

买入

中国商业线上化持续, 公司增长确定性高

微盟集团 (2013.HK)

2020-09-08 星期二

目标价:	14.32 港元
现价:	11.92 港元
预计升幅:	20.1%

重要数据

日期	2020-09-08
收盘价 (港元)	11.92
总股本 (百万股)	2,238
总市值 (百万港元)	16,230
净资产 (百万港元)	2,221
总资产 (百万港元)	3,688
52周高低 (港元)	13.92/3.06
每股净资产 (港元)	0.98

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Yomi.sun Holding Limited	14.22%
City-Scape Pte. Ltd.	6.31%
CP Wisdom Singapore	6.31%
THL H Limited	5.41%
GIC Private Limited	3.19%
Tencent Mobility Limited	2.60%

相关报告

微盟集团 (2013.HK) - 首发报告-20200529

研究部

姓名: 李承儒
 SFC: BLN914
 电话: 0755-21519182
 Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 公司上半年业绩保持高速增长:

公司发布 2020 年上半年财报, 上半年收入为 10.50 亿元, 同比增长 59.9%, 经调整毛利为 5.14 亿元, 同比增长 40.8%, 经调整 EBITDA 为 1.15 亿元, 同比增长 68%, 经调整净利润为 5200 万元, 同比增长 77.4%。

➤ SaaS 业务紧抓市场需求变化:

SaaS 产品方面, 公司继续持续为线下企业提供线上化服务。面对激烈的市场竞争, 公司能够紧抓市场需求变化提供相应服务。根据应用场景来看, 智能零售方面, 公司与越来越多的大型零售企业建立合作关系, 智慧餐饮板块同样实现了高速增长, 我们认为目前中国企业仍然存在较大的线上化需求, 公司 SaaS 业务增长可以持续实现。

➤ 精准营销与 SaaS 结合的业务模式已经形成闭环:

在精准营销方面, 公司已经获取的电商、金融、快消等 20 多个行业广告主的青睐, 广告主的分布发展为中小商家和大商家都有覆盖的客户矩阵, 同时在电商、在线教育、自媒体、网服等行业广告主取得了突破。未来公司继续加强精准营销与 SaaS 产品的一体化解决方案, 使广告主在投放广告的同时, 使用公司提供的 SaaS 产品, 形成流量循环。

➤ 维持“买入”评级, 目标价 14.32 港元:

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 -0.03/0.03/0.09 元, 公司为中国新消费趋势下具备较高竞争力的 SaaS 服务提供商, 未来业务发展值得长期看好。根据分布估值法, 我们得到公司合理估值为 320 亿港元, 因此给予公司 14.32 港元的目标价, 维持“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	865	1,437	2,031	2,951	4,291
同比增长	61.99%	66.10%	41.38%	45.27%	45.41%
净利润	-1,091	311	-70	65	190
同比增长	N/A	N/A	-122.45%	-193.36%	191.70%
净利润率	-126.15%	21.67%	-3.44%	2.21%	4.44%
每股盈利 (元)	-1.59	0.15	-0.03	0.03	0.09
PE	N/A	71.7	-350.2	375.1	128.6

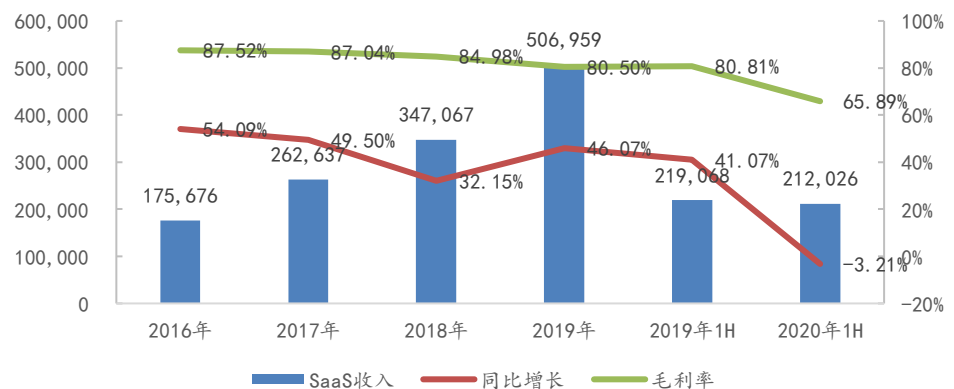
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

公司上半年业绩保持高速增长：

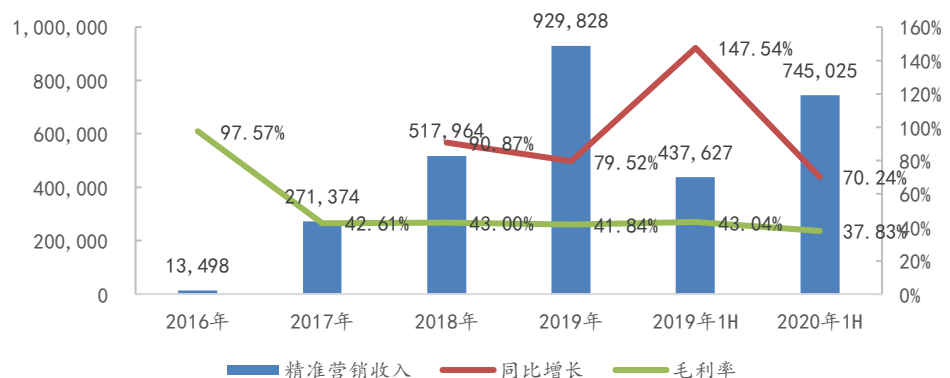
公司发布 2020 年上半年财报，上半年收入为 10.50 亿元，同比增长 59.9%，经调整毛利为 5.14 亿元，同比增长 40.8%，经调整 EBITDA 为 1.15 亿元，同比增长 68%，经调整净利润为 5200 万元，同比增长 77.4%。分业务来看，SaaS 业务保持平稳，而精准营销业务高速增长，增速创下历史新高。SaaS 业务收入为 2.19 亿元，同比下降 3.2%，下降主要是由于破坏事件导致公司赔偿商家客户 9290 万元，如果剔除 SaaS 破坏事件的影响，SaaS 则同比增长 39.2% 至 3.05 亿元。SaaS 产品付费商户数为 88463 名，同比增长 26.4%。ARPU 为 3447 元，同比增长 10.2%；精准营销业务毛收入(包括广告投放费用)为 46.1 亿元，同比增长 156.5%。业务收入为 7.45 亿元，同比增长 70.2%。使用公司服务的广告主为 26084 名，同比增长 33.5%，而每广告主平均开支增长 92.1% 至 17.68 万元。

图 1：SaaS 业务表现情况



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

图 2：精准营销业务表现情况

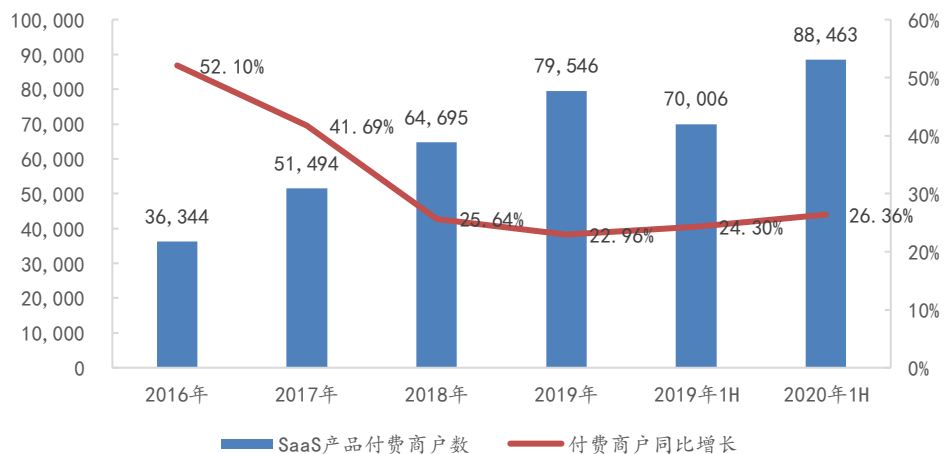


资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

SaaS 业务紧抓市场需求变化：

SaaS 产品方面，商业云、营销云、销售云为当前公司战略重点，公司继续持续为线下企业提供线上化服务。面对激烈的市场竞争，公司能够紧抓市场需求变化提供相应服务，例如 2020 年上半年中国直播电商开始起步，公司立即完成与微信小程序直播插件的对接，同时推出小程序直播平台“微盟直播”，公司已经发展处 SaaS 产品、直播工具、精准营销相结合的服务业务模式。根据应用场景来看，智能零售方面，公司与越来越多的大型零售企业建立合作关系，收入快速增长，目前智慧零售商户数量达到 2260 家，其中品牌商户达 457 家，智慧零售收入为 4606 万元，同比增长 701.0%，占 SaaS 总收入 15.1%，品牌商户的每用户平均订单收入达到 22.7 万元。而在智慧餐饮板块同样实现了高速增长，目前餐饮商户数达到 6,532 家，收入为 2,211.8 万元，较同比增长 69.3%，占 SaaS 总收入 7.3% 比重，平均订单收入达到人民币 1.6 万元。我们认为目前中国企业仍然存在较大的线上化需求，公司 SaaS 业务增长可以持续实现。

图 3：SaaS 业务客户数量增长提速



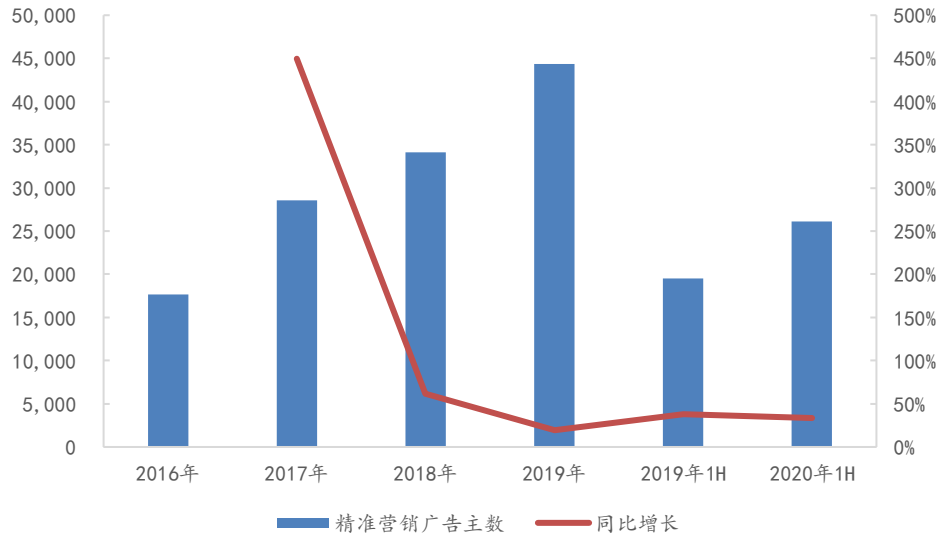
资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

精准营销与 SaaS 结合的业务模式已经形成闭环：

在精准营销方面，公司已经获取的电商、金融、快消等 20 多个行业广告主的青睐，广告主的分布发展为中小商家和大商家都有覆盖的客户矩阵，使用公司服务的广告主达到 2.6 万名，同比增长 33.5%，每广告主平均开支增长 92.1% 至人民币 17.7 万元。精准营销业务的高成长主要原因有以下几个方面，首先是区域下沉，销售团队直接触达广告主，第一时间分析广告主需求并提出精准运营方案，提高了获客效率；其次公司拓展了区域牌照，获得了北京、广州等关键区域牌照，拓展了业务范围；最后公司加大了短视频端的广告投入，在电商、在线教育、自

媒体、网服等行业广告主取得了突破。未来公司继续加强精准营销与 SaaS 产品的一体化解决方案，使广告主在投放广告的同时，使用公司提供的 SaaS 产品，形成流量循环。

图 4：广告主对于公司投放渠道的需求不断增长



资料来源：公司年报、国元证券经纪(香港)整理

未来战略已经清晰：

公司管理层提出未来三到五年核心战略有以下几个方面，首先是大客化，优化现有的客户结构，从中小型客户向中大型客户转型，目前智慧零售和智慧餐饮就是按照这个方向进行布局，未来投资并购方面也需要按照大客化方向进行。管理层认为虽然大客户签约速度慢，但是留存率比中小客户要高，而且订单单价也更高。第二，业务经营国际化，目前公司在日本、澳大利亚、加拿大、香港已经获取了一定的客户量，未来会持续将公司的服务在海外地区持续本地化和更新版本，另外也会通过收购的方式完成国际化。第三，继续在国内寻求投资和并购来吸引合作伙伴共同建立 SaaS 生态，来满足线下商家日益增长的多样化需求和应用场景，通过投资并购来实现产业链服务端口统一化。

公司未来发展展望：

由于疫情和公众事件影响，公司 2020 年 SaaS 业务收入增长受到一定影响，但中国线下商家向线上布局的大趋势没有改变，公司依然是中国商业 SaaS 服务领先企业，在行业中影响力仍然稳步提升，而且公司精准营销业务是有别于其他竞争对手的重要因素。未来公司收入继续保持高速增长：

- 公司 2020 年收入整体继续高速增长，其中精准营销增长高于 SaaS 服务；
- SaaS 业务逐渐城市，生态打造开始晚上，预计在 2021 年业务扭亏；
- 未来持续会有并购项目出现；

维持买入评级，目标价 14.32 港元：

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为-0.03/0.03/0.09 元，公司为中国新消费趋势下具备较高竞争力的 SaaS 服务提供商，未来业务发展值得长期看好：

1、SaaS 业务：我们预计公司 SaaS 业务未来将能够实现稳定盈利，首先公司可以为客户提供更多具备个性化的增值收入：SaaS 产品可以通过为商家提供更多工具功能之外的增值服务，来提升盈利能力。另一方面可以持续优化公司整体销售费用结构，例如可以提升商用户粘性，提升续签率，优化续签时的代理商抽成，或者增加直销团队配置，优化销售模式。虽然该业务目前仍处于亏损阶段，但是增长速度较快，行业空间巨大，同时鉴于未来随着成本结构优化将能够贡献稳定利润，因此给予对应 2021 年收入 14 倍 PS 估值，对应市值约 150 亿港元。

2、精准营销业务：公司目前精准营销业务具有较好的稳定盈利性，我们预计在扣除各项成本费用之后的净利润率约在 10% 至 20% 之间，移动社交广告市场空间巨大，公司仍然享受行业高速增长带来的红利。我们给予对应 2021 年利润约 35 倍 PE，对应市值约 170 亿港元。

综上，我们得到公司合理估值为 320 亿港元，因此给予公司 14.32 港元的目标价，维持“买入”评级。

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	865	1,437	2,031	2,951	4,291
成本	(347)	(640)	(954)	(1,395)	(2,017)
毛利	518	797	1,077	1,556	2,274
销售费用	(450)	(717)	(999)	(1,307)	(1,832)
管理费用	(151)	(130)	(183)	(221)	(300)
其他收入	42	87	39	56	82
营运利润	(42)	38	(66)	84	223
其他金融收入	(1,049)	291	(12)	(12)	(12)
税前利润	(1,091)	328	(78)	72	211
所得税	(1)	(17)	8	(7)	(21)
净利润	(1,091)	311	(70)	65	190
少数股东损益	(2)	(1)	0	0	0
增长					
收入增长 (%)	62.0%	66.1%	41.4%	45.3%	45.4%
净利润 (%)	N/A	N/A	-122.4%	-193.4%	191.7%

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2017年 历史
应收账款	79	156	221	321	467
合约资产	130	148	209	303	441
其他流动资产	509	1,227	1,734	2,015	2,637
金融资产	0	61	61	61	61
定期存款	0	393	393	393	393
货币资金	128	870	1,480	1,413	1,224
流动资产总计	846	2,855	4,098	4,507	5,224
固定资产	17	21	24	28	32
无形资产	57	139	207	303	438
所得税资产	59	45	45	45	45
其他固定资产	101	244	244	244	244
总资产	1,081	3,304	4,618	5,126	5,982
应付账款及其他	270	563	839	1,227	1,774
合同负债	263	293	438	640	926
应交税费	0	3	(1)	1	3
短期借款	80	300	300	300	300
租赁	0	15	15	15	15
流动负债总计	613	1,174	1,591	2,183	3,018
可转债	2,770	18	1,113	1,113	1,113
其他长期负债	130	122	122	122	122
总负债	3,513	1,314	2,826	3,418	4,254
股东权益	(2,433)	1,990	1,792	1,708	1,729

财务分析

	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	59.8%	55.5%	53.0%	52.7%	53.0%
EBIT率 (%)	-4.8%	2.6%	-3.3%	2.8%	5.2%
净利率 (%)	-126.1%	21.7%	-3.4%	2.2%	4.4%
ROE	N/A	15.6%	-3.9%	3.8%	11.0%
营运表现					
费用/收入 (%)	69.5%	58.9%	58.2%	51.8%	49.7%
实际税率 (%)	-0.1%	5.2%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	87	76	76	76	76
应付账款天数	284	321	321	321	321
财务状况					
负债/权益	-1.44	0.66	1.58	2.00	2.46
收入/总资产	0.80	0.43	0.44	0.58	0.72
总资产/权益	-0.44	1.66	2.58	3.00	3.46
无形资产/总资产	5.3%	1.4%	1.0%	0.9%	0.8%
现金/总资产	11.8%	26.3%	32.0%	27.6%	20.5%

现金流量表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2018年 历史	2019年 历史	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
利润	(1,091)	328	(78)	72	211
折旧	4	7	8	10	11
无形资产摊销	18	76	80	118	170
投资公允价值变动	1,044	(298)	0	0	0
股权激励费用	33	6	0	0	0
其他非现金调整	5	(20)	(33)	(50)	(76)
运营资本变化	(277)	(550)	(198)	129	(58)
经营活动现金流	(264)	(451)	(219)	278	259
购买物业及设备	(11)	(11)	(12)	(12)	(13)
购买无形资产及开发	(62)	(117)	(164)	(242)	(345)
其他投资活动	(38)	(539)	0	0	0
投资活动现金流	(111)	(668)	(176)	(255)	(357)
发行普通股	1	1,770	0	0	0
发行可转债	1,915	0	1,095	0	0
其他融资活动	(1,460)	87	(90)	(90)	(90)
融资活动现金流	455	1,856	1,005	(90)	(90)
汇兑变化	25	6	0	0	0
现金变化	106	743	610	(67)	(189)
期初持有现金	22	128	870	1,480	1,413
期末持有现金	128	870	1,480	1,413	1,224

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>