

2020 年 11 月 30 日

微盟集团 (02013.HK)

SaaS 龙头深耕微信生态，双轮驱动增长

■把握数字化转型浪潮，助力商家私域流量运营：传统零售数字化转型逐成趋势，去中心化的私域流量业态凭借可免费直接触达用户且可对流量循环利用成为商家线上迁移重要阵地，微信凭借庞大的用户基数和强大的社交基因成为沉淀私域流量的优质场所。中国的私域业态有着较大发展潜力，根据 iResearch，建立在社交媒介基础之上去中心化的社交电商规模将在 2020 年同比+57%。微盟主要基于微信生态为用户提供 SaaS 产品和精准营销服务，未来将紧抓商户数字化转型浪潮和其对私域流量的运营需求，实现进一步增长。

■有望受益于微信商业生态布局的进一步完善：微信生态中孕育的小程序、朋友圈等业态在助力商家沉淀私域流量方面具备突出优势，尤其小程序凭借丰富流量入口和使用的便利性成为私域流量运营重要工具，9 月微信小程序 MAU 达 8.3 亿，2019 年微信小程序交易额同比+160%至 8,000 亿元。微盟是首批通过微信小程序为商户提供商业及营销解决方案的服务商之一，两大业务均主要围绕微信生态展开。今年微信也在加速商业化生态建设，包括加码小程序直播以完善小程序功能、上线微信小商店等业态，我们认为微盟作为微信生态内领先的第三方 SaaS 服务商，有望进一步受益于微信日趋完善的商业生态布局。

■SaaS 板块为战略重点：微商城业务相对成熟，智慧零售和智慧餐饮积极发力增长：微盟 SaaS 产品为公司贡献了主要客户来源，1H20 公司 SaaS 产品付费商家同比+26.4%至 8.8 万家。微商城是 SaaS 板块核心成熟产品，助力商家搭建以微信小程序为主要基础的销售体系。在夯实核心业务基础上，微盟近年来重点发力智慧零售和智慧餐饮业务，智慧零售逐步向线下大客户拓展，有望推动业务稳定性并提升 SaaS 板块 ARPU 值，1H20 智慧零售收入同比增长超 7 倍，驱动智慧零售占 SaaS 收入比重同比+12ppts 至 15%，鉴于智慧零售的快速增长态势，我们认为未来公司该板块占 SaaS 收入比重有望继续扩大。智慧餐饮板块则通过收购雅座和战略投资商有网络完善餐饮布局，强化与现有业务协同整合。

■精准营销业务变现稳健，夯实腾讯广告体系头部服务商地位，拓展更多优质流量平台：微盟精准营销业务与 SaaS 板块相互协同，SaaS 产品长期积累的大量商家产生营销需求后部分被引导成为精准营销客户，精准营销业务也为公司贡献了主要的收入和利润，1H20 精准营销业务占收入 71%，占毛利 55%。微盟获批了腾讯广告 12 个区域牌照及 3 个行业牌照，多次获得腾讯广告最佳服务商资质。除了夯实在腾讯广告体系内头部服务商地位，根据公司官网，微盟还将合作拓展至字节跳

公司深度分析

证券研究报告

海外科技

投资评级 买入-A

维持评级

12 个月目标价：14.50 港币
 股价 (2020-11-30) 10.66 港币

交易数据

总市值 (百万美元)	3,030
流通市值 (百万美元)	3,030
总股本 (百万股)	2,255
流通股本 (百万股)	2,255
12 个月价格区间 (港币)	3.06/13.92

资料来源：彭博

王昕

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520080005
 wangxin5@essence.com.cn
 021-35082080

动、百度及知乎等较为优质的非腾讯流量平台。

■**投资建议：**给予买入-A 评级，基于 SOTP，12 个月目标价 14.5 港币。包括：1)SaaS 产品 8.4 港币，基于 20x 2021E 市销率（行业平均）；2)精准营销服务 6.1 港币，基于 0.6x PEG。我们看好微盟 SaaS 和精准营销业务相互协同，双引擎驱动增长，立足具备较大发展潜力的私域业态，未来微盟将进一步受益于商户数字化转型和私域流量运营需求。此外，作为微信生态内领先的第三方 SaaS 服务商，微盟有望继续受惠于其不断拓展的商业生态。我们预测微盟 2020/2021/2022 年收入规模分别为 22.9/36.2/47.9 亿元，调整后归属股东净利润分别为 5,380 万元/2.7 亿元/4.3 亿元。

■**风险提示：**SaaS 产品付费商家数不及预期；宏观经济放缓下广告主缩减预算；公司业务过度依赖腾讯。

摘要(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	865	1,437	2,292	3,621	4,791
调整后净利润	51	77	54	273	433
调整后每股收益 (元)	0.07	0.04	0.02	0.12	0.19
每股净资产 (元)	(3.55)	0.95	0.65	0.75	0.90

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
调整后市盈率(倍)	129.1	261.1	390.4	79.4	51.4
市净率(倍)	-2.7	10.1	14.8	12.9	10.6
调整后净利率	5.9%	5.4%	2.3%	7.5%	9.0%
净资产收益率	44.8%	15.7%	-40.2%	15.1%	19.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1.7%	1.8%	-1.7%	17.2%	21.2%

数据来源：公司财报，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 背靠巨头的第三方龙头 SaaS 服务提供商	6
1.1. 携手腾讯，服务中小企业数字化转型	6
1.2. SaaS 和精准营销两大业务相互协同，双轮驱动增长	9
2. 抓住数字化转型机遇，深耕微信私域生态	10
2.1. 商户数字化转型迫在眉睫，私域流量运营正当时	10
2.2. 微信是沉淀私域流量的重要阵地，微盟有望受益于其商业生态发展势头	12
3. SaaS 为战略重点：微商城较成熟，智慧零售和智慧餐饮积极发力	14
3.1. 微商城：搭建基于微信生态的电商销售体系	16
3.2. 智慧零售和智慧餐饮：内生增长和外延并购并举，发力大客化	18
3.2.1. 智慧零售：处于快速发展中，大力拓展线下零售门店	18
3.2.2. 智慧餐饮：收购雅座增强业务协同	19
4. 精准营销服务创造稳健收益，与 SaaS 业务相互协同	21
4.1. 与腾讯合作紧密，夯实腾讯广告体系内头部服务商地位	22
4.2. 逐步拓展代理范围，寻求非腾讯优质流量合作	24
5. 财务预测及投资建议	26
5.1. 财务预测	26
5.2. 投资建议	28
6. 风险提示	28
7. 财务报表	29

图表目录

图 1：微盟 - 发展历史	6
图 2：微盟 - 业务及产品概览	7
图 3：微盟 - 组织架构	7
图 4：微盟 - 股权结构（截至 2020 年 6 月）	8
图 5：中国中小企业基于微信的第三方服务市场规模	9
图 6：中国中小企业基于微信第三方服务商市场份额 Top5（2017）	9
图 7：微盟 - SaaS 业务付费商家数 VS 精准营销业务广告主数量	9
图 8：微盟 - 收入	10
图 9：微盟 - 收入构成	10
图 10：微盟 - 毛利	10
图 11：微盟 - 毛利构成	10
图 12：阿里巴巴中国零售平台货币化率	11
图 13：拼多多年化货币化率	11
图 14：中国社交电商规模	11
图 15：中国社交电商规模占总体网络购物市场规模比重	11
图 16：微信国内 MAU	12
图 17：微信每国内 MAU 月均使用时长	12
图 18：微信小程序 DAU	12
图 19：微信小程序 MAU 及渗透率	12
图 20：微信商业生态发展历程	13

图 21: 商家电商直播的主要目的.....	13
图 22: 观看小程序直播加入商家微信社群、粉丝会员群占比.....	13
图 23: 微信小程序 GMV 及同比增速.....	14
图 24: 微信小程序典型行业 MAU 规模 TOP10 (2020.09)	14
图 25: 微盟 - SaaS 产品收入.....	15
图 26: 微盟 - SaaS 产品收入构成.....	15
图 27: 微盟 - SaaS 产品付费商家数.....	15
图 28: 微盟 - SaaS 产品 ARPU 值.....	15
图 29: 微盟 - SaaS 产品新增付费商家数.....	16
图 30: 微盟 - SaaS 产品付费商家流失率.....	16
图 31: 2019 年微盟商业云收入拆分.....	16
图 32: 1H20 微盟商业云收入拆分.....	16
图 33: 微商城搭建基于微信生态的电商销售体系.....	17
图 34: 微商城及微信小商店商家后台界面对比, 微信小商店功能相对简单基础.....	17
图 35: 中国便利店门店数量.....	18
图 36: 未来 12 个月百货业关注的发展方向.....	18
图 37: 微盟智慧零售助力线上线下实现互通.....	18
图 38: 微盟 - 智慧零售商户数和品牌商户数.....	19
图 39: 微盟 - 智慧零售品牌商户每使用者平均订单收入.....	19
图 40: 微盟 - 拟收购海鼎信息夯实智慧零售中后台能力.....	19
图 41: 中国餐饮行业零售总额.....	20
图 42: 生活服务细分行业线上渗透率 (2019 年)	20
图 43: 微盟 - 收购雅座后餐饮领域布局.....	20
图 44: 智慧餐饮和雅座商户数对比 (2019)	21
图 45: 智慧餐饮和雅座每商户平均收益对比 (2019)	21
图 46: 微盟 - 精准营销服务收入.....	22
图 47: 微盟 - 精准营销收入按收入确认方式划分.....	22
图 48: 微盟 - 精准营销服务广告主数量.....	22
图 49: 微盟 - 精准营销服务每广告主开支.....	22
图 50: 微盟 - 广告资源.....	23
图 51: 腾讯社交网络平台中小企业精准营销服务商份额 Top5 (2017)	23
图 52: 微盟精准营销服务中来自腾讯毛收入占腾讯广告收入比重.....	23
图 53: 典型短视频 APP 月活跃用户规模 (2020.09)	25
图 54: 移动互联网 APP 使用时长占比.....	25
图 55: 微盟 - 收入预测 (可比口径)	26
图 56: 微盟 - 收入构成预测 (可比口径)	26
图 57: 微盟 - SaaS 产品付费商家数预测.....	26
图 58: 微盟 - SaaS 产品 ARPU 值预测	26
图 59: 微盟 - 精准营销服务广告主数量预测.....	27
图 60: 微盟 - 精准营销服务每广告主开支预测.....	27
图 61: 微盟 - 毛利预测 (可比口径)	27
图 62: 微盟 - 毛利构成预测 (可比口径)	27
图 63: 微盟 - 调整后经营利润预测 (可比口径)	27
图 64: 微盟 - 调整后净利预测 (可比口径)	27

表 1：微盟 - 管理团队基本情况.....	8
表 2：私域流量 VS 公域流量	11
表 3：微盟 - SaaS 产品基本介绍	14
表 4：微盟 - 商业云领域投资和收购情况.....	21
表 5：微盟旗下精准营销服务商获得腾讯广告牌照及资质.....	23
表 6：头条系广告资源一览（以今日头条和抖音为例）	24
表 7：SAAS 公司估值对比	28
表 8：微盟 SOTP 估值表.....	28
表 9：微盟 - 收入利润表.....	29
表 10：微盟 - 现金流量表.....	29
表 11：微盟 - 资产负债表.....	30

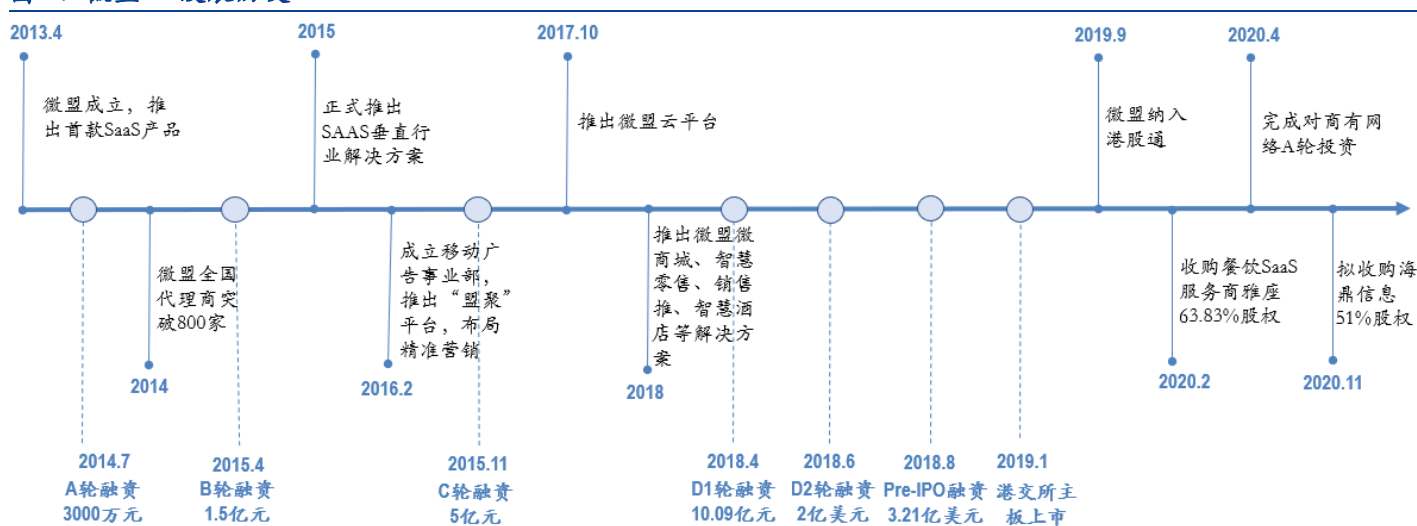
1. 背靠巨头的第三方龙头 SaaS 服务提供商

1.1. 携手腾讯，服务中小企业数字化转型

微盟是腾讯生态内领先的中小企业第三方 SaaS 服务提供商，成立于 2013 年，并于当年推出首款 SaaS 产品。2016 年，微盟成立移动广告事业部，上线一站式广告投放平台“盟聚”，开始为企业提供精准营销解决方案，主要帮助广告主在腾讯社交媒体平台投放广告。2017 年公司推出微盟云平台并部署平台层 PaaS 云服务，主要为大客户提供定制化解决方案，截止 1H20 微盟云平台已接入超 500 名第三方开发者，累计提交超过 900 个应用。

2019 年微盟于港交所上市，并于当年 9 月被纳入港股通。进入 2020 年，微盟在夯实核心业务的基础上，也对与公司业务具有较高协同性的优质标的进行投资，包括在智慧餐饮领域收购餐饮 SaaS 服务商雅座 63.83% 股权及增资商有网络进军外卖领域，在智慧零售领域拟收购海鼎信息完善产品线。

