

# 微信电商 SaaS 短期空间巨大，持续看好龙头双雄

## 加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha(下)

### 核心结论

**微盟、有赞称雄微信电商SaaS，市占率不及10%仍有巨大提升空间。**中国电商SaaS格局和龙头对比：主要是微信体系的有赞和微盟两家提供通用性、全国性平台/工具的公司，及其他垂直行业工具和区域性的杂牌军构成，目前前两者的市占率估计在10%左右。由于平台的不断发展演进和电商商户玩法的复杂化及增值服务的相关需求，有赞、微盟两家头部企业有望在不断地迭代过程中从尾部、腰部的竞争对手中获取更高的市场份额。

**中国电商SaaS路径与美国Shopify有所不同。**我们认为中美电商环境的差异，如中国电商生态之间的封闭性，除微信外几乎所有主要生态都自带第一方电商SaaS平台，使得中国电商SaaS公司基本上只能在微信体系内纵向发展，但基础工具的规模效应可以参考美国Shopify公司。

**微信电商GMV短期空间可以看到45160亿，中长期空间更大。**其中，对标淘宝直播，微信直播GMV短期空间可以看到1766.67亿体量；对标美团APP，预计腾讯智慧零售GMV短期空间可以看到为1446.76亿元；对标拼多多APP，预计小鹅拼拼GMV短期空间可以看到941.13亿元；其他零散小程序短期空间可以看到41005.45亿元。

**微信电商SaaS短期空间看185.66亿元~278.49亿元，持续看好龙头双雄。**利用微信各板块功能评价体系对标成熟电商生态测算出各板块GMV，微信跳转菜单的用户流失率得到DAU，整体电商生态评分体系加权平均得到变现率，综合考虑国内国外同SaaS产业发展现状，随着微信电商生态基础设施的不断完善，我们得到SaaS产业短期发展空间为185.66亿元~278.49亿元。

**投资建议：**受疫情影响，我国经济形势在一季度呈现下滑的趋势，但是电商产业在今年预计维持较高景气度，疫情进一步促进了消费者网购意愿的增加，SaaS工具在此背景下有望取得高速发展。因此我们推荐关注光云科技（688365.SH）、微盟（2013.HK）、有赞（8083.HK）。

**风险提示：**当前我国经济在疫情冲击下面临较大压力并且亟待复苏；SaaS服务不完善，更新迭代较慢；短视频的迅速发展一定程度上对SaaS产业发展带来阻碍。

### 行业评级

### 中配

前次评级

超配

评级变动

调低

### 近一年行业走势



### 相对表现

	1 个月	3 个月	12 个月
计算机	-4.34	1.50	20.13
沪深 300	-1.76	12.47	19.15

### 分析师

邢开允	S0800519070001
13072123839	
xingkaiyun@research.xbmail.com.cn	

### 联系人

赵宇阳	
18883318850	
zhaoyuyang@research.xbmail.com.cn	

### 相关研究

计算机：掘金云数据中心白盒化趋势—云计算行业深度报告 2019-11-14  
计算机：区块链登上科技主舞台—区块链行业动态点评 2019-10-27  
计算机：Intel 三季报进一步确认行业回暖信号—数据中心行业动态点评 2019-10-26

## 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。。



## 索引

## 内容目录

一、中国电商生态中的电商 SaaS 平台 .....	5
1.1 SaaS 平台依赖电商平台的生态位补缺，又伴随电商生态而成长 .....	5
1.2 有赞、微盟在服务、产品线、定价和财务等方面表现较大差异 .....	5
1.2.1 微盟除 SaaS 产品外，大力发展广告精准营销服务 .....	5
1.2.2 商户视角下有赞更加侧重并布局财务 .....	6
1.2.3 有赞相对微盟比，产品服务定价更高 .....	9
1.2.4 微盟有赞整体财务表现与有赞不同 .....	11
二、Shopify 相对于微盟有赞在线上运营和商户等方面更成熟 .....	14
2.1 Shopify——生长于美国互联网电商生态的一站式电商 SaaS 公司 .....	14
2.1.1 会员订阅服务和商户服务解决方案双轮驱动 .....	15
2.1.2 Shopify 会员套餐内容与国内大体相同 .....	16
2.1.3 订阅服务毛利率高位保持，商户服务类业务毛利率不断提升 .....	17
2.2 微盟、有赞 VS Shopify:中美电商 SaaS 均高度依赖销售费用投入，Shopify 相对发展更成熟 .....	19
2.2.1 国内外厂商均高度依赖销售费用投入，目前中国厂商费用率水平更高 .....	19
2.2.2 Shopify 单商户交易规模相对较低，中美同行均持续亏损 .....	20
2.2.3 商户视角下的 Shopify，全链条覆盖 .....	23
2.3 中美对比小结 .....	24
2.3.1 电商生态是对国内电商 SaaS 市场规模的主要制约 .....	24
2.3.2 发展产业链延伸增值服务提升变现率是中美 SaaS 产业共同趋势 .....	25
三、微信电商生态发展推高国内电商 SaaS 天花板 .....	25
3.1 微信积极发展电商生态，盘活私域流量 .....	25
3.2 微信电商生态建设进入加速期，直播、朋友圈流量加码 .....	26
3.2.1 对标淘宝直播，微信直播 GMV 短期空间可以看到 1766.67 亿 .....	28
3.2.2 微盟有赞有望提升微信电商生态整体活跃度和基础设施水平 .....	29
3.2.3 腾讯智慧零售对标美团、小红书，GMV 短期空间可以看到 1446.76 亿 .....	29
3.2.4 小鹅拼拼对标拼多多，GMV 短期空间可以看到 941.13 亿 .....	30
3.2.5 微信朋友圈私域流量有望进一步为商户小程序导流 .....	31
3.2.6 微信电商生态尚有 4 倍发展空间，GMV 短期空间可以看到 45160 亿 .....	32
3.3 微信电商 SaaS 短期空间看 185.66 亿元~278.49 亿元，持续看好龙头双雄 .....	33
四、投资建议 .....	33
光云科技（688365.SH） .....	34
微盟（2013.HK） .....	35

有赞（8083.HK） .....	36
五、风险提示 .....	37

## 图表目录

图 1：电商服务产业链概览 .....	5
图 2：有赞集团收入构成 .....	6
图 3：微盟收入构成以及增长率变化 .....	6
图 4：商户视角下有赞的产品线 .....	7
图 5：商户视角下微盟的产品线 .....	7
图 6：有赞商户开店流程 .....	9
图 7：微盟商户开店流程 .....	9
图 8：微盟、有赞应收周转率对比 .....	12
图 9：有赞的固定资产周转率远低于微盟 .....	12
图 10：有赞的销售费用率正在赶超微盟 .....	13
图 11：有赞、微盟净利润逐渐转负为正 .....	13
图 12：有赞研发投入费用化，研发费用率（右轴）逐年上升 .....	13
图 13：微盟研发投入资本化，2019 年研发成本占总资产的 5.13%（右轴） .....	14
图 14：Shopify 宣传图 .....	15
图 15：Shopify 收入来源分布变化情况 .....	15
图 16：Shopify 订阅服务收入逐年增长，但增速放缓 .....	16
图 17：Shopify 订阅服务构成情况 .....	16
图 18：Shopify 商户服务和订阅服务毛利率呈现小幅波动状态 .....	18
图 19：商户服务收入变化 .....	18
图 20：shopify 支付服务收入发展状况 .....	18
图 21：Shopify 销售费用与收入增速水平相当 .....	20
图 22：Shopify 销售费用率下降，但仍居于最高 .....	20
图 23：ShopifyGMV 和变现率整体上升 .....	21
图 24：Shopify 商户数量呈上升态势 .....	21
图 25：有赞、微盟、shopify 净利润 .....	22
图 26：有赞、微盟、shopify 净利润/经营性净现金流 .....	23
图 27：商户视角下的美团点评 .....	23
图 28：全球零售电子商务 GMV 分布 .....	25
图 29：移动网民人均 APP 使用时长中短视频比例上升 .....	26
图 30：微信小程序目前发展状态 .....	28
图 31：小程序流量来源 TOP10 .....	32
表 1：商户视角下微盟有赞对比 .....	8
表 2：有赞套餐服务 .....	10

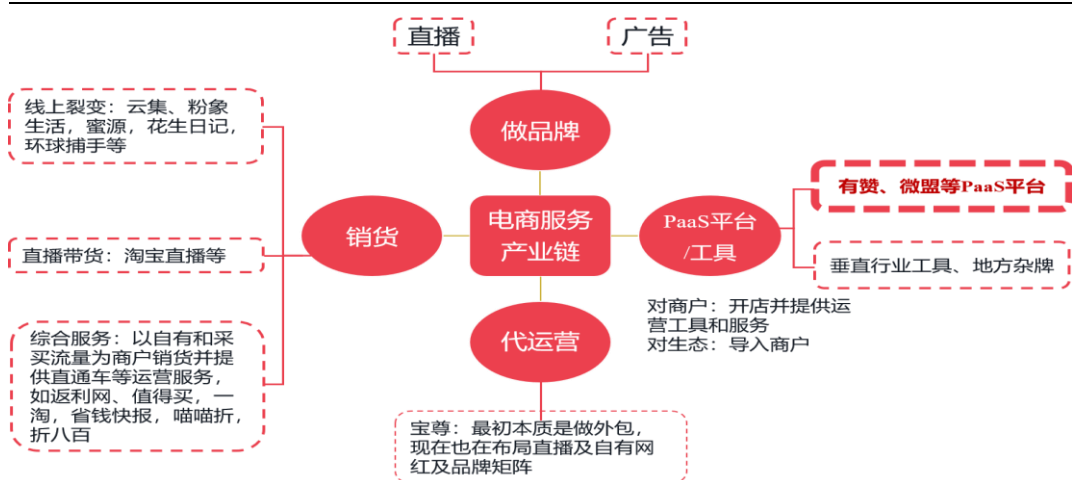
表 3: 微盟套餐服务 .....	11
表 4: Shopify 与微盟有赞服务定价 .....	16
表 5: Shopify 具体套餐内容 .....	17
表 6: 有赞微盟、Shopify 纯工具收入占比对比 .....	19
表 7: 有赞、微盟、Shopify SaaS 毛利率 .....	19
表 8: 有赞、微盟、Shopify 服务毛利率 .....	19
表 9: 微盟、有赞、Shopify 各项费用率明细 .....	20
表 10: 有赞微盟、shopify GMV、变现率（总收入/GMV）比较 .....	21
表 11: 微盟、有赞、shopify 平台差异 .....	24
表 12: 表 shopify、微盟、有赞在客户服务具体环节的差异 .....	24
表 13: 微信、抖音、快手、淘宝直播的商户渠道和交易规模 .....	26
表 14: 微信电商生态新发展 .....	27
表 15: 微信直播 GMV 测算 .....	28
表 16: 微信小商店与微盟商城、有赞商城区别 .....	29
表 17: 腾讯智慧零售 GMV 测算 .....	30
表 18: 小鹅拼拼 GMV 测算 .....	31
表 19: 微信电商 GMV 测算 .....	32
表 20: SaaS 产业空间测算（只包含 shopify、有赞版） .....	33
表 21: 光云科技公司董事会与高管 .....	35
表 22: 光云科技关键指标 .....	35
表 23: 微盟董事会与高管 .....	36
表 24: 微盟关键指标 .....	36
表 25: 有赞董事会与高管 .....	37
表 26: 有赞关键指标 .....	37

## 一、中国电商生态中的电商SaaS平台

### 1.1 SaaS平台依赖电商平台的生态位补缺，又伴随电商生态而成长

电商服务产业链主要包括做品牌、销货、代运营和 SaaS/平台这四大类。在做品牌方面，通过直播和广告树立产品形象，提高商品热度，并进行一定程度的导流。在销货方面，通过线上裂变的方式促进用户多渠道购买商品，拉新增加平台的使用数和活跃数进而增加平台的销货量和成交额，通过直播带货的形式增加商品的真实体验度，促进用户购买。通过直通车等形式为用户打造专属的购买入口，为平台商户提供专属的流量入口。在代运营方面，借助第三方公司对平台的技术后台工作进行支持和维护，助力平台完成日常的销货活动。针对 SaaS 平台/工具方面，微盟有赞等提供第三方技术平台，助力企业日常的营销活动，打造专属的运营方案。

图 1：电商服务产业链概览



资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

基于 SaaS 平台的属性可以看到，SaaS 工具的主要作用是为不具有电商生态位的平台导入商户，填补平台电商生态位空缺，对商户的内部流程、活跃和复购提供可行性方案。随着电商产业的不断发展，SaaS 平台不断丰富自身的服务内容，力求为用户提供更加方便快捷的运营模式。

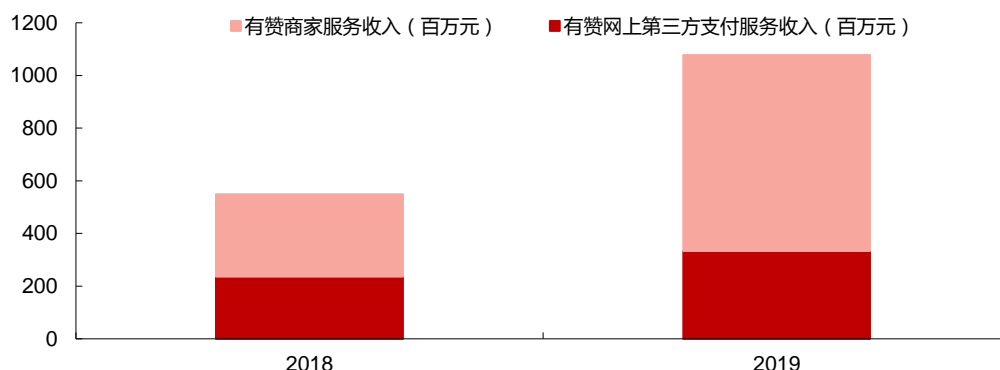
### 1.2 有赞、微盟在服务、产品线、定价和财务等方面表现较大差异

#### 1.2.1 微盟除SaaS产品外，大力发展广告精准营销服务

有赞目前专注 SaaS 业务（报表为 SaaS，以下同），并持有支付牌照，希望做支付、担保等资金服务，核心逻辑在于为商户提供更全面的服务。其中 SaaS 业务中主要是商城使用费收入来源，还有一小部分为平台的抽佣，但非常小，目前为千分之十。公司还通过自有的有赞精选和对接快手等平台为商户提供流量。从产品线上来看，有赞除了微商城以外的产品成功的不多，更侧重于基于微商城打造微生态里的商户平台，同时更侧重复购环节。有赞基于云平台的经营模式向商户提供便捷的微商城系统和完整的线上零售解决方案，并致力于通过网络营销、交易玩法、消费保障为广大商家、消费者提供开店工具。有赞在 2019 年收入达到 11.7 亿元，同比增长 99.7%，约 2018 年收入的 2 倍。



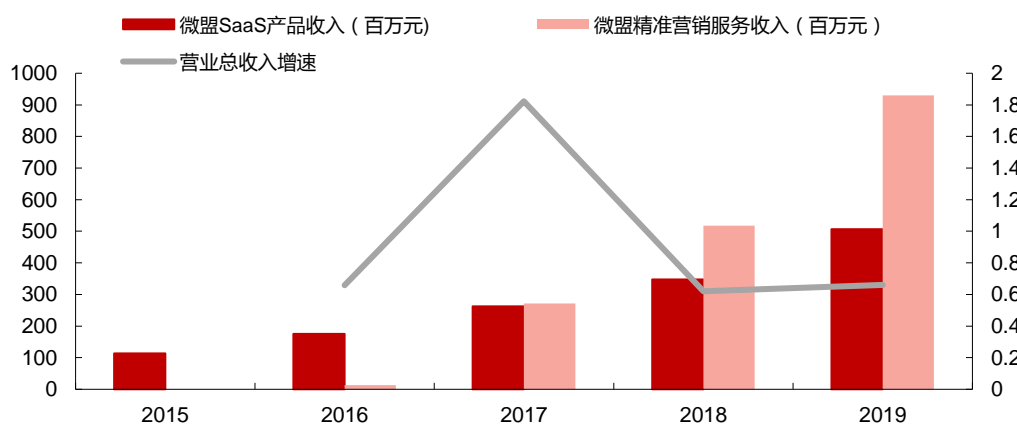
图 2：有赞集团收入构成



资料来源：有赞公司年报、西部证券研发中心

微盟从细分垂直行业入手，上线多个 SaaS 解决方案，产品分布在商业云、营销云、销售云等模块。微盟业务中目前广告营销代理业务比重占比高。微盟对接的腾讯社交广告现在已经成为推动腾讯营收增长的强大动力，显示出微盟和腾讯合作关系紧密。腾讯生态下，广告、助贷等增值服务可以给商户或者代理商带来持续价值，需要精细的平台对其进行运营管理，适合第三方来做。2019 年腾讯推出 LBS（定位技术）广告，免费试运营期间微盟独代。SaaS 平台方面，微盟的产品线比较长，在商户整个电商经营环节中，开发了比较多的玩法帮助商户提高私域流量的活跃度。2020 年 7 月份微盟直播 APP 新增“个人直播小店”解决方案，为中小微商家、个体创业者以及个人用户提供免费开店和零门槛直播能力，实现人人开店，人人直播。微盟精准营销服务自推出以来收入一直呈上涨趋势，由 2016 年的 1350 万元发展到 2019 年的 9 亿万元，逐渐成为微盟的核心业务。

图 3：微盟收入构成以及增长率变化



资料来源：微盟公司年报、西部证券研发中心

### 1.2.2 商户视角下有赞更加侧重并布局财务

有赞在产品线中的导流、流程、复购环节更侧重并布局财务。有赞自身拥有支付牌照，在财务环节回款速度较快，有更多的选择性。同时有赞对于用户之间的营销玩法较多，种类较为丰富。商家进入运营后台的模块创建比较复杂详尽。

图 4：商户视角下有赞的产品线



资料来源：西部证券研发中心

微盟在 SaaS 工具层面更侧重流程、活跃环节，并提供了更多的行业解决方案。微盟自身没有支付牌照，支付直接与微信支付绑定，在财务环节回款速度较慢。但是微盟更加注重流程与活跃，关注用户的动态，利用线上营销活动来刺激用户的购买与复购。

图 5：商户视角下微盟的产品线



资料来源：西部证券研发中心

在创建流程方面，有赞首先需要获取创建时的定位才能开设店铺；页面布局方面，从商家后台管理看，有赞的模块精而细，微盟的界面简单凝练；关于小程序，有赞可以绑定百度和微信小程序之外，支付宝处于在开发状态；营销玩法方面，有赞的营销玩法更加广泛，但收费更高；店铺类型选择上，微盟可以提供更多的选择，有赞从有赞微商城、有赞零售、有赞美业、有赞教育、有赞餐饮 5 大类之中选择。技术&售后，两者均有技术团队带教，微盟有详细的文书介绍，较为详细，体验感较好。

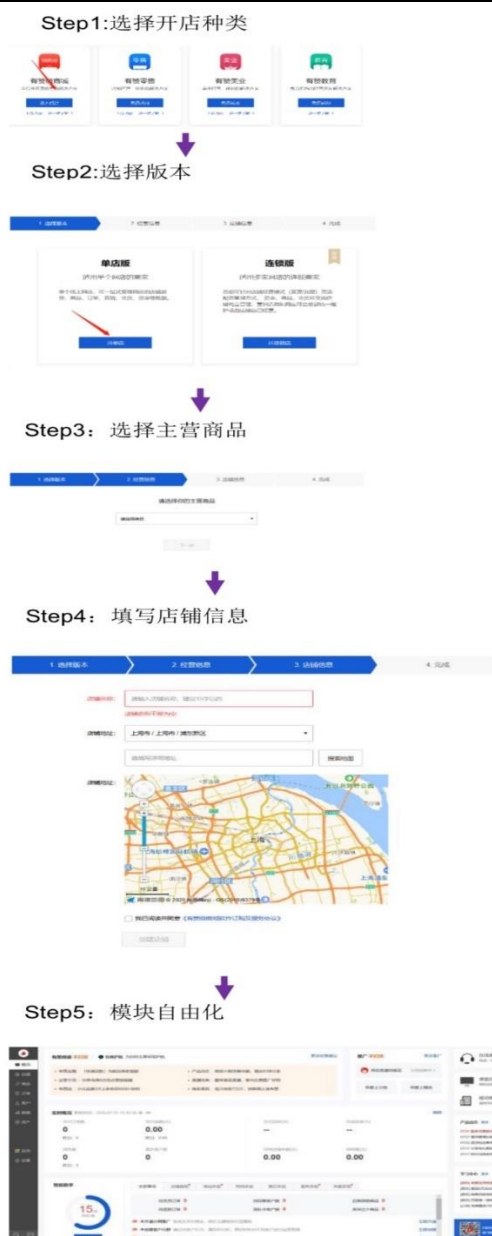


表 1：商户视角下微盟有赞对比

	微盟	有赞
创建流程	注册选择店铺类型（10 种）后模块自由化，自行选择修改	注册选择店铺类型（有赞微商城、有赞零售、有赞美业、有赞教育、有赞餐饮）后 - 经营定位信息
模块管理	简练展现	复杂详细
套餐费用	基础 9800 高级 16800	基础 6800（功能相对微盟较少） 专业 12800 旗舰版 26800（定价较高） 部分模块有额外收费
小程序	百度，微信	百度微信外，支付宝在开发状态
流程运作	更偏活跃（拼团、砍价、语音红包、包粽子、刮刮卡、砸金蛋、大转盘、拆礼盒、微助力等 26 种）	更偏向复购（后台有专门客群维护的窗口，有日历签到、权益卡、会员储值、礼品卡、积分商城等 11 种方式）
营销玩法	较少	较多（例如好友瓜分券、砍价 0 元购、打包一口价、支付有礼、0 元抽奖、销售员、优惠套餐）
支付牌照	无（与微信关联） 回款慢	有 回款快
数据导出	全部可以导出	部分可以
技术&售后	客服团队 1500 余人（总部），技术团队带	客服团队 500 人（上海区域）技术团队带教，体验较弱

资料来源：西部证券研发中心

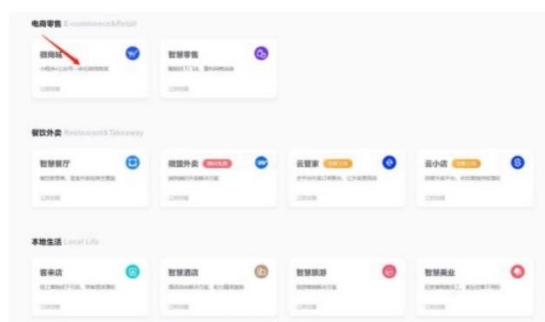
图 6：有赞商户开店流程



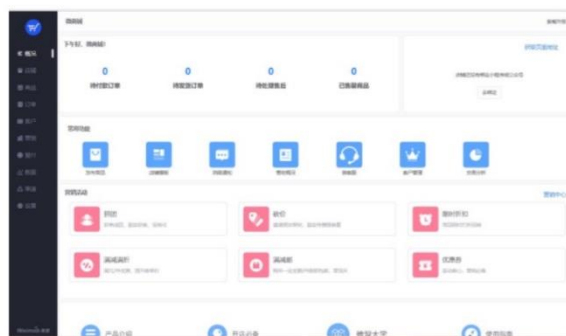
资料来源：有赞商户后台、西部证券研发中心

图 7：微盟商户开店流程

## Step1: 选择开店类型



## Step2: 模块自由化



资料来源：微盟商户后台、西部证券研发中心

## 1.2.3 有赞相对微盟比，产品服务定价更高

有赞微商城的单店版本主要包括基础版、专业版、旗舰版三类，定价分别为每年 6800 元/12800 元/26800 元，适用于不同规模及需求的商家，此外，旗舰版套餐不适合非实物类商家选择。有赞据此特别推出有赞教育微商城创建等非实物创建窗口。

相比微盟，有赞基础版本包含功能相对较少，基础以上的微商城套餐定价较高，一些服务需要额外的支出，但营销玩法和手段相比来说较多。

表 2：有赞套餐服务

功能		基础版	专业版	旗舰版
报价		6800 元/年	12800 元/年	26800 元/年
基础开店能力	通用功能	店铺能力，订单能力，商品管理，客户管理，数据分析，资产管理		
营销应用-销售渠道	通用功能	微信公众号，微信小程序，百度小程序，微博，支付宝生活号，有赞搜狗输入法		
	销售员	×	√	√
	社区导购	×	×	√
	APP	按需单独付费开通		
营销应用-营销玩法	通用功能	多人拼团，秒杀，限时折扣，优惠码，优惠券，团购返现，订单返现，赠品，满减/送，降价拍，找人代付，我要送礼，心愿单、买家秀		
	好友瓜分券	×	√	√
	砍价	×	√	√
	打包一口价	×	√	√
	优惠套餐	×	√	√
	支付有礼	×	√	√
	0 元抽奖	×	×	√
	定金膨胀	×	×	√
	周期购	×	×	√
营销应用-配套工具	热力图	×	×	√
	推广分析	×	×	√
	单品分析	×	×	√
	市场洞察	×	×	√（开店后咨询服务经理）
营销应用-配套工具	通用功能	扫码收款，验证工具，投票调查，包邮工具，电子面单		
	电子发票	×	√	√
	服务销售业绩报表	×	√	√
	按需付费开通功能	短信群发、多网点、退货运费补贴、模板市场		
未来新增能力	2020 最新营销数据工具	×	×	√
其他	账号权限	3 个	10 个	30 个
安全保障	通用功能	全站 https 加密访问		

资料来源：有赞公司官网、西部证券研发中心

微盟产品定价分为有标准版和高级版两种类型，相对于有赞的服务定价来说较低，除此之外，没有其他的多余费用。

表 3：微盟套餐服务

	基础版	标准版	高级版
价格	6800元/年	9800元/年	16800元/年
销售渠道	微信小程序、微信公众号、H5、APP 开店、百度小程序、分销市场		
	——	微信好物圈	
销售方案	知识付费、预售、直播购物台		
	——	分销、海淘	
	——	——	周期购、社区团购
店铺促销	优惠券、砍价、限时折扣		
	——	满包邮、优惠码、满减/满折、拼团	
	——	——	N 元N 件、优惠套装、满赠、礼品卡
高级营销	——	支付推广、专题文章	
	——	——	定金膨胀、阶梯价、买家秀、发券宝、 开屏推广、渠道追踪、荐客有礼
互动营销	砸金蛋、微信墙		
	——	测评、包粽子、大转盘、拆礼盒、刮刮卡、微助力、挖宝达人、睡神大作战、 全民奥运会、粉丝集结令、整蛊大师、答题吃鸡、脸战、我是预言家、集卡、 语音红包、步数星球、红包也疯狂	
	——	——	任务卡、签到摇奖机、神奇扭蛋机
其他功能			
装修功能	页面装修、装修组件、页面设置		
交易管理	商品管理、销售策略、订单管理、订单管理、售后管理、物流管理、交易设置		
客户管理	客户列表、客户管理、客户标签、会员卡、会员营销、积分策略、储值策略、客户分群		
其他工具	经营工具、客服工具、基础工具		
支付管理	支付模式、收款能力、付款能力、支付配置、财务管理、分账管理、成本核算、电子发票		
经营分析	店铺概况、客流分析、客群分析、交易洞察、营销效果		
其他	服务管理、数据仓库等等		

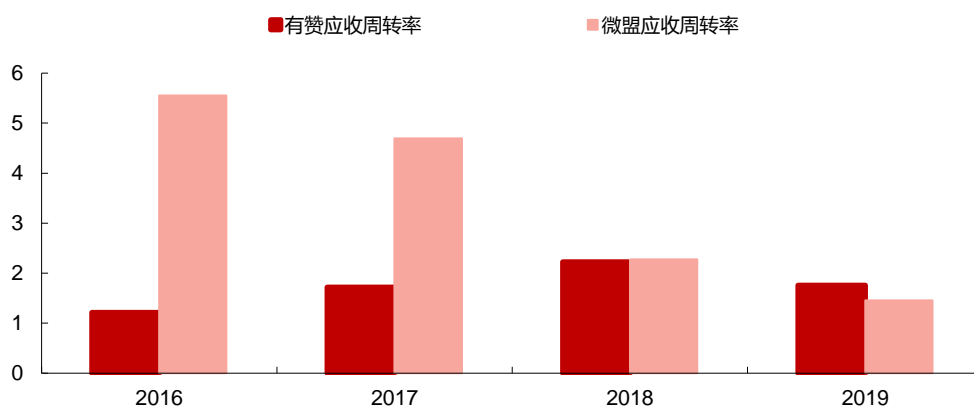
资料来源：微盟公司官网、西部证券研发中心

#### 1.2.4 微盟有赞整体财务表现与有赞不同

微盟广告代理业务的垫资基本上 3 个月账期，但大企业基本是中期、年末各算一次，从其应收周转率看，随着代理业务提升，下降也较为明显。从固定资产周转率数据看，有赞经营模式资产相对更重，周转率数据明显低于微盟。

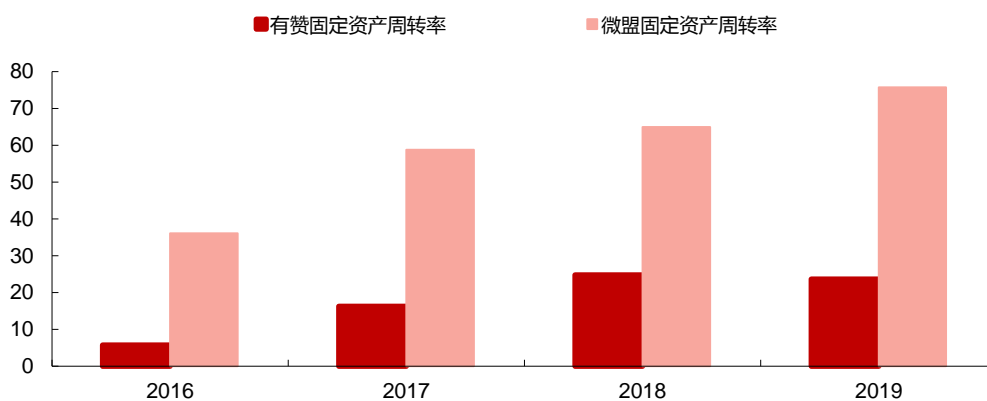
有赞费用率低于微盟，但近年来其销售费用率也在不断上升，主要是公司对产品销售代理商有可观的返利。

图 8：微盟、有赞应收周转率对比



资料来源：微盟有赞公司年报、西部证券研发中心

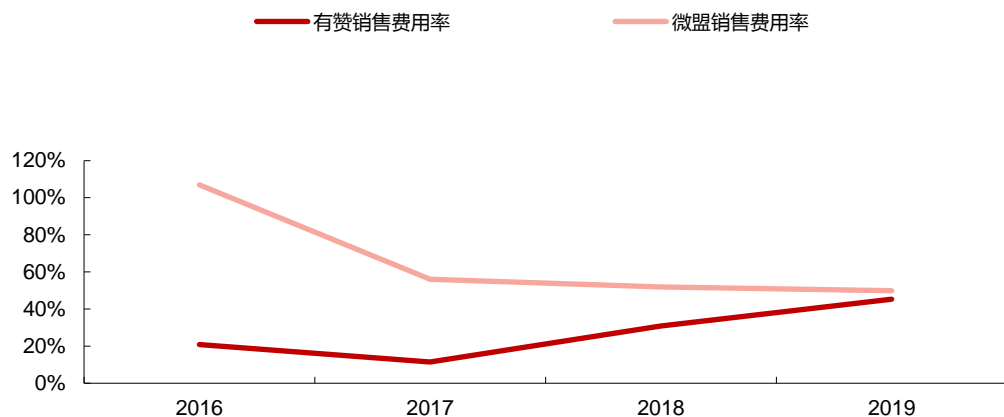
图 9：有赞的固定资产周转率远低于微盟



资料来源：微盟有赞公司年报、西部证券研发中心

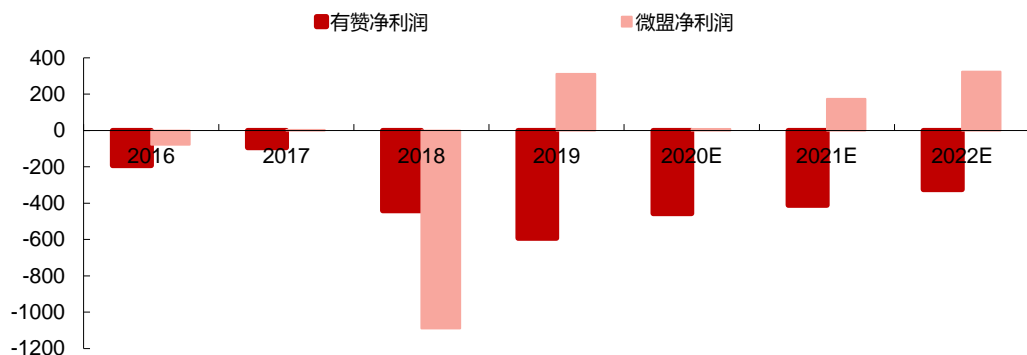
有赞近些年在研发投入的成本较高，在资金管理上弱于微盟，微盟的销售费用率呈逐渐下降趋势，有赞正在逐渐赶超微盟。

图 10：有赞的销售费用率正在赶超微盟



资料来源：微盟有赞公司年报、西部证券研发中心

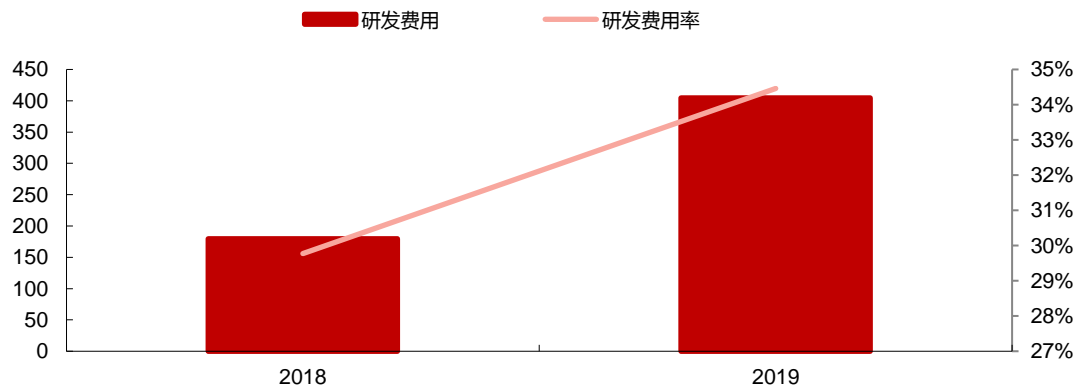
图 11：有赞、微盟净利润逐渐转负为正



资料来源：微盟有赞公司年报、西部证券研发中心

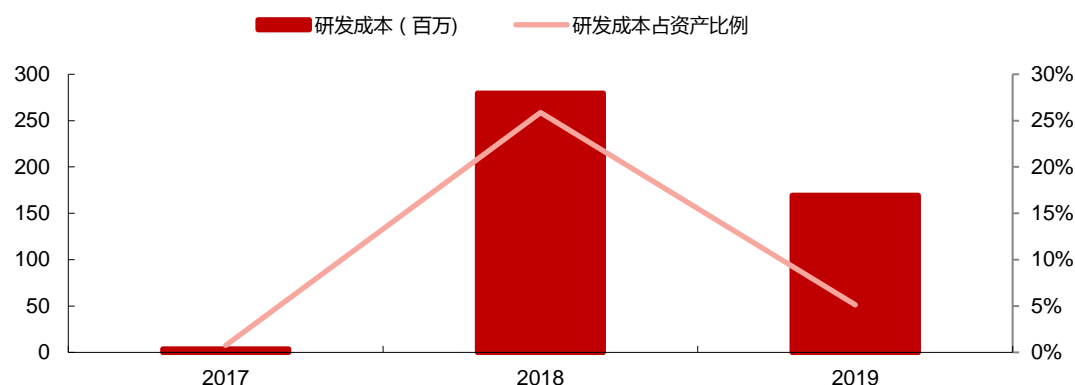
有赞整体将研发投入算入费用的一部分，2019 年研发费用率达到 34.46%。

图 12：有赞研发投入费用化，研发费用率（右轴）逐年上升



资料来源：有赞公司公告、西部证券研发中心

图 13：微盟研发投入资本化，2019 年研发成本占总资产的 5.13%（右轴）



资料来源：微盟公司公告、西部证券研发中心

微盟整体的研发投入资本化，已资本化的开发成本列为无形资产，并自该资产可供使用起计提摊销，研发成本占总资产占比 2018 年达到最高，比例为 25.87%。

中国电商 SaaS 格局和龙头对比来看，主要是微信体系的有赞和微盟两家提供通用性、全国性平台/工具的公司，及其他垂直行业工具和区域性的杂牌军构成，目前两者的市占率估计在 10% 左右。由于平台的不但发展演进和电商商户玩法的复杂化及增值服务的相关需求，有赞、微盟两家头部企业有望在不断地迭代过程中从尾部、腰部的竞争对手中获取更高的市场份额。

## 二、Shopify 相对于微盟有赞在线上运营和商户等方面更成熟

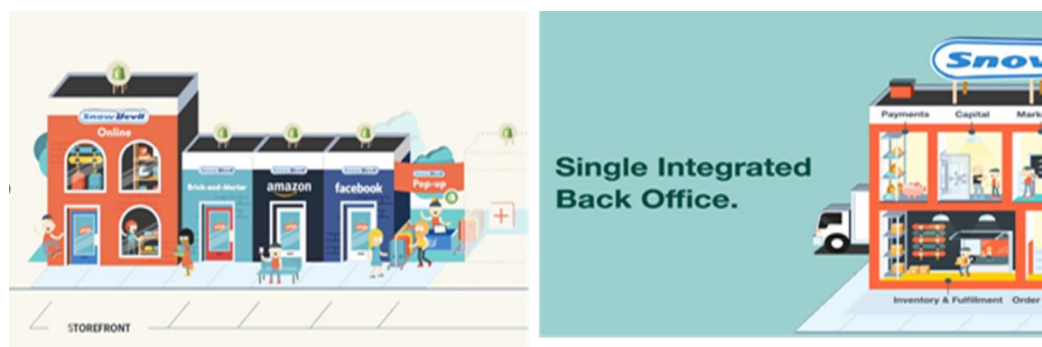
### 2.1 Shopify——生长于美国互联网电商生态的一站式电商 SaaS 公司

Shopify 是一个全球性的多渠道电子商务平台。商户在 Shopify 注册账号，然后选择免费或者付费的主题模板，介绍店铺信息，上传产品，添加产品描述，设置价格，设置运费，设置收款方式等等。只需要几分钟时间就可以建立一个比较专业、美观独立网店，并且支持独立域名绑定。此外 Shopify 还集成了众多免费及付费的 App，可以更好地完善拓展网站销售功能，提升用户购物体验。

Shopify 作为工具平台本身不带流量，在 Shopify 开店后，商户需需要通过内容营销，SEO、Google 广告、Facebook 广告、Instagram 等社交营销渠道，红人营销，联盟营销等来为自己店铺做推广，赢得订单，Shopify 平台提供多样化的营销手段。平台功能服务不断强化，近年 Shopify 不断引入和丰富平台功能和配套服务，提高平台客户粘性，例如增加商家 AR/VR 线上购物体验功能，通过收购强化仓储服务体验等。



图 14: Shopify 宣传图



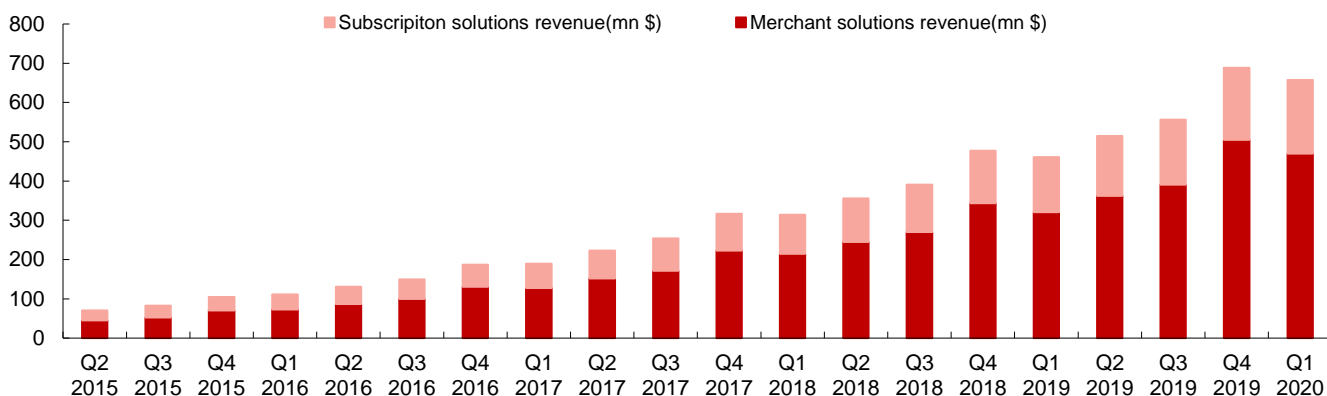
资料来源：西部证券研发中心

### 2.1.1 会员订阅服务和商户服务解决方案双轮驱动

目前 shopify 收入来源主要包括会员订阅服务 (Subscription solutions) 和商户服务解决方案 (Merchant solutions)。

其中订阅服务主要包含基础版本、进阶版、高级版以及 Shopify Plus 版本 (面向收入规模超百万美元客户), 分别对应 29、79、299 和 2000+美元的月度会员费, 对应不同等级会员服务。另外, 公司还推出有精简版套餐 (Shopify lite), 月费定价仅为 9 美元, 针对已经拥有网站并且只想在某些国家/地区使用更高级的 Shopify 功能进行更新的解决方案的商户, 不提供独立建店铺的功能。目前 SaaS 服务收入占到 40%左右, 逐年在下降。

图 15: Shopify 收入来源分布变化情况

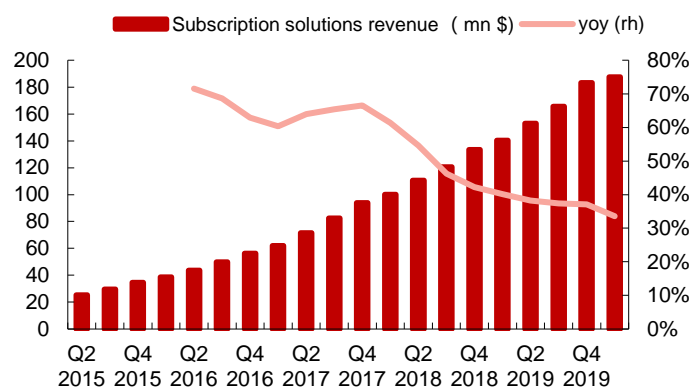


资料来源：shopify 公司公告、西部证券研发中心

根据 Shopify 最新财报数据, 2020 年 Q1 公司实现订阅服务收入 1.88 亿美元, 同比增长 33.58%, 自 2015 年以来公司营收保持相对高的增速, 但逐年有所放缓。

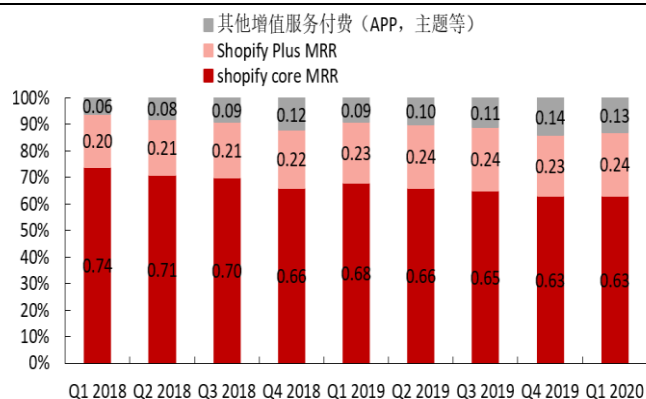
值得注意的是公司订阅服务构成中, 除了基础付费套餐收入外, 增值服务类 (如商户在 Shopify 平台购买主题、APP 等)、Shopify Plus 业务收入占比在不断提升, 截至 2020 年 Q1, Shopify Plus 和增值服务收费比重分别占 24%和 13%。

图 16: Shopify 订阅服务收入逐年增长, 但增速放缓



资料来源: shopify 公司公告、西部证券研发中心

图 17: Shopify 订阅服务构成情况



资料来源: shopify 公司公告、西部证券研发中心

## 2.1.2 Shopify 会员套餐内容与国内大体相同

单价比较看, 不考虑年费超过 2000+美元的 Plus 套餐, Shopify 基础版、进阶版套餐年费总额低于国内同行, 其定位品牌客户的高级版本的单价则基本与国内同行相当。

表 4: Shopify 与微盟有赞服务定价

单位: 元/年	Shopify	有赞	微盟
基础版本	2352	6800	6800
进阶版	6406	12800	9800
高级版本	24246	26800	16800

资料来源: 西部证券研发中心;

注: Shopify 数据以 2020 年 9 月最新汇率换算。

表 5: Shopify 具体套餐内容

	Shopify 基础版	Shopify 进阶版	Shopify 高级版	Shopify PLUS
功能特色				
功能特色	*	*	*	*
无限量产品上架	*	*	*	*
员工账号	2	5	15	——
24 小时客服支持	*	*	*	*
销售渠道	*	*	*	*
包括第三方平台和社交媒体 (具体渠道因不同地区有所不同)	*	*	*	*
手动创建订单	*	*	*	*
折扣码	*	*	*	*
免费 SSL 证书	*	*	*	*
恢复购物车清空	*	*	*	*
礼品卡	——	*	*	*
专业报告	——	*	*	*
高级报告生成器	——	——	*	*
第三方运费显示	——	——	*	*
SHOPIFY PAYMENTS (具体结果根据实时手续费进行调整)				
欺诈分析	*	*	*	*
网上信用卡手续费	3.3% + \$2.35	3.2% + \$2.35	3.1% + \$2.35	——
网上国际/Amex 信用卡手续费	3.9% + \$2.35	3.8% + \$2.35	3.7% + \$2.35	——
使用 Shopify Payments 以外的 支付渠道而收取的交易手续费	0.02	0.01	0.005	——

资料来源：公司官网、西部证券研发中心

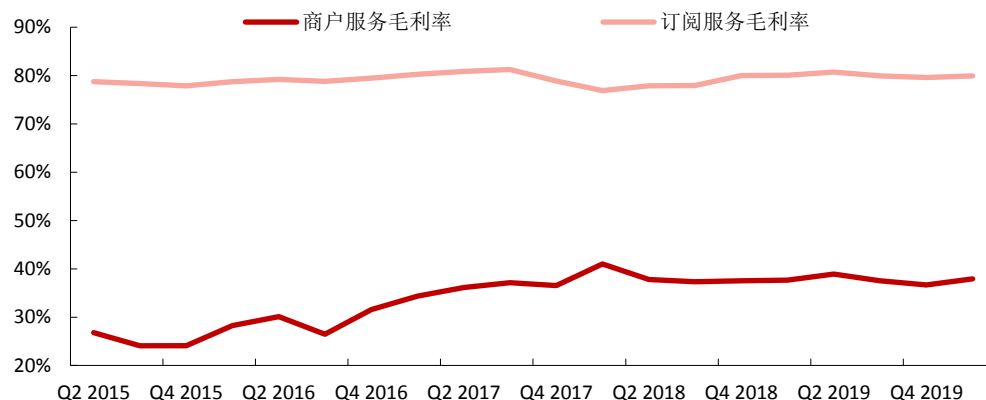
由上述表格可以发现，国内外该类工具套餐提供的基本服务基本相同，但是相比国内而言，Shopify 提供给商户的套餐选择更多，并且支付环节更加完善。适合不同种类店铺进行选择。

### 2.1.3 订阅服务毛利率高位保持，商户服务类业务毛利率不断提升

订阅服务业务毛利率作为典型的 SaaS 服务，其成本主要提供业务对应的主题和域名注册费用/信用卡费用/第三方基础设施托管费用等，毛利率历年来保持在 80%左右的高位。

商户服务成本主要是支付成本、仓库存储、运输、拣配，包装和订单准备等，业务毛利率相对较低，但逐年有所提升。

图 18: Shopify 商户服务和订阅服务毛利率呈现小幅波动状态



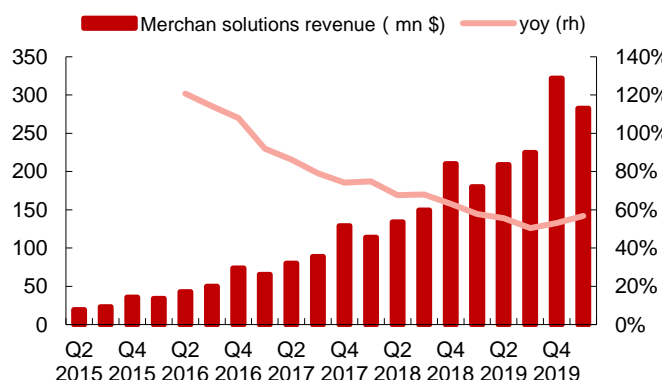
资料来源: shopify 公司年报、西部证券研发中心

Shopify 在订阅服务之外，面向平台商户提供更全面、多样的商户服务，主要包括有支付、物流、仓储、金融以及 POS 机硬件销售等业务。近年来保持 50%以上的高速增长态势，目前收入占比已经过半。

其中，支付业务是商户服务的主要内容。Shopify Payments 提供支付渠道，平台与 Stripe 合作，集成了信用卡支付系统，并从支付交易额中收取交易费用，与信用卡系统分成（构成支付业务的成本项），交易费用率一般在 2.4-2.9%之间，毛利率水平相对较低。另外，对于未通过 Shopify Payments 的交易，平台收取交易金额的 0.5%-2%不等的费用。2019 年 Shopify 支付业务 GPV 约 260 亿，以 90%的商户服务收入作为支付业务收入估计，则对应货币化率约为 3.63%。

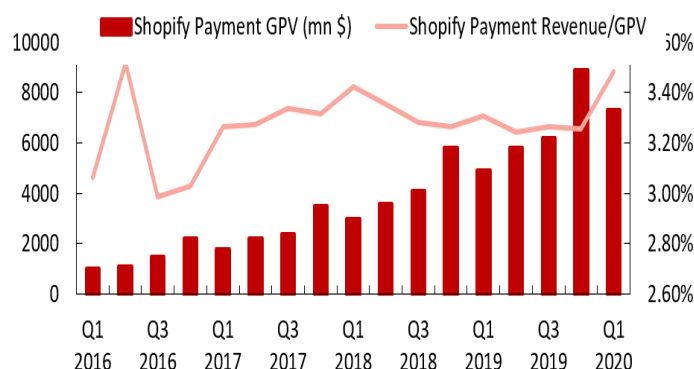
物流方面，平台与多个物流公司合作，商户在平台上选用物流服务可以享受不同比例的折扣，同时，平台中提供物流信息管理功能；金融服务方面，Shopify Capital 提供商户供应链金融服务；仓储方面，2019 年公司宣布建设自己的仓储系统，并宣布收购自动化仓储解决方案厂商 6 River System。

图 19: 商户服务收入变化



资料来源: shopify 公司公告、西部证券研发中心

图 20: shopify 支付服务收入发展状况



资料来源: shopify 公司公告、西部证券研发中心

## 2.2 微盟、有赞VS Shopify:中美电商SaaS均高度依赖销售费用投入， Shopify相对发展更成熟

通过对比 Shopify、微盟、有赞收入构成，可以发现微盟、Shopify 的纯工具收入在减少，而有赞纯工具收入的比例在上升，但是整体来看三者的纯工具收入都在占收入 50%上下。

表 6：有赞微盟、Shopify 纯工具收入占比对比

	2016年	2017年	2018年	2019年
有赞SaaS收入（百万 元）			242.30	593.56
收入占比			40.23%	50.55%
微盟SaaS收入（百万 元）	175.70	262.60	347.10	507.00
收入占比	92.88%	49.18%	40.13%	35.29%
Shopify SaaS收入（百 万元）	1252.97	2093.52	3078.19	4437.72
收入占比	48.44%	46.05%	43.33%	40.70%

资料来源：微盟有赞以及 shopify 公司年报、西部证券研发中心

有赞、微盟和 Shopify 的 SaaS 的毛利率都在 70%以上，可见三者的主要利润来源是来自工具。

表 7：有赞、微盟、Shopify SaaS 毛利率

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
有赞 SaaS 毛利率			61%	71.8%
微盟 SaaS 毛利率	88.20%	87.00%	85.00%	80.50%
Shopify SaaS 毛利率	79.07%	80.24%	78.28%	80.05%

资料来源：微盟有赞以及 shopify 公司年报、西部证券研发中心

表 8：有赞、微盟、Shopify 服务毛利率

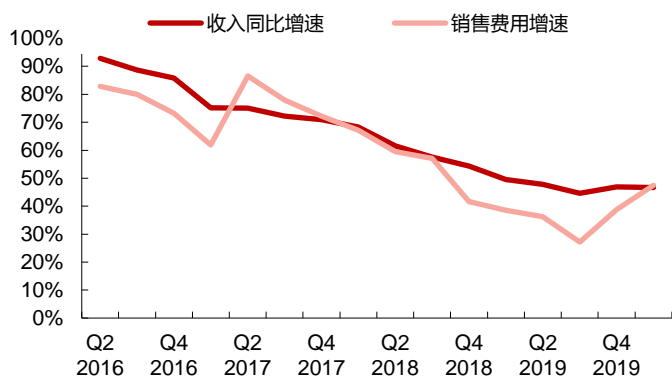
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
有赞服务毛利率			25.3%	
微盟服务毛利率				
Shopify 服务毛利率	24.99%	29.10%	38.41%	37.69%

资料来源：微盟有赞以及 shopify 公司年报、西部证券研发中心

### 2.2.1 国内外厂商均高度依赖销售费用投入，目前中国厂商费用率水平更高

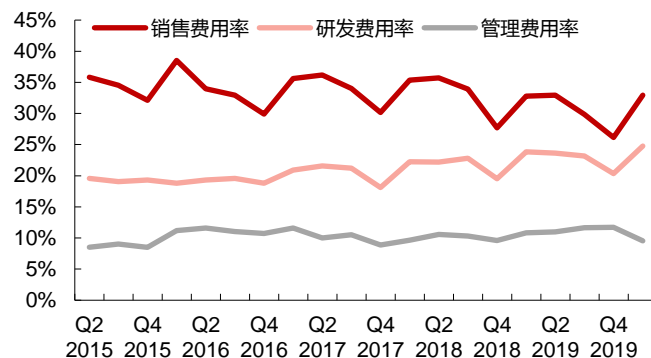
历年来，公司销售端投入较高，增速水平基本与收入端持平，也远高于公司研发和行政费用，2020 年 Q1，公司销售费用率达到 32.95%。2019 年全年值约 30%左右，相比 2015 年的 34% 有所下降，但仍处于高位。其销售费用主要是人员开支、市场营销活动费用、合作伙伴商户推介相关费用。其中 Shopify Affiliate Program 公司通过生态合作伙伴通道来获客，商户通过合作伙伴专属链接/通道前往 Shopify 平台注册付费，合作伙伴将可获得 58 美元，对于注册购买 Shopify Plus 的新商户，引介的合作伙伴可获得 2000 美元的返点。

图 21: Shopify 销售费用与收入增速水平相当



资料来源: shopify 公司公告、西部证券研发中心

图 22: Shopify 销售费用率下降, 但仍居于最高



资料来源: shopify 公司公告、西部证券研发中心

截至 2019 年 12 月 31 日,有赞的销售费用率由 2018 年 12 月 31 日的 30.90%增加至 45.32%,而微盟和 Shopify 分别由 52%和 33.17%下降至 49.9%和 30.42%。这在一定程度上表明了微盟和 Shopify 已经开始将费用用于其他方面的投入,例如研发,厂商处于快速发展阶段,目前还更加关注销售端的运作。

表 9: 微盟、有赞、Shopify 各项费用率明细

销售费用率	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
有赞			30.90%	45.32%
微盟	106.97%	56.03%	52.00%	49.90%
Shopify	33.19%	33.98%	33.17%	30.42%
管理费用率 (含研发)	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
有赞			32.29%	20.17%
微盟	26.78%	11.19%	17.50%	9.04%
微盟 (剔除广告收入)	64.92%	63.28%	61.00%	45.53%
Shopify	30.17%	30.26%	31.50%	33.83%
财务费用率	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
有赞			0.0%	1.9%
微盟	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%
Shopify	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 微盟有赞以及 shopify 公司年报、西部证券研发中心

### 2.2.2 Shopify单商户交易规模相对较低, 中美同行均持续亏损

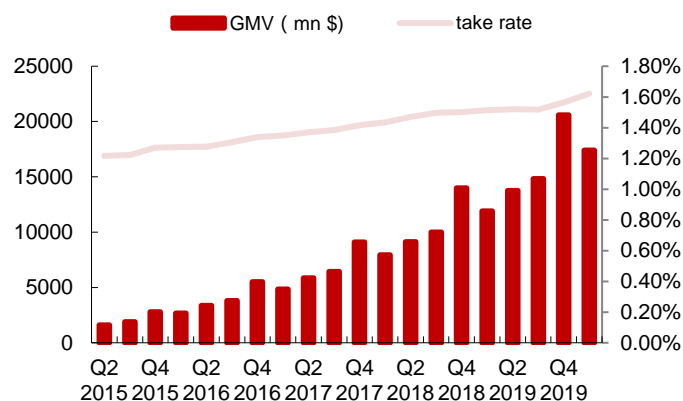
商户数量规模看, Shopify 为国内同行 10 倍以上, 其中 Shopify Plus 商户数截至 2019 年为 7100 户, 占比小于 1%; GMV (总交易额) 规模看, Shopify 为国内同行的 4-5 倍。

单商户的交易额规模逐年明显在提升, 但国内厂商该指标远超 Shopify。Shopify 百万商户中交

易量较小的客户数量占比大，但 GMV 贡献则主要来自使用高级版和 Shopify Plus 的大客户。

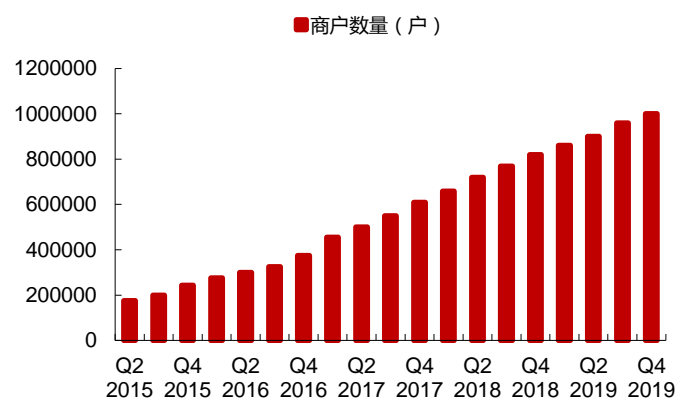
尽管单商户 GMV 更低，Shopify 以总收入/商户数计算的 ARPU（总收入/商户数）值与国内同行相比略低，但基本接近，而 take rate（总收入/GMV）则明显更高。

图 23: Shopify GMV 和变现率整体上升



资料来源：shopify 公司公告、西部证券研发中心

图 24: Shopify 商户数量呈上升态势



资料来源：shopify 公司公告、西部证券研发中心

表 10: 有赞微盟、shopify GMV、变现率（总收入/GMV）比较

GMV(百万元)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
有赞	117	213	330	645
微盟				
Shopify	1068.5	1706.88	2020.86	3133.81
商户数(户)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
有赞		41000	58981	82343
微盟		51494	64695	79546
Shopify	375000	659000	820000	1000000
总收入/GMV	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
有赞			1.83%	1.82%
有赞——剔除销售货品及其他			1.72%	1.81%
微盟				
Shopify	2.42%	2.66%	2.51%	2.57%
GMV/商户(元/户)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
有赞			5593.22	7865.85
微盟				
Shopify	2849.34	2590.11	3451.94	4250.32



## 行业深度研究 | 计算机

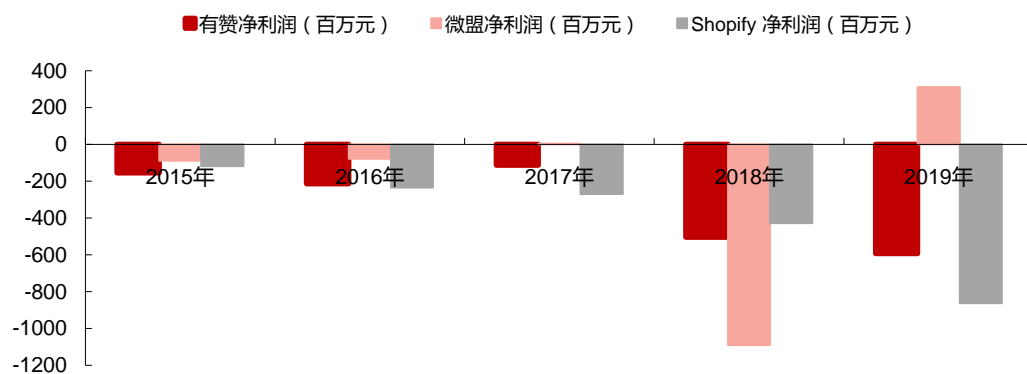
总收入/商户（元/户）	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
有赞			10168	14217
有赞——剔除销售货品及其他			9641	14205
微盟			13371	18062
微盟-剔除精准营销		5100	5365	6374
Shopify		6899	8664	10904

资料来源：shopify 公司年报、西部证券研发中心

高毛利、高费用投入的 SaaS 服务模式下，公司目前尚未实现持续盈利只有 2019 年第四季度单季度盈利。

经营现金流表现总体优于净利润，一方面 SaaS 服务现金流入与会计收入确认之间存在时间差，另一方面，公司有较大规模的股权激励费用为非付现成本。

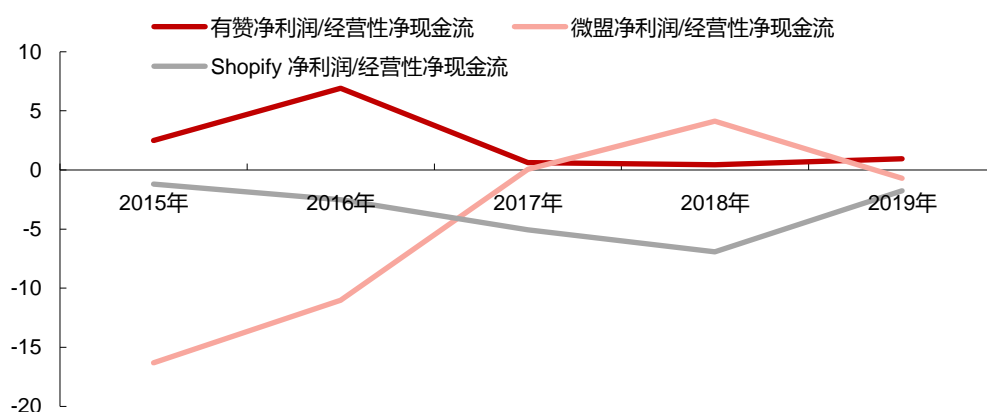
图 25：有赞、微盟、shopify 净利润



资料来源：微盟有赞以及 shopify 公司年报、西部证券研发中心

对比中美两国 SaaS 产品，可以发现整体都处于亏损状态，其中，2019 年除了微盟净利润为正数 3.1 亿元以外，Shopify 和有赞在 2019 年净利润分别达到-8.63 亿元和-5.91 亿元。不仅如此，国内两家 SaaS 厂商的经营性现金流为负，代表着两家厂商的商业信用面临挑战。

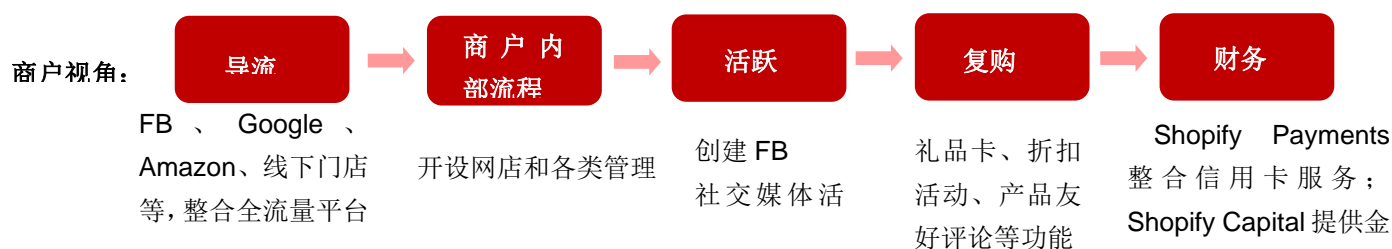
图 26：有赞、微盟、shopify 净利润/经营性净现金流



资料来源：微盟有赞以及 shopify 公司年报、西部证券研发中心

### 2.2.3 商户视角下的Shopify，全链条覆盖

图 27：商户视角下的美团点评



资料来源：西部证券研发中心

Shopify 相对于国内的 SaaS 厂商来说，运营体系更加成熟，变现率更高，从导流到最后的财务，每个环节都有完整的体系模块，仓储和物流是 shopify 的一大亮点。

表 11: 微盟、有赞、shopify 平台差异

	Shopify	有赞	微盟
规模	最大, 百万商户, GMV 超 600 亿美元	8 万商户数, GMV 超 600 亿人民币	3-4 万商户数 (2018 年数据)
Take rate	更高, 2.57%	偏低, 1.82%	——
标准订阅服务定价	偏低	较高	中等
商户服务类占比	2019 年为 40%	2019 年约 50%	营销代理业务口径下占比约 65%
对接流量平台	Facebook、Google、Amazon、线下实体店 (POS) 等	微信、QQ、快手、抖音、微博、支付宝生活号	微信、抖音、快手、头条、百度等平台
平台后端集成功能	店铺设计、购物车、营销/SEO、货物管理、VPC、数据分析、移动端、24Hr 销售支持等	店铺装修组件、营销管理、客户管理、数据分析、分销等	店铺装修组件、订单管理、物流管理、渠道管理、商品管理、会员管理、营销插件、数据分析等
平台生态	Shopify Appstore 提供海量平台和生态伙伴开发的 APP, 提供更多样的功能, 截至 2019 年底已经上架 3700 个 APP	有赞云服务, 为开发者和商家提供自主研发 SaaS 平台, 提供开放接口能力、大客户定制、应用市场、线下门店打通	

资料来源: 公开资料整理、西部证券研发中心

表 12: 表 shopify、微盟、有赞在客户服务具体环节的差异

商户服务具体环节	Shopify	有赞	微盟
营销	打通 Google、Facebook 广告	打通微信/QQ/公众号联盟等广告资源	本身提供广告代理服务; "微站" 帮助企业开拓获客渠道
支付	提供 Shopify Payments 与其他支付通道	持有支付牌照, 亦整合其他第三方支付	整合第三方支付
融资	Shopify Capital 商户贷款服务	有赞金融服务提供分期、担保等	——
配送	Shopify Shipping 与物流商合作, 提供配送服务	——	——
仓储	自建 Shopify fulfillment network 仓储网络服务	——	——

资料来源: 公开资料整理、西部证券研发中心

## 2.3 中美对比小结

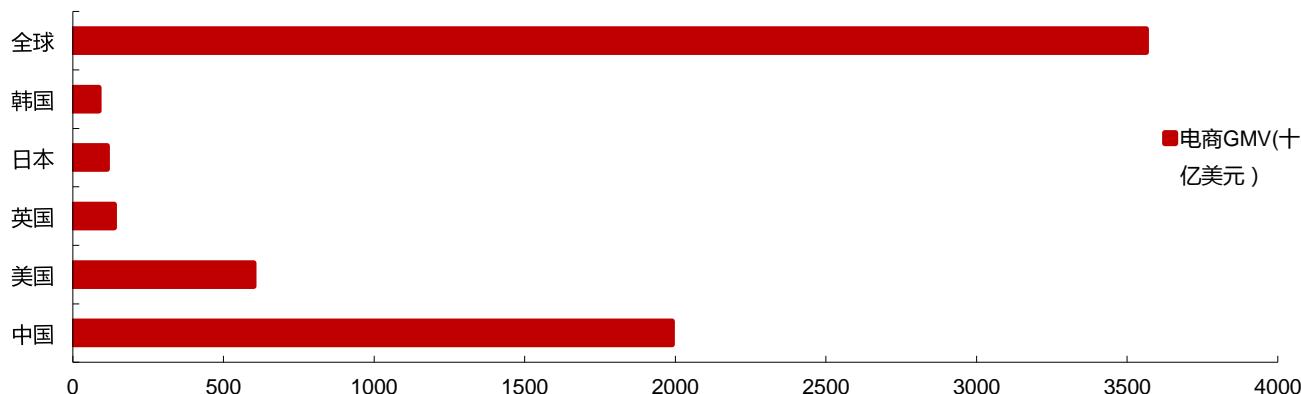
### 2.3.1 电商生态是对国内电商 SaaS 市场规模的主要制约

我们认为中美电商环境的差异, 如中国电商生态之间的封闭性, 除微信外几乎所有主要生态都自带第一方电商 SaaS 平台, 使得中国电商 SaaS 公司基本上只能在微信体系内纵向发展, 但基础工具的规模效应可以参考美国 Shopify 公司。

Shopify 的增长驱动力来自规模和 take rate 增长。规模来源于商户数增长、商户交易额增长, take rate 提升则来自增值服务的增加, 均需要公司不断优化性能和完善功能, 同时依赖市场销售能力。因此, 高销售、研发投入不可避免。高额投入压力下, Shopify 目前仍在亏损, 但随

着用户规模、客户交易规模提高，规模效应下，费用率水平逐步有所下降，净亏损规模相比收入规模逐步收窄，2019年净利润率为-6%左右，对比2015年为-9%左右。

图 28：全球零售电子商务 GMV 分布



资料来源：WIND、西部证券研发中心

eMarketer 估计，2019 年全球零售电子商务销售额将达到 3.563 万亿美元，中国零售电子商务销售额达到近 2 万亿美元，超过全球总销售额的一半，美国零售电商销售额预计达到 6000 亿美元。从电商市场总规模看，中国远超包括美国在内的其他国家。

国内电商 SaaS 厂商目前的总 GMV 规模远小于 Shopify，主要是 Shopify 能够连接海外多个流量平台，而国内两电商 SaaS 厂商主要基于微信、短视频生态，目前微信电商生态在国内整体电商中的比重较小。以公开数据披露的微信小程序 2019 年 GMV8000 亿计算，仅占国内电商 GMV 6%左右，未来微信生态电商基本盘的增长，将是影响这些厂商成长天花板的重要因素。

### 2.3.2 发展产业链延伸增值服务提升变现率是中美SaaS产业共同趋势

中美厂商变现能力对比分析：Shopify 单商户 GMV 水平低于国内同行，但 Shopify ARPU 值基本与国内同行接近，整体 take rate（收入/GMV）更是明显高于国内同行。尽管 Shopify 面向大量交易额规模更小的商户，但这些商户对云服务付费意愿却明显较高，与国内外云计算渗透大环境差异有关。

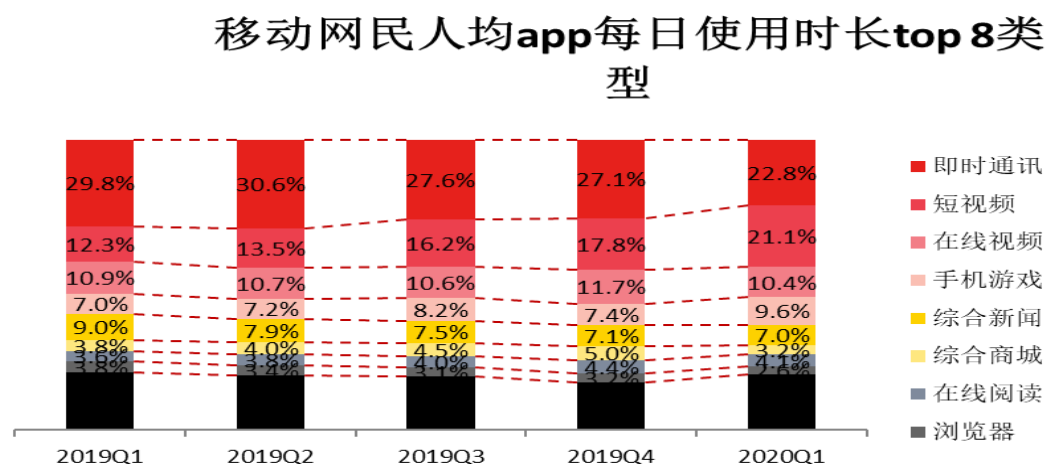
Shopify take rate 本身也在逐年提升，考虑到基本套餐的价格相对固定，take rate 增长主要来自 plus 套餐、各类增值服务的快速发展。可比数据看，近年来效仿 Shopify 发展路径也在做产业延伸服务的有赞，剔除一般贸易收入的 take rate 亦有提升。

## 三、微信电商生态发展推高国内电商SaaS天花板

### 3.1 微信积极发展电商生态，盘活私域流量

即使通讯 APP 使用时长最长，短视频类使用时长持续增长。根据极光大数据，微信为代表的即时通讯类产品在整体移动网民使用时长占比逐步被短视频类产品挤占，2020 年 Q1，即时通讯的占比为 22.8%，短视频已经达到 21.1%。

图 29：移动网民人均 APP 使用时长中短视频比例上升



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

从变现手段看，除游戏外，朋友圈广告、以小程序为主的微商和线下商户是微信的主要商业化手段。

微信本身有流量，总体缺乏缺商户，线上有微商，线下依赖第三方电商工具（SaaS）导入商户，作为社交工具本身缺乏淘宝导流促成交的能力，运营和导流的需求也给第三方 SaaS 工具、运营方以发展空间。2019 年，小程序累计成交额已达 8000 亿，同比增长 160%。

表 13：微信、抖音、快手、淘宝直播的商户渠道和交易规模

	商户渠道	交易广告模板
微信	有赞、微盟、微店、官方小程序等	2019 年仅小程序成交额已达 8000 亿，同比增长 160%
抖音	抖音小店	
快手	有赞、魔筷星选、快手小店等	估算 2019 年约数百亿至千亿体量
淘宝直播	淘宝	估算 2019 年约 2000 亿体量

资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

### 3.2 微信电商生态建设进入加速期，直播、朋友圈流量加码

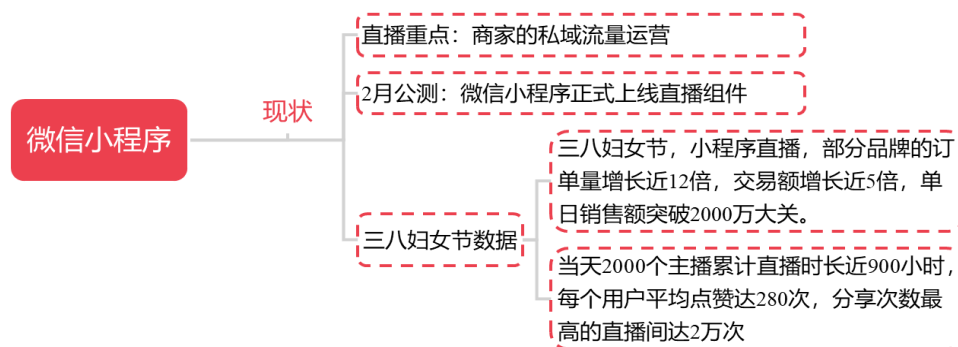
微信自 15 年开始做小程序，目前正需要引入新的玩法来提高流量转化率。2019 年，微信推 LBS 广告，免费试运营，计费方式从 CPC（按点击次数计费）到 CPM（千人展现成本）再到 CPC，2019 年微信，还推出视频号功能，但更偏个人 IP，而不是商户；2020 年微信推出直播，对标淘宝直播，直播工具 3 月已经公测，官方小程序做直播预告，为直播小程序导流，平台和 B 端商户目前积极性都比较高；6 月份，微信推出微信小商店，为商家提供 0 元开店的工具，并可以实现直播带货；7 月份微信测试小程序转发朋友圈，以此将微信私域流量打开，为小程序电商注入新的活力。

表 14：微信电商生态新发展

相关产品	时间	动态	内容	类型	案例
腾讯看点直播	2019-03	内测	用户可以通过微信小程序/小程序二维码/社群小程序/H5 等多渠道跳转直播间,内容运营者需要通过 APP 完成直播任务	去中心化	孩子王双十一直播期间销售额高达 20w,鲜丰水果现场试吃直播期间最高销售额 200w
	2020-07	开启入驻	创建直播		
微信小程序	2020-01	直播公测	场内场外互动,数据实时更新,在小程序内完成购买。7 月小程序转发朋友圈测试,预计会产生很多商业营销玩法	去中心化	蜜思肤新增用户环比增长 500%,交易金额环比提升 300%
	2020-07	朋友圈转发测试			
企业微信	2020-02	连接微信开通小程序商城	微信与企微相关联,通过绑定微信,私欲流量得到转化	去中心化	目前企业微信已经连接到了屈臣氏中国的 3900 家门店中,后者可以借此精准触达 160 多万名的消费者
微信小商店	2020-06	开启测试	企业最多可以支持开通 50 个小商店,个体工商户最多可开通 5 个小商店,而 1 个微信号也只能注册一次,0 元开店,带货直播	去中心化	
腾讯智慧零售	2020-02	部分地区开启入口	目前已经加入 LBS 服务,用户可以选择就近零售店取货	中心化	沃尔玛 2019 年引流到店新客 160 万
小鹅拼拼	2020-05	团购拼拼小程序	种草+拼团	中心化	
搜一搜	2020-06	服务工具新增搜一搜	用户通过搜索,可以找到相关品类下的小程序,精准推荐,但被展示的小程序有限制	中心化	

资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

图 30：微信小程序目前发展状态



资料来源：西部证券研发中心

### 3.2.1 对标淘宝直播，微信直播GMV短期空间可以看到1766.67亿

淘宝直播市场占有率在 50%以上。淘宝直播在 2019 年已累计 4 亿用户，淘宝直播 GMV 在 2000-2500 亿元，粗略估计淘宝的转化率在 0.5 以上；另一方面，淘宝直播 DAU（日活用户）为 0.75 亿，2019 年 GMV 在 2000 到 2500 亿之间，占到直播行业市场的 50%以上，淘宝 GMV/DAU 的数值在 2667-3333 之间。

微信小程序测试转发朋友圈等举动有利于提高微信小程序直播的转化率以及 GMV。2020 年微信在直播投入较大，从年初三月份的腾讯看点直播再到现在 7 月份的微信小商店，无不在强调直播这一功能，与此同时，微信 7 月份测试小程序转发朋友圈。微信小程序测试转发朋友圈等举动有利于提高微信小程序直播的转化率以及 GMV。

表 15：微信直播 GMV 测算

微信直播			
对标平台	GMV/DAU	DAU（亿） 2019	GMV（亿） 2019
淘宝	11290.00	3.00	33870.00
其中：淘宝直播	8833.33	0.30	2650.00
微信直播评价体系分值测算			
评分项目	评分（相对淘宝）	评分权重	加权总分
依附主体	25	0.4	50
流量来源广泛性	400	0.05	
商品来源广泛性	20	0.2	
界面功能性	80	0.15	
搜索便捷性	20	0.2	
微信直播 DAU 选择			
淘宝 DAU（亿）	淘宝直播 DAU（亿）	微信小程序 DAU（亿）	微信直播 DAU（亿）
3	0.3	4	0.4
微信直播 GMV 测算结果			
GMV/DAU	DAU	GMV（亿）	
4416.666667	0.4	1766.666667	

资料来源：西部证券研发中心

评分项目具体详情参照《微信电商呈多样化发展态势，有望拓宽 SaaS 产业发展空间——加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha（上）》第二章内容

对标淘宝直播，微信直播 GMV 短期空间可以看到 1766.67 亿体量。对标淘宝，利用《微信电



商呈多样化发展态势，有望拓宽 SaaS 产业发展空间——加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha (上)》中对于淘宝和微信直播的功能评价对比，给予对比后各项目评分，加权平均后我们测算出微信电商对标后的 GMV/DAU 值，同时对标淘宝直播 DAU/淘宝 DAU，并随着微信直播基础设施的不断完善，推算微信小程序直播 DAU0.4 亿进而可以推算出微信电商 GMV 短期空间可以看到 1766.67 亿体量。

### 3.2.2 微盟有赞有望提升微信电商生态整体活跃度和基础设施水平

微信小商店基础设施不够完善，微盟有赞介入有望提升微信电商整体运营能力。6 月，微盟小商店开始进入公测，一些拥有企业号的用户纷纷收到内测邀请。微信小商店主打 0 元开店的口号开始吸引各商户们的注意。但是目前微信小商店还在测试阶段，从其开店流程和商家后台模块来看，微信小商店目前只能进行基础的交易卖货行为，适合刚起步的小商户（没有太多的资金）入驻，而对于有一定客户粉丝的商户来说，并不适用，其在营销玩法以及数据分析，客户关系维护上较为欠缺，而微盟、有赞的商城显得更加成熟。

表 16：微信小商店与微盟商城、有赞商城区别

	微信小商店	微盟商城	有赞商城
申请流程	开通微信支付（需上传营业执照、机构代码和法人身份证） —注册微信公众号—公众号 关联微信支付商户号—插件 加入微信小商店—注册小程序	注册选择店铺类型后模块 自由化，自行选择修改	注册选择店铺类型（有赞微商城、有赞零售、有赞美业、有赞教育、有赞餐饮）后—经营信息—后台模块自由编辑
试用对象	小商户	有一定客户积累的大商户	有一定客户积累的大商户
费用	0	基础 9800 高级 16800	基础 6800（功能相对微盟较少） 专业 12800 旗舰版 26800（定价较高） 部分模块有额外收费
模块管理	基础开店能力，上下架商品管理设置	基础开店能力+店铺装修、营销玩法、渠道管理、数据分析、安全保障等	基础开店能力+店铺装修、营销玩法、渠道管理、数据分析、安全保障等（模块更精细）
商户接入端口	微信小商店小程序	网站+商家 APP	网站+商家 APP
直播功能	有	有	有
营销玩法	打折、优惠券等基本互动	相对有赞来说较少	较多（例如好友瓜分券、拼团、砍价 0 元购、打包一口价、支付有礼、0 元抽奖、销售员、优惠套餐）
数据导出	暂时无	有，全部	有，部分
核心优势	费用低	广告业务	支付牌照

资料来源：西部证券研发中心

### 3.2.3 腾讯智慧零售对标美团、小红书，GMV短期空间可以看到1446.76亿

美团这几年大力发展新零售，目前美团 APP 的市场占有率将近 60%。如此高的市场占有率显示了美团强劲的市场竞争力。目前美团的 DAU 达到 0.63 亿，2019 年 GMV 达到 6821 亿元，GMV/DAU 为 10827。

表 17: 腾讯智慧零售 GMV 测算

腾讯智慧零售			
对标平台	GMV/DAU	DAU（亿） 2019	GMV（亿） 2019
美团	10826.98413	0.63	6821
腾讯智慧零售评价体系分值测算			
评分项目	评分（相对美团）	评分权重	加权总分
排版条理性	50	0.2	53.45
功能窗口完整度	50	0.15	
物品丰富度	33	0.15	
商品展示方式	60	0.15	
用户互动性	80	0.15	
菜单细分性	80	0.1	
商家与平台联系紧密性	20	0.1	
腾讯智慧零售 DAU 选择			
	乐观	一般	谨慎
微信跳转一级用户流失率	40%	50%	60%
腾讯智慧零售小程序 1(全国)	0.36	0.25	0.16
福建、深圳、北京人口占比	0.43	0.43	0.43
腾讯智慧零售小程序 2（测试城市）	0.1548	0.1075	0.0688
GMV/DAU	DAU	GMV（亿）	
5787.023016	0.25	1446.755754	

资料来源：西部证券研发中心

评分项目具体详情参照《微信电商呈多样化发展态势，有望拓宽 SaaS 产业发展空间——加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha (上)》第二章内容

**对标美团 APP，预计腾讯智慧零售 GMV 短期空间可以看到 1446.76 亿元。**腾讯智慧零售小程序入口处处在微信腾讯服务九宫格，相对视频号来说多一层入口，假设多一层入口会流失 50% 的用户，我们根据视频号入口 DAU1 亿可以得到腾讯智慧零售的 DAU 大约 0.25 亿，对标淘宝，利用《微信电商呈多样化发展态势，有望拓宽 SaaS 产业发展空间——加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha (上)》中对于腾讯智慧零售和美团的功能评价对比，给予对比后各项目评分，加权平均后我们测算出腾讯智慧零售对标后的 GMV/DAU 值，随着腾讯智慧零售基础设施的不断完善，最后预计腾讯智慧零售 GMV 短期空间可以看到 1446.76 亿元。

### 3.2.4 小鹅拼拼对标拼多多，GMV 短期空间可以看到 941.13 亿

**拼多多做为电商三大巨头，目前市场份额为 5.2%。**拼多多这几年与微信联手，通过微信小程序实现用户裂变，不断利用营销活动拉新获客，2019 年 DAU 达到 1.23 亿，GMV 突破万亿达到 10066 亿元，GMV/DAU 高达 8183.74。

表 18：小鹅拼拼 GMV 测算

小鹅拼拼			
对标平台	GMV/DAU	DAU（亿） 2019	GMV（亿） 2019
拼多多	8183.739837	1.23	10066
小鹅拼拼评价体系分值测算			
评分项目	评分（相对美团）	评分权重	加权总分
排版条理性	50	0.2	46
功能窗口完整度	40	0.2	
物品丰富度	20	0.2	
商品展示方式	50	0.15	
用户互动性	70	0.15	
菜单细分性	60	0.1	
小鹅拼拼 DAU 选择			
	乐观	一般	谨慎
微信跳转一级用户流失率	40%	50%	60%
小鹅拼拼 DAU	0.36	0.25	0.16
GMV/DAU	DAU	GMV（亿）	
3764.520325	0.25	941.1300813	

资料来源：西部证券研发中心

评分项目具体详情参照《微信电商呈多样化发展态势，有望拓宽 SaaS 产业发展空间——加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha (上)》第二章内容

**对标拼多多 APP，预计小鹅拼拼 GMV 短期空间可以看到 941.13 亿元。**小鹅拼拼入口位于小程序窗口内，通过搜索进入，相对视频号来说多两层入口，假设多一层入口会流失 50% 的用户，我们根据视频号入口 DAU1 亿可以得到小鹅拼拼的 DAU 大约 0.25 亿，利用《微信电商呈多样化发展态势，有望拓宽 SaaS 产业发展空间——加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha (上)》中对于小鹅拼拼和拼多多的功能评价对比，给予对比后各项目评分，加权平均后我们测算出小鹅拼拼对标后的 GMV/DAU 值，随着小鹅拼拼生态基础设施的不断完善，最后测算出小鹅拼拼 GMV 短期空间可以看到 941.13 亿元。

### 3.2.5 微信朋友圈私域流量有望进一步为商户小程序导流

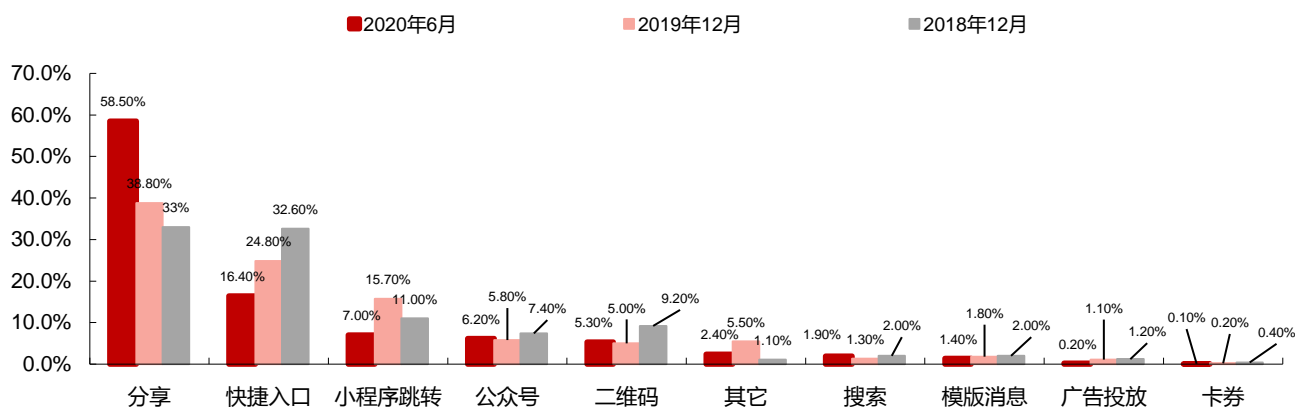
截至 2020 年 6 月，在小程序来源 TOP10 中，可以清晰的看到排在第一位 58.5% 的是微信朋友之间的分享，MAU (月活跃用户) 高达 12 亿的微信是每天用户必不可少的信息交流导致了这一结果，这说明在私域平台中，用户的体验显得尤为重要。

同时横向对比可以发现通过分享获得流量的比例在逐年上升，而通过快捷入口获得流量的比例在逐年下降，2020 年 6 月已经下降至 18.4%，这一数据完全展示了微信平台的社交独特性。

朋友圈流量 7-8 亿/天，平均访问朋友圈 10 次/人，朋友圈 100 亿访问量/天。通过分享转发的形式更能够促进商户的精准送达和推荐。未来加入小程序分享朋友圈，将会为各商户平台导入更多流量。

微信小程序测试朋友圈转发只是微信电商做出的基础动作，目前微信的定位主要还是在巩固自身的用户活跃，在保证用户活跃的基础上，会开拓电商新途径，一旦突破这个点，也就成为微信电商发展的转折点。

图 31：小程序流量来源 TOP10



资料来源：阿拉丁研究院、西部证券研发中心

### 3.2.6 微信电商生态尚有4倍发展空间，GMV短期空间可以看到45160亿

2019年，根据公开信息，微信小程序电商 GMV 约 8000 亿，DAU 约为 3 亿左右，GMV/DAU 比值约为 2700，2020 年微信小程序的 DAU 已经达到 4 亿+，对标淘系电商，微信小程序流量池拉动的电商 GMV 尚有 4 倍的空间。

表 19：微信电商 GMV 测算

平台	对标	GMV/DAU 假设	DAU 预测 单位：亿	GMV 预测 单位：亿元
微信电商业务整体	淘系电商	11290.00	4.00	45160.00
其中：				
小鹅拼拼	拼多多	3764.52	0.25	941.13
微信直播/直播小程序	淘宝直播	4416.67	0.40	1766.67
腾讯智慧零售	美团	5787.02	0.25	1446.76
其他零散小程序	——	——	3.10	41005.45
DAU 假设				
	乐观	一般	谨慎	
微信跳转一级用户流失率	40%	50%	60%	
小鹅拼拼 DAU	0.36	0.25	0.16	
腾讯智慧零售小程序 1DAU	0.36	0.25	0.16	
腾讯智慧零售小程序 2DAU（福建、深圳、北京）	0.1548	0.1075	0.0688	
GMV 测算结果				
小鹅拼拼 GMV/DAU	3764.52			
腾讯智慧零售 1GMV/DAU	5787.023016			
腾讯智慧零售 2GMV/DAU	5787.023016			
小鹅拼拼 GMV	941.1300813			
腾讯智慧零售 1GMV	1446.755754			
腾讯智慧零售 2GMV	622.10497			

资料来源：西部证券研发中心

微信限于其个人社交属性，微信本身不主动导流，因此其电商成交量远小于其流量规模，DAU 转化 GMV 的效率很低，但如果仅限于微信小程序，其流量转化效率的差距则要小很多。直播小程序开通、朋友圈转发引流等手段下，我们认为其与小程序、公众号、微信群相结合，将进一步提高微信社交电商整体的流量转化效率，参考微信小程序和淘宝直播的效率差距，我们认为短期至少将带来 4 倍以上的空间，中长期空间更大。

### 3.3 微信电商SaaS短期空间看185.66亿元~278.49亿元，持续看好龙头双雄

SaaS 产业总收入短期空间可以看到 185.66 亿元~278.49 亿元。综合微信各板块 GMV 测算以及变现率测算，考虑国内国外同 SaaS 产业发展现状，随着微信电商生态基础设施的不断完善，我们预测 SaaS 产业（GMV\*TAKE RATE）短期空间可以看到 185.66 亿元~278.49 亿元。

表 20：SaaS 产业空间测算（只包含 shopify、有赞版）

SaaS 产业空间（只包含 shopify、有赞版）			
项目	2019GMV（百万）	2019（SaaS）收入（百万）	take rate
shopify	4250.3277	44.3772	1.04%
有赞	645	5.9356	0.92%
淘宝	3387000	126673.8	3.74%
拼多多	1006600	30140	2.99%
美团	682100	97500	14%
加权平均 takerate	——	——	1.03%
微信电商 take rate 选择			
	乐观	一般	谨慎
微信电商/加权平均(take rate)	0.6	0.498166667	0.4
微信电商 take rate	0.62%	0.51%	0.41%
微信电商 Take rate 空间	0.41%~0.62%		
预计微信电商 GMV*take rate	278.4852251	231.2200938	185.6568167
预计电商 SaaS GMV*take rate 空间	185.66 亿元~278.49 亿元		

资料来源：西部证券研发中心

测算说明：我们认为微盟有赞作为第三方 SaaS 厂家虽然难以有效地从直接的平台电商导流中获益，但其在微信电商生态中的核心地位有望帮助其在中长期通过配合微信电商生态发展、不断迭代 SaaS 产品及推出更多地产品及服务，从微信电商整体的 GMV 增长中获益。因此我们参考当前有赞的软件收入/平台 GMV 作为一种近似 take rate 的指标，并参考美国 shopify，其 SaaS 收入更多地与平台 GMV 相关，由此计算出 take rate，作为对未来微盟有赞等微信电商 SaaS 平台公司从微信电商整体 GMV 成长中获益能力的一种测算指标。

## 四、投资建议

微信电商生态对比其他公域平台来讲最大的一个劣势是其转化率低，虽然微信的 MAU 非常高，但是通过微信进行电商消费的人群非常少，这样一种矛盾是现在微信电商发展的障碍，也是微信电商未来发展的方向，并且也会促进 SaaS 平台的发展。

微信电商生态对比其他公域来讲最大的一个优点在于其与用户的接触最为紧密，是未来各电商运营者选择留存与复购的一个重要手段，微信天然的私域属性方便商户通过朋友圈、社群精准营销，提高用户的复购与留存。

微信本年7月开始测试小程序转发朋友圈,对于SaaS工具来说,是一个非常好的机会,SaaS工具借助转发可以实现导流,未来SaaS工具的发展方向主要在于开发新的产品,结合微信平台天然的优势,提高微信流量的转化率。

综上,微信及其电商生态的演进将主要决定第三方电商SaaS平台的发展空间:由于微信熟人社交属性天然流量转化效率天然低下需要不断完善其基础设施以提升转化效率,同时也需要布局直播和短视频应对冲击,这给了第三方电商SaaS平台以更加广阔的发展空间。

受疫情影响,我国经济形势在一季度呈现下滑的趋势,但是电商产业在今年预计维持较高景气度,疫情进一步促进了消费者网购意愿的增加,SaaS工具在此背景下有望取得高速发展。因此我们推荐关注光云科技(688365.SH)、微盟(2013.HK)、有赞(8083.HK)。

### 光云科技(688365.SH)

光云科技是国内领先的SaaS服务商,其核心业务在于为商家提供SaaS工具助力电商业务的开展,并在此基础上提供配套硬件、运营服务及CRM短信等增值产品及服务。主要产品及服务包括超级店长,快递助手为代表的SaaS产品,以快麦电子面单打印机为主的配套硬件。公司在淘宝、天猫、1688、速卖通、京东、拼多多、饿了么、苏宁、蘑菇街、Lazada等各大电商平台提供SaaS产品及增值服务,在行业内具有良好的口碑和品牌效应,旗下产品多次被评为阿里巴巴商家服务市场“金牌淘拍档”、京东京麦服务市场“金服务奖”、苏宁云台“宁聚合作奖”及阿里巴巴新零售“智慧商圈系统类”银牌合作伙伴。

经营范围:技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广;计算机软硬件及外围设备制造;计算机软硬件及辅助设备零售;计算机软硬件及辅助设备批发;计算机及办公设备维修;信息系统集成服务;软件开发;信息技术咨询服务;广告设计、制作、代理;图文设计制作;市场营销策划;摄像及视频制作服务;网络技术服务;计算机系统服务;通信设备制造;通信设备销售;急用电器销售;办公设备销售;办公室设备耗材销售(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)许可项目:货物进出口;技术进出口;互联网信息服务;第二类增值电信业务;互联网信息服务(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动,具体经营项目以审批结果为准)。



表 21：光云科技公司董事会与高管

	姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年月
1	谭光华	董事长,董事	2019-05-05	男	中国	本科	1985
2	曹宇琛	董事	2019-05-05	男	中国	本科	1990
3	东明	董事	2019-05-05	男	中国	博士	1979
4	姜兴	董事	2019-05-05	男	中国	本科	1977
5	王祎	董事	2019-05-05	男	中国	本科	1988
6	张秉豪	董事	2019-05-05	男	中国	本科	1985
7	刘志华	独立董事	2019-05-05	男	中国	硕士	1970
8	沈玉平	独立董事	2019-05-05	男	中国	博士	1957
9	赵伟	独立董事	2019-05-05	男	中国	博士	1955

资料来源：wind、西部证券研发中心

表 22：光云科技关键指标

总市值(亿元)	总股本(亿股)	PE(TTM)	BPS	PE (2020E)	EPS	PB (MRQ)
184.38	4.01	190.76	2.05	167.14	0.05	24.88
预测 EPS (平均)	PS (TTM)	营业总收入	归母净利润	扣非后归母净利润	beta(100 周)	一致目标价
0.28	39.95	1.04 亿	0.17 亿	0.12 亿	—	—

资料来源：wind、西部证券研发中心

## 微盟 (2013.HK)

微盟是中国领先的中小企业云端商业及营销解决方案提供商，主营业务是 SaaS 产品以及精准营销服务。透过公司的 SaaS 产品，公司提供多种针对垂直行业的智慧商业解决方案且公司的精准营销服务可使企业面向中国领先数字内容平台上的特定受众进行推广。公司主要透过中国领先的社交媒体平台微信交付商户的 SaaS 产品及精准营销服务。



表 23：微盟董事会与高管

	姓名	职务	任职日期	性别	出生年份
1	孙涛勇	董事会主席,执行董事	—	男	1988
2	方桐舒	执行董事	2018-06-27	男	1985
3	黄骏伟	执行董事	2018-06-27	男	1980
4	游凤椿	执行董事	2018-06-27	男	1989
5	李绪富	独立非执行董事	2018-07-30	男	1967
6	孙明春	独立非执行董事	2018-07-30	男	1972
7	唐伟	独立非执行董事	2018-07-30	男	1976

资料来源：wind、西部证券研发中心

表 24：微盟关键指标

总市值	总股本	PE (TTM)	BPS	PE( 2020E)	EPS	PB (MRQ)
24.67 B	2.24 B	70.83	0.98	2,761.89	0.17	11.10
预测 EPS(平均)	预测机构家数	营业总收入	一致目标价	归母净利润	一致评级	扣非后归母净利润
0.00	13	1.6 B	8.66	348.3 M	增持+	-27.5 M

资料来源：wind、西部证券研发中心

## 有赞 (8083.HK)

公司(前称中国创新支付集团有限公司)一家主要从事零售科技服务的企业。目前旗下拥有：有赞微商城、有赞零售、有赞美业、有赞小程序、有赞学院等全面帮助商家经营移动社交电商和全渠道新零售的 SaaS 软件产品及人才服务，面向开发者的“有赞云”SaaS 云服务，面向品牌商的有赞推广、有赞分销，面向消费者的有赞精选、有赞微小店等服务，同时还在中国大陆地区拥有中国人民银行颁发互联网支付许可及部分地区预付卡发行与受理，同时可在全国范围内开展虚拟预付卡业务和跨境结算业务。本集团的业务由四个经营分部组成，即商家服务－透过有赞集团于中国提供各种 SaaS 产品和综合服务；第三方支付服务；一鸣神州－提供第三方支付系统解决方案及销售综合智能销售点装置；及一般贸易。

表 25：有赞董事会与高管

	姓名	职务	任职日期	性别	出生年份
1	关贵森	董事会主席,执行董事	2011-02-28	男	1964
2	曹春萌	执行董事	2012-07-11	男	1972
3	闫晓田	执行董事	2014-12-24	男	1960
4	崔玉松	执行董事	2018-05-04	男	1987
5	俞韬	执行董事	2018-05-04	男	1988
6	朱宁	执行董事	2018-05-04	男	1983
7	应杭艳	执行董事	2018-05-08	女	1981
8	谷嘉旺	独立执行董事	2011-04-28	男	1951
9	徐燕青	独立执行董事	2017-08-04	男	1956
10	邓涛	独立执行董事	2018-05-08	男	1955
11	方志华	独立执行董事	——	男	1963

资料来源：WIND、西部证券研发中心

表 26：有赞关键指标

市值	总股本	PE (TTM)	BPS	PE (2020E)	EPS	PB (MRQ)
25.67 B	17.23 B	-40.59	——	-50.73	-0.01	6.29
预测 EPS(平均)	预测机构家数	营业总收入	一致目标价	归母净利润	一致评级	扣非后归母净利润
-0.03	5	410.0 M	1.00	-82.0 M	买入	-72.9 M

资料来源：西部证券研发中心

## 五、风险提示

当前我国经济在疫情冲击下面临较大压力并且亟待复苏，一季度国内生产总值同比下降 6.8%。分产业看，三大产业需求均出现不同程度的下降，导致支出拉动 GDP 下降 4.4 个百分点，资本形成拉动 GDP 下降 1.4 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDO 下降 1.0 个百分点。光云、微盟、有赞目前主要涉及的 SaaS、PaaS 产品、配套硬件、运营服务等，与宏观经济发展水平有较大关系。

**SaaS 服务不完善，更新迭代较慢。**尽管这几年 SaaS 平台被各厂商所应用，但目前三大公司属于上升发展阶段，在一些新兴领域亟需研发新的产品满足市场需要，并不断重组自身的运营结构，以此提高商家以及自身的变现率，需要花费大量的成本，使得公司的利润变化不及预期。

**短视频的迅速发展一定程度上对 SaaS 产业发展带来阻碍。**短视频一方面在为 SaaS 工具提供更广的发展空间，一方面自身开始研发电商门户，例如快手、抖音的自有小店，这为 SaaS 产业的发展增加了竞争难度，影响公司的盈利水平，未来 SaaS 产业是否会在短视频中迅速发展，需要观察短视频的发展态势。

## 西部证券—行业投资评级说明

超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

## 联系我们

**联系地址：**上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

**联系电话：**021-38584209

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。

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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告