务模式软件可以随时在任何可接入移动互联网的地方使用，使得软件服务真正实现对时间和空间的突破。Veevlink 应用开启了全新的人机交互方式，以简单易用为根本原则提供具有社会化、移动化、智能化和平台化应用服务。

● 公司商业模式

公司所从事的 CRM 实施服务是一种高度融合企业管理与 IT 技术的 IT 咨询服务。作为专业的 CRM 实施服务提供商，公司在及时学习与理解最新 CRM 软件产品与技术的基础之上，充分考虑企业经营的实际情况，以 CRM 为手段协助客户理顺业务关系与业务流程，帮助客户实现信息化管理，大幅度提升企业的管理水平。公司主要经营模式是以第三方服务商身份通过营销、项目实施与业务技术创新为客户提供全面、专业的 CRM 实施服务同时公司也拥有自主知识产权的基于社交网络、移动化的管理软件；公司根据不同的行业提供从销售到售后的整体解决方案，包含基于微信的客户服务平台、基于 APP 的销售及服务管理平台。

公司的销售渠道：

(1) 通过建立标杆客户的方式在不同行业内起到良好的示范效应：企业在选择 CRM 实施服务商的过程中，实施服务商是否有曾为同行业内企业供实施服务的成功案例是十分重要的考核因素。公司在不同行业领域内均挑选一两家行业内知名度较高的公司作为标杆客户，凭借高质量的实施服务与标杆客户建立长期合作关系，并在标杆客户许可的情况下，将双方合作的成功案例纳入公司推介材料，从而帮助公司在行业内部拓宽客户。

(2) 注重与客户建立长期合作关系：CRM 渗透在企业日常经营活动的方方面面，且随着企业业务发展 CRM 需求会逐渐多样化与复杂化，因此企业的 CRM 系统建设并非一次性完成，具有长期性与不断派生性的特点。企业在挑选实施服务合作伙伴时十分注重实施服务商是否能够提供长期、稳定的服务。只有能够长期为客户提供高性价比、高满意度服务的 CRM 实施服务商才可以赢得客户信任，与客户建立长期合作关系。公司注重维护客户长期合作关系的营销策略较大程度上保证了公司收入增长的稳定性

(3) 多渠道树立公司专业形象：经过多年专业实施服务经验的积累，公司在业内初步建立了专业 CRM 实施服务供商的品牌形象。公司不同行业的 CRM 解决方案得到了客户高度认可，以这些解决方案为依托的实施项目中标率高。此外，公司针对实施顾问制定了明确的服务标准，要求实施顾问针对最新 CRM 产品与技术或者某一特殊业务项目接受培训，保证实施顾问知识与技能体系的及时更新，从而在项目实施过程中更好的为客户解决一切与 CRM 实施相关的问题与障碍。

收入来源主要分为两类，一类是公司通过以项目实施所需顾问、技术开发人员级别与人数，以及项目实施所需时间，作为项目实施合同的报价基础，此部分收入为公司最主要的收入来源。一类是公司通过专业的技术人员、及强大的研发能力，自主研发产品的销售收入。

■ 公司投资亮点：

● 先入优势

雨花石团队是国内较早进入企业云计算 CRM 软件服务领域的企业。早在 2009 年，公司目前团队人员便开始进行云计算技术的准备工作。2009 年底，雨花石团队人员就开始与全球最领先的 PaaS、SaaS 模式 CRM 软件提供商 Salesforce 合作，充分了解了 PaaS、SaaS 模式的相关技术。2011 年，雨花石团队开始研发社交媒体与云端企业管理软件的整合技术，像微博、人人网等，并率先在国内客户执行落地。同年，研发团队第一个实现了云端企业管理平台与电商平台的对接，整合淘宝、天猫、京东等国内主流电商平台，让客户通过

后端企业管理平台能第一时间获取企业电商业务运营趋势。目前，公司是国内少数拥有专属产品研发团队的 Salesforce 合作伙伴之一，技术总监刘艳南领导管理的研发团队成员大多有多年 SaaS、PaaS 产品开发经验，人才优势明显。

● 研发优势

自 2009 年公司联手全球第一大 PaaS、SaaS 模式 CRM 软件供应商 Salesforce 以来，雨花石科研团队便深耕云计算领域，深入研究市场趋势，迅速成长为专业、高端的云端 CRM 实施、开发团队。

目前，公司是国内少数拥有专属产品研发团队的 Salesforce 合作伙伴之一，直属公司技术总监刘艳南领导管理，研发团队成员均有多年 SaaS、PaaS 产品开发经验。团队深入研究市场趋势，研发超前于客户诉求的产品并推向市场，同时配合服务项目执行过程中的客户反馈，完成完善与升级，形成技术标准。

公司研发团队硕果累累。2011 年，雨花石科研团队开始研发社交媒体与云端企业管理软件的整合技术，如微博、校内网等，并率先在国内客户执行落地；同年，研发团队实现了云端企业管理平台与电商平台的对接，整合淘宝、天猫、京东等国内主流电商平台，让客户通过后端企业管理平台能第一时间获取企业电商业务运营趋势。2012 年公司自主研发的基于社交网络微信、LINE 的云计算产品 Veevlink 的成功投放市场，实现了全球著名的云计算平台 Salesforce 与时下最热门的社交信息平台微信的对接，成功实现了 Salesforce 与微信的整合，将“SaaS+ 移动”成为现实，消除管理软件在使用时间和空间上限制。

● 客户优势

公司业务范围广泛，客户已经遍布制药、地产、专业服务、财富管理、分销行业等，而且这些客户大多数都是外企或者国内创新型的企业，例如杜蕾斯、美敦力、Ebay、百特制药、美敦力等，国内的创新企业像万科、华为、途家等。此类客户具有如下特点：客户业务稳定度高、发展快，对于管理提升的诉求高，对于新兴事物的接受度高；注重契约精神，坏账几率低；需求的连续性高，持续产出的能力好；商务流程相对正规，阳光透明。客户范围广且实力强为公司拓展业务提供了坚实的基础。

图表 1：公司各行业代表客户

所属行业	标杆客户
房地产	万科
医疗器械	美敦力
快消品	杜蕾斯
保健品	美敦力
财富行业	诺亚财富
制药	百特制药
高科技	华为
互联网+	途家网

资料来源：公司公告

● 管理优势

公司高管团队结构清晰且保持稳定，管理人员经过长时间共事，在价值观及公司发展目标上保持高度一致。公司管理层都具备丰富的云计算产品经验，对于市场与产品的方向把握非常清晰。公司管理人员在与 Salesforce、Oracle 等国际先进企业合作以及在为国内乃至全

球优秀企业提供服务的过程中，吸收了很多优秀的管理理念与管理经验，形成了符合公司自身发展的管理规范与流程，并已配合国际最先进的管理系统落地执行。同时，公司基于互联网公司的思维，扁平化的管理思路给予员工充分的自由度，有利于充分发挥员工的能动性和创造力。

■ 投资逻辑与估值:

● 公司在行业中竞争地位

公司是我国本土较为领先的云计算管理软件服务商，主要针对企业客户提供 PaaS/SaaS 模式的 CRM 软件服务。

由于销售和拓展新客户是企业营收增长的动力，因此企业对于 CRM 十分重视，在此领域也投入较多，因此市场占比较高，发展潜力很大。借助于 PaaS、SaaS 模式的 CRM 软件服务较之传统 CRM 软件服务行业优势明显，在国内具有良好的发展前景。

公司自成立以来便专注于 PaaS/SaaS 模式 CRM 软件服务，与全球著名 PaaS、SaaS 模式 CRM 软件提供商 Salesforce、Oracle 等保持着密切的合作关系。Salesforce 系全球第一大 PaaS/SaaS 模式 CRM 管理软件提供商，为全世界大约 100,000+ 家不同规模的公司管理客户信息。作为 Salesforce 的白金合作伙伴，公司拥有专业的云端 CRM 实施、开发团队。公司充分利用自身在专业及数据积累、PaaS 及 SaaS 运维、数据安全等方面的长期经验积累，经过持续的技术创新，成功为制药、专业服务、财富管理、高科技、地产、制造、IT、教育培训等行业的许多企业提供了 PaaS/SaaS 模式 CRM 软件服务，如杜蕾斯、美赞臣、Ebay、百特制药、美敦力等著名外企及万科、华为、途家等国内大型企业。同时，公司也自主研发基于社交网络微信、LINE 的云计算产品 Veevlink。

在 PaaS/SaaS 模式 CRM 软件服务方面，公司的主要竞争对手有普华永道、德勤、埃森哲等国际 IT 咨询巨头，以及广州市蓝岭信息技术有限公司等 Salesforce 在中国的合作伙伴。

在“SaaS+移动”云服务产品 Veevlink 方面，公司的主要竞争对手有：用友网络科技股份有限公司、和创（北京）科技股份有限公司、北京仁科互动网络技术有限公司、南京掌控网络科技有限公司、北京易动纷享科技有限责任公司等。

综上所述，我们认为公司所在行业快速发展，公司在行业有一定竞争力，鉴于公司在市场没有交易，没有价格可供参考，我们给出公司中性评级。

■ 风险点

1 高级管理人员、核心技术人员及技术流失的风险

公司所计算机软件行业需要计算机、软件工程、项目管理、工商管理、英语等多种专业技术复合型人才，其发展与公司所拥有的专业人才素质紧密相关。公司在发展过程中积累了较为丰富的技术经验和客户资源，并且已经建立了良好的人才稳定机制，但一旦核心技术人员和优秀管理人才流失，很可能导致研发能力下降、技术泄密、客户流失等风险，将对公司经营发展造成不利影响。

2 行业竞争加剧风险

目前我国从事云服务模式下 CRM 咨询实施服务的公司较少，本公司暂且处于行业领先地位。但是云服务模式已是大势所趋，一旦更多企业认识到云服务模式的优点，对云服务模式

的需求增加,那么提供云服务模式下的管理软件咨询服务的公司将会如雨后春笋般竞相出现,加剧行业竞争可能会对公司造成不利影响。

3 公司治理的风险

自设立以来,公司建立健全了法人治理结构,完善了现代化企业发展所需的内部控制体系。但由于股份公司成立时间不长,在相关制度的执行方面仍需进一步完善。同时,随着业务的发展,公司经营规模将不断扩大、业务范围不断扩展、人员不断增加,如果公司未来经营中不能随之及时完善管理制度,公司将因治理、内部控制不适应发展需要而存在风险。

4 互联网和用户数据的安全性风险

公司的云服务模式决定了公司的一切业务需在云端处理及完成,因此,通畅安全的互联网连接成为公司正常运营中不可或缺的要素。如果公司使用的云服务器被黑客恶意攻击、出现其他故障,或公司互联网连接被恶意入侵、因故中断,将会给公司业务的正常经营带来不利影响。公司用户的数据都存储在云服务器上。互联网的特性决定了任何服务器都可以被黑客恶意攻击。一旦服务器的安保措施出现故障、或未及时更新,服务器遭到黑客入侵、用户数据泄露,将会给企业声誉和经济利益都带来不利影响。

5 公司规模较小风险

公司目前的资产规模和营业收入规模都相对较小,对宏观经济的周期变动较为敏感,抗风险能力较弱。目前,公司正从事相对多元化的业务,不仅针对多个 CRM 平台提供咨询、实施等服务,还自行研发了基于社交工具微信、LINE 的移动 CRM 管理云平台 Veevlink。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入—未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: zhaibo@wtneeq.com



