

2025 年 06 月 03 日

投资评级： 增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
王宇璇
SAC: S1350525050003
wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据		2025 年 05 月 30 日
收盘价（元）	58.93	
一年内最高/最低（元）	75.21/17.50	
总市值（百万元）	2,294.82	
流通市值（百万元）	1,038.56	
总股本（百万股）	38.94	
资产负债率（%）	4.37	
每股净资产（元/股）	10.85	

资料来源：聚源数据

美登科技 (838227.BJ)

——深耕电商 SaaS 软件，差异化产品形成品牌优势，加速 AI 技术商业化

投资要点：

- **优秀 SaaS 软件服务商，2025Q1 归母净利润同比增长 7.4%。**美登科技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。主要产品的功能为满足电商商家的营销管理和订单管理的需求，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。**公司以 SaaS 服务为核心业务，2024 年该业务营收达 1.16 亿元（yoy+8.52%），营收占比 78.80%，毛利率 74.06%。2024 年公司实现营业收入 1.48 亿元（yoy+29.23%）、归母净利润 4178.2 万元（yoy-1.64%）；2025Q1 公司实现营业收入 0.37 亿元（yoy+7.40%）、归母净利润 1106.65 万元（yoy+7.38%）。**
- **国内 SaaS 市场规模增速高，预计 2023 年规模突破千亿元，而竞争格局较为分散。**国内 SaaS 市场仍较为分散，下游应用领域较多，主要包括职能相关的通用型 SaaS 领域（如采购、HRM、CRM、协同办公与远程办公等）以及行业相关的垂直型 SaaS 领域（如电商、物流、教育、服务等）。根据亿渡数据的研究，中国 SaaS 市场实现了快速增长。2022 年中国 SaaS 市场规模为 780.09 亿元，2019-2022 年 CAGR 为 25.24%。预计到 2023 年中国 SaaS 市场规模将同比增长 28.2%至 1,000.12 亿元。其中 2022 年中国零售电商 SaaS 市场规模约为 61.34 亿元，预计 2023 年市场规模将达到 76.51 亿元。随着信息技术的成熟、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迫切需求是电商 SaaS 行业的发展基础。同时电商种类多样化、需求个性化以及电商平台商家数量的增加、付费意愿的加强及各类新型电子商务交易模式的产生，促成了我国电商 SaaS 软件服务商的快速发展。
- **以传统电商 SaaS 产品为基本盘：阿里巴巴商家服务市场为主，核心产品主要包括“美折”和“我打”。**根据公司年报信息，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。“美折”是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，与同行形成差异化竞争，而近年来“美折”收入下滑主要是对货架式业态模式的淘天平台依赖度较高，公司根据客户需求积极解决痛点以保持原有业务的发展。“我打”是一款订单管理软件，无缝对接主流电商平台，为商家提供全链路一体化的订单管理服务，公司自收购威海领新后，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，因此该产品收入呈现快速增长。公司专注于营销管理和订单管理，产品具备较好的用户体验，使用门槛较低，获得了下游电商商家的广泛认可，逐步累积了夯实的基础；同时，公司研发团队经验丰富，形成了较强的技术研发和产品开发优势，促使公司能够较好地把握市场发展趋势，满足客户对产品功能快速迭代的需求、提升客户体验，也为产品的进一步创新奠定了基础。
- **产品矩阵升级：横向拓展直播电商、供应链管理等新兴场景。**兴趣电商生态以抖音、快手、小红书等平台为主，各平台的流量分配规则、内容形式（短视频、直播、图文）及用户行为差异显著。商家需要 SaaS 软件实现统一商品与订单管理、内容智能生成与分发、跨平台数据聚合等功能。公司在直播管理的核心产品“光圈智播”持续优化功能，并计划向主流直播

平台延伸,进一步扩大市场覆盖。同时,结合 AI 技术强化直播间智能场控能力,实现实时数据监控与自动化互动,“光圈智播”取得了用户广泛认可,在抖音服务市场所属功能类目下处于领先地位。另外,2024 年在抖音上线了产品“多宝分销”,并配合平台进行“选品中心”的建设,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。

- **电商客服产品: 并购客服外包业务带动收入增长。**公司 2023 年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”,业务是为电商商家提供客服解决方案。客服外包业务为公司进一步丰富了电商服务的场景,使公司在电商服务领域的布局更加全面。公司看好电商客服的市场,并且认为未来 AI 在电商行业比较好的应用场景是在电商客服场景。2024 年电商客服外包业务实现营收 2714.34 万元,营收占比 18.4%,毛利率 42.5%。
- **2024 年研发支出达 2825 万元,探索 AI 与大数据融合场景下的产品落地应用。**2024 年公司研发支出达 2825 万元,占营业收入 19.15%;截至 2024 年末,公司与 AI 相关的在研项目有“基于生成式 AI 的数智框架”、“AI 客服”等。随着云计算、AI 和大数据技术的深度融合,SaaS 产品正加速向智能化与低成本化方向迭代,通过模块化开发降低用户操作门槛,利用自动化工具提升数据处理效率,并借助机器学习优化业务决策链路,从而构建灵活、高效的技术底座,为多元化场景需求提供底层支撑,驱动产品竞争力和市场渗透率的持续提升。因此,公司将继续加大研发投入,探索 AI 在商品运营、营销策略等场景的落地应用。
- **盈利预测与评级:**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.46/0.52/0.58 亿元,对应 EPS 分别为 1.19/1.34/1.49 元/股,对应当前股价 PE 分别为 49.5/44.1/39.5 倍。我们选取蓝色光标、拉卡拉为可比公司。我们认为公司以传统电商 SaaS 业务为基本盘,积极布局新兴直播电商产品,有望打开第二增长曲线,同时加速 AI 技术商业化。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:**电商平台依赖风险、研发失败风险、商誉和无形资产减值风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	114	148	164	183	204
同比增长率 (%)	0.90%	29.23%	11.22%	11.48%	11.35%
归母净利润 (百万元)	42	42	46	52	58
同比增长率 (%)	1.38%	-1.64%	10.98%	12.25%	11.73%
每股收益 (元/股)	1.09	1.07	1.19	1.34	1.49
ROE (%)	10.40%	10.16%	11.17%	12.41%	13.72%
市盈率 (P/E)	54.02	54.92	49.49	44.09	39.46

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	142	147	155	166
应收票据及账款	8	8	8	8
预付账款	6	7	8	9
其他应收款	3	4	4	4
存货	0	0	0	0
其他流动资产	153	154	154	153
流动资产总计	313	319	328	340
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	36	33	31	29
在建工程	0	0	0	0
无形资产	13	12	12	9
长期待摊费用	1	1	1	1
其他非流动资产	77	80	79	80
非流动资产合计	127	127	124	119
资产总计	440	446	452	459
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	2	2	2	3
其他流动负债	23	26	27	30
流动负债合计	25	28	30	32
长期借款	1	1	1	1
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	26	29	31	33
股本	39	39	39	39
资本公积	226	226	226	226
留存收益	147	150	155	159
归属母公司权益	411	415	419	424
少数股东权益	3	2	2	2
股东权益合计	414	417	421	426
负债和股东权益合计	440	446	452	459

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	41	41	47	53
折旧与摊销	6	6	7	7
财务费用	0	0	0	-1
投资损失	-4	-5	-5	-5
营运资金变动	2	2	1	2
其他经营现金流	-1	6	6	5
经营性现金净流量	43	49	54	62
投资性现金净流量	-8	-1	1	2
筹资性现金净流量	-39	-42	-47	-53
现金流量净额	-3	6	8	11

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	148	164	183	204
营业成本	49	54	59	65
税金及附加	1	1	1	1
销售费用	10	11	13	14
管理费用	18	20	22	24
研发费用	28	32	36	40
财务费用	0	0	0	-1
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	4	5	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	46	51	57	64
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	46	51	57	64
所得税	5	5	5	6
净利润	41	46	52	58
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	42	46	52	58
EPS(元)	1.07	1.19	1.34	1.49

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	29.23%	11.22%	11.48%	11.35%
营业利润增长率	6.18%	10.93%	12.55%	11.93%
归母净利润增长率	-1.64%	10.98%	12.25%	11.73%
经营现金流增长率	-7.80%	12.77%	10.47%	14.82%
盈利能力				
毛利率	66.83%	67.02%	67.48%	68.16%
净利率	28.00%	28.07%	28.29%	28.44%
ROE	10.16%	11.17%	12.41%	13.72%
ROA	9.49%	10.39%	11.51%	12.67%
估值倍数				
P/E	54.92	49.49	44.09	39.46
P/S	15.56	13.99	12.55	11.27
P/B	5.58	5.53	5.47	5.41
股息率	1.70%	1.86%	2.09%	2.33%
EV/EBITDA	32	36	32	28

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。