

微盟集團 (2013.HK)

背靠騰訊，把握私域管理電商模式崛起的機遇

香港 | TMT 行業 | 首次覆蓋

28 Dec 2020

投資概要

私域流量管理為中小企業的主要發展方向，中國電商 SAAS 產業增長潛力巨大。以騰訊為例，騰訊自身更側重於微信支付以及朋友圈廣告等業務，而其電商 SaaS 服務則主要選擇與第三方 SaaS 平台合作，因此以騰訊為首的社交電商近年的迅速發展為不少第三方 SaaS 平台提供了巨大商機。第三方電商 SaaS 平台為商家在社交平台上（如微信）設立線上商店並提供線上商品交易、訂單管理、線上支付、用戶管理等服務。我們認為對於已經擁有足夠復購用戶流量的商家而言，通過第三方 SaaS 平台開設線上商店進行私域流量管理更為合適，有效的私域流量管理可提高客戶復購率以及減低獲客成本。

透過投資收購及與騰訊合作，積極拓展線下 SaaS 業務

微信於疫情期間（2020 年 2 月）在深圳地區推出了“智慧零售”小程序，大力入局線下零售行業。用戶可通過微信支付中的騰訊服務-智慧零售進入智慧零售小程序，目前微信智慧零售已接入每日優鮮、永輝、優衣庫、沃爾瑪等大牌零售商家。微盟作為微信第三方服務多年的合作夥伴，其與微信智慧零售持續在客戶開拓、產品研發、運營服務等方面協同，公司 2020H1 智慧零售業務各項營業指標明顯提升。另一方面，公司透過積極的投資及收購，包括達摩、商有、雅座以及近期收購的海鼎，以完善其在線下零售、餐飲等 SaaS 領域的佈局。

公司積極拓展 SaaS 直銷團隊規模，未來 SaaS 直銷收入比例有望進一步提升

我們認為對於一家 SaaS 服務提供商而言，擁有強大的銷售渠道尤其重要，銷售渠道將公司產品與其客戶連接，專業的銷售團隊可清楚掌握客戶需求，從而確保公司產品能滿足客戶需求。公司主要通過兩大渠道作銷售，1) 其自有直銷團隊以及 2) 第三方代理合作商。近年來，公司積極拓展其直銷團隊規模，根據管理層透露，截至目前，公司擁有約 1,600 名直銷人員。公司的 SaaS 直銷收入佔比按年顯著提升，從 2016 年的 29% 上升至 2019 年的約 40%，預計 2020 年全年的直銷收入佔比將會達至五成。我們認為公司 SaaS 直銷收入佔比未來仍有提升空間，我們相信公司未來直銷收入佔比的提升可減低 SaaS 業務的代理商分成（體現在銷售及分成費用），從而提升 SaaS 業務的利潤率。

公司與字節跳動的廣告合作有望可成為其未來另一增長點

近年來，字節跳動廣告業務規模迅速的增長。目前公司已與字節跳動有所合作，為其客戶在字節跳動的平台上（如抖音、頭條新聞等）投放廣告。字節跳動系平台的用戶以年輕化為名，因此對於某些商家而言（如主要以年輕客戶為主的產業），在字節系投放廣告可享受更高的廣告轉化率。根據管理層透露，目前公司精準營銷業務的毛收入約八成來自騰訊系，兩成來自於字節跳動系，字節跳動所貢獻的毛收入佔比仍處於較低水平，未來具有極大的提升空間。我們認為字節跳動將成為公司精準營銷業務未來一大增長來源，我們期待雙方未來更加緊密的合作。

估值及投資建議

我們採取 SOTP 估值法對公司進行估值。考慮到港股上市同行截止 12 月 21 日收市的估值以及公司與同行的差異，我們給予公司 SaaS 業務 20 倍 2021 年目標市銷率，精準營銷業務 18 倍 2021 年目標市盈率，目標價為 15.04 港元，對應 2020/2021/2022 年的經調整淨利潤 PE 198x/127x/82x。首次覆蓋給予“買入”評級。（匯率：0.88 人民幣/港元）（現價截至 12 月 22 日）

買入（首次）

現價 HKD 12.28

（現價截至 12 月 22 日）

目標價 HKD 15.04 (+22%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	2,255
市值 (港幣百萬元):	27,691
52 周 最高價/最低價 (港幣元):	13.92/3.06

主要股東 %

Yomi.sun Holding Limited	14.22
騰訊	8.01
City-Scape Pte. Ltd	6.31
CP Wisdom Singapore Pte. Ltd	6.31

股價 & 恒生指數



Source: Wind, Phillip Securities (HK) Research

財務資料

CNY mn	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Net Sales	1437	2327	3421	4544
P/S,x	15.4	10.5	7.1	5.4
Net income, Adj	77	150	236	363
EPS, Adj	0.04	0.07	0.10	0.16
P/E, Adj, x	286.0	162.1	103.4	67.2
ROE, Adj (%)	2.6	3.8	6.5	8.8
ROA, Adj (%)	2.3	4.3	5.2	7.2

（現價截至 12 月 22 日）

Source: 公司數據, Phillip Securities Est.

研究員

趙明志 (+ 852 2277 6514)

kevinchiu@phillip.com.hk

行業概況及預測

中國電商行業

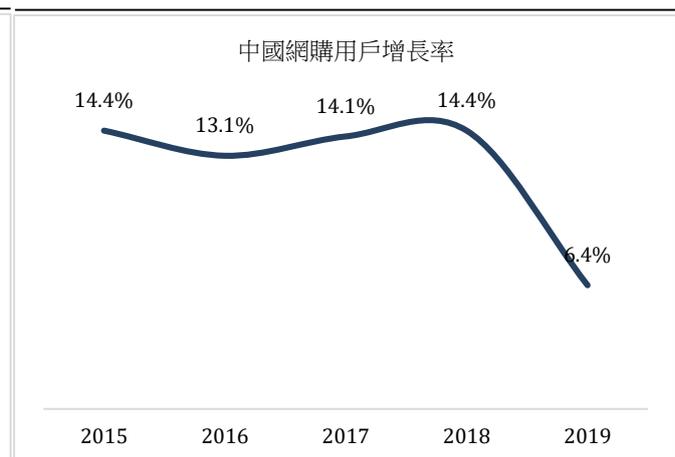
中國電商行業如今已經發展成熟，增長亦較此前緩慢。以天貓、京東、唯品會為首的傳統電商用戶增長明顯放慢，意味著行業競爭越發激烈，獲客成本越來越高。根據前瞻產業研究院數據，中國 2019 年的電商市場交易規模以及網購用戶按年分別增長了 13.1% 及 6.4%，增速較 2015 年的 36.6% 及 14.4% 有著明顯減慢的現象。用戶增長的明顯減慢再加上傳統電商平台商家的逐漸增加，一定程度上導致商家之間的競爭加劇，傳統電商流量成本急速上升，給予了中小型商家及中長尾商家一定的壓力。

圖一：中國電子商務市場交易規模及增長



來源：前瞻產業研究院， PSHK

圖二：中國網購用戶增長率

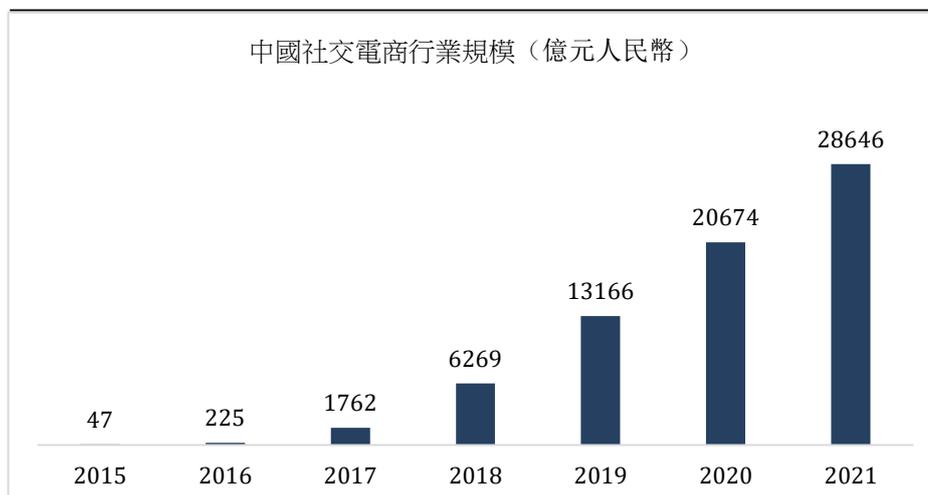


來源：前瞻產業研究院， PSHK

中國社交電商行業

在現今移動互聯網時代中，以微信為代表的社交平台 APP 擁有巨大用戶流量及佔據了用戶線上絕大部分的時間。以微信為例，截止 2019 年，微信的月活躍用戶為 11.65 億人，而微信的巨大用戶流量亦為社交電商大大減低了獲客成本，另一方面，微信生態圈中的其他功能如微信支付等亦為社交電商提供了良好的技術支持。目前微信已透過去中心化革新及打破傳統電商模式，打造了其獨有的社交電商生態，允許中小企業迅速擴展業務及擴闊其用戶群，同時直接控制其顧客數據及顧客關係。根據智妍諮詢報告，中國社交電商行業交易規模從 2015 年的 46.9 億元人民幣上升至 2019 年的 1.32 萬億元人民幣，預計於 2021 年規模將達至 2.86 萬億元人民幣。

圖三：中國社交電商行業規模



來源：智妍諮詢， PSHK

社交電商與傳統電商的差異

我們認為電商購物可分成兩大階段，需求階段以及購買階段。在需求階段中，傳統電商是以搜索性購物為主，因此用戶消費主要為計劃性消費，相反，社交電商有部分為非計劃消費，如朋友圈的產品分享激發用戶消費慾望。在購物階段中，傳統電商的消費轉化率較社交電商的低，主要原因為社交電商的信任機制（朋友推薦）較傳統電商的用戶評論更為可信，從而快速促成消費。

此外，在商品供給豐富的情況下，商品的排名將對傳統電商消費者有著極為重要的影響且產生了決定性的作用，消費者一般均選擇排名更高的商品，因此傳統電商中心化的特質（流量入口單一）使得其流量不斷往頭部商品匯聚，形成了流量不對稱的現象。在此情況下，產品的營銷及質量變得尤其重要。另一方面，社交電商（去中心化）則不存在流量不對稱的現象，因為在朋友推薦的情況下，消費者對朋友的信任將會減少其對排名以及品牌的依賴性，從而產品均會獲得與其性價比對等的流量。因此，我們認為社交電商對於長尾商品及中小商家更為友善，而傳統電商的定位則更側重於頭部商品。我們認為未來的兩種電商模式的應用場景將有所不同。

私域流量管理為中小企業的主要發展方向，中國電商 SAAS 產業增長潛力巨大

以騰訊為例，騰訊自身更側重於微信支付以及朋友圈廣告等業務，而其電商 SaaS 服務則主要選擇與第三方 SaaS 平台合作，因此以騰訊為首的社交電商近年的迅速發展為不少第三方 SaaS 平台提供了巨大商機。第三方電商 SaaS 平台為商家在社交平台上（如微信）設立線上商店並提供線上商品交易、訂單管理、線上支付、用戶管理等服務。對於商家而言，相比於在傳統電商上開店，第三方 SaaS 平台提供的開店服務有著兩大優勢。

1) 社交電商的私域流量經營更為有效，通過第三方 SaaS 平台在社交電商開店（如在微信上開設商店），商家可直接管理其消費者及與其消費者互動。而另一方面，若商家在傳統電商開店，則無法直接管理其消費者，因傳統電商掌握了消費者流量，流量入口單一，商家必須通過消費者的搜索甚至要再加上傳統電商的產品推薦才可觸及到其潛在消費者。因此對於商家而言，在傳統電商用戶增長緩慢及公域流量成本高企的態勢下，社交電商的私域流量經營更為有效。

2) 由於第三方 SaaS 平台無需像傳統電商一樣向商家提供強大的用戶引流，因此通過第三方 SaaS 平台在社交電商開店及銷售產品所收取的費用亦會較傳統電商的少。以天貓為例，天貓商家每年需付人民幣 3 萬-6 萬元的年費以及 2%-5% 的銷售佣金，而微盟（行業頭部的第三方 SaaS 平台）只收取最低人民幣 6800 元的 SaaS 服務年費。

基於以上原因，我們認為對於已經擁有足夠復購用戶流量的商家而言，通過第三方 SaaS 平台開設線上商店進行私域流量管理更為合適，商家可用自己的方式為其產品引流，有效的私域流量管理可提高客戶復購率以及減低獲客成本。而同時，由於傳統電商用戶增長明顯已達瓶頸，公域流量成本高企，因此對於中小形商家，有否擁有自己的固定客戶及能否有效私域管理其客戶變得尤其重要。

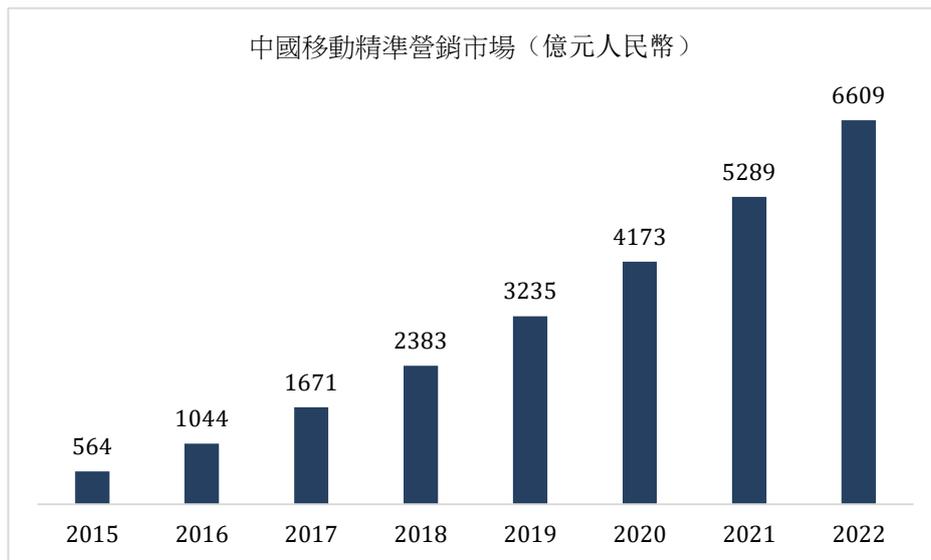
行業龍頭的第三方電商 SaaS 供應商將受惠於微信小商店的推出

2020 年 6 月份，騰訊推出了微信小商店。微信小商店為一款小程序，專門免費幫助小商家開設網店。但由於微信小商店免費提供的均為一些基礎 SaaS 服務，故此對象主要為規模較小的中小企業。相反，行業內龍頭第三方 SaaS 提供商（如微盟及有贊等）的主要客戶均為中小企業中的頭部客戶，微信小商店所提供的免費功能與該等頭部客戶的需求並不匹配。我們認為微信小商店將會逐漸把行業頭部的第三方 SaaS 提供商淘汰，使得行業逐漸集中，有利於行業頭部第三方 SaaS 提供商。此外，微信小商店提供的免費 SaaS 服務可促使小型的中小企業順應現今數字化的趨勢，從中迅速增長。當該類中小企業規模成型後（微信小商店的基礎免費 SaaS 服務不能滿足他們的需求），將有望成為行業頭部第三方 SaaS 提供商的潛在新客戶。

中國移動精準營銷市場

對比傳統的互聯網廣告，精準營銷的廣告優勢在於其能夠經大數據分析出潛在客戶群眾，因此廣告投放更具有針對性，大大降低廣告成本及提升廣告效益。而隨著移動社交平台的普及，移動用戶及用戶平均時長有所上升，移動精準營銷市場規模亦於近年明顯增長。根據弗若斯特沙利文，預計中國移動精準營銷市場規模將於 2022 年達至 6601 億元人民幣，2017-2022 年 CAGR 為 31.7%。

圖四：中國移動精準營銷市場

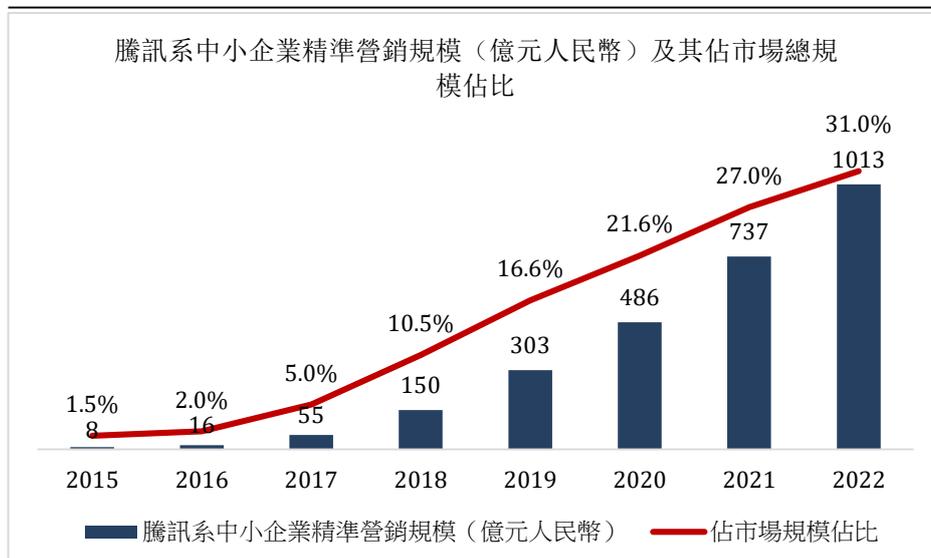


來源：智妍諮詢， PSHK

騰訊系將成為主流的中小企業精準營銷流量主

騰訊系廣告以微信為核心（包括朋友圈廣告），並且整合 QQ 音樂、騰訊視頻、騰訊新聞等其他產品廣告資源。根據弗若斯特沙利文，騰訊系將成為主流的中小企業精準營銷流量主，其於中小企業精準營銷市場的市佔率預計於 2022 年達至 31%，對比 2015 年的 1.5% 有著巨大的提升。

圖五：騰訊系中小企業精準營銷規模及其佔市場總規模佔比



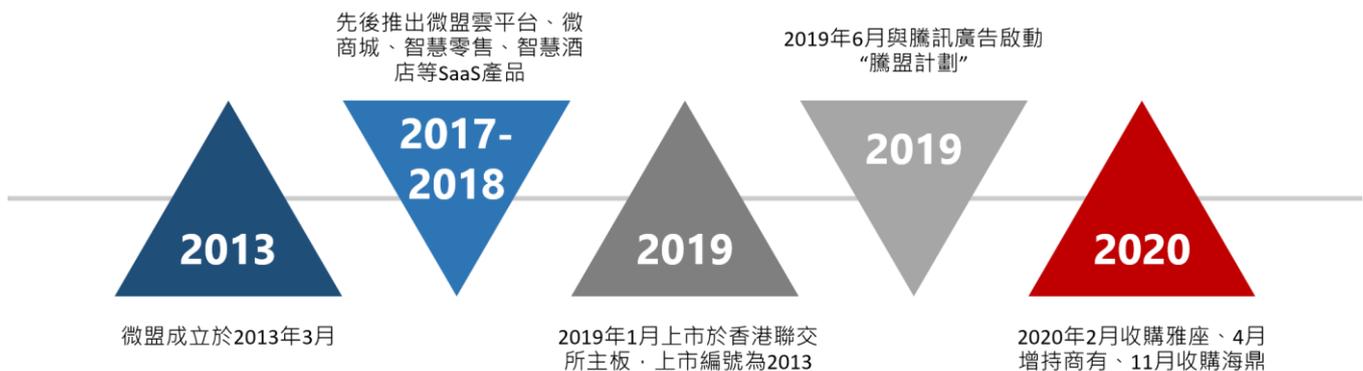
來源：弗若斯特沙利文， PSHK

公司概況及競爭優勢

微盟為一家基於微信生態圈的中小企業第三方服務商，主要提供電商 SaaS 以及精準營銷服務

微盟成立於 2013 年 4 月，目前主要為國內中小企業提供電商 SaaS 以及精準營銷服務。微盟成立當年便推出其首款 SaaS 產品，並成為微信公眾號的首批合作夥伴之一。此後，微盟成為了微信電商 SaaS 和廣告服務的主要合作夥伴，其與微信廣告及電商生態的發展亦緊緊捆綁一起。2017-2018 年，微盟先後推出微盟雲平台、微商城、智慧零售、智慧酒店等 SaaS 產品。2019 年 6 月，公司與騰訊廣告啟動了“騰盟計劃”，結合騰訊廣告平台的流量以及微盟電商 SaaS 服務能力，打造了一個更加完善的直營電商生態。此外，公司於 2019-2020 年間，分別投資/收購商有、雅座及海鼎，以加速其線下零售及餐飲 SaaS 業務的發展。公司於 2019 年 1 月在港交所主板上市，更於 2019 年 9 月被納入港股通。根據弗若斯特沙利文報告，公司目前為中國領先的中小企業雲端商業及營銷解決方案提供商，並成為騰訊社交網絡服務平台上服務中小企業的中國領先精準營銷提供商。

圖六：公司發展里程碑



來源：公司，PSHK

微盟的 SaaS 產品可被分為商業雲、營銷雲以及銷售雲三大業務板塊

微盟通過商業雲、營銷雲以及銷售雲三大 SaaS 板塊為商家提供以微信生態為主的 SaaS 服務。在三大 SaaS 服務板塊中，商業雲的收入佔公司總 SaaS 收入的絕大部分，2019 年商業雲收入佔總 SaaS 服務收入約 79%，而營銷雲收入佔約 21%。微盟的商業雲主要包括微商城、智慧零售、智慧餐廳、智慧酒店、客來電等商業 SaaS 產品，主要服務於電商、零售、酒店、餐飲行業等的商家。而營銷雲的產品則主要包括微站、廣告助手等。以下為各產品介紹。

圖七：公司 SaaS 產品介紹

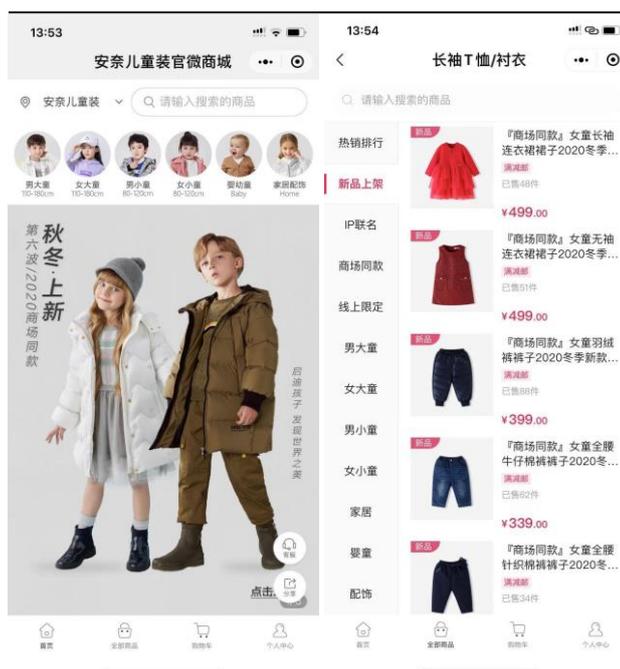
SaaS 產品		定位及特徵	功能
商業雲	微商城	完整解決方案（包括線上開店、多種營銷工具、SCRM 工具及數據分析），增加顧客流量及忠誠度，獲得強大的技術及多功能服務支持	完整在線開店、營銷工具插件、社交客戶資源管理、數據分析驅動計算和報告
	智慧零售	專為零售商戶設計的解決方案，擁有多種管理功能，可整合線上及線下運營、營銷和數據管理，並成為智慧商業	門店線上化管理、進銷存管理、導購系統、預約到店、社交客戶資源管理
	客來店	針對具有線下門店的商戶的完整解決方案，其產品特徵包括會員管理、線上線下營銷、門店展示，以及易於管理的業務交易	一鍵會員註冊、在線預約預定、預付會員卡、粉絲召集令
	智慧餐廳	針對餐飲業的垂直解決方案，具備會員管理、主題營銷、線上點餐及外賣等各種功能	在線點餐、在線買單、會員營銷、主題營銷、自有外賣
	智慧酒店	針對酒店業的垂直解決方案，其特徵為房態管理、線上房間預約及線上酒店商城	房態管理系統、在線訂房、商城系統
	智慧美業	針對美容業的垂直解決方案，能提供在線評級、支付小費及移動預訂與預約服務	透過整合預約、營銷、會員、獎勵積分系統、支付等功能，幫助美業商戶吸粉、轉化顧客及促進復購，無縫對接商戶微信公眾號，支持線上下單購買，線下到店消費
	智慧休娛	針對休閒娛樂業的垂直解決方案，其特徵為線下場所及服務展示以及預付會員卡交易能力	提供包含門店管理、會員數據管理、僱員銷售、在線預約系統及營銷活動在內的一站式 O2O 解決方案。
	智慧會務	垂直一站式數字會務解決方案，具有會議營銷、靈活簽到方式、會議大屏展示、遊戲互動、強大的數據系統及多維度統計報表的特徵	會議營銷、靈活簽到方式、會議大屏展示、遊戲互動、強大的數據系統及多維度統計報表等功能
	智慧外賣	針對外賣業的垂直解決方案，其特徵為移動訂餐、在線支付、開具收據、配送、移動社交網絡營銷、促銷及顧客會員制管理服務	移動訂餐、在線支付、開具收據、配送、移動社交網絡營銷、促銷及顧客會員制管理服務等功能
	智慧旅遊	專為傳統旅行社設計的完整解決方案，通過提供在線功能（如微信營銷、在線銷售、訂單管理、會員管理和數據分析）幫助旅行社拓寬銷售渠道及提高其營銷及獲客能力	微信營銷、在線銷售、訂單管理、會員管理和數據分析
直客推	面向直營電商，以「廣告+小程序」雙引擎為核心，將精準營銷與 SaaS 軟件協同，幫助商家全渠道多觸點獲取私域流量。	廣告投放、商品管理、客戶管理、營銷追蹤、數據分析、訂單管理等功能	
營銷雲	微站	針對移動網站建設者，具有豐富的模板及組件庫、完美兼容微信小程序和微信公眾號及方便快捷地發佈移動網站的特點	完善的設計搭建能力、線索收集、便捷內容管理系統、營銷工具
	廣告助手	針對商戶的一站式營銷解決方案，具有一系列工具以管理、監控及優化廣告準備、預算分配及媒體選擇等線上營銷活動	便捷建站、統一投放管理、效果預估和自動優化、線索跟踪
	微盟表單	為商戶根據其定制需求提供多種信息收集功能，包括市場調研、顧客反饋收集及顧客信息積累等需求的解決方案	簡易創建、多渠道收集分析
銷售雲	銷售推	針對商戶的獲客工具，可提升其獲客能力、幫助商戶洞察顧客行為及發現及轉化潛在顧客，以及協助銷售人員跟進顧客、跟踪跟進狀態、提高顧客轉化率及從顧客流量獲利	微信名片、智能獲客、客戶管理、全員營銷

來源：公司，PSHK

微商城

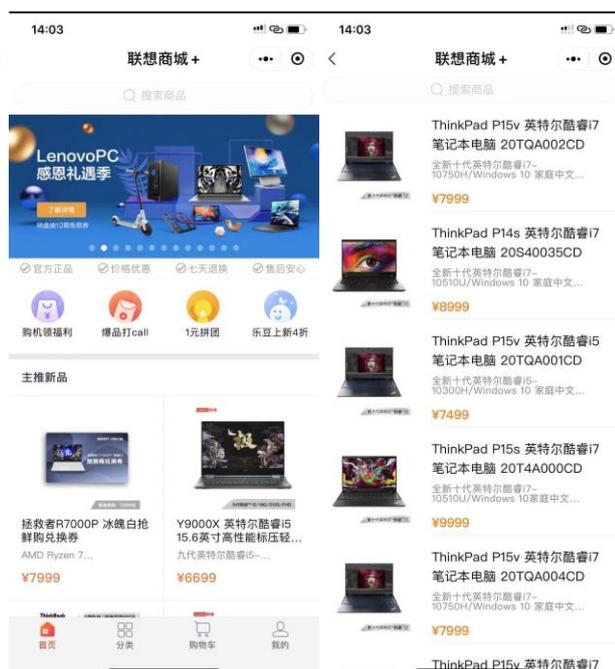
微商城為公司商業雲其中一款核心產品，其主要服務為通過微信小程序或微信公眾號為商戶搭建全面的電商銷售系統，更提供包括店面設計、產品展示、訂單管理等服務。此外，微商城更為商戶提供各種營銷工具插件，商戶可通過該類營銷工具插件於其消費者互動，從而提升消費者的線上購物體驗及增加重複購買量。該類營銷工具插件包括 1) 拼團、2) 砍價以及 3) 限時折扣。1) 在拼團人數達到指定數量時，拼團客戶可按大幅折扣價格購買產品，刺激消費者消費。2) 消費者可自行邀請其朋友幫助砍價，越多用戶參與砍價，顧客即可享受更大的折扣，但同時商戶亦通過其消費者的朋友圈作產品推廣，讓其產品觸達更廣泛的用戶群體，打造了一個雙贏局面。3) 商戶可於限時折扣期間內向消費者送出大力度折扣、積分或優惠券等其他利益，以刺激銷售額，同時亦有效地為品牌作推廣。另一方面，微商城亦為商戶提供其他服務如社交客戶資源管理、數據分析驅動計算和報告等。

圖八：安奈兒童裝官方微商城-微信小程序截圖



來源：微信小程序，PSHK

圖九：聯想官方微商城-微信小程序截圖



來源：微信小程序，PSHK

圖十：微商城營銷中心插件

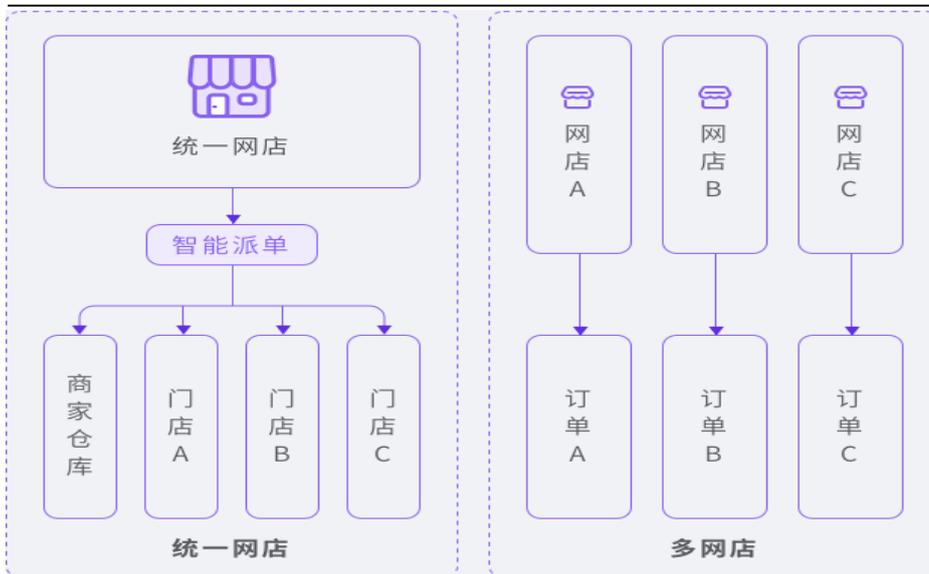


來源：公司招股書，PSHK

智慧系列 SaaS 產品

智慧系列的 SaaS 產品，包括智慧零售、智慧餐飲、智慧酒店等，通過微信小程序與微信公眾號的方式，為公司線下商戶所設計的解決方案，幫助彼等整合線上及線下運營，並成為智慧商業。以智慧零售為例，智慧零售為商家提供一系列服務，包括 1) 門店線上化管理 2) 進銷存管理 3) 導購系統 4) 預約到店 5) 社交客戶資源管理 (SCRM) 等。1) 商戶可通過智慧零售設立其線上門店，以實現門店基本信息、物流及產品等的線上化管理。商戶可設定統一店及多網店兩種模式，若客戶選擇統一網店，系統會根據買家收貨位置以及各線下門店庫存情況自動為商家作智能派單，把訂單分配至最合適的線下門店作產品發貨。2) 為商家旗下各門店提供獨立的進銷存管理系統，為商戶提供出庫、入庫、調撥等庫存管理。3) 導購系統幫助商戶為其消費者提供一對一服務，如根據系統提供的全面的用戶畫像為顧客提供優惠券、下單推薦及其他專屬顧客服務。4) 消費者可一鍵預約並選擇門店及到訪時間，幫助商戶在高峰期提高運營效率。5) 收集商戶線上線下的客戶資料並進行數字化管理，實現顧客線上一體化服務體驗，幫助商戶提高其服務質量及實現其客戶資源價值最大化。截止 2019 年底，公司智慧零售商戶數量達到 1,101 家。

圖十一：智慧零售 - 統一網店模式 VS 多網店模式



來源：微盟智慧零售官網，PSHK

圖十二：智慧零售 - 進銷存線上化管理



支持為商戶提供出庫、入庫、調撥、盤點等進銷存管理，並支持各門店進行獨立管理

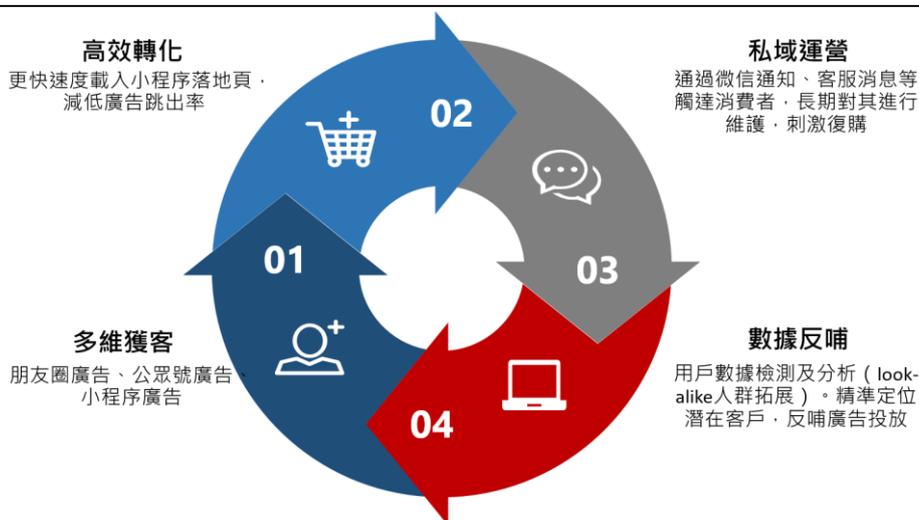
來源：公司招股書，PSHK

直客推

2019年6月12日，在宣佈啟動與騰訊廣告的“騰盟計劃”的同時，微盟正式發佈“直客推”解決方案，聚焦直營電商2.0時代的電商行銷需求，通過提供全方位的優質資源，打造直營電商生態閉環，助力國內中小企實現行銷轉型升級。

“直客推”基於微信小程序幫助商家快速搭建廣告落地頁。而對比於傳統廣告落地頁，微盟“直客推”創建的落地頁因使用了小程序輕代碼和頁面靜態緩存技術，故此消費者可以以更快的速度載入小程序頁面，減低廣告投放的跳出率，更好地承接來自騰訊廣告的流量，打造更有效的“廣告+小程序”一站式的購物體驗。當顧客完成消費後，“直客推”可協助商家通過微信客戶消息、服務通知等形式觸達消費者並對其進行長期維護，以促進消費者復購及留存，提高私域流量的變現能力。此外，“直客推”更提供全面的用戶數據檢測及分析，精準定位潛在目標客戶，反哺廣告投放，打造聚焦直營電商2.0時代的生態閉環。

圖十三：直客推 - 直營電商生態閉環

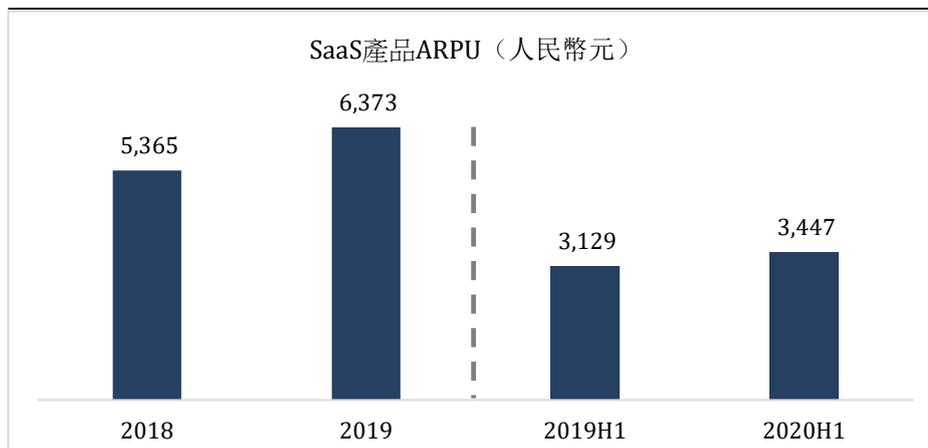


來源：公司，PSHK

公司 SaaS 業務步向高端市場，實施大客化戰略

就公司 SaaS 業務，公司自 2019 年起積極向大客戶拓展，實施走向高端客戶，大客化的戰略，雖然大客的獲客成本較高，但由於大客的生命週期較長，付費意願較高，續費率較高，因此公司大客化後的 SaaS 業績將會更加穩定。此外，結合上文行業分析，公司的大客化戰略不但完全避免了騰訊推出微信小商店對其的負面影響，還有望受惠於此。公司 2020H1 的 SaaS 產品 ARPU 為人民幣 3,447 元，對比 2019H1 的人民幣 3,129 元有著明顯的提升，可見公司的大客化戰略逐漸落地及有所成效。

圖十四：公司 SaaS 產品 ARPU

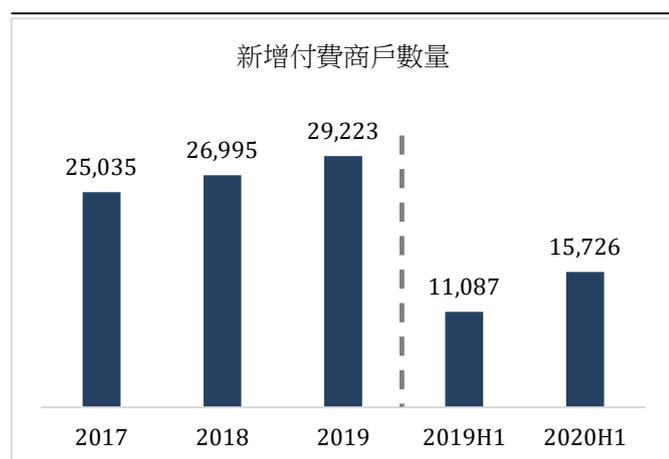


來源：公司，PSHK

SaaS 業務付費商戶逐漸提升，商戶流失率按年下降

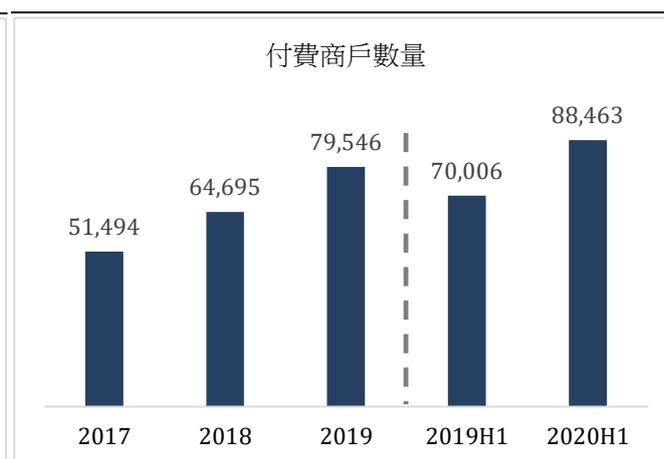
除了 ARPU 外，1) 新增付費商戶數量 2) 付費商戶數量 3) 商戶流失率也是公司 SaaS 業務的重要經營指標。1) 公司的新增付費商戶數量從 2017 年的 25,035 上升至 2019 年的 29,223，期內 CAGR 為 8.0%。2) 付費商戶數量從 2017 年的 51,494 上升至 2019 年的 88,463，期內 CAGR 為 31%。3) 商戶流失率近年明顯優化，從 2017 年的 27.2% 下降至 2019 年的 22.2%，商戶平均生命週期（即 1/商戶流失率）從 2017 年的 3.7 年上升至 4.5 年，商戶對公司 SaaS 依賴度逐漸提升，使得其 SaaS 業績穩定增長。

圖十五：新增付費商戶數量



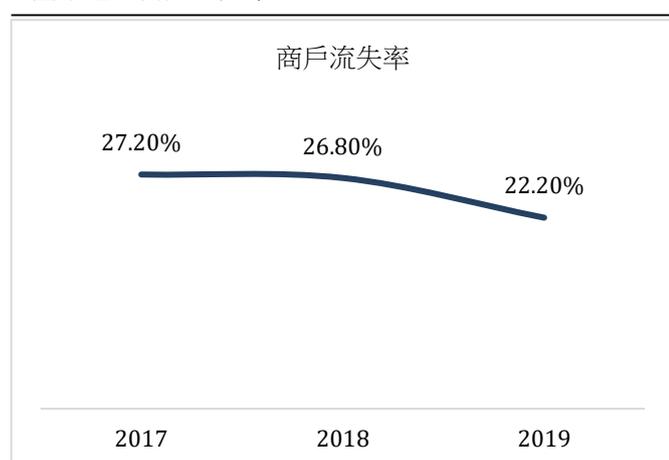
來源：公司，PSHK

圖十六：付費商戶數量



來源：公司，PSHK

圖十七：商戶流失率



來源：公司，PSHK

圖十八：商戶平均生命週期

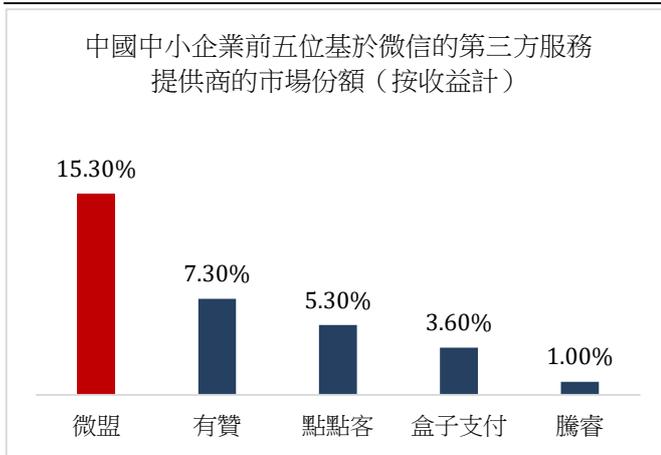


來源：公司，PSHK

微盟為領先的中小企業基於微信的第三方服務提供商

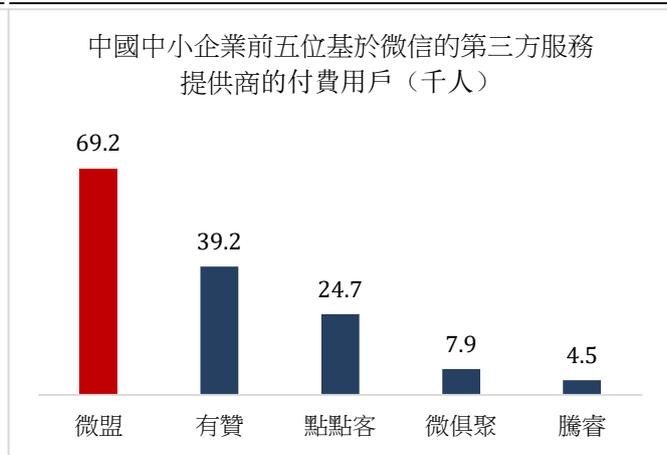
近年來，微信用戶群體迅速增加，截止 2019 年，微信的月活躍用戶為 11.65 億人。隨著微信用戶群體增加，其開放生態系統的活力亦隨之增長。因微信更側重於其主要業務，如廣告及支付業務，故此造就了不少基於微信的第三方服務提供商的崛起，以滿足國內中小企業對微信生態圈流量的需求。根據弗若斯特沙利文，按 2017 年收益計付費人數計，微盟為國內第一大的中小企業基於微信的第三方服務提供商。我們相信隨著越發越多的線下行業及商戶透過微信生態圈拓展業務，中國中小企業基於微信的第三方服務市場未來將會維持高增長，而微盟作為微信於該市場的主要合作夥伴，將會成為主要受惠者。

圖十九：中國中小企業前五位基於微信的第三方服務提供商的市場份額（按收益計）



來源：弗若斯特沙利文， PSHK

圖二十：中國中小企業前五位基於微信的第三方服務提供商的付費用戶

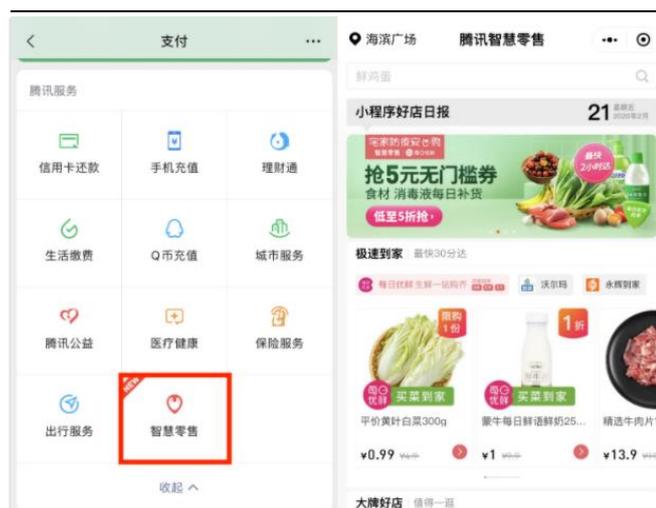


來源：弗若斯特沙利文， PSHK

透過投資收購及與騰訊合作，積極拓展線下 SaaS 業務

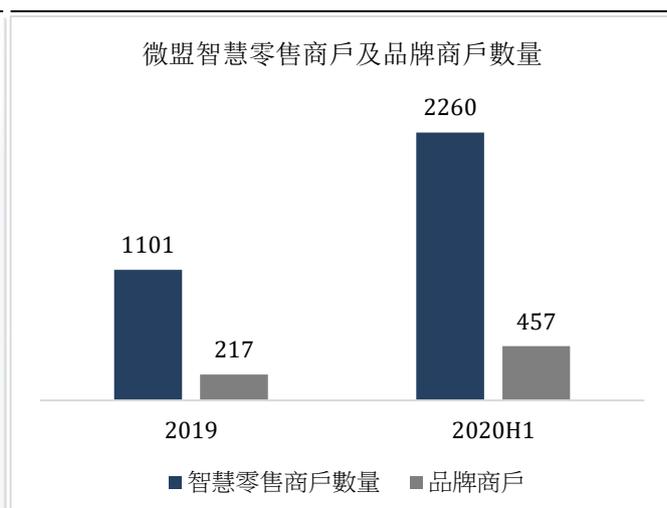
微信於疫情期間（2020 年 2 月）在深圳地區推出了“智慧零售”小程序，大力入局線下零售行業。用戶可通過微信支付中的騰訊服務-智慧零售進入智慧零售小程序，目前微信智慧零售已接入每日優鮮、永輝、優衣庫、沃爾碼等大牌零售商家。微盟作為微信第三方服務多年的合作夥伴，其與微信智慧零售持續在客戶開拓、產品研發、運營服務等方面協同，公司 2020H1 智慧零售業務各項營業指標明顯提升。截止2020年6月底，公司的智慧零售商戶數量達到2,260家，較2019年底的1,101家增加了105%。在2,260家智慧零售商戶中，品牌商戶達457家（較2019年底增加106%），品牌商戶的每使用者平均訂單（ARPU）收入達到人民幣22.7萬（較2019年底增加82%）。

圖二十一：微信智慧零售小程序入口



來源：微信截圖， PSHK

圖二十二：微盟智慧零售商戶及品牌商戶數量



來源：公司， PSHK

另一方面，公司透過積極的投資及收購，包括達摩、商有、雅座以及近期收購的海鼎，以完善其在線下零售、餐飲等 SaaS 領域的佈局。以下為海鼎及雅座收購案例分析。

1) 收購海鼎信息 - 新的智慧零售垂直行業：海鼎主要為便利店、專賣店、商超、百貨、購物中心等多業態商企提供連鎖零售、商業地產、倉儲物流三大行業信息化解決方案，以及與支付、智能硬件相關的創新業務。此外，海鼎目前累計已服務 1,000 餘家商業企業客戶，當中包括一些行業頭部客戶，根據中國連鎖經營協會（「CCFA」）發佈的 2019 年中國便利店百強榜單，超過 30% 的企業選擇海鼎信息；根據觀點指數研究院發佈的 2019 年度商業地產 TOP100 榜單，超過 40% 的企業選擇海鼎信息，其中 Top50 的商業地產客戶覆蓋度為 58%。是此收購將幫助公司有效拓展其業務至商業地產、連鎖超市、連鎖便利店等新的智慧零售垂直行業。海鼎 2019 年的平均客單價為 54 萬元人民幣，高於公司 2020H1 智慧零售品牌商戶的客單價 22 萬人民幣，因此收購海鼎符合公司走向高端、頭部客戶的戰略。另一方面，公司未來有望可透過覆蓋商業地產、連鎖商超的良好口碑，進一步拓展與購物中心、大型商超合作的品牌商客戶資源，從而形成從綜合商業體、購物中心到品牌門店（Plaza to Business）。除此之外，公司有望可透過收購海鼎進一步完善其中後台營運能力，包括進銷存管理、訂單管理、倉儲管理、供應鏈物流管理等。

圖二十三：公司於智慧零售領域的佈局



來源：公司公告，PSHK

2) 收購雅座 - 從線上到線下：微盟於 2020 年 2 月 19 日公告以人民幣 1.14 億收購雅座 63.83% 權益。雅座是一家聚焦餐飲領域的一體化解決方案提供商，主要為餐飲企業及其線下門店提供集前端的收銀、中台的會員管理及後台的供應鏈管理為一體的新餐飲 SaaS 智慧解決方案，覆蓋從會員管理、預訂、掃碼點餐、排隊預訂、前台收銀、供應鏈管理到 KDS 後廚管理及數據分析等全應用場景。此前，公司在餐飲垂直行業的優勢在於線上，收購雅座後，公司可有效地從線上切入線下，完善其智慧餐飲產品鏈，提供從會員、收銀、外賣、點餐、預訂、供應鏈管理的全場景解決方案，彌補公司在服務中大型餐飲客戶方面的短板。雅座 2019 年的 ARPU 為人民幣 1.84 萬，高於公司 2020H1 智慧餐飲的平均客單價人民幣 1.6 萬，故此是此收購符合公司走向高端，大客化的戰略。

圖二十四：公司收購雅座後在餐飲領域的能力版圖



來源：公司公告，PSHK

公司積極拓展 SaaS 直銷團隊規模，未來 SaaS 直銷收入比例有望進一步提升

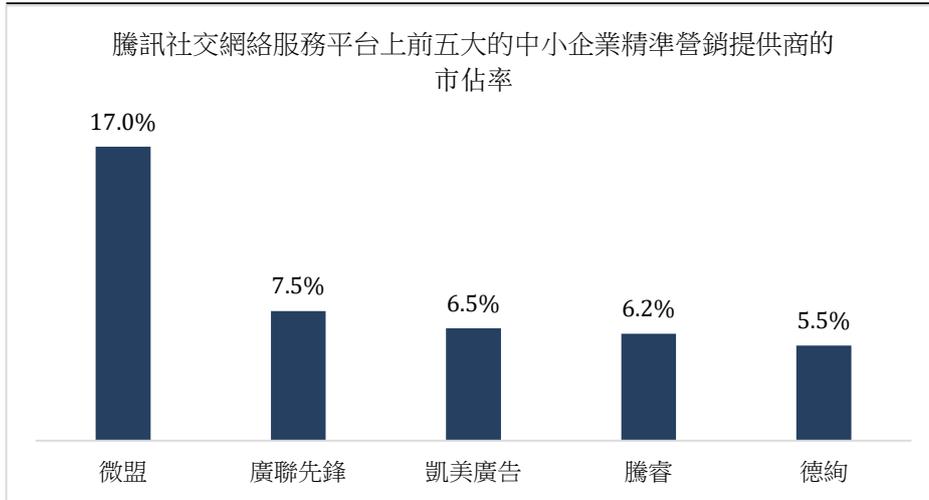
我們認為對於一家 SaaS 服務提供商而言，擁有強大的銷售渠道尤其重要，銷售渠道將公司產品與其客戶連接，專業的銷售團隊可清楚掌握客戶需求，從而確保公司產品能滿足客戶需求。公司主要通過兩大渠道作銷售，1) 其自有直銷團隊以及 2) 第三方代理合作商。公司成立初期時，其銷售工作主要交給第三方代理合作商，代理 SaaS 收入佔公司 SaaS 業務收入絕大部分。近年來，公司積極拓展其直銷團隊規模，根據管理層透露，截至目前，公司擁有約 1,600 名直銷人員。公司的 SaaS 直銷收入佔比按年顯著提升，從 2016 年的 29% 上升至 2019 年的約 40%，預計 2020 年全年的直銷收入佔比將會達至五成。

我們認為公司 SaaS 直銷收入佔比未來仍有提升空間，主要原因為 1) 公司目前直銷人員主要覆蓋 1-2 線城市，而因 SaaS 服務尚未在 3-4 線城市普及，3-4 線城市商家對 SaaS 服務認知不足，故此公司 3-4 線城市的銷售工作主要依靠第三方代理合作商，隨著 SaaS 服務在 3-4 線城市的普及度逐漸提升，我們認為公司直銷人員將可自行開拓 3-4 線城市的潛在客戶。2) 根據公司管理層透露，公司新產品的銷售主要分配給其直銷團隊作銷售，隨著公司越來越多新產品的推出，直銷收入佔比將會有所提高。我們相信公司未來直銷收入佔比的提升可減低 SaaS 業務的代理商分成費用率（體現在銷售及分成費用），從而提升 SaaS 業務的利潤率。

基於微信生態圈的精準營銷服務

公司主要通過微信朋友圈、微信公眾號、QQ、QQ 空間、騰訊新聞和騰訊視頻廣告等騰訊社交媒體平台向廣告主提供精準營銷。騰訊，坐擁超過 11 億的月活躍用戶，擁有海量的用戶流量，因此對於廣告主而言，騰訊多元化的廣告渠道具有巨大的廣告投放價值。微盟為騰訊廣告其中最主要的第三方服務商及合作夥伴，根據弗若斯特沙利文，按 2017 年毛收入計算，公司為騰訊社交網絡服務平台上最大的中小企業精準營銷提供商，市佔率為 17%。2020 年 8 月 18 日，公司獲得了騰訊廣告渠道生態合作 2020 年上半年效果 KA (Key Accounts) 服務商官方金牌服務商授牌，充分體現出騰訊對公司廣告營銷能力的認可及重視度。

圖二十五：騰訊社交網絡服務平台上前五大的中小企業精準營銷提供商



來源：弗若斯特沙利文， PSHK

圖二十六：微信朋友圈/公眾號營銷示例



來源：公司招股書， PSHK

圖二十七：QQ新聞/空間營銷示例



來源：公司招股書， PSHK

此外，公司已搭建了包含豐富的消費者行為和交易數據的專有數據管理平台（DMP）。DMP 可助力廣告主精準營銷，以更精準地物色可能對品牌感興趣或成為付費顧客的受眾。公司的 DMP 為商戶分析消費者群體的瀏覽行為和交易記錄，並為商戶標記該等消費者群體的興趣標籤，以進行受眾定位策略優化。公司為商戶提供付費能力、興趣、年齡、性別和行為等受眾分析，以便廣告主精確定位其潛在顧客並進行營銷。廣告主可在平台上便捷地選擇媒體資源、圈定目標受眾、創建社交推廣計劃和使用其他強大工具來進行推廣營銷，以獲取、轉化和沉澱顧客。公司已在婚禮服裝、教育、室內裝飾、餐飲、房地產及生活方式服務等多個垂直行業累積了多年的精準營銷運營經驗，而該等於細分垂直行業多年的營運經驗及數據累積成為了公司強大的競爭優勢。

兩大業務多方面協同，SaaS 業務持續為精準營銷業務作用戶引流

我們認為公司兩大業務存在多方面的協同。

1) 公司已將 SaaS 業務與精準營銷業務打通，比如，使用微商城的商家可輕易通過微商城的控制面板添增公司精準營銷的服務，將其廣告投放至微信公眾號、朋友圈等社交媒體上。此舉可大大減低公司精準營銷的獲客成本，提升利潤率。根據管理層透露，公司精準營銷業務及 SaaS 業務的客戶重合率高達 40%，隨著未來商家對精準營銷的需求增加，我們認為此重合率有望進一步提升。

2) 在指定的零售垂直行業中，對比普通廣告代理商，公司因擁有多提供 SaaS 服務的經驗，因此其具備更清楚了解商家業務的優勢，從而能提供更精準及有效的營銷服務計劃。

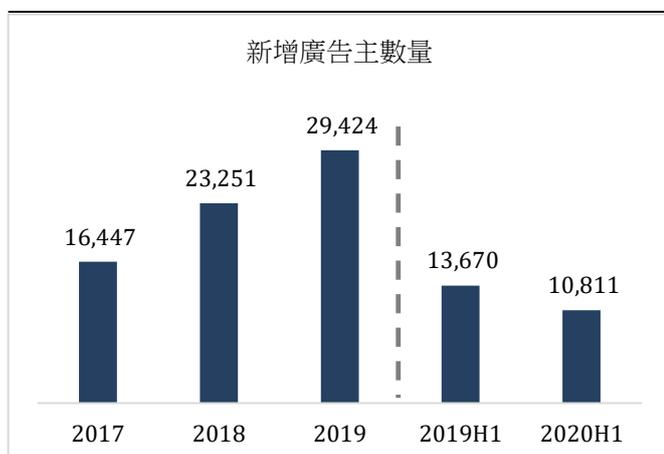
3) 承接上文所述，公司近年來積極地拓展線下業態（微盟收購多家線下零售/餐飲相關的服務提供商）。我們認為公司未來將繼續積極拓展其線下商家（包括向其他智慧零售垂直行業拓展），若這些商家對精準營銷服務有所需求，自然而然亦將成為公司精準營銷的新增客戶。

綜上所述，我們認為公司兩大業務多方面的協同是其一大重要的競爭優勢。

精準營銷業務經營指標持續優化

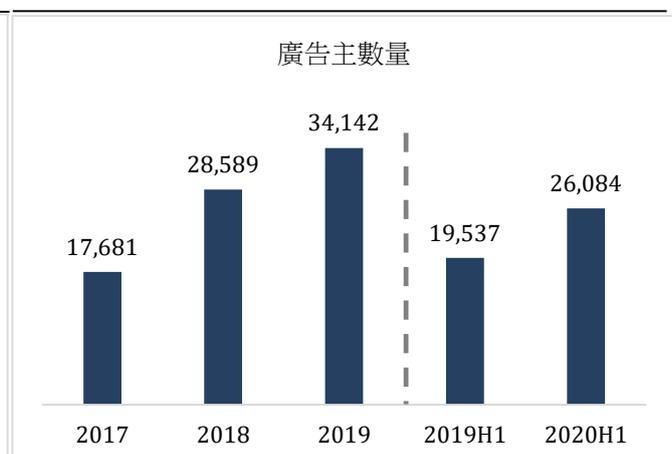
公司精準營銷的經營指標主要為 1) 新增廣告主數量 2) 廣告主數量 3) 復投率 4) 毛收入 5) 每廣告主 ARPU。1) 精準營銷業務的新增廣告主數量從 2017 年的 16,447 上漲至 2019 年的 29,424，期內 CAGR 為 33.8%。2) 廣告主數量從 2017 年的 17,681 上漲至 2019 年的 34,142，期內 CAGR 為 39.0%。3) 復購率，即已復投廣告主數量（年內已使用公司精準營銷一次以上的廣告主）佔廣告主數量佔比，從 2017 年的 50.6% 上升至 2019 年的 68.3%，充分展現公司精準營銷服務質量及效率。4) 毛收入（即精準營銷向廣告主收取的貨幣總值，毛收入並非公司精準營銷收入）從 2017 年的 9.33 億元人民幣上升至 2019 年的 52.81 億元人民幣，期內 CAGR 高達 138%，此增長遠高於騰訊廣告收入的同期 CAGR 30%，意味著公司在騰訊系的廣告份額也在快速提升。根據管理層測算，公司 2020H1 在騰訊系的廣告份額約為 11.5%。5) 每廣告主 ARPU 從 2017 年的 5.3 萬元人民幣上升至 2019 年的 15.5 萬元人民幣，期內 CAGR 為 71%，主要由於公司開始轉型服務騰訊 KA（Key Accounts）客戶。

圖二十八：新增廣告主數量



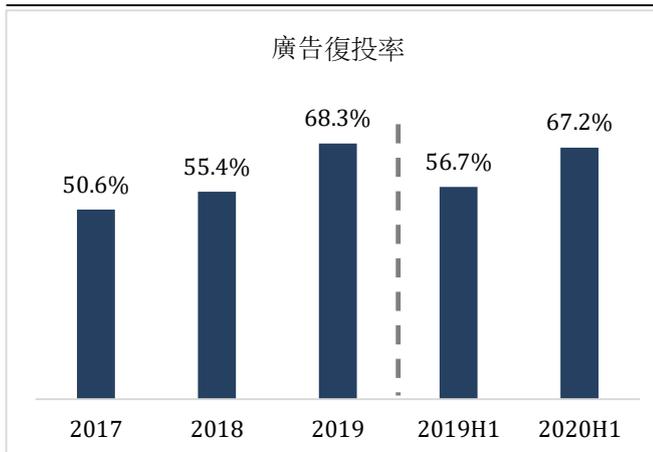
來源：公司，PSHK

圖二十九：廣告主數量



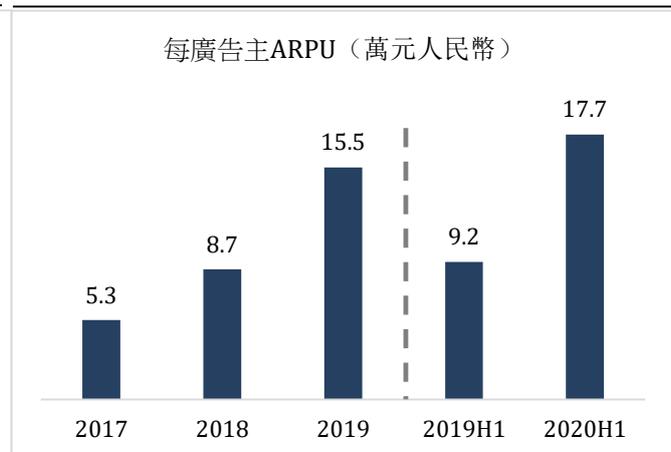
來源：公司，PSHK

圖三十：廣告復投率



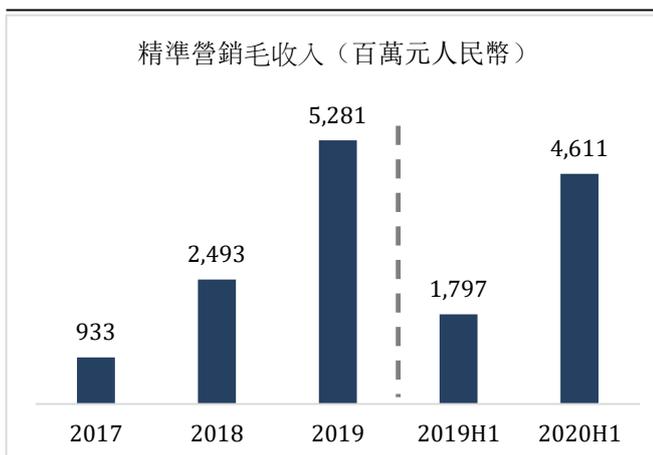
來源：公司， PSHK

圖三十一：每廣告主 ARPU



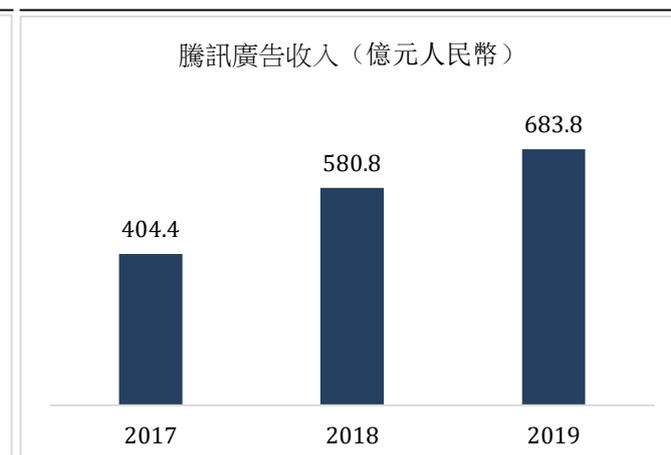
來源：公司， PSHK

圖三十二：精準營銷毛收入



來源：公司， PSHK

圖三十三：騰訊廣告收入



來源：公司， PSHK

公司與字節跳動的廣告合作有望可成為其未來另一增長點

近年來，字節跳動廣告業務規模迅速的增長。根據鉅亨網，字節跳動廣告規模從 2016 年的 60 億元人民幣上升至 2020 年的 1550 億元人民幣（根據業內人士透露），增長驚人。目前公司已與字節跳動有所合作，為其客戶在字節跳動的平台上（如抖音、頭條新聞等）投放廣告。字節跳動系平台的用戶以年輕化為名，因此對於某些商家而言（如主要以年輕客戶為主的產業），在字節系投放廣告可享受更高的廣告轉化率。根據管理層透露，目前公司精準營銷業務的毛收入約八成來自騰訊系，兩成來自於字節跳動系，字節跳動所貢獻的毛收入佔比仍處於較低水平，未來具有極大的提升空間。我們認為字節跳動將成為公司精準營銷業務未來一大增長來源，我們期待雙方未來更加緊密的合作。

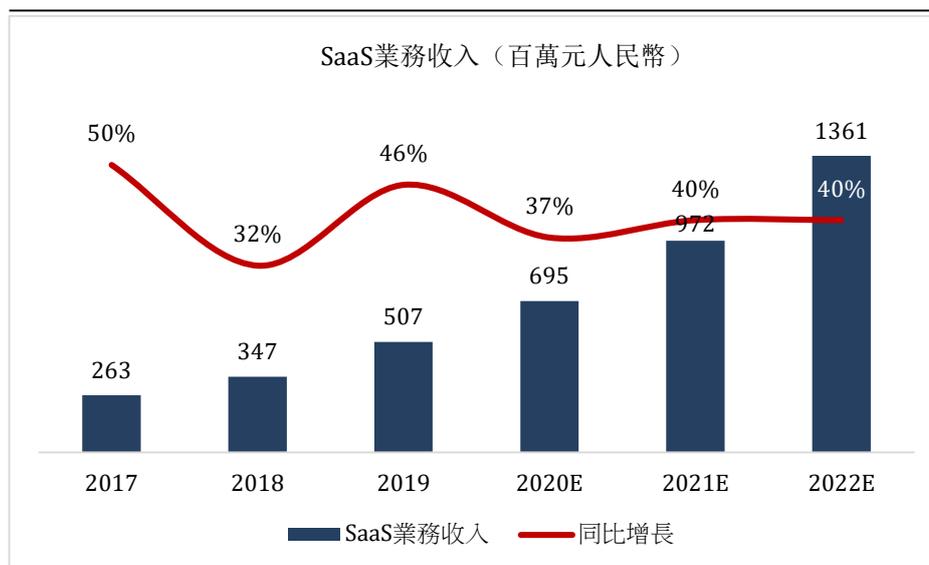
財務分析及預測

SaaS 業務收入

近年來，公司的 SaaS 業務收入迅速增長，從 2017 年的 2.63 億元人民幣上升至 2019 年的 5.07 億元人民幣，期內 CAGR 38.8%。此增長主要由於期內 1) SaaS 付費客戶的增加以及 2) ARPU 的提升。1) 得益於付費客戶流失率的減少以及線下商家的開拓，公司 SaaS 付費客戶從 2017 年的 5.15 萬上升至 2019 年的 7.95 萬。2) 得益於公司大客化的戰略轉型以及線下商家的開拓（線下商家的 ARPU 較高，可參考海鼎信息及雅座的收購案例），公司近年的 SaaS 業務 ARPU 明顯上升，從 2017 年的人民幣 5,100 上升至 2019 年的人民幣 6,373。

展望將來，考慮到 1) 公司未來將繼續開拓線下商家（包括進行收併購以拓展其他零售垂直行業）2) 未來隨著 SaaS 產品的質量提升及多元化，我們認為商家對公司 SaaS 服務的依賴性將會提升，因此 SaaS 業務付費客戶流失率有望進一步下降。3) 私域管理的電商模式將會進一步普及，微商城商家將會繼續增加。基於以上 3 大原因，我們認為公司的 SaaS 付費客戶數量未來將會持續增加預計將於 2022 年達至 15.1 萬人，2019-2022 年期內 CAGR 為 23.7%。另一方面，我們認為公司 SaaS 業務的 ARPU 未來將會持續得益於公司大客化的戰略轉型以及線下商家的開拓而穩定上升，預計將於 2022 年達至人民幣 9,034 元，2019-2022 年 CAGR 為 12.3%。綜上所述，我們預測公司 2020/2021/2022 年 SaaS 收入將分別為 6.95/9.72/13.6 億元人民幣，2019-2022 年 CAGR 高達 39.0%。

圖三十四：SaaS 業務收入



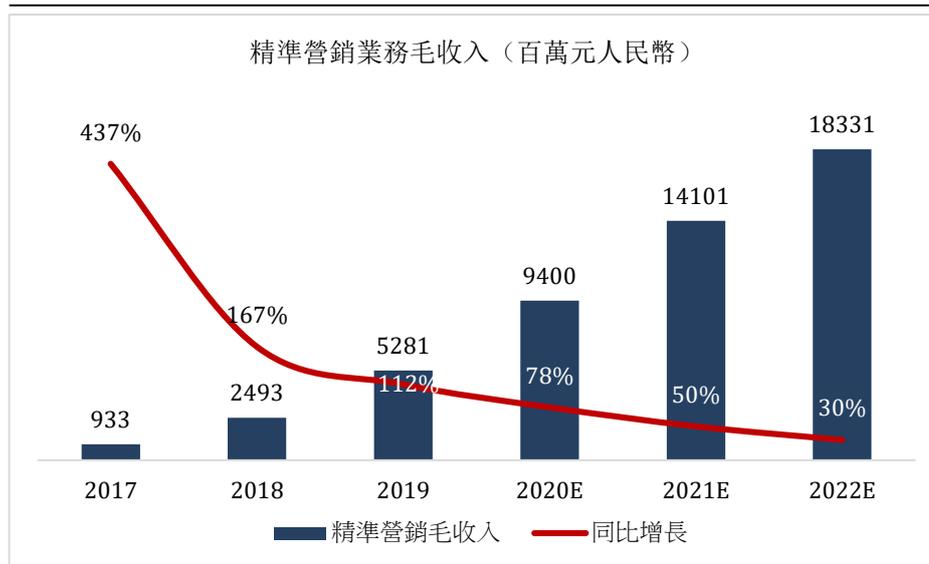
來源：公司，PSHK

精準營銷業務毛收入

從財務記賬角度而言，公司的精準營銷業務共分成兩種確認收入的方式，總額法及淨額法。兩種收入確認方式區別在於向廣告主收取費用的模式，若收取費用的模式為 CPC (cost per click) / CPM (cost per thousands)，即採用淨額法確認收入，將廣告返點記賬為收入。相反，若向廣告主收取費用的模式為 CPA (cost per action)，公司則採取總額法確認收入，廣告費用流水（減去授予主要顧客的銷售折扣及增值稅）記賬為收入，支付廣告平台的流量分成記賬為成本。基於財務準則的複雜性以及誤導性，我們認為對比收入，精準營銷的毛收入更能清晰的反映該業務的運營表現及增長。公司過往的毛收入保持高增長，從 2017 年的 9.33 億元人民幣上升至 2019 年的 52.81 億元人民幣，期內 CAGR 為 138%。

考慮到 1) 公司拓展字節跳動系平台的所帶來的新機遇 2) SaaS 業務新增客戶的額外精準營銷需求 3) 騰訊廣告規模以及商家對騰訊生態的廣告需求提升，我們認為公司精準營銷的毛收入未來將能保持高增長。我們預測公司的 2020/2021/2022 年精準營銷毛收入將分別為 94.0/141.0/183.3 億元人民幣，2019-2022 年期內 CAGR 為 51%。

圖三十五：精準營銷業務毛收入



來源：公司，PSHK

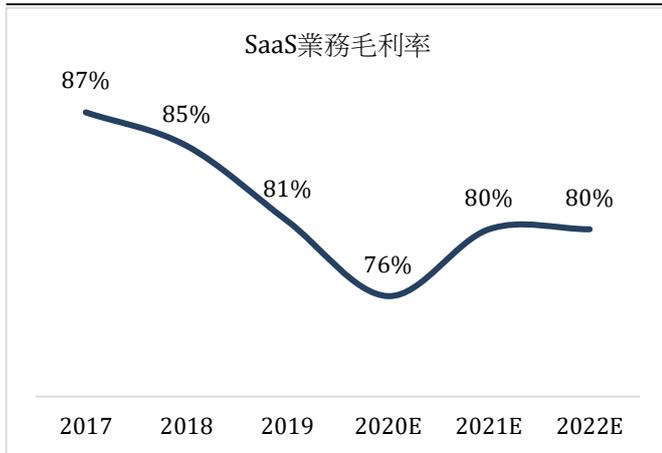
盈利能力

近年來，SaaS 業務毛利率有著下滑的態勢，從 2017 年的 87.0% 下跌至 2019 年的 80.5%。我們認為該毛利率將於 2020 年持續下降，主要原因為公司新 SaaS 產品的研發投入普遍分 3 年攤銷且計入成本，從而拉低毛利率。在新產品研發成本完全攤銷後，毛利率有望恢復。我們預測公司 2020/2021/2022 年的 SaaS 業務毛利率將分別為 76%/80%/80%。

公司過往精準營銷業務對比毛收入的毛利率亦呈現下滑的趨勢，從 2017 年的 12.4% 下降至 2019 年的 7.4%。主要原因為公司近年逐漸轉型至服務騰訊 KA (key account) 客戶，而因 KA 客戶廣告投放的金額較大，故此騰訊給予公司的廣告返點亦較低，從而拉低毛利率（對比毛收入）。考慮到 1) 未來公司 KA 客戶佔比將會進一步提高 2) 公司拓展字節跳動系廣告平台，而字節跳動系廣告平台的廣告返點普遍比騰訊的低，我們認為該比率未來將延續此下滑的趨勢。我們預計公司 2020/2021/2022 年的精準營銷毛利率（對比毛收入）將分別為 6.7%/6.5%/6.4%。

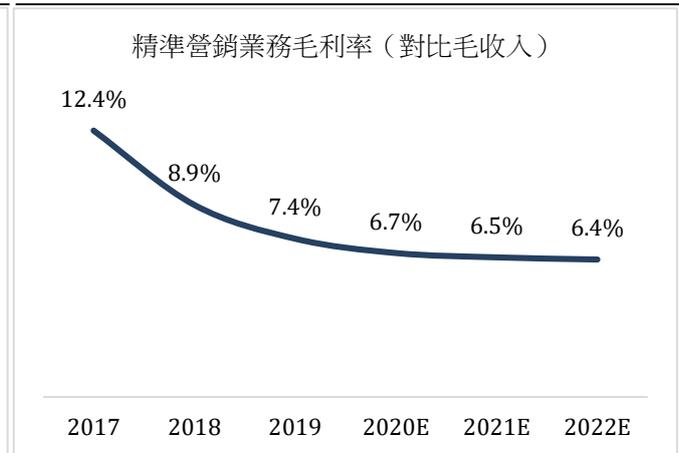
至於銷售費用方面，如上文所述（第 13 頁），我們預計公司 SaaS 業務收入的直銷比率將會有所提升，從而減少與代理商的分成比例以及拉低銷售費用率。我們預測公司 2020/2021/2022 年的銷售費用率將分別為 39%/35%/34%。我們預計公司 2020/2021/2022 年的行政費用率將保持穩定於 7%-8% 之間。

圖三十六：SaaS 業務毛利率



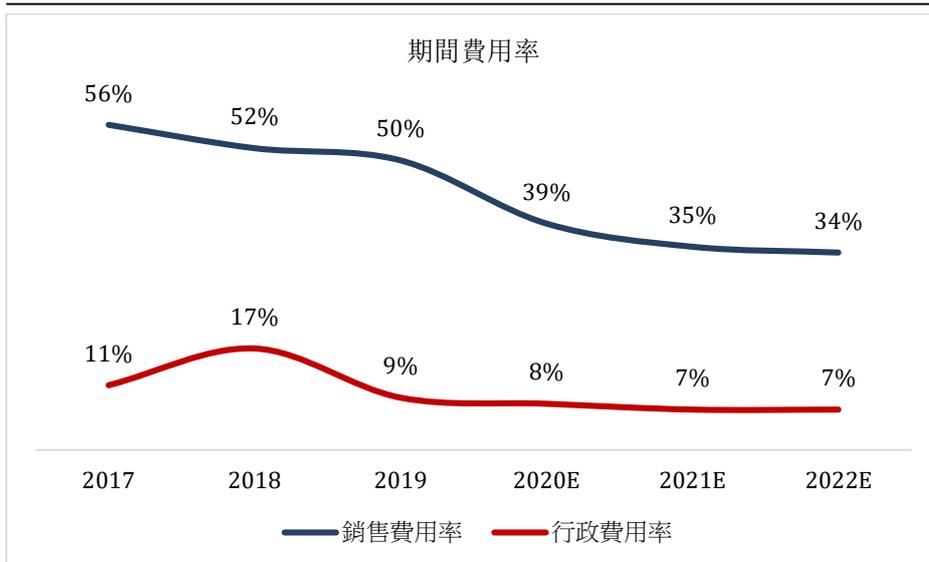
來源：公司，PSHK

圖三十七：精準營銷業務毛利率（對比毛收入）



來源：公司，PSHK

圖三十八：期間費用率



來源：公司，PSHK

估值

我們預測公司 2020/2021/2022 年經調整淨利潤為 1.50/2.36/3.63 億元人民幣，公司 SaaS 業務 2020/2021/2022 年收入分別為 6.95/9.72/13.61 億元人民幣，精準營銷業務 2020/2021/2022 年淨利潤為 3.83/5.79/7.39 億元人民幣。

我們採取 SOTP 估值法對公司進行估值。考慮到港股上市同行估值以及公司與同行的差異，我們給予公司 SaaS 業務 20 倍 2021 年目標市銷率，精準營銷業務 18 倍 2021 年目標市盈率，目標價為 15.04 港元，對應 2020/2021/2022 年的經調整淨利潤 PE 198x/127x/82x。首次覆蓋給予“買入”評級。（匯率：0.88 人民幣/港元）（現價截至 12 月 22 日）

圖三十九：同行估值

公司	股份編號	收盤價	市值	市盈率				市銷率			
				TTM	2020E	2021E	2022E	TTM	2020E	2021E	2022E
(原幣) (百萬人民幣)											
電商SaaS公司											
微盟集團	2013 hk equity	12.46	23,738	70.2x	-	123.8x	60.9x	15.0x	10.7x	7.3x	5.6x
中國有贊	8083 hk equity	2.32	33,818	-	-	-	-	20.6x	18.3x	11.9x	8.1x
Shopify	SHOP US equity	1180.00	937,488	-	319.2x	324.0x	241.2x	-	50.1x	38.1x	28.3x
Square	SQ US equity	230.74	695,508	-	310.2x	209.3x	128.5x	13.5x	11.3x	8.3x	7.2x
精準營銷公司											
樂享互動	6988 hk equity	3.39	6,259	65.1x	31.8x	19.1x	13.0x	9.6x	7.5x	4.8x	3.2x
華揚聯眾	603825 CH equity	24.53	5,608	24.4x	18.1x	13.2x	10.4x	0.6x	0.5x	0.4x	0.4x

來源：Bloomberg, 數據截止 12 月 21 日，美股數據截止於 12 月 18 日

估值

1) SaaS 客戶開拓遜預期 2) 行業競爭加劇 3) 廣告需求不及預期 4) 精準營銷業務主要依賴與騰訊的合作關係

財務報表

Consolidated Statement of Profit or Loss

Dec Y/E, RMB mn	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Revenue	865	1437	2327	3421	4544
SaaS Products	347	507	695	972	1361
Targeted Marketing	518	930	1632	2448	3183
- Gross method	317	571	1017	1526	1983
- Net method	202	358	615	923	1200
Gross Profit	518	797	1158	1694	2262
S&M expense	-450	-717	-907	-1197	-1545
Admin expense	-151	-130	-186	-239	-318
R&D expense	0	0	0	0	0
Other operating gain/(loss)	42	87	19	19	19
Operating Profit	-42	38	83	277	418
Net finance income	-5	-12	-14	-15	-16
Other non-operating gain/(loss)	-1044	302	0	0	0
Profit before tax	-1091	328	69	262	403
Tax	-1	-17	-4	-14	-21
NCI	-2	-1	3	12	19
Profit for the year	-1089	312	62	236	363
Adjusted profit for the year	51	77	150	236	363
EPS (RMB)		0.15	0.03	0.10	0.16
Adj. EPS (RMB)		0.04	0.07	0.10	0.16

Key Financial Data

Dec Y/E	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Valuation Ratio					
P/E ratio, x	N/A	70.9	391.8	103.4	67.2
Adjusted P/E ratio, x	N/A	286.0	162.1	103.4	67.2
P/S ratio, x	N/A	15.4	10.5	7.1	5.4
Per share data (RMB)					
EPS	N/A	0.15	0.03	0.10	0.16
Adjusted EPS	N/A	0.04	0.07	0.10	0.16
Revenue per Share	N/A	0.70	1.03	1.52	2.02
Growth & Margin					
Revenue Growth	62.0%	66.1%	62.0%	47.0%	32.8%
Operating income growth	N/A	N/A	120.9%	232.1%	51.0%
Net income Growth	N/A	N/A	-80.1%	278.9%	53.9%
Adjusted Net income Growth	355.3%	52.1%	94.4%	56.7%	53.9%
Gross Profit Margin	59.8%	55.5%	49.8%	49.5%	49.8%
Operating profit Margin	-4.8%	2.6%	3.6%	8.1%	9.2%
Net Profit Margin	-125.9%	21.7%	2.7%	6.9%	8.0%
Adjusted Net Profit Margin	5.9%	5.4%	6.5%	6.9%	8.0%
Key Ratios					
ROE, Adj	N/A	2.6%	3.8%	6.5%	8.8%
ROA, Adj	4.7%	2.3%	4.3%	5.2%	7.2%

來源：公司， PSHK estimates

現價截至 12 月 22 日

Consolidated Statement of Financial Position

Dec Y/E, RMB mn	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Non Current Asset					
PPE	17	21	27	35	46
ROU assets	0	61	61	61	61
Intangible assets	57	139	177	206	229
Development costs	28	17	38	44	45
Others	132	211	779	765	832
Total Non Current Assets	234	449	1083	1111	1213
Current Asset					
T/R	79	156	135	293	276
Inventories	0	0	0	0	0
Prepayments	509	1227	1415	2372	2993
Cash and cash equivalents	128	870	615	549	366
Others	130	602	209	209	209
Total Current Assets	846	2855	2374	3423	3844
Total Assets	1081	3304	3457	4535	5057
Non Current Liabilities					
Short term loan	0	0	0	0	0
Contract liabilities	130	85	123	169	240
Others	2770	55	55	55	55
Total Non Current Liabilities	2900	140	178	224	295
Current Liabilities					
Long term loan	80	300	390	390	390
T/P	270	563	415	1028	879
Contract Liabilities	263	293	401	571	790
Others	0	18	18	18	18
Total Current Liabilities	613	1174	1224	2008	2077
Equity					
Share capital	0	2	2	2	2
Reserve	-2431	1989	2051	2286	2649
Non controlling interest	-1	0	3	15	34
Total Equity	-2433	1990	2055	2303	2685
Total Liabilities and Equity	1081	3304	3457	4535	5057
Cashflow Statement					
Dec Y/E, RMB mn	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Profit (loss) before tax	-1091	328	69	262	403
Depreciation and amortization	22	83	72	100	113
change in working capital	-272	-538	-228	-271	-530
Others	1077	-325	11	2	-5
CFO	-264	-451	-76	92	-19
Capex	-51	-128	-138	-143	-148
Others	-60	-539	-117	0	0
CFI	-111	-668	-255	-142	-148
Proceeds from share issuance	1	1770	0	0	0
Others	454	87	76	-15	-16
CFF	455	1856	76	-15	-16
Net Change in Cash	81	737	-256	-66	-183
Foreign exchange	25	6	0	0	0
Cash and CE at Y/E	128	870	615	549	366

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within \pm 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2020 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES
Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm