

## 中信证券研究部

## 核心观点



**许英博**  
首席科技产业分析师  
S1010510120041



**陈俊云**  
前瞻分析师  
S1010517080001

我们认为，在电商 D2C 模式的兴起、商户多渠道运营管理需求提升以及数字化建设需求提升的共振下，电商 SaaS 服务市场有望持续维持较高景气度。BigCommerce 是一家以 API 构建生态集成、针对中大型商户的 SaaS 服务商。截至 2020Q2，公司大客 ARR 占比达 80%，受益于大客的稳定性，2019 年 NRR 水平达 106%，LTV/CAC 达 4.4，高于其他电商类 SaaS 公司。考虑到公司在在大客领域具备较稳定的基本盘，我们预计业绩增长仍具备一定的确定性。估值上，公司成长性及盈利能力目前低于“40 法则”标准，当前股价对应 2021 的 PS 为 30.0x，高于美股 SaaS 平均水平（12~15x）。未来大客数量增长、ARR、NRR 等将是验证市场预期的核心指标。

■ **BigCommerce：无头电商 SaaS 核心服务商，产品订阅为主要收入来源。**无头电商指将前端的用户体验技术和后端的电商平台分离，以 API 的形式充当中介，前后端不再代码互相依赖的电商技术架构。BigCommerce 成立于 2009 年，并于 2015 年转型大客市场，为美国无头电商核心服务商之一。截止 2019 年，公司为 120 多个国家的 60,000 家在线商店提供服务。财务方面，2020Q2 公司收入同比增长 33%达 3,631 万美元，其中订阅服务/技术合作收入分别实现收入 2,394 万/1,237 万美元，同比增长 18.9%/74.3%，营收占比分别为 71.0%/29.0%。2020Q2 公司净亏损达 848.1 万美元，亏损率达 23.4%，同比缩窄 17.1pcts，规模效应下我们预计公司亏损率有望持续缩窄。

■ **行业分析：电商 SaaS 行业受益于 D2C 模式兴起高速发展，长期头部公司市占率有望持续提升。**随着多个互联网平台电商业务的快速发展，品牌商多渠道流量运营需求快速提升，D2C (Direct-to-Consumer) 模式得以快速发展。eMarketer 预计 2020 年美国 D2C 市场规模有望达 177.5 亿美元 (yoy+24.3%)，8730 万消费者通过 D2C 模式（品牌自建网站或 APP）网购，占全网电商消费者的 43%，预计 2021 年提升至 46%。电商 SaaS 具备低成本、低开发门槛、数据所有权等优势，成为品牌商拓展 D2C 模式的首选工具。根据 IDC 数据，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%。竞争格局上，全球电商 SaaS 服务商达 500 余家，CR5 达 62%，市场格局呈现明显的头部效应及长尾效应。我们认为，长期来看，生态将是电商 SaaS 服务商的核心竞争优势，而头部厂商拥有更强的生态建设优势，预计未来头部集中度有望持续攀升。

■ **公司分析：聚焦大客市场，付费用户呈现高粘性 & 高 LTV/CAC，相比 Shopify 等公司的产品，公司 API 拓展性及调用效率为差异化优势。**区别于 Shopify 等公司，BigCommerce 的开放式 SaaS 平台主要通过 API 的模式实现与行业的领先供应商进行包括付款、运输、POS、CMS、CRM 和 ERP 的合作集成，便于大客实现较复杂的系统对接。截至 2020Q2，公司 ARR 达 1.52 亿美元 (yoy+32.2%)，其中大客（ACV 大于 2000 美元的账户）ARR 占比达 80% (yoy

## 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。。



+4.0pcts)。大客数量达 9,378 个 (yoy+7.3%)，ARPA 达 12,936 美元 (yoy+29.3%)。受益于大客结构的稳定性，2019 年公司 NRR 达 106%，LTV/CAC 达 4.4，优于其他同类公司。产品竞争力上，公司聚焦于无头电商领域，API 拓展性及调用效率构建差异化竞争优势。对比 Shopify 每秒调用的 API 最大数量为 10 个的能力，目前 BigCommerce 的技术可满足每位客户每秒多达 400 个 API 调用的大量需求，消除部分大客多系统对接的痛点，满足客户对调用效率的需求，成为公司差异化的竞争优势。

■ **风险因素：**疫情导致商户付费能力下降、大幅流失等风险；国际市场拓展不及预期风险；宏观经济下滑导致全球电商规模增长不及预期风险等。

■ **投资建议：**公司作为“无头电商”核心 SaaS 服务商之一，有望长期受益于 D2C 电商模式的快速发展。考虑到公司在大客领域具备较稳定的基本盘，我们预计公司业绩增长仍具备一定的确定性。根据彭博一致预期，当前市场预计公司 2020/2021/2022 年收入为 1.4/1.7/2.1 亿美元，对应增速为 37.4%/34.5%/39.3%。估值上，公司成长性及盈利能力目前低于“40 法则”标准，当前公司股价对应 2021 的 PS 为 30.0x，高于美股 SaaS 平均水平（12~15x）。未来大客数量增长、ARR、NRR 等将是验证市场预期核心指标。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万美元）	91.9	112.1	143.0	168.9	205.6
yoy		47.1%	37.4%	34.5%	39.3%
毛利率	76.1%	75.9%	77.1%	76.4%	76.5%
净利润（百万美元）	-38.9	-42.6	-41.5	-32.0	-14.3
净利率	-42.3%	-38.0%	-29.0%	-18.9%	-7.0%
PS	55.2	45.2	35.5	30.0	24.7

资料来源：彭博一致预期，中信证券研究部

注：股价为 2020 年 9 月 18 日收盘价

## 目录

公司概况：开放型电商 SaaS，订阅贡献核心收入 .....	3
行业概况：D2C 模式驱动电商 SaaS 市场持续增长 .....	6
公司分析：无头电商 SaaS 服务商，持续发力大客 .....	10
核心产品：助力多渠道管理，无头电商 SaaS 工具 .....	11
盈利模式：订阅收入为主，合作伙伴收入贡献较高增速 .....	11
付费商户：大客为主，ARR 持续提升 .....	13
与 Shopify 和 Magento 的产品对比 .....	15
风险因素 .....	16
投资建议 .....	17

