

美登科技 (838227)

电商 SaaS 提供商，商业模式创新促成长

买入 (首次)

2024 年 08 月 20 日

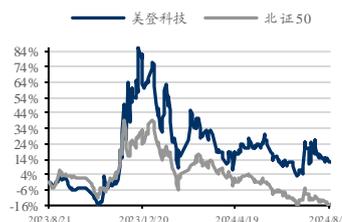
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	113.12	114.14	152.10	165.60	174.60
同比	(4.80)	0.90	33.26	8.88	5.43
归母净利润 (百万元)	41.90	42.48	42.51	48.48	50.71
同比	(13.36)	1.38	0.07	14.05	4.61
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.08	1.09	1.09	1.24	1.30
P/E (现价&最新摊薄)	18.17	17.92	17.91	15.70	15.01

投资要点

- 电子商务信息技术服务提供商:** 公司是一家面向电商平台商家的多业务 SaaS 软件服务提供商, 主要产品包括营销管理软件“美折促销”和订单管理软件“我打打单发货”等。公司产品在行业中处于领先地位, 于各大电商平台同类目软件使用人数排名中均高居前五。与同行业公司相比, 公司毛利率和净利率都较高, 且表现稳健。公司平稳度过疫情, 盈利能力稳居高位, 根据公司 2023 年年报, 2023 年公司营收为 1.14 亿元, 同比+0.9%, 归母净利润为 0.42 亿元, 同比+1.4%。
- 电子商务行业蓬勃发展, 推动电商 SaaS 市场规模不断扩大:** 根据艾融咨询, 2016-2023 年中国网上零售额从 5.16 万亿元增长至 15.42 万亿元。随着电商平台的发展和进步, 中国居民消费习惯逐渐转移到线上, 电商渗透率提升, 从而推动了电商 SaaS 配套服务业的发展。从 2015 年中国 SaaS 行业市场规模 55.3 亿元到 2023 年高达 555.1 亿元, 翻了十倍, 年增长率居 25% 以上, 预计 2027 年将超过 1500 亿元。
- 电商 SaaS 行业十年深耕, 直播、分销领域创新引领发展:**
  - 在电商 SaaS 软件领域经验丰富。** 自 2013 年起从事电商 SaaS 软件开发及销售以来已积累十年经验, 旗下产品多次被阿里巴巴商家服务市场评为“淘拍档”, 在行业内具有良好的口碑和品牌效应。
  - 在多领域内尝试转型创新, 多产品名列前茅。** 针对直播带货电商形式, 推出直播场控工具“光圈智播”, 赋能直播间中控智能化, 有效节省人力成本, 提升 GMV; 面对电商交易量增长、缺少货源的问题, 研发选品供货软件“多宝分销”。公司产品在各大电商平台 SaaS 软件排名中均名列前茅。
  - 并购电商客服公司, 发力新渠道。** 公司收购的“水手客服”进一步丰富了电商服务的场景, 提供售前售后一站式服务。拓展电商客服新渠道, 将逐步与“我打 ERP”等针对产业链全渠道经营的产品一起, 构建出面向后台的产品矩阵, 创造新的增长点。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计美登科技 2024-2026 年营业收入达到 1.52/1.66/1.75 亿元, 同比增速分别为 33.3%/8.9%/5.4%; 预计归母净利润分别为 0.43/0.48/0.51 亿元, EPS 分别为 1.09/1.24/1.30 元。按 2024 年 8 月 20 日收盘价, 对应 2024-2026 年 PE 分别为 17.91/15.70/15.01 倍。公司 PE 较可比公司明显偏低, 随着公司“多宝分销”、“直播光圈”产品业务量持续放量, 新增的“水手客服”整合完善, 公司将迎来新的增长空间, 估值有望抬升, 基于此, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 电商平台依赖风险、产品结构相对单一的风险、研发失败风险、商誉和无形资产减值风险。

**证券分析师 朱洁羽**  
 执业证书: S0600520090004  
 zhujiayu@dwzq.com.cn  
**证券分析师 易申申**  
 执业证书: S0600522100003  
 yishsh@dwzq.com.cn  
**证券分析师 余慧勇**  
 执业证书: S0600524080003  
 yuhy@dwzq.com.cn  
**研究助理 钱尧天**  
 执业证书: S0600122120031  
 qianyt@dwzq.com.cn  
**研究助理 薛路熹**  
 执业证书: S0600123070027  
 xuelx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.55
一年最低/最高价	15.19/35.49
市净率(倍)	1.82
流通 A 股市值(百万元)	414.46
总市值(百万元)	761.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.75
资产负债率(% ,LF)	3.75
总股本(百万股)	38.94
流通 A 股(百万股)	21.20

