

SaaS 服务/数字营销双擎驱动，拥抱商业数字化升级时代



核心观点

- **互联网流量红利期接近尾声，私域流量时代来临。**中心化平台流量红利开始消退，电商平台自身获客成本迅速提升，意味着平台上的商家的流量成本也在不断提高，私域流量积累成为众多商家的选择。私域流量积累意味着商户在第一次接触用户之后，可以将用户留存在社群圈层里，后续商家可以以较低成本就可以进行用户的召回。
- **疫情催化，线下门店数字化需求迫切。**疫情期间，线下门店经营停摆，且疫情加速了更多消费场景向线上转移，线下门店增加用户触达渠道、改善运营效率加强竞争力的需求进一步提升，纷纷开始寻求门店的数字化。一方面可以对用户做数字化的跟踪，做更精细化的用户运营和留存，另一方面可以将库存、资金、员工管理等环节数字化，节省成本提升效率。
- **微盟为国内商业生态 SaaS 龙头服务商。**微盟成立于 2013 年，是目前国内线上线下零售企业的龙头 SaaS 服务商之一。公司目前已形成商业云、营销云、销售云的成熟产品体系，在微信生态有大量头部客户资源积累；同时积极拓展线下门店客户，近年以来投资/并购了多个零售/餐饮 SaaS 服务商，预计在产品和客户拓展方面的能力进一步加强。
- **微盟为新流量平台核心营销合作公司。**公司从 2016 年开始精准营销业务，目前是腾讯、字节等新兴流量平台的重要营销代理商，在流量成本提升的背景下，广告主通过新兴互联网社区进行内容营销的需求提升，公司作为市占率靠前的核心代理公司将享受到营销市场结构变化带来的红利。

财务预测与投资建议

- 我们采用分部估值法，SaaS 产品部分采用 PS 估值，参考 21 年可比公司 18 倍的 PS 均值，我们给予 SaaS 业务 220 亿元港币估值；精准营销业务采用 PE 估值，21 年预计实现 5.57 亿利润，参考可比公司 28 的 PE 均值，给予 188 亿港币估值；综上，公司合理估值应为 407 亿港币，对应目标价 18.06 港币/股，给予“买入评级”。

风险提示

SaaS 客户的流失率提升，精准营销收入增长不及预期，可转债公允价值变动

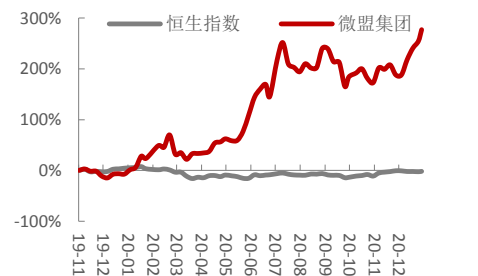
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	865	1,437	2,464	3,559	4,896
同比增长	62.0%	66.1%	71.5%	44.4%	37.6%
营业利润 (百万元)	(42)	38	63	363	676
同比增长	-868.0%	-190.2%	65.7%	480.1%	86.3%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	51	77	171	359	678
同比增长	355.3%	52.1%	121.4%	109.7%	88.9%
每股收益 (元)	(1.6)	0.2	(0.2)	0.1	0.3
毛利率	59.8%	55.5%	48.0%	51.9%	52.9%
净利率	5.9%	5.4%	6.9%	10.1%	13.9%
净资产收益率	82.3%	-141.4%	-24.1%	17.9%	26.8%
市盈率 (倍)	-	76.1	-	80.4	42.1
市净率 (倍)	9.2	16.5	10.6	7.3	5.3

备注：港币汇率 0.84；资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (港币)	13.72
目标价格 (港币)	18.06
52 周最高价/最低价 (港币)	14.28/3.36
总股本/流通 H 股 (万股)	2255/2255
H 股市值 (百万元港币)	30,938
国家/地区	中国
行业	互联网
报告发布日期	2020 年 12 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	10.11	30.92	33.46	307.12
相对表现	9.12	32.13	19.32	312.99
恒生指数	1.00	-1.21	14.15	-5.87



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 项雯倩
021-63325888*6128
xiangwenqian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517020003

证券分析师 吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020003

证券分析师 李雨琪
021-63325888-3023
liyuyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520050001

联系人 詹博
021-63325888*3209
zhanbo@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、公司概况	5
1.1 公司发展回顾	5
1.2 股权结构和管理团队	5
1.3 财务概览	6
二、行业背景	8
2.1 公域流量成本逐步攀升，私域流量发展前景广阔	8
2.2 腾讯小程序厚积薄发，助力微盟增长	9
2.3 线下零售数字化转型加速	11
三、公司业务: SaaS 和精准营销均保持高增长	13
3.1 SaaS 业务：打造智慧商业服务生态	14
3.1.1 微商城	17
3.1.2 智慧零售	18
3.1.3 智慧餐饮	20
3.1.4 小程序直播	21
3.2 精准营销：一站式移动广告精准投放平台	23
3.3 销售体系	27
四、财务分析	29
4.1 SaaS 业务和精准营销业务均快速增长	29
4.2 SaaS 业务毛利率受产品研发投入影响有所波动	29
4.3 公司业务具备规模效应，费率会随着收入扩大而降低	30
盈利预测与估值	31
盈利预测	31
估值对比与投资建议	33
风险提示	34

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构（截至 20H1）.....	6
图 3: 公司净利润及利润率.....	8
图 4: 公司经调整净利润及利润率.....	8
图 5: 三大电商平台获客成本（元）.....	8
图 6: 三大电商平台货币转化率.....	8
图 7: 微信小程序的交易量迅速提升.....	10
图 8: 梦洁小程序商城&林清轩小程序商城.....	12
图 9: SaaS 业务收入（百万）及增速.....	13
图 10: SaaS 业务毛利（百万）及毛利率.....	13
图 11: 精准营销收入（百万）及增速.....	14
图 12: 精准营销毛收入（百万）及增速.....	14
图 13: SaaS 业务产品体系.....	15
图 14: SaaS 产品.....	15
图 15: SaaS 产品（新增）付费商户数及流失率.....	17
图 16: SaaS 产品每用户平均收益及增速.....	17
图 17: 2015-2021 年中国社交电商行业规模及占比.....	17
图 18: 微商城主要功能.....	18
图 19: 微商城入驻品牌.....	18
图 20: 智慧零售品牌商家.....	19
图 21: 2019 年微盟&雅座智慧餐饮商户数.....	21
图 22: 2019 年微盟&雅座智慧餐饮商家 ARPU.....	21
图 23: 2017-2022 年中国直播电商交易规模及增速.....	22
图 24: 微盟直播小程序营销活动.....	23
图 25: 中国移动精准营销市场规模（十亿元）.....	24
图 26: 精准营销收入（百万）及增速.....	25
图 27: 精准营销毛收入（百万）及增速.....	25
图 28: 精准营销（新增）广告主数量及复投率.....	25
图 29: 精准营销每广告主平均开支.....	25
图 30: 精准营销广告平台.....	26
图 31: 精准营销业务广告信息流.....	27
图 32: 微盟全国销售网络.....	28
图 33: 公司 SaaS 业务收入及增速.....	29

图 34：公司精准营销业务毛收入及增速	29
图 35：公司销售费率.....	30
图 36：公司管理费率.....	30
图 37：公司净利润及利润率.....	31
图 38：公司经调整净利润及利润率	31
表 1：公司收入（百万）及构成.....	7
表 2：私域流量的几大特征.....	9
表 3：微盟公司与微信商业化节奏的发展历程	11
表 4：公司不同业务的毛利率	30
表 5：盈利预测核心假设.....	32
表 6：公司 SOTP 估值	33
表 7：SaaS 业务可比公司估值.....	34
表 8：精准营销/内容营销可比公司估值	34

一、公司概况

1.1 公司发展回顾

微盟成立于 2013 年 4 月，现有员工超 3200 人，渠道代理商超 1600 家，注册商户超 300 万，是领先的中小企业云端商业及营销解决方案提供商，同时也是腾讯社交网络服务平台中小企业精准营销服务提供商。

2013 年，公司首次发布 SaaS 产品，围绕商业云、营销云、销售云打造智慧云端生态体系，提供多种针对于垂直行业的智慧商业解决方案。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，帮助客户在新零售时代提高运营效率和盈利能力。

2016 年，推出精准营销业务，通过大数据、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。同时旗下的微盟云平台通过开放核心产品技术能力，吸引第三方开发者，打造云端生态体系，为商户提供更多应用选择和更好的服务。主要业务是通过 SaaS 产品和精准营销为商户提供服务，从而获得电商、零售、餐饮等行业商户向微盟支付的软件服务费用以及腾讯、头条、知乎等流量平台的返点佣金。

融资方面，公司于 2014 年首次完成 A 轮融资 1800 万元，2015 年完成 B 轮融资总额超过 1.43 亿元，2018 年完成 C 轮和 D 轮融资总额超过 2.8 亿美元，并于 2019 年 1 月在港交所主板成功挂牌上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 股权结构和管理团队

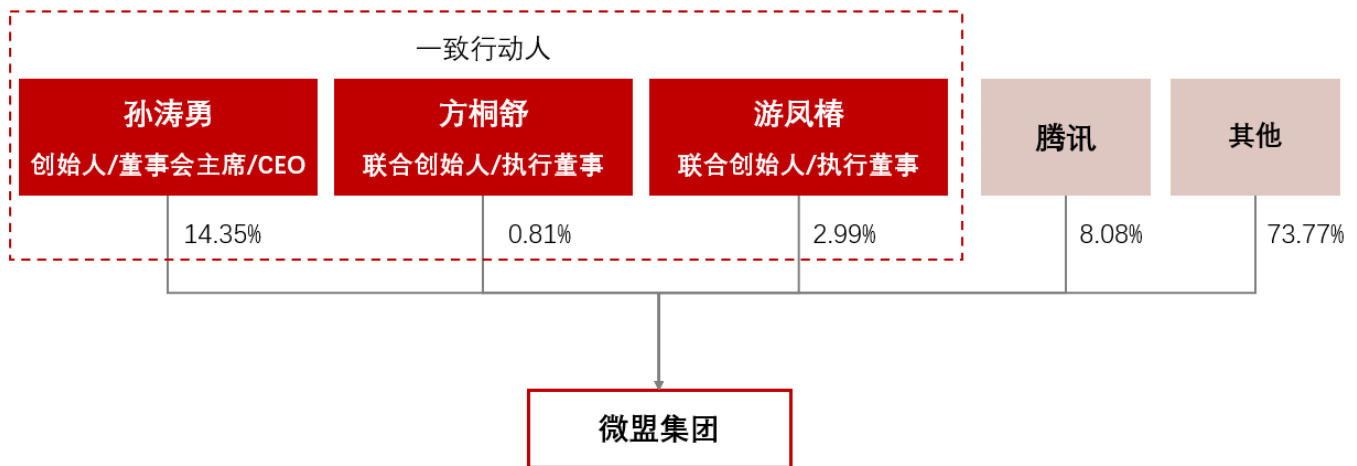
创始人孙涛勇现任微盟集团董事会主席兼首席执行官，主要负责公司的战略规划，曾入选 2017 年度福布斯亚洲 30 岁以下杰出人物榜。孙涛勇本科毕业于安庆师范大学，2006 年就开始自主创业，

运营校园 BBS 收获第一桶金。2011 年考取北京理工大学软件学院，读研期间分别拿到 IBM、淘宝、中软公司的 Offer，最终加入百度商务搜索部参与研发工作。2013 年，他辞去原公司职务来到了上海万度医疗投资管理公司，从技术转型到管理，在组织运营、产品开发、团队建设等方面积累了丰富的经验和人脉。2013 年，孙涛勇携团队共同创立微盟，带领微盟迅速成长为专注于微信第三方服务的 SAAS 软件服务商，帮助传统行业向移动互联网转型升级。

截止 2019 年 12 月 31 日，孙涛勇、方桐舒及游凤椿通过控制 Yomi.sun Holding Limited(14.22%)、Alter.You Holding Limited(3.14%)、Weimob Teamwork Trust(3.12%)、Jeff.Fang Holding Limited (0.98%) 成为微盟集团的主要控股方，三位联合创始人的持股比例达到 21.46%。

股东 THL H Limited. (5.41%)、Tencent Mobility Limited (2.60%) 的实际控制人是腾讯控股，间接持有微盟集团总计 8.01% 的股权。GIC Private Limited (Government of Singapore Investment Corp, 新加坡政府投资有限公司) 持股 3.19%，又通过全资子公司 City-Scape LTD 间接持股 6.31%，合计掌握公司 9.50% 的股份。Crescent Point Group 通过子公司 CP Wisdom Singapore Pte. Ltd. 间接控制公司 6.31% 的股权。

图 2：公司股权结构（截至 20H1）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 财务概览

过去 4 年公司业绩呈现快速增长，2019 年公司实现总营业收入 14.37 亿元，同比增长 66.1%，四年复合增长率达 88.4%。

公司 SaaS 业务延续高速增长态势，2019 年实现了 5.07 亿收入，同比增长 46.1%，20H1 如果不考虑数据库损坏的一次性影响，SaaS 业务收入 3.05 亿元，同比增长 39.2%。其中包括微商城、智能零售、智能餐饮等产品在内的商业云业务贡献了 SaaS 业务收入近 80% 占比，而 SaaS 营销云业务收入约占 20%，且商业云收入比重呈现逐年稳步上升的趋势。2019 年 SaaS 产品的付费商户数量已达 79546 家，新增付费商户近 3 万家，客户流失率为近 5 年最低，下降至 22.2%，体现

了随着产品的更新与业务的完善，公司获客与留存能力不断增强。同时，每用户平均收入也保持稳定增长，2019年公司ARPU值为6372元，同比增长18.8%。

公司的精准营销业务从2016年开始快速发展，20H1毛收入增长156.5%达46亿元，收入同比增长70.2%。2016年精准营销的广告主数量仅有3千余家，而2019年已达到34142家，同比增长19.42%。2019年广告主复投率为68.3%，每广告主平均开支高达154680元，同比增长了77.4%。随着精准营销与SaaS业务协同发展及向中大客户的拓展，未来客户会越来越多元化，同时付费能力不断提高，将为公司带来稳定的长期增长。

表 1：公司收入（百万）及构成

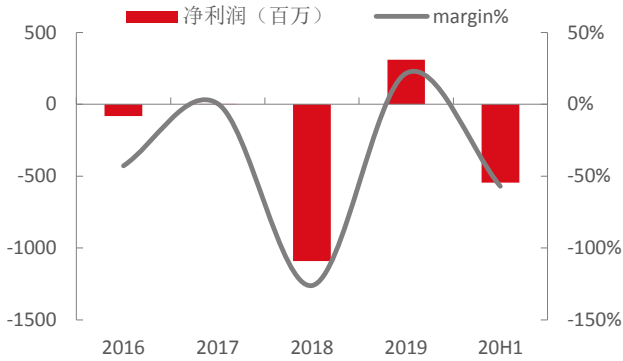
	2016	2017	2018	2019	20H1
一、SaaS 产品					
收入	175.7	262.6	347.1	506.9	304.9
yoy	54.1%	49.5%	32.2%	46.0%	39.2%
占比%	92.9%	49.2%	40.1%	35.3%	29.0%
毛利率	87.5%	87.1%	85.0%	80.5%	76.3%
二、精准营销					
收入	13.5	271.4	518	929.8	745.0
yoy		1910.4%	90.9%	79.5%	70.2%
占比%	7.1%	50.8%	59.9%	64.7%	77.8%
毛利率	97.8%	42.6%	43.0%	41.8%	37.8%
营业总收入	189.2	534.0	865.0	1,436.8	1,049.9
yoy	65.9%	182.3%	62.0%	66.1%	59.9%

备注：20H1 剔除数据库损失影响

资料来源：公司公告，东方证券研究所

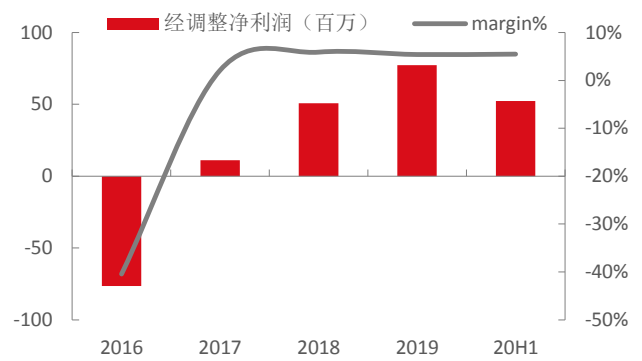
公司近两年的经调整净利率相对稳定。目前公司的盈利业务是精准营销业务，而SaaS业务仍然处于亏损状态，20H1，公司的净利率是-57%，经调整净利率是5.5%，与2018年的5.9%于2019年的5.4%基本持平，20H1的净利润和经调整净利润之间的差距，主要来自于公司可转债公允价值变化产生的费用（5亿元），以及SaaS数据库破坏事件的损失0.86亿元。

图 3：公司净利润及利润率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司经调整净利润及利润率



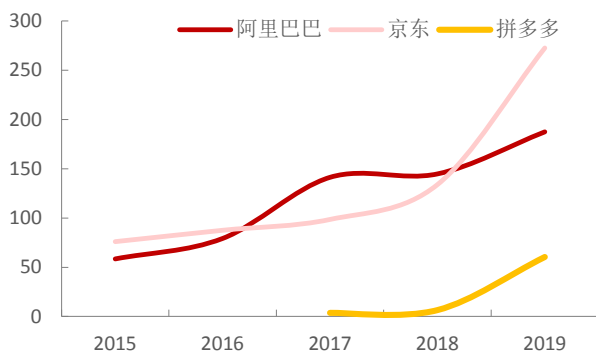
资料来源：公司公告，东方证券研究所

二、行业背景

2.1 公域流量成本逐步攀升，私域流量发展前景广阔

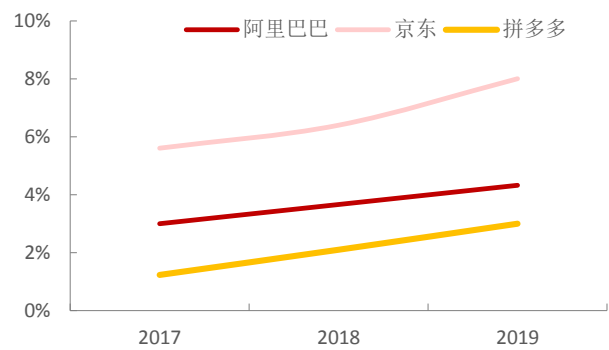
中心化平台流量红利开始消退，流量成本在迅速增加，阿里和京东等中心化电商平台的编辑获客成本已经攀升到 500-600 元的水平。私域流量积累成为众多商家的选择。私域流量积累，意味着用户在第一次接触用户之后，可以将用户留存在社群圈层里，后续商家可以以较低成本就可以进行用户的召回。

图 5：三大电商平台获客成本（元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：三大电商平台货币转化率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

私域流量，即品牌或个人自主拥有、自由控制、免费、可多次利用的流量。这类流量或是从公域导入，或是自主建立，都沉淀在了商家的“流量池”里。典型的私域流量留存在个人微信号、微信群、小程序或自主 App。

私域流量发展历程：

1) 萌芽期 (2009-2012)

2009年，从新浪微博上线开始，蓝V成为企业的标配，不过当时大多企业并没有流量运营的意识，仅将这种界面看作是一种新型的PR或CRM（客户关系管理）工具。

2) 启蒙期 (2013-2016)

2013年，微信公众号推出。此时也是微商火爆的阶段，最初的微商主要是运作一些“丰美壮”产品，特点是成本低、定价低、定倍率高，模式是往代理层层压货，甚至有传销特征。到2016年左右，越来越多的传统大企业进入了微商行业，包括立白、舒客、浪莎、仁和药业等。

在微信公众号推出的同时，阿里推出了“微淘”，成为其营造私域流量空间的战略举措。

3) 发展期 (2017-2018)

2017年到2018年上半年是私域流量的发展期。在这个节点爆发的可能原因有：其一，阿里的获客成本在2016年急速攀升，2017年依然处于高位；京东的获客成本也在2017年暴涨。其二，云集、拼多多等基于微信的电商平台开始崛起，社交平台上的流量红利肉眼可见。2017年，拼多多的获客成本依然保持在6.64元的低位，相对2016年的3.68元只是略微上涨。

表 2：私域流量的几大特征

特征	表现
可自由触达 (Accessibility)	私域流量的拥有者可以直接接触到流量
聚集流量的方式 “IP 化”	企业连接流量的方式是一个对用户足以形成影响的 IP
具有耐受性 (Endurance)	基于强关系社交平台的流量不会轻易离开

资料来源：东方证券研究所

2.2 腾讯小程序厚积薄发，助力微盟增长

微盟是领先的云端商业及营销解决方案提供商，是微信生态最大的第三方服务商之一。公司的SaaS产品主要基于腾讯微信、公众号、小程序等提供去中心化的数字商业平台。2019年腾讯的微信小程序日活用户数达3亿，创造了超过8000亿的交易额，接近拼多多2019年全年的GMV体量，较2018年增长1.6倍，增速远超阿里、京东等主流电商平台。在小程序2019年创造的8000亿交易额中，电商、零售等行业呈现爆发式增长，助推了公司SaaS产品的业绩大幅增长。

图 7：微信小程序的交易量迅速提升


资料来源：微信公开课，东方证券研究所

2020 年疫情爆发，5G 网络、数据中心、工业互联网、人工智能等在疫情中发挥的作用愈发明显，零售、餐饮等经营性行业的数字化应用也迅速升温。作为腾讯布局产业互联网主推的数字化工具，微信小程序成为了关键一环。据微信统计的数据显示，2020 年除夕到正月初七，小程序生鲜果蔬业态交易笔数同比增长 149%，社区电商业态交易笔数同比增长 322%。20Q2，微信及 Wechat 的合并月活增至 12.06 亿，以 12 亿社交用户为基础，以小程序为载体、加上广告营销、支付、公众号、视频号等构成的微信生态圈内，小程序商业服务能力不断升级，陆续推出小程序直播、微信小程序商店、小程序订单管理、交易保障、微信物流助手等系列能力，完善电商交易生态，“小程序经济圈”不断爆发活力，商业化步伐明显提速。小程序不仅实现了 To B 端商户的快速自救，也为企业搭建自有商城运营私域流量、探索数字化转型提供了尝试渠道。

公司基于微信小程序等提供的智慧零售、微商城、智慧零售等 SaaS 产品的价值进一步体现。疫情之下，微盟联合腾讯云团队推出的数字战疫方案，以小程序商城、智慧零售、智慧餐饮等数字化工具帮助电商零售、餐饮等行业的客户快速实现线上经营，助力企业展开“云”销售，实现业绩增长。这些举措也为公司带来了新用户及潜在付费商户。

小程序直播是微信生态 2020 年商业化的关键环节，重点是要建设商业交易场景，首要任务是帮商家打造自有商业闭环。小程序陆续推出的商业化能力包括直播组件、搜索页运营、推送消息、一物一码、扫一扫识物等，帮助商家实现用户互动与商品销售的闭环。小程序已建立起完整的商业体系，在微信商业化中扮演着重要的角色。直播带货 1.0 时代，品牌商需要依靠电商平台头部主播吸引流量，小程序提供基础设施，商家可以更低门槛利用直播获客，进入直播 2.0 时代，这种模式下，商家自主策划直播活动，流量沉淀在商家自有平台，并可以转化为品牌的私域流量。

微盟旗下的微商城小程序等产品就已具备直播能力，并在 2019 年正式推出小程序直播平台“直播购物台”，帮助小程序电商开发者及商家解决流量贵、开发量大等问题和痛点。微商城、智慧零售商户可以在微盟后台创建并投放直播，用户进入“直播购物台”小程序观看，直接购买商户店铺商品，参与直播活动。微信小程序直播上线后，微盟在第一时间完成微信小程序直播能力对接，率先卡位小程序直播赛道，帮助商户在小程序中实现直播互动与商品销售的闭环，提升销售转化，沉淀私域流量。为帮助品牌的小程序直播造势引流，微盟已经实现朋友圈广告页面一键跳转直播，并推出“超

级直播间”帮助品牌拓宽流量入口，“朋友圈广告+小程序直播”的方式有效缩短了种草路径并为直播间引入了微信中的公域流量。

表 3：微盟公司与微信商业化节奏的发展历程

微信商业化道路	微盟发展历程
2011-2013 年 微信起步阶段	2013 年 微盟成立，从事微信公众号开发业务并迅速做到业内领先
2015 年 微信探索广告变现，朋友圈广告正式上线	2016 年 成为腾讯广告中长尾渠道服务商，开展精准营销业务
2017 年 小程序上线	2017 年 围绕小程序开发对 SaaS 产品进行升级，同时开发上线一系列新产品和解决方案
2018 年起 微信发力 B 端业务 2020 年 公众号付费阅读、视频号的新功能和产品相继启动内测	2019 年 微盟已经成为微信生态领先的第三方服务商，并于年初以“小程序服务商第一股”的身份在香港上市

资料来源：公司官网，东方证券研究所

2.3 线下零售数字化转型加速

受新冠疫情影响，消费品与零售行业在上半年受冲击较大。根据国家统计局数据显示，1-6 月，社会消费品零售总额同比下降 11.4%，随着疫情得到控制，线下客流逐渐恢复，零售额降幅逐渐收窄。2020 年 3 月-5 月，全国网上零售额合计 26464.0 亿元，同比增长 7.3%，虽然增速不及去年同期，但是相对于社会消费品零售总额的同期同比增速（-9.1%），已经高出 16.4 个百分点。说明疫情期间，线下商业市场的停滞使得消费者的购物行为转移到线上，线上消费呈现逆势增长。疫情对消费者购物行为产生深远影响，消费线上化渗透加速，直播购物兴起，消费者新的购物习惯养成、需求多元化，对消费品与零售企业数字化布局提出新需求。

零售品牌商的业务模型是以消费者为中心的，首先在公域流量通过渠道触达消费者，将其转化为渠道顾客，再将顾客转化为产生交易购买行为的客户。在此基础上，通过与客户的互动关系促进持续复购，将客户转化为忠诚会员，不断提升客户的生命周期价值。其中，在后流量红利时代，前端流量获取的成本攀升，存量会员的运营显得尤为重要。此外，为消费者提供更优质的产品和服务体验的过程中，也必须考虑成本和效率。营销获客、渠道销售、供应链等业务全流程的运营效率决定了成本，进而影响最终利润表现，同样是品牌商需要重点考虑提升的环节。

数字化主要从两方面来驱动品牌的业务增长：

一方面，对消费者有更立体的认知，做精细化运营。例如，通过现有会员数据的沉淀和分析，品牌商可以定位自己的目标客群画像，进而在营销环节投放相关的媒体渠道和内容，并指导下门店选址，实现更精准的潜在客户触达；可以对会员的需求进行预测，在关键时刻推送个性化的优惠券组合，促成复购。基于对消费者需求的精细化数据洞察，品牌商还可以调整商品、服务和供应链。

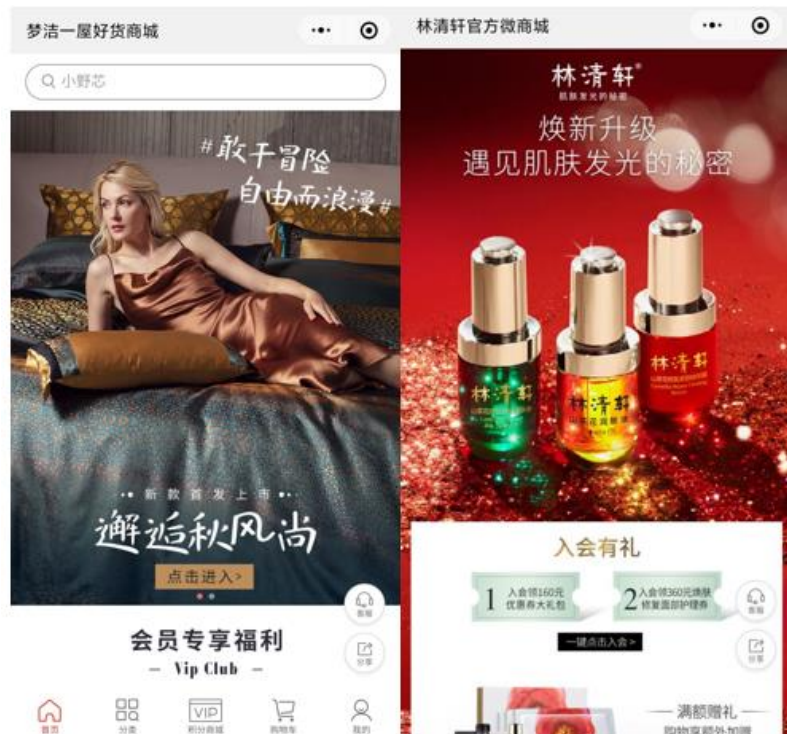
另一方面，可以提升运营效率、降低成本。例如服装行业的线下门店如果实现数字化，可以实现智能补配货，并根据历史数据对公司所需库存做出预估，可以解决传统模式下，依靠人工进行补配货以及生产计划决策，造成的库存积压问题。

微盟的产品服务帮助下零售商加速数字化的升级：

例如微盟与梦洁的合作案例。梦洁此前是主要布局线下的家纺零售品牌，近年来面临客流下降、库存压力等问题，2018年开始转型，借助社群和微盟小程序的结合，实现线下门店引流并在社群转化，线上线下相互导流、提升复购。这个过程中，微盟背靠微信生态优势，提供了丰富的社交触点获取流量，梦洁线下门店和社群让这些“陌生”流量熟识梦洁，配合独特的“导购合伙人计划”推动，最终消费者与梦洁产生更紧密的社交关系，而整个过程中梦洁通过线上成交的便利能够获取用户画像、商品的用户数据以及精准化的渠道开拓数据，它们将流量和用户最终沉淀下来成为不会流失、可以深度开发的数字资产。

微盟与林清轩的合作案例。微盟帮助林清轩对 220 家门店进行数字化升级，改变了导购传统的工作模式，接入微盟智慧零售解决方案后，门店导购可以通过开卡送旅行装的方式引导进店顾客领取小程序商城的会员卡，将会员沉淀在小程序中，而在这之后，导购将能够与会员进行在线互动、实时沟通，告别了传统成交后即失联的痛点问题。通过数字化方式为导购提供每一个进店消费者可能的偏好（来自其消费记录、商城轨迹等），再通过与微信的打通，让导购与消费者可以进行诸如即时聊天、代客下单、定向营销等服务，甚至导购拥有专属于自己的导购商城。这些使得导购与消费者不再只是买卖双方，再加上店务提效、激励在线等事务性工作优化，导购们变身成了零售商的高效私域流量节点网络。

图 8：梦洁小程序商城&林清轩小程序商城



资料来源：微信小程序，东方证券研究所

数据显示，“直播+导购+社群”的组合营销模式为上述品牌小程序商城带来了显著的业绩增长：林清轩拥有 600 多万的私域用户，单场直播连接 3000 社群销售额破 200 万；梦洁家纺小程序直播 4 小时销售额破 2500 万。

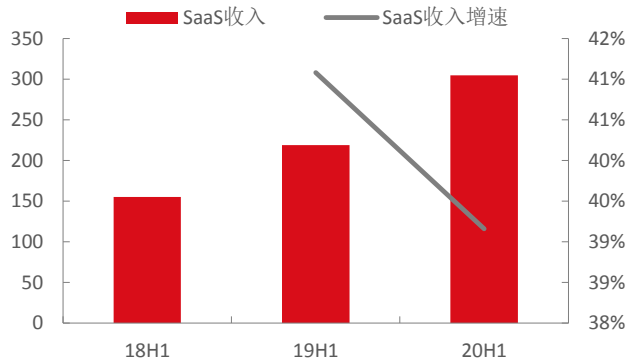
三、公司业务：SaaS 和精准营销均保持高增长

2020H1，公司营业收入和净利润保持高速增长：经调整收入（剔除数据库破坏影响）达 10.5 亿元人民币，同比+59.9%；经调整 EBITDA 同比+68%至 1.15 亿元人民币，经调整净利润同比+77.4%至 0.52 亿元人民币。分业务线来看：

SaaS 产品，收入提高到 3.05 亿元人民币，yoy+增长 39.2%；存量付费商户数 8.8 万，同比+26.4%；ARPU 为 3447 元人民币，同比增长 10.2%。

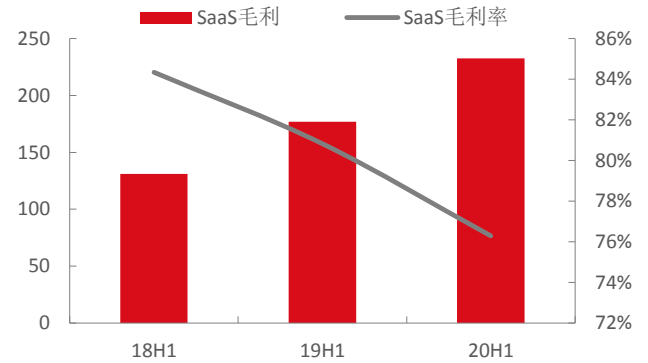
精准营销，实现毛收入 46.1 亿元人民币，yoy+156.5%，实现收入 7.45 亿元，收入同比增长 70.2%。

图 9：SaaS 业务收入（百万）及增速

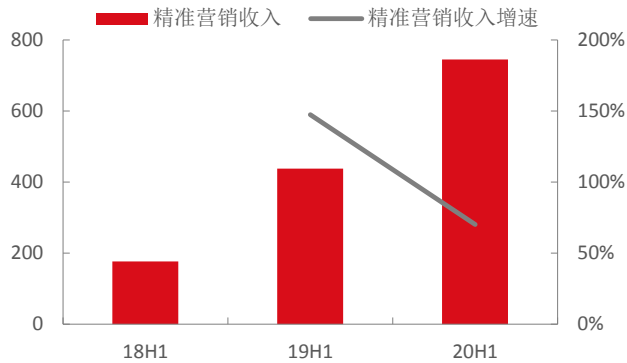


资料来源：公司公告，东方证券研究所

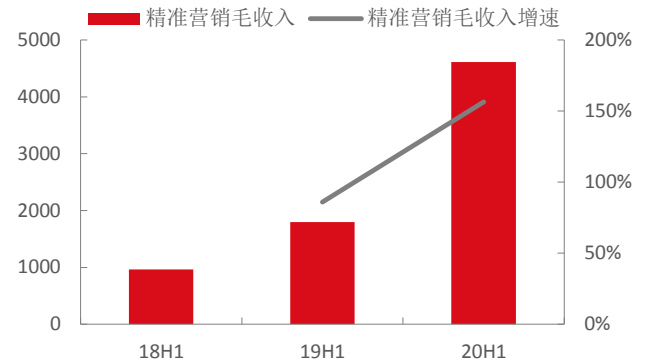
图 10：SaaS 业务毛利（百万）及毛利率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：精准营销收入（百万）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：精准营销毛收入（百万）及增速


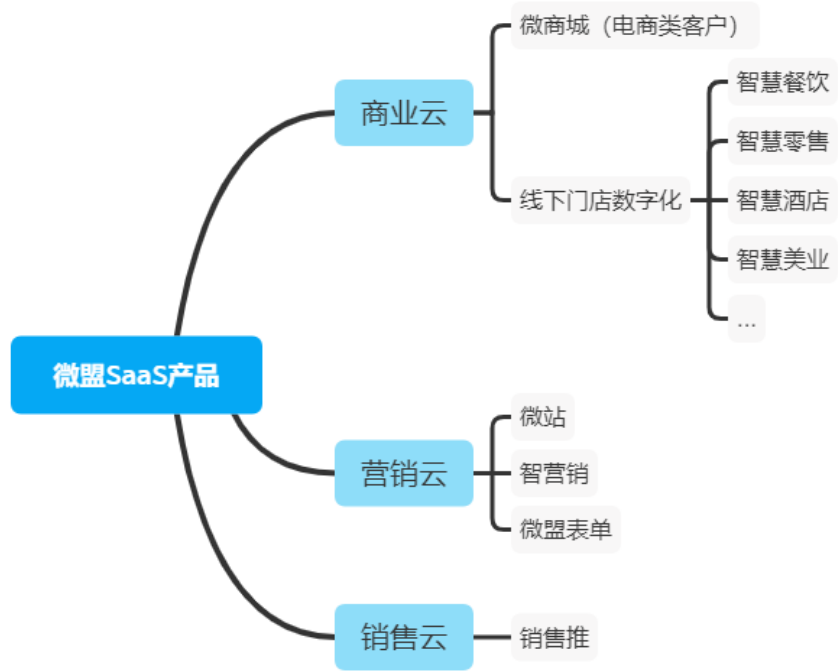
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.1 SaaS 业务：打造智慧商业服务生态

公司的 SaaS 产品主要分为商业云、营销云及销售云三种云服务产品，其均构建于微盟云平台。商业云可使商户开设在线业务并使彼等提升顾客的参与度、转化率、收益及忠诚度。营销云为商户提供数字工具以精准锁定受众群体并优化在线营销活动，包括广告制作及预算分配。销售云帮助商户提升获客能力并有效取得更高销售业绩。2019 年公司 SaaS 业务收入约 80% 来自商业云，约 20% 来自营销云和销售云。微盟的商业云重点布局电商、零售、餐饮、本地生活和酒旅等行业，推出了微商城、智慧零售、客来店、智慧餐厅、智慧酒店等一系列智慧商业 SaaS 产品，帮助商家实现微信生态的商品销售和客户服务。营销云则包含微站、智营销、微盟表单。销售云产品主要包含“销售推”。

2017 年公司推出的微盟云平台为公司的 PaaS 平台，提供第三方开发者使用的接口，可满足大型商户定制化、专业化的需求，提高对客户的服务能力；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 2019 年末，PaaS 平台微盟云有 500 多位开发者，提交 800 余个应用。

图 13: SaaS 业务产品体系



资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 14: SaaS 产品

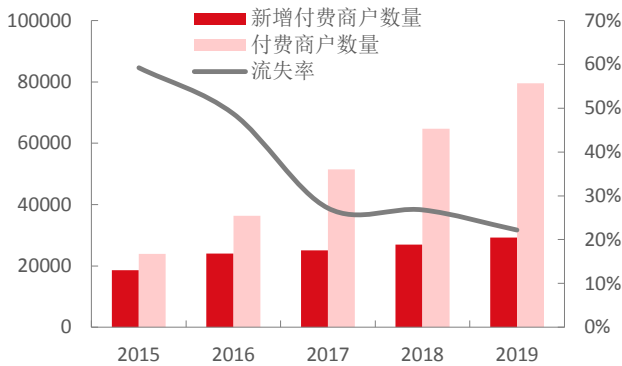
SaaS 服务产品	产品具体功能
微商城解决方案	微商城通过小程序和公众号帮助商户搭建电商销售体系，获取流量增加销量，实现商户粉丝沉淀，助力企业步入社交电商时代。
智慧零售解决方案	智慧零售解决方案是为线下零售商户设计的解决方案，通过提供订单、库存、商品、会员、营销及数据等多种功能，帮助商户整合线上及线下运营，推动实体零售门店数字化转型。
客来店解决方案	客来店解决方案，立足互联网时代线下门店需求，提供门店管理、会员管理、数字营销和在线预约等系列功能，助力生活服务行业的线下门店服务和顾客管理转型。
智慧餐厅解决方案	智慧餐厅针对于餐饮商户，通过微信小程序与微信公众号的方式，整合在线点餐、外卖、营销、会员及支付等多种功能，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。
云小店解决方案	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。
智慧酒店解决方案	智慧酒店通过微信小程序及微信公众号，帮助酒店建立自有直销平台。智慧酒店为商户提供在线房间预定、在线酒店商城、会员管理及顾客数据分析等功能，通过微信吸引顾客流量，并通过综合酒店客房管理系统增加商户的运营效率。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

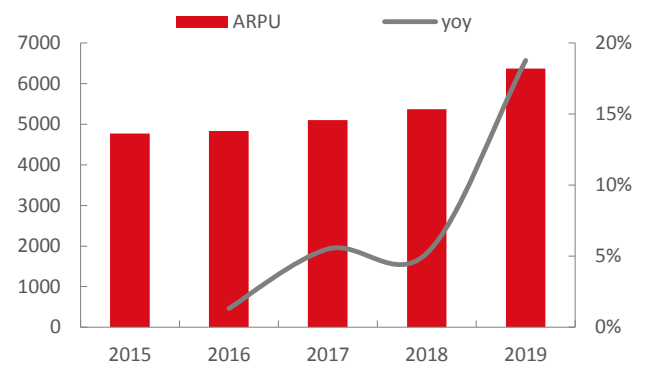
智慧美业解决方案	智慧美业是通过微信小程序与微信公众号相结合的方式，为美业商户（包括个人护理、美发、身体护理和美甲的商家）提供的解决方案。通过整合预约、营销、会员、积分系统、支付等功能，智慧美业致力于帮助美业商户吸粉、转化顾客及推动复购，帮助美业商户打造自己的线上门店、拓展业务，实现互联网数字化转型。
智慧会务解决方案	微盟智慧会务，微盟旗下一款面向线下会议的产品，为企业举办多种会议提供会前会中会后一体化数字会务解决方案，帮助企业解决会议报名签到、现场互动和数据统计的难题。
智慧旅游解决方案	智慧旅游解决方案专为传统旅行社设计，通过为旅行社提供在线功能，如微信营销、在线销售、订单管理、会员管理和数据分析，帮助旅行社拓宽销售渠道，提高在移动互联网时代的营销及获客能力。
微站	微站小程序，助力企业搭建自有小程序官网，以可视化拖拽和多行业模板化的设计帮助中小企业打造集品牌宣传、产品展示、营销推广、数据收集于一体的小程序官网。
智营销	智营销是微盟为企业提供的一站式智能营销平台，包括四大业务流程：全域客户数据收集、客户数据分析、建立用户标签群、实现自动化营销。通过智营销，企业可以轻松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，不断优化客户全生命周期管理，提升客户终身价值。
微盟表单	微盟表单是一款为商户提供多样化信息收集能力的通用解决方案，可以实时帮助商户进行市场调研、客户反馈收集及客户信息积累，实现微博、微信、豆瓣、头条等多渠道同时投放及追踪功能，以及可以设置多种题型、外观和跳转逻辑，满足商户个性化的表单设计要求。
销售推	销售推是一款帮助企业销售人员强化获客能力的解决方案。商户销售人员通过微信小程序分享个人名片至微信时，销售推将计算成交率，借此识别意向强烈的客户。此外，销售人员无需添加客户为微信好友，通过销售推可及时与潜在顾客在线沟通并跟进，助力商户发掘商机，推动流量转化为销售。

资料来源：公司官网，东方证券研究所

2019年公司SaaS业务围绕智慧商业生态和去中心化商业模式，对电商、零售、餐饮、本地生活、酒旅等垂直行业进行重点布局，使得SaaS业务延续高速增长态势，SaaS产品付费商户总数近8万，全年新增2.9万付费商户，ARPU快速提升至6373元，增幅达18.8%。

图 15: SaaS 产品（新增）付费商户数及流失率


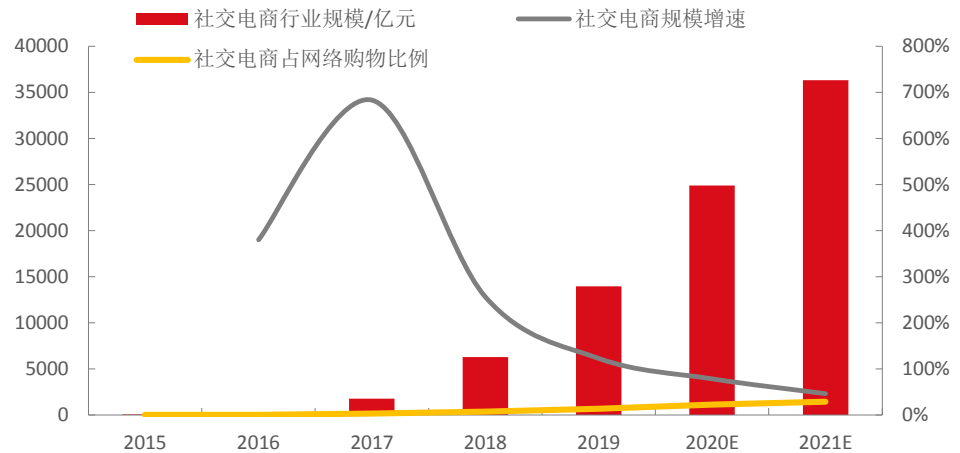
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 16: SaaS 产品每用户平均收益及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.1.1 微商城

微商城是为中小企业设计的以微信生态为中心的综合电商解决平台，提供建站营销和分销增值服务；提供多平台自建商城服务，支持微信、抖音、头条、快手、百度等多平台；提供社交电商的多种裂变营销工具并提供裂变跟踪工具，如拼团、砍价等；提供会员管理系统和积分商城服务，相当于小型客户关系管理系统。应用行业包括美妆、服装、食品等，主要是借助微信用户社交流量，通过微信公众号或者微信小程序帮助商家搭建去中心化流量电商平台，类似品牌商户交易官网和店铺。同时公司还上线了分销系统，从 B TO C 转到 C TO C，上游企业商户可以通过发展下游分销商户的方式拓展渠道，下游商户可以方便的找到供应商，完善电子商务平台。

图 17: 2015-2021 年中国社交电商行业规模及占比


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 18：微商城主要功能



资料来源：公司官网，东方证券研究所

收费方式：版本套餐+营销插件。三种版本套餐：基础版 6800 元/年，标准版 9800 元/年，高级版 16800 元/年，标准版与高级版相对基础版可以提供更全面的的服务，如更多销售渠道、销售方案、店铺促销、高级营销、互动营销、经营工具、内容营销功能等。同时根据客户需求，对于更高级的营销插件，需要单独付费。

在社交电商板块，受益于微信小程序现已为微信用户及企业广泛接受，微商城产品以小程序为核心，功能不断升级，付费商户数和收入都取得了稳健的增长。同时上线了分销市场和直播小程序，为企业搭建分销网络和直播卖货平台，解决商家缺货和缺流量的难题，扩大销售通路。公司还在与更多的小程序平台洽谈合作，拓展商家的销售渠道，并推出了直客推，与精准营销业务深度连接，缩短了电商广告主创建交易的路径，使商家可以通过广告投放快速卖货，打造电商引流到交易的生态闭环。

图 19：微商城入驻品牌



资料来源：公司官网，东方证券研究所

3.1.2 智慧零售

在智慧零售板块，公司为拥有线下零售门店的客户提供全链路的数字化解决方案，实现客流数字化、门店数字化、导购数字化和营销数字化，具体而言智慧零售的核心服务包括商品管理、品牌会员经营、门店线上卖货、导购线上管理、门店线上收银、互动营销、数据分析等功能。透过对技术、产品和服务的持续创新，公司在 2019 年荣获多项荣誉，包括「2019 年中国软件网 SaaS 年度影响

力企业」、「腾讯智慧零售官方合作伙伴」、腾讯广告「区域及中长尾渠道 2019 年度最佳合作伙伴」等。

微盟投资达摩网络，共促智慧零售产业布局。公司与数字零售 CRM 服务提供商达摩网络进行了战略合作，深度融合微盟智慧零售解决方案的数字化能力以及达摩的会员营销能力，形成「小程序+会员+导购」的一体化解决方案，帮助企业经营私域流量，提升导购销售力，进而助力零售企业实现业绩增长。公司未来将会与更多的数字零售第三方服务提供商进行对接和合作，预计未来智慧零售版块收入还将持续增长，并且占 SaaS 总收入比重将持续提升。

公司拓展了众多零售类线下品牌商，包括服饰、美妆、家纺、食品、3C 数码等多个行业。截至 2019 年末，公司智慧零售商户数量达到 1101 家，收入为 4,474.3 万元，占 SaaS 业务总收入的 8.8%。其中品牌商户（50 家门店以上的 KA）达到 217 家，包括众多品牌大客，如联想、林清轩、森马、梦洁家纺、都市丽人、自然堂等。

公司优先发力行业内的头部客户（KA），再逐渐获取腰部客户。头部客户的 ARPU 值高，续费率高，盈利能力强。2019 年微盟智慧零售 ARPU 值达 12.5 万元，远远高于整体的 ARPU 水平，头部客户的高客单价为 2019 年贡献了约 15%的 ARPU 增长。头部品牌商户相较而言，去中心化需求更大，更青睐私域流量平台。这类客户不缺用户与流量，不需要中心化平台帮助引流，可通过私域流量平台将流量沉淀到自建平台，提升流量的运营效率，更需要降低平台运营成本。以联想乐呗商城为例，作为国内科技公司巨头的联想与在小程序领域经验丰富的微盟合作，联手打造出这款成为联想新零售策略的重要抓手的产品，打通联想全国上万家门店核心平台。

智慧零售的“大客户战略”使得近两年微盟 SaaS 产品的 ARPU 不断提高，从 2015 年的 4771 元增加至 2019 年的 6373 元。在以往，微盟服务的客户都以中小企业为主，在 2019 年整体经济增速放缓的背景下，公司成功地切入了大客户市场。这些财力雄厚的优质客户付费意愿强，2019 年微盟 SaaS 产品 ARPU 提升 18.8%至 6373 元。公司整体的用户结构也逐渐从小微客户向中大型转移，由于大客客户生命周期长且相对稳定，续费率高，一定程度上降低客户流失风险，2019 年微盟 SaaS 产品客户流失率由上年的 26.8%下降至 22.2%。

图 20：智慧零售品牌商家



资料来源：公司官网，东方证券研究所

2020 年上半年疫情期间，众多零售企业线下经营一度停滞，数字化转型成为纾困之路。在这场危机中，公司抓住巨大的机遇，瞄准直播电商、社交电商、小程序电商等智能营销新业态发展迅猛带来的巨大需求，抢滩在线新经济，围绕着为商家提供智慧零售、直播电商、私域流量运营等的解决方案，不断拓展创新能力，帮助众多企业在疫情危机中成功自救。其中，受零售数字转型需求激增推动，公司智慧零售业务在上半年屡获大单，智慧零售商户数量已达 2260 家，有五分之一商户都是品牌商户，达到 457 家。其中，在服饰、体育运动、家居家纺、美妆护肤、3C 数码等行业，微盟都签下许多知名品牌，包括林内、帅康电器、慕尚集团、唐狮、谭水匠、Leysen 莱绅通灵、鄂尔多斯等。品牌商户的体量大、门店多，需求也相应的更加复杂。为此，公司迅速开发出一整套完整的数字化和私域运营方案，对于服务商提出了更高的要求。

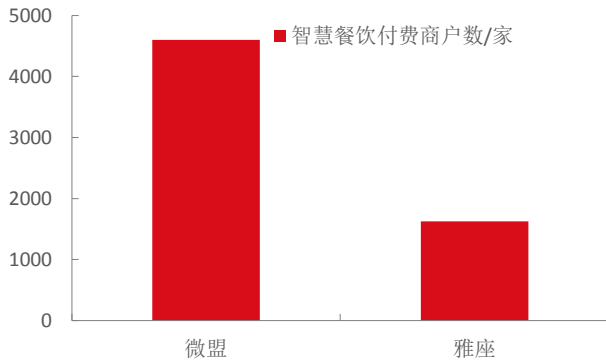
财报显示，公司 2020 年上半年智慧零售业务总收入为 4606.0 万元人民币，占 SaaS 总收入 15.1%，较 2019 年上半年同比增长 701.0%，超过 2019 年全年。智慧零售商户数量达到 2260 家，其中品牌商户达 457 家，品牌商户的每使用者平均订单收入达到人民币 22.7 万元。

微盟智慧零售自 2018 年上线，通过不断完善产品与服务能力，深耕大客市场，如今已经成为微盟集团的“现金牛”产品。预期未来随着客户体量的不断增长以及 ARPU 的提升，智慧零售业务增长后劲十足，公司在零售数字化的份额也会逐步提高。尽管公司已拿下联想这一重量级大客户，但智慧零售领域仍是一块价值洼地，2020 年公司的 SaaS 业务将继续深耕智慧零售等垂直行业。大摩认为，公司通过智慧零售服务进入中大型企业市场获取市场份额的策略，预计将使公司收入快速增长并同时改善客户生命周期价值对客户获取成本(LTV/CAC)的比率，若公司进展顺利将有助于公司估值获得提升。

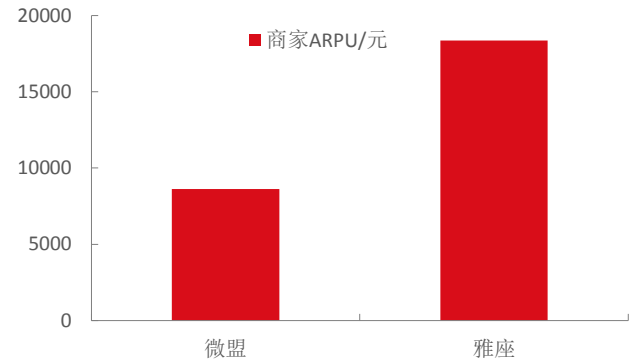
3.1.3 智慧餐饮

在餐饮垂直领域，微盟为商家提供的餐饮小程序及会员营销方案领先行业。智慧餐饮解决方案立足于去中心化业态，为餐饮企业提供会员营销、点餐、支付、外卖等一站式智慧餐饮解决方案，帮助餐饮企业沉淀会员，构建私域流量。截至 2019 年 12 月 31 日，餐饮商户数达到 4,602 家，收入占 SaaS 总收入 7.8%，每用户平均收益 8,619 元。同时加强外卖小程序的布局，公司与餐饮行业的外卖代运营服务提供者商有网络建立深度合作关系，形成「代运营+云小店+云管家+商学院」的立体式战略布局，从「产品-服务-赋能」全方位服务餐饮品牌，在到家、到店、途中、外卖 4 个场景中提供「全域会员+私域流量」的一体化解决方案，帮助商家搭建自己的外卖小程序，降低营销获客成本。

2020 年 2 月，公司宣布拟认购餐饮 SaaS 服务商雅座 63.83% 股权，战略控股雅座，进一步完善智慧餐饮 SaaS 业务布局，雅座于 2020 年 3 月并表。雅座成立于 2006 年，目前在餐饮行业耕耘超过 14 年，是餐饮会员营销的开创者，致力于为餐饮企业提供基于 SaaS 的餐饮会员营销服务，雅座业务覆盖 29 个省 318 个城市的 8 大业态、58 个子业态，服务门店突破 100 万家，餐饮百强中 43 家是雅座的客户。截至 2019 年底，微盟自身智慧餐饮付费商户数量约 4602 家，商户 ARPU 达 8619 元；雅座付费商家数约 1625 个，商家 ARPU 达 18,355 元。此前微盟的餐饮解决方案主要针对线上，通过本次对雅座的收购成功切入线下，不仅能为现有中长尾客户提供智慧餐饮服务，更能弥补在服务中大型餐饮客户方面的短板，以解决该领域流量被中心化平台掌控、抽成高、各场景服务商互相割裂、缺乏深度运营等痛点。

图 21：2019 年微盟&雅座智慧餐饮商户数


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 22：2019 年微盟&雅座智慧餐饮商家 ARPU


资料来源：公司公告，东方证券研究所

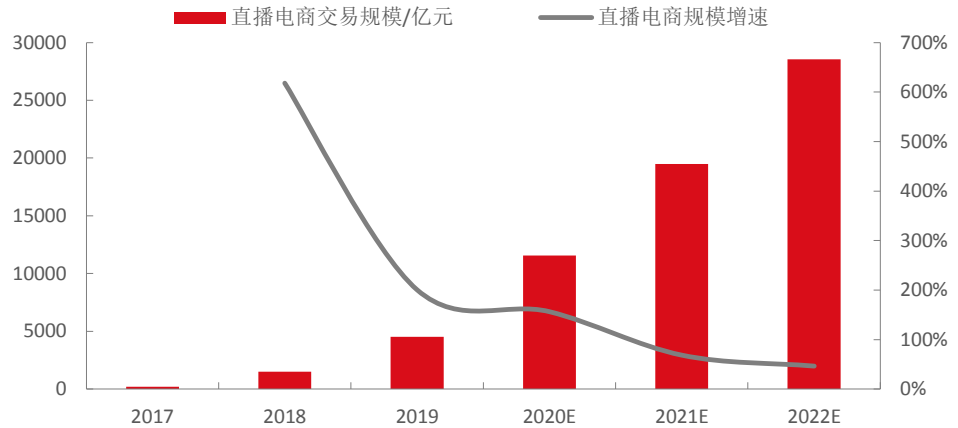
在对线下餐饮的布局上，2020 上半年公司通过内生增长和外延并购并举的模式进军智慧餐饮市场，先后控股雅座、投资商有、并且于 5 月成立智慧餐饮公司，整合智慧餐厅、雅座收银、雅座会员、成本管家和商有外卖五大业务线，打造一体化智慧餐饮解决方案。

智慧餐饮业务在疫情催化下快速增长。2020 年上半年，在全球经济受到新冠疫情冲击的严峻形势下，公司及时把握住线上需求的快速增长，在智慧餐饮 SaaS 业务上实现了逆势增长。2020 年上半年，餐饮商户数达 6532 家，收入 2211.8 万元，较 2019 年上半年的人民币 1,306.8 万元增长 69.3%，占 SaaS 总收入 7.3%，餐饮商户平均订单收入达到人民币 1.6 万元，随着餐饮商家对数字化解决方案需求提升，通过打造一体化智慧餐饮解决方案，公司有望占有更多智慧餐饮市场。

智慧餐饮和智慧零售都是公司最为重要的垂直领域，也都是规模超过万亿的巨大市场。在新经济模式的推动下，企业的数字化变革正以前所未有的速度向前推进。IDC 预测，2020 年至少 55% 的组织将成为“数字化的坚定者”。经过上半年疫情，企业正逐步加大线上端营销布局，企业数字化进程进一步加快。鉴于全球疫情推动企业在线业务的需求大增，零售与餐饮等垂直行业的品牌商户将会在 SaaS 升级管理和精准营销多元化渠道拓展方面有更大的需求，对微盟 2020 年持续增长的利好效应将愈发凸显。未来微盟 SaaS 业务有望在智慧零售、智慧餐饮等大客产品驱动下，ARPU 将进一步提升，收入保持增长态势。SaaS+精准营销双轮驱动的业务模式拥有长期结构性增长的机会。

3.1.4 小程序直播

直播电商 2016 年出现，2019 年至今正处于爆发期，2019 年直播电商整体成交额达 4512.9 亿元，同比增长 200.4%，占网购整体规模的 4.5%，成长空间较大，预计未来两年仍会保持较高的增长态势。随着内容平台与电商交易的融合程度不断加深，预计 2022 年直播带货的渗透率可以增长到 20.3%。从长期业态来看，直播电商将逐渐从“粗放式业态渗透”向“稳定商业链路”转化。

图 23：2017-2022 年中国直播电商交易规模及增速


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

2019 年微信小程序日活已经超过 3 亿，日均交易笔数同比增长超一倍，交易总额超 8000 亿，活跃小程序的平均留存较 2018 年提升了 14%。作为一家主要基于腾讯微信、公众号、小程序等去中心化数字商业平台的服务商，微盟 SaaS 产品的普及和推广也随小程序的爆发而直接受益。

自微信小程序直播公测以来，具备私域直播带货属性的小程序直播发展迅猛。微盟的小程序直播平台“微盟直播”成为商家小程序直播的首选工具。微盟接入微信小程序直播能力，将旗下智慧零售和微商城解决方案与小程序直播插件完成对接，帮助商户在小程序中实现直播互动与商品销售的闭环。其中，梦洁、台铃、卡宾等一批零售商家开启小程序直播测试，结合微盟本身提供的智慧零售解决方案，取得了新的突破。

2020 年疫情期间，公司密集出台了多项针对零售、餐饮等行业商家的扶持举措，以小程序商城、智慧零售、智慧餐饮等数字化工具助力企业展开“云”销售，此外还包括了免费开放直播小程序，与商家共抗疫情，实现业绩增长。

2020 年 6 月，微盟携手梦洁、联想、GXG、林清轩、巴拉巴拉、卡宾、珀莱雅等近百个零售品牌上万家门店一起，开启首届线上线下互联互通的零售购物节，借助小程序私域直播，开创脱口秀连麦直播带货模式。此外公司将 SaaS 产品与直播工具相结合、并提供精准营销服务，力争为企业提供全案的数字化转型服务。比如，台铃电动车通过微盟在生产车间开展直播活动，直播 2 小时卖出 5000 多辆电动车，销售额近千万。更有微盟长期商家林清轩通过“朋友圈广告公域导流+社群私域运营”的形式开展小程序直播，整场直播观看人次超 31 万，销售额破 200 万。

图 24：微盟直播小程序营销活动


资料来源：公司官网，东方证券研究所

除了选取脱口秀直播、朋友圈广告导流等常规的导流助推方法，微盟小程序直播平台基础设施上的亮点还在于：微盟 616 零售购物节主会场是“微盟直播”小程序，分会场则是品牌的自有直播小程序，所有进入主会场的流量，最终都进入了品牌主的直播小程序里，公域-私域的路径明确。上百家品牌将线上线下的私域流量导流到直播间，彼此共享私域流量，解决了流量总体拥有的成本问题。

此次购物节提出了“线上线下高效一体化”——客户选购商品后，既可以选择快递，也可以选择附近门店自提，去中心化的同时保存了“人货场”三要素的高效衔接。从场景角度来讲，传统直播平台是纯线上业务，但微盟的很多客群在线上化之前已经有一定的门店规模、有相当的私域流量基础，因此无须刻意的引导，其格局自然符合线上-线下双场景的布局，微盟只需要发挥数据、中台、基础设施、工具和生态等优势，就可以实现线上线下的高效整合。此外还上线了分销市场和直播小程序，为企业搭建分销网络和直播卖货平台，解决商家缺货和缺流量的难题，扩大销售通路。

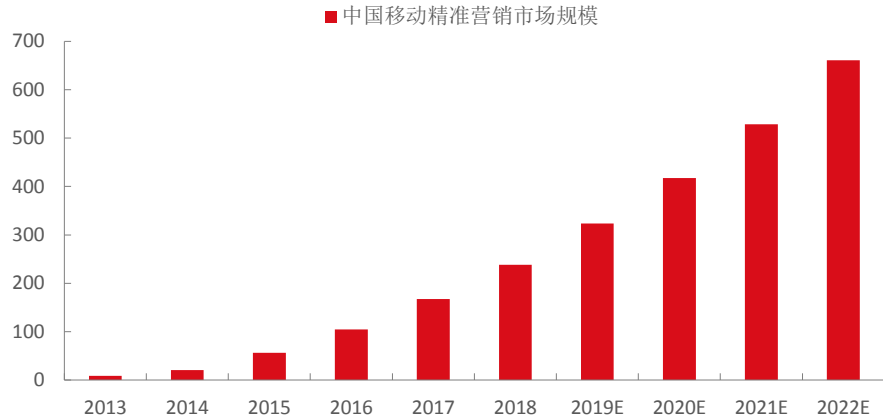
提供搭建底层商城到会员沉淀运营、到数字化营销再到赋能品牌做云直播，到帮助品牌从公域流量导流、找明星资源寻增量等，微盟在一步步升级企业数字化转型的服务能力，力争为企业提供全案的数字化转型服务。预计未来会有越来越多商家在小程序平台开展私域直播，发力在线新经济。

3.2 精准营销：一站式移动广告精准投放平台

随着移动社交媒体服务的普及率急剧上升，数字内容爆炸式增长以及移动用户在线时间增加，移动精准营销于 2013 年至 2017 年期间显着增长。根据弗若斯特沙利文报告，市场规模由 2013 年的人民币 84 亿元激增至 2017 年的人民币 1,671 亿元，复合年增长率为 111.2%。随着移动营

销的广告支出分配不断增加，预计中国移动精准广告市场规模将以 31.7%的复合年增长率自 2017 年的人民币 1671 亿元增长至 2022 年的 6609 亿元。

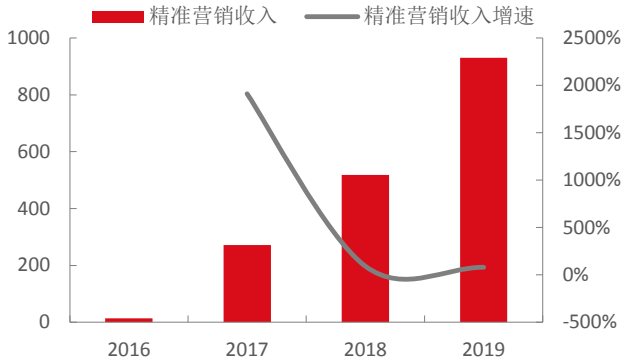
图 25：中国移动精准营销市场规模（十亿元）



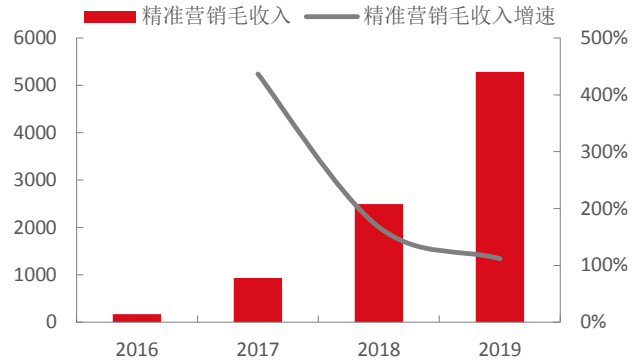
资料来源：弗若斯特沙利文报告，东方证券研究所

精准营销为广告主提供一站式移动社交营销解决方案。公司通过专有数据管理平台（DMP）作为主要平台来向广告主精准营销服务。目前公司搭建的DMP积累包含了丰富的消费者行为和交易数据，利用多个来源的数据和公司自有的数据资产进行AI运算，优化广告主的在线移动终端营销内容、营销活动和促销活动效果。具体而言，DMP将消费者群体的浏览行为和交易记录，并为商户标记该等消费者群体的兴趣标签，以进行受众定位策略优化。同时为广告主提供付费能力、兴趣、年龄、性别和行为等受众分析，以便令广告主精确定位其潜在顾客并进行营销。

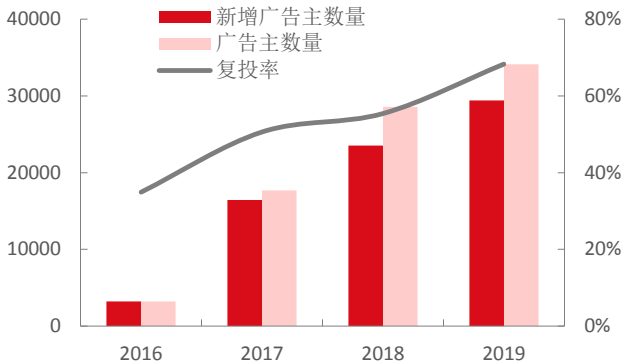
在2019年中国广告市场需求疲软，行业景气度欠佳的情况下，公司通过深耕垂直行业和区域市场的策略，不断扩展营销渠道，使得业务继续保持高速增长。2019年精准营销业务毛收入由24.9亿元增长至52.8亿元，同比激增111.9%，收入达9.3亿元人民币，同比增长79.5%。2019年微盟精准营销广告主数量为34142名，复投率68.3%，每广告主平均开支增长77.4%至15.47万元。

图 26：精准营销收入（百万）及增速


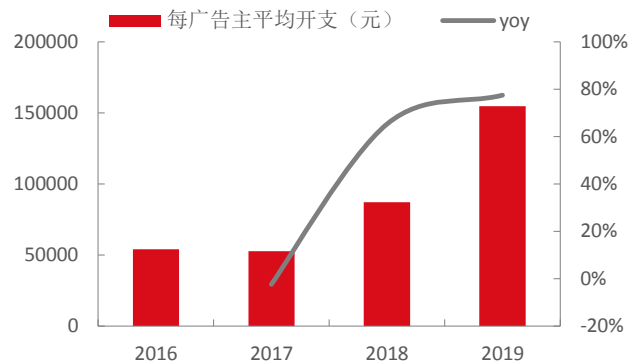
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：精准营销毛收入（百万）及增速


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：精准营销（新增）广告主数量及复投率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：精准营销每广告主平均开支


资料来源：公司公告，东方证券研究所

布局区域营销，与腾讯深度合作。为配合腾讯广告渠道下沉战略，微盟从 2018 年开始完善区域营销板块的布局。在杭州、苏州等 9 个城市设立分公司，并在 30 多个城市举办百余场区域营销峰会，帮助当地企业快速适应移动营销变革。运营增值团队下沉，与销售团队直接接触广告主，第一时间分析广告主需求并提出精准运营方案，提高拓客效率。财报显示，2019 年微盟精准营销渠道更加多元化，获得腾讯广告颁发的多个重点区域牌照、行业牌照和 KA 全国牌照，在腾讯的 SMB 和 KA 渠道取得高速增长。公司在腾讯广告中小企业代理业务的份额占比居于首位，2017 年市场份额达 16.96%。

构建私域运营，“SaaS+精准营销”双模式业务相互交融。微盟率先推出“广告+小程序”一体化解决方案，打通小程序制作和广告投放环节，帮助企业完成从引流到转化，打造移动营销闭环，提高商业转化效率。2019 年 6 月，微盟与腾讯启动“腾盟计划”，聚焦直营电商的营销需求，腾讯广告强大的平台流量优势和精准营销能力，整合微盟 SaaS 工具和精准营销服务能力，帮助商家获取、建立和运营自己的私域流量。

