

# 商业贸易

证券研究报告

2021年08月23日

## SaaS 行业点评：微盟 TSO 战略效果显著，深化流量生态运营及营销

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

李田

联系人

litiana@tfzq.com

**事件：**微盟发布 2021 年半年报，2021 年 H1 公司实现营收 13.83 亿元/+44.5%，较去年同期经调整总收入增长 31.7%，实现经调整毛利率 55.4%；净亏损为 5.84 亿元，EBITDA 为-0.08 亿元，经调整净利润-1.19 亿元，主要为 20 年疫情以及 SaaS 破坏事件后，公司迎合大客化、生态化战略积极扩张所致。

**分业务来看，**1) 数字商业收入 9.59 亿元/经调整+72.8%，其中订阅解决方案收入 5.50 亿元/经调整+80.3%，SaaS 产品付费商户 101867 名/+15.2%，流失率 11.1%，相比去年同期+0.5pct，ARPU 5395 元/+56.5%；商家解决方案收入 4.10 亿元/+63.8%，商家解决方案毛收入 56.40 亿元/+38.7%，付费商户数 27484/+11.7%，每用户平均开支 205223 元/+24.2%，每用户平均收益 14909 元/+46.6%。2) 数字媒介实现收入 4.24 亿元/-14.3%，毛收入 4.95 亿元，广告主数量 2229 名，ARPU 221837 元/-39.9%。在数字商业解决方案中的商户解决方案和数字媒介中，实现精准投放业务毛收入 61.3 亿元/+33.0%。

公司 21 年 H1 实现毛利率 55.4%，相比剔除破坏事件的 20 年毛利率增 6.4%。分业务看，SaaS 产品实现毛利率 74.0%，商家解决方案毛利率 86.2%，数字媒介毛利率 1.5%。

**TSO 战略持续推进，品牌零售商家渗透率进一步提升。**21H1 公司智慧零售商户数 4699 家，智慧零售维持高速增长，收入 1.83 亿元/+298.3%，占订阅解决方案收入的 33.4%，其中品牌商户数 830 家，占比 17.7%，品牌商户平均订单收入进一步提升，达 23.2 万元。21H1 公司智慧餐饮商户数 7297 家，收入 2800 万元/+24.4%，占订阅解决方案收入的 5%，平均订单收入 1.5 万元。

**加大 PaaS 平台研发投入，推动行业纵深渗透。**21 年 H1 公司期间费用率有所提升，达 83.2%，同比+28.2pct，其中销售费用率 59.0%，管理费用率 22.7%，财务费用率 1.5%，三费均有所增长，主要由于品牌及精准营销开支增加以支持商家增长、研发及员工开支增加等。未来随着大客化战略的推进以及大客户占比的持续增长，相关营销费用率有望得到改善。

**投资建议：**在未来数字化运营的趋势下，行业得益于全渠道、全链路的业务布局，以及未来着力打造的多场景融通的新操作系统，长期看有望助力业内公司 LTV、LTV/CAC 的增长。业内公司微盟 2021 年上半年业绩表现超预期。

**风险提示：**SaaS 产品及服务迭代市场接受度不及预期；SaaS 和精准营销行业扩张不及预期；LTV、CAC 改善等不及预期影响行业长期盈利及成长。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

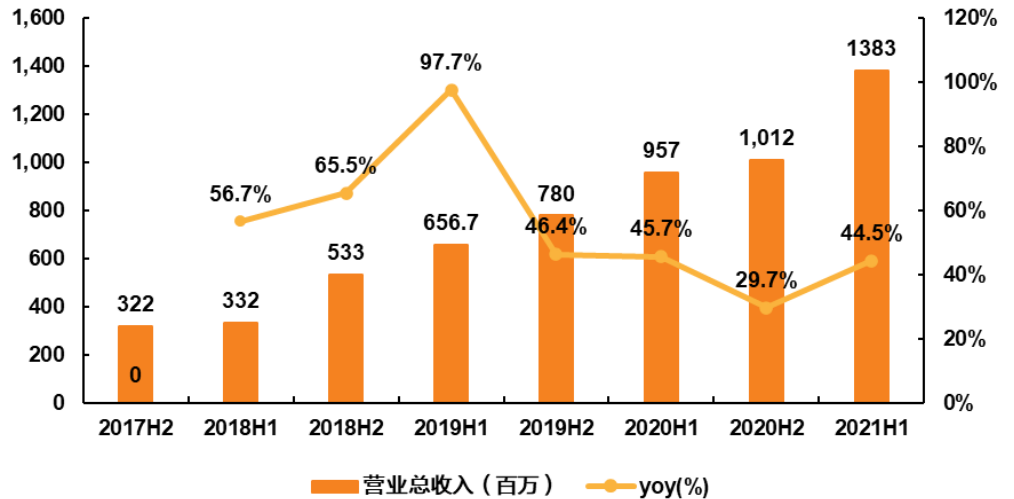
### 相关报告

- 1 《商业贸易-行业深度研究:胶原蛋白上游百舸争流,重组胶原研发加速拓宽应用场景》 2021-08-18
- 2 《商业贸易-行业点评:中国有赞:门店 SaaS 产品翻倍增长,快手渠道 GMV 下滑影响利润》 2021-08-16
- 3 《商业贸易-行业点评:电商行业点评:阿里巴巴核心商业业务表现稳定,加大淘特、本地生活、社区团购、新零售和 Lazada 投入影响当期利润》 2021-08-10

## 事件

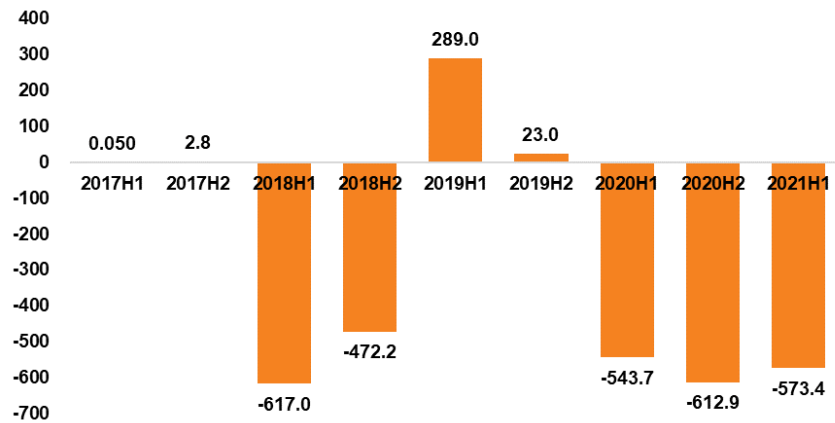
近日微盟发布 2021 年半年报，2021 年 H1 公司实现营收 13.83 亿元/+44.5%，较去年同期经调整总收入增长 31.7%，实现经调整毛利率 55.4%；净亏损为 5.84 亿元，经调整 EBITDA 为 -0.08 亿元，经调整净利润 -1.19 亿元，19H1/19H2/20H1/20H2/21H1 经调整净利润率分别为 4.49%/6.13%/5.46%/5.46%/-8.60%，主要为 20 年疫情以及 SaaS 破坏事件后，公司迎合大客化、生态化战略积极扩张所致。

图 1：2017H1-2021H1 营收（百万元）及增速（%）



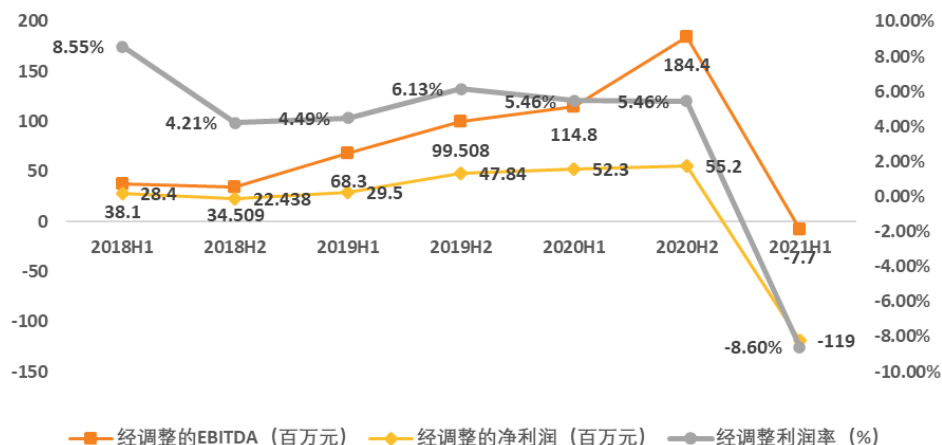
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2017H1-2021H1 归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2018H1-2021H1 经调整 EBITDA、经调整净利润（百万元）和经调整净利润率（%）

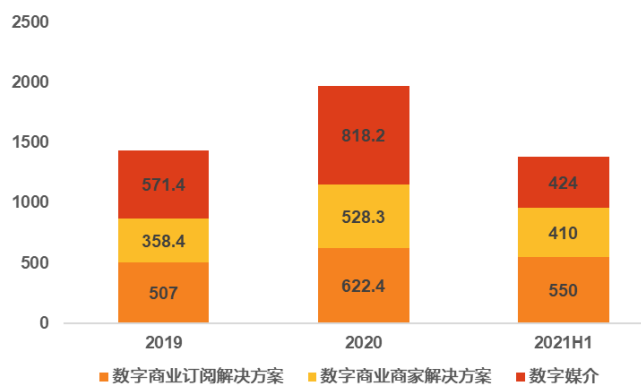


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 点评

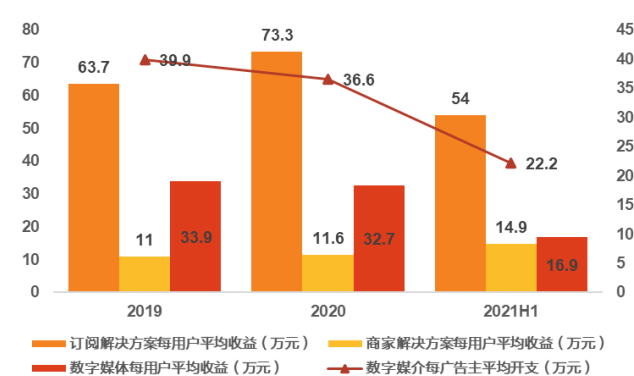
近年来 SaaS 各个细分行业快速发展，数字化运营趋势下，呈现结构化投资机会。目前微盟是中国领军的企业云端商业及营销解决方案提供商和精准营销服务提供商。分业务来看，1) 数字商业收入 9.59 亿元/经调整+72.8%，其中订阅解决方案收入 5.50 亿元/经调整+80.3%，SaaS 产品付费商户 101867 名/+15.2%，流失率 11.1%，相比去年同期+0.5pct，ARPU 5395 元/+56.5%；商家解决方案收入 4.10 亿元/+63.8%，商家解决方案毛收入 56.40 亿元/+38.7%，付费商户数 27484/+11.7%，每用户平均开支 205223 元/+24.2%，每用户平均收益 14909 元/+46.6%。2) 数字媒介实现收入 4.24 亿元/-14.3%，毛收入 4.95 亿元，广告主数量 2229 名，ARPU 221837 元/-39.9%。在数字商业解决方案中的商户解决方案和数字媒介中，实现精准投放业务毛收入 61.3 亿元/+33.0%。

图 4：2019-2021H1 各主营业务收入 (百万元)



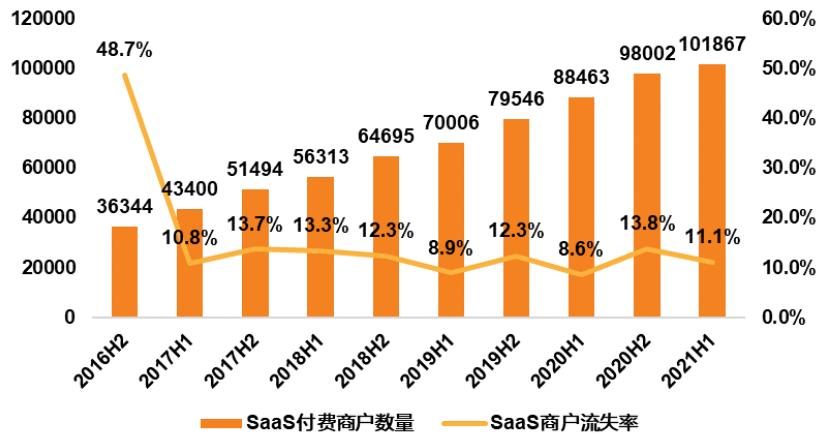
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：2019-2021H1 用户消费额 (万元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

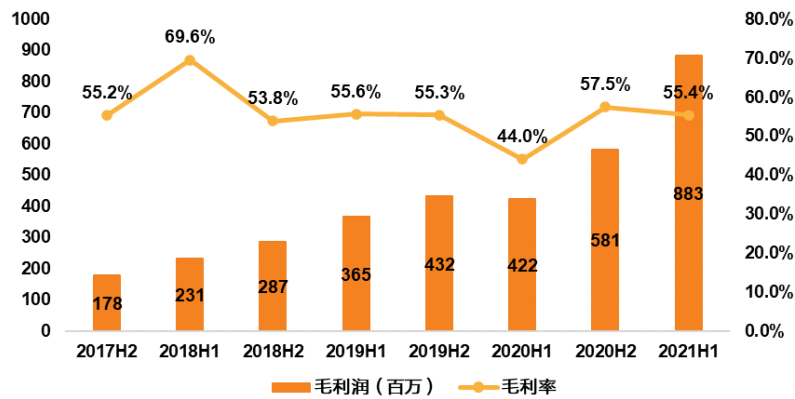
图 6：2016H2-2021H1 SaaS 商户数量 (家)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 21 年 H1 实现毛利率 55.4%，相比剔除破坏事件的 20 年毛利率增 6.4%。分业务看，SaaS 产品实现毛利率 74.0%，商家解决方案毛利率 86.2%，数字媒介毛利率 1.5%。

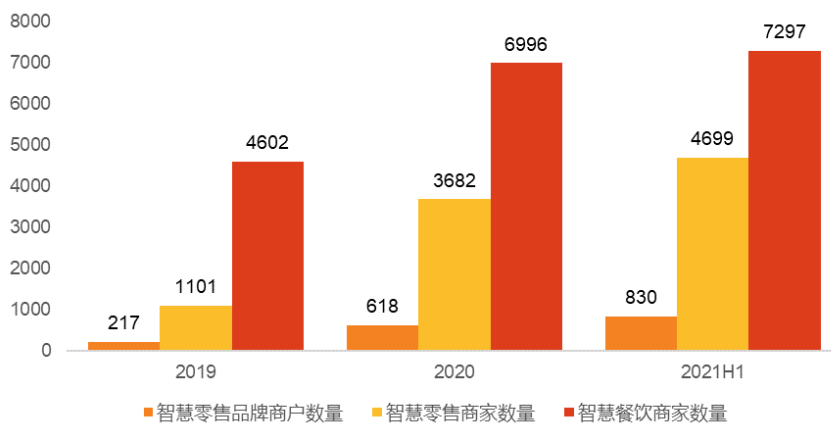
图 7：2017H2-2021H1 毛利（百万元）及毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**TSO 战略持续推进,品牌零售商家渗透率进一步提升。**21H1 公司智慧零售商户数 4699 家,智慧零售维持高速增长,收入 1.83 亿元/+298.3%,占订阅解决方案收入的 33.4%,其中品牌商户数 830 家,占比 17.7%,品牌商户平均订单收入进一步提升,达 23.2 万元。21H1 公司智慧餐饮商户数 7297 家,收入 2800 万元/+24.4%,占订阅解决方案收入的 5%,平均订单收入 1.5 万元。国际化战略方面,公司推出跨境电商独立占产品 ShopExpress,通过对接海外主流媒体渠道实现高效引流,帮助商家快速打造符合海外消费者习惯的购物小程序。可以看到在疫情驱动下的海外线上消费得到快速增长,受益于此公司海外商家端店铺数达 1739 家,覆盖 12 个国家和地区。整体来看大客化、生态化、国际化战略进展成效显著。

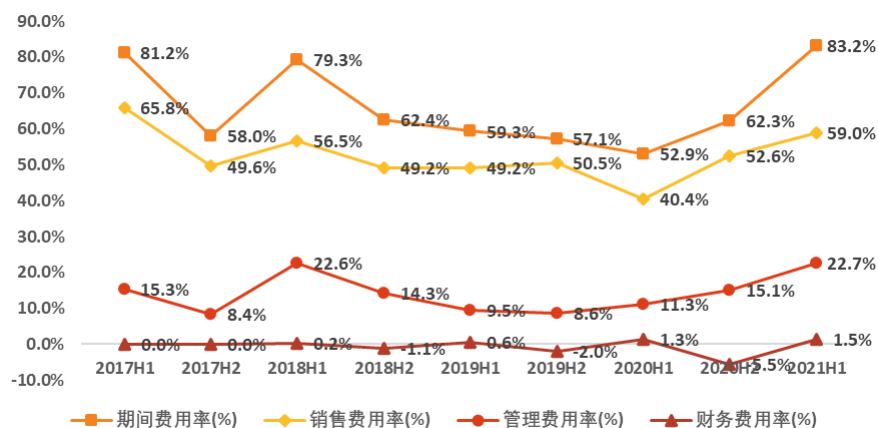
图 8：2019-2021H1 商户数量（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**加大 PaaS 平台研发投入,推动行业纵深渗透。**21 年 H1 公司期间费用率有所提升,达 83.2%,同比+30.3pct,其中销售费用率 59.0%,管理费用率 22.7%,财务费用率 1.5%,三费均有所增长,主要由于品牌及精准营销开支增加以支持商家增长、研发及员工开支增加等。未来随着大客化战略的推进以及大客户占比的持续增长,相关营销费用率有望得到改善。

图 9: 2017H1-2021H1 期间费用率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 投资建议

近年来 SaaS 行业发展迅猛,业内出现许多优质标的和投资机会。在未来数字化运营的趋势下,行业得益于全渠道、全链路的业务布局,以及未来着力打造的多场景融通的新操作系统,长期看有望助力业内公司 LTV、LTV/CAC 的增长。微盟公司 2021 年上半年业绩表现超预期,我们认为,开放的平台生态更注重保护商家独立自主性,互联网巨头阿里巴巴与腾讯互相开放生态系统,两大平台更多的提供的是公域平台的流量与生态互通,但并不妨碍商户以形成品牌认知和提升用户黏性为目标,开展私域流量运营。此外,强监管可以更好的引导数据服务商、商户及用户提升用户数据隐私的维护力度,进而增强用户数据的产权意识。

## 风险提示

SaaS 行业产品及服务迭代市场接受度不及预期;业内公司 SaaS 和精准营销行业扩张不及预期;LTV、CAC 改善等不及预期影响行业长期盈利及成长。

## 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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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