

2025 年 08 月 26 日

投资评级：增持（维持）

## 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 08 月 25 日

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价（元）      | 71.40       |
| 一年内最高/最低（元） | 92.99/18.04 |
| 总市值（百万元）    | 2,780.42    |
| 流通市值（百万元）   | 1,258.33    |
| 总股本（百万股）    | 38.94       |
| 资产负债率（%）    | 5.12        |
| 每股净资产（元/股）  | 10.06       |

资料来源：聚源数据

## 美登科技 (838227.BJ)

——2025H1 公司营收稳健增长，有望受益于 AI 技术应用

## 投资要点：

- **事件：**2025H1 公司实现营业收入 0.76 亿元，同比+5.49%；归母净利润 1,938 万元，同比-3.99%；销售毛利率为 65.58%，同比-2.4pcts；销售费用率为 7.43%，同比+1.1pcts；管理费用率为 12.06%，同比-1.3pcts；研发费用率为 18.57%，同比-0.6pcts；销售净利率 24.5%，同比-3.4pcts。2025Q2 实现营业收入 0.39 亿元，同比+3.71%；归母净利润 831 万元，同比-15.85%。公司除了积极拓展营销管理、订单管理产品的市场，还不断开发直播管理、供应链相关等产品为公司提供新的增长点。
- **聚焦传统电商领域 SaaS 服务，“美折”和“我打”产品在细分类目处于领先地位。**国家战略为电商行业数字化升级提供了广阔机遇，公司始终聚焦电商服务领域的技术创新与生态建设，致力于为商家提供全链路解决方案。分业务来看，SaaS 服务实现收入 5,936.03 万元，同比+3.89%，占主营业务收入 78%，毛利率提升 0.64pcts 至 74.48%。电商客服外包业务作为第二增长曲线，实现收入 1,458.32 万元，同比增长 10.77%，占主营业务收入 19%，毛利率下降 12.03pcts 至 34.95%。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。
- **积极拓展直播电商与供应链管理等新兴场景，并持续加码 AI 技术研发。**公司在传统电商工具基础上横向拓展直播电商、供应链管理等新兴场景，推出“光圈智播”、“多宝分销”等产品；纵向整合售前营销、售后订单处理、客服响应及供应链服务，构建覆盖全域电商的一站式服务体系，帮助商家实现效率提升与业务增长。随着大数据、人工智能等技术在下游市场的应用日趋成熟，短视频、直播带货、社区团购等新模式的电商模式快速兴起，电子商务营销的技术和模式更加多元化。公司加大研发投入，2025H1 研发费用达 1,410.90 万元，重点投向现有产品功能拓展及新产品的研究开发。公司持续加码 AI 技术研发，推动智能客服、直播互动工具等产品迭代，强化自动化运营能力；深化与主流电商平台的数据对接，优化跨平台协同效率，为商家提供更灵活、智能的服务支持。
- **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，8 月 25 日收盘价对应 PE 分别为 60/53/48 倍。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，维持“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）   | 65.46  | 66.55  | 59.96  | 53.42  | 47.81  |

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）        |            |            |            |            | 利润表（百万元）          |           |           |           |           |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 会计年度              | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      | 会计年度              | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
| 货币资金              | 142        | 147        | 155        | 166        | 营业收入              | 148       | 164       | 183       | 204       |
| 应收票据及账款           | 8          | 8          | 8          | 8          | 营业成本              | 49        | 54        | 59        | 65        |
| 预付账款              | 6          | 7          | 8          | 9          | 税金及附加             | 1         | 1         | 1         | 1         |
| 其他应收款             | 3          | 4          | 4          | 4          | 销售费用              | 10        | 11        | 13        | 14        |
| 存货                | 0          | 0          | 0          | 0          | 管理费用              | 18        | 20        | 22        | 24        |
| 其他流动资产            | 153        | 154        | 154        | 153        | 研发费用              | 28        | 32        | 36        | 40        |
| <b>流动资产总计</b>     | <b>313</b> | <b>319</b> | <b>328</b> | <b>340</b> | 财务费用              | 0         | 0         | 0         | -1        |
| 长期股权投资            | 0          | 0          | 0          | 0          | 资产减值损失            | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 固定资产              | 36         | 33         | 31         | 29         | 信用减值损失            | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 在建工程              | 0          | 0          | 0          | 0          | 其他经营损益            | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 无形资产              | 13         | 12         | 12         | 9          | 投资收益              | 4         | 5         | 5         | 5         |
| 长期待摊费用            | 1          | 1          | 1          | 1          | 公允价值变动损益          | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 其他非流动资产           | 77         | 80         | 79         | 80         | 资产处置收益            | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>非流动资产合计</b>    | <b>127</b> | <b>127</b> | <b>124</b> | <b>119</b> | 其他收益              | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>资产总计</b>       | <b>440</b> | <b>446</b> | <b>452</b> | <b>459</b> | <b>营业利润</b>       | <b>46</b> | <b>51</b> | <b>57</b> | <b>64</b> |
| 短期借款              | 0          | 0          | 0          | 0          | 营业外收入             | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 应付票据及账款           | 2          | 2          | 2          | 3          | 营业外支出             | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 其他流动负债            | 23         | 26         | 27         | 30         | 其他非经营损益           | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>25</b>  | <b>28</b>  | <b>30</b>  | <b>32</b>  | <b>利润总额</b>       | <b>46</b> | <b>51</b> | <b>57</b> | <b>64</b> |
| 长期借款              | 1          | 1          | 1          | 1          | 所得税               | 5         | 5         | 5         | 6         |
| 其他非流动负债           | 0          | 0          | 0          | 0          | <b>净利润</b>        | <b>41</b> | <b>46</b> | <b>52</b> | <b>58</b> |
| <b>非流动负债合计</b>    | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>   | <b>1</b>   | 少数股东损益            | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>负债合计</b>       | <b>26</b>  | <b>29</b>  | <b>31</b>  | <b>33</b>  | <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>42</b> | <b>46</b> | <b>52</b> | <b>58</b> |
| 股本                | 39         | 39         | 39         | 39         | EPS(元)            | 1.07      | 1.19      | 1.34      | 1.49      |
| 资本公积              | 226        | 226        | 226        | 226        | <b>主要财务比率</b>     |           |           |           |           |
| 留存收益              | 147        | 150        | 155        | 159        | 会计年度              | 2024      | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
| 归属母公司权益           | 411        | 415        | 419        | 424        | <b>成长能力</b>       |           |           |           |           |
| 少数股东权益            | 3          | 2          | 2          | 2          | 营收增长率             | 29.23%    | 11.22%    | 11.48%    | 11.35%    |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>414</b> | <b>417</b> | <b>421</b> | <b>426</b> | 营业利润增长率           | 6.18%     | 10.93%    | 12.55%    | 11.93%    |
| <b>负债和股东权益合计</b>  | <b>440</b> | <b>446</b> | <b>452</b> | <b>459</b> | 归母净利润增长率          | -1.64%    | 10.98%    | 12.25%    | 11.73%    |
| <b>现金流量表（百万元）</b> |            |            |            |            | 经营现金流增长率          | -7.80%    | 12.77%    | 10.47%    | 14.82%    |
| 会计年度              | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      | <b>盈利能力</b>       |           |           |           |           |
| 税后经营利润            | 41         | 41         | 47         | 53         | 毛利率               | 66.83%    | 67.02%    | 67.48%    | 68.16%    |
| 折旧与摊销             | 6          | 6          | 7          | 7          | 净利率               | 28.00%    | 28.07%    | 28.29%    | 28.44%    |
| 财务费用              | 0          | 0          | 0          | -1         | ROE               | 10.16%    | 11.17%    | 12.41%    | 13.72%    |
| 投资损失              | -4         | -5         | -5         | -5         | ROA               | 9.49%     | 10.39%    | 11.51%    | 12.67%    |
| 营运资金变动            | 2          | 2          | 1          | 2          | <b>估值倍数</b>       |           |           |           |           |
| 其他经营现金流           | -1         | 6          | 6          | 5          | P/E               | 66.55     | 59.96     | 53.42     | 47.81     |
| <b>经营性现金净流量</b>   | <b>43</b>  | <b>49</b>  | <b>54</b>  | <b>62</b>  | P/S               | 18.85     | 16.95     | 15.20     | 13.65     |
| <b>投资性现金净流量</b>   | <b>-8</b>  | <b>-1</b>  | <b>1</b>   | <b>2</b>   | P/B               | 6.76      | 6.70      | 6.63      | 6.56      |
| <b>筹资性现金净流量</b>   | <b>-39</b> | <b>-42</b> | <b>-47</b> | <b>-53</b> | 股息率               | 1.40%     | 1.53%     | 1.72%     | 1.92%     |
| <b>现金流量净额</b>     | <b>-3</b>  | <b>6</b>   | <b>8</b>   | <b>11</b>  | EV/EBITDA         | 32        | 44        | 39        | 35        |

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）。