微盟精准营销广告主和 SaaS 商户的重合率约 40%。一方面，公司通过 SaaS 产品积累商户与消费者信息，更具针对性地优化广告投放业务，提高精准营销的服务质量。另一方面，精准营销可以通过交叉营销为 SaaS 产品带来更多企业客户资源。“SaaS+精准营销”双模式业务结构，形成了良好的互动和支撑，一方面通过成本低、易操作、获客门槛低的小程序提供去中心化的数字商业平台，一方面又用精准营销来提供增值服务来保证效果，呈现出了 1+1>2 的效果。

发力视频营销，加速向智慧营销转型升级。去年 10 月，微盟短视频中心正式投产，为抢占视频营销风口增添筹码。加大在短视频端的投入，每月新产生万条以上短视频素材，精准匹配广告主诉求，提升精准营销效果。从前期短视频创意与策划，到中期短视频拍摄与制作，再到后期广告投放，全链路助力广告主实现专业化的短视频推广，实现营销效果最大化，助力在电商、在线教育、自媒体、网游等行业取得更快速突破。

图 30：精准营销广告平台



资料来源：公司官网，东方证券研究所

2020 年上半年，公司的 SaaS 产品收入由 2019 年上半年的 2.19 亿元提高到 3.05 亿元人民币，增长 39.2%；精准营销毛收入由 2019 年同期的 17.97 亿元增长至 46.1 亿元人民币，增长 156.5%，精准营销收入 7.45 亿元人民币，同比增长 70.2%，超出预期。2020 年上半年，微盟精准营销服务广告主 26084 名，同比增长 33.5%，每广告主平均开支增长 92.1%至人民币 17.68 万元。

企业数字化变革加速也令微盟集团的精准营销业务继续保持高增长。虽然疫情导致整个广告市场不景气，广告主预算降低，但公司通过区域下沉、拓展区域牌照、加大短视频端投入等举措，稳住了阵脚，精准营销业务延续高增长态势，并已经进入电商、金融、快速等 20 多个行业，中小商家和大客户齐头并进。在流量多元化方面，微盟与腾讯、字节等多个流量方开展深度合作，帮助中小商家与大客户精准投放广告，符合广告主与渠道的需求。在整个广告市场不景气的情况下，精准营销能抓住客户需求，市场渗透率不降反增。

图 31：精准营销业务广告信息流

广告信息流	特点
微信公众号广告	微信公众号广告是基于微信公众号生态体系的营销形式，营销内容以文章内容的形式出现在微信公众号文章中，微信公众号营销提供微信公众号关注、移动应用下载、卡券分发及品牌推广等多种营销活动。
微信朋友圈广告	微信朋友圈广告是基于微信公众号生态体系为基础的原生广告。以四个主要形式（即本地推广、原生推广、小视频广告、图文广告）在微信朋友圈中进行展示。用户可以通过点赞、评论等方式针对营销内容与广告主进行互动，并使得营销内容可以依托社交网络进行传播。这提供了额外营销维度，并增加品牌推广。
QQ 广告、QQ 空间广告	QQ 客户端广告基于腾讯海量用户行为数据和跨屏帐户体系，QQ 支持人群属性标签、LBS、场景定向等多种灵活、精准的人群触达方式，是适用于移动应用下载、电商购买、品牌活动等多种广告目标的原生社交广告。QQ 空间广告出现在用户的好友动态中，是一种融入在用户 UGC 中的原生社交广告，拥有用户天然、无违和感的关注，非常适合品牌在社交场景与年轻人沟通。
腾讯新闻信息流广告	腾讯新闻是一款主打“事实派”的资讯类 APP，月活超过 2.4 亿，且用户具备深度浏览习惯。腾讯新闻广告正是以原生方式出现在资讯信息流中，根据用户属性、历史浏览行为和兴趣爱好进行精准定向投放。目前支持网页推广、移动应用推广和电商推广。
腾讯视频信息流广告	腾讯视频是国内移动视频领域第一入口，月活超过 5 亿，且用户在线时间长。腾讯视频广告正是以原生形式出现在娱乐化流量场景中，通过定向技术精准触达用户，潜移默化地影响用户对品牌的感知。目前支持网页推广、移动应用推广和电商推广。
百度信息流广告	百度信息流广告指在百度 APP、百度门户、百度贴吧及百度手机浏览器平台上展示的原生广告。
知乎效果广告	知乎效果广告是以原生的方式展示在知乎移动端的优质广告产品。广告形态多样，包含图文、视频、文字链等 5 大形式，满足广告主不同的效果转化需求。

资料来源：公司官网，东方证券研究所

3.3 销售体系

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司拥有强大的销售队伍，同时加强直销团队的建设，在大客户拓展方面成果显著。公司采用代理商模式和直销团队并进的产品销售策略，在各地建立了本地化的销售服务团队，超过 1600 家渠道服务商，2015-2018H1 渠道商流失率分别为 8.1%、3.4%、5.2%、3.7%，呈逐年下降趋势，同时公司发力直销团队建设，2018 年公司员工共 2,843 人，销售人员有 1684 人（包含精准营销业务销售人员），体现公司对线下销售的重视。

智慧餐饮、智慧零售、智慧酒旅主要由公司直营团队负责，以智慧餐饮拓客为例，顾问团主打头部餐饮客户，直销团队主打腰部客户，渠道商主打尾部客户，形成了阶梯型的销售模式，另外直销团队具有更大的灵活性，比如在疫情期间发挥了重要的服务和拓客作用，之后公司将提高直销团队的比重，今年直销团队比例预计会超过 50%。

图 32：微盟全国销售网络



资料来源：公司官网，东方证券研究所

2020 年将以企业数字化转型为核心战略，不断拓展更多的云服务品类、加强现有客户的变现能力、加强与腾讯及其它去中心化平台合作、构建微盟云平台开放合作生态，探索更多的战略合作关系和收购机会、坚持以去中心化业态为商业赋能。

四、财务分析

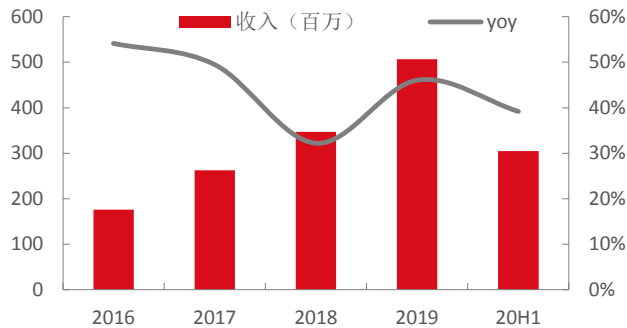
4.1 SaaS 业务和精准营销业务均快速增长

2017 年至 2019 年，公司 SaaS 产品收入增长明显，2017 年收入 2.63 亿元，到 2019 年增长至 5.07 亿元，接近翻倍。同时 SaaS 产品成功切入大客市场，ARPU 显著提升，从 2015 年的 4771 元增加至 2019 年的 6373 元。付费商户从 2015 年的 2.4 万商户增加至 2019 年的近 8 万商户，客户粘性提高，付费商户流失率不断下降，从 2015 年的 59.2% 下降至 2019 年的 22.2%。

2020 年上半年，由于公司的数据库被破坏产生了约 9000 万的损失，因此 SaaS 收入增速有所放缓，如果排除损失，则 SaaS 业务的收入仍然维持 39% 的高增速。未来，微盟将继续重点在智慧零售、智慧餐饮等领域重点发力，智慧零售的战略专注大中型客户，大客户付费意愿强、留存率更高，因此 ARPU 和 SaaS 产品整体续约率有望进一步提升，助推 SaaS 业务的长期持续稳定发展。

精准营销的毛收入由 2017 年的 9.3 亿增长到 2019 年的 53 亿元，20H1 实现毛收入 46 亿元，yoy+156%。主要是由于公司与腾讯、字节等多个新型流量平台开展深度合作，越来越多的广告主预算向这些有流量红利平台迁移，在广告主的数量和 ARPU 值提升的双重驱动下，公司的精准营销业务毛收入维持高速增长。

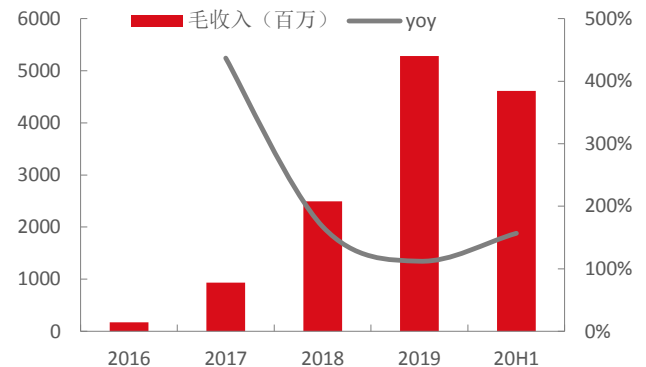
图 33：公司 SaaS 业务收入及增速



备注：20H1 排除数据库破坏影响

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：公司精准营销业务毛收入及增速



资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 SaaS 业务毛利率受产品研发投入影响有所波动

公司的 SaaS 业务的销售成本主要是 SaaS 产品研发投入的摊销，因此当公司加大力度研发新产品的时候，毛利率会有所下降，而当产品进入成熟期，客户数量逐渐增加后毛利率会逐渐提升。公司 20H1（剔除数据库损失影响）的毛利率为 76%，相比 2019 年有较大幅度的降低，是由于公司加大在智慧餐饮、智慧零售方面的研发投入，随着公司相关领域客户的增加，我们预计公司的 SaaS 业务毛利率将逐步提升。

精准营销的销售成本，总额法下的销售成本，主要包括向流量平台购买广告流量的成本、精准营销运营团队的员工成本、附加税等，其中流量平台给公司的返点会冲减销售成本；净额法下的销售成

本主要是附加税。我们预计，公司作为腾讯、字节体系的核心代理商，预计流量采购成本和返点比例未来将维持比较稳定的状态，而人工成本费率会随着收入规模的增加而缓慢降低。

表 4：公司不同业务的毛利率

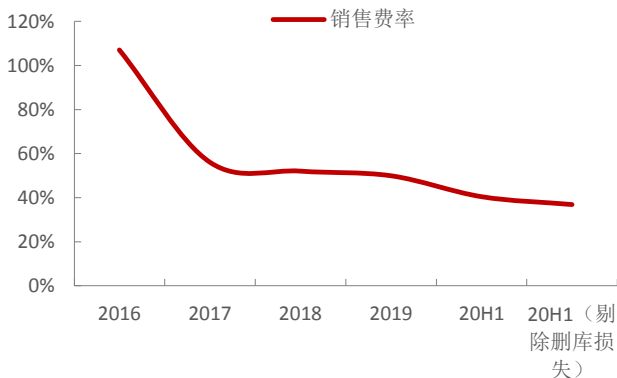
	2016	2017	2018	2019	20H1	20H1(剔除删库损失)
综合毛利率	88.2%	64.5%	59.8%	55.5%	44.0%	49.0%
SaaS 业务	87.5%	87.1%	85.0%	80.5%	65.9%	76.3%
精准营销毛利/毛收入	7.6%	12.4%	8.9%	7.4%	6.1%	6.1%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.3 公司业务具备规模效应，费率会随着收入扩大而降低

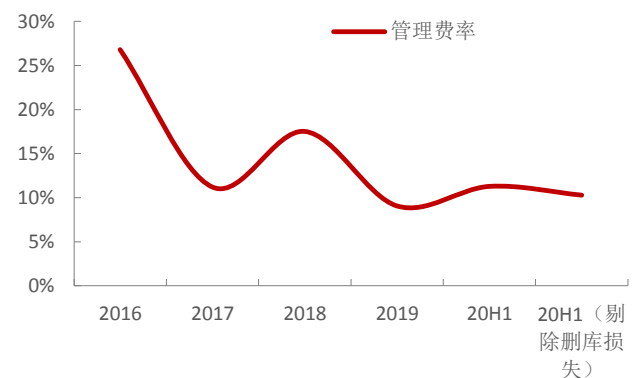
公司的业务具备规模效应，因此随着业务规模的扩张，整体的费用率水平会逐渐降低：综合销售费率由 2017 年的 56% 降低到 20H1（剔除数据库损失影响）的 36.8%，管理费率也基本稳定在 10% 左右的水平。其中销售费用的主要来源是给销售人员成本、给代理商的费用，以及一些营销的投放费用；管理费用主要是人工成本。SaaS 业务的销售费率和客户类型有较大关系，小客户的留存率低，生命周期短，大客户虽然一次性的获取成本较高，但是留存的时间长，给公司贡献的收入更多，通常小客户的“获取成本/LTV”的比例会远低于大客户，因此大客户的占比提升将有助于销售费率的降低，公司目前采取大客的战略，预计未来大客的占比将逐步提升，销售费率也会逐步降低。

图 35：公司销售费率



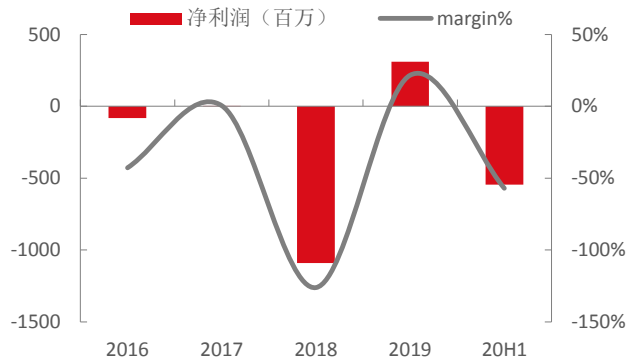
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 36：公司管理费率

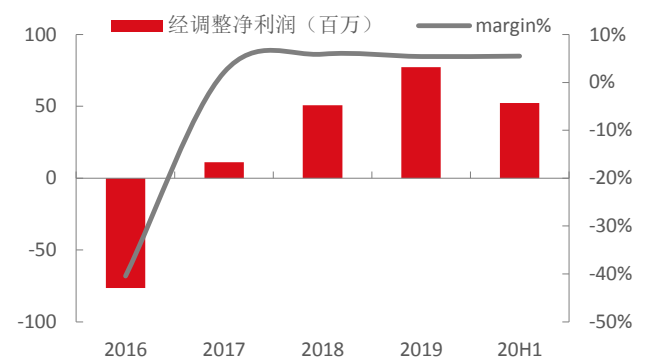


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司近两年的经调整净利率相对稳定。目前公司的盈利业务是精准营销业务，而 SaaS 业务仍然处于亏损状态，2018-20H1，公司的经调整净利率维持在 5-6% 区间内。未来，随着新产品的研发投入期度过，以及客户结构的优化，公司的利润率有望迎来改善。

图 37：公司净利润及利润率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 38：公司经调整净利润及利润率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

我们对公司的盈利预测做出如下假设：

1) SaaS 产品业务

线上微商城方面，由于中心化电商平台的流量成本逐渐提升，我们预计更多商户会有经营自己私域流量的需求，微盟作为微信生态体系最大的电商 SaaS 服务商之一，其微商城的客户数有望维持平稳增长。

线下的门店 SaaS 产品中，我们预计会迎来较为快速的增长，线下门店数字化是效率提升的关键，今年疫情催化下，线下门店数字化的需求以及增加线上触达客户渠道的需求愈加迫切；预计门店 SaaS 的客户数将迎来更加高速增长；同时，公司今年并购了餐饮 SaaS 服务商雅座，以及拟收购零售企业数字化解决方案提供商海鼎信息 51% 股权，新收购的两个公司预计在产品能力和客户方面将和公司产生较大的协同效应，且有望提升公司整体的 ARPU 值，用户数和 ARPU 有望实现双重增长。

我们预计，在智慧零售和智慧餐饮业务的拉动下，公司的商业云业务整体收入在 20-22 年将实现 46%/46%/40% 的收入增速（剔除删库影响，暂不考虑海鼎信息并表的影响）；而营销云和销售云版块的收入将维持 25%/24%/20% 的平稳增速。

综合以上业务，我们预计公司的 SaaS 业务收入实现 24%/63%/37% 的增速（如果剔除 2020 年数据库被破坏的一次性影响，收入增速将为 42%/42%/37%）。

毛利率方面，由于公司将重点发展智慧零售和智慧餐饮业务，预计会加大相关产品的研发投入，所以我们预计公司 SaaS 产品的毛利率会有所下降，之后随着产品逐渐进入成熟期，客户数逐步增加，毛利率也会逐步提升。预计 20-22 年实现毛利率（剔除删库影响）75%/76%/77%。

2) 精准营销业务

公司是腾讯、抖音等平台的核心广告代理商，近年来短视频营销和内容营销成为广告主预算支出的重要方向，对应平台的广告投放需求将大幅提升。而且公司的客户中，优质大客户的比例较高，我们预计公司精准营销的广告主的数量和单个广告主的开支都将迎来快速增长。预计 20-22 年公司的精准营销毛收入同比增长 105%/45%/42%；而对应收入增长 98%/38%/38%。

毛利方面，公司已经是腾讯、字节体系的核心代理商，预计流量采购成本和返点比例将维持比较稳定的状态，预计精准营销的毛利和毛收入的比例稳定在 6.8%左右。

综上，我们预计公司 20-22 年将实现收入 25/36/49 亿元，增速为 72%/44%/38%（如果剔除 2020 年数据库被破坏的一次性影响，收入增速将为 78%/39%/38%）。

销售费用方面：我们预计，由于今年疫情和数据库损坏影响，SaaS 业务的中小客户流失率会较高，因此 SaaS 业务的销售费率仍然维持较高的水平，之后随着公司的客户结构进一步优化、流失率较低的大客户占比提升，销售费率会逐步下降；精准营销的销售费率随着收入规模的扩大，会缓慢下降。我们预计公司 20-22 年的综合销售费率分别为 40.4%/39.3%/37.2%（剔除 2020 年数据库被破坏的一次性影响）。

表 5：盈利预测核心假设

	2018	2019	20E	21E	22E
1.SaaS 产品服务					
付费商户数	64,695	79,546	95,442	114,621	132,068
yoy	25.6%	23.0%	20.0%	20.1%	15.2%
ARPU (元)	5,365	6,372	6,561	8,914	10,600
yoy	5.2%	18.8%	3.0%	35.9%	18.9%
收入 (百万)	347	507	626	1,022	1,400
yoy	32.2%	46.0%	23.5%	63.2%	37.0%
毛利 (百万)	295	408	446	777	1,078
毛利率%	85.0%	80.5%	71.3%	76.0%	77.0%
1.1 商业云					
收入	266	402	587	858	1,204
yoy	39.1%	50.8%	46.3%	46.1%	40.3%
1.2 营销云&销售云					
收入	81	105	132	163	196
yoy	13.5%	30.4%	25.0%	24.0%	20.0%
2. 精准营销业务					
广告主数量 (个)	28,589	34,142	40,970	48,345	55,597
yoy	61.7%	19.4%	20.0%	18.0%	15.0%

每广告主平均开支(万元)	8.7	15.5	26.5	32.5	40.0
yoy	65.2%	77.4%	71.0%	23.0%	23.0%
毛收入(百万)	2,493	5,281	10,837	15,729	22,248
yoy	167.1%	111.9%	105.2%	45.1%	41.5%
收入(百万)	518	930	1,838	2,537	3,496
yoy	90.9%	79.5%	97.7%	38.0%	37.8%
毛利(百万)	223	389	736	1,069	1,514
毛利率%	43.0%	41.8%	40.1%	42.1%	43.3%
合计					
收入(百万)	865	1,437	2,464	3,559	4,896
yoy	62.0%	66.1%	71.5%	44.4%	37.6%
毛利率%	59.8%	55.5%	48.0%	51.9%	52.9%

资料来源: 东方证券研究所

估值对比与投资建议

由于公司有 SaaS 服务和精准营销 2 个板块的业务，我们将采用分部估值法。由于公司 2020 年出现 SaaS 数据库损坏的非经常性事件，收入端受到影响，因为我们采取 2021 年的估值。

SaaS 产品部分，由于目前尚没有盈利，因此我们采用 PS 估值法进行估值，我们预计公司 2021 年 SaaS 板块收入 10.22 亿，我们选取主业为 SaaS 业务为主营业务的，收入增长平稳的公司作为可比公司。参考 2021 年行业可比公司 18 倍的 PS 估值均值，我们认为 SaaS 业务的价值为 185 亿元人民币，对应 220 亿港元估值。

精准营销业务，由于已经实现盈利将采用 PE 估值，我们选取了头部的广告代理公司（分众传播、华扬联众）以及新流量平台营销服务商（天下秀、壹网壹创、丽人丽妆等）作为可比公司。2021 年预计实现 5.57 亿元的利润，参考可比公司 21 年的 28 的 PE 估值均值，我们预计精准营销业务价值为 158 亿元人民币，对应 188 亿港元。

综上，我们认为公司的合理估值为 407 亿港元，对应每股价值为 18.06 港币/股，给予“买入评级”。

表 6: 公司 SOTP 估值

2021E 分部估值	2021E 收入 (mn CNY)	2021E 利润 (mn CNY)	PS	PE	21E 估值 (亿 CNY)	21E 估值 (亿 HKD)	21E 每股价值 (HKD)
SaaS 业务	1,022		18		185	220	9.74
精准营销业务	15,729	556.8		28	158	188	8.32
合计					343	407	18.06

备注: 港币兑人民币汇率为 0.84

资料来源: 东方证券研究所

表 7：SaaS 业务可比公司估值

	收入 (亿 USD)			市值 (亿 USD)	PS	
	2019	2020E	2021E		2020E	2021E
SALESFORCE	171	206	242	2,036	10	8
MICROSOFT	1,258	1,578	1,771	16,947	11	10
中国有赞	2	3	5	49	17	10
WORKDAY	36	43	49	571	13	12
AUTODESK	33	38	43	656	17	15
ZOOM	6	26	64	1,012	40	16
ADOBE	112	127	147	2,409	19	16
金蝶国际	5	5	7	132	25	20
ATLASSIAN	12	19	22	577	31	26
SHOPIFY	16	27	36	1,364	51	38
金山办公	2	4	6	264	68	46
调整后均值					25	18

调整后均值：去掉最高值和最低值后取均值。

资料来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

表 8：精准营销/内容营销可比公司估值

	净利润 (mn CNY)			市值 (mn CNY)	PE	
	2019	2020E	2021E		2020E	2021E
华扬联众	192	322	448	4,520	14	10
三人行	194	348	526	12,636	36	24
丽人丽妆	286	327	395	10,756	33	27
分众传媒	1,875	3,401	4,717	142,375	42	30
壹网壹创	219	334	472	15,168	45	32
天下秀	259	398	612	22,055	55	36
调整后均值					39	28

调整后均值：去掉最高值和最低值后取均值。

资料来源：Wind, 东方证券研究所

风险提示

SaaS 客户的流失率提升：由于 SaaS 业务的获客成本较高，如果公司的 SaaS 产品和服务不能跟进行业的需求，就会出现客户流失率提升的风险，公司的 SaaS 业务的盈利能力难以提升；

精准营销的业绩增长不及预期：公司主要是在腾讯生态体系、字节生态体系提供精准营销服务，如果对应的流量平台出现用户增速放缓的情况，公司的精准营销收入的提升速度有不达预期的风险。

可转债公允价值变动：公司发行可转债，其公允价值会随公司股价变动而变动（股价上升，可转债的公允价值增加），可转债公允价值变动会对报表净利润产生影响（公允价值提升，净利润下降），但是公司的经调整净利润不受可转债公允价值变动的的影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn