

买入

2025 年 04 月 3 日

重视 AI 技术融合，静待盈亏平衡

- **2024 年营收业绩承压：**2024 年公司录得会计收入 13.39 亿元人民币，同比下降 39.9%，净利润亏损 17.44 亿元，亏损幅度扩大主要受广告平台返点政策调整及业务结构优化影响所致。商家解决方案收入同比下降 52%至 4.21 亿元，公司减少了低利润的 TSO 服务和金融等业务，且更加聚焦于服务广告主的投放业务。公司正加速推进 AI 能力与核心业务场景的深度耦合，着力将用户心智份额优势转化为付费转化率提升。
- **战略聚焦核心业务：**SaaS 业务的订阅解决方案录得收入 6.18 亿元，较去年同期增长 0.7%。智慧零售成核心引擎占订阅收入 67.2%，服饰/快消/建材行业百强商户渗透率分别达 43%/21%/19%，大客 ARPU 值结构性提升。公司采取战略收缩，剥离低利润小微业务，虽付费商户数同比减少 34.7%，但聚焦高价值客户策略推动每用户收入增长 4.2%。我们认为 SaaS 业务和智慧零售业务的表现符合我们之前的预测，且大客化将持续为微盟公司增长续航。
- **广告业务受政策调整及环境因素承压：**广告毛收入 180.15 亿元同比大幅上升 24.5%，但受返点率降低影响，实际收入同比下滑 52.1%至 4.21 亿元。视频号商业化加速，微盟在腾讯/快手/小红书广告消耗分别增长 19%/78%/152%，显示渠道多元化能力。集团积极推进 AI 技术与核心业务融合，微盟 WAI 已接入包括 DeepSeek、腾讯混元等 10 余家大模型平台，并面向电商和零售等行业布局 15 大 AI Agent 产品矩阵。AI 生成文案及图片采纳率分别同比提升 53.4%和 13.4%。伴随着未来居民消费意愿升级和企业运营常规化，广告业务将逐步回暖，我们预计公司有望在 2025 年迎来业务回暖。
- **继续强调长期逻辑不变，调整目标价至 3.01 港元，维持买入评级：**综合分析，公司的业绩符合我们的预期，且集团战略聚焦和拥抱 AI，为未来表现提供了充分基础。因此，我们调整 SaaS 估值中枢回归至 6 倍 PS，并采用 2025 年的预测盈利，调整目标价至 3.01 港元，较上一收盘价有 69%的上涨空间，维持买入评级。

李京霖

852-2532-1957

Jinglin.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	1.79 港元
目标价	3.01 港元 (+69%)
股票代码	2013
已发行股本	36.16 亿股
市值	64.36 亿港元
52 周高/低	3.69 港元/1.1 港元
每股净资产	0.52 港元
主要股东	YOMI. SUN 11.55%
	贝莱德 4.12%
	摩根大通 4.81%
	THL 4.40%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入（人民币千元）	2,227,684	1,339,255	1,612,460	1,846,553	2,022,822
总收入	21.14%	-39.88%	20.40%	14.52%	9.55%
经调整净利润	-767,674	-1,745,711	-666,155	-567,977	-450,956
经调整每股盈利（人民币元）	-0.280	-0.570	-0.243	-0.207	-0.164
变动（%）	61.64%	-103.57%	57.40%	14.74%	20.60%
派息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
市盈率1.79港元（估）	-6.0	-2.9	-6.9	-8.1	-10.2

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录：主要财务报表

财务报表摘要

单位：千元;财务年度截至十二月三十一日

损益表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
收入	2,227,684	1,339,255	1,612,460	1,846,553	2,022,822
毛利	1,483,525	596,324	1,196,066	1,371,445	1,426,870
其他收入	85,090	40,842	31,432	22,728	15,094
销售及分销费用	1,551,483	1,014,048	1,050,753	1,107,932	1,011,411
行政开支	714,254	616,802	694,438	690,548	707,416
减值及拨备	30,491	91,362	82,558	102,272	96,901
经营利润	-604,291	-1,431,160	-600,252	-506,579	-373,764
利息收入	33,889	12,006	16,272	12,676	13,430
融资成本	151,223	273,746	100,024	101,149	110,149
税前盈利	-726,357	-1,787,203	-684,003	-595,051	-470,483
所得税	34,901	-43,253	-17,848	-27,075	-19,527
净利润	-761,258	-1,743,950	-666,155	-567,977	-450,956
少数股东应占利润	-3,007	-15,457	-14,300	-13,667	-13,464
本公司股东应占利润	-758,251	-1,728,493	-651,855	-554,310	-437,492
经调整净利润	-767,674	-1,745,711	-666,155	-567,977	-450,956
折旧及摊销	-278,878	-306,420	-333,187	-334,839	-337,171
增长					
总收入（%）	21.14%	-39.88%	20.40%	14.52%	9.55%
经调整净利润(%)	-59.65%	127.40%	-61.84%	-14.74%	-20.60%

财务分析	2023年	2024年	2025年E	2026年E	2027年E
盈利能力指标					
毛利率（%）	67%	45%	74%	74%	71%
净利率（%）	-34%	-130%	-41%	-31%	-22%
销售及管理费用/收入（%）	70%	76%	65%	60%	50%
实际税率	-5%	2%	3%	5%	4%
应收账款周转天数	59	70	46	42	24
应付账款周转天数	231	487	381	242	243
偿债能力指标					
资产负债率	64%	74%	78%	88%	97%
流动比率	109%	98%	86%	78%	84%
财务状况					
总负债/总资产	64%	74%	78%	88%	97%
收入/净资产	0.79	0.74	1.41	3.19	15.84
经营性现金流入/收入	-0.27	-0.25	-0.16	-0.09	0.02
税前盈利对利息倍数	-5.03	-6.37	-6.66	-5.62	-4.09

资产负债表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
单位：千元					
固定资产	273,802	451,683	447,406	460,840	475,957
投资物业	34,530	32,100	32,100	32,100	32,100
无形资产	1,274,654	844,460	587,651	331,091	79,341
递延税项资产	23,555	63,008	29,024	29,545	30,342
其他非流动资产	417,615	382,869	335,263	332,380	323,651
非流动资产合计	3,038,105	2,553,212	2,109,350	1,956,820	1,707,714
应收账款	353,305	166,307	241,869	184,655	80,913
预付款项、按金及其他	1,621,631	1,949,373	866,100	888,453	1,120,389
现金	1,666,760	1,194,203	975,366	714,759	1,075,907
合同资产	96,900	42,738	64,498	55,397	60,685
其他流动资产	1,091,395	1,054,803	978,419	1,043,965	1,012,407
流动资产合计	4,829,991	4,407,424	3,126,252	2,887,228	3,350,300
总资产	7,868,096	6,960,636	5,235,602	4,844,048	5,058,014
应付账款	1,434,799	2,187,419	1,225,994	1,258,070	1,474,430
短期银行借款	1,352,723	2,064,104	2,064,104	2,064,104	2,064,104
其他短期负债	1,636,951	260,829	341,143	383,420	451,274
总短期负债：	4,424,473	4,512,352	3,631,241	3,705,595	3,989,808
指定以公允价值记账：	37,595	37,595	37,595	37,595	37,595
其他负债	603,774	597,933	420,166	522,234	902,942
总负债	5,065,842	5,147,880	4,089,001	4,265,424	4,930,345
少数股东权益	102,097	85,780	85,780	85,780	85,780
股东权益	2,802,254	1,812,756	1,146,601	578,624	127,668
储备	-856,076	-596,987	-596,987	-596,987	-596,987
营运资产	405,518	-104,928	-504,988	-818,366	-639,508

现金流量表	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
单位：千元					
除税前溢利(业务利润)	-726,357	-1,787,203	-666,155	-567,977	-450,956
折旧及摊销	321,747	306,420	333,187	334,839	337,171
应收账款减少	5,498	241,160	-97,322	66,316	98,454
应付账款及应计费用增：	81,366	752,622	-961,425	32,077	216,360
其他	-1,004,315	-1,632,425	463,919	-602,804	-615,499
经营业务现金流	-595,704	-332,223	-261,642	-169,573	36,486
资本开支	119,566	124,674	-72,101	-91,713	-100,537
其他投资活动	-408,145	-76,641	95,287	-59,210	46,187
投资业务现金流	-288,579	48,033	23,187	-150,923	-54,351
新增借款	2,408,620	2,915,840	N/A	N/A	N/A
融资业务现金流	821,709	-171,992	19,618	59,889	379,012
现金净额	-62,574	-456,182	-218,837	-260,607	361,147
期初现金	1,710,103	1,666,760	1,194,203	975,366	714,759
汇兑变化	19,231	-16,375	-16,375	-16,375	-16,375
期末现金	1,666,760	1,194,203	975,366	714,759	1,075,907

来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。