

买入

研发加大致亏损扩大,积极探索视频电商领域

微盟集团 (2013.HK)

2022-07-04 星期一

目标价:	7.01 港元
现价:	5.36 港元
预计升幅:	30.8%

重要数据

日期	2022-06-30
收盘价 (港元)	5.36
总股本 (百万股)	2,541
总市值 (百万港元)	13,659
净资产 (百万港元)	4,970
总资产 (百万港元)	11,541
52 周高低 (港元)	17.06/2.82
每股净资产 (港元)	1.95

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Yomi.sun Holding Limited	12.60%
THL	4.8%
腾讯	3.3%

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、
 20210630

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 21 年业绩稍低于预期, 加大研发投入打造生态型平台:

公司 21 年实现收入 26.86 亿元人民币, 同比增长 36.4%。净利润亏损 7.83 亿元, 亏损幅度扩大, 主要原因是受期间费用率以及集团加大研发力度所致。研发投入同比一方面为购海鼎后, 研发员工数量及成本增加导致总体研发费用增加, 另一方面公司持续升级并建立 WOS, 加大了研发投入。我们预计今年全年公司研发费用增长高峰期已过, 未来将逐渐整合优化, 占收入比重将逐年下降。

➤ 初尝视频号官方运营服务, 助力商家公私域品效一体化增长:

6 月微信视频号直播官方首次举办“618 视频号直播好物节”。微盟凭借对微信生态的了解与公私域经营服务经验, 在活动期间助力参与活动的商家业绩环比提升 43.7%, 支付订单数环比提升 50.5%, 支付转化率环比提升 25.6%。预计公司未来会持续加大对大视频号生态运营的投入。

➤ 围绕智能营销发掘用户需求, 高科技赋能商家降本高效增长:

微盟云与小能、华院计算达成生态合作, 将在微盟云市场上架“灵小播”、“多利数智人-虚拟直播”两款产品, 将“虚拟主播”应用到商家的日常直播运营场景, 赋能商家。随着小能与华院计算两大优质合作伙伴加入微盟云生态圈来提供智能直播营销服务, 将让微盟商家快速降本增效, 业务规模快速增长。

➤ 维持“买入”评级:

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 -0.24/-0.02/0.07 元, 虽然由于研发投入加大导致利润端短期面临较大压力, 但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。我们给予公司合理估值 178 亿港元, 目标价 7.01 港元, 维持“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	1,969	2,686	3,187	4,729	6,645
同比增长	37.03%	36.41%	18.67%	48.38%	40.51%
净利润	-1,166	-853	-590	-53	159
同比增长	-474.67%	-26.85%	-30.89%	-90.94%	-398.45%
净利润率	-59.24%	-31.77%	-18.50%	-1.13%	2.40%
每股盈利 (元)	-0.52	-0.31	-0.24	-0.02	0.07
PE	-8.6	-14.5	-18.3	-202.5	67.9

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

21 年业绩稍低于预期，加大研发投入打造生态型平台：

我们认为 2021 年公司营收略低于此前预期，主要是数字媒介及商业解决方案增长略低于预期。公司 21 年实现收入 26.86 亿元人民币，同比增长 36.4%。净利润亏损 7.83 亿元，亏损幅度扩大，主要原因是受期间费用率以及集团加大研发力度所致。微盟 2021 年研发投入为 7.75 亿元，研发投入占收入比达到 28.86%，同比增长 208.8%，一方面收购海鼎后，研发员工数量及成本增加导致总体研发费用增加，另一方面公司持续升级并建立 WOS，加大了研发投入。2021 年增加研发人员主要用于：开发及改进行业垂直解决方案，以更好地服务大中型商户，满足大客户对成熟完善且丰富的功能性的需求；为建立完整的生态系统，建立并升级 PaaS 解决方案“WOS”，为跨境出口商开发产品及解决方案。我们预计今年全年公司研发费用增长高峰期已过，未来将逐渐整合优化，占收入比重将逐年下降。

初尝视频号官方运营服务，助力商家公私域品效一体化增长：

6 月微信视频号直播官方首次举办“618 视频号直播好物节”。微盟凭借对微信生态的了解与公私域经营服务经验，在活动期间助力参与活动的商家业绩环比提升 43.7%，支付订单数环比提升 50.5%，支付转化率环比提升 25.6%。具体为微盟为品牌商家和创作者提供“工具+运营服务”的一站式视频号解决方案。首先针对品牌商家，微盟则提供“精准引流-高效转化-运营提效”的全链路增长解决方案，助力品牌获得私域新增长。而针对视频号创作者，微盟提供从“供应链-引流吸粉-电商变现-广告变现”的一站式解决方案，助力流量主高效变现。而在深度运营方面，微盟将为商家及视频号创作者带来包含活动方案、直播脚本、运营大礼包等全方位的视频号购物节运营支持，助力商家将流量转化为交易，并将流量沉淀至品牌的私域流量池，促进品牌长效增长。凭借着视频号直播的一体化运营服务，微盟于 6 月 4 日登顶视频号电商服务商战绩榜。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。我们预计公司未来会持续加大对大视频号生态运营的投入，把视频号经营跟全链路经营融合在一起，同时开始开发细分行业解决方案。目前继上海短视频直播中心一期二期项目推出后，公司短视频直播基地三期项目已经在长沙落地，未来公司将专注短视频+直播一体化运营，发掘新业务增长潜力。

围绕智能营销发掘用户需求，高科技赋能商家降本高效增长：

微盟云与小能、华院计算达成生态合作，将在微盟云市场上架“灵小播”、“多利数智人-虚拟直播”两款产品，将“虚拟主播”应用到商家的日常直播运营场景，赋能商家紧跟数字营销热点，低成本打造全时全服务直播间，大幅提升 GMV，实现品牌业绩双丰收。为了让更多微盟商家能够把握行业趋势，及时享受“虚拟主播”的红利，本次合作，微盟云市场将分别上架小能“灵小播”、华院计算“多利数智人-虚拟直播”两款应用，通过虚拟主播让商家更高频次更生动地触达消费者，有效降低人工成本，实现全天候直播，驱动营收增长。“灵小播”侧重为商家打造立体高定的虚拟品牌 IP，通过“智能虚拟主播”填补直播间无人值守的空白，实现全天无缝直播。“灵小播”可提供统一的操作后台，以“个性定制”“音色多元”“配套营销工具”“智能撰写讲解剧本”“精准互动”“多场景适配”六大优势打造符合品牌特色的主播 IP，以完善的能力解决微盟商家的直播难题，更灵活地运营品牌直播间，并通过 IP 建立导购属性，实现有效私域运营，在低运营成本下与消费者建立有效关联，促进消费者购买决策，驱动营收增长。目前微盟云围绕智能营销的全链路不断拓展合作伙伴，以便更好地满足微盟商家需求。随着小能与华院计算两大优质合作伙伴加入微盟云生态圈来提供智能直播营销服务，将让微盟商家快速降本增效，业务规模快速增长。

图 1：微盟智能虚拟主播助力商家打造低成本全时全服务直播



资料来源：公司官网、国元证券经纪(香港)整理

公司未来发展展望：

随着国内疫情控制及经济复苏，公司 2022 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。

維持買入評級：

我們預計公司 2022-2024 年 EPS 分別為-0.24/-0.02/0.07 元，雖然由於研發投入加大導致利潤端短期面臨較大壓力，但公司為中國新消費趨勢下具備較高競爭力的 SaaS 服務提供商，未來業務發展值得長期看好。預計未來公司品牌客戶數有望高速增長，在智慧零售、智慧餐飲產品在中國零售百強、地產百強、餐飲百強品牌中市占率不斷提升。由於研發投入加大、海鼎並表，訂閱解決方案毛利率有所降低，但隨著大客化戰略落實將開始回升。一方面由於 21 年互聯網廣告行業景規模增長放緩，主要由於疫情影響，使得商業環境面臨一定壓力，另一方面廣告政策的變動也使得廣告主投放意願降低，轉化率也開始下降。而公司在鞏固騰訊渠道基礎上，持續拓展小紅書、快手等新渠道，專注優化客戶結構並提升業務變現能力，未來隨着疫情結束及宏觀經濟環境持續向好，精準營銷業務也將回暖。綜上，我們給予公司合理估值 178 億港元，目標價 7.01 港元，維持“買入”評級。

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>

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	1,969	2,686	3,187	4,729	6,645
成本	(966)	(1,169)	(1,414)	(2,170)	(3,126)
毛利	1,003	1,516	1,773	2,559	3,519
销售费用	(919)	(1,715)	(2,126)	(2,365)	(2,990)
管理费用	(261)	(811)	(446)	(473)	(664)
其他收入	186	249	156	231	324
营运利润	9	(761)	(644)	(48)	189
其他金融收入	(1,153)	(83)	(12)	(12)	(12)
税前利润	(1,144)	(844)	(655)	(59)	177
所得税	(22)	(9)	66	6	(18)
净利润	(1,166)	(853)	(590)	(53)	159
少数股东损益	(10)	(70)	0	0	0
增长					
收入增长 (%)	37.0%	36.4%	18.7%	48.4%	40.5%
净利润 (%)	-474.7%	-26.8%	-30.9%	-90.9%	-398.5%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
应收账款	239	361	429	636	894
合约资产	157	89	105	156	219
其他流动资产	1,758	1,609	1,719	2,295	2,903
金融资产	243	649	649	649	649
定期存款	0	1	1	1	1
货币资金	1,824	3,809	3,477	3,885	4,738
流动资产总计	4,221	6,518	6,379	7,622	9,403
固定资产	96	88	92	97	102
无形资产	1,016	1,230	1,168	1,110	1,054
所得税资产	44	25	25	25	25
其他固定资产	477	1,541	1,557	1,577	1,603
总资产	5,854	9,402	9,221	10,431	12,187
应付账款及其他	1,490	1,637	1,980	3,038	4,376
合同负债	376	317	383	587	846
应交税费	1	1	1	1	1
短期借款	425	745	745	745	745
租赁	31	93	93	93	93
流动负债总计	2,324	2,793	3,202	4,465	6,062
可转债	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,125	2,373	2,373	2,373	2,373
总负债	4,448	5,166	5,575	6,838	8,435
股东权益	1,252	4,214	3,624	3,571	3,730

财务分析

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	50.9%	56.5%	55.6%	54.1%	53.0%
EBIT率 (%)	0.5%	-28.3%	-20.2%	-1.0%	2.8%
净利率 (%)	-59.2%	-31.8%	-18.5%	-1.1%	2.4%
ROE	-93.1%	-20.2%	-16.3%	-1.5%	4.3%
营运表现					
费用/收入 (%)	59.9%	94.1%	80.7%	60.0%	55.0%
实际税率 (%)	-2.0%	-1.1%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	72	60	60	60	60
应付账款天数	563	511	511	511	511
财务状况					
负债/权益	3.55	1.23	1.54	1.92	2.26
收入/总资产	0.34	0.29	0.35	0.45	0.55
总资产/权益	4.67	2.23	2.54	2.92	3.27
无形资产/总资产	0.8%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
现金/总资产	31.2%	40.5%	37.7%	37.2%	38.9%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
利润	(1,144)	(844)	(655)	(59)	177
折旧	11	22	9	9	10
无形资产摊销	114	245	61	58	55
投资公允价值变动	1,086	15	0	0	0
股权激励费用	46	174	0	0	0
其他非现金调整	(31)	(13)	12	12	12
运营资本变化	(115)	(273)	270	422	639
经营活动现金流	(32)	(675)	(304)	442	893
购买物业及设备	(14)	(45)	(13)	(14)	(15)
购买无形资产及开发	(157)	(332)	(15)	(20)	(26)
其他投资活动	64	(856)	0	0	0
投资活动现金流	(107)	(1,232)	(29)	(34)	(41)
发行普通股	0	1,897	0	0	0
发行可转债	1,064	1,930	0	0	0
其他融资活动	100	112	0	0	0
融资活动现金流	1,164	3,939	0	0	0
汇兑变化	(55)	(46)	0	0	0
现金变化	969	1,986	(332)	408	852
期初持有现金	870	1,824	3,809	3,477	3,885
期末持有现金	1,839	3,810	3,477	3,885	4,738

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>