

**中信证券研究部**


**许英博**  
 首席科技产业  
 分析师  
 S1010510120041



**陈俊云**  
 前瞻分析师  
 S1010517080001



**王冠然**  
 首席传媒分析师  
 S1010519040005



**杨泽原**  
 首席计算机分析师  
 S1010517080002

**核心观点**

今年以来, 微盟集团累计涨幅超过 230%, 公司股价上行驱动主要来自微信小程序商业化加速、疫情影响下线下门店线上信息化加速等因素带来的业绩催化, 以及市场对于业绩增长确定性较强的 SaaS 类公司估值定价的提升。微盟作为微信生态内头部服务商, SaaS+营销的业务模式为公司提供了持续的高成长驱动。在全球流动性宽松背景下, 我们持续看好微盟集团智慧零售及智慧餐饮 KA 客户拓展带来的高质量成长性和潜在超预期的可能性, 以及精准营销业绩增长的高确定性, 我们维持公司“买入”评级, 目标价 14.5 港元。

■ **电商已成互联网巨头必争之地, 微盟集团作为头部 SaaS+营销服务商将持续受益。**随着电商流量来源泛化趋势加速, 腾讯、头条、快手等互联网巨头纷纷布局电商赛道, 品牌商全渠道流量布局及管理需求快速提升, 第三方商业 SaaS 服务商市场迎风而起。微盟集团为国内头部商业 SaaS+营销服务商受益明显, 公司 SaaS 业务主要为商户提供多平台开店、商品管理、营销管理及 CRM 系统等服务, 同时, 公司为腾讯社交广告、头条短视频广告的核心代理商之一。

■ **SaaS+营销双轮驱动业绩高速增长。**2019 年公司实现营收 14.4 亿元(yoy+66.1%), 其中 SaaS/精准营销实现收 5.1/9.3 亿元(yoy+ 46.1%/79.6%), 占比分别为 35.3%/64.7%。2019 年, SaaS 业务付费商户数达 8.0 万家(yoy+23.0%), ARPU 值达 6373 元 (yoy+18.8%), 大客占比提升带动 ARPU 值持续上涨, 流失率从 2015 年的 59.2%下滑至 2019 年的 22.2%。精准营销方面, 2019 公司毛收入达 52.8 亿元, 同比增长 111.9%。我们认为, 公司 SaaS 业务收入有望在线下智慧零售、智慧餐饮等大客产品驱动下, 维持高速增长态势。同时, 公司精准营销业务将持续受益于腾讯 KA 渠道、头条 KA 渠道的投放增量及媒体资源进一步拓展, SaaS 及精准营销仍将持续驱动公司业绩高成长。

■ **行业机遇与挑战: 国内 SaaS 增值服务拓展面临较大互联网巨头压力, 线下市场拓展为国内发展机遇。**我们认为, 国内外市场不同点在于国外电商基础设施并无国内市场完善, 国外 SaaS 厂商能提供支付、物流、金融等多元增值服务, 并实现较高的货币化率, 国内厂商在增值服务方面则面临较大互联网巨头的压力。国内市场机遇主要在于随着新零售产业发展快速发展, 线下门店信息化建设市场潜力较大, 我们测算预计线下门店 SaaS 市场规模有望达到 640-1000 亿元。我们认为, 拓展线下垂直领域, 一方面有望帮助 SaaS 厂商获取更多大客资源优化客户结构, 另一方面有望帮助 SaaS 厂商与快手小店等官方开店工具及行业竞争对手形成产品差异化竞争优势。

■ **再看微盟: 智慧零售、智慧餐饮等线下产品为未来 SaaS 业务核心看点。**微盟通过智慧零售、智慧餐饮等产品快速切入零售(箱包服饰)、餐饮等细分赛道。智慧零售方面, 2019 年付费商户数达 1101 家, ARPU 达 4.1 万元, 2020 年以来在疫情影响下, 实现超高速增长。智慧餐饮方面, 2019 年原智慧餐饮+雅座付费商户数达 6,227 家, 随着雅座、商友等多个业务线的整合完成, 有望于 2021 年带来较大业绩增量。我们认为, 线下产品的拓展一方面有望成为公司未来 3 年核心成长驱动, 另一方面大客战略也有助于改善公司客户结构, 提升 LTV/CAC, 持续优化公司经营模型。

微盟集团	02013.HK
评级	买入(维持)
当前价	11.28 港元
目标价	14.5 港元
总股本	2,254 百万股
港股流通股本	2,254 百万股
52 周最高/最低价	13.08/3.08 港元
近 1 月绝对涨幅	-10.48%
近 6 月绝对涨幅	108.50%
近 12 月绝对涨幅	214.21%

- **风险因素：**宕机事件的赔付风险；雅座、商有收购整合不及预期；零售及餐饮 SaaS 推广不及预期；宏观经济影响下，获客及续费不及预期；精准营销不及预期。
- **投资建议：**暂不考虑雅座并表及赔付冲抵收入带来的影响，我们维持公司 2020-2022 年营收预测为 21.0/27.6/33.3 亿元，维持 2020-2022 年调整后净利润预测为 0.7/2.3/3.0 亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PS 估值为 10.9/8.3/6.9 倍。全球流动性宽松背景下，市场对于 SaaS 类公司成长高确定性的溢价持续提升，我们持续看好微盟集团智慧零售及智慧餐饮 KA 客户拓展带来的高质量业绩增长以及精准营销业绩增长的高确定性，给予公司 SaaS 业务 2021 年 25x PS（考虑雅座并表后约为 23x PS），精准营销 2021 年 15x PE 估值，对应目标价 14.5 港元，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	865.0	1,436.8	2,103.4	2,761.4	3,332.3
增长率 YoY%	62.0%	66.1%	46.4%	31.3%	20.7%
调整后净利润(百万元)	50.9	77.3	70.2	233.1	303.3
增长率 YoY%	357.0%	51.9%	-9.2%	231.9%	30.1%
每股收益 EPS(基本)(元 RMB)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
毛利润(百万元)	517.6	797.1	1,091.9	1,478.4	1,792.2
毛利率%	59.8%	55.5%	51.9%	53.5%	53.8%
每股净资产(元)	-1.1	-0.9	-0.9	-0.8	-0.7
PS	26.5	15.9	10.9	8.3	6.9
P/毛利润	44.2	28.7	21.0	15.5	12.8
PE	449.6	295.9	325.9	98.2	75.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 7 日收盘价

## 目录

公司回顾：SaaS 及精准营销持续高速增长 .....	1
挑战与机遇：线上不是 Shopify，但线下另有天地 .....	5
国内对比国外：国内外电商 SaaS 发展有何差异？ .....	5
平台与第三方：官方产品与第三方 SaaS 差异何在？ .....	9
行业内差异化：商业 SaaS 产品如何实现差异化？ .....	11
再看微盟：线上产品稳定增长，线下市场潜力巨大 .....	14
智慧零售：数字化建设赋能线下门店，品牌大客规模持续高速增长 .....	16
智慧餐饮：整合雅座、商有，推出“三店一体”餐饮 SaaS 综合解决方案 .....	18
精准营销：腾讯社交广告及抖音短视频核心代理商 .....	19
风险因素 .....	21
投资建议 .....	21
盈利预测 .....	21
估值及投资建议 .....	23

## 插图目录

图 1: 微盟主营业务结构.....	1
图 2: 微盟 SaaS 及精准营销营收构成.....	1
图 3: 微盟营收及增长情况 (单位: 人民币亿元).....	2
图 4: 微盟各项业务营收构成.....	2
图 5: 微盟 SaaS 付费商户数及增长情况 (单位: 户).....	3
图 6: 微盟 SaaS ARPU 及增长情况 (单位: 人民币元).....	3
图 7: 微盟精准营销毛收入及增长情况 (单位: 人民币亿元).....	3
图 8: 微盟精准营销广告主数量及增长情况 (单位: 户).....	3
图 9: 微盟精准营销 ARPU 及增长情况 (单位: 人民币万元).....	4
图 10: 微盟精准营销复投率情况.....	4
图 11: 微盟费用情况 (单位: 人民币百万元).....	4
图 12: 微盟集团费用率情况.....	4
图 13: 微盟现金流情况 (百万元).....	5
图 14: 2019 商业 SaaS 与国内主要电商平台的货币化率对比.....	6
图 15: 有赞、微盟在快手、抖音等平台店铺展示.....	6
图 16: 2019Q4 中国第三方移动支付交易规模市场份额.....	7
图 17: 快手直播带货商品月度总销售额 (亿元) (有赞分销接入).....	8
图 18: 微盟集团分销平台供货商及分销商权益.....	8
图 19: 2015-2022 年中国中小企业数字化升级服务市场规模.....	9
图 20: 国内中小企业 SaaS 市场空间测算.....	9
表 21: 微信小商店和微盟微商城的功能对比.....	9
图 22: 微盟付费商户数 ARPU 值.....	10
图 23: 微盟、有赞相关培训课程及案例等.....	11
表 24: 微信小商店接入服务商可提供的服务类型.....	11
图 25: 微盟微商城功能架构.....	12
图 26: 有赞微商城功能架构.....	12
图 27: Shopify 商户代表性销售渠道.....	12
图 28: Shopify 的功能及服务覆盖.....	12
图 29: 电商 SaaS 服务商第三方 Apps 数量对比 (个).....	13
图 30: 微盟集团精准营销媒体资源.....	13
图 31: 中国有赞金融增值服务简介.....	13
图 32: 微盟商业云、营销云收入及增速情况.....	14
图 33: 微盟商业云、营销云收入结构占比.....	14
图 34: 微盟付费商户数 (家) 及增长情况.....	15
图 35: 微盟付费商户 ARPU 值情况.....	15
图 36: 微盟付费商户流失率情况.....	16
图 37: 微盟付费商户 LTV/CAC 变化.....	16
图 38: 微盟集团智慧零售解决方案核心功能.....	17
图 39: 智慧零售商品数字化管理流程.....	17
图 40: 微盟集团智慧零售覆盖行业及典型客户.....	17
图 41: 微盟集团 2019 年智慧零售付费商户结构.....	17
图 42: 雅座核心产品 - 雅座收银.....	18
图 43: 雅座核心产品 - 小雅 CRM (口碑 APP 营销展示).....	18

图 44: 商有核心产品 – 云小店、云管家功能概览.....	18
图 45: 商有外卖代运营服务概览.....	18
图 46: 微盟智慧餐饮核心能力一览.....	19
图 47: 智慧餐饮、雅座 2019 年付费商户及 ARPU 情况.....	19
图 48: 净额法和总额法两种收入确认方法.....	20
图 49: 精准营销毛收入 (单位: 人民币亿元).....	21
图 50: 广告主数量 (单位: 户).....	21
图 51: 精准营销 ARPU (单位: 人民币万元).....	21
图 52: 精准营销复投率.....	21
图 53: 微盟集团 2020 年股价走势复盘.....	23
图 54: bvp cloud index PS-Band (TTM).....	24

