

工具型软件行业深度报告：价值从何处来，转型该何处去

2020 年 05 月 19 日

看好/维持

计算机

行业报告

分析师	叶盛	电话：010-66554022	邮箱：yesheng@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517070003
分析师	王健辉	电话：010-66554035	邮箱：wangjh_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050004

投资摘要：

近年来，众多工具型软件公司纷纷登陆资本市场，工具型软件成为软件行业的重要类目。本报告核心内容：1、提出一个工具型软件公司的价值评估框架，通过具体案例来说明评估过程。2、总结归纳工具型软件的可能转型之路。

一、工具型软件公司价值评估框架：客户生命周期的现金流折现

工具型软件，其价值评估仍然是遵循现金流折现模型。好的工具型软件公司，其微观商业能够做到以下三点：获客成本低；客户流失率低；客户生命周期价值高。

好的工具型软件公司一定要做到客户生命周期内的收入（LTV）扣减运营成本要远大于获客成本（CAC），才能在客户身上赚到钱。通常来说，LTV/CAC 大于 3 被认为是一个公司商业模式良好的指标。

二、猎豹移动：出海第一背后薄弱的商业模式

猎豹移动针对当时安卓系统的用户痛点问题，从 2013 年起全力拓展海外市场，成为中国首家在海外月活用户突破 6 亿的互联网公司。然而，猎豹的工具型软件本身黏性较低，客户价值不高。所以，其产品流失率高，商业变现能力较低，只是依靠高营销费用不断驱动增长。

三、工具型软件的变现能力取决于客户价值

在猎豹的发展过程中，其对 Facebook 和 Google 的依赖度非常高。这对其工具型软件业务长期价值产生了很大影响。在巨头和其停止合作之后，猎豹收入暴跌。与之类似的是电商平台里面的零售商家，长期来看其也很难获得较好回报。

相比之下，广联达的工程造价软件是国内少见的工具软件。工程造价软件极强的产品黏性源于其创造了强大的客户价值。具体来看体现在：1、用户使用习惯；2、网络效应。

广联达的工程造价软件具有的极强产品黏性，在数据上也得到了充分的反应。根据公司披露的资料，公司云化的产品，其 LTV/CAC 能够达到 7.71，远高于平常认为的健康基准 3。

四、从快手的成功转型来看工具型软件的价值提升

面向普通消费用户的工具型 App，则往往面临着获客成本高、变现能力弱等各种问题。在这个赛道，工具型软件公司的商业模式都不是很好。在众多转型公司中做得最好的是快手。

快手最早是制作 GIF 动画的小工具。从 2013 年起全力转型平台。经过几年努力，快手现在已经成为国内最大的短视频平台之一，公司价值得到了数百倍的提升。除此之外，很多其他工具型软件公司转型并不成功。像猎豹、美图等。

总之，工具型软件转型，需要完全不同的能力，对公司挑战很大。

相关公司：

广联达（002410）、金山办公（688111）、三六零（601360）、万兴科技（300624）、光云科技（688365）、迅游科技（300467）、国联股份（603613）、暴风集团（300431）、猎豹移动（CMCM.N）、迅雷（XNET.O）、有道（DAO.N）、美图公司（1357.HK）、鲁大师（3601.HK）、福昕软件（待上市）

风险提示：商业模式存在重大缺陷的风险；高速发展过程中管理无法跟上的风险；

单击此处输入文字。

目 录

1. 工具型软件公司价值评估框架：客户生命周期的现金流折现	4
2. 猎豹移动：出海背后的商业逻辑	5
2.1 猎豹移动成为中国第一的出海互联网公司	5
2.2 猎豹大举扩张背后薄弱的商业模式	5
3. 工具型软件的变现能力取决于客户价值	7
3.1 过分依靠巨头给猎豹带来极大挑战	7
3.2 电商零售公司对电商平台的依赖也是如此	7
3.3 广联达：极强的产品黏性也反应到了数据上	8
4. 从快手的成功转型来看工具型软件的价值提升	9
4.1 快手成功从工具厂商转型成为短视频社交平台	9
4.2 其他并未转型成功的工具软件厂商	10
5. 相关公司	10
6. 风险提示	10
相关报告汇总	11

插图目录

图 1：工具型软件的微观商业模式.....	4
图 2：猎豹移动工具产品矩阵信息.....	5
图 3：猎豹移动收入及增速（百万元）	6
图 4：猎豹移动利润率.....	6
图 5：猎豹移动的 LTV/CAC	6
图 6：好想你旗下的赫姆斯公司收入及利润情况（百万元）	8
图 7：广联达产品黏性充分体现在 LTV/CAC 上	8
图 8：《GIF 快手》的界面	9

工具型软件是软件行业的一个重要类目。近年来，众多工具型软件公司纷纷登陆资本市场。据不完全统计，具有工具型软件的上市公司包括以下：

广联达（002410）、金山办公（688111）、三六零（601360）、万兴科技（300624）、光云科技（688365）、迅游科技（300467）、国联股份（603613）、暴风集团（300431）、猎豹移动（CMCM.N）、迅雷（XNET.O）、有道（DAO.N）、美图公司（1357.HK）、鲁大师（3601.HK）、福昕软件（待上市）。

本报告的核心内容分为两块：

1、提出一个工具型软件公司的价值评估框架。通过这个评估框架，可以对用途各异的工具型软件公司进行价值评估，并且通过具体案例来说明评估过程。

2、工具型软件的可能转型之路。许多工具型软件都在探讨可能的业务转型，以创造更大的价值。我们对其转型模式进行了归纳总结。

1. 工具型软件公司价值评估框架：客户生命周期的现金流折现

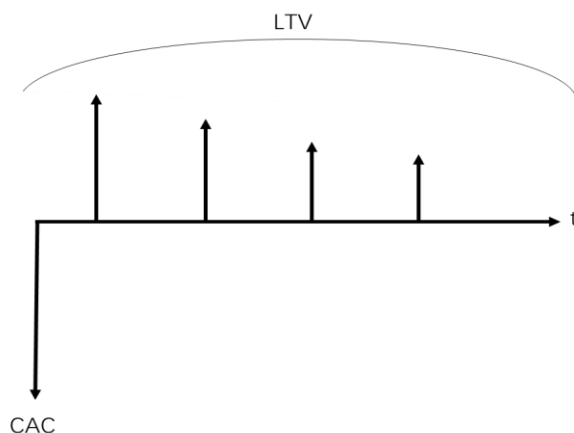
工具型软件，其价值评估仍然是遵循现金流折现模型。一个工具型软件公司商业模式非常简单：

1、公司首先要付出一定的获客成本（CAC），才能获得客户。各公司的具体获客手段差异很大，最常见的是通过广告推广，免费试用来获取客。

2、公司在获得客户之后，在客户生命周期里获得收入（LTV）。工具型软件常见的获取收益的方式是直接向客户收费，或者通过广告等方式来变现。

好的工具型软件公司，其微观商业能够做到以下三点：获客成本低；客户流失率低；客户生命周期价值高。好的工具型软件公司一定要做到客户生命周期内的收入（LTV）扣减运营成本要远大于获客成本（CAC），才能在客户身上赚到钱。通常来说， LTV/CAC 大于 3 被认为是一个公司商业模式良好的指标。

图 1：工具型软件的微观商业模式



资料来源：东兴证券研究所

需要指出的是，处于高速成长期的工具型软件公司往往是亏损的，但是其微观商业模式是成立的。因为它虽然在存续客户身上是赚钱的，但是需要不断地将赚到的钱用来获取新的客户，导致在高成长阶段始

终处于不赚钱的状态，其利润只有到了成熟期才会真正释放出来。

2. 猎豹移动：出海背后的商业逻辑

猎豹移动成为中国第一的出海互联网公司

猎豹移动成立于 2010 年，是可牛和金山安全业务合并之后组建的公司。猎豹首先集中精力推出了金山毒霸和金山安全卫士。在此后两年，公司获得了腾讯投资，并通过产品的创新在国内占据了一定的市场份额。

2012 年底，猎豹开始考虑推进国际化。针对当时安卓系统的用户痛点问题：软件清理、手机杀毒、电池耗电、系统管理等，猎豹重点做了“猎豹清理大师”、“电池医生”等产品。一经推出，便受到了海外用户的普遍欢迎。

于是，猎豹 2013 年起全力开拓海外市场。此后几年，随着猎豹清理大师（Clean Master）等工具应用矩阵在海外打开市场，猎豹移动在全球范围内发行了共计 414 款移动应用，高居全球开发商下载量第五名。

猎豹成为了中国第一的出海互联网公司。根据 App Annie 的数据，截至 2017 年 8 月，CM Launcher 覆盖超过 200 多个国家和地区，在 Google Play 商店 94 个国家的个性化榜单中排名第一，且曾夺得英国应用总榜第一，美国、加拿大应用总榜前三，超过 Facebook、Instagram 等热门应用，在 Google Play 的总下载量接近 2 亿，平均评分高达 4.6，是 Android 平台最受欢迎的桌面启动器之一。

图 2：猎豹移动工具产品矩阵信息

产品名称	简介	Google Play 下载排名	产品名称	简介	Google Play 下载排名
 Clean Master	手机清理工具，提供垃圾清理、手机加速、病毒查杀等功能	总榜第一的国家数 12 工具榜第一的国家数 100	 CM Launcher	安卓手机桌面工具，优化安卓手机性能	总榜第一的国家数 2 个性化榜第一的国家数 95
 CM Security	手机安全工具，提供手机杀毒、防盗、锁屏等功能	总榜第一的国家数 3 工具榜第一的国家数 82	 PhotoGrid	图片编辑工具，提供滤镜、美颜、特效	总榜第一的国家数 6 工具榜第一的国家数 17
 CM Browser	手机浏览器	总榜第一的国家数 0 通讯榜第一的国家数 10	 Cheetah Keyboard	手机输入法，拥有智能预测、语音输入、个性化主题、表情图等	总榜第一的国家数 0 个性化榜第一的国家数 65

图示：猎豹移动工具产品矩阵信息
来源：App Annie；截至 2017 年 9 月

资料来源：App Annie、东兴证券研究所

猎豹大举扩张背后薄弱的商业模式

在商业模式方面，猎豹主要是通过推广获客，免费提供工具给用户使用，然后主要通过广告的方式来实现变现。当然，猎豹在 2016 年后也重点开发了众多小游戏，拓展内容平台等，希望实现收入多元化。此处，我们重点关注其工具型软件的收入变化情况。

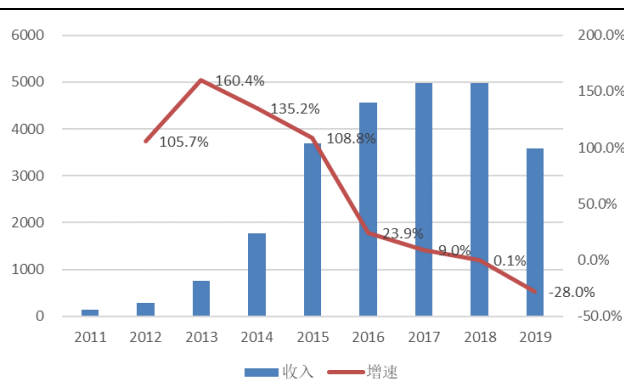
从猎豹的历年利润表中，我们可以看出：

1、虽然公司毛利率较高，但是营业利润率较低。公司毛利率一直在 60%-80% 之间，处于较高水平。但是，公司的营业利润率较低，在工具型软件发展的黄金期 2015 年，公司营业利润率仅为 5.6%。

2、公司费用率没有下降，销售费用增速一直高于收入增速。从 2011 年到 2015 年，公司营收高速增长，同比增速每年都超过了 100%。但是，公司销售费用增长更快，其占收入的比例从 2011 年的 20.7% 一路攀升到 2015 年的 40.1%。

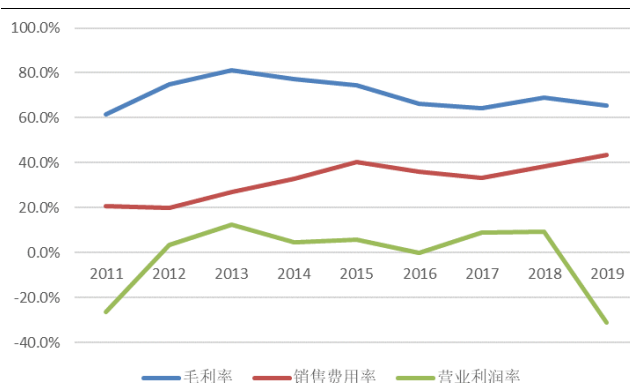
猎豹的销售费用增速持续高于收入增速，这背后可能意味着公司产品的黏性不够强，客户流失率较高。为了维持增长，公司必须不断地投入更多的销售费用去获取更多新客户，才能带来增长。

图 3：猎豹移动收入及增速（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 4：猎豹移动利润率

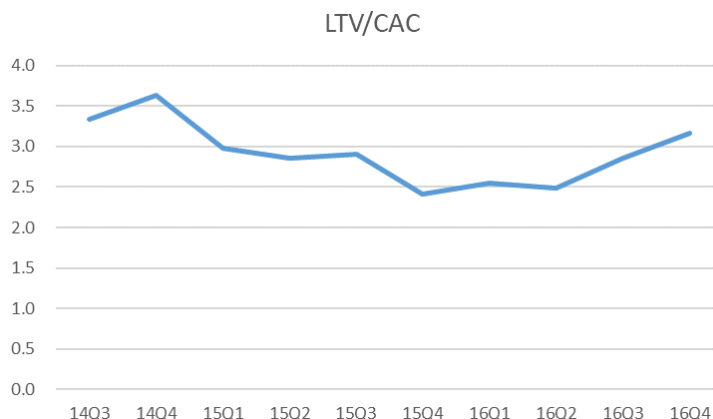


资料来源：wind，东兴证券研究所

如果我们看其运营数据，则会发现猎豹一直是处于一种高投入，高流失率的状态。2015 年公司产品的月活用户数（MAUs）从年初的 3.95 亿，上涨到年末的 6.35 亿，净增加了 2.4 亿。但是在整个 2015 年，公司新增安装量为 12.52 亿次，也就说公司当年流失用户量高达 10.12 亿。

如果计算猎豹的 LTV/CAC，会发现其 LTV/CAC 一直不高，从 2015 年起已经持续低于 3。一般来说，LTV/CAC 低于 3 就意味着公司的商业模式处于不健康状态，这表明其在 2015 年后，并不适合进一步扩张。

图 5：猎豹移动的 LTV/CAC



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 工具型软件的变现能力取决于客户价值

从上述猎豹的案例可以看出，虽然它在海外取得了非常大的进展，成为第一家在海外月活用户突破6亿的中国互联网公司。但是，由于其工具型软件本身黏性较低，客户价值不高。所以，其产品流失率高，商业变现能力较低，只是依靠高营销费用不断驱动增长。

过分依靠巨头给猎豹带来极大挑战

在猎豹的发展过程中，其对 Facebook 和 Google 的依赖度非常高。这对其工具型软件业务长期价值产生了很大影响：

- 1、Facebook 在很长一段时间内都是猎豹的主要推广渠道，而且 facebook 的广告联盟也是猎豹流量的主要变现渠道。在双方度过初期的紧密合作期之后，facebook 逐步放开更多第三方广告平台，让猎豹的广告收入被分流。2018 年底，facebook 和猎豹合作中止，严重影响了猎豹的收入。
- 2、而谷歌则掌握着安卓操作系统，猎豹的工具型软件能够做起来就是由于初期的安卓系统不够完善、碎片化程度太高，导致用户在软件清理、耗电管理等方面体验不佳，这给了猎豹去做工具型软件的机会。

而随着安卓系统本身能力的逐步改善，对猎豹工具本身的需求出现下降。尤其是 2019 年，谷歌进一步限制猎豹的广告变现方式，甚至在 2020 年 2 月 20 日，谷歌将猎豹旗下的 45 款应用，全部清理出 Google Play 应用商店。

受此影响，猎豹移动工具应用收入在 2019 年为 15.73 亿元，同比下降 49.6%。由此可见，过分依赖巨头会带来极大的潜在风险。

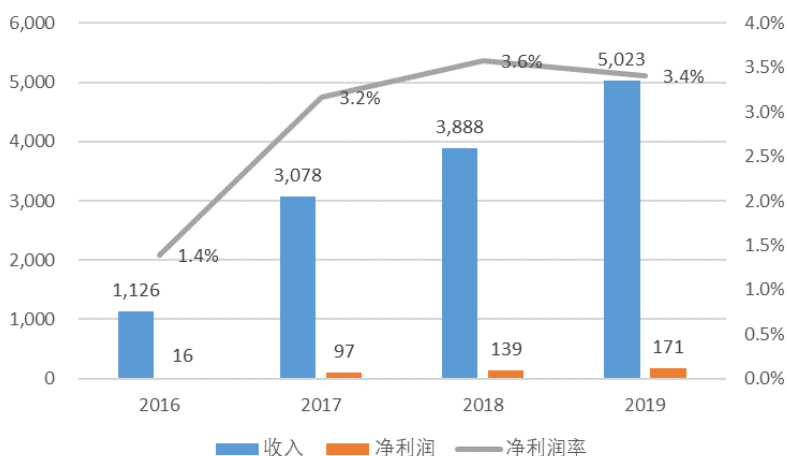
电商零售公司对电商平台的依赖也是如此

如果一家公司过分依赖巨头，长期来看公司往往很难赚到钱。以电商行业为例，好想你（002582）2020 年 2 月宣布以 7.05 亿美元将旗下的赫姆斯公司出售给百事饮料。

如果我们看赫姆斯的报表会发现，它以“百草味”为品牌经营零食，其主要是在天猫、京东等电商平台出售产品。其收入连年高速增长，但是净利润率极低，2019 年仅为 3.4%。

公司的主要费用都花在销售上了，其交付给电商平台的收入连年大幅上涨。根据公司资料，其 2019 年毛利率为 26.54%，而其销售费用占比为 20.3%。其中，公司付给电商平台的推广费用占销售费用的比例约为 30%，整体增速明显快于收入增速。

图 6：好想你旗下的赫姆斯公司收入及利润情况（百万元）



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

我们认为，许多依靠大平台的工具型软件也是如此。长期来看，很难从中获得超额受益。

广联达：极强的产品黏性也反应到了数据上

广联达的工程造价软件是国内少见的工具软件。市场占有率高，在 60%以上。产品标准化程度高，毛利率水平达到了 96%。

工程造价软件极强的产品黏性源于其创造了强大的客户价值。具体来看体现在：

一、用户使用习惯。许多用户使用习惯了某种软件，往往不愿意更换其他同类软件，因为其中会有细微的使用习惯差异。这种使用习惯差异会让很多人不愿意改变。

二、工程造价软件具有网络效应。工程项目造价需要甲方与乙方沟通核对具体数据，而如果双方使用不同的造价软件则往往会存在计价和算量的细微数字差异。这些差异虽然很细微，但是双方都很难解释清楚。因此，在实际使用过程中，乙方往往会迁就甲方的使用习惯，双方共同使用相同的工程造价软件。

广联达的工程造价软件具有的极强产品黏性，在数据上也得到了充分的反应。根据公司披露的资料，公司云化的产品，其 LTV/CAC 能够达到 7.71，远高于平常认为的健康基准 3。

图 7：广联达产品黏性充分体现在 LTV/CAC 上



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

4. 从快手的成功转型来看工具型软件的价值提升

总之，我们认为工具型软件的变现能力取决于客户价值。而不同的工具型软件有很大差别：

- 1、对于企业服务型工具软件，如果客户价值高，则可以直接对客户收费，商业变现效率极高。典型案例，如广联达、金山办公、Atuodesk 等。
- 2、而面向普通消费用户的工具型 App，则往往面临着获客成本高、变现能力弱等各种问题。在这个赛道，工具型软件公司的商业模式都不是很好。

那么，对于面向普通消费者的工具型软件公司，未来应该去发展呢？目前来看，最好的转型案例就是快手。

快手成功从工具厂商转型成为短视频社交平台

快手创立于 2011 年 3 月，它早期产品《GIF 快手》，是一款可以让你在手机上制作 GIF 动画的小工具。制作素材可以是现场拍照也可以从手机里提取现有图片，制作好的动画还可以同步分享到各个 SNS 网站（新浪微博，人人网，腾讯微博）上和大家分享。

图 8：《GIF 快手》的界面



资料来源：百度图片、东兴证券研究所

快手很早就看到了工具型软件的门槛不高，而且商业化变现挑战很大。从 2013 年起，快手开始从工具转型做短视频社区。

在宿华和程一笑的带领下，快手克服了多重困难，主动切断了微博的流量来源，经历了日活用户暴跌。此后，不断优化产品、引入人工智能算法推荐流等。2014 年起，快手的活跃用户量开始暴涨。

经过几年努力，快手现在已经成为国内最大的短视频平台之一，公司价值得到了数百倍的提升。目前，公司产品日活用户突破了 3 亿。公司商业化也取得了巨大的成功，直播成为公司主要的变现方式。

而且，快手的直播带货也发展迅猛，是去中心化电商下最大的受益者之一。我们在关于中国有赞 (8083. HK) 的多篇报告中，进行了详细论述，欢迎查看。

其他并未转型成功的工具软件厂商

在看到快手转型成功的同时，我们还应该看到更多的工具软件厂商并未转型成功。典型案例如下：

- 1、猎豹推出的 Live.me 及短视频产品。在 2016 年前后，猎豹先后推出了多款短视频产品，但是并没有取得成功。
- 2、美图公司旗下拥有著名的“美图秀秀”修图软件，其推出“美拍”取得了一定成功，但是受抖音冲击很大。而其旗舰工具“美图秀秀”也在 18 年起，想要转型成为图片社交平台。

总之，工具型软件转型，需要完全不同的能力，对公司挑战很大。

5. 相关公司

下面是我们之前提过的工具型公司代表。应用我们上面提出的价值评估框架，可以对其公司长期价值做出合理的评估。

广联达（002410）、金山办公（688111）、三六零（601360）、万兴科技（300624）、光云科技（688365）、迅游科技（300467）、国联股份（603613）、暴风集团（300431）、猎豹移动（CMCM.N）、迅雷（XNET.O）、有道（DAO.N）、美图公司（1357.HK）、鲁大师（3601.HK）、福昕软件（待上市）。

6. 风险提示

- 1、商业模式存在重大缺陷的风险；
- 2、高速发展过程中管理无法跟上的风险；

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	同样都是亏钱扩张，瑞幸咖啡和拼多多有何不同？	2019-12-23
公司	拼多多（PDD.O）：“补贴”的三重境界	2019-12-02
公司	拼多多（PDD.O）：从淘集集暴雷看拼多多的护城河	2019-11-01
公司	拼多多（PDD.O）：从颠覆式创新来看电商大战的未来	2019-09-17
行业	操作系统行业深度报告：华为鸿蒙系统、安卓和未来	2019-07-13
行业	工业软件产业报告之二，电子设计软件 EDA 是芯片产业皇冠上的明珠	2019-07-12
行业	工业软件：中美科技战命门之工业软件深度报告之一	2019-05-22
行业	美国 SaaS 产业：行业发展巡视及整体分析	2019-05-22
行业	新零售的核心受益者：腾讯、阿里和 SaaS 公司	2019-05-07
公司	石基信息（002153）：信息消费龙头，云价值腾飞在即	2019-06-17
公司	中国有赞（08083）深度报告：中国率先腾飞的 SaaS 服务商	2019-03-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。

分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造价值理念。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526