

2019年07月15日

SaaS 业务与智能营销业务两翼齐飞，深耕中小企业服务市场

增持（首次）

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 王建会

021-60199793

wangjianhui@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	865	1303	1801	2315
同比（%）	62.0%	50.6%	38.2%	28.6%
归母净利润（百万元）	-1091	97	181	304
同比（%）	38574.3%	108.9%	85.9%	67.9%
每股收益（元/股）	-0.54	0.05	0.09	0.15
P/E（倍）	-8.2	92.3	49.6	29.6

投资要点

- 产业资本加持，营收持续实现高增长，亏损收窄，业务指标表现优异：**公司为基于微信生态的中小企业服务第三方服务商，业务主要包括零售 SAAS 服务业务和精准营销服务。从经营层面来看，公司收入方面在 SAAS 业务和智能营销业务双拉动下，持续实现高速增长，其中 2018 年公司收入达到 8.65 亿元，同比增长 62%，随着公司 B 端业务体量的增加，业务增长的潜力将逐步释放，预计未来三年内有望持续保持高速增长；公司业务方面，亏损率有所收窄，亏损主要原因为营销成本过高，15/16/17/18 年销售及分销开支与收益的比值分别为 91.1%、107.0%、56.0%、52.0%，我们预期随着业务规模的增加销售费用占比下降将迎来盈利拐点。从主要业务业务指标来看，软件订阅业务付费商户数量从 2015 年的 23859 个增加到 2018 年的 64695 个，同时单商户的 ARPU 稳步增长，另外业务流失率逐渐下降，16/17/18 年流失率分别为 48.7%、27.2%、26.8%；精准营销业务，2018 年广告主数量达 28589 个，增速为 61.7%，ARPU 为 87185 元，增速为 65.2%，复投率为 55.4%，提高 4.8 个百分点，公司业务结构逐步优化，合作中小企业商户稳步增长，留存率及广告复投率都有所提升。
- 业务发展—统一定制相结合、拓展落地场景、拓展流量、多元化赋能：**在业务层面，公司深耕中小企业服务市场：1、公司实施统一与定制化相结合的服务路线，SAAS 产品提供统一的解决方案，PaaS 平台提供定制化的服务；2、公司在底层系统的基础上，针对垂直领域提供不同的解决方案，建立起多场景、垂直化的商家服务生态；3、两块业务协同发展，打造一站式的服务体系；4、公司在基于腾讯流量基础，拓展其他平台流量体系，拓展流量渠道。
- 行业状况—基于腾讯流量体系，去中心化下为 B 端赋能潜力可期：**自 14 年起由于 SaaS 业务在降低中小企业存储成本、功能快捷更新等方面的优势，行业迎来快速增长期，我们预计未来有望持续保持较高速增长；另外由于电商的逐步的去中心化，基于微信流量的第三方中小电商服务行业兴起规模持续扩大，公司依据自身产品及大数据积累等方面优势，逐步夯实龙头地位，未来基于腾讯流量体系，在去中心化的趋势下为 B 端赋能的潜力值得期待。
- 盈利与投资评级：**我们预计 2019-2021 年营业收入为 13.03 亿、18.01 亿、23.15 亿元，归母净利润分别为 0.97 亿、1.81 亿、3.04 亿元，对应当前股价 PE 分别为 92、50、30X，看好公司发展前景，给予“增持”评级。
- 风险提示：**对于腾讯平台较为依赖的风险；产品开发及完善滞后市场发展的风险；渠道合作伙伴流失的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	5.09
一年最低/最高价	1.99/6.72
市净率(倍)	-3.70
港股流通市值(百万港元)	10237.80

基础数据

每股净资产(元)	-1.21
资产负债率(%)	325.1
总股本(百万股)	2011.36
流通股本(百万股)	2011.36

相关研究

内容目录

1. 微盟集团：产业资本加持，亏损持续收窄，TO B 业务增长潜力逐步释放	5
1.1. 业务基于微信生态，SaaS 服务收费和精准营销为变现方式.....	5
1.2. 收入持续保持高增长，TO B 业务模式潜力逐步释放.....	5
1.3. 单项业务毛利率平稳，推广成本占比下降，经营亏损收窄.....	11
2. 业务发展：统一定制相结合、拓宽落地场景、拓展流量、多元化赋能	14
2.1. 统一与定制结合：SaaS 产品提供统一解决方案，PaaS 平台提供定制服务.....	14
2.2. 横向与垂直结合：多场景扩展，建立垂直化的商家服务生态.....	19
2.3. 协同变现：两块业务协同发展，打造一站式服务体系.....	20
2.4. 流量拓展：积极拓展腾讯及其他平台流量.....	21
3. 行业状况：基于腾讯流量体系，去中心化下为 B 端赋能潜力可期	22
3.1. 企业级 SaaS 行业：微信营销 SaaS 应用快速增长.....	22
3.2. 基于微信的第三方服务行业：.....	23
3.3. 云端商业及营销服务行业：中小企业市场未来增长潜力可期.....	24
3.4. 精准营销：腾讯生态系统内中小企业占比上升.....	25
4. 他山之石：Shopify——海外 SaaS 电商平台	25
4.1. 业务介绍：提供一站式电子商务解决方案，收入主要来源于软件订阅和支付交易费.....	25
4.2. 财务分析：2018 年营收增长达 67.4%，仍处在亏损期.....	27
5. 盈利预测	30
5.1. 收入预测.....	30
5.2. 毛利率预测.....	31
5.3. 运营费用预测：.....	31
5.4. 估值：.....	32
6. 风险提示	32

图表目录

图 1: 微盟集团 2015-2018 年收入构成及增长率 (单位: 百万)	6
图 2: 2015-2018 年 SaaS 产品业务营业收入及增长率 (单位: 百万)	6
图 3: 2015-2018 年合约负债数额及增长率 (单位: 千)	7
图 4: 各 SaaS 产品 2015-2018 年收入情况及增长率 (单位: 百万)	7
图 5: 历年 SaaS 服务商户数量变动情况及增长率 (单位: 个)	8
图 6: 历年 SaaS 服务每商户收益及增长率 (单位: 百万)	8
图 7: 2015-2018 年不同渠道推广成本 (单位: 百万)	9
图 8: 2015-2018 年精准营销业务总收入与增长率 (单位: 百万)	9
图 9: 精准营销业务不同收费方式收入情况 (单位: 百万)	10
图 10: 精准营销 2015-2018 年毛收入与增长率 (单位: 百万)	10
图 11: 精准营销业务 2015-2018 年广告主数量和单个广告主预算 (单位: 元)	11
图 12: 精准营销业务 2015-2018 年广告主复投率	11
图 13: 2015-2018 年毛利和增长率 (单位: 百万)	12
图 14: 2015-2018 年毛利率情况	12
图 15: 2015-2018 年收入组成构成情况	12
图 16: 2015-2018 年销售及分销开支占总收入比例情况 (单位: 百万)	13
图 17: 历年一般及行政开支与增长率 (单位: 百万)	14
图 18: 2015-2018 年经营利润与净利润的比较 (单位: 百万)	14
图 19: 微商城主要功能	15
图 20: 微商城扫码进入界面展示	15
图 21: 微站功能展示	16
图 22: 微站界面展示	16
图 23: 客来店功能展示	17
图 24: 客来店界面展示	17
图 25: 销售推功能展示	18
图 26: 微商城后台管理界面展示	18
图 27: 微盟垂直领域业务图	20
图 28: 对接微信流量示例	20
图 29: 营销推广链接直接对接腾讯广告平台示例	20
图 30: 腾讯历年社交及其他广告收入 (单位: 亿元)	21
图 31: 百度与知乎广告位示例	21
图 32: 今日头条广告收入与市场份额	22
图 33: 2019 年 1 月前十名 app 月活情况 (亿)	22
图 34: 2013-2020 年中国 SaaS 行业市场规模及预测	22
图 35: 企业用户最喜欢的 SaaS 应用排行榜	23
图 36: 2013-2022E 中国中小企业基于微信的第三方服务市场规模 (亿元)	23
图 37: 2017 基于微信的第三方服务市场竞争格局 (百万元)	24
图 38: 2017 基于微信的第三方服务市场付费人数 (千人)	24
图 39: 2013-2022E 中国云端商业及营销服务市场规模 (亿元)	24
图 40: 2017 年中小企业云端商业及营销服务市场竞争格局 (百万)	25
图 41: 2013-2022E 中国精准营销市场的市场规模 (十亿)	25
图 42: 腾讯系统内中小企业精准营销市场占比情况 (十亿)	25

图 43: Shopify 店铺示例	26
图 44: 公司 2014-2018 年收入增长状况 (单位: 亿元人民币)	28
图 45: 2012-2018 年公司净利润 (单位: 亿元人民币)	28
图 46: 公司营业成本 (单位: 百万人民币)	29
图 47: 公司毛利率变动	29
图 48: 公司细分费用占比	30
表 1: 2017 年与 2018 年各成本项目增量贡献率比较	13
表 2: 微盟云 (PaaS) 提供的第三方开发能力功能说明	18
表 3: Shopify2017 年-2018 年 MRR 与 GMV (单位: 千美元)	26
表 4: Shopify 与微盟的对比	27
表 5: 19-21 年营业收入预测	30
表 6: 19-21 年毛利率预测	31
表 7: 19-21 年销售及分销开支预测	31
表 8: 可比公司估值情况	32

1. 微盟集团：产业资本加持，亏损持续收窄，TO B 业务增长潜力逐步释放

微盟集团于 2019 年 1 月 15 日在香港联交所上市，微盟上市后三名创始人孙涛勇、方桐舒、游凤椿分别持股 15.97%、1.1%、3.53%，股权结构相对比较分散，另外腾讯通过 THLH Limited（腾讯子公司）增持 9682 万股，增持后持股比例达到 7.73%，显示了产业资本对于产业互联网方面的重视和持续布局，也彰显了产业资本对于公司未来前景的信心。

1.1. 业务基于微信生态，SaaS 服务收费和精准营销为变现方式

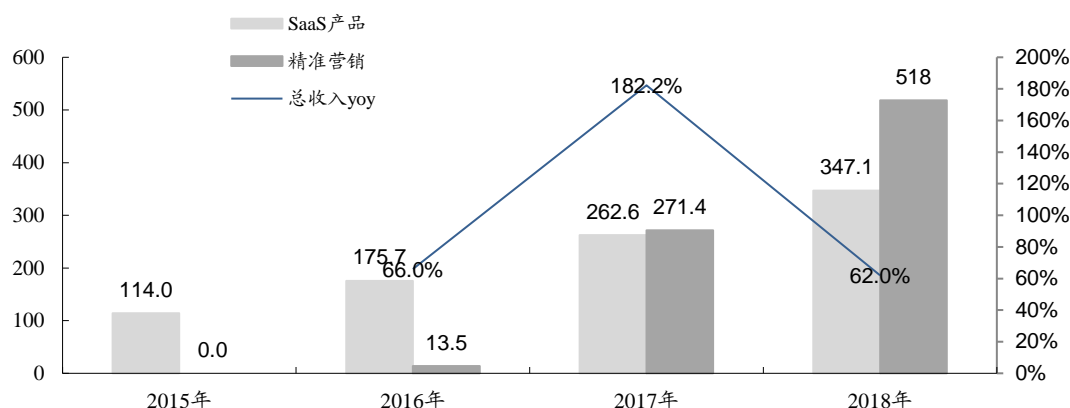
微盟属于微信生态，为微信的中小企业第三方服务提供商，按收益计算市场份额为 15.3%，主要业务为帮助传统零售向新零售转型的 SaaS 产品与面向中小企业的精准营销。SaaS 产品包括商业云，营销云和销售云，提供标准化服务，商业云产品提供统一的商业解决方案（微商城）以及垂直领域定制解决方案，包括智慧零售，客来店（线下门店），智慧餐厅，智慧酒店，智慧美业，智慧休娱，智慧会务，智慧外卖，智慧旅游；营销云提供客户关系管理服务，包括微站，广告助手，微盟表单；销售云主要提供新客获取功能，产品为销售推。另外公司开通了微盟云（PaaS）供第三方开发者使用，用于定制服务，截至 2018 年末，PaaS 平台微盟云有 400 多名开发者，近 600 个第三方应用。

精准营销业务可看作是 SaaS 产品的增值服务和大数据变现方式的一种，部分精准营销的广告主来源于 SaaS 产品的商户，目前微盟的主要媒体提供者包括微信朋友圈、微信公众号、QQ、QQ 空间、百度和知乎等，未来可能扩展今日头条等头部媒体。

1.2. 收入持续保持高增长，TO B 业务模式潜力逐步释放

公司营业收入持续保持高速增长，16/17/18 年营业收入分别为 1.89 亿，5.34 亿，8.65 亿，同比增长分别为 66.0%，182.2%，62.0%，其中精准营销收入占比逐渐提高，目前已成为营业收入增长的主要驱动力，我们认为营业收入在未来三年内有望持续保持高增长，一方面基于中小客户目前的渗透率还处于较低位置，客户数量有望保持持续增长，以及单用户 ARPU 仍有增长空间，另外一方面基于大数据的智能营销服务在客户端及在媒体有望持续实现拓展，另外基于大数据公司有望实现其他中小企业增值服务其他方面的营收突破。

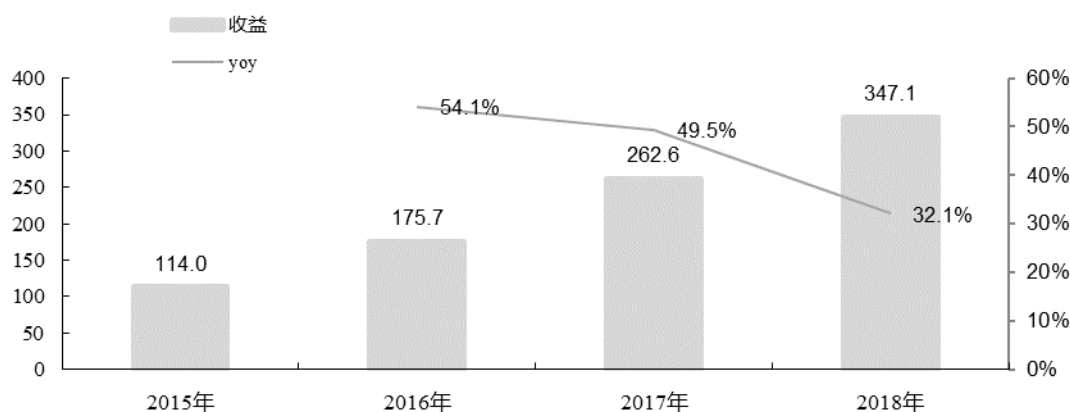
图 1: 微盟集团 2015-2018 年收入构成及增长率 (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

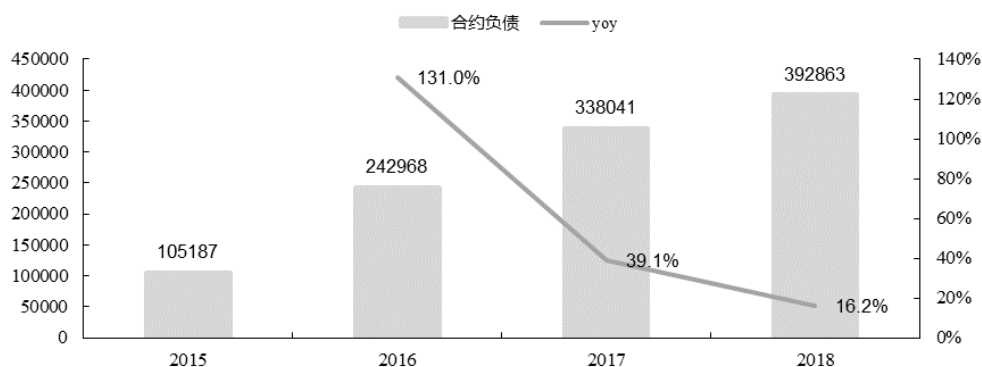
营业收入拆分——SaaS 服务: SaaS 产品营业收入 16/17/18 年分别为 1.76 亿、2.63 亿、3.47 亿, 同比增长分别为 54.1%、49.5%和 32.1%, 持续保持较高速增长, 合约负债从 15 年到 18 年也是逐年增长, 增速逐步放缓, SaaS 产品的营业收入增长的主要驱动力来自于商户的数量以及单个商户 ARPU, 未来商户数量受现有付费客户数、流失率以及推广力度的影响, 推广力度主要依赖于公司渠道合作商和直销队伍的数量。基于下文我们对于以上影响因素的分析, 我们认为公司 SaaS 业务已进入稳定增长期, 未来增长主要依靠客户数量的增加以及单用户 ARPU 的增长, 其中在客户方面, 逐步增加大客户的构成比例, 增加客户粘性, 开发一站式的服务形式预计将成为未来公司的重心, 我们预计 SAAS 服务未来三年的复合增速在 20%-25%之间。

图 2: 2015-2018 年 SaaS 产品业务营业收入及增长率 (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

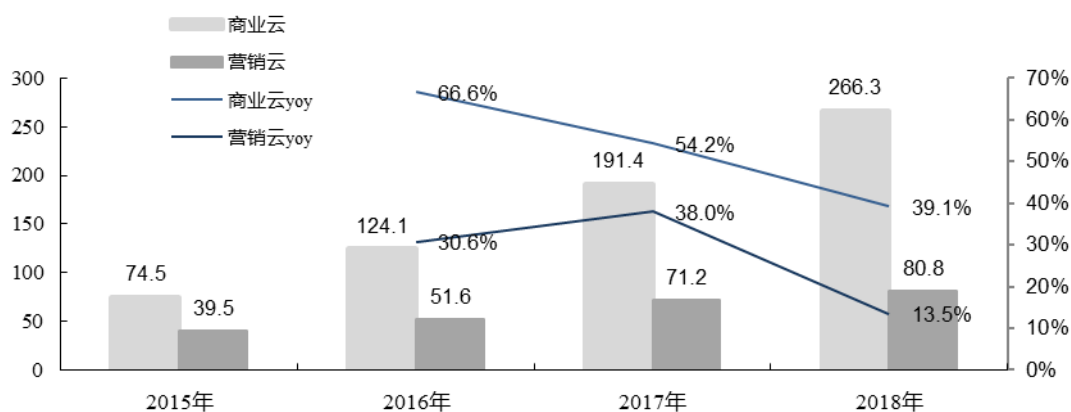
图 3: 2015-2018 年合约负债数额及增长率 (单位: 千)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从产品方面来看, SaaS 产品主要有商业云、营销云以及销售云, 商业云和营销云近三年均保持高速增长。其中商业云业务 16/17/18 年收入增长率分别为 66.6%、54.2%、39.1%; 营销云业务 16/17/18 年收入增长率分别为 30.6%、38.0%、13.5%。

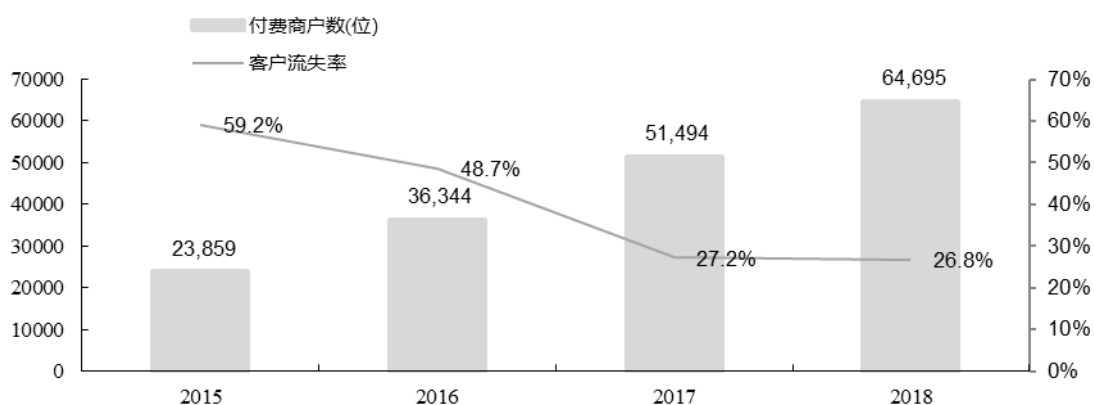
图 4: 各 SaaS 产品 2015-2018 年收入情况及增长率 (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

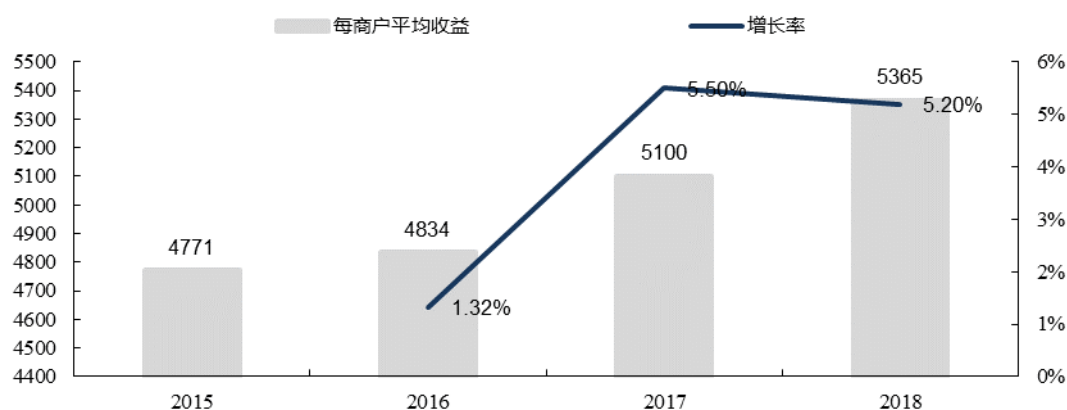
从 SaaS 产品业务指标方面来看, 付费商户数持续增加, 从 2015 年的 23859 个增加到 2018 年的 64695 个, 年复合增长率为 39.45%; 客户流失率逐渐下降, 从 2015 年的 59.2% 下降到 2018 年的 26.8%, 客户粘性逐渐增强, 流失率逐步降低, 预计未来三年流失率有望下降到 25% 以下; 另外单用户 ARPU 保持稳定增长态势, 15/16/17/18 年 ARPU 分别为 4771 元、4834 元、5100 元、5365 元, 其中 18 年 ARPU 增长率为 5.2%, 与 17 年 5.5% 基本持平, 我们预计未来三年内 ARPU 值增速有望持续保持稳定增长。

图 5: 历年 SaaS 服务商户数量变动情况及增长率 (单位: 个)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

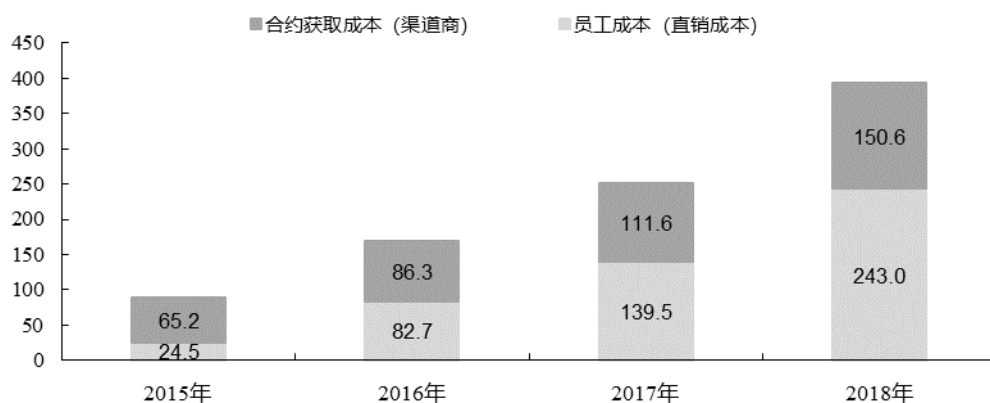
图 6: 历年 SaaS 服务每商户收益及增长率 (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

SaaS 产品推广有渠道合作商和直销两种。渠道获取成本计入合约获取成本中, 直销成本主要反映在员工成本里面, 公司两种推广模式的成本均呈现增长态势, 其中截至 18 年 6 月 30 日共有约 1500 家渠道合作伙伴, 15 年到 18 年软件产品的渠道合作伙伴的流失率分别为 8.1%、3.4%、5.2%及 3.7%, 渠道合作关系且分成比例较为稳定, 直销人员数量持续增长, 公司逐步加大建设自有推广团队的力度。