相关研究

## 内容目录

<b>1. 美登科技：电子商务信息技术服务提供商</b> .....	<b>4</b>
1.1. 基于 SaaS 的电商平台多业务战略合作伙伴.....	4
1.2. 公司平稳度过疫情，盈利能力稳居高位.....	5
<b>2. 电子商务行业蓬勃发展，推动电商 SaaS 市场规模不断扩大</b> .....	<b>8</b>
<b>3. 十年深耕电商 SaaS 行业，直播、分销领域创新引领发展</b> .....	<b>10</b>
3.1. 在电商 SaaS 软件领域经验丰富.....	10
3.2. 在多领域内尝试转型创新，多产品名列前茅.....	11
3.3. 并购电商客服公司，发力新渠道.....	12
<b>4. 盈利预测与评级</b> .....	<b>14</b>
4.1. 盈利预测.....	14
4.2. 估值与评级.....	15
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图 1:	公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	5
图 2:	公司 2020-2023 营收及同比增速	5
图 3:	公司 2020-2023 归母净利润及同比增速	5
图 4:	公司 2023 年各业务营收占比	6
图 5:	公司 2023 年各业务毛利占比	6
图 6:	公司 2020-2024 Q1 销售毛利率及净利率	6
图 7:	美登科技及可比公司 2021-2024Q1 毛利率	7
图 8:	美登科技及可比公司 2021-2024Q1 净利率	7
图 9:	公司 2020-2024Q1 期间费用率及构成	7
图 10:	中国电子商务交易额及网上零售额增长	8
图 11:	中国 SaaS 行业市场规模及预测	9
图 12:	“美折”产品	10
图 13:	“我打”产品	10
图 14:	“光圈智播”产品	12
图 15:	“多宝分销”产品	12
图 16:	“水手客服”产品	13
图 17:	“我打 ERP”产品	13
表 1:	公司销售模式	4
表 2:	公司主要产品在各电商平台的同类目软件排名 (截至 2022 年 9 月 30 日)	12
表 3:	公司未来盈利预测拆分	14
表 4:	可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 20 日)	15

## 1. 美登科技：电子商务信息技术服务提供商

### 1.1. 基于 SaaS 的电商平台多业务战略合作伙伴

杭州美登科技股份有限公司成立于 2013 年，是一家业内领先的电子商务信息技术服务企业，主营业务为电子商务服务软件的研发、销售和运营，于 2022 年 12 月 28 日在北京证券交易所上市。公司立足于互联网高速发展，同时依托于电子商务，面向淘宝集市和天猫商家等电商平台商家提供营销服务，为商家提供高效、易用的在线营销服务软件，通过数据驱动理性营销，帮助商家节省成本、创造更多价值。

SaaS 软件即服务是指通过网络为用户提供各类软件服务，其本质是软件应用交付方式的一种变革。公司是国内较早从事电商 SaaS 软件开发及销售的服务商之一，主营业务为基于电商平台为电商商家提供 SaaS 软件与短信等增值服务，帮助电商商家实现精细化运营管理，降低运营成本、提升经营效率。目前公司全面布局淘宝、天猫、1688、拼多多、京东、快手、抖音等各大电商平台，在行业内具有良好的口碑和品牌效应。主力产品“美折促销”（以下简称“美折”）和“我打打单发货”（以下简称“我打”）均为电商商家管理服务软件，已累计服务超千万商家，曾被评为阿里巴巴商家服务市场“淘拍档”、京东服务市场“京卓越合作伙伴”、1688 服务市场年度精品工具等。

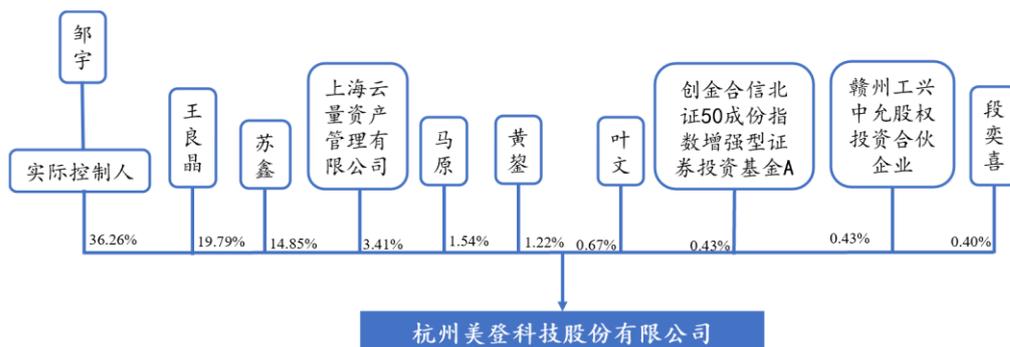
表1: 公司销售模式

销售模式	主要内容
电商 SaaS 软件	公司主要通过各电商平台的服务市场（如阿里巴巴旗下商家服务市场（fuwu.taobao.com）、京东京麦服务市场（fw.jd.com）、抖店服务市场（fuwu.jinritemai.com）等）线上销售软件产品，电商商家根据自身的需求，向公司订购所需的电商 SaaS 软件，按订购的服务类型和周期向电商服务市场支付费用，获得公司提供的电商 SaaS 软件及服务。电商平台的服务市场代为收取电商商家支付的软件款项，扣抵技术服务费后与公司定期结算。
短信服务	短信服务主要内嵌于公司电商 SaaS 软件中，采用先充值后消费的收费模式，电商商家通过软件的内购链接预充值购买短信服务，获得相应数量的短信，公司在电商商家实际使用短信服务时进行结算。
电商客服外包服务	通过抖店服务市场线上及线下多种方式销售电商客服外包服务，电商商家主要购买包月套餐，套餐内包含固定数量的客服会话，如果实际产生的客服会话数超过套餐包含的数量，则超量部分按实际使用数量计费。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司股权结构集中且稳定。公司控股股东、实际控制人为邹宇，截至 2024 年 3 月 31 日，实控人通过直接、间接合计持有公司 36.26% 股权。

图1: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

## 1.2. 公司平稳度过疫情, 盈利能力稳居高位

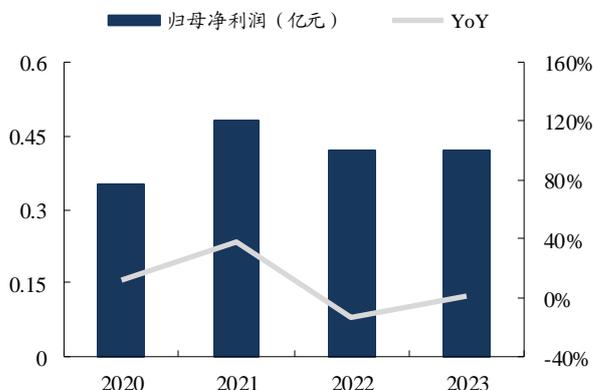
根据 iFind, 2020 年至 2023 年期间, 公司营收和净利润稳中有升, 营收 CAGR 为 6.3%, 净利润 CAGR 为 6.3%。2023 年, 公司营收为 1.14 亿元, 同比+0.9%, 归母净利润为 0.42 亿元, 同比+1.4%。2024 年前三季度公司实现营业收入 0.35 亿元, 同比+34.3%; 归母净利润为 0.10 亿元, 同比+5.13%。

图2: 公司 2020-2023 营收及同比增速



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

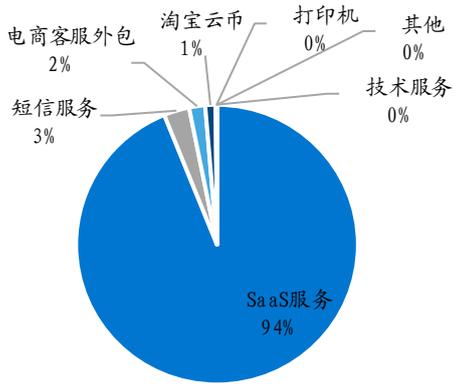
图3: 公司 2020-2023 归母净利润及同比增速



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

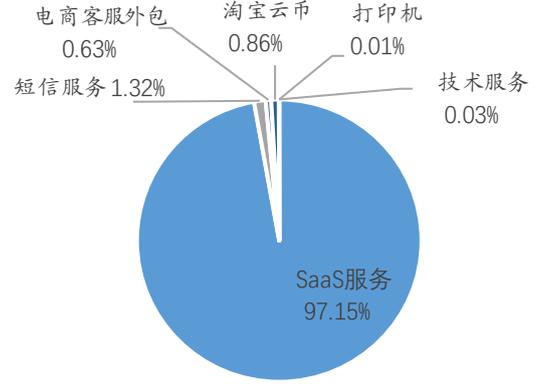
根据 iFind, 分板块来看, 2023 年, 公司营收主要来自 SaaS 服务, 营收达 0.29 亿, 占比超 84%, 毛利占比达 97%。公司其他产品营收与毛利占比较低。

图4: 公司 2023 年各业务营收占比



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

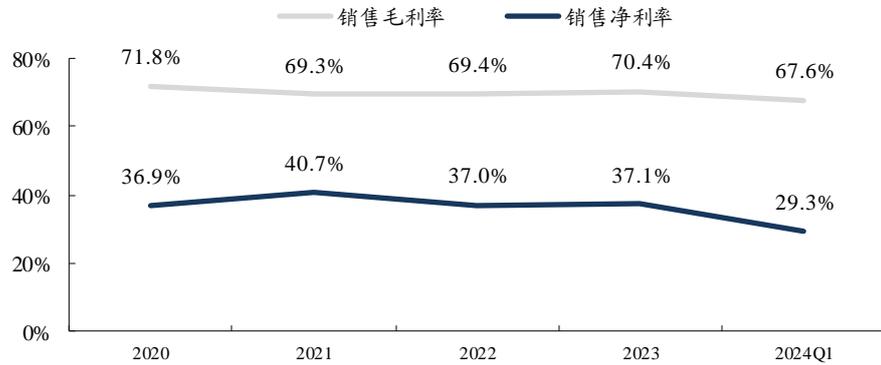
图5: 公司 2023 年各业务毛利占比



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

根据 iFind, 盈利能力方面, 2020 年至 2023 期间, 公司销售毛利率和销售净利率常年分别稳定在 70%和 40%上下的较高水平。2024 年一季度, 公司毛利率与净利率均略有下滑, 分别为 67.6%和 29.3%, 净利率下滑更为显著。

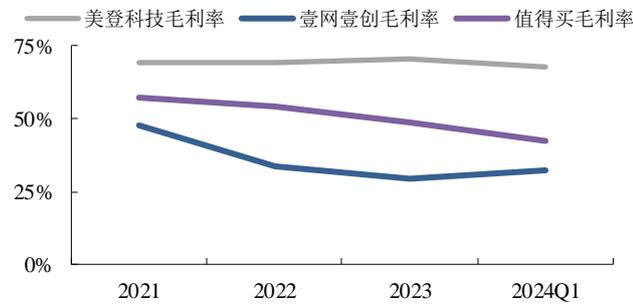
图6: 公司 2020-2024 Q1 销售毛利率及净利率



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

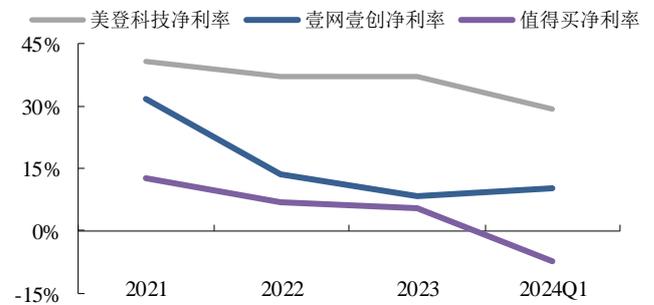
与相似业务的两家上市公司进行利润率的对比，公司盈利能力表现较强。如图 7、图 8 可以看出，2021 年至 2024 年 Q1 期间，公司毛利率和净利率均更为稳定，且显著高于行业内体量更大的公司。

图7: 美登科技及可比公司 2021-2024Q1 毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

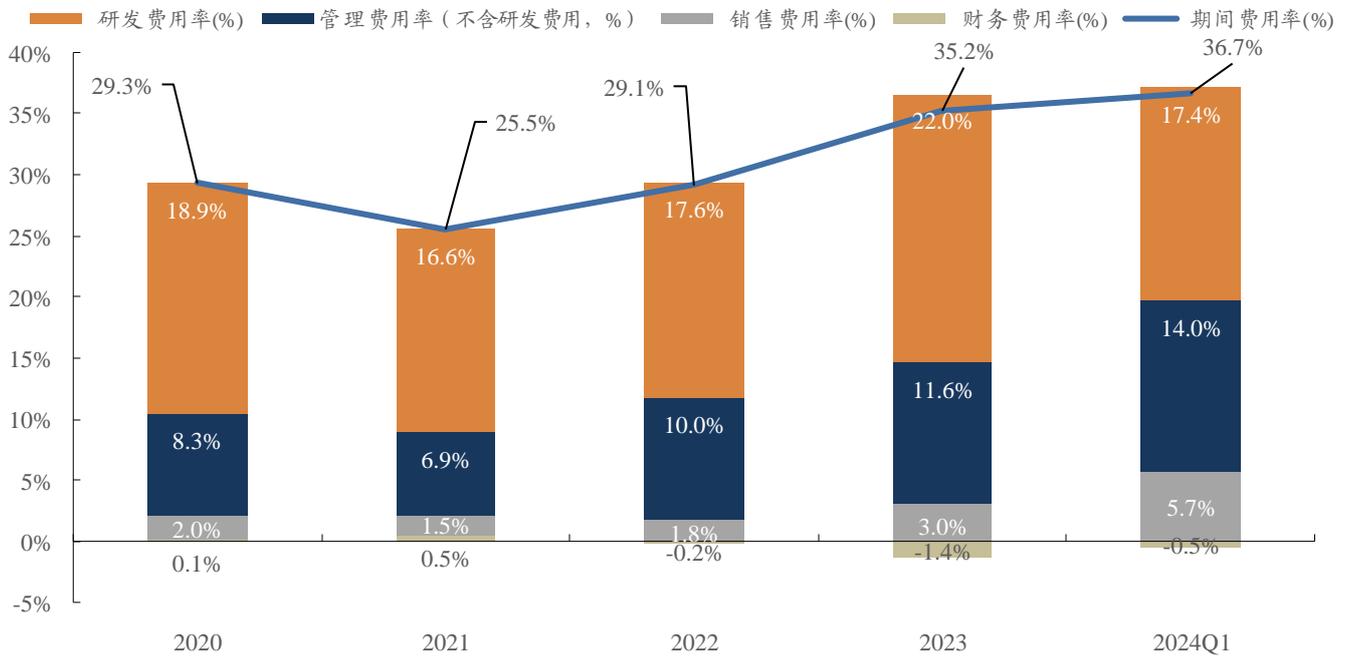
图8: 美登科技及可比公司 2021-2024Q1 净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

根据 Wind, 2020 年-2024 年 Q1, 公司期间费用率有所上扬, 2024 年一季度已达 36.7%。追溯公司费用率历史我们发现, 自 2020 年起, 公司研发费用率与财务费用率基本持稳, 管理费用率和销售费用率对期间费用率提升的影响更为显著。

图9: 公司 2020-2024Q1 期间费用率及构成



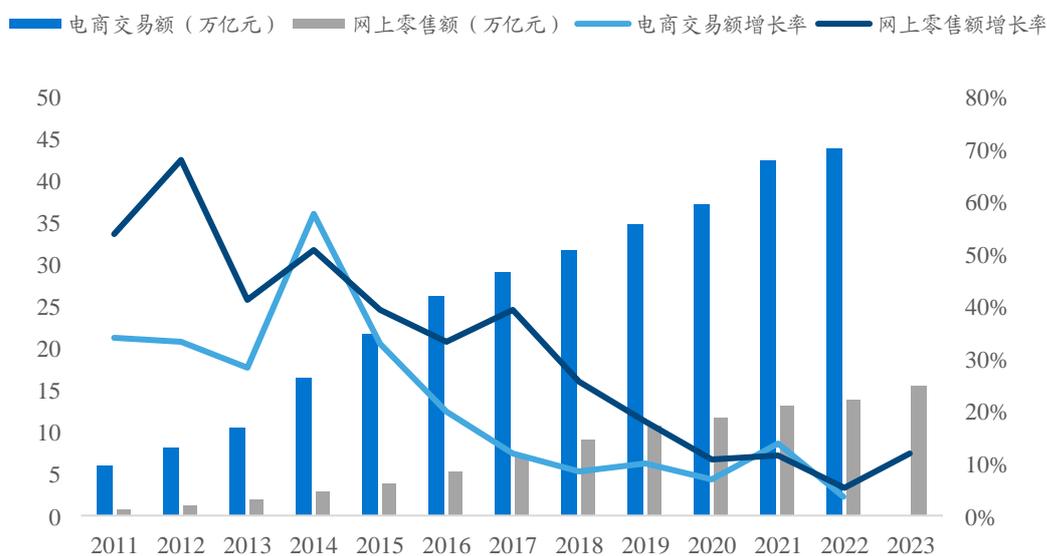
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 电子商务行业蓬勃发展，推动电商 SaaS 市场规模不断扩大

得益于信息技术的成熟，我国电子商务行业快速发展，电商商家的业务与操作流程逐步向复杂化及多样化的方向发展，商家对运营管理效率提升的需求迫切，为电商 SaaS 行业的发展提供了市场基础。随着电商行业和大数据、云计算技术的成熟，交易的各个环节呈现多元化发展，从交易前端营销活动向直播、短视频等方式拓展，到后端订单管理的多场景化支撑提效，电商 SaaS 行业覆盖的电子商务业务范围流程快速扩大。

根据艾融咨询，2022 年中国网上零售额为 13.79 万亿元，同比增长率为 3.6%，2023 年中国网上零售额为 15.42 万亿元，同比增长率为 11.8%。随着电商平台的发展和进步，互联网成为中国居民主要的购物渠道，消费习惯逐渐转移到线上，提升了电商渗透率，从而推动了电商 SaaS 这一电商配套服务业的发展。

图10：中国电子商务交易额及网上零售额增长



数据来源：艾融咨询，东吴证券研究所

随着电商商家对 SaaS 软件的接受度和认可度逐步提升，电商通过平台采购 SaaS 服务的模式已经成熟，推动了电商 SaaS 行业市场空间和用户基础的快速扩展。用户数量的增加催生了更多细分领域的软件需求，吸引了更多技术企业加入电商 SaaS 行业，为下游商家提供更专业化的服务，形成良性循环。电商种类多样化、需求个性化、商家数量增加、付费意愿增强以及新型电商交易模式的出现，促进了我国电商 SaaS 软件服务商的快速发展。

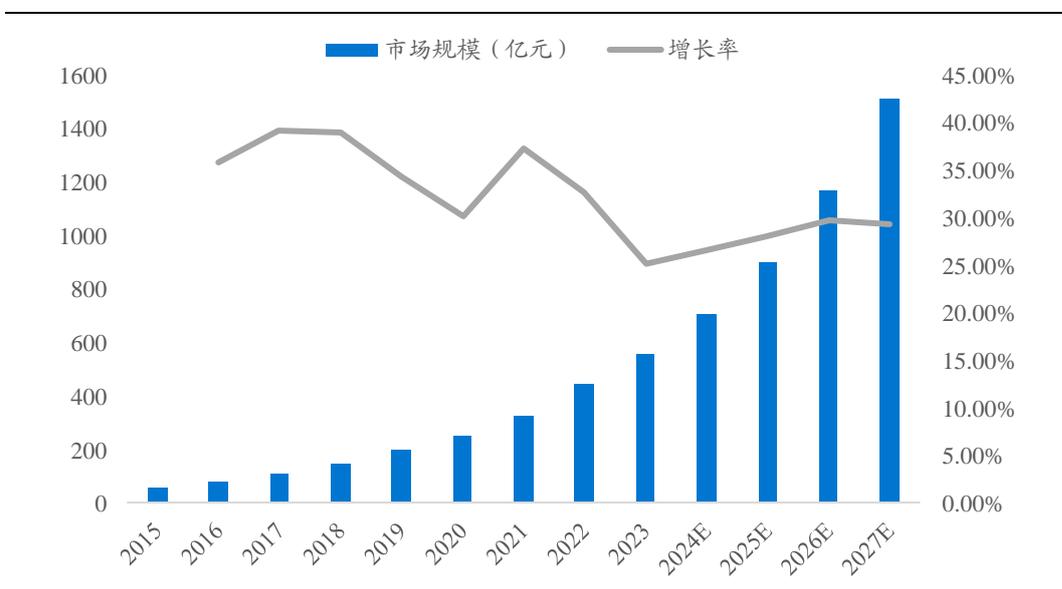
大数据和云计算技术的高速发展使下游应用日益成熟，电商商家对数据的需求出现爆发性增长。各大电商平台实施数据开放战略，日均数据调取频次不断增加。在商家经营决策、系统建设、无线和 SNS 布局等方面，运营服务商高度依赖数据提升服务效率。云计算服务的普及使电商 SaaS 企业通过调用更多增值数据，扩大服务范围，提升服务

效率。未来，数据运用将极大改变电商平台和电商 SaaS 企业的运营方式，成为电子商务应用和服务的关键生产要素。

大数据、人工智能等技术在下游市场的应用日趋成熟也使得短视频、直播带货、社区团购等新电商模式快速兴起，电子商务营销技术和模式更加多元化。电商商家借助大数据实现精准营销，数字化营销渗透到电子商务领域的多个应用场景，加速品牌和产品势能传播，推动线上线下全面的业务模式创新。电商 SaaS 企业凭借技术优势，构建多元化功能和服务模式，助力电商商家加速数字化升级。

根据艾融咨询，2023 年中国 SaaS 行业市场规模达 555.1 亿元，预计 2027 年将超过 1500 亿元。受社会环境的影响，SaaS 的应用将更加广泛。随着企业的商业模式不断变化，SaaS 企业的业务体系呈现多元化，推动着 SaaS 行业的市场规模不断扩大。

图 11: 中国 SaaS 行业市场规模及预测



数据来源：艾融咨询，东吴证券研究所

### 3. 十年深耕电商 SaaS 行业，直播、分销领域创新引领发展

#### 3.1. 在电商 SaaS 软件领域经验丰富

美登科技股份有限公司自 2013 年起从事电商 SaaS 软件开发及销售，迄今为止已积累了十年电商行业经验，覆盖电商运营全方位业务场景。作为较早进入电商服务市场的电商 SaaS 企业之一，公司在电商商家中率先形成了一定的客户基础及行业认可度。公司自成立以来，以阿里巴巴商家服务市场作为 SaaS 业务开展的起始点，逐步向多类型电商平台渗透，形成了以阿里巴巴商家服务市场为主，多平台全面发展的 SaaS 产品线格局。电商商家在使用公司产品过程中形成了较强的产品交互惯性，同时公司也积累了大量商家用户的操作数据，能及时对用户的需求进行分析并对产品交互界面、功能进行持续优化升级，因此电商商家替换产品的使用成本较高，形成了较强的用户黏性。公司作为行业中的先发企业逐渐形成较强的市场与产品壁垒，并基于持续的技术研发、需求探索与用户规模的共同作用，形成良好的正循环发展局面。

公司为满足电商商家的营销管理和订单管理的需求，推出的主要产品及服务包括：以“美折”、“我打”为核心的电商 SaaS 软件，及在此基础上内嵌的短信增值服务。

- 1) “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。
- 2) “我打”是一款为电商商家开发设计的订单管理软件，提供订单筛单、快递单发货单打印、订单发货、售后管理等功能，满足电商商家快速、批量的订单处理需求，提升订单处理效率。
- 3) 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 12: “美折”产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 13: “我打”产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司旗下产品多次被阿里巴巴商家服务市场评为“淘拍档”，在行业内具有良好的口碑和品牌效应，在电商 SaaS 行业中处于领先地位。根据公司招股书，按客户数量（付费用户数量）统计，公司“美折”产品在阿里巴巴商家服务所属功能类目下处于领先地位，“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。根据线下调研，就产品总体用户数而言，“我打”、“美折”分别高居 50 万、30 万左右。随着商家在多平台开设店铺的趋势逐渐流行，单用户人均账号上升，也进一步推动 SaaS 软件总用户数上涨，预示着多平台用户进一步增长的空间。

### 3.2. 在多领域内尝试转型创新，多产品名列前茅

近年来，随着抖音平台直播带货模式的电商的迅速发展，电子商务产业生态发生变化，以淘宝为代表的传统网络电商平台逐渐显现出其局限性，公司推陈出新，转向了提供直播管理和供应链分销解决方案。

首先，针对近年来直播带货的新兴营销方式，公司适应潮流，推出直播带货管理工具“光圈智播”软件，赋能直播间中控智能化，有效节省人力成本，提升 GMV（Gross Merchandise Volume，商品交易总额）。该产品明星功能有：商品自动弹窗、自动发评/回评、自动发欢迎语/感谢语、自动发附带/优惠券/中控台一键改价/改库存等等……“光圈智播”1.0 上线后得到了商家伙伴的一致好评，同时对自动化能力及使用体验提出了更高的期望和要求；在自动化能力上期望可以扩展到更多维度，覆盖直播中绝大多数场景完成人工 90% 的量；在使用体验上期望可以不受载体形式影响，可以做到自动更新随拿随用。为了在以上两个方向进行迭代完善，2023 年公司完成了“光圈智播”2.0 的开发，该版本完成了自动发评、自动回评、AI 评论分析筛选、评论分析统计等评论自动化能力；同时完成了直播视频实时录制、切片剪辑等直播数据备份再领用能力，为用户稳定使用提供保障，在保持原有业务的发展的基础上，加强了“光圈智播”的用户黏性。

其次，面对抖音平台上电商交易量增长、分销交易缺少货源的问题，公司正在研发选品供货软件，对电商源头货源供应商进行智能评分、筛选，为分销商提供优质的货源以及自动化的分销链路操作，帮助分销商将精力更专注于推广和销售。通过该产品，公司不仅能够帮助抖音商家实现了供货商货品的履约保证，还可以利用之前在营销数据方面积累的经验，为商家精选商品、推荐数据。此前上线的“多宝分销”软件，与单一供货平台合作，已成功验证了该链路的可行性。“多宝分销”1.0 的开发，实现了分销铺货、一键采购下单、订单管理。从而，分销商可以更加专注于推广和销售工作，减少了运营成本 and 风险，同时也提升了分销商的收益和竞争力。该产品利用公司核心竞争力，包括在电商 SaaS 行业多年积累的口碑以及订单处理和营销管理的丰富经验，拓宽了公司产品领域，实现新的收入增长点。此外，公司正在和抖音协商收费模式转型，从原先基于时间的收费模式尝试转向基于订单量的新收费模式，以期在未来取得更好的盈利，我们将重点关注公司 2024 年下半年的市场反响。

图14: “光圈智播”产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图15: “多宝分销”产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司产品相较于同类竞对均有着不凡的表现, 在各大电商平台 SaaS 软件排名中均名列前茅。根据公司招股书, 按客户数量(付费用户数量)统计, 公司“美折”产品在阿里巴巴商家服务所属功能类目下处于领先地位, “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, 具体情况如表 2 所示。此外, “光圈智播”在抖音平台直播场控工具类目中排名第一, 仅有两到三家竞争对手。

表2: 公司主要产品在各电商平台的同类目软件排名(截至 2022 年 9 月 30 日)

产品	电商平台	功能类目	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
我打	淘宝/天猫	订单管理	151	5
我打	拼多多	订单管理-打单	158	3
我打	1688	订单管理	115	3
我打	京东	订单管理	107	5
我打	抖音	交易管理	172	3
我打	快手	店铺管理-打单发货	110	1

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

### 3.3. 并购电商客服公司, 发力新渠道

为了进一步拓展业务渠道, 迎合市场需求, 为电商商家提供客服解决方案, 公司于 2023 年 10 月收购了成都西阿爱木网络科技有限公司, 该公司的产品是“水手客服”。公司公告显示, 本次收购金额为 560 万元, 获得了该公司 70% 的股权。被收购公司之前盈利状况良好, 年收入约为 2000 万, 但测算毛利率较低(20%), 预计实际毛利率为 40%+。收购后短期内能够提高公司收入, 对利润并无显著影响。预计 2024 年收入能够达到 3000 万, 毛利率为 40% 以上。

“水手客服”产品在各大电商品台提供售前售后一站式服务, 帮助商家显著提高客

服专业度。以抖音平台为例，“水手客服”是提供全套客服解决方案的专业抖店客服外包，包括临时客服外包、售前客服外包、售后客服外包等多种服务，具有多年服务经验，能够实时监控客服外包数据，拥有自主研发的工单系统，接待提效 30% 以上。此外，在快手、拼多多、淘宝天猫、京东、小红书、视频号等各电商平台均有分布。自成立以来，“水手客服”始终秉承“极致服务，极致效率”的理念，以技术驱动服务，不断加大研发投入，开发了适合电商商家的标准化服务流程、工单系统、客服系统等，不断迭代提高客服人效和客户合作体验。该产品与公司原有业务存在较为显著的协同效应。在客户方面，公司旗下各类产品的用户和“水手客服”的用户都是电商商家，客户资源具备一定的互补性。在能力方面，公司软件研发经验丰富，技术实力较强，“水手客服”在运营、投流、渠道建设等方面经验丰富，收购拓展了各自业务的能力边界，为进一步发展打下了良好的基础。

“水手客服”的引入旨在探索电商行业的固定需求如营销管理和顾客服务，以增强企业的市场竞争力。本次收购为公司进一步丰富了电商服务的场景，使得公司在电商交易链路上的产品布局更加全面。此外，公司还计划对客服外包模式进行优化，提高运营效率。由于客服是商家长期以来始终存在的需求，因此在收购之后，公司计划发挥自身既有研发优势以及多年电商 SaaS 产品经验，针对产品继续二次开发，进一步提升产品效能。我们认为，公司新拓展的电商客服渠道，将逐步与“我打 ERP”等针对产业链全渠道经营的产品一起，构建出面向后台的产品矩阵，创造新的增长点。

图16: “水手客服”产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图17: “我打 ERP”产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 盈利预测

由于公司 2023 年起并购了“水手客服”相关标的，由此新增电商客服外包的收入组成部分，该业务 2024 年起将全面并表，我们预计 2024-2026 年收入分别为 0.28/0.32/0.36 亿元，毛利率都约为 45%。SaaS 服务是公司主业，其中最主要的组成部分为“我打”产品（预计每年保持稳步增长），“美折”产品（由于主要依赖于淘宝，预计未来有一定下滑）和“光圈直播”产品（正处于快速成长期），由此我们预计 SaaS 服务业务 2024-2026 年收入分别为 1.20/1.30/1.35 亿元，毛利率都约为 70%。短信服务、技术服务业务体量较小，我们保守估计未来几年维持在类似的收入及盈利水平。公司的“其他”业务历史上包含房屋租金等，现已无相关收入，我们保守估计不再贡献业绩。

表3: 公司未来盈利预测拆分

收入(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
电商客服外包	2.10	28.00	32.00	36.00
增速	/	1234.0%	14.3%	12.5%
毛利率	23.93%	45.00%	45.00%	45.00%
SaaS 服务	107.17	120.50	130.00	135.00
增速	/	12.4%	7.9%	3.8%
毛利率	72.83%	70.0%	70.0%	70.0%
短信服务	3.34	3.50	3.50	3.50
增速	-32.89%	4.9%	0.0%	0.0%
毛利率	31.76%	30.0%	30.0%	30.0%
技术服务	0.09	0.10	0.10	0.10
增速	8.99%	9.3%	0.0%	0.0%
毛利率	26.09%	26.0%	26.0%	26.0%
其他	0.02	0	0	0
增速	-94.48%	/	/	/
毛利率	-7.59%	/	/	/
<b>总计</b>	<b>114.14</b>	<b>152.10</b>	<b>165.60</b>	<b>174.60</b>
总增速	0.90%	33.3%	8.9%	5.4%
整体毛利率	70.38%	64.50%	64.34%	64.06%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

基于以上假设，我们预计美登科技 2024-2026 年营业收入达到 1.52/1.66/1.75 亿元，同比增速分别为 33.3%/8.9%/5.4%；预计归母净利润分别为 0.43/0.48/0.51 亿元，EPS 分别为 1.09/1.24/1.30 元。

## 4.2. 估值与评级

按2024年8月20日收盘价,美登科技对应2024-2026年PE分别为17.91/15.70/15.01倍。同类公司中,壹网壹创主营业务是为国内外快速消费品品牌企业提供全网各渠道电子商务经销服务和电子商务综合运营服务;值得买主要从事运营内容类导购平台“什么值得买”网站及相应的移动客户端,为电商、品牌商等提供信息推广服务,因此我们选取这两家上市公司作为同业可比公司。横向比较我们发现,公司2024-2026年PE较可比公司均值的25.64/21.24/19.24倍相比明显较低。随着公司“多宝分销”、“直播光圈”产品业务量持续放量,新增的“水手客服”整合完善,公司将迎来新的增长空间,估值有望抬升,基于此,我们首次覆盖,给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值(截至2024年8月20日)

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300792.SZ	壹网壹创	37.13	107.93	153.25	164.09	169.84	34.40	24.23	22.63	21.86
300785.SZ	值得买	31.20	74.78	115.35	157.23	187.85	41.72	27.05	19.84	16.61
	可比公司均值:	34.17	91.36	134.30	160.66	178.85	38.06	25.64	21.24	19.24
838227.BJ	美登科技	7.61	42.48	42.51	48.48	50.71	17.92	17.91	15.70	15.01

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 壹网壹创、值得买盈利预测来自Wind一致预期,美登科技盈利预测来自东吴证券

## 5. 风险提示

### 电商平台依赖风险

公司主要产品为电商 SaaS 软件及短信服务，下游客户主要为电商商家，因此公司业务主要通过淘宝/天猫、拼多多等电商平台运营的服务市场开展。该等电商平台集聚了大量电商商家资源，在电商行业中居于相对优势地位；同时，电商平台针对入驻服务市场的服务商企业制定了收益分成规则，并基于平台的开发环境和基础设施部署向服务商企业提供 API、服务器等主要业务资源。若电商平台将电商商家资源向公司的竞争对手倾斜，或者对技术服务费、API、数据同步服务的收费规则作出不利于公司的调整，均可能对公司的业绩产生不利影响。公司的业务结算主要基于电商平台提供的业务数据，由此产生一定的偏差或未来平台结算规则发生重大变化，则可能会对公司结算产生重大影响。

### 产品结构相对单一的风险

公司核心产品主要包括“美折”、“我打”，均为电商商家管理服务软件。根据公司招股书，2023 年，该等产品合计收入占营业收入的比重为 90.21%，公司对上述两款产品依赖较大。相比部分同行业竞争对手，公司产品结构相对单一，后续若上述两款产品面向的市场发生不利变化，或者公司未能根据电商商家的需求变动对该等产品进行相应的功能开发或产品升级，抑或公司未能基于市场需求推出新的产品和丰富产品结构，则可能对公司的生产经营产生不利影响。

### 研发失败风险

公司产品与模块的开发需要经过立项、评审、开发与测试等多个环节，公司研发投入较大。若公司研发的产品无法上线，或产品上线后未获市场认可，将影响公司用户数量和收入的不断增长，对公司经营业绩产生不利影响。此外，若公司的技术研发方向未能满足各电商平台的发展需求，或者公司的产品未能帮助电商商家在电商平台多元化发展中实现多个店铺跨平台的聚合管理，抑或公司的产品未能在与同行业的竞争中保持领先性，则公司可能存在丧失技术领先优势的风险，也有可能对公司的业绩造成不利影响。

### 商誉和无形资产减值风险

根据公司招股书，2020 年 6 月，公司因收购威海领 100% 股权，在合并层面确认了商誉 7,294.71 万元以及无形资产原值 1,724.11 万元；本期公司因收购成都西阿爱木网络科技有限公司，在合并层面确认了无形资产原值 781.59 万元。截至 2023 年底，该等商誉与无形资产的账面价值合计为 8,943.28 万元，占资产总额的比重为 20.68%，占比较高。目前未发现上述资产存在减值迹象。若威海领新未来经营情况未达预期，则可能产生无形资产和商誉减值的风险，进而对公司经营业绩产生不利影响。

## 美登科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>302</b>	<b>367</b>	<b>430</b>	<b>494</b>	<b>营业总收入</b>	<b>114</b>	<b>152</b>	<b>166</b>	<b>175</b>
货币资金及交易性金融资产	288	347	409	471	营业成本(含金融类)	34	54	59	63
经营性应收款项	12	17	18	19	税金及附加	1	1	1	1
存货	0	0	0	0	销售费用	3	6	5	5
合同资产	0	0	0	0	管理费用	13	18	18	19
其他流动资产	2	3	3	3	研发费用	25	33	36	38
<b>非流动资产</b>	<b>130</b>	<b>127</b>	<b>124</b>	<b>122</b>	财务费用	(2)	(4)	(5)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	加其他收益	0	1	1	1
固定资产及使用权资产	37	36	36	35	投资净收益	3	2	2	3
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	16	14	12	10	减值损失	0	0	0	0
商誉	73	73	73	73	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>43</b>	<b>47</b>	<b>53</b>	<b>56</b>
其他非流动资产	3	3	3	3	营业外净收支	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>432</b>	<b>495</b>	<b>555</b>	<b>615</b>	<b>利润总额</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>53</b>	<b>56</b>
<b>流动负债</b>	<b>21</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	减:所得税	4	4	5	5
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>51</b>
经营性应付款项	2	3	3	3	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6	8	8	9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>48</b>	<b>51</b>
其他流动负债	13	19	21	22	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.09	1.09	1.24	1.30
非流动负债	1	51	101	151	EBIT	38	42	49	51
长期借款	0	50	100	150	EBITDA	43	47	52	56
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	70.38	64.50	64.34	64.06
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	37.22	27.95	29.27	29.05
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	0.90	33.26	8.88	5.43
<b>负债合计</b>	<b>22</b>	<b>81</b>	<b>134</b>	<b>186</b>	归母净利润增长率(%)	1.38	0.07	14.05	4.61
归属母公司股东权益	408	411	418	427					
少数股东权益	2	2	2	2					
<b>所有者权益合计</b>	<b>411</b>	<b>413</b>	<b>421</b>	<b>430</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>432</b>	<b>495</b>	<b>555</b>	<b>615</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	47	50	52	58	每股净资产(元)	10.49	10.55	10.75	10.97
投资活动现金流	(56)	(10)	(8)	(9)	最新发行在外股份(百万股)	39	39	39	39
筹资活动现金流	59	9	7	4	ROIC(%)	8.50	8.81	8.99	8.40
现金净增加额	50	50	51	52	ROE-摊薄(%)	10.40	10.34	11.58	11.87
折旧和摊销	5	5	3	5	资产负债率(%)	4.99	16.42	24.15	30.21
资本开支	(2)	(2)	0	(2)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.92	17.91	15.70	15.01
营运资本变动	5	5	1	1	P/B(现价)	1.86	1.85	1.82	1.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>