

微盟集团 (02013.HK)

SaaS 大客化驱动增长，广告受益视频号红利

2024 年 05 月 28 日

——港股公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

吴柳燕（分析师）

荀月（联系人）

wuliuyan@kysec.cn

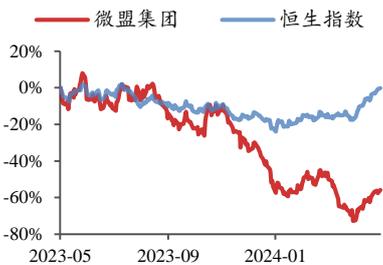
xunyu@kysec.cn

证书编号：S0790521110001

证书编号：S0790122100036

日期	2024/5/27
当前股价(港元)	1.600
一年最高最低(港元)	4.500/1.100
总市值(亿港元)	49.24
流通市值(亿港元)	49.24
总股本(亿股)	30.77
流通港股(亿股)	30.77
近 3 个月换手率(%)	117.27

股价走势图



数据来源：聚源

● 国内零售及电商 SaaS 龙头，腾讯广告核心服务商，给予“增持”评级

微盟是国内领先的零售电商 SaaS 龙头及精准营销服务提供商。收入端，SaaS 业务 2023 年受宏观环境影响大客 IT 预算收紧，但智慧零售需求确定性高、同层级竞争者少，未来随宏观复苏需求滞后释放；广告业务视频号快速起量，公司作为腾讯系重要服务商享受结构性红利。利润端，随组织优化及人效提升费用率大幅降低，我们预计公司 2024-2026 年收入为 25.1/29.5/33.9 亿元，对应同比增速 12.8%/17.2%/15.0%；调整后净利润 0.5/2.0/3.6 亿元，对应摊薄后 EPS0.02/0.07/0.13 元，2024 年扭亏为盈，2025-2026 年同比增速 302%/81%，当前股价 1.6HKD 对应 2024-2026 年 PE 92.2/22.9/12.7 倍，PS1.8/1.6/1.3 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● SaaS 大客化驱动收入增长，未来随组织优化及人效提升有望实现盈利

从行业看，微信小商店挤占市场，电商 SaaS 产品趋于同质；零售 SaaS 市场空间广阔，产品研发和切入点各异。从商业模式看，SaaS 业务增收关键在于改变品牌/中小商家结构及产品 AOV 提振 ARPU 值，同事通过提升新客渗透率、老客复购率拉动付费商家增长；盈利的核心则在于尽快使获客成本被订阅费弥补及人效快速提升。微盟 SaaS 核心战略智慧零售大客化带动 ARPU 确定性增长，供给侧拓展产品矩阵吸引用户的复购和增购，需求侧从头部客户转向腰部客户，挖掘更大的市场增量。凭借先发和资金优势稳固产品力，并通过腾讯渠道和 BD 直销，实现“超级大客—KA 客户—腰部客户”的获客机制。

● 广告业务受益宏观复苏及视频号增量，与 SaaS 业务形成协同效应

微盟是腾讯社交广告核心代理商，受益宏观复苏及视频号增量，2023 年公司商业解决方案毛收入同比增长 44.5%。收入同比增长 60.5%，未来公司有望持续受益视频号红利。精准营销和 SaaS 业务的部分客户存在重合从而具备协同效应，公司同时积极扩展快手、小红书等渠道。

● 风险提示：宏观经济增长放缓、竞争加剧、SaaS 业务亏损收窄不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,839	2,228	2,513	2,946	3,387
YOY(%)	(6.5)	21.1	12.8	17.2	15.0
经调整净利润(百万元)	(1,457)	(388)	50	199	361
YOY(%)	(357.4)	(73.4)	(112.8)	301.8	81.1
毛利率(%)	59.3	66.6	67.7	68.2	68.7
净利率(%)	(79.2)	(17.4)	2.0	6.8	10.6
ROE(%)	(65.0)	(13.7)	1.9	7.8	14.1
EPS(摊薄/元)	-0.6	-0.1	0.02	0.07	0.13
P/E(倍)	-3.1	-11.8	92.2	22.9	12.7
P/S(倍)	2.5	2.1	1.8	1.6	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所（2024 年 5 月 27 日，1HKD=0.9277RMB）

目 录

1、 微盟集团：私域零售 SaaS 龙头及精准营销服务提供商.....	4
1.1、 概览：私域零售 SaaS 龙头及精准营销服务提供商.....	4
1.2、 发展历程：广告业务多平台拓展，SaaS 回归零售及聚焦大客户.....	6
1.3、 背靠腾讯受益微信生态红利，高管团队经验丰富.....	7
2、 行业：私域电商 SaaS 同质化竞争，零售 SaaS 空间广阔.....	8
2.1、 私域电商 SaaS 产品力趋同，微信小商店挤占市场空间.....	9
2.2、 智慧零售市场规模持续扩大，零售 SaaS 空间广阔.....	11
3、 核心竞争力：SaaS 产品矩阵丰富，精准营销形成协同效应.....	11
4、 未来：SaaS 大客化下有望实现盈利，广告受益视频号红利.....	13
4.1、 订阅解决方案：大客户驱动 ARPU 提升，SaaS 业务有望实现盈利.....	13
4.2、 商家解决方案：受益视频号增量，与 SaaS 业务形成协同效应.....	16
5、 盈利预测与投资建议.....	17
5.1、 盈利预测.....	17
5.2、 估值与投资建议.....	18
6、 风险提示.....	19
附：财务预测摘要.....	20

图表目录

图 1： 2023 年公司收入同比增长 21.1%.....	4
图 2： 2023 年公司经调整净亏损同比收窄 73.4%.....	4
图 3： 微盟主营业务包括订阅解决方案和商家解决方案.....	5
图 4： 订阅解决方案按年订阅制形式收费.....	5
图 5： 商家解决方案提供广告代理和代运营服务.....	5
图 6： 微盟是国内私域零售 SaaS 龙头.....	6
图 7： 微盟收入结构转向由订阅解决方案及商家解决方案支撑.....	6
图 8： 腾讯持股 8.1%.....	7
图 9： 国内企业级 SaaS 行业增速逐渐放缓.....	8
图 10： 2021 年零售电商行业 SaaS 在国内行业垂直型 SaaS 市场占比 36%.....	9
图 11： 社交电商渗透率快速增长.....	9
图 12： 微信小程序 GMV 增长显著.....	9
图 13： 国内智慧零售市场规模持续扩大.....	11
图 14： 零售 SaaS 助力线下门店降本增效.....	11
图 15： 微盟提供全景全链路的 SaaS 产品.....	12
图 16： WOS 系统保持领先.....	12
图 17： 订阅解决方案收入=付费商户数*ARPU.....	13
图 18： 2023 年微盟订阅解决方案收入同比增长 4.5%.....	14
图 19： 2023 年公司订阅解决方案付费用户 9.63 万个.....	14
图 20： 2023 年订阅解决方案商户流失率小幅上升.....	14
图 21： 智慧零售收入占比稳步提升.....	15
图 22： 智慧零售品牌商户数持续增长.....	15
图 23： 大客化战略下订阅解决方案 ARPU 值持续提升.....	15

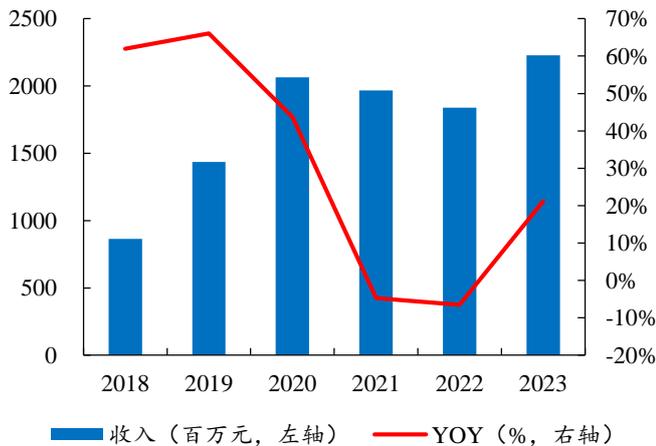
图 24: 2021 年以来公司人效逐步提升	16
图 25: 2023 年商家解决方案业务受益需求复苏及渠道增量 take rate 同比提升	16
图 26: 2023 年商家解决方案付费商户数同比增长 24.2%	17
图 27: 2023 年单商户平均开支 21.6 万元	17
表 1: 管理团队互联网从业经验丰富	7
表 2: 中心化台上流量红利殆尽, 私域电商崛起.....	10
表 3: 电商 SaaS 产品主要包括公域、私域及 ERP SaaS.....	10
表 4: 私域电商 SaaS 产品趋于同质化, 竞争激烈.....	11
表 5: 我们预计微盟 2024 年实现经调整净利润扭亏为盈.....	18
表 6: 微盟可比公司估值一览	19

1、微盟集团：私域零售 SaaS 龙头及精准营销服务提供商

1.1、概览：私域零售 SaaS 龙头及精准营销服务提供商

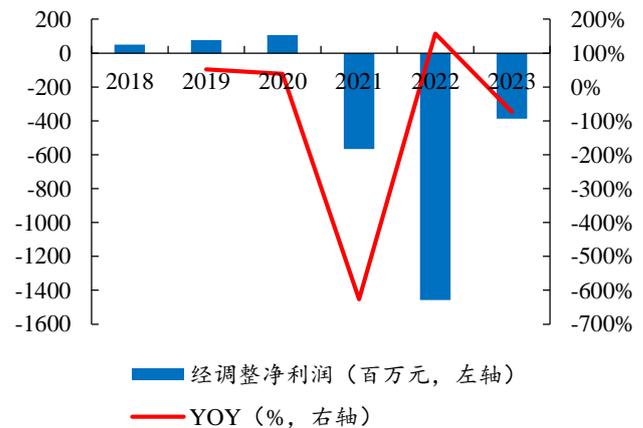
微盟集团是国内零售&电商 SaaS 龙头和精准营销服务提供商，以 SaaS 服务起家，以广告投放起量，由 SaaS、营销、代运营业务分阶段支撑营收高增长。微盟凭借多元的服务模式、丰富的产品矩阵，增强公司的业绩韧性和变现渠道。2023 年公司收入 22.3 亿元，同比增长 21.1%；经调整净亏损 3.9 亿元，同比收窄 73.4%。

图1：2023 年公司收入同比增长 21.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2023 年公司经调整净亏损同比收窄 73.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司当前业务划分为订阅解决方案和商家解决方案。(1) 订阅解决方案，包括 SaaS 产品及微盟云平台，SaaS 产品分为商业云、营销云、销售云，其中商业云覆盖零售、电商、商超、生鲜、餐饮、酒旅、美业等多个业务板块，基于国内经验向海外展业，赋能用户线上线下的数字化运营。微盟云平台由 WOS、PaaS 平台及 WAI 组成，整合店面、产品、交易、支付、营销、会员、物流等业务能力和底层融通，搭载容器、数据库存储等一系列基础设施工具，给予商户自定义构建应用程序的自由度。(2) 商家解决方案：上游对接丰富优势媒体资源提供广告代理，微盟通过 DMP 等数据工具为商户运营提效，并提供专业化的代运营服务。2023 年公司订阅解决方案收入 13.49 亿元，同比增长 4.5%；商家解决方案收入 8.78 亿元，同比增长 60.5%。

图3：微盟主营业务包括订阅解决方案和商家解决方案

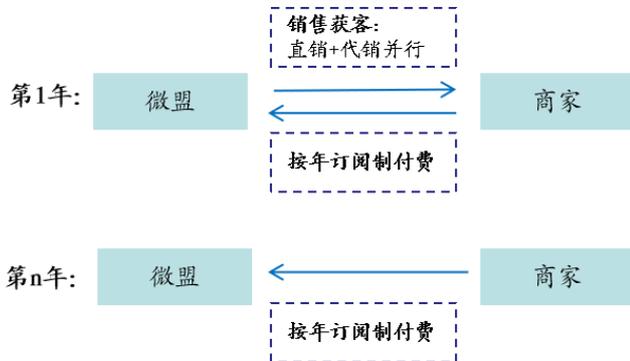


资料来源：微盟官网

订阅解决方案 (SaaS)： 按年订阅制形式收费，销售模式“代销+直销”并行，对“小客、中大客、头部客户”差异化覆盖，其中微商城和企微助手重点对接小客，智慧零售、智慧餐饮、云业务核心对标大客，战略规划为先树立头部客户的标杆案例，再全面推广向庞大的中大客。

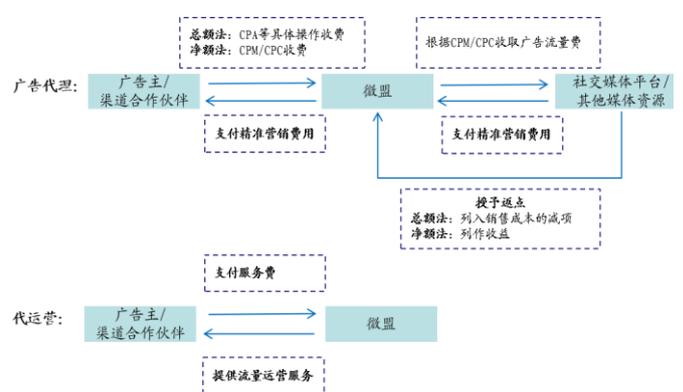
商家解决方案 (运营服务+精准营销)： 通过多渠道广告代理+代运营展业，广告服务按照返点制计费。2021 年微盟提出全链路智慧增长解决方案 TSO，意为“SaaS（软件）+Traffic（流量）+Operation（运营）”，即在抖音、小红书、百度、知乎、今日头条等优质媒体源上，帮助客户抓取公域流量，并协助客户进行私域运营，借助 SaaS 工具实现私域电商的高效变现，同时通过运营的方式实现用户的私域留存和复购转化。

图4：订阅解决方案按年订阅制形式收费



资料来源：微盟招股书、开源证券研究所

图5：商家解决方案提供广告代理和代运营服务

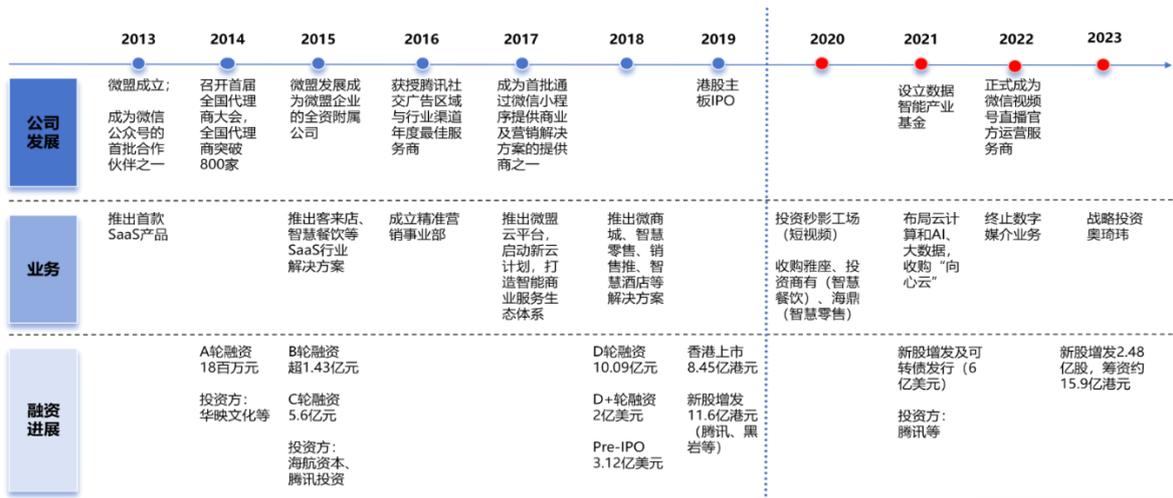


资料来源：微盟招股书、开源证券研究所

1.2、发展历程：广告业务多平台拓展，SaaS 回归零售及聚焦大客户

公司成立于 2013 年，2019 年在中国香港主板上市，早期公司背靠微信生态，成为小程序首批服务商；中期将业务延伸至精准营销，成为广告投放代理商，投放生态以腾讯系为主；2020 年经济环境承压、买量成本高增，腾讯自建“小商店”导致小客额外购买 SaaS 服务的动力下行，微盟调整为“大客化、生态化、国际化”战略，业务重心转向零售 SaaS 大客化。