图 1：微盟 - 发展历史



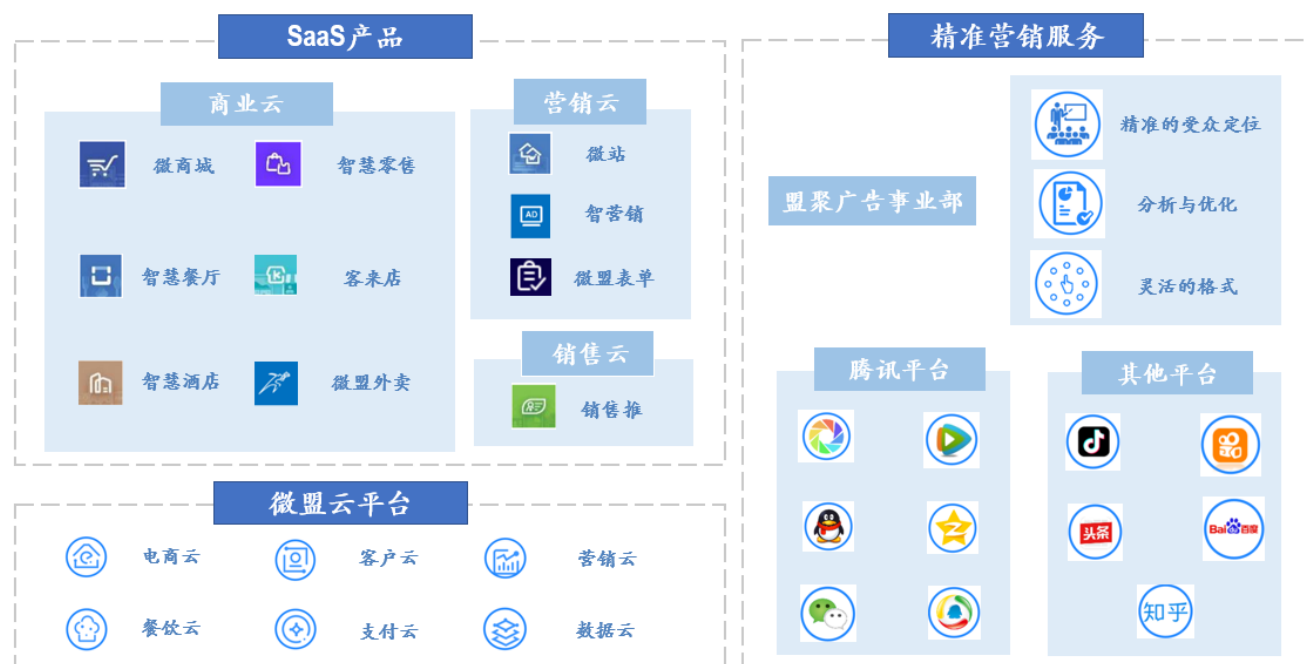
资料来源：公司财报，微盟官网，IT 桔子，安信证券研究中心

目前微盟主要提供 SaaS 和精准营销两大业务。SaaS 产品主要包括商业云、营销云及销售云三大类别，其中：

- 商业云主要涵盖提供小程序电商解决方案的微商城以及为线下门店提供数字化解决方案的智慧零售、智慧餐厅、智慧酒店等产品，商业云是目前 SaaS 产品的主要收入来源，1H20 占微盟 SaaS 收入比重达 81%；
- 营销云主要为帮助商家搭建小程序官网的微站、智能营销平台智营销以及提供信息收集解决方案的微盟表单，1H20 占 SaaS 收入比重达 16.8%；
- 销售云的主要产品“销售推”则主要助力企业实现智能获客，1H20 占 SaaS 收入比重达 2.2%。

精准营销业务主要基于腾讯社交网络平台为中小企业提供广告投放服务，近年来，微盟也在与其他优质的非腾讯流量平台合作，包括字节跳动、百度以及知乎等。

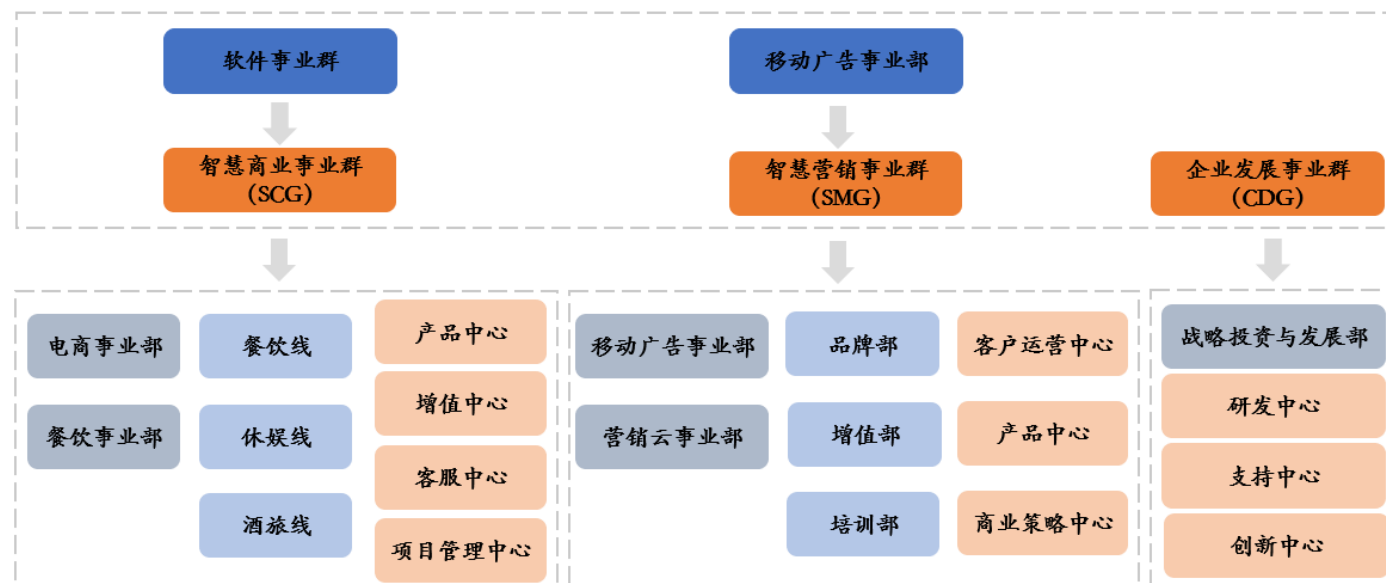
图 2：微盟 - 业务及产品概览



资料来源：公司财报，微盟官网，安信证券研究中心

微盟于 2019 年将组织架构进行调整，将原软件事业群升级为智慧商业事业群（SCG），并下设两大事业部，三条业务线和四大中心；原移动广告事业群升级为智慧营销事业群（SMG），整合了两大事业部、三大业务中心和三个部门；并且新成立了企业发展事业群（CDG），新设创新中心和战略投资与发展部，其中前者承载着内部创新业务的孵化，后者则负责为公司寻找战略合作和投资并购的机会，体现了公司在夯实现有业务的基础上，对于外延扩张增长模式的探索。

图 3：微盟 - 组织架构



资料来源：公司官网，新浪财经，安信证券研究中心

从公司的管理团队来看，总体年龄较为年轻，且大多具备名校背景和头部互联网公司的从业经验。创始人孙涛勇曾任职于百度商务搜索部，其他成员亦在相关领域积累了丰富的工作经验，负责软件业务整体营运及管理的方桐舒曾任职于上海火速软件技术有限公司，首席技术官黄骏伟曾于英特尔担任软件工程师，并曾在百度参与产品研发。

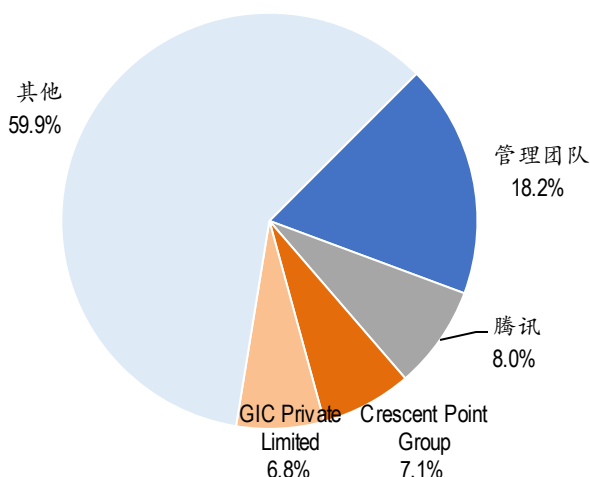
表 1：微盟 - 管理团队基本情况

姓名	职位	年龄	履历
孙涛勇	创始人、董事会主席、首席执行官	33	北京理工大学硕士学位；曾任职于百度商务搜索部；参与集团战略发展、整体运营管理和重大决策；
方桐舒	执行董事、SCG 总裁	36	曾任职于上海火速软件技术有限公司；主要负责软件业务的整体营运及管理
游凤椿	集团总裁、SMG 总裁	32	曾任职于上海交大医疗集团；主要负责精准营销业务的整体规划及营运
黄骏伟	首席技术官	41	复旦大学学士及硕士学位；曾就职于英特尔、百度等；主要负责整体技术策略、产品研发及技术平台的设立；
曹懿	首席财务官、联席公司秘书	43	曾任职于毕马威、通用电气等；中国注册会计师；ACCA 会员；负责集团的整体财务管理及策略发展
费雷鸣	首席人力资源官	40	曾担任阿里巴巴高级人力资源专家；负责集团人力资源规划及运作

资料来源：公司官网，公司财报，安信证券研究中心

微盟自成立以来便保持着与腾讯的紧密合作。首先，业务层面来看，微盟的成长和腾讯的发展动态息息相关。2013 年微盟成立并推出了首款 SaaS 产品，成为微信公众号的首批合作伙伴之一；微盟于 2016 年开启的精准营销业务也是和腾讯的社交广告共同成长；2017 年微信小程序上线，微盟亦是首批通过微信小程序提供商业及营销解决方案的服务商之一。其次，从股权结构来看，截至 2020 年 6 月，腾讯共持有微盟 8.0% 股权，仅次于管理团队 18.2% 的持股比例。

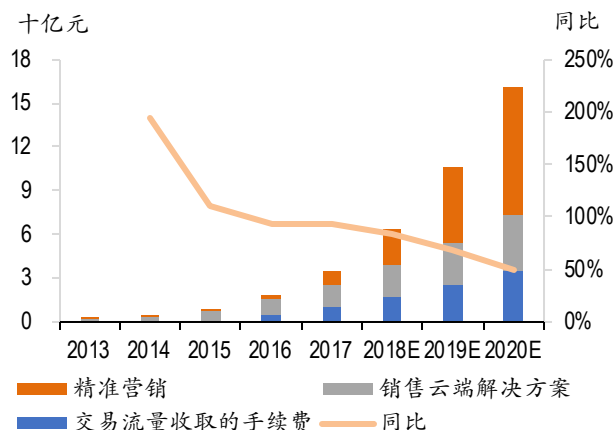
图 4：微盟 - 股权结构（截至 2020 年 6 月）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

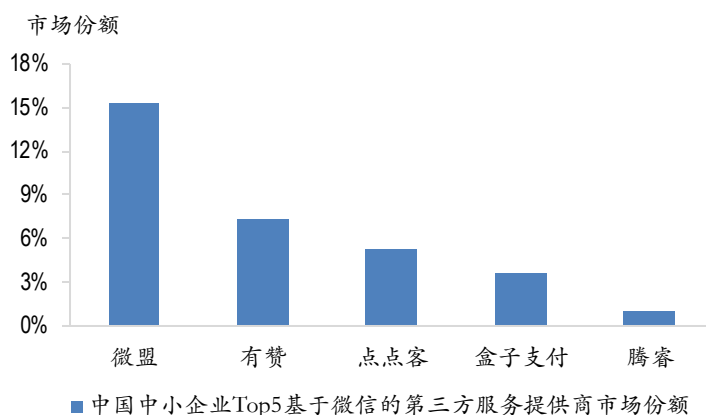
微盟是中国中小企业基于微信生态的龙头第三方 SaaS 服务商。根据 Frost & Sullivan，由精准营销、销售云端解决方案以及交易手续费收入构成的中国中小企业基于微信的第三方服务市场规模预计将在 2020 年同比+50.3%至 161 亿元。按照收入和付费商户口径来计，2017 年微盟市占率第一。

图 5：中国中小企业基于微信的第三方服务市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，安信证券研究中心

图 6：中国中小企业基于微信第三方服务商市场份额 Top5 (2017)



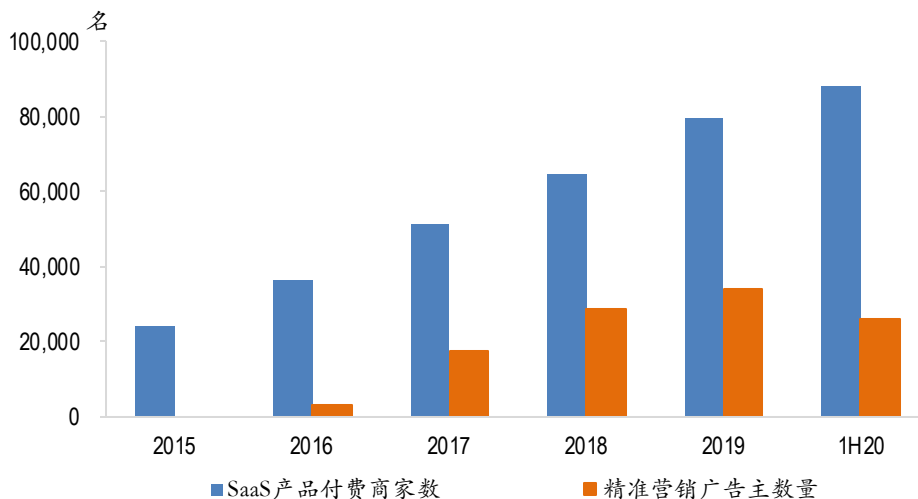
资料来源：Frost & Sullivan，安信证券研究中心

注：市场份额计算口径为总收入/市场规模，至 2019 年微盟和有赞总收入分别已达 14.4/11.7 亿元。

1.2. SaaS 和精准营销两大业务相互协同，双轮驱动增长

微盟 SaaS 和精准营销两大业务共同发力，相互协同，双轮驱动业务增长。微盟在 2013 年成立之初率先推出了 SaaS 服务，随后在 2016 年开始涉足精准营销业务，微盟前期通过提供 SaaS 服务积累了较多线上客户资源，这些为其发展后续精准营销业务奠定了良好的客户基础，可以说精准营销业务实质上是在 SaaS 服务的基础上诞生的增值业务。从目前的客户数量来看，SaaS 产品的客户数仍占据着显著优势。根据公司财报，截至 1H20，微盟 SaaS 业务付费商家数达 8.8 万，同期精准营销业务广告主数量为 2.6 万。

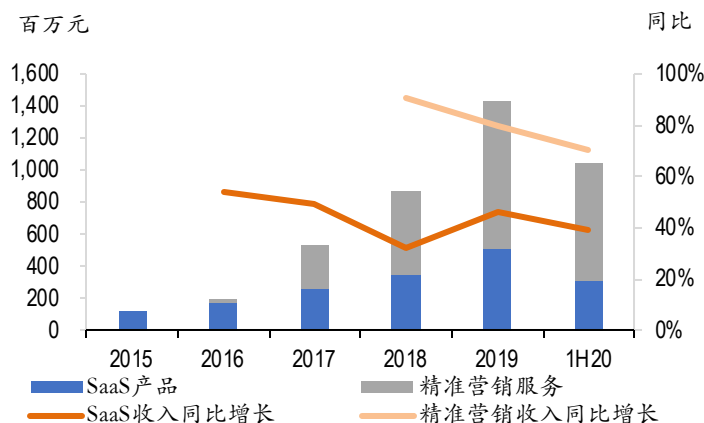
图 7：微盟 - SaaS 业务付费商家数 VS 精准营销业务广告主数量



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

SaaS 产品是主要的客户来源，精准营销业务贡献收入的大头。根据公司财报，1H20 公司整体收入同比+59.9%至 10.5 亿元（可比口径），其中微盟 SaaS 产品收入同比+39.2%至 3.0 亿元，精准营销收入同比+70.2%至 7.5 亿元，两项业务收入占比分别为 29%和 71%。

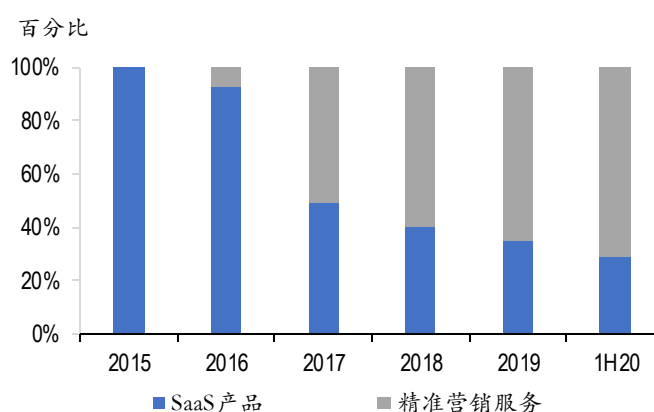
图 8：微盟 - 收入



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

注：1H20 的 SaaS 产品收入为可比口径

图 9：微盟 - 收入构成

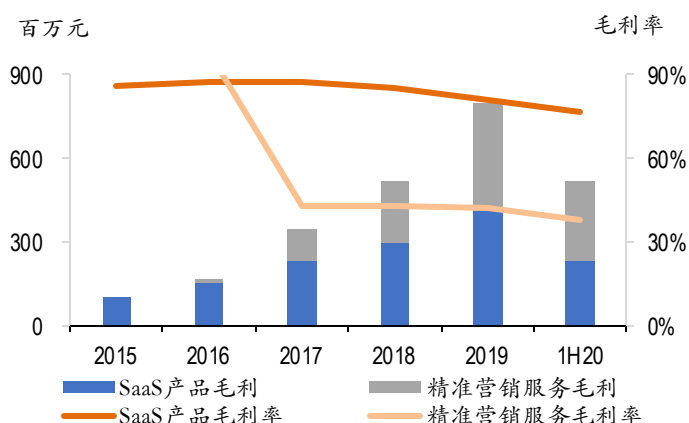


资料来源：公司财报，安信证券研究中心

注：1H20 的 SaaS 产品收入为可比口径

毛利层面，精准营销业务贡献过半的利润。根据公司财报，1H20 精准营销服务占总体毛利比重达 54.8%，超过 SaaS 产品总体毛利。1H20 公司整体毛利率同比-6.6ppts 至 49.0%，主因毛利率较低的精准营销服务占收比提升。1H20 SaaS 产品和精准营销服务毛利率分别为 76.3%及 37.8%。

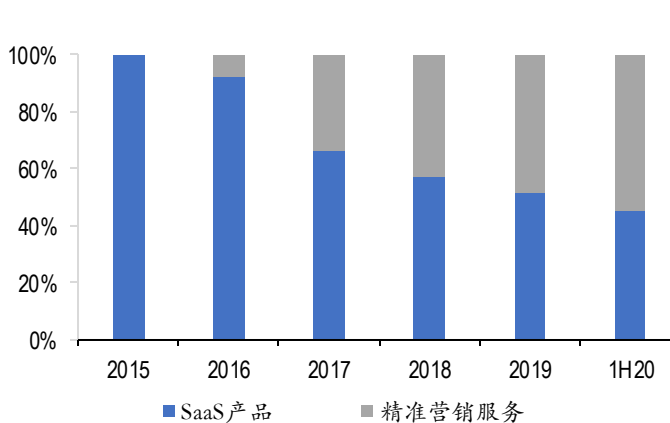
图 10：微盟 - 毛利



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

注：1H20 的 SaaS 产品毛利为可比口径

图 11：微盟 - 毛利构成



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

注：1H20 的 SaaS 产品毛利为可比口径

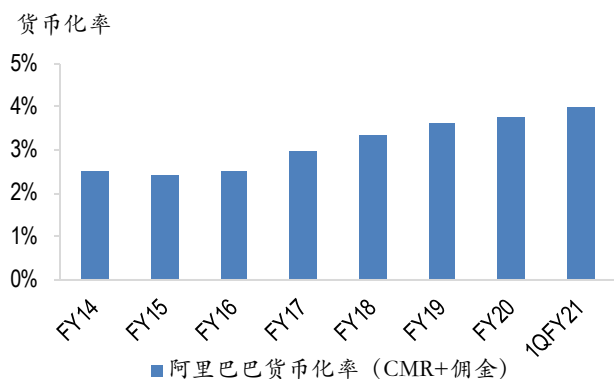
2. 抓住数字化转型机遇，深耕微信私域生态

2.1. 商户数字化转型迫在眉睫，私域流量运营正当时

近年来，随着消费场景进一步向线上迁移，线下传统零售模式下的商户对线上运营产生了旺盛的需求。对于中小规模商户而言，提升数字化能力能够助力企业实现转型升级，从而提升竞争力以应对宏观环境的不确定性。根据工信部数据，2018 年底中国中小企业数量突破 3,000 万，并且贡献了每年 60%以上的 GDP。微信数据显示 46.5%的中小企业将在 2020 年追加数字化软硬件投入，提升数字化竞争力。

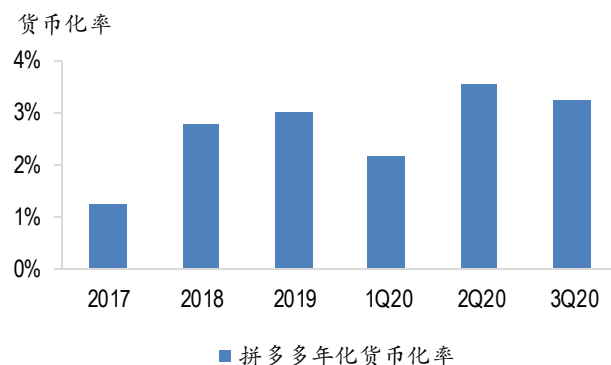
商户选择入驻中心化电商平台需要为流量推广进行投入，近年来移动端流量红利正逐渐见顶，QuestMobile 数据显示，2020 年 9 月中国移动互联网 MAU 已达 11.53 亿，同比增速放缓至 1.8%。传统电商平台的流量竞争也日趋激烈，对商户的服务深度逐渐加深，平台 GMV 货币化率在提升；从近年来头部电商平台的货币化率看，截至今年 6 月的季度内，阿里巴巴客户管理及佣金货币化率达 4%，拼多多的货币化率为 3.5%。

图 12: 阿里巴巴中国零售平台货币化率



资料来源: 公司财报, 阿里投资者日, 安信证券研究中心
注: 阿里巴巴 2020 财年为截至 2020 自然年一季度, 以此类推

图 13: 拼多多年化货币化率



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

此外, 在公域流量体系下, 电商平台往往把持着对流量的分发和管理权, 商家需要通过平台方可触达客户。与之形成对比的是, 私域流量具备去中心化、无需付费、直接触达用户并可以可反复利用的特点, 逐渐成为了商家线上迁移的重要阵地, 微信生态中孕育的小程序、公众号、朋友圈等业态正是运营私域流量的天然土壤。微盟基于微信生态为中小商家提供线上开店的一系列数字化工具, 帮助商家直接对接消费者, 实现线下流量的线上数字化运营, 搭建自身的私域流量生态。

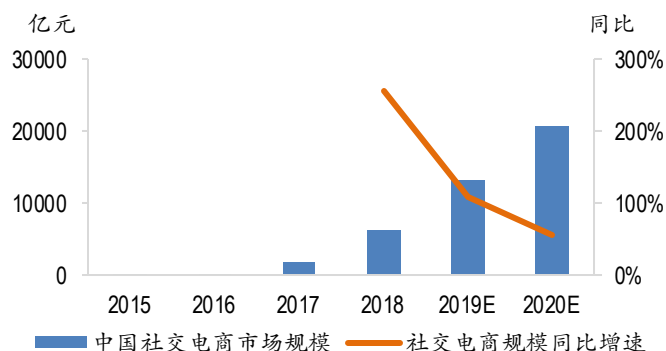
表 2: 私域流量 VS 公域流量

	公域流量	私域流量
流量归属	平台方所有, 数据不自有	个体所有, 数据自有
付费情况	个体付费使用	无需付费
用户触达	通过平台触达, 个体覆盖率低	直接触达, 个体覆盖率高
用户粘性	个体关系链弱	关系链强, 反复利用
典型平台		

资料来源: iiMedia, 安信证券研究中心

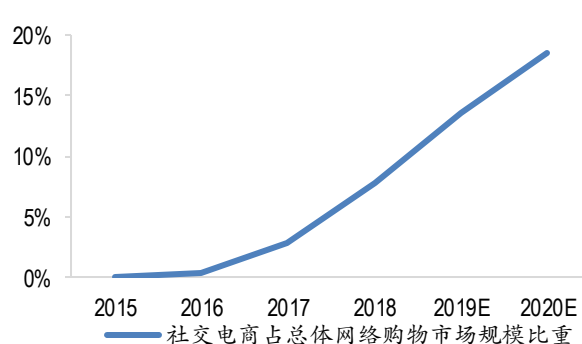
去中心化的私域业态正孕育着巨大的发展潜力。根据 iResearch, 建立在社交媒介基础之上, 通过社交活动、内容分享等方式以获客并达成交易的国内社交电商规模将在 2020 年同比增长 57% 至 2.1 万亿, 远快于国内整体网络购物的同比增速, 预计占整体网络购物市场规模比重将在同期攀升至 18.5%, 未来尚有很大的增长空间。

图 14: 中国社交电商规模



资料来源: iResearch, 安信证券研究中心

图 15: 中国社交电商规模占总体网络购物市场规模比重

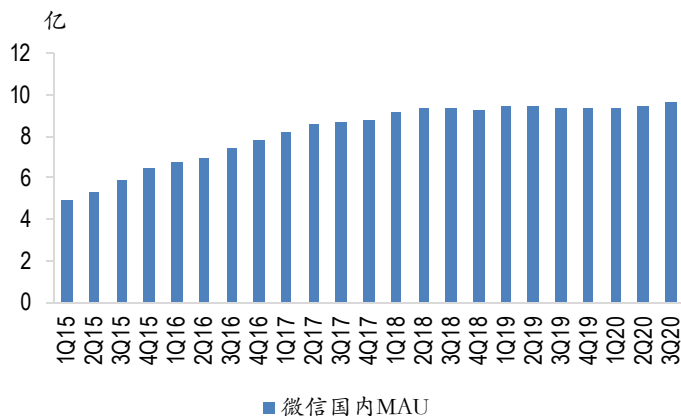


资料来源: iResearch, 安信证券研究中心

2.2. 微信是沉淀私域流量的重要阵地，微盟有望受益于其商业生态发展势头

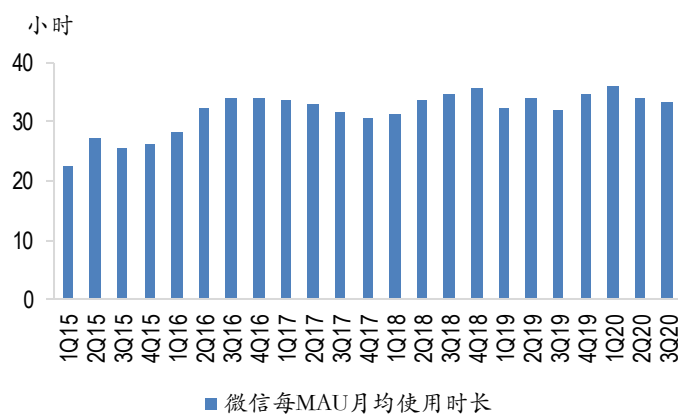
微信有着庞大的用户基数和强大的社交基因，根据 QuestMobile，截至 3Q20 微信国内 MAU 已达 9.7 亿，同期每 MAU 月均使用时长为 33 小时，用户数和使用时长均处于较为稳定的高位水平，在微信庞大的流量池和天然的社交土壤中孕育的小程序、公众号、朋友圈等业态在助力商家沉淀私域流量方面具备突出优势。

图 16：微信国内 MAU



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

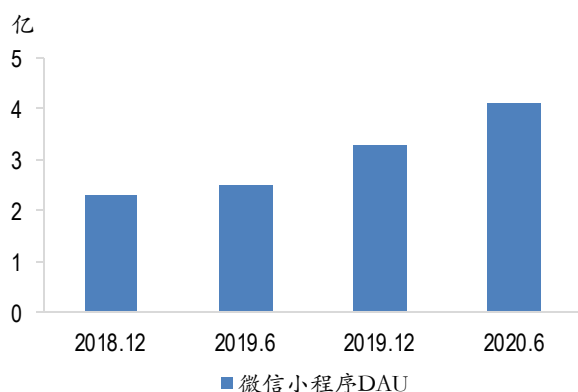
图 17：微信每国内 MAU 月均使用时长



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

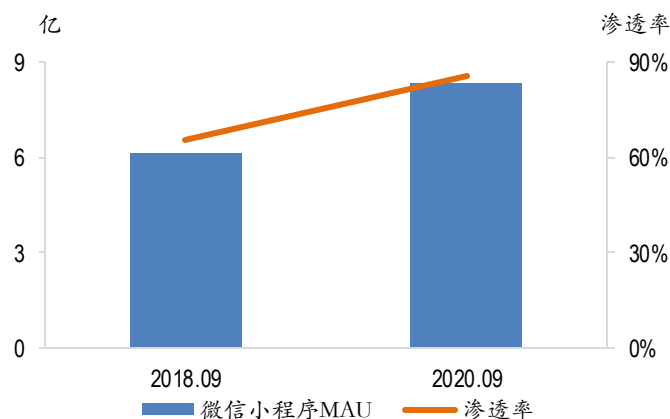
近年来，小程序凭借着丰富多样的流量入口和“无需下载，用完即走”的便利性，在用户数量以及活跃度方面都呈现出强劲的增长。用户规模方面，根据阿拉丁数据，截至 2020 年 6 月微信小程序 DAU 已经突破 4 亿，QuestMobile 数据显示，截至 9 月微信小程序 MAU 已达 8.3 亿，占微信月活用户数比重达 85%。用户活跃度方面，微信数据显示 2019 年小程序人均访问次数同比 2018 年提升 45%，人均使用小程序个数同比+98%。QuestMobile 数据显示截至今年 9 月微信小程序月人均使用次数超过 50 次，月人均使用时长达 68 分钟。

图 18：微信小程序 DAU



资料来源：阿拉丁研究院，安信证券研究中心

图 19：微信小程序 MAU 及渗透率



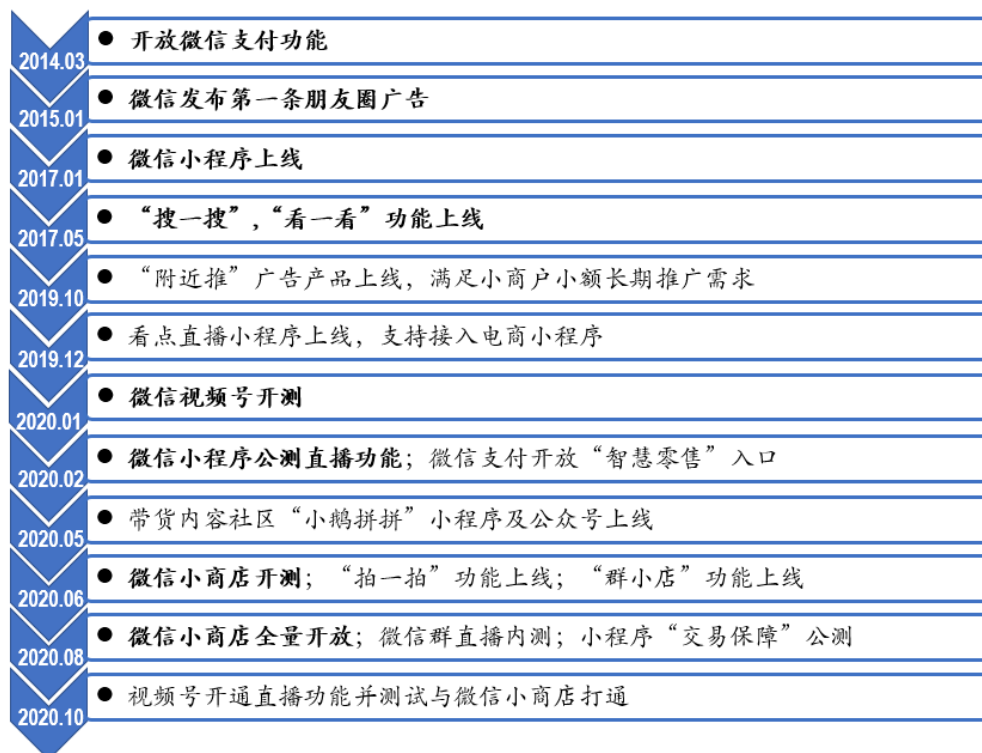
资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

注：渗透率=微信小程序 MAU/微信 APP MAU

今年以来微信加速了其商业化生态建设的步伐，2 月小程序公测直播功能，微信数据显示截至 9 月已有 10 万商家开通了小程序直播，微盟研究院调查显示有 83% 的商家表示愿意尝试或者继续使用小程序直播，小程序正在成为直播购物的新兴渠道。此外，微信更推出了内嵌直播功能的微信小商店以赋能长尾商家，目前已经向企业、个人和个人全量开放，微信数据

显示截至 2020 年 8 月，小商店支持售卖的商品类目已超 2,000 个。事实上，在 2017 年微信小程序推出当年，微盟便是首批通过微信小程序提供商业及营销解决方案的服务商之一，我们认为微盟作为微信生态内领先的第三方 SaaS 服务商，将进一步受益于微信蓬勃发展的商业生态。

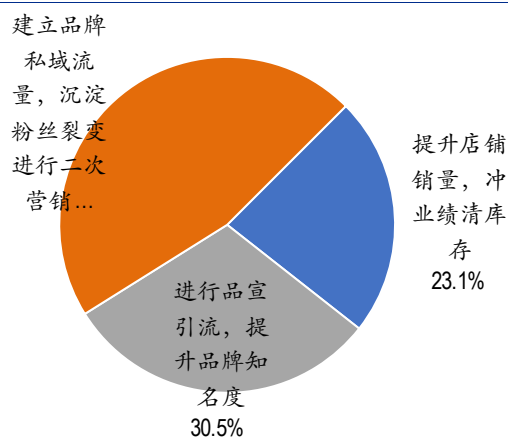
图 20：微信商业生态发展历程



资料来源：微信，36 氪，新浪科技，安信证券研究中心

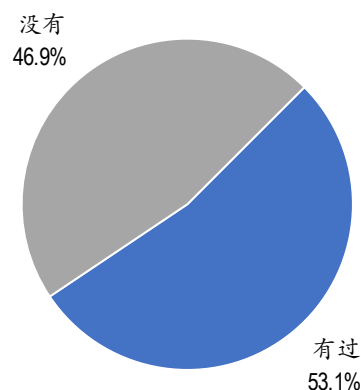
微信小程序功能不断完善，小程序直播助力构建私域流量生态。新上线的小程序直播优势不仅体现在具备微信庞大的流量基础进行引流，更可以实现和商家自有小程序打通，从而与用户进行直播互动并引导完成交易。微盟研究院数据显示，有将近 50% 的商家是为了建立品牌私域流量而进行直播，而在观看小程序直播的过程中，有超过半数的用户都加入了商家的微信社群或粉丝会员群从而与商家或主播进行实时互动。

图 21：商家电商直播的主要目的



资料来源：微盟研究院，安信证券研究中心

图 22：观看小程序直播加入商家微信社群、粉丝会员群占比



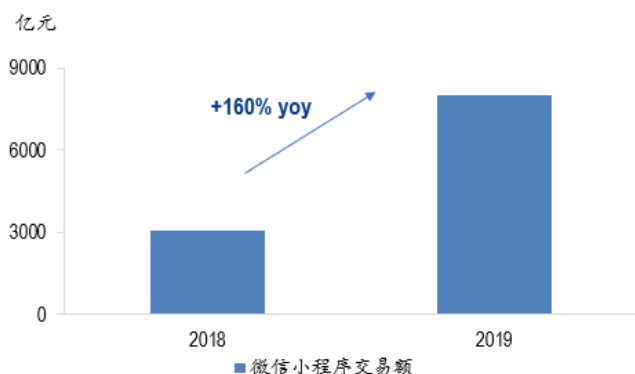
资料来源：微盟研究院，安信证券研究中心

微信小程序蕴含着巨大变现潜力。根据微信数据，从交易数据来看，2019 年微信小程序交

易额同比+160%至 8,000 亿元，日均交易笔数同比增长超过 100%，2020 年前 8 个月小程序商品交易 GMV 同比+115%，品牌商家自营 GMV 同比+210%。从行业覆盖方面，截至 8 月小程序已覆盖超 200 个细分行业。

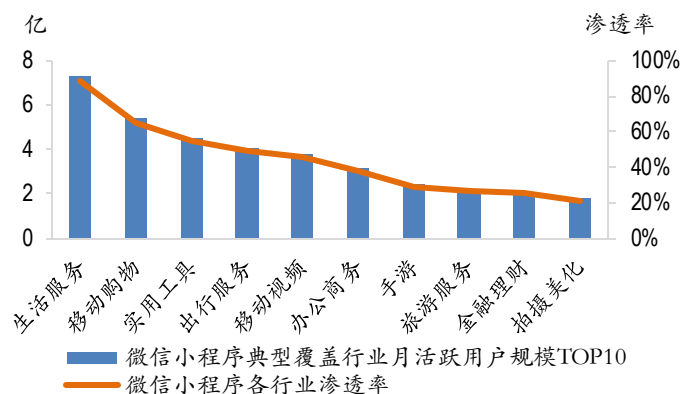
我们认为在传统中心化电商平台竞争逐渐白热化的背景下，以小程序为重要载体的私域流量平台为商户提供了品宣和精细化运营的新渠道。未来随着微信小程序功能的不断完善，有望吸引更多商家入驻，推动交易场景日益丰富，进一步释放变现潜力。

图 23：微信小程序 GMV 及同比增速



资料来源：微信公开课，安信证券研究中心

图 24：微信小程序典型行业 MAU 规模 TOP10 (2020.09)



资料来源：微信公开课，QuestMobile，公司财报，安信证券研究中心
注：渗透率为各行业微信小程序月活跃用户数/微信小程序月活跃用户数

3. SaaS 为战略重点：微商城较成熟，智慧零售和智慧餐饮积极发力

SaaS 产品主要由商业云、营销云和销售云三大板块构成，三者共同为商家提供了将线下流量实现线上数字化全渠道运营的解决方案。商业云板块主要包括微商城产品以及为线下客户提供垂直行业解决方案的智慧零售、智慧餐饮及智慧酒店等。微商城是其中的核心成熟板块，帮助商户搭建以微信小程序为基础的电商销售体系，智慧零售和智慧餐饮板块则是公司近年来重点发力的模块。营销云在此基础上为商户搭建数据平台和营销工具，主要产品包括微站以及微盟表单等。而销售云则是为了帮助商户提高获客能力及购买转化率。

表 3：微盟 - SaaS 产品基本介绍

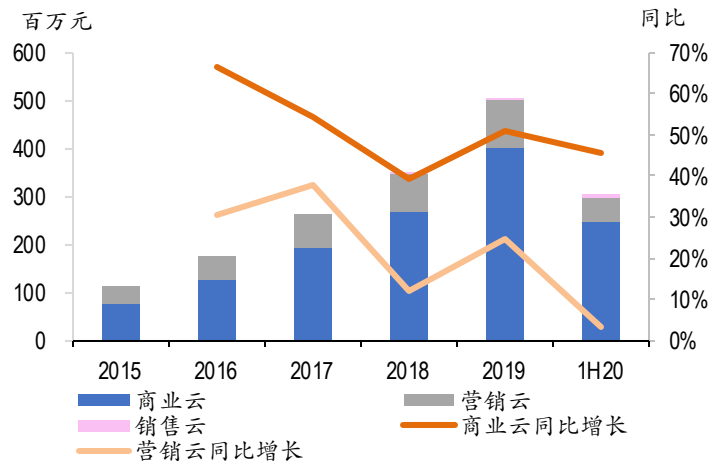
分类	产品	定位及功能	代表性客户/适用行业
商业云	微商城	为中小企业设计的以微信生态系统为中心的综合电商解决方案，包括线上开店、营销工具、插件、社交客户资源管理等	自然堂、梦洁家纺、林清轩、都市丽人
	智慧零售	赋能线下门店，整合门店线上化管理、进销存管理、导购系统、预约到店、社交客户资源管理等功能	沃尔玛、联想乐呗、巴拉巴拉、安奈儿
	客来店	针对只有线下门店的商户的完整解决方案，包括会员管理、线上线下营销、门店展示及交易管理	乐满纷、肆拾汤、加州阳光海岸
	智慧餐厅	针对餐饮业的垂直解决方案，包括在线点单买单、会员营销、主题营销、自营外卖	鼎泰丰、江边城外、蒙牛先生
	智慧酒店	针对酒店业的垂直解决方案，包括房态管理系统、线上房间预约及线上酒店商城	丽水云泉大酒店、塔亚普拉运动健康度假区
	智慧美业	针对美容业的垂直解决方案，提供在线评级、支付小费及移动预定及预约服务	美发、美甲美睫、美容、SPA、纤体瘦身等
	智慧休娱	针对休闲娱乐业的垂直解决方案，具有门店管理、会员数据管理、预付会员卡交易、在线预约系统及服务展示能力	足疗、按摩、洗浴、桑拿、KTV、运动健身、轰趴等
	智慧外卖	针对外卖业的垂直解决方案，包括移动订餐、在线支付、开具收据、配送、移动社交网络营销、促销及会员管理服务	椰庭海南椰子鸡、慢慢茶、许留山、新贝乐
	智慧旅游	专为传统旅行社设计的完整解决方案，提供在线功能拓宽销售渠道及提高营销及获客能力	酒旅行业
营销云	智慧会务	垂直一站式数字会务解决方案，具有会议营销、灵活签到方式、游戏互动、多维度统计报表等功能	阿里牛仁电商、时代商业广场、爱幼教育
	微站	针对移动网站建设者，有丰富的模板及组件库、兼容微信小程序和微信公众号	大鼓米线、上海意特法拉利、

分类	产品	定位及功能	代表性客户/适用行业
			正新鸡排
智营销	人工智能自动营销，客户生命周期可视化管理		零售、旅游、汽车、金融、教育、家装、奢侈品、酒店
微盟表单	为商户根据其定制需求提供多种信息收集功能，包括市场调研、顾客反馈收集及顾客信息积累		酒店宾馆、婚纱摄影、汽车、教育、房产、旅游、金融
销售云	销售推	帮助商户提升获客能力、洞察顾客行为及转化潜在顾客，协助销售人员跟进顾客、跟踪跟进状况、提高顾客转化率	索菲亚全屋定制、梦洁家纺、钻石小鸟

资料来源：公司财报，公司官网，安信证券研究中心

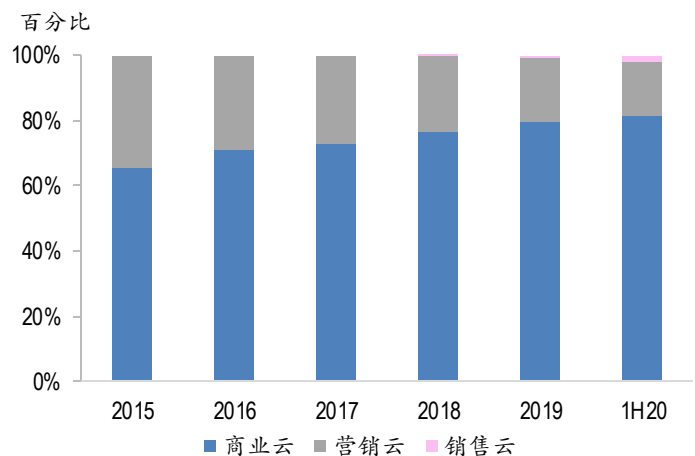
目前在微盟的 SaaS 产品中，商业云是收入主要来源，其次是营销云，销售云目前收入贡献尚小。1H20 年商业云、营销云及销售云分别占 SaaS 产品总收入比重达 81.0%/16.8%/2.2%，1H20 商业云收入同比增长 45.8%至 2.5 亿元，其中智慧零售和智慧餐饮在同期收入分别同比增加 701%/69%至 4,610/2,210 万元，其增速快于整体 SaaS 板块及商业云收入增速。

图 25：微盟 - SaaS 产品收入



资料来源：公司财报，安信证券研究中心
注：1H20 收入为可比口径

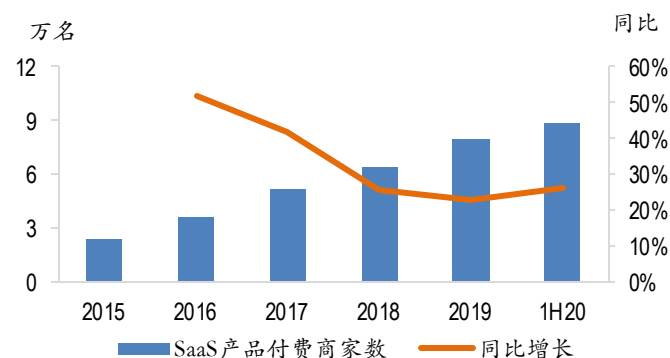
图 26：微盟 - SaaS 产品收入构成



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

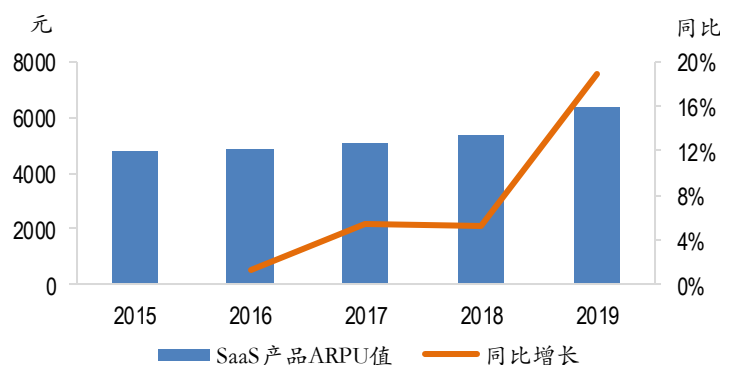
2019 年微盟 SaaS 产品的年化 ARPU 值达 6,373 元，同期微盟 SaaS 产品总付费商家数约为 8 万家，而智慧零售和智慧餐饮商户数分别为 1,101 和 4,602 家。因此微商城贡献了绝大多数的付费商家，也是驱动 SaaS 产品收入增长的主要动力；微商城主要是 6,000 元到 1 万元的年度套餐收费模式，其整体收费水平对微盟 SaaS 产品的 ARPU 值影响较大。

图 27：微盟 - SaaS 产品付费商家数



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

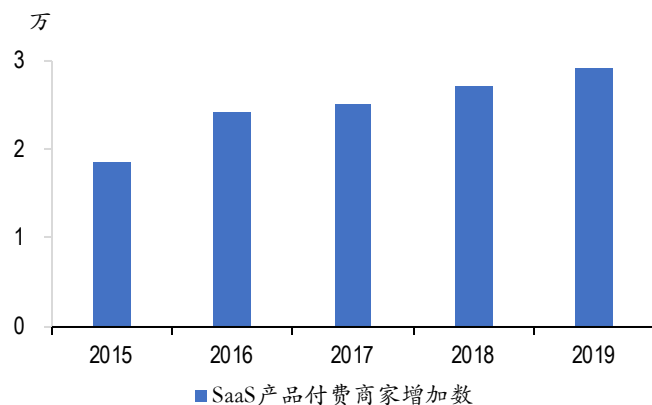
图 28：微盟 - SaaS 产品 ARPU 值



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

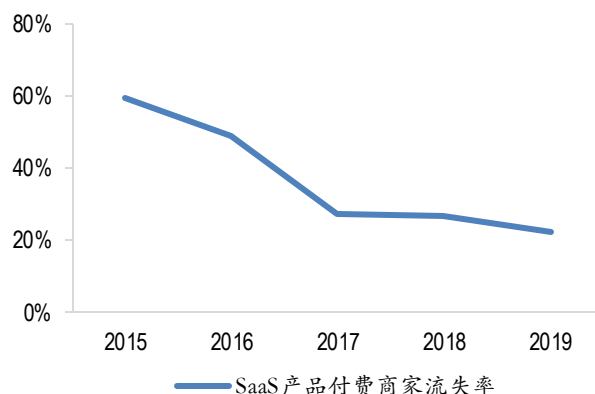
一方面微盟 SaaS 产品的新增付费商家逐年增多，另一方面整体的流失率也在逐渐下降，2019 年新增付费商家 2.9 万，同年流失率下降至 22.2%。实际上，用户在某个平台使用 SaaS 产品后，再转换 SaaS 平台的成本是比较高的，会面临比如信息流失、运维人员学习成本提高等诸多问题；国外较成熟的 SaaS 企业 Salesforce 在 2021 财年 SaaS 云服务的客户流失率已经降低到 9%以下（根据 Salesforce 财报电话会）。

图 29：微盟 - SaaS 产品新增付费商家数



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 30：微盟 - SaaS 产品付费商家流失率

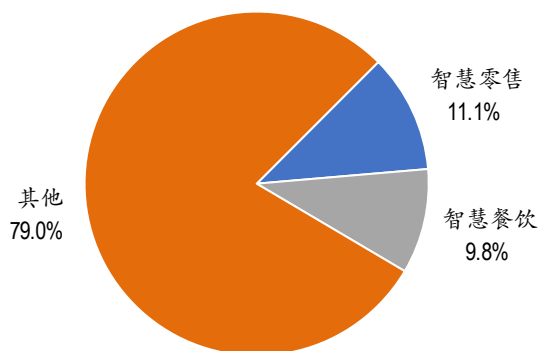


资料来源：公司财报，安信证券研究中心

3.1. 微商城：搭建基于微信生态的电商销售体系

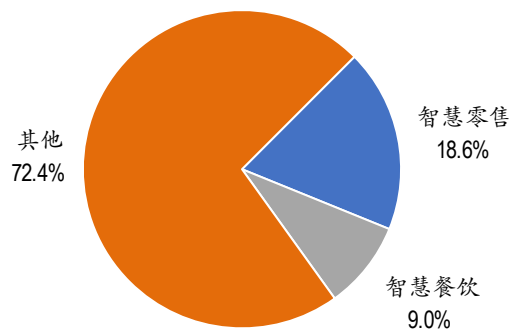
微盟商业云板块收入的主要来源为微商城、智慧零售以及智慧餐饮三大产品，其中微商城是商业云中的核心板块，沉淀了来自服饰、美妆护肤、3C 数码等各个行业的大量优质客户。微商城也是商业云板块目前收入的主要来源，根据公司财报，1H20 智慧零售和智慧餐饮占商业云收入比重合计不足 3 成。

图 31：2019 年微盟商业云收入拆分



资料来源：公司财报，安信证券研究中心
注：“其他”模块主要构成为微商城

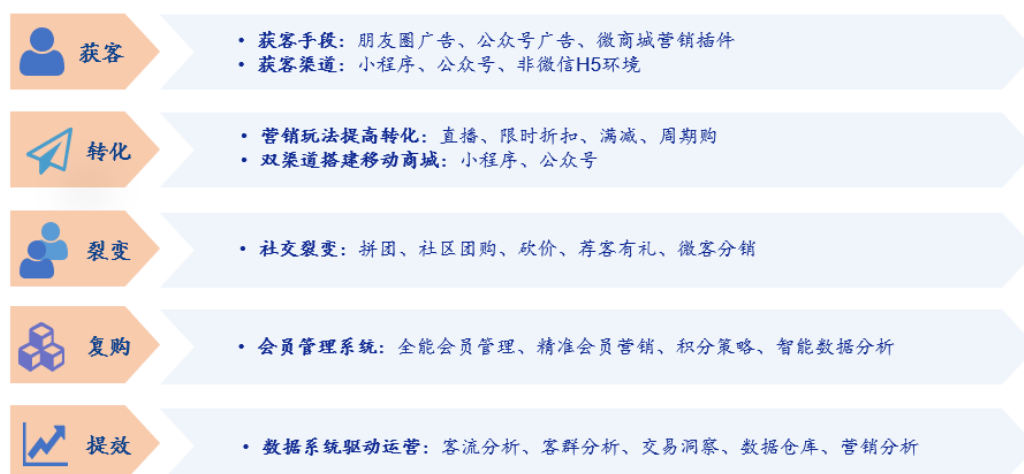
图 32：1H20 微盟商业云收入拆分



资料来源：公司财报，安信证券研究中心
注：“其他”模块主要构成为微商城

微商城主要帮助商户搭建以微信小程序为基础的电商销售体系，为其客户提供从获客、转化、裂变到复购等一系列解决方案，并支持商家在微信公众号、百度小程序等一键生成店铺。微商城共有基础版、标准版和高级版三大版本，三个版本在细分功能有所区分，高级版在会员营销、店铺装修等细分方面为用户提供了更为细致多样化的选择。

图 33：微商城搭建基于微信生态的电商销售体系

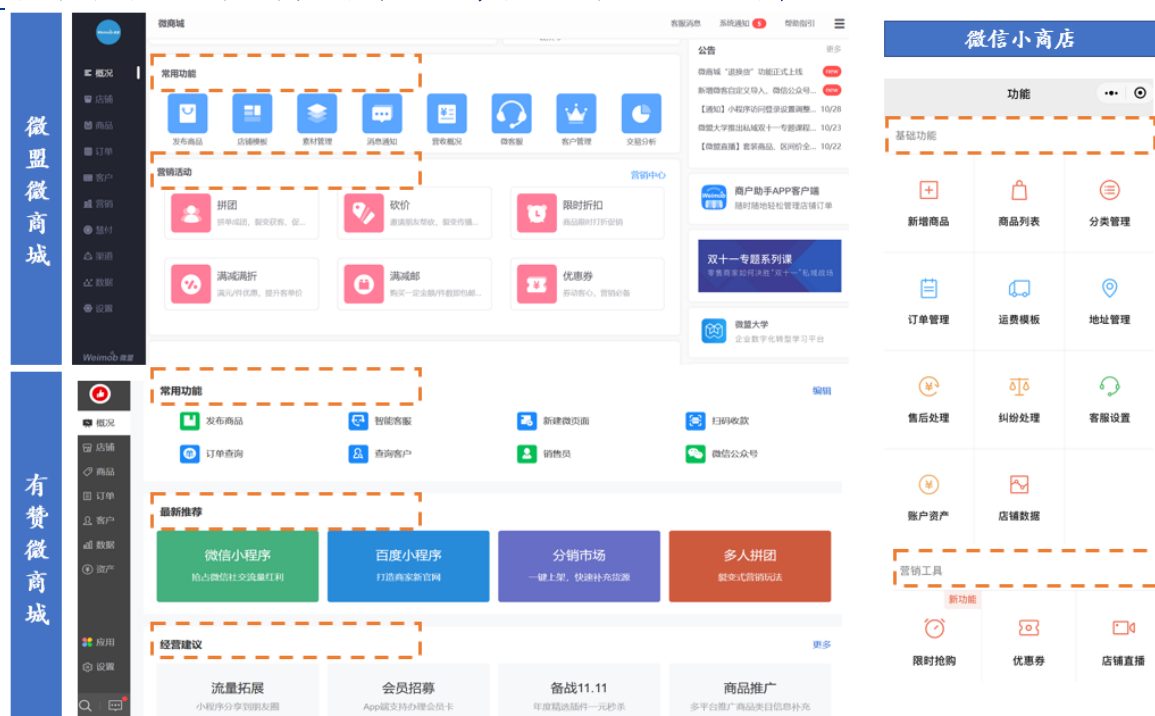


资料来源：微商城官网，安信证券研究中心

微信官方于今年 6 月推出微信小商店，目前已向企业、个体和个人全量免费开放。有赞同为领先的基于社交生态的第三方 SaaS 服务商，也具备旗舰产品微商城，我们观察到小商店和微盟、有赞微商城相比，都具备基础功能和营销工具两大模块，但微盟和有赞的微商城均支持用户多个平台开店，而微信小商店目前仅支持用户在微信小程序端开店，且功能相对简单基础。微信小商店主要服务微信生态内长尾商家，而这类商家并不是微盟目前主要客户，且微信小商店较低门槛的开店要求事实上能够教育部分中长尾用户进入私域流量生态进行运营，这部分客户如果产生了进一步运营需求，往往会倾向寻找更专业的第三方 SaaS 服务商。

从历史来看，腾讯也倾向于寻找其生态内的第三方服务商为客户提供进一步服务，比如微盟从 2016 年开始发展精准营销业务正是为了承接在微信生态内开店的客户而产生的广告营销需求。我们认为微信小商店的推出主要是完善微信的生态，而非微信要搭建自身的电商平台，对于微盟这样微信生态内领先第三方 SaaS 服务商而言，带来的机遇是远大于挑战的。

图 34：微商城及微信小商店商家后台界面对比，微信小商店功能相对简单基础



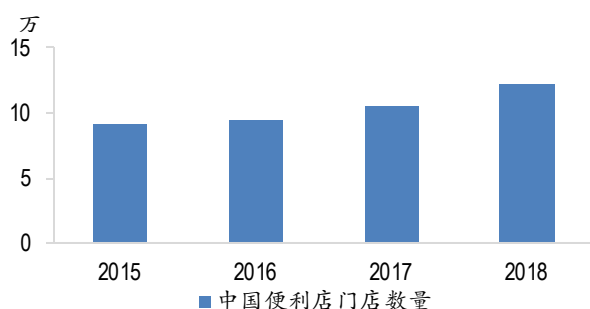
资料来源：微盟微商城官网，有赞微商城官网，微信小商店助手，安信证券研究中心

3.2. 智慧零售和智慧餐饮：内生增长和外延并购并举，发力大客化

3.2.1. 智慧零售：处于快速发展中，大力拓展线下零售门店

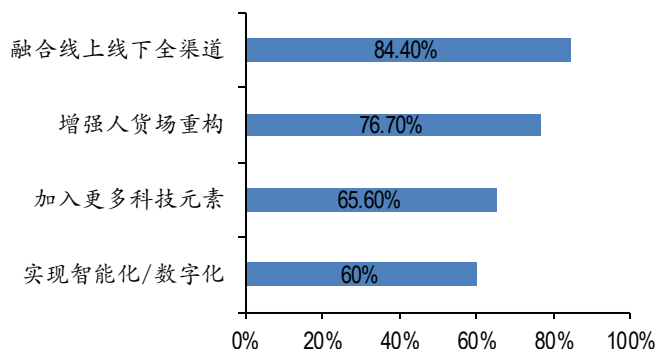
零售作为贴近 C 端用户的服务行业，在近年来用户消费行为逐步向线上迁移的情况下，整体行业有着较为迫切的数字化经营需求。根据中国连锁经营协会，2018 年中国已有 12.2 万家便利店，中国百货商业协会数据显示，实现线上线下一体化运作以及数字化转型是百货行业迫切关注的发展方向。

图 35：中国便利店门店数量



资料来源：中国连锁经营协会，安信证券研究中心

图 36：未来 12 个月百货业关注的发展方向



资料来源：中国百货商业协会，安信证券研究中心

而微盟智慧零售正是基于传统线下门店，推出了线上线下门店一体化进程的解决方案，助力商家实现门店、商品、库存、订单、营销等环节的全面数字化。微盟智慧零售目前以拓展头部品牌客户为战略重点，支持商家将产品从电商平台导入到微盟智慧零售商城中，目前覆盖了来自服饰、家居家纺、3C 数码以及美妆护肤等多个行业的优质客户。事实上，我们认为 KA 客户并不缺乏用户流量和品牌认知，但是通过私域流量运营可以实现存量用户的精细化管理，进一步增加复购并提升运营效率。

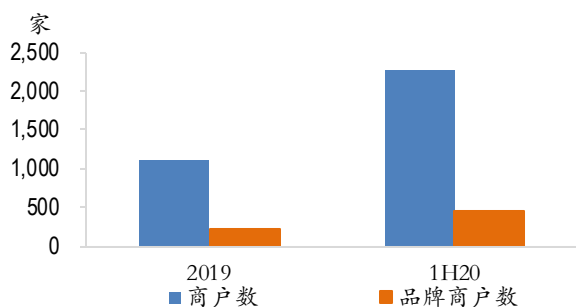
图 37：微盟智慧零售助力线上线下实现互通



资料来源：微盟官网，安信证券研究中心

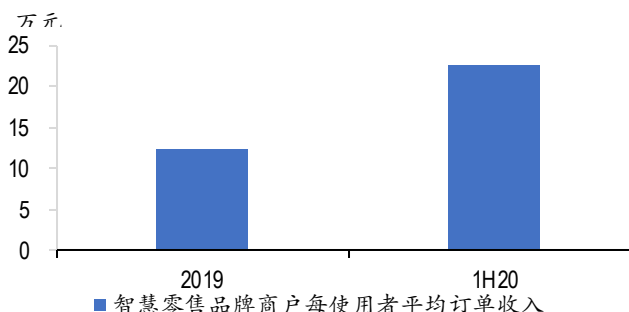
头部品牌商户粘性高、生命周期长，且付费能力强，有助于提升微盟业务的稳定性，此外，品牌客户的客单价较高，未来有望助力提升 SaaS 板块整体的 ARPU 值水平。根据公司财报，截至 1H20，微盟智慧零售商户数达 2,260 家，其中品牌商户达 457 家，品牌商户的每使用者平均订单收入达 22.7 万元。1H20 智慧零售收入同比增长超 7 倍至 4,610 万元，占 SaaS 产品收入比重达 15.1% (VS 2019 年占比 8.8%)，鉴于智慧零售的快速增长态势，预计未来公司智慧零售板块占 SaaS 收入比重有望继续扩大。

图 38：微盟 - 智慧零售商户数和品牌商户数



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

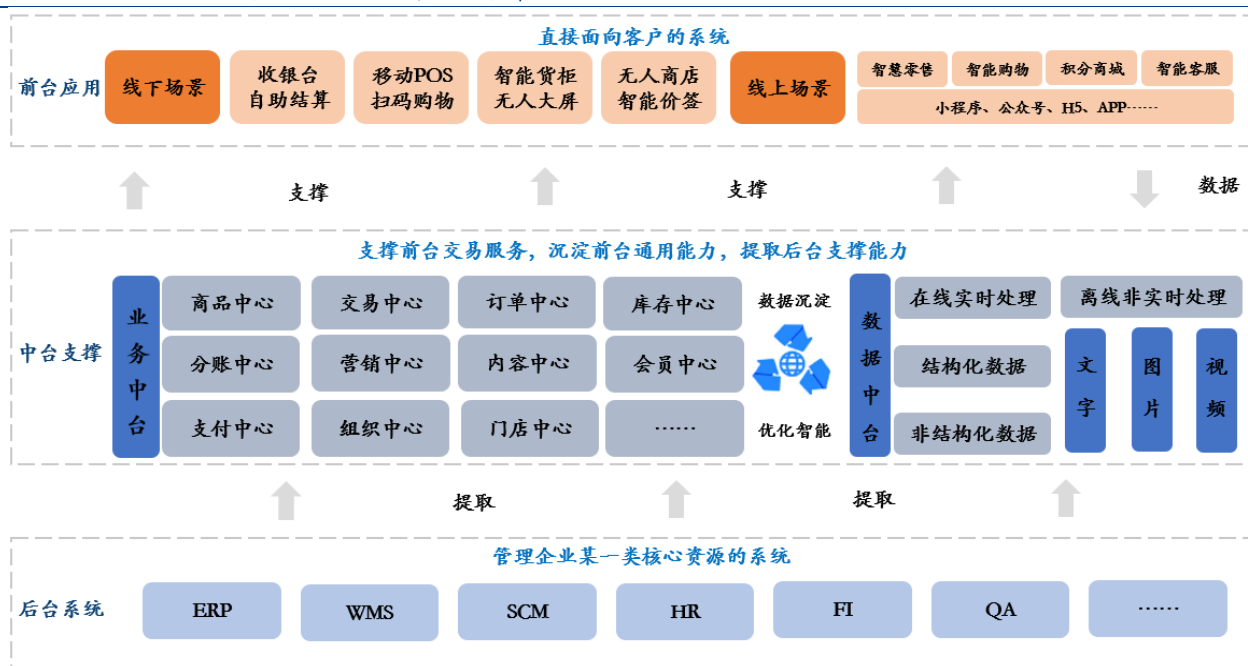
图 39：微盟 - 智慧零售品牌商户每使用者平均订单收入



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

微盟亦通过外延收购的模式发展智慧零售业务。2020 年 11 月微盟公告拟收购海鼎信息 51% 股权，海鼎信息主要为零售企业提供数字化解决方案，在行业深耕 20 余年，具备成熟的产品和稳定的中后台系统，已累计服务商业地产、连锁超市、连锁便利店等零售领域 1000+ 企业客户，客户群体主要为中大型品牌客户。观点指数研究院数据显示，海鼎信息在国内 TOP50 商业地产客户中覆盖度达到 58%。根据公司公告，2019 年海鼎信息每签约客户的客单价高达 54 万，前十大客户客单价则高达 689 万。微盟的智慧零售主要为连锁零售品牌提供偏前台的 SaaS 服务，我们认为通过本次交易一方面微盟有望整合海鼎信息在库存、订单及供应链物流管理等方面的中后台能力，与自身在前端营销获客方面的优势相结合；另一方面微盟有望进一步向垂直行业拓展，进一步提升服务中大型连锁零售客户的能力。

图 40：微盟 - 拟收购海鼎信息夯实智慧零售中后台能力

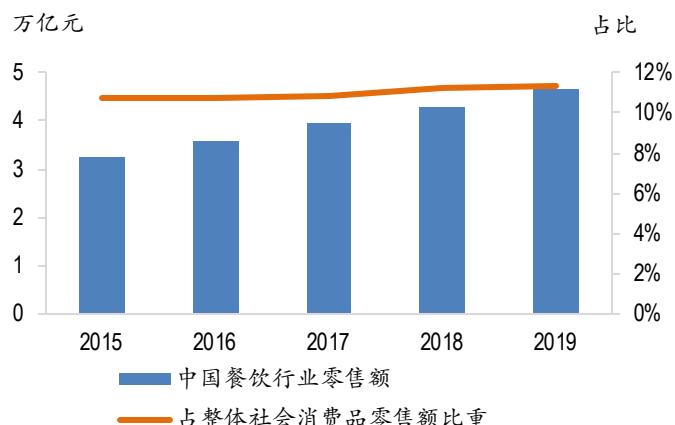


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2.2. 智慧餐饮：收购雅座增强业务协同

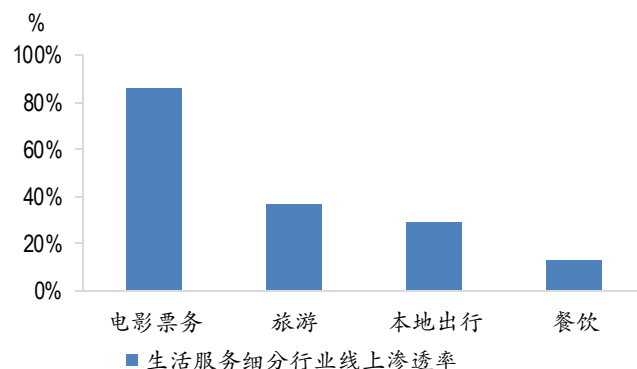
中国餐饮零售市场规模巨大，但是目前线上渗透率依旧较低。国家统计局数据显示，2019 年中国餐饮行业零售总额达 4.7 万亿元，占整体社会消费品零售总额的比重在 11% 上下，占比稳中略有上升。然美团研究院数据显示，目前餐饮行业的线上渗透率仅有 13%，远低于生活服务行业的其他细分领域，Euromonitor 数据显示 2019 年中国服务齐全的餐厅门店数量高达 700 万家，未来由餐饮衍生出的收银、外卖、会员营销等数字化业务有着庞大空间待开拓。

图 41：中国餐饮行业零售总额



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

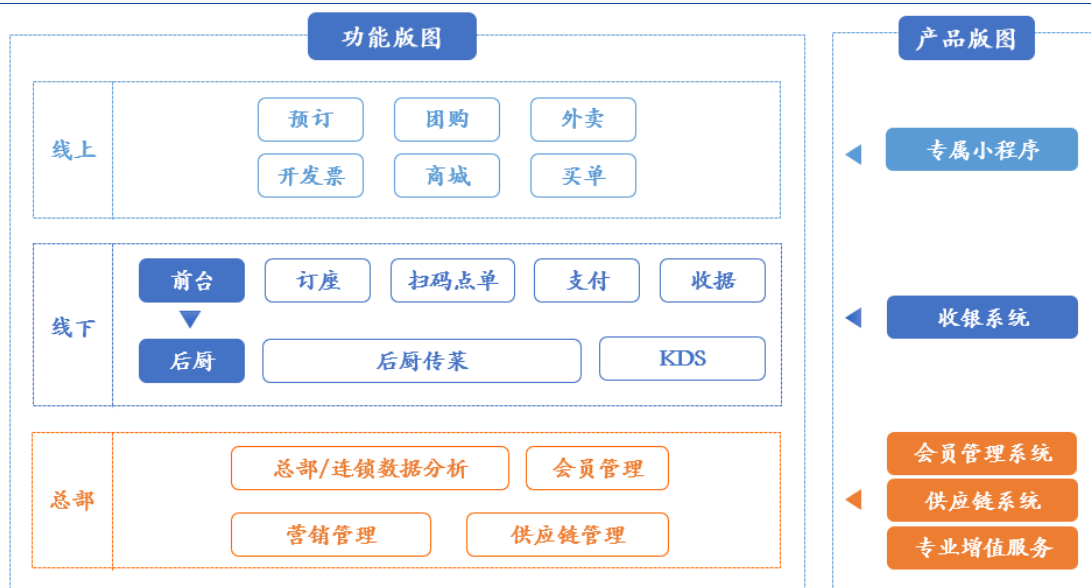
图 42：生活服务细分行业线上渗透率（2019 年）



资料来源：美团研究院，安信证券研究中心

微盟智慧餐饮在夯实自身核心业务的基础上，还对与自身业务有较高协同性的优质标的进行了投资或收购。微盟在 2020 年收购了餐饮领域综合解决方案提供商雅座 63.83% 的股权，并在同年增资商有网络进军了外卖领域。此后微盟智慧餐饮板块整合了智慧餐厅、雅座收银、雅座会员、成本管家和商有外卖五大业务线，形成了集会员、收银、外卖、点餐、预订及供应链管理在内的一体化餐饮零售解决方案。

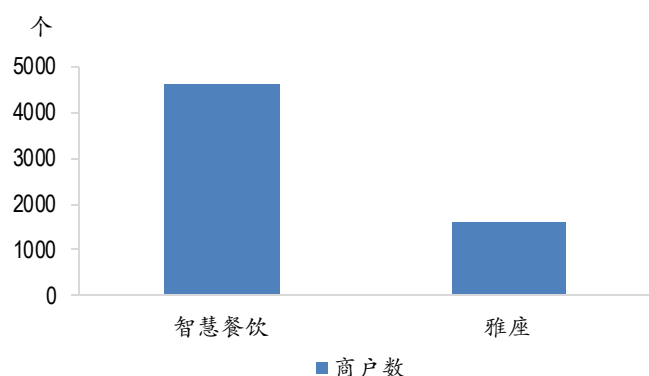
图 43：微盟 - 收购雅座后餐饮领域布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

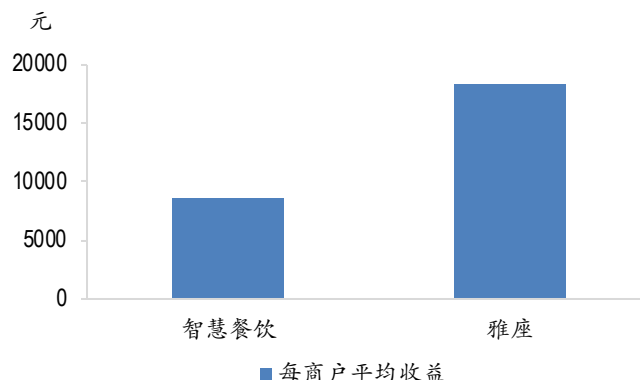
雅座主要服务于线下中高端门店，我们认为微盟通过对雅座的收购有助于完善其线下餐饮的布局，并提升智慧餐饮板块的 ARPU 值。截至 2019 年底，微盟餐饮商户数达到 4,602 家，收入占 SaaS 总收入 7.8%，每餐饮商户平均收益 8,619 元。而根据公司公告，2019 年雅座累积付费商户为 1,625 个，每付费商户平均收益达 1.83 万元/年，雅座共覆盖了近六千家门店，并拥有 7,100 万会员。

图 44：智慧餐饮和雅座商户数对比（2019）



资料来源：公司公告，公司财报，安信证券研究中心

图 45：智慧餐饮和雅座每商户平均收益对比（2019）



资料来源：公司公告，公司财报，安信证券研究中心

除了在智慧餐饮领域收购雅座并增资商有网络，微盟亦对智慧零售和酒旅领域的优质服务商进行了投资或收购。在智慧零售领域，微盟战略投资了数字零售 CRM 提供商达摩网络，在智慧酒旅方面，微盟收购了在微信生态内为中高端酒店和旅行社提供销售解决方案的向蜜鸟，有助于其进一步拓展大客，公司财报披露截至 1H20 微盟已服务了 351 家高端星级酒店。

表 4：微盟 - 商业云领域投资和收购情况

板块	标的	投资或收购	时间	轮次/金额/收购比例	投资/收购标的业务概览
智慧零售	达摩网络	投资	1H19	-	基于自主研发的 GIC 系统，帮助连锁零售商实现数字化转型升级
	海鼎信息	收购	2020.11	5.1 亿元/51%	为零售企业提供信息化、数字化升级解决方案，主要服务中大型客户
智慧餐饮	商有网络	投资	2018.5 2020.4	Pre-A 轮 A 轮	为连锁餐饮品牌提供全托管外卖代运营服务与智能化管理方案
	雅座	收购	2020.2	1.14 亿元/63.83%	为餐饮企业提供以收银系统和 CRM 为核心的会员营销服务
智慧酒旅	向蜜鸟	收购	2018.5	600 万元	专注微信生态，为酒店和旅行社提供微信直销平台解决方案

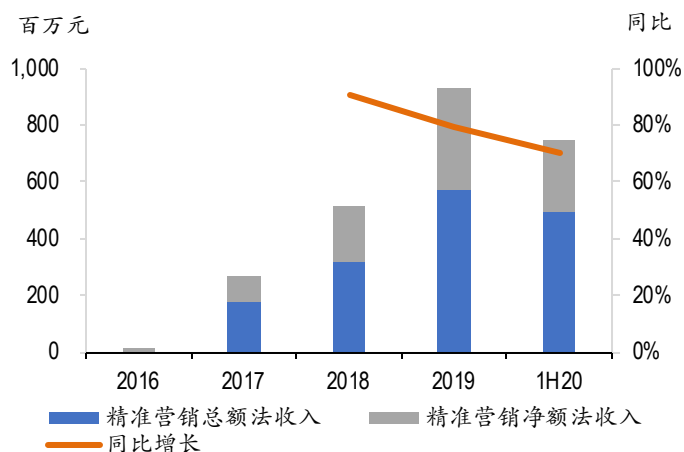
资料来源：公司财报，公司官网，安信证券研究中心

4. 精准营销服务创造稳健收益，与 SaaS 业务相互协同

微盟的精准营销业务实质上可以说是建立在 SaaS 业务基础之上的增值服务，早期 SaaS 业务的发展为微盟后续发展精准营销业务积累了良好的客户基础。2016 年微盟推出精准营销服务，帮助广告主在腾讯社交媒体平台投放广告。

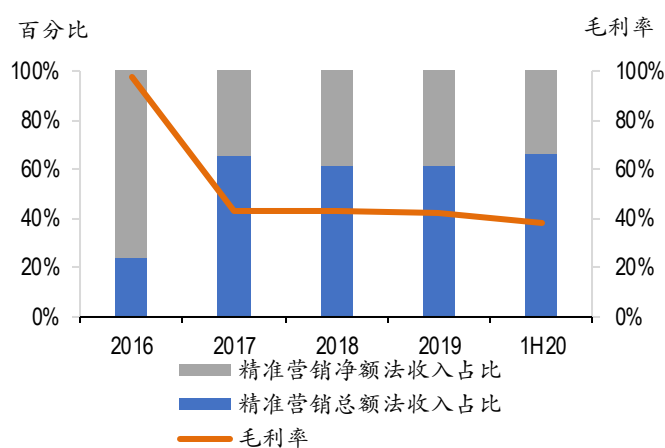
微盟精准营销服务主要通过从腾讯等合作伙伴处获取返点从而确认收入，目前精准营销业务贡献了主要的收入和利润来源，1H20 精准营销服务占收入和毛利比重分别达 71%及 55%。根据广告主投放方式的不同，精准营销收入划分为保效果下的总额法以及不保效果下的净额法两大来源。根据公司财报，1H20 总额法和净额法收入分别为 4.9 亿元/2.5 亿元，占收比分别为 66.4%和 33.6%，而精准营销业务的毛利率随着总额法和净额法占收比变动而波动，总额法毛利率水平相对较低，1H20 总额法占收比提升时，精准营销业务毛利率亦有所下滑至 37.8%。

图 46：微盟 - 精准营销服务收入



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

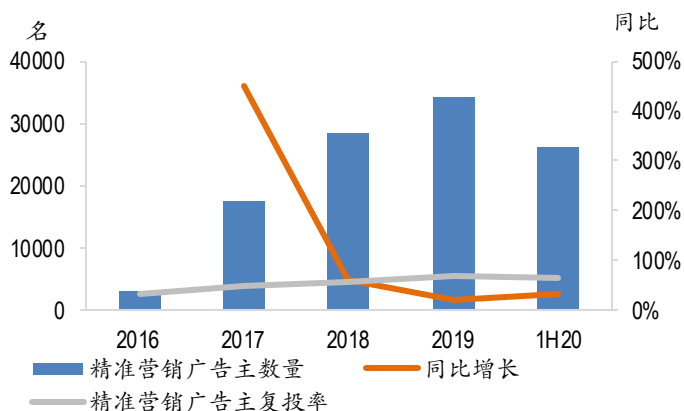
图 47：微盟 - 精准营销收入按收入确认方式划分



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

近年来精准营销业务在覆盖行业和广告主数量方面都进一步得以拓展，根据公司财报，截至1H20，微盟的精准营销业务覆盖电商、快消以及金融等20多个行业，而广告主分布中大客户占比也呈现出提升的态势，进而带动了每广告主开支水平的提升，根据公司财报，截至1H20，微盟精准营销业务广告主数量同比+34%至2.6万名，主要得益于疫情期间部分垂直行业广告主的强劲需求；同期每广告主开支同比+92.1%至17.7万元。同时广告主的复投率也在呈现逐步递增的趋势，1H20广告主复投率达67.2%。

图 48：微盟 - 精准营销服务广告主数量



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 49：微盟 - 精准营销服务每广告主开支



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

4.1. 与腾讯合作紧密，夯实腾讯广告体系内头部服务商地位

腾讯生态内庞大的用户基础能够为微盟精准营销业务提供充分的广告流量资源。QuestMobile 数据显示，截至3Q20微信国内MAU已达9.7亿，同期每MAU月均使用时长为33小时，而公司财报显示截至3Q20QQ的MAU也已达6.2亿。在腾讯生态中，微盟主要通过微信、QQ社交平台精准投放广告，还通过腾讯新闻、腾讯视频等平台进一步触达用户。微盟旗下的盟聚平台则是在整合了腾讯的社交流量和微盟内部流量的基础上，接入了百度、今日头条等优质的非腾讯流量。

图 50：微盟 - 广告资源



资料来源：微盟官网，安信证券研究中心

事实上，腾讯也在筛选优质服务商并对其授权进行业务合作，而微盟旗下盟聚为腾讯 AMS 区域核心服务商，拥有 12 个区域牌照和 3 个行业牌照，旗下盟耀则被腾讯界定为 KA 核心服务商，并获得了腾讯广告 1H20 核心服务商和 2H19 金牌服务商资质。此外，腾讯广告还与微盟共同推出“腾盟计划”，并于微盟上海总部成立了首家腾讯授权区域营销服务中心，以赋能更多中小商家实现营销升级。

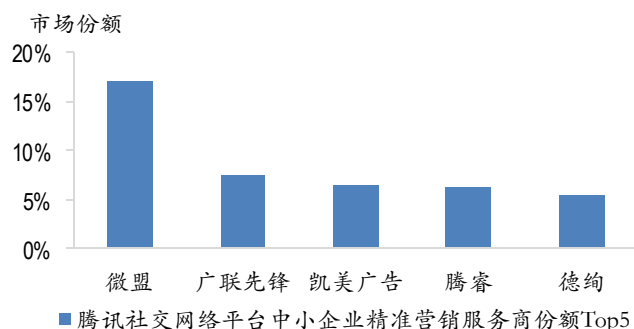
表 5：微盟旗下精准营销服务商获得腾讯广告牌照及资质

腾讯广告服务商类别	微盟旗下服务商	牌照/资质	牌照信息/奖项
AMS 区域核心服务商	盟聚	12 个区域牌照	江苏省、上海市、浙江省、安徽省、重庆市、四川省、河南省、山东省、湖北省、广东省、北京市、湖南省（限定在政务、旅游、3C 快消等行业）
		3 个行业牌照	直营电商行业核心服务商 自媒体行业核心服务商 湖南省区域房地产行业唯一授权服务商（除长沙市）
		1H20 核心服务商 2H19 金牌服务商	2019 年度突出贡献奖、最佳行业深耕奖、最佳品牌突破奖
KA 核心服务商	盟耀		

资料来源：腾讯广告官网，安信证券研究中心

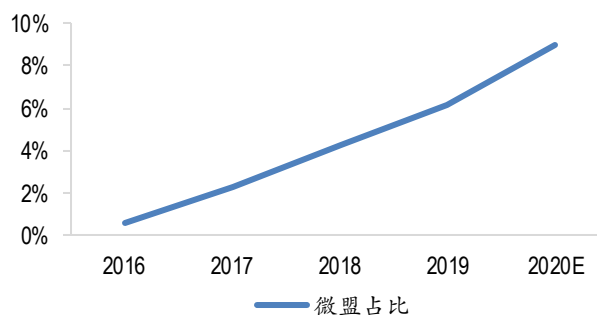
微盟精准营销位居腾讯广告体系内领军服务商地位。根据 Frost & Sullivan，2017 年微盟在腾讯社交网络平台中小企业精准营销服务商中市场份额达 17.0%，位居第一。根据公司财报，1H20 微盟精准营销毛收入达 46.1 亿元，我们粗略测算其中来自腾讯的毛收入占腾讯广告收入比重攀升至约 9%，夯实了公司在腾讯广告体系内头部服务商地位。

图 51：腾讯社交网络平台中小企业精准营销服务商份额 Top5（2017）



资料来源：Frost & Sullivan，安信证券研究中心

图 52：微盟精准营销服务中来自腾讯毛收入占腾讯广告收入比重



资料来源：公司财报，安信证券研究中心测算

4.2. 逐步拓展代理范围，寻求非腾讯优质流量合作

除了与腾讯广告达成合作之外，微盟也在寻求其他优质的流量方进行合作，目前已成为字节跳动旗下广告投放平台巨量引擎的代理商，巨量引擎官网显示，微盟已获得其全国普代和上海地区优代资质。头条系平台具备多个产品矩阵共同发力，旗下广告投放平台包括今日头条、抖音、西瓜视频及火山小视频，多样化的广告类型和广告位也为广告主提供了丰富的选择。

表 6：头条系广告资源一览（以今日头条和抖音为例）

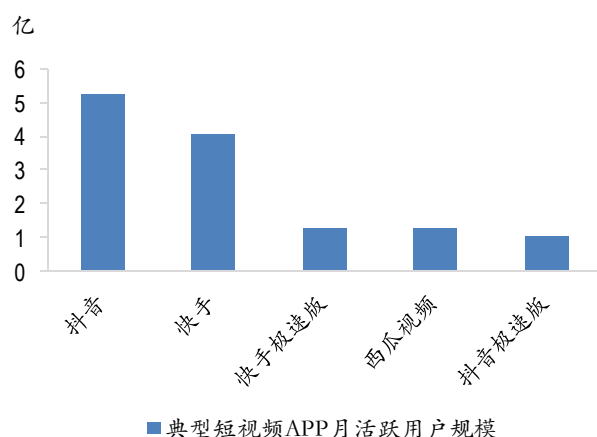
平台	名称	广告位及展示类型	示例
今日头条	头条开屏	广告位：手机端和 iPad 端今日头条开屏 展示类型：3 秒静态展示、4 秒动态图片展示、5 秒视频展示	
今日头条	头条信息流	广告位：刷新后信息流内容的 3-5 条广告位置	
今日头条	视频后贴片	广告位：原生视频尾帧 广告形式：15 秒贴片广告，与视频内容紧密连接	
今日头条	视频相关推荐	广告位：原生视频下方推荐信息流第一位	
今日头条	头条搜索广告	广告位：头条搜索结果第一条 广告类型：搜索品专、超级品专、彩蛋+品牌专区	
抖音	开屏广告	广告位：抖音开屏画面	
抖音	信息流广告	广告位：抖音视频信息流 广告类型：单页信息流、原生信息流、附加创意位等	

平台	名称	广告位及展示类型	示例
抖音	搜索广告	广告位：抖音搜索栏检索后呈现 广告类型：品牌专区、明星代言专区、搜索彩蛋	

资料来源：微盟官网，今日头条，抖音APP，安信证券研究中心

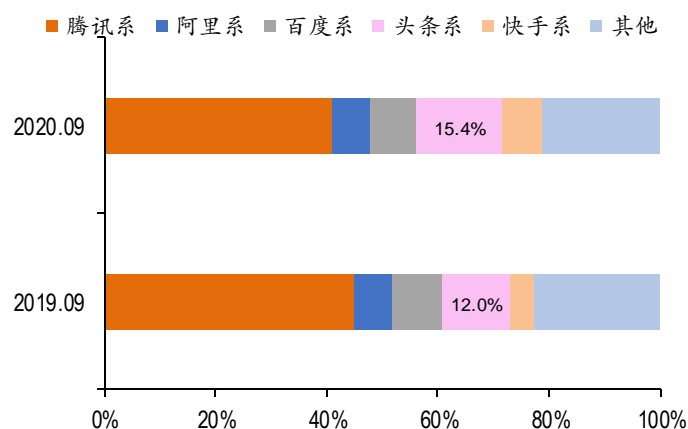
除了丰富多样的广告投放平台和广告类型之外，头条系在细分赛道的用户规模和使用时长方面的优势同样突出。根据 QuestMobile，截至 2020 年 9 月抖音 MAU 已达 5.2 亿，位居短视频赛道第一。在使用时长方面，9 月头条系在移动互联网 APP 中用户时长占比同比+3.4ppts 至 15.4%。根据 R3 咨询数据，1H19 字节跳动广告营收同比增长达 113%，主要受到抖音和今日头条的驱动。

图 53：典型短视频 APP 月活跃用户规模（2020.09）



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

图 54：移动互联网 APP 使用时长占比



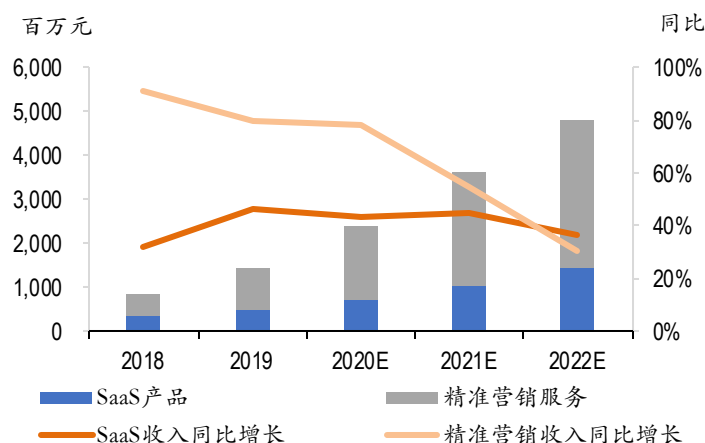
资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

5. 财务预测及投资建议

5.1. 财务预测

我们预测可比口径下微盟 2020/2021/2022 年收入规模分别同比增加 66%/52%/32%至 23.8/36.2/47.9 亿元（若剔除 1H20 因 SaaS 破坏事件而扣除的 9,290 万元收入，预测 2020 年实际收入同比增加 60%至 22.9 亿元），主要受到 SaaS 产品和精准营销服务收入的双引擎驱动。其中 SaaS 业务在付费商家数和 ARPU 值的推动下在 2020/2021/2022 年同比增加 44%/45%/37%至 7.3/10.6/14.4 亿元，精准营销收入在广告主数量和每广告主开支的驱动下分别同比增长 78%/55%/31%至 16.6/25.7/33.5 亿元。

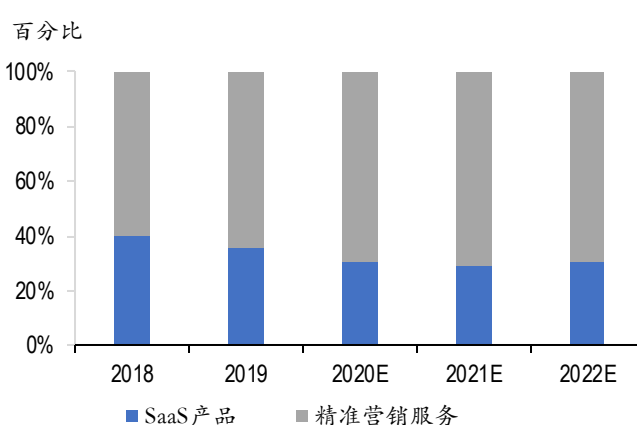
图 55：微盟 - 收入预测（可比口径）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

注：2020 年实际收入预测需剔除因 SaaS 破坏事件而扣除的收入

图 56：微盟 - 收入构成预测（可比口径）

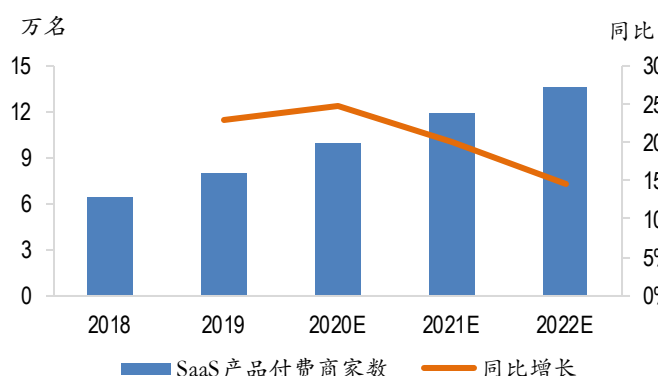


资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

注：2020 年实际收入预测需剔除因 SaaS 破坏事件而扣除的收入

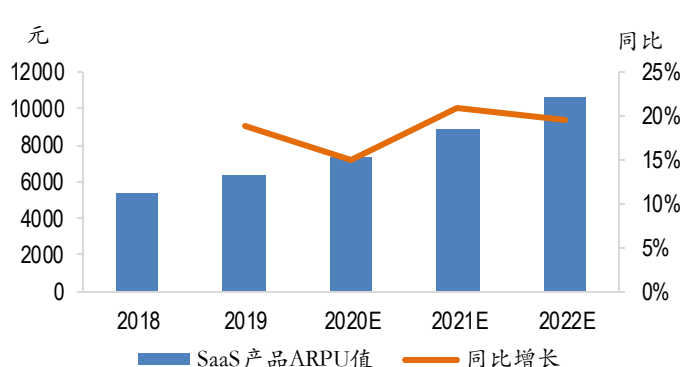
我们预测微盟 SaaS 产品 2020/2021/2022 年付费商家数分别同比增长 25%/20%/14%至 9.9/11.9/13.6 万名，对应 SaaS 产品 ARPU 值分别为 7,329/8,868/10,597 元，ARPU 值的增加主要得益于智慧零售和智慧餐饮向大客化发展优化客户结构。

图 57：微盟 - SaaS 产品付费商家数预测



资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

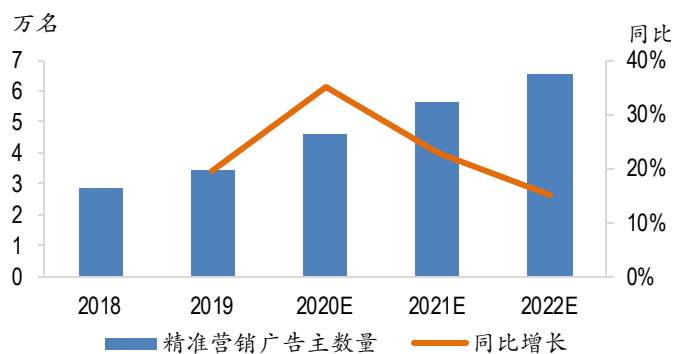
图 58：微盟 - SaaS 产品 ARPU 值预测



资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

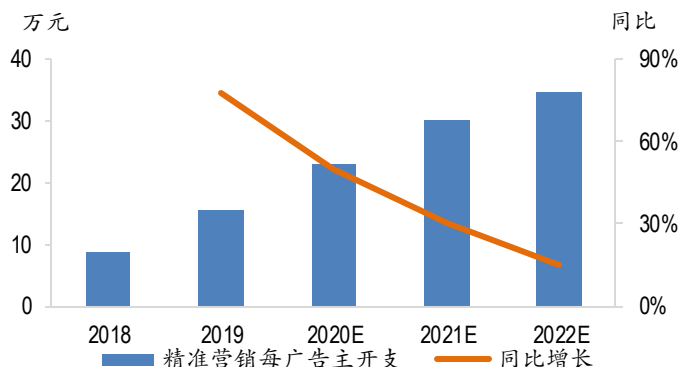
我们预测 2020/2021/2022 年精准营销服务广告主数量分别同比增加 35%/23%/15%至 4.6/5.7/6.5 万名，2020 年广告主数量的强劲增长主要得益于疫情期间部分垂直行业广告主的强劲需求。预测 2020/2021/2022 年每广告主开支分别同比+50%/30%/15%至 23.2/30.2/34.7 万元。

图 59：微盟 - 精准营销服务广告主数量预测



资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

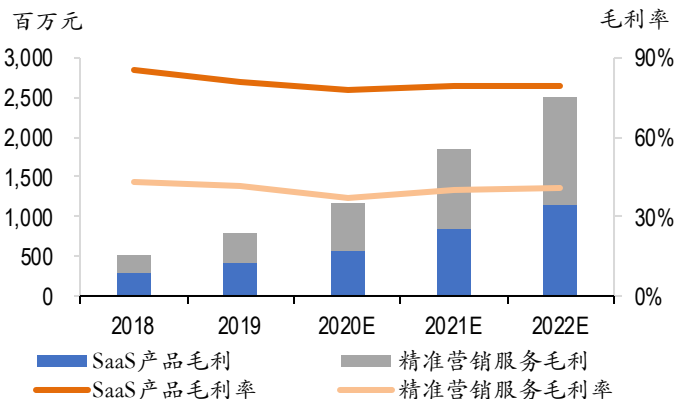
图 60：微盟 - 精准营销服务每广告主开支预测



资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

我们预测 2020/2021/2022 年微盟 SaaS 业务毛利率大致稳定在约 80%的水平，精准营销业务毛利率大致稳定在约 40%的水平。

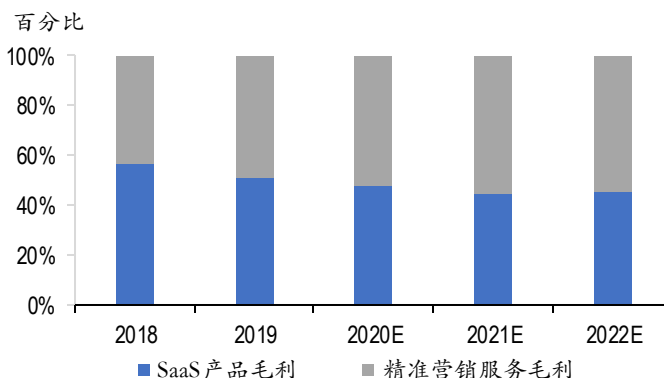
图 61：微盟 - 毛利预测（可比口径）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

注：2020 年实际预测值需剔除因 SaaS 破坏事件的影响

图 62：微盟 - 毛利构成预测（可比口径）

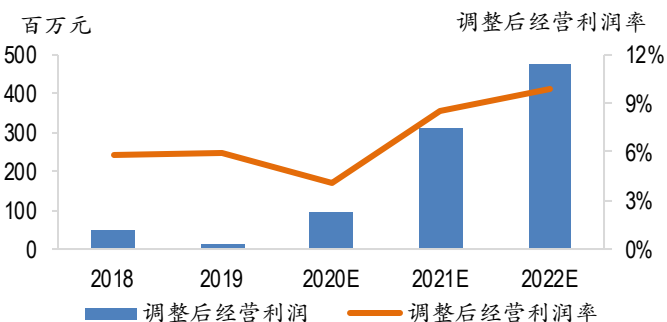


资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

注：2020 年实际预测值需剔除因 SaaS 破坏事件的影响

我们预测可比口径下 2020/2021/2022 年微盟调整后经营利润分别为 9800 万元/3.1 亿元/4.7 亿元（若剔除 SaaS 破坏事件影响预测 2020 年实际调整后经营利润率为 530 万元），对应调整后经营利润率分别为 4.1%/8.5%/9.9%。预测同期调整后净利润分别为 1.5/2.7/4.3 亿元（若剔除 SaaS 破坏事件影响预测 2020 年实际调整后净利润为 5,380 万元），对应调整后净利率分别为 6.2/7.5/9.0%。

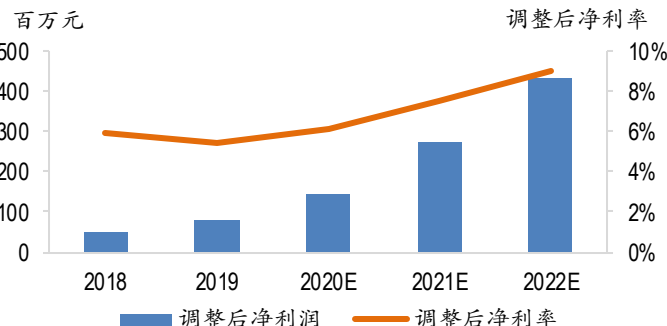
图 63：微盟 - 调整后经营利润预测（可比口径）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

注：2020 年实际预测值需剔除因 SaaS 破坏事件的影响

图 64：微盟 - 调整后净利预测（可比口径）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

注：2020 年实际预测值需剔除因 SaaS 破坏事件的影响

5.2. 投资建议

给予买入-A 评级，基于 SOTP，12 个月目标价 14.5 港币。包括：1) SaaS 产品 8.4 港币，基于 20x 2021E 市销率（行业平均）；2) 精准营销服务 6.1 港币，基于 0.6x PEG。我们看好微盟 SaaS 和精准营销业务相互协同，双引擎驱动增长，立足具备较大发展潜力的私域业态，未来微盟将进一步受益于商户数字化转型和私域流量运营需求。此外，作为微信生态内领先的第三方 SaaS 服务商，微盟有望继续受惠于其不断拓展的商业生态。我们预测微盟 2020/2021/2022 年收入规模分别为 22.9/36.2/47.9 亿元，调整后归属股东净利润分别为 5,380 万元/2.7 亿元/4.3 亿元。

表 7：SAAS 公司估值对比

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价（美元）	市值	市销率		
					2020E	2021E	2022E
Salesforce	CRM US	USD	477.03	228,840	17.9	15.5	13.5
Adobe	ADBE US	USD	247.63	225,343	13.3	10.8	9.2
Shopify	SHOP US	USD	1034.39	126,056	44.1	33.7	24.9
ServiceNow	NOW US	USD	527.48	102,911	22.9	18.4	14.7
Atlassian	TEAM US	USD	224.00	55,821	35.0	29.6	25.2
Workday	WDAY US	USD	223.86	53,726	14.9	12.4	10.7
RingCentral	RNG US	USD	292.74	26,239	22.5	18.3	14.9
Coupa Software	COUP US	USD	326.94	22,509	59.1	45.1	35.9
Zendesk	ZEN US	USD	135.19	15,774	15.4	12.4	9.9
Paylocity	PCTY US	USD	200.37	10,869	19.4	17.3	14.1
Five9, Inc	FIVN US	USD	151.13	9,972	23.6	20.0	16.9
Appfolio Inc	APPF US	USD	155.80	5,348	17.0	14.6	12.3
平均值					25.4	20.7	16.9

资料来源：彭博，安信证券研究中心

表 8：微盟 SOTP 估值表

	2021 收入 (百万元)	2021 净利 (百万元)	估值倍数	估值 (百万元)	估值 (百万港币)	估值/股 (港币)
SaaS	1,056		20x PS	21,121	19,009	8.4
精准营销	2,565	558	0.6x PEG	15,206	13,685	6.1
总和					32,694	14.5

资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

6. 风险提示

我们认为影响股价表现低于我们目标价的因素包括：

SaaS 产品付费商家数不及预期。公司所处行业处于快速增长阶段，需要不断满足商家多样化新需求，如果公司不能提供具备市场竞争力的产品，则 SaaS 产品付费商家数增长可能不及预期，从而影响 SaaS 产品收入。

宏观经济放缓下广告主缩减预算。卫生事件叠加宏观经济下行背景下，国内经济及消费增速放缓，广告主或削减营销预算，则精准营销业务可能受损。

公司业务过度依赖腾讯。作为腾讯生态内的中小企业第三方 SaaS 和精准营销服务提供商，公司的两大业务均与腾讯进行密切合作，若公司在腾讯生态内领先的第三方服务商地位下降或无法继续保持与腾讯的合作关系，则各项业务可能面临风险。

7. 财务报表

表 9：微盟 - 收入利润表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	865	1,437	2,292	3,621	4,791
- SaaS	347	507	634	1,056	1,444
- 精准营销	518	930	1,658	2,565	3,347
收入成本	-347	-640	-1,204	-1,761	-2,278
毛利	518	797	1,088	1,860	2,513
毛利率	59.8%	55.5%	47.5%	51.4%	52.5%
经营费用	-560	-759	-1,112	-1,557	-2,047
销售和营销费用	-450	-717	-937	-1,337	-1,737
一般及行政费用	-151	-130	-230	-310	-390
经营利润	-42	38	-24	303	466
经营利润率	-4.8%	2.6%	-1.1%	8.4%	9.7%
调整后经营利润	51	15	5	309	474
调整后经营利润率	5.9%	5.9%	0.2%	8.5%	9.9%
财务费用	-5	-13	-35	-39	-42
财务收益	0	2	2	2	2
公允价值变动损益	-1,044	298	-	-	-
税前利润	-1,091	328	-558	267	425
所得税开支	-1	-17	-14	-13	-21
净利润	-1,091	311	-572	253	404
归属于少数股东净利润	-2	-1	-	-	-
归属于公司持有人净利润	-1,089	312	-572	253	404
调整后归属于权益股东净利润	51	77	54	273	433
调整后净利润率	5.9%	5.4%	2.3%	7.5%	9.0%

资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

表 10：微盟 - 现金流量表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	-1,091	328	-558	267	425
折旧及摊销	22	83	110	104	105
股权激励费用	33	6	4	6	8
其他非现金项目	1,044	-330	-14	-13	-21
净营运资金变动	-272	-538	8	9	11
经营活动产生的现金流	-264	-451	-450	372	528
投资活动产生的现金流	-111	-668	-89	-100	-110
融资活动产生的现金流	455	1,856	-	-	-
现金及现金等价物净增加/（减少）	81	737	-539	272	419
汇兑收益/（亏损）	25	6	-	-	-
期初现金及现金等价物	22	128	870	331	603
期末现金及现金等价物	128	870	331	603	1,022

资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

表 11：微盟 - 资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	846	2,855	2,469	2,910	3,513
应收账款以及应收票据	79	156	172	189	208
合同资产	130	148	162	179	196
预付款和其他流动资产	509	1,227	1,349	1,484	1,632
金融资产(以公允价值计量)	-	61	61	61	61
现金及现金等价物	128	870	331	603	1,022
非流动资产	234	449	440	451	472
财产和设备	17	82	80	86	94
无形资产	57	139	120	110	106
研发成本	28	17	17	17	17
递延所得税资产	59	45	50	55	60
合同资产	63	40	47	57	68
资产总额	1,081	3,304	2,909	3,360	3,985
流动负债	613	1,174	1,339	1,521	1,724
银行借款	80	300	350	400	450
应计负债和其他应付款	270	563	619	681	749
合同负债	263	293	352	423	507
应交所得税	0	3	3	3	3
非流动负债	2,900	140	149	158	168
可赎回以及可转换优先股	-	37	37	37	37
金融负债(以公允价值计量)	2,770	18	18	18	18
合同负债	130	85	94	103	113
负债总额	3,513	1,314	1,488	1,679	1,892
权益总额	-2,433	1,990	1,422	1,681	2,093
负债和权益总额	1,081	3,304	2,909	3,360	3,985

资料来源：公司财报，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动;

■ 分析师声明

王昕声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034