

买入

战略推进成效显著,积极探索电商新形式

微盟集团 (2013.HK)

2021-06-30 星期三

目标价:	21.4 港元
现价:	17.1 港元
预计升幅:	25%

重要数据

日期	2021-06-30
收盘价 (港元)	17.1
总股本 (百万股)	2,431
总市值 (百万港元)	41,629
净资产 (百万港元)	1,245
总资产 (百万港元)	6,955
52周高低 (港元)	33.5/8.78
每股净资产 (港元)	0.55

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Yomi.sun Holding Limited	13.20%
Alter. You Holding Limited	2.8%
Jeff. Fang Holding Limited	0.7%

相关报告

微盟集团 (2013.HK) - 首发报告-20200529

微盟集团 (2013.HK) - 更新报告-20200908

研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

公司业务规模持续扩大, 长远战略稳步推进:

公司第一季度财务报告显示, 收入规模仍然保持快速增长。一季度订阅解决方案的收入同比增长超过 100%, 付费商户数同比增长 21.9%, 流失率约为 4.3%。商家解决方案收入同比增长超过 50%, 这主要得益于公司此前公布的 TSO 和大客化、生态化、国际化的战略持续推进, 以及通过数字化系统、数字化营销、数字化运营持续帮助中国企业进行数字化升级和商业模式优化。

完成资本市场配售, 整体实力进一步提升:

5月中旬公司完成配售 1.56 亿股, 每股配售价 15 港元, 筹资约 23.4 亿港元; 同时发行 3 亿美元零票息可换股债券, 每股换股价为 21 港元, 因此此次融资累计募资超过 6 亿美元, 根据公司披露文件显示, 这些融资将用于提升微盟集团的综合研发实力、升级营销运营体系、为潜在战略投资及并购补充资金等。

维持“买入”评级:

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.05/0.13/0.24 元, 公司为中国新消费趋势下具备较高竞争力的 SaaS 服务提供商, 未来业务增长模式清晰, 公司作为中国商业 SaaS 服务行业领军企业, 品牌影响力稳步提升。随着国内疫情控制及经济复苏, 中国商家向线上转型的大趋势延续, 公司 2021 年收入将继续保持高速增长, 给予公司 21.4 港元的目标价, 维持“买入”评级。

截至 12 月 31 日财政年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	1,437	1,969	2,890	4,187	6,319
同比增长	66.10%	37.03%	46.80%	44.87%	50.90%
净利润	311	-1,166	111	326	576
同比增长	N/A	-474.67%	-109.47%	194.57%	77.07%
净利润率	21.67%	-59.24%	3.82%	7.77%	9.12%
每股盈利 (元)	0.15	-0.52	0.05	0.13	0.24
PE	93.1	-27.5	312.3	106.0	59.9

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

公司业务规模持续扩大，长远战略稳步推进：

根据公司公布的第一季度财务报告显示，公司收入规模仍然保持快速增长。一季度订阅解决方案的收入同比增长超过 100%，付费商户数同比增长 21.9%，流失率约为 4.3%。商家解决方案收入同比增长超过 50%，这主要得益于公司此前公布的 TSO 和大客化、生态化、国际化的战略持续推进，以及通过数字化系统、数字化营销、数字化运营持续帮助中国企业进行数字化升级和商业模式优化。从目前数据来看公司依然在商业 SaaS 保持领先地位，同时来自大客户的收入占比在稳步提升，预计今年来自大客的收入占比将到 30%，而 2025 年将达到 50%。同时借助于去年对海鼎的收购，公司将进一步对商超、母婴、医疗健康行业进行探索。TSO 战略成功让公司的服务能力有很大提升，进一步落实大客化战略，部分头部企业在使用 TSO 服务包后反响不错，所以公司预计未来头部客户将全部采购公司 TSO 服务包。而在生态化和国际化方面，微盟集团已打通百度、QQ、视频号、支付宝、抖音等多渠道流量入口，流量生态进一步丰富，同时与众多企业开展战略合作，公司的智慧零售解决方案与企业中台完成对接，助力企业线上线下全渠道会员一体化运营，打造属于微盟的服务生态。同时还布局了跨境电商 SaaS 产业链，加速推进国际化战略。

完成资本市场配售，整体实力进一步提升：

5 月中旬公司完成配售 1.56 亿股，每股配售价 15 港元，筹资约 23.4 亿港元；同时发行 3 亿美元零票息可换股债券，每股换股价为 21 港元，因此此次融资累计募资超过 6 亿美元，根据公司披露文件显示，这些融资将用于提升微盟集团的综合研发实力、升级营销运营体系、为潜在战略投资及并购补充资金等。我们认为此次融资能够帮助公司提升整体实力，将更多资源投入到研发当中，在并购优质技术企业的同时，引入更多优秀产业技术人才，提升公司产品服务能力和覆盖更多垂直领域。而且公司将有更多资金投入 PaaS 平台建设，一旦公司 PaaS 层完成升级，将更加完善公司技术底层架构，让生态更具备延展性，还可以更高效的满足客户定制化需求，进一步推进大客化、生态化和国际化三大核心战略。另外此次配售吸引了众多知名战略投资者参与，完成配售后能够优化现有股东结构，稳定市场表现。

构造电商新形态，打破传统模式壁垒：

公司今年“微盟 616”活动实现了完美收官，通过“主直播间+百家品牌视频号直播”、“小程序主会场+众多分会场”、“快闪店+万家门店”、朋友圈广告、线下广告牌、出租车广告、线下展览等联动方式，为品牌建设的小程序商城输送精准用户等形式

帮助企业客户构建线上线下融合、公私域联动的新商业形式，这种新的商业形式成功帮助企业解锁公域私域联通、线上线下联动等过去存在的痛点。此次活动中，微盟 616 潮流星球快闪店，打卡人次超过了 3 万，潮流星球直播观看人次达 60 万，整体曝光达到了 2.5 亿人次，GMV 达 18.15 亿元。总体而言，此次购物节效果显著，公司成功将目标客户从公域流量引导至私域流量中（活动主会场和直播间），并结合互联网病毒式营销扩散活动热度，将用户引导至私域流量中后转化为商业价值，是公司 TSO 战略成功推进的里程碑。

公司未来发展展望：

随着国内疫情控制及经济复苏，公司 2021 年收入将继续保持高速增长，中国商家向线上转型的大趋势延续，公司是中国商业 SaaS 服务行业领军企业，品牌影响力稳步提升，TSO 战略能够打开公司收入天花板，大客户、生态化、国际化进程顺利进行。另外精准营销业务不但能提供现金流支持，同时还能够实现超过行业的增速。

维持买入评级：

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.05/0.13/0.24 元，公司为中国新消费趋势下具备较高竞争力的 SaaS 服务提供商，未来业务发展值得长期看好：

1、SaaS 业务：我们预计公司 SaaS 业务未来将能够实现稳定盈利，首先公司可以为客户提供更多具备个性化的增值收入：SaaS 产品可以通过为商家提供更多工具功能之外的增值服务，来提升盈利能力。另一方面可以持续优化公司整体销售费用结构，例如可以提升商用户粘性，提升续签率，优化续签时的代理商抽成，或者增加直销团队配置，优化销售模式。虽然该业务目前仍处于亏损阶段，但是增长速度较快，行业空间巨大，同时鉴于未来随着成本结构优化将能够贡献稳定利润，因此给予对应 2022 年收入 15 倍 PS 估值，对应市值约 214 亿港元。

2、精准营销业务：公司目前精准营销业务具有较好的稳定盈利性，我们预计在扣除各项成本费用之后的净利润率约在 10%至 20%之间，移动社交广告市场空间巨大，公司仍然享受行业高增长带来的红利。我们给予对应 2022 年利润约 30 倍 PE，对应市值约 217 亿港元。

综上，我们得到公司合理估值为 520 亿港元，因此给予公司 21.4 港元的目标价，维持“买入”评级。

财务报表预期
财务报表摘要

损益表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
收入	1,437	1,969	2,890	4,187	6,319
成本	(640)	(966)	(1,374)	(1,984)	(3,076)
毛利	797	1,003	1,516	2,203	3,242
销售费用	(717)	(919)	(1,338)	(1,788)	(2,528)
管理费用	(130)	(261)	(217)	(293)	(442)
其他收入	87	186	174	251	379
营运利润	38	9	134	373	652
其他金融收入	291	(1,153)	(12)	(12)	(12)
税前利润	328	(1,144)	123	362	640
所得税	(17)	(22)	(12)	(36)	(64)
净利润	311	(1,166)	111	326	576
少数股东损益	(1)	(10)	0	0	0
增长					
收入增长 (%)	66.1%	37.0%	46.8%	44.9%	50.9%
净利润 (%)	N/A	-474.7%	-109.5%	194.6%	77.1%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
应收账款	156	239	352	509	769
合约资产	148	157	230	333	503
其他流动资产	1,227	1,758	2,065	2,692	3,657
金融资产	61	243	243	243	243
定期存款	393	0	0	0	0
货币资金	870	1,824	2,266	2,909	4,223
流动资产总计	2,855	4,221	5,155	6,687	9,394
固定资产	21	96	101	106	111
无形资产	139	1,016	965	917	871
所得税资产	45	44	44	44	44
其他固定资产	244	477	489	504	523
总资产	3,304	5,854	6,754	8,257	10,943
应计负债及其他	563	1,490	2,120	3,061	4,745
合同负债	293	376	535	773	1,198
应交税费	3	1	1	1	1
短期借款	300	425	425	425	425
租赁	15	31	31	31	31
流动负债总计	1,174	2,324	3,112	4,291	6,400
可转债	0	0	0	0	0
其他长期负债	140	2,125	2,125	2,125	2,125
总负债	1,314	4,448	5,237	6,415	8,525
股东权益	1,990	1,252	1,363	1,689	2,265

财务分析

	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	55.5%	50.9%	52.4%	52.6%	51.3%
EBIT率 (%)	2.6%	0.5%	4.6%	8.9%	10.3%
净利率 (%)	21.7%	-59.2%	3.8%	7.8%	9.1%
ROE	15.6%	-93.1%	8.1%	19.3%	25.4%
营运表现					
费用/收入 (%)	58.9%	59.9%	53.8%	49.7%	47.0%
实际税率 (%)	5.2%	-2.0%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	76	72	72	72	72
应付账款天数	321	563	563	563	563
财务状况					
负债/权益	0.66	3.55	3.84	3.80	3.76
收入/总资产	0.43	0.34	0.43	0.51	0.58
总资产/权益	1.66	4.67	4.95	4.89	4.83
无形资产/总资产	1.4%	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%
现金/总资产	26.3%	31.2%	33.5%	35.2%	38.6%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2019年 历史	2020年 历史	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
利润	328	(1,144)	123	362	640
折旧	7	11	10	10	11
无形资产摊销	76	114	51	48	46
投资公允价值变动	(298)	1,086	0	0	0
股权激励费用	6	46	0	0	0
其他非现金调整	(20)	(31)	12	12	12
运营资本变化	(550)	(115)	273	242	641
经营活动现金流	(451)	(32)	468	674	1,349
购买物业及设备	(11)	(14)	(14)	(15)	(16)
购买无形资产及开发	(117)	(157)	(12)	(15)	(20)
其他投资活动	(539)	64	0	0	0
投资活动现金流	(668)	(107)	(26)	(30)	(36)
发行普通股	1,770	0	0	0	0
发行可转债	0	1,064	0	0	0
其他融资活动	87	100	0	0	0
融资活动现金流	1,856	1,164	0	0	0
汇兑变化	6	(55)	0	0	0
现金变化	743	969	442	643	1,314
期初持有现金	128	870	1,824	2,266	2,909
期末持有现金	870	1,839	2,266	2,909	4,223

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>