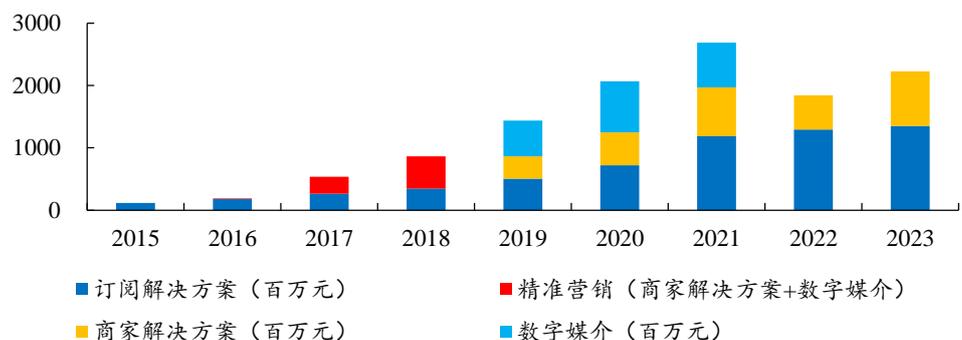
图6：微盟是国内私域零售 SaaS 龙头



资料来源：微盟官网、IT 桔子、开源证券研究所

- **阶段 1 (2013-2019 年)：小程序奠定基本盘，广告代理快速放量。**微盟创设于 2013 年，早期借助渠道优势和 SaaS 产品率先打开中小企业的私域小程序市场；2016 年，公司紧随“流量”时代发展广告营销业务，2018 年精准营销收入占比快速提升至接近 60%，成为营收增长的重要引擎；2019 年，公司在中国香港主板上市。
- **阶段 2 (2020 年-至今)：业务架构重调，聚焦重回 SaaS 业务。**公司于 2020 年将精准营销及运营业务调整为“商家解决方案”，推出代运营服务，通过“TSO”加重服务模式、增强自身竞争力。而随着买量成本趋高、流量市场竞争激烈，2022 年公司将数字媒介业务精简，同口径营业收入微降 6.5%，订阅解决方案接棒发力，聚焦回归零售 SaaS。

图7：微盟收入结构转向由订阅解决方案及商家解决方案支撑

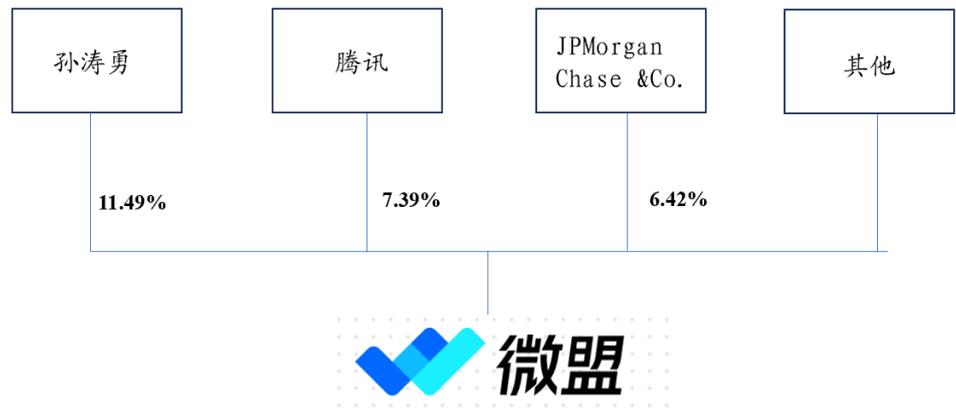


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、背靠腾讯受益微信生态红利，高管团队经验丰富

腾讯为第二大股东。孙涛勇持股比例 11.49%。腾讯持股 7.39%。由于背靠腾讯，微盟作为腾讯社交广告第一服务商，对产业变革具备较强的把控力，紧跟公众号、小程序、云业务、视频号等风口，多次成为腾讯首批合作伙伴。

图8：腾讯持股 8.1%



资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：数据截至 2023 年 12 月 31 日）

管理层各司其职，孙涛勇执掌智慧零售和 TSO 核心业务。公司多位执行董事及高管团队出身互联网头部公司，在营销推广、技术、零售、企业服务上经验丰富。

表1：管理团队互联网从业经验丰富

姓名	职务	简介
孙涛勇	董事会主席、执行董事、CEO	创始人，主要负责制订本集团的业务规划、策略及其他重大决策，以及本集团的整体管理。曾任职于百度商务搜索部，主要面向微信公众账号提供营销推广服务。
游凤椿	执行董事、总裁、智慧营销事业群总裁	联合创始人，小鲸喜创始人，主要负责精准营销业务的整体规划及营运，具有丰富的战略投资和营销实战管理经验。曾任上海万度集团副总裁，1 年时间带领微盟盟聚以出色的业绩荣获腾讯社交广告区域及行业渠道 2016 年度最佳服务商。
方桐舒	执行董事、智慧商业事业群总裁	联合创始人，现任本公司执行董事兼智慧商业事业群总裁，主要负责软件业务的整体营运及管理，10 年的互联网营销经验及 7 年的营销管理经验。曾任上海火速谷歌事业部及 IMO 上海总部营销总监职务。
黄骏伟	执行董事、CTO	主要负责整体技术策略、产品研发及技术平台的设立，在软件产品研发方面拥有逾 10 年经验，在互联网应用、大数据分析和处理等方面经验丰富。曾任谷歌和英特尔资深研发工程师，曾为百度商业部门系统架构师和技术负责人。
曹懿	CFO，公司秘书	主要负责本集团的整体财务管理、财务事宜及策略发展，在财务管理及会计行业拥有 15 年经验。曾任通用电气（中国）高级财务总监、毕马威华振会计师事务所审计经理等职。
费雷鸣	CHO	主要负责人力资源的规划及运作，14 年互联网行业人力资源管理经验，专注战略与组织、组织与人的链接。曾任职于阿里巴巴 7 年，先后出任红星美凯龙、好屋中国、百联集团互联网板块人力资源负责人。
尹世明	COO	拥有 20 多年管理软件、咨询、人工智能和云计算等领域的经验，推动企业和行业通过信息

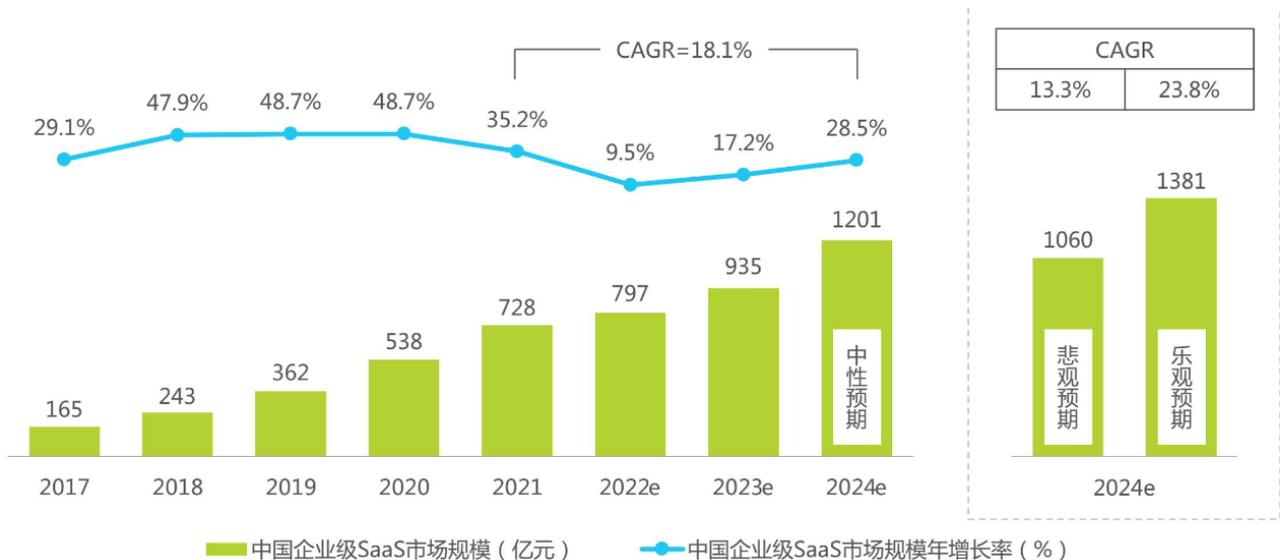
姓名	职务	简介
郭骏弦	微盟企服集团 CEO	技术实现管理变革和业务创新的蜕变。 曾就职于宝洁、SAP、苹果、百度等公司，曾任百度副总裁、百度智能云事业群总经理。 2021 年加入微盟，主要负责微盟企服集团的业务运营管理。加入微盟前，曾就职于 Google、Facebook、腾讯等公司，并深度参与互联网行业的发展，拥有丰富的商业经营与营销管理经验，持续聚焦技术驱动企业业务转型升级

资料来源：微盟官网、开源证券研究所

2、行业：私域电商 SaaS 同质化竞争，零售 SaaS 空间广阔

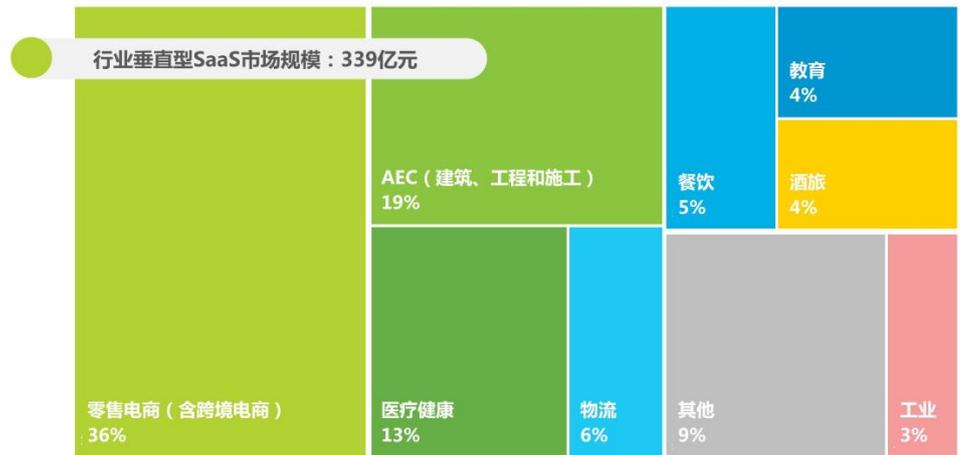
国内企业级 SaaS 市场受宏观经济下行压力波及，行业增速逐渐放缓。从整体规模看，根据艾瑞咨询测算，2021 年中国企业级 SaaS 市场规模达到 728 亿元，同比增速由 2020 年的 48.7% 下降到 35.2%，2022 年 SaaS 行业增速首次下探到至 10% 以下。从细分场景看，2021 年国内业务垂直型 SaaS 市场规模为 389 亿元，同比增速 33.2%；行业垂直型 SaaS 市场规模为 339 亿元，同比增长 37.6%，其中微商城、电商 ERP 等产品稳定增长，零售电商领域 SaaS 市场规模占比为 36%。

图9：国内企业级 SaaS 行业增速逐渐放缓



资料来源：艾瑞咨询

图10：2021年零售电商行业SaaS在国内行业垂直型SaaS市场占比36%

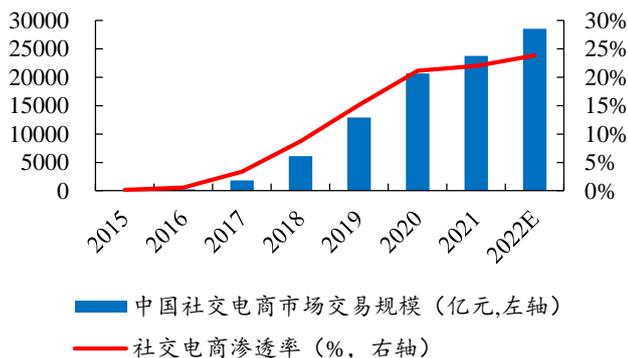


资料来源：艾瑞咨询

2.1、私域电商 SaaS 产品力趋同，微信小商店挤占市场空间

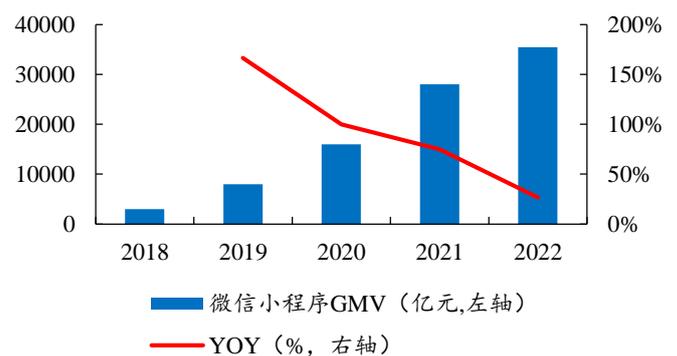
私域电商渗透率持续提升，小程序作为主要阵地增速显著。据艾媒咨询及国家统计局数据，2022年60.2%的中国消费者选择从社交电商平台进行购买，快速逼近传统综合电商平台（89.7%），中国社交电商市场交易规模相对实物商品网上零售额的渗透率达到24%，趋势持续向好。此外，由于APP推广成本较高，小程序成为品牌沉淀私域的绝佳阵地，根据微信公开课及腾讯财报数据，2022年小程序交易额突破30000亿+，除京东、拼多多、美团等平台小程序贡献的交易额外，商家自营的私域成交额提升显著。

图11：社交电商渗透率快速增长



数据来源：艾媒咨询、国家统计局、开源证券研究所

图12：微信小程序 GMV 增长显著



数据来源：微信公开课、阿拉丁研究院、开源证券研究所

表2：中心化台上流量红利殆尽，私域电商崛起

	中心化电商（公域）	去中心化电商（私域）
特征	商家入驻中心化平台，用户靠搜索、推荐来购买	商家通过自身的运营引流（公众号营销、直播引流、个人微信号营销等），实现去中心化品牌直营
用户归属	平台	商家
用户触达	间接，触达场景单一	直接，触达场景多样
商业模式	佣金抽成；营销费用	支付运营工具的软件订阅费用
运营成本	高，为获取流量持续付费	低，一次获客，反复触达，有机会创造现象级的销售增长
转化率	低	高
忠诚度	低	高
客户长期价值	低	高
线上线下关联	较为对抗和割裂	协同关系更紧密

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

私域电商 SaaS 为商家搭建“获客-营销-数据分析-会员及分享”闭环，辅助商家进行增量拉新、潜量转化、存量运营，其中微盟、有赞为私域电商 SaaS 龙头企业。头部客户对精细化运营要求较高，客单价较高，但部分客户具备自建能力。长尾中小客户潜力较大，根据微信公开课数据，2021 年有交易的小程序同比增长 28%，其中 90% 的增长来自中小商家。2020 年 7 月微信小商店免费开放，产品功能与微盟、有赞的重合度极高，中小商家的付费意愿显著下降，行业空间大幅收窄。

表3：电商 SaaS 产品主要包括公域、私域及 ERP SaaS

	公域电商 SaaS	私域电商 SaaS	电商 ERP SaaS
产品单价	10-1000 元/月	1-2 万/年	5-10 万/年
销售模式	线上/服务市场为主	线下为主	线下为主
发展路径	工具型/应用型	平台型	中台型
代表企业	光云科技	有赞、微盟、魔筷	聚水潭、旺店通
详情	提供商品管理和订单管理等工具型产品，但不能跨平台使用	为各类商家提供品牌直营模式的基建，通过小程序等形式直接触达客户完成交易	为商家提供线上/线下的店铺管理、仓储管理、供应链管理等服务

资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

私域电商 SaaS 产品趋同，微信小商店挤占市场空间，微盟依靠销售渠道维持地位。早期私域电商 SaaS 市场竞争者较少，产品力和销售力是核心竞争力，微盟依靠与腾讯生态的强绑定和完善的销售渠道奠定市场地位；中期，部分品牌商家选择自建，私域电商 SaaS 逐渐变为小客业务，随着小程序等 DTC 基建行业门槛降低、产品趋同，客户的粘性降低，市场格局趋于分散；现阶段，微信小商店免费开放，进一步挤占小客市场。

表4：私域电商 SaaS 产品趋于同质化，竞争激烈

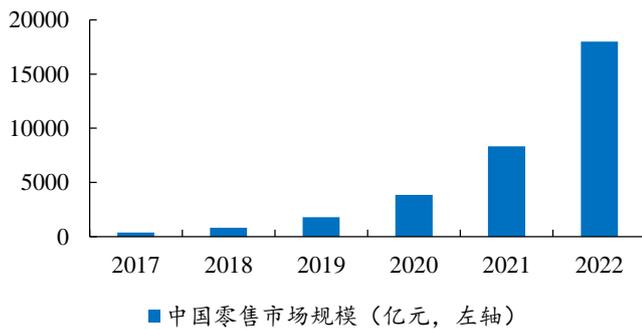
	微盟	有赞	商家自建	微信小商店
	具备完整解决方案，包括线上开店、多种营销工具、SCRM 工具及数据分析；	聚焦中小规模电商、微信公众号、KOL 及线下品牌商户；	用户数据、技术能力等完全自有；	为商家提供商品信息发布、商品交易、小程序直播等基础功能
产品功能	依靠强大的技术及多功能服务支持，增加顾客流量及忠诚度； 功能和价格相似，电商 SaaS 基础业态面临同质化竞争较为激烈	覆盖 150 个垂直行业，店铺模板充分考虑不同行业的特殊需求	投入成本（运营成本、试错成本）较高； 经验不足	免费，可快速生成卖货小程序 标准化，无定制能力
客户结构	包括时装、食品、美妆、数码产品、家电及图书等行业	百货商超、酒店旅游、娱乐票务、教育培训、鲜花、轻食等周期性销售行业； 新媒体电商	具备自建能力的大型商家为主	中小商家为主

资料来源：微盟官网、有赞官网、微信小商店产品、开源证券研究所

2.2、智慧零售市场规模持续扩大，零售 SaaS 空间广阔

智慧零售市场规模持续扩大，线下零售加速线上转型。根据中商产业研究院预测，2020-2022 年中国智慧零售市场规模由 3870 亿元增长至 1.8 万亿元，CAGR 达 116%。零售门店实际营收=流量×转化率×复购率×平均客单价。目前线下获客存在三大典型痛点：门店流量匮乏、流量转化率低、用户复购率低。智慧零售为线下商户生成小程序、公众号、H5 等多端线上店铺，通过提供流量导入、智慧导购、售后服务等功能，解决线下获客痛点。

图13：国内智慧零售市场规模持续扩大



数据来源：微盟研究院、开源证券研究所

图14：零售 SaaS 助力线下门店降本增效



资料来源：微盟研究院、开源证券研究所

3、核心竞争力：SaaS 产品矩阵丰富，精准营销形成协同效应

SaaS 产品力是核心竞争力，SaaS 客户决策原因在于产品丰富度、数据一致性和行业 Know-How。(1) 产品丰富度：零售企业有购买前中后台产品的诉求，既需要提升复购留存；又需要通过精细化管理实现降本增效。因此，兼具前后台 SaaS 产品矩阵有效降低客户选择成本，并实现数据流的顺畅传导。(2) 数据一致性：智慧零

售客户分布在不同区域，经营店铺众多，对于端到端的数据一致性和运行稳定性有较高要求。(3) 行业 Know-How：由于智慧零售下游行业众多，行业特质和核心诉求各异，客户希望购买产品不局限于工具属性，更希望有相应的经营方法论辅助公司提效。

图15：微盟提供全景全链路的 SaaS 产品

产品	服务	
 微商城 全渠道全场景私域开店解决方案	 客来店 本地生活服务线上开店玩私域	 广告投放 连接海量优质流量
 企微助手 全链路私域增长解决方案	 智慧导购 导购数字化管理赋能解决方案	 整合营销 全链路数字营销整合服务
 WAI 释放全新生产力	 ShopExpress 跨境商城一站式建站平台	 私域运营 私域全方位运营服务
 视频号助手 微信视频号公私域增长方案	 互动营销 链接商家和用户的营销工具平台	 增长运营 多渠道一体化经营驱动增长
 OneCRM 多场景私域会员运营解决方案	 销氪 新一代智能CRM，全流程销售管理	 个性开发 定制开发及系统集成
 智营销 数智化赋能的智能运营平台	 微站 一站式装修建站解决方案	
 微盟数据 一站式数据可视化分析平台	 微盟表单 多场景数据收集助手	

资料来源：微盟官网

内增外购，产品为基。微盟对内投入较高研发成本，开发操作系统 WOS，形成与小厂商的差异化竞争；并率先接入大模型 WAI，探寻应用端新模式；对外并购更细分领域的创新厂商，补充横向产品线和纵向产业链，形成“通用+垂直”领域皆领先的竞争优势。

图16：WOS 系统保持领先



资料来源：微盟公众号（注：数据为 2023 年）

销售力和渠道力助推，飞轮效应开启。基于具备竞争力的产品矩阵，微盟一方面借助与腾讯智慧零售的密切合作，承接超级大客，打开知名度；另一方面具备较为完善的直销团队，每年稳定获取优势行业及新兴行业的 KA 客户，树立标杆案例，沉淀行业 Know-How，推出行业定制化产品，加速腰部客户对接速度，实现零售 SaaS 的增长飞轮。

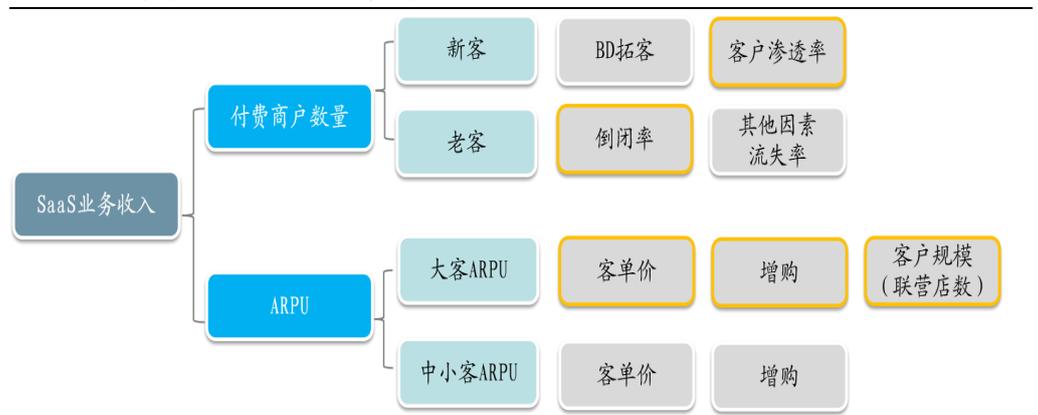
4、未来：SaaS 大客化下有望实现盈利，广告受益视频号红利

订阅解决方案 ARPU 稳步增长，商家解决方案收益经济复苏+视频号放量。订阅解决方案收入增长主要由 ARPU 值拉动，付费商户数维持在 10 万左右。宏观环境影响下中小商户关店造成流失率仍有一定递延影响，SaaS 零售大客战略驱动 ARPU 值稳步提升。商家解决方案方面，后疫情时代下消费、零售、健康等行业广告需求强劲复苏，渠道端视频号提供额外增量。

4.1、订阅解决方案：大客户驱动 ARPU 提升，SaaS 业务有望实现盈利

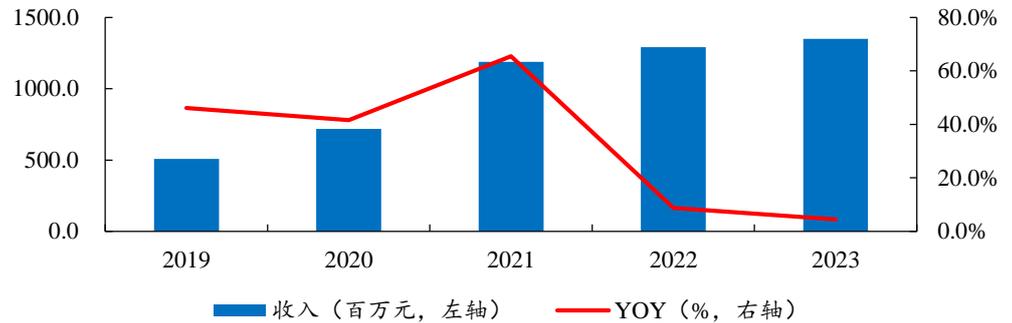
订阅解决方案收入=付费商家数×每用户平均收入（ARPU）。其中，（1）付费商家的核心驱动力是：新客渗透率、老客复购率；（2）ARPU 的核心影响因素是：品牌/中小商家结构、SaaS 产品 AOV、多产品连带购买。

图17：订阅解决方案收入=付费商户数*ARPU



资料来源：开源证券研究所

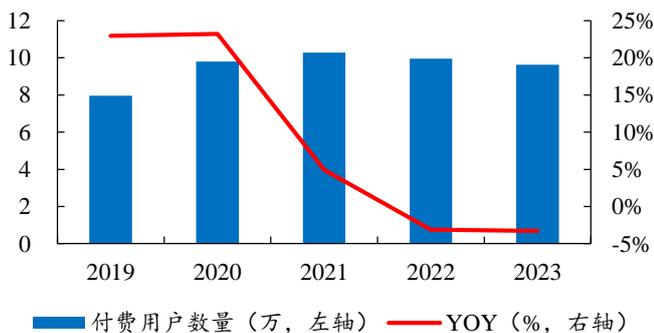
公司推行大客化战略下，2023 年订阅解决方案收入增长主要由老客增购复购支撑，消费弱复苏下流失率小幅上升。2023 年订阅解决方案收入同比增长 4.5%，付费商户数 9.63 万，同比减少 3.3%；付费商家流失率 26.8%，同比提升 0.8pct；ARPU 达到 1.4 万院，同比提升 8%。未来待宏观环境复苏新行业头部客户、优势行业腰部客户有望支撑收入增长。

图18：2023年微盟订阅解决方案收入同比增长4.5%


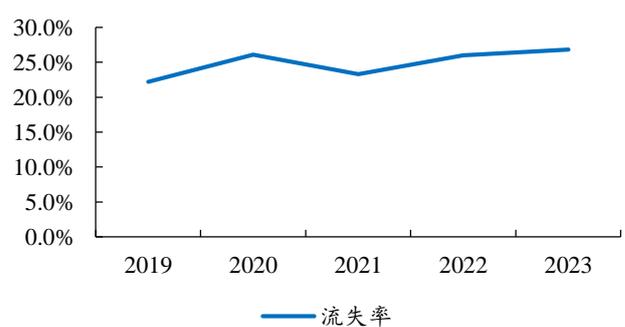
数据来源：公司公告、开源证券研究所

存量客户结构改善下留存率有望提升，增量客户主要来自新行业及腰部客户。

(1) 存量客户方面，品牌客户生命周期&合作周期较长，IT投入更加持续，心智建立后续签率高，流失率较低。2023年公司智慧零售（含海鼎）收入占订阅解决方案比例从2019年的9%提升至45%；品牌商家数从2019年的217个提升至2023年的1306个。(2) 增量客户方面，头部客户背靠腾讯快速拓展新行业，腰部客户待经济复苏。头部客户预算充足但诉求较为多样化，公司需结合定制化要求投入较多研发和人力进行开发部署。目前公司在美妆、家具家纺、时尚鞋服头部客户市占率已居高位，未来逐步拓展酒水、家具建材等新行业的大客户。头部客户获客上，公司依赖腾讯生态拓客，微盟作为初创公司声量较小，利用腾讯的品牌优势拓展超大客户。品牌商户前期拓客速度较快，未来随经济复苏，腰部客户需求有望逐渐释放。

图19：2023年公司订阅解决方案付费用户9.63万个


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：2023年订阅解决方案商户流失率小幅上升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21: 智慧零售收入占比稳步提升

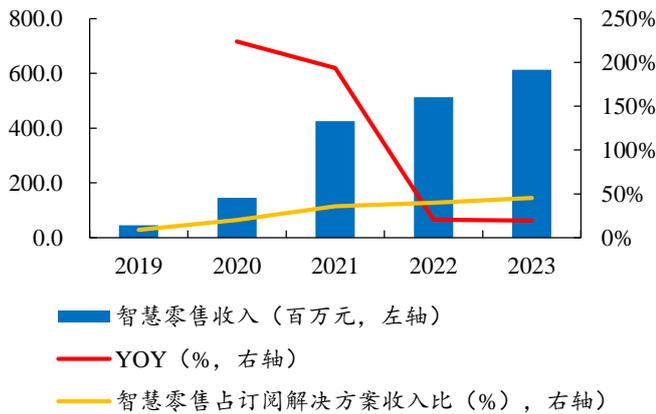
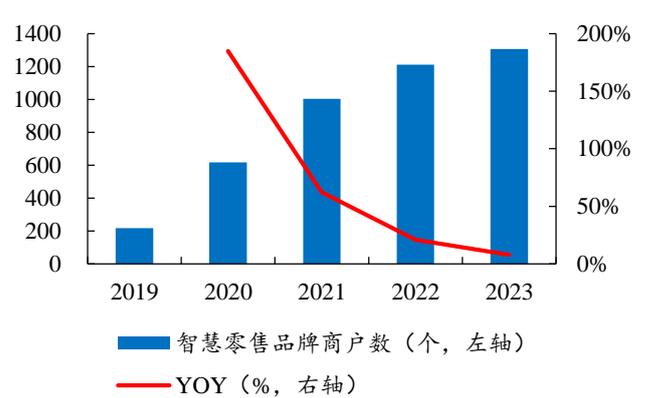


图22: 智慧零售品牌商户数持续增长

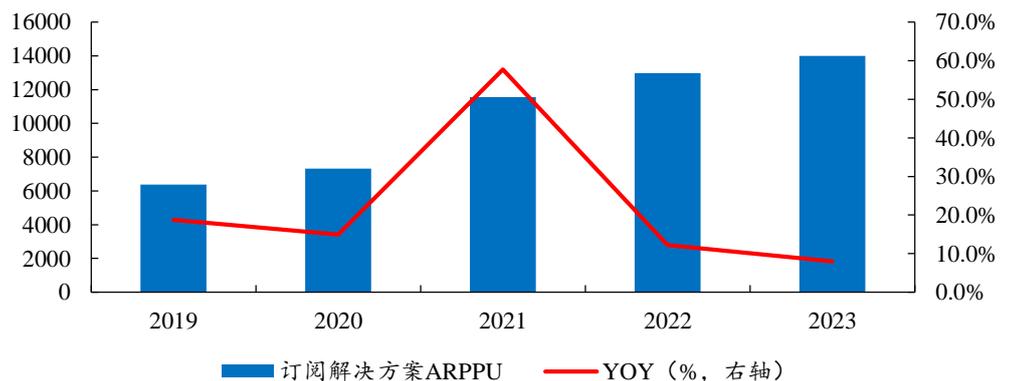


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

从 ARPU 上看, 复购增购及门店接入规模共同带动 ARPU 增长。(1) **增购提升 ARPU, 丰富产品能力提升 AOV**。品牌客户旗下业态多, SaaS 服务涉及到生产、销售、招标、交付、售后等多个环节, 因此业务模块多、服务标准高、存在部分定制化开发需求, 客单价显著高于中小客。未来大模型应用产品微盟 WAI 商业化有望打开增量空间。(2) **KA 客户巩固心智叠加区域试点成功, 零售 SaaS 门店接入率提升客单价**。由于智慧零售产品的收费模式是一定数量内的店家收取基本价, 每增加一家门店需额外付费。因此, 随着疫情催化零售向线上转型, 用户心智趋于稳固, 大型客户增多, KA 客户接入零售 SaaS 往往采取局部试点的模式, 运营一段时间见效后大规模部署落地, 此前接洽的 KA 客户的实际商家数具备一定的滞后性和爆发性, 为 ARPU 带来额外增量。

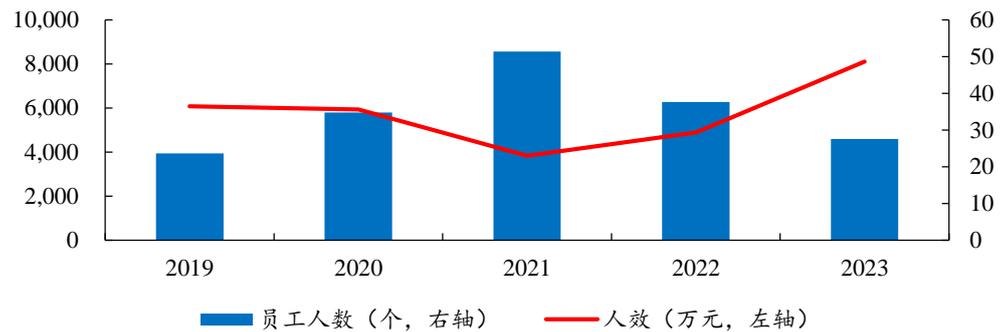
图23: 大客化战略下订阅解决方案 ARPU 值持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

利润端, SaaS 业务盈利的核心在于获客成本被订阅费弥补以及人效提升。(1) 获客成本方面, 获客成本难降, 大客业务具备延长续签年数、提升年订阅费潜质下 LTV/CAC 有望显著提升。SaaS 竞争激烈, 直销在抢夺市场份额时更具优势; 零售 SaaS 开拓初期 KA 客户服务对接也需要销售人员维持, 但**大客化有望带来投资回报率即 LTV/CAC 明显提升**。LTV 方面, 由于头部商家生命周期较长, 不易自然消亡,

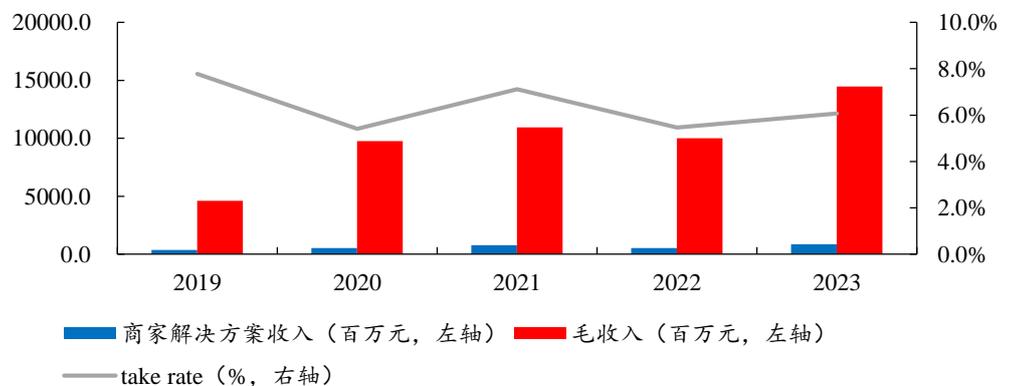
续签率高，改善客户结构降低流失率，驱动 LTV 加速上行。CAC 方面，随销售战略调整，分销渠道贡献的收入占比有望降低。(2) 人效方面，研发/营销人员控制叠加收入放量，人效进入稳步增长期。由于 SaaS 行业的本质是边际成本递减，质地优秀的 SaaS 公司在后期运营成本占比会显著降低，因此人效是衡量的核心指标。2021-2022 年微盟因疫情影响收入增速有所放缓，并且 2021 年起研发 WOS 招聘大量技术人员，带动人效显著下滑。2022 年 WOS 顺利发布后，2023 年人员压力逐步释放，后续趋于稳定，且产品力的奠基催动收入快速增长，预计人效将进入稳步增长期。

图24：2021 年以来公司人效逐步提升


资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、商家解决方案：受益视频号增量，与 SaaS 业务形成协同效应

商家解决方案收入=商家数量×单个商家消耗额/GMV×返点差。其中商家数量和消耗金额/GMV 通过增加投放广告渠道和服务商资质扩展，t 返点差通过拓展增值服务（营销、支付、物流等）或行业竞争格局改善提升。2023 年公司商家解决方案收入 8.78 亿元，同比增长 60.5%；广告毛收入约 144.66 亿元，同比增长 44.5%；付费商户数量 66905 名，同比增长 24.2%；单付费商户平均开支 21.6 万元，同比增长 16.3%。

图25：2023 年商家解决方案业务受益需求复苏及渠道增量 take rate 同比提升


数据来源：公司公告、开源证券研究所

广告投流供需侧压力减轻，短期受益需求恢复及视频号渠道增量。广告业务作

为供需两侧的中间商，供给侧受广告政策和广告加载率导致的库存总量限制；需求侧受消费水平和行业景气度影响。(1) 国内：腾讯社交广告核心代理商，扩充快手、抖音、小红书资源。2023 年微盟营销在腾讯/快手/小红书内消耗分别同比增长 63%/259%/164%。(2) 海外：微盟营销是 Apple Ads、Google Ads 等官方认证合作伙伴。2023 年微盟出海广告消耗同比增长 11.5%，客户续约率达 60.2%。

图26：2023 年商家解决方案付费商户数同比增长 24.2%

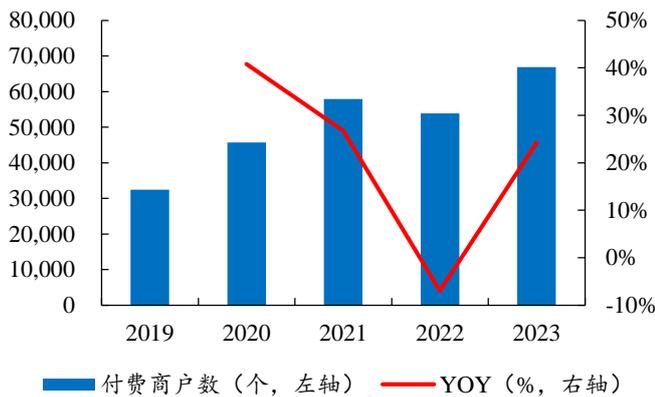
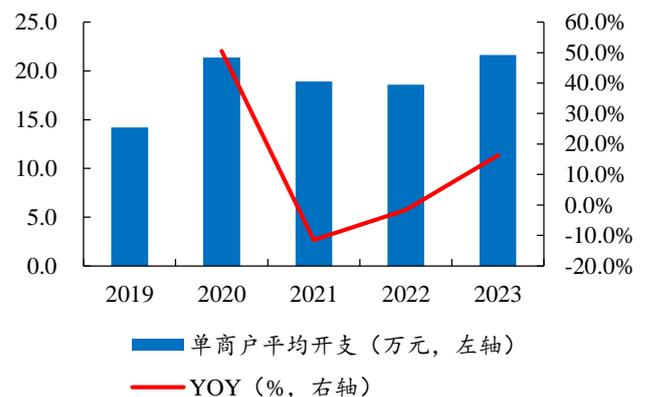


图27：2023 年单商户平均开支 21.6 万元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

广告业务为 SaaS 业务导入流量，SaaS+精准营销形成协同效应。精准营销和 SaaS 业务的部分客户有重合，商业增长类 SaaS 产品在业务垂直型赛道占比较高，客户既有流量获取的诉求、也有客户精细化运营和门店精细化管理的诉求。因此，精准营销业务从公域流量池中抓取流量作为私域运营的起点，再经由相关人员和 SaaS 工具私域经营，营销行业与 SaaS 行业具备协同发展的潜力。

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

收入端：我们预计 2024-2026 年公司收入为 25.1/29.5/33.9 亿元，对应同比增速 12.8%/17.2%/15.0%。(1) 订阅解决方案：预计 2024-2026 年收入 14.5/16.9/19.3 亿元，对应同比增速 7.8/16.0/14.3%。付费商户数方面，我们预计 2024-2026 年付费商户数同比增加 1.7%/5.4%/6.8%，其中电商 SaaS 受到同质化竞争、宏观环境影响下中小商户付费能力以及公司战略调整影响，零售 SaaS KA 客户数量预计随宏观复苏稳健增长，未来微商城战略调整及宏观环境复苏有望带来客户数增长。ARPU 方面，短期微商城战略调整及宏观环境影响企业 IT 预算收紧，但零售 SaaS 客户收入占比持续提升，我们预计 2024-2026 年 ARPU 值同比增长 6.0%/10.0%/7.0%。(2) 商家解决方案：我们预计 2024-2026 年收入为 10.6/12.6/14.6 亿元，对应同比增速 20.6%/18.9%/15.8%。毛收入方面，公司作为腾讯广告服务商抢先在视频号中占据较高份额，并加速在快手、小红书的流量投放，假设公司在 2024-2026 年毛收入同比提升 20.0%/17.0%/14.0%，短期考虑到现金流压力，返点差或保持稳定，中长期随宏观环境复苏，广告代理商格局趋于稳定，返点差有望稳步提升。

成本及费用端：(1) 毛利率，我们预计 2023-2025 年整体毛利率稳步上行，分别为 67.7%/68.2%/68.7%。其中订阅解决方案持续组织优化、商家解决方案因市场环境竞争激烈导致的扣点下行因素逐渐消退，毛利较低的 TSO 服务、运营服务、技术解决方案占比趋于稳定。(2) 费用端，随着公司营销渠道建设完全及人数优化效应逐步释放，预计费用率将显著优化，我们预计 2024-2026 年公司销售费用率为 53.9%/49.1%/45.7%，研发费用率为 15.0%/13.6%/12.5%，管理费用率 12.0%/11.0%/10.0%。

利润端：综合以上假设，通过大客化销售效率提升促增收、战略聚焦精简业务以降本，2024-2026 年收入增速回升，成本费用持续管控优化，我们预计公司 2024-2026 年经调整净利润为 0.5/2.0/3.6 亿元，2024 年有望扭亏为盈。

表5：我们预计微盟 2024 年实现经调整净利润扭亏为盈

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	1839.0	2227.7	2513.2	2945.9	3386.8
YOY (%)	-6.5%	21.1%	12.8%	17.2%	15.0%
订阅解决方案收入 (百万元)	1291.7	1349.4	1454.3	1686.7	1928.1
YOY (%)	8.7%	4.5%	7.8%	16.0%	14.3%
订阅用户数 (万)	9.96	9.63	9.80	10.33	11.03
YOY (%)	-3.1%	-3.3%	1.7%	5.4%	6.8%
ARPU (元)	12968	14007	14847	16332	17475
YOY (%)	12.2%	8.0%	6.0%	10.0%	7.0%
商户解决方案收入 (百万元)	547.3	878.3	1058.9	1259.2	1458.7
YOY (%)	-29.8%	60.5%	20.6%	18.9%	15.8%
毛收入 (百万元)	10010.5	14465.8	17359.0	20310.0	23153.4
YOY (%)	-8.6%	44.5%	20.0%	17.0%	14.0%
返点差 (%)	5.5%	6.1%	6.1%	6.2%	6.3%
毛利率 (%)	59.3%	66.6%	67.7%	68.2%	68.7%
管理费用率 (%)	22.7%	13.8%	12.0%	11.0%	10.0%
研发费用率 (%)	31.4%	18.2%	15.0%	13.6%	12.5%
销售费用率 (%)	89.0%	69.6%	53.9%	49.1%	45.7%
经调整净利润 (百万元)	-1,456.9	-388.0	49.6	199.1	360.7
净利率 (%)	-79.2%	-17.4%	2.0%	6.8%	10.6%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、估值与投资建议

考虑到公司主营业务分为订阅解决方案和商家解决方案，我们采取 SOTP 分部估值。基于业务模式的类似性，(1) 订阅解决方案方面，分别选取美股的 Shopify 和 Salesforce 以及港股的中国有赞作为可比公司；(2) 商家解决方案方面，选取分众传媒、蓝色光标作为可比公司。

订阅解决方案方面，微盟当前市值对应 2024-2026 年 PS1.8/1.6/1.3x，低于可比公司 PS 均值 5.8/5.0/4.4x，且低于中国有赞 2025-2026 年 PS1.7/1.6x，但公司在智慧零售 KA 业务及市场份额方面领先中国有赞。广告业务方面，公司作为腾讯广告核心服务商，持续受益微信视频号流量增长，2024 年 SaaS 业务仍有亏损，伴随 SaaS

业务扭亏为盈利润释放，2025、2026 年公司整体 PE22.9/12.7 倍低于可比公司 PE 均值。

短期 SaaS 业务仍然受到宏观环境影响，企业 IT 预算收紧，公司主动战略调整电商 SaaS 产品及销售策略，积极拓展智慧零售腰部客户，客户流失率短期或有同比上升，但 ARPU 有望稳健增长，叠加组织优化，人效持续提升。商家解决方案方面，公司作为腾讯广告核心服务商，有望持续受益视频号红利同时积极扩张其他渠道。我们预计公司 2024-2026 年收入为 25.1/29.5/33.9 亿元，对应同比增速 12.8%/17.2%/15.0%；调整后净利润 0.5/2.0/3.6 亿元，对应摊薄后 EPS0.02/0.07/0.13 元，2024 年扭亏为盈，2025-2026 年同比增速 302%/81%，当前股价 1.6HKD 对应 2024-2026 年 PE 92.2/22.9/12.7 倍，PS1.8/1.6/1.3 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表6：微盟可比公司估值一览

股票代码	公司简称	货币单位	市值 (亿)	总收入 (亿)			PS		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2013.HK	微盟集团	RMB	45	25.1	29.5	33.9	1.8	1.6	1.3
按业务划分：订阅解决方案 (PS)									
CRM.N	Salesforce	USD	2,642	380.1	419.7	469.9	7.0	6.3	5.6
SHOP.N	Shopify	USD	734	85.4	102.8	124.2	8.6	7.1	5.9
8083.HK	中国有赞	RMB	27	14.6	15.8	16.9	1.8	1.7	1.6
平均值							5.8	5.0	4.4
股票代码	公司简称	市值 (亿)	净利润 (元)			PE			
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
按业务划分：商家解决方案 (PE)									
300058.SZ	蓝色光标	RMB	151	3.7	5.2	6.4	40.8	29.0	23.6
002027.SZ	分众传媒	RMB	952	54.6	60.5	65.9	17.4	17.4	15.7
平均值							23.2	19.7	

数据来源：Bloomberg、Wind、开源证券研究所（注：市值截至 2024 年 5 月 27 日，Salesforce、Shopify、中国有赞盈利预测来自 Bloomberg 一致预期，蓝色光标、分众传媒盈利预测来自 Wind 一致预期；汇率 1HKD=0.9277RMB，1USD=7.2425RMB）

6、风险提示

宏观经济增长放缓：广告与经济增长呈正相关，经济增长放缓将导致广告主投放需求降低，对公司广告业务造成不利影响；SaaS 零售客户受消费态势影响，消费不景气下企业 IT 支出或不及预期。

竞争加剧：SaaS 业务面临同类产品或互联网平台竞争，客户扩展或不及预期。

SaaS 业务亏损收窄不及预期：若研发及销售投入扩张，可能导致 SaaS 亏损收窄进度不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,943	4,830	4,989	5,614	6,074
现金	1,710	1,667	2,045	2,241	2,450
应收账款	376	353	537	630	724
存货	-0	-0	-0	-0	-0
其他流动资产	2,856	2,810	2,407	2,743	2,900
非流动资产	3,028	3,038	3,155	2,935	2,533
固定资产及在建工程	151	274	169	146	131
无形资产及其他长期资产	2,877	2,764	2,986	2,789	2,402
资产总计	7,971	7,868	8,144	8,549	8,607
流动负债	3,749	4,400	4,883	5,361	5,438
短期借款	1,819	1,353	1,464	1,564	1,364
应付账款	1,426	1,435	1,730	2,057	2,383
其他流动负债	504	1,613	1,689	1,740	1,691
非流动负债	1,981	641	635	624	619
长期借款	538	38	38	38	38
其他非流动负债	1,443	604	597	587	581
负债合计	5,730	5,042	5,518	5,985	6,057
股本	6,867	9,526	9,759	9,855	9,840
储备	-0	(1,312)	(1,437)	(1,436)	(1,437)
归母所有者权益	(4,718)	(5,476)	(5,783)	(5,942)	(5,940)
少数股东权益	92	88	87	87	87
负债和股东权益总计	7,971	7,868	8,144	8,549	8,607

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(730)	(596)	600	424	740
税前利润	(1,919)	(761)	(309)	(159)	2
折旧和摊销	360	333	301	283	274
营运资本变动	1,194	1,194	429	106	253
其他	(365)	(1,361)	179	195	211
投资活动现金流	(1,482)	(289)	(285)	(306)	(320)
资本开支	(180)	(201)	(212)	(217)	-0
其他	(1,301)	(88)	(73)	(89)	(320)
融资活动现金流	67	822	63	79	(212)
股权融资	(113)	1,352	850	-0	-0
银行借款	1,074	(455)	100	100	(200)
其他	(894)	(76)	(887)	(21)	(12)
汇率变动对现金的影响	46	19	-0	-0	-0
现金净增加额	(2,145)	(63)	378	197	209
期末现金总额	1,710	1,667	2,045	2,241	2,450

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,839	2,228	2,513	2,946	3,387
营业成本	(748)	(744)	(812)	(936)	(1,060)
营业费用	(2,215)	(1,958)	(1,731)	(1,847)	(1,972)
管理费用	(417)	(308)	(302)	(324)	(339)
其他收入/费用	(308)	178	178	178	178
营业利润	(1,850)	(604)	(153)	17	194
净财务收入/费用	(150)	(117)	(161)	(174)	(181)
其他利润	10	(5)	(10)	(10)	(10)
除税前利润	(1,990)	(726)	(325)	(168)	2
所得税	(71)	(35)	(16)	(8)	0
少数股东损益	(91)	(3)	(1)	(1)	0
归母净利润	(1,828)	(758)	(308)	(159)	2
EBITDA	(1,252)	(188)	241	409	594
经调整净利润	(1,457)	(388)	50	199	361
EPS(元)	(0.59)	(0.15)	0.02	0.07	0.13

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	(6.5)	21.1	12.8	17.2	15.0
营业利润(%)	159.7	(67.3)	(74.6)	(110.9)	1061.4
归属于母公司净利润(%)	(357.4)	(73.4)	(112.8)	301.8	81.1
获利能力					
毛利率(%)	59.3	66.6	67.7	68.2	68.7
净利率(%)	(79.2)	(17.4)	2.0	6.8	10.6
ROE(%)	(65.0)	(13.7)	1.9	7.8	14.1
ROIC(%)	(18.3)	(4.9)	0.6	2.3	4.2
偿债能力					
资产负债率(%)	71.9	64.1	67.8	70.0	70.4
净负债比率(%)	28.9	(9.8)	(20.7)	(25.0)	(41.1)
流动比率	2.5	7.5	7.9	9.0	9.8
速动比率	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
应收账款周转率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
应付账款周转率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.6	-0.1	0.0	0.1	0.1
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
每股净资产(最新摊薄)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
估值比率					
P/E	-3.1	-11.8	92.2	22.9	12.7
P/B	4.1	3.3	3.5	3.6	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn