

买入

送礼助力微信电商成长，头部服务商有望受益

微盟 (2013.HK)

2025-01-03 星期五

### 投资要点

目标价: **3.86 港元**  
 现价: 3.00 港元  
 预计升幅: 28.5%

#### ➤ 送礼功能助推微信电商生态繁荣，商家服务需求有望提升：

微信小店“送礼物”功能开始灰度测试，“送礼物”功能目前是起步探索阶段，预计未来将有更多迭代升级，同时会把送礼物功能入口置入更加外显的接口，以及增加更多新玩法。而且随着圣诞节、元旦、春节等一系列重要节日的到来，“送礼物”的强烈社交需求有望加速微信电商平台的发展。展望未来，“送礼物”功能可能会复制当年“微信红包”成为现象级用户行为。而微盟作为腾讯重要的生态合作伙伴之一，其产品微盟小程序将接入微信小店生态，支持微信电商生态持续丰富，可以利用微信小店送礼功能，为品牌商家打造更具创意和互动性的营销活动，帮助商家吸引更多用户购买并赠送礼物，提升品牌知名度和销售额。这将进一步丰富微盟营销服务场景，提升其在数字营销领域的竞争力，同时还有机会利用自身技术优势及精准营销经验，参与到合作商家 GMV 分润中，提升业务商业化水平。

#### ➤ 预计亏损将持续降低，头部服务商有望受益于生态成长：

公司在较弱的宏观经济和激烈的竞争环境下，通过降本增效实现效率提升。我们认为微盟在 2025 年上半年会完成微信小店对接，未来随微信电商生态完善，微信电商的 SaaS 和代运营服务商将享受需求迸发红利，微盟作为具备先发优势的微信生态原服务商，未来随着用户在微信电商生态用户习惯养成、B 端商户持续加入微信生态，有望打开 SaaS 业务增长天花板。同时通过精准营销服务，提升商家 GMV 水平，公司将创造更大商业化价值。我们预计公司 2024-2026 年实现收入分别为 18.1/21.0/25.1 亿元，对应同比增速-18.6%/15.6%/19.7%，实现净利润分别为-6.7/-3.5/-1.2 亿元。公司持续降本增效，伴随业务模式升级，未来亏损有望持续降低。2024 年公司主动收缩中小客户及亏损业务，广告业务毛收入持续增长，但受平台返点规则变化导致精准营销返点差下滑，未来公司作为腾讯系头部服务商未来有望受益于微信电商生态完善。因此给予公司目标价 3.86 港元，公司对应 2025 年订阅解决方案 5 倍 PS、商家解决方案 15 倍 PE，上调至“买入”评级。

### 重要数据

日期	2025-01-02
收盘价 (港元)	3.00
总股本 (亿股)	33.58
总市值 (亿港元)	100.74
净资产 (亿港元)	40.33
总资产 (亿港元)	109.40
52 周高低 (港元)	3.69/1.10
每股净资产 (港元)	0.85

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

Yomi.sun Holding	7.15%
Alter.You Holding	1.26%
Jeff.Fang Holding	0.16%

### 相关报告

微盟 (2013.HK) - 首发报告- 20200529

更新报告- 20200908、20210630、

20220630、20220822

### 研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	1,839	2,228	1,814	2,098	2,512
同比增长	-31.53%	21.14%	-18.55%	15.64%	19.74%
净利润	-1,919	-761	-673	-346	-121
同比增长	124.89%	-60.33%	-11.56%	-48.60%	-65.02%
净利润率	-104.34%	-34.17%	-37.11%	-16.49%	-4.82%
每股盈利 (元)	-0.66	-0.27	-0.24	-0.12	-0.04
PE	-4.3	-10.5	-11.8	-23.0	-65.9

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 送礼功能助推微信电商生态繁荣，商家服务需求有望提升：

微信小店“送礼物”功能开始灰度测试。类似于微信红包的体验，该功能允许用户在微信小店中选择商品并送给微信好友。“送礼物”功能所限定的商品款式原价不得高于1万元，商品和店铺满足规则将自动开通该功能。“送礼物”功能不但满足用户的社交需求，同时还能提升商品营销精准度，双重驱动下，未来该行为具有明显的裂变效应，有助于提升销售额、复购率及转化率。我们认为，“送礼物”功能目前是起步探索阶段，预计未来将有更多迭代升级，同时会把送礼物功能入口置入更加外显的接口，以及增加更多新玩法。而且随着圣诞节、元旦、春节等一系列重要节日的到来，“送礼物”的强烈社交需求有望加速微信电商平台的发展。展望未来，“送礼物”功能可能会复制当年“微信红包”成为现象级用户行为。

而微盟作为腾讯重要的生态合作伙伴之一，其产品微盟小程序将接入微信小店生态，支持微信电商生态持续丰富。公司表示目前相关产品正进行对接，完成后将为用户提供更加丰富的购物选择和更加便捷的购物体验。微盟作为腾讯生态的重要一员，在微信小店送礼功能的推广和应用过程中，将与腾讯有更紧密的合作。腾讯作为战略股东，未来可能会为微盟提供更多的资源和支持，帮助其更好地服务商家和用户。例如，在广告投放、流量扶持、技术对接等方面给予优惠和便利，进一步巩固微盟在腾讯生态中的地位。而微盟可以利用微信小店送礼功能，为品牌商家打造更具创意和互动性的营销活动，帮助商家吸引更多用户购买并赠送礼物，提升品牌知名度和销售额。这将进一步丰富微盟营销服务场景，提升其在数字营销领域的竞争力，同时还有机会利用自身技术优势及精准营销经验，参与到合作商家GMV分润中，提升业务商业化水平。

### 预计亏损将持续降低，头部服务商有望受益于生态成长：

公司在较弱的宏观经济和激烈的竞争环境下，通过降本增效实现效率提升。我们认为微盟在2025年上半年会完成微信小店对接，未来随微信电商生态完善，微信电商的SaaS和代运营服务商将享受需求迸发红利，微盟作为具备先发优势的微信生态原服务商，未来随着用户在微信电商生态用户习惯养成、B端商户持续加入微信生态，有望打开SaaS业务增长天花板。同时通过精准营销服务，提升商家GMV水平，公司将创造更大商业化价值。我们预计公司2024-2026年收入分别为18.1/21.0/25.1亿元，对应同比增速-18.6%/15.6%/19.7%，净利润分别为-6.7/-3.5/-1.2亿元，公司持续降本增效，伴随业务模式升级，未来亏损有望持续降低。2024年公司主动收缩中小客户及亏损业务，广告业务毛收入持续增长，但受平台返点规则变化导致精准营销

返点差下滑，未来公司作为腾讯系头部服务商未来有望受益于微信电商生态完善，上调至“买入”评级。

## 风险提示

宏观经济风险、微信电商落地不及预期、市场竞争加剧、广告恢复不及预期

### 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>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	1,839	2,228	1,814	2,098	2,512
成本	(748)	(744)	(627)	(725)	(867)
<b>毛利</b>	<b>1,091</b>	<b>1,484</b>	<b>1,187</b>	<b>1,373</b>	<b>1,646</b>
销售费用	(1,637)	(1,551)	(1,252)	(1,301)	(1,382)
管理费用	(995)	(714)	(635)	(420)	(377)
其他收入	(308)	178	69	80	96
<b>营运利润</b>	<b>(1,850)</b>	<b>(604)</b>	<b>(631)</b>	<b>(267)</b>	<b>(17)</b>
其他金融收入	(140)	(122)	(117)	(117)	(117)
税前利润	(1,990)	(726)	(748)	(384)	(134)
所得税	71	(35)	75	38	13
<b>净利润</b>	<b>(1,919)</b>	<b>(761)</b>	<b>(673)</b>	<b>(346)</b>	<b>(121)</b>
少数股东损益	(91)	(3)	0	0	0
<b>增长</b>					
收入增长 (%)	-31.5%	21.1%	-18.6%	15.6%	19.7%
净利润 (%)	124.9%	-60.3%	-11.6%	-48.6%	-65.0%

##### 资产负债表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
应收账款	376	353	288	333	398
合约资产	72	97	79	91	109
其他流动资产	1,054	2,383	1,747	1,818	1,959
金融资产	948	308	308	308	308
定期存款	782	22	22	22	22
货币资金	1,710	1,667	1,497	1,291	1,311
<b>流动资产总计</b>	<b>4,943</b>	<b>4,830</b>	<b>3,940</b>	<b>3,863</b>	<b>4,108</b>
固定资产	151	274	287	302	317
无形资产	1,410	1,275	1,211	1,150	1,093
所得税资产	62	24	24	24	24
其他固定资产	1,369	1,432	1,432	1,432	1,432
<b>总资产</b>	<b>7,935</b>	<b>7,834</b>	<b>6,894</b>	<b>6,770</b>	<b>6,973</b>
应付账款及其他	1,426	1,435	1,210	1,398	1,671
合同负债	291	263	222	257	307
应交税费	10	12	12	12	12
短期借款	1,819	1,353	1,353	1,353	1,353
租赁	66	32	32	32	32
<b>流动负债总计</b>	<b>3,612</b>	<b>3,094</b>	<b>2,828</b>	<b>3,051</b>	<b>3,374</b>
可转债	38	38	38	38	38
其他长期负债	1,930	211	211	211	211
<b>总负债</b>	<b>5,580</b>	<b>3,343</b>	<b>3,077</b>	<b>3,299</b>	<b>3,623</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,241</b>	<b>2,802</b>	<b>2,129</b>	<b>1,783</b>	<b>1,662</b>

##### 财务分析

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	59.3%	66.6%	65.4%	65.4%	65.5%
EBIT率 (%)	-100.6%	-27.1%	-34.8%	-12.7%	-0.7%
净利率 (%)	-104.3%	-34.2%	-37.1%	-16.5%	-4.8%
ROE	-85.6%	-27.2%	-31.6%	-19.4%	-7.3%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	143.2%	101.7%	104.0%	82.0%	70.0%
实际税率 (%)	3.6%	-4.8%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	88	73	73	73	73
应付账款天数	696	704	704	704	704
<b>财务状况</b>					
负债/权益	2.49	1.19	1.45	1.85	2.18
收入/总资产	0.23	0.28	0.26	0.31	0.36
总资产/权益	3.54	2.80	3.24	3.80	4.20
无形资产/总资产	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
现金/总资产	21.6%	21.3%	21.7%	19.1%	18.8%

##### 现金流量表

<百万元>，财务年度截至<十二月>

	2022年 历史	2023年 历史	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
<b>利润</b>	<b>(1,991)</b>	<b>(726)</b>	<b>(748)</b>	<b>(384)</b>	<b>(134)</b>
折旧	27	23	27	29	30
无形资产摊销	337	299	64	61	58
投资公允价值变动	(14)	(6)	0	0	0
股权激励费用	119	83	0	0	0
其他非现金调整	494	6	117	117	117
运营资本变化	108	(280)	411	15	(5)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(920)</b>	<b>(601)</b>	<b>(129)</b>	<b>(163)</b>	<b>65</b>
购买物业及设备	(36)	(117)	(41)	(43)	(45)
购买无形资产及开发	(242)	(181)	0	0	0
其他投资活动	(1,204)	10	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,482)</b>	<b>(289)</b>	<b>(41)</b>	<b>(43)</b>	<b>(45)</b>
发行普通股	0	1,370	0	0	0
发行可转债	0	(21)	0	0	0
其他融资活动	67	(527)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>67</b>	<b>822</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇兑变化	46	19	0	0	0
现金变化	(2,289)	(49)	(170)	(206)	20
期初持有现金	3,809	1,710	1,667	1,497	1,291
<b>期末持有现金</b>	<b>1,520</b>	<b>1,661</b>	<b>1,497</b>	<b>1,291</b>	<b>1,311</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。本报告清晰准确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>