

买入

2025 年 12 月 11 日

全面拥抱 AI，业务有望企稳回升

- **2025H1 营收策略性调整：** 2025 年上半年公司实现营业收入 7.75 亿元人民币，同比下降 10.6%，主要系公司主动推进降本增效，战略性缩减低毛利、低质量的中小业务规模，导致相关递延收入减少所致。同期实现经调整净利润 0.17 亿元，较 2024 年同期经调整净亏损 1.87 亿元显著改善，为 2021 年以来首次实现半年度扭亏为盈，主要得益于公司有效的降本增效措施。公司持续聚焦高质量业务发展，主动优化收入来源，推动毛利率同比提升 8.7 个百分点至 75.1%。当前，公司正进一步聚焦核心广告主服务与高质量增长，持续优化业务组合与运营效率。AI 业务商业化进程加速，形成核心产品矩阵。2025 年上半年，公司 AI 相关产品实现收入约 0.34 亿元人民币，初步完成以 WAI SaaS、WAI Pro 及 WIME 为核心的产品布局，其应用已覆盖零售、营销、内容创作及运营管理等核心业务场景。
- **战略聚焦核心业务：** 订阅解决方案在 2025 年上半年实现收入 4.38 亿元人民币，同比下降 10.1%。智慧零售业务持续作为核心引擎，实现收入 2.86 亿元，同比下降 6.1%，占订阅解决方案收入比重提升至 65.2%，外部宏观环境虽对部分客户预算及经营形成短期压力，但大客基本盘保持稳健。公司坚持大客化战略导向，付费商户数同比减少 13.9% 至 5.91 万名，而每用户平均收入 (ARPU) 逆势提升 4.5% 至 7402 元，反映客户结构持续优化。我们认为，订阅业务在战略收缩后已步入质量提升通道，大客化与智能化升级将支撑公司中长期盈利增长，未来发力本地生活等场景有望打开新空间。
- **广告业务受政策调整及环境因素承压：** 2025 年上半年商家解决方案收入为 3.38 亿元人民币，同比下降 11.3%，主要受广告平台返点比例于 2024 年下半年下调导致同比基数抬升影响；若还原返点政策调整因素，经调整后收入实际同比增长 45.3%，体现核心广告投放服务保持强劲增长动力。伴随着未来居民消费意愿升级和企业运营规范化，广告业务将逐步回暖，我们预计公司有望在 2026 年迎来业务回暖。
- **继续强调长期逻辑不变，维持目标价至 3.02 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 8 倍 PS，并采用 2025 年的预测盈利，维持目标价至 3.02 港元，较上一收盘价有 57% 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	1.92 港元
目标价	3.02 港元 (+57%)
股票代码	2013
已发行股本	39.6 亿股
市值	76.03 亿港元
52 周高/低	3.69 港元/1.36 港元
每股净资产	0.73 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	1,612,762	1,807,437	1,976,409
总收入	21.14%	-39.88%	20.42%	12.07%	9.35%
经调整净利润	-767,674	-1,745,711	-521,922	-608,102	-469,092
经调整每股盈利 (人民币元)	-0.280	-0.570	-0.146	-0.222	-0.171
变动 (%)	61.64%	-103.57%	74.42%	-52.03%	22.86%
派息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
市盈率 1.92 港元 (估)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

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

	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
收入	2,227,684	1,339,255	1,612,762	1,807,437	1,976,409
毛利	1,483,525	596,324	1,138,484	1,297,431	1,359,766
其他收入	85,090	40,842	37,231	29,618	22,284
销售及分销费用	1,551,483	1,014,048	935,093	1,084,462	988,204
行政开支	714,254	616,802	635,055	688,813	691,337
减值及拨备	30,491	91,362	74,405	119,661	116,888
经营利润	-604,291	-1,431,160	-465,391	-565,888	-414,379
利息收入	33,889	12,006	11,735	15,314	15,545
融资成本	151,223	273,746	86,366	101,149	110,149
税前盈利	-726,357	-1,787,203	-536,465	-651,722	-508,982
所得税	34,901	-43,253	-15,723	-43,621	-39,890
净利润	-761,258	-1,743,950	-520,742	-608,102	-469,092
少数股东应占利润	-3,007	-15,457	-10,486	-13,667	-13,464
本公司股东应占利润	-758,251	-1,728,493	-510,256	-594,435	-455,628
经调整净利润	-767,674	-1,745,711	-521,922	-608,102	-469,092
折旧及摊销	-278,878	-306,420	-333,188	-334,637	-336,743
增长					
总收入 (%)	21.14%	-39.88%	20.42%	12.07%	9.35%
经调整净利润 (%)	-59.65%	127.40%	-70.10%	16.51%	-22.86%

	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标					
毛利率 (%)	67%	45%	71%	72%	69%
净利率 (%)	-34%	-130%	-32%	-34%	-24%
销售及管理费用/收入 (%)	70%	76%	58%	60%	50%
实际税率	-5%	2%	3%	7%	8%
应收账款周转天数	59	70	46	42	24
应付账款周转天数	231	487	400	274	262
偿债能力指标					
资产负债率	64%	74%	69%	71%	72%
流动比率	109%	98%	94%	99%	118%
财务状况					
总负债/总资产	64%	74%	69%	71%	72%
收入/净资产	0.79	0.74	0.85	1.00	1.02
经营性现金流入/收入	-0.27	-0.25	-0.04	-0.12	0.00
税前盈利对利息倍数	-5.03	-6.37	-6.03	-6.01	-4.26

	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
资产负责表					
固定资产	273,802	451,683	447,418	459,123	472,375
投资物业	34,530	32,100	32,100	32,100	32,100
无形资产	1,274,654	844,460	1,035,975	779,403	527,639
递延税项资产	23,555	63,008	29,030	28,919	29,646
其他非流动资产	417,615	382,869	335,326	325,339	316,225
非流动资产合计	3,038,105	2,553,212	2,559,499	2,380,723	2,127,756
应收账款	353,305	166,307	241,914	180,744	79,056
预付款项、按金及其他	1,621,631	1,949,373	986,498	953,712	1,159,288
现金	1,666,760	1,194,203	1,168,954	872,896	1,199,774
合同资产	96,900	42,738	64,510	54,223	59,292
其他流动资产	1,091,395	1,054,803	1,127,166	1,702,417	2,278,775
流动资产合计	4,829,991	4,407,424	3,589,043	3,763,993	4,776,186
总资产	7,868,096	6,960,636	6,148,542	6,144,716	6,903,941
应付账款	1,434,799	2,187,419	1,396,421	1,350,480	1,525,622
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	341,207	375,305	440,927
总短期负债：	4,424,473	4,512,352	3,801,731	3,789,889	4,030,653
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	420,215	515,592	895,043
总负债	5,065,842	5,147,880	4,259,541	4,343,075	4,963,290
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	1,889,001	1,801,641	1,940,651
营运资产	405,518	-104,928	-212,689	-25,896	745,533

	2023年	2024年	2025E	2026E	2027E
现金流量表					
单位：千元					
除税前溢利(业务利润)	-726,357	-1,787,203	-520,742	-608,102	-469,092
折旧及摊销	321,747	306,420	333,188	334,637	336,743
应收账款减少	5,498	241,160	-97,380	71,458	96,618
应付账款及预计费用增加	81,366	752,622	-790,998	-45,941	175,142
其他	-1,004,315	-1,632,425	487,218	-576,057	-607,607
经营业务现金流	-595,704	-332,223	-67,971	-215,903	897
资本开支	119,566	124,674	-72,114	-89,770	-98,230
其他投资活动	-408,145	-76,641	95,211	-49,166	45,956
投资业务现金流	-288,579	48,033	23,096	-138,936	-52,275
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	19,626	58,782	378,255
现金余额	-62,574	-456,182	-25,249	-296,058	326,877
期初现金	1,710,103	1,666,760	1,194,203	1,168,954	872,896
汇兑变化	19,231	-16,375	-16,375	-16,375	-16,375
期末现金	1,666,760	1,194,203	1,168,954	872,896	1,199,774

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。