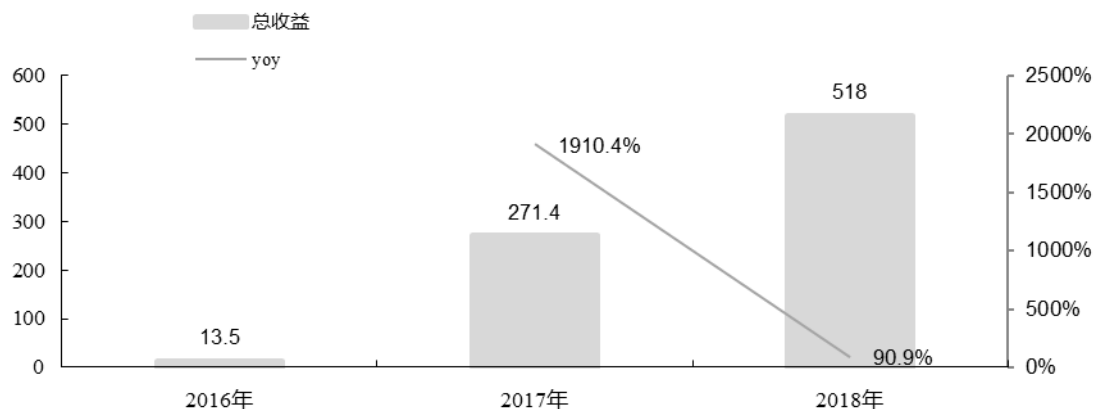
图 7: 2015-2018 年不同渠道推广成本 (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

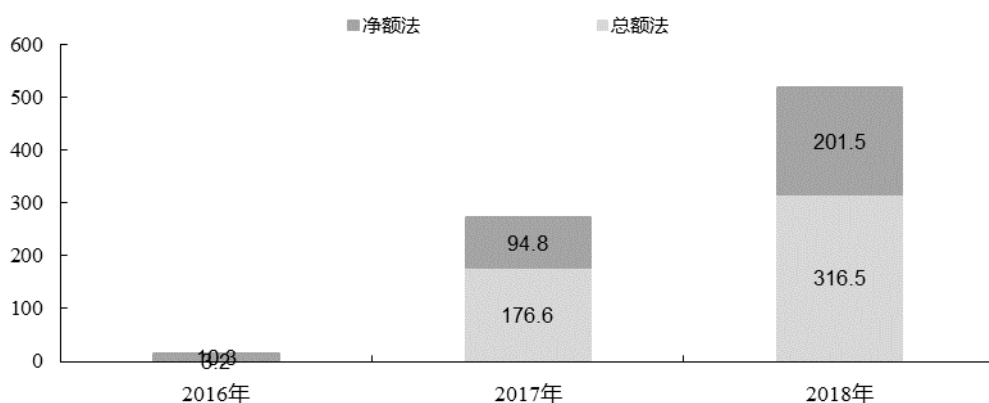
营业收入拆分-智能营销服务: 精准营销服务基本上从 2016 年开始, 2017 年收入增长率达 1910.4%至 2.71 亿元, 2018 年收入增长率达 90.9%至 5.18 亿元。精准营销业务按收入计算方式不同划分为按总额法计收益 (向商户按 CPA 方式计费, 向商户收取的价格全部计收入) 与按净额法计收益 (向商户按 CPM 或 CPC 方式计费, 以媒体方的返点计营业收入), 两种计费方式不影响毛利总额, 但会影响毛利率的大小, 总额法毛利率小于净额法毛利率, 18 年总额法收入增长率为 79.2%, 净额法收入增长率为 112.6%。

图 8: 2015-2018 年精准营销业务总收入与增长率 (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

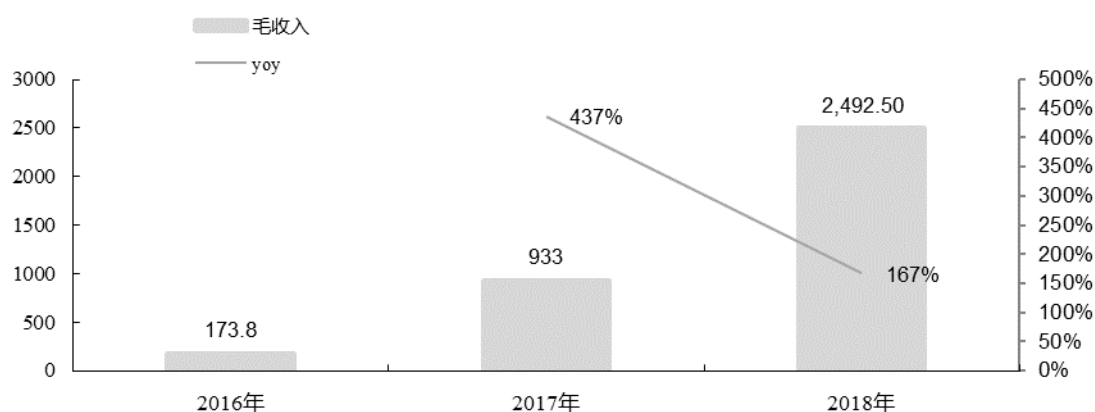
图 9：精准营销业务不同收费方式收入情况（单位：百万）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

精准营销业务规模增长明显。由于总额法和净额法统计收益口径不同，使用毛收入指标度量精准营销规模，总额法毛收入为不扣减税收和折扣的收入，净额法毛收入为不扣减向媒体方支付的流量费用和税收折扣之前的收入，可理解为直接向商户收取的费用。毛收入从2016年的1.74亿增长到2018年的24.93亿元，复合增长率达278.52%，预期随着商户数量和复投率的提高，未来收入仍将继续增加。

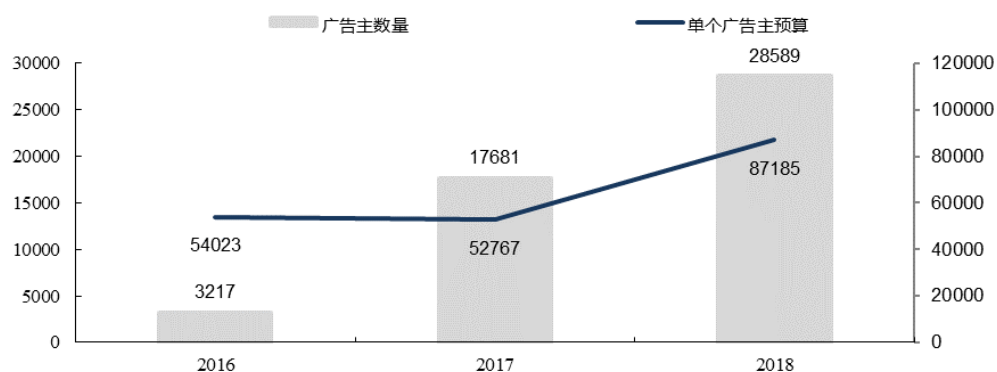
图 10：精准营销 2015-2018 年毛收入与增长率（单位：百万）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

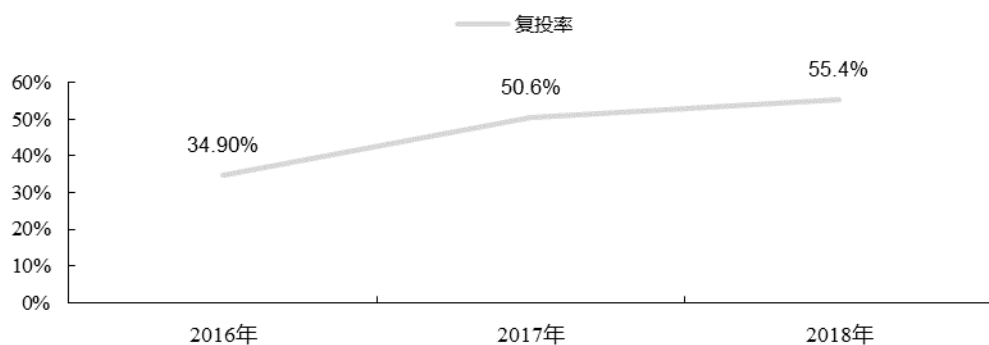
精准营销业务各项指标保持高速增长，预期将成为未来公司主要驱动力，精准营销收入主要跟踪两个指标：广告主增长及单广告主的预算情况，因此该业务收入受到未来广告数量增速、单个广告主预算情况和广告主复投率等的影响。2016/17/18年广告主数量分别为0.3万、1.8万、2.9万，2018年广告主数量增速为61.7%，三年平均复合增长率为198.1%；16/17/18年单个广告主平均预算分别为5.4万、5.3万、8.7万，2018年增速为65.2%，三年平均复合增长率为17.3%；16/17/18年广告主复投率分别为34.9%，50.6%，55.4%。

图 11: 精准营销业务 2015-2018 年广告主数量和单个广告主预算 (单位: 元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: 精准营销业务 2015-2018 年广告主复投率

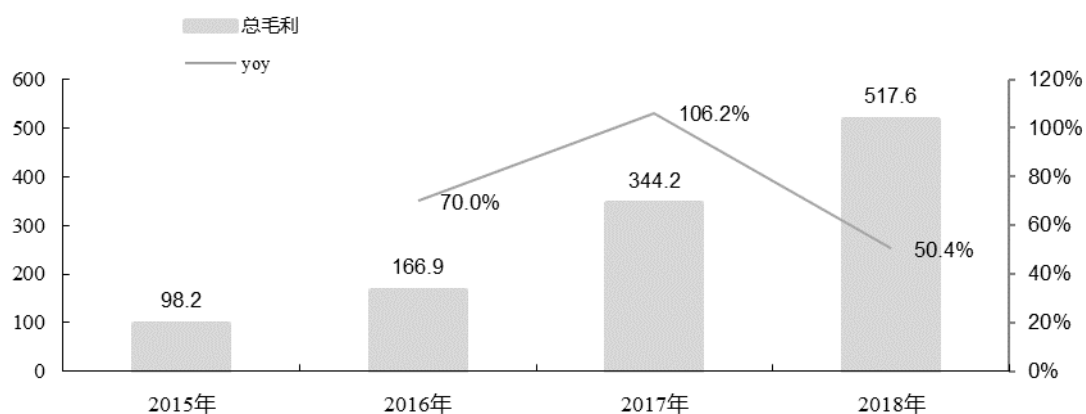


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 单项业务毛利率平稳, 推广成本占比下降, 经营亏损收窄

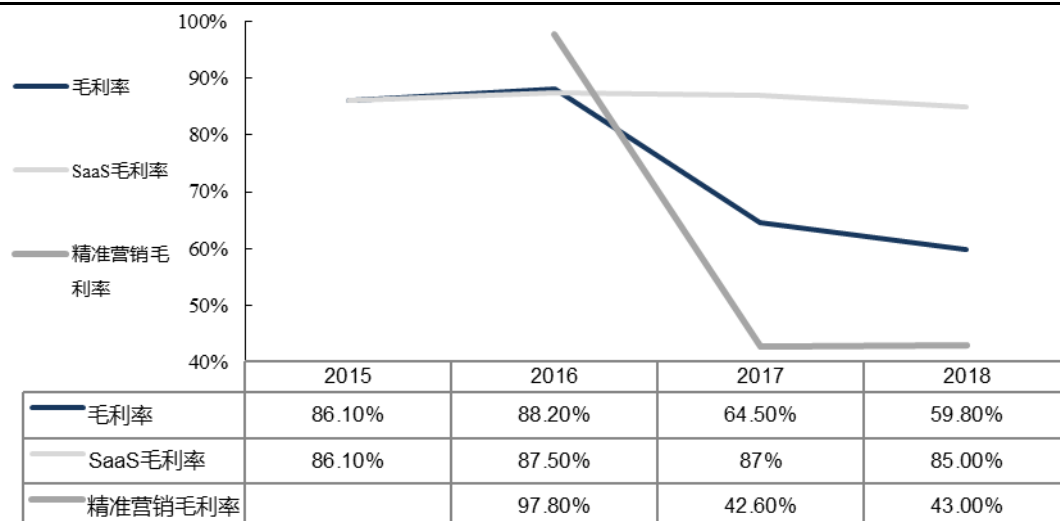
成本及费用拆分:受收入结构影响, 毛利率呈现下降趋势, 15/16/17/18 年毛利分别为 0.98 亿、1.67 亿、3.44 亿、5.18 亿, 16/17/18 年的增长率分别为 70.0%, 106.2%, 50.4%; **公司总体毛利率呈下降态势**, 主要由于收入结构的变化, 精准营销业务收入占比持续提升, 而精准营销业务的毛利率低于 SaaS 服务。**单项业务毛利率预期将持续平稳**, 2015 年到 2018 年 SaaS 产品毛利稳定在 85%左右; 精准营销毛利率除了 2016 年业务起步阶段, 仅按返点计收益且营销和行政成本低, 毛利率较高外, 2017 年和 2018 年毛利率企稳, 预期未来毛利率仍会稳定在 40%-45%。

图 13: 2015-2018 年毛利和增长率 (单位: 百万)



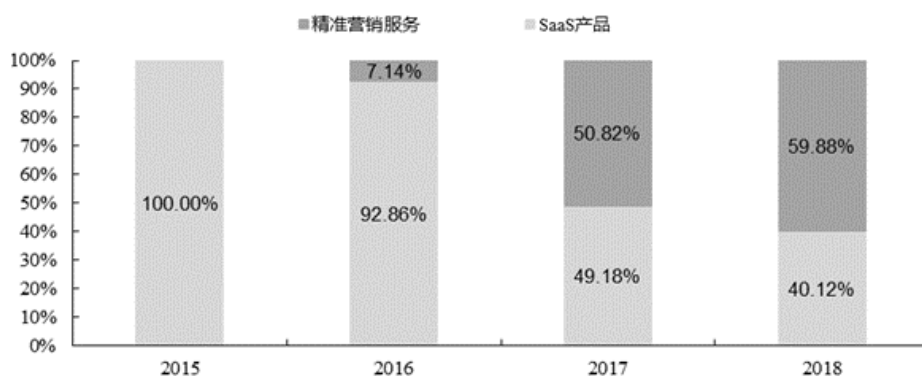
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 14: 2015-2018 年毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 15: 2015-2018 年收入组成构成情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

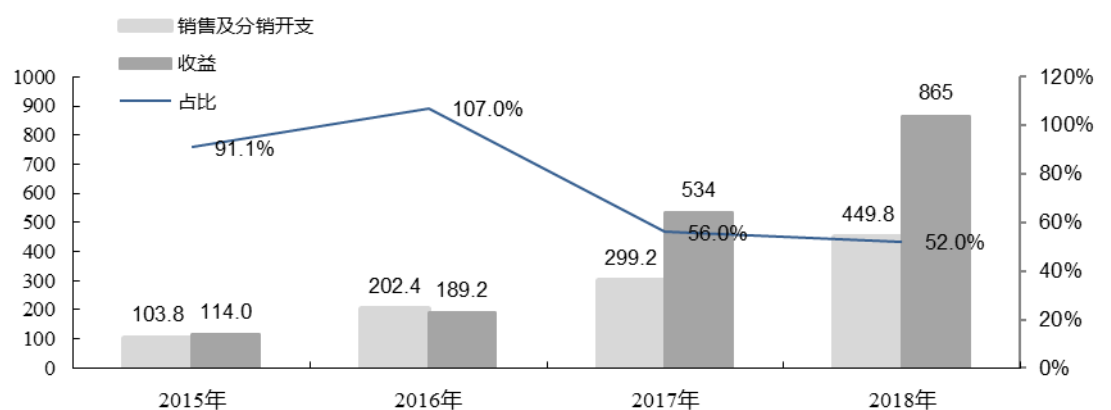
表 1: 2017 年与 2018 年各成本项目增量贡献率比较 (单位: 百万元)

成本项目	2016 年	2017 年	2017 年成本增量	2017 年增量成本贡献率	2018 年	2018 年成本增量	2018 年增量成本贡献率
员工福利	125.402	200.122	74.72	27.33%	322.288	122.2	30.55%
促销及广告开支	102.033	136.753	34.72	12.70%	168.118	31.4	7.84%
精准营销广告流量成本	0.296	154.384	154.088	56.35%	286.503	132.1	33.04%
公用事业开支	29.015	29.071	0.056	0.02%	40.562	11.5	2.87%
SaaS 服务器及 SMS 费用	10.231	11.242	1.011	0.37%	11.618	0.4	0.09%
折旧及摊销	2.474	8.536	6.062	2.22%	22.026	13.5	3.37%
核数师酬金	0.036	0.09	0.054	0.02%	0.196	0.1	0.03%
上市开支					27.297	27.297	6.83%
其他	5.788	8.523	2.735	1.00%	69.953		
总计	275.275	548.721	273.446	100.00%	948.561	399.84	100.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

销售及分销开支因业务扩张的关系逐年增加，但增长幅度小于收入增速，规模效应逐渐显现，盈利期可望。15/16/17/18 年销售及分销开支与收益的比值分别为 91.1%、107.0%、56.0%、52.0%，占比持续下降。

图 16: 2015-2018 年销售及分销开支占总收入比例情况 (单位: 百万)

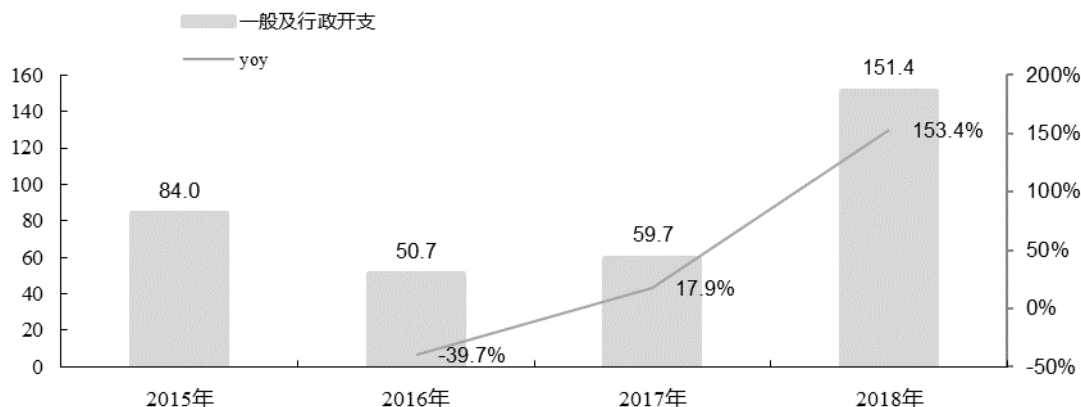


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

一般及行政开支先下降后上升，2018 年该项成本增量达 9165 万元，增幅为 153.4%，主要原因为上市开支和 IPO 咨询费和向腾讯创业基地支付的股份成本，为一次性成本，

预期明年该项成本将回落到正常水平。

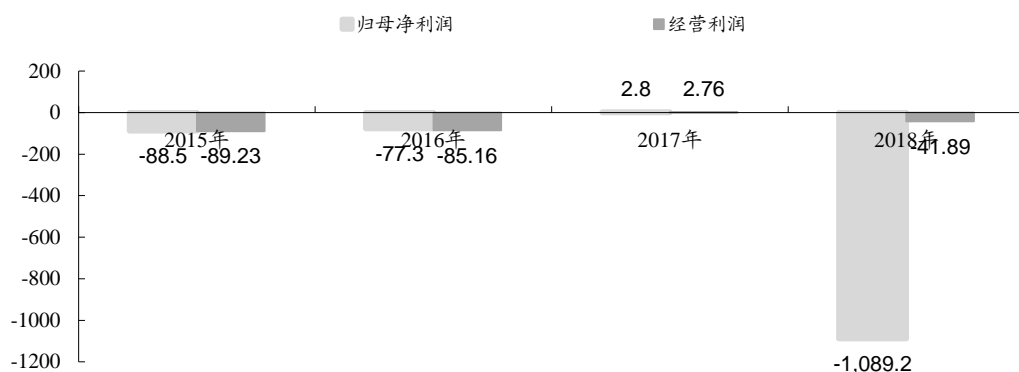
图 17: 历年一般及行政开支与增长率 (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

除 2017 年短暂微利外, 其余年份仍处在亏损状态, 公司目前为止尚未盈利, 但公司经营亏损逐渐收窄。15/16/17/18 年经营利润分别为-0.89 亿、-0.85 亿、0.03 亿、-0.42 亿; 归母净利润分别为-0.89 亿、-0.77 亿、0.03 亿、-10.89 亿。15, 16, 17 三年经营利润与归母净利润相差不大, 但 2018 年由于金融负债公允价值的变动确认的损失达 10.44 亿元, 导致净利润大幅下滑。

图 18: 2015-2018 年经营利润与归母净利润的比较 (单位: 百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 业务发展: 统一定制相结合、拓宽落地场景、拓展流量、多元化赋能

2.1. 统一与定制结合: SaaS 产品提供统一解决方案, PaaS 平台提供定制服务

公司 SaaS 产品包括微商城、微站、客来店、销售推平台, 通过微信小程序向商家

的客户提供服务，为商家提供社交零售的完整解决方案。

微商城是客户商店的界面，展示客户的商品信息，主要页面载体为微信小程序。该功能为客户提供建站模板，快速生成店铺，可通过广告链接、小程序码等渠道进入，通过公众号进行客户关系管理，同时内置多种营销活动插件，比如 H5 页面、优惠券等，也可在微信系统内部直接买量，比如在公众号底部广告位、朋友圈广告等，也可采用社交裂变方式推广，类似拼多多模式，采用砍价、拼购等方式推广，同时兼有会员管理功能，深度管理客户关系，提高复购率，最后是全局的数据管理功能，并可提供第三方开发者接口，实现功能定制。

图 19：微商城主要功能



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

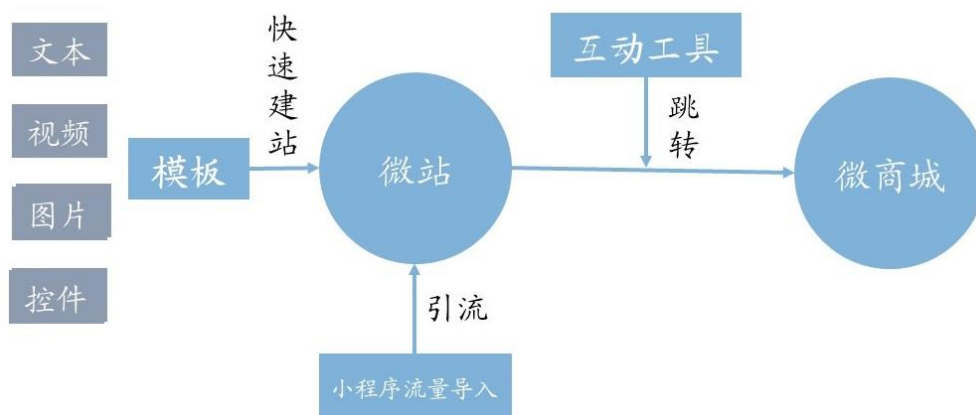
图 20：微商城扫码进入界面展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

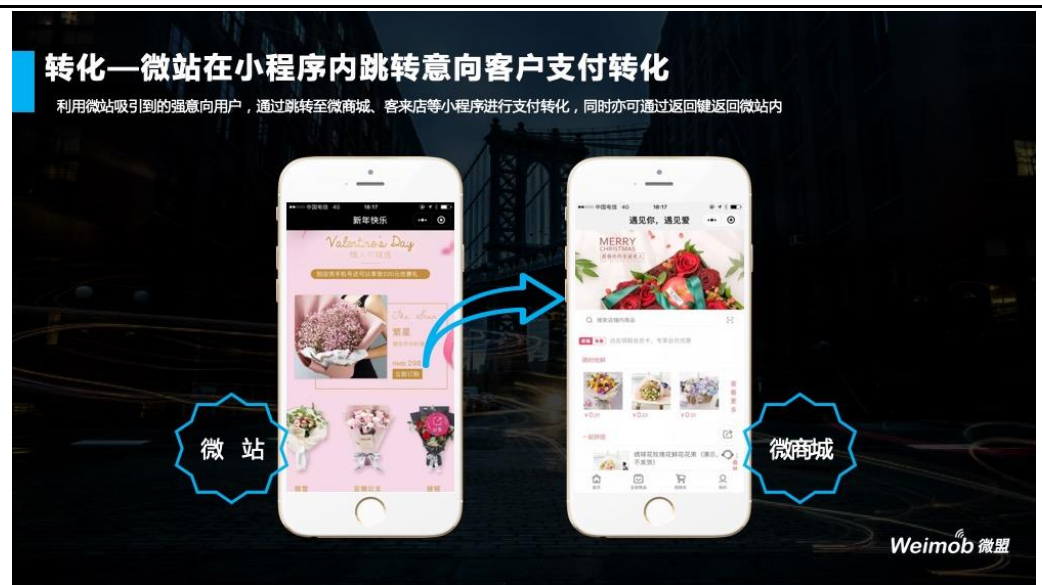
微站帮助企业建立精美的营销界面，类似企业官网，提供精美文字、大量图片模板功能，快速建站。业务模式分为四步，建站、获客、转化、数据，运用小程序本身多渠道便捷的流量入口获取客户，可通过营销游戏、直播、社交游戏、公众号、微信广告等快速获取客户流量，在客户点击进入小程序后，表单功能提供注册界面，快速获得客户手机号、微信号等信息，并跳入微商城中进行下一步的付款操作，最终完成转化，微站同时提供数据分析功能，可进行用户访问行为与效果分析，从整体把握营销转化情况。

图 21: 微站功能展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 22: 微站界面展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

客来店主要服务自带流量的线下门店，采用微信公众号+小程序双平台，运用互联网实现客户的黏性管理，并运用社交零售方式吸引新客到店。与微商城和微站不同之处在于其提供精细的会员管理功能，包括多种方式吸纳会员、精细化会员营销和会员生命周期管理等。会员营销方式可通过拼团、砍价、裂变优惠券等社交营销，H5 界面等营销

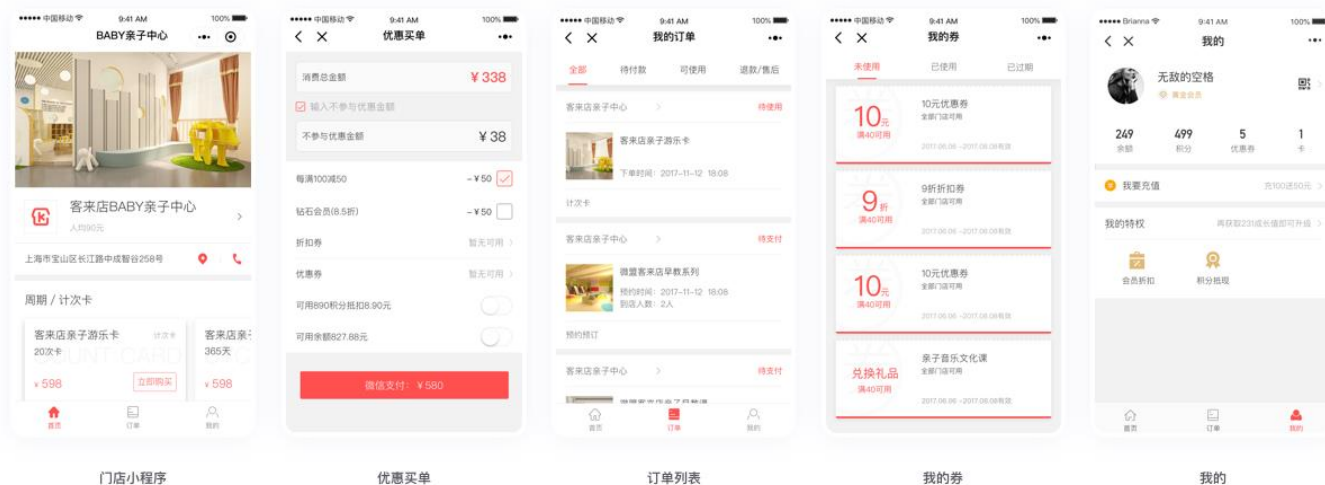
游戏，微信系统内的朋友圈广告等方式。小程序主要用在客户预定服务上，其他功能由公众号完成。

图 23: 客来店功能展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

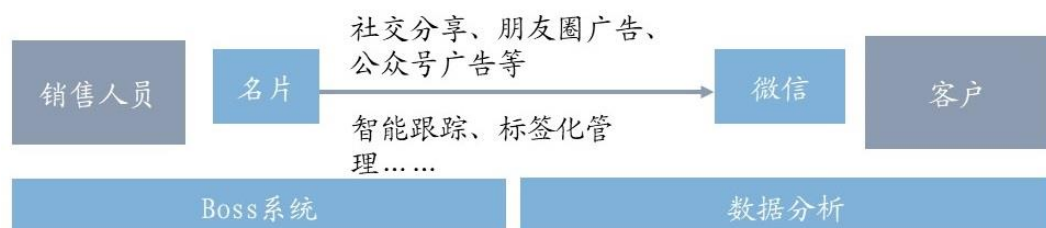
图 24: 客来店界面展示



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

销售推产品主要服务销售人员，针对低频量大客户设计，需要使用企业微信。通过将销售人员信息作为名片放入小程序中，利用小程序的可分享性与可点击性，通过广告、分享等方式触达目标客户；利用客户画像更精准触达，完成销售，同时也可再朋友圈广告，公众号文中广告、公众号底部广告投放名片小程序，实现精准营销。

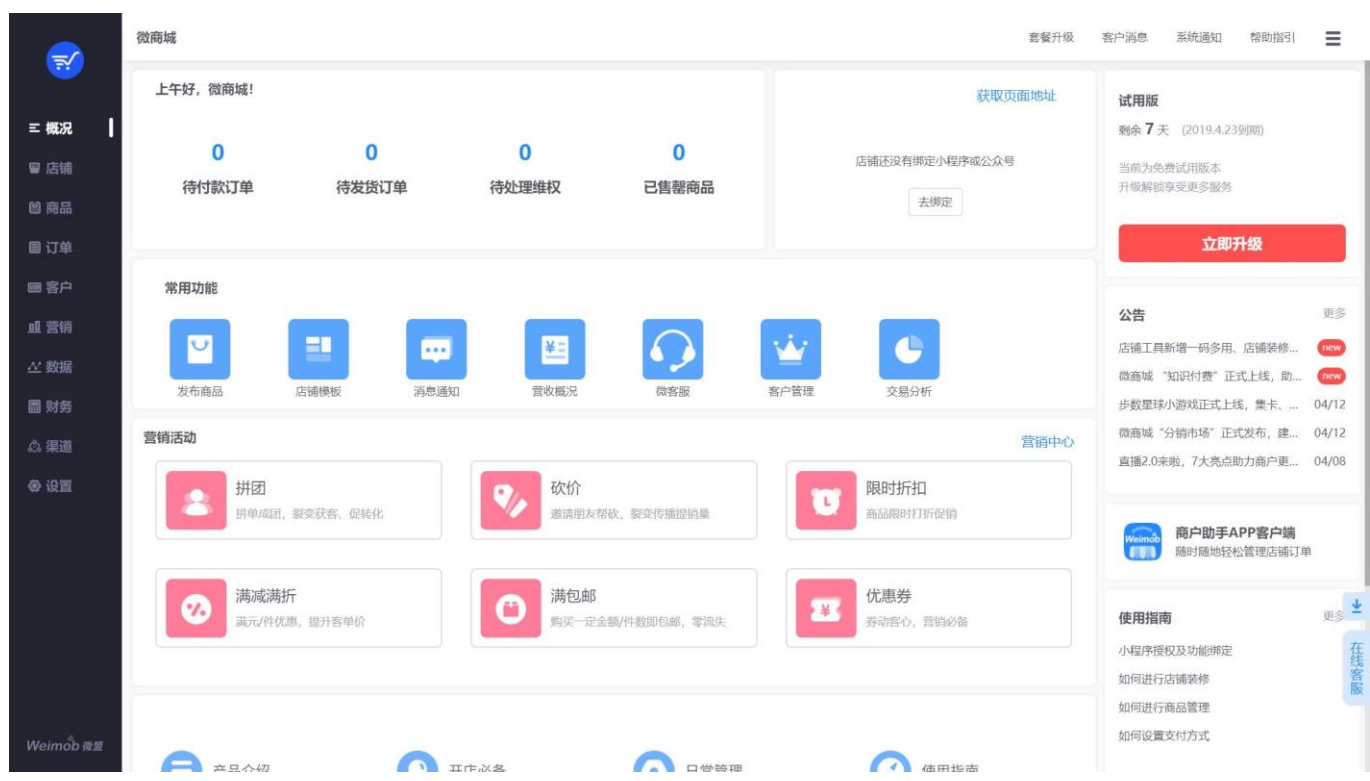
图 25: 销售推功能展示



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

后台管理界面: 微商城、微站、客来店统一使用微商城管理界面提供店铺、商品、订单、客户、营销、数据、财务、渠道的统一设置, 销售推采用另一后台系统管理。

图 26: 微商城后台管理界面展示



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

微盟云 (PaaS) 提供第三方开发者使用的接口, 可供用户定制功能, 提供底层平台接口让微盟平台从一个服务商升级为整合开发者, 将微盟产品与客户本身自有系统的深度结合, 增加了微盟产品的适用场景。目前, 第三方开发者已经成为微盟生态的重要组成部分, 截至 2018 年末, PaaS 平台微盟云有 400 多名开发者, 近 600 个第三方应用。

表 2: 微盟云 (PaaS) 提供的第三方开发能力功能说明

产品	提供能力
电商云	电商云使第三方开发商能够轻易构建具备电商核心能力的线上商城, 包括店铺, 商户, 交

	<p>易，支付，营销，顾客及物流功能以及众多营销插件，电商云也向专业的独立开发商（或 ISVs）提供定制扩展支持，如与第三方 ERP 和 CRM 系统的便捷对接，以满足开发张的功能扩展需求。</p>
餐饮云	<p>餐饮云使第三方开发商具备餐饮行业的能力，如线下店铺，订单，支付，会员及配送等，依托该能力，开发商能够快速建立点餐系统和配送系统，餐饮与（开发商可直接访问）可连接至收银及 POS 硬件。餐饮云亦已对接至多家线下物流公司，以支持第三方及商户配送和顾客自提功能，确保线上订单更好地线下落地。</p>
客户云	<p>核心 SCPM 能力通过客户云对外开放，包括会员卡，会员权益，会员营销及客户画像等能力。基于客户云，开发商可轻易获得来自多个渠道（含线上和线下）的顾客声，建立统一的顾客资料，实现集中管理顾客关系，客户云提供以数据驱动 BI 报告为基础的，具有多种标签的顾客分析，客户云也实现线上和线下顾客信息同步，定制会员特权和会员营销。</p>
营销云	<p>营销云向第三方开发商提供获得众多营销插件的能力，特别是互动营销，会员营销及社交营销插件，开发商随后能够灵活的进行整合和定制，实现最佳营销效果，营销云亦支持第三方开发商开发自己的插件，并通过微盟服务市场提供给商户使用以实现多赢。</p>
支付云	<p>支付云提供多种支付场景及支付方式的能力，例如通过微信公众号，微信小程序，微信 H5，微信 SDK，微信扫码，微信卡券，支付宝 H5 支付以及通过商业银行进行快捷支付，通过支付云，还可以轻松实现跟收银系统对接，另外，支付云亦提供多维度交易数据查询和店铺财务账户管理能力，满足商户的各种财务数据需求。</p>
数据云	<p>数据云提供整套数据 BI 能力，涵盖数据积累，数据清理数据建模及分析，数据提取，数据可视化和数据应用服务，结合主要行业的分析框架，包括电商，零售，餐饮，信息，美容和金融行业，开发商仅需简单开发，即可享受微盟强大的数据能力。</p>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 横向与垂直结合：多场景扩展，建立垂直化的商家服务生态

在底层系统基础上，微盟针对垂直领域提供不同解决方案，解决方案对上述四种 SaaS 产品各种功能的组合，以适应不同场景。微盟在某一垂直领域分析现实消费场景，深挖商户需求，同时不断扩展产品落地场景，实现横线拓展，现有解决方案包括智慧零售，智慧餐厅，智慧酒店，智慧美业，智慧休娱，智慧会务，智慧外卖，智慧旅游等。

图 27: 微盟垂直领域业务图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.3. 协同变现: 两块业务协同发展, 打造一站式服务体系

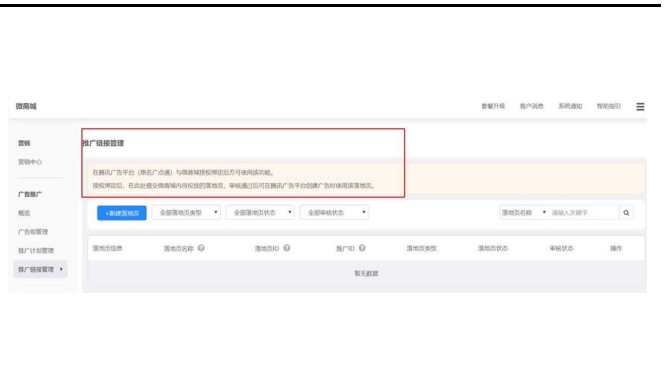
精准营销业务为 SaaS 产品服务在客户需求上的拓展, 不同于大的品牌广告主会投入高额的广告, 中小企业更偏向于买量的精准营销, 微盟体系内部提供的精准营销业务可帮助中小企业商户方便快速的打开流量, 微盟商户是精准营销业务天然广告主, 从 16 年业务开始快速发展, 精准营销广告主预计 50%-60% 来源于 SaaS 商家。在软件的开发方面, SaaS 产品各项功能均可在微信生态 (微信公众号、朋友圈) 中买量, 在底层功能中, 内置于微商城中的营销功能, 可直接对接腾讯广告平台, 为精准营销直接获取客户。

图 28: 对接微信流量示例



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 29: 营销推广链接直接对接腾讯广告平台示例

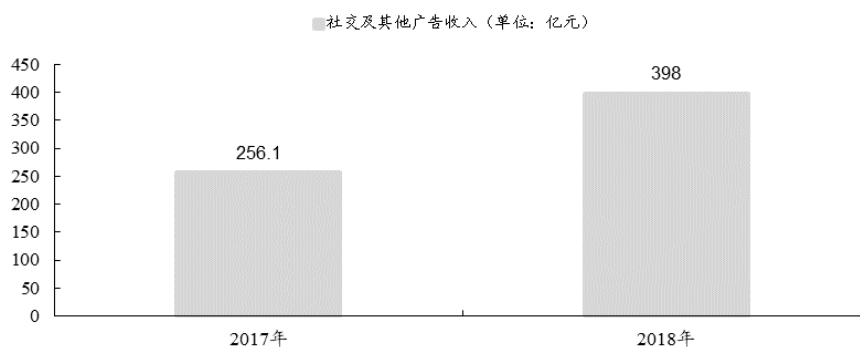


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.4. 流量拓展：积极拓展腾讯及其他平台流量

微盟作为腾讯生态中最大的精准营销广告代理商，将充分享受腾讯社交广告的增长红利，腾讯 2018 年社交及其他广告收入为 398 亿元，比 2017 年的 256.1 亿元增长了 55%，微盟同时扩展其他去中心化移动流量平台，已在百度及知乎上投放广告，并积极开发今日头条等渠道。

图 30：腾讯历年社交及其他广告收入（单位：亿元）



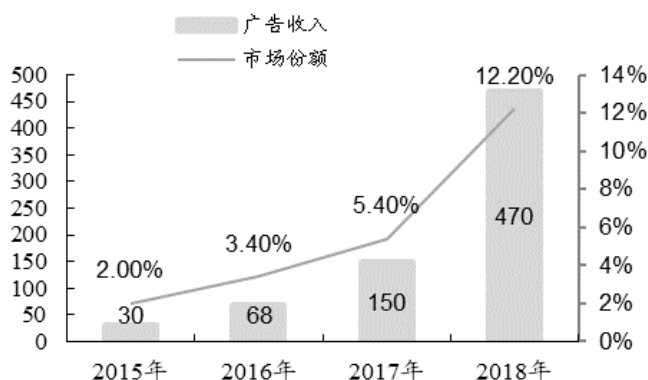
数据来源：腾讯年报，东吴证券研究所

图 31：百度与知乎广告位示例



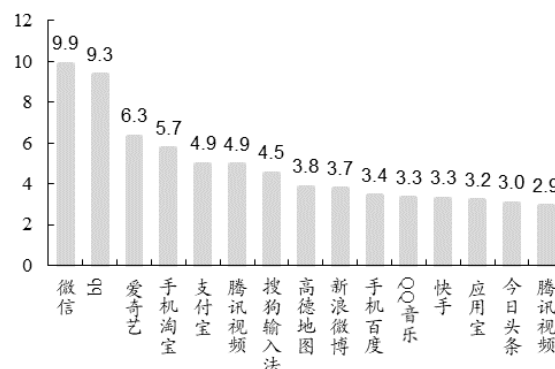
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 32: 今日头条广告收入与市场份额



数据来源: 字节跳动公告, 东吴证券研究所

图 33: 2019 年 1 月前十名 app 月活情况 (亿)



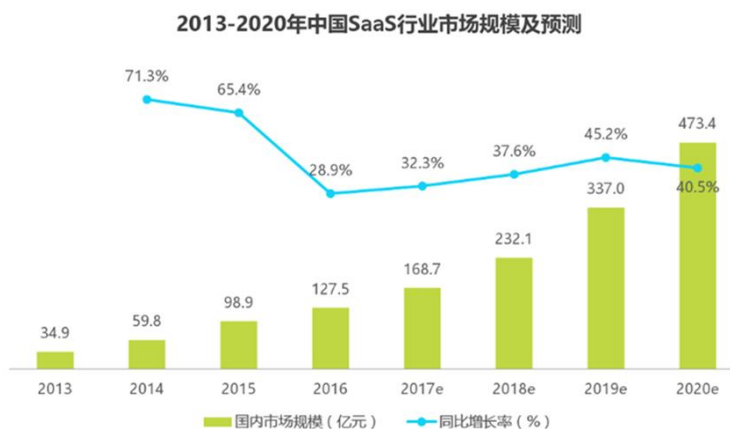
数据来源: 沃指数, 东吴证券研究所

3. 行业状况: 基于腾讯流量体系, 去中心化下为 B 端赋能潜力可期

3.1. 企业级 SaaS 行业: 微信营销 SaaS 应用快速增长

TO B 的 SaaS 从 2014 年开始快速发展, 不同于传统软件交付运行在用户终端机器上, SaaS 软件运行在服务提供商的服务器端, 即上云执行, 这种模式的好处是降低企业存储成本、功能快速更新、按时间订购服务可以减缓企业现金流压力等。由于 IaaS、PaaS 基础平台和网络基础设施的快速发展, 企业对云服务的接受程度提高, SaaS 的行业规模逐渐增加, 预计 18-20 年增长率平均超过 40%。在阿里云报告中, 企业用户最喜欢的 SaaS 应用排行榜上, 微信营销位居第 5 位, 在邮件管理、协同办公、客户关系管理、云存储之后, 并呈上升趋势, 电商平台居第 21 位。

图 34: 2013-2020 年中国 SaaS 行业市场规模及预测



数据来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 东吴证券研究所

图 35: 企业用户最喜欢的 SaaS 应用排行榜

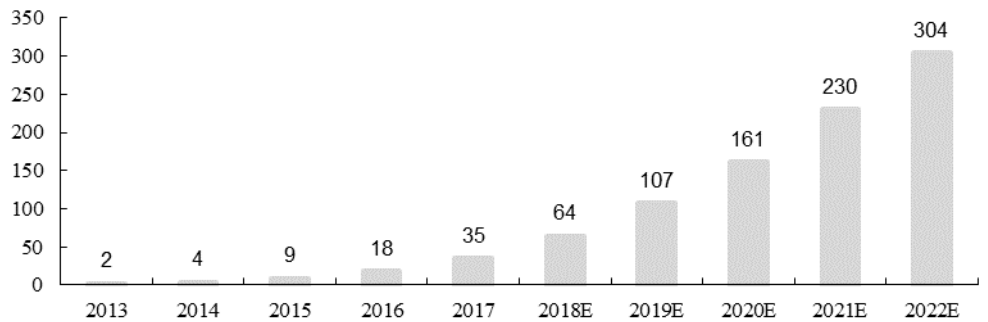


数据来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 东吴证券研究所

3.2. 基于微信的第三方服务行业:

微信第三方服务市场快速增长, 主要驱动因素为去中心化形式下社交零售的兴起、小程序等便捷赋能工具的推出与中小企业对互联网的强烈需求, 其规模已由 2013 年的 2 亿元增长至 2017 年的 35 亿元, 根据弗若斯特沙利文数据显示, 第三方服务市场仍处于高速增长阶段, 预计至 2022 年市场规模可达 304 亿元。

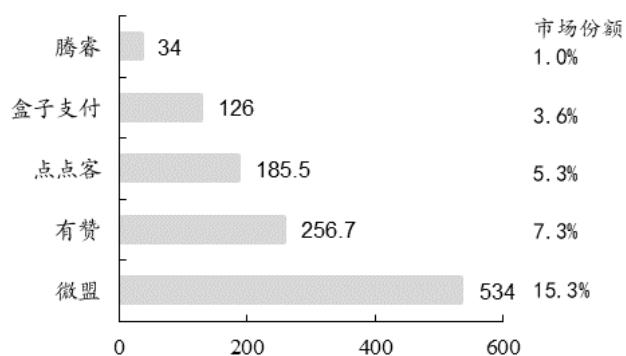
图 36: 2013-2022E 中国中小企业基于微信的第三方服务市场规模 (亿元)



数据来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 东吴证券研究所

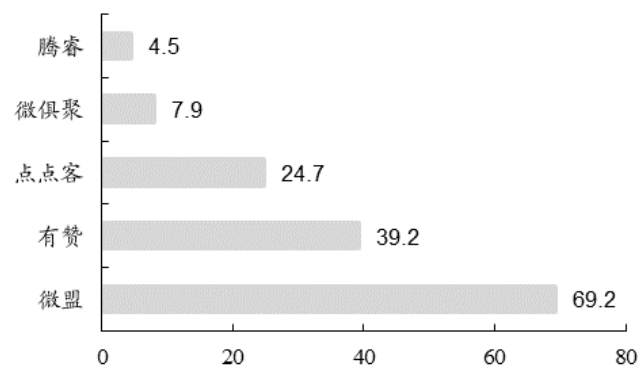
行业格局: 微盟目前在营业收入与付费人数上, 市占率均位于行业首位。按收益计算, 微盟 2017 年末的总收益为 5.34 亿, 市场份额为 15.3%, 付费人数达 6.92 万, 均为市场首位。

图 37: 2017 基于微信的第三方服务市场竞争格局 (百万元)



数据来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 东吴证券研究所

图 38: 2017 基于微信的第三方服务市场付费人数 (千人)

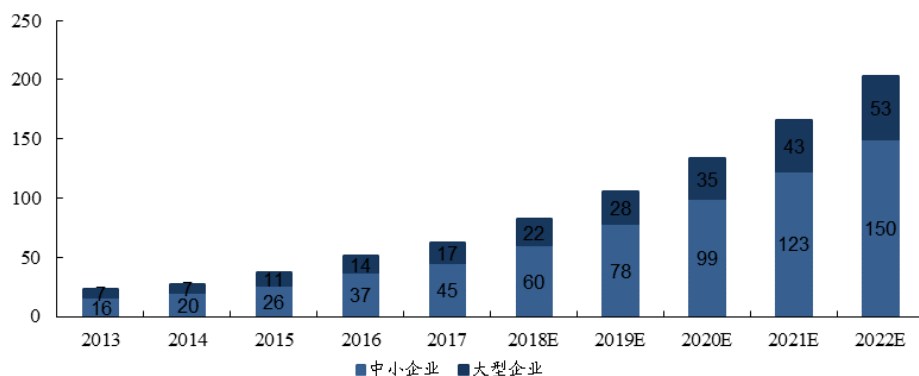


数据来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 东吴证券研究所

3.3. 云端商业及营销服务行业: 中小企业市场未来增长潜力可期

云端商业及营销服务行业市场规模逐渐增加, 中小企业市场是增长主力。依照服务提供商营业收入计算, 中国云端商业及营销服务市场规模已由 2013 年的 23 亿元增长至 2017 年的 62 亿元, 复合增长率为 28.1%, 根据弗若斯特沙利文数据预测, 至 2022 年市场规模可达 203 亿元。另外对于中小企业的分市场, 市场规模从 2013 年的 16 亿元已增长至 2017 年的 45 亿元, 复合增长率约为 29.5%, 根据弗若斯特沙利文预计, 至 2022 年市场规模可达 150 亿。

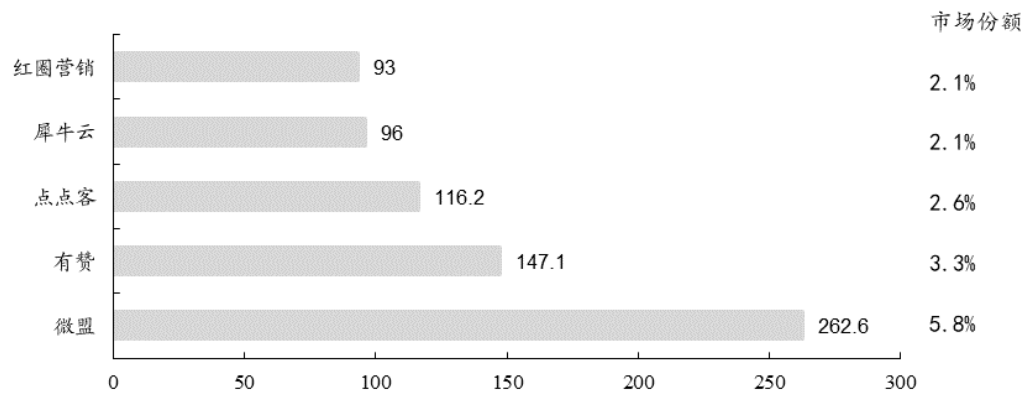
图 39: 2013-2022E 中国云端商业及营销服务市场规模 (亿元)



数据来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 东吴证券研究所

在云端商业与营销行业, 微盟处于行业领先地位, 按服务商 2017 年度收入体量计算, 微盟以 5.8% 的市场份额占据行业首位。

图 40: 2017 年中小企业云端商业及营销服务市场竞争格局 (百万)

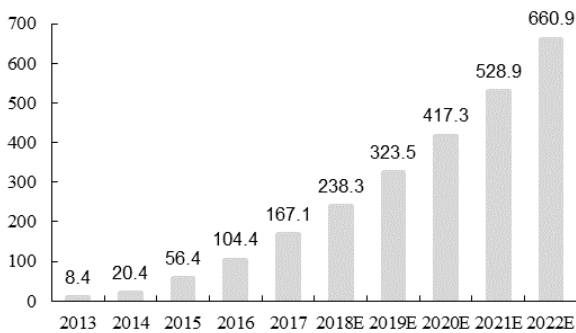


数据来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 东吴证券研究所

3.4. 精准营销: 腾讯生态系统内中小企业占比上升

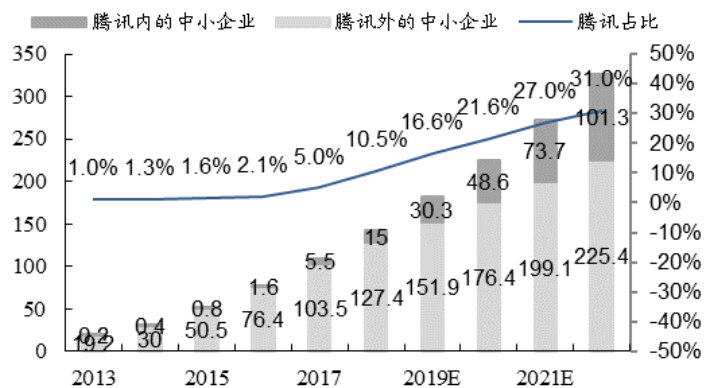
精准营销市场规模迅速扩大, 已由 2013 年的 84 亿元激增至 2017 年的 1671 亿元, 且根据弗若斯特沙利文报告预计, 至 2022 年市场规模可达 6609 亿元; 腾讯系统内的中小企业精准营销市场规模已由 2013 年的 2 亿元增长至 2017 年的 55 亿元, 且根据弗若斯特沙利文报告预计至 2022 年市场规模可达 1013 亿元, 同时腾讯体系内部中小企业精准营销市场份额预计将由 2017 年的 5% 增长至 2022 年的 31%。

图 41: 2013-2022E 中国精准营销市场的市场规模 (十亿)



数据来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 东吴证券研究所

图 42: 腾讯系统内中小企业精准营销市场占比情况 (十亿)



数据来源: 公司公告, 弗若斯特沙利文报告, 东吴证券研究所

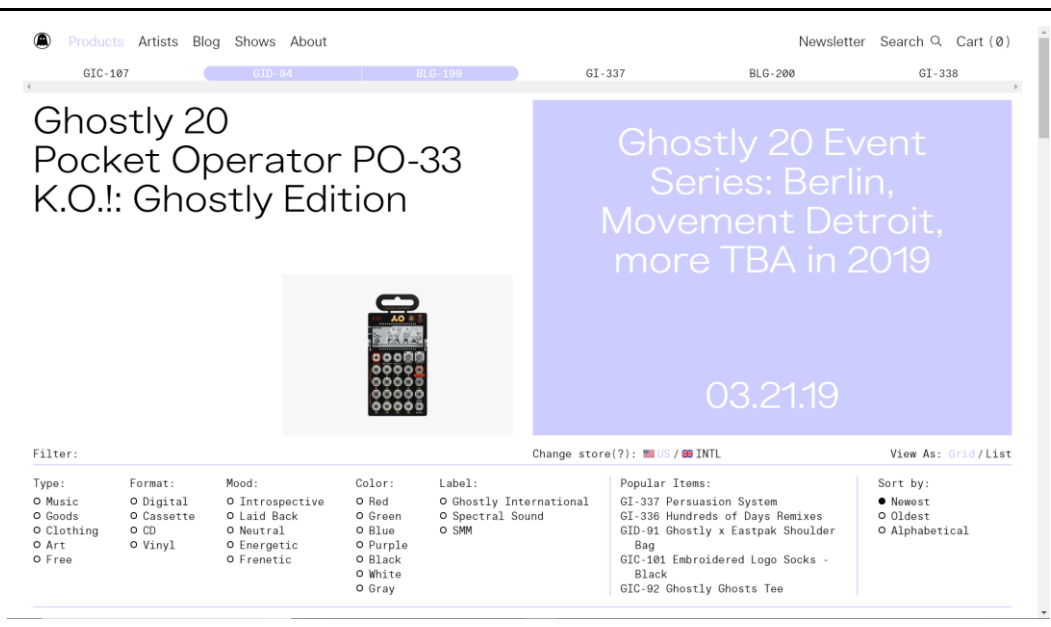
4. 他山之石: Shopify——海外 SaaS 电商平台

4.1. 业务介绍: 提供一站式电子商务解决方案, 收入主要来源于软件订阅和支付交易费

Shopify 是加拿大电子商务软件开发服务商, 总部位于渥太华, 其核心服务是以其 SaaS 系统为中小企业搭建简便快捷的一站式电子商务渠道, 用户支付一定费用即可通

过公司软件建立网上商店、经营旗下各项销售业务，适合跨境电商建立独立站。shopify 能够为注册的商户提供快速的网络托管、域名注册、安全性 SSL 等基础服务，并且客户可以在主仪表盘跟踪订单、付款情况并查找需要发货的新订单；公司还为客户提供 Shopify 报告，该报告可以跟踪总访问者，总销售额和相关指标。

图 43: Shopify 店铺示例



数据来源: Ghostly Store 官网, 东吴证券研究所

截至 2018 年末公司 MRR 为 4093 万美元，同比增长 37.2%，2018 全年 GMV 同比增长 56.17%，平台上运营时间超过 12 个月的商家的月平均 GMV 同比增长 24%(2017 为 29%)。

表 3: Shopify 2017 年-2018 年 MRR 与 GMV (单位: 千美元)

	2017 年	2018 年
MRR	29,877	40,932
GMV	26,320,150	41,103,238

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

Shopify 主营业务细分为订阅解决方案及商家解决方案，2018 年两者比重分别为 43.3%、56.7%，最近两年占比稳定。订阅解决方案收入包括 SaaS 软件订阅计划收入，以及销售主题，应用程序和域名注册等其他相关收入；商家解决方案收入为通过 Shopify Payments 的支付处理费、交易费、合作伙伴的推荐费、Shopify Capital、Shopify Shipping 以及 POS 硬件的销售收入，大部分收入来自于 Shopify Payments 业务。

通过对比，Shopify 在软件服务之上的增值服务为支付服务，微盟的增值服务为精准营销业务；Shopify 由于在多个国家提供服务，广泛用于跨境电商业务，微盟依托于微信系统，适合有社交零售需求的公司；在业务流量入口方面，shopify 的商家依靠自有流量或从其他网站买量推广，微盟商家可通过微盟系统丰富的营销插件及在腾讯系统内的买量更方便的推广。

表 4: Shopify 与微盟的对比

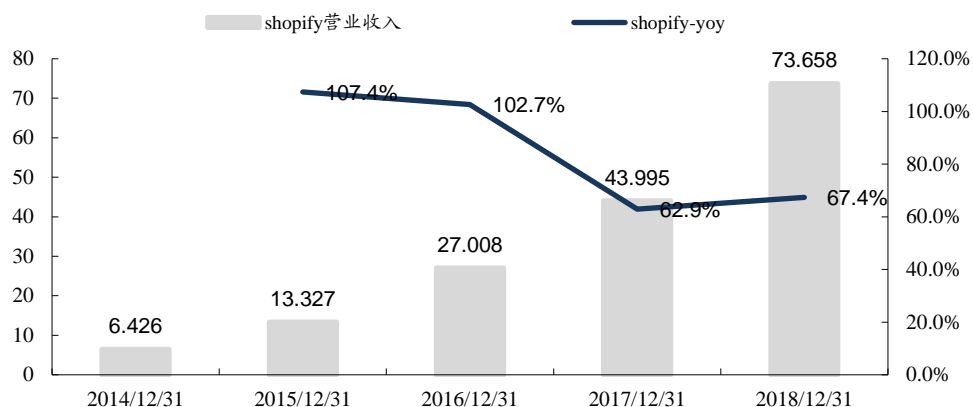
	Shopify	微盟
变现方式	软件、支付服务（有广告业务很少）	软件服务费、广告
规模（以商户数计）	175 个国家，820000 名商家	付费商户数 64695 个
地区	55%在美国，英国占 8%，加拿大 7%，澳大利亚 7%，以及世界其他地区 24%	中国
软件收费	基本 Shopify 为 29 美元/月无限制产品，全天候支持和免费 SSL 证书；常规 Shopify 为 79 美元/月，包括所有原始功能+额外功能，如礼品卡和废弃的购物车电子邮件；高级 Shopify 是 299 美元/月，包括了所有先前功能的+企业用户的高级报告；	标准版、高级版、豪华版、定制版价格分别为 3800、5800、8800、12800 元/年
场景	任何需要网站做电子商务的商家、跨境电商	有社交零售需求的商家
营销方式	对接 Facebook、易趣等平台	营销插件丰富，直接对接广点通，在腾讯系统内买量
支付支持	有，使用 Shopify 内部系统无需支付交易费；使用其他付款方式需要支付交易费	无
其他变现方式	Shopify Payments 的支付处理费（最多），合作伙伴的推荐费，硬件销售等	提供精准营销服务

数据来源：互联网资料整理，东吴证券研究所

4.2. 财务分析：2018 年营收增长达 67.4%，仍处在亏损期

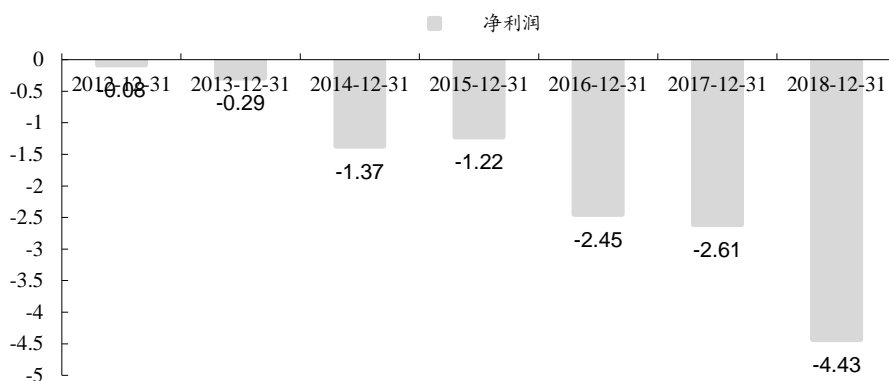
Shopify 目前仍处于业务持续扩张期，2018 年总营收达 73.6 亿元，年增长率稳定在 60%以上，收入增长主要原因为客户数增加与 APRU 的上升；公司净利润持续为负，主要由于公司目前处于扩张期，投入较大所致。

图 44: 公司 2014-2018 年收入增长状况 (单位: 亿元人民币)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 45: 2012-2018 年公司净利润 (单位: 亿元人民币)

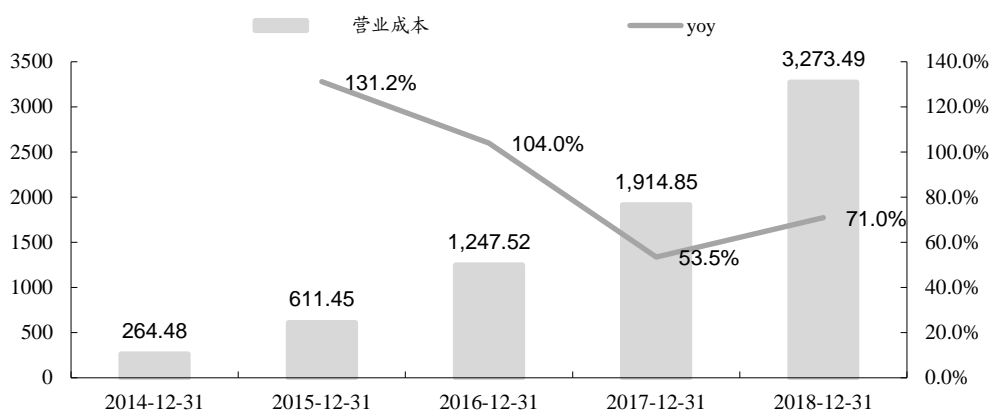


数据来源: wind, 东吴证券研究所

备注: 使用期末历史汇率换算得到

营业成本包括主题和域名注册, 信用卡费用, 第三方基础设施和托管成本的支付, 运营和支持功能产生的成本分配, 以及予以资本化的软件开发成本的摊销、信用卡处理相关的成本以及 POS 硬件的成本。2018 年总营业成本达到 32.73 亿元, 同比增长 71%, 营业成本增速基本与营收增长趋势相匹配, 但略高于营收增长速率。

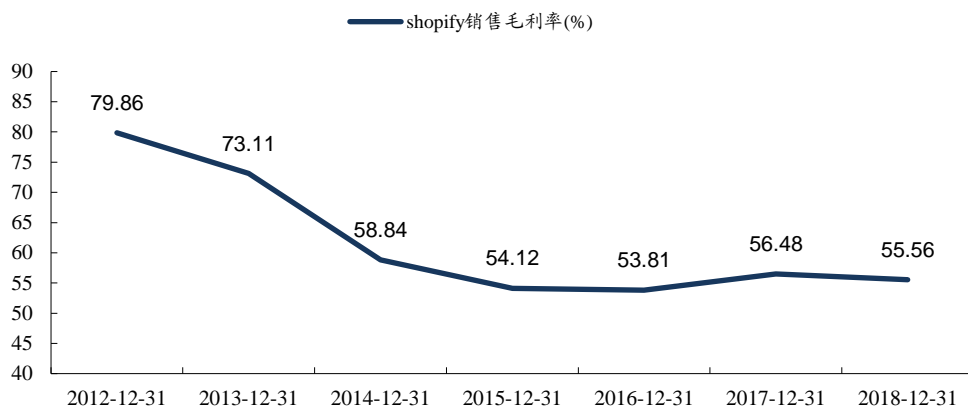
图 46: 公司营业成本 (单位: 百万人民币)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

Shopify 毛利率近年来先逐步走低, 而后逐步稳定在 55% 左右的水平, 毛利率是由于 Shopify Payments 占比大, 带来更高的产品成本所致。

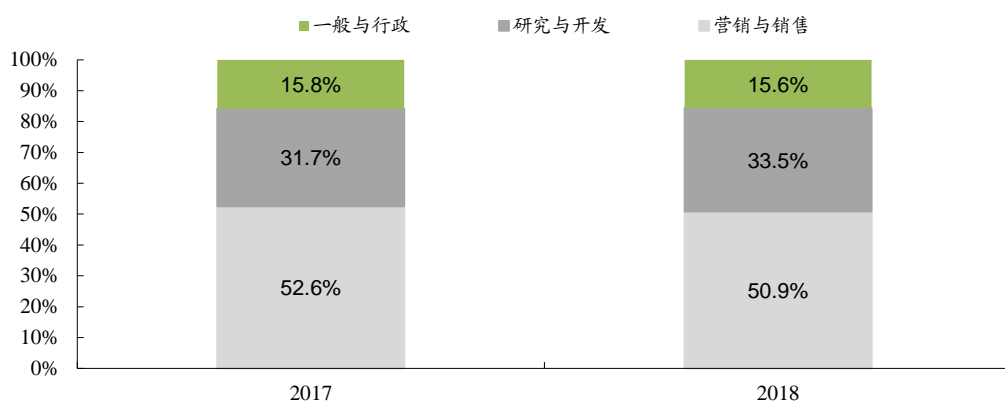
图 47: 公司毛利率变动



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司的费用细分可分为销售与营销、研究与开发、一般与行政; 其中营销及销售费用占比最大, 2018 年占比 50.9%, 公司在营销销售上的投入用于维持和提升品牌影响, 以及发展更多客户。

图 48: 公司细分费用占比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

5. 盈利预测

5.1. 收入预测

公司收入包括 SaaS 产品收入和精准营销收入, SaaS 产品收入包括商业云和营销云业务, 考虑到目前 SaaS 服务处于稳定增长阶段, 假设 2019-2021 年商业云业务的收入增长率为 28%、20%、15%, 营销云业务的收入增长率为 15%、10%、8%, 我们预计预测 19-21 年 SaaS 产品收入为 4.34 亿元、5.11 亿元、5.81 亿元; 精准营销服务收入按服务类型不同分为总额法确认和净额法确认收入两种, 目前精准营销在广告主数量增加和渠道拓展的双拉动下, 处于高速增长阶段, 假设总额法确认的服务 2019-2021 年增速分别为 60%、40%、30%, 净额法确认的服务 2019-2021 年增速分别为 80%、60%、40%, 我们预计预测 2019-21 年精准营销收入为 8.69 亿元、12.89 亿元、17.34 亿元, 2019-21 年总收入总额为 13.03 亿、18.01 亿、23.15 亿元。

表 5: 19-21 年营业收入预测

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
总收入	114	189.2	534	865.1	1302.89	1800.53	2314.8
yoy%		66.0%	182.2%	62.0%	50.6%	38.2%	28.6%
SaaS 产品收入	114	175.7	262.6	347.1	433.78	511.25	580.78
yoy%		54.1%	49.5%	32.2%	25.0%	17.9%	13.6%
商业云	74.5	124.1	191.4	266.3	340.86	409.0368	470.39
yoy%		66.6%	54.2%	39.1%	28%	20%	15%
营销云	39.5	51.6	71.2	80.8	92.92	102.212	110.39
yoy%		30.6%	38.0%	13.5%	15%	10%	8%
精准营销收入		13.5	271.4	518.0	869.1	1289.28	1734.10
yoy%			1910.4%	90.9%	67.8%	48.3%	34.5%
总额法			176.6	316.5	506.4	708.96	921.65

yoy%			79.2%	60%	40%	30%
净额法	13.5	94.8	201.5	362.7	580.32	812.448
yoy%		602.2%	112.6%	80%	60%	40%

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

5.2. 毛利率预测

随着公司业务规模的扩大，规模优势有望逐渐凸显，预计未来毛利率略有提升，假设公司 19-21 年 SaaS 产品毛利率为 87%、88%、89%，精准营销服务的毛利率为 46%、47%、47%，预测得出公司 19-21 年毛利率为 59.7%、58.6%、57.5%，毛利为 7.77 亿元、10.56 亿元、13.32 亿元。

表 6：19-21 年毛利率预测

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
毛利	98.2	166.9	344.2	517.6	777.18	1055.86	1331.92
SaaS 产品							
毛利	98.2	153.7	228.6	294.9	377.39	449.90	516.90
毛利率		87.5%	87.1%	85.0%	87.0%	88.0%	89.0%
精准营销							
毛利		13.2	115.6	222.7	399.786	605.9616	815.0251
毛利率		97.8%	42.6%	43.0%	46.0%	47.0%	47.0%
毛利率	86.1%	88.2%	64.5%	59.8%	59.7%	58.6%	57.5%

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

5.3. 运营费用预测：

考虑到公司规模优势逐渐凸显，我们预计营销费用占收入的比重逐年下降，假设 19-21 年销售及分销开支占收入的比重为 39%、35%、30%，对应的销售及分销开支为 5.08 亿元、6.30 亿元、6.94 亿元。

表 7：19-21 年销售及分销开支预测

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
销售及分销开支	103.8	202.4	299.2	449.8	508.12	630.19	694.46
%of rev	91%	107%	56%	52%	39%	35%	30%
一般及行政开支	84.0	50.7	59.7	151.4	130.29	180.05	231.49
%of rev	74%	27%	11%	17%	10%	10%	10%
其他收入	0.6	1.4	14.8	16.5	13.03	18.01	23.15
%of rev	1%	1%	3%	2%	1%	1%	1%
其他收益净额	-0.2	-0.4	2.7	25.1	13.03	18.01	23.15
%of rev	0%	0%	1%	3%	1%	1%	1%

数据来源：wind，东吴证券研究所测算

5.4. 估值:

我们预计 2019-2021 年营业收入为 13.03 亿、18.01 亿、23.15 亿元，对应归母净利润分别为 0.97 亿、1.81 亿、3.04 亿元，对应当前股价 PE 分别为 92、50、30X，公司目前正处于业务快速发展阶段，对应 2019 年营业收入公司目前 PS 为 7，对比海外龙头公司估值情况，仍处于较低位置，看好公司发展前景，给予“增持”评级。

表 8: 可比公司估值情况

可比公司	目前市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
每日互动 (A 股)	170	7.53	10.25	13.64	23	17	13
中国有赞 (港股)	61	14.10	22.75	3365	4	3	2
Shopify (美股)	2461	103.99	138.43	180.08	24	18	14
行业平均					17	13	10

数据来源: Wind 一致预期及彭博一致预期, 汇率: 1 港元=0.8764 人民币, 1 美元=6.8737 人民币, 东吴证券研究所

6. 风险提示

1、对于腾讯平台较为依赖的风险;

公司目前主要在腾讯的社交平台微信上交付 SaaS 产品, 腾讯也是公司的精准营销服务的主要发布商和云端技术基础设施重要的云服务提供商。公司主要的收益通过微信、QQ、QQ 空间、腾讯新闻等腾讯社交媒体平台销售 SaaS 产品及精准营销, 如果腾讯在其广告市场等方面受到影响的情况下, 公司业绩预计将会受到影响。

2、产品开发及完善滞后市场发展的风险;

目前公司所处行业为快速增长行业, 且该市场的特点是不断的变化和创新, 如果公司不能顺应客户不断演变的需求改善及提升产品及服务的功能性、可靠性及可拓展性等方面, 由于行业竞争的因素, 客户流失率有加大的风险。

3、渠道合作伙伴流失的风险;

从目前的客户结构来看, 公司较为依赖渠道合作伙伴营销和销售公司的 SaaS 产品和精准营销服务, 通过渠道合作伙伴获得的收入占比超过总收入的一半, 虽通过协议等方面绑定核心合作活动, 但由于市场竞争等方面的因素, 渠道合作活动有流失的风险, 将对公司业务有一定的影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

