

# 买入

# 智慧零售逆风增长，降本成果逐步释放

**微盟集团 (2013.HK)**

2022-08-22 星期一

## 投资要点

目标价:	<b>4.50 港元</b>
现价:	3.49 港元
预计升幅:	28.9%

## 重要数据

日期	2022-08-19
收盘价 (港元)	3.49
总股本 (百万股)	2,541
总市值 (百万港元)	8,894
净资产 (百万港元)	3,930
总资产 (百万港元)	10,940
52周高低 (港元)	13.50/2.82
每股净资产 (港元)	1.55

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

Yomi.sunHoldingLimited	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、20220630

## 研究部

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

### ➤ 商家收入下滑拖累总营收，疫情之下订阅收入更显韧性:

2022H1 公司总营收 9.00 亿元人民币，同比下滑 6.2%，主要是由于商家广告预算收紧，商家解决方案收入相比去年同期下滑明显。收入增长不及预期，叠加海鼎并表带来 1.2 亿亏损，公司上半年经调整净亏损 5.67 亿元人民币，降本增效成果仍未释放，亏损幅度进一步扩大。订阅收入的韧性主要得益于存量客户的续费和签约合同收入的分摊确认。

### ➤ WOS 上线加速生态化布局，核心战略大客化成果显著:

预计到今年 8 月底，迁移到 WOS 上的客户将达到 95% 以上。WOS 上线成功助推了公司的生态化布局，22 年 H1 公司生态伙伴收入已超 21 年全年，归属微盟的微盟云生态业务收入同比增长 129.8%。上半年公司大客户战略取得了显著成果，智慧零售收入占比提升至 41%，微盟智慧零售成为集团型企业的首选。

### ➤ 视频号初探成果斐然，业务联动激发商业化潜力:

2022 年上半年，视频号商家下单金额同比增长 177 倍，视频号商家订单数同比增长 35 倍，视频号商户的成交率和客单价均高于为开通视频号的商户。视频号的优异表现使视频号用户的续约率保持在较高水平，同时带动了智慧商城和企微助手等软件的销售。视频号流量的增长对广告业务也有正向拉动作用，广告+软件联动进一步为公司 TSO 创造了应用场景。

### ➤ 维持“买入”评级:

由于宏观经济增长放缓、居民消费增长乏力以及疫情反复影响，公司 2022 年业绩面临较大增长压力。考虑到 2022 年多重负面因素影响，我们下调公司收入及盈利预测，同时下调公司目标价至 4.50 港币，公司所处行业未来仍然具备发展潜力维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	1,969	2,686	2,093	2,558	3,198
同比增长	37.03%	36.41%	-22.06%	22.23%	25.01%
净利润	-1,166	-853	-820	-369	-32
同比增长	-474.67%	-26.85%	-3.95%	-54.94%	-91.33%
净利润率	-59.24%	-31.77%	-39.15%	-14.43%	-1.00%
每股盈利 (元)	-0.52	-0.31	-0.34	-0.15	-0.01
PE	-8.6	-14.5	-13.2	-29.3	-337.7

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 商家收入下滑拖累总营收，疫情之下订阅收入更显韧性：

2022H1 公司总营收 9.00 亿元人民币，同比下滑 6.2%，一方面是由于公司聚焦核心业务，数字媒介业务终止，没有收入，另一方面是由于疫情使得宏观环境增长放缓、居民消费端面临一定压力，商家在线上化投入增长放缓所致。分业务来看，订阅解决方案实现收入 5.81 亿元，同比增长 5.71%，营收占比 64.6%；商家解决方案实现收入 3.19 亿元，同比下降 22.27%，营收占比 35.4%。订阅解决方案业务在当前环境依然能够实现增长，主要是智慧零售业务客户需求稳定驱动，上半年来自智慧零售业务的收入为 2.36 亿元，同比增长 28.9%，占订阅解决方案收入占比达 40.7%，占比提升 7.3 个百分点。

由于收入增长不及预期，叠加海鼎并表带来 1.2 亿亏损，公司上半年经调整净亏损 5.67 亿元人民币，降本增效成果仍未释放，亏损幅度进一步扩大。尽管 4 月和 5 月业绩受到疫情冲击，订阅解决方案在上半年的收入、付费用户数和 ARPU 上均取得正向增长。上半年，商家解决方案和订阅解决方案的毛利均出现下滑。毛利率较低的订阅解决方案收入占比的扩大，进一步将公司的毛利率拉低至 66.4%。订阅解决方案毛利率降低主要受研发资本分摊和海鼎并表影响，剔除海鼎并表影响，订阅收入毛利率稳定。商家解决方案毛利下行主要受收入组合变动影响，高毛利的广告业务占比下降，低毛利的 TSO 占比提高。

### WOS 上线加速生态化布局，核心战略大客化成果显著：

WOS 新商业操作系统于今年 3 月份正式开启公测，截至 6 月底，已有 80% 以上的客户使用 WOS。预计到今年 8 月底，迁移到 WOS 上的客户将达到 95% 以上。WOS 上线成功助推了公司的生态化布局，22 年 H1 公司生态伙伴收入已超 21 年全年，归属微盟的微盟云生态业务收入同比增长 129.8%。WOS 同时也是公司大客化战略的底层技术基建，公司通过 WOS 为大客户提供个性化的交付服务。上半年公司大客化战略取得了显著成果，智慧零售收入占比提升至 41%，微盟智慧零售成为集团型企业的首选。公司对时尚零售、商业地产、连锁便利、餐饮四个领域的百强企业的覆盖率均达到了 35% 以上。公司在时尚鞋服和数码领域的优势仍在扩大，在家装建材和食品快消领域取得突破性进展。考虑到家装建材行业对数字化、营销广告和私域流量的强劲需求和充足预算，家装行业将成为公司下一个重点行业。未来随着公司持续加码大客化战略，持续提升百强覆盖率，预计大客收入占比有望实现较大幅度的攀升。

### **视频号取得突破性成果，业务联动激发商业化潜力：**

2022 年上半年，视频号商家下单金额同比增长 177 倍，视频号商家订单数同比增长 35 倍，视频号商户的成交率和客单价均高于为开通视频号的商户。“第三届 616 微盟零售购物节”期间，公司视频号直播板块商户业务规模创下 22 年上半年新高，部分品牌商户 GMV 目标达成率超 200%。视频号的优异表现使视频号用户的续约率保持在较高水平，同时带动了智慧商城和企微助手等软件的销售。视频号流量的增长对广告业务也有正向拉动作用，广告+软件联动进一步为公司 TSO 创造了应用场景。

### **公司未来发展展望：**

由于上半年订单缺口对下半年仍有影响，因此公司内生增长速度仍会受到削弱，但预计会随着疫情得到控制而逐渐形成触底反弹。考虑到商家对流量和运营一体化的需求趋势是肯定的，因此预计未来 3 年 TSO 仍将回到高增长区间。随着大客户战略持续深化，公司抗风险能力也将持续增强。待收入增长回到内生增长区间，叠加降本增效成果的逐步释放，公司仍具有扭亏为盈的潜力。

### **行业仍然有增长潜力，维持买入评级：**

由于宏观经济增长放缓、居民消费增长乏力以及疫情反复影响，公司 2022 年业绩面临较大增长压力。短期来看智慧零售来自客户的需求稳定增长，同时视频号商业化有望带来新的增量。长期来看，中国商业线上化趋势仍然存在，公司大客户化战略持续推进也会使得业务模式更加抗周期风险，公司通过有效的降本增效方案使得亏损缩窄，并在 2023 年下半年实现扭亏。考虑到 2022 年多重负面因素影响，我们下调公司收入及盈利预测，同时下调公司目标价至 4.50 港币，给予对应 2022 年 4.5 倍 PS，其中 SaaS 业务 7 倍 PS，商家解决方案业务 10 倍 PE，但是公司所处行业未来仍然具备发展潜力，目前估值进入较低区间，因此维持买入评级。

**财务报表预期**
**财务报表摘要**
**损益表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	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	2,093	2,558	3,198
成本	(966)	(1,169)	(671)	(792)	(980)
<b>毛利</b>	<b>1,003</b>	<b>1,516</b>	<b>1,422</b>	<b>1,766</b>	<b>2,219</b>
销售费用	(919)	(1,715)	(1,417)	(1,279)	(1,215)
管理费用	(261)	(811)	(942)	(947)	(1,119)
其他收入	186	249	102	125	156
<b>营运利润</b>	<b>9</b>	<b>(761)</b>	<b>(835)</b>	<b>(335)</b>	<b>40</b>
其他金融收入	(1,153)	(83)	(76)	(76)	(76)
税前利润	(1,144)	(844)	(911)	(410)	(36)
所得税	(22)	(9)	91	41	4
<b>净利润</b>	<b>(1,166)</b>	<b>(853)</b>	<b>(820)</b>	<b>(369)</b>	<b>(32)</b>
少数股东损益	(10)	(70)	0	0	0
<b>增长</b>					
收入增长 (%)	37.0%	36.4%	-22.1%	22.2%	25.0%
净利润 (%)	-474.7%	-26.8%	-4.0%	-54.9%	-91.3%

**资产负债表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	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	282	344	430
合约资产	157	89	69	84	106
其他流动资产	1,758	1,609	1,129	1,242	1,397
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	2,779	2,455	2,498
<b>流动资产总计</b>	<b>4,221</b>	<b>6,518</b>	<b>4,908</b>	<b>4,774</b>	<b>5,080</b>
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
<b>总资产</b>	<b>5,854</b>	<b>9,402</b>	<b>7,750</b>	<b>7,583</b>	<b>7,864</b>
应付账款及其他	1,490	1,637	940	1,109	1,372
合同负债	376	317	182	214	265
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
<b>流动负债总计</b>	<b>2,324</b>	<b>2,793</b>	<b>1,961</b>	<b>2,163</b>	<b>2,476</b>
可转债	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,125	2,373	2,373	2,373	2,373
<b>总负债</b>	<b>4,448</b>	<b>5,166</b>	<b>4,334</b>	<b>4,536</b>	<b>4,849</b>
<b>股东权益</b>	<b>1,252</b>	<b>4,214</b>	<b>3,394</b>	<b>3,025</b>	<b>2,993</b>

**财务分析**

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	50.9%	56.5%	67.9%	69.0%	69.4%
EBIT率 (%)	0.5%	-28.3%	-39.9%	-13.1%	1.3%
净利率 (%)	-59.2%	-31.8%	-39.2%	-14.4%	-1.0%
ROE	-93.1%	-20.2%	-24.1%	-12.2%	-1.1%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	59.9%	94.1%	112.7%	87.0%	73.0%
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
<b>财务状况</b>					
负债/权益	3.55	1.23	1.28	1.50	1.62
收入/总资产	0.34	0.29	0.27	0.34	0.41
总资产/权益	4.67	2.23	2.28	2.51	2.63
无形资产/总资产	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
现金/总资产	31.2%	40.5%	35.9%	32.4%	31.8%

**现金流量表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2020年 历史	2021年 历史	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
<b>利润</b>	<b>(1,144)</b>	<b>(844)</b>	<b>(911)</b>	<b>(410)</b>	<b>(36)</b>
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)	76	76	76
运营资本变化	(115)	(273)	(237)	(24)	(21)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(32)</b>	<b>(675)</b>	<b>(1,001)</b>	<b>(291)</b>	<b>84</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(107)</b>	<b>(1,232)</b>	<b>(29)</b>	<b>(34)</b>	<b>(41)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,164</b>	<b>3,939</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇兑变化	(55)	(46)	0	0	0
现金变化	969	1,986	(1,030)	(324)	43
期初持有现金	870	1,824	3,809	2,779	2,455
<b>期末持有现金</b>	<b>1,839</b>	<b>3,810</b>	<b>2,779</b>	<b>2,455</b>	<b>2,498</b>

# 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>