## 表格目录

表 1: 非电商互联网平台电商布局梳理.....	1
表 2: 部分国家 Shopify Payments 支持的付款方式.....	6
表 3: 国外主流支付方式手续费扣点率.....	7
表 4: 微盟现有商业云产品及简介.....	14
表 5: 营销云产品简介.....	15
表 6: 微盟集团近三年投资并购项目.....	16
表 7: 微盟集团腾讯广告牌照信息.....	20
表 8: 微盟集团营收预测.....	22
表 9: 微盟集团核心财务数据及预测.....	22
表 10: 微盟集团 SOTP 估值.....	24

## 公司回顾：SaaS 及精准营销持续高速增长

微盟集团商业 SaaS+精准营销头部核心服务商。随着电商流量来源泛化趋势形成，腾讯、头条、快手等互联网巨头纷纷布局电商赛道，品牌商全渠道流量布局及管理需求快速提升，第三方商业 SaaS 服务商市场迎风而起。微盟集团主要为大型品牌商户及中小企业提供多平台开店 SaaS 产品及精准营销服务。微盟围绕商业云、营销云、销售云打造智慧云端生态体系，通过去中心化的智慧商业解决方案赋能中小企业实现数字化转型。目前旗下拥有：微商城、智慧零售、智慧餐厅、客来店、智慧酒店、智慧休娱、智慧美业、销售推、微站、广告助手等解决方案，帮助中小企业在新零售时代提高运营效率和盈利能力。公司现有渠道代理商超 1600 家，注册商户超 280 万。

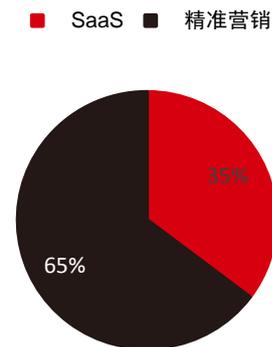
微盟精准营销业务以大数据、智能算法、营销自动化等技术及优质媒体源，为广告主提供一站式精准营销投放服务，目前公司为腾讯社交广告 SMB 渠道、KA 渠道及头条短视频广告核心代理商。

图 1：微盟主营业务结构



资料来源：公司公告

图 2：微盟 SaaS 及精准营销营收构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 1：非电商互联网平台电商布局梳理

微信	电商相关布局
时间	布局
2019 年 4 月	试运营直播电商
2019 年 8 月	针对微信小程序和公众号用户上线腾讯直播，致力提高商品点击与下单转化，配备小程序商城的运营者可创建直播，用户可在微信直接观看
2020 年 1 月	微信公开课提出 2020 年将加速小程序商业化建设
2020 年 1 月	推出视频号，支持添加文字说明和微信公众号链接
2020 年 2 月	开通小程序直播功能
2020 年 6 月	推出微信小商店，为小商户提供零成本开小程序商店的方案
2020 年 7 月	开始测试小程序直播转发到朋友圈功能，小程序直播将获得巨大的私域流量增量
2020 年 7 月	微信官方发布《新增官方收录入口“购物直播”》公告，小程序直播将从私域走向公域
抖音&今日头条	电商相关布局
时间	布局

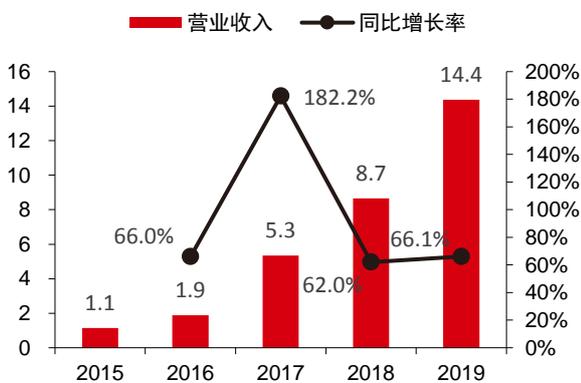
2018年2月	抖音直播功能正式开放
2018年3月	抖音与淘宝打通合作, 粉丝量百万级账号试水购物车带货, 并于12月全面开放权限
2018年4月	今日头条电商广告投放系统“鲁班”与抖音打通
2018年5月	抖音上线自有店铺
2018年12月	抖音正式开放购物车功能申请, 同时允许在个人抖音账号内开通商品橱窗
2018年12月	今日头条 App 内的鲜生活频道发布频道升级通知, 该频道在12月9日将全面升级为“值点”, 今日头条为值点 APP 提供了流量入口
2019年1月	抖音推出精选好物, 接入放心购商城
2019年4月	抖音公布与京东, 考拉, 唯品会等平台打通, 支持红人带货, 同时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

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

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

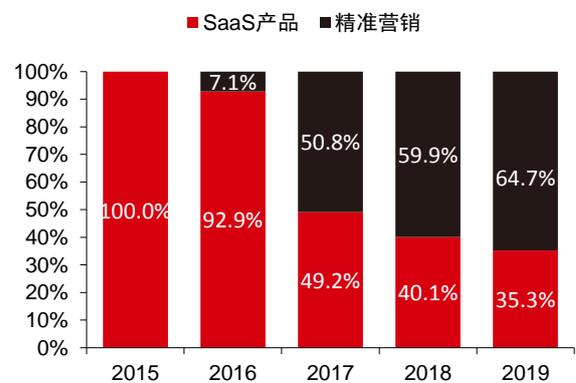
**业务双轮驱动, 营收持续高速增长。**受 SaaS 产品及精准营销双轮驱动, 2016-2019 年, 公司实现营收 1.9 亿/5.3 亿/8.7 亿/14.4 亿元, 同比增长 66.0%/182.2%/62.0%/66.1%。业务结构方面, 2019 年 SaaS 产品/精准营销收入分别为 5.1 亿/9.3 亿元, 同比增长 46.1%/79.5%。2016-2019 年, SaaS 营收占比分别为 92.9%/49.2%/40.1%/35.3%, 精准营销营收占比分别为 7.1%/50.8%/59.9%/64.7%。

图 3: 微盟营收及增长情况 (单位: 人民币亿元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 微盟各项业务营收构成

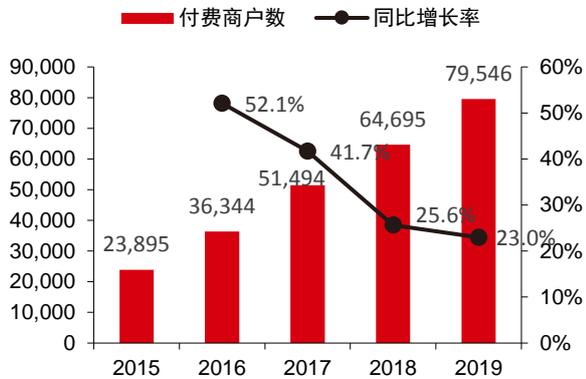


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

**SaaS 付费商户数、ARPU 值及流失率持续优化。**2016-2019 年, 公司 SaaS 付费商户数达 3.6 万/5.1 万/6.5 万/8.0 万户, 同比增长 52.1%/41.7%/25.6%/23.0%。ARPU 值分

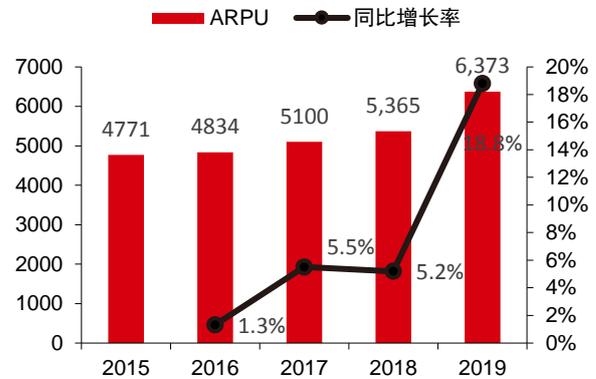
别为 4834/5100/5365/6373 元, 同比增长 1.3%/5.5%/5.2%/18.8%。商户流失率为 48.7%/27.2%/26.8%/22.2%, 呈稳定下降趋势。

图 5: 微盟 SaaS 付费商户数及增长情况 (单位: 户)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

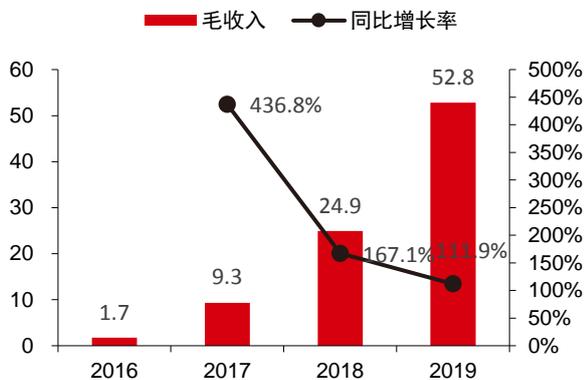
图 6: 微盟 SaaS ARPU 及增长情况 (单位: 人民币元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

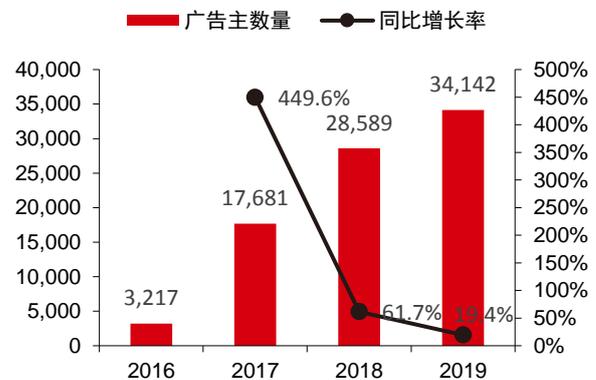
**精准营销毛收入、广告主数量、ARPU 值和复投率保持稳步增长。**2016-2019 年, 公司精准营销毛收入为 1.7 亿/9.3 亿/24.9 亿/52.8 亿元, CAGR 为 212.1%。广告主数量分别为 0.3 万/1.8 万/2.9 万/3.4 万户, CAGR 为 119.8%。ARPU 为 5.4 万/5.3 万/8.7 万/15.5 万元, 2019 年增速为 77.4%。复投率分别为 34.9%/50.6%/55.4%/68.3%, 呈稳定上升趋势。

图 7: 微盟精准营销毛收入及增长情况 (单位: 人民币亿元)



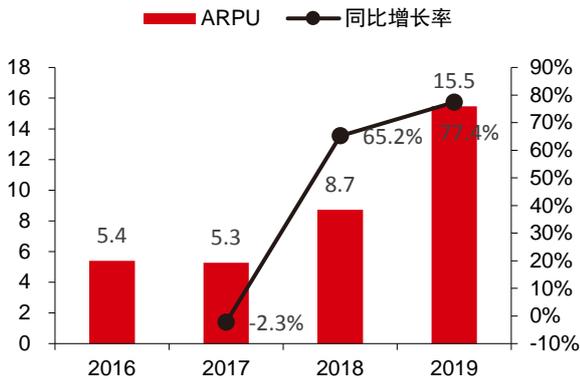
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8: 微盟精准营销广告主数量及增长情况 (单位: 户)



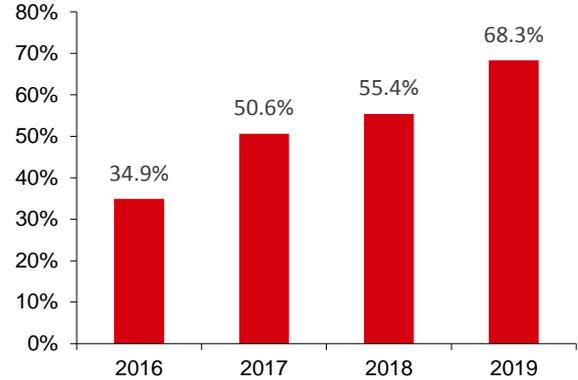
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 9: 微盟精准营销 ARPU 及增长情况 (单位: 人民币万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

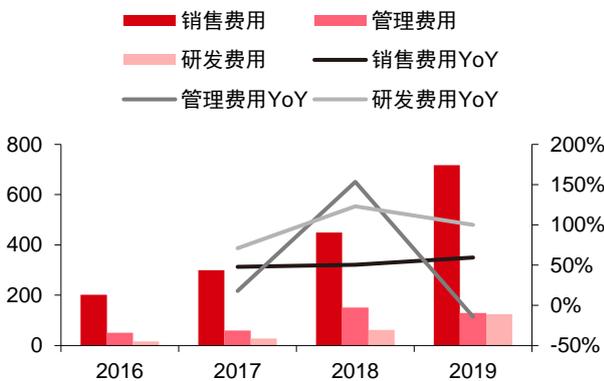
图 10: 微盟精准营销复投率情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

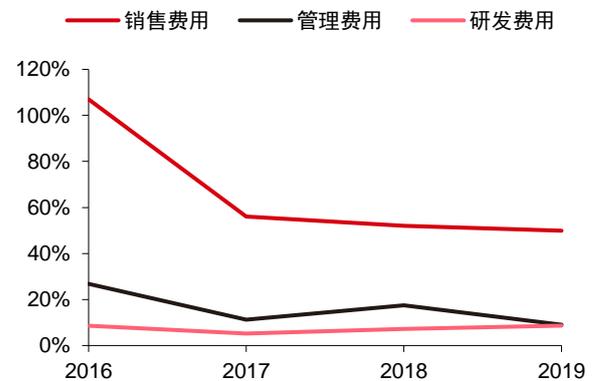
**整体费率持续改善, 研发费用持续提升。**2017-2019 年, 公司销售费用为 3.0 亿/4.5 亿/7.2 亿, 增长率分别为 48%/50%/59%, 销售费用率为 56%/52%/50%; 公司管理费用为 0.6 亿/1.5 亿/1.3 亿, 增长率分别为 18%/153%/-14%, 管理费用率为 11%/18%/9.0%; 公司研发费用为 0.3 亿/0.6 亿/1.2 亿, 增长率分别为 71%/123%/100%, 研发费用率为 5%/7%/9%。

图 11: 微盟费用情况 (单位: 人民币百万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

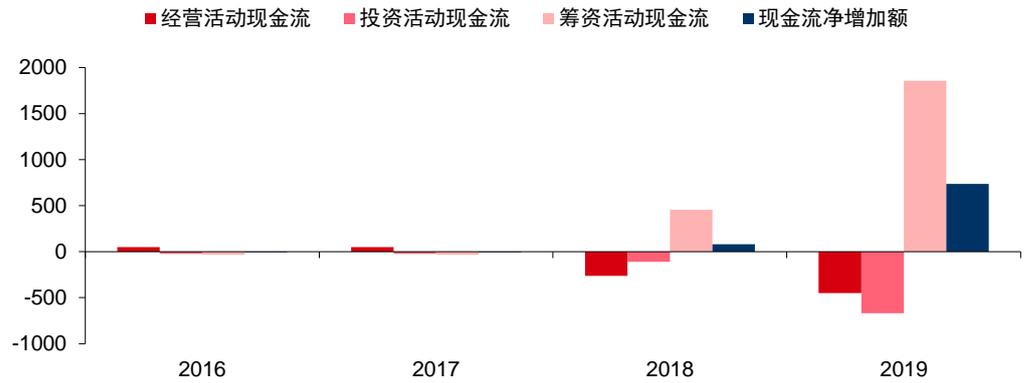
图 12: 微盟集团费用率情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

**经营性现金流受广告业务影响有所流出。**2017-2019 年, 公司经营现金流合计为 0.5 亿/-2.6 亿/-4.5 亿, 经营性现金流压力增大, 主要系公司广告业务快速扩张垫款较大所致。公司投资现金流合计为-0.2 亿/-1.1 亿/-6.7 亿, 融资现金流合计为-0.4 亿/4.6 亿/18.6 亿。现金流净增加额为-0.07 亿 0.8 亿/7.4 亿。

图 13：微盟现金流情况（百万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 挑战与机遇：线上不是 Shopify，但线下另有天地

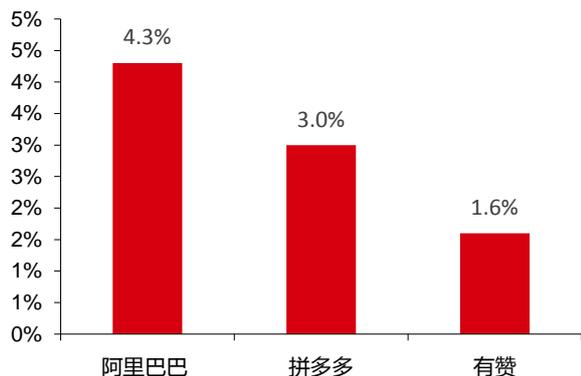
国内对比国外：国内外电商 SaaS 发展有何差异？

商业 SaaS 发展长期逻辑趋同，但增值服务拓展各有差异

低成本、全渠道和私域品牌建设的国内外商业 SaaS 发展逻辑趋同：

- 1) 成本角度：相对于中心化电商平台（如亚马逊、天猫等）的佣金扣点的开店成本，以及电商生态日趋成熟后，中心化电商平台日趋增长的广告投放，通过电商 SaaS 在 Facebook、Twitter、微信、快手等多元流量平台开店的运营成本及获客成本相对较低。
- 2) 渠道管理角度：随着多个平台引入电商变现的方式，移动互联网电商流量来源泛化趋势明显，品牌商多平台布局获得更多流量曝光，提升经营效率需求日益提升，而第三方 SaaS 厂商在渠道整合及全渠道流量运营管理的优势凸显。
- 3) 用户数据角度：不同于中心化平台的公域流量，在 SaaS 服务下通过各种平台获取的用户数据及流量都将直接沉淀为商户自身的数据资产。一方面商户通过私域流量运营可以实现与顾客的深度互动、精准营销及品牌建设，另一方面，通过自有用户画像与广告平台的流量包匹配，也能一定程度上提升广告投放 ROI。

图 14: 2019 商业 SaaS 与国内主要电商平台的货币化率对比



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 15: 有赞、微盟在快手、抖音等平台店铺展示



资料来源: 快手 App、抖音 App

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

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

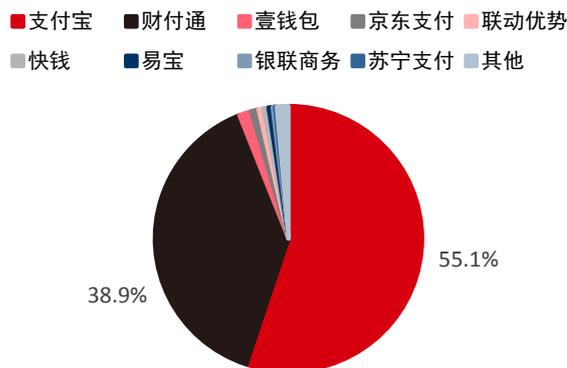
表 2: 部分国家 Shopify Payments 支持的付款方式

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

资料来源: Shopify 官网, 中信证券研究部

而国内支付渠道集中, 商家集合支付的需求不强。根据艾瑞咨询数据, 支付宝和财付通分别以 55.1%和 38.9%的市场份额位居 2019Q4 中国第三方移动支付交易规模市场份额前两位, 二者合计占据了 94.0%的市场份额, 处于绝对主导地位, 因此对于国内商户而言聚合收款的需求痛点并没有国外强。

图 16：2019Q4 中国第三方移动支付交易规模市场份额



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

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

表 3：国外主流支付方式手续费扣点率

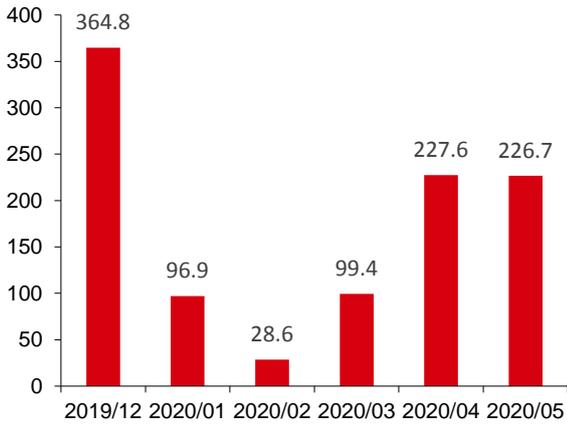
支付方式	手续费扣点率
Shopify Payments	2.4%至 2.9%+\$0.30
PayPal	3.4%至 4.4%+\$0.30
Apple Pay	信用卡手续费率
Google Pay	信用卡手续费率
Amazon Payments	2.9%+\$0.30
Stripe	2.9%+\$0.30

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

### 国内市场的潜力：向前拓展分销，向后深耕线下垂直领域

**短视频、直播等带货模式发展迅猛，分销模式快速发展。**基于国内电商完善的基建设施，随着社交电商、短视频带货、直播电商等模式的快速发展，大多数主播、KOL 等纷纷寻求带货等变现模式，主播等优势在于对于内容、粉丝的把控，但在货源及供应链等环节相对弱势。而国内头部商业 SaaS 厂商具有一定规模的商户可以供给货源，但商户存在缺乏流量的痛点。目前头部 SaaS 服务商均已大力拓展分销模式，通过 SaaS 厂商的分销模式的对接，一方面主播能够获取可靠货源，解决供应链及售后问题；另一方面，SaaS 厂商能够帮助商家提供带货及营销支持，获取更多产品曝光以及潜在新客。

