



中信证券
CITIC SECURITIES

私域流量价值依然，SaaS 估值已处历史低位

微盟集团 (02013.HK) 跟踪点评 | 2021.7.22

中信证券研究部

核心观点



许英博
首席科技产业
分析师

S1010510120041



杨泽原
首席计算机分析师
S1010517080002



联系人：廖原

近期公司受“微信淘宝打通”“用户隐私保护”等市场消息影响股价波动过大。我们认为，首先，微信生态早已存在拼多多、京东等平台电商，淘宝进入微信生态并不会改变私域流量布局价值；其次，商户私域流量的获取与留存，主要通过广告投放、线下导购引导以及红包激励等方式完成，并不依赖于用户手机号等隐私。市场消息带来的股价波动影响超过了对公司业务发展的实际影响，当前市值对应公司 2022 年 SaaS 业务 6.2x PS，精准营销 15x PE，已处于历史底部区间。我们维持公司“买入”评级。

7 月以来，微盟集团是股价累计跌幅达 42.6%，市场近期的担忧主要为三点：1) 短期研发、销售投入过大导致利润承压；2) “微信淘宝打通”，市场担忧对于小程序电商的冲击；3) “各大平台需加密客户信息”传言，导致市场担忧商户私域流量运营推进可能存在较大障碍。针对于市场担忧，我们的观点如下：

➤ **短期研发投入加大旨在巩固生态建设基础，预计 2021 年是研发投入大年，后续投入增长较为平缓。**公司短期投入过大压制利润释放，主要原因为研发人员快速增长所致，新增研发人员主要投入 PaaS 平台开发。2021 年初，公司提出“大客化-生态化-国际化”的 5 年期发展战略，其中 PaaS 平台建设是生态化战略的重要一环，旨在实现底层技术及产品生态的领先。我们认为，从欧美 SaaS 发展路径来看，完善的 PaaS 生态是 Salesforce、Shopify 等头部 SaaS 公司最核心的竞争优势之一。公司 PaaS 的落地也将为引入更多开发者，完善投资并购布局，巩固长期竞争壁垒奠定技术及产品基础。我们预计公司 PaaS 产品有望在年内落地，后续研发投入增长将趋于平缓。

➤ **如果淘宝、微信打通，并不影响私域流量价值。**从纯电商角度而言，微盟、有赞等电商 SaaS 的成长过程中，微信生态并不缺乏如拼多多、京东等平台电商的存在，小程序电商与平台电商不是互斥关系，品牌不会因为入驻平台旗舰店而关闭品牌官网，低成本/多平台管理/数据自主权等微商城的价值并不会被取代。从线上线下一体化而言，品牌的痛点不在于门店流量的数字化，而是私域流量的切割。以往线下门店数字化推进缓慢的原因之一在于，品牌加盟店、导购担心将线下消费者导入平台电商旗舰店之后，加盟店及导购并不能够获取到消费者后续增购、复购的业绩激励，因此导致加盟店及导购推进线下数字化意愿不强。智慧零售等产品的出现能够帮助不同门店、导购与对应消费者的绑定与隔离，解决利益分配问题，从而顺利推进线下数字化与私域建设。

➤ **客户隐私保护加强并不影响品牌私域流量的获取。**首先，根据第一财经信息，“工信部要求所有电商平台加密客户信息，从平台方、商户、快递公司等所有环节的商家，均无法获取到客户相关信息”的传言不实。其次，我们认为，对于品牌商而言，私域流量的沉淀主要分为几种方式：1) 微信侧，通过微信广告、社交裂变的直接跳转沉淀；2) 线下场景，主要通过线下导购引导注册会员、添加企业微信等方式沉淀；3) 红包卡片，电商场景最多，通过在快递包裹里面添加一张红包卡片，引导私域沉淀。私域流量的获取并不涉及用户手机、住址的隐私信息，同时当用户不想被触达时，可选择不再关注公众号、退出群聊、删除导购企业微信等方式，具备更多的主动权。

■ **风险因素：**官方开店工具竞争风险；大客户由 SaaS 订阅转向自研风险；线下 SaaS 产品推广不及预期；研发投入过大导致亏损超预期的风险；精准营销增长不及预期；并购投资整合不及预期。

■ **投资建议：**考虑到公司研发及销售方面人员扩张，我们调整公司 2021-2023 年调整后净利润预测为-3.5/-2.4/1.6 亿元（前预测值为 0.3/1.6/4.0 亿元）。我们依

微盟集团	02013.HK
评级	买入 (维持)
当前价	9.82 港元
目标价	20.00 港元
总股本	2,568 百万股
港股流通股本	2,568 百万股
总市值	252 亿港元
近三月日均成交额	579 百万港元
52 周最高/最低价	33.0/9.65 港元
近 1 月绝对涨幅	-46.22%
近 6 月绝对涨幅	-60.08%
近 12 月绝对涨幅	-20.93%

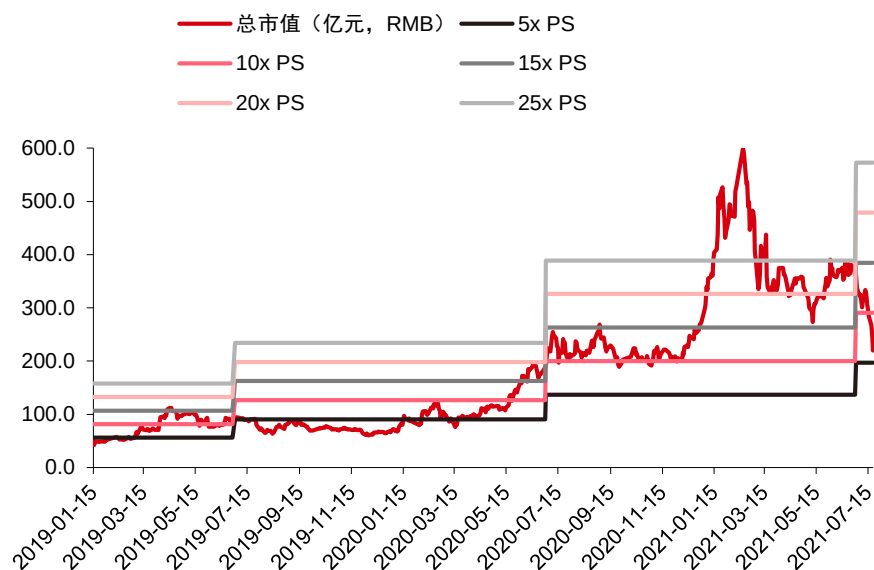
然看好私域流量运营场景价值，微盟集团作为头部服务商有望持续受益。公司当前市值对应公司 2022 年 SaaS 业务 6.2x PS，精准营销 15x PE，处于历史底部区间。我们认为，保守假设公司智慧零售（不含海鼎）2022 年收入达 5 亿元（yoy+67%），精准营销 2022 年 7 亿净利润（yoy+30%），不包含微商城、智慧餐饮、海鼎、营销云等业务线，仅智慧零售（2022 年 20x PS）产品线 + 精准营销（2022 年 15x PE）业务估值可达约 250 亿港元。公司短期股价表现受市场情绪扰动波动过大，公司业务发展并未受到较大影响。考虑到当前市场估值偏好的下降，我们给予公司 2022 年 SaaS 业务 15x PS 估值，精准营销业务 15x PE 估值，对应目标价 20.0 港元。我们依然看好公司大客化战略带来的高质量业绩增长、TSO 全链路营销的潜在业绩催化、以及微盟云 PaaS 落地后的生态壁垒，维持公司“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,436.8	1,968.8	2,648.2	3,440.3	4,524.3
增长率 YoY%	66.1%	37.0%	34.5%	29.9%	31.5%
调整后净利润(百万元)	77.3	107.4	-351.0	-236.4	159.2
毛利润(百万元)	797.1	1,002.6	1,529.6	2,125.9	2,928.4
毛利率%	55.5%	51.7%	57.8%	61.8%	64.7%
PS	17.6	12.8	9.5	7.3	5.6
PE	326.9	235.3	NA	NA	158.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 7 月 21 日收盘价

图：微盟集团 SaaS 业务 PS-BAND（Forward 1 年，即当前为对应 22 年 SaaS 估值）（假设精准营销均以 15x PE 估值）



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部预测 注：市值截至为 2021 年 7 月 21 日，1RMB = 1.2HKD

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,437	1,969	2,648	3,440	4,524
营业成本	(640)	(966)	(1,119)	(1,314)	(1,596)
毛利	797	1,003	1,530	2,126	2,928
销售费用	(717)	(919)	(1,457)	(1,823)	(2,036)
管理费用	(130)	(261)	(530)	(619)	(769)
其他收益	(67)	(118)	(50)	(50)	(50)
投资收益	291	(1,153)	(32)	(38)	(44)
营业利润	38	9	(382)	(242)	198
利润总额	328	(1,144)	(413)	(280)	155
所得税费用	(17)	(22)	41	28	(15)
税后利润	311	(1,166)	(372)	(252)	139
少数股东损益	(1)	(10)	(7)	(5)	3
归属于母公司股东的净利润	312	(1,157)	(365)	(247)	137
核心净利润	77	107	(351)	(236)	159

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	870	1,824	852	369	278
应收及预付款	156	239	284	387	515
其他流动资产	1,828	2,158	2,796	3,555	4,321
流动资产	2,855	4,221	3,932	4,311	5,114
物业、厂房及设备	21	64	58	52	44
无形资产	139	1,016	1,044	1,112	1,227
其他长期资产	289	554	644	762	931
非流动资产	449	1,633	1,746	1,926	2,201
资产总计	3,304	5,854	5,678	6,237	7,315
短期借款	300	425	-	-	-
应付款及应计费用	563	1,490	1,789	2,146	2,575
合同负债	293	376	630	1,006	1,423
其他流动负债	18	78	78	78	78
流动负债	1,174	2,370	2,496	3,231	4,076
长期借款	-	40	40	40	40
其他长期负债	140	2,192	2,250	2,313	2,388
非流动性负债	140	2,232	2,290	2,353	2,428
负债合计	1,314	4,602	4,787	5,583	6,504
归属于母公司所有者权益合计	1,990	1,048	694	461	616
少数股东权益	-0	204	197	192	195
股东权益合计	1,990	1,252	891	653	811
负债股东权益总计	3,304	5,854	5,678	6,237	7,315
负债所有者权益和夹层权益总计	3,304	5,854	5,678	6,237	7,315

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	328	-1,144	-413	-280	155
折旧和摊销	83	125	123	130	142
营运资金的变化	-538	-91	-95	-92	-23
其他经营现金流	-12	-23	41	28	-15
经营现金流合计	-451	-48	-333	-200	276
资本支出	-11	-14	-9	-10	-11
其他投资现金流	-656	-93	-205	-273	-356
投资现金流合计	-668	-107	-214	-283	-367
融资现金流合计	1,856	1,164	-425	-	-
现金及现金等价物净增加额	743	954	-972	-482	-91
期初现金及现金等价物	128	870	1,824	852	369
期末现金及现金等价物	870	1,824	852	369	278

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率					
营业收入	66%	37%	35%	30%	32%
营业利润	N/A	-76%	NA	NA	NA
调整后净利润	52%	39%	NA	NA	NA
利润率 (%)					
毛利率	55%	52%	58%	62%	65%
调整后净利率	5%	5%	-13%	-7%	4%
EBIT Margin	2.6%	0.5%	-14.4%	-7.0%	4.4%
回报率 (%)					
净资产收益率	-140.6%	-71.9%	-34.7%	-32.6%	19.0%
总资产收益率	14.2%	-25.5%	-6.5%	-4.2%	2.1%
其他 (%)					
资产负债率	40%	79%	84%	90%	89%
所得税率	5%	-2%	10%	10%	10%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。