

## 内容目录

1. 公司基本情况：领先的云端商业及营销解决方案提供商和精准营销服务提供商 .....	4
1.1. 历史沿革：八年外延内拓，成就 SaaS 行业龙头 .....	4
1.2. 股权结构：腾讯及多个明星投资机构入股 .....	4
1.3. 高管履历丰富，核心管理层稳定 .....	5
1.4. 两大数字业务齐头并进，精准营销成绩瞩目 .....	6
2. 行业分析：中心化平台流量成本高企，SaaS 解决商家运营痛点 .....	7
2.1. 传统中心化电商平台流量成本日益高企，社交、内容等平台和线下新零售等新兴数字化商业生态则开始逐渐完善 .....	7
2.1.1. 商业基础设施逐渐外溢 .....	7
2.1.2. 社交、内容等平台和线下新零售等新兴数字化商业生态逐步完善 .....	8
2.2. 多种模式解决商家流量运营痛点，商业运营工具在其中异军突起 .....	12
3. SaaS 和精准营销双轮驱动：三大战略引领 SaaS 扩张，内生外延并举；精准营销稳步扩张 .....	15
3.1. 布局迎合大客化、生态化、国际化战略，细分行业市场空间广阔 .....	15
3.1.1. 持续布局 SaaS 业务，细分行业具备潜力 .....	15
3.1.2. 大客化、生态化、国际化战略持续推进 .....	17
3.2. 精准营销：媒体资源和客户资源广泛，叠加 ARPU 增长推动持续扩张 .....	18
3.3. 公司不断拓展覆盖行业，深化服务能力，抢占用户心智 .....	20
4. 财务分析：公司营收快速增长，经营情况呈现逐渐向好趋势 .....	23
5. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1：微盟历史沿革 .....	4
图 2：公司股权架构（截止 2020 年财报） .....	4
图 3：公司产品体系 .....	6
图 4：微信小程序 GMV 迅速增长 .....	8
图 5：新零售逻辑转变为以人为主 .....	8
图 6：品牌零售自营商城+社交平台 DTC 营销为私域经济下新零售模式 .....	9
图 7：微信电商生态 .....	9
图 8：抖音电商生态 .....	10
图 9：快手电商生态 .....	11
图 10：小红书电商生态形成 B2K2C 的良性闭环 .....	12
图 11：B 站电商生态 .....	12
图 12：阿里和京东获客成本（元） .....	13
图 13：2015-2017 微盟 SaaS 产品按销售渠道划分（百万） .....	14
图 14：商业运营工具从各环节赋能商家私域运营能力 .....	15
图 15：商家通过有赞解决方案产生的 GMV 增长迅速（十亿元） .....	15
图 16：2016-2025 零售 SaaS 行业规模（亿元） .....	16
图 17：智慧零售商户数及品牌商户数增长（家） .....	17



图 18: 智慧零售收入及客单价增长	17
图 19: 智慧餐饮收入及客单价增长	17
图 20: 微盟广告合作	18
图 21: 中国移动互联网广告市场规模 (亿元)	19
图 22: 中国效果广告市场规模 (亿元)	19
图 23: 微盟精准营销毛收入 (百万元)	19
图 24: 微盟新增广告主数量 (家)	19
图 25: 微盟精准营销广告主数量 (家)	19
图 26: 广告主平均付费支出 (ARPU) (元)	19
图 27: 中小企业微信第三方服务提供商收益 (百万) 及市场份额 (%)	20
图 28: 微盟与各平台的合作历史	20
图 29: 微盟多次并购覆盖行业, 整合资源提升营销能力	21
图 30: “腾盟计划” 赋能电商企业变现私域流量	21
图 31: “腾盟魔方” 赋能商家实现用户深度运营, 优化定向触达	22
图 32: 微盟智慧零售客户、大客户和智慧餐饮客户数量增长迅速 (家)	23
图 33: 微盟 SaaS 付费用户数量保持快速增长 (家)	23
图 34: 微盟客单价逐年增长 (元)	23
图 35: 微盟客户流失率呈下降趋势, 对比有赞具备优势	23
图 36: 公司营业收入保持较快速度增长	23
图 37: 公司净利润受非经常项目损益影响波动较大	23
图 38: 以 EBITDA 观察公司经营情况, 呈现逐步改善趋势	24
图 39: 公司经调整净利润情况向好	24
图 40: 公司 SaaS 产品、精准营销毛利率情况	24
图 41: 公司精准营销业务迅速增长, 超越 SaaS 产品成为最重要业务	24
图 42: 公司盈利能力逐步改善	25
图 43: 公司控费情况良好, 实现费率降低	25
图 44: 2015-2020 年公司经营现金流量净额 (亿元)	25
图 45: 2015-2020 年公司现金及现金等价物的期末余额 (亿元)	25
表 1: 腾讯增持股份时间表	5
表 2: 微盟主要董事介绍	5
表 3: 伴随着商业基础设施的逐步完善, 微信商业生态稳步构建	7
表 4: 抖音电商生态搭建过程	10
表 5: 快手电商生态搭建过程	10
表 6: 小红书电商生态搭建过程	11
表 7: 微盟近年融资状况	13
表 8: 三种解决方案对比	14
表 9: 微盟 SaaS 业务布局行业潜在规模	15
表 10: 微盟目前主要 SaaS 产品布局	15
表 11: 智慧餐厅和雅座会员的会员解决方案对比	16
表 12: 微盟智慧酒店小程序解决方案	17



## 1. 公司基本情况：领先的云端商业及营销解决方案提供商和精准营销服务提供商

### 1.1. 历史沿革：八年外延内拓，成就 SaaS 行业龙头

微盟目前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。纵观微盟发展历程，2013 年微盟成立，推出首款 SaaS 产品，成为微信公众号首批合作伙伴之一；2014 年微盟召开首届全国代理商大会，全国代理商突破 800 家；2015 年微盟推出客来店、智慧餐饮等 SaaS 垂直行业解决方案；2016 年成立精准营销事业部；2017 年推出微盟云平台，成为首批通过微信小程序提供商业及营销解决方案的提供商之一；2018 年推出微商城、智慧零售、销售推、智慧酒店等解决方案；2019 年香港主板上市，联合上海双创投资中心成立 10 亿产业基金；2020 年投资秒影工场，完善短视频布局，收购雅座、投资商有，完善智慧餐饮业务布局，收购海鼎，深化智慧零售布局；2021 年设立数据智能产业基金 布局云计算和 AI、大数据。

图 1：微盟历史沿革



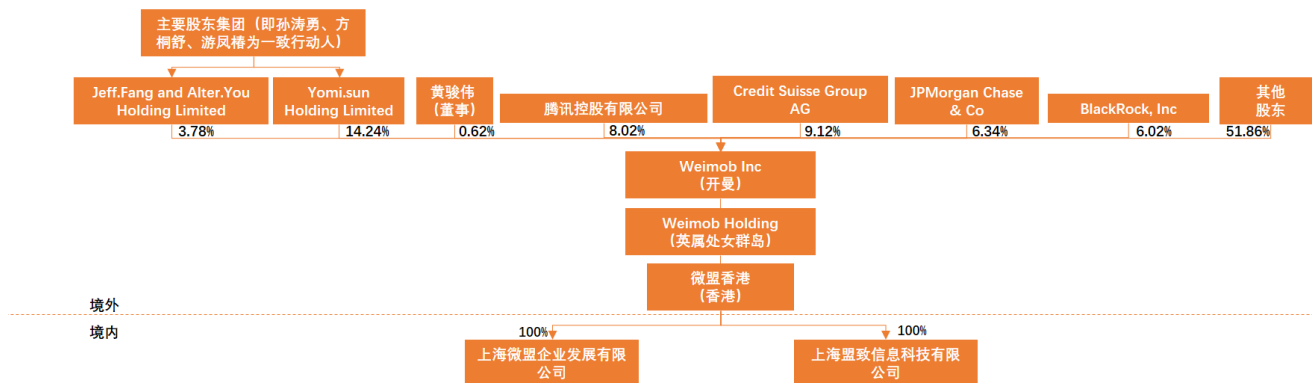
资料来源：微盟官网，天风证券研究所

### 1.2. 股权结构：腾讯及多个明星投资机构入股

**高管兼创始人联合持股，与腾讯保持深度合作。**截止 2020 年微盟年报，公司创始人兼 CEO 孙涛勇通过 Yomi.sun Holding Limited 持股 14.24%，并与两位联合创始人方桐舒、游凤椿作为一致行动人，间接持股合计 18.02%，是集团第一大股东。同时，作为微信生态下最大的第三方服务提供商，公司与腾讯保持深度合作关系，截止 2021 年 7 月 13 日腾讯通过 Tencent Mobility 和 THL H Limited 总计持有微盟 9.08% 的股份，其他主要股东包括：Credit Suisse Group AG 持股 8.9%，JPMorgan Chase & Co 持股 9.9%，BlackRock, Inc 持股 5.88%。

图 2：公司股权架构（截止 2020 年财报）





资料来源：同花顺 F10，天风证券研究所

表 1：腾讯增持股份时间表

日期	增持股份 (万股)	增持后比例
2019 年 4 月 2 日	9682	7.73%
2019 年 7 月 26 日	2540	8.99%
2021 年 5 月 25 日	2564.1	9.08%

资料来源：同花顺 F10，天风证券研究所

### 1.3. 高管履历丰富，核心管理层稳定

**高管履历丰富，核心管理层结构稳定。**以联合创始人为核心的领导层团体地位巩固。截止 2020 年 12 月 31 日，孙涛勇、方桐舒及游凤椿一致行动人持股 18.02%，黄骏伟持股 0.62%。公司高管经历丰富，伍秀薇于公司秘书领域拥有超过 14 年的经验，费雷鸣在人力资源及行政方面拥有逾 10 年经验曾负责多家公司人力资源管理，曹懿在财务管理及会计行业拥有 15 年经验曾先后在毕马威、通用等多家公司担任经理及总监，李绪富在证券行业具有 17 年的经验曾在多家证券公司担任总经理，孙明春有 20 年金融证券业从业经验曾在国家外汇管理局担任副处级干部、多家国内外证券公司担任主管。

表 2：微盟主要董事介绍

姓名	职务	主要履历
孙涛勇	董事会主席，执行董事，首席执行官	负责制订集团的业务规划、策略及其他重大决策，以及集团的整体管理。孙先生亦为第八届上海宝山区人大代表。孙先生于 2010 年 6 月自安庆师范大学取得教育技术学士学位，并于 2013 年 2 月自北京理工大学取得软件工程硕士学位。
游凤椿	执行董事，总裁，智慧营销事业群总裁	微盟集团的联合创始人，自 2015 年 12 月担任微盟发展高级副总裁，主要负责精准营销业务的整体规划及营运。自 2012 年 5 月至 2015 年 12 月，游先生担任上海复大医疗集团有限公司副总裁。游先生自 2015 年 11 月至 2016 年 3 月参加上海交通大学工商管理高级研修班。
方桐舒	执行董事，高级副总裁，智慧商业事业群总裁	微盟集团的联合创始人。方先生亦自 2014 年 9 月担任微盟发展高级副总裁。方先生主要负责软件业务的整体营运及管理。自 2006 年 3 月至 2007 年 3 月，方先生担任上海火速软件技术有限公司的销售总经理。自 2007 年 4 月至 2013 年 3 月，方先生担任上海火速网络科技有限公司销售及运营总经理。
黄骏伟	执行董事，首席技术官，微盟发展副总裁	自 2014 年 9 月担任微盟发展副总裁兼首席技术官。黄先生主要负责整体技术策略、产品研发及技术平台的设立。黄先生于软件产品研发方面拥有逾 10 年经验。黄先生于 2002 年 7 月自复旦大学取得计算机科学与技术学士学位，并于 2005 年 6 月自复旦大学取得计算机系统结构硕士学位。



唐伟	独立非执行董事	1975 年出生,中国国籍,无境外永久居留权。对外经济贸易大学国际工商管理学院硕士;2001 年至 2006 年,任中银国际证券有限责任公司助理副总裁; 2019 年至今,历任概伦有限及上海概伦电子股份有限公司副总裁、首席财务官、董事会秘书;现任上海概伦电子股份有限公司副总裁、首席财务官、董事会秘书。
孙明春	独立非执行董事	复旦大学经济学学士, 美国斯坦福大学管理科学与工程系博士, 有 20 年金融证券业从业经验。孙明春博士目前为中国金融 40 人论坛创始成员、中国香港中国金融协会副主席、复旦大学经济学院客座教授及上海高级金融学院 EMBA 课程客座教授。2013 年参与创立上海博道投资管理有限公司。于 2016 年 11 月获委任长城环亚控股有限公司独立非执行董事。孙明春博士, 于 2018 年 7 月获委任为微盟集团独立非执行董事。
李绪富	独立非执行董事	复旦大学经济学博士、经济学硕士, 上海外国语大学文学学士。2018 年 7 月 30 日获委任为微盟集团独立非执行董事。2009 年 1 月担任董事长。他在证券行业具有 17 年的经验, 专门从事中国公司的合并、收购、股票市场交易。他是公牛资本合伙企业的合伙人。他还在名人城市酒店管理有限公司(中国)担任非常务董事。
曹懿	首席财务官, 联席公司秘书	自 2016 年 8 月担任微盟发展的副总裁兼首席财务官。曹先生主要负责集团的整体财务管理、财务事宜及策略发展。彼在财务管理及会计行业拥有 15 年经验。曹先生于 1999 年 7 月获得上海外国语大学国际工商管理学士学位, 并于 2002 年 3 月获得上海外国语大学工商管理硕士学位。彼于 2010 年 12 月获中国注册会计师协会认可为注册会计师。彼自 2013 年 10 月起一直为特许公认会计师公会 (ACCA) 会员。
伍秀薇	联席公司秘书	凯誉中国香港有限公司的经理。2017 年 4 月获委任为中国再保险(集团)股份有限公司联席公司秘书。彼于公司秘书领域拥有超过 14 年的经验, 在处理企业管治、上市公司的监管及合规事务方面拥有丰富的知识和经验。伍女士持有中国香港城市大学授予的法律学士学位, 并为中国香港特许秘书公会及英国特许秘书及行政人员公会的会员。
费雷鸣	首席人力资源官	自 2017 年 1 月担任微盟发展副总裁兼首席人力资源官, 主要负责人力资源的规划及运作。彼在人力资源及行政方面拥有逾 10 年经验。费先生于 2003 年 7 月获得上海师范大学行政管理学士学位。

资料来源: 同花顺 F10, 天风证券研究所

#### 1.4. 两大数字业务齐头并进, 精准营销成绩瞩目

**两大数字业务齐头并进, 精准营销成绩瞩目。**作为国内领军 SaaS 智慧商业解决方案提供商, 微盟业务体系主要分为:

- 1) **数字商业。**数字商业包含订阅解决方案业务与商家解决方案业务, 其中: ①**订阅解决方案业务**主要提供全场景全链路的 SaaS 产品与 ERP 解决方案, 目前已覆盖零售, 餐饮, 酒旅等多个板块, 致力于围绕商业云、营销云、销售云, 助力企业数字化转型, 打造智慧商业服务生态。②**商家解决方案业务**则作为整体解决方案的一部分向商户提供增值服务, 以满足商户在线数字商业及营销需求。
- 2) **数字媒介。**数字媒介主要向商户提供广告投放服务。

公司原业务分为 SaaS 一体化产品板块及精准营销服务板块, 自 2020 年起, 上市公司调整业务披露口径, 精准营销服务被划分为数字商业内的商家解决方案业务与数字媒介业务, 通过智能算法、营销自动化等技术为广告主提供一站式投放服务, 目前已涵盖微信朋友圈、公众号、QQ、知乎、百度、今日头条等海量媒体资源, 2020 年合计服务商户 4.8 万家, 营收 106.8 亿元, 同比增长 102.2%, 占集团整体收入比重高达 65%, 表现瞩目。

图 3: 公司产品体系





资料来源：公司官网，公司财报，天风证券研究所

## 2. 行业分析：中心化平台流量成本高企，SaaS 解决商家运营痛点

### 2.1. 传统中心化电商平台流量成本日益高企，社交、内容等平台 and 线下新零售等新兴数字化商业生态则开始逐渐完善

#### 2.1.1. 商业基础设施逐渐外溢

**传统中心化电商平台流量成本日益高企，商业基础设施逐渐外溢。**中国互联网渗透率接近饱和的背景之下，互联网人口红利即将殆尽，传统电商的自然增量减少导致其获客成本日益高企，与此同时，商业基础设施外溢给社交、内容类平台做电商更多机会。

以微信为例的商业基础设施逐步完善，社交电商生态逐步丰富。微信已不再只是前端触达用户的社交工具，而可以为商家和品牌提供更多的用户触达、沉淀、激活和转化的手段。以下我们梳理了微信商业生态稳步构建的过程：2019年3月开启看点直播内测，年内达到较好成效；2020年1月开启小程序直播公测，实现强社交互动转化；2020年2月实现企业微信与微信互通，企业可直接触达微信用户；2020年2月上线“智慧零售”，为品牌导流；2020年4月上线“小鹅拼拼”小程序，对标大众点评、拼多多等；2020年6月开启微信小商店测试，商户可更方便进行销售；2020年6月“服务搜索”上线搜一搜，提供新的流量接口；2020年10月开启视频号内直播带货，进一步打通生态闭环。

表 3：伴随着商业基础设施的逐步完善，微信商业生态稳步构建

时间	事件	内容
2019年3月	看点直播开始内测	2019年内为超过1800位内容创作者、品牌主及商家提供直播功能服务，共计开播近万场，累计观看人次突破千万，平台内电商直播累计产生交易总额达1.08亿。
2020年1月	小程序开始公测直播	可以直接在小程序中实现直播、购买、流量沉淀，且支持一键订阅、分享聊天、公众号闭环，实现强社交互动转化。
2020年2月	企业微信与微信互通	企业可以免费使用企业微信的“客户群”“客户联

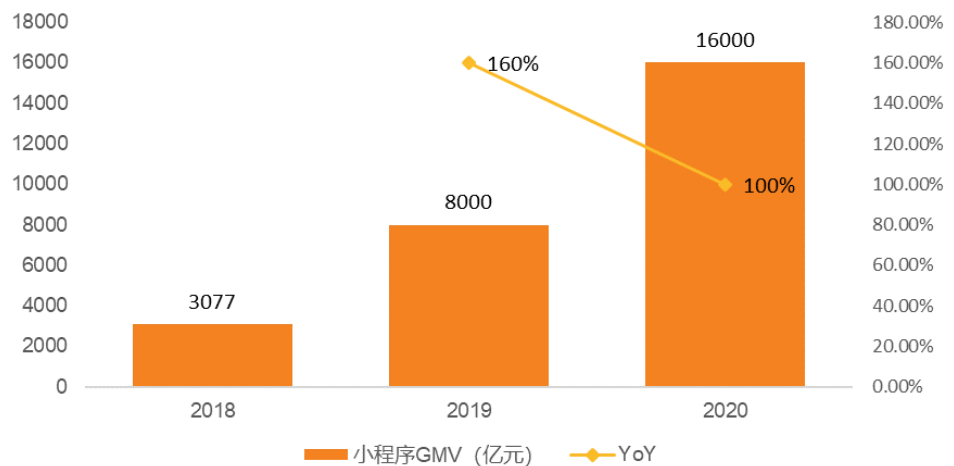


2020年2月	上线“智慧零售”	系“客户朋友圈”等功能，通过小程序、微信支付，让产品、服务、销售线上直达客户。
2020年4月	小程序上线“小鹅拼拼”	零售品牌商家接入，为腾讯智慧零售的线上线下合作伙伴带来更多流量利好。
2020年6月	微信小程序开启测试	以买家推荐+拼团的形式进行商品呈现，类似大众点评和拼多多的综合版。（后转为APP+小程序双渠道）
2020年6月	搜一搜上线“服务搜索”	为商家提供商品信息发布、商品交易、小程序直播等功能，商家无需开发、无需付费、即可快速生成卖货小程序。
2020年10月	视频号内测直播带货	为生活服务类商家提供集中流量接口，用户在微信“搜一搜”可以找到需要的服务和相应商家。
		打通小商店、支持公众号插入视频号动态卡片。

资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所整理

**微信生态内电商迅速发展，GMV 数据高速增长。**根据微信公开课 PRO，2020 年企业微信连接的微信用户数超 4 亿，人均小程序交易金额增长 67%，有交易的小程序数量增长 68%，小程序实物商品交易增长 154%。根据微信公开课 PRO 公开数据推算，2018-2020 年微信仅小程序产生 GMV 约 3077/8000/16000 亿元（非准确数据），处于高位增长区间。

图 4：微信小程序 GMV 迅速增长



资料来源：微信公开课 PRO，天风证券研究所 注：GMV 非准确数据，根据微信公开课 PRO 公开资料测算

### 2.1.2. 社交、内容等平台和线下新零售等新兴数字化商业生态逐步完善

**零售逻辑发生变革，人、货、场重构以人为主，新兴数字化商业生态开始发展。**伴随媒体平台+社交平台的迅猛发展，消费者触点迅猛发展并升级迭代，逐步向小而美、去中心化进行转变。零售逻辑发生了本质的革命，人货场重构以“人”为主，需要针对用户触点投放优质内容以占领用户心智，并以目标画像、会员运营等多重营销手段达到从潜在客户到资深客户的全方面营销。因此在新零售以人为主的时代，需要进行全渠道丰富的消费者触达种草，实现线上线下全场景的交易转化，精细化分层私域运营客户 LTV，而社交、内容等平台和线下新零售等新兴数字化商业生态随之发展并逐渐完善。

图 5：新零售逻辑转变为以人为主



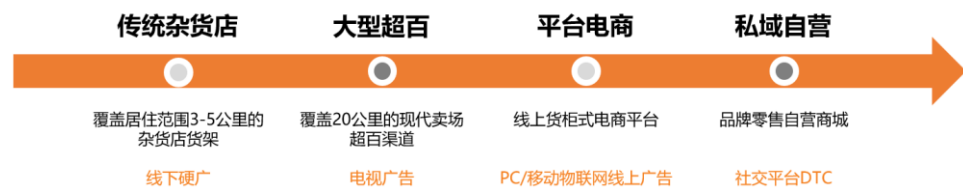


资料来源：有赞新零售大会资料，天风证券研究所整理

1) 新零售等新兴数字化商业生态开始逐渐完善：

新零售商业生态由渠道下沉向私域经济纪元转变，商业生态逐渐完善。零售业态变革从覆盖居住范围 3-5 公里的杂货店货架和传统线下硬广，到覆盖 20 公里的现代大卖场、超百渠道以及电视广告，再到线上货柜式电商平台和 PC、移动端互联网线上广告。到目前，私域经济的新纪元已逐步开启，品牌零售上线自营商城，发展社交平台 DTC，自建私域流量池以完善商业生态。

图 6：品牌零售自营商城+社交平台 DTC 营销为私域经济下新零售模式

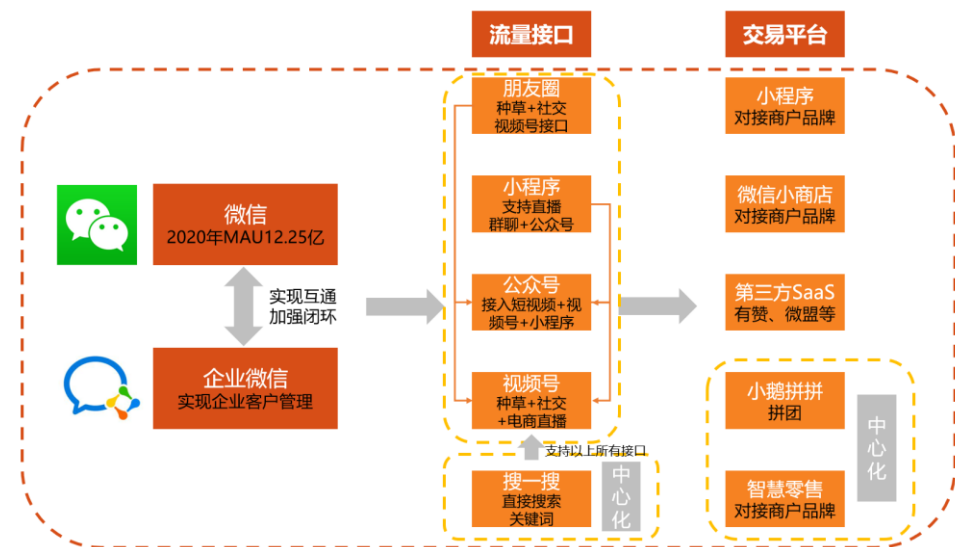


资料来源：有赞新零售大会资料，天风证券研究所整理

2) 微信、快手、抖音、小红书、BILIBILI 等社交、内容平台也在完善电商生态：

①**微信：逐步丰富接口实现流量流转，搭建完整的电商生态。**2020 年微信 MAU 达 12.25 亿，是国内最大的几个流量池之一，具备社交电商潜力。经过近年的电商生态搭建，微信实现与企业微信打通，方便企业进行客户管理并加强闭环；同时进一步丰富流量接口并实现互通，例如搭建视频号的电商直播体系、在朋友圈中开放视频号接口等等；最后将用户导流至交易平台，如小程序、微信小商店、第三方 SaaS (有赞、微盟等)、中心化平台等。

图 7：微信电商生态



资料来源：腾讯控股 2020 年报，天风证券研究所整理

②**抖音：以内容分发平台切入电商市场，逐渐形成生态闭环。**抖音定位为短视频内容分发





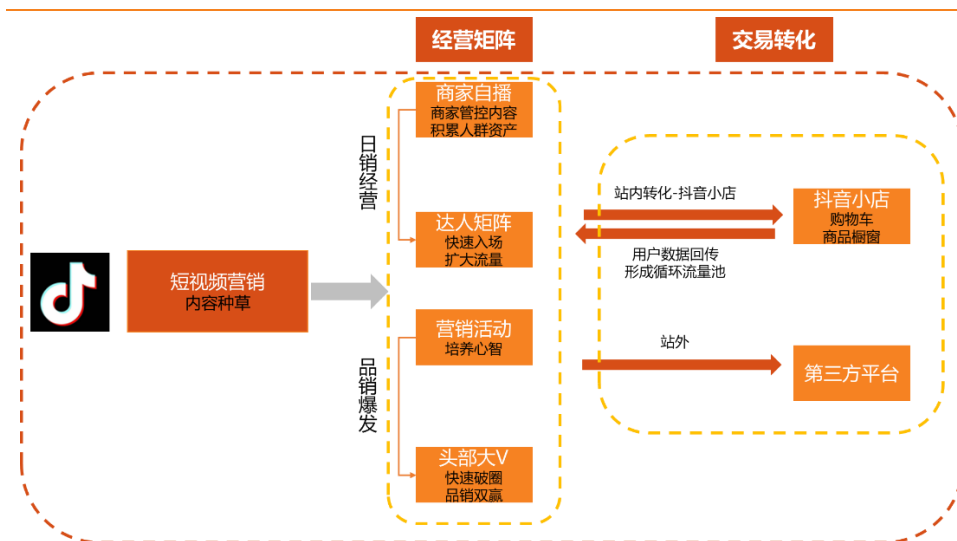
平台，在发展电商业务上具有强内容、强算法、强运营、强流量等多重优势。2018 年抖音上线“购物车”、“商品橱窗”以及“抖音小店”自有商城；2019 年上线多款电商小程序；2020 年进一步完善电商生态并逐渐形成闭环，供应链端以百亿流量等多种手段吸引商家入驻，流量端使用明星常驻直播带货，且于 10 月宣布不再支持第三方来源商品（仅支持小店来源商品），限制外部电商平台意在加速形成自有电商生态闭环。

表 4：抖音电商生态搭建过程

时间	事件
2018 年	上线“购物车”、“商品橱窗”
2018 年	上线“抖音小店”自有商城
2019 年	上线多款电商小程序；与淘系签订框架协议
2020 年	进一步完善电商生态：1) 供应链端：百亿流量扶持等手段吸引商家入驻； 2) 流量端：明星常驻直播带货
2020 年 10 月	抖音直播带货不再支持第三方来源商品，仅支持小店来源商品

资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 8：抖音电商生态



资料来源：艾瑞咨询，抖音电商，贝恩，天风证券研究所整理

③快手：基于真实人与人关系的“信任电商”，私域流量表现强劲。快手在发展电商业务上具有市场多元、生态普惠、私域流量强劲等优势，其电商模式与抖音的不同之处在于：1.私域流量强劲：快手过往使用“双列”呈列模式利于社交，故快手内主播私域流量沉淀繁荣，导致快手电商转化率高，然而不利于平台对头部主播的掌控（如辛巴家族）。2020 年 9 月快手改版“单双列并列”模式，加强可控公域流量资源；2.尚未形成完整闭环：相较于抖音已经剔除第三方电商，快手尚未形成完整闭环，用户有时仍需跳转第三方窗口进行消费行为。

表 5：快手电商生态搭建过程

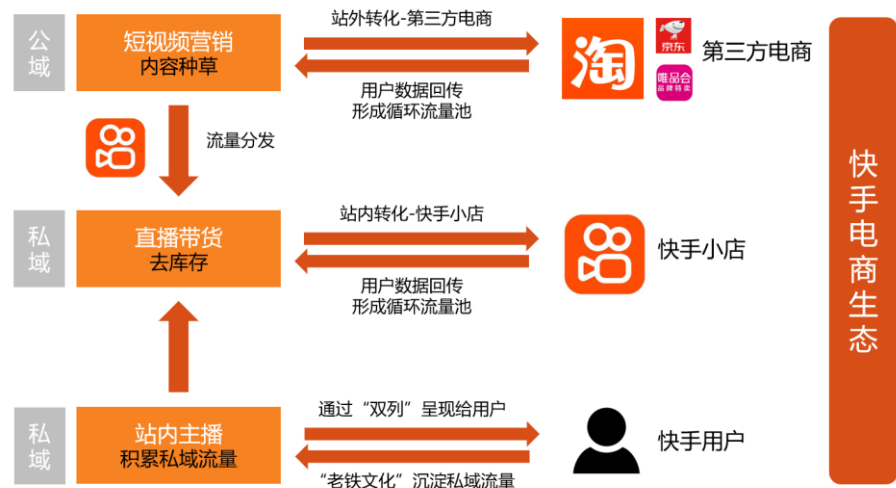
时间	事件	内容
2018 年 5 月	快手推出电商业务	支持快手主播在短视频、直播等场景内添加商品信息，直接引导粉丝在 App 内直接进入合作商家的店铺进行购物。
2018 年 11 月	推出“116 老铁节”	开启快手的“电商节”。
2019 年 5 月	自建小店，推出“商家号”	覆盖生意的全链路，在内容生产、营销支持、交易转化三大营销关键节点为商家提供营销



		服务。
2020年6月	上线“小店通”	助力商家流量提升
2020年6月	推出“快手联盟”	帮助达人与商家对接
2020年9月	由“双列”改为“单双列”并行	快手开放更多公域流量
2020年9月	“商家号”升级为“服务号”	商家可定制化个性主页，打造品牌专属的品牌营销中心，配置直播预约、电商优惠、最新活动信息、精选商品等营销组件。
2020年11月	收购易联支付	取得支付牌照，进一步完善商业基础设施。
2021年3月	开启“十亿补贴计划”	对新老商家进行补贴，生态内电商数量加速扩张，调动商家销售积极性。

资料来源：2020 快手电商生态报告，亿邦动力网，极客网，天风证券研究所整理

图 9：快手电商生态



资料来源：天风证券研究所整理

④小红书：内容视频化+电商直播化，构建 B2K2C 良性电商生态闭环。小红书通过内容与电商双管齐下进行电商生态的搭建，内容方面推动笔记视频化使得种草行为更加高效，电商方面鼓励商家、达人进行私域直播，此外小红书还对品牌和达人进行扶持，形成 B2K2C 的良性闭环，能够有效提升用户体验，进而实现高转化率、高客单价、高复购率、低退货率的“三高一低”的良好态势。

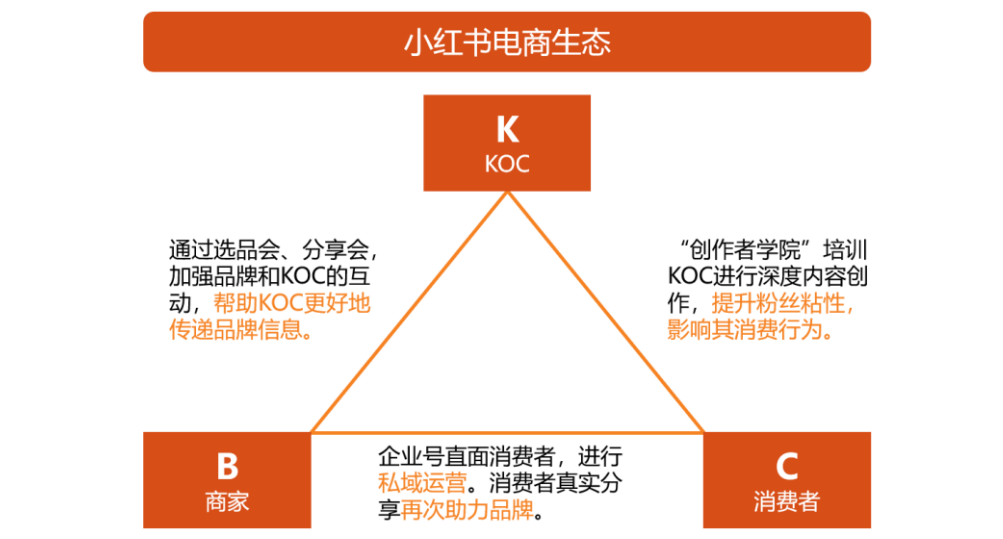
表 6：小红书电商生态搭建过程

时间	事件
2014年	上线电商平台“福利社”
2015年	郑州、深圳自营保税仓投入运营
2017年	上线国际物流系统 red delivery
2019年	上线“品牌号”
2019年	推出“电商直播”，直播入口在达人/品牌账号首页，可将公域内容积累粉丝转化
2020年	支持笔记添加淘宝链接，打通与外部电商协作
2020年	百亿流量向上计划，50亿流量扶持视频创作者，30亿流量扶持直播主播
2020年	“视频号”支持15分钟视频，可于视频内进行更多种草内容输出

资料来源：小红书官网，艾瑞咨询，天风证券研究所整理



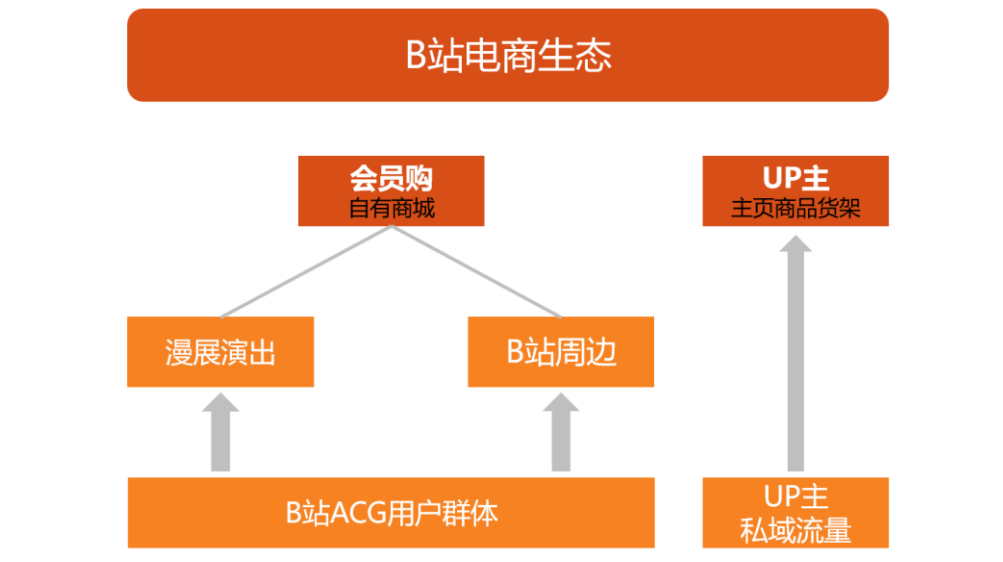
图 10：小红书电商生态形成 B2K2C 的良性闭环



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

⑤**哔哩哔哩**：以 ACG 用户为主体搭建自有电商体系，同时 UP 主可在主页经营私域流量。目前 B 站的电商生态主要分为自有商城会员购和 UP 主主页商品货架：1.会员购：分为漫展演出和 B 站周边，主要依靠 B 站得天独厚的庞大 ACG 用户群体进行消费。不同于短视频平台需要将用户转化为潜在客户进行消费，B 站本身具有的庞大的 ACG 文化用户群体即为其自有商城贩售商品的潜在客户池，故在其生态体系内少去类似直播带货等转化环节；2.UP 主：主要通过 UP 主自行经营的私域流量，在其主页进行商品消费。

图 11：B 站电商生态



资料来源：天风证券研究所整理

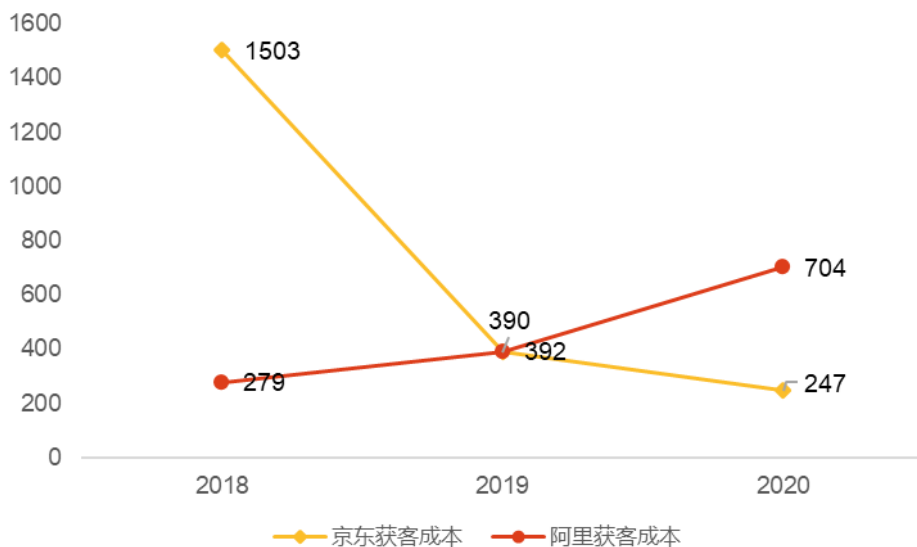
## 2.2. 多种模式解决商家流量运营痛点，商业运营工具在其中异军突起

面对传统电商平台流量红利消退、流量权竞争激烈的环境，品牌和商家转向流量洼地掘金，私域运营受到青睐。互联网流量红利逐步消退，以阿里，京东为代表的传统电商平台获客成本较高，2020 年阿里和京东的获客成本均超过 200 元，同时社交、内容平台的商业生态开始完善。我们认为，这样的商业环境催生了商户对于流量运营的新的诉求：①在微信、小红书、抖音及快手等商业基础设施不断完善的平台及仍有待进一步数字化的线下商业生态进一步挖掘潜在的流量红利。②实现跨平台、全渠道的流量运营。良好的私域运营正



是品牌和商家所选择的答案。相较于传统电商，私域流量有着完全不同的流量模型。私域运营利用社交、内容平台上的广告，以及基于用户社交关系的裂变手段进行拉新，降低获客成本。当品牌成功建立私域流量池后，其可以主动地反复触达、唤醒用户，结合运营手段，应用用户数据，实现精准化营销，提高顾客的转化率及复购率。而在用户完成购买行为后，又会进行新的推荐行为，循环扩大私域流量池。

图 12：阿里和京东获客成本（元）



资料来源：阿里，京东公司公告，天风证券研究所

**多种私域运营解决方案赋能商家。**由于私域运营难度较大，越来越多的品牌选择将私域运营托付给专业的运营团队，价值链条向与企业营收紧密相关的私域运营领域逐渐倾斜。市场上目前主要有三种解决方案：

①**与聚焦于私域运营的 SaaS 服务商合作，利用商业运营工具构建私域流量池。**私域运营的各种标准操作步骤被服务商梳理出来，并将之开发成不同功能、模块，为商家提供商业运营工具，以此做好精细化运营，从而降低整个行业的私域运营难度，这种趋势愈发明显。这促使更多聚焦私域中某一细分环节的服务商获得更快发展、更多融资。微盟作为 SaaS 服务商，不仅为商户提供商业运营工具，帮助商户建立完整的、细致的私域流量池，其突出的精准营销服务也帮助商家从微信、QQ、抖音和西瓜等各类渠道获得流量。微盟的服务使得其近年来发展迅速，获得多次融资。

表 7：微盟近年融资状况

披露日期	交易金额	融资轮次	投资方
2021/5/25	6 亿美元	新股增发及可转债发行	腾讯投资等
2019/7/26	11.571 亿港元	战略融资	腾讯投资、GIC 新加坡政府投资公司、贝莱德
2019/1/15	8.45 亿港元	IPO 上市	公开发行
2018/6/29	2 亿美元	D+轮	凯欣亚洲投资集团、GIC 新加坡政府投资公司等
2018/4/20	10.09 亿人民币	D 轮	天堂硅谷、一村资本等
2015/11/9	5 亿人民币	C 轮	腾讯投资、海航资本
2015/4/20	1.5 亿人民币	B 轮	金字火腿、华映资本
2014/7/22	3000 万人民币	A 轮	华映资本
2013/12/18	300 万人民币	天使轮	奕铭投资、泰丰富盛

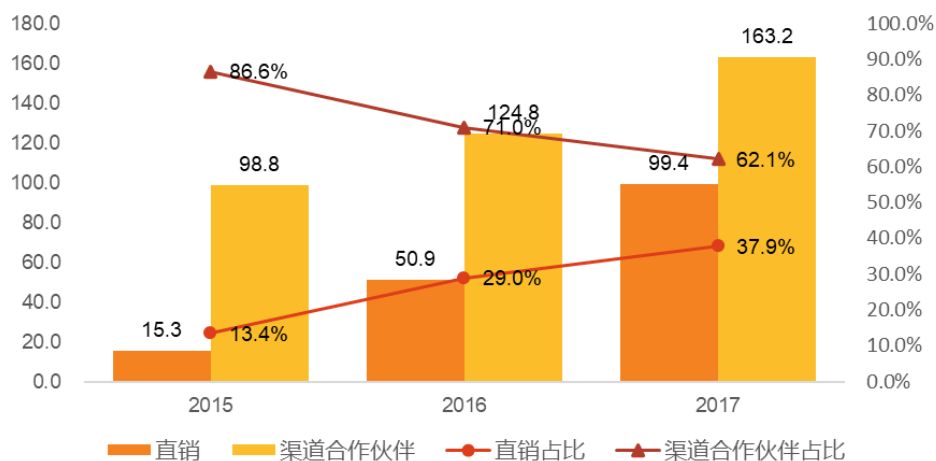
资料来源：天眼查，中证网，天风证券研究所

**通过第三方对接服务机会与私域运营服务商进行合作。**对于商户来说，若受地域限制导致



其难以直接与私域运营服务商建立联系，遍布全国的渠道合作伙伴将成为良好的桥梁。如微盟在中国十多个城市部署直销团队，包括上海、北京、杭州等一二线城市，而在其他地区则倚仗渠道合作伙伴进行联系。渠道合作伙伴对 SaaS 服务商来说是非常重要的销售渠道。2015-2017 年，微盟通过渠道合作伙伴的营收占比一直维持在 60%以上，截至 2018 年，微盟已拥有超过 1400 家渠道合作伙伴。有赞的渠道合作伙伴也保持高速增长，截至 2020 年底，有赞渠道合作伙伴数量为 568 家，相较 2019 年底同比增长 63%。

图 13：2015-2017 微盟 SaaS 产品按销售渠道划分（百万）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

②启用专职服务于特定品牌的企业的代运营。因为私域运营的难度提升，越来越多品牌会将私域运营托付给代运营团队。相比淘宝代运营，私域代运营团队的话语权会更大些，且会在价值链中往上移。代表如蓝鲸私域，侧重于为商家提供私域代运营服务，对于 SaaS 则只提供非常基础的服务。

③极少比例团队拥有自己的私域流量池，品牌通过与他们合作获取流量。典型的代表如李佳琦、薇娅等头部 KOL。头部 KOL 通过向自己的粉丝安利种草来帮助品牌实现流量转化的效果。

在三种解决方案里，方案一本质是利用商业运营工具建立私域流量池，不断提升为单个客户创造更丰富价值的能力，方案二则提供技术以外的运营服务，从另一个角度提高运营效率。而方案三相较于商业运营工具则面临着高昂的合作费用和被动的合作排期，以及冗长的传播路径，难以保证转化率。对于品牌和商家来说，商业运营工具是一个更具优势的选择。相比于链入传统电商平台，商家通过商业运营工具能达到更好的运营效果。例如，微盟为知名护肤品牌“薇诺娜”建立了私域流量池，提供一体化的运营方案。“薇诺娜”建立的私域流量客群是购买需求及粘性最高的，其客单价高达 941 元，是天猫自营店的 5 倍，同时复购率达 44%，为天猫自营店的 2 倍。

表 8：三种解决方案对比

	优势	劣势
商业运营工具	价格便宜 真正掌握流量主导权	企业自己运营难度高
私域代运营	解决品牌运营难度高的问题	企业对私域流量主导权不高
头部 KOL/KOC 等引流	对接 KOL/KOC 的流量	价格贵 难以反复触达流量 流量转化率不高

资料来源：天风证券研究所整理



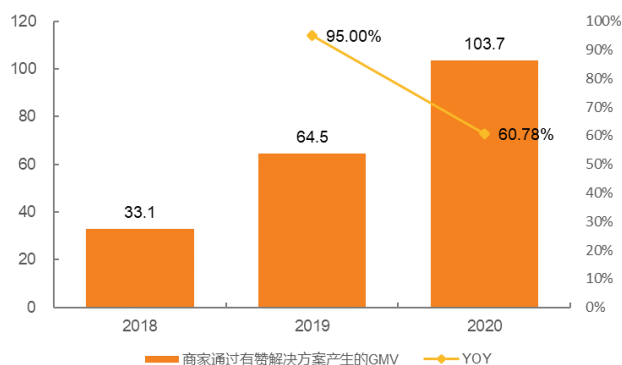
商业运营工具服务功能优势凸显，近年来迅速发展。我们认为，私域运营能力可以从三个方面来衡量，分别为**企业信息触达客户的能力**：建立链接的客户数量、GMV、访问来源；**单客价值**：复购率、复购销售占比；**关联领域影响力**：会员等级升级、老带新能力、分销市场 GMV，商业运营工具赋能商家每一个环节使得私域运营能力综合提升：①SaaS 服务搭建小程序/微商城，帮助商家数字化转型，构建私域流量池，企业可反复触达客户。②提供数据分析、营销工具，提高商家用户分析能力，拓展营销手段，从而实现精细化运营，促进用户复购、社交裂变及推荐，提高单客价值和关联领域影响力。③精准营销服务帮助商家从微信朋友圈、公众号、抖音和快手等公域引流到私域，帮助企业链接更多客户。商业运营工具优秀的效能使得以微盟、有赞为代表的私域运营服务商近年来保持迅猛增长。以有赞为例，商家通过其解决方案产生的 GMV 不断提升，2020 年达到了 1037 亿元，相比 2019 年增长 61%。

图 14：商业运营工具从各环节赋能商家私域运营能力



资料来源：天风证券研究所整理

图 15：商家通过有赞解决方案产生的 GMV 增长迅速（十亿元）



资料来源：有赞公司公告，天风证券研究所

### 3. SaaS 和精准营销双轮驱动：三大战略引领 SaaS 扩张，内生外延并举；精准营销稳步扩张

#### 3.1. 布局迎合大客化、生态化、国际化战略，细分行业市场空间广阔

##### 3.1.1. 持续布局 SaaS 业务，细分行业具备潜力

根据我们的测算，2020 年企业级 SaaS 行业规模达 474 亿元，其中电商零售 SaaS 市场规模最大，占比超四分之一，2020 年潜在规模达 67 亿元左右，预计未来五年保持相对高增长，2020-2025 年 CAGR 达 42%；其余细分市场较为分散，如餐饮、酒旅、物流、ERP 等行业 2020 年潜在规模达 10-30 亿，预计 2020-2025 年 CAGR 达 25%~35%。

表 9：微盟 SaaS 业务布局行业潜在规模

	SaaS 市场潜在规模 (2020)	预计 2020-2025CAGR	微盟 SaaS 收入 (2020)	微盟市占率 (2020)
电商零售	67 亿元	42%	4 亿元左右	9%左右
餐饮	17 亿元	35%	4482 万元	3%
酒旅	14.5 亿元	35%	-	-
物流	24 亿元	35%	-	-
ERP	26 亿元	25%	-	-

资料来源：头豹研究院，艾瑞咨询，天风证券研究所

近年来，微盟持续加码现有业务，通过多起并购、投资切入不同细分行业，拓展了公司智慧商业生态服务矩阵，未来微盟将继续深耕现有行业，进一步构建开放生态，加速大客化、生态化战略落地。

表 10：微盟目前主要 SaaS 产品布局



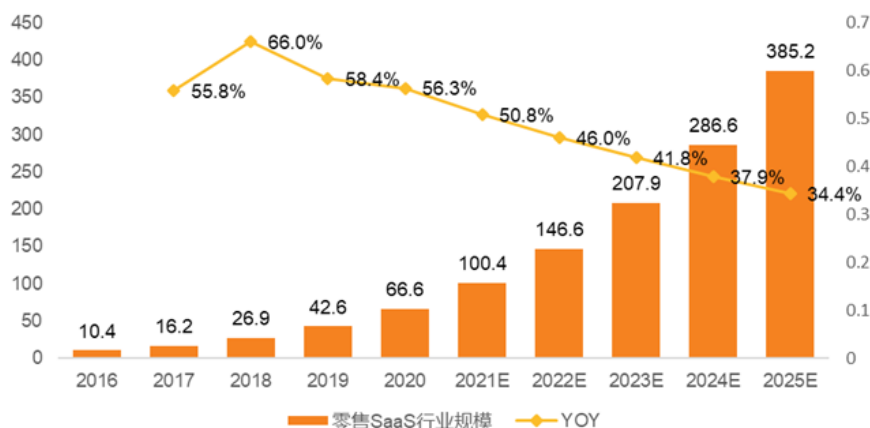
电商零售	智慧餐饮	本地生活	营销推广
微商城	智慧餐厅	客来店	企微助手
智慧零售	雅座会员	智慧美业	微站
直客推	雅座收银	智慧酒旅	智营销

资料来源：公司官网，天风证券研究所

**微盟微商城助力企业构建私域流量，进入品牌电商新时代。**微商城通过微信小程序或公众号帮助商家搭建去中心化的电商销售体系，商户所属行业包括服装、食品、美妆等。微盟自 2013 年成立以来，经过 8 年产品更新迭代，微商城产品成熟度不断提高，用户体验不断改善，逐步在业内形成口碑效应，未来微盟将持续通过渠道开拓及产品升级满足商家日益增长的私域电商需求。

**微盟智慧零售产品为线下门店赋能，助力品牌数字化经营。**2020 年微盟通过收购海鼎信息顺利切入商业地产、连锁超市等领域，持续加码智慧零售。传统商超便利、购物中心等零售企业在库存管理、会员管理、O2O 等方面对于商业解决方案数字化的需求较高，同时海鼎信息是行业内拥有优质头部客户资源的收购对象，微盟此次布局旨在获取更多头部品牌商户，提高商户客单价，未来微盟大客化趋势不改，将持续完善智慧零售行业布局，巩固在智慧零售领域的领先地位。根据头豹研究院，2020 年零售电商 SaaS 行业规模已达 66.6 亿元，2016-2020 年 CAGR 达 59.2%，预计 2020-2025 年 CAGR 将达 42.1%，增速较高，未来市场空间广阔。

图 16：2016-2025 零售 SaaS 行业规模（亿元）



资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

**微盟智慧餐饮产品助力餐饮企业向数字化转型升级，帮助餐企实现“开源”和“节流”。**2020 年微盟收购雅座，打通智慧餐饮全链路业务。餐饮行业头部品牌知名度高，自有客户多，支付能力强，需要 SaaS 服务商提供更加丰富的去中心化智慧餐饮解决方案以及更专业的会员运营管理服务，而雅座在线下餐饮领域拥有 14 年的会员运营管理经验，微盟此次并购旨在聚焦大中型客户推出更加专业的雅座会员解决方案，未来微盟将持续致力于智慧餐饮大客化，智慧餐厅+雅座会员两步走，打通“线上+线下”全餐饮场景。2020 年餐饮 SaaS 行业规模已达 17 亿元左右，微盟智慧餐饮收入达 4482 亿元，市占率 2.64%。

表 11：智慧餐厅和雅座会员的会员解决方案对比

	目标客户	会员解决方案	主要目的
智慧餐厅	传统中小餐饮企业	会员画像+个性化营销方案	促进会员二次复购和到店转化
雅座会员	头部餐企	“顾问式服务”：会员方案制定+数据营销+数据解读+经营分析建议+执行优化	深挖会员生命周期价值



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**微盟智慧酒旅产品助力酒店精准直销，增加管理效率；为旅游业客户提供在线预订、SCRM 客户管理等功能。**2018 年 5 月 16 日，微盟收购广州向蜜鸟科技进军酒店业，实现了“小程序+公众号”一体化智慧酒店解决方案，帮助酒店对接 10 亿微信流量，实现快速获客与转化，提升订单客房管理效率，并通过数据系统和会员管理系统驱动酒店运营。2020 年，向蜜鸟科技助力合作商户在疫情的冲击下逆势增长，海南等地区近百家成熟酒店单店年 GMV 达 500 万元。基于微信私域直销，目前向蜜鸟科技已经实现了微商城与小红书渠道的数据打通，未来微盟将继续推进抖音、快手等平台的系统合作，以多元化渠道管理搭建公域到私域的直连引流与高效转化。2020 年酒旅 SaaS 行业规模为 15 亿元左右，微盟智慧酒旅产品成长空间广阔。

表 12：微盟智慧酒店小程序解决方案

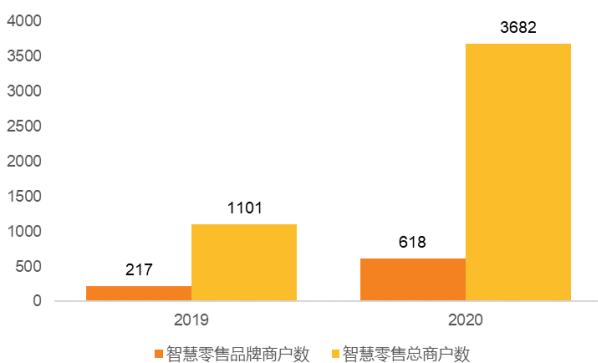
流程（环节）	方案
获客	60+ 流量入口链接客户与小程序商铺，集卡、拆礼盒、大转盘等玩法
转化	公众号+小程序+数据管理全信息化链路，在线预订、在线商城、互动营销 3 步走
管理	客房管理、订单管理、多门店管理 3 大管理系统
复购	数字化会员管理体系、会员精准化营销
数据	强大数据系统、多维度数据报表、微客服系统

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.1.2. 大客化、生态化、国际化战略持续推进

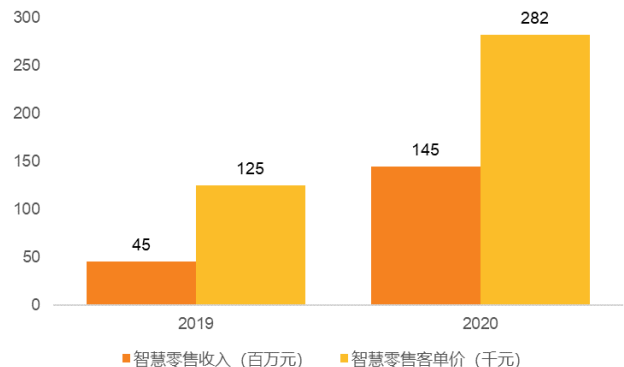
大客化方面，智慧零售、智慧餐饮等业务推动下，公司客单价、品牌渗透率显著提升。从智慧零售看，2020 年公司实现收入 1.45 亿元，签约商户数达 3682 家，其中品牌商户数占 618 家，品牌商户客单价达 28.2 万元，同比 2019 年品牌商户数 217 家以及客单价 12.5 万元均实现倍增。从智慧餐饮看，2020 年公司实现收入 4482 万元，报告期内餐饮商户达 6996 家，同比增 52.0%，每用户平均订单收入 1.9 万元，同比增 46.2%，大客化战略初见成效。

图 17：智慧零售商户数及品牌商户数增长（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：智慧零售收入及客单价增长

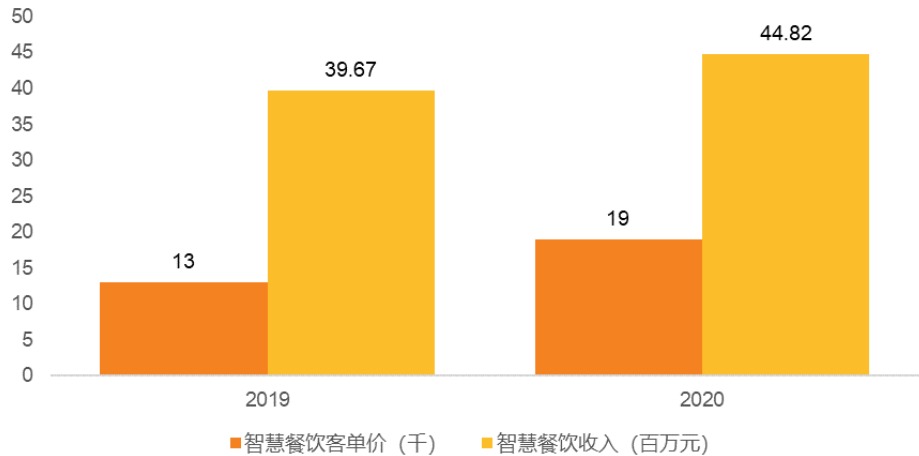


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：智慧餐饮收入及客单价增长







资料来源：公司公告，天风证券研究所

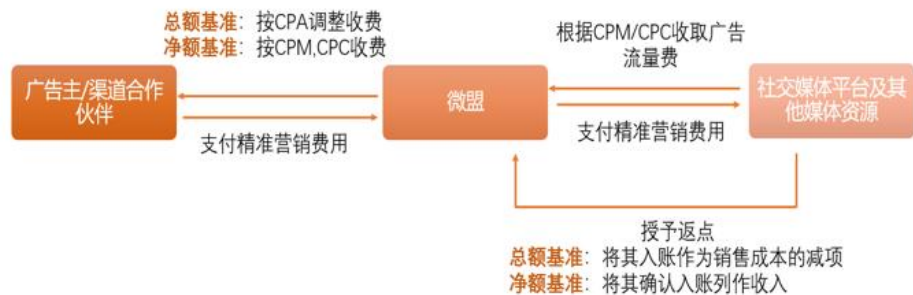
**生态化方面，集团围绕流量生态、开发者生态、投资生态展开，完善智慧商业领域生态布局。**从流量生态看，公司接入视频号直播、小程序等，与抖音小店对接，帮助客户实现全渠道经营，未来有望进一步布局快手、小红书、B 站等。从开发者生态看，公司通过微盟云生态连接客户、开发者、服务商，截至 2020 年底，微盟云平台为超过 100 家大型商家提供个性化服务，微盟服务市场有超过 560 名活跃企业投资者，累积提交超过 1000 个应用。从投资者生态看，公司控股雅座，投资商有，加码智慧餐饮市场；收购海鼎信息，切入商业地产、连锁超市等零售领域，从而打造全链路、全渠道、全流域的零售解决方案。

**国际化方面，2020 年疫情期间公司持续拓展国际数字商业业务，并在澳大利亚、加拿大、日本、中国香港等国家和地区落地，报告期内海外客户数已超过 1000。**

### 3.2. 精准营销：媒体资源和客户资源广泛，叠加 ARPU 增长推动持续扩张

**微盟开展两类精准营销业务：**①代替客户投放的营销业务，以用户行为为考察结果，成本则由公司实际投放的广告库存决定，以广告投放总额计入收入（即总额）；②作为用户投放广告通道，公司提供由大数据支撑的广告投放系统，此类模式中用户投放总金额、广告采买成本均直接由客户决定，投放总金额构成毛收入、公司收入则由收取返点决定（即净额）。

图 20：微盟广告合作



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

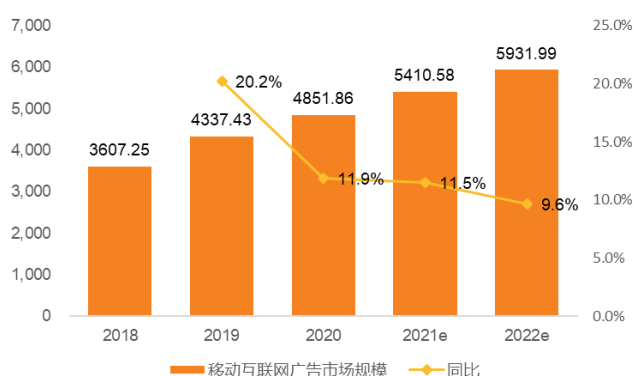
**微盟精准营销依托于三个群体展开效果类广告投放：广告主主要是中小企业主；媒体方包**



括腾讯、字节跳动、知乎、百度等头部互联网平台；渠道合作伙伴。①于广告主而言，微盟有专用数据管理平台 DMP；丰富的垂直行业专长和数据驱动的网络效应；丰富的优质媒体资源。②于头部互联网平台而言，我们认为微盟作为广告代理公司存在，降低了广告投入的门槛，帮助其触达到了更多的用户群体；较纯自营模式则避免了业务持续开展的不确定性，并降低了用户触达的成本。③渠道合作伙伴，则为微盟触达更多的用户群体提供了便利。

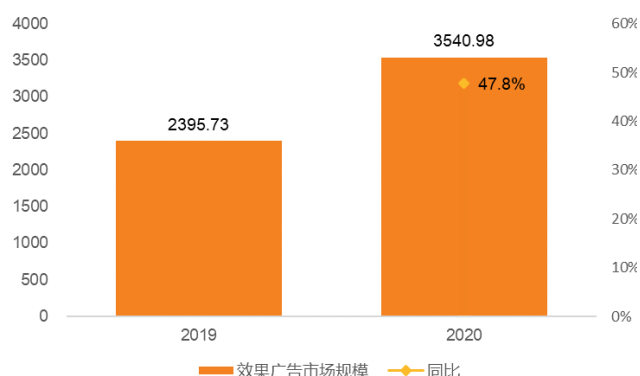
**移动互联网时代，效果广告推广条件成熟，精准营销市场快速扩张。**目前国内营销模式逐渐转为线上化，互联网广告市场规模持续扩大；其中移动互联网广告市场规模由 2018 年的 3607.25 亿元增至 2019 年的 4337.43 亿元及 2020 年的 4851.86 亿元，同比增长 20.2%、11.9%。据 QuestMobile 预测，移动互联网广告市场规模在今明两年将以 11.5% 及 9.6% 的速率持续增长至 5931.99 亿元。与此同时，伴随着精准营销诉求的增加，中国效果广告市场近年来也呈扩张趋势；市场规模由 2019 年的 2395.73 亿元增长至 2020 年的 3540.98 亿元，同比增长 47.8%。

图 21：中国移动互联网广告市场规模（亿元）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

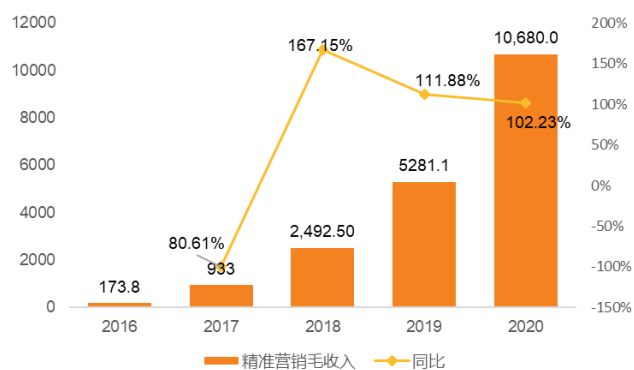
图 22：中国效果广告市场规模（亿元）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

行业快速增长，与头部平台合作具备较强的规模效应优势、且不断扩张平台，微盟的广告主数量和精准营销规模快速增长。微盟不断扩张业务规模，其精准营销毛收入逐年高速上涨；毛收入由 2016 年的 173.8 (百万元) 增加至 2020 年的 10680 (百万元)，2018 至 2020 年分别达到了 167.15%、111.88% 及 102.23% 的同比增长率。微盟在与腾讯等头部平台保持稳定合作关系的同时不断发展新的广告主；在 2018 及 2019 年度分别新增了 23521 及 29424 家广告主；同时微盟的精准营销广告主数量由 2016 年的 3217 家增至 2020 年的 48193 家，呈高速增长势头。

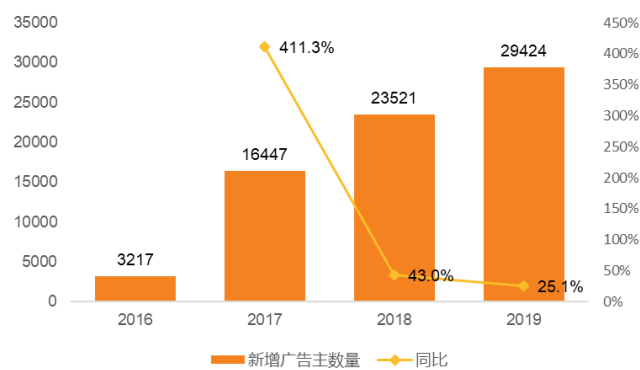
图 23：微盟精准营销毛收入（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：微盟精准营销广告主数量（家）

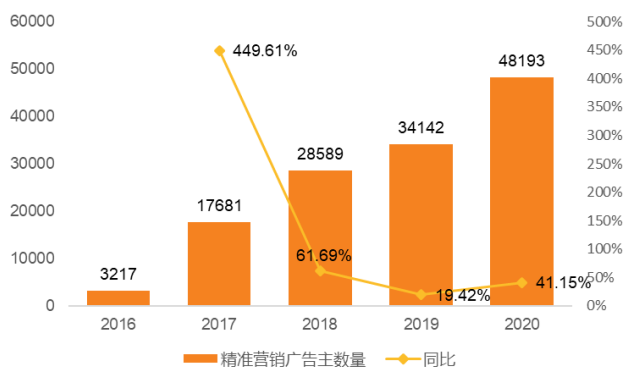
图 24：微盟新增广告主数量（家）



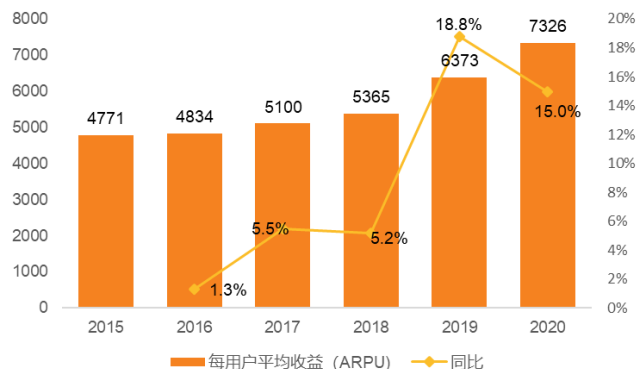
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：广告主平均付费支出（ARPU）（元）





资料来源：公司公告，天风证券研究所



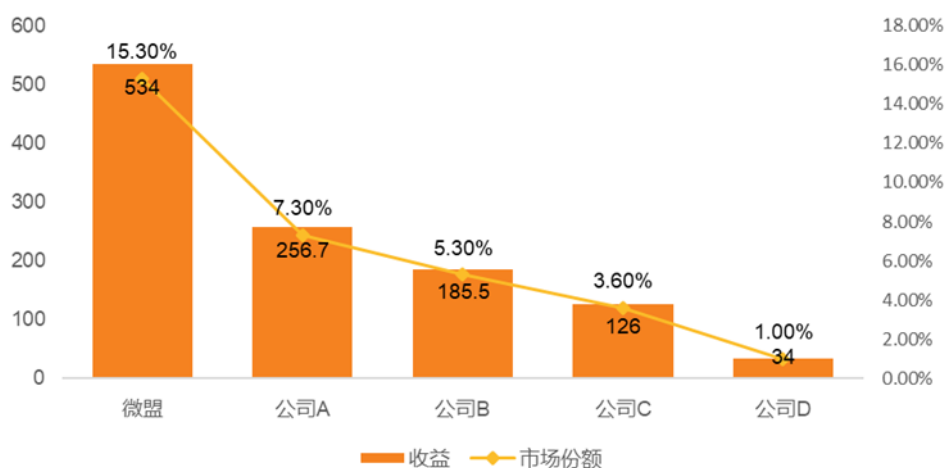
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 公司不断拓展覆盖行业，深化服务能力，抢占用户心智

微盟内生外延并举，强化数字化赋能商家的能力，占领用户心智实现增长。微盟通过不断合作以及多次在智慧零售、智慧餐饮、直播和短视频领域并购完善生态布局，提升数字化服务能力，巩固“企业数字化转型的最佳伙伴”的定位，从而抢占用户心智，实现增长。公司主要从拓宽潜在用户、新客营销、维护老客三方面提升自己的服务能力：

①微盟不断地拓展自己的流量渠道，使商家可进行多渠道布局，拓宽潜在用户，对不同平台用户实现个性化营销，提供跟更加多样化的服务。微盟与腾讯有长期稳定的合作关系，其在腾讯系产品如微信、QQ 等平台拥有先发优势，可以有效地帮助商家从这些平台获取流量。微盟是领先的中小企业微信第三方服务提供商。2017 年，根据弗若斯特沙利文报告，微盟在微信第三方服务商市场中占有 15.3% 的份额，排名第一。除此之外微盟也积极与其他平台合作以打通更多渠道。2018 年，微盟与知乎达成战略合作。2020 年，与字节跳动合作，打通今日头条、抖音等字节系平台。2021 年，微盟与支付宝达成合作，微盟合作商家将接入一系列支付宝数字化能力。未来，微盟还将继续向快手、小红书和 B 站等平台布局。不断地打通渠道不仅可为商家提供更多的流量，微盟也基于各个平台的用户标签、用户画像让商家精准定位目标人群，实现定向投放，提高转化率。

图 27：中小企业微信第三方服务提供商收益（百万）及市场份额（%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 28：微盟与各平台的合作历史

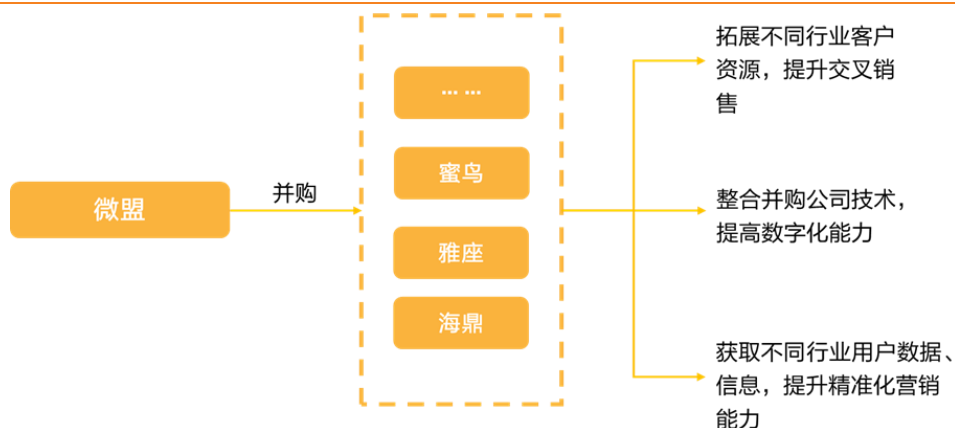




资料来源：公司公告，大众新闻网，新京报，微盟微站公众号，天风证券研究所整理

**②微盟多次并购覆盖行业，整合资源提升营销能力。**微盟通过不断并购向蜜鸟、雅座、海鼎等企业入局智慧酒店、智慧餐饮和智慧零售等行业，获得外延式的增长。我们认为，并购的公司不仅为微盟带来更多行业的客户资源，提升在精准营销方面的交叉销售，同时其技术、经验和数据也将进一步赋能微盟。微盟得以基于每个行业的用户标签、信息和数据实行精准化营销，提高复购率。

图 29：微盟多次并购覆盖行业，整合资源提升营销能力



资料来源：公司公告，中证网，天风证券研究所整理

**③微盟不断帮助商家挖掘用户价值。**微盟联合腾讯广告先后发起了“腾盟计划”和“腾盟计划 2.0”，为电商企业提供一揽子扶持政策，赋能电商企业实现私域流量的高效变现。“腾盟计划”除了为商家提供流量支持，还将提供覆盖“拉新-转化-复购”营销闭环的全方位洞察，以及包括营销洞察、广告创意、广告选品、活动设置、广告投放等一站式优质服务，帮助广告主实现高效转化。商家积累私域流量后，可通过客服消息、服务通知等形式，以低成本、深层次地触达用户，进行用户的长期运营，促进用户的留存、唤醒和复购，推动私域流量的高效变现。而“腾盟计划 2.0”着重为品牌提供数据赋能，利用数据产品“腾盟魔方”提高企业营销效率。“腾盟魔方”沉淀了大量社交生态消费行为数据，可通过分析人群属性、行为习惯等进行洞察，从而优化定向提升曝光，不仅在获取流量上可找到品牌相似人群，商家还可根据分析结果实现深度的会员运营，为用户提供个性化的产品和服务。

图 30：“腾盟计划”赋能电商企业变现私域流量





资料来源：微盟公众号，天风证券研究所

图 31：“腾盟魔方”赋能商家实现用户深度运营，优化定向触达

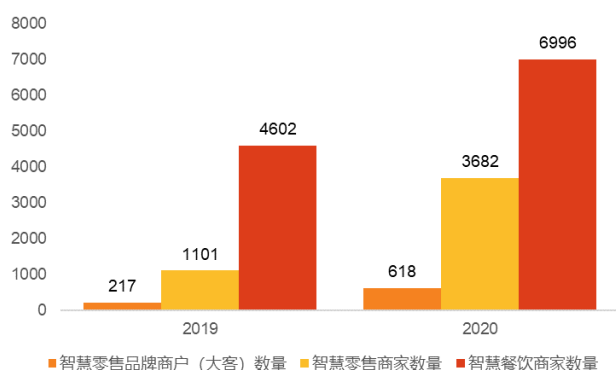


资料来源：微盟盟聚公众号，天风证券研究所

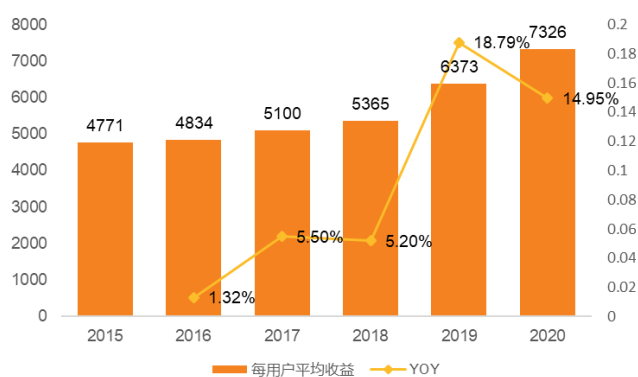
除此之外，对于大客户，微盟不再只提供标准的解决方案，其在微盟云及 PaaS 的基础上也提供大客定制服务，为大客提供个性化的解决方案。同时，对海鼎的收购使微盟联系了许多零售领域的品牌商户，提升了服务大中型客户的能力。

**微盟强化数字化赋能商家的能力，造就用户数量、质量提升，优势明显。**2020 年，微盟的智慧餐饮服务商家达 6996 家，同比增长 52.02%；智慧零售业务服务商家达 3682 家，同比增长 234.42%，其中大客户数量达 618 家，同比增长 184.79%。与此同时，随着大客的占比进一步提高，微盟的客户流失率呈降低趋势同时 ARPU 逐渐升高。微盟在 2019/2020 年客户流失率为 22.22%/26.10%，而有赞则为 54.66%/59.05%，微盟的客户流失率显著低于有赞，客户忠诚度上优势显著。

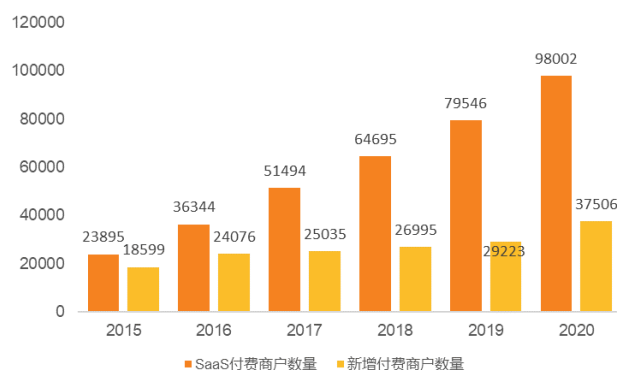


**图 32：微盟智慧零售客户、大客户和智慧餐饮客户数量增长迅速（家）**


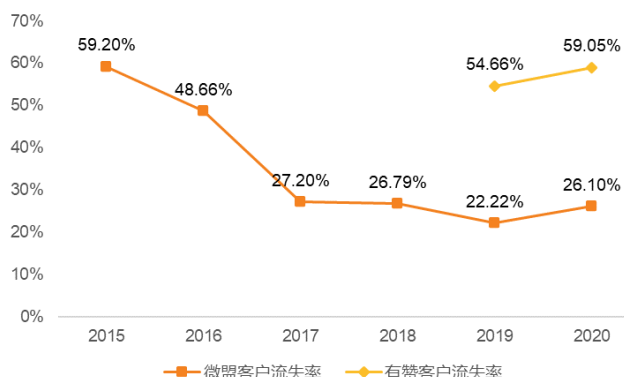
资料来源：公司公告，天风证券研究所

**图 34：微盟客单价逐年增长（元）**


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**图 33：微盟 SaaS 付费用户数量保持快速增长（家）**


资料来源：公司公告，天风证券研究所

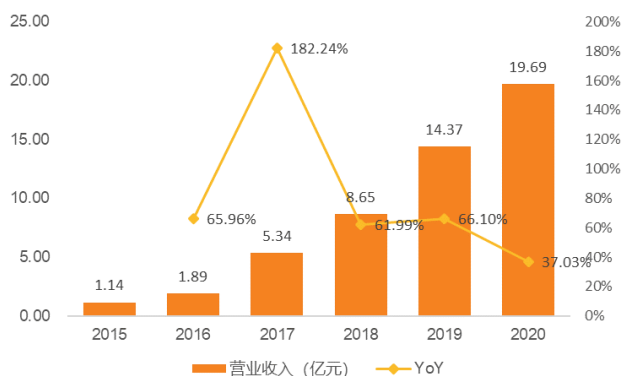
**图 35：微盟客户流失率呈下降趋势，对比有赞具备优势**


资料来源：公司公告，天风证券研究所

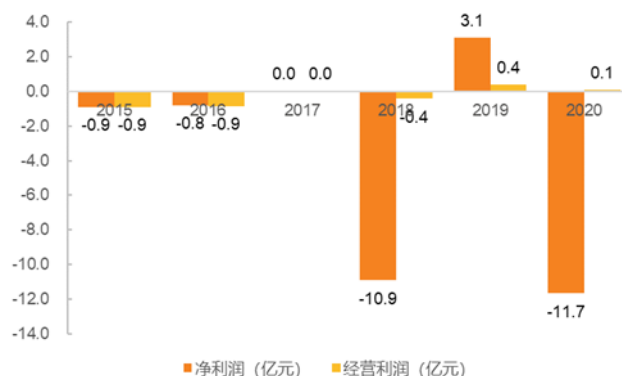
#### 4. 财务分析：公司营收快速增长，经营情况呈现逐渐向好趋势

公司营收快速增长，净利润受非经常项目损益影响较大，从 EBITDA 角度看公司经营情况逐步向好。2015-2020 年，公司营业收入从 1.14 亿元快速增长至 19.69 亿元，对应 CAGR 为 76.8%；公司净利润水平受非经常损益影响波动较大，如 2018 年、2020 年发生净亏损 10.9 亿元、11.7 亿元，主要系金融负债公允价值变动影响-10.44 亿元、-10.86 亿元（受股价上涨影响可转债等金融产品价值增加，导致公司账面大幅亏损），以及 2020 年受到 SaaS 破坏事件影响。因此我们剔除非经常项目的影响，从 EBITDA 角度观察公司经营情况：2015-2020 年，得益于业务的迅速发展，公司 EBITDA 从-0.89 亿元增长至 1.34 亿元，体现出经营情况逐步向好的趋势，主要系销售费率的下降；经调整净利润（剔除非经常项目损益影响）从-0.51 亿元增长至 1.08 亿元。

**图 36：公司营业收入保持较快速度增长**
**图 37：公司净利润受非经常项目损益影响波动较大**

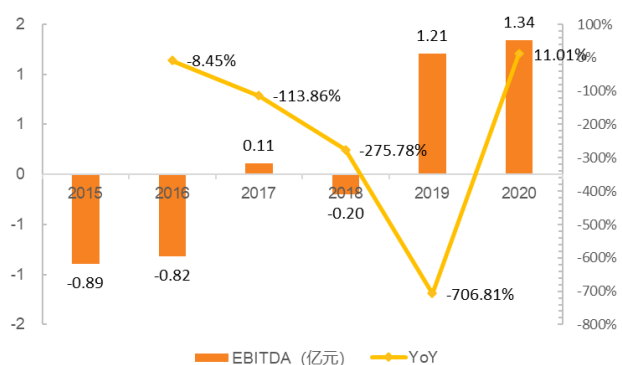



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 38: 以 EBITDA 观察公司经营情况, 呈现逐步改善趋势



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 39: 公司经调整净利润情况向好



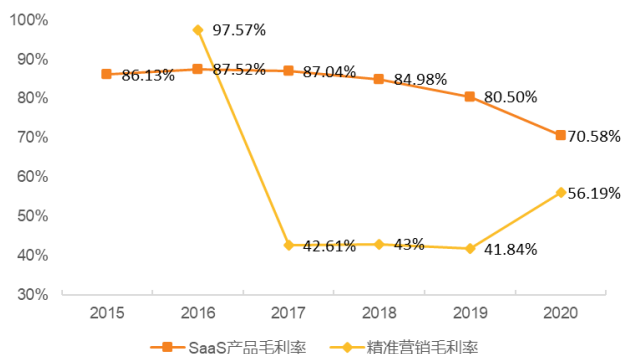
资料来源: WIND, 天风证券研究所

**精准营销迅速增长成为最主要业务,且毛利率水平改善。**公司以 SaaS 业务起家,并于 2016 年展开精准营销业务,此后精准营销业务发展迅猛,营收于 2018 年超过 SaaS 产品成为最主要业务,具体来看: ①SaaS 产品: 商户通过对 SaaS 产品进行付费获取相关服务,如智慧餐饮、智慧零售等,自 2020 年起公司将 SaaS 产品业务项目划分为数字商业下的订阅解决方案业务。2015-2020 年,公司 SaaS 产品收入从 1.14 亿元增长至 6.22 亿元,表现出稳健快速的增势;毛利率水平从 86.1% 下降至 70.6% (若剔除 SaaS 破坏事件,2020 年调整毛利率为 74.5%),主因公司加大 SaaS 自主开发产品的研发开支。②精准营销: 广告主购买相关服务,主要通过腾讯社交媒体平台(微信、QQ 等)进行精准营销,自 2020 年其公司将精准营销业务划分为数字商业下的商家解决方案服务和数字媒介服务。2016-2020 年,公司精准营销收入从 0.14 亿元增长至 13.46 亿元,增势迅速主要得益于公司在渠道下沉、行业深耕、流量多元化等方面的持续投入;毛利率水平从 2017 年的 42.6% 增长至 2020 年的 56.2%。

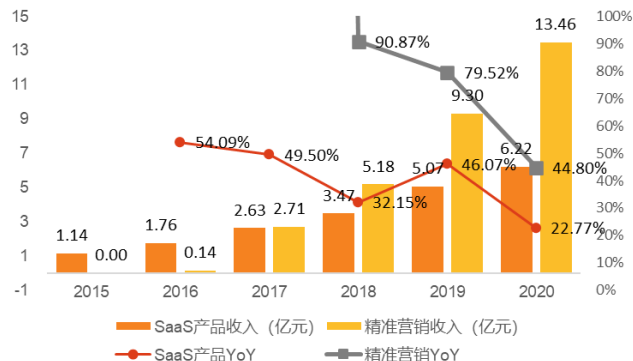
图 40: 公司 SaaS 产品、精准营销毛利率情况

图 41: 公司精准营销业务迅速增长,超越 SaaS 产品成为最重要业务





资料来源: WIND, 天风证券研究所

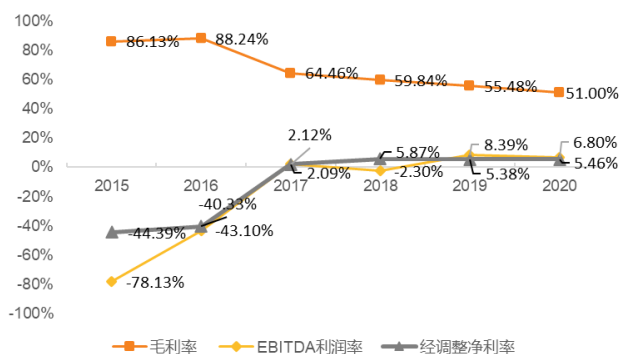


资料来源: WIND, 天风证券研究所

公司盈利能力有所改善, EBITDA 利润率及经调整净利率均提升, 整体费率有所下降。

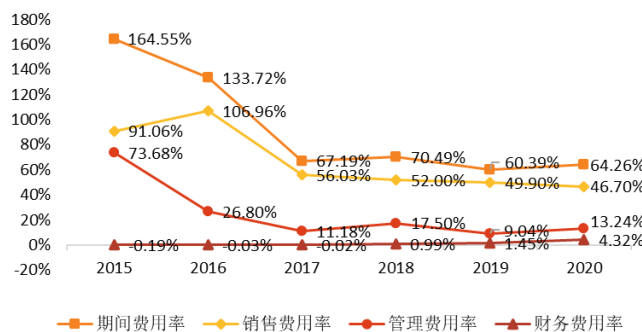
①利润率端: 2015-2020年, 公司整体毛利率水平由86.1%下降至51.0% (剔除SaaS破坏事件营销, 2020年经调整毛利率为53.2%), 主要系毛利率较低的精准营销业务占比升高, 拉低整体毛利率; 而EBITDA利润率、经调整净利率分别从-78.1%、-44.4%提升至6.8%、5.5%, 体现出盈利能力的改善。②费用率端: 2015-2020年, 公司期间费用率由164.6%下降至64.3%, 控费情况良好, 具体来看: 销售费用率从91.1%下降至46.7%, 主要受益于规模效应; 管理费用率从73.7%下降至13.2%; 财务费用率从-0.2%上升至4.3%, 主要系规模扩张向银行借款利息所致, 2020年额外增加了发行可转债的发行费用。

图 42: 公司盈利能力逐步改善



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 43: 公司控费情况良好, 实现费率降低



资料来源: WIND, 天风证券研究所

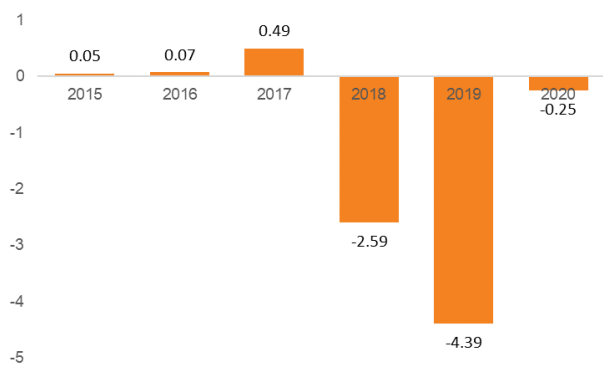
公司经营现金流量情况仍承压, 现金主要来源于融资活动。2018-2019年, 公司经营现金流量净额分别为-2.59/-4.39/-0.25亿元, 期末现金及现金等价物余额分别为1.28/8.70/18.24亿元, 目前公司具有较为充裕的现金储备以应对后续经营和扩张。但公司经营仍未能形成稳定现金流来源, 现金储备主要来自于融资手段, 如发行可转债等。

图 44: 2015-2020 年公司经营现金流量净额 (亿元)

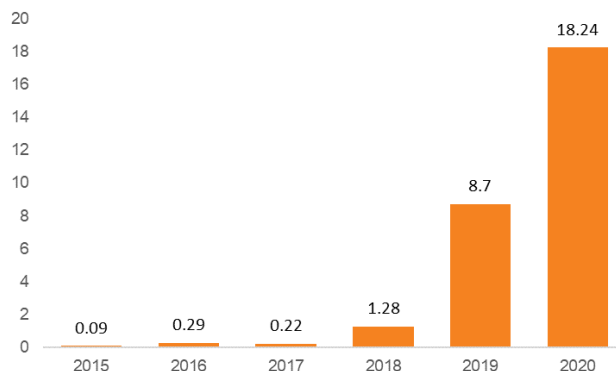
图 45: 2015-2020 年公司现金及现金等价物的期末余额(亿元)







资料来源：WIND，天风证券研究所



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 5. 风险提示

**产品及服务迭代市场接受度不及预期。**公司的经营和竞争所在的市场特点是不断变化和创新，该市场会继续迅猛发展，若公司后续产品的功能性、性能、可靠性、设计、安全性及可扩展性不能满足客户持续提升的要求，公司的业务发展将不及预期。

**商业 SaaS 和精准营销行业扩张不及预期。**尽管随着产品日益丰富及数字化需求的推动，商业 SaaS 行业整体需求不断扩张，精准营销也在过去持续取代传统营销方式，但这些行业的扩张存在一定的不确定性。

**LTV、CAC 改善等不及预期影响公司长期盈利及长涨。**我们预计公司未来的 LTV、LTV/CAC 在大客化等的推动下，长期将有所增长，但或存在停滞及下降的风险，这最终会影响公司的长期盈利及扩张。



## 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，相对同期标普 500 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，相对同期标普 500 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

