

# 微盟集团 (02013)

证券研究报告

2021年01月18日

## 微盟集团：乘云之风，助力企业数字化转型升级

公司为国内领先 SaaS 服务商，以助力企业数字化转型升级为使命

微盟集团为伴随微信生态成长的重要 SaaS 及精准营销服务商，微盟集团和腾讯业务联系紧密，至今，腾讯已三次增资微盟，为微盟稳定持久发展奠定基础。微盟自创始起即致力于服务中小企业完成数字化转型升级，通过投资并购优质资产包括雅座、海鼎等补充产品及服务能力，当前已基本在零售、餐饮等垂直领域完成前中后台数字一体化布局。同时，微盟具有直销和渠道合作伙伴并行的遍布全国的销售网络，且来自直销团队收入占比持续扩大，较强的客户拓展能力有助于其实现产品及服务商业化落地，而直销团队能力加强有助于公司拓展大客户，改善客户结构。

**Salesforce 通过战略并购完善产品生态，成就千亿市值**

Salesforce 为全球领先的 CRM SaaS 服务商，1999 年成立于美国旧金山，2004 年在纽交所上市，回顾 Salesforce 发展历程，公司最初以 CRM 软件服务起家，持续外延并购扩充自身产品体系，逐步从服务中小客户到大企业客户主导，从单一产品发展到平台+应用，面向企业提供涵盖销售、客服、营销等一系列以客户为中心的 360 度全方位服务。Salesforce 客户已覆盖金融服务、医疗保健与生命科学、通讯技术、零售、消费品、媒体等多个行业。历经 20 年发展，公司 2019 年实现营业收入 171 亿美元，同比增长 28.7%，虽然销售费用率仍然处于较高水平，但预付模式下，公司现金创造能力较强，2019 年经营性现金流净额 43.3 亿美元，占收入比 25.3%，最新市值接近 2000 亿美元。

**国内数字化浪潮叠加微信生态商业化进一步推进，微盟乘风而起**

数字化转型升级大势所趋，行业渗透率较低，但当前已进入黄金发展期，发展条件方面，国内 5G 等基础设施建设领先全球，为企业数字化转型提供基础，政策方面，十九届五中全会明确经济发展以实体经济为主线，政策密集出台，同时，2020 年疫情一定程度上加速了数字化转型进行，疫情中部分企业被迫将办公转移到线上进行，加速了企业数字化意识觉醒。

行业层面，国内互联网流量增长见顶，营销竞争加剧，品牌私域建设诉求强烈，同时，微信作为国内最大流量池，近期改版视频号，同时上线附近直播功能，生态商业化进一步推进，有赞 CEO 白鸦认为 3-5 年后，视频号每年将带动电商交易规模 1 万亿美元，微盟集团作为微信生态重要合作伙伴，有望享受增长红利。

**投资建议：**长期看，电商 SaaS 正处于发展的黄金时代，享受传统业态数字化转型升级、品牌私域建设诉求增强、微信生态商业化持续推进带来的行业增长红利。短期看，2021 年伊始，微盟集团对产品价格进行调整，微盟微商城标准版/高级版价格由 9,800/16,800 调升至 12,800/19,800 元，产品价格的提升有望推动公司 ARPPU 增长，从而实现 2021 年业绩加速增长。

我们在不考虑海鼎信息并表的情况下，预计微盟集团 2020-2021 年营业收入 22.8/34.8/50.5 亿元（2020 年收入剔除宕机影响），分别同比增长 58.8%/58.9%/45.2%。我们采取分部估值法，给予 SaaS 产品收入 30 倍 P/S 以及精准营销收入 20 倍 P/E，计算得到微盟集团目标市值 519 亿港元，对应目标价 23.02 港币/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，付费商家数增长不及预期，付费商家流失率提升

### 投资评级

行业 非必需性消费/媒体及娱乐

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 20.45 港元

目标价格 23.02 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	2,275.60
港股总市值(百万港元)	46,535.97
每股净资产(港元)	0.65
资产负债率(%)	69.87
一年内最高/最低(港元)	20.50/3.75

### 作者

**文浩** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

**蓝全** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520090001  
lantong@tfzq.com

**冯翠婷** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090001  
fengcuiting@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

2020-01-06-《数字化浪潮叠加微信生态商业化推进，电商 SaaS 迎来黄金时代》

## 内容目录

<b>1. 业务分析：SaaS+营销双轮驱动</b> .....	<b>5</b>
1.1. SaaS 业务：借微信东风，助力企业数字化转型升级.....	5
1.2. 精准营销：腾讯释放广告空间，微盟顺势而为.....	9
<b>2. 核心优势：基因优良，步伐稳健</b> .....	<b>13</b>
2.1. 背靠腾讯：腾讯为微盟重要股东及合作伙伴.....	13
2.1.1. 腾讯三次增持，为微盟重要股东.....	13
2.1.2. 与腾讯业务合作关系紧密，为微信生态核心服务商.....	14
2.2. 战略清晰：助力中小企业数字化转型升级.....	15
2.2.1. 智慧餐饮：控股雅座，加速实现智慧餐饮数字一体化.....	16
2.2.2. 智慧零售：拟控股海鼎信息，完善智慧零售产品线.....	20
2.3. 销售体系：销售网络遍布全国，大客获取能力较强.....	23
<b>3. 他山之石：Salesforce 的千亿市值之路</b> .....	<b>26</b>
3.1. 外延并购增强技术及产品能力，缔造客户服务生态帝国.....	27
3.2. 营收稳健增长，现金创造能力较强.....	30
<b>4. 财务分析：收入高增长，销售费用率持续改善</b> .....	<b>33</b>
<b>5. 盈利预测及估值分析：</b> .....	<b>36</b>
<b>6. 风险提示：</b> .....	<b>37</b>

## 图表目录

图 1：微盟 SaaS 业务营收及增长情况.....	5
图 2：微盟精准营销业务营收及增长情况.....	5
图 3：微盟 SaaS 产品 C 端界面展示.....	6
图 4：微盟 SaaS 包含商业云、营销云、销售云三大板块.....	6
图 5：微盟 SaaS 产品体系.....	7
图 6：微盟 SaaS 领域投资并购历程.....	8
图 7：微盟集团收购企业基本信息一览.....	9
图 8：微信生态建设和广告业务发展线.....	10
图 9：微盟持有的腾讯广告区域服务商牌照和行业服务商牌照.....	11
图 10：微盟大部分媒体资源仍聚焦于腾讯系产品.....	11
图 11：新兴互联网媒体平台发展迅速.....	12
图 12：字节跳动广告收入增长情况.....	12
图 13：快手广告收入增长情况.....	12
图 14：微盟针对今日头条推出的精准营销产品.....	13
图 15：公司上市前融资历程.....	13
图 16：微盟集团股权结构（2020 年中报）.....	14
图 17：2017 年按收益计，中国中小企业前五位基于微信的第三方服务收入.....	14
图 18：2016 年腾讯广告前五大代理商毛收入及市场份额.....	14
图 19：2017 年腾讯广告前五大代理商毛收入及市场份额.....	14

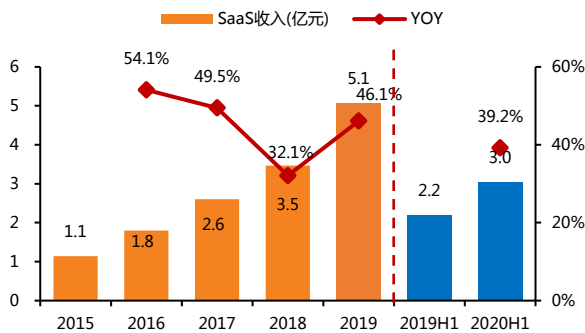
图 20: 微信小程序多个入口帮助企业引流	15
图 21: 社交名片助力销售激活流量	15
图 22: 联想乐呗小程序内营销工具	15
图 23: 联想乐呗小程序直播间	15
图 24: 中国餐饮收入规模及增速	16
图 25: 餐饮行业服务商竞争格局	17
图 26: 雅座提供多种会员营销服务	17
图 27: 雅座具有优质 KA 商户	18
图 28: 雅座被收购后股权架构	18
图 29: 通过收购雅座微盟集团拓宽了餐饮领域能力版图	19
图 30: 微盟集团在餐饮领域的长期策略	20
图 31: 我国社会消费品零售总额及增速 (扣除价格因素)	20
图 32: 智慧零售服务商全景图谱	21
图 33: 海鼎被收购后的股权架构	21
图 34: 微盟在智慧零售领域的布局	22
图 35: 海鼎的 SaaS 解决方案涵盖前中后台全链条	23
图 36: 微盟智慧零售一体化布局	23
图 37: 公司以智慧零售为代表的大客业务实现高速增长	24
图 38: 微盟 SaaS 产品付费客户流失率变化	24
图 39: 自然堂微信小程序官方商城	24
图 40: 联想乐呗微信小程序官方商城	24
图 41: 微盟集团 SaaS 产品销售渠道	25
图 42: 微盟 SaaS 业务直销团队与渠道代理商地理分布	25
图 43: 微盟精准营销业务直销团队与渠道代理商地理分布	25
图 44: 直销及渠道代理商贡献 SaaS 收入及占比	26
图 45: 直销及渠道代理商贡献精准营销毛收入及占比	26
图 46: Salesforce 产品架构	26
图 47: Salesforce 针对不同行业提供定制服务	27
图 48: Salesforce 通过产品并购构建完整 CRM 生态	27
图 49: Salesforce 股价表现与技术并购过程一览 (美元)	28
图 50: Salesforce 股价表现与产品并购过程一览 (美元)	29
图 51: Tableau 可视化界面	29
图 52: Tableau 营业收入保持高速增长	30
图 53: Tableau 研发费用和销售费用投入高	30
图 54: Salesforce 数据分析产品及收费情况	30
图 55: Salesforce 收入及同比增速 (亿美元)	31
图 56: Salesforce 总收入及同比增速 (亿元)	31
图 57: Salesforce 收入结构	31
图 58: Salesforce 各项业务毛利率及综合毛利率	32
图 59: Salesforce 毛利率及各项费用率	32
图 60: Salesforce 经营性现金流及占总收入比例	32

图 61: 微盟集团总收入及同比增速 (亿元) .....	33
图 62: 微盟集团收入结构 .....	33
图 63: 微盟集团 SaaS 产品收入及同比增速 (亿元) .....	33
图 64: 微盟集团 SaaS 产品付费商家数及同比增速 (个) .....	33
图 65: 微盟集团 SaaS 产品 ARPU 及同比增速 (元) .....	33
图 66: 微盟集团 SaaS 产品收入拆分 (亿元) .....	34
图 67: 微盟集团精准营销收入及同比增速 (亿元) .....	34
图 68: 微盟集团精准营销广告主数及同比增速 (个) .....	35
图 69: 微盟集团精准营销毛收入 (亿元) .....	35
图 70: 微盟集团毛利率情况.....	35
图 71: 微盟集团毛利率情况.....	35
图 72: 微盟集团 SaaS 产品付费商家流失率 .....	35
图 73: 微盟 SaaS 产品套餐升级.....	36
图 74: 微盟集团盈利预测表 (亿元) .....	36
图 75: 微盟集团分部估值 (亿元) .....	37
图 76: 全球 SaaS 公司估值表 .....	37

## 1. 业务分析：SaaS+营销双轮驱动

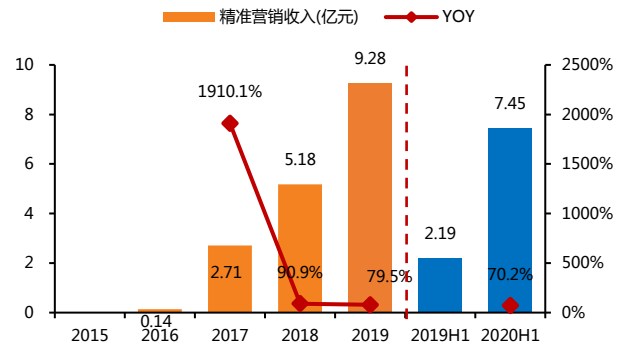
微盟集团是中国领先的企业云端商业及营销解决方案提供商（SaaS），也是中国领先为中小企业提供在腾讯等社交网络进行精准营销的服务提供商。公司在成立之初主打 SaaS 业务，其产品覆盖社交电商、智慧零售、智慧餐饮、智慧酒店、本地生活等多个垂直行业布局，致力于为企业提供完整的一站式解决方案。2016 年，微盟顺应微信生态广告业务变现的趋势，推出精准营销业务。公司业绩在 SaaS 和精准营销业务双轮驱动，持续高速增长。2019 年公司 SaaS 业务收入 5.07 亿，同比增长 46.1%，2015-2019 年 CARG 为 45.2%，精准营销业务收入 9.28 亿元，同比增长 79.5%，2015-2019 年 CARG 为 188%。

图 1：微盟 SaaS 业务营收及增长情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：微盟精准营销业务营收及增长情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 1.1. SaaS 业务：借微信东风，助力企业数字化转型升级

**借微信东风，推动企业数字化转型升级。**2011 年 1 月腾讯创立微信，用户规模迅速增长，微盟创始人孙涛勇看到以微信为代表的社会化媒体的兴起所孕育的机会，一方面，他认为微信用户粘度高，是一个适合生活服务、线下商超等企业推行 O2O 模式的平台；另一方面，在零售市场中，中小企业由于线下门店规模有限，且缺乏对线上专业知识的了解，因此难以用数字工具来发展业务，而传统的网上商城平台提供的商户服务有限，平台中心化使企业缺乏客户流量和数据的主导权。市场中亟需一种新型的数字化服务来解决企业这一痛点，微盟应运而生。

2013 年 4 月，微盟成立，并推出了首款依托于微信平台的 SaaS 产品。该产品主要专注于为微信生态中的企业提供开发、运营、培训、推广一体化的第三方软件服务，既可以帮助企业开拓 O2O 业务、增强客户引流效果，又打破了网上商城的中心化模式，通过去中心化的社交媒体平台使得中小企业能够直接与客户接触和沟通，便于其进行客户关系管理。成立之初，微盟便成为了微信公号的首批合作伙伴之一，奠定了日后与腾讯深度合作的基础。

图 3：微盟 SaaS 产品 C 端界面展示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

微盟的 SaaS 产品由商业云、营销云、销售云三大板块构成。通过去中心化的互联网平台为中小企业提供一体化的商业解决方案，赋能中小企业实现数字化转型。其中，商业云用于协助商户开设线上业务，并为线下企业实行线上转型。营销云通过大数据和 AI 技术用于为商户锁定营销群体并进行在线营销活动优化，包括广告制作和预算分配等。销售云则是帮助商户提升获客能力从而提高销售业绩。

图 4：微盟 SaaS 包含商业云、营销云、销售云三大板块



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司产品多元化，实现多领域全覆盖。商业云包括微商城、智慧零售、智慧餐厅、客来店、云小店、智慧酒店、智慧美业、智慧会务、智慧旅游等产品，涵盖从电商、零售、餐饮到住宿等全领域生活场景，帮助商家实现微信生态的商品销售和客户服务。其中微商城为商业云核心产品，提供完整解决方案(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，为企业提供强大的技术及多功能服务支持；智慧零售、智慧餐厅、智慧酒店、客来店等产品为线下客户搭建线上平台，助力企业数字化转型。营销云拥有微站、智营销和微盟表单等产品，通过大数据和 AI 技术为商户提供智能营销服务，整合营销流程，根据数据建立营销策略，增加顾客转化率。销售云则拥有销售推，提高商家获客能力。

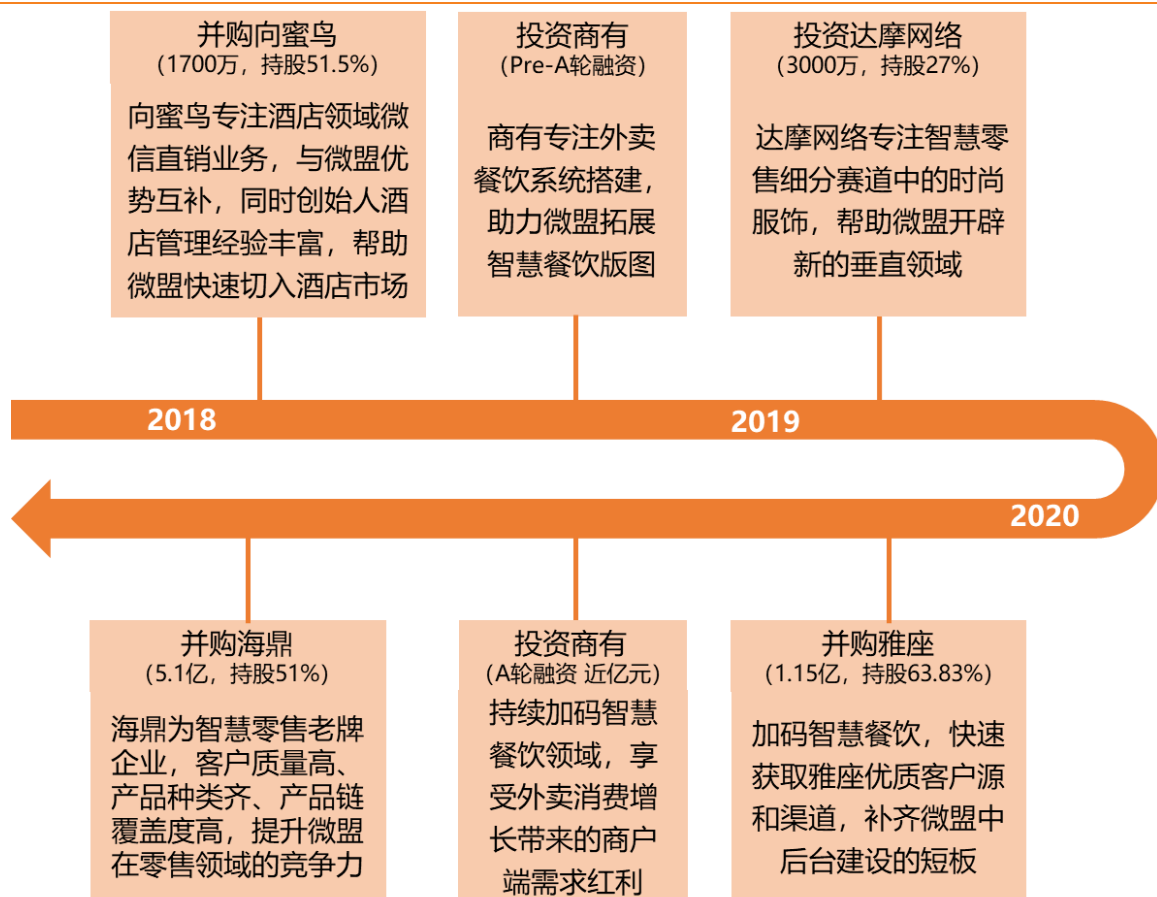
图 5：微盟 SaaS 产品体系

SaaS业务	产品	定位及特征
商业云	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	针对只有线下门店的商户的完整解决方案，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，具有会员管理、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、支付小费及移动预定与预约服务
	云小店	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
营销云	微站	针对移动网站建设者，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
	智营销	为企业提供的一站式智能营销平台，企业可以在该平台实现全渠道客户数据整合、360度客户画像洞察，并通过人工智能技术对客户进行自动精准再营销
	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
销售云	销售推	针对商户的获客工具，可提升其获客能力、帮助商户洞察顾客行为，发现及转化潜在顾客，以及协助销售人员跟进顾客、跟踪跟进状况、提高顾客转化率及从顾客流量获利

资料来源：公司官网，天风证券研究所

通过多轮收购，布局智慧酒店、餐饮和零售领域。公司致力于推进餐饮、零售、酒店等各行业数字化全覆盖战略，在自行搭建云平台的同时，也开始通过持续的并购和投资来完善商业云体系的建设，获得快速的外延式成长。公司于 2018 年以并购向蜜鸟的方式入局智慧酒店领域，同年参与新起之秀商有的 Pre-A 轮融资，进军智慧餐饮。2019 年公司投资达摩网络，初步试水智慧零售。2020 年公司加快扩张步伐，分别并购了智慧餐饮和智慧零售的头部企业雅座和海鼎，并参与了商有的新一轮融资。

图 6：微盟 SaaS 领域投资并购历程



资料来源：公司官网，36 氪，腾讯新闻，天风证券研究所

**2018 年收购微信酒店直销服务商向蜜鸟，进军智慧酒店业务。**2018 年 5 月 18 日，微盟集团以 600 万收购国内领先的微信酒店直销服务商及平台运营商广州向蜜鸟网络科技有限公司绝大部份股权，并向其注资 1100 万。投资完成后，公司对向蜜鸟的持股比例为 51.50%，向蜜鸟将成为微盟的控股子公司。此次收购有利于微盟拓展酒店及餐饮等新垂直行业，公司同年 7 月推出了智慧酒店产品。

**2020 年收购餐饮 SaaS 服务商雅座，拓展智慧餐饮版图。**2020 年 2 月 19 日，微盟集团旗下公司“微盟餐林”拟以 1.14 亿元收购餐饮 SaaS 服务商无锡雅座在线科技股份有限公司 63.83% 股权。通过此次收购，微盟集团将扩大其在智慧餐饮领域内的业务范围，形成以顾问团队主打头部餐饮客户、直销团队主打腰部餐饮客户及渠道销售主打尾部餐饮客户的全阶梯销售模式，雅座已于 2020 年中报并表。

**2020 年收购海鼎，加码布局智慧零售。**2020 年 11 月 6 日，微盟集团宣布以 5.1 亿元收购上海海鼎信息工程股份有限公司 51% 的股份。将海鼎纳入公司体系后，微盟集团将进一步完善智慧零售产品线，在现有专注为垂直行业连锁品牌商提供智慧零售服务的基础上，新增连锁便利店、连锁超市、商业地产等线下零售领域客户和渠道，真正实现对智慧零售商业线上线下业态的全覆盖。



图 7：微盟集团收购企业基本信息一览

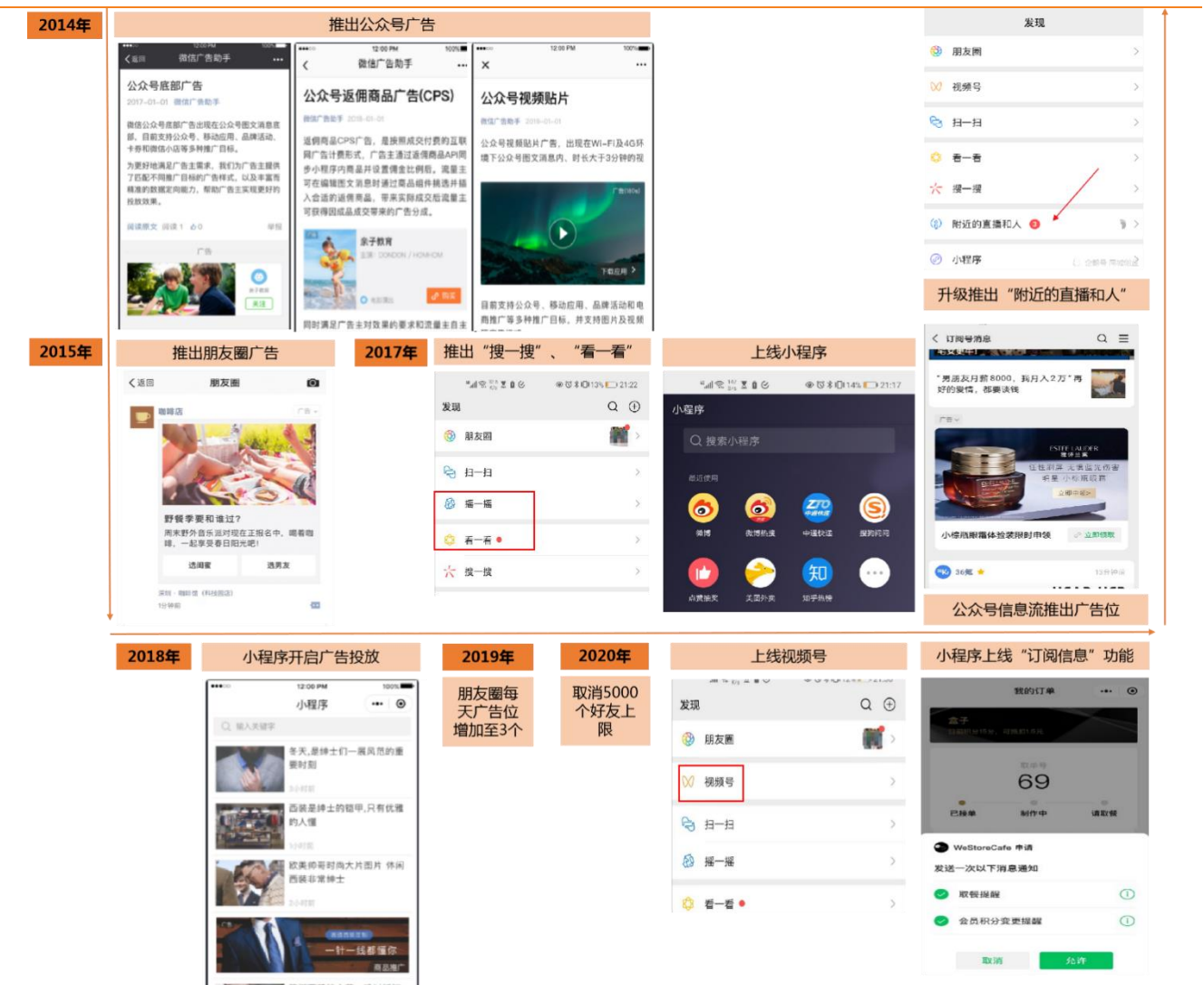
投资标的	成立时间	投资时间	投资金额	持股比例	业务领域	公司介绍	客户群体	客户数量	收购时财务情况
向蜜鸟	2017年	2018年	1700万	51.50%	智慧酒店	为酒店及目的地旅游生活企业构建微信直销平台	数百家中高端酒店, 包括丽思卡尔顿、瑞吉、康莱德、JW万豪、亚特兰蒂斯等	-	2017年, 总收入3.67万元, 净亏损54.37万元
雅座	2006年	2020年	1.15亿	63.83%	智慧餐饮	餐饮会员营销的开创者, 为广大餐饮企业提供基于SaaS的餐饮会员营销服务	服务餐饮门店100万+, 超40家餐饮百强为公司客户	截止2019年, 付费商户数1625家, 门店数量5944家	2019年, 付费商户流失率11.9%, ARPPU为18355元, GMV155亿元; 营业收入3194万元, 净亏损2360万元
海鼎	1997年	2020年	5.1亿	51%	智慧零售	为商企提供连锁零售、商业地产、仓储物流三大行业的信息化解决方案, 以及与支付、智能硬件相关的创新业务	1000余家知名商业企业及集团, 合传统商超(华冠、家乐福等), 商业地产(万科、恒大), 新兴零售(名创优品、泡泡玛特)	截止2019年, 付费商户364家	2019年, ARPPU为54万元, 前十大客户ARPPU 689万元; 营业收入2.1亿元, 净亏损3795万元
达摩网络	2015年	2019年	3000万	27%	智慧零售	自主研发GIC客户管理系统, 为连锁零售商业提供CRM解决方案	国内外知名时尚服装类企业, 合作品牌超500家	-	-
商有	2017年	2018年、2020年	Pre-A轮、近亿元A轮融资	-	智慧餐饮	专注于餐饮外卖领域, 包含云小店和云管家两大产品, 帮助商家建立自有外卖平台	国内国际头部餐饮企业, 服务品牌超1000个, 覆盖门店数超5万家	-	-

资料来源：公司官网，公司公告等，天风证券研究所

## 1.2. 精准营销：腾讯释放广告空间，微盟顺势而为

**微信生态广告变现持续推进，释放商业化空间。**微信作为腾讯最重要的产品之一，为腾讯生态最重要流量来源，近年来微信生态商业化加速推进，给包括微盟在内的合作伙伴增长机遇。回溯看，2015年微信上线了朋友圈广告，开启广告变现，随后又推出了公众号广告。2017年，微信上线小程序，将用户与众多的线上及线下服务连接，包括零售、电子商务、生活服务、政务民生及游戏等。通过将小程序与公众号、企业微信以及微信支付相配合，逐步构建了更加完整的交易生态。在小程序发展企稳后，微信推出了小程序广告，生态商业化更进一步。2019年5月，微信朋友圈每天的广告位增加至3个，2020年1月，微信取消了5000个好友上限，大大增强了私域流量的商业化拓展空间。此外，微信小程序还上线“订阅信息”功能，通过一次性或长期性的订阅帮助开发者提升留存。9月，微信公众号信息流中也开始出现广告位，进一步扩大广告库存。11月，微信升级“附近的人”为“附近的直播和人”，持续进军直播领域。

图 8：微信生态建设和广告业务发展线



资料来源：澎湃新闻，微信官方等，天风证券研究所

微盟顺势推出精准营销产品，深化与腾讯的合作。腾讯在推进广告业务的同时，也在进一步完善其广告生态，鼓励深耕广告领域内的第三方服务商，申报成为经腾讯官方认证的牌照服务商，共同为广告主提供更专业的广告服务。这为第三方服务商进军腾讯广告生态提供了契机。尤其是对起家于微信生态 SaaS 服务商微盟来说，其已沉淀的大量客户群体，若进行广告营销业务可以实现快速铺开。因此，微盟在 2016 年 3 月成立微盟盟聚移动广告事业部并推出精准营销业务。此后微盟盟聚与腾讯深度合作，连续三年蝉联腾讯广告区域及中长尾业务部年度最佳服务商称号。

目前，微盟旗下“上海盟耀信息科技有限公司”持有腾讯广告的 KA 服务商金牌资质，“上海盟聚信息科技有限公司”持有腾讯广告的 12 个区域服务商牌照和 1 个行业服务商牌照。区域服务牌照覆盖北京市、江苏省、上海市、浙江省、安徽省、重庆市等 12 个重点大省市。行业牌照则指定微盟为腾讯在湖南省房地产行业唯一授权服务商（除长沙市）。微盟与腾讯合作关系的逐步加深为其广告业务的持续增长提供了有力支撑。目前，微盟的大部分媒体资源仍聚焦于腾讯系产品，包括腾讯旗下的微信朋友圈、公众号、QQ 及 QQ 空间、腾讯新闻信息流和腾讯视频信息流。

图 9：微盟持有的腾讯广告区域服务商牌照和行业服务商牌照



资料来源：腾讯广告官网，天风证券研究所

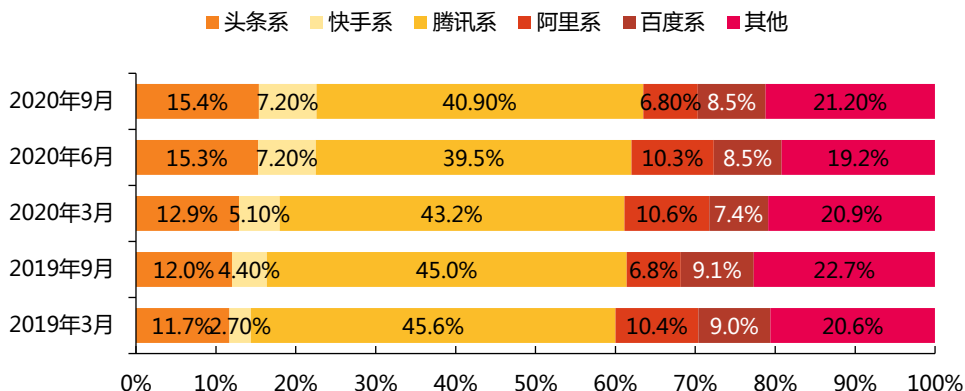
图 10：微盟大部分媒体资源仍聚焦于腾讯系产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

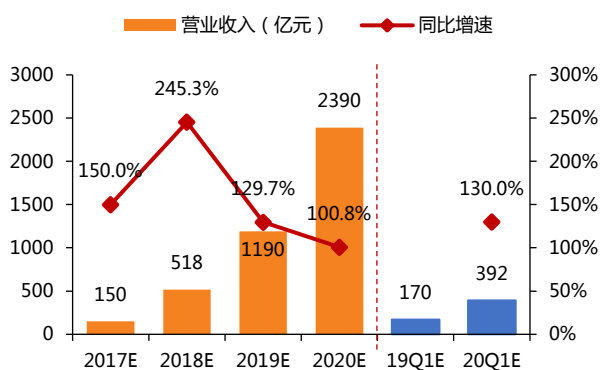
新兴互联网媒体平台发展迅速，微盟积极拓展媒体资源。短视频平台兴起迅速抢占用户时长，同时，由于短视频类平台具备内容生态丰富、内容载体多元的特点，因而广告投放效果较为出众，逐渐成为了第三方服务商广告营销的新阵地，抖音快手广告收入增长迅速。

图 11：新兴互联网媒体平台发展迅速



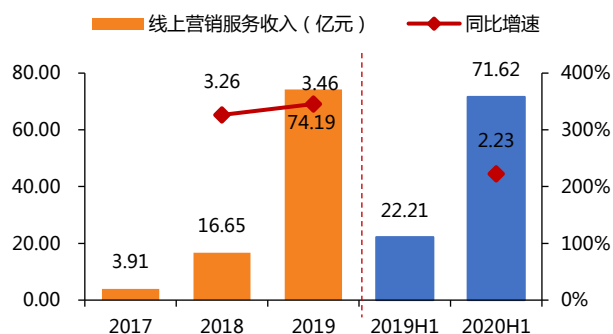
资料来源：QuestMobile、天风证券研究所

图 12：字节跳动收入增长情况



资料来源：界面新闻等，天风证券研究所；注：营业收入以广告为主

图 13：快手广告收入增长情况



资料来源：快手招股书，天风证券研究所

**微盟集团亦把握增长机遇，拓展抖快资源。**微盟紧跟发展趋势，将精准营销产品从聚焦于腾讯系平台逐步扩大至今日头条、抖音、西瓜视频、火山小视频等众多平台，为客户提供广告开屏、视频贴片、信息流广告、搜索广告等多种类广告投放。一方面多元化的媒体平台广告投放能够满足更多广告主的需求，提升公司收入水平和盈利能力，另一方面公司寻求与其他互联网公司的合作，可以避免对腾讯的过度依赖，有利于拓展业务边际、降低经营风险。

图 14：微盟针对今日头条推出的精准营销产品

媒体产品	产品	产品详情			
今日头条	头条开屏	今日头条开屏广告在手机端和ipad端均可展示，展示类型可分为3秒静态展示、4秒动态图片展示、5秒视频展示			
	头条信息流	位于今日头条频道刷新后的信息流内容的3-5条广告位置，广告呈现量级大，即刷即有。支持落地页跳转、应用下载、文章推广等推广目的			
	视频后贴片	位于原生视频尾帧，视频播完即出现，展现时间15秒			
	视频相关推荐	隶属于信息流广告位，位于原生视频内容页下方推荐信息流第一位			
	头条跨位置广告	拥有跨位置霸屏和跨位置GD两种类型；跨位置霸屏位于开屏轮播+进入信息流第一次刷新推荐频道信息流，按CPT售卖；跨位置GD位于同素材覆盖头条推荐信息流与详情页banner，按CPM售卖			
	头条搜索广告	分为搜索品专、超级品专、彩蛋+品牌专区三种类型；位于头条搜索页，搜索结果第一条			
其他媒体平台及产品					
抖音	开屏广告	西瓜视频	开屏广告	火山小视频	开屏广告
	信息流广告		信息流广告		信息流广告
	搜索广告		视频贴片		

资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 2. 核心优势：基因优良，步伐稳健

### 2.1. 背靠腾讯：腾讯为微盟重要股东及合作伙伴

#### 2.1.1. 腾讯三次增持，为微盟重要股东

公司上市前曾获多轮融资。公司于 2014 年成立，同年完成 A 轮融资 1800 万元。2015 年公司完成 B 轮融资，获得金字火腿等公司合计 1.43 亿元投资。2018 年，微盟集团完成 C 轮和 D 轮融资，融资总额超过 2.8 亿美元。2019 年 1 月，公司在港交所主板挂牌上市。

图 15：公司上市前融资历程

融资轮次	时间	投资方	投资金额
A轮	2014年	苏州825新媒体产业基金、华映文化	1800万元
B轮	2015年	金字火腿领投，苏州825新媒体产业基金、华映文化等跟投	1.43亿元
C轮	2015年	海航集团领投	5亿元
D1轮	2018年	上海自贸区基金、国和投资等领投，腾讯双百、东方富海等跟投	10.09亿元
D2轮	2018年	凯欣创投、GIC领投，四维资本、大华创投等跟投	2亿美元

资料来源：公司公告，投资界，天风证券研究所

**腾讯三次增持微盟，战略价值显露无疑。**微盟集团上市前，腾讯已通过子公司 Tencent Mobility Limited 认购公司 2.92% 股权。2019 年 4 月腾讯第二次增持微盟股份，增持后合计持股比例为 7.73%。7 月，腾讯再次增持。截止 2020 年中报，腾讯持股比例达 8.08%，为公司第三大股东。

**创始人孙涛勇为公司实际控制人。**截止 2020 年 6 月，公司第一大股东为 Yomi.sun Holding Limited，实际受益人为公司董事长兼 CEO 孙涛勇，持股比例 14.35%。孙涛勇与另外两位联合创始人游凤椿和方桐舒为一致行动人，三人合计持股 18.15%。

图 16：微盟集团股权结构（2020 年中报）

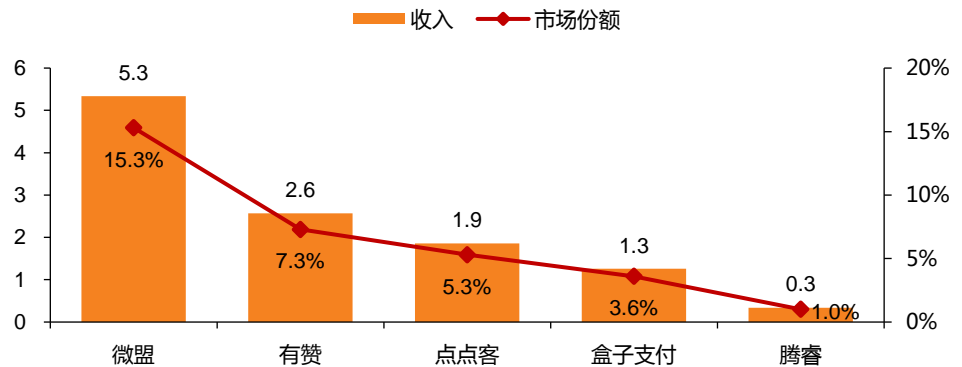


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.2. 与腾讯业务合作关系紧密，为微信生态核心服务商

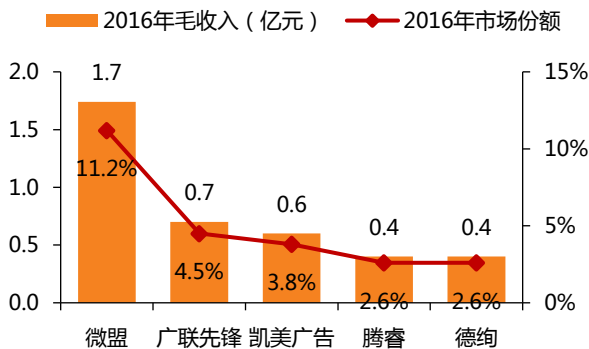
微盟与腾讯有长期稳定的合作关系。微盟为 2013 年微信公众号的首批合作伙伴之一，亦为腾讯于 2017 年推出的微信小程序的首批商业及营销解决方案提供商。按 2017 年的收益和付费商户数量计，公司为领先的基于微信的第三方服务提供商，占市场份额的 15.3%。根据 Frost & Sullivan 报告（转引自微盟招股说明书），按 2016 年和 2017 年的毛收入计，公司为腾讯社交网络服务平台上领先的中小企业精准营销提供商，分别占市场份额的 11.2% 和 17.0%。公司通过招揽和挽留微信用户推动微信生态系统的发展。

图 17：2017 年按收益计，中国中小企业前五位基于微信的第三方服务收入



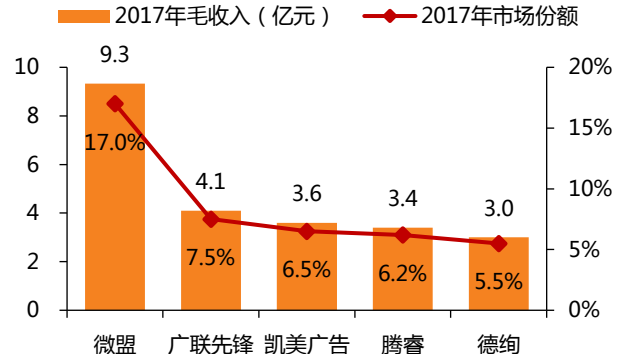
资料来源：Frost & Sullivan 报告（转引自微盟招股说明书），天风证券研究所

图 18：2016 年腾讯广告前五大代理商毛收入及市场份额



资料来源：Frost & Sullivan 报告（转引自微盟招股说明书），天风证券研究所

图 19：2017 年腾讯广告前五大代理商毛收入及市场份额



资料来源：Frost & Sullivan 报告（转引自微盟招股说明书），天风证券研究所

微信小程序、公众号是微盟大部分产品的主要销售平台。一方面，商户主要使用公司的 SaaS

产品在微信平台上开设店面并进行业务运作；另一方面，微盟向广告主提供精准营销的方式，也主要是通过微信朋友圈、微信公众号、QQ、QQ 空间、腾讯新闻和腾讯视频广告等体平台。

微盟具有专为微信生态系统而设计的营销方案。微盟根据微信作为社交网络的特点，开发营销工具，包括拼团、砍价、直播等，帮助商户进行社交网络营销。公司的营销推广方案包括微站、营销推等，其中微站帮助商户建立微信小程序，通过小程序的多个流量入口帮助企业引流，包括二维码扫描、微信搜索、好友推荐、公众号关联广告等；营销推则帮助企业打造销售名片、海报，来展示品牌信息与售卖产品，同时通过转发、游戏、直播等活动助力企业，达到营销和获客的目的。

图 20：微信小程序多个入口帮助企业引流



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 21：社交名片助力销售激活流量



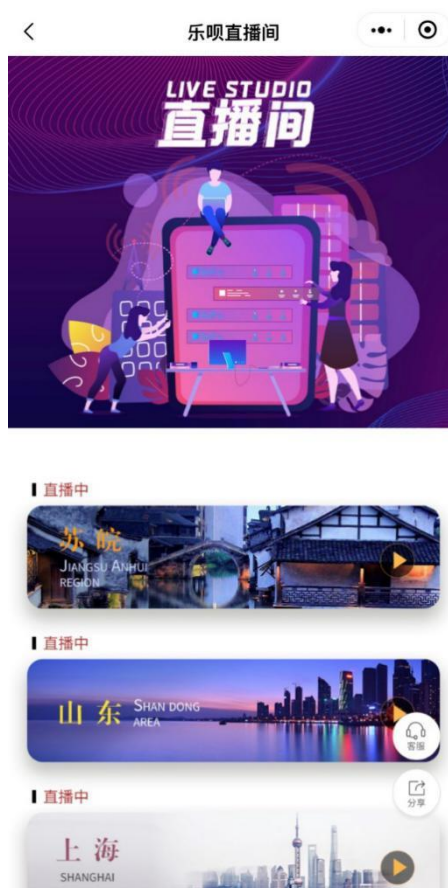
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 22：联想乐呗小程序内营销工具



资料来源：联想乐呗小程序官网，天风证券研究所

图 23：联想乐呗小程序直播间



资料来源：联想乐呗小程序官网，天风证券研究所

## 2.2. 战略清晰：助力中小企业数字化转型升级

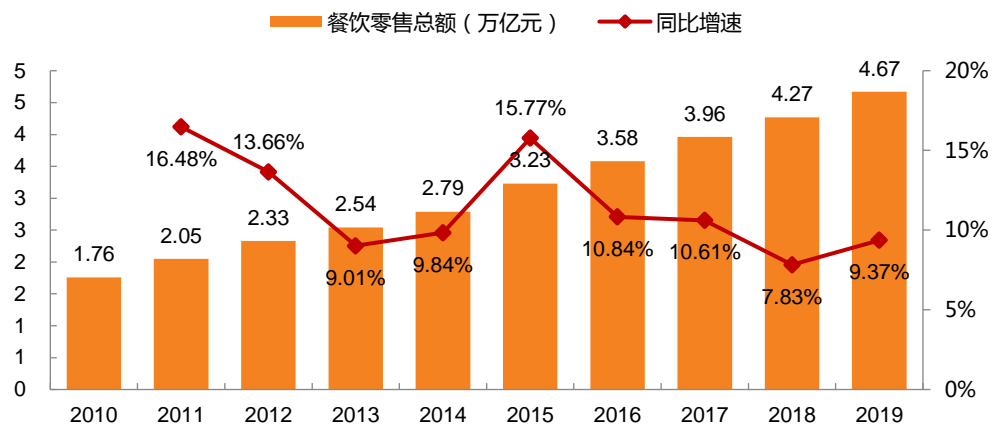
微盟使命为助力中小企业向数字化转型，自创始起即重视一体化服务能力建设。微盟自创业之初，创始人孙涛勇即认为微信比较适合用户粘度高、二次购买、做客户关系管理(CRM)的企业，这意味着微盟在提供工具的同时，也需要给出一站式的服务。换言之作为服务商需要帮助商家打通和消费者之间的数据流、交易流和各类渠道，从而给企业打造基于整个营销链路的数字化建设。

对标全球 SaaS 市场的启蒙者 Salesforce，内生外延并行完善一体化数字赋能能力。2018 年 5 月，公司收购广州向蜜鸟的股权，增强酒店行业服务能力。2020 年 3 月，公司收购餐饮领域的综合解决方案提供商雅座，2020 年 4 月投资餐饮全场景数字化运营服务商有；当前公司已形成集会员、收银、外卖、商城、点餐、预订、供应链管理为一体的全场景数字化解决方案。11 月 6 日，公告拟收购海鼎 51% 股份，进一步完善智慧零售产品线，同时增强公司前中后台一体化数字赋能能力。

### 2.2.1. 智慧餐饮：控股雅座，加速实现智慧餐饮数字一体化

餐饮为线下市场重要细分领域。根据国家统计局数据，2019 年餐饮零售总额达到 4.67 万亿元，同比增长 9.37%。餐饮行业是社会消费品中重要的细分领域，2019 年餐饮行业零售总额在社会消费品零售总额的比例最高，达到 11.4%。同时，餐饮行业全国门店数超过 600 万家，是线下企业规模最大的品类。

图 24：中国餐饮收入规模及增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

SaaS 服务商可帮助餐饮行业解决流量、效率、增值需求等痛点。目前，餐饮行业的流量逐渐被中心化流量平台（如阿里或美团）掌控，商家不得不承担高昂佣金抽成等费用；其次，餐饮行业存在会员、收银、外卖、点餐、预订、供应链等多个场景，但目前餐饮服务商的解决方案多聚焦于单一场景，企业整体效率难以提升；同时，随着餐饮行业信息化程度的提高，餐饮企业对于精细化、专业化的增值服务需求不断增强，但行业内缺乏能够提供深度运营的独立第三方服务商。



图 25： 餐饮行业服务商竞争格局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

自 2015 年 SaaS 兴起至今， SaaS 产品在餐饮行业应用广泛，有效解决了餐饮市场的行业痛点：1) SaaS 服务商为客户搭建私域流量池，一方面帮助商户进行线上获客，另一方面通过精准营销、社交裂变等方式助力商家把握流量，提高流量变现能力；2) SaaS 服务商为商家提供集移动端销售店面、会员管理系统、POS 收银系统、供应链系统为一体的整体解决方案，满足客户的一站式功能需求；3) SaaS 服务商能够借助自身的数字化工具，为客户提供会员运营、商城运营、成本顾问、大数据分析等深度运营服务，提高商户运营效率，满足餐饮企业的增值服务需求。

雅座是餐饮会员营销的开创者，在基于 SaaS 的餐饮会员营销服务方面有深厚的基础。雅座成立于 2011 年，是聚焦餐饮领域的一体化解决方案提供商。公司主要提供的服务有：1) 包括智能收银机、智慧点单机、智能点单机、智能扫码枪等在内的前台收银软硬件系统；2) 中台的会员管理软件及运营顾问服务；3) 后台的供应链管理解决方案。公司旨在帮助餐饮企业通过专业的数字化运营方式提升收入、降低经营成本。

图 26： 雅座提供多种会员营销服务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

雅座拥有良好的经营数据。2019 年，雅座累计注册商户达 9,115 家，商户流失率仅 11.9%，

每用户平均收益达到 18,355 元,成交总额达到 155.2 亿元。雅座拥有一套成熟的餐饮会员、收银和 ERP 产品工具以及优秀的专业顾问运营团队,核心团队基本来自世界 500 强企业,具有丰富餐饮行业实践经验。目前雅座业务覆盖 29 个省 318 个城市,服务门店突破 100 万家,餐饮百强中超过 40 家是雅座的客户。

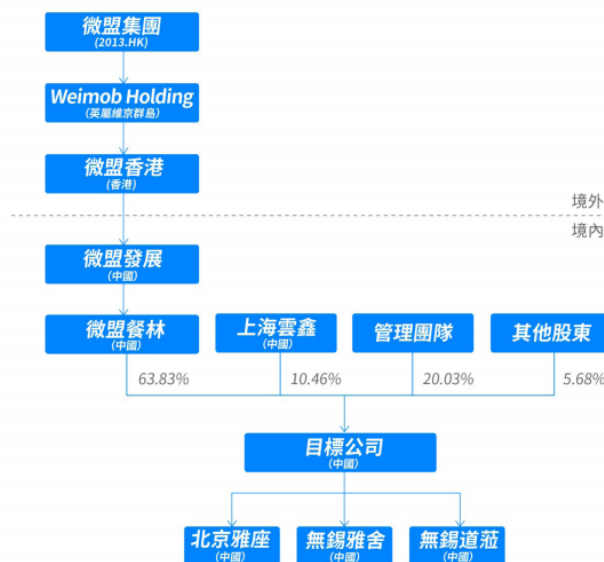
图 27: 雅座具有优质 KA 商户



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2020 年 2 月 19 日,微盟公告以 1.15 亿元收购雅座 63.83%的股权,交易完成后,雅座将成为微盟的附属公司。

图 28: 雅座被收购后股权架构



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

微盟通过收购雅座完善一体化智慧餐饮解决方案。微盟 SaaS 服务中的智慧餐厅主要服务于餐饮流程的前台(支付和营销)和中端(会员管理),即通过微信小程序与微信公众号,整合在线点餐、外卖、营销、会员及支付等多种功能,并通过营销吸引顾客光顾线下餐厅,同时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。雅座的核心产品为雅座收银,其功能涵盖场景营销和收银(前台)、会员管理(中台)、会员报表(后台),为餐饮

企业提供一体化解决方案。从业务对比来看，如果说微盟智慧餐厅的特点是重会员和营销，那么雅座则在在收银、ERP 领域具有显著优势。微盟控股雅座，一方面能加深其在营销和会员管理上的优势，另一方面也补足了公司在收银、商户经营报表管理、供应链管理等业务上的不足，帮助公司形成集预订、取号、营销、会员、收银、点餐、供应链等多个功能融和的一体化智慧餐厅解决方案。

图 29：通过收购雅座微盟集团拓宽了餐饮领域能力版图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

微盟将在长期坚持去中心化的战略方向，未来继续拓展去中心化业务。餐饮企业兼具大体量和高成长性，目前市场商家对于流量获取、效率提升及增值服务的需求仍十分巨大，即市场仍存在巨大的去中心化及私域流量运营的业务发展空间。收购雅座后，微盟将坚持去中心化模式的战略方向，在餐饮行业以一体化的 SaaS 解决方案为切入点，未来将继续赋能商家，进一步拓展去中心化生态圈，助力餐饮商户数字化升级，全面提升商业及营销效率。

图 30：微盟集团在餐饮领域的长期策略

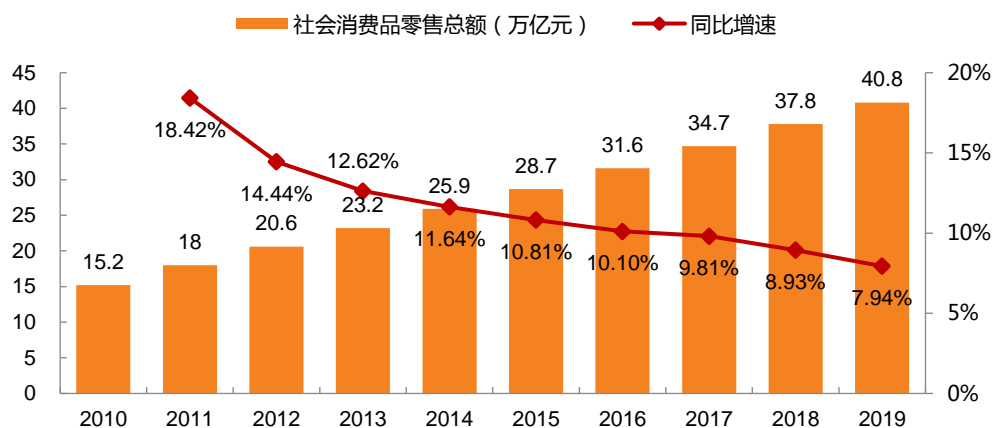


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.2.2. 智慧零售：拟控股海鼎信息，完善智慧零售产品线

零售行业数字化趋势明显，商户显示数字化升级需求。根据国家统计局社会消费品零售总额资料，2019 年社会消费品零售总额首次突破 40 万亿元，同比增长 8%。同时，线上零售额占比不断增加，2019 年线上零售额占社会消费品零售总额的比例超过 25%。行业数字化促进零售企业数字化升级的需求，以此实现经营增长。

图 31：我国社会消费品零售总额及增速（扣除价格因素）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

零售行业的数字化升级主要包括前台的流量端解决方案、中台的大数据智能优化解决方案、后台的核心资源管理解决方案。前台包括线上商城、数字零售、无人零售、支付系统、线上营销等业务，中台包括业务中台及数据中台，对会员、订单、物流、营销等业务进行数据处理，后台则主要对企业的核心资源进行管理。

图 32：智慧零售服务商全景图谱

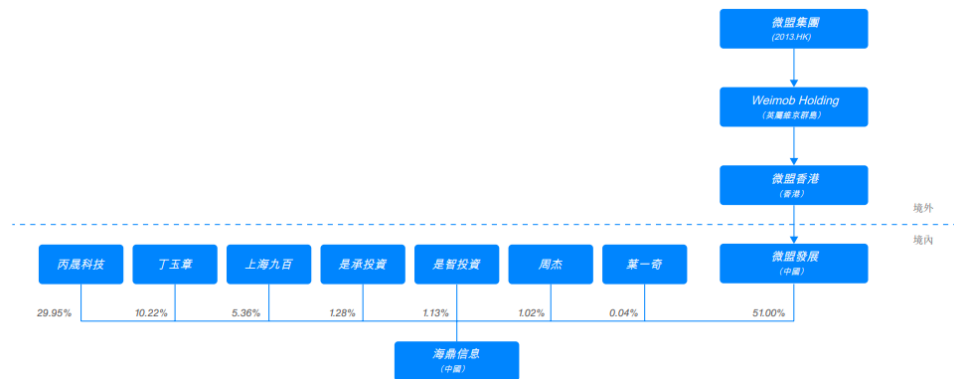


资料来源：公司公告，天风证券研究所

海鼎是中国领先的零售与流通领域的解决方案服务商。海鼎创立于 1997 年，主要为便利店、专卖店、商超、百货、购物中心等多业态商企提供连锁零售、商业地产、仓储物流三大行业的信息化解决方案以及与支付、智能硬件相关的创新业务。海鼎在零售信息化方面已形成一套成熟高效的实施方法，并支持与多家第三方系统如 OA、财务、人事系统对接打通，在智慧零售中后台业务具有一定优势。海鼎近年来经营数据表现优异，2019 年年度经营收入 2.09 亿元，毛利率达到 57%；研发费用占收入比例较高；同时，海鼎拥有优质的头部客户，多为中大型客户，客单价较高。

2020 年 11 月 6 日，微盟发布公告以 5.1 亿元收购海鼎 51%股份，交易完成后海鼎纳入微盟上市公司体系。

图 33：海鼎被收购后的股权架构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

海鼎助力微盟快速实现智慧零售领域全覆盖。收购海鼎前，微盟主要专注于为垂直领域的连锁品牌商提供数字化解决方案，主要覆盖领域包括鞋服、美妆、快消、数码家电等。收

购海鼎后，公司将实现对商业地产、连锁超市、连锁便利店等线下零售领域客户和渠道的覆盖，并进一步扩展与购物中心、大型商超合作的品牌商户资源，从而实现对智慧零售商业线上线下业态的全覆盖。

图 34：微盟在智慧零售领域的布局

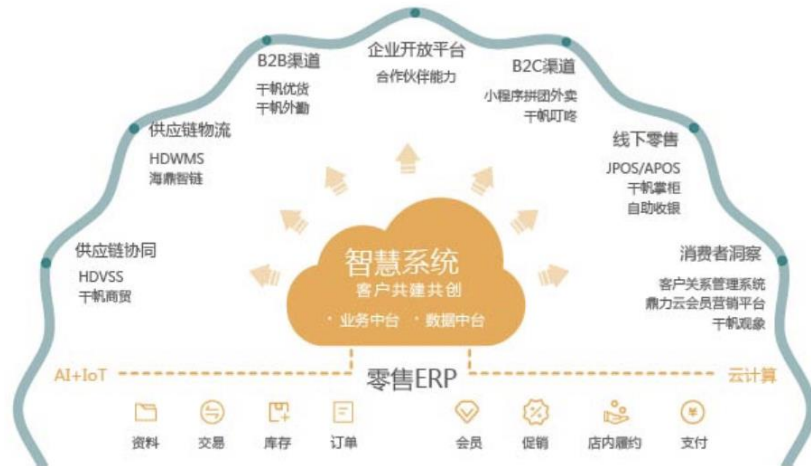


资料来源：公司公告、天风证券研究所

**数字一体化助力微盟锁定优质客户资源，推动公司长期发展。**相较于小型客户，优质的头部客户财力更加雄厚，付费意愿强，能够有效提升公司 SaaS 产品的 ARPU。此外，头部客户与中小型客户相比生命周期更长，经营稳定性更高，续费率高，流失风险低。海鼎的客户资源十分优秀，拥有大批连锁便利店和商业地产的头部企业客户。目前，海鼎已累计服务商业企业超 1000 家，包括华冠、家乐福（传统大型商超）、万科、恒大（商业地产）及名创优品（新兴零售）等。2019 年中国便利店百强企业中有 30%与海鼎合作，商业地产 TOP100 企业中 40%选择海鼎，更是有超过一半的 Top50 企业是海鼎的客户。目前，微盟正在逐步推进“大客户战略”。以往微盟智慧零售服务覆盖的行业主要为细分垂直行业，因此客户多以中小企业为主。但微盟一直致力于向上拓展客户结构，从小微客户向中大型转移，收购海鼎将助力公司锁定优质客户资源，实现公司长期发展战略。

**同时，二者优势领域形成有效互补，增强微盟中后台的数字化能力。**双方业务的整合有望实现前端流量更加丰富、中台模块更加齐全、后台系统交互优化的零售数字化闭环。海鼎多年深耕零售和流通领域，在进销存、订单管理、仓储管理、供应链物流管理等中后台领域内积累较强的服务能力和运营经验。而微盟依托于微信生态起家，在为企业搭建数字化销售平台和提供产品营销等前台方面更具优势。此次收购，有望进一步加强微盟在智慧零售领域中后台的数字化能力，实现 1+1>2 的效果。微盟可以结合自身智慧零售业务在前端营销获客、会员管理方面的优势，并借助海鼎在零售领域的中后端多年积累经验，最终把公司的智慧零售板块打造成集移动端微信小程序、会员管理 CRM、订单管理、仓储管理 WMS、供应链管理 SCM 为一体的整体解决方案服务商。业态的拓宽有助于提升公司核心竞争优势，成为公司长久发展的驱动力。

图 35：海鼎的 SaaS 解决方案涵盖前中后台全链条



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 36：微盟智慧零售一体化布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 销售体系：销售网络遍布全国，大客获取能力较强

公司以智慧零售为代表的大客业务实现高速增长。2020 年上半年公司在服饰、体育运动、家居家纺、美妆护肤、3C 数码等行业签下众多知名品牌客户。截至 2020 年上半年，微盟智慧零售商户数为 2,260 家，智慧零售收入 4,606.0 万元，较 2019 年上半年增长 701.0%，上半年业绩占 SaaS 总收入 15.1%；其中品牌商户达 457 家，品牌商户的每用户平均订单收入达到人民币 22.7 万元。

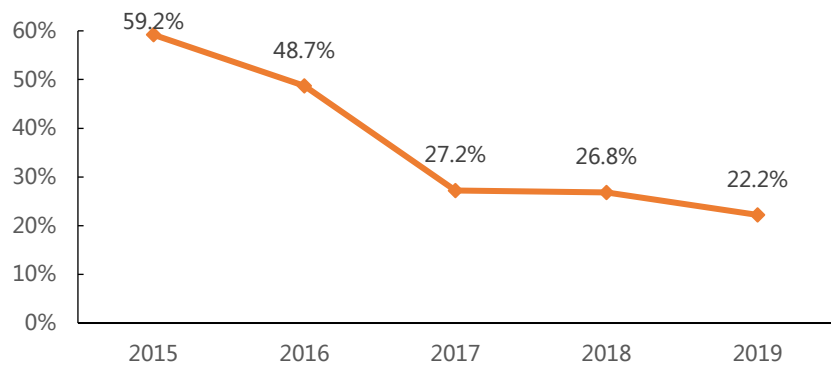
图 37：公司以智慧零售为代表的大客业务实现高速增长

	2019年12月31日	2020年6月30日
智慧零售商户数量	1101	2260
品牌商户	217	457
大客占比	19.71%	20.22%
智慧零售收入(万元)	4474.3	4606.0
在SaaS总收入中占比	8.8%	15.1%

资料来源：公司财报，天风证券研究所

随着大客户占比增加，付费商家流失率持续下降。在创业早期，微盟的客户主要来自中小商家，这部分客户规模不大，部署 SaaS 时比较灵活，但也存在年销售额、续签率较低等情况。而大客户的特点在于经营稳定、付费意愿强、续签率高，因此“大客化”转型是微盟近年的核心战略之一。2015-2019 年，公司 SaaS 产品付费商家流失率持续下降，低流失率体现了公司的大客战略的正确性。

图 38：微盟 SaaS 产品付费客户流失率变化



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 39：自然堂微信小程序官方商城



资料来源：自然堂微信小程序官方商城，天风证券研究所

图 40：联想乐呗微信小程序官方商城



资料来源：联想乐呗微信小程序官方商城，天风证券研究所



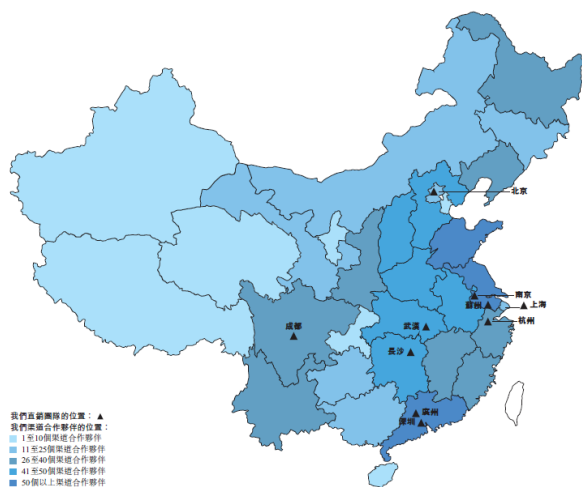
遍布全国的销售网络是微盟能推进大客战略的核心原因。微盟的销售体系包括位于一线和其他战略性城市的自有直销团队以及遍布全国的本地渠道合作伙伴网络。直销团队主要专注于在区域销售团队所在的十个城市（上海、北京、杭州、广州、深圳、成都、南京、苏州、武汉以及长沙）开发当地的中小企业。微盟与这些城市的商户订立直销协议，商户须于公司交付 SaaS 产品前全额预付相关价格，商户使用产品后，通常不允许退货或换货。渠道代理商利用其行业专业知识及商户关系帮助微盟营销及推广 SaaS 产品。微盟拥有超过 1500 家渠道合作伙伴的线下网络，涵盖了中国所有省、直辖市及自治区。这些代理商帮助微盟快速地获得品牌知名度和用户群体，帮助微盟在早期建立渠道优势。

图 41：微盟集团 SaaS 产品销售渠道



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：微盟 SaaS 业务直销团队与渠道代理商地理分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

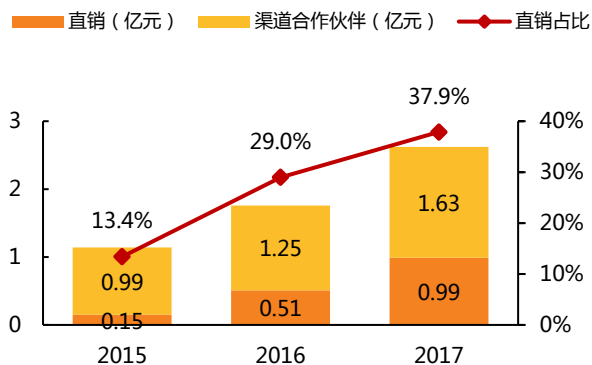
图 43：微盟精准营销业务直销团队与渠道代理商地理分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

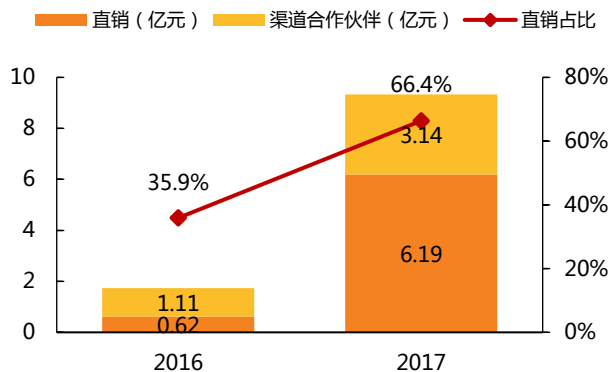
随着公司直销团队发展，来源于直销渠道的收益占比持续上升。根据招股说明书至 2017 年，直销渠道为微盟 SaaS 业务带来的收益达到 0.99 亿元，占到 SaaS 总收入的 37.9%；直销渠道为微盟精准营销业务带来的收益达到 6.19 亿元，占到精准营销总收入的 66.4%。虽然渠道服务商为微盟贡献了大额收入，但占比逐年下降，2017 年来自渠道合作伙伴的 SaaS 收入达 1.63 亿，占 SaaS 总收入的 62.1%，渠道合作伙伴带来的收入大于直销收入，但在总收益中所占比例有所下降。同时，来自渠道合作伙伴的精准营销毛收入在 2017 年达到 3.14 亿，占精准营销总毛收入的 33.6%，低于 2016 年的 64.1%。

图 44：直销及渠道代理商贡献 SaaS 收入及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 45：直销及渠道代理商贡献精准营销毛收入及占比

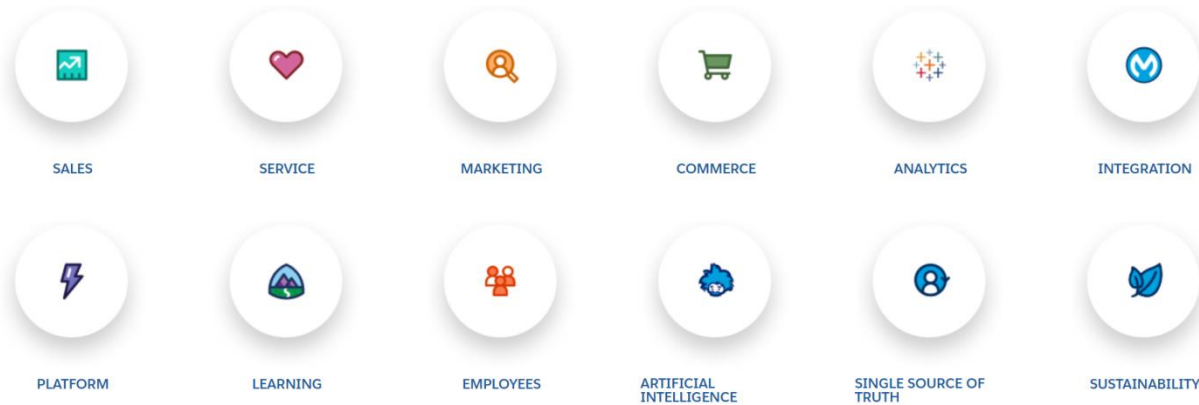


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 他山之石：Salesforce 的千亿市值之路

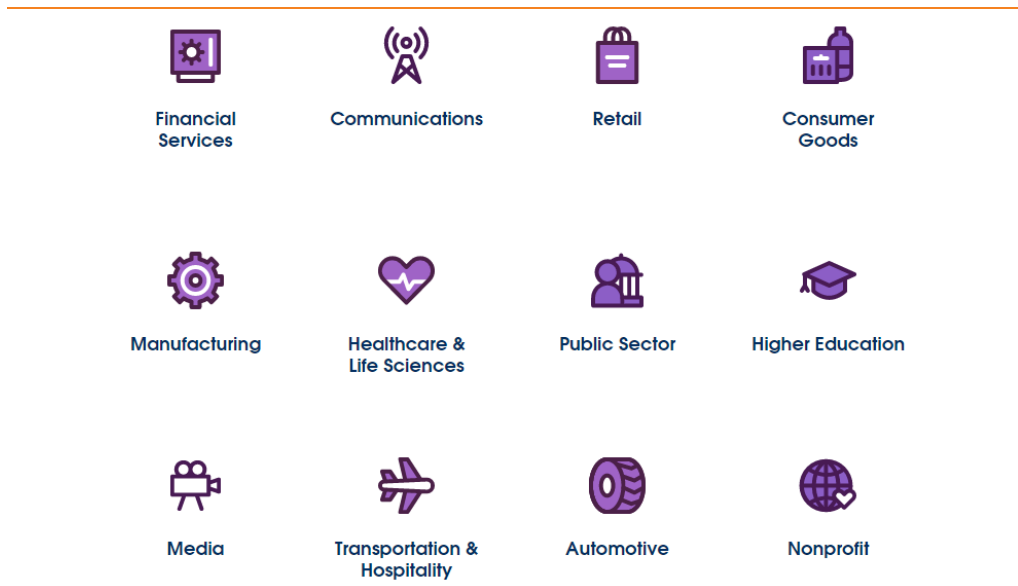
Salesforce 成立于 1999 年，总部设在美国旧金山，2004 年在纽交所上市，公司最初以提供客户关系管理（CRM）软件服务起家，经历 20 多年的发展，公司逐步从服务中小客户起家到大企业客户主导，从单一产品发展到平台+应用，面向企业提供涵盖销售、客服、营销等一系列以客户为中心的 360 度全方位服务。Salesforce 客户覆盖金融服务、医疗保健与生命科学、通讯技术、零售、消费品、媒体等多个行业。此外，针对规模不同的企业，Salesforce 均推出了针对性的服务产品，满足个性化需求。

图 46：Salesforce 产品架构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 47: Salesforce 针对不同行业提供定制服务



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

### 3.1. 外延并购增强技术及产品能力，缔造客户服务生态帝国

自上市以来, Salesforce 通过持续收购不断扩充自身产品体系, 提升产品竞争力, 最终形成了如今以 CRM 云服务为核心的 360 度客户服务生态系统。Salesforce 外延式增长大体上可分为两种: 技术并购和产品并购。

公司在发展前期多为技术并购, 后期主要以产品并购为主。技术并购帮助 Salesforce 从 PC 时代跨越到互联网, 再次从移动互联网到云计算大数据, 使 Salesforce 能够利用高新科技去完善自己的底层架构与技术储备。

产品并购方面, 公司自 2004 年以来进行了大大小小三十余次产品并购, 频繁的并购帮助 Salesforce 快速补充和完善自己的产品线, 最终形成以销售 (Sales Cloud)、服务 (Service Cloud)、营销 (Marketing Cloud) 三大云平台为主, 社区服务 (Community Cloud)、数据分析 (Einstein Analytics)、应用程序 (Salesforce Platform)、商务 (Commerce Cloud Digital) 等环绕的庞大的一体化客户服务生态体系。

图 48: Salesforce 通过产品并购构建完整 CRM 生态



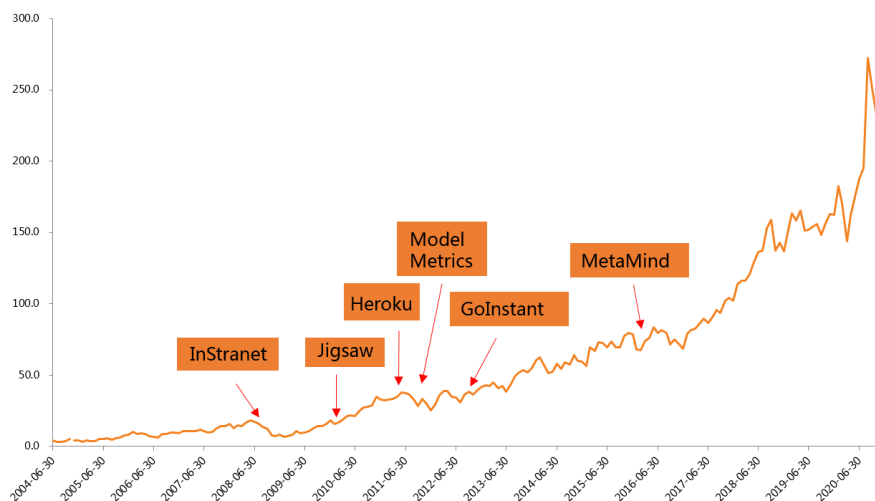
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 技术并购，完善底层框架。

Salesforce 成立于 1999 年，此时美国经济正开始享受互联网时代带来的巨大红利。2000 年，移动通信和互联网二者结合形成了移动互联网，互联网技术开始渗透到生活的各个角落。2006 年美国云计算市场开始萌芽，到 2010 年逐步走向成熟。

Salesforce 通过多次技术并购，公司成功实现了底层框架基础技术的变革，为后续产品种类的扩张和完整生态的搭建奠定了坚实的基础。**公司的大部分的技术类型并购主要发生在 2008 年至 2012 年间，符合 2009 年之后美国云计算技术逐步走向成熟的趋势。**例如，2011 年 12 月，公司以 6670 万美元收购云计算服务初创企业 Model Metrics。Model Metrics 是一家云计算咨询公司，可以帮助企业机构加速云计算的应用速度，还为企业提供基于 iPad 和 Android 操作系统的用户移动解决方案。在此次收购前 Model Metrics 已具备一定客户基础，曾服务于世界 1000 强企业和 1000 多家 Salesforce 的中等规模企业客户。通过此次收购 Salesforce 既能够获取 Model Metrics 的移动社交云计算服务的能力，将其云计算技术应用至自身已有产品中，同时还扩大了公司在云市场的份额。

图 49：Salesforce 股价表现与技术并购过程一览（美元）

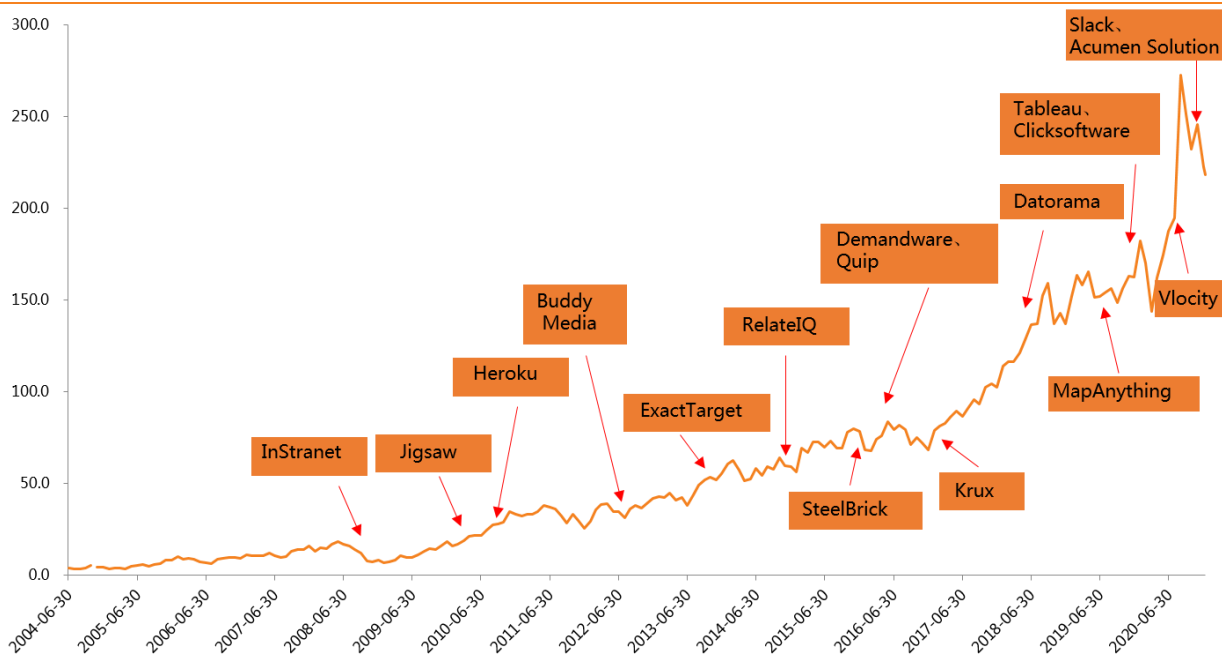


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

### 产品并购，搭建完整 CRM 生态。

在前期具备较强的底层技术框架后，Salesforce 于 2014 年后开始进行频繁的产品并购，以实现产品种类的迅速扩张和 360 度 CRM 生态的搭建。其收购对象既包括相关领域内的龙头企业，如全球领先的跨渠道营销服务商 Exact Target、数据可视化服务巨头 Tableau 以及开发企业协作办公软件的上市公司 Slack 等，也有依托于 Salesforce 平台所建立的企业，包括帮助 Salesforce 平台上的中小企业进行报价和支付的 SteelBrick、基于 Salesforce 云平台的电商领域服务商 CloudCraze 以及与 Salesforce 的服务云和社区云合作密切的 Acumen Solution 等。一方面，并购行业头部企业能让 Salesforce 迅速抢占市场份额，获取大量优质客户资源，同时始终保持自身的行业领先地位，持续为客户提供高质量产品。另一方面，直接收购原 Salesforce 生态内的产品节省了其与公司自有产品磨合的时间成本，从而更加高效地实现资源整合与利用。

图 50: Salesforce 股价表现与产品并购过程一览 (美元)



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

### 收购 Tableau, 强强联合提升数字化赋能能力

2019 年 6 月, Salesforce 宣布以换股的方式收购上市公司 Tableau, 交易对价为 148 亿美元, 此次收购是 Salesforce 截至 2020 年前最大的一笔收购。Tableau 成立于 2003 年, 是世界顶尖的商业数据智能软件提供商, 其主要业务为企业提供数据可视化服务, 通过其强大的统计分析扩展功能, 使用户能够简单、快捷地运用该软件对数据进行处理和展示, 它同时能够根据用户的业务需求对报表进行迁移和开发, 实现业务分析人员独立自助、简单快速、以界面拖拽式地操作方式对业务数据进行联机分析处理和图表展示。

图 51: Tableau 可视化界面

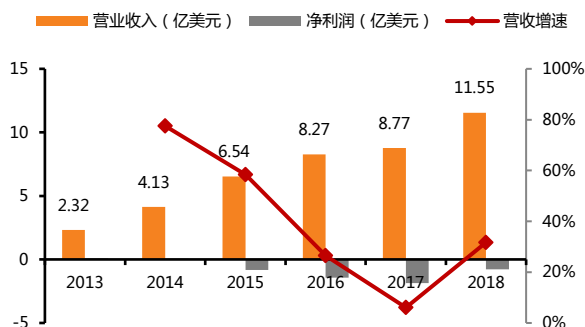


资料来源: Tableau 官网、天风证券研究所

**营收表现亮眼, 客户资源优越。** Tableau 于 2013 年在美国纽交所上市, 上市当年营收 2.32 亿美元, 2018 年实现营收 11.55 亿美元, 同比增长 31.73%, 2013-2018 年间营收 CAGR

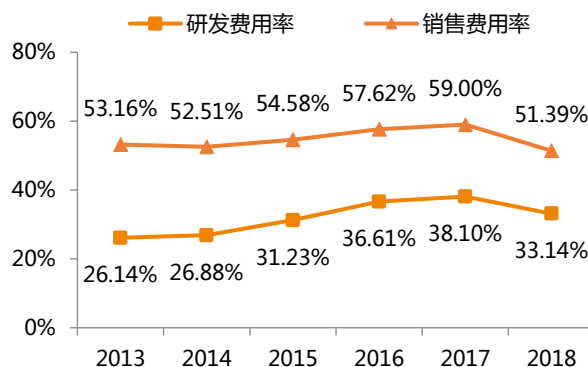
为 38%，公司业绩整体处于快速增长阶段。同时毛利率常年保持在 85%以上，2018 年毛利率为 87.66%。但因为公司投入了大量的研发费用和销售费用以驱动业绩持续增长，因而净利润长期处于亏损状态，2018 年净亏损 7704 万美元。截至 2018 财年，Tableau 拥有约 86,000 家企业客户，包括嘉信证券、埃克森美孚、强生、摩根大通、辉瑞制药等美国著名大型企业和其他各类美国政府机构。

图 52: Tableau 营业收入保持高速增长



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 53: Tableau 研发费用和销售费用投入高



资料来源: Wind、天风证券研究所

**Salesforce 通过收购 Tableau，进一步扩展数据分析业务。**客户在进行数字化转型的过程中，不仅需要应用 Salesforce 的各个云平台进行销售、营销、员工管理等线上运营，同时也对运营所产生数据的后续处理及分析提出了更高的要求。因此，在提供销售云、营销云等基础软件的基础上，Salesforce 还需要进一步扩充数据分析处理产品，以实现真正的 CRM 全领域覆盖。此次收购是 Tableau 与 Salesforce 的强强联合，Tableau 能够与 Salesforce 原有的 Einstein 人工智能自动化平台配对，从而为企业提供智能、直观的分析 and 可视化平台。目前 Salesforce 的数据分析产品分为三个等级，初级产品是基于销售云内部进行一手数据是分析与处理，中级产品是利用 Einstein 人工智能技术进行结果自动化预测，高级产品则由 Tableau 提供的高端智能数据分析服务。Tableau 极大拓宽了 Salesforce 对于复杂数据处理的能力，不仅帮助公司进一步丰富 CRM 生态体系，而且有利于公司定位高端大型集团客户，进一步提高客单价、增厚利润。

图 54: Salesforce 数据分析产品及收费情况



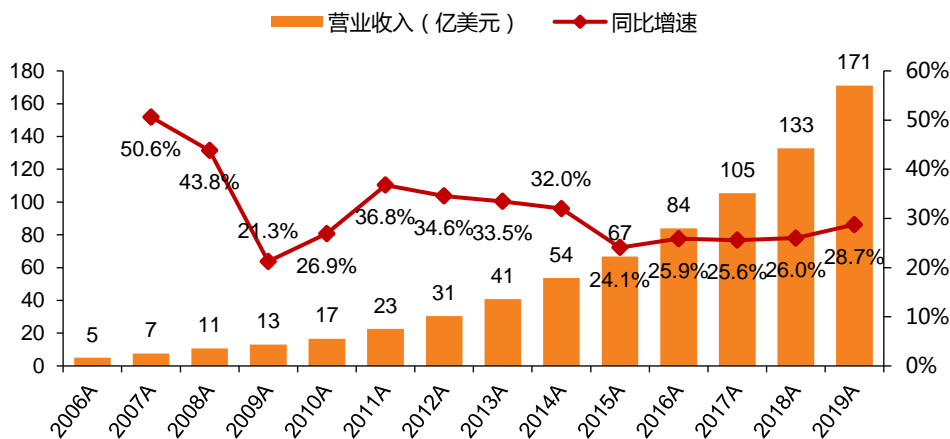
资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

### 3.2. 营收稳健增长，现金创造能力较强

Salesforce 在经历 20 年发展后，总收入仍然维持稳健增长。Salesforce 2019 年总收入为

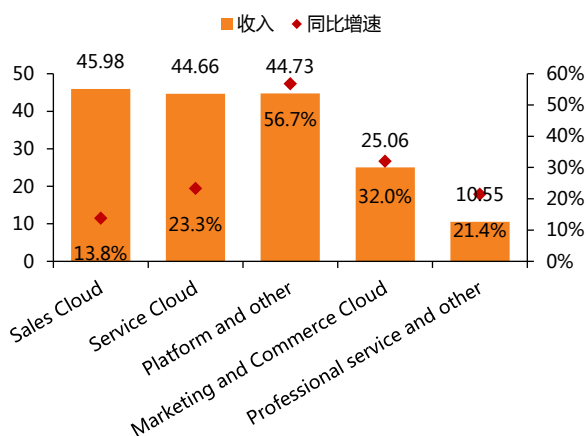
171 亿美元，自 2015 年开始收入增速下台阶至 20-30% 水平（部分为外延并购并表推动）。公司收入主要来自订阅和支持收入及相关的专业服务。其中订阅和支持收入即访问其企业云服务的客户的订阅费用，包括 Sales Cloud、Service Cloud、Marketing and Commerce Cloud、Platform and other（PaaS 平台业务）。

图 55: Salesforce 收入及同比增速（亿美元）



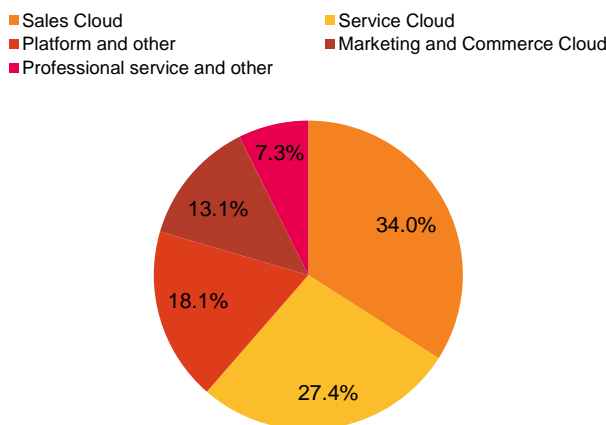
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 56: Salesforce 总收入及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 57: Salesforce 收入结构

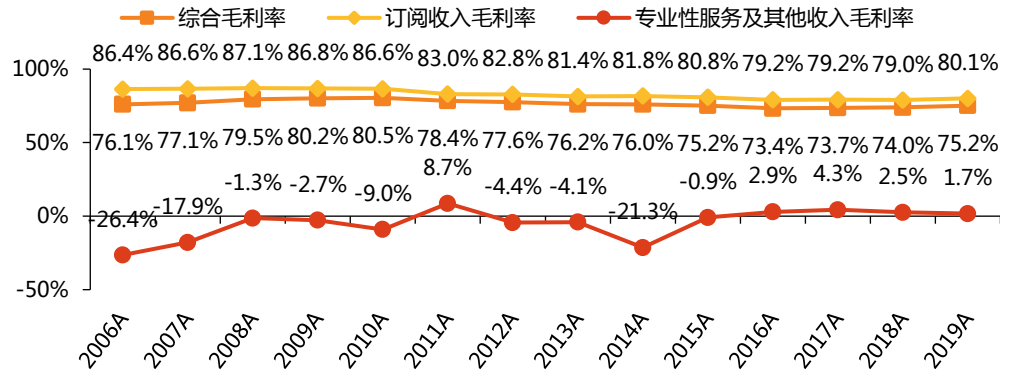


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司当前综合毛利率 75.2%，其中，公司订阅收入毛利率约 80%，相对稳定，综合毛利率较低且持续小幅下滑主要是因为专业性服务及其他收入毛利率较低且收入占比缓慢提升，但自 2016 年开始专业性服务及其他收入毛利率已连续 4 年为正。

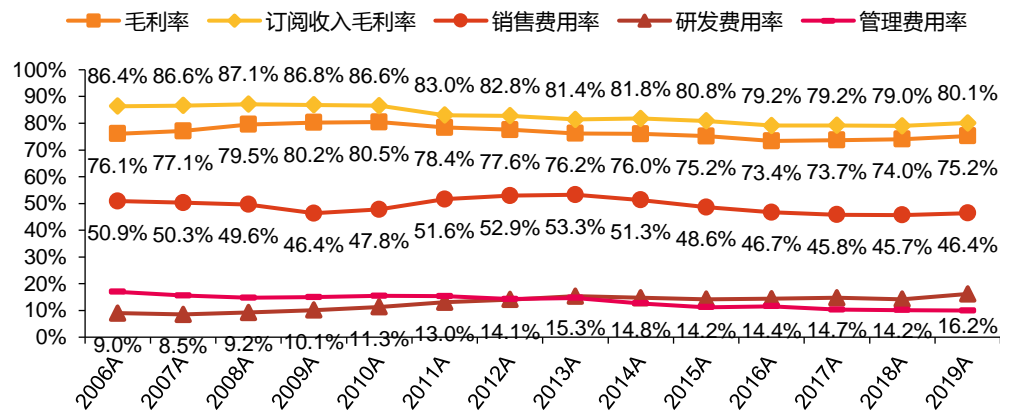
费用方面，公司销售费用为主要费用支出，2019 年占收入比为 46.4%。研发费用率的持续上升被管理费用率持续下滑抵消，2019 年管理费用及研发费用合计 26.1%，2006 年为 25.9%，基本保持稳定。

图 58: Salesforce 各项业务毛利率及综合毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

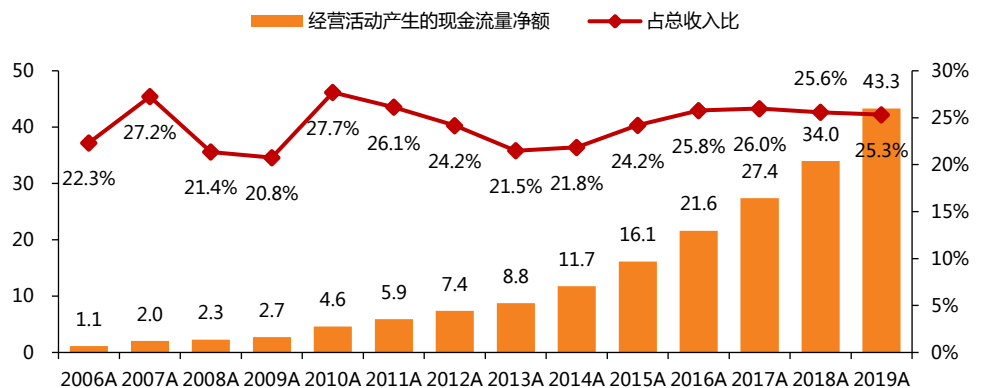
图 59: Salesforce 毛利率及各项费用率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

虽然从利润表层面看, 公司营业利润率较低, 但从现金流层面看, 公司订阅产品为预付制, 因而经营性现金流净额表现较好, 2019 年公司 171 亿美元收入为公司创造 43.3 亿美元经营性现金流净额, 占收入比 25.3%。

图 60: Salesforce 经营性现金流及占总收入比例



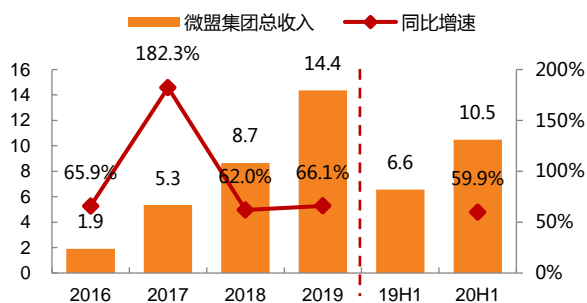
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



## 4. 财务分析：收入高增长，销售费用率持续改善

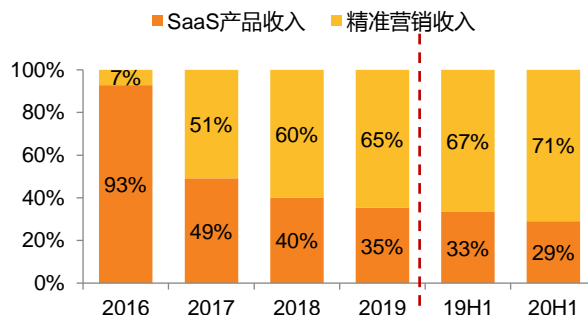
**SaaS 及精准营销双轮驱动，总收入持续高增长。**微盟集团 20H1 实现总收入 10.5 亿元（剔除宕机事件影响），同比增长 59.9%（若扣减宕机事件赔付金额，则上半年实现总收入 9.57 亿元，同比增长 45.7%）；从收入结构看，精准营销收入占比持续提升，20H1 同比提升约 4pct 至 71%，SaaS 产品收入占比 29%。

图 61：微盟集团总收入及同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

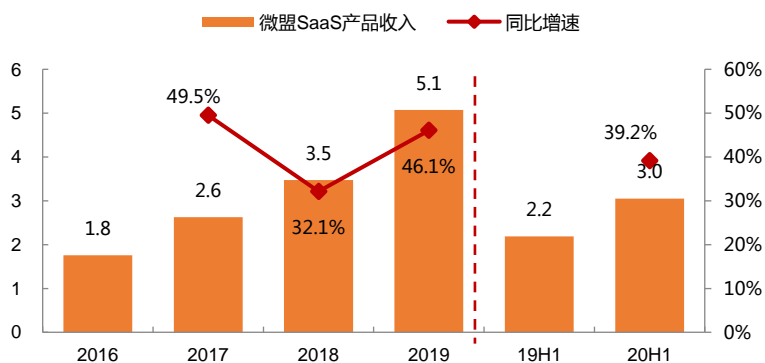
图 62：微盟集团收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

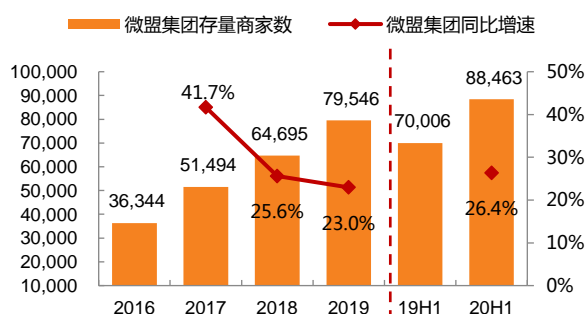
**付费商家数及 ARPU 同步驱动 SaaS 产品收入平稳增长。**过去三年微盟集团 SaaS 产品收入增速平均在 40%左右，20H1 趋势延续，SaaS 产品收入 3.05 亿元，同比增长 39.2%，增长来源于付费商家数及 ARPU 的同步增长，截止 2020 年上半年，公司微盟集团付费商家数达 8.85 万，同比增长 26.4%，2019 年付费商家平均年付费金额为 6,373 万元，同比增长 18.8%。

图 63：微盟集团 SaaS 产品收入及同比增速（亿元）



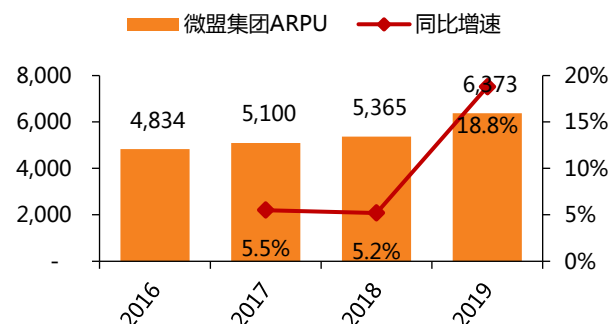
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 64：微盟集团 SaaS 产品付费商家数及同比增速（个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

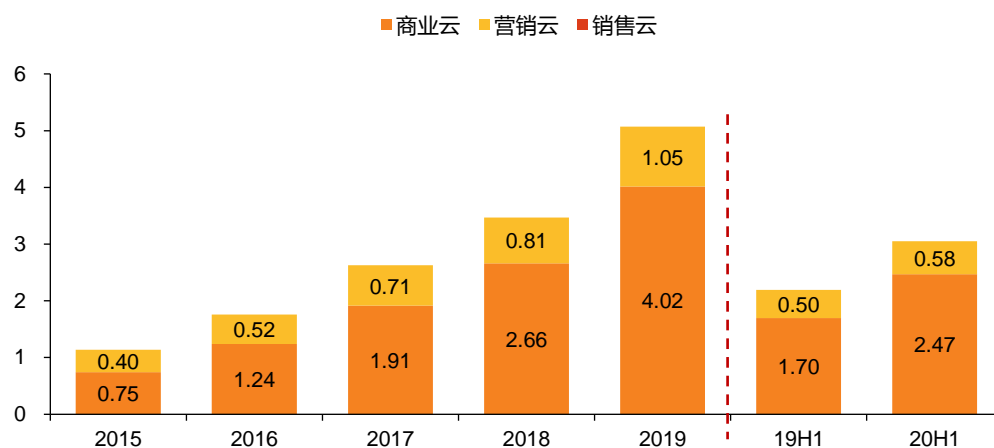
图 65：微盟集团 SaaS 产品 ARPU 及同比增速（元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

SaaS 产品分商业云、营销云和销售云三大板块看，商业云（为商家提供社交电商、智慧零售、智慧餐饮等垂直行业解决方案）贡献主要收入，2020 年上半年商业云板块收入 2.47 亿元，同比增长 45.8%。营销云（微站、智营销等）2020 年上半年实现收入 0.58 亿元，同比增长 16.5%；此外销售云板块目前未有贡献收入，但公司销售推产品已升级形成独立的销售云解决方案“销氦”。

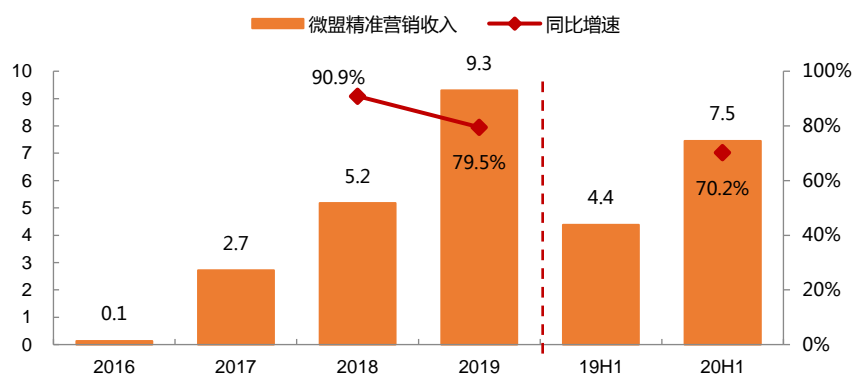
图 66：微盟集团 SaaS 产品收入拆分（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：2020 年上半年为剔除宕机影响后收入

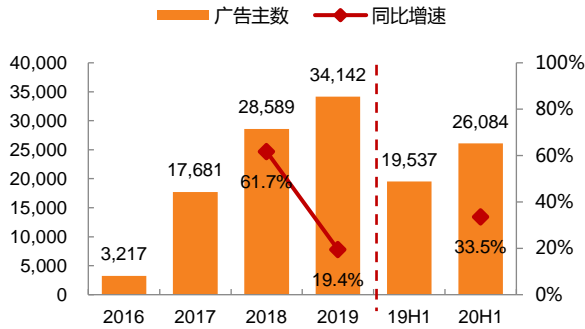
精准营销低基数下受益于投放渠道（包括微信、抖音等）高增长，过去三年收入增长迅猛，20H1 微盟集团精准营销广告投放额（毛收入）46.1 亿元，同比增长 156.5%，确认收入（会计确认）7.5 亿元，同比增长 70.2%，广告主数量达 2.61 万个，同比增长 33.5%。

图 67：微盟集团精准营销收入及同比增速（亿元）



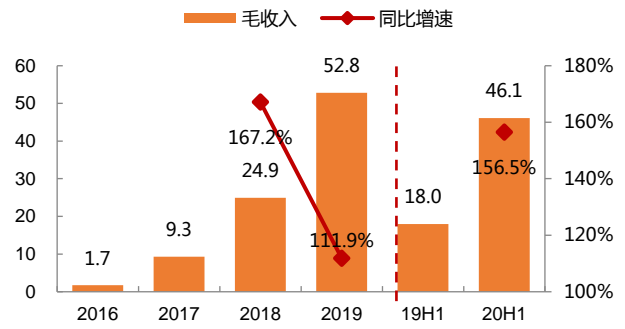
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 68：微盟集团精准营销广告主数及同比增速（个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

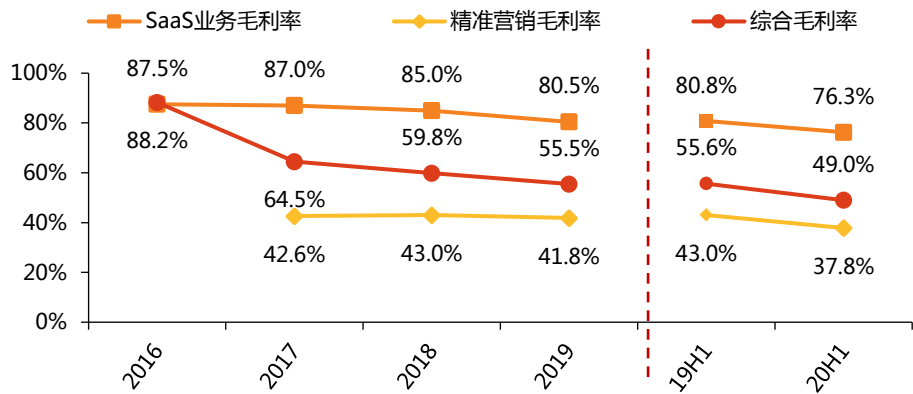
图 69：微盟集团精准营销毛收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 20H1 综合毛利率 49.0%，其中，SaaS 业务毛利率 76.3%，同比下滑 4.5pct，主要是因为：1）服务使用量增加和数据库安全升级导致硬件和宽带成本增加；2）研发成本增加导致 SaaS 产品自主开发软件无形资产摊销增长。预计随 SaaS 产品收入规模扩大，毛利率有望回升。而精准营销毛利率下滑主要受收入会计确认方式影响。

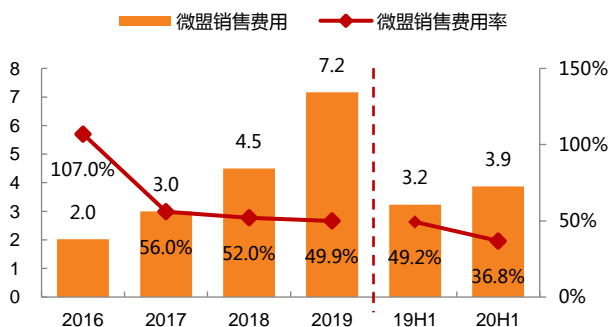
图 70：微盟集团毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

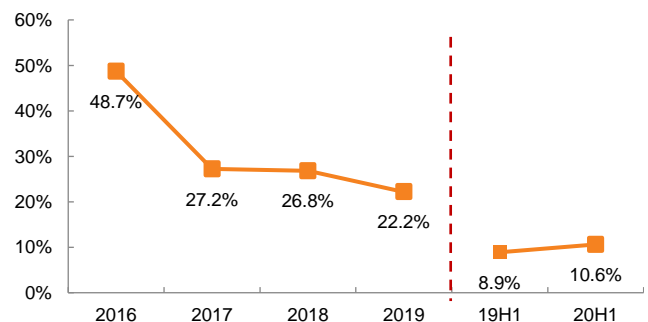
公司客户开拓阶段面临较高的销售费用率，但过去几年，公司销售费用率持续下滑，20H1 销售费用 3.9 亿元，销售费用率 36.8%，销售费用率的降低部分源于公司 SaaS 产品付费商家数流失率的改善，虽然 20H1 受疫情及宕机等影响，流失率同比有所提升，但随着公司线下大客户开拓，数量占比的提升，预计流失率将持续改善，销售费用率有望进一步下滑。

图 71：微盟集团毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 72：微盟集团 SaaS 产品付费商家流失率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 盈利预测及估值分析：

2021年1月5日，微盟集团公告 SaaS 产品最新套餐升级，原基础版名称及价格保持 6800 元/年不变，原标准版升级更名为高级版，价格由 9,800 元/年调整为 12,800 元/年；原高级版升级更名为豪华版，价格 16,800 元/年调整为 19,800 元/年；同时智慧零售套餐升级，原标准版名称保持不变，原价格 19,800 元/年调整为 26,800 元/年。

图 73：微盟 SaaS 产品套餐升级

产品	版本	提价前	2021年提价后	说明
微商城	基础版	6800元/年	6800元/年	对页面装修（用户中心、分类模板、列表模板、搜索页），互动营销（微助力、大转盘、刮刮卡、集卡、粉丝集结令）等功能进行升级
	标准版	9800元/年	12800元/年	营销插件新增（周期购、一码多用、社区团购、积分商城、开屏推广、定金膨胀、阶梯价）等功能
	高级版	16800元/年	19800元/年	并对销售渠道、会员管理、客流分析、高级营销、经营工具、店铺促销等功能进行升级
智慧零售	标准版	19,800元/年	26,800元/年	新增1个门店管理账号、升级限量抢购及门店独立创建活动能力

资料来源：公司官网，天风证券研究所

产品提价有望推动 2021 年 SaaS 产品收入增长提速，我们预计 2020-2021 年公司 SaaS 业务收入分别为 7.3 亿/10.9 亿/15.9 亿（2020 年剔除宕机影响），分别同比增长 43.9%/49.8%/45.7%；同时，预计精准营销收入为 15.5 亿/23.8 亿/34.6 亿，分别同比增长 66.9%/53.6%/45.0%。合计总收入分别为 22.8/34.8/50.5 亿元（2020 年为剔除宕机影响数据），分别同比增长 58.8%/58.9%/45.2%。

图 74：微盟集团盈利预测表（亿元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>总收入（包含宕机影响）</b>	<b>8.65</b>	<b>14.37</b>	<b>21.88</b>	<b>34.77</b>	<b>50.49</b>
同比增速	62.0%	66.1%	52.3%	58.9%	45.2%
<b>-SaaS产品</b>	<b>3.47</b>	<b>5.07</b>	<b>6.37</b>	<b>10.93</b>	<b>15.92</b>
同比增速	32.1%	46.1%	25.6%	71.7%	45.7%
<b>-SaaS产品（剔除宕机影响）</b>			<b>7.29</b>	<b>10.93</b>	
同比增速			43.9%	49.8%	
<b>-精准营销</b>	<b>5.18</b>	<b>9.30</b>	<b>15.52</b>	<b>23.84</b>	<b>34.57</b>
同比增速	90.9%	79.5%	66.9%	53.6%	45.0%
<b>毛利</b>	<b>5.18</b>	<b>7.97</b>	<b>10.54</b>	<b>17.58</b>	<b>25.87</b>
毛利率	59.8%	55.5%	48.2%	50.6%	51.2%
销售费用	4.50	7.17	8.75	12.17	16.66
占收入比	52.0%	49.9%	40.0%	35.0%	33.0%
一般行政开支	1.51	1.30	1.75	2.43	3.28
占收入比	17.5%	9.0%	8.0%	7.0%	6.5%
其他	0.42	0.87	0.25	0.00	0.00
<b>经营收益</b>	<b>-0.42</b>	<b>0.38</b>	<b>0.29</b>	<b>2.98</b>	<b>5.93</b>
财务费用	-0.05	-0.12	-0.18	-0.22	-0.26
其他	-10.44	3.02	-4.98	0.00	0.00
除所得税前利润	-10.91	3.28	-4.86	2.76	5.67
所得税开支	-0.01	-0.17	0.12	0.00	0.00
少数股东损益	-0.02	-0.01	-0.02	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-10.89</b>	<b>3.12</b>	<b>-4.72</b>	<b>2.76</b>	<b>5.67</b>
<b>经调整净利润</b>	<b>0.51</b>	<b>0.77</b>	<b>-3.72</b>	<b>2.76</b>	<b>5.67</b>

资料来源：公司官网，天风证券研究所

考虑到公司 SaaS 产品及精准营销业务模式差异，我们采取分部估值法对微盟集团进行估值，**SaaS 产品部分**，我们对全球 SaaS 公司估值及收入增速，给予 30 倍 P/S，**精准营销部分**参考广告代理公司净利率，我们假设微盟集团广告毛收入对应净利率为 3.5%，给予 2021 年 20 倍 P/E。计算得到微盟集团目标市值 519 亿港币，对应目标价 23.02 港币/股。

图 75：微盟集团分部估值（亿元）

	收入	净利率	净利润	估值方式	对应市值
SaaS产品收入	10.9			30倍P/S	328
精准营销毛收入	151	3.50%	5.28	20倍P/E	106
合计（亿人民币）					433
汇率					0.8349
目标市值（亿港币）					519
<b>目标价</b>					<b>23.02</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 76：全球 SaaS 公司估值表

公司名称	财报币种	总市值 (亿美元)	总收入（亿）			2021年增速	P/S		
			FY19	20E	21E		FY19	20E	21E
中国有赞	CNY	79	11.7	18.8	28.7	52.2%	43.6	27.1	17.8
Salesforce	USD	1,950	171.0	211.2	253.9	20.2%	11.4	9.2	7.7
Shopify	USD	1,363	15.8	28.4	37.3	31.4%	86.4	48.0	36.5
Workday	USD	534	36.3	43.0	50.2	16.8%	14.7	12.4	10.6
用友网络	CNY	216	85.1	89.9	106.5	18.4%	16.5	15.6	13.2
金蝶国际	CNY	125	33.3	34.7	42.9	23.4%	24.4	23.3	18.9
Adobe	USD	2,197	111.7	128.0	151.8	18.6%	19.7	17.2	14.5
金山办公	CNY	296	15.8	25.2	37.3	47.9%	121.1	75.8	51.3
明源云集团控股	CNY	126	12.6	17.5	24.8	41.6%	64.5	46.5	32.8

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所；均为 Bloomberg 一致预期

## 6. 风险提示：

**行业竞争加剧：**市场现存的电商 SaaS 服务商较多，虽然微盟品牌形象及市场份额暂时领先，但若行业竞争加剧，将对公司业绩产生不利影响；

**付费商家数增长不及预期：**微盟收入增长为付费商家数及 ARPPU 增长共同推动，若付费商家数增速放缓，将导致公司收入增速放缓；

**付费商家流失率提升：**流失率为影响存量付费商家数增长的重要因素，若流失率超预期提升，将造成公司收入增速放缓的同时销售费用提升。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com