## 插图目录

图 1: Bigcommerce 平台核心功能 .....	3
图 2: BigCommerce 收入及增长情况（万美元） .....	5
图 3: BigCommerce 收入结构（年度） .....	5
图 4: BigCommerce 收入结构（季度） .....	5
图 5: BigCommerce 收入结构占比（季度） .....	5
图 6: BigCommerce 毛利率变化情况 .....	6
图 7: BigCommerce 费用变化情况 .....	6
图 8: BigCommerce 净亏损及亏损率变化 .....	6
图 9: 全球零售电商市场规模 .....	7
图 10: 美国 D2C 模式销售额及变化 .....	7
图 11: 美国 D2C 模式消费者及变化 .....	7
图 12: Bigcommerce 平台核心功能 .....	11
图 13: BigCommerce 收入结构占比 .....	12
图 14: BigCommerce 收入结构占比 .....	12
图 15: BigCommerce 代表型客户 .....	14
图 16: BigCommerce ARR 变化情况及大客 ARR 占比 .....	14
图 17: ACV 大于 2000 美元的账户数量及 ARPA .....	14
图 18: BigCommerce 客户 NRR .....	15
图 19: 美股 SaaS 企业 LTV/CAC 对比（2019） .....	15
图 20: Magento 价格（年） .....	15

## 表格目录

表 1: 无头电商行业的主要玩家（2020 年 9 月） .....	10
表 2: BigCommerce 付费方案套餐内容对比 .....	12
表 3: 公司盈利预测（百万美元） .....	17

## ■ 公司概况：开放型电商 SaaS，订阅贡献核心收入

**中大型客户电商 SaaS 服务商。**BigCommerce 是一家电商 SaaS 服务商，为商家提供整套的电商管理解决方案，比如店面模板、网站托管以及相关的营销工具等，系统内包括搜索、库存、在线支付、市场营销和 SEO 等电商相关功能。2015 年以来，公司改变了只服务于 100 万美元以下小企业的策略，拓展了针对中型、大型企业的业务，驱动公司业务快速发展。截至 2019 年，BigCommerce 为 120 多个国家的 60000 家在线商店提供服务，代表客户包括 Avery Dennison, Ben & Jerry's, Burrow, SC Johnson, SkullCandy, Sony, Woolrich 等公司。

图 1: Bigcommerce 平台核心功能



资料来源：公司公告

**历史沿革：目标客户逐渐由 SMB 转型至中大型。**公司 2009 年于澳大利亚悉尼创立，主要为中小型企业提供电商 SaaS 业务，2011 年总部迁至美国德克萨斯州。2015 年，Brent Bellm 加入并开始担任董事长及 CEO，并将目标市场的重点扩大至中、大型企业，同时显著增加研发投入。2016-2018 年，公司采用“开放式 SaaS”策略，扩展了技术和服务合作伙伴生态系统，为平台提供了支付、运输、营销、会计等补充功能。2019 年，BigCommerce 加大了对海外市场的投入，扩展欧洲和澳大利亚的营销团队，在亚洲开展业务，扩大乌克兰的工程能力。截至 2020 年 6 月 24 日，25% 使用 BigCommerce 的店铺位于美国以外。2020 年 8 月 5 日，BigCommerce 在纳斯达克上市。



图 2: BigCommerce 历史沿革

2009年	BigCommerce在澳大利亚悉尼创立，主要通过云服务为小型企业提供电子商务业务
2010年	网上商城数目超过1000家
2011年	总部迁至美国德克萨斯州，A轮融资，BigCommerce 获得 General Catalyst 独家1500万美元投资
2012年	B轮融资，BigCommerce 获得 General Catalyst 领投、Floodgate跟投的2000万美元投资
2013年	C轮融资，BigCommerce 获得 Revolution和Revolution Growth共同投资的4000万美元资金
2014年	D轮融资，BigCommerce 获得 GGV Capital 和 SoftBank Capital领投，General Catalyst、Revolution、Telstra Ventures等5家机构跟投的5000万美元资金
2015年	Brent Bellm加入并成为董事长、首席执行官。BigCommerce扩张业务至中、大型企业，且显著加大研发投入
2016年	E轮融资，BigCommerce 获得 GGV Capital 领投、个人投资者Stephan Schambach跟投的3000万美元资金
2018年	F轮融资，BigCommerce 获得高盛领投，General Catalyst、GGV Capital和Tenaya Capital跟投的6400万美元资金，本轮新资金将用于开发升级平台和扩张国际市场
2019年	在欧洲，澳大利亚，亚洲，乌克兰地区开展业务，拥有近60,000家商户，“无头电商”理念得到广泛认同
2020年	BigCommerce在纳斯达克上市

资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制

**公司管理层及董事会行业经验丰富。**BigCommerce 上市后保留 16 名董事会成员和高管。首席执行官 Brent Bellm 2015 年加入 BigCommerce，此前曾在假日房屋租赁在线服务网站 HomeAway 担任总裁兼首席运营官、曾于 PayPal、eBay 担任高管，在电商行业具有 19 年的经验。其余高管分别在财务、营销、产品、技术等领域具有专业知识与多年的实践和管理经验，互联网行业经验丰富。

表 1: 公司管理层情况

姓名	年龄	职务	从业背景
Brent Bellm	49	总裁、首席执行官、董事长	2015 年加入公司。此前曾任 HomeAway 总裁兼首席运营官、曾任职 PayPal 全球产品副总裁、曾任职 eBay 企业战略总监、曾任职于麦肯锡。
Robert Alvarez	47	首席财务官	2011 年加入公司。此前曾任 LibreDigital、Augmentix Corporation 首席财务官。
Lisa Pearson	52	首席营销官	2018 年加入公司。此前曾任 Umbel Corp. 首席执行官等职务，曾任 Bazaarvoice 首席营销官等职务。
Jimmy Duvall	48	首席产品官	2016 年加入公司。此前曾任社交媒体管理平台 Hootsuite Media 产品副总裁、曾任 eBay 的 Magento 产品负责人。
Brian Dhatt	44	首席技术官	2016 年加入公司。此前曾任 Borderfree 首席技术官、曾任 Gilt 工程和产品副总裁等职务。
Russell Klein	50	首席商务官	2015 年加入公司并担任企业发展高级副总裁，2018 年起担任此职务。曾担任 Librify 联合创始人、董事长，曾任 Sendme 联合创始人和首席执行官。
Jeff Mengoli	49	首席法务官、秘书	2016 年加入公司并担任首席法务官，2020 年 7 月起兼任秘书。此前曾在阿里巴巴担任美国子公司总法律顾问等职务。
Marc Ostryniec	44	首席销售官	2019 年加入公司并担任销售副总裁，2020 年起担任首席销售官。曾任职 Experian plc 合作伙伴解决方案销售主管，曾任职 CSIdentity 销售主管。
Paul Vaillancourt	63	首席服务官	2013 年加入公司并担任客户和运营高级副总裁，2020 年起担任现职务。曾任职 Support.com 联络中心运营高级副总裁，曾任职 Activant Solutions 客户支持副总裁。
Thomas Aylor	44	副总裁、首席会计官	2020 年 7 月加入公司。此前任职 ProjectManager.com 首席财务官，曾任职 RetailMeNot 首席财务官、副总裁、财务和首席会计主管。
Brent Bellm	49	总裁、首席执行官、董事长	2015 年加入公司。此前曾任 HomeAway 总裁兼首席运营官、曾任职 PayPal 全球产品副总裁、曾任职 eBay 企业战略总监、曾任职于麦肯锡。
Robert Alvarez	47	首席财务官	2011 年加入公司。此前曾任 LibreDigital、Augmentix Corporation 首席财务官。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

**业绩持续稳健增长，订阅收入为主要驱动。**2019 年，公司实现营收 1.2 亿美元，同比增长 22.0%。受疫情影响，2020Q2 收入同比增长 33%达 3,631 万美元，主要系订阅解决方案销售增加，以及与技术合作伙伴的收入分享活动增加、合作伙伴收益分成的货币化水

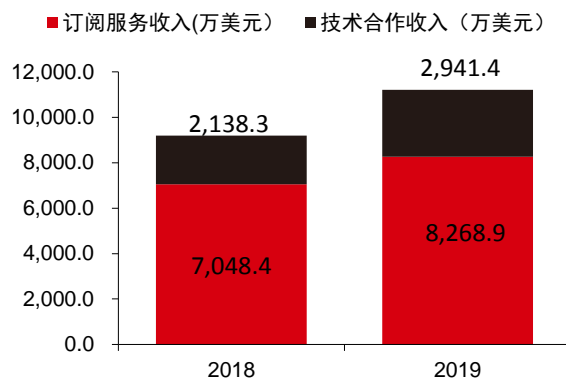
平提高所带来的合作伙伴与服务收入 74.3%的增长。2020Q1 订阅服务/技术合作收入分别实现收入 2394.3 万/1237.3 万美元,同比增长 18.9%/74.3%,营收占比分别为 71.0%/29.0%。

图 2: BigCommerce 收入及增长情况 (万美元)



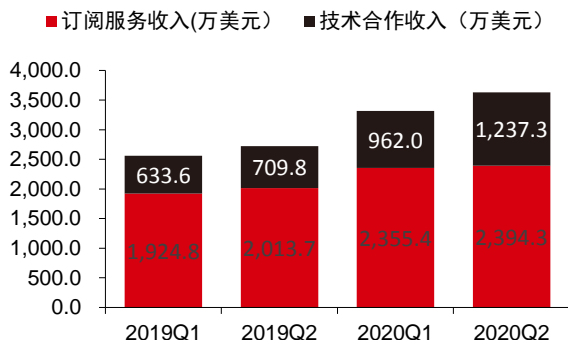
资料来源:公司公告, 中信证券研究部

图 3: BigCommerce 收入结构 (年度)



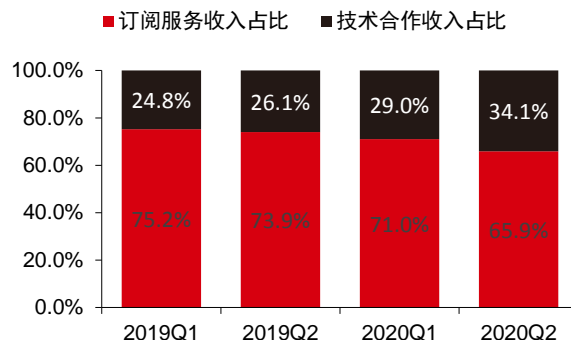
资料来源:公司公告, 中信证券研究部

图 4: BigCommerce 收入结构 (季度)



资料来源:公司公告, 中信证券研究部

图 5: BigCommerce 收入结构占比 (季度)

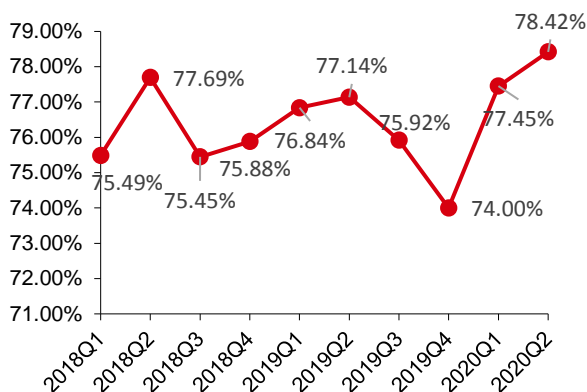


资料来源:公司公告, 中信证券研究部

**毛利率持续稳定, 费率持续优化, 亏损持续缩窄。**2018Q1-2020Q2, 公司毛利率稳定在 75%左右, 其中技术合作收入共享业务贡献较高毛利。2020Q2, 公司销售/管理/研发费用分别为 1,680.3/771.4/1,134.5 万美元, 费率分别为 46.3%/21.2%/31.2%, 费率整体呈现持续优化态势。利润方面, 2020Q2 公司净亏损达 848.1 万美元, 亏损率达 23.4%, 同比缩窄 17.1pcts, 环比扩大 11.3%, 主要系 2020Q1 可转债带来 441.3 万美元收益所致。

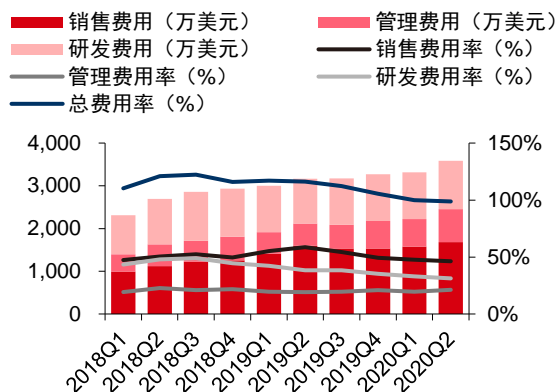


图 6: BigCommerce 毛利率变化情况



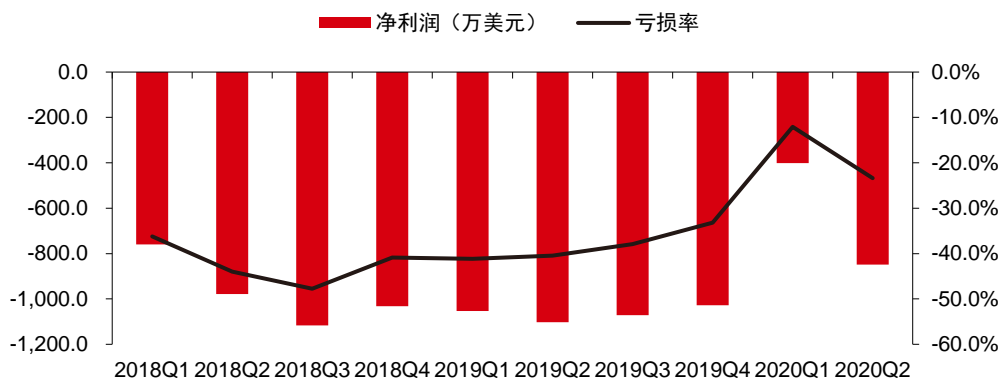
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: BigCommerce 费用变化情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8: BigCommerce 净亏损及亏损率变化



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

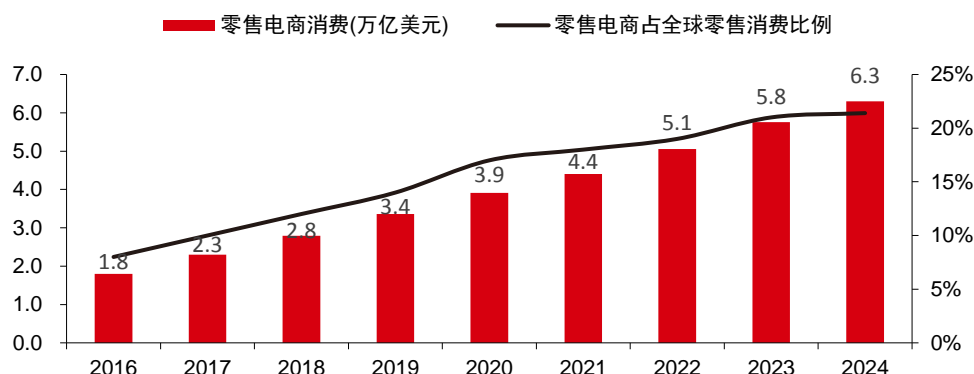
## 行业概况: D2C 模式驱动电商 SaaS 市场持续增长

电商市场蓬勃发展, 品牌商全渠道流量布局管理大势所趋, D2C 模式迅速崛起。根据 eMarketer 数据, 全球零售电商市场规模预计于 2020 年达到 3.9 万亿美元, 占全球零售市场的 17%, 预计 2024 年将占全球零售支出的 21%, 达到 6.3 万亿美元, 2020-2024 年 CAGR 达 12.6%。同时, 随着互联网的快速发展, 消费者网购并不局限于电商平台, 通过社交网站、搜索引擎等多个渠道跳转至官网购物模式快速盛行, 品牌商多渠道流量运营需求快速提升, D2C (Direct-to-Consumer) 模式得以快速发展。以美国市场为例, 根据 eMarketer 数据, 预计 2020 年美国 D2C 市场规模有望达 177.5 亿美元, 同比增长 24.3%; 同时, D2C 模式也更广泛的被消费者所接受, 2020 年预计有 8730 万消费者通过 D2C 模式 (品牌自建网站或 APP) 网购, 占全网网购消费者的 43%, 预计 2021 年提升至 46%。

我们认为, D2C 模式的主要优势在于: 1) 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; 2) 品牌方拥有消费者的浏览及购买行为数据, 便于个性化推送建设; 3) D2C 模式下品牌方可以提供更多的定制化服务, 有助于

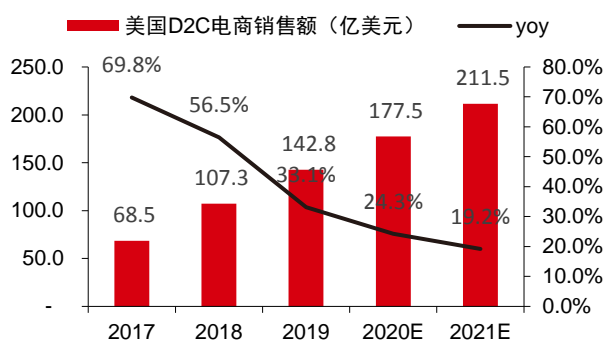
## 提升消费者购物体验。

图 9：全球零售电商市场规模



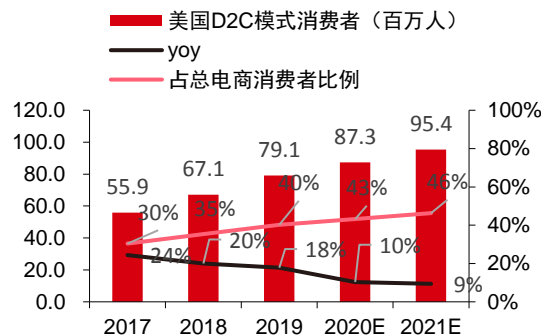
资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

图 10：美国 D2C 模式销售额及变化



资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

图 11：美国 D2C 模式消费者及变化

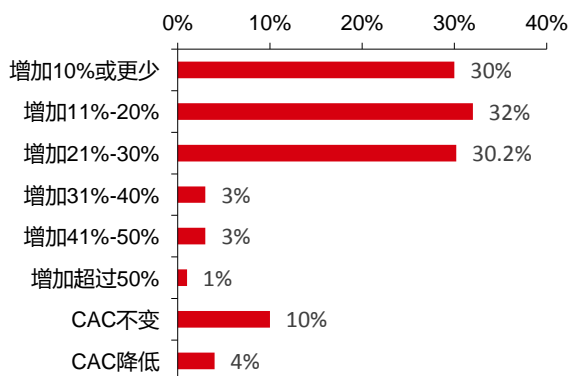


资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

**零售商数字化转型加速，SaaS 产品更受青睐。**根据 IDC 预测，2023 年数字化转型和创新占企业所有 IT 支出的比例将由 2018 年的 36% 提升至 50% 以上。聚焦电商领域，考虑到运营自有网站需要商家在设计、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，SaaS 服务降低了商家的财务和运营成本，技术门槛较低，能够更好地满足客户需求。根据 IDC 数据，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%。

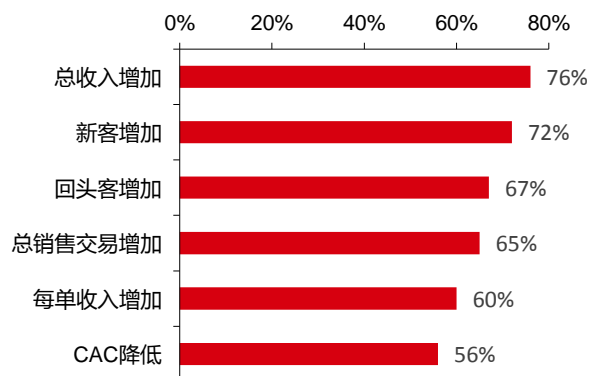
**D2C 模式运营难点在于获客，CAC 逐渐高企成商户主流痛点，提升内容质量丰富线上体验为商户主要应对方案。**根据 Retail Dive 和 BigCommerce 数据，由于广告媒体成本的提高以及线上竞争的加剧，86% 的企业正面临 CAC 不断上升的情况。为降低 CAC，56% 商家将提升线上体验作为主要应对策略。根据 Retail Dive 和 BigCommerce 调研，56% 商户认为产出内容并在自己的渠道发布，吸引流量并将访问者转化为客户可以大幅降低 CAC；65% 的商户认为内容营销带来 GMV 较大增量；76% 的商户认为内容营销策略将带来更多的收入。

图 5：获客成本不断增加



资料来源：Retail Dive & BigCommerce，中信证券研究部

图 6：通过内容营销策略实现的效果

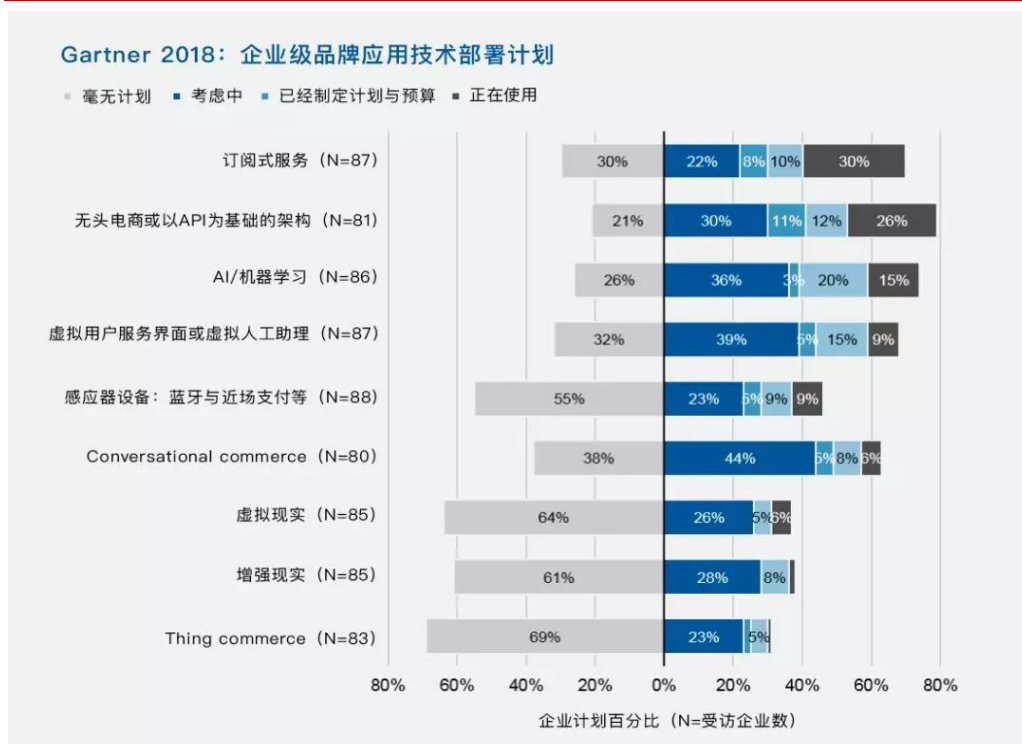


资料来源：Retail Dive & BigCommerce，中信证券研究部

**无头电商（Headless eCommerce）是目前品牌商选择最多的 SaaS 模式。**无头电商指将前端的用户体验技术和后端的电商平台分离，以 API 的形式充当中介，前后端不再代码互相依赖，前端可灵活调用若干后台模块，允许快速自定义网站，改善用户内容体验，而后端无需进行相应的更改的模式。无头电商模式下，“API 即服务”，它能够跨渠道、跨设备处理电子商务流程，包括但不限于官网、小程序、原生 APP、智能与穿戴设备、ERP 及门店订单管理系统等渠道的无缝链接，主要应用场景包括目录数据、搜索和导航、客户模块、产品信息、购物车和结账功能、订单等。以 BigCommerce 为例，目前已经与头部商业 CMS（包括 Acquia, Adobe Experience Manager, Bloomreach, Drupal, Sitecore 和 WordPress）、渐进式 Web 应用程序框架（包括 Deity, Gatsby 和 Vue Storefront）、数字体验平台和定制前端进行无缝衔接，受到较多品牌商青睐。

据 Gartner 报告，2018 年“无头电商”已成国际品牌主最受欢迎的应用技术之一。近 79% 的品牌正考虑、计划或已开始使用无头或以 API 为基础的电商架构。据 IDC 估计，由于无头电商等模式推动了商家对新产品的需求，驱动电商应用市场未来将以两位数的速度增长。

图 7：企业级品牌应用技术部署计划



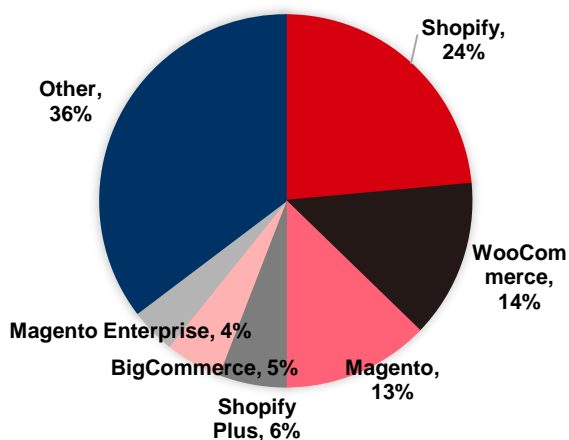
资料来源：Gartner

对于使用以内容或体验为导向的战略的企业来说，无头电商优点主要体现在以下几点：

- 1) 更多定制化和个人化设置；
- 2) 提升开发的灵活度和熟悉度，节约开发成本。无头电商通过 API 接入的模式，避免让开发人员使用不熟悉的语言或系统，并降低了数字化的启动成本，从而节约开发时间及成本；
- 3) 提升营销效率。电商收入的增长需要快速、低成本的创新活动，而无头电商能省去了 A/B Testing 等环节，让检验活动效果的过程更加便捷，同时能够保证安全性；
- 4) 加快在新地区或新渠道的扩展。完成系统设置后，无头电商解决方案可以方便地应用到新地区/渠道，并连接到整体数据编排基础架构。
- 5) 降低 CAC。品牌可以使用以内容或体验为导向的策略来吸引自然流量，不必依赖广告。

**竞争格局：头部及长尾效应明显。**BuiltWith 数据显示，全球有 500 多家提供电商平台的服务，截至 2020 年 9 月，前 10 万的电商网站中服务商 CR5 达 62%，其中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。无头电商的代表服务商中，Magento 与 BigCommerce 为主要玩家，行业格局呈现出较强的头部及长尾效应。

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

表 1：无头电商行业的主要玩家（2020 年 9 月）

提供商	简介	客户数量
Magento	2018 年 5 被 Adobe 收购，整合在 Adobe Commerce Cloud 中，支持与 Adobe 其它软件整合	767,782
BigCommerce	主打无头电商的 SaaS 提供商	153,040
ElasticPath	用途比较广的电商平台，支持丰富 API	1,334
SAP CX Commerce	优势在后端，如 CRM/ERP 等，支持通过 API 模式与不同的前端整合	951
OroCommerce	B2B 的电商平台，API	268
Moltin	主打 API 模式的电商平台	48
Spryker	涉足 B2C、B2B，具有 800 多个基于 API 的模块	48
CommerceTools	拥有的 API 和微服务架构的云商务平台，	16

资料来源：BuiltWith，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。除了建立线上店铺外，目前主流的电商 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。一方面通过业务拓展，构建业务生态；另一方面，则是发展合作伙伴建立合作，完善合作生态。我们认为，随着头部厂商产品成熟度的提升、合作生态及业务生态的完善，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。

## ■ 公司分析：无头电商 SaaS 服务商，持续发力大客

BigCommerce 为企业提供启动和拓展电子商务所需的全面专业平台，功能涵盖商店设计、目录管理、托管、结帐、订单管理，报告以及与第三方服务（如付款，运输和会计）的预集成，帮助企业成功完成数字化转型。客户结构上，BigCommerce 为各种规模、产品类别和购买类型的商店提供服务，包括 B2C 和 B2B 企业。截止 2019 年，BigCommerce 为 120 多个国家的 60000 家在线商店提供服务，其中包括 Avery Dennison, Ben & Jerry's, Burrow, SC Johnson, SkullCandy, Sony, Woolrich 等知名公司。

## 核心产品：助力多渠道管理，无头电商 SaaS 工具

**电商 SaaS 服务商，涵盖各类各层级企业需求。**2009 年公司推出产品以来，BigCommerce 最初通过简单、低成本、多合一的解决方案为小型企业（“SMB”）提供服务。自 2015 年更换领导层后，公司致力于开发第一个将大企业平台所需的专业性、基于开放源代码的 SaaS 服务与小型企业平台所需的简单性、易用性相结合的电子商务平台。公司的业务重心逐渐转向中型企业（年在线销售额在 100 万美元至 5,000 万美元之间）和大型企业市场（年在线销售额在 5000 万美元至数十亿美元之间），并历时五年使用应用程序编程接口（“API”）为平台在面向小型企业的基础上增加了适用于中大型企业的高级功能与基于开放源代码的 SaaS 服务。

**聚焦无头商务模式，将企业商务功能与其他站点进行集成。**BigCommerce 的开放式 SaaS 平台帮助企业实现与领先的社交网络（如 Facebook, Instagram），搜索引擎（如 Google），在线市场（如 Amazon 和 eBay）以及提供 POS 相关服务的平台（如 Square, Clover）免费无缝的集成。通过设计框架或 CMS 将 BigCommerce 提供的后端商务平台与前端平台集成的模式称为无头电商，为企业的顾客提供最生动、有交互感的网站体验。目前公司支持的 CMS 厂商包括 Acquia, Adobe Experience Manager, Bloomreach, Drupal, Sitecore 和 WordPress。同时，BigCommerce 还可以与领先的渐进式 Web 应用程序框架（包括 Deity, Gatsby 和 Vue Storefront）结合使用。目前，BigCommerce 的技术可满足每位客户每秒多达 400 个 API 调用的大量需求。

**专注自身电子商务平台开发，集成合作伙伴应用。**与其竞争对手 Shopify 不同，BigCommerce 自身不开发增值类相关业务，而是通过开发集成技术与对应行业的领先供应商进行包括付款、运输、POS、CMS、客户关系管理（“CRM”）和企业资源计划（“ERP”）的合作，研发投入集中在核心产品上。

图 12: Bigcommerce 平台核心功能



资料来源：公司公告

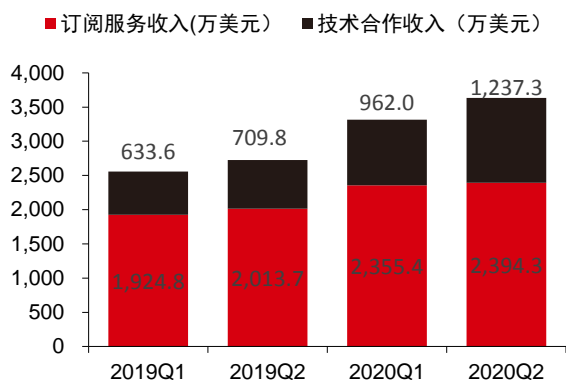
## 盈利模式：订阅收入为主，合作伙伴收入贡献较高增速

**BigCommerce 收入来源主要为订阅服务、合作伙伴收入。**订阅服务收入来自于所有



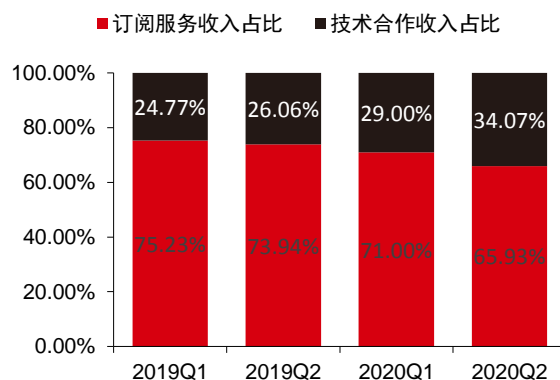
计划的平台订阅收入，以及顾问提供的专业服务和 SSL 证书的销售。Essential 级别的计划通常按月签订合同，Enterprise 则是按一到三年的固定期限签订合同且不可取消。同时，如果客户的 GMV 或处理的订单在过去的十二个月内超出了指定的计划阈值，则会调整 Pro 和 Enterprise 计划的每月订阅费用。截至 2020Q2，订阅服务/技术合作分别实现收入 2394.3/1237.3 万美元，同比增长 1.6%/29%，营收占比分别为 66%/34%。

图 13: BigCommerce 收入结构占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 14: BigCommerce 收入结构占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**产品多层次定价，针对不同体量的商户推出不同等级的套餐。**BigCommerce 的产品分为 Essential 和 Enterprise 两个级别，Essential 主要针对中小型客户，又细分为 Standard、Plus、Pro 三个级别，针对不同级别按月收费也不同；Enterprise 主要针对大型企业，又分为 Launch Service 和 Success Service，费用视公司情况而定。

表 2: BigCommerce 付费方案套餐内容对比

类别		Standard	Plus	Pro	Enterprise
套餐月费		\$29.95/mo	\$79.95/mo	\$299.95/mo	视具体情况而定
包含在所有计划中	无交易费	√	√	√	√
	产品，文件存储和带宽	√	√	√	√
	员工账户	无限制	无限制	无限制	无限制
销售渠道	品牌在线商店	√	√	√	√
	eBay 和 Amazon	√	√	√	√
	Point of Sale	√	√	√	√
	Facebook/Instagram	√	√	√	√
	Google Shopping	√	√	√	√
功能	响应式网站	√	√	√	√
	BigCommerce 移动应用	√	√	√	√
	单页结账	√	√	√	√
	Apple Pay, Google Pay, Amazon Pay	√	√	√	√
	优惠券，折扣和礼品卡	√	√	√	√
	实时运输报价	√	√	√	√
	专业的报告工具	√	√	√	√

	博客	✓	✓	✓	✓
	产品评分和评论	✓	✓	✓	✓
	免费的 HTTP 和专用 SSL	✓	✓	✓	✓
	ShipperHQ 运输规则 (精准计算价格)	可用	可用	可用	✓
	多币种	✓	✓	✓	✓
	客户群细分		✓	✓	✓
	跟踪/联系购物车内商品未付款的顾客		✓	✓	✓
	多设备购物车共享		✓	✓	✓
	信用卡信息储存		✓	✓	✓
	Google 顾客评价			✓	✓
	分类搜索商品			✓	✓
	个性化 SSL			✓	✓
	自定制产品分类搜索标签				✓
	价目表				✓
	无限制 API 调用				✓
	每年在线最高销售额限制	\$50k	\$180k	\$400k	定制
	24/7 人工客服	✓	✓	✓	✓
服务与 支持	快速路由, 优先级支持和战略客户管理				✓
	API 支持				✓
	领先支付网关, 无需交易费	✓	✓	✓	✓
付款	(可选用) 来自 Paypal 特殊的信用卡低费率, 由 Braintree 提供支持	2.9% + \$0.30¢ 每笔交易	2.5% + \$0.30¢ 每笔交易	2.2% + \$0.30¢ 每笔交易	2.2% + \$0.30¢ 每笔交易或更低

资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

**合作伙伴收入快速增长, 有助于拉动毛利率持续提升。** 合作伙伴的收入是指当客户通过整合 BigCommerce 的战略技术合作伙伴开发的应用程序来定制商店以满足其功能需求的相关活动产生的收入, 主要分成三类: 一是应用市场收入分成; 二是技术集成收入分成; 三是营销或推广分成。考虑到合作分成主要采用净额法确认, 我们认为随着合作伙伴收入的快速增长, 有助于带动公司整体毛利率的提升。

### 付费商户: 大客为主, ARR 持续提升

**大客优质服务商。** 客户分类上, 根据每个站点的年 GMV 为标准分类: SMB (0 至 100 万美元)、腰部企业 (100 万至 5000 万美元) 和头部企业 (大于 5000 万美元)。根据 Gartner Peer Insights Customers' Choice for Digital Commerce 分类, BigCommerce 主要为电商 SaaS 大客户服务商。目前 BigCommerce 在全球 120 多个国家服务约 60000 家在线商店, 与 2010 年创立之初服务的 10000 余家在线商店相比, 数量增长 5 倍。

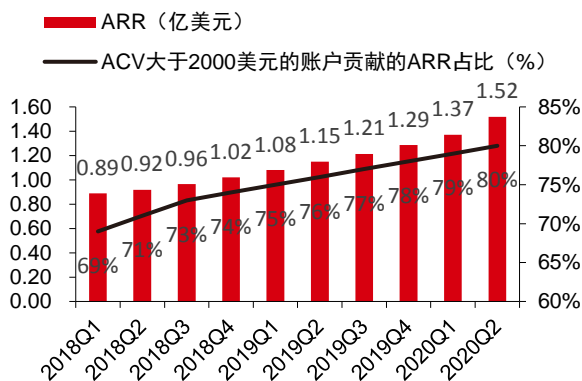
图 15: BigCommerce 代表型客户



资料来源: 公司公告

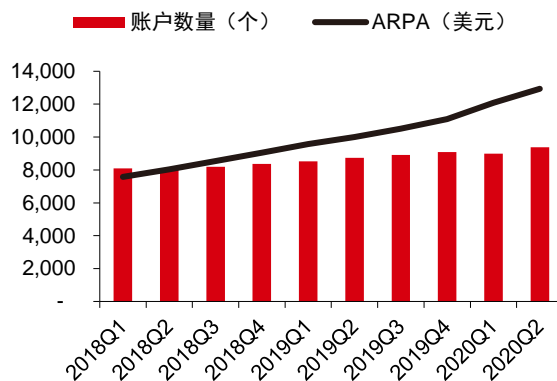
**ARR (Annual Recurring Revenue) 稳定增长, 大客占比达 80%, 大客 ARPA (Average Revenue Per Account) 为增长最大驱动。**ARR 可视作 BigCommerce 年化所有商户订阅套餐总金额。截至 2020Q2, 公司 ARR 达 1.52 亿美元, 同比增长 32.2%, 其中 ACV 大于 2000 美元的账户 ARR 占比达 80%, 同比提升 4.0pcts。2020Q2 公司 ACV 大于 2000 美元的账户数量达 9,378 个, 同比增长 7.3%; ARPA 达 12,936 美元, 同比增长 29.3%。**产品结构上, Enterprise Account ARR 占比过半。**2019 年, Enterprise 付费商户 ARR 达 7,980 万美元, 同比增长 44.3%, ARR 占比达 53%。

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

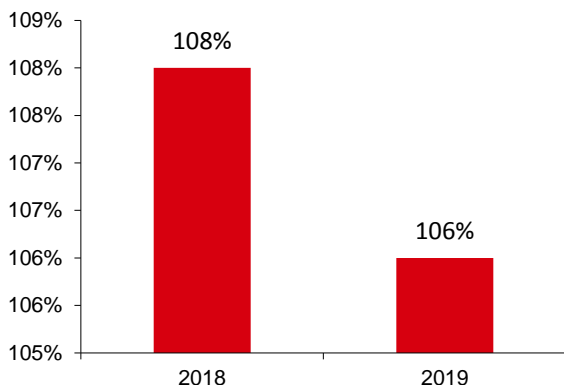
图 17: ACV 大于 2000 美元的账户数量及 ARPA



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

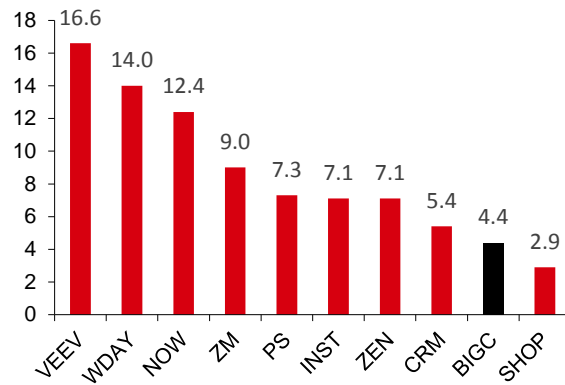
**客户粘性高企, NRR 持续高于 100%, 大客战略下 LTV: CAC 高达 4.4。**根据公告, 公司 2018/2019 年的净收入留存率 NRR (Net Retention Rate) 分别为 108%/106%, 体现较高的用户粘度及持续盈利的能力。LTV/CAC 方面, BigCommerce 将 LTV 定义为销售毛利润除以估计的未来订户流失率, CAC 定义为销售及营销获客成本。受益于较高的大客占比, 2019 年 BigCommerce 的 LTV: CAC 比率达 4.4:1 (采用截至 2019 年 12 月 31 日止年度的 LTV 和截至 2019 年 9 月 30 日的四个季度的 CAC 计算)。

图 18: BigCommerce 客户 NRR



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 19: 美股 SaaS 企业 LTV/CAC 对比 (2019)



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

## 与 Shopify 和 Magento 的产品对比

**平台定位: 开源 PaaS 平台和 SaaS 平台。**

与同为 SaaS 平台的 BigCommerce 和 Shopify 不同, Magento 是一个基于 PaaS 的平台。传统上大企业倾向于 Magento 作为他们的平台, 但是随着 BigCommerce 的发展, 它展现出了一些优于 Magento 的特质, 同时, 这些特质也是竞争对手 Shopify 所欠缺的。

**产品价格: BigCommerce<Shopify<Magento。**

BigCommerce Enterprise 的价格约为每个月 1000 美元起, 而根据 Shopify 官网上的资料, ShopifyPlus 的价格为每个月 2000 美元起。Magento 的价格则为每年 22000 美元起, 但该价格仅仅包括最低档收入许可证的费用, 企业仍需支付其他费用, 包括但不限于基础架构、开发成本、托管支持和技术人员的费用, 更高收入也意味着更高的费用, 最高可达到 12 万 5 千美元每年 (仅许可证)。与此同时, 开发 Magento 所需要的技术比 BigCommerce 和 Shopify 都要高得多, 因此, BigCommerce 从费用方面低于 Shopify, 远远低于 Magento。

图 20: Magento 价格 (年)

Av. Gross Sales Revenue	Magento 2 Commerce	Magento 2 Commerce Cloud
< \$1,000,000	\$22,000	\$40,000
\$1,000,000 - \$5,000,000	\$32,000	\$55,000
\$5,000,000 - \$10,000,000	\$49,000	\$80,000
\$10,000,000 - \$25,000,000	\$75,000	\$120,000
> \$25,000,000	\$125,000	\$190,000

数据来源: Graybox

资料来源: Graybox

### 开发难度：Magento> BigCommerce> Shopify

对于企业来说，能否快速、简单的学会开始利用平台同样重要。

- 1) **Magento:** Magento 的使用非常复杂，且不会为企业提供训练或者现场指导。因此，企业需要雇佣一系列专业人员来处理过程中遇到的问题。但同时，Magento 具有较高的灵活性，开发人员可以较为自由的根据需求进行设置。
- 2) **BigCommerce:** BigCommerce 和 Shopify 一样，提供简洁、容易的用户建站体验。此外，BigCommerce 基于 API 提供一些用于 CMS 和 DXP 系统的预制插件，例如 WordPress, Bloomreach, Drupal 等。如果企业已经在使用这些选项之一来运行网站，则可以在后端连接 BigCommerce，然后继续使用在前端已经很熟悉的系统，从而提升了易用性。
- 3) **Shopify:** Shopify 创建之初的目的是为了满足那些希望以用户友好的方式创建在线商店而又没有开发背景的人们的需求，因此，Shopify 使用操作非常简单。但同时这也意味着一系列功能被简化/剔除，企业需要额外的应用程序以使用这些功能。

### 可拓展性：Magento> BigCommerce> Shopify

随着企业不断发展，对于功能的需求也不断提升，平台是否具有可拓展性至关重要。Magento PaaS 的定位决定灵活性远高于其他平台。而 BigCommerce 和 Shopify 同作为 SaaS 平台，意味着限制了使用企业直接在服务器或者核心文件上进行改动，企业必须使用 API 来进行拓展。

与 Shopify 相比，BigCommerce 投入了大量的成本开发 API 相关内容，BigCommerce 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。时间上，使用 BigCommerce 进行 25,000 种产品和变体的 ERP 库存同步需要 60 秒，而使用 Shopify Plus 则需要 2 个小时。此外，从容量上来看，Shopify 采用漏桶算法进行限流，意味着企业在短时间内只能进行有限的 API 调用，当需要调用的 API 数量较多时，需要的时间将会非常长。BigCommerce 的专业版每小时允许进行 60,000 个 API 调用，具有 50,000 SKU 的产品目录将在大约 50 分钟内完成。BigCommerce 企业版的商户，API 每秒可以处理超过 400 个调用，并在 2 分钟内完成 50,000 个产品目录。而 Shopify 主要通过丰富的第三方应用市场生态补足这方面的短板。

## ■ 风险因素

疫情导致商户付费能力下降、大幅流失等风险；国际市场拓展不及预期风险；宏观经济下滑导致全球电商规模增长不及预期风险等。

## 投资建议

**盈利预测：**公司作为“无头电商”核心 SaaS 服务商之一，有望长期受益于 D2C 电商模式的快速发展。考虑到公司在大客领域具备较稳定的基本盘，我们预计公司业绩增长仍具备一定的确定性。根据彭博一致预期，当前市场预计公司 FY2020/21/22 年收入为 21.68/29.15/40.62 亿美元，对应增速为 37.4%/34.5%/39.3%。

**估值水平：**公司成长性及盈利能力目前低于“40 法则”标准（收入年增长率+公司的利润率>40%），当前公司股价对应 2021 的 PS 为 30.0x，高于美股 SaaS 平均水平（12~15x）。未来大客数量增长、ARR、NRR 等指标，将是验证市场预期的核心指标。

表 3：公司盈利预测（百万美元）

年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万美元）	91.9	112.1	143.0	168.9	205.6
yoy		47.1%	37.4%	34.5%	39.3%
毛利率	76.1%	75.9%	77.1%	76.4%	76.5%
净利润（百万美元）	-38.9	-42.6	-41.5	-32.0	-14.3
净利率	-42.3%	-38.0%	-29.0%	-18.9%	-7.0%
PS	55.2	45.2	35.5	30.0	24.7

资料来源：彭博一致预测，中信证券研究部，注：股价为 2020 年 9 月 18 日收盘价



## 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 Dalalal 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