

关注疫情缓解带来的修复

华泰研究

2022年8月19日 | 中国香港

中报点评

计算机应用

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

4.84

研究员 谢春生
 SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
 SFC No. BQZ938 +(86) 21 2987 2036

研究员 朱璐
 SAC No. S0570520040004 zhujun016731@htsc.com
 SFC No. BPX711 +(86) 755 8249 2388

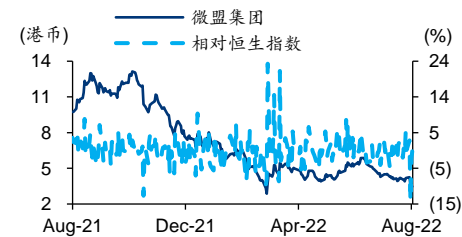
研究员 陶冶
 SAC No. S0570520080003 taoye@htsc.com
 SFC No. BMW836 +(86) 10 6321 1166

联系人 彭钢
 SAC No. S0570121070173 penggang@htsc.com
 +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	4.84
收盘价(港币 截至8月18日)	3.47
市值(港币百万)	8,846
6个月平均成交额(港币百万)	173.42
52周价格范围(港币)	2.82-13.50
BVPS(人民币)	1.33

股价走势图



资料来源: S&P

关注疫情逐步缓解带来的修复, 维持“买入”评级

8月16日, 公司披露2022年中期业绩, 22H1营业收入8.996亿元, 同比下降6.2%, 毛利润5.977亿元, 同比下降21.4%, 净亏损6.588亿元(去年同期亏损5.602亿元)。考虑1H22公司停止数字媒介相关业务, 人员扩张较快, 下调收入预测, 上调费用率预测, 预计22-24E净利润分别为-9.34/-3.98/0.19亿元。我们预计公司2022年收入21.68亿元, 参考可比公司22E 4.9xPS(Bloomberg), 给予22E 4.9xPS, 对应4.84港币/股(前值7.85港币/股), 考虑公司进一步聚焦核心业务, 建议关注疫情逐步缓解对公司业务带来的修复, 维持“买入”评级。

订阅业务: 智慧零售快速发展

2022年上半年, 微盟订阅解决方案收入5.811亿元, 同比增长5.7%, 付费商户数达到103,616名, 同比增长1.7%, 订阅业务ARPU从21H1的5,395元上升至22H1的5,608元。其中智慧零售业务快速发展, 截至2022年6月30日, 微盟智慧零售商户数量达到6,984家。2022年上半年, 微盟智慧零售收入2.36亿元, 同比增长28.9%, 占订阅解决方案收入的40.7%。智慧零售客户中, 品牌商户达1,155家, 品牌商户的每用户平均订单收入20.3万元。我们认为订阅业务有望持续受益于智慧零售业务发展的推动。

商家解决方案: 22H1收入受疫情影响

22H1微盟商家解决方案收入3.185亿元, 同比下降22.3%, 商家解决方案的毛收入(等于每名商户平均花费乘付费商户数)42.081亿元, 同比下降25.4%, 每广告主平均支出从21H1的205,223元下降至22H1的157,193元, 主要是由于疫情冲击经济, 客户控制削减其广告预算所致。收入端看, 商家解决方案收入受疫情及经济周期影响同比去年高基数有所回落, 但在2022年6月及7月份开始已触底反弹。

发布WOS, 研发效率有望提升

2022年3月, 微盟WOS新商业操作系统正式启动公测, 该系统旨在提升研发效率, 满足客户多样化的需求。目前, 微盟WOS新商业操作系统已完成了覆盖电商零售行业客户的主要产品与解决方案的上线, 包含核心产品以及包括商超、餐饮、美容行业、酒店在内的多个行业解决方案将陆续完成上线。WOS系统提供开放组件库和低代码工具, 有助于将更深度的个性化开发交给第三方, 我们认为公司的研发效率有望因此提升。

风险提示: 市场竞争加剧; ARPU提升慢于预期; 疫情发展不确定性。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	1,969	2,686	2,168	2,592	3,203
+/-%	37.03	36.41	(19.27)	19.55	23.57
归属母公司净利润(人民币百万)	(1,157)	(783.02)	(934.23)	(397.90)	19.23
+/-%	(470.74)	(32.30)	19.31	(57.41)	(104.83)
EPS(人民币, 最新摊薄)	(0.51)	(0.31)	(0.37)	(0.16)	0.01
ROE(%)	(76.14)	(30.64)	(21.20)	(7.44)	0.28
PE(倍)	(5.73)	(9.49)	(7.58)	(17.79)	368.06
PB(倍)	6.33	1.83	1.49	1.19	0.92
EV EBITDA(倍)	(8.98)	(10.64)	(8.53)	(23.68)	16.84

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (当地货币)	收入 (十亿元)				PS (倍)		
			2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
用友网络	600588 CH	20.88	8.93	10.63	13.10	16.20	6.7	5.5	4.4
明源云	0909 HK	5.92	2.18	2.40	2.97	3.71	4.2	3.4	2.7
中国有赞	8083 HK	0.14	1.57	1.20	1.42	1.63	1.9	1.6	1.4
光云科技	688365 CH	10.15	0.55	0.59	0.64	0.70	6.9	6.3	5.9
平均							4.9	4.2	3.6

注: 收盘价截至 2022/8/18, 预测值均为 Wind 一致预期

资料来源: Wind、华泰研究

图表2: 盈利预测调整

	原预测			新预测			调整原因
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
总收入	3,297	4,060	5,024	2,168	2,592	3,203	主要由于公司已于 22H1 起停止数字媒介业务所致
订阅解决方案	1,652	2,272	3,053	1,489	1,875	2,413	22H1 用户数与 ARPU 增速低于此前预期
商家解决方案	1,055	1,291	1,510	679	717	790	疫情对广告主支出意愿造成冲击, 下调增速预测
毛利率	63.8%	68.3%	71.1%	68.5%	72.2%	76.5%	主要由于停止毛利率较低的数字媒介业务所致
销售及分销开支/总收入	48.0%	46.0%	42.0%	70.0%	56.0%	48.0%	主要由于业务结构变化导致, 21H1 该指标 59%, 停止数字媒介业务后, 按新业务口径, 22H1 该指标为 87%, 追溯 21H1 该指标为 81%
一般及行政开支/总收入	25.0%	24.0%	23.0%	45.0%	35.0%	30.0%	研发、管理人员扩张较快, 22H1 同比上升 30pct
归母净利润	-166	136	475	-934	-398	19	

资料来源: 华泰研究预测

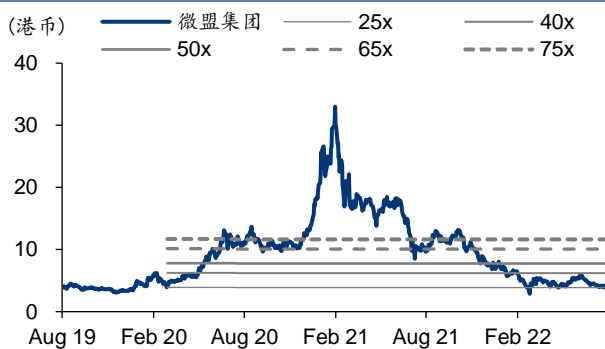
风险提示

市场竞争加剧。若市场竞争进一步加剧, 可能会对公司的盈利能力产生一定负面影响, 从而影响业绩兑现的节奏。

ARPU 提升慢于预期。若 ARPU 提升慢于预期, 公司的业务收入增长速度可能受到影响。

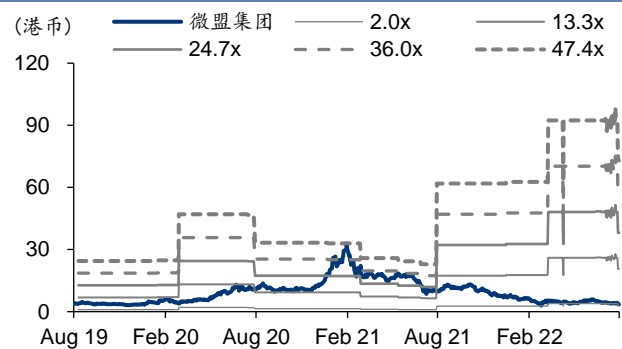
疫情发展不确定性。若疫情反复, 可能对公司下游客户产生一定冲击, 从而影响相关业务的增长节奏。

图表3: 微盟集团 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表4: 微盟集团 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,969	2,686	2,168	2,592	3,203
销售成本	(966.20)	(1,169)	(682.86)	(720.29)	(753.39)
毛利润	1,003	1,516	1,485	1,872	2,450
销售及分销成本	(919.37)	(1,715)	(1,518)	(1,452)	(1,538)
管理费用	(260.72)	(811.45)	(975.72)	(907.29)	(960.97)
其他收入/支出	186.47	248.68	108.41	103.69	64.06
财务成本净额	(43.35)	(75.57)	18.54	38.21	58.46
应占联营公司利润及亏损	(23.41)	6.99	6.99	6.99	6.99
税前利润	(1,144)	(844.33)	(888.84)	(352.78)	66.14
税费开支	(22.31)	(8.91)	(9.38)	(3.72)	0.70
少数股东损益	(9.76)	(70.22)	36.00	41.40	47.61
净利润	(1,157)	(783.02)	(934.23)	(397.90)	19.23
折旧和摊销	(124.92)	(86.82)	(195.95)	(185.66)	(186.62)
EBITDA	(975.81)	(681.94)	(711.43)	(205.33)	194.30
EPS (人民币, 基本)	(0.51)	(0.31)	(0.37)	(0.16)	0.01

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	1,998	1,971	1,509	1,469	1,572
现金及现金等价物	1,824	3,809	4,971	5,989	7,627
其他流动资产	399.38	737.78	751.08	766.37	783.95
总流动资产	4,221	6,518	7,231	8,225	9,983
固定资产	63.65	87.96	79.82	76.56	78.48
无形资产	1,016	1,230	1,335	1,492	1,698
其他长期资产	553.76	1,601	833.29	798.65	781.71
总长期资产	1,633	2,919	2,248	2,367	2,558
总资产	5,854	9,437	9,479	10,591	12,542
应付账款	1,867	1,954	1,336	1,445	1,557
短期借款	456.14	838.27	776.09	546.09	546.09
其他负债	47.19	1.15	1.15	1.15	1.15
总流动负债	2,370	2,793	2,113	1,992	2,104
长期债务	2,019	715.30	715.30	715.30	715.30
其他长期债务	212.89	1,715	1,715	1,715	1,715
总长期负债	2,232	2,430	2,430	2,430	2,430
股本	1.53	1.72	1.92	2.12	2.32
储备/其他项目	1,046	4,062	4,748	5,939	7,730
股东权益	1,048	4,063	4,750	5,941	7,732
少数股东权益	204.47	150.35	186.35	227.75	275.36
总权益	1,252	4,214	4,936	6,169	8,007

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	(5.73)	(9.49)	(7.58)	(17.79)	368.06
PB	6.33	1.83	1.49	1.19	0.92
EV EBITDA	(8.98)	(10.64)	(8.53)	(23.68)	16.84
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率 (%)	(9.39)	(11.61)	(13.86)	(3.57)	(0.67)

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	(975.81)	(681.94)	(711.43)	(205.33)	194.30
融资成本	43.35	75.57	(18.54)	(38.21)	(58.46)
营运资本变动	449.74	181.89	(169.34)	133.70	(8.66)
税费	(22.31)	(8.91)	(9.38)	(3.72)	0.70
其他	457.13	(241.80)	11.55	31.22	51.47
经营活动现金流	(47.90)	(675.19)	(897.15)	(82.35)	179.35
CAPEX	(170.52)	(379.40)	(169.12)	(197.01)	(237.04)
其他投资活动	63.74	(853.03)	705.29	(9.83)	(14.08)
投资活动现金流	(106.78)	(1,232)	536.16	(206.84)	(251.12)
债务增加量	0.00	0.00	(62.18)	(230.00)	0.00
权益增加量	1,040	1,890	1,566	1,499	1,652
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	123.30	2,049	18.54	38.21	58.46
融资活动现金流	1,164	3,939	1,523	1,307	1,710
现金变动	1,009	2,031	1,162	1,018	1,638
年初现金	870.33	1,824	3,809	4,971	5,989
汇率波动影响	(55.26)	(46.08)	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,824	3,809	4,971	5,989	7,627

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	37.03	36.41	(19.27)	19.55	23.57
毛利润	25.78	51.25	(2.05)	26.02	30.87
营业利润	(76.19)	(8,564)	18.21	(57.40)	(104.01)
净利润	(470.74)	(32.30)	19.31	(57.41)	(104.83)
EPS	-	(39.55)	19.27	(57.41)	(104.83)
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	50.92	56.47	68.51	72.21	76.48
EBITDA	(49.56)	(25.39)	(32.81)	(7.92)	6.07
净利润率	(58.75)	(29.16)	(43.09)	(15.35)	0.60
ROE	(76.14)	(30.64)	(21.20)	(7.44)	0.28
ROA	(25.26)	(10.24)	(9.88)	(3.97)	0.17
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	62.12	(55.51)	(73.26)	(79.57)	(82.33)
流动比率	1.78	2.33	3.42	4.13	4.74
速动比率	1.78	2.33	3.42	4.13	4.74
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.43	0.35	0.23	0.26	0.28
应收账款周转天数	309.07	265.97	288.88	206.83	170.94
应付账款周转天数	507.26	588.12	867.08	695.01	717.32
存货周转天数	-	-	-	-	-
现金转换周期	-	-	-	-	-
每股指标 (人民币)					
EPS	(0.51)	(0.31)	(0.37)	(0.16)	0.01
每股净资产	0.46	1.59	1.86	2.33	3.03

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人, 谢春生、朱璐、陶冶, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、朱璐、陶冶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司