

【广发计算机&海外】聚水潭 (06687.HK)

进入盈利释放期的稀缺 SaaS 公司、海外 与 AI 应用助力突破远期天花板

核心观点: (除特殊说明, 本报告货币单位为人民币, 参考汇率 1 港元=0.91 人民币)

- **聚水潭是电商 SaaS ERP 龙头的协同平台。**公司以电商 SaaS ERP 为切入点, 最初围绕电商商家在多平台、多店铺运营中面临的订单管理、库存管理、物流协同与财务结算等痛点, 提供云端 ERP 解决方案。随着客户需求不断演进, 聚水潭逐步从单一 ERP 系统升级为以 SaaS ERP 为核心、集多种商家服务于一体的电商 SaaS 协同平台。
- **电商 SaaS ERP 赛道小而美。**ERP 系统整合了电商行业内外管理的核心运营流程, 可高效解决商家面临的跨平台店铺管理、海量订单或 SKU 库存管理、产业链协同等痛点问题。未来电商 SaaS ERP 将进一步扩容业务场景, 整合更多协同功能, 市场空间有望保持较高增速。
- **聚水潭龙头地位稳固, 经营质量可观。**2024 年, 聚水潭在电商 SaaS ERP 行业市占率达 24.4%, 显著领先行业竞对。从财务视角, 基于公司日趋完善的销售体系及产品体系, 公司 LTV/CAC 持续抬升, 2024 年达到 9.3。公司在客户留存及增加其支出方面表现突出, 2024 年净客户收入留存率为 115%。后续公司将持续发力, 推动留存率稳中有进。
- **积极出海, 发力增值软件业务, 有望打开新成长曲线。**公司已在泰国设立子公司, 业务发展稳健, 未来将持续拓展等东南亚市场, 并积极探索欧美、拉美和中东等区域的业务机会。立足电商 SaaS ERP 领域积累的客户资源, 公司进一步发力增值软件业务, 有望打开新的成长曲线。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 11.4/13.9/16.6 亿元, 归母净利润分别为 0.7/3.5/5.2 亿元。综合可比公司估值, 我们给予公司 2026 年合理估值倍数 12xPS, 合理价值 42.09 港元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争加剧; 客户支出意愿下滑; 电商行业格局变化。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	697	910	1,141	1,391	1,658
增长率 (%)	33.3%	30.5%	25.4%	21.9%	19.2%
EBITDA	-238	-50	90	274	446
归母净利润	-487	12	74	352	521
增长率 (%)	-3.7%	-	507.5%	377.4%	47.9%
EPS (元/股)	-	-	0.17	0.81	1.19
市盈率 (P/E)	-	-	161.0	33.7	22.8
ROE (%)	13.3%	-0.3%	5.7%	21.4%	24.0%
EV/EBITDA	-	-	98.9	30.4	17.1

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

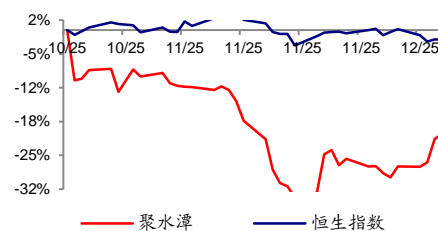
识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	29.96 港元
合理价值	42.09 港元
报告日期	2025-12-12

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	436/436
总市值/流通市值 (亿港元)	130.7/130.7
一年内最高/最低 (港元)	37.90/25.16
30 日日均成交量/成交额 (百万)	0.4/11.7
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-21.0/-21.0

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

吴祖鹏



SAC 执证号: S0260521040003



wuzupeng@gf.com.cn

请注意, 吴祖鹏并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

联系人:

戴亚敏 021-38003697

daiyamin@gf.com.cn

目录索引

一、聚水潭：电商 SAAS ERP 龙头的协同平台	4
（一）公司介绍	4
（二）财务概览	6
二、电商 SAAS ERP 市场快速增长，聚水潭充分受益于行业趋势	8
（一）电商 SAAS ERP 赛道小而美，行业规模快速成长	8
（二）聚水潭龙头地位稳固，经营质量可观，充分受益行业成长	10
（三）积极出海，发力增值软件业务，有望打开新成长曲线	13
（四）AI 应用突破趋势下，聚水潭等多平台第三方 SAAS 工具有望受益	15
三、盈利预测与投资建议	17
（一）盈利预测	17
（二）投资建议	18
四、风险提示	20

图表索引

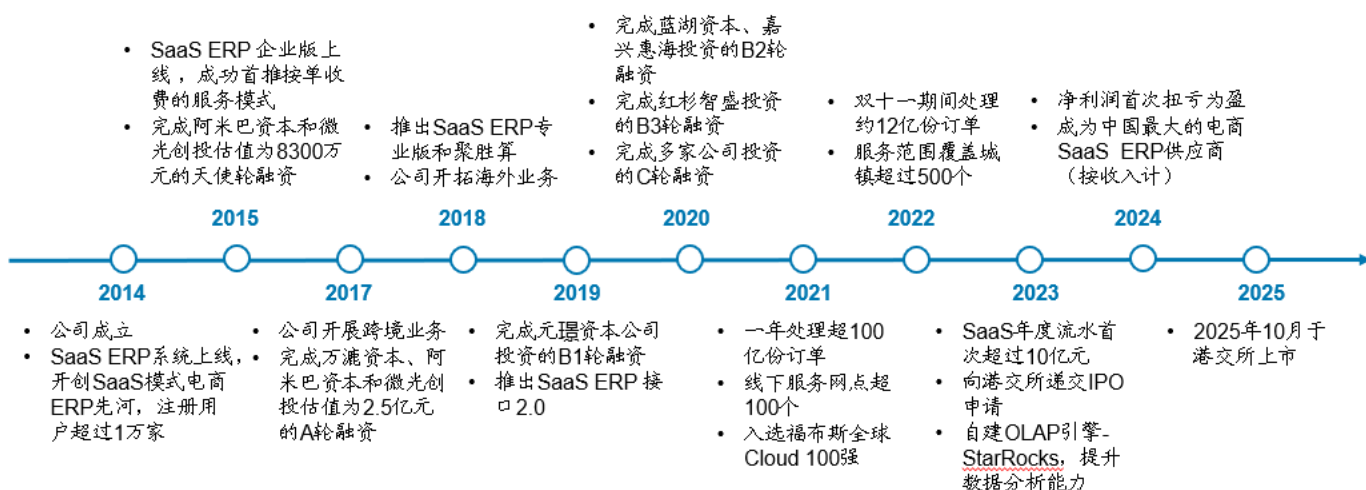
图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司核心产品矩阵	5
图 3: 公司股权结构	5
图 4: 公司营业收入及增速	6
图 5: 公司归母净利润	6
图 6: 公司营业收入拆分	7
图 7: 公司 SaaS 营业收入拆分	7
图 8: 公司毛利率和净利率情况	7
图 9: 公司期间费用率情况	7
图 10: 2018-2024 年我国电商行业市占率格局	9
图 11: 2018-2024 年我国快递行业市占率格局	9
图 12: 2020-2029 年中国电商 SaaS 市场行业空间 (亿元)	10
图 13: 公司 SaaS 客户数量及客单价	11
图 14: 聚水潭 LTV/CAC 比率	11
图 15: 典型细分行业 SaaS 软件 LTV/CAC 比率基准线	11
图 16: 公司净客户收入留存率保持高位	12
图 17: 2020-2025H1 公司经营性现金流	13
图 18: 2020-2025H1 公司合同负债	13
图 19: 2020-2024 年海外电商零售额 (单位: 十亿美元)	13
图 20: 2024 年海外电商人均消费额及用户渗透率	13
图 21: 公司已构建“跨平台、多店铺、全链路”跨境综合管理解决方案	14
图 22: 聚水潭产品矩阵涵盖多款运营软件	15
图 23: 购买两款及以上产品客户比例持续抬升	15
图 24: 千问 APP 可直接调用淘宝功能	15
表 1: 电商 SaaS 软件主要品类	8
表 2: 2024 年中国电商 SaaS ERP 提供商的竞争格局	10
表 3: 公司详细业务拆分预测表	18
表 4: 可比公司估值	19

一、聚水潭：电商 SaaS ERP 龙头的协同平台

(一) 公司介绍

聚水潭成立于2014年，总部位于上海，是专注服务电商商家的SaaS解决方案提供商。公司由具有近三十年传统及电商ERP研发与实施经验的骆海东先生所创立，目前骆海东先生担任董事会主席兼首席执行官。2025年10月21日，公司在港交所主板正式挂牌上市。

图 1：公司发展历程



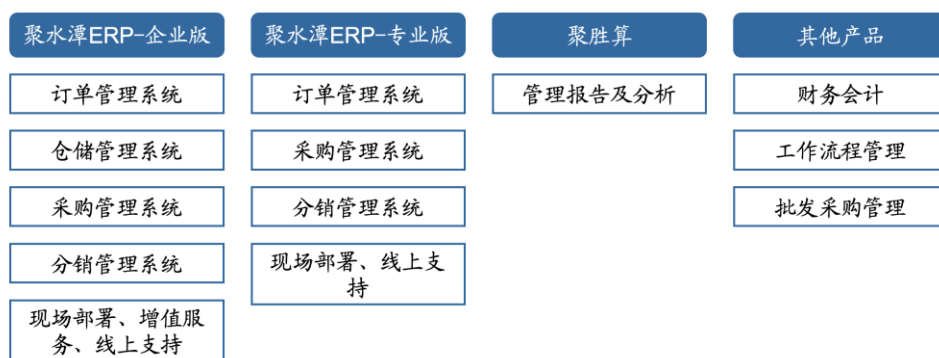
数据来源：公司官网，招股说明书，广发证券发展研究中心

公司以**电商SaaS ERP为切入点**，最初围绕电商商家在多平台、多店铺运营中面临的订单管理、库存管理、物流协同与财务结算等痛点，提供云端ERP解决方案。随着客户需求不断演进，聚水潭逐步从单一ERP系统升级为以SaaS ERP为核心、集多种商家服务于一体的**电商SaaS协同平台**。

电商SaaS ERP是公司的核心SaaS产品。聚水潭ERP面向商家在主要电商平台上的订单处理等核心需求，产品设计简洁易用，支持商家在一个系统中整合、同步并协同管理所有店铺、订单、商品、库存及各平台的运营和财务数据，实现便捷的跨平台业务管理体验。其主要功能模块包括**订单管理系统 (OMS)**、**仓储管理系统 (WMS)**、**采购管理系统 (PMS)** 及 **分销管理系统 (DMS)** 等。

在ERP基础上，公司适度延伸至其他电商运营SaaS产品。目前已推出包括“聚货通”、“聚财快”、“聚胜算”以及“聚工单”等产品，为电商参与者提供**财务会计、经营分析、流程协同及批发采购**等能力，形成**一站式电商SaaS解决方案**。

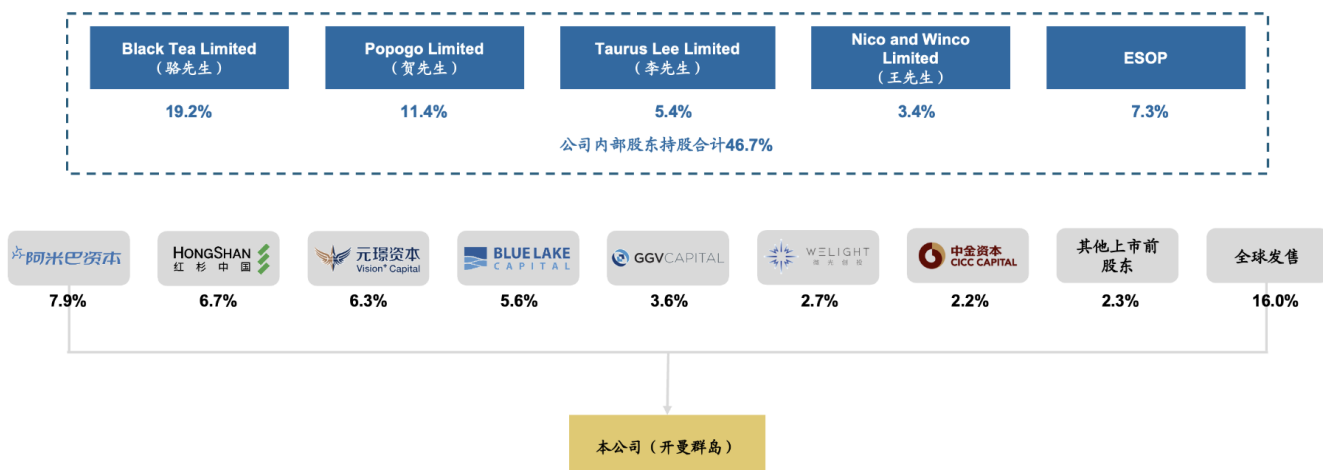
图 2: 公司核心产品矩阵



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

公司股权结构稳定, 内部股东持股达**46.7%**。聚水潭自成立以来先后完成七轮融资, 引入阿米巴资本、红杉中国、蓝湖资本、纪源资本、中金资本、高盛等多家知名机构投资者。在本次IPO中, 公司又引入包括红杉中国、蓝湖资本、纪源资本、汇添富基金等在内的**13家基石投资者**, 合计认购金额约1.3亿美元。上市后, 以骆海东先生为核心的创始及管理团队通过直接持股及表决权委托合计可控制约四成的表决权, 在引入外部资本的同时保持了较强的公司控制力。

图 3: 公司股权结构



数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

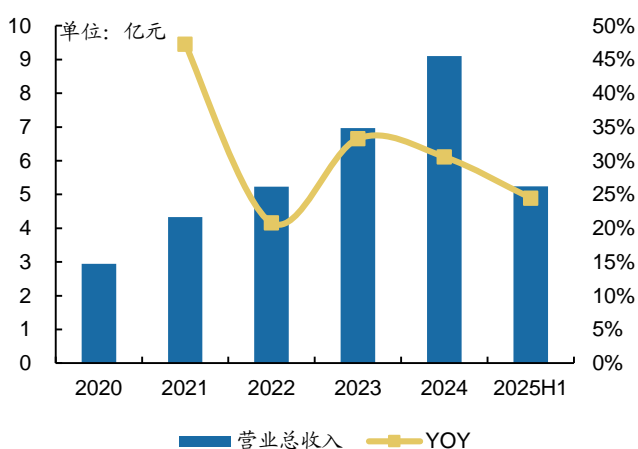
备注: 截至 2025 年 10 月 21 日

（二）财务概览

公司营收保持高增，盈利表现处于爬坡阶段。2020–2024年，公司营业总收入由2.94亿元提升至9.10亿元，对应期间CAGR约33%。2021–2024年收入同比增速分别为47%/21%/33%/31%，整体保持在较高景气区间。2025H1公司实现营业收入5.24亿元，同比增长24%，在基数抬升的背景下仍延续较快增长趋势，收入规模稳步放大。

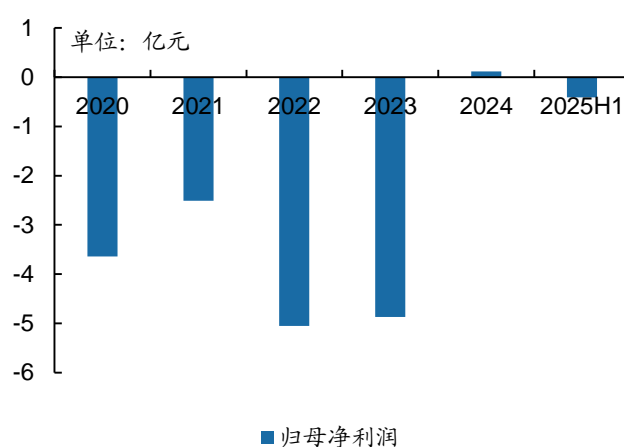
受业务拓展及各项投入影响，2020–2023年公司归母净利润整体处于亏损状态。2024年公司归母净利润转正至0.12亿元，实现扭亏为盈，盈利能力边际改善。2025H1归母净利润为-0.41亿元，短期仍有一定亏损（受可转换可赎回优先股的影响），但相较于2023年之前亏损规模已明显收窄。整体看，伴随公司营收增速扩大，费用率持续摊薄，后续盈利有望逐步释放。

图 4：公司营业收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：公司归母净利润

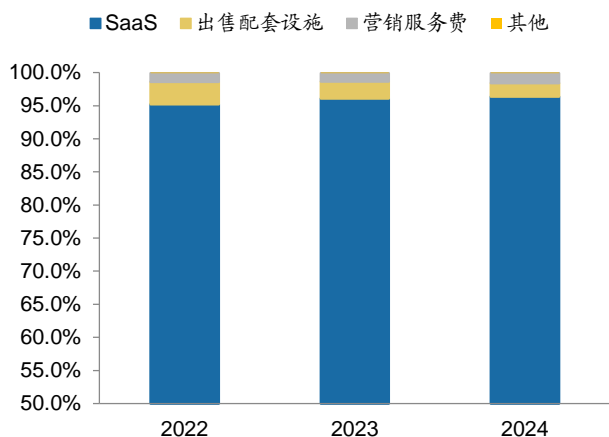


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司产品化程度高，2024年SaaS营收贡献占比达到96.4%。根据公司招股书，软件服务占比由2020年的89.47%持续提升至2024年的96.46%，2025H1进一步升至96.73%，已成为绝对主体，公司业务重心持续向软件及服务端集中，收入结构更加轻资产化。

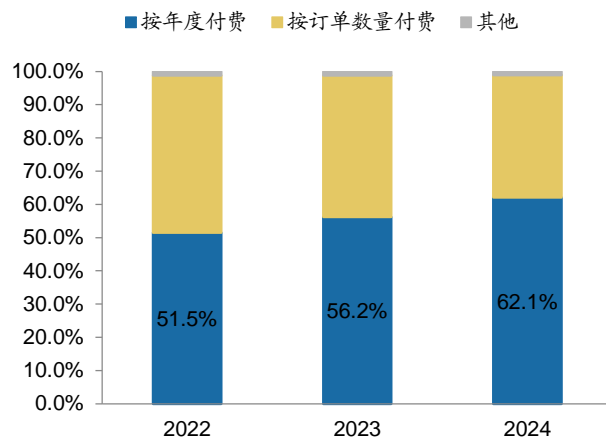
在实际业务中，公司授权客户访问SaaS产品前，通常要求客户预付费用，主要方式为两种：（1）年度付费模式，客户使用过程中不限制订单数量；（2）基于单量的付费模式。从SaaS营收拆分来看，按年度付费占比贡献持续抬升，2022-2024年分别为51.5%、56.2%、62.1%。

图 6: 公司营业收入拆分



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 公司 SaaS 营业收入拆分



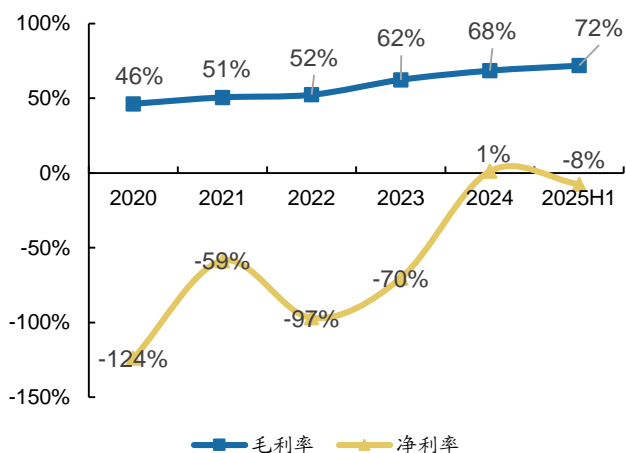
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 其他主要指公司根据 SaaS 客户特定需求的定制服务所产生的少量 SaaS 收入

公司毛利率稳步提升, 期间费用整体呈明显下行趋势, 符合 SaaS 商业模式产业规律。2020–2024 年, 公司毛利率由 46% 持续提升至 68%, 2025H1 进一步升至 72%, 反映收入规模扩大叠加业务结构向高毛利的软件及服务端集中, 整体毛利水平持续改善; 净利率方面, 受业务扩张及各项投入影响, 2020–2023 年公司净利率分别为 -124%、-59%、-97% 和 -70%, 虽波动较大但整体呈逐步收窄趋势, 2024 年净利率转正至 1%, 实现由亏转盈。

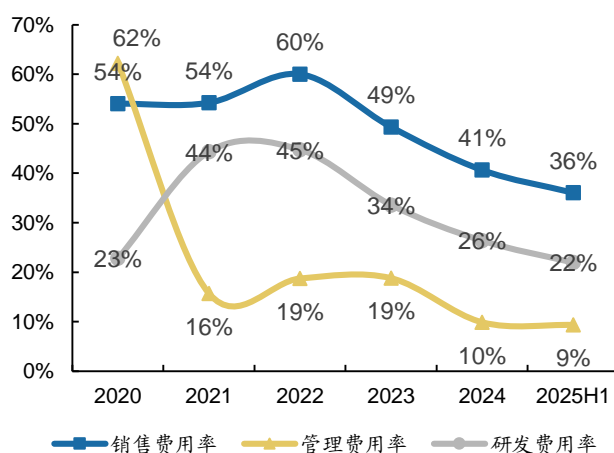
此外, 销售费用率在 2020–2022 年维持在 54%–60% 高位, 此后随获客效率提升逐年回落, 于 2025H1 进一步降至 36%; 管理费用率由 2020 年的 62% 大幅压缩至 2025H1 的 9%, 管理效率显著提升; 研发费用率在 2021–2022 年一度处于 44%–45% 较高水平, 体现前期持续投入, 2025H1 降至 22%。

图 8: 公司毛利率和净利率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 公司期间费用率情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、电商 SaaS ERP 市场快速增长，聚水潭充分受益于行业趋势

（一）电商 SaaS ERP 赛道小而美，行业规模快速成长

电商 SaaS 主要包括 ERP、CRM 等细分板块。近年来，我国电商市场演进迅速并在持续发展，自 2013 年以来我国已成为全球最大的电商市场，目前占据全球超过 40% 的份额，2024 年我国拥有超过 2700 万家活跃的电商商家。（数据来源：聚水潭招股书）

为驱动电商业务高效稳定运行，结合电商商家普遍为中小企业或个体户的特征，电商 SaaS 软件用武之地广阔，其主要功能包括企业资源规划（ERP）、客户关系管理（CRM）和建站管理等。

表 1：电商 SaaS 软件主要品类

细分领域	主要功能
ERP	帮助企业跟踪业务流程，如现金、原材料、生产能力以及业务订单状态包括电商订单、采购订单和库存
CRM	收集与客户相关的数据，并通过数据分析进行有效识别以及更好地满足目标客户的需求，促进销售增长
建站管理	通过 SaaS 进行建站管理使得电商商家可制作并美化营销站点的真面，修改店铺模板，实时更新产品和类别，简化商家操作，并让店界面有更大的灵活性和特色
其他	包括销售和营销管理、数据分析、人力资本管理和财务管理等

数据来源：广发证券发展研究中心

ERP 系统为整合电商行业内部和外部管理的核心运营流程，可高效解决商家面临的跨平台店铺管理、海量订单或 SKU 库存管理、产业链协同等痛点问题。对于电商从业者而言，日常运营中面临的主要问题包括：

（1）跨平台店铺管理：参考下图的我国电商及快递行业市占率格局变化趋势，不难看出，伴随电商平台及快递行业的多样化，商家需要跨多个平台整合业务，统一管理库存，并最大限度地触达消费者；

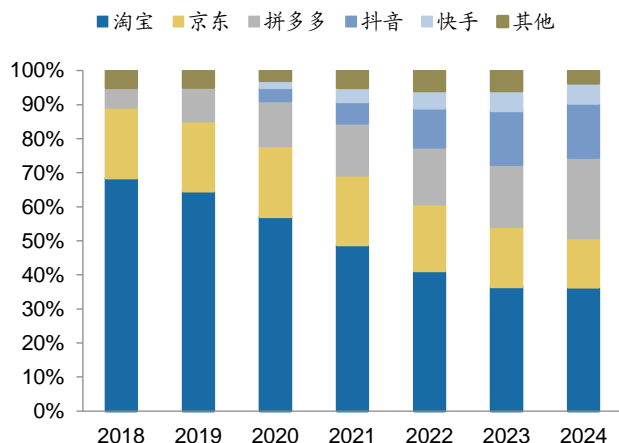
（2）海量订单及 SKU 管理：电商市场蓬勃发展使订单及 SKU 数量不断增加，但传统 ERP 系统无法快速高效地处理电商行业普遍的海量订单或实现海量 SKU 库存管理；

（3）数字化和数据分析：电商市场状况不断变化，要求商家不断精细化运营管理，以保证效率和盈利能力。创新的电商商业模式，如直播电商，为商家带来巨大商机，但也对其运营带来挑战。电商商家，特别是中小型商家，通常缺乏独立进行运营数据分析或即时处理大量订单的技术专长或无法为此投入大量的金钱；

（4）产业链协同：电商商家需要与电商平台、供应商、第三方物流及仓储服务提供商等各种上下游市场参与者对接；

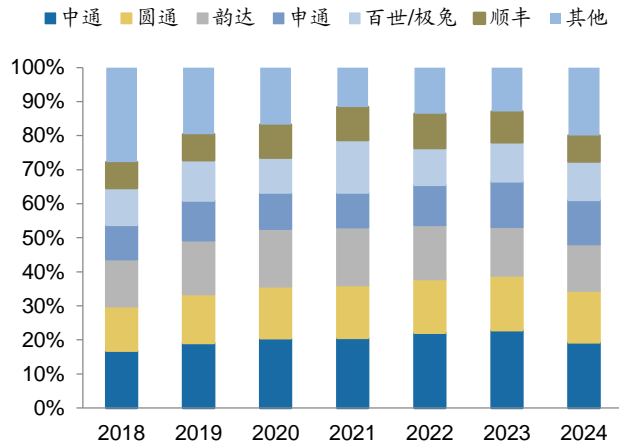
对于电商商家而言, SaaS ERP可以提供统一的管理系统, 同步商家的内部工作流程, 并跨各平台对接供应商和客户, 还可实现商家工作流程自动化提高员工的生产力, 降低商家的成本。

图 10: 2018-2024年我国电商行业市占率格局



数据来源: 网经社电子商务研究中心, 广发证券发展研究中心

图 11: 2018-2024年我国快递行业市占率格局



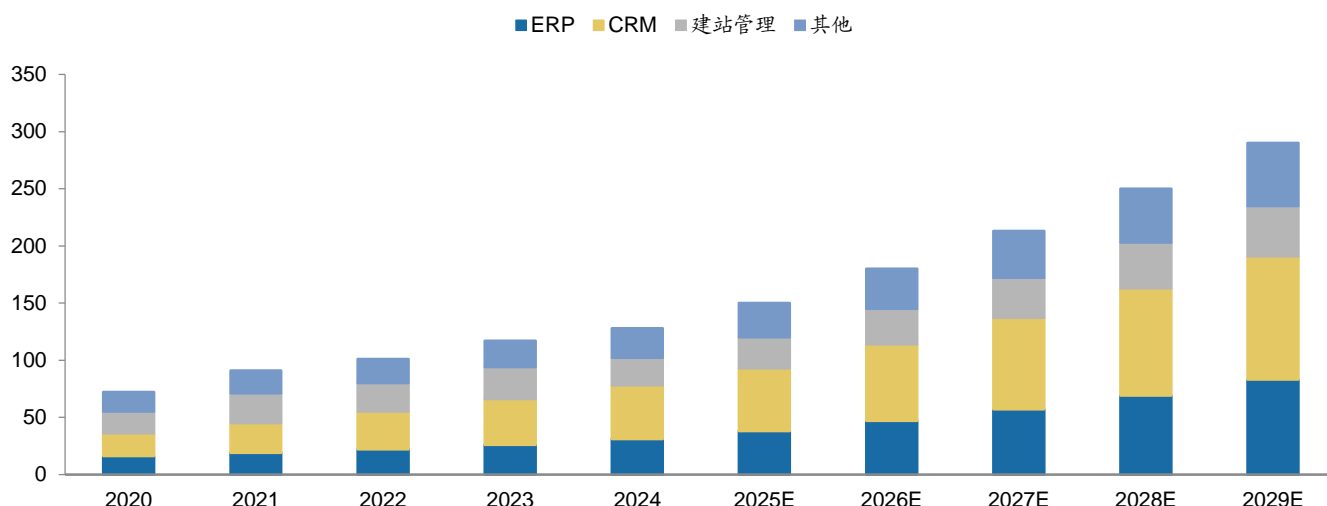
数据来源: 物流沙龙, 罗戈研究, 广发证券发展研究中心

结合产业发展趋势, 未来电商SaaS ERP将会覆盖更多电商运营场景, 驱动产品价值量抬升。早期电商SaaS ERP专注于订单处理环节, 主要实现订单及时、自动分单、处理和交付等功能。伴随产业发展, 电商SaaS ERP产品逐步融合了仓储管理系统(WMS), 可自动完成拣货、包装、装运和盘点, 优化了仓库空间利用率, 并提高了作业任务协调的准确性。

从目前产业发展来看, 未来电商SaaS ERP将进一步扩容业务场景, 整合更多协同功能, 如财务管理和分析、供应链和分销商管理、采购管理和 workflow 管理。

未来电商SaaS ERP行业市场空间有望保持较高增速。根据公司招股书引用灼识咨询数据, 2024年电商SaaS总市场规模为人民币104亿元, 结合商家在日常运营和管理中的需求日益复杂且不断改变的产业现状, 电商SaaS ERP的市场规模在过往五年中快速增长, 2020-2024年市场规模复合增速达到18.9%, 2024年我国电商SaaS ERP市场规模达到31亿元, 预计2024-2029年市场规模符合增速为21.5%, 2029年我国电商SaaS ERP市场规模有望达到83亿元, 为电商SaaS领域增长最快的细分行业。

图 12: 2020-2029年中国电商SaaS市场行业空间 (亿元)



数据来源: 公司招股书、灼识咨询、广发证券发展研究中心

(二) 聚水潭龙头地位稳固, 经营质量可观, 充分受益行业成长

1. 公司在电商SaaS ERP市占率居龙头地位, 行业渗透率亦有较大提升潜力

从市场格局来看, 2024年聚水潭在电商SaaS ERP行业市占率达到24.4%, 显著领先行业竞对。聚水潭自创立以来均深耕电商领域, 与以传统制造业、通用企业为主要客户的传统ERP厂商形成差异化定位。公司通过对电商业务的深度理解、云原生技术能力以及覆盖部署、实施与运维的服务体系, 逐步建立起较高的竞争壁垒。

根据公司招股书引用灼识咨询数据, 按2024年电商SaaS ERP相关收入计, 聚水潭在中国电商SaaS ERP市场中位居首位, 市场份额约24.4%, 规模超过第二至第五名企业市场份额之和。同时, 按2024年收入计算, 聚水潭亦是中国最大的电商运营SaaS提供商 (统计口径涵盖ERP、CRM等环节), 市场份额约8.7%。

表 2: 2024年中国电商SaaS ERP提供商的竞争格局

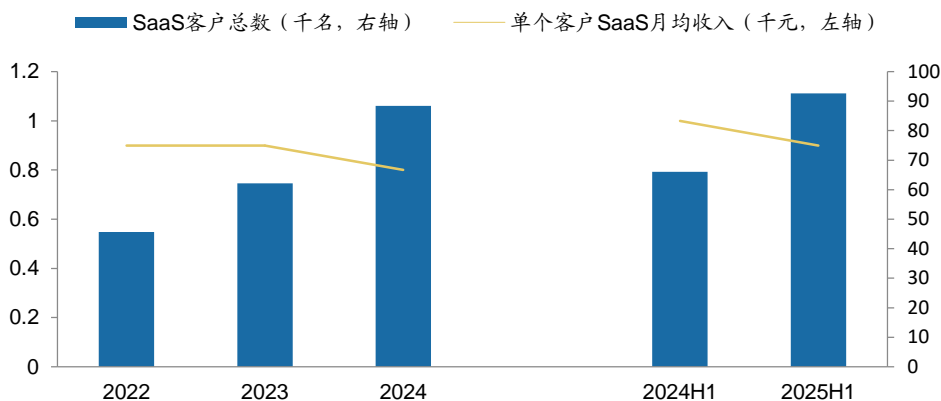
排名	参与者	2024年的相关收入 (百万元)	按2024年收入计的市场份额
1	本公司	765	24.4%
2	公司 A	370	11.8%
3	公司 B	162	5.2%
4	公司 C	138	4.4%
5	公司 D	88	2.8%

数据来源: 公司招股说明书、灼识咨询、广发证券发展研究中心

聚水潭现有电商SaaS客户不足10万家, 显示行业渗透率有较大提升潜力。根据公司招股书, 截至2025年上半年, 聚水潭拥有9.3万个SaaS付费客户, 而中国电商行业的活跃商家数量超过2700万家。

不难看出，目前电商行业呈现金字塔结构，头部商家数量少，但贡献了可观的GMV和订单量。后续伴随公司产品力和定价体系的进一步优化，有望基于现有产品矩阵切入中小单量客户，未来成长空间可观。

图 13: 公司 SaaS 客户数量及客单价



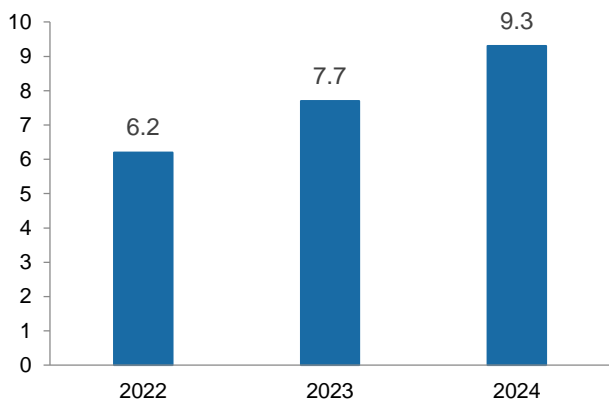
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

2. 立足电商客户痛点, 公司构建有效商业模式, 经营质量可观

SaaS 商业模式的可行性, 在于对客户获取成本 (CAC) 与所获客户变现能力 (LTV) 额权衡, 2024 年聚水潭 LTV/CAC 高达 9.3。从客户需求角度, 电商商家普遍面临跨平台店铺管理、海量订单或 SKU 库存管理、产业链协同等痛点问题, 结合电商商家主要为中小客户及个体户, 对数据安全要求较低, 但对于 ERP 产品售价敏感, 功能需求变化亦较多, 为电商 ERP 的 SaaS 运营模式奠定可行性。

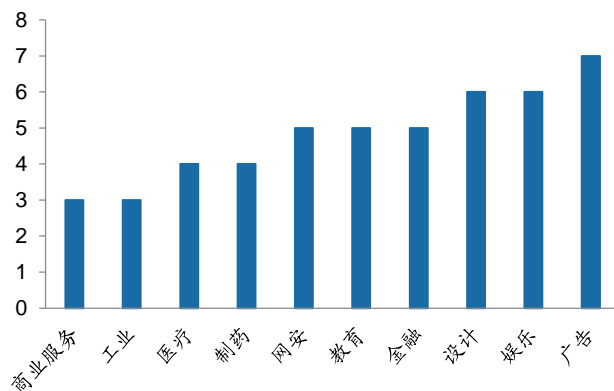
从财务视角, 基于公司日趋完善的销售体系及产品体系, 公司 LTV/CAC 持续抬升, 2024 年达到 9.3, 显示公司目前构建的业态模式是有效的。(注: 从产业实践出发, 一般认为, LTV/CAC 比率达到 3 是多数 SaaS 业务的健康标准)

图 14: 聚水潭 LTV/CAC 比率



数据来源: 聚水潭招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 15: 典型细分行业 SaaS 软件 LTV/CAC 比率基准线

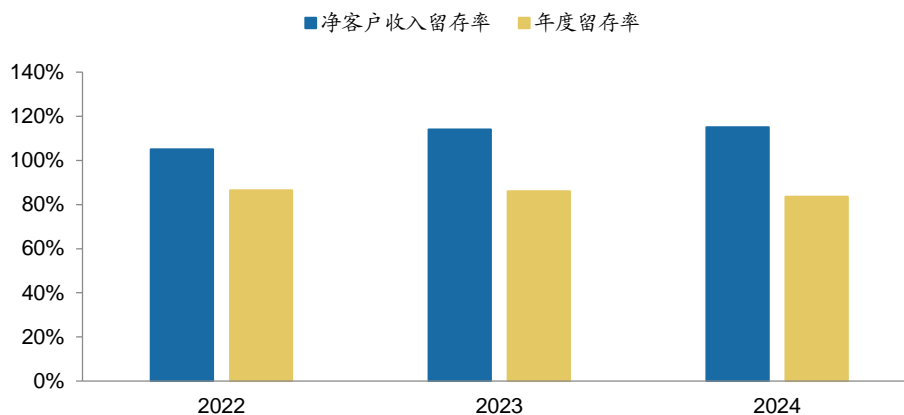


数据来源: Firstpagesage, 广发证券发展研究中心

客户粘性强，反应公司成熟的产品力及销售能力。公司在客户留存及增加其支出方面表现突出，2022-2024年，公司净客户收入留存率分别为105%、114%及115%。

后续公司将持续发力，推动留存率稳中有进。一方面，公司持续推动销售、实施及支持服务优化迭代，改善客户体验，提高整体客户满意度；另一方面，公司将加强交叉销售及追加销售工作，目前除ERP外，公司还推出了四款电商运营SaaS产品，2022-2024年购买两款或以上聚水潭产品的客户在公司当年SaaS收入占比分别为30.6%、33.0%及37.7%。

图 16: 公司净客户收入留存率保持高位



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

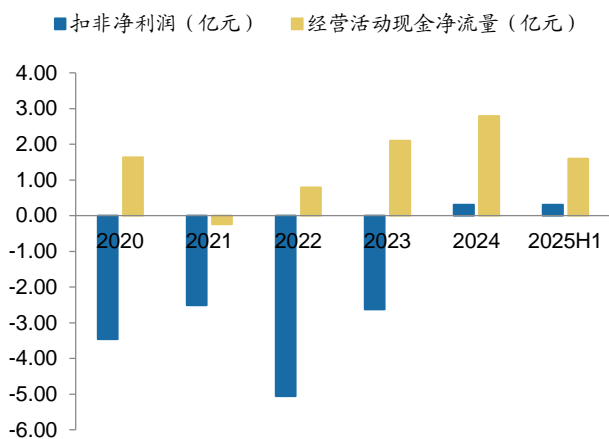
注：净客户收入留存率是一个分数，分母是特定年份前一年客户贡献的收入，分子是该年同一组客户贡献的收入

从现金流和合同负债来看，公司表现亦符合成长性SaaS公司特点。对于成长性SaaS公司，伴随客户规模扩张，客户数量快速增长，经常性收入持续增加，现金流入显著提升，叠加前期投入的获客成本开始通过客户续费和扩展收入逐步回收，CAC回收周期缩短，经营性现金流逐渐转正。

从公司现金流来看，2022年后公司经营性净现金流持续向好，2024年达到2.79亿元，同比增长33%。

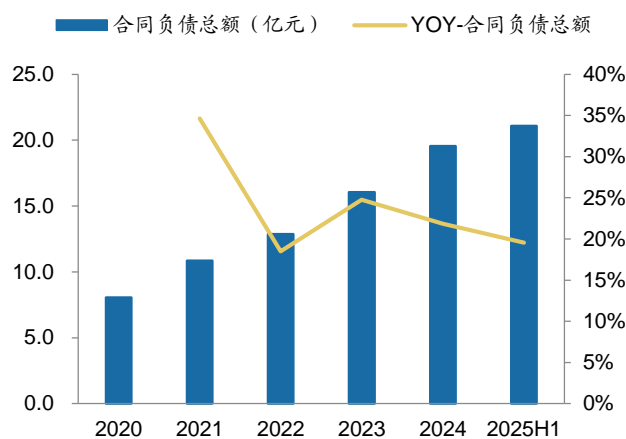
从合同负债总额来看，持续较快增长，2021-2024年增速分别为35%、19%、25%、22%，2025H1同比增长20%至21.1亿元。

图 17: 2020-2025H1公司经营性现金流



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 2020-2025H1公司合同负债



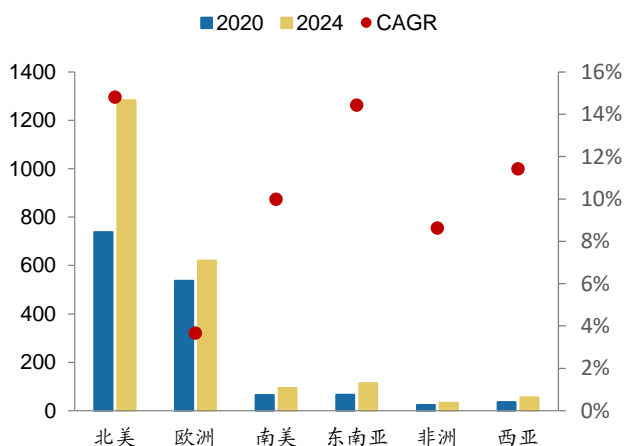
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）积极出海，发力增值软件业务，有望打开新成长曲线

东南亚等新兴市场在电商用户增量与交易活跃度提升方面将继续承担全球电商增长的主要驱动力。根据Statista、艾瑞咨询统计数据，2020-2024年间，全球电商市场总体保持扩张趋势，年均复合增长率达9.8%，但不同地区呈现出截然不同的增长动能。北美电商市场在高消费能力、高电商渗透率线上零售基础设施和生态完善的支持下，电商用户人均消费额持续上升，电商市场规模继续，保持强劲增长，东南亚在社交电商与移动互联网驱动下，成为全球电商增速最快的区域之一。其用户基数庞大、渗透率快速攀升，增长潜力巨大。

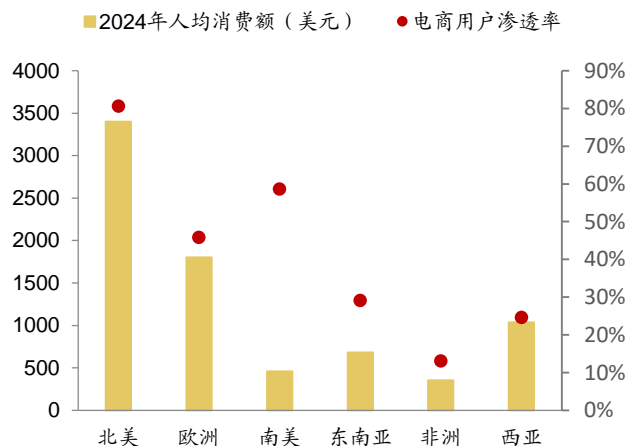
整体来看，全球电商增长重心由传统发达市场向东南亚等新兴区域加速转移，新兴市场在电商用户增量与交易活跃度提升方面将继续承担全球电商增长的主要驱动力。

图 19: 2020-2024年海外电商零售额（单位：十亿美元）



数据来源: Statista, 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

图 20: 2024年海外电商人均消费额及用户渗透率



数据来源: Statista, 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

聚水潭已在东南亚建立子公司，积极探索海外业务。目前公司通过与Shopee、Temu、速卖通、淘宝出海等跨境电商平台的深度协同，构建了覆盖订单管理、库存调配、物流优化及数据分析的跨境电商的一站式解决方案。

在东南亚市场，公司已经在泰国设立子公司，业务发展稳健。未来，聚水潭将会持续拓展印尼、越南和马来西亚等东南亚市场，并积极探索欧美、拉美和中东等区域的业务机会。

图 21：公司已构建“跨平台、多店铺、全链路”跨境综合管理解决方案



数据来源：聚水潭公司官网、广发证券发展研究中心

发力增值软件业务，覆盖更多电商运营场景。立足电商SaaS ERP领域积累的客户资源，公司进一步发力增值软件业务（电商运营SaaS软件），开发了聚工单（专注于电商售后的工单系统，帮助企业建立标准化、流程化的售后管理体系）、聚胜算（基于财务和经营数据，快速出具经营报表，提供分析和测算的工具系统）、聚货通（为网供、档口、工厂提供专业批发管理系统。以供采协同为基石，打造电商供应链）、聚财快（专注电商的财务总账系统，通过业财连接，智能账务处理，支持企业财务规范高效）、数据智能（搭载海量数据高效计算的基础架构，提供业务分析、风险预警、团队协作等各种能力）等软件产品，进一步扩大公司产品覆盖的场景领域。

从使用客户来看，2022-2024年购买两款或以上产品的客户在SaaS收入中占比30.6%、33.0%、37.7%，2025年上半年进一步攀升至39.3%。

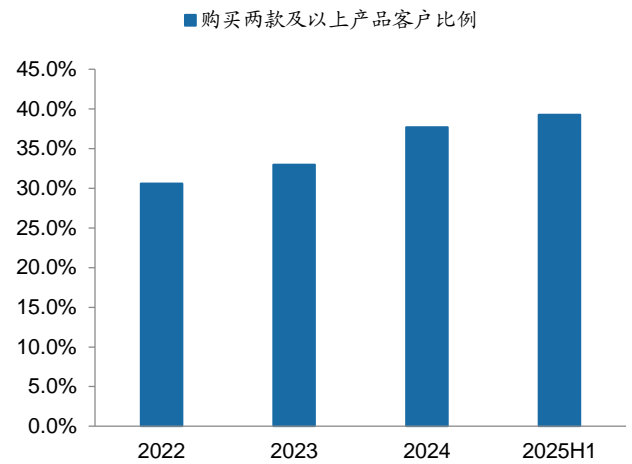
从财务指标来看，2024年增值软件业务实现营收1.1亿元，同比增长61.6%，营收占比达12.4%，2025年上半年该项业务实现营收0.8亿元，同比增长58.8%，占比达到15%，后续伴随产品矩阵的进一步完善及销售端的持续发力，该项业务有望为公司打开新的成长曲线。

图 22: 聚水潭产品矩阵涵盖多款运营软件



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 23: 购买两款及以上产品客户比例持续抬升



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

(四) AI应用突破趋势下, 聚水潭等多平台第三方SaaS工具有望受益

AI 应用正在加速突破, 各大电商平台将围绕“AI+生态闭环”展开更高维度竞争。近期, 阿里正式推出千问 APP, 已能够在手机端直接调用淘宝体系的页面与功能; 而豆包手机作为字节系的 AI 原生设备, 其系统级模型具备跨应用调用与自动化工作流程能力, 正在重塑业务流程。这些趋势共同指向了一个方向, 即AI正从单点工具向超级App演进。在此趋势下, 各大电商平台通过 AI 加速构建各自的服务闭环, 竞争态势加剧。

图 24: 千问APP可直接调用淘宝功能



数据来源: 千问 APP, 广发证券发展研究中心

聚水潭等多平台第三方SaaS工具有望受益。随着平台差异化竞争增强，商家需要中立、跨平台的工具来平衡多个生态。因此，在新的竞争格局下，一个技术能力强、生态中立、覆盖多平台的第三方 SaaS 服务商将获得更高的稀缺性和议价能力。聚水潭在此趋势中有望直接受益，业绩弹性增强。

三、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

收入预测:

1. **SaaS业务:** 公司是国内电商SaaS ERP市场的龙头, 享受行业增长与渗透率提升双重红利, 经营质量可观。伴随老客的复购与新客户的持续导入, 23-24年营收同比+35%/31%。公司未来将积极出海, 发力增值软件业务, 有望打开新成长曲线。预计25-27年收入增速分别为26%/22%/19%。随着来自现有客户营收占比提升(现有客户相关的实施服务成本明显低于新客户), 毛利率有望持续改善, 预计25-27年毛利率分别为75%/78%/80%。
2. **出售配套设备:** 为支持客户的运营, 让其更好地使用公司产品, 公司销售PDA在内的若干电商设备。该业务体量与占比较小, 并非公司的主营业务, 23-24年营收维持在千万元量级, 预计25-27年收入与毛利率保持稳定。
3. **营销服务费业务:** 公司通过销售人员为联营公司所提供的线下门店管理等SaaS产品提供营销服务, 并相应地收取佣金, 因此由联营公司业务进展所驱动, 23-24年营收同比+25%/55%。该业务基数较小, 增速较快, 预计25-27年收入增速分别为50%/30%/20%, 毛利率保持稳定。

费用率预测:

1. **销售费用率:** 公司销售及营销开支主要为销售人员绩效薪酬, 其中薪资包含固定薪资及绩效薪酬(根据其销售流水计算)。考虑到未来现有客户收入占比提升(销售人员从现有客户获得的续订绩效薪酬相对更低)以及交叉与追加销售的增加, 公司销售及营销效率有望持续提高。预计25-27年销售费用率分别为34.00%/31.00%/28.00%。
2. **管理费用率:** 公司2023年管理费用增加主要受到上市开支以及向管理人员支付的一次性奖励影响。预计后续管理人员数量较保持相对稳定, 伴随营收规模持续提升, 管理费用率有望摊薄, 预计25-27年公司管理费用率分别为13.00%/7.50%/7.00%(2025年考虑到上市费用影响)。
3. **研发费用率:** 公司研发费用主要为研发人员薪酬, 伴随技术基础设施及研发能力的提升, 公司有望提升产品功能模块化能力, 降低开发成本, 研发费用率有望摊薄。预计25-27年研发费用率分别为22.00%/21.00%/19.00%。

表 3: 公司详细业务拆分预测表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
SaaS					
营业收入 (百万元)	670	878	1,102	1,346	1,608
YoY	35%	31%	26%	22%	19%
毛利率	63%	70%	75%	78%	80%
出售配套设备					
营业收入 (百万元)	18	18	18	18	18
YoY	1%	1%	0%	0%	0%
毛利率	28%	34%	30%	30%	30%
营销服务费					
营业收入 (百万元)	9	14	20	27	32
YoY	25%	55%	50%	30%	20%
毛利率	53%	71%	70%	70%	70%
整体					
营业收入 (百万元)	697	910	1141	1391	1658
YoY	33%	30%	25%	22%	19%
毛利率	62%	69%	74%	77%	79%

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 投资建议

公司作为国内最大的电商SaaS ERP提供商,以聚水潭SaaS ERP为核心,集成了订单管理(OMS)、仓储管理(WMS)、采购管理(PMS)、分销管理(DMS)等系统,并围绕核心ERP,延伸出聚胜算、聚货通、聚工单、聚财快等工具,形成一站式服务矩阵。我们预计2025-2027年公司营业收入分别为11.4/13.9/16.6亿元,归母净利润分别为0.7/3.5/5.2亿元。

从产品化属性以及行业驱动力出发,我们选取光云科技、金山办公这两家公司作为可比公司。光云科技为电商服务与工具类软件的提供商,深耕阿里生态(淘宝、天猫等),核心产品包括超级店长(店铺综合管理工具)、快递助手(批量打单发货)、快麦ERP(针对中大型商家的ERP系统)等,受益于电商 SaaS 的渗透率稳步提升。金山办公则是国内领先的办公软件和服务提供商,其业务已从单一的工具软件,发展为覆盖个人与组织、融合AI与协作的一站式智能办公生态,具备高度产品化能力与显著订阅模式优势,在办公数字化、企业数字化建设趋势下享有强产品壁垒带来的高估值溢价。

在估值方法选择上,考虑到公司产品化程度较高、SaaS 模式具备可复制性和规模扩张效应,我们选取 PS 估值法。公司覆盖电商运营全链路,是商家经营的中枢,具备更高的粘性与续费可预测性, LTV/CAC持续抬升。此外,客户扩展与交叉变现能力强,可以在已有电商SaaS ERP客群中推广聚胜算、聚货通等电商运营SaaS工具, ARPU 改善路径明确。相较于光云科技,公司增长节奏更优,平台依赖度更低,而金山办公因其产品力较强且 SaaS 模式成熟,在行业中享有一定稀缺性溢价。综

合考虑，我们给予公司2026年12xPS，合理价值42.09港元/股，给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	收入(亿元)			PS估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
光云科技	688365.SH	电商SaaS	71	5	6	7	15	12	10
金山办公	688111.SH	办公软件	1371	51	60	71	27	23	19

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 盈利预测来自 Wind 一致预测, 收盘价截至 2025.12.11

四、风险提示

（一）市场竞争加剧

随着电商 SaaS ERP 赛道进入成熟阶段，行业内玩家数量持续增加，各公司为了争夺存量客户与新增商家，或将在价格、服务组合以及渠道合作等方面探索更灵活的策略，例如推出阶段性优惠、丰富增值服务体系、优化渠道激励机制等。这些动作在提升产品竞争力和用户体验的同时，可能对行业整体的客单价与获客成本带来一定影响。

（二）客户支出意愿下滑

受国内外经济周期波动、消费信心变化、跨境贸易环境不确定性等因素影响，中小商家在数字化工具方面的预算呈周期性收缩趋势。部分商家为降低运营成本，或将延后软件续费或选择更低价替代方案。

（三）电商行业格局变化

电商行业本身处于持续演化过程中，包括平台规则调整、流量分配机制变化、直播电商兴起、新型内容电商崛起等。若主要电商平台改变商家运营策略、技术接口或对第三方 SaaS 服务施加新的限制，公司现有产品功能可能需要快速适配，研发投入与运营成本可能上升。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	1,149	1,580	3,612	4,300	5,236
现金及现金等价物	897	1,085	3,006	3,572	4,276
应收账款及票据	4	5	6	7	9
存货	0	1	1	1	1
其他	247	489	600	720	950
非流动资产合计	594	635	720	741	783
固定资产净值	6	4	4	4	4
长期投资	231	206	285	300	325
商誉及无形资产	32	19	11	6	3
其他	325	406	420	430	450
资产总额	1,743	2,215	4,332	5,041	6,018
流动负债合计	4,419	4,698	1,841	2,146	2,552
短期借款	0	0	10	10	10
应付账款及票据	1	1	1	1	2
其他	4,418	4,697	1,830	2,135	2,540
非流动负债合计	997	1,167	1,200	1,250	1,300
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	997	1,167	1,200	1,250	1,300
总负债	5,416	5,865	3,041	3,396	3,852
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	-3,667	-3,641	-1,377	-1,025	-504
其他	0	0	2,675	2,675	2,675
归母权益总额	-3,667	-3,641	1,298	1,650	2,172
少数股东权益	-7	-8	-7	-6	-5
股东权益合计	-3,673	-3,649	1,291	1,644	2,167
负债及股东权益合计	1,743	2,215	4,332	5,041	6,018

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	697	910	1,141	1,391	1,658
营业成本	263	287	294	317	344
毛利	435	623	847	1,074	1,314
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	344	370	388	431	464
行政管理费用	131	90	148	104	116
研发费用	234	240	251	292	315
其他营业费用合计	1	0	0	0	0
营业利润	-276	-78	59	247	419
利息收入	7	6	31	49	59
利息支出	14	1	0	0	0
权益性投资损益	-18	-4	1	0	0
其他非经营性损益	35	15	20	20	20
除税前利润	-490	-80	37	316	497
所得税	0	-90	-37	-38	-25
合并净利润	-490	11	75	353	522
少数股东损益	-3	-2	1	1	1
归母净利润	-487	12	74	352	521

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	210	279	230	525	683
合并净利润	-490	11	75	353	522
折旧与摊销	21	16	10	8	7
营运资本变动	409	309	165	184	173
其他非经营性调整	268	-59	-20	-20	-20
投资活动现金流净额	281	-77	-41	42	21
处置固定资产收益	0	0	20	20	20
资本性支出	0	0	-2	-3	-4
投资资产支出	277	24	-79	-15	-25
其他	4	-101	20	40	30
融资活动现金流净额	-21	-13	1731	0	0
长期债权融资	-12	-12	-469	0	0
股权融资	141	0	2191	0	0
支付股利	-143	0	0	0	0
其他	-6	-1	10	0	0
现金净增加额	471	188	1,920	567	704
期初现金余额	427	897	1,085	3,006	3,572
期末现金余额	897	1,085	3,006	3,572	4,276

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	33.3%	30.5%	25.4%	21.9%	19.2%
营业利润增长率	-26.2%	-71.9%	-176.5%	315.9%	69.9%
归母净利润增长率	-3.7%	-102.5%	507.5%	377.4%	47.9%
获利能力					
毛利率	62.3%	68.5%	74.2%	77.2%	79.3%
净利率	-70.3%	1.2%	6.6%	25.4%	31.5%
ROE	13.3%	-0.3%	5.7%	21.4%	24.0%
偿债能力					
资产负债率	310.7%	264.7%	70.2%	67.4%	64.0%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
流动比率	0.3	0.3	2.0	2.0	2.1
利息保障倍数	-18.9	-61.7	532.5	888.4	1463.0
营运能力					
应收账款周转天数	1.8	1.9	1.9	1.9	2.0
存货周转天数	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应付账款周转天数	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
每股指标					
每股收益	-	-	0.17	0.81	1.19
每股净资产	-	-	2.96	3.77	4.97
每股经营现金流	-	-	-6.68	1.20	1.57
估值比率					
PE	-	-	161.0	33.7	22.8
PB	-	-	9.2	7.2	5.5
EV/EBITDA	-	-	98.9	30.4	17.1

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：高级研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：高级研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。