图 17: 快手直播带货商品月度总销售额 (亿元) (有赞分销接入)



资料来源: 面朝研究院, 中信证券研究部

图 18: 微盟集团分销平台供货商及分销商权益

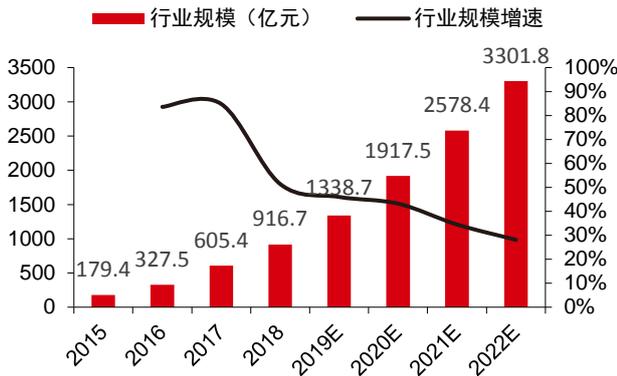


资料来源: 微盟官网

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

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

图 19: 2015-2022 年中国中小企业数字化升级服务市场规模



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

图 20: 国内中小企业 SaaS 市场空间测算

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

资料来源: 国家统计局, 艾瑞咨询, 微盟集团, 中国有赞, 中信证券研究部测算

### 平台与第三方: 官方产品与第三方 SaaS 差异何在?

2020 年 6 月 20 日, 微信内测了微信小商店的小程序, 并向部分用户发出内测邀请; 7 月 10 日, 微信团队表示因微信小店不再维护, “添加功能插件” 入口将不再支持添加微信小店, 后续将全面下线微信小店并正式上线微信小商店。我们认为微信小商店对于第三方 SaaS 影响有限:

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

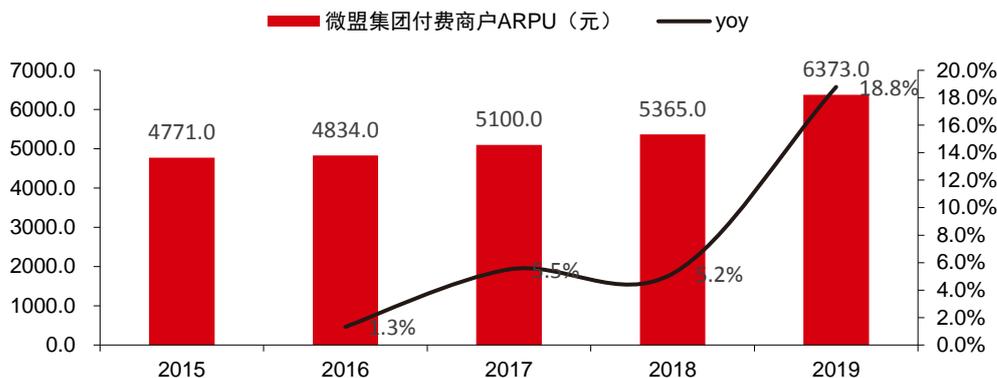
表 21: 微信小商店和微盟微商城的功能对比

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

	微信小商店	微盟微商城
等基础数据		径分析等多项数据管理功能，并支持数据报表输出，提升运营效率
客服	仅提供在后台与消费者直接沟通的基础能力	提供业务关键数据统计、自定义分配规则、当前排队人数提示等辅助功能

资料来源：微信公开课，微盟官网，中信证券研究部

图 22：微盟付费商户数 ARPU 值

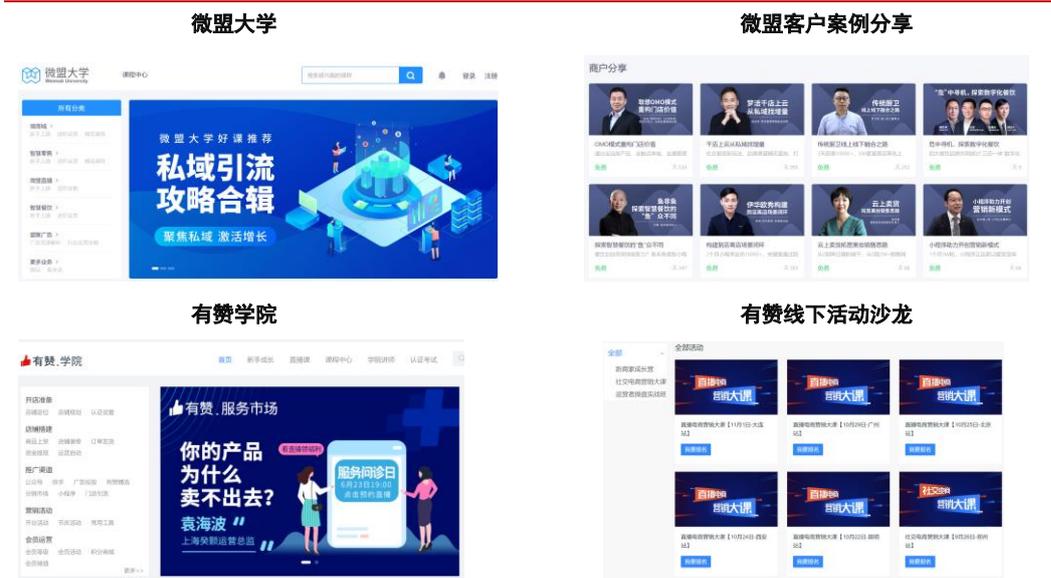


资料来源：公司财报，中信证券研究部

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

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

图 23：微盟、有赞相关培训课程及案例等



资料来源：公司官网

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

表 24：微信小商店接入服务商可提供的服务类型

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

资料来源：微信公开课，中信证券研究部

### 行业内差异化：商业 SaaS 产品如何实现差异化？

电商 SaaS 基础产品功能和定价差异较小。对比微盟和有赞旗下的微商城业务，两者均提供了包括网店搭建工具、多样化销售插件、多平台流量聚合、客户管理、分销渠道、运营数据分析等功能的电商解决方案。在定价方面，微盟微商城视功能和购买年限不同，价格区间在 8800 至 28200 元/年；有赞微商城则分为三档定价，分别为每年 6800/12800/26800 元，由于功能和价格的相似，电商 SaaS 基础业态面临同质化竞争较为激烈。

图 25: 微盟微商城功能架构



资料来源: 微盟官网

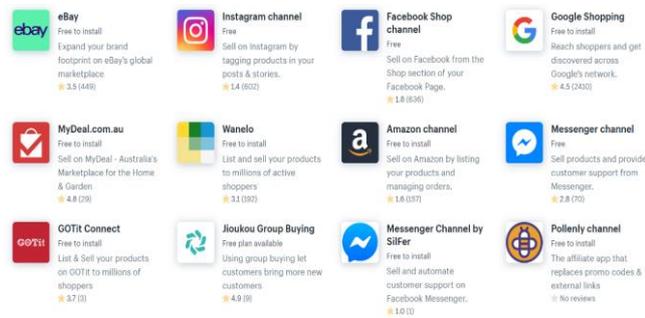
图 26: 有赞微商城功能架构



资料来源: 有赞官网

**提升生态多样性为差异化的核心手段。**参考海外 Shopify, 同样面临如 Demandware, Oracle Commerce Cloud, Magento 等不同的电商 SaaS 厂商的竞争, 而 Shopify 的破局之路主要在于以平台生态建设构建差异化竞争壁垒: 1) 不断拓宽流量平台加强合作生态竞争优势; 2) 通过多元增值服务完善业务生态竞争优势; 3) 通过平台 PaaS 建设建立开发者生态竞争优势, 满足个别商户定制化需求。根据 Sitebuilder 数据, Shopify 第三方 Apps 达 2653 个, 远超 BigCommerce 等竞争者 4 倍以上。

图 27: Shopify 商户代表性销售渠道



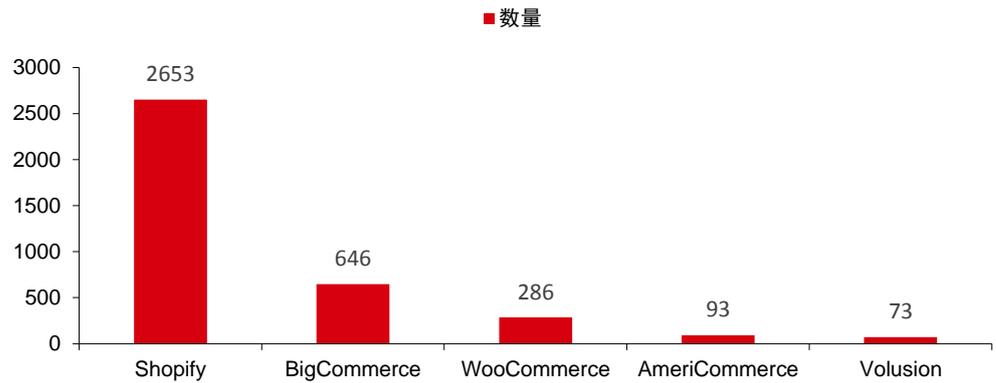
资料来源: Shopify App Store

图 28: Shopify 的功能及服务覆盖



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部绘制

图 29: 电商 SaaS 服务商第三方 Apps 数量对比 (个)



资料来源: Sitebuilder, 中信证券研究部

我们认为国内电商 SaaS 服务打造差异化优势主要通过以下三条路径: 增值服务、线下垂直行业拓展和 PaaS 开发者生态:

1) 增值服务提升差异化竞争力: 微盟通过广告端精准营销与电商 SaaS 形成共振; 有赞以支付及金融类相关增值服务带来协同效应。

2) 深化产品功能, 拓展线下大客领域: 微盟、有赞等国内 SaaS 厂商现有客户中, 大量头部品牌商线下门店均有较高的线上信息化需求, 微盟和有赞均针对于不同垂直领域, 深化门店小程序化、多门店管理、进销存管理、智能订单分配等功能, 进军线下商业 SaaS 市场, 其中微盟主要覆盖零售 (箱包服饰)、餐饮、酒旅及本地生活等; 有赞主要覆盖零售 (商超生鲜类)、美业、教育等。

3) PaaS 打造良好开发者生态: 微盟目前平台积累超 800 款第三方应用及 500 余名开发者; 有赞平台开放了 600 余 API 接口, 打通了超过 70 个主流电商 ERP, 带动平台功能丰富度和竞争力持续提升。

图 30: 微盟集团精准营销媒体资源

<p><b>餐桌平台广告</b></p> <p>整合了餐桌平台流量, 精准内嵌于餐桌平台, 提升转化率。结合 DSP/Display Advertising 流量优势。</p>	<p><b>微信朋友圈广告</b></p> <p>依托朋友圈广告流量, 精准触达目标人群, 提升转化率。结合 DSP/Display Advertising 流量优势。</p>	<p><b>微信公众广告</b></p> <p>依托微信公众广告流量, 精准触达目标人群, 提升转化率。结合 DSP/Display Advertising 流量优势。</p>	<p><b>QQ 广告</b></p> <p>QQ 广告通过 QQ PC 端流量, 精准触达目标人群, 提升转化率。结合 DSP/Display Advertising 流量优势。</p>	<p><b>QQ 空间广告</b></p> <p>QQ 空间广告流量, 精准触达目标人群, 提升转化率。结合 DSP/Display Advertising 流量优势。</p>
<p><b>腾讯新闻信息流广告</b></p> <p>依托腾讯新闻流量, 精准触达目标人群, 提升转化率。结合 DSP/Display Advertising 流量优势。</p>	<p><b>腾讯视频信息流广告</b></p> <p>依托腾讯视频流量, 精准触达目标人群, 提升转化率。结合 DSP/Display Advertising 流量优势。</p>	<p><b>百度搜索广告</b></p> <p>百度搜索广告, 精准触达目标人群, 提升转化率。结合 DSP/Display Advertising 流量优势。</p>	<p><b>知乎效果广告</b></p> <p>知乎效果广告, 精准触达目标人群, 提升转化率。结合 DSP/Display Advertising 流量优势。</p>	<p><b>今日头条广告</b></p> <p>今日头条广告, 精准触达目标人群, 提升转化率。结合 DSP/Display Advertising 流量优势。</p>

资料来源: 微盟

图 31: 中国有赞金融增值服务简介

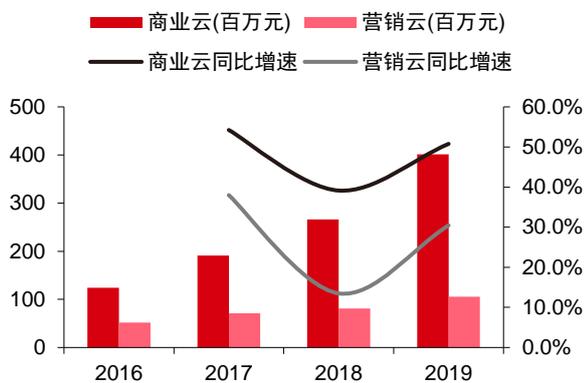
金融增值服务	收费标准
有赞担保	订单金额*0.5%
快速回款	订单金额*0.5%
分期支付	订单金额*0.6%
店主贷款	年化利率为 18%-24%

资料来源: 有赞公司官网, 中信证券研究部

## 再看微盟：线上产品稳定增长，线下市场潜力巨大

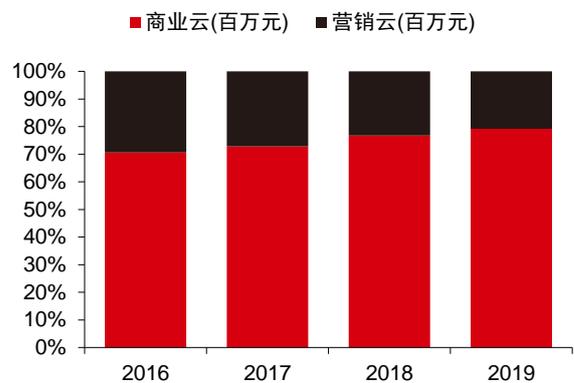
商业云、营销云攻城略地，销售云、服务云蓄势待发。微盟集团的 SaaS 收入主要分为商业云和营销云两部分，2019 年公司商业云营收占比预计为 SaaS 收入的 79.2%，营销云收入占比为 SaaS 收入的 20.8%。商业云板块主要包含微商城、智慧零售、智慧餐饮等 SaaS 产品，营销云为商户提供工具精准锁定手中群体并优化在线营销活动，包括广告制作及预算分配，产品主要包括微站、广告助手及微盟表单等。未来，预计公司仍将拓展销售云、服务云等产品线。

图 32：微盟商业云、营销云收入及增速情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 33：微盟商业云、营销云收入结构占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 4：微盟现有商业云产品及简介

产品	定位和特征
微商城	完整解决方案（包括线上开店、多种营销工具、SCRM 工具及数据分析），增加顾客流量及忠诚度，获得强大的技术及多功能服务支持
智慧零售	专为零售商户设计的解决方案，拥有多种管理功能，可整合线上及线下运营、营销和数据管理，并成为智慧商业
客来店	针对具有线下门店的客户的完整解决方案，其产品特征包括会员管理、线上线下营销、门店展示以及易于管理的业务交易
智慧餐厅	针对餐饮业的垂直解决方案，具备会员管理、主题营销、线上点餐及外卖等各种功能
智慧酒店	针对酒店业的垂直解决方案，其特征为房态管理、线上房间预约及线上酒店商城
智慧美业	针对美容业的垂直解决方案，能提供在线评级、支付消费及移动预订与预约服务
智慧休娱	针对休闲娱乐业的垂直解决方案，其特征为线下场所与服务展示以及预付会员卡交易能力
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、会议大屏展示、游戏互动、强大的数据系统及多维度统计报表的特征
智慧外卖	针对外卖业的垂直解决方案，其特征为移动订餐、在线支付、开具收据、配送、移动社交网络营销、促销及顾客会员制管理服务
智慧旅游	专为传统旅行社设计的完整解决方案，通过提供在线功能（如微信营销、在线销售、订单管理、会员管理和数据分析）帮助旅行社拓宽销售渠道及提高其营销及获客能力

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 5: 营销云产品简介

产品	定位和特征
微站	针对移动网站建设者, 具有丰富的模板及组件库, 完美兼容微信小程序和微信公众号及方便快捷地发布移动网站的特点
广告助手	针对商户的一站式营销解决方案, 具有一系列工具以管理、监控及优化广告准备、预算分配及媒体选择等线上营销活动
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等需求的解决方案
销售推	帮助企业销售提升获客能力的智能解决方案, 从名片小程序、智能获客、客户管理、人人销售四个方面, 提升企业销售能力, 沉淀企业流量资产。

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

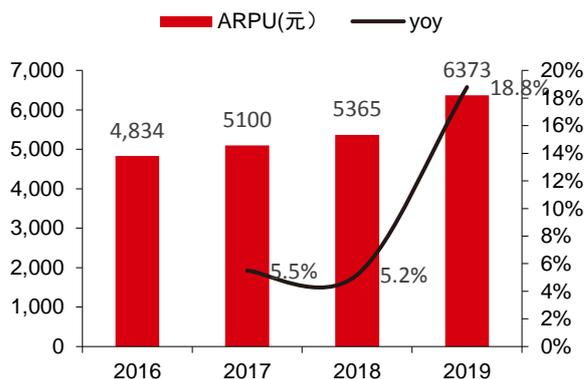
**整体付费用户数及 ARPU 稳健增长, 流失率创新低。**随着社交电商及直播电商的快速发展, 公司 SaaS 产品付费商户数及 ARPU 增长较为稳健。2019 年, 公司付费商户数为 79,546 家, 同比增长 22.96%, ARPU 值为 6,373 元, 同比增长 18.79%, 流失率为 22.2%, 同比下降 4.6pcts。我们以 ARPU/流失率测算 LTV, 预计公司单付费商户 LTV 为 28,707 元, 通过合约成本+员工费用测算公司 CAC, 预计 2019 年单用户 CAC 为 14,619 元。公司近三年 LTV/CAC 预计在 2.0 左右, 未来随着客户结构改善有望带动 LTV/CAC 的提升。

图 34: 微盟付费商户数 (家) 及增长情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 35: 微盟付费商户 ARPU 值情况



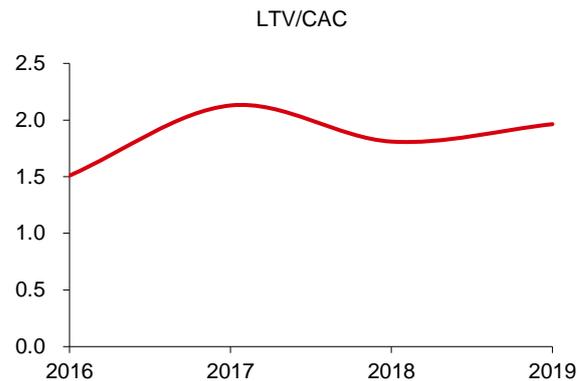
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 36: 微盟付费商户流失率情况



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 37: 微盟付费商户 LTV/CAC 变化



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算

**产业投资加强线下垂直市场布局, 发力大客市场。**随着公司产品发展成熟, 以及腾讯智慧零售的推动下, 公司不断拓展线下垂直市场。近三年以来, 公司通过自研、并购等方式, 拓展线下零售、餐饮、酒旅等垂直赛道, 拓展线下垂直领域, 大力发展线下大客市场。同时, 微盟集团与南京华映资本、上海双创投资中心等企业分别联合成立了产业基金, 寻求其他相关 SaaS 公司以及产业上下游投资机会, 完善微盟云生态布局。

表 6: 微盟集团近三年投资并购项目

项目	投资时间	轮次	投资金额	投后估值
秒影工场	2020.06	天使轮	千万级人民币	5000 万人民币
商有	2020.04	A 轮	数千万人民币	
	2018.05	Pre-A 轮	数千万人民币	
雅座	2018.04	天使轮	未披露	
	2020.02	并购	1.14 亿人民币	1.79 亿人民币
向蜜鸟科技	2018.05	并购	未披露	

资料来源: 鲸准, 中信证券研究部

### 智慧零售: 数字化建设赋能线下门店, 品牌大客规模持续高速增长

区别于微商城等产品, 智慧零售产品更为垂直细分, 公司聚焦于箱包服饰、美妆等品牌商, 主要提供门店数字化、商品数字化以及会员信息数字化建设赋能商户, 帮助提升店铺搭建、营销引流、客户转化、品牌运营、库存周转以及数字分析等能力。

- 1) 搭建: 基于 LBS 的线上门店建设及相关营销插件、会员系统建设;
- 2) 引流: 线上流量引导至线下消费, 线上线下会员统一管理, 实现精细化推广运营;
- 3) 转化: 搭建智能导购系统, 实现导购与消费者的深度绑定, 销售目标的分配与激励, 用户画像的深度分析等功能, 赋能导购, 提升门店销售转化率及用户复购率。
- 4) 运营: 通过商品数字化, 建立统一商品信息库共享商品信息, 实现各个商品的同步上线, 以及将部分商品分配至不同门店等功能, 提升运营效率。

5) 周转：搭建“进销存”一体化系统，实现线上线下的数据互通，支持线上订单门店配送、库存数值预警、多门店间库存调拨等功能，提高门店库存周转率及管理效率。

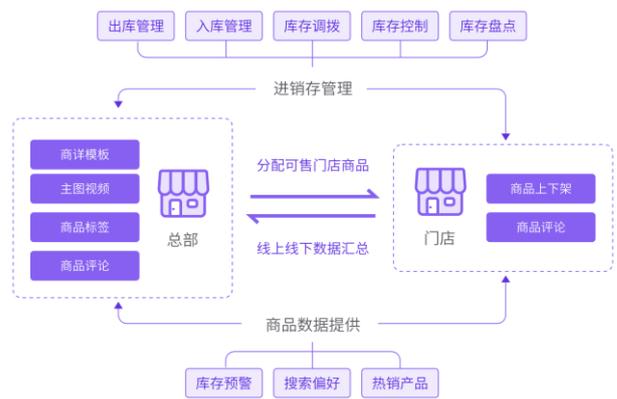
6) 分析：基于运营数据，针对消费者画像、营销效果、单店经营情况及订单管理数据等多维度分析，提升后续经营效率。

图 38：微盟集团智慧零售解决方案核心功能



资料来源：微盟集团官网

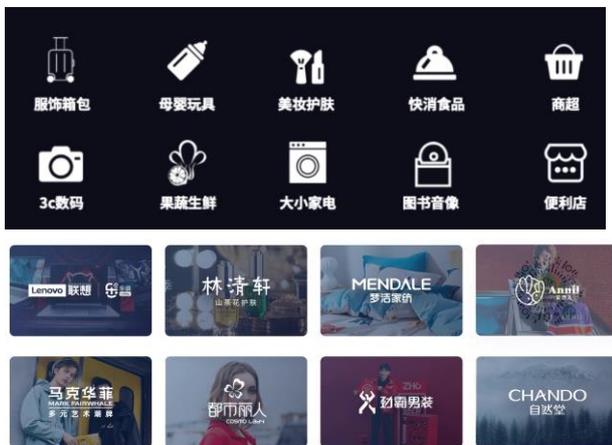
图 39：智慧零售商品数字化管理流程



资料来源：微盟集团官网

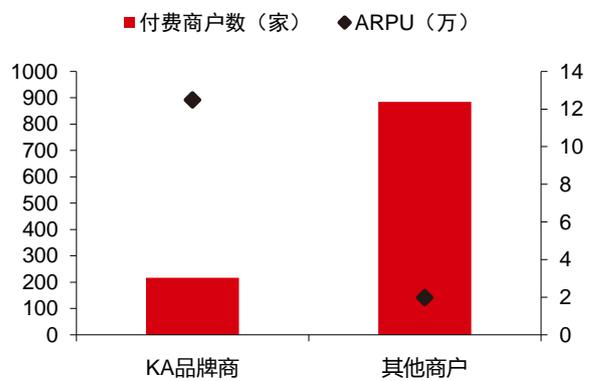
销售以直销顾问模式为主，产品以门店数量定价，主打大客市场，长期增长驱动强劲。公司智慧零售产品主要面向具有多家门店的腰部及头部品牌商客户。销售模式上，主要通过销售顾问（约 30 人）与品牌商总部签约。收费模式方面，针对腰部商户，按照功能权限不同，按照 19800-69800/年的订阅收费；针对大型品牌商，主要通过 1000 元/门店/年的模式收费。2019 年，公司智慧零售收入达 4474.3 万元，付费商户数达 1101 家，ARPU 值为 4.1 万元，其中 KA 品牌商户数量达 217 家，ARPU 值达 12.5 万元。我们认为，长期新零售业态驱动下以及短期疫情催化下，品牌商门店信息化建设需求旺盛，预计公司智慧零售 SaaS 产品未来将持续维持高速增长态势，有望成为未来 3 年的核心高增长驱动。

图 40：微盟集团智慧零售覆盖行业及典型客户



资料来源：微盟集团官网

图 41：微盟集团 2019 年智慧零售付费商户结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 智慧餐饮：整合雅座、商有，推出“三店一体”餐饮 SaaS 综合解决方案

智慧餐厅主要是针对餐饮商户，以微信小程序与微信公众号的方式，整合在线点餐、外卖、营销、会员及支付等多种功能，并通过微信营销吸引顾客光顾线下餐厅，并通过激励现有客户为商家推介新客户，拉升会员转化率和客户留存率。

**投资整合雅座、商有，加强外卖、餐饮门店等运营能力及大客销售能力。**2020 年 2 月，微盟以现金对价购买（0.35 亿元）及认购（0.8 亿元）雅座新增股份，交易完成后，微盟餐林将持有雅座 63.83% 股份，雅座将成为微盟集团附属公司。雅座主营业务为 KA 餐饮商户收银（前台）、会员管理（中台）、供应链管理（后台）等一体化解决方案服务商，累计注册商户达 9,115 家，覆盖 318 个城市。2020 年 4 月，公司完成对商有 A 轮融资的投资，连续三轮持续参与商友融资。商有主要通过“外卖代运营+云小店小程序+云管家中台+云配送中台”的立体式战略布局，为餐饮企业提供外卖全流程服务。

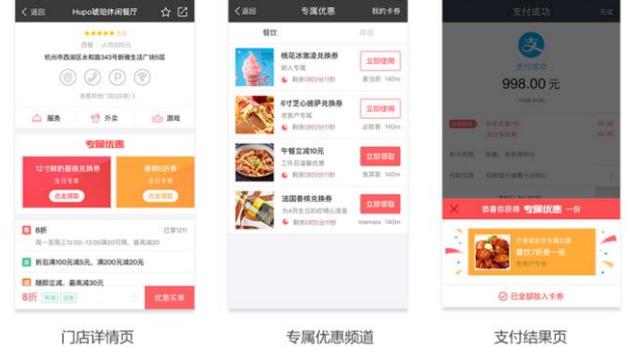
我们认为，产品上，整合雅座、商有在加深公司会员管理服务竞争优势的同时，也为公司带来了收银、供应链管理相关能力，形成集会员、收银、外卖、点餐、预订、供应链等多个功能深度融合的一体化智慧餐厅解决方案。

图 42：雅座核心产品 - 雅座收银



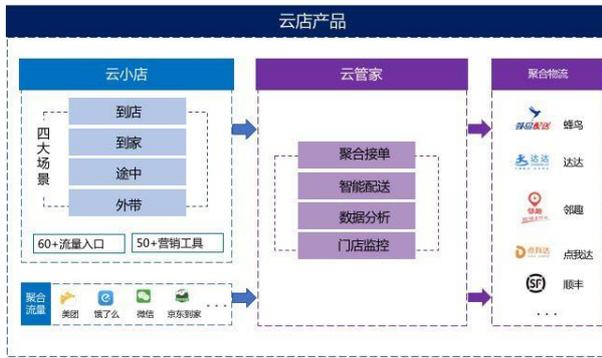
资料来源：微盟集团官网

图 43：雅座核心产品 - 小雅 CRM（口碑 APP 营销展示）



资料来源：雅座官网

图 44：商有核心产品 - 云小店、云管家功能概览



资料来源：商有官网

图 45：商有外卖代运营服务概览

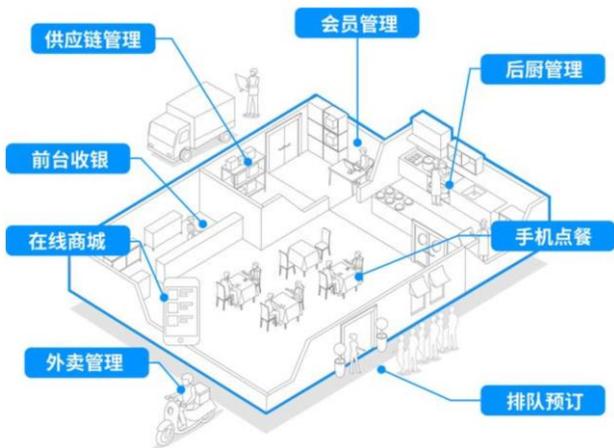
- 运营专家店铺诊断**  
包括门店基本信息、自运营订单设置、商品、类目设计、用户画像数据分析、配送管理、店铺整体装修等46个纬度进行分析诊断
- 商圈外卖数据调研**  
对在商圈外卖市场做整体调研，包括品类、竞对、体量等调研获得数据对商户做有利有据的策略调整
- 打造爆款外卖店**  
根据品牌调性装修店铺、专人拍摄菜品图片、双平台店铺差异化、定制化营销方案等
- 数据指导精细化运营**  
精细化运营解决痛点，异常排查、退单差评预警；双平台分级差异化运营管理，让回头客变成回头客
- 资源位特享**  
获得定制化资源曝光、提升品牌影响力，产品复购率；提高进店转化率、下单转化率
- 大数据驱动**  
消费数据分析；市场需求分析；菜品结构调整；曝光、转化、复购率等分析

资料来源：商有官网

**完善一体化智慧餐饮解决方案，推出“三店一体”模式。**2020年5月，公司成立智慧餐饮子公司，下设智慧餐厅、雅座收银、雅座会员、成本管家和商有外卖五大业务线，形成集会员、收银、外卖、商城、点餐、预订、供应链管理为一体的全场景一体化数字化解决方案。6月，公司提出——“三店一体”运营模式，核心即堂食、外卖、商城这三个应用场景的会员一体化。通过“三店一体”的模式，商家将“堂食+外卖+商城”应用场景下原本割裂的业务、数据、运营、系统一体化，形成属于自身的完整的私域流量系统，统一运营和管理。

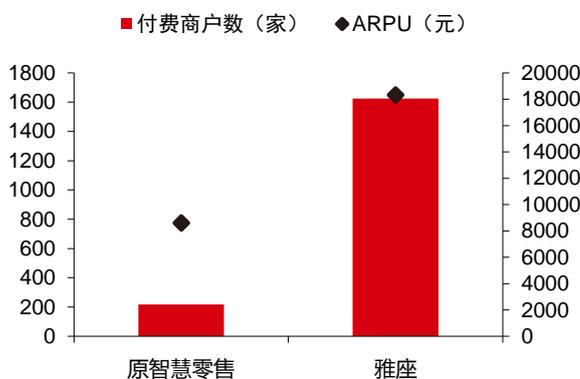
**客户基础稳固，大客销售能力较强，产品整合完成后有望在2021年贡献较大业绩增量。**2019年，公司原有智慧餐饮商户数量达4602户，收入占SaaS总收入7.8%，ARPU为8619元。雅座方面，2019年末雅座付费商户数为1,625家，流失率为11.6%，ARPU值为18,355元，门店数量达5,944家，GMV为155亿元人民币。我们认为，公司基于微盟+雅座+商友，客户基础较为稳固。销售方面，KA客户是未来SaaS服务商的销售重点，借助于雅座服务KA商户的经验，有望协助公司持续渗透大型餐饮目标商户，并形成顾问团队主打头部餐饮客户、直销团队主打腰部客户、渠道销售主打尾部餐饮客户的阶梯式销售模式。随着公司2020年产品及团队整合完成，智慧餐饮有望成为公司另外一大业绩增长驱动。

图 46：微盟智慧餐饮核心能力一览



资料来源：微盟集团官网

图 47：智慧餐饮、雅座 2019 年付费商户及 ARPU 情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

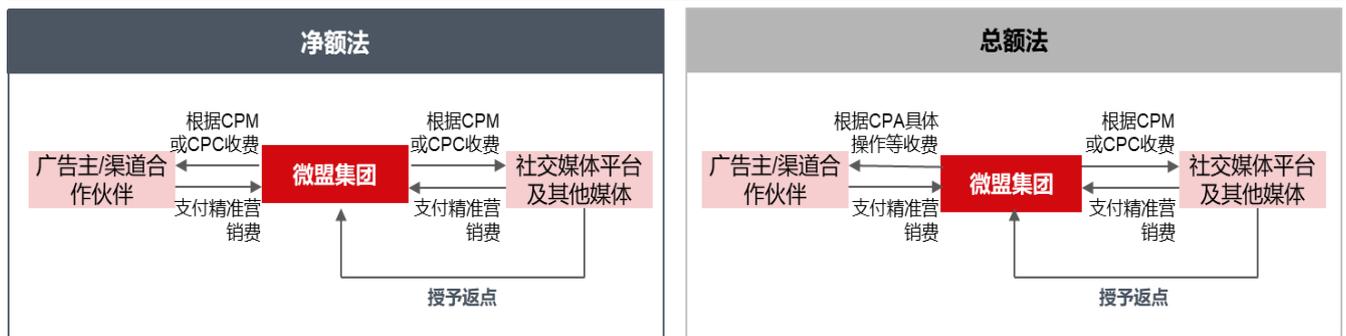
### 精准营销：腾讯社交广告及抖音短视频核心代理商

公司精准营销业务主要为广告代理业务，根据不同的业务模式，精准营销业务分别按照净额法和总额法确认收入，区分标准为微盟是交易的代理人还是委托人。

**净额法：**微盟向商户按每千次展示成本 CPM /每次点击成本 CPC 方式计费，以相同的定价机制向媒体发布商支付广告流量购买费。该模式下，广告主自行决定广告投放形式和内容，微盟不就广告效果作出任何承诺且不拥有媒体广告空间，微盟仅担任交易的代理人 and 中间人。故微盟使用净额法，以媒体发布商的返点为收入，毛收入为扣除广告流量成本、销售折扣和增值税前的收入，扣除后即得净额法下的收益。销售成本指附加税。

**总额法：**微盟向商户按效果（注册、下载或安装）CPA 方式计费，按每千次展示成本 CPM/每次点击成本 CPC 方式向媒体发布方支付费用。该模式下，微盟向客户提供全方位的广告投放服务，决定和控制媒体发布平台及投放方式，可见微盟为交易的委托人。因此微盟使用总额法，把向商户收取的价格全部计收入，毛收入为扣除销售折扣和增值税前的收入。销售成本为向媒体发布商购买广告流量的成本、精准营销运营团队的员工成本及附加税，而媒体发布商授予的返点是销售成本的减项。

图 48：净额法和总额法两种收入确认方法



资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制

**媒体资源丰富，微盟为腾讯社交广告核心代理商。**2019 年，公司广告业务实现毛收入 52.8 亿元，其中约 40 亿元来自于腾讯渠道，约 10 元左右来自头条渠道。公司去 AMS 方面，公司连续 3 年荣获腾讯广告区域及中长尾渠道最佳服务商。截至目前，微盟持有腾讯广告颁发的 12 个区域牌照（江苏省、上海市、浙江省、安徽省、重庆市等）和 3 个行业牌照（直营电商、自媒体、湖南省区域房产等）。同时微盟也是 KA 重点服务商，持有 2019 年下半年金牌服务商、2020 年上半年核心服务商的资质。同时，公司业务除腾讯系产品外，也于 2019 年接入头条巨量引擎，为公司广告业务贡献业绩增长驱动。

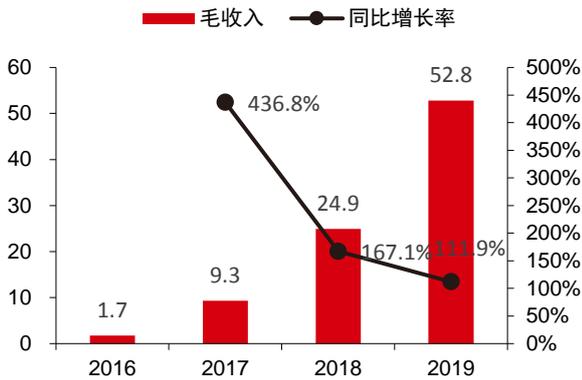
表 7：微盟集团腾讯广告牌照信息

公司	类型	牌照	备注
盟聚	AMS 区域核心服务商	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：政务、旅游、3C 快消零售、生活服务、娱乐彩票、金融、商务服务、房产中介）
			直营电商行业核心服务商（仅限区域及中长尾团队相关独有政策涉及范围）
盟耀	KA 重点服务商	3 个行业牌照	自媒体行业核心服务商（仅限区域及中长尾团队相关独有政策涉及范围）
			湖南省区域房地产行业唯一授权服务商（除长沙市）（仅限区域及中长尾团队相关独有政策涉及范围）

资料来源：腾讯广告，中信证券研究部

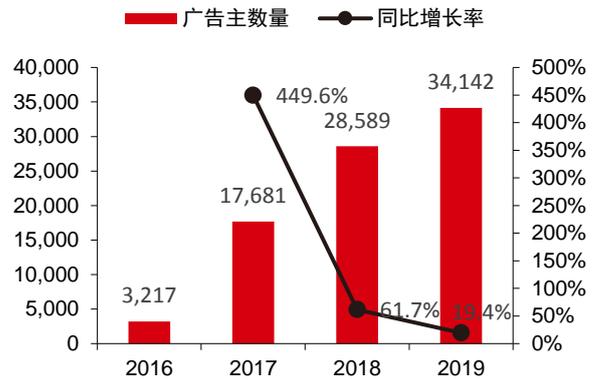
**精准营销毛收入、广告主数量、ARPU 和复投率保持高速增长。**2017-2019 年，公司精准营销毛收入为 9.3 亿/24.9 亿/52.8 亿，增长率分别为 437%/167%/112%。广告主数量分别为 1.8 万/2.9 万/3.4 万户，增长率分别为 450%/62%/19%。平均单个广告主开支为 5.3 万/8.7 万/15.5 万元，增长率分别为-2%/65%/77%。2016-2019 年，复投率分别为 34.9%/50.6%/55.4%/68.3%，呈稳定上升趋势。我们认为，未来 3 年公司精准年营销业务有望持续受益于腾讯社交广告及头条短视频广告增长红利，维持持续高增长态势。

图 49: 精准营销毛收入 (单位: 人民币亿元)



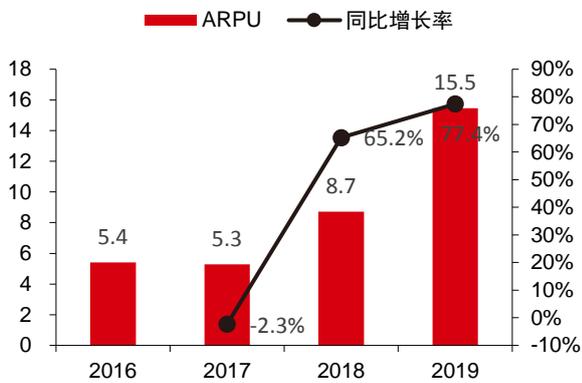
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 50: 广告主数量 (单位: 户)



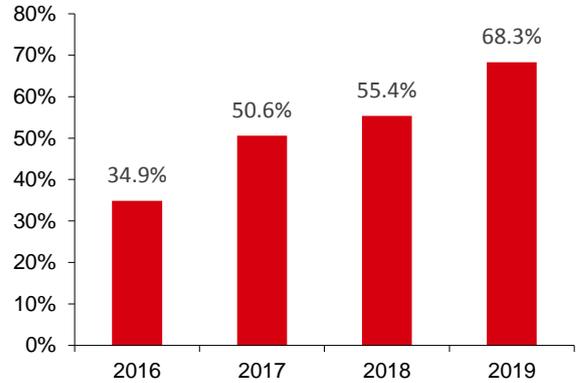
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 51: 精准营销 ARPU (单位: 人民币万元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 52: 精准营销复投率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

## 风险因素

- 宕机事件的赔付风险;
- 雅座、商有等智慧餐饮业务线整合不及预期;
- 零售及餐饮 SaaS 推广不及预期;
- 宏观经济影响下, 获客及续费不及预期;
- 精准营销不及预期。

## 投资建议

### 盈利预测

暂不考虑雅座并表及宕机赔付冲抵收入的影响, 我们预计公司 2020-2022 年 SaaS 业

务有望实现营收 7.2/9.3/11.5 亿元，同比增长 41.2%/30.6%/22.9%，SaaS 营收增长驱动主要来自付费商户数的增加，以及公司客户结构转型带来的 ARPU 值提升。广告业务方面，受益于腾讯 KA 渠道及头条 KA 渠道广告业务的快速增长，我们预计 2020-2022 年公司有望实现毛收入 85.2/112.5/134.0 亿元，同比增长 61.4%/32.0%/19.1%，预计公司精准营销收入达 13.9/18.3/21.8 亿元，同比增长 49.2%/21.6%/19.6%。综合两项业务，我们维持公司 2020-2022 年营收预测为 21.0/27.6/33.3 亿元，同比增长 46.4%/31.3%/20.7%，维持 2020-2022 年调整后净利润预测为 0.7/2.3/3.0 亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PS 估值为 10.9/8.3/6.9 倍。

**表 8：微盟集团营收预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	865.0	1436.8	2103.4	2761.4	3332.3
yoy	62.0%	66.1%	46.4%	31.3%	20.7%
SaaS (百万元)	347.1	507.0	715.8	934.7	1148.2
yoy	32.2%	46.1%	41.2%	30.6%	22.9%
% of total Rev	40.1%	35.3%	34.0%	33.8%	34.5%
付费商户数量 (家)	64695.0	79546.0	93596.1	107206.9	119949.6
yoy	25.6%	23.0%	17.7%	14.5%	11.9%
ARPU (元)	5365.0	6373.0	7647.6	8718.3	9572.7
yoy	5.2%	18.8%	20.0%	14.0%	9.8%
流失率	26.8%	22.2%	21.5%	20.5%	20.0%
新增付费商家数 (家)	26995.0	29223.0	31152.5	32798.0	34184.0
yoy	7.8%	8.3%	6.6%	5.3%	4.2%
精准营销 (百万元)	518.0	929.8	1387.6	1826.7	2184.0
yoy	90.9%	79.5%	49.2%	31.6%	19.6%
% of total Rev	59.9%	64.7%	66.0%	66.2%	65.5%
毛收入 (百万元)	2492.5	5281.1	8522.9	11254.3	13408.3
yoy	167.2%	111.9%	61.4%	32.0%	19.1%
广告主数量 (家)	28589.0	34142.0	44080.2	50614.6	55323.1
yoy	61.7%	19.4%	29.1%	14.8%	9.3%
ARPU (元)	87185.0	154680.0	193350.0	222352.5	242364.2
yoy	65.2%	77.4%	25.0%	15.0%	9.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

**表 9：微盟集团核心财务数据及预测**

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	865.0	1,436.8	2,103.4	2,761.4	3,332.3
增长率 YoY%	62.0%	66.1%	46.4%	31.3%	20.7%
调整后净利润(百万元)	50.9	77.3	70.2	233.1	303.3
增长率 YoY%	357.0%	51.9%	-9.2%	231.9%	30.1%
每股收益 EPS(基本)(元 RMB)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1

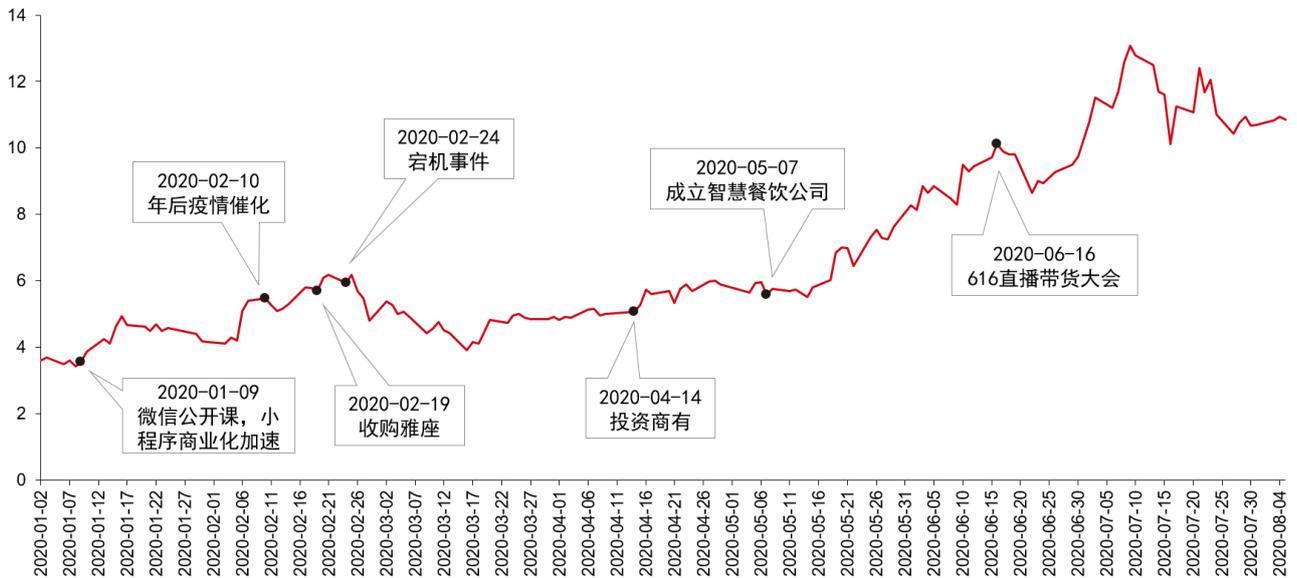
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利润 (百万元)	517.6	797.1	1,091.9	1,478.4	1,792.2
毛利率%	59.8%	55.5%	51.9%	53.5%	53.8%
每股净资产 (元)	-1.1	-0.9	-0.9	-0.8	-0.7
PS	26.5	15.9	10.9	8.3	6.9
P/毛利润	44.2	28.7	21.0	15.5	12.8
PE	449.6	295.9	325.9	98.2	75.4

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 估值及投资建议

今年以来，微盟集团累计涨幅超过 230%，公司股价上行驱动主要来自微信小程序商业化加速、疫情影响下线下门店线上信息化加速等因素带来的业绩催化，以及市场对于业绩增长确定性较强的 SaaS 类公司估值定价的提升。

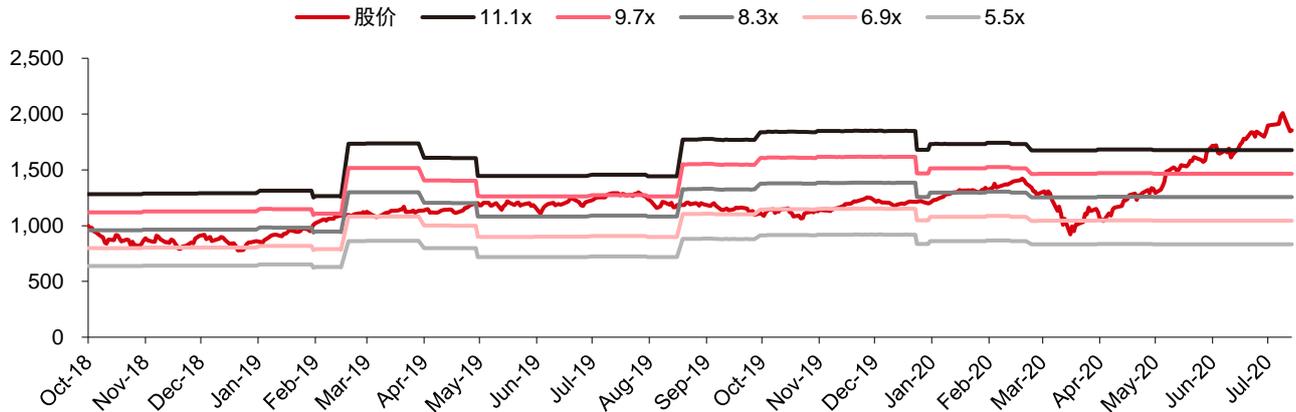
图 53：微盟集团 2020 年股价走势复盘



资料来源：Wind，中信证券研究部

全球流动性宽松背景下，市场对于 SaaS 类公司成长确定性的溢价持续提升，SaaS 指数 Bvp cloud index PS (TTM) 呈现稳定提升态势。我们持续看好微盟集团智慧零售及智慧餐饮 KA 客户拓展带来的高质量业绩增长以及精准营销业绩增长的高确定性，我们给予公司 SaaS 业务 2021 年 25x PS (考虑雅座并表后约 23x PS)，精准营销 2021 年 15x PE 估值，对应目标价 14.5 港元，重申推荐，维持“买入”评级。

图 54: bvp cloud index PS-Band (TTM)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

表 10: 微盟集团 SOTP 估值

业务	营业收入 (百万,RMB)			净利润 (百万,RMB)			估值方法	估值倍数	市值 (亿, HKD)
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E			
SaaS	715.8	934.7	1,148.2	/	/	/	P/S	25.0	259.4
精准营销	262.6	1,826.7	2,184.0	253.1	405.2	506.8	P/E	15.0	67.5
加总									326.8
股本 (亿股)									22.5
目标价 (HKD)									14.5

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	865	1,437	2,103	2,761	3,332
营业成本	347	640	1,011	1,283	1,540
毛利率	59.8%	55.5%	51.9%	53.5%	53.8%
销售费用	450	717	947	1,132	1,333
营业费用率	52.0%	49.9%	45.0%	41.0%	40.0%
管理费用	151	130	168	193	233
管理费用率	17.5%	9.0%	8.0%	7.0%	7.0%
其他收入及经营	-16	-67	-50	-50	-50
营业利润	-42	38	52	228	301
营业利润率	-4.8%	2.6%	2.5%	8.3%	9.0%
净利息收入及其他损益	-1,049	291	6	5	3
利润总额	-1,091	328	58	233	304
所得税	1	17	3	12	15
所得税率	-0.1%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	-1,091	311	55	221	289
调整后净利润	51	77	70	233	303
归属于母公司股东的净利润	-1,089	318	54	217	283
调整后净利率	5.9%	5.4%	3.3%	8.4%	9.1%

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	-1,091	328	58	233	304
折旧和摊销	22	0	68	89	114
其他非现金项目加回	1,082	0	8	11	13
营运资金的变化	-272	0	-421	-427	-213
其他经营现金流	-5	-12	-3	-12	-15
经营现金流合计	-264	316	-289	-106	203
资本支出	-11	-11	-8	-9	-10
已付开发成本-投资活动	-62	-117	-147	-205	-250
其他投资现金流	-38	-540	193	200	0
投资现金流合计	-111	-668	38	-14	-260
融资现金流合计	455	1,856	-300	0	8
现金及现金等价物净增加额	81	737	-551	-120	-49

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	128	870	319	199	150
应收账款及应收票据	79	156	181	264	322
合约资产-流动资产	130	148	215	301	350
其他流动资产	509	1,288	1,588	2,071	2,464
流动资产	846	2,855	2,502	2,835	3,286
固定资产	17	21	23	25	25
无形资产	57	139	174	230	293
开发支出	28	17	66	134	218
合约资产-非流动资产	63	40	72	112	114
其他非流动资产	69	62	62	61	61
非流动资产	234	449	567	733	881
资产总计	1,081	3,304	3,070	3,568	4,166
银行借款	80	300	-	-	8
应计负债及其他应付款项	270	563	400	490	626
合同负债-流动负债	263	293	415	542	666
其他流动负债	0	3	3	3	3
流动负债	613	1,174	832	1,050	1,317
非流动负债	2,900	140	184	233	261
负债合计	3,513	1,314	1,016	1,282	1,578
股本及股本溢价	-	2	2	2	2
储备	-1,170	-1,127	-1,119	-1,108	-1,094
留存收益	-1,262	-954	-900	-683	-399
少数股东权益	-1	-0	1	5	11
股东权益合计	-2,434	-2,080	-2,016	-1,783	-1,481
负债及权益总计	1,081	3,304	3,070	3,568	4,166

#### 主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率					
营业收入	62%	66%	46%	31%	21%
营业利润	-1621%	-190%	38%	338%	32%
调整后净利润	357%	52%	-9%	232%	30%
利润率 (%)					
毛利率	60%	55%	52%	54%	54%
调整后净利率	6%	5%	3%	8%	9%
EBIT Margin	-121%	20%	0%	0%	-1%
EBITDA Margin	4%	20%	0%	0%	0%
回报率 (%)					
净资产收益率	-24%	-25%	11%	13%	14%
总资产收益率	40%	3%	7%	9%	9%
其他 (%)					
资产负债率	325%	40%	33%	36%	38%
所得税率	0%	5%	5%	5%	5%

## 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.。如对本报告有任何疑问，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）受澳大利亚证券和投资委员会监管，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。