

微盟集团 (02013.HK)

盈利拐点在即，AI 商业化开启

微盟发布 2025H1 财报业绩。微盟 2025H1 录得收入 7.8 亿元，同比下降 10.6%。按业务类型角度，1) 订阅解决方案收入 4.4 亿元，同比下降 10.0%。毛利 2.7 亿元，同比下降 6.3%，毛利率达 62.6%，同比上升 2.5 个百分点；2) 商家解决方案收入 3.4 亿元，同比下降 11.3%。毛利 3.1 亿元，同比上升 8.7%，毛利率达 91.3%，同比上升 16.8 个百分点。公司半年度经营利润与 non-GAAP 归母净利均实现扭亏转盈，分别录得 27 万/2380 万元，营业利润率与 non-GAAP 归母净利率同比上升 33.2/23.3 个百分点。

聚焦智慧零售，大客合作与场景拓展并进。微盟持续聚焦智慧零售等大客业务，本半年度智慧零售收入已占订阅解决方案的 65.2%，商家数量达到 7323 家。公司推出的“零售+企微”和“零售+企微+会员”一体化解决方案得到客户的广泛认可，推动智慧零售 GMV 增长 13.4%、百万级/亿级 GMV 同比增加 34%/60%。集团型企业多品牌、多业务线合作趋势上扬，多账号合作客户数同比增加 22.2%，相关收入同比增加 19.3%。在中国时尚零售百强/商业地产百强/连锁便利店百强等大客市场中的渗透率达 48%/50%/42%。此外，基于智慧零售解决方案的核心能力，微盟业务场景逐步覆盖即时零售、本地生活、购物中心与百货。

优化客户结构，拓展高潜力广告赛道。在商家解决方案上，微盟主动调整客户结构，取消与部分低毛利、高垫款或长账期客户的合作，推动毛利率优化。公司本半年度精准投放毛收入达 86 亿，同增 3.4%。积极布局高潜力赛道，在视频号/小红书/支付宝广告消耗同比增长 46%/87%/15000%。此外，微盟在深耕腾讯、快手、小红书、支付宝等商业生态的同时，也在积极搭建与美团、抖音、HarmonyOS 的合作，拓展多渠道生态。

AI Agent 商业化能力显现。微盟通过推出 WAI SaaS、WAI Pro、WIME 等 AI 产品矩阵，帮助商家实现从店铺搭建、运营管理到营销投放的全流程智能化，本半年度 AI 相关产品收入达 0.34 亿元。报告期内，1) WAI SaaS 推动平均月活商户数环比增长 57%，店铺搭建 Agent 使用次数环比增长 4.5 倍；2) WIME 注册用户数 11.6 万，收入环比提高 172%。WIME 上线微信与小红书，未来将接入 WPS 等超级应用；3) WAI Pro 则为客户提供定制化 AI 解决方案，如 AI 咨询及测评、Agents 应用落地等。

维持“买入”评级。由于经营环境变动及公司的主动战略调整，我们调整公司 2025-2027 收入预测至 16/17/19 亿元；non-GAAP 归母净利 0.4/1.2/1.6 亿元。基于 SaaS 方案 5x 2026e P/S、商家解决方案 16x 2026e P/E，我们给予公司 (02013.HK) 3 港元目标价，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、大客户拓展不及预期、AI 产品需求不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2,228	1,339	1,567	1,728	1,874
增长率 yoy (%)	21	-40	17	10	8
经调整归母净利润 (百万元)	-561	-530	35	117	161
增长率 yoy (%)	60	6	107	236	37
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.16	-0.15	0.01	0.03	0.04
净资产收益率 (%)	-26.9	-103.5	-1.4	4.4	5.4
P/E (倍)	-14	-15	231	69	50
P/S (倍)	3.6	6.0	5.1	4.7	4.3

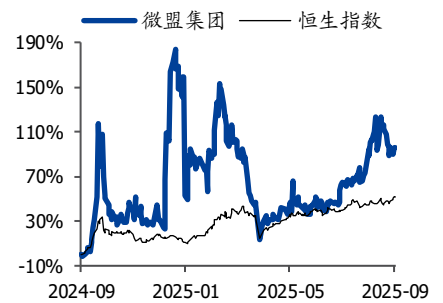
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 09 月 12 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
09 月 12 日收盘价 (港元)	2.43
总市值 (百万港元)	8,786.61
总股本 (百万股)	3,615.89
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	183.97

股价走势



作者

分析师 夏君

工号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 《微盟集团 (02013.HK): 微信商业化提速，广告利润释放》 2024-05-25
- 《微盟集团 (02013.HK): 收入强劲可观，推出 AI 应用产品 WAI》 2023-08-22
- 《微盟集团 (02013.HK): 轻装上阵，视频号有望贡献增量》 2023-04-05

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,830	4,407	3,589	5,132	4,536
现金	1,667	1,194	812	1,845	1,630
应收账款	353	166	443	133	388
预付账款	1,622	1,949	1,249	2,054	1,431
存货	1	2	3	4	5
其他流动资产	1,187	1,096	1,081	1,096	1,083
非流动资产	3,038	2,553	2,489	2,445	2,417
固定资产	274	452	520	581	635
无形资产	1,275	844	691	566	463
开发成本	0	0	20	41	61
合约资产	19	21	21	21	21
递延所得税资产	24	63	63	63	63
其他非流动资产	1,447	1,173	1,173	1,173	1,173
资产总计	7,868	6,961	6,078	7,577	6,953
流动负债	4,424	4,512	3,391	4,507	3,457
银行借款	1,353	2,064	1,981	1,898	1,814
其他应付款项	1,435	2,187	1,011	2,292	1,193
合约负债	263	205	343	261	394
其他流动负债	1,374	56	56	56	56
非流动负债	641	636	636	636	636
可赎回及可换股优先股	38	38	38	38	38
合约负债	54	49	49	49	49
负债合计	5,066	5,148	4,027	5,142	4,093
少数股东权益	102	86	72	75	79
股本	2	2	2	2	2
库存	0	0	0	0	0
储备及其他	2,452	1,648	1,900	2,281	2,703
归属母公司股东权益	2,700	1,727	1,979	2,360	2,782
负债和股东权益	7,868	6,961	6,078	7,577	6,953

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-596	-332	-437	977	-271
除税前利润	-726	-1,787	-28	105	150
固定资产折旧	23	37	56	64	71
无形资产摊销	256	231	153	125	103
营运资金变动	-588	607	-601	688	-586
其他经营现金流	440	580	-18	-5	-7
投资活动现金流	-289	48	-145	-145	-145
固定资产投资	-119	-125	-125	-125	-125
其他投资现金流	-170	173	-20	-20	-20
筹资活动现金流	822	-172	201	201	201
银行借款	2,409	2,916	2,409	2,409	2,409
发行普通股所得款项	1,370	284	284	284	284
其他筹资现金流	-2,957	-3,372	-2,492	-2,492	-2,492
现金净增加额	-63	-456	-382	1,033	-215

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,228	1,339	1,567	1,728	1,874
营业成本	744	743	384	396	418
销售费用	1,551	1,014	775	840	908
管理费用	714	617	362	314	341
金融资产减值亏损	30	91	3	3	3
其他收入-经营	85	41	44	44	44
其他经营净收益	123	-346	7	7	7
营业利润	-604	-1,431	95	226	255
财务收入	34	12	12	8	19
财务成本	-151	-274	-139	-133	-127
金融负债之公允价值变动	0	0	0	0	0
权益法应占联营公司净利润	-10	-25	4	4	4
利润总额	-726	-1,787	-28	105	150
所得税	-35	43	-18	-5	-7
净利润	-761	-1,744	-46	99	142
少数股东损益	-3	-15	-14	3	4
归属母公司净利润	-758	-1,728	-32	96	138
调整后净利润	-561	-530	35	117	161
调整后 EPS (元)	-0.16	-0.15	0.01	0.03	0.04

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.1	-39.9	17.0	10.3	8.4
营业利润(%)	67.3	-136.8	106.6	137.4	12.9
调整后净利润(%)	-561.3	-530.2	34.8	117.0	160.5
获利能力					
毛利率(%)	66.6	44.5	75.5	77.1	77.7
调整后净利率(%)	-25.2	-39.6	2.2	6.8	8.6
ROE(%)	-26.9	-103.5	-1.4	4.4	5.4
ROIC(%)	-20.2	-26.6	1.9	4.0	4.3
偿债能力					
资产负债率(%)	64.4	74.0	66.3	67.9	58.9
净负债比率(%)	-11.6	50.4	59.0	2.2	6.6
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.3
速动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	6.1	5.2	5.1	6.0	7.2
应付账款周转率	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.16	-0.15	0.01	0.03	0.04
每股经营现金流(最新摊薄)					
每股净资产(最新摊薄)	0.75	0.48	0.55	0.65	0.77
估值比率					
P/E	-14	-15	231	69	50
P/S	3.6	6.0	5.1	4.7	4.3
P/B	3.0	4.7	4.1	3.4	2.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 09 月 12 日收盘价

图表1: 微盟财务预测: 年度

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	2,228	1,339	1,567	1,728	1,874
yoy	21%	-40%	17%	10%	8%
1、订阅解决方案	1,349	919	862	921	992
yoy	4%	-32%	-6%	7%	8%
付费商家数 (家)	96,339	62,924	57,442	63,119	69,294
yoy	-3%	-35%	-9%	10%	10%
付费 ARPU (元)	14,007	14,597	15,006	14,599	14,316
yoy	8%	4%	3%	-3%	-2%
2、商家解决方案	878	421	705	807	882
yoy	60%	-52%	68%	14%	9%
毛利润	1,484	596	1,183	1,332	1,455
毛利率	67%	45%	76%	77%	78%
销售费用率	-70%	-76%	-49%	-49%	-48%
一般及行政费用率	-32%	-46%	-23%	-18%	-18%
营业利润	-604	-1,431	95	226	255
营业利润率	-27%	-107%	6%	13%	14%
GAAP 归母净利润	-758	-1,728	-32	96	138
GAAP 归母净利率	-34%	-129%	-2%	6%	7%
调整后归母净利	-561	-530	35	117	161
调整后归母净利率	-25%	-40%	2%	7%	9%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com