

公司研究

中长期关注公司线上线下整合、大客化与平台化能力

——微信“视频号小店”上线对微盟集团（2013.HK）的影响点评

要点

事件：近日微信“视频号小店”上线，取代微信小程序团队的“微信小商店”，优化视频号橱窗用户体验，在售后客服、数据和视频号之间的打通上更顺畅，完善直播电商生态初步，视频号或将形成类似快手、抖音的电商管理体系的闭环，对微盟等第三方服务商的 SaaS 订阅、广告业务带来影响。

点评：电商行业的挑战与机遇并存，预计此次变动对于微盟订阅解决方案目标客户的影响是结构性的。视频号电商变现的受重视程度逐步加深，自建能力也进一步加强，但长期来看取决于商家自主选择，微信对产品和功能的迭代相对严谨，当前产品功能精细度尚不能满足高端运营商家需求，第三方服务商的目标客户群体或呈结构性分化：对盈利能力不强的中小电商吸引力或相对减弱，而大客复杂的个性化定制化需求预计保持稳固，不易被替代。

对微盟广告业务的影响有待进一步观察。视频号小店推动视频号直播的一体化运营服务优化，预计随着客户信息、经营数据逐步沉淀，将强化微信内部电商数据库完善，推动微信自身产品广告分发效率相对增强。

中长期关注公司线上线下整合、大客化与平台化能力。1) 线上线下整合：线下市场顾客数据庞杂、分散，且难以被线上电商平台所渗透，仍需微盟等专业服务商完成线下导购、信息采集、顾客沉淀等。2) 大客化战略继续推进：微盟 SaaS 收入增长驱动已基本完成由量到价的转型，21 年付费商家数为 10.28 万个，同比增速下滑 18pct 至 5%，而每客户平均收益同比增长 58% 至 1.2 万元；另一方面，面向较大客户的产品智慧零售成为订阅解决方案重要增长引擎，21 年实现收入 4.26 亿元，同比大幅增长 194%，智慧零售商户数 6126 家，其中品牌商户数 1003 家，公司客户在中国时尚零售百强中占比 44%，大客市场影响力持续提升，需求场景逐渐挖掘。3) 平台化护城河尚存：作为第三方服务商，保有跨平台融通能力，可实现微信、快手、抖音、小红书等多平台数据整合。

盈利预测、估值与评级：中长期来看，数字经济政策利好下，私域运营服务仍将成为商户降本增效的重要选择；公司大客化战略持续深入，有望进一步提升客单价及客户留存率；WOS 具备较强的中台能力，赋能多场景创新产品，有望深度挖掘大客户价值。但 22 年上半年疫情反复，对电商与广告大盘增长负面影响显著，预计加速部分中小商家的流失，潜在客户对于 SaaS 建店需求被延后，我们下调公司 22 年订阅解决方案收入增速预测至 15%，广告主投放意愿下滑，下调商家解决方案收入增速预测至 -1%。下调 22-23 年营业收入预测至 26.64/31.25 亿元（与上次预测 -10%/-8%），新增 24 年预测 37.68 亿元；鉴于拓客战略对销售、研发投入的长期需求，下调 22-23 年经调整净利润预测至 -5.26/-1.16 亿元（上次预测 -4.63/-0.37 亿元），新增 24 年预测 2.33 亿元；维持“增持”评级。

风险提示：客户拓展不及预期；市场监管风险；行业竞争加剧风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,969	2,686	2,664	3,125	3,768
营业收入增长率（%）	37.0%	36.4%	-0.8%	17.3%	20.6%
净利润（百万元）	-1,157	-783	-594	-178	169
经调整净利润（百万元）	107	-566	-526	-116	233
EPS（元）	-0.52	-0.33	-0.23	-0.07	0.07
P/S	5	3	4	3	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2022-07-25；按照 1HKD=0.8604RMB 换算

增持（维持）

当前价：4.28 港元

作者

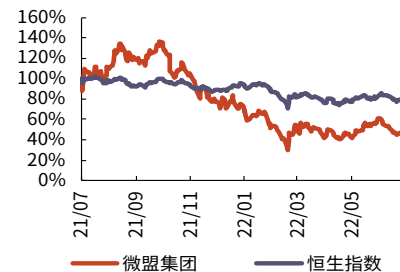
分析师：付天姿 CFA, FRM
 执业证书编号：S0930517040002
 021-52523692
 futz@ebscn.com

联系人：王缘
 021-52523835
 yuanwang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	25.49
总市值(亿港元)	109.11
一年最低/最高(港元)	2.82-13.5
近 3 月换手率	124.2

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-21.9	0.0	-35.9
绝对	-27.2	3.1	-60.6

资料来源：Wind

相关研报

SaaS 超预期高速增长，WOS 新商业操作系统布局大客战线——微盟集团（2013.HK）2021 年度业绩点评（2022-3-30）
 三大集团战略持续深入，上半年订阅业务增长超预期——微盟集团（2013.HK）2021 年中期业绩报告点评（2021-8-17）
 私域流量行业深度系列报告一：交还电商的舞台和话筒给商家（2021-06-18）
 SaaS 业务重整旗鼓稳步前行，精准营销携多方流量乘风破浪——微盟集团（2013.HK）2020 年年度报告点评（2021-03-19）

财务报表与盈利预测 (单位: 百万人民币)

表 1: 微盟集团 (2013.HK) 损益表

利润表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,969	2,686	2,664	3,125	3,768
数字商业	865	1,151	1,967	2,141	2,720
数字媒介	571	818	719	523	405
营业成本	-966	-1,169	-971	-882	-885
毛利	1,003	1,516	1,693	2,243	2,883
其它收入	-891	317	85	107	107
营业开支	-1,189	-2,609	-2,371	-2,531	-2,826
营业利润	-1,077	-776	-593	-181	164
财务成本净额	-43	-76	-8	3	4
应占利润及亏损	-23	7	7	0	0
税前利润	-1,144	-844	-594	-178	168
所得税开支	-22	-9	-6	-2	1
税后经营利润	-1,166	-853	-600	-180	169
少数股东权益	10	70	6	2	0
净利润	-1,157	-783	-594	-178	169
Non-GAAP 净利润	107	-566	-526	-116	233
息税折旧前利润	-75	-730	-566	-167	188
息税前利润	-169	-927	-678	-288	57
每股收益 (元)	-0.52	-0.33	-0.23	-0.07	0.07
每股股息 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 微盟集团 (2013.HK) 资产负债表

资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	5,854	9,437	8,016	8,119	8,681
流动资产	4,221	6,518	5,122	5,191	5,725
现金及短期投资	1,824	3,810	2,216	2,432	2,946
有价证券及短期投资	182	458	458	458	458
应收账款	1,758	361	400	469	565
存货	0	0	0	0	0
其它流动资产	457	1,888	2,049	1,832	1,756
非流动资产	1,633	2,919	2,894	2,927	2,956
长期投资	0	0	3	3	3
固定资产净额	0	0	6	11	12
其他非流动资产	1,633	2,919	2,884	2,913	2,940
总负债	4,602	5,223	4,402	4,684	5,078
流动负债	2,370	2,793	2,028	2,448	3,033
应付账款	0	0	0	0	0
短期借贷	425	745	0	0	0
其它流动负债	1,945	2,048	2,028	2,448	3,033
长期负债	2,232	2,430	2,374	2,237	2,045
长期债务	40	0	0	0	0
其它	2,192	2,430	2,374	2,237	2,045
股东权益合计	1,252	4,214	3,614	3,434	3,603
股东权益	1,048	4,063	3,470	3,292	3,461
少数股东权益	204.5	150	144	142	142
负债及股东权益总额	5,854	9,437	8,016	8,119	8,681
净现金/(负债)	-833	635	-158	195	901
营运资本	1,758	361	400	469	565
长期可运用资本	3,484	6,644	5,988	5,671	5,649
股东及少数股东权益	1,252	4,214	3,614	3,434	3,603

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 微盟集团 (2013.HK) 现金流量表

现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-48	-675	-689	503	865
净利润	-1,157	-783	-594	-178	169
折旧与摊销	94	197	114	126	141
营运资本变动	0	1,397	-38	-69	-96
其它	1,014	-1,485	-171	624	651
投资活动现金流	-107	-1,232	-159	-153	-163
资本性支出净额	-14	-46	-49	-110	-120
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	0	0	-3	0	0
其它资产变化	-93	-1,187	-107	-43	-43
自由现金流	338	-1,117	-840	-1	240
融资活动现金流	1,164	3,939	-746	-134	-188
股本变动	1	1,904	0	0	0
净债务变化	165	280	-25	34	29
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	998	1,755	-721	-167	-216
净现金流	1,009	2,031	-1,594	216	514

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE