

美登科技 (838227.BJ)

2024年05月14日

布局电商 SaaS 平台化产品矩阵，直播电商+AI 技术启动新增量

——北交所首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

日期	2024/5/14
当前股价(元)	22.41
一年最高最低(元)	35.49/15.19
总市值(亿元)	8.73
流通市值(亿元)	2.36
总股本(亿股)	0.39
流通股本(亿股)	0.11
近3个月换手率(%)	215.64

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

北交所研究团队

● 多年深耕电商 SaaS 打造领先产品，积累数十万客群牢固基本盘

美登科技成立于 2013 年，前期发展服务于电商商家的营销管理软件产品“美折”，功能为价格促销、图片视觉营销、会员营销、视频内容营销、互动营销等；2020 年收购拓展订单管理 SaaS 软件“我打”，2023 年发力直播电商服务软件“光圈智播”，收购“水手客服”产品拓展外包客服领域。当前主打产品“美折”、“我打”、“光圈智播”在主要电商平台付费用户数排名均靠前。2023 年实现营收 1.14 亿元，毛利率/净利率分别为 70%/37%。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.51/0.60/0.72 亿元，对应 EPS 分别为 1.30/1.54/1.84 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 16.9/14.3/11.9 倍，可比公司 PE 2024E 为 43.0X，看好公司光圈智播等新品带来增量，给予“增持”评级。

● 光圈智播发力抖音等新兴平台，打开收入增量第二曲线

我国电商及 SaaS 服务总量稳步增长，2023 年中国实物商品网上零售额为 13 万亿元，同比增长率 8%；拼多多、快手、抖音等新兴电商兴起，2023 年 GMV 增速均超过 30%。直播电商因具有强互动性、强感染力等特点，2017-2022 年市场规模以 CAGR 182% 的速度增长，2022 年达 3.5 万亿元。以抖音电商为例，2023 年 12 月单月观看人次已接近 1600 亿、同比增长超 40%。公司积极布局直播等新兴场景，推出“光圈智播”取得了用户广泛认可，该产品目前在抖店服务市场官网的直播管理工具类目排名第一，受益直播带货的快速增长。

● 平台化全品类布局延伸价值链，AI 赋能实现外延发展

公司持续完善品类版图，从“美折”、“我打”，到直播及营销服务“光圈智播”、客户服务“水手客服”、供应链服务“多宝分销”，持续打造电商服务产品完整价值链、打造平台化战略。2023 年售后服务是消费者最关心的增值服务之一，“水手客服”目前在抖音平台同类产品排名前十、满足商家核心痛点。公司上线“多宝分销”并配合平台进行“选品中心”建设，提供一站式商品供应链分销解决方案。同时，随着 AI 逐步融入平台运营和商家经营中，公司受益营销智能化、AI 客服、虚拟人等趋势，有望实现价值升级。

● 风险提示：行业需求不及预期、新业务开拓受阻、客户合作风险等等

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	113	114	137	162	191
YOY(%)	-4.8	0.9	20.3	18.3	17.8
归母净利润(百万元)	42	42	51	60	72
YOY(%)	-13.4	1.4	19.0	18.5	19.7
毛利率(%)	69.4	70.4	69.7	68.7	68.0
净利率(%)	37.0	37.2	36.8	36.9	37.5
ROE(%)	10.3	10.3	10.9	11.8	12.7
EPS(摊薄/元)	1.08	1.09	1.30	1.54	1.84
P/E(倍)	20.4	20.2	16.9	14.3	11.9
P/B(倍)	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、看点一：多年深耕电商 SaaS，积累数十万客群牢固基本盘.....	4
1.1、概览：始于 2013 年，面向商户提供营销管理等电商 SaaS 软件.....	4
1.2、财务：2023 年实现营收 1.14 亿元，毛利率达 70%.....	6
1.3、优势：产品在各电商服务类目排名领先，核心技术可持续转化.....	8
2、看点二：光圈智播发力抖音等新兴平台，打开收入增量第二曲线.....	10
2.1、行业空间：电商及 SaaS 服务总量稳步增长，出海打开广阔机遇.....	10
2.2、格局变化：抖音等新兴电商兴起，中小商户驱动 SaaS 需求增长.....	11
2.3、光圈智播：抖音电商直播工具赛道第一，受益视频带货趋势.....	13
3、看点三：平台化全品类布局延伸价值链，AI 赋能实现外延发展.....	17
3.1、商业布局：打造平台化产品矩阵，满足电商商家多样化需求.....	17
3.2、AI 赋能：客服、虚拟人等产品率先应用，AI 完善持续开拓新场景.....	21
4、盈利预测与投资建议.....	22
5、风险提示.....	24
附：财务预测摘要.....	25

图表目录

图 1：公司推出以“美折”和“我打”为核心的电商 SaaS 软件及短信服务软件.....	4
图 2：“美折”是一款为电商商家开发的营销管理软件.....	5
图 3：“我打”的主要操作界面包括打印发货、自由打印等.....	5
图 4：短信服务是内嵌于公司电商 SaaS 软件中的服务.....	6
图 5：2023 年公司实现营收 1.14 亿元.....	6
图 6：2023 年 SaaS 服务收入 1.07 亿元.....	6
图 7：2023 年公司毛利率为 70%.....	7
图 8：公司两款电商 SaaS 产品的毛利率近年保持稳定.....	7
图 9：2023 年公司期间费用率为 35.2%.....	7
图 10：2023 年公司归母净利润达 4248 万元.....	7
图 11：2023 年公司经营净现金流达 4692 万元.....	7
图 12：公司 2023 年研发费用为 2512 万元，研发费用率达 22%.....	9
图 13：2023 年中国实物商品网上零售市场达 13 万亿元.....	10
图 14：我国网络购物用户规模 2022 年已达 8.5 亿人.....	10
图 15：Temu、Tiktok 等平台开拓东南亚等海外市场.....	10
图 16：Tiktok 在美国电商市场布局迅速.....	10
图 17：2015-2020 年中国电商 SaaS 市场规模从 98.9 亿元攀升至 488 亿元.....	11
图 18：市场从货架式电商主导向多元模式并存转化.....	11
图 19：新兴电商 GMV 增长迅速，市占率不断提升.....	11
图 20：2023 年拼多多、抖音（字节）、快手等新兴电商 GMV 增速均超过 30%.....	12
图 21：从快递单量来看，2023 年 12 月拼多多、抖音均进入前三.....	12
图 22：抖音平台 2021-2023 新增店铺数量持续增长，带动零售 SaaS 产品需求扩张.....	12
图 23：抖音每月推广小店数量呈增长态势.....	13
图 24：2023 年抖音小店个体户占比较高.....	13
图 25：2022 年直播电商市场规模达 3.5 万亿元，渗透率达 25.3%.....	14
图 26：直播电商赛道快速发展，抖音等内容平台异军突起.....	14
图 27：以抖音电商为例，2023 年带货直播的观看人次快速增长.....	14
图 28：抖音直播带货总时长 2023 年增长 20%.....	15
图 29：抖音品牌、达人直播间观众留存持续增长.....	15
图 30：光圈智播具备直播内容管理、商品管理、营销管理、订单管理等集成化多种功能，提升直播带货效率.....	15
图 31：光圈智播复购率高达 45%，普通版年收费 949 元.....	16
图 32：光圈智播在抖音直播工具类目排名第一.....	16
图 33：抖音电商近三年带货直播间发放福袋情况及停留时长提升.....	16
图 34：美登在电商产业链中涉及营销、订单系统、直播服务、客服等支持服务.....	17
图 35：水手客服提供全方位的客服外包业务.....	17

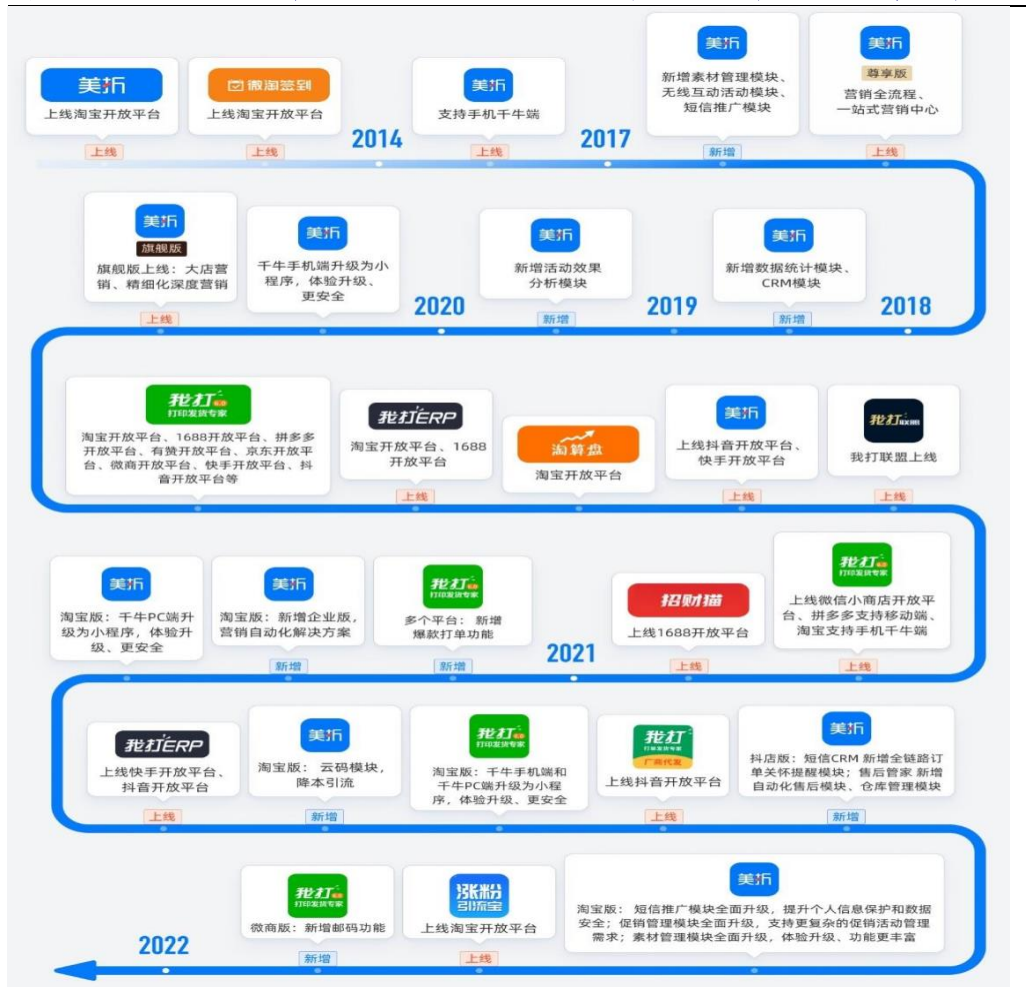
图 36: 2020 年中国网购用户期望增值服务聚焦于产品	18
图 37: 2023 年中国网购用户期望增值服务聚焦于售后	18
图 38: 多宝分销提供授权货源代发一站式服务	18
图 39: 多宝分销实现全链路自动化	18
图 40: 深耕产业带是电商平台发展趋势, 美登已打通的南通家纺资源便是头部产业带之一	19
图 41: 约 50%左右消费者认为 AIGC 技术的进步将促进虚拟人、直播电商发展	21
图 42: 2022 年中国智能客服软件市场为 53.4 亿元	21
图 43: 智能客服市场包含 4 类细分赛道	21
图 44: 萤火虫动画可生成虚拟场景与人物	22
图 45: 可实现场景管理、3D 模型管理、live2D 等功能	22
表 1: “美折”, “我打”在主要电商平台的付费用户数量排名靠前 (个、名)	8
表 2: 公司新产品发力抖音电商平台, 占据类目排名前列	8
表 3: 公司的核心技术在行业中处于领先地位	8
表 4: 核心技术具备持续的创新成果转换能力	9
表 5: 公司及子公司的研发成果已投入到自身产品中 (个)	9
表 6: 新兴电商平台侧重内容生态, 注重引导需求, 并逐步向电商购物模式渗透	11
表 7: “美折”在淘宝/天猫平台有 4 款定价产品 (元)	19
表 8: 2020 年-2022 年上半年, 除抖音平台外, “我打”软件销售定价保持稳定 (元)	20
表 9: 用户结构等级集中于高等级的 1 钻至 1 皇冠以上的等级	20
表 10: 2022 年上半年公司“美折”、“我打”的加权平均用户数分别为 276,341 个、338,660 个	20
表 11: 可比公司业务主要是订单管理、商品管理, 而美登布局营销管理等差异产品	22
表 12: 公司业务规模较可比同行业公司小, 但成长性好 (万元)	22
表 13: 公司的产品布局与同行业可比公司形成错位竞争	23
表 14: 可比公司 PE 2024E 为 43.0X, PS 2024E 为 7.4X	23

1、看点一：多年深耕电商 SaaS，积累数十万客群牢固基本盘

1.1、概览：始于 2013 年，面向商户提供营销管理等电商 SaaS 软件

美登成立于 2013 年，持续发展“美折”产品，2020 年收购威海领新拓展“我打”产品，2022 年开发“光圈智播”进军直播电商，2023 年收购拓展“水手客服”产品，且在抖音上线了产品“多宝分销”并配合平台进行“选品中心”的建设。美登是国内较早从事电商 SaaS 软件开发及销售的服务商之一，2020 年 6 月，公司收购威海领新 100% 股权后，新增订单管理软件产品“我打”，从而丰富了公司的产品线。公司目前主要产品包括以“美折”、“我打”为核心的电商 SaaS 软件及短信服务，在对现有产品进行升级优化的同时，针对客户需求不断开发新产品与功能。

图1：公司推出以“美折”和“我打”为核心的电商 SaaS 软件及短信服务软件



资料来源：公司招股书

➤ 电商 SaaS 软件

(1) 美折：“美折”是一系列服务于电商商家的营销管理软件，以帮助电商卖家降低营销成本为核心，其主要功能为价格促销、图片视觉营销、会员营销、视频内容营销、互动营销等。

图2：“美折”是一款为电商商家开发的营销管理软件



资料来源：公司招股书

(2) 我打：“我打”是一款订单管理 SaaS 软件，无缝对接主流电商平台，自动同步平台订单，批量打印发货；支持爆款筛单、拿货小标签等多种拣配货场景，有效提升商家订单处理效率；自动评价、售后管理、对账单等功能，满足商家发货后的订单管理需求，为商家提供全链路一体化的订单管理服务。

图3：“我打”的主要操作界面包括打印发货、自由打印等

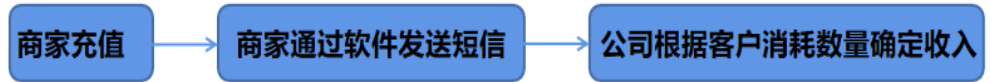


资料来源：公司招股书

➤ 短信服务（内嵌）

短信服务主要内嵌于公司电商 SaaS 软件中，具备短信营销、自动化短信通知、不同人群营销效果分析等功能，从而帮助电商商家进行多维度人群标签，实现精细化会员管理，提升会员粘性、活跃度和忠诚度，增加会员复购率和销售额，强化产品品牌，协助电商商家全方位建设会员营销体系。

图4：短信服务是内嵌于公司电商 SaaS 软件中的服务

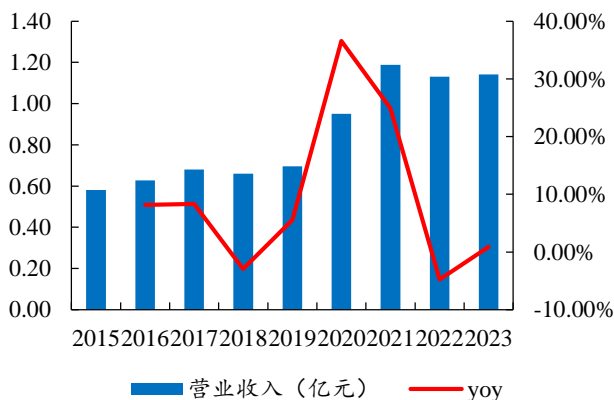


资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.2、财务：2023 年实现营收 1.14 亿元，毛利率达 70%

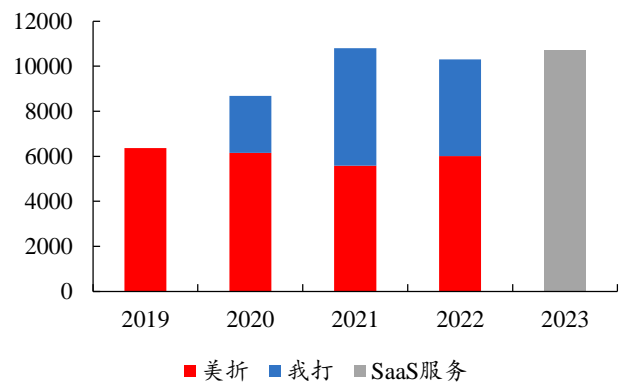
收购威海领新“我打”系列产品后，带动连续两年营收增速超 20%；2022 年以来收入有所回落，2023 年维持平稳。2020-2021 年，公司分别实现营收 0.95 亿元（+36.59%）、1.19 亿元（+24.94%），连续两年营收增速超过 20%，主要因为 2020 年公司收购了威海领新，对“我打”系列产品进行了业务整合，引入“美折”的相关产品运营及开发经验，进一步提升“我打”产品的市场竞争力。随着电商行业的竞争加剧，2021 年 7 月开始，阿里巴巴商家服务市场对单品宝、店铺宝等官方营销类 SaaS 软件实行免费，官方软件的功能较为单一、售后服务相对不够完善，仅能满足商家用户基础的促销活动设置需求，但仍然凭借免费的优势吸引了部分中小商家用户，造成公司部分产品的用户流失，因此 2022 年以来营收有所回落。

图5：2023 年公司实现营收 1.14 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

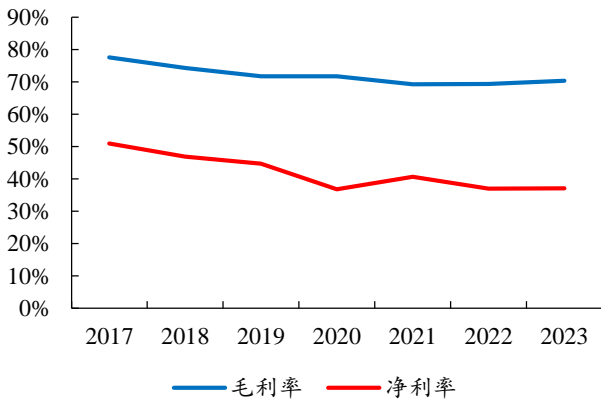
图6：2023 年 SaaS 服务收入 1.07 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

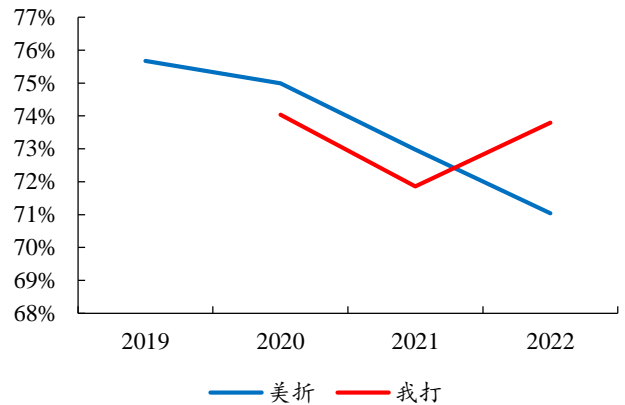
2023 年毛利率为 70%，净利率达 37%。近年来公司“美折”、“我打”毛利率维持稳定。2019 至 2022 年公司的综合毛利率分别为 71.78%、71.77%、69.3%和 69.4%，2023 年有所回升。

图7：2023 年公司毛利率为 70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

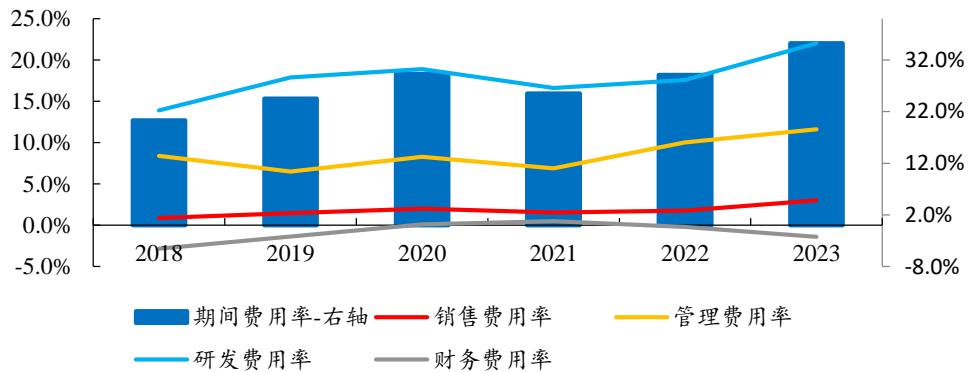
图8：公司两款电商 SaaS 产品的毛利率近年保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

研发费用提升带动期间费用率有所上升，2023 年达 35.2%。2022 年以来费用再度提升，主要是光圈智播等新品研发带动费用率上升，研发费用率由 2021 年的 16.6% 升至 2023 年的 22%，同时管理费用率业随着品类增加而有所上升。

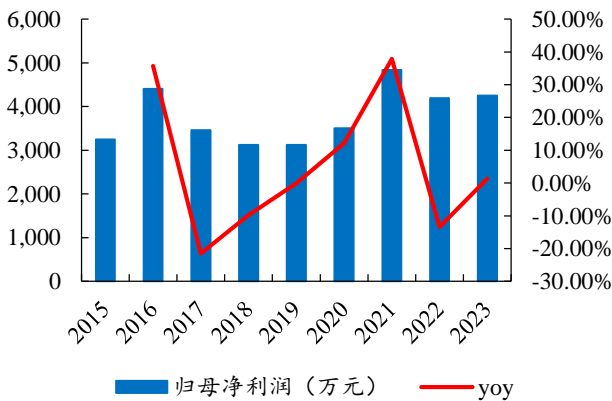
图9：2023 年公司期间费用率为 35.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

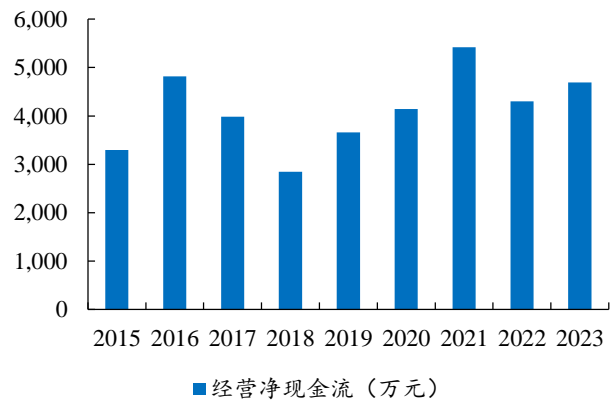
2023 年公司归母净利润达 4248 万元 (+1%)，经营性现金流较为稳健维持 4000 万元以上。近年来公司归母净利润平稳，维持 3000-5000 万元水平，有望随品类扩张而提升；经营现金流稳健，维持与业绩同向变动。

图10：2023 公司归母净利润达 4248 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023 年公司经营净现金流达 4692 万元



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、优势：产品在各电商服务类目排名领先，核心技术可持续转化

目前公司核心产品“美折”、“我打”、“光圈智播”均在主要电商平台的付费用户数量排名靠前。公司“美折”产品在阿里巴巴商家服务所属功能类目下从 2019 年至今均稳定处于领先地位。“我打”产品在拼多多、1688、快手、抖音服务市场所属功能类目下处于领先地位，属于各电商平台热门的订单管理工具软件，下游商家用户的认可度较高。

表1：“美折”，“我打”在主要电商平台的付费用户数量排名靠前（个、名）

产品	电商平台	功能类目	相同类目软件数量	类目下使用人数排名
“美折”	淘宝/天猫	营销管理	103	1
	淘宝/天猫	订单管理	151	5
	拼多多	订单管理-订单	158	3
“我打”	1688	订单管理	115	3
	京东	订单管理	107	5
	抖音	交易管理	172	3
	快手	店铺管理-订单发货	110	1

数据来源：公司招股书、开源证券研究所 注：数据截至 2022 年 9 月 30 日

表2：公司新产品发力抖音电商平台，占据类目排名前列

平台	产品	类目	最新销量排名	类目总数
抖音	光圈智播	直播工具	第 1（不含免费软件）	32（不含免费软件）
抖音	水手客服	客服外包	第 9	183
抖音	多宝分销	供应链分销	第 3	6

数据来源：抖店服务市场官网、开源证券研究所 注：直播工具销量排名中剔除了 2 个免费工具；数据截至 2024.5.3

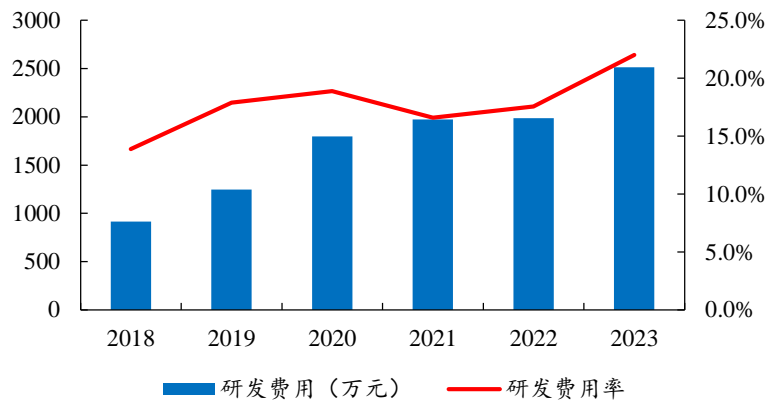
开发高复用的业务架构，多个核心技术业内占优。公司在运营端拥有四项核心技术，其中海量数据多维度实时筛选分析方法申请了发明专利。这些核心技术为公司运营团队提供了强有力的数据分析工具，能够针对商家使用软件的具体情况进行多维度的精细分析，对于不同的软件使用场景制定针对性的运营策略，并通过无代码平台生成运营活动页面，最终达成提升产品续订率、功能使用率等。

表3：公司的核心技术在行业中处于领先地位

阶段	光云科技	美登科技
架构端	1、亿级订单实时处理架构技术 2、电商 SaaS 应用弹性架构技术	1、海量订单处理技术 2、电商平台订单多级同步技术 3、海量订单实时检索处理技术 4、支持电商平台快速接入的高复用业务架构
功能端	1、电商领域分词技术 2、淘宝直通车广告竞价投放技术 3、电商领域的人工智能详情页生成技术 4、电商领域的图像前景提取技术	1、素材在线编辑及智能批量合成处理技术 2、跨平台海量买家准实时通知技术 3、营销活动管理技术 4、支持多版本密钥的动态数据加密技术 5、所见及所得的可视化模板设计器 6、包裹物流轨迹跟踪预警查询服务
运营端	-	1、海量数据多维度实时筛选分析方法 2、无代码活动页面生成技术 3、高性能可扩展计算任务调度管理系统 4、高性能分布式海量数据聚合分析引擎

资料来源：第一轮问询函回复、开源证券研究所

研发投入逐年增长，不断丰富夯实核心技术实力。公司持续进行研发投入以推动产品迭代升级，满足客户市场需求。2023 年研发费用为 2512 万元，研发费用率达 22%，近年来持续上升。

图12：公司 2023 年研发费用为 2512 万元，研发费用率达 22%


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

经过多年的积累，公司核心技术大部分属于特有技术，在软件开发与使用阶段中起到关键作用，主要分为架构端、功能端、运营端来支持产品的运行。

表4：核心技术具备持续的创新成果转换能力

类型	核心技术	对应业务/服务
架构端	海量订单处理技术	“美折”软件
	电商平台订单多级同步技术	“我打”软件
	海量订单实时检索处理技术	“我打”软件
	支持电商平台快速接入的高复用业务架构	“我打”软件
功能端	素材在线编辑及智能批量合成处理技术	“美折”软件
	营销活动管理技术	“美折”软件
	跨平台海量买家准实时通知技术	短信业务
	支持多版本密钥的动态数据加密技术	“我打”软件
	所见及所得的可视化模板设计器	“我打”软件
运营端	包裹物流轨迹跟踪预警查询服务	“我打”软件
	高性能分布式海量数据聚合分析引擎	“美折”软件
	海量数据多维度实时筛选分析方法	提高用户运营效率
	无代码活动页面生成技术	网页页面、弹窗等投放内容设计
	高性能可扩展计算任务调度管理系统	任务集成管理终端

资料来源：第一轮问询函回复、开源证券研究所

创新研发获得突出的产权成果，截至 2023 年拥有 92 项软著。公司凭借较早进入国内电商 SaaS 软件行业所积累的经验 and 雄厚的计算机软件研发技术，已成为电商 SaaS 市场的行业领先企业。截至 2022 年上半年，公司及其子公司拥有 72 项计算机软件著作权，1 项发明专利，10 项商标，11 项域名，公司及子公司的计算机软件著作权已投入到自身产品中。

表5：公司及子公司的研发成果已投入到自身产品中（个）

形成过程	专利	商标	计算机软件著作权	域名
自主研发/自主申请	1	7	71	11
继受取得	0	3	1	0
合计	1 (1)	10	72 (92)	11

数据来源：第一轮问询函回复、公司 2023 年年报、开源证券研究所 注：数据截至 2022H1，括号内为截至 2023 年底数据。

2、看点二：光圈智播发力抖音等新兴平台，打开收入增量第二曲线

2.1、行业空间：电商及 SaaS 服务总量稳步增长，出海打开广阔机遇

随着居民消费发展和升级，以及互联网成为主要购物渠道，我国电商零售额持续增长。2023 年中国实物商品网上零售额为 13 万亿元，同比增长率为 8%，5 年 CAGR 高达 13%。三年疫情影响下，消费者线上消费习惯得到进一步培养，尤其是下沉市场发展迅速，提升了电商渗透率，网络购物用户规模 2022 年已达 8.5 亿人，从而推动了电商 SaaS 这一电商配套服务业的发展。

图13：2023 年中国实物商品网上零售市场达 13 万亿元

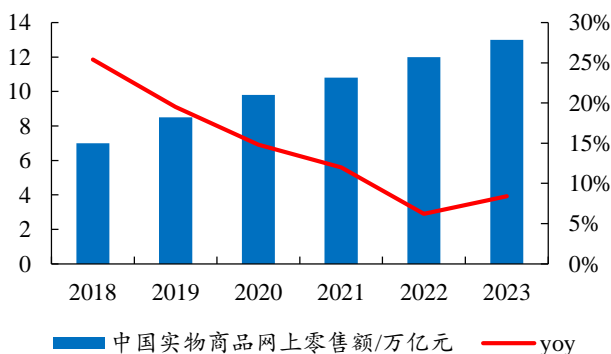
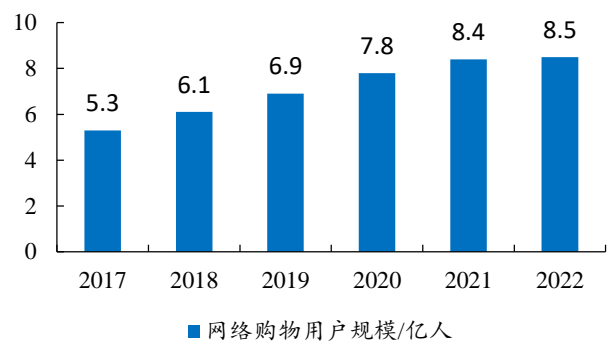


图14：我国网络购物用户规模 2022 年已达 8.5 亿人



数据来源：国家统计局、艾瑞咨询、开源证券研究所

数据来源：CNNIC、艾瑞咨询、开源证券研究所

新国际形势下，电商平台加大力度发展东南亚等新兴市场，积极挖掘借助跨境电商实现弯道超车的机会。我国电商平台通过依托国家推进的一带一路等国际战略，加大对东南亚、中东等新兴市场的布局，一方面能够增强全球电商业务的抗风险能力，另一方面，能够抢占跨境电商赛道的先机。美登科技 2023 年已经在 Lazada 平台进行了产品布局，且持续关注 Temu、Tiktok 的机会，未来有望打开出海渠道、实现增量。

图15：Temu、Tiktok 等平台开拓东南亚等海外市场



资料来源：艾瑞咨询

图16：Tiktok 在美国电商市场布局迅速

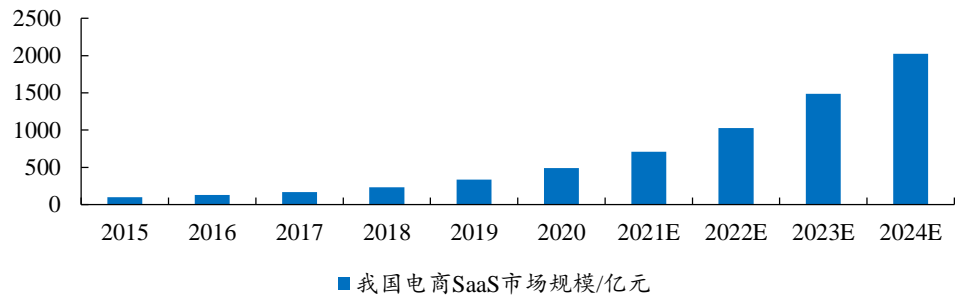


资料来源：Koladata、36 氪研究院

模式上，电商平台通过设立电商服务市场，引入 SaaS 软件服务商来满足电商商家快速增长和多元化的需求，而公司在电商平台的服务市场获取客户收入时将按照一定的分成比例向服务市场支付技术服务费。总量上，2015-2019 年间，我国电商 SaaS 市场规模从 98.9 亿元攀升至 336.5 亿元，年复合增长率达 35.8%。预计

2020-2024 年，预计我国电商 SaaS 将保持 43.1% 的年复合增长，市场规模有望于 2024 年突破两千亿大关。

图17: 2015-2020 年中国电商 SaaS 市场规模从 98.9 亿元攀升至 488 亿元



数据来源：北大纵横、开源证券研究所

2.2、格局变化：抖音等新兴电商兴起，中小商户驱动 SaaS 需求增长

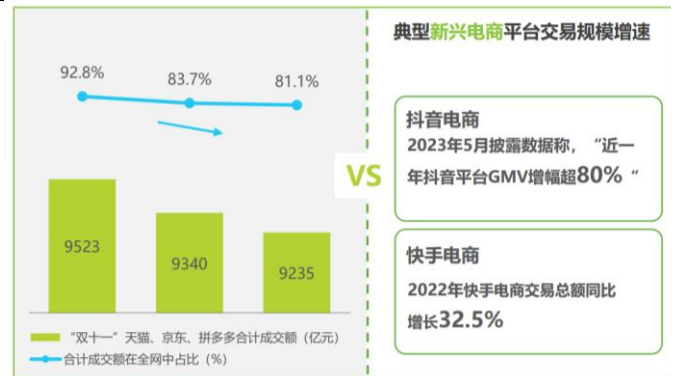
随着拼多多、快手、抖音等新兴电商的兴起，部分中小电商商家出现由淘宝/天猫平台向新兴电商平台分流趋势。

图18: 市场从货架式电商主导向多元模式并存转化



资料来源：艾瑞咨询

图19: 新兴电商 GMV 增长迅速，市占率不断提升



资料来源：艾瑞咨询

淘宝/天猫等传统平台采用“货架式”的业态模式，该等平台的商家需要促销类工具软件辅助其开展店铺营销活动管理；而新兴电商平台主要采用社交分享、兴趣内容推送等模式获取消费者流量，其业态决定了平台商家目前对促销类工具软件的需求相对较小，但仍需要订单管理等工具，也进一步提升了直播工具、AI 技术产品等增量需求；此外，随着抖音等新兴电商也逐步建立货架式购物平台，未来对传统营销工具需求仍有较大空间。

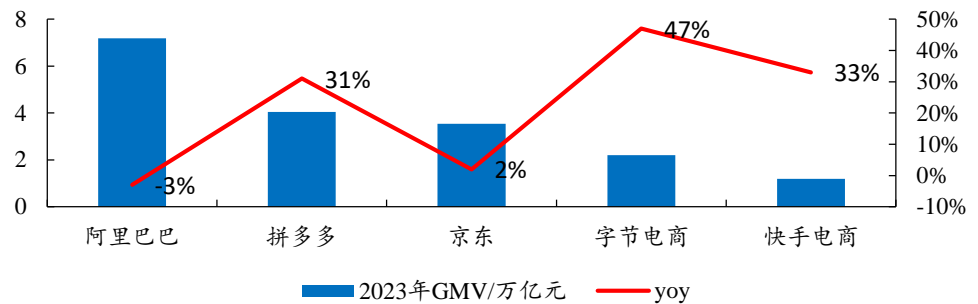
表6: 新兴电商平台侧重内容生态，注重引导需求，并逐步向电商购物模式渗透

对比层面	传统电商平台	新兴电商平台
平台基因	主要基于货架式电商生态形成的用户规模、供货商培育、供应链成本控制等方面的先发优势	主要基于内容生态形成的独特的后发竞争优势
发展方向	立足消费决策链的下游向上游的电商购物模式渗透(如发展电商直播)	立足消费决策链上游向下游的电商购物模式渗透(如建立货架式购物平台)
行业地位	行业先行者,头部电商平台多归属于该类型平台	行业新入局者,整体上处于挑战者位置
发展速度	用户规模、市场 GMV 增长整体见顶放缓	用户规模、市场 GMV 增长整体处于快速发展阶段
获客模式	用户主动搜索购买为主	注重主动种草,培养心智,引导需求

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

平台 GMV 方面，新兴电商发展势头迅猛，带来 SaaS 服务市场新增量。2023 年阿里巴巴 GMV 为 71854 亿元，拼多多 GMV 为 40451 亿元，京东 GMV 为 35394 亿元，抖音（字节）电商 GMV 为 22000 亿元，快手电商 GMV 为 11947 亿元，其中拼多多、抖音、快手三家新兴平台同比增长均超过 30%，较传统电商的趋稳态势而言，发展势头更为强劲。

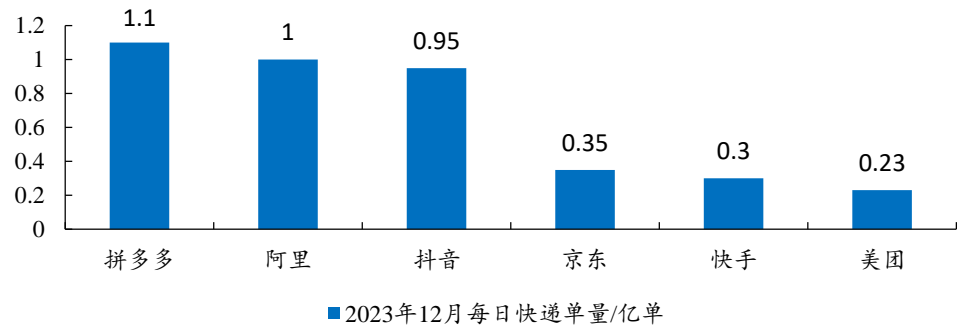
图20：2023年拼多多、抖音（字节）、快手等新兴电商 GMV 增速均超过 30%



数据来源：海豚智库、新茅网、开源证券研究所

从快递单量来看，2023 年 12 月拼多多、抖音均进入前三，表明新兴平台以小单为主、同样规模 GMV 对应的单量较传统平台更多，也将带来较大订单管理的 SaaS 服务产品需求。公司打单产品“我打”在拼多多、抖音平台持续开拓增量，长期位居品类榜单前列，具备较强竞争力。

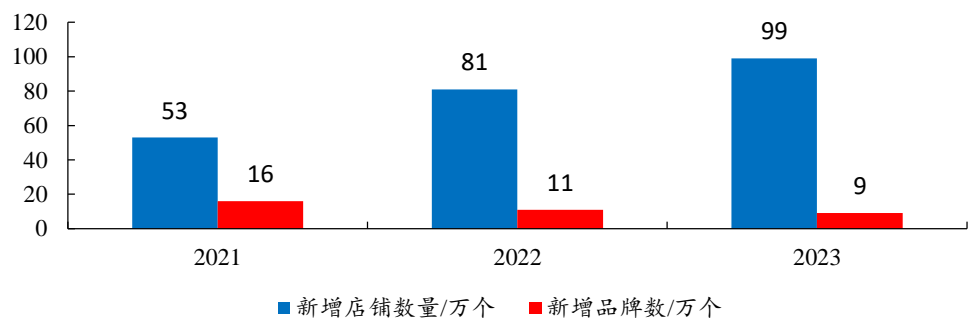
图21：从快递单量来看，2023年12月拼多多、抖音均进入前三



数据来源：海豚智库、新茅网、开源证券研究所

抖音平台为例，2023 年平台新开设的店铺数量进一步增加。长期来看，更多的品牌旗舰店和分销店铺会成为接下来抖音商家新鲜血液的主要来源，店铺增长带动零售 SaaS 产品需求高确定性扩张。

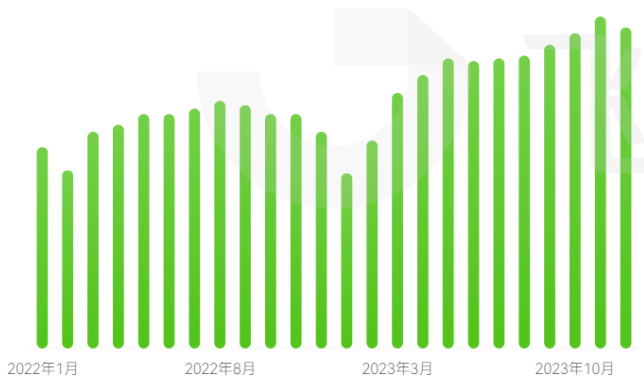
图22：抖音平台 2021-2023 新增店铺数量持续增长，带动零售 SaaS 产品需求扩张



数据来源：蝉妈妈数据、开源证券研究所

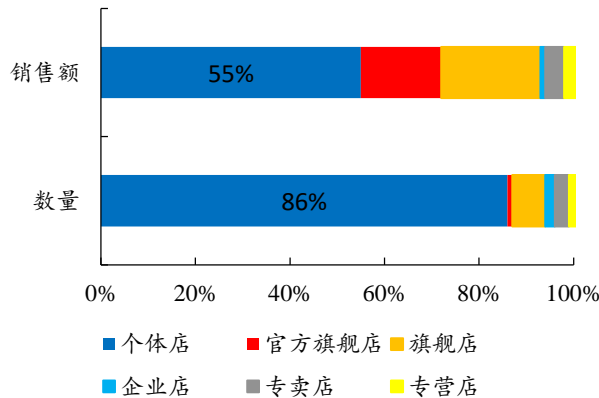
用户在抖音上消费习惯逐渐形成，每月在抖音推广的小店数量持续增长，抖音已经成为个体和品牌商家的线上推广的重要渠道。从 2023 年商品渠道销售分布来看，目前个体店仍占主导地位，小型商家繁荣有利于营销、打单等通用 SaaS 产品的获客量级增长。

图23：抖音每月推广小店数量呈增长态势



资料来源：飞瓜数据

图24：2023 年抖音小店个体户占比较高



数据来源：飞瓜数据、开源证券研究所

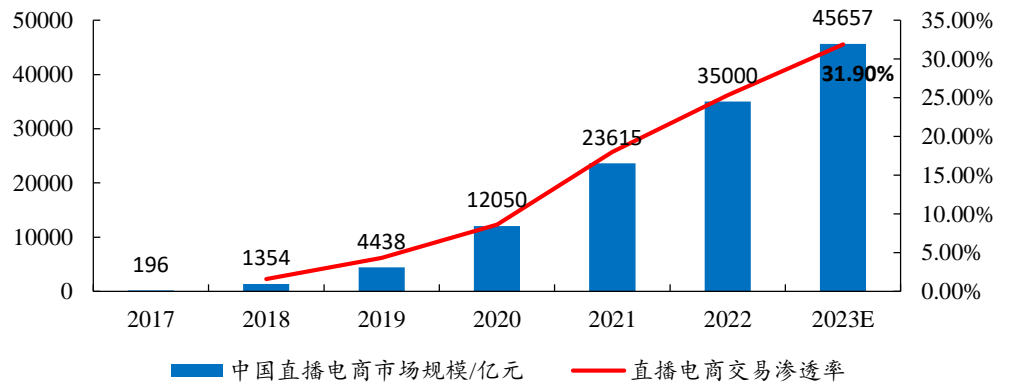
平台端来看，电商平台策略调优，**货架电商和兴趣电商平台从产品、内容、红人等多角度持续建设能力，打造以消费者需求为中心的闭环**，希望在用户停留时长和变现中获得双向提升。各平台激励商家产出优质内容、提供优质服务；从提升变现效率的角度，各平台着力拓展 SKU 数量，并加强达人体系的建设，加速分销等等。多元策略下中小商户预计未来仍将快速扩张、**带动对 SaaS 产品的需求持续增长**，比如：1) 抖音完善电商架构，全面覆盖用户需求场景；2) 阿里重点扶持中小商家，同时加强建设内容生态；3) 微信持续发力视频号，优化用户的生态体验；4) 小红书押宝高质量内容，搭建高品质直播间等等。

2.3、光圈智播：抖音电商直播工具赛道第一，受益视频带货趋势

直播电商因具有强互动性、强感染力等特点，2017 年起发展迅速，2017-2022 年直播电商的市场规模以 CAGR 182% 的速度增长，2022 年市场规模达 3.5 万亿元，渗透率达 25.3%。

以直播，短视频为代表的电商行业发展新力量不断涌入，加大了电商行业运营模式的创新竞争程度，也加快了打破现有竞争格局的速度。在度过了最初的增长期后，与电商渠道初期发展相似，直播电商需要逐渐解决退款、产品质量、发货等问题，实现持续发展，因而 SaaS 产品提供的服务成为直播电商赛道增效提质的重要工具。

图25：2022年直播电商市场规模达3.5万亿元，渗透率达25.3%



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图26：直播电商赛道快速发展，抖音等内容平台异军突起



资料来源：艾瑞咨询

以抖音电商为例，2023年直播流量与直播规模同步提升，2023年12月单月观看人次已接近1600亿、同比增长超40%。作为营销主阵地的直播间，得益于品牌与达人在开播规模的投入，使得看播流量在2023年明显提升。

图27：以抖音电商为例，2023年带货直播的观看人次快速增长



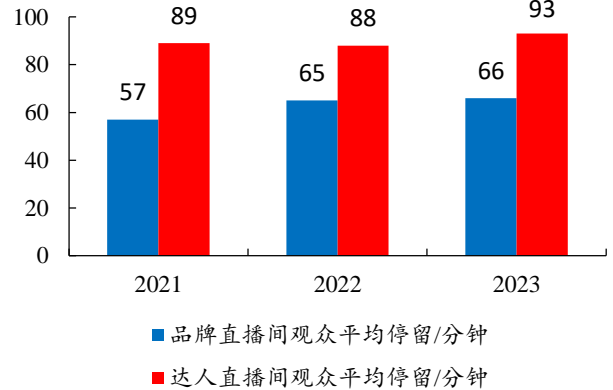
资料来源：蝉妈妈数据

2023年抖音平台的直播时长快速增长，全平台总时长增长20%、场次增长11%；品牌直播间增速较高。而从观众停留时间来看，2023年品牌、达人直播均有所提升。

图28：抖音直播带货总时长 2023 年增长 20%



图29：抖音品牌、达人直播间观众留存持续增长



数据来源：蝉妈妈数据

数据来源：蝉妈妈数据、开源证券研究所

公司积极布局直播等新兴场景，推出“光圈智播”取得了用户广泛认可，该产品目前在抖店服务市场官网的直播管理工具类目排名第一，受益直播带货的快速增长。公司在推广光圈智播时不断优化用户体验，形成了不错的口碑：一是通过优化产品的服务，取得更好的复购率、订购量等数据，利用好抖店服务市场官网本身的流量；二是通过新媒体运营，比如在抖音上运营自己的视频号等方式获取流量。

图30：光圈智播具备直播内容管理、商品管理、营销管理、订单管理等集成化多种功能，提升直播带货效率

资料来源：抖店服务市场官网、开源证券研究所 注：功能未全部列举

图31: 光圈智播复购率高达 45%，普通版年收费 949 元



资料来源: 抖店服务市场官网

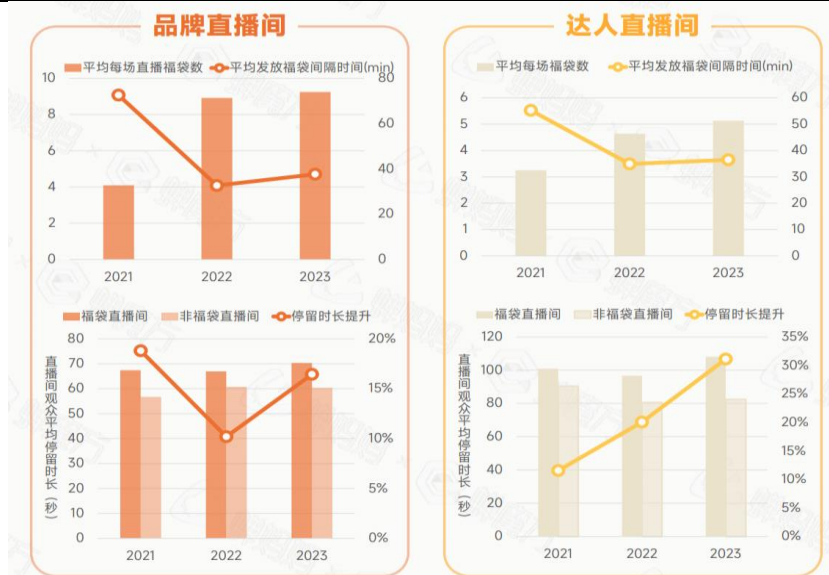
图32: 光圈智播在抖音直播工具类目排名第一



资料来源: 抖店服务市场官网

直播工具对于提升观众留存、增加直播管理效率具备较大意义，比如营销管理工具可利用发放福袋、优惠券等策略增加用户留存，而光圈智播的福袋工具等功能有利于提升直播效率和效果。

图33: 抖音电商近三年带货直播间发放福袋情况及停留时长提升



资料来源: 蝉妈妈数据

3、看点三：平台化全品类布局延伸价值链，AI 赋能实现外延发展

3.1、商业布局：打造平台化产品矩阵，满足电商商家多样化需求

➢ 除直播服务产品外，客服、分销等外延品类也持续开拓

基于传统的平台投放模式已经不能满足店家的需求，融合电商全业务链条的供应链解决方案，成为 SaaS 产品供应商打造差异化竞争优势的关键。因此公司新增客服、分销等服务产品，实现平台化增量扩张。作为电商支持服务商，公司持续完善品类版图，从最开始的营销服务“美折”到订单管理“我打”，再到直播及营销服务“光圈智播”、客户服务“水手客服”、供应链服务“多宝分销”，持续打造电商服务产品完整价值链，未来将实现上游分销渠道服务、销售管理综合服务、售后服务为一体的平台化战略。

图34：美登在电商产业链中涉及营销、订单系统、直播服务、客服等支持服务



资料来源：艾瑞咨询

公司近期收购成都西阿爱木网络科技，拓展产品“水手客服”，为电商商家提供客服解决方案。水手客服目前在抖音平台同类产品排名前十，平均响应时长低于 30s，三分钟回复率高于 95%，已服务超 3000 家店铺，且未来有望结合 AI 技术。

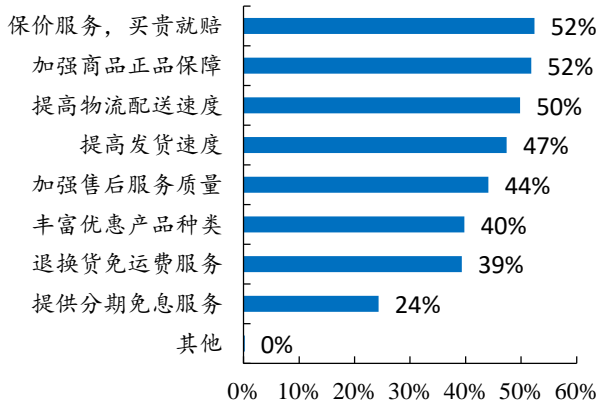
图35：水手客服提供全方位的客服外包业务



资料来源：抖店服务市场官网

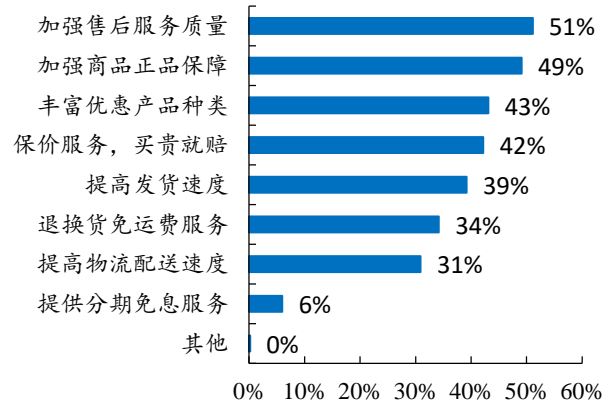
据艾瑞咨询调研数据，2020年中国网购用户期望的增值服务主要是保价服务，其次是正品保障、物流、发货等；而到2023年，售后服务的关注比例从44%上升至51%，已成为消费者最大痛点。因此公司收购开拓客服类产品，针对中小商家难以提升客服质量和响应速度、售后不满率较高的现状，从而受益商家对外包客服需求的日益提升。

图36：2020年中国网购用户期望增值服务聚焦于产品



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图37：2023年中国网购用户期望增值服务聚焦于售后



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

公司近期还在抖音平台上线了产品“多宝分销”，并配合平台进行“选品中心”的建设。该产品是连接供应商、分销商和销售渠道的一站式商品供应链分销解决方案，能帮助供应商和分销商建立更强的信息化关联，提升分销商服务履约能力，有利于提升平台的商品丰富度。在此基础上，多宝分销也会利用公司沉淀多年的技术能力，帮助分销商筛选优质货源，加大商家的选品铺货能力。产品已经跟部分产地源头供应商，在抖店服务市场官网跑通了核心流程，据官方页面信息，多宝分销拥有91家纺网云仓货源、南通叠石桥家纺货源一手直供，可实现一键铺货至抖店、一键采购自动发货，大幅降低开店门槛。

图38：多宝分销提供授权货源代发一站式服务

南通叠石桥家纺货源 一手直供

- 云仓精选
- 一件代发
- 运费更低
- 发货更快



资料来源：抖店服务市场官网

图39：多宝分销实现全链路自动化

分销链路自动化 多宝助您轻松开店



资料来源：抖店服务市场官网

深耕产业带是解决低价战略优势打造关键问题的重要抓手，分销服务潜在需求空间广阔，打通上游产业带资源带来优势。未来电商平台将通过产业带深耕，推进产业带的产品标准化建设、培养产业带中小商家并增强产业商家的交付能力，以打造标准化，规模化，智能化生产且具备成本比较优势的产品生产其地，进而支撑平台获取具备低价产品优势的源头生产厂家集群、扩大具有低价优势的产品矩阵。基

于这种产业带的支撑，平台可以更好地框定产品矩阵、增强对供货方的议价权，对下游消费者可以增强敏捷生产、高效配送的能力。进一步看，平台能够据此可解决以下问题：提升低价商家入驻规模、优化优惠规则支持真正低价产品发展、及增强对下沉区域的价格吸引力等。因此，公司布局的多宝分销产品以及与抖音进行相关“选品中心”合作，且已经打通了南通叠石桥家纺产业等优质资源，精准顺应平台打造垂直化的信息链-物流链整合的战略，有望成为未来增量业务品类。

图40：深耕产业带是电商平台发展趋势，美登已打通的南通家纺资源便是头部产业带之一



资料来源：艾瑞咨询

➤ 产品具备差异化定价产品矩阵，用户画像多元

针对电商商家营销多样化的需求，公司于2020年与2021年分别推出旗舰版与企业版美折产品，该等版本产品是公司针对高阶用户的需求进行新功能的开发，丰富了“美折”产品在营销链路的功能结构；“我打”产品覆盖淘宝/天猫、拼多多、1688、京东和抖音平台电商客户。

表7：“美折”在淘宝/天猫平台有4款定价产品（元）

年份	产品版本	订单期限（定价）			
		月度	季度	半年度	年度
2019年	高级版	15	35	65	128
	尊享版	30	79/85	139/155	229/258
2020年	高级版	15/18	35/37	65/69	128
	尊享版	30	85	155	258
	旗舰版	88	199	349	618
2021年	高级版	15	37	69	128
	尊享版	30	85/88	155/169	258/269
	旗舰版	88	199	349	618
	企业版	/	/	/	40,000
2022年1-6月	高级版	15	37	69	128
	尊享版	30	88	169	269
	旗舰版	88	199	349	618
	企业版	/	/	/	40,000

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

表8：2020年-2022年上半年，除抖音平台外，“我打”软件销售定价保持稳定（元）

年份	产品版本	订单期限			
		月度	季度	半年度	年度
淘宝/天猫平台					
2020年	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	50	100	180
2021年	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	50	100	180
2022年1-6月	基础版	15	32	64	128
	标准版	20	50	100	180
	专业版	55	148	265	468
拼多多平台					
2020年	标准版	20	50	90	160
2021年	标准版	20	50	90	160
2022年1-6月	标准版	20	50	90	160
1688平台					
2020年	标准版	35	95	168	294
2021年	标准版	35	95	168	294
	高级版	45	122	216	378
2022年1-6月	标准版	35	95	168	294
	高级版	45	122	216	378
京东平台					
2020年	标准版	50	135	255	480
2021年	标准版	50	135	255	480
2022年1-6月	标准版	50	135	255	480

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

用户结构等级集中于高等级，SaaS软件用户数量约30万个、客均单价160余元。公司主要产品的电商商家用户店铺集中于高等级的1钻至1皇冠以上的等级，该等店铺在淘宝/天猫平台的经营时间较长，且具有一定的业务规模。公司2021年及2022年上半年的前五大客户合计销售收入占比较低，分别为1.45%、1.15%，客户较为分散。2022年上半年，公司“美折”、“我打”的加权平均用户数分别为276,341个、338,660个，平均客单价分别为164.52元、167.67元。

表9：用户结构等级集中于高等级的1钻至1皇冠以上的等级

用户店铺等级分布	淘宝客户		天猫客户	
	美折	我打	美折	我打
1皇冠以上	20.60%	38.91%	64.13%	69.45%
4钻-5钻	24.33%	27.42%	22.12%	20.14%
1钻-3钻	31.31%	21.91%	10.84%	8.50%
4心-5心	8.06%	4.63%	1.67%	1.14%
3心以下	15.71%	7.13%	1.25%	0.77%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：公司第二轮问询函回复、开源证券研究所

表10：2022年上半年公司“美折”、“我打”的加权平均用户数分别为276,341个、338,660个

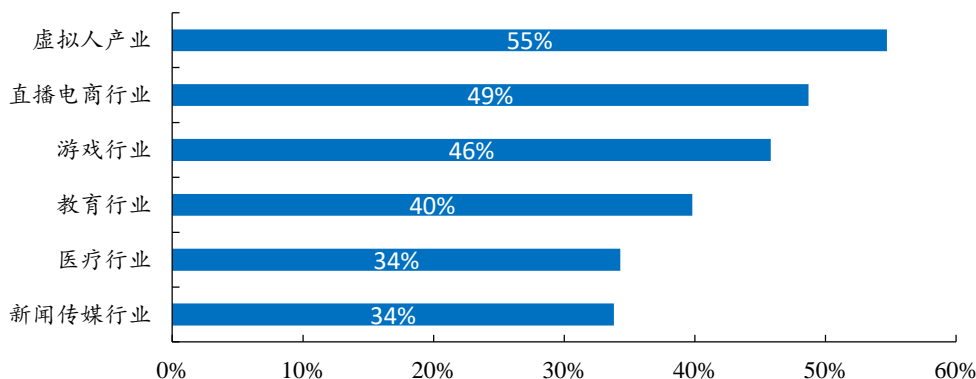
年均用户数量及平均价格	2019年	2020年	2021年	2022年1-6月
美折				
加权平均用户数量（个）	439,214	399,471	345,286	276,341
ARPU（元）	144.84	154.11	161.56	164.52
我打				
加权平均用户数量（个）	226,547	271,618	319,945	338,660
ARPU（元）	163.22	170.31	163.09	167.67

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

3.2、AI 赋能：客服、虚拟人等产品率先应用，AI 完善持续开拓新场景

人工智能、大数据、5G、云计算等底层技术应用逐渐成熟，未来电商 SaaS 结合新技术，不断提升用户体验，产品将更为智能化和中台化。2023 年，由大模型掀起的 AI 热潮汹涌澎湃，聚焦至电商行业，AI 已逐步融入平台运营和商家经营中。艾媒咨询数据显示，54.7% 消费者认为 AIGC 技术的进步将促进虚拟人产业的发展，近五成消费者认为会促进直播电商行业的发展。电商进入存量时代，用户需求从通用化转向个性化，AIGC 通过自动生成与分发全链路电商商品内容，帮助商家开拓新的商业化空间和流量。

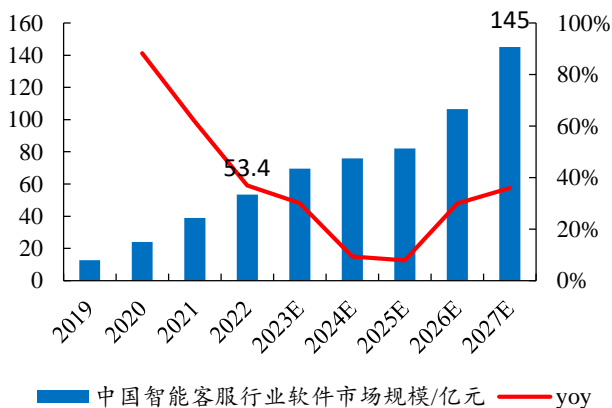
图41：约 50% 左右消费者认为 AIGC 技术的进步将促进虚拟人、直播电商发展



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

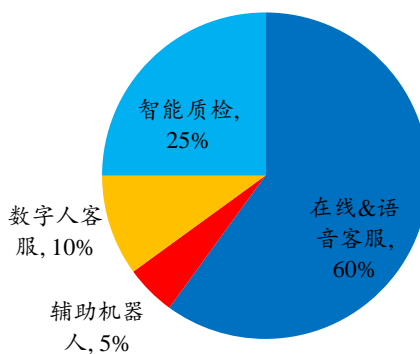
智能电商客服是 AI+ 电商应用落地的一大代表性场景，将随着 AI 技术迭代而不断进化。中国的智能客服行业软件部分包括 SaaS 服务和定制化解决方案中的软件 AI 算法部分，2022 年中国智能客服行业软件市场规模为 53.4 亿元，预计 2027 年将达到 145 亿元。AI 大模型的出现为智能客服行业带来了较大的创新潜力，大模型赋能下，电商客服能够实现更精准、更智能个性化的客户交互，市场规模有望持续增长。

图42：2022 年中国智能客服软件市场为 53.4 亿元



数据来源：沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

图43：智能客服市场包含 4 类细分赛道



数据来源：沙利文、头豹研究院、开源证券研究所

为了应对 AI 发展趋势，除客服领域并购“水手客服”外，公司还顺应虚拟人行业发展，推出能制作虚拟场景和虚拟人物的软件萤火虫动映，可针对电商营销、直播带货等场景的内容制作提供工具支持。

图44: 萤火虫动画可生成虚拟场景与人物


资料来源: Firefly Studio 官网

图45: 可实现场景管理、3D模型管理、live2D等功能


资料来源: Firefly Studio 官网

4、盈利预测与投资建议

电商 SaaS 行业细分垂直类目较多。目前, 受限于研发资金、人才投入和技术门槛等因素, 以及电商商家对细分类目专业化的需求持续上升, 大部分电商 SaaS 企业选择深耕单一或少数细分垂直领域, 以形成差异化的竞争优势。公司与同行业可比公司均在订单管理类目上线了电商 SaaS 软件, 同时公司在营销管理类目了上线了美折软件, 而同行业可比公司未在营销管理类目进行产品布局, 在行业中具备一定的竞争优势。

表11: 可比公司业务主要是订单管理、商品管理, 而美登布局营销管理等差异产品

服务市场类目	光云科技 (688365.SH)	爱用科技 (8386858.NQ)
营销管理	/	/
订单管理	快递助手、旺店交易	爱用交易
商品管理	超级店长、旺店商品	爱用商品

资料来源: 公司招股书, 开源证券研究所

公司深耕于营销、订单管理类目, 业务规模较可比公司小但成长性较好。受益于行业需求的持续增长, 2019年-2021年, 公司及可比公司的业务规模普遍呈现增长态势。在电商 SaaS 软件领域, 光云科技的营收规模较大, 2021年营收达 4.12 亿元, 高于公司与爱用科技, 但公司凭借着丰富的用户积累, 经营规模高于爱用科技。

表12: 公司业务规模较可比同行业公司小, 但成长性好 (万元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023H1
主营业务收入					
光云科技 (688365.SH)	46,464.51	50,997.03	54,526.69	49,396.15	23,342.79
爱用科技 (8386858.NQ)	5,714.38	7,844.89	7,852.91	7,283.03	3,863.06
公司 (838227.NQ)	6,755.60	9,234.71	11,593.17	11,311.52	5,370.40
电商 SaaS 软件业务收入					
光云科技 (688365.SH)	31,999.76	35,804.53	41,186.97	40,596.39	20,045.77
爱用科技 (8386858.NQ)	5,048.51	6,521.82	6,976.01	7,044.66	3,673.45
公司 (838227.NQ)	6,375.92	8,715.37	10,934.95	10,578.43	5,139.00

数据来源: 公司招股书、Wind、开源证券研究所

公司的产品布局与同行业公司可比公司形成错位竞争。凭借在 SaaS 领域多年的技术与产品开发经验, 公司美折软件在营销管理类目获得了突出的市场地位; 订单管理类目下, 公司与同行业公司可比公司的产品均具有良好的商家用户基础, 在服务市场

的排名均较为靠前；商品管理类目方面，公司未与同行业可比公司形成竞争关系，在核心技术赋予产品良好的功能与交互水平下，公司的主要产品在营销管理与订单管理类目均取得较好的排名，因此公司具有较强的市场竞争力。

表13：公司的产品布局与同行业可比公司形成错位竞争

关键指标		核心产品销量		光云科技		爱用科技	
核心产品 2022 年 9 月末阿里巴巴服务市场付费用户数	营销管理	24.2 万 (美折)	/	/	/		
	订单管理	17.3 万 (我打)	36.5 万 (快递助手) 9.99 万 (旺店交易)	36.1 万 (爱用交易)			
	商品管理	/	23.3 万 (超级店长) 1.03 万 (旺店商品)	6.8 万 (爱用商品)			
核心商品 2022 年 9 月末阿里巴巴服务市场同类目产品付费用户数排名	营销管理	第 1 名 (美折)	/	/	/		
	订单管理	第 5 名 (我打)	第 1 名 (快递助手) 第 8 名 (旺店交易)	第 2 名 (爱用交易)			
	商品管理	/	第 1 名 (超级店长) 第 4 名 (旺店商品)	第 2 名 (爱用商品)			

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

可比公司选择上，光云科技涉及订单管理、商品管理领域的 SaaS 软件服务，应用场景与公司接近；微盟集团通过 SaaS 产品向中小商户提供精准营销服务；值得买通过运营内容类导购平台为电商、品牌商等提供信息推广服务、互联网效果营销平台服务；金山办公是向个人及机构提供软件订阅业务模式的领军者，且在业内率先应用 AI 技术；蓝色光标是领先的营销服务厂商，推出蓝标智播、分身有术两款 SaaS 产品，突破 AI+营销赛道；拉卡拉是商业支付服务龙头，推进云掌柜供应链服务和云当家数字化门店 SAAS 服务等产品。

美登成立于 2013 年，持续发展营销、管理、直播类电商 SaaS 产品，面向社交电商持续开拓新品，并有望受益 AI 技术趋势，未来将打造平台化产品布局。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.51/0.60/0.72 亿元，对应 EPS 分别为 1.30/1.54/1.84 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 16.9/14.3/11.9 倍，可比公司 PE 2024E 均值为 43.0X，PS 2024E 均值为 7.4X，看好公司光圈智播等新品带来增量，给予“增持”评级。

表14：可比公司 PE 2024E 为 43.0X，PS 2024E 为 7.4X

公司名称	代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	PS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
微盟集团	02013.HK	1.67	48.84	1.8	1.6	1.4	-83.5	33.4	13.9
值得买	300785.SZ	22.07	43.9	2.4	2.0	1.7	36.2	29.0	23.5
金山办公	688111.SH	292.50	1,350.8	23.7	18.1	13.3	81.7	65.0	49.2
蓝色光标	300058.SZ	6.11	152.0	0.2	0.2	0.2	40.7	29.1	23.5
拉卡拉	300773.SZ	14.00	112.0	1.6	1.4	1.2	13.5	10.4	8.8
均值			341.5	7.4	5.8	4.4	43.0	33.4	23.8
美登科技	838227.BJ	21.99	8.6	6.3	5.3	4.5	16.9	14.3	11.9

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：1)数据截至 20240513；可比公司微盟集团和蓝色光标盈利预测来自于 Wind 一致预期、值得买、金山办公和拉卡拉盈利预测来自于开源证券研究所预测；2)PE 均值计算剔除了负值；PS 均值计算剔除了当下主营模式有较大差异的蓝色光标。

5、风险提示

行业需求不及预期、新业务开拓受阻、客户合作风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	300	302	353	400	462
现金	195	145	245	272	324
应收票据及应收账款	7	7	10	10	14
其他应收款	0	1	0	2	1
预付账款	4	5	6	7	8
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	93	144	92	109	115
非流动资产	121	130	127	125	122
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	36	36	34	33	31
无形资产	11	16	17	17	15
其他非流动资产	74	78	76	75	76
资产总计	421	432	480	526	585
流动负债	16	21	18	17	21
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	0	2	0	1	0
其他流动负债	15	19	18	16	21
非流动负债	0	1	0	0	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	0	0	1
负债合计	16	22	19	17	22
少数股东权益	0	2	2	2	2
股本	39	39	39	39	39
资本公积	226	226	226	226	226
留存收益	140	144	179	220	273
归属母公司股东权益	405	408	459	506	560
负债和股东权益	421	432	480	526	585

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	43	47	47	55	71
净利润	42	42	50	60	72
折旧摊销	4	4	5	6	5
财务费用	-0	-2	-2	-3	-3
投资损失	-1	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-3	5	-5	-4	1
其他经营现金流	1	0	1	-0	-1
投资活动现金流	-50	-56	52	-18	-5
资本支出	0	2	4	4	2
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-50	-54	56	-14	-3
筹资活动现金流	67	59	1	-10	-14
短期借款	-10	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	8	0	0	0	0
资本公积增加	168	0	0	0	0
其他筹资现金流	-99	59	1	-10	-14
现金净增加额	60	50	100	27	52

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	113	114	137	162	191
营业成本	35	34	42	51	61
营业税金及附加	1	1	1	1	1
营业费用	2	3	4	4	5
管理费用	11	13	14	17	19
研发费用	20	25	28	32	35
财务费用	-0	-2	-2	-3	-3
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	1	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	3	3	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	46	43	54	64	77
营业外收入	0	4	1	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	46	46	55	66	79
所得税	4	4	5	6	7
净利润	42	42	50	60	72
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	42	42	51	60	72
EBITDA	47	48	57	67	80
EPS(元)	1.08	1.09	1.30	1.54	1.84

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-4.8	0.9	20.3	18.3	17.8
营业利润(%)	-15.5	-7.0	26.1	18.2	19.3
归属于母公司净利润(%)	-13.4	1.4	19.0	18.5	19.7
获利能力					
毛利率(%)	69.4	70.4	69.7	68.7	68.0
净利率(%)	37.0	37.2	36.8	36.9	37.5
ROE(%)	10.3	10.3	10.9	11.8	12.7
ROIC(%)	9.7	9.9	10.4	11.1	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	3.8	5.0	3.9	3.3	3.8
净负债比率(%)	-48.0	-35.1	-53.2	-53.5	-57.7
流动比率	18.9	14.7	19.4	23.6	21.6
速动比率	18.4	14.4	19.1	23.1	21.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	15.3	15.8	15.6	15.6	15.6
应付账款周转率	139.9	30.0	46.3	80.0	90.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.08	1.09	1.30	1.54	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.20	1.21	1.41	1.82
每股净资产(最新摊薄)	10.40	10.49	11.79	12.99	14.39
估值比率					
P/E	20.4	20.2	16.9	14.3	11.9
P/B	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.1	11.8	9.1	7.1	5.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn