

证券研究报告

2021年08月12日

行业报告 | 行业专题研究

科技之眼：海外牛股复盘系列——Shopify、DocuSign、Square

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 蒋梦晗 SAC执业证书编号：S1110519110001

分析师 李泽宇 SAC执业证书编号：S1110520110002

联系人 杨雨辰



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

➤ Shopify：电商SaaS 龙头，第三方独立站服务商进一步成为全渠道电商服务商

复盘总结：

1、创始人的产品思维

我们认为与贝佐斯亚马逊将消费者视为核心，“用户第一”的理念不同。作为独立程序员和开发者的Shopify创始人Tobias L ü tke将服务小型商户作为Shopify创业的核心，创造出一种卓越、完整且相对便宜的建站和完成电商大部分链条的解决方案。

2、独立站电商的流量格局

我们认为独立站电商与亚马逊、Ebay等电商站逻辑不同，其性质类似于品牌店购物街对于超市、跳蚤市场的差异化。对于构建流量和长期客户交流需求，独立站或为更佳选择。

3、SaaS的发展方式

我们认为公司在产品打磨、客户留存、PaaS平台拓展生态、并购进一步向上下游延伸上表现出色，公司凭借出色的产品、留存率和先发优势实现了快速成长。

➤ DocuSign：数字签名 SaaS

1、标准化产品，以最简洁的完成形式解决了痛点：

在缺乏标准化数字工具和耗费大量流程经历的合同签署保存上，提供简洁有效率的完成方式，在劳务合同、房产租赁与交易、保险、医疗乃至消费上都降低了成本，提高了效率，业务可以进行快速的自我复制。

2、API形式真正进入主流的界面，从而实现较大的竞争优势与较高市占率。Adobe 收购Echo Sign, 改名叫Adobe Sign。但是难以提供同样的API式服务的转变。

3、网络效应：我们相信电子合同的签署具有典型的网络效应，当一方发起合同后，另一方或者该客户的其它交易者都会收到数字化的合同，DocuSign的准备、签署、行动、管理四流程逐步添加更多工具向所有合同参与方提供更大价值。

➤ Square：构建买家生态与卖家生态的移动支付开发商

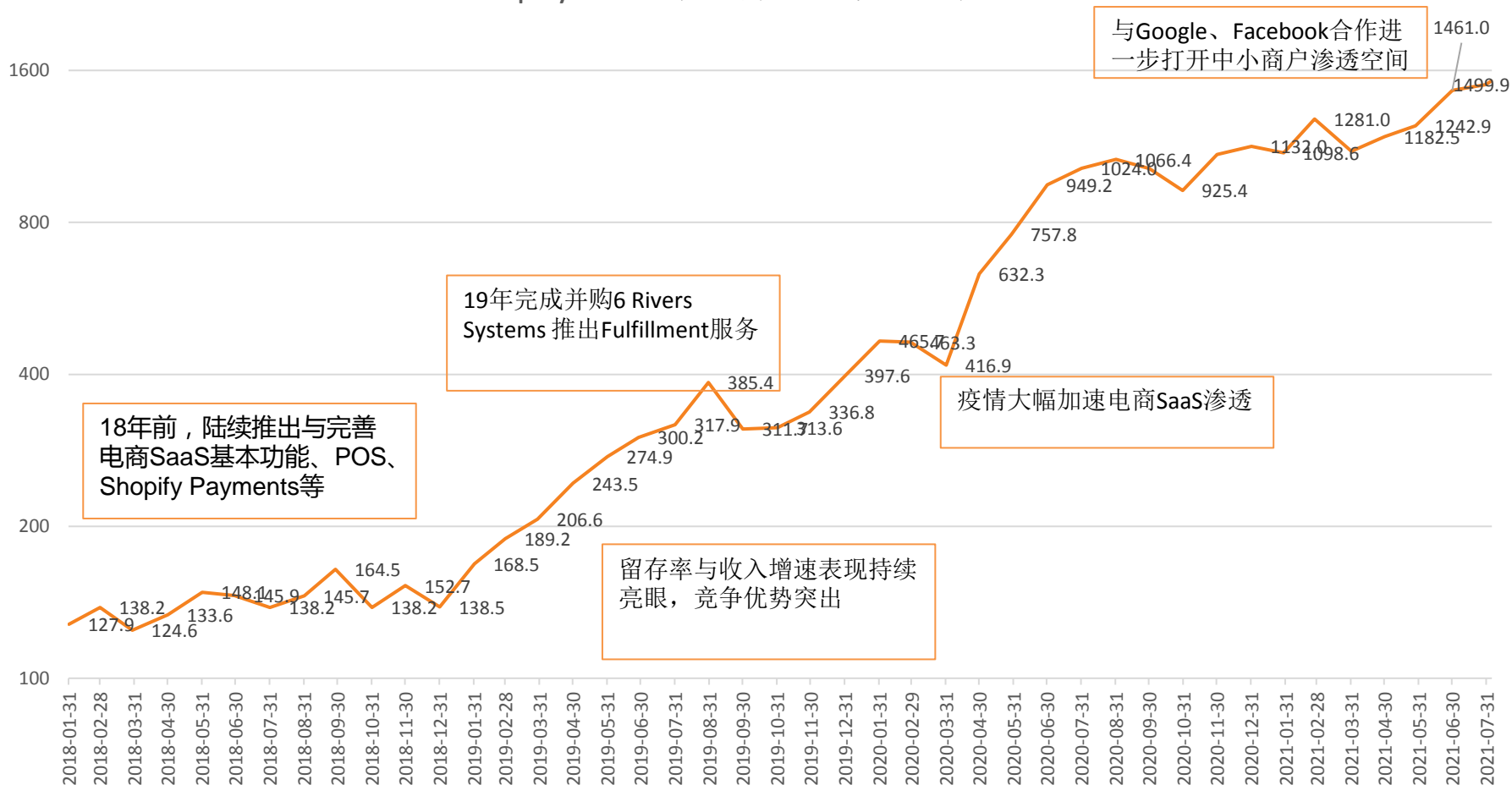
1、精准开发：针对更大的商户进行特定垂直行业的定制化产品开发工作，满足其特定需求

2、Cash App与比特币对公司收入及估值抬升作用显著

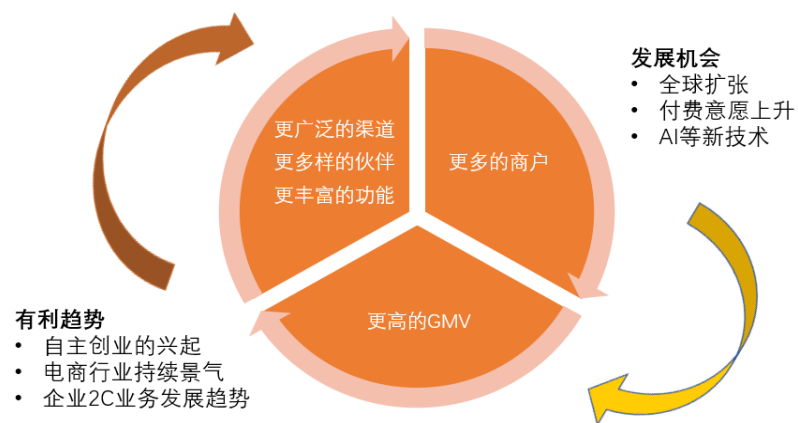
风险提示：1、经济复苏进度不及预期 2、全球疫情加剧 3、竞争格局与企业发展不及预期 4、利率变动

1. Shopify：电商SaaS 龙头，第三方独立站服务商进一步成为全渠道电商服务商

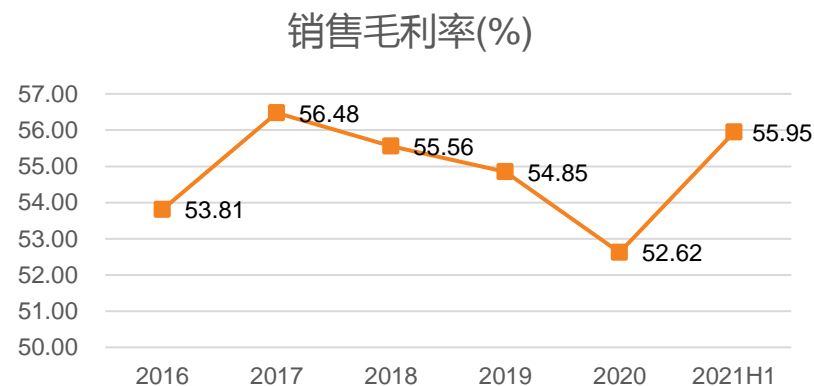
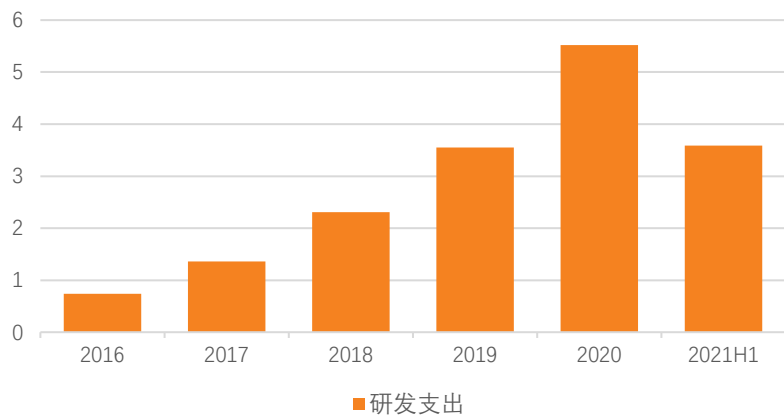
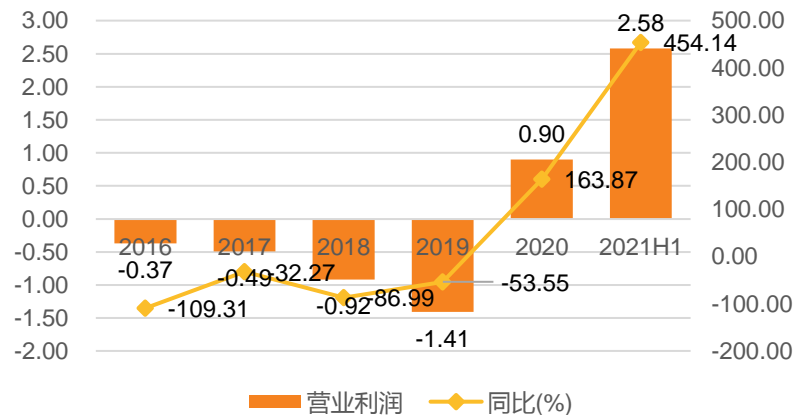
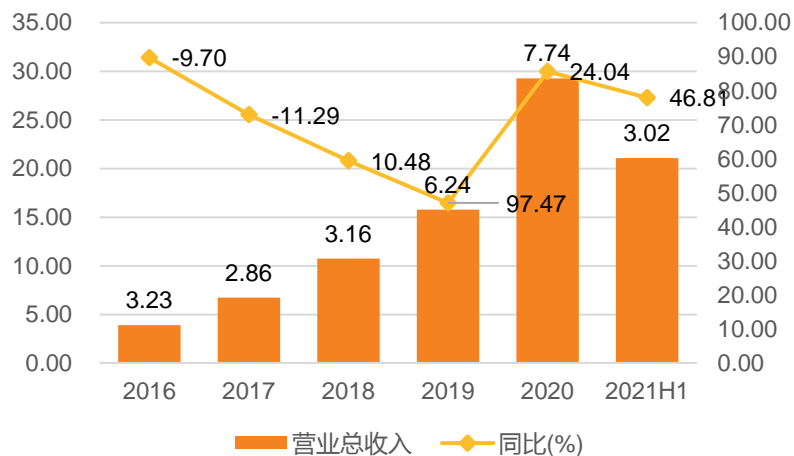
Shopify 18-21年股价（对数坐标轴，美元）



1. Shopify



1. Shopify



1. Shopify

复盘总结：

1、创始人的产品思维

我们认为与贝佐斯亚马逊将消费者视为核心，“用户第一”的理念不同。作为独立程序员和开发者的Shopify创始人Tobias Lütke将服务小型商户作为Shopify创业的核心，创造出一种卓越、完整且相对便宜的建站和完成电商大部分链条的解决方案。

2、独立站电商的流量格局

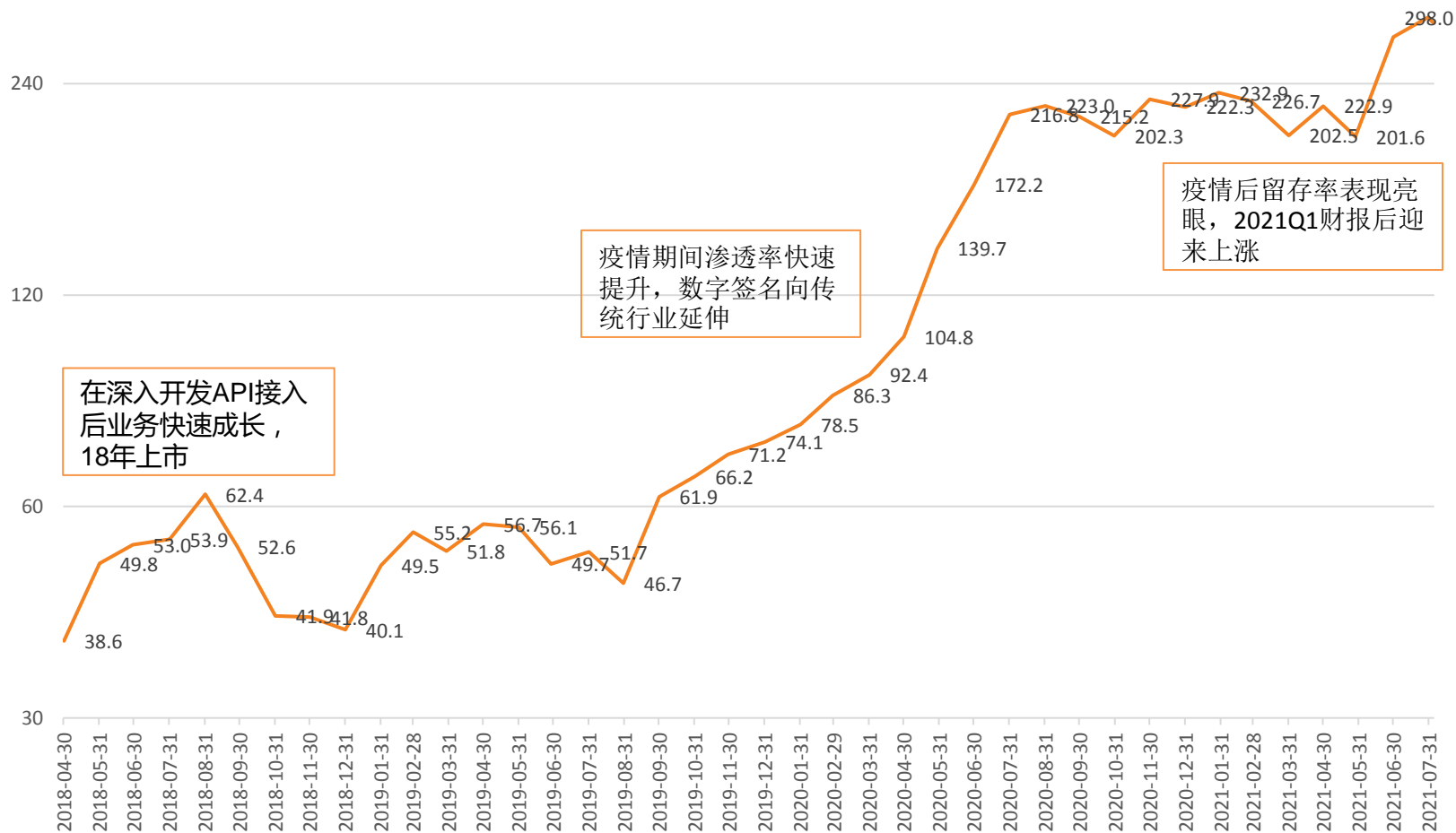
我们认为独立站电商与亚马逊、Ebay等电商站逻辑的差异化，其性质类似于品牌店购物街对于超市、跳蚤市场的差异化。对于构建流量和长期客户交流需求，独立站或为更佳选择。

3、SaaS的发展方式

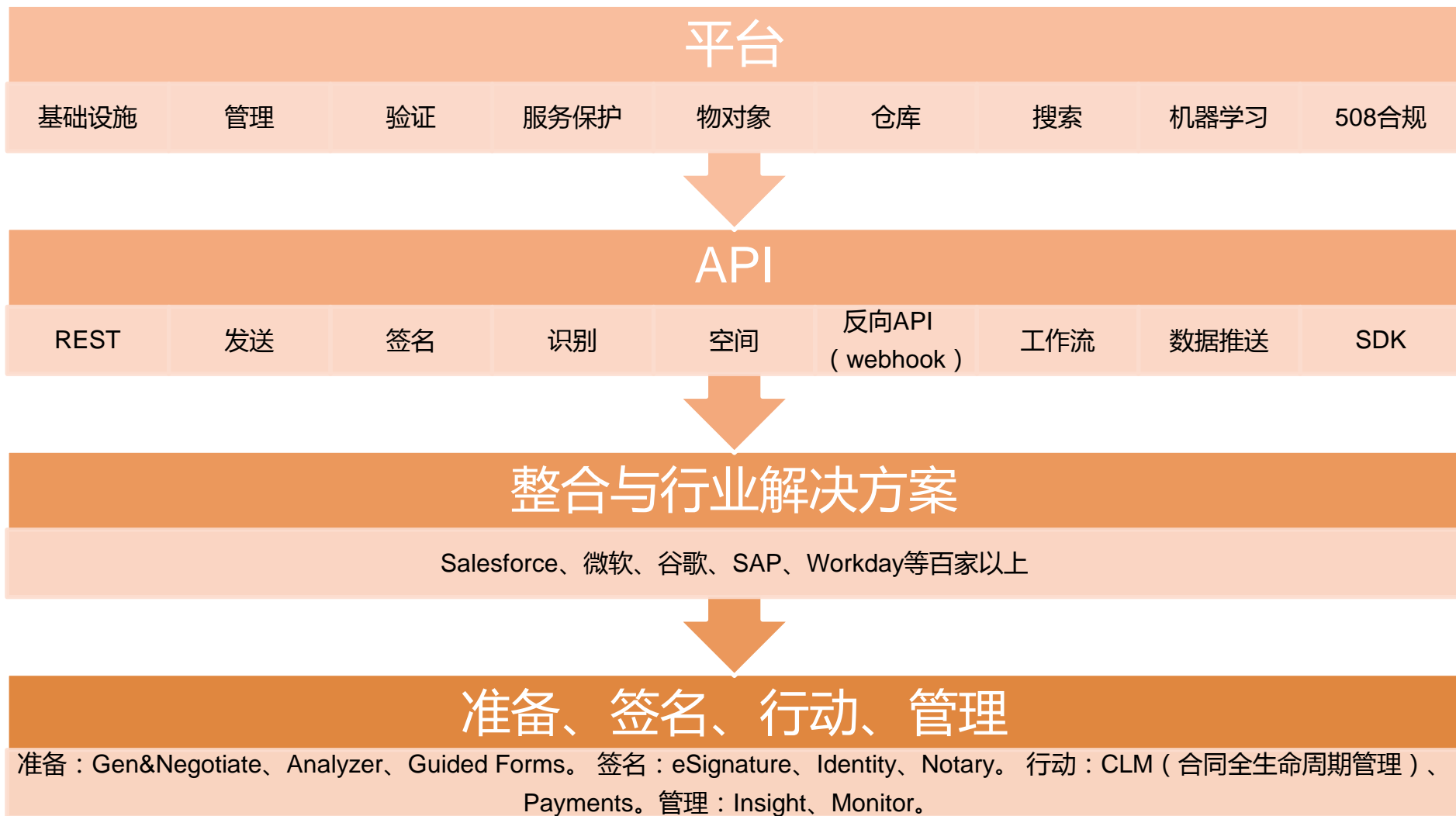
我们认为公司在产品打磨、客户留存、PaaS平台拓展生态、并购进一步向上下游延伸上表现出色，公司凭借出色的产品、留存率和先发优势实现了快速成长。

2. DocuSign : 数字签名 SaaS

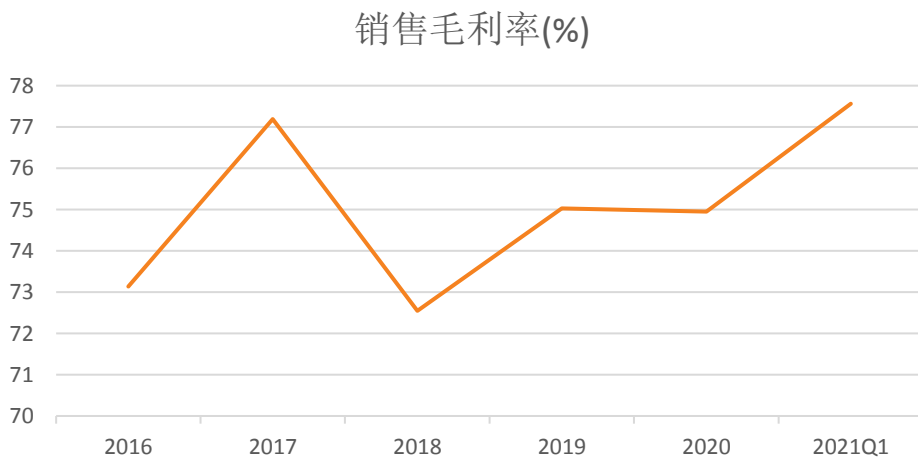
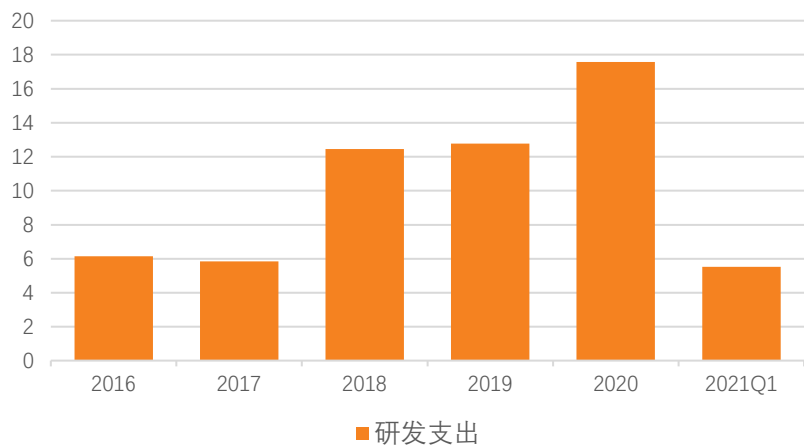
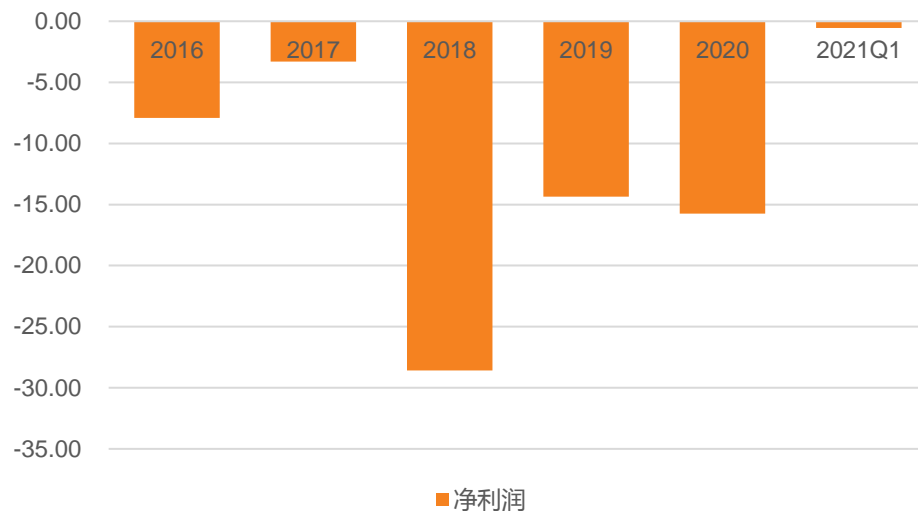
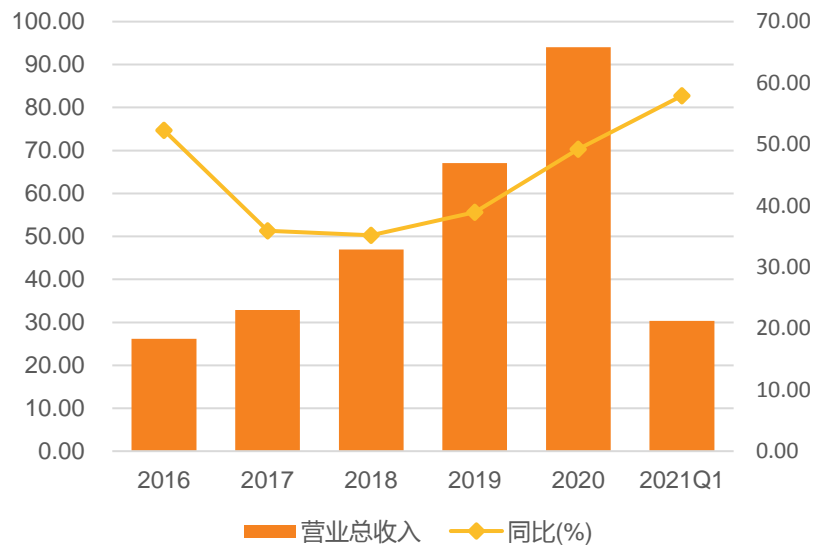
DocuSign历史股价（对数坐标轴，美元）



2. Docusign : 数字签名 SaaS , 与巨头Adobe的竞争格局进一步明晰



2. DocuSign：数字签名 SaaS，与巨头Adobe的竞争格局进一步明晰

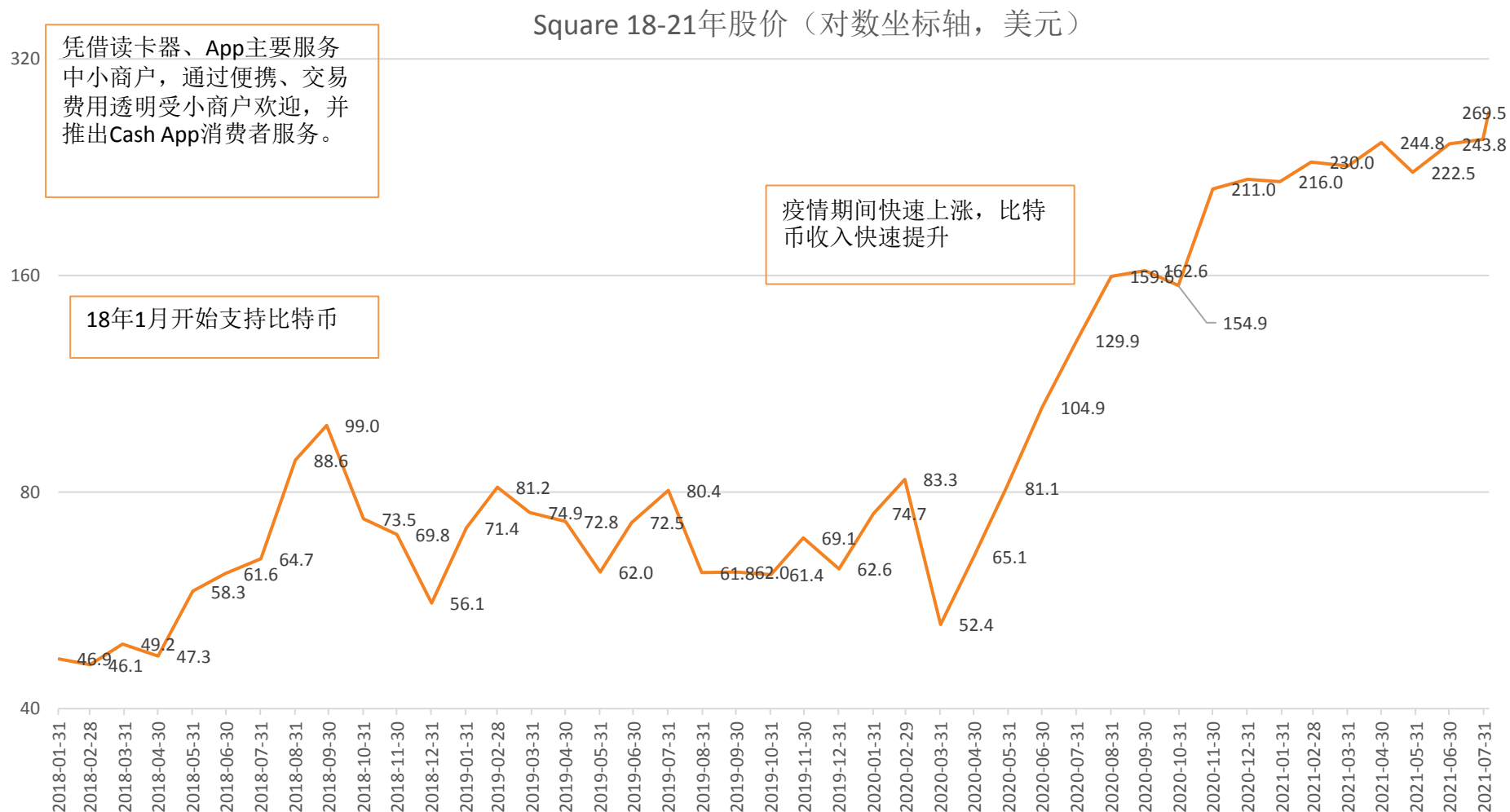


2. Docusign

复盘总结：

- 1、标准化产品，以最简洁的完成形式解决了痛点：
在缺乏标准化数字工具和耗费大量流程经历的合同签署保存上，提供简洁有效率的完成方式，在劳务合同、房产租赁与交易、保险、医疗乃至消费上都降低了成本，提高了效率，业务可以进行快速的自我复制。
- 2、API形式真正进入主流的界面，从而实现较大的竞争优势与较高市占率。
Adobe 收购Echo Sign, 改名叫Adobe Sign。但是难以提供同样的API式服务的转变。
- 3、网络效应：我们相信电子合同的签署具有典型的网络效应，当一方发起合同后，另一方或者该客户的其它交易者都会收到数字化的合同，Docusign的准备、签署、行动、管理四流程逐步添加更多工具向所有合同参与方提供更大价值。

3. Square : 构建买家生态与卖家生态的移动支付开发商



3. Square

收入方式：

1) 基于交易的收入。在每次交易中，Square会向卖家收取交易费，通常是根据交易总额的百分比计算的。同时也会有选择性地为某些较大的卖家提供自定义定价。2014年到2019年，公司的主要收入都来自于交易。到2020年，收入结构发生了变化，交易收入成为除比特币之外的第二大收入来源。

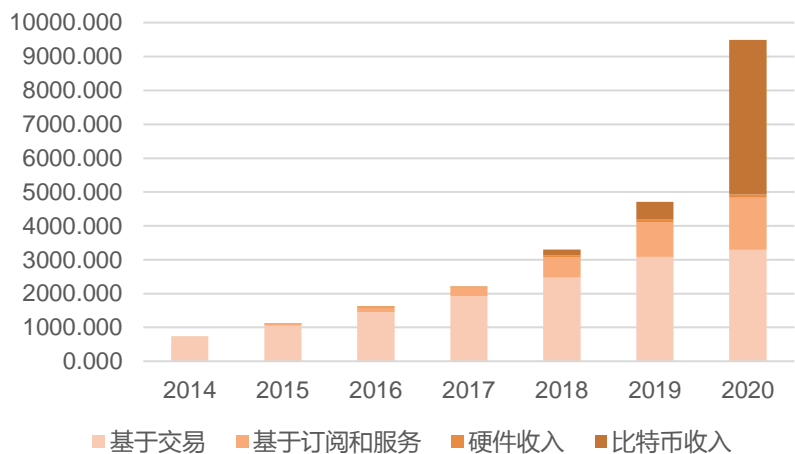
2) 基于订阅和服务的收入。主要包括Cash App、Square Capital和卖家即时转账的收入。一直以来都是Square发展较为迅速的业务。

3) 硬件收入。更多作为公司的获客手段存在。

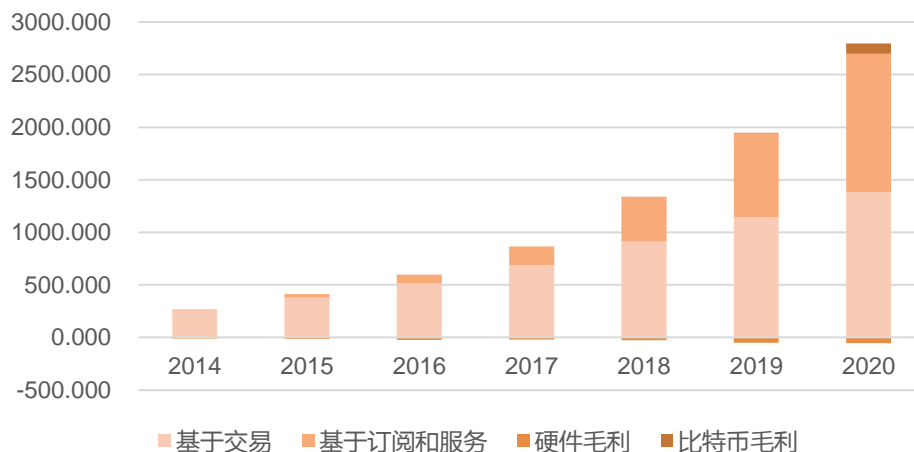
4) 比特币收入。收取Cash App使用者购买比特币的手续费。2020年，由于疫情的原因，交易方式受阻，比特币业务超越交易成收入最主要来源。2020年比特币收入达到45.7亿，同比增长785%，占收入比跃升至55.6%。但是受BTC仅为场外交易影响，比特币的毛利只有9700万，仅占总毛利的3.55%，毛利率仅为2%。

3. Square

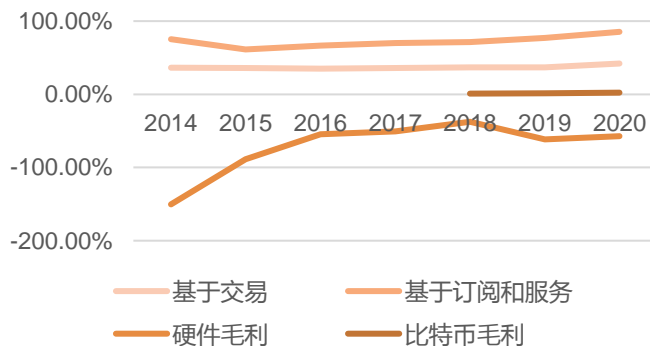
图：2014-2020 Square收入结构 (百万美元)



图：2014-2020 Square毛利结构 (百万美元)



图：2014-2020 Square毛利率



3. Square

复盘总结：

精准开发： Square扩展扩大其销售和客户管理团队，同时针对特定垂直行业定制化产品开发工作，专注于增加具有更复杂需求的大型商户。锚定特定行业： Square精选细分市场，从细分市场切入。

Cash app为重要第二极。 2020年全年，Cash App产生了59.7亿美元的收入和12.3亿美元的毛利润，分别同比增长440%和168%。

比特币对公司收入及估值抬升作用显著： 以卖方为基础的交易业务出现放缓，小规模的业务和中小商户在整个疫情期间有一定影响。比特币业务推进Cash App的用户增长，2020年底已超过3600万。此块业务也补充了Cash App不断发展的金融科技服务生态系统，其中包括移动存款、免费股票交易。尽管比特币产生毛利占比较小，但对公司收入及估值作用明显。

4. 投资建议

全球IT支出复苏，数字化受业务转型和效率提升推动，继续建议关注应用场景拓展与竞争优势超过巨头的全球SaaS、Fintech优秀企业。

5. 风险提示

- 1、经济复苏进度不及预期 全球经济复苏进度将对公司成长有较大影响
- 2、全球疫情加剧 疫情加剧尽管加速线上化，但对企业IT支出将会有负面影响
- 3、竞争格局与企业发展不及预期 数字化转型提供者之间竞争激烈，技术进步与商业模式变化可能对企业的竞争格局造成改变
- 4、利率变动 贴现率变化将对成长股的估值造成较大影响

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS