

中美电商 SaaS 行业对比研究：全渠道及数字化趋势下，国内电商 SaaS 潜力加速释放

全球 SaaS 云计算系列报告 32 | 2020.10.22

中信证券研究部



许英博
首席科技产业
分析师
S1010510120041



陈俊云
前瞻分析师
S1010517080001

核心观点

参照美国电商 SaaS 行业发展，品牌商全渠道布局及数字化升级为中美电商 SaaS 行业发展核心驱动之一。伴随着国内市场电商流量来源泛化趋势以及线上门店数字化建设需求的提升，我们测算，预计电商+线下门店 SaaS 潜在市场空间约 760~1140 亿元。我们建议关注国内合作生态完善、技术优势强劲、销售网络广阔、客户规模稳定增长的头部企业，推荐微盟集团（02013.HK）及中国有赞（08083.HK）。

报告缘起：在技术、政策、互联网巨头的多重推动下，国内电商 SaaS 产业预计步入发展新周期，而电商零售 SaaS 是目前国内第一大行业垂直类 SaaS 领域（占比约 26%）。美国 SaaS 产业整体领先中国 5~10 年左右时间，过去 10 年美国市场诞生出 Shopify、Magento、BigCommerce 等多个电商 SaaS 头部企业，针对中美电商 SaaS 行业、公司的对比研究，对国内电商 SaaS 产业发展及对相关公司投资具备较强借鉴意义。

美国市场：全渠道与数字化为核心价值，头部电商 SaaS 蕴含电商平台估值。电商 SaaS 的核心价值在于帮助品牌商全渠道的流量布局及管理，并实现产品、营销、用户等多链路的数字化，持续优化品牌经营。随着电商 SaaS 产品的成熟，Shopify 等公司不断拓展支付、物流、金融等业务生态及社交平台等流量合作生态，由工具型产品转型平台型产品，与 GMV 高相关的盈利模式为公司带来长期的高景气度。收入结构上，Shopify 增值服务收入占比由 2012 年的 19% 持续提升至 2020H1 的 68%，GMV 相关收入占比的持续提升，带动市场对于 Shopify 的估值隐含 DTC 电商时代下电商平台龙头的预期。截至 2020 年 10 月 20 日，Shopify 的市值达到 1,286 亿美元，对应 2021 年 PS 高达 38x，远高于 SaaS 公司的平均水平（12-15x）。

国内外异同：行业发展驱动一致，增值业务拓展及商户潜力有所差异。与美国相似，国内市场商户选择电商 SaaS 的核心驱动在于：1）更低的开店成本；2）全渠道布局；3）数据资产沉淀。但由于国内互联网巨头的封闭性、电商产业链布局完善等原因，国内电商 SaaS 公司较难拓展电商类平台及更多的业务生态，借鉴 Shopify 由工具型转型为平台型仍存较大障碍。此外，国内商户较低的利润率、较高的闭店率，导致 LTV/CAC 相对较低。2019 年，Shopify/BigCommerce/微盟集团/中国有赞 LTV/CAC（LTV 为毛利润/流失率，CAC 为销售费用/新客）分别为 3.5/4.4/2.2/1.4（各公司公告），我们预计未来伴随国内 SaaS 公司大客占比的持续提升，LTV/CAC 有望持续改善。

国内趋势：受益于电商流量来源泛化趋势，国内电商 SaaS 前景广阔。根据艾瑞咨询数据，预计 2020 年社交电商/直播电商 GMV 有望达 2.5/1.2 万亿（yoy+78.2%/156.3%），网零占比分别为 22.0%/10.2%。腾讯、快手、头条等互联网巨头加速入场电商赛道，电商流量来源泛化趋势带动国内品牌商多渠道流量布局运营的需求提升，叠加线下门店数字化建设发展趋势，我们测算，预计电商+线下门店 SaaS 潜在市场空间约 760~1140 亿元，电商 SaaS 行业有望持续维持高速增长态势。

风险因素：超级 App 官方平台工具竞争风险；受宏观经济影响，客户拓展及续约情况不及预期；经营现金流持续流出及亏损，长期融资需求较高。

投资策略。我们建议关注合作生态完善、技术优势强劲、销售网络广阔、客户规模稳定增长的头部企业，建议投资者重点关注以 SaaS+精准营销双轮驱动，线下零售、餐饮布局完善的微盟集团（02013.HK），以 SaaS+支付为基础打造商业闭环、合作生态拓展持续领先的中国有赞（08083.HK）。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (x)			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
微盟集团	10.54	0.03	0.06	0.11	276.7	152.8	89.4	买入
中国有赞	2.05	-0.03	-0.03	-0.02	N/A	N/A	N/A	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 21 日收盘价

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



目录

报告缘起：为什么研究电商 SaaS？	1
美国市场：电商 SaaS 核心价值为全渠道及数字化	2
行业发展：DTC 带动电商 SaaS 崛起，全渠道及一站式解决方案成就繁荣	2
竞争格局：头部集中度持续提升，长期生态建设决定核心竞争力	6
增长策略：横向拓展全球市场，纵向完善业务生态提升货币化率	8
异同对比：发展驱动一致，巨头环境及商户潜力不一	10
相同之处：全渠道布局管理及数字化建设需求趋同	10
主要差异：国内互联网巨头压力较大，中小商户续约潜力较小	13
国内趋势：流量格局变化迎新机遇，数字化建设大势所趋	19
行业趋势：社交及内容平台持续加码电商，电商 SaaS 迎发展新机遇	19
竞争格局：巨头入场解决长尾开店需求，头部 SaaS 集中度仍有提升空间	21
增长趋势：横向拓展分销，纵向深耕线下垂直大客领域	24
风险因素	26
投资建议	26
微盟集团（02013.HK）：智慧零售爆发式增长，大客战略持续推进	28
中国有赞（08083.HK）：业绩提速，电商 SaaS 龙头持续领跑	29

插图目录

图 1：中美企业信息化发展阶段示意图	1
图 2：中美企业信息化发展阶段	1
图 3：2010-2022E 美国电商销售额及渗透率变化（亿美元）	2
图 4：传统品牌时代（1879-2010）	3
图 5：DTC 品牌时代（2010 年以后）	3
图 6：NIKE DTC 营业收入及变化（亿美元）	3
图 7：美国 DTC 模式销售额及变化	4
图 8：美国 DTC 模式消费者及变化	4
图 9：Magento Commerce、Shopify、BigCommerce 建站数量变化情况	4
图 10：Shopify 近 5 年推动平台生态体系建设相关新业务、合作与并购开展情况	5
图 11：Shopify 全球商户数量及增长情况	6
图 12：Shopify 全球 GMV 及增长情况	6
图 13：Shopify 营收结构变化	6
图 14：Shopify 股价走势（截至 2020 年 10 月 20 日）	6
图 15：Shopify MRR 变化情况及大客 MRR 占比	8
图 16：BigCommerce ARR 变化情况及大客 ARR 占比	8
图 17：2020 年全球电商软件市场结构（按地区）	8
图 18：2020-2024 年全球电商软件市场 CAGR 增速（按地区）	8
图 19：Shopify 收入结构（按地区）	9
图 20：BigCommerce 收入结构（按地区）	9
图 21：Shopify 分业务收入同比增长贡献	10
图 22：BigCommerce 分业务收入同比增长贡献	10
图 23：Shopify Balance	10
图 24：Shop Pay Installments	10
图 25：亚马逊卖家面临主要问题	11
图 26：2019 商业 SaaS 与国内主要电商平台的货币化率对比	11
图 27：DTC 品牌主要通过社交媒介、内容营销触达消费者	12
图 28：DTC 品牌主要获客渠道	12
图 29：第三方服务商提供的全渠道流量平台管理示意	12
图 30：中国网民商品信息来源	12
图 31：传统电商与社交电商的信息分发对比	13
图 32：传统电商与社交电商的购买转化率	13
图 33：2019 美国电商平台市场 GMV 份额	14
图 34：2019 中国电商平台市场 GMV 份额	14
图 35：美国线上消费者认为购买前最有可能找到有效产品信息的渠道	14
图 36：淘宝限制百度搜索后变化/淘宝限制微信后变化	15
图 37：Shopify 商户代表性销售渠道	15
图 38：国内去中心化电商 SaaS 主要对接去中心化平台	16
图 39：2020Q1 中国第三方移动支付交易规模市场份额	17
图 40：Shopify Cohort 分析	18
图 41：BigCommerce NRR 变化	18
图 42：微盟集团付费用户流失率变化情况	18
图 43：2019 年中国有赞付费商户续约率情况	18

图 44: 各公司 LTV/CAC 比较	19
图 45: 社交电商市场规模及预测	20
图 46: 直播电商市场规模及预测	20
图 47: 微盟集团电商 SaaS 核心功能	21
图 48: 微信小商店界面示例	21
表 49: 微信小商店和微盟微商城的功能对比	22
图 50: 微盟、有赞相关培训课程及案例等	23
表 51: 微信小商店接入服务商可提供的服务类型	23
图 52: 微信小商店预计将开放更多服务端接口	23
图 53: 微盟集团付费商户数及增长情况	24
图 54: 中国有赞付费商户数及增长情况 (家)	24
图 55: 快手直播带货商品月度总销售额 (亿元) (有赞分销接入)	24
图 56: 微盟集团分销平台供货商及分销商权益	24
图 57: 2015-2022 年中国中小企业数字化升级服务市场规模	25
图 58: 国内中小企业 SaaS 市场空间测算	25
图 59: 微盟集团智慧零售付费商户及 ARPU	26
图 60: 微盟集团智慧餐饮付费商户及 ARPU	26

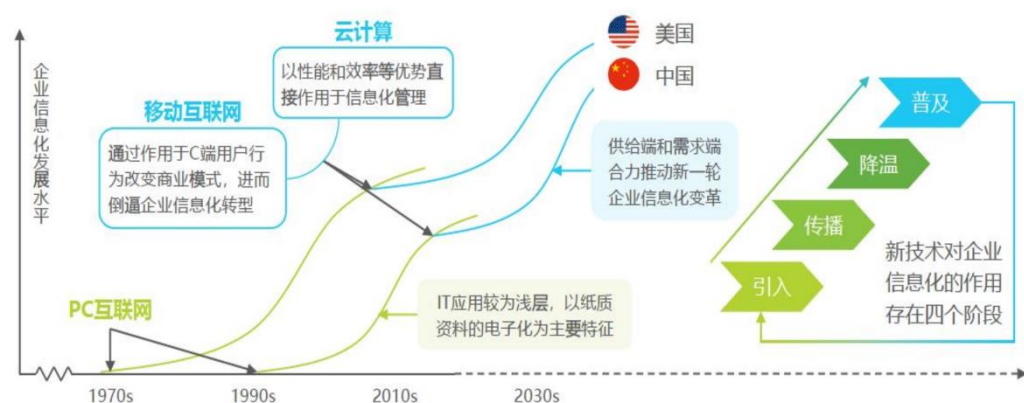
表格目录

表 1: 部分电商 SaaS 服务产品定价对比	7
表 2: 亚马逊平台部分商品销售扣点率	11
表 3: 部分国家 Shopify Payments 支持的付款方式	16
表 4: 国外主流支付方式手续费扣点率	17
表 5: 非电商互联网平台电商布局	19
表 6: 微盟集团近三年投资并购项目	26
表 7: 重点公司财务数据及盈利预测	27
表 8: 微盟集团重点财务数据及盈利预测	28
表 9: 中国有赞重点财务数据及盈利预测	29

■ 报告缘起：为什么研究电商 SaaS？

技术驱动下，中国 SaaS 行业进入发展新周期。随着国内移动互联网、大数据、云计算等新兴技术不断发展，C 端互联网红利见顶，国内互联网巨头相继入局企业服务市场。在资本与政策的推动下，国内企业将进入新一轮数字化升级浪潮，中小企业有望通过 SaaS 实现营销、经营、管理等多方面的数字化升级，降低经营成本并提升经营效率。

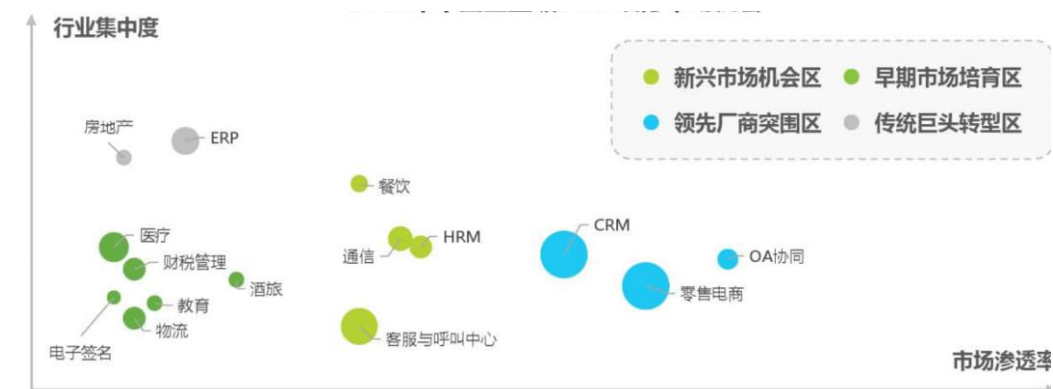
图 1：中美企业信息化发展阶段示意图



资料来源：艾瑞咨询

从 SaaS 细分市场来看，根据艾瑞咨询数据，2018 年，零售电商类 SaaS 在行业垂直型 SaaS 中市占率最高，达 26%，市场增速达 66.2%。社交电商、新零售等新兴业态的发展驱动国内零售电商 SaaS 持续维持高增长态势。我们认为，零售电商受互联网影响更为深远，在资本及技术的加持下，渗透率远高于其他细分领域。同时，随着市场教育程度的不断提升，零售电商类 SaaS 公司有望持续快速获客，并提升品牌效应，有望成为首批跑出的 SaaS 公司。过去 10 年，美国市场率先跑出 Shopify、Magento、BigCommerce 等多个电商 SaaS 头部企业，针对中美电商 SaaS 行业、公司的对比研究，对国内电商 SaaS 产业发展及对相关公司投资具备较强借鉴意义。

图 2：中美企业信息化发展阶段



资料来源：艾瑞咨询 注：气泡大小代表市场规模

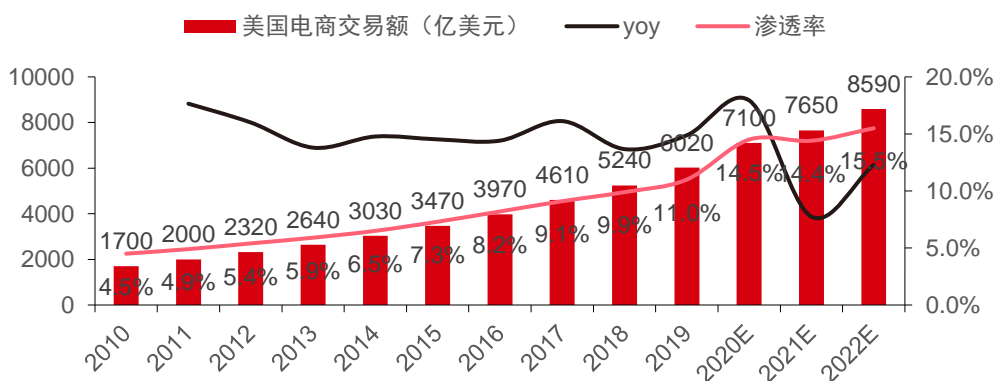
■ 美国市场：电商 SaaS 核心价值为全渠道及数字化

行业发展：DTC 带动电商 SaaS 崛起，全渠道及一站式解决方案成就繁荣

工具阶段：电商市场持续稳健发展，DTC 模式的兴起带动电商 SaaS 的崛起

美国电商市场维持稳健增长，过去十年 CAGR 达 15.1%。根据 eMarketer 数据及预测，2010-2019 年，美国零售电商销售额十年 CAGR 达 15.1%；2020-2022 年，美国零售电商销售额将达 0.71 万/0.77 万/0.86 万亿美元，CAGR 为 12.6%。渗透率方面，随着互联网的快速发展，2010-2019，美国电商零售渗透率从 4.5%增长至 11.0%，预计 2022 年达到 15.5%。我们认为，技术进步带来电商效率及体验的提升，有望长期驱动行业维持稳健增长态势。

图 3：2010-2022E 美国电商销售额及渗透率变化（亿美元）

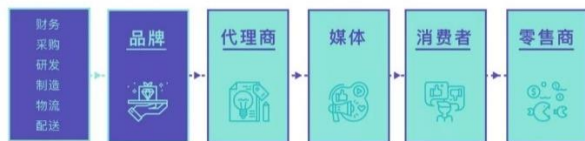


资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

伴随电商及互联网科技的不断成熟，DTC 电商模式快速崛起。Direct-to-Consumer 简称 DTC，指品牌商移除第三方销售渠道等中间商，通过官网等独立销售渠道直接面向消费者的模式。伴随着互联网的高速发展，社交电商、内容营销的不断成熟，欧美市场从 2010 年左右开始不断涌现出大量 DTC 品牌商，其主要特点是从细分垂直领域突破、依托社交媒体进行推介和引流、精准解决用户长尾需求、注重品牌和消费体验及数据驱动等，代表品牌公司主要包括 Shein、Warby Parker、Casper、Glossier、Allbirds 等。

除了新生的 DTC 品牌以外，传统品牌巨头 NIKE 等也将品牌战略中心转移至 DTC 上。FY2020 年，NIKE DTC 销售收入达 123.8 亿美元，同比增长 5.4%。2019 年 12 月，NIKE 停止在亚马逊（Amazon）平台上直接销售产品，并持续缩减中间零售商数量，加大力度通过互联网和直营零售渠道直接面向消费者销售产品。

图 4：传统品牌时代（1879-2010）



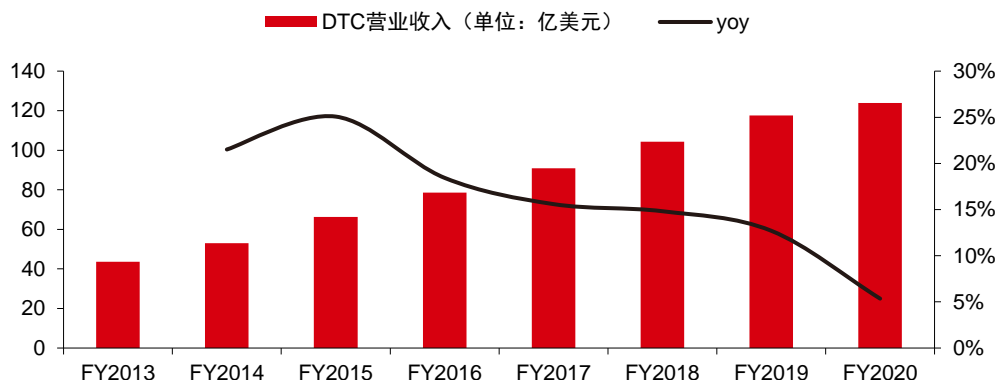
资料来源：品牌星球

图 5：DTC 品牌时代（2010 年以后）



资料来源：品牌星球

图 6：NIKE DTC 营业收入及变化（亿美元）

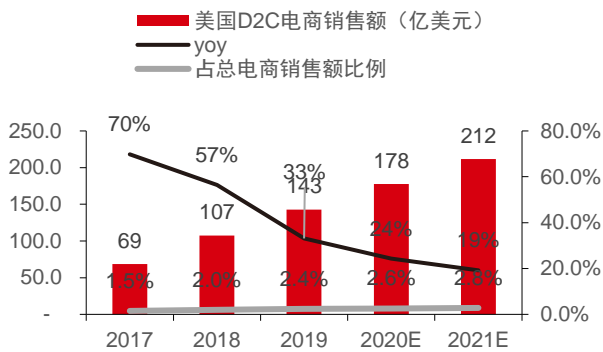


资料来源：NIKE 公司公告，中信证券研究部

我们认为，DTC 相对于传统电商模式的优势在于：1）获客上，区别于层层分销的传统模式，DTC 利用社交媒体，以内容营销的模式，从而帮助品牌商降低获客及销售成本；2）转化上，品牌商能实现对消费者的直接触达，便于提升销售转化率及复购率，加强私域流量运营；3）数据上，品牌方拥有消费者的浏览及购买行为数据，便于个性化推送；4）体验上，DTC 模式下品牌方可以提供更多的定制化服务，有助于提升消费者购物体验。

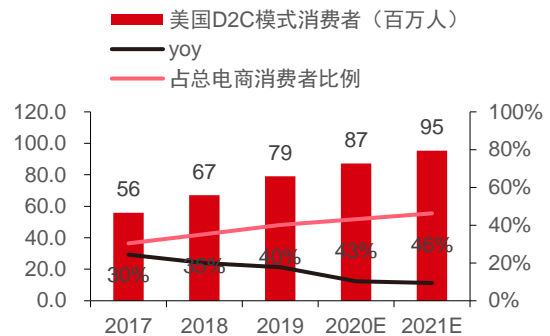
随着 DTC 模式的快速发展，预计 2022 年消费者突破 1 亿人。DTC 模式销售额从 2010 年兴起后便不断快速发展，根据 eMarketer 数据，2016-2019 年，DTC 电商销售额的增速是电商整体大盘增速的 3-6 倍，随着行业竞争加剧以及行业不断的成熟，预计 2020 年美国 DTC 市场规模有望达 177.5 亿美元，同比增长 24.3%，占整体电商大盘的 2.6%。尽管目前大盘占比相对较低，但 DTC 较多品牌商议案开始从线上渗透至线下，门店销售也成为部分 DTC 品牌的销售驱动。同时，DTC 模式也更广泛的被消费者所接受，eMarketer 预计 2020 年有 8730 万消费者通过 DTC 模式（品牌自建网站或 APP）网购，占全网网购消费者的 43%；ARPU 值方面，预计 2020 年 DTC 消费者年花费 203 美元，同比增长 12.7%。根据 eMarketer 数据，预计 2022 年 DTC 消费者有望突破 1.0 亿人。

图 7：美国 DTC 模式销售额及变化



资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

图 8：美国 DTC 模式消费者及变化

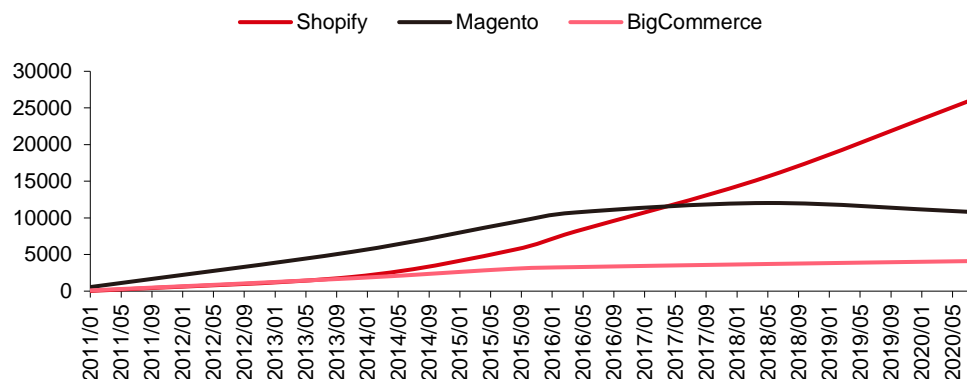


资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

考虑到 DTC 品牌诞生于互联网，主要以互联网触达消费者并通过数据积累提升销售效率。但 DTC 品牌创立之初，一方面没有较多的资源来铺设销售渠道，另一方面直接入驻亚马逊等中心化平台能够积累和获取的资源相对有限。

伴随着美国 DTC 模式的快速发展，电商 SaaS 服务商顺势崛起。对于 DTC 品牌商而言，电商 SaaS 是以较低的成本实现建站并拥有数据所有权的更好选择。目前主流的电商 SaaS 工具包含 Magento Commerce、Shopify、SAP Hybris、Salesforce Commerce Cloud、BigCommerce 和 WooCommerce 等。SaaS 服务商可帮助商户建立自己的品牌网站及流量入口，分析数据辅助经营决策，沉淀及运营私域流量以实现与顾客的深度互动、精准营销及品牌建设，同时节省了独自开发和运营的成本，技术门槛较低，能够更好地满足客户需求，成为品牌商拓展 DTC 模式的首选工具。根据品牌星选统计数据，海外关注度 TOP100 中品牌中，超过 40%均是通过 Shopify 建站支持。根据 IDC，2019 年全球电商软件应用市场（含传统和 SaaS）为 47 亿美元，预计 2024 年增长至 78 亿美元，CAGR 达 11%。

图 9：Magento Commerce、Shopify、BigCommerce 建站数量变化情况



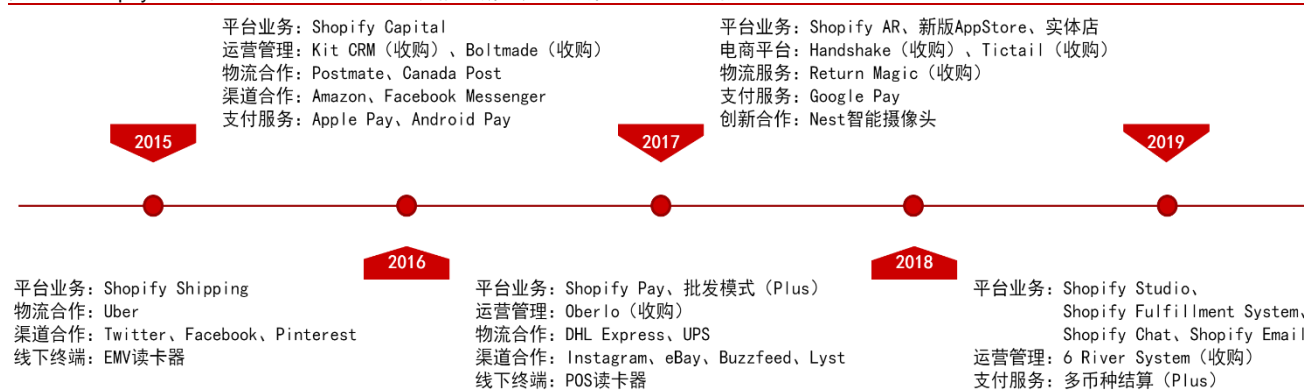
资料来源：Builtwith，中信证券研究部

平台阶段：电商 SaaS 由工具转向平台，不断完善生态成长为 DTC “电商平台”

工具型产品转型平台型，全渠道流量管理及电商生态业务的不断完善。DTC 快速发展背景下，美国电商 SaaS 平台得以快速发展。随着平台的不断成熟，Shopify、BigCommerce 等公司，一方面开始接入多个平台，帮助品牌商获取更多流量触点，另一方面也开始接入支付、物流、CMS 等多个产品，从工具型产品转型为平台型应用，提升品牌商经营效率。

以 Shopify 为例，2013 年及之前，公司愿景为“Making It Easy For Anyone To Create A Beautiful And Powerful Online Store”。2013 年之后，公司发布 Shopify Payments，同时 2014 年，公司将愿景修改为“To Make Commerce Better For Everyone”。之后，Shopify 不断与 Amazon、Facebook、Twitter 等巨头合作，拓宽商户流量触点；另一方面，公司围绕商户营销及经营不断拓展新业务，通过新业务开发、合作和收购的开展情况，在支付、物流、金融、运营管理等相关领域持续投入，旨在把平台建设成一个生态体系，更多赋能商户，提供一站式全方位解决方案。

图 10：Shopify 近 5 年推动平台生态体系建设相关新业务、合作与并购开展情况

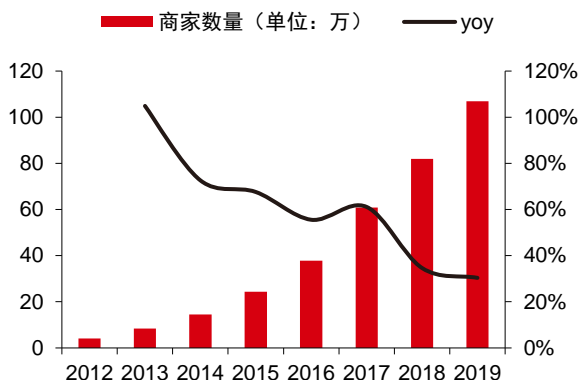


资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

全渠道流量布局及一站式业务生态铸就 Shopify 的繁荣，本质上蕴含 DTC 模式下电商平台巨头的市场预期。受益于多年布局建立的流量平台的合作生态优势、一站式解决方案的业务生态优势，Shopify 的商户规模及营收均持续维持高速增长态势。2019 年，Shopify 付费商户数达 106.9 万家，5 年 CAGR 达 44.8%，2020Q2 收入达 7.14 亿美元，近 3 年收入增速均维持在 43.9% 左右，平台 GMV 达 301 亿美元，近 3 年同比增速维持 52.4%。收入结构上来看，随着 Shopify 业务生态的持续扩张，与 GMV 相关的增值服务收入占比持续提升至 67.6%。

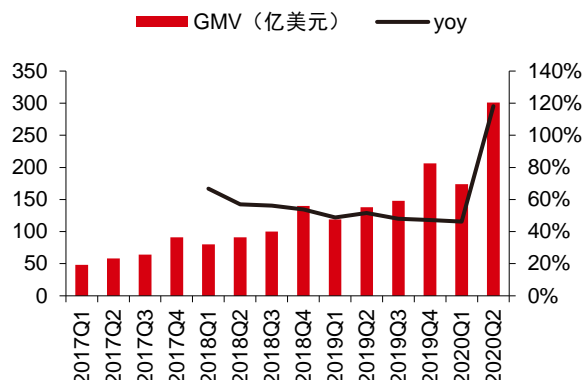
截至 2020 年 10 月 20 日，Shopify 的市值达到了 1,286 亿美元，对应 2021 年 PS 高达 38x，估值高于传统美股 SaaS 公司的平均估值（12-15x）。我们认为，随着 Shopify 业务生态的不断完善，Shopify 的估值隐含了市场对于 Shopify 是 DTC 电商时代下电商平台龙头的预期，也再度验证了电商 SaaS 产业未来持续具备较大发展潜力。

图 11: Shopify 全球商户数量及增长情况



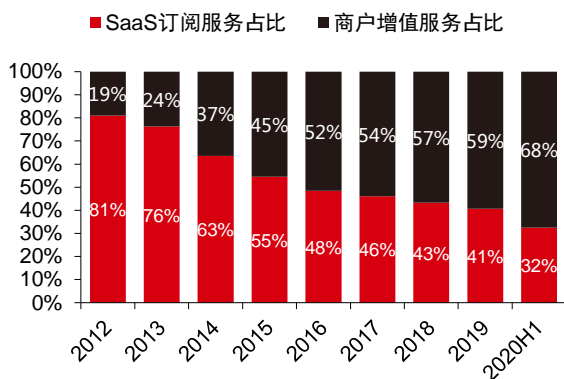
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 12: Shopify 全球 GMV 及增长情况



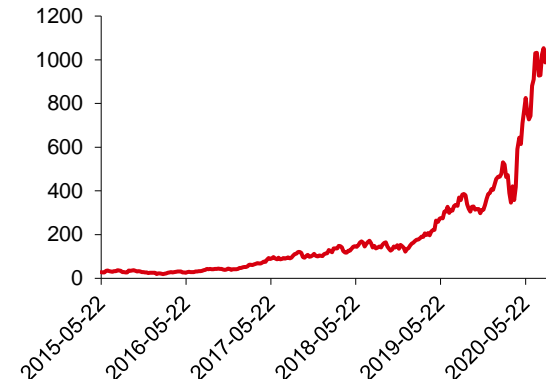
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 13: Shopify 营收结构变化



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 14: Shopify 股价走势 (截至 2020 年 10 月 20 日)

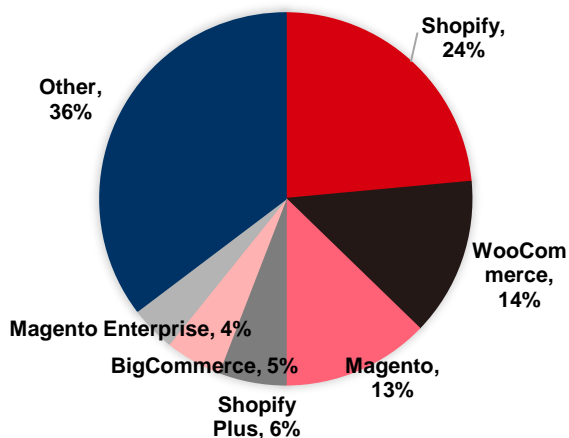


资料来源: Wind, 中信证券研究部

竞争格局: 头部集中度持续提升, 长期生态建设决定核心竞争力

头部及长尾效应明显。根据 BuiltWith 数据显示, 全球有 500 多家提供电商平台的服务商, 行业格局呈现出较强的头部及长尾效应。截至 2020 年 9 月, 前 10 万的电商网站中服务商 CR5 达 62%。定位上, 中型及大型品牌服务商包含 Magento、Salesforce Commerce Cloud、Shopify Plus、BigCommerce 等; 在小型商户市场, 主要服务商为 Shopify 和 WooCommerce。

图 2：流量前 10 万网站的市场份额



资料来源：BuiltWith，中信证券研究部

图 3：电商的 SaaS 服务商竞争格局



资料来源：BuiltWith

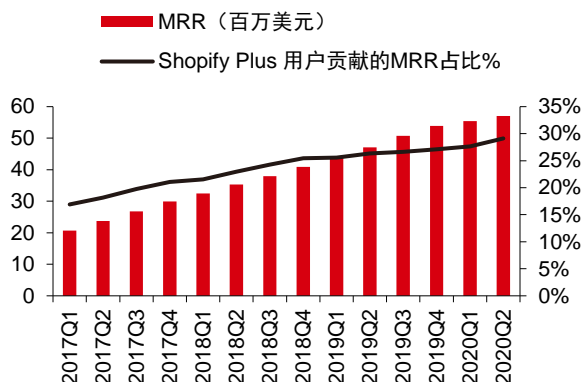
大厂定位不同，寻求差异化竞争。以 Shopify 和 BigCommerce 为例对比，Shopify 主要客户来自中小商户，因此 Shopify 在开发上更加简单易懂，并且较为容易拓展多元的增值业务，一方面增加用户粘性，另一方面为公司创造更多收入，在业务生态上更具优势。而 BigCommerce 定位大型商户，大型商户本身具备一定的技术能力以及常用 CMS 等开放软件，BigCommerce 产品发展则更加聚焦在 API 的接入，在 API 的调用容量及速度上具备一定的竞争优势（每秒钟可以调用 100 余个 API，而 Shopify 每秒能够调用的 API 最大数量为 10 个）。同时，BigCommerce 的大客结构占比相对更高，LTV/CAC 高达 4.4，位于电商类 SaaS 公司较高水平。**我们认为，电商 SaaS 付费商户需求相对多元，且付费粘性较强，未来头部厂商之间的竞争格局预计将相对稳固。**

表 1：部分电商 SaaS 服务产品定价对比

名称	主要目标商户	定价
Shopify	中小商户	套餐月费从\$29、\$79、\$299 到 Shopify Plus \$2000，此外还有个人分销版 Shopify Lite（月费\$8）
BigCommerce	大型商户	套餐月费从\$29.95、\$79.95、\$249.95 到企业版套餐 \$1000
WooCommerce	中小商户	开源版本，免费使用，但根据特定需求产生附加费用
Magento	大型商户	套餐年费从\$22000、\$32000、\$49000、\$75000 到\$125000，此外还有免费版 Magento Community
Demandware	大型商户	按 1~2% GMV 收费

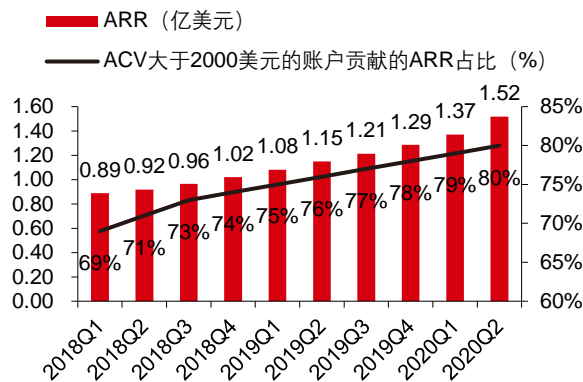
资料来源：Shopify、BigCommerce 等官网，中信证券研究部

图 15: Shopify MRR 变化情况及大客 MRR 占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 16: BigCommerce ARR 变化情况及大客 ARR 占比



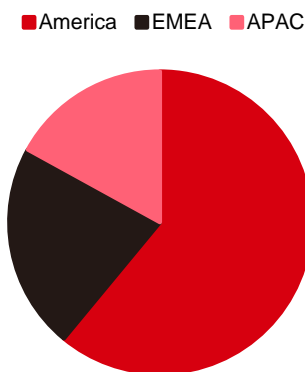
资料来源：公司公告，中信证券研究部

长期来看，生态将是电商 SaaS 服务商的核心竞争优势，头部集中度有望持续攀升。商户使用电商 SaaS 的新驱动：1) 获取更多的流量触点；2) 降费提效；3) 获取消费者数据资产用于私域流量运营。我们认为，拥有更多平台合作的 SaaS 服务商具备更强的流量曝光和营销能力；同时除了建立线上店铺外，目前头部电商 SaaS 服务商还提供支付、物流、CRM 等多种功能，满足商家线上经营商铺的多种需求，吸引到不同类型的商家，同时也能增加平台收入。我们认为，相对于长尾的 SaaS 服务商，头部厂商的合作生态及业务生态的完善，我们预计头部厂商的竞争优势有望持续提升，市场占比也有望进一步扩大。

增长策略：横向拓展全球市场，纵向完善业务生态提升货币化率

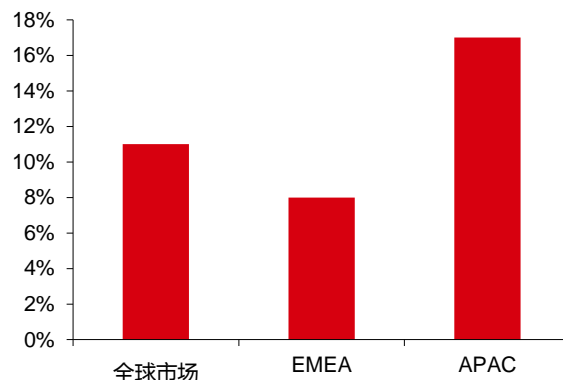
全球电商 SaaS 市场稳健增长，APAC 地区渗透较低且增速相对较快。IDC 预计 2020 年北美、EMEA、APAC 将分别占据全球电商软件市场份额的 61%/22%/17%，增速上，IDC 预计全球电商软件市场 2020-2024 年 CAGR 达 11%，其中 EMEA 及 APAC 地区电商软件市场 CAGR 将分别达 8%/17%，亚太市场仍存较大发展潜力。

图 17: 2020 年全球电商软件市场结构（按地区）



资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

图 18: 2020-2024 年全球电商软件市场 CAGR 增速（按地区）



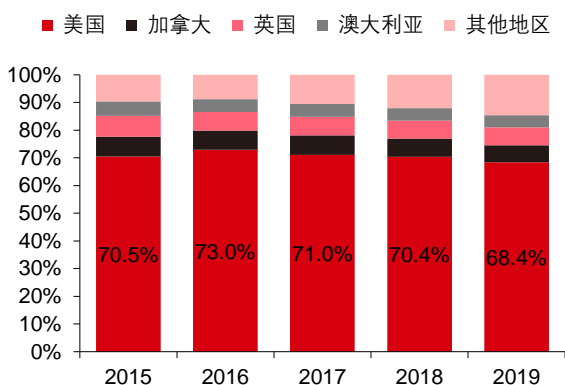
资料来源：IDC（含预测），中信证券研究部

我们认为，北美电商 SaaS 产品相对成熟，随着北美市场逐渐成熟，未来拓展全球市场将成为北美电商 SaaS 公司核心增长策略之一。

产品方面，2019 年，Shopify 已经实现 20 种语言的支持，并提供翻译 API 帮助商户对外扩张；Shopify Payments 目前也已推广至 13 个国家，同时提供多币种结算服务，方便商户进行海外销售；平台商户已经遍布全球 175 个国家和地区。BigCommerce 同样也为 120 多个国家的 60,000 家在线商店提供服务。

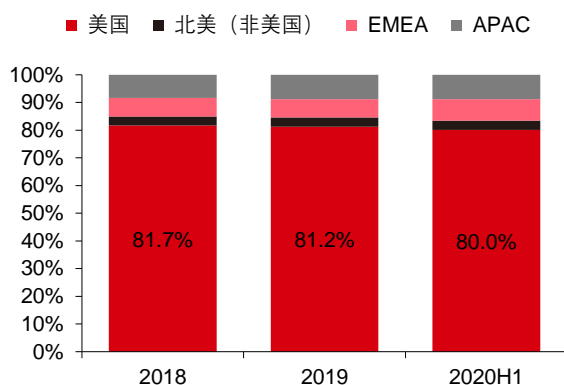
收入方面，2019 年，Shopify 美国/英国/加拿大/澳大利亚/其他收入占比分别为 68.4%/6.6%/6.1%/4.3%/14.6%（同比变化 -2%/+0.1%/-0.5%/-0.2%/2.5%）；BigCommerce 在美国/北美（除美国外）/EMEA/APAC 等地区收入占比分别为 81.2%/3.4%/6.6%/8.8%（同比变化-0.4%/+0.1%/-0.1%/0.4%）。

图 19: Shopify 收入结构（按地区）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 20: BigCommerce 收入结构（按地区）

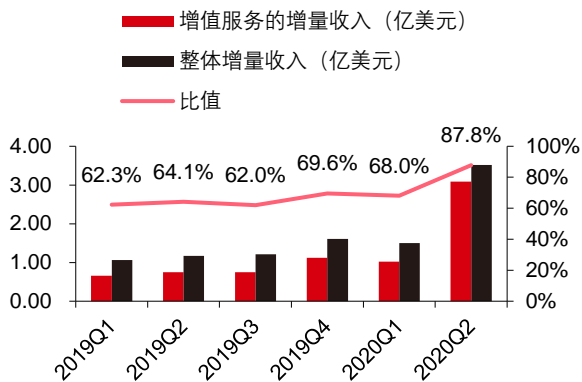


资料来源：公司公告，中信证券研究部

持续拓展业务生态，建立多元与 GMV 相关的盈利模式为增长策略之二。随着商户数量增长的放缓，货币化率提升成为驱动电商 SaaS 收入增长的核心驱动。从货币化率提升方式上，建立与 GMV 相关的多元盈利模式相比提价更容易被付费商户接受。从收入增长贡献上来看，2020Q2，Shopify 增值业务贡献 87.8%的收入同比增量，BigCommerce 技术合作收入增量贡献也达 58.1%，GMV 相关收入逐渐成为电商 SaaS 平台核心增长驱动。

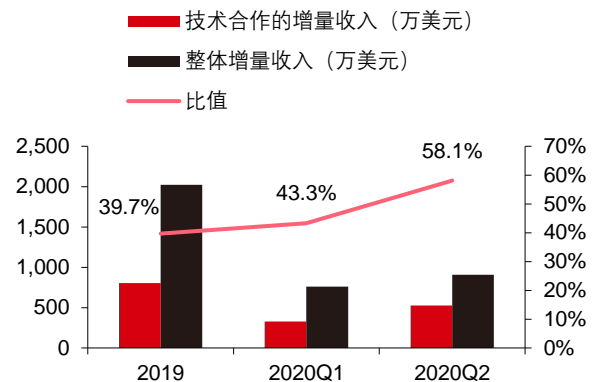
从业务上来看，Shopify 除了原有的支付、物流、金融业务外，2020Q2 公司通过线上 Reunite 活动，宣布推出 Shopify Balance、Shop Pay Installments 等产品和服务，进一步丰富增值服务业态。Shopify Balance 包含 Balance 账户及 Balance Card，主要是针对于商户提供付款、现金流管理，同时 Balance Card 也能用作日常消费及提现。Shop Pay Installments 主要为消费者提供分期付款等支付方式，预计年底将于美国上线。我们认为，随着 Shopify Fulfillment Network, 6 River Systems, Shopify Balance 等业务的持续发展，一方面持续提升公司竞争壁垒，另一方面提升公司增值业务收入及用户粘性。

图 21: Shopify 分业务收入同比增长贡献



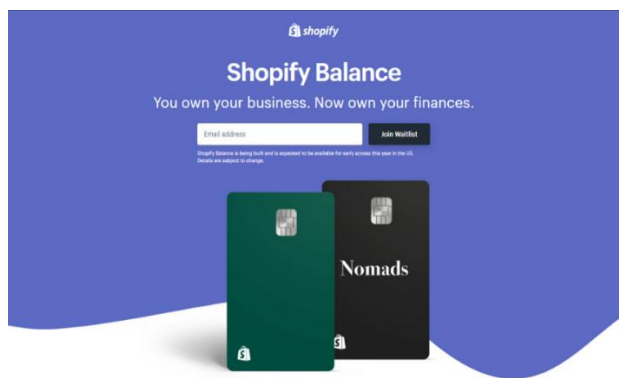
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 22: BigCommerce 分业务收入同比增长贡献



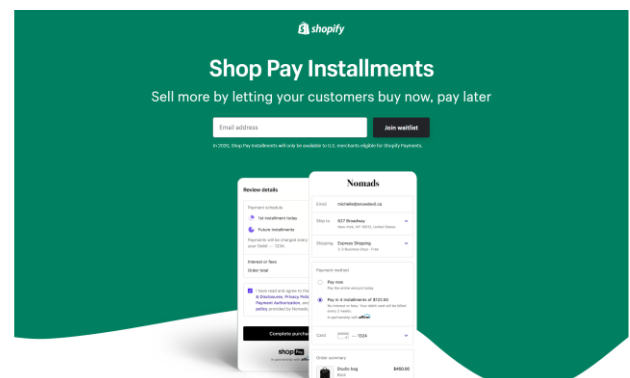
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 23: Shopify Balance



资料来源：Shopify

图 24: Shop Pay Installments



资料来源：Shopify

■ 异同对比：发展驱动一致，巨头环境及商户潜力不一

相同之处：全渠道布局管理及数字化建设需求趋同

我们认为，参照国外电商 SaaS 市场发展，国内市场商户购买电商 SaaS 的核心驱动趋于一致：1) 对于中小商户而言，更低的开店成本；2) 多渠道布局获取更多流量触点，降低获客成本；3) 沉淀数据资产，完善私域流量运营。

成本方面：商户在传统中心化电商平台经营的成本日趋提高。JungleScout 数据显示，78%的亚马逊卖家面临广告费用增加的问题，66%的商户表示亚马逊竞价成本高企。根据 Amazon Seller Central 公布的数据，大多数品类的扣点率约在 15%-20%，中小商户面临的经营负担较为沉重，另外强势的亚马逊自营产品加剧了经营压力。相比之下，2019 年 Shopify 平台的总体货币化率（包含 SaaS+增值服务）仅为 2.58%。Shopify 类的第三方电商 SaaS 货币化水平远低于中心化电商平台，更适合利润较低及现金流较为紧张的中小型企业商户。

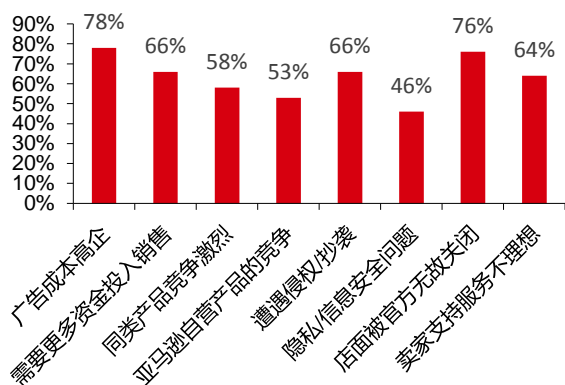
中国中心化电商平台货币化率虽显著低于美国，但天猫等平台佣金抽成比率（常规品类约 5%）相较于电商 SaaS 的成本仍有一定下降空间，对于部分中小商户、主播、KOL 而言，通过电商 SaaS 在 Facebook、Twitter、微信、快手等多元流量平台开店的运营成本及获客成本相对较低。

表 2：亚马逊平台部分商品销售扣点率

品类	扣点率 (Referral fees)	品类	扣点率 (Referral fees)
延保等服务	96%	玩具游戏	15%
亚马逊设备配件	45%	旅行用品	15%
礼品卡	20%	鞋包及墨镜	15%
珠宝	20% (\$250 以上部分 5%)	影视	15%
服装配饰	17%	婴儿用品 (除衣物外)	15% (\$10 以下为 8%)
手表	16% (\$1500 以上部分 3%)	电子配件	15% (\$100 以上部分 8%)
办公用品	15%	家具	15% (\$200 以上部分 10%)
户外用品	15%	大型家电	15% (\$300 以上部分 8%)
运动用品	15%	食品杂货	15% (\$10 以下为 8%)
书籍	15%	个人护理	15% (\$10 以下为 8%)
家居园艺用品	15%	美妆	15% (\$10 以下为 8%)
音乐	15%	汽车及配件	12% (轮胎为 10%)
乐器	15%	摄影器材	8%
软件	15%	手机	8%
家装用品	15%	个人电脑	6%

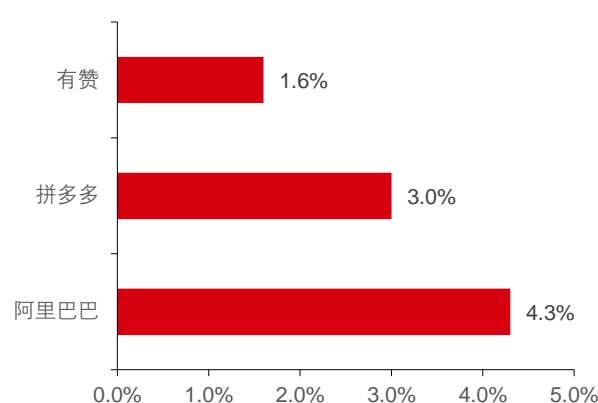
资料来源：Amazon Seller Central，中信证券研究部

图 25：亚马逊卖家面临主要问题



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 26：2019 商业 SaaS 与国内主要电商平台的货币化率对比



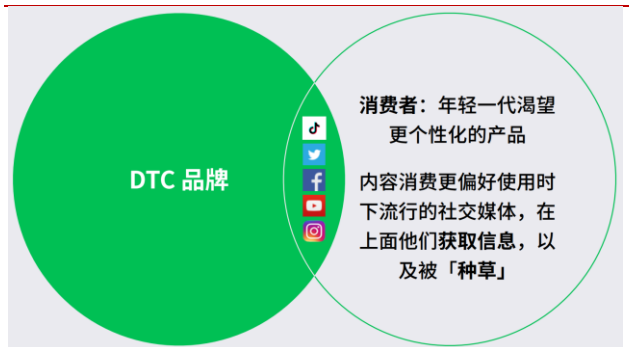
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

流量方面，除传统电商平台外，全渠道布局管理大势所趋，电商 SaaS 更受青睐。美国市场中，从获客角度来看，随着中心化电商平台趋于成熟，新兴品牌商或中小品牌商更倾向于通过社交渠道获客。通过内容营销、KOL 推荐的模式，更容易契合年轻一代消费者的消费心理，并且可以相对精准的触达消费者。根据 Facebook 数据，社交媒体是 DTC 品牌最主要的获客渠道，占据 DTC 获客来源的 61%。针对于多元社交渠道的布局和获客管理，驱动更多美国商户购买使用电商 SaaS 产品。

中国市场中，根据艾媒咨询数据，中国网民商品信息来源近 50%来自于微信。触达用

户上，微信等具有天然的优势，再结合渠道引流、广告营销、社交营销及 H5 游戏等方式可以实现稳定的获客及转换，而公众号、小程序就成为商户最重要的品牌展示官网。从转化角度来看，社交渠道分享容易激发消费者对商品的兴趣，产生临时性的发现式购买行为，这与传统电商平台上的搜索式购买不同，同时熟人关系的信任有助于提高转化效率，创造更多订单和销量。根据艾瑞咨询数据，社交电商转化率达 6~10%，高于传统电商 2% 的转化。考虑到中心化电商获客成本的持续增加，基于获客及转化的考虑，选择电商 SaaS 实现社交平台的布局也是中国品牌商的核心考虑之一。

图 27：DTC 品牌主要通过社交媒介、内容营销触达消费者



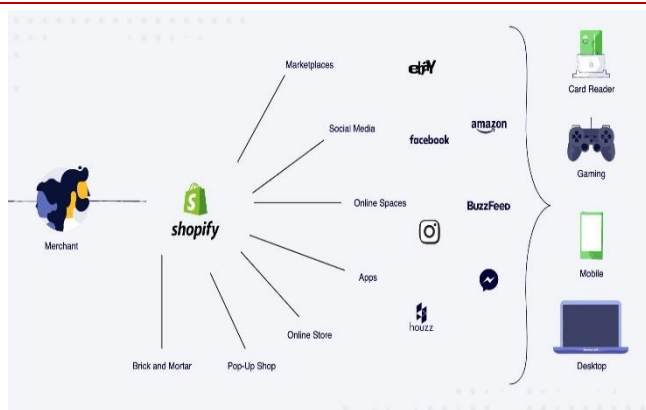
资料来源：品牌星球

图 28：DTC 品牌主要获客渠道



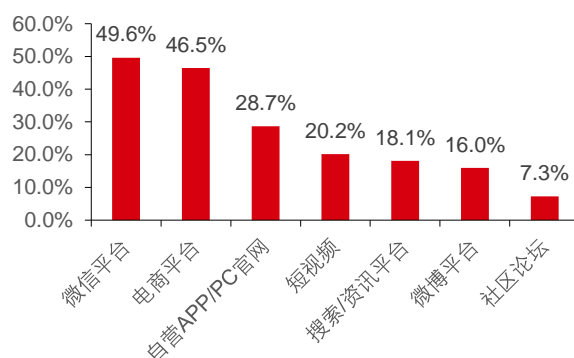
资料来源：Facebook

图 29：第三方服务商提供的全渠道流量平台管理示意



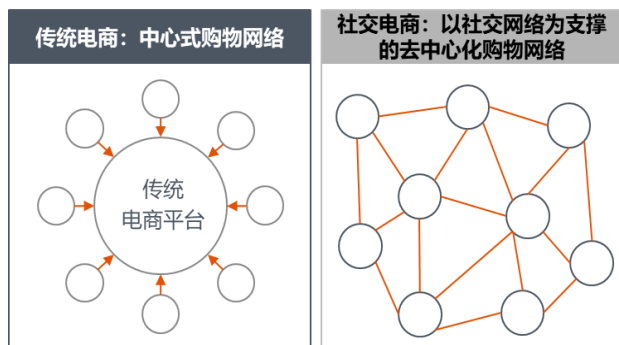
资料来源：Shopify

图 30：中国网民商品信息来源



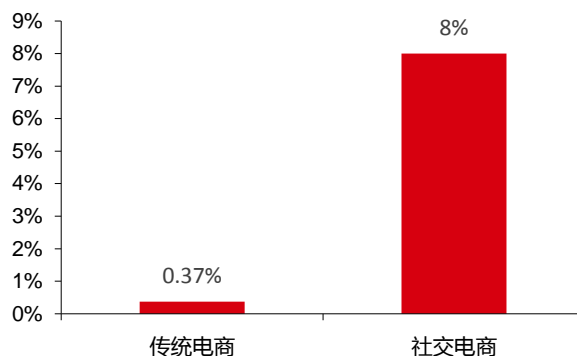
资料来源：艾媒咨询，中信证券研究部

图 31：传统电商与社交电商的信息分发对比



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 32：传统电商与社交电商的购买转化率



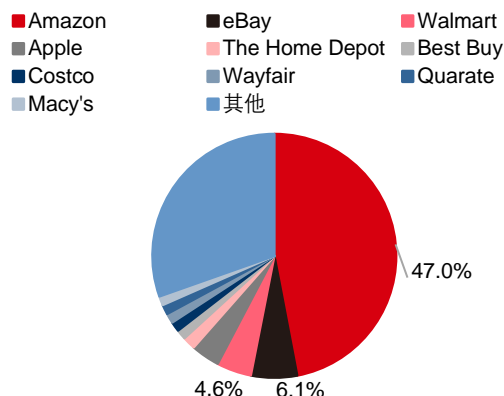
资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部 注：社交电商转化率数据为 6%-10%，取中间值

数据方面，用户数据资产沉淀与洞察有助于加强品牌建设及私域流量运营。传统中心化电商平台中（亚马逊、阿里巴巴等），用户数据资产主要归平台所有，一方面平台通过用户数据洞察，实现流量分发带来广告收入；另一方面，亚马逊也通过数据积累发布自营产品，对第三方商户带来更多竞争。对于品牌商而言，用户数据掌控是品牌建设及私域流量运营的关键所在：1）用户画像及行为数据的掌握有助于品牌商定制及展示个性化的产品，提升消费者体验；2）数据的分析有助于品牌商调整产品发展思路，扬长避短；3）用户数据的沉淀有助于品牌商持续对客户实现触达，实现私域流量运营，增加客户留存并提升复购；4）从广告投放角度，一方面私域流量相比公域流量的资源投放更为精准，转化更高；另一方面，目标用户数据的掌握，有助于提升品牌商针对于广告投放平台流量标签的筛选，提升公域广告投放 ROI。

主要差异：国内互联网巨头压力较大，中小商户续约潜力较小

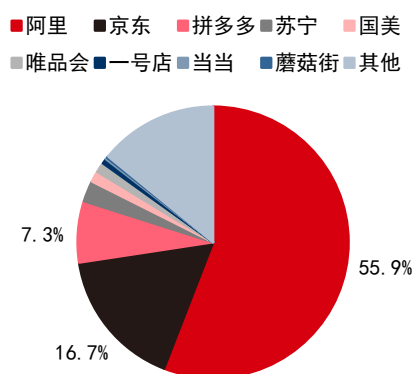
差异之一：国内电商集中度相对较高，用户习惯仍有一定差异，去中心化电商发展相对滞后。美国市场中，根据 eMarketer 数据，2019 年美国 Top10 零售电商预计市场份额占比达 69.6%，其中亚马逊一家独大，占据 47.0% 的市场份额。而中国市场中，根据 eMarketer 数据，2019 年，阿里/京东/拼多多分别占据电商 GMV 的 55.9%/16.7%/7.3%，累计市场份额占比达 79.9%，头部集中度远强于美国市场，国内电商消费者目前仍主要习惯于在主要电商平台消费。

图 33：2019 美国电商平台市场 GMV 份额



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

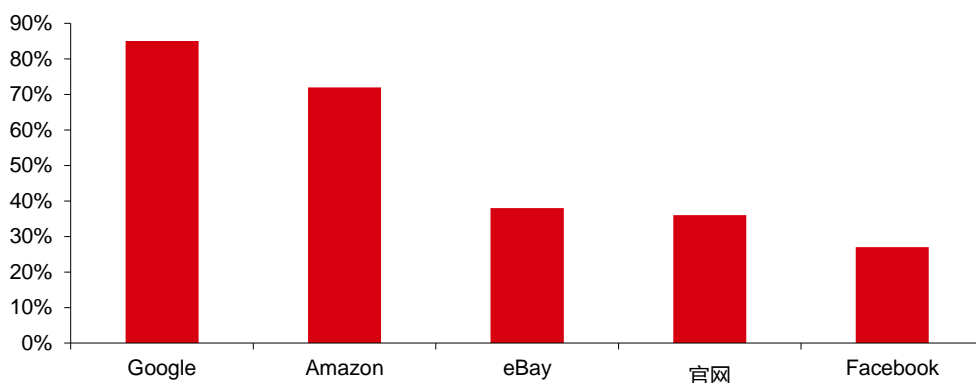
图 34：2019 中国电商平台市场 GMV 份额



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

竞争格局的差异，背后本质是互联网流量竞争、封锁带来的用户习惯的差异。美国互联网平台相对开放，搜索引擎与电商平台流量互通并无障碍。因此，用户通过搜索引擎获取商品信息的行为得以培养起来，从搜索引擎跳转至其他电商平台及品牌官网，然后网购的消费习惯得以养成。而国内市场中，伴随着电商平台的发展，无论是 PC 互联网时代，还是移动互联网时代，互联网之间的电商流量封锁均有发生（2008 年百度、淘宝之争；2013 年微信、淘宝之争），导致用户商品搜索习惯均养成在电商平台中，从而中国电商 SaaS 服务厂商发展相对滞后。

图 35：美国线上消费者认为购买前最有可能找到有效产品信息的渠道



资料来源：Co.media，中信证券研究部

图 36：淘宝限制百度搜索后变化/淘宝限制微信后变化



资料来源：中信证券研究部绘制

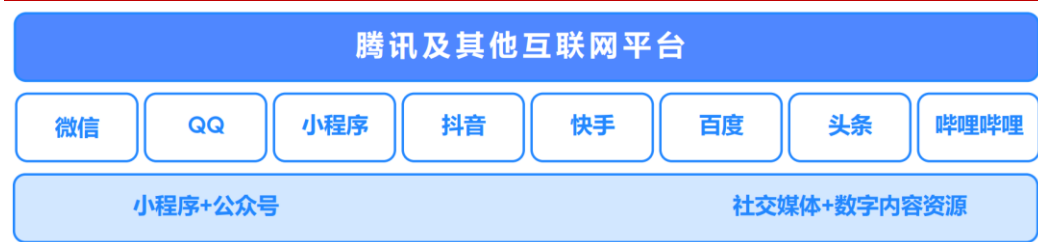
差异之二：中国互联网巨头相对封闭，除影响消费者习惯外，中国 SaaS 对接平台相比更少。美国的电商 SaaS 平台以 Shopify 为例，除了能对接社交平台外，还能与亚马逊、eBay 等电商平台实现对接，跟踪、管理全渠道商品、订单及用户数据信息。而国内的电商 SaaS 服务商主要分为去中心化电商 SaaS 服务商，如中国有赞、微盟集团以及电商平台 SaaS 服务商，如光云科技。

图 37：Shopify 商户代表性销售渠道

eBay Free to install Expand your brand footprint on eBay's global marketplace ★ 3.5 (449)	Instagram channel Free Sell on Instagram by tagging products in your posts & stories. ★ 1.4 (602)	Facebook Shop channel Free Sell on Facebook from the Shop section of your Facebook Page. ★ 1.8 (636)	Google Shopping Free to install Reach shoppers and get discovered across Google's network. ★ 4.5 (2410)
MyDeal.com.au Free to install Sell on MyDeal - Australia's Marketplace for the Home & Garden ★ 4.8 (29)	Wanelo Free to install List and sell your products to millions of active shoppers ★ 3.1 (192)	Amazon channel Free to install Sell on Amazon by listing your products and managing orders. ★ 1.6 (157)	Messenger channel Free Sell products and provide customer support from Messenger. ★ 2.8 (70)
GOTit Connect Free to install List & Sell your products on GOTit to millions of shoppers ★ 3.7 (3)	Jiukou Group Buying Free plan available Using group buying let customers bring more new customers ★ 4.9 (9)	Messenger Channel by SilFer Free to install Sell and automate customer support on Facebook Messenger. ★ 1.0 (1)	Pollenly channel Free to install The affiliate app that replaces promo codes & external links ★ No reviews

资料来源：Shopify App Store

图 38：国内去中心化电商 SaaS 主要对接去中心化平台



资料来源：微盟集团

差异之三：中国电商 SaaS 服务商增值业务拓展有限，收入弹性潜力相对较小。

从增值服务拓展来看，欧美电商基础设施相对薄弱，支付、物流等相关基础费用相对较高，因此 Shopify 等国外 SaaS 厂商可以通过多元增值服务不断完善业务生态，而中国市场电商基建生态在阿里、京东等巨头推进下早已完善，因此国内商业 SaaS 厂商很难提供差异化服务，并不能直接复制 Shopify 业务拓展之路。以支付为例：

Shopify 支付增值业务受益于国外支付渠道的过度分散。欧美市场支付渠道的碎片化导致商家支付数据及现金流的碎片化，使得商家难以集中跟踪和全面了解收款、订单和客户情况。Shopify Payments 集成各个信用卡支付渠道，自动将 Shopify 商店设置为接收所有主流付款方式的模式，所有相关数据可直达后台便于进一步统计分析。在支付渠道分散的背景下，Shopify Payments 切中商家关于收款、结算、数据统计的痛点。

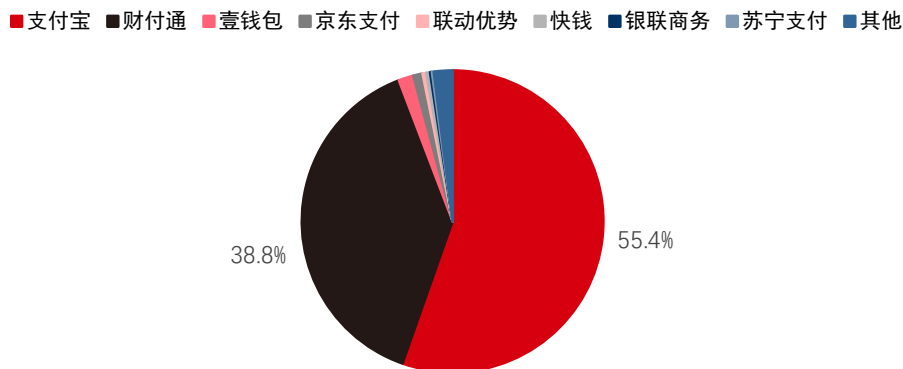
表 3：部分国家 Shopify Payments 支持的付款方式

国家	支付方式
美国	Visa、Mastercard、American Express、JCB、Discover 以及 Diners Club 借记卡和信用卡
德国	Visa、Mastercard、American Express 借记卡和信用卡以及使用 SOFORT 和 Klarna 延期付款
英国	Visa、Mastercard 和 American Express 借记卡和信用卡
日本	Visa、Mastercard 和 American Express 借记卡和信用卡
荷兰	Visa、Mastercard、American Express 借记卡和信用卡以及使用 iDEAL 付款

资料来源：Shopify 官网，中信证券研究部

而国内支付渠道集中，商家集合支付的需求不强。根据艾瑞咨询数据，支付宝和财付通分别以 55.4%和 38.8%的市场份额位居 2020Q1 中国第三方移动支付交易规模市场份额前两位，二者合计占据了 94.2%的市场份额，处于绝对主导地位，因此对于国内商户而言聚合收款的需求痛点并没有国外强。

图 39：2020Q1 中国第三方移动支付交易规模市场份额



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

货币化角度：鉴于国内外支付方式扣点率的差异，国内 SaaS 服务商支付业务货币化空间有限。国外主流支付方式手续费扣点率在 2%-3% 左右。以 Shopify Payments 为例，根据不同套餐，按 2.4%~2.9%+\$0.3 收取手续费，公司通过信用卡发卡方要求的手续费与平台的手续费之间的差额实现获利。参考美国主要信用卡手续费，Shopify Payments 可获得大约每笔 1%+\$0.3 的收益。在国内双寡头竞争格局下，支付宝和微信支付的手续费扣点率仅为 0.6% 左右，在这一天花板下，国内 SaaS 服务商支付业务货币化空间很有限。

表 4：国外主流支付方式手续费扣点率

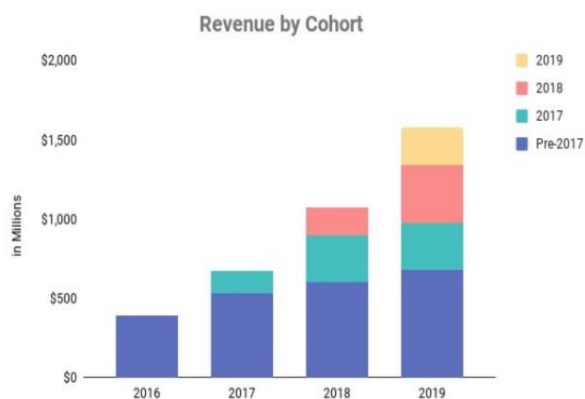
支付方式	手续费扣点率
Shopify Payments	2.4%至 2.9%+\$0.30
PayPal	3.4%至 4.4%+\$0.30
Apple Pay	信用卡手续费率
Google Pay	信用卡手续费率
Amazon Payments	2.9%+\$0.30
Stripe	2.9%+\$0.30

资料来源：Shopify、PayPal、Apple、Google、Amazon 及 Stripe 官网，中信证券研究部

差异之四：美国客户留存相对较高，中国电商 SaaS 服务商经营模型仍存优化空间。

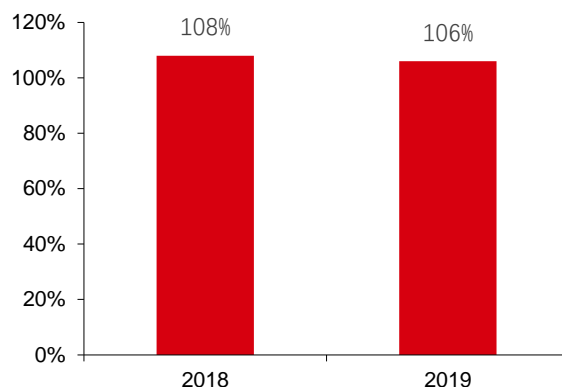
从客户留存上来看，中国电商 SaaS 仍面临较大小微商户流失压力。美国市场中，根据 Shopify Cohort 分析，每一年加入的客户都在之后的年份贡献了更多的收入。2014-2019 年，商户金额续费率连续维持在 100% 左右，体现较高的商户粘性。BigCommerce 付费商户 NRR（净收入留存率）连续两年保持在 100% 以上，2018/2019 分别为 108%/106%。中国市场中，中小商户面临更激烈的竞争环境，闭店率也相对较高。2019 年，微盟付费商户流失率在 22.2%，我们预计 2020 年也将维持 22% 左右水平；有赞方面，2019 年小微客户留存率仅为 20%，持续拓展大客占比、改善流失率为未来中国电商 SaaS 厂商核心重点之一。

图 40: Shopify Cohort 分析



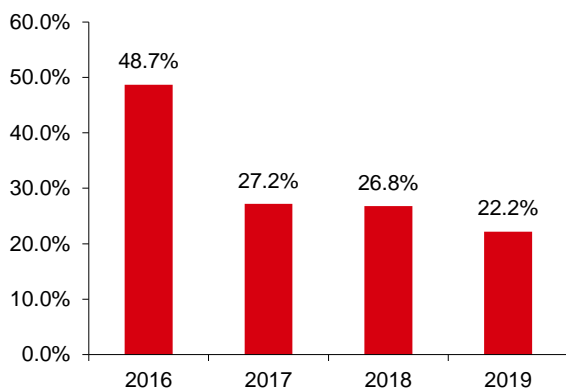
资料来源: Shopify

图 41: BigCommerce NRR 变化



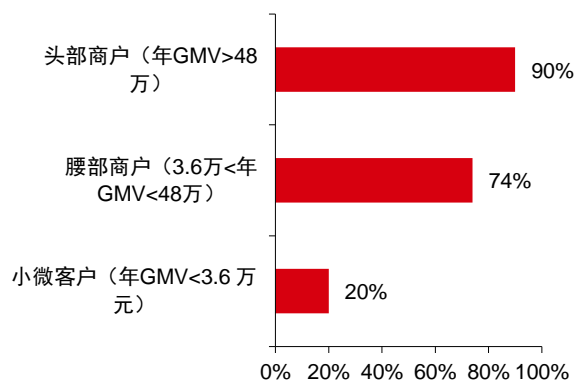
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 42: 微盟集团付费用户流失率变化情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

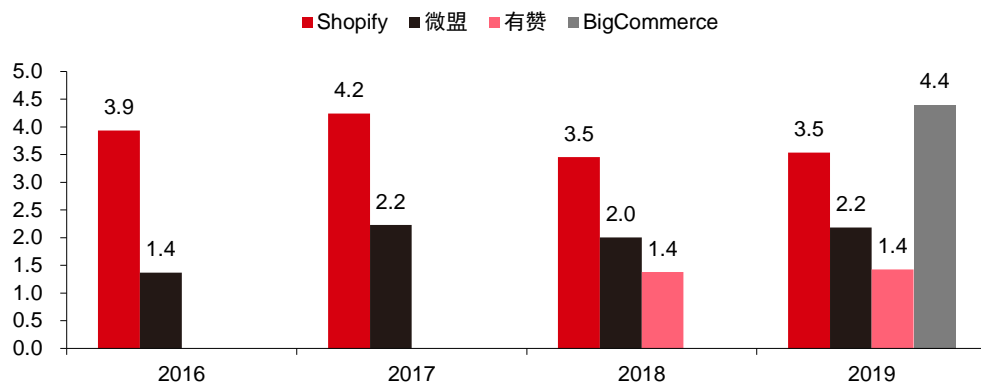
图 43: 2019 年中国有赞付费商户续约率情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

从 LTV/CAC 来看,国内电商 SaaS 经营模式仍有提升空间。为方便可比,我们以 SaaS 及相关业务的毛利润/流失率计算得出 LTV(微盟以 SaaS+40%精准营销毛利润),以 SaaS 销售费用/新增客户数量计算 CAC(微盟以合约成本+员工费用测算公司 CAC),计算得出 2019 年,Shopify/BigCommerce/微盟集团/中国有赞 LTV/CAC 分别为 3.5/4.4/2.2/1.4,对比美国 SaaS 服务商,国内公司 LTV/CAC 相对较小。国内中小商户竞争激烈,经营压力较大,生命周期及利润空间不及国外商户,呈现出高闭店率、低利润率特征,限制了 SaaS 产品提价空间,续约率及 ARPU 天花板低于国外。

图 44：各公司 LTV/CAC 比较



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

国内趋势：流量格局变化迎新机遇，数字化建设大势所趋

行业趋势：社交及内容平台持续加码电商，电商 SaaS 迎发展新机遇

社交及内容平台电商化趋势明显，社交电商、直播电商行业空间广阔。社交、直播带货的互动性体验较高，能够带来更多消费驱动。随着互联网流量红利结束后，广告主预算逐渐由传统媒体广告转移至转化率更高的社交、短视频及直播平台，从而提升投入转化。腾讯、快手、头条等互联网巨头面临流量增长瓶颈的同时，也纷纷布局电商赛道以提升货币化率，驱动社交、直播电商的快速成长。

社交电商方面，根据艾瑞咨询数据，2020 年预计中国市场社交电商市场规模有望达 2.5 万亿元，同比增长 78.2%，预计占整体网零比例达 22.0%。根据微信公开课数据，2020 年 1-8 月，小程序商品交易 GMV 同比增长 115%，其中品牌商家自营小程序 GMV 同比增长 210%。直播电商方面，根据艾瑞咨询数据，2020 年，预计直播电商市场规模有望达到 1.2 万亿元左右，同比增长 156.3%，预计占整体网零比例达 10.2%。

表 5：非电商互联网平台电商布局

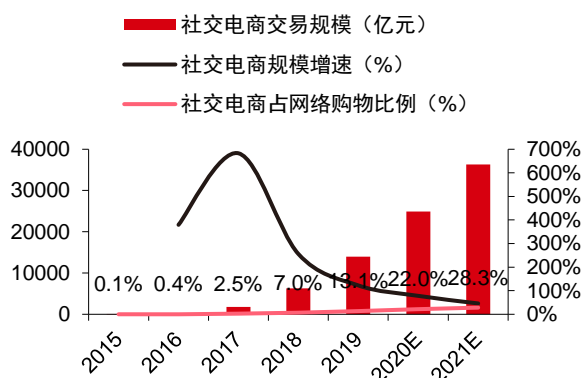
微信	电商相关布局
时间	布局
2019 年 4 月	试运营直播电商
2019 年 8 月	针对微信小程序和公众号用户上线腾讯直播，致力提高商品点击与下单转化，配备小程序商城的运营者可创建直播，用户可在微信直接观看
2020 年 1 月	微信公开课提出 2020 年将加速小程序商业化建设
2020 年 1 月	推出视频号，支持添加文字说明和微信公众号链接
2020 年 2 月	开通小程序直播功能
2020 年 6 月	推出微信小商店，为小商户提供低成本开小程序商店的方案
2020 年 7 月	开始测试小程序直播转发到朋友圈功能，小程序直播将获得巨大的私域流量增量
2020 年 7 月	微信官方发布《新增官方收录入口“购物直播”》公告，小程序直播将从私域走向公域

抖音&今日头条	电商相关布局
时间	布局
2018 年 2 月	抖音直播功能正式开放
2018 年 3 月	抖音与淘宝打通合作，粉丝量百万级账号试水购物车带货，并于 12 月全面开放权限
2018 年 4 月	今日头条电商广告投放系统“鲁班”与抖音打通
2018 年 5 月	抖音上线自有店铺
2018 年 12 月	抖音正式开放购物车功能申请，同时允许在个人抖音账号内开通商品橱窗
2018 年 12 月	今日头条 App 内的鲜生活频道发布频道升级通知，该频道在 12 月 9 日将全面升级为“值点”，今日头条为值点 APP 提供了流量入口
2019 年 1 月	抖音推出精选好物，接入放心购商城
2019 年 4 月	抖音公布与京东、考拉、唯品会等平台打通，支持红人带货，同时推出小程序电商
2019 年 5 月	抖音上线商品搜索功能
2019 年 5 月	今日头条发布每一个创作者都可以申请开通自己的头条小店
2019 年 6 月	抖音与淘宝签订 70 亿元框架协议，其中 60 亿元广告，10 亿元电商佣金
2019 年 8-9 月	抖音与唯品会合作

快手	电商相关布局
时间	布局
2018 年 6 月	推出“快手小店”，并打通淘宝、有赞、魔筷星选等第三方平台
2018 年 12 月	启动“麦田计划”，接入淘宝、天猫等第三方电商平台
2019 年 4 月	推出“快手购物助手”小程序
2019 年 5 月	快手与拼多多合作
2019 年 8-9 月	快手与苏宁合作
2020 年 5 月	快手与京东商城达成战略合作，通过快手直播购买京东自营商品 将不需要跳转

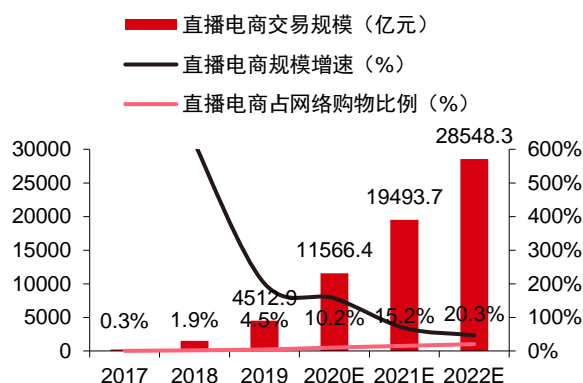
资料来源：微信公开课，抖音、今日头条官网，快手官网，36kr，中信证券研究部

图 45：社交电商市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

图 46：直播电商市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

品牌商多渠道流量布局，以及数据沉淀、私域流量运营需求驱动中国电商 SaaS 厂商快速崛起。随着社交电商、直播电商的快速发展，同时移动互联网 APP 之间仍存一定的封闭性，考虑到品牌商运营自有平台需要商家在设计、运营等方面投入更多成本，并在跨渠道管理、订单处理、安全等功能上有所欠缺，从而商户更多选择电商 SaaS 服务商快速

搭建线上商铺，实现多渠道管理。同时，通过丰富的营销工具帮助商家获客拉新、提高转化和提高客单；通过 CRM 系统协助运营私域流量，增加复购；系统化的数据分析则能辅助经营决策。

图 47：微盟集团电商 SaaS 核心功能



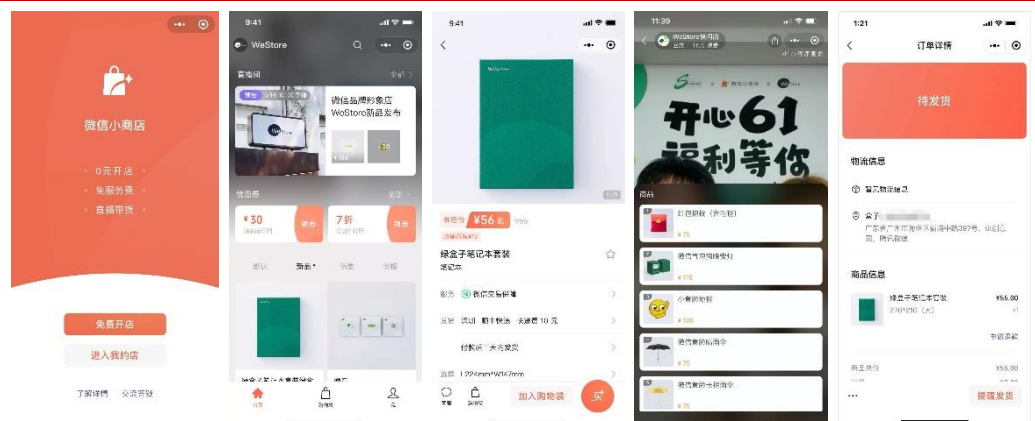
资料来源：微盟集团

我们预计电商 SaaS 市场短期潜力接近 30 亿元，长期空间有望超 120 亿元。短期来看，头部品牌商全渠道流量布局需求更强，根据产业调研数据，国内天猫类品牌商卖家数量在 30-40 万家左右，以有赞/微盟微商城基础产品单价约 6000-7000 元/年测算，短期市场空间有望在 20~30 亿元左右。长期来看，考虑到淘系整体活跃商户数量约为 200 万家左右，以有赞/微盟微商城基础产品单价约 6000-7000 元/年测算，预计电商 SaaS 市场长期规模约为 120-140 亿元。

竞争格局：巨头入场解决长尾开店需求，头部 SaaS 集中度仍有提升空间

随着各平台电商生态的快速发展，微信、快手、抖音等也开始推出官方开店工具，旨在建立生态闭环，解决长尾开店需求。2018 年 6 月，快手推出官方开店工具快手小店；2020 年 7 月，微信推出微信小商店，并向部分用户发出内测邀请，微信小商店主要为商家提供商品信息发布、订单、物流管理、营销、资金结算、客服与售后信息等电商经营场景的基础功能，以降低开店门槛，解决生态内长尾开店需求。

图 48：微信小商店界面示例



资料来源：微信

我们认为，一方面官方开店工具与头部第三方 SaaS 工具仍有一定差异，并不构成较大竞争；另一方面，官方的开店工具的出现有助于进一步完善多平台电商生态，培养消费者习惯。

功能方面，微信小商店开店功能仍较基础，微盟等 SaaS 服务商产品功能更为完善，两者目标客群仍有差异。从功能上来讲，相较于微盟微商城，微信小商店不具备分销、会员管理功能，在店铺装修、营销插件、商品管理、数据管理、客户服务等方面能够实现的功能也较为有限，仅能满足长尾小微商户的基本需求。我们认为，微信小商店的目的在于降低微信生态开店门槛，冲击更大的是订阅费用在千元以下的 SaaS 产品，而微盟等头部厂商最基础的产品也在 6000 元/年以上，目标客群多为腰部及头部品牌商。

表 49：微信小商店和微盟微商城的功能对比

	微信小商店	微盟微商城
店铺装修	可供选择的组件、模板有限	提供数十种装修组件，上百套行业模板，满足不同行业搭建需求
营销插件	仅支持直播带货、优惠券功能	提供特价权、发券宝、直播、拼团、砍价、荐客有礼等数十种营销插件
分销体系	无分销功能	构建完整分销体系，通过微客管理、佣金管理、推广素材、数据管理四大模式助力全员营销
订单管理	提供订单操作、订单筛选等功能	提供订单操作、订单筛选等功能，支持备货单、延迟发货、订单自动合并、订单批量打印、统一处理多点订单等功能
商品管理	提供商品上架、下架功能	可设定初始销量，会员价，库存计算方式等，支持淘宝/天猫/京东等平台商品搬家，一键复制便可铺货、上架至微商城后台
物流管理	仅支持快递，不支持一键批量发货	支持快递、同城配送、到店自提三种方式，支持一键批量发货
会员管理	无会员管理功能	提供会员全周期管理以及多种会员权益，精细化运营客户，并支持会员各项数据的智能分析
多平台开店	仅支持微信小程序开店	支持微信、抖音、头条、快手、百度、QQ、支付宝等多个平台一键开店、统一管理、全方位引流
数据管理	提供成交额、订单数、用户数等基础数据	支持客流分析、客群分析、交易洞察、营销效果分析、转化路径分析等多项数据管理功能，并支持数据报表输出，提升运营效率
客服	仅提供在后台与消费者直接沟通的基础能力	提供业务关键数据统计、自定义分配规则、当前排队人数提示等辅助功能

资料来源：微信公开课，微盟官网，中信证券研究部

渠道方面，第三方 SaaS 服务商有助于品牌商实现全渠道流量管理。第三方 SaaS 平台可以帮助商户在微信、快手、抖音、头条等多个平台实现一键开店、统一管理、全方位引流等功能，而微信小商店、快手小店等官方工具，仅限于微信、快手等官方体系内运营、引流。我们认为，对于依附于平台生存的主播、自媒体等个人主体，可能会更偏好官方开店工具，而对于具有全渠道管理需求的品牌商而言，第三方 SaaS 服务商更有助于提升其管理运营效率。

运营方面，第三方 SaaS 服务商能提供定期的培训和支持，帮助商户紧跟当下运营思路。对于品牌商而言，SaaS 产品仅仅为提升运营效率的工具，而运营方法对于商户销售转化同样至关重要。对于第三方 SaaS 服务商而言，微商城套餐通常包含了定期的运营支持及培训课程，包含了线上培训、案例分享及线下沙龙等多元模式支持，相对于微信、快手等官方开店工具，第三方 SaaS 服务商在运营上仍给予较多支持。

图 50：微盟、有赞相关培训课程及案例等



资料来源：公司官网

此外，微信小商店与 SaaS 服务商依然具有一定协同性。微信小商店功能相对基础，因此微信小商店后续将开放店铺、商品、订单等一系列标准接口及组件，供第三方接入并提供拓展功能，共同进行能力与服务升级，初期主要开放一键搬家、订单批量发货等提效工具，未来将陆续开放 ERP/CRM、智能客服、店铺装修、营销等经营工具。微信希望借助小商店低门槛地引入商家进入小程序生态，快速尝试经营，当商家有更丰富的需求时，也能快速找到及切换服务商获取更完善的解决方案。因此微盟、有赞等国内商业 SaaS 领域的头部厂商，有望通过插件融入小商店生态，形成一定协同，并切入长尾商户市场。

表 51：微信小商店接入服务商可提供的服务类型

可提供的服务类型	
前期开放的功能	一键搬家、订单批量发货等提效工具
未来将开放的功能	ERP/CRM、智能客服、店铺装修、营销等经营工具

资料来源：微信公开课，中信证券研究部

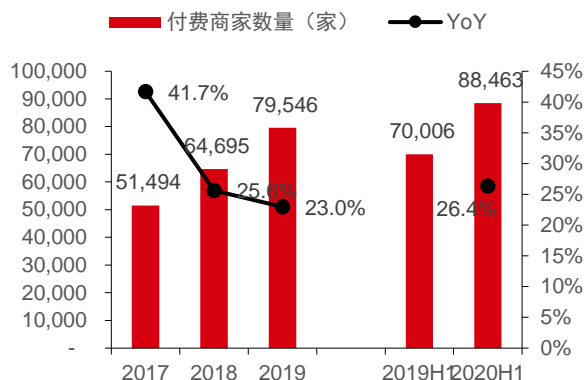
图 52：微信小商店预计将开放更多服务端接口



资料来源：微信公开课

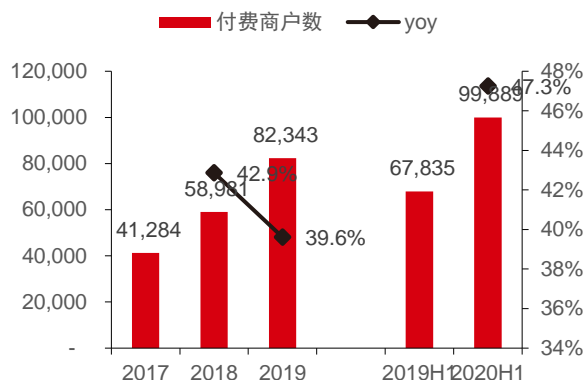
头部服务商市场占比仍有提升空间。根据阿拉丁数据，截至 2020 年 6 月，微信小程序数量超过 320 万个，预计零售类小程序占比达 20%，现有市场零售小程序商户数超过 65 万左右。截至 2020H1，微盟集团 SaaS 付费商户数达 88,463 家（yoy+26.4%），中国有赞付费商户数达 99,889 家（47.3%），考虑到两家公司部分商户付费商户主要在快手等平台运营，我们预计微盟集团及中国有赞付费商户渗透率不超过 15%。对比海外市场 Shopify 25%左右的市占率，国内头部 SaaS 公司市占率仍有一定提升空间。

图 53：微盟集团付费商户数及增长情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 54：中国有赞付费商户数及增长情况（家）

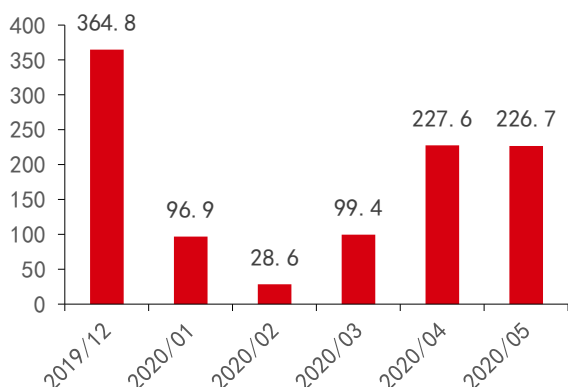


资料来源：公司公告，中信证券研究部

增长趋势：横向拓展分销，纵向深耕线下垂直大客领域

短视频、直播等带货模式发展迅猛，分销模式快速发展。基于国内电商完善的基建设施，随着社交电商、短视频带货、直播电商等模式的快速发展，大多数主播、KOL 等纷纷寻求带货等变现模式，主播等优势在于对于内容、粉丝的把控，但在货源及供应链等环节相对弱势。而国内头部商业 SaaS 厂商具备一定规模的商户可以供给货源，但商户存在缺乏流量的痛点。目前头部 SaaS 服务商均已大力拓展分销模式，通过 SaaS 厂商的分销模式的对接，一方面主播能够获取可靠货源，解决供应链及售后问题；另一方面，SaaS 厂商能够帮助商家提供带货及营销支持，获取更多产品曝光以及潜在新客。

图 55：快手直播带货商品月度总销售额（亿元）（有赞分销接入）



资料来源：面朝研究院，中信证券研究部

图 56：微盟集团分销平台供货商及分销商权益

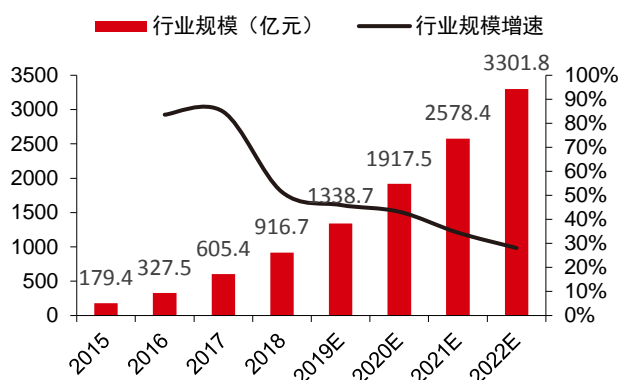


资料来源：微盟官网

积极拓展线下垂直领域，国内 SaaS 厂商将受益于新零售的巨大潜力。传统线下市场主体通常存在以下经营痛点：1) 线下门店流量萎缩；2) 销售转化率不高；3) 信息管理不足，复购率不高。随着新零售模式兴起，线下门店通过线上信息化建设，促成 OMO 模式（Online-Merge-Offline）升级，一方面通过小程序将线上流量导入线下门店，扩展门店辐射范围；另一方面，通过线下门店小程序扫码，获取潜在消费者及已购消费者线索，提升销售转化率及复购率。但目前线下中小商户普遍缺乏较强技术能力，主要通过 SaaS 服务商实现一站式业务解决方案，帮助线下中小商户实现开店、经营、营销、管理等多方面数字化升级。

线下门店 SaaS 服务市场前景广阔。根据艾瑞咨询数据，2019 年国内中小企业数字化升级市场（包含 SaaS、硬件及营销导流）规模预计达 1338.7 亿元，同比增长 46.0%，预计 2022 年达到 3301.8 亿元，2020-2022 年 CAGR 达 35.1%。聚焦线下商业 SaaS 市场，根据国家统计局及艾瑞咨询数据，截至 2019 年底，中国各类市场主体达 1.2 亿户，其中线下市场主体约 4,000 万家，与 O2O 平台付费合作的中小商户达 800-1000 万家，这类商户均为中小企业 SaaS 服务的目标客户，价格以微盟和有赞的基础产品 8000-10000 元/年计算，我们预计潜在市场空间达 640-1000 亿元，叠加电商 SaaS 市场长期规模约为 120-140 亿元，我们预计电商+线下门店 SaaS 潜在市场空间约 760~1140 亿元

图 57：2015-2022 年中国中小企业数字化升级服务市场规模



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部，包含 SaaS、硬件及营销导流

图 58：国内中小企业 SaaS 市场空间测算

线下门店	
整体商户数量（百万）	120
线下市场主体（百万）	40
目标客户数量（百万）	8~10
ARPU（元）	8000~10000
潜在市场规模（亿元）	640~1000

资料来源：国家统计局，艾瑞咨询，微盟集团，中国有赞，中信证券研究部测算

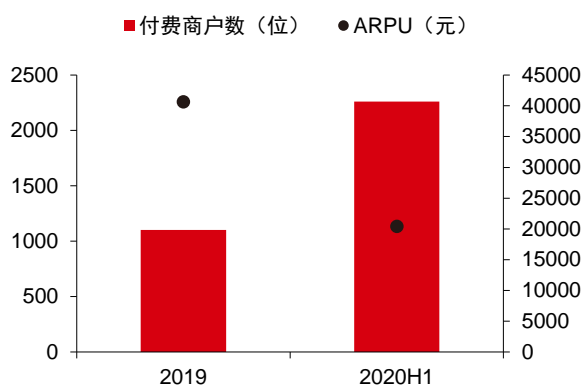
头部厂商线下市场已取得较大突破，预计未来仍将贡献较大增长。微盟集团线下布局主要覆盖零售、餐饮及酒旅等垂直领域，中国有赞线下布局主要集中在零售、美业、教育等板块。以微盟为例，随着公司产品发展成熟，以及腾讯智慧零售的推动下，微盟不断拓展线下垂直市场。近三年以来，微盟集团通过自研、并购等方式，拓展线下垂直领域，大力发展线下大客市场。截至 2020H1，智慧零售实现收入 4606 万元（yoy+701.0%），大客户 457 家（较 2019 年底增加 240 家）；智慧餐饮收入达 2,211.8 万元（yoy+69.3%），付费商户数达 6,532 家（较 2019 年底增加 1,630 家）。

表 6：微盟集团近三年投资并购项目

项目	投资时间	轮次	投资金额	投后估值
秒影工场	短视频智能生产平台	2020.06	天使轮	千万级人民币
商有	餐饮外卖代运营服务商	2020.04	A 轮	数千万人民币
		2018.05	Pre-A 轮	数千万人民币
		2018.04	天使轮	未披露
雅座	基于 SaaS 的餐饮会员营销服务提供商	2020.02	并购	1.14 亿人民币
向蜜鸟科技	一家微信直销技术和运营服务商，专注于酒店及目的地旅游生活企业直销领域	2018.05	并购	未披露

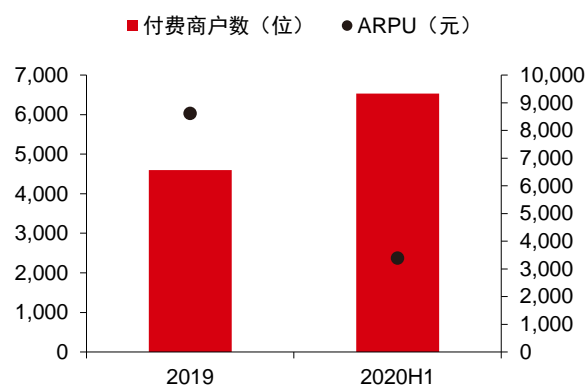
资料来源：鲸准，中信证券研究部

图 59：微盟集团智慧零售付费商户及 ARPU



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 60：微盟集团智慧餐饮付费商户及 ARPU



资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 风险因素

超级 App 官方平台工具竞争风险。第三方 SaaS 服务商面临官方平台工具的竞争，如快手拥有官方开店工具快手小店，及快手投资开店工具魔筷星选，超级 App 的接入政策及流量倾斜政策变化预计将给第三方 SaaS 服务商带来较大竞争风险。

受宏观经济影响，获客及续费不及预期。受宏观经济承压影响，中小商户付费能力有所降低，企业 IT 支出有大幅萎缩的风险，一定程度上影响公司获客。同时年初国内新冠疫情对商户冲击较大，存量付费商户续费情况可能不及预期。

经营现金流持续流出及亏损，长期融资需求较高。目前国内商业 SaaS 服务商仍处于扩张阶段，研发投入及销售推广投入较高，长期处于现金流持续流出及亏损状态，长期融资需求较高，存在融资困难导致现金流断裂风险。

■ 投资建议

我们建议关注**合作生态完善、技术优势强劲、销售网络广阔、客户规模稳定增长**的头部企业，建议投资者重点关注以 SaaS+精准营销双轮驱动，线下零售、餐饮布局完善的**微盟集团(02013.HK)**，以 SaaS+支付为基础打造商业闭环，合作生态拓展持续领先的**中国有赞(08083.HK)**。

表 7：重点公司财务数据及盈利预测

简称	收盘价(港元)	EPS (元)			PE (x)			评级
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	
微盟集团	10.54	0.03	0.06	0.11	276.7	152.8	89.4	买入
中国有赞	2.05	-0.03	-0.03	-0.02	N/A	N/A	N/A	买入

资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测，注：股价为 2020 年 10 月 21 日收盘价；1 港元 = 0.9 人民币

微盟集团 (02013.HK): 智慧零售爆发式增长, 大客战略持续推进

业绩保持较快增长, 经调整净利率持续提升。2020H1, 公司实现调整后收入 10.5 亿元 (yoy+59.9%), 毛利率 49.0% (yoy-6.6pcts), 毛利率下滑主要系 SaaS 毛利率有所降低及低毛利业务精准营销占比提升所致。利润方面, 2020H1 经调整净利润 5230 万元 (同比+77.4%), 经调整净利率 5.0% (yoy+0.5pct)。

SaaS 付费商户及 ARPU 稳健增长, 线下智慧零售快速爆发。2020H1, 剔除赔付影响, 公司实现调整后 SaaS 收入 3.05 亿元 (yoy+39.2%), 其中付费商户数达 88,463 家 (yoy+26.4%), 2020 上半年 ARPU 达 3447 元 (yoy+10.2%)。公司线下智慧零售及智慧餐饮表现亮眼, 2020H1, 智慧零售实现收入 4606 万元 (yoy+701.0%), 大客户 457 家 (较 2019 年底增加 240 家); 智慧餐饮收入达 2,211.8 万元 (yoy+69.3%), 付费商户数达 6,532 家 (较 2019 年底增加 1,630 家)。我们认为, 考虑到线上门店信息化建设加速趋势以及公司新签客户收入体现滞后于合同金额增长, 预计公司智慧零售业务有望持续维持高速增长。智慧餐饮目前各产品线已整合完毕, 预计将在 2020H2 后会呈现较高增长。

精准营销毛收入增长强劲, 腾讯社交广告市场份额占比持续提升。2020H1, 公司实现毛收入 46.11 亿元 (yoy+156.5%), 公司于腾讯 KA 渠道实现快速增长, 广告主数量达 26,084 家 (yoy+33.5%), 单广告主支出达 17.7 万元 (yoy+92.1%), 复投率达 67.2%, 同比提升 10.5pcts。我们认为, 在媒体厂商对代理商的管理规范化及返点政策调整的背景下, 广告代理商头部集中度仍将持续提升, 公司毛收入有望持续保持高增长态势。同时随着腾讯、头条等媒体给予公司信用额度的增加, 公司广告业务现金流情况也有望持续改善。

大客化与生态化战略拓展值得关注。公司未来战略主要聚焦在大客化、国际化及生态化方面。我们认为, 未来持续拓展 KA 客户有助于持续提升公司 LTV/CAC, 优化经营模型。此外, 公司预计将持续通过产业并购等模式拓展行业、功能等多元垂直领域产品, 持续加强产品生态化建设, 在巩固竞争壁垒的同时也将贡献更多业绩增量。

风险因素: 官方开店工具竞争风险; 大客户由 SaaS 订阅转向自研风险; 线下 SaaS 产品推广不及预期; 精准营销增长不及预期。

投资建议: 我们维持 2020-2022 年营收预测至 22.8/33.6/45.1 亿元。我们持续看好微盟集团智慧零售及智慧餐饮 KA 客户拓展带来的高质量业绩增长以及精准营销业绩增长的高确定性, 维持目标价 14.50 港元, 维持“买入”评级。

表 8: 微盟集团重点财务数据及盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	865.0	1,436.8	2,284.6	3,355.7	4,513.3
增长率 YoY%	62.0%	66.1%	59.0%	46.9%	34.5%
调整后净利润(百万元)	50.9	77.3	140	239.3	401.3
增长率 YoY%	357.0%	51.9%	81.1%	70.9%	67.7%
每股收益 EPS(元 RMB)	0.02	0.03	0.1	0.1	0.2
毛利率%	59.8%	55.5%	47.9%	46.7%	46.2%
PE	420.2	276.7	152.8	89.4	53.3

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测, 注: 股价为 2020 年 10 月 21 日收盘价; 1 港元 = 0.9 人民币

中国有赞 (08083.HK): 业绩提速, 电商 SaaS 龙头持续领跑

营收加速增长, 上半年亏损进一步收窄。营收端, 受益于 SaaS 及延伸服务及交易费收入同比加速增长, 公司整体收入同比增长 62.7%, 显著高于 Q1 48.9%的同比增速; 受费用改善影响, H1 亏损率降低至 29.1%, 较 Q1 的 35.4%加速收窄。

SaaS 及延伸服务收入及毛利率加速提升, GMV、付费用户数保持稳健高增。2020H1, 公司实现 SaaS 及延伸服务收入 5.97 亿元, 同比增长 89.72%, 较 Q1 78.34%加速提升, 毛利率升至 80.1%(Q1 78.2%, 上年同期 71.3%), 其中, SaaS 收入占比 79.57%, 与 Q1 整体持平。H1 实现客户 GMV 462 亿元, 同增 110%(Q1 同增 118.95%), 付费用户数同增 47.25%(Q1 同增 47.85%), 均保持平稳高增, 且 GMV 增速继续显著高于付费用户数增速。后疫情时期线上商户持续成长, 商户线上化需求得到持续性释放, 我们认为, 线上化需求提升并非短期现象, 疫情催化下的线上化趋势有望继续保持。

线上高速发展为公司未来线下拓展筑牢底座。微商城产品还是处于快速扩张的阶段, 多平台策略带来的分销商户及主播, 驱动公司未来 1-2 年的快速增长。目前整体的公司的营收驱动主要来自于付费商户数、ARPU 值的提升。面对社交电商约 200 万的客户市场, 公司所面向的线下潜在客户约 2000 万家, 客户群体约为线上的十倍级别。2019 年, 公司在零售、美业、教育等方向已陆续建立了直销团队, 未来随着公司线上的产品口碑、客户积累提升以及产品功能特性的迭代升级, 公司从客户群角度有望进一步打入线下客户, 从产品角度有望更多向后台核心 SaaS 应用演进。产品线上, 有赞连锁单个门店的年费在 6000-7000/年左右, 预计未来是优化财务模型的核心看点之一, 也是有赞布局线下市场的最重要的产品, 这个产品有望在未来 3-5 年提供比较大的增量贡献。

风险因素: 续签/续费率提升不及预期; 线下客户拓展不及预期; 增值业务拓展不及预期; 官方平台工具竞争风险。

投资建议: 线上需求持续释放, 公司龙头优势不断体现, 未来通过线上多渠道对接和加大销售力度实现线下拓展, 公司将有望长期领跑电商 SaaS 行业。我们维持公司 2020-2022 年营收预测 19.5/30.2/44.7 亿元, 净利润预测-4.3/-4.0/-3.2 亿元, 维持“买入”评级。

表 9: 中国有赞重点财务数据及盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	588.8	1174.3	1954.5	3021.5	4471.4
增长率 YoY%	N/A	99.4%	66.4%	54.6%	48.0%
净利润(百万元)	-431.5	-591.9	-433.2	-403.8	-324.5
增长率 YoY%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股收益 EPS(元 RMB)	-0.03	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02
毛利率	34.1%	52.1%	58.3%	60.1%	61.5%
PS	54.0	27.1	16.3	10.5	7.1

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测, 注: 股价为 2020 年 10 月 21 日收盘价; 1 港元 = 0.9 人民币

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告