

买入

降本增效效果显著，布局 AI 提升产品竞争力

微盟集团 (2013.HK)

2025-08-22 星期五

### 【投资要点】

#### 成功实现经调整利润盈利，降本增效战略成效显著

公司在报告期内实现经调整总收入 7.75 亿元，同比增长 7.8%；实现亏损 0.47 亿元，同比收窄 91.7%。与此同时，实现经调整净利润达到 0.17 亿元，实现自 2021 年以来的首次扭亏，上年同期为亏损 1.87 亿元；毛利率也由 66.4% 提升至 75.1%，同比上升 8.7 个百分点。

#### 订阅解决方案大客化战略见效，业务完成阶段性调整

上半年公司订阅解决方案实现收入 4.38 亿元，同比减少 10.1%，环比增长 1.38%，占总收入比重为 56.5%，该业务板块已进入企稳回升的通道。主要是由于公司在 2024 年主动削减低质量、低利润率的订阅业务，将业务重点放在了挖掘大型客户价值上。

#### 深耕腾讯生态，持续释放增长潜力

公司始终是腾讯生态商业化的合作伙伴，这种合作模式为公司积累了大量的客户信息和业务拓展机会，形成了业务护城河。当前视频号作为腾讯商业化战略的关键一环，其增长潜力还未被完全挖掘。我们认为未来公司有可能成为视频号生态红利的受益者，公司的“SaaS+营销”协同效应业务模式能够高度适配客户需求，形成强大的业务飞轮。

#### ARPU 提升与 AI 注入新动能，基本面持续向好

我们预计公司未来三年 2025-2027 年收入分别为 15.6/18.3/20.0 亿元，对应同比增速 16.7/16.9%/9.7%，净利润分别为 -4.9/-2.8/-2.3 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，给予公司 2.93 港元目标价，对应 2025 年收入约 6.8 倍 PS，分别对应订阅解决方案及商家解决方案业务估值分别为 7 倍 PS 和 15 倍 PE，有 22.2% 的上涨空间，维持“买入”评级。

目标价: **2.93 港元**  
现价: **2.38 港元**  
预计升幅: **22.2%**

### 重要数据

日期	2025-08-21
收盘价 (港元)	2.38
总股本 (亿股)	36.15
总市值 (亿港元)	87.51
净资产 (亿港元)	21.21
总资产 (亿港元)	73.03
52 周高低 (港元)	3.69/1.10
每股净资产 (港元)	0.59

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

Yomi.sun Holding	7.15%
腾讯	2.94%

### 相关报告

微盟 (2013.HK) - 首发报告 - 20200529  
微盟 (2013.HK) - 更新报告 - 20200908  
20210630、20220630、20220822、  
20231215、20250103

### 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	2,228	1,339	1,563	1,827	2,000
同比增长	21.14%	-39.88%	16.71%	16.90%	9.47%
净利润	-761	-1,744	-486	-284	-230
净利润率	-34.17%	-130.22%	-31.12%	-15.52%	-11.48%
每股盈利 (元)	-0.25	-0.51	-0.13	-0.08	-0.06
PE	-9.0	-4.3	-16.7	-28.6	-35.4

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【報告正文】

### ➤ 成功實現經調整利潤盈利，降本增效戰略成效顯著

微盟集團在 2025 年上半年核心財務指標和業務進展均超出市場預期，上半年公司實現經調整利潤自上市以來首次盈利，與此同時核心業務層面也展現出在當前宏觀經濟環境下的韌性。公司在報告期內實現經調整總收入 7.75 億元，同比增長 7.8%；實現虧損 0.47 億元，同比收窄 91.7%。與此同時，實現經調整淨利潤達到 0.17 億元，實現自 2021 年以來的首次扭虧，上年同期為虧損 1.87 億元；毛利率也由 66.4% 提升至 75.1%，同比上升 8.7 個百分點。業績的扭虧為盈，主要是公司上半年在經營效率和盈利能力得到一定改善，首先是業務規模效應與運營效率提升，隨著大客戶戰略的深入，客戶生命週期價值提升，同時公司內部持續的降本增效措施也取得了實質性成果。截至 2025 年上半年末，微盟集團共有 3400 名全職員工，員工人數已較 2021 年末縮減 60%。其次高毛利業務占比有所提升，特別是以訂閱解決方案為代表的高毛利業務收入穩定，且得益於 AI 技術與原有業務的融合成功，AI 應用的商業化在上半年落地，其盈利能力進一步增強。此次業績拐點的出現，一定程度提振了市場對公司未來現金流及轉型成功的信心，也為公司未來的戰略擴張和技術投入奠定了財務基礎。

### ➤ 訂閱解決方案大客化戰略見效，業務完成階段性調整

上半年公司訂閱解決方案實現收入 4.38 億元，同比減少 10.1%，環比增長 1.38%，占總收入比重為 56.5%，該業務板塊已進入企穩回升的通道。主要是由於公司在 2024 年主動削減低質量、低利潤率的訂閱業務，將業務重點放在了挖掘大型客戶價值上。我們認為經過公司戰略性主動瘦身，短期轉型將加強業務的可持續性。上半年訂閱解決方案的付費用戶數為 59,149 名，其中 ARPU 同比上升 4.5% 至 7,402 元。ARPU 的增長清晰地反映了公司“大客化”戰略的推進，通過服務更具價值和付費能力的大中型企業客戶，提升了該業務客戶的生命週期價值。同時訂閱解決方案中與 AI 相關的業務貢獻收入約 3400 萬元，環比增長 172%，成為推動該業務環比回升的關鍵力量。在 AI 功能中公司推出了 AI 建站工具 WIME，該工具首批入駐微信小店服務市場，並拓展至小紅書等渠道。AI 產品能夠助力商家提升運營效率，產品幫助商家快速搭建店鋪。而面向消費者的功能則支持商品圖生成等功能。我們預計未來 AI 的融入將系統性地提升微盟現有 SaaS 產品的智能化水平和用戶體驗，進一步鞏固其在市場上的領先地位。公司計劃下半年全面推進 AI Agent 應用落地，並拓展本地生活、國際化等新場景，提升商家經營效率與收入。因此 AI 技術引入將成為新的增長引擎。隨着應

用的场景不断拓宽，如智能营销文案、AI 主播、数据洞察等，收入想象空间较大。

### ➤ 深耕腾讯生态，持续释放增长潜力

微盟早期深度根植于腾讯生态，从公众号、小程序到视频号和小店，公司始终是腾讯生态商业化的合作伙伴。这种合作模式为公司积累了大量的客户信息和业务拓展机会，形成了业务护城河。当前视频号作为腾讯商业化战略的关键一环，其增长潜力还未被完全挖掘。我们认为未来公司有可能成为视频号生态红利的受益者，首先视频号商业化有巨大空间，视频号正从一个内容平台加速演变为集直播、短视频、电商交易于一体的综合性内容生态，其用户基数和使用时长仍在增长，因此通过广告、本地服务、电商抽佣等商业化变现潜力巨大。目前公司在微信视频号生态中有先发布局优势，公司不仅是视频号广告的头等服务商，更深度参与到达人撮合、直播运营等多个环节。截至 2025 年上半年，公司新增合作超过 130 位视频号主播达人，服务的达人月均带货 GMV 规模达到 3000 万元。随着商家将更多预算和运营投入视频号，客户对一站式 SaaS 工具和账户运营服务的需求将愈发旺盛。公司的“SaaS+营销”协同效应业务模式能够高度适配客户需求，形成强大的业务飞轮。同时，公司上半年推出了“微盟 X 微信小店”解决方案，深化与腾讯生态协同，新绑定的商家月交易总额已达约 5000 万元，交易规模持续上量。我们预计，未来几年，源自腾讯生态收入仍会成为公司收入增长的核心引擎。

### ➤ ARPU 提升与 AI 注入新动能，基本面持续向好

我们认为，公司坚定执行的“大客化”战略、深度绑定的腾讯生态以及“AI+SaaS”布局，是其业绩拐点出现的关键驱动力。公司订阅解决方案业务在经历战略性调整后，ARPU 已企稳回升；商家解决方案业务基于腾讯视频号商业化推进，增长势头强劲。AI 相关业务已经实现规模化商业收入，验证公司商业化的能力，为公司开辟了第二增长曲线。目前市场可能尚未完全将公司 AI 业务的长期价值和视频号生态带来的持续增长红利进行价值重估，随着这两大引擎的动力持续释放，公司的收入规模和盈利能力有望再上新台阶。展望未来，我们相信随着 AI 应用的深化和视频号生态的持续繁荣，微盟长期投资价值凸显。综上，我们预计公司未来三年 2025-2027 年收入分别为 15.6/18.3/20.0 亿元，对应同比增速 16.7%/16.9%/9.7%，净利润分别为 -4.9/-2.8/-2.3 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，给予公司 2.93 港元目标价，对应 2025 年

收入约 4.3 倍 PS，分别对应订阅解决方案及商家解决方案业务估值分别为 7 倍 PS 和 15 倍 PE，有 22.2% 的上涨空间，维持“买入”评级。

**表 1：SaaS 行业估值比较（20250822）**

代码	证券名称	总市值 亿港元	市盈率PE			市净率PB	市销率PS
			2024A	2025E	2026E	2025TTM	2025TTM
0268.HK	金蝶国际	552.7	-359.6	38.9	33.8	6.3	7.7
2556.HK	迈富时	150.4	-13.2	20.6	19.0	21.2	8.9
3738.HK	阜博集团	132.5	85.6	1.9	1.7	6.3	5.5
0596.HK	浪潮数字	114.0	27.2	10.5	9.7	4.2	1.3
2586.HK	多点数智	101.2	-2.3	5.0	4.2	16.0	4.6

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 宏观经济风险；
2. 微信电商落地不及预期；
3. 市场竞争加剧；
4. 广告恢复不及预期；

**【财务报表摘要】**
**财务报表摘要**

损益表					
<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2026年 预测
收入	2,228	1,339	1,563	1,827	2,000
成本	(744)	(743)	(717)	(785)	(834)
<b>毛利</b>	<b>1,484</b>	<b>596</b>	<b>846</b>	<b>1,042</b>	<b>1,166</b>
销售费用	(1,551)	(1,014)	(782)	(877)	(920)
管理费用	(714)	(617)	(391)	(274)	(300)
其他收入	178	(397)	48	56	61
<b>营运利润</b>	<b>(604)</b>	<b>(1,431)</b>	<b>(279)</b>	<b>(53)</b>	<b>7</b>
其他金融收入	(122)	(356)	(262)	(262)	(262)
税前利润	(726)	(1,787)	(540)	(315)	(255)
所得税	(35)	43	54	32	26
<b>净利润</b>	<b>(761)</b>	<b>(1,744)</b>	<b>(486)</b>	<b>(284)</b>	<b>(230)</b>
少数股东损益	(3)	(15)	(4)	(3)	(2)
<b>增长</b>					
收入增长 (%)	21.1%	-39.9%	16.7%	16.9%	9.5%
净利润率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

**资产负债表**

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2026年 预测
应收账款	353	166	194	227	248
合约资产	97	43	50	58	64
其他流动资产	2,383	2,927	3,074	3,234	3,186
金融资产	308	77	77	77	77
定期存款	22	0	0	0	0
货币资金	1,667	1,194	462	212	175
<b>流动资产总计</b>	<b>4,830</b>	<b>4,407</b>	<b>3,857</b>	<b>3,809</b>	<b>3,752</b>
固定资产	274	452	474	498	523
无形资产	1,275	844	802	762	724
所得税资产	24	63	63	63	63
其他固定资产	1,432	1,162	1,162	1,162	1,162
<b>总资产</b>	<b>7,834</b>	<b>6,929</b>	<b>6,359</b>	<b>6,294</b>	<b>6,223</b>
应付账款及其他	1,435	2,187	2,111	2,312	2,457
合同负债	263	205	197	216	230
应交税费	12	12	12	12	12
短期借款	1,353	2,064	2,064	2,064	2,064
租赁	32	22	22	22	22
<b>流动负债总计</b>	<b>3,094</b>	<b>4,491</b>	<b>4,408</b>	<b>4,626</b>	<b>4,785</b>
可转债	38	38	38	38	38
其他长期负债	211	438	438	438	438
<b>总负债</b>	<b>3,343</b>	<b>4,966</b>	<b>4,883</b>	<b>5,102</b>	<b>5,260</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,802</b>	<b>1,813</b>	<b>1,326</b>	<b>1,043</b>	<b>813</b>

**财务分析**

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2026年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	66.6%	44.5%	54.1%	57.0%	58.3%
EBIT率 (%)	-27.1%	-106.9%	-17.8%	-2.9%	0.3%
净利率 (%)	-34.2%	-130.2%	-31.1%	-15.5%	-11.5%
ROE	-27.2%	-96.2%	-36.7%	-27.2%	-28.2%
<b>营运表现</b>					
费用/收入 (%)	101.7%	121.8%	75.0%	63.0%	61.0%
实际税率 (%)	-4.8%	2.4%	10.0%	10.0%	10.0%
应收账款天数	73	56	56	56	56
应付账款天数	704	1075	1075	1075	1075
<b>财务状况</b>					
负债/权益	1.19	2.74	3.68	4.89	6.47
收入/总资产	0.28	0.19	0.25	0.29	0.32
总资产/权益	2.80	3.82	4.79	6.04	7.65
无形资产/总资产	0.3%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
现金/总资产	21.3%	17.2%	7.3%	3.4%	2.8%

**现金流量表**

<百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2026年 预测
<b>利润</b>	<b>(726)</b>	<b>(1,787)</b>	<b>(540)</b>	<b>(315)</b>	<b>(255)</b>
折旧	23	18	45	47	50
无形资产摊销	299	270	42	40	38
投资公允价值变动	(6)	69	0	0	0
股权激励费用	83	0	0	0	0
其他非现金调整	6	862	262	262	262
运营资本变化	(280)	52	(473)	(213)	(57)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(601)</b>	<b>(515)</b>	<b>(665)</b>	<b>(178)</b>	<b>38</b>
购买物业及设备	(117)	(125)	(68)	(71)	(75)
购买无形资产及开发	(181)	(20)	0	0	0
其他投资活动	10	193	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(289)</b>	<b>48</b>	<b>(68)</b>	<b>(71)</b>	<b>(75)</b>
发行普通股	1,370	284	0	0	0
发行可转债	(21)	624	0	0	0
其他融资活动	(527)	(1,080)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>822</b>	<b>(172)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇兑变化	19	(16)	0	0	0
现金变化	(49)	(655)	(732)	(250)	(37)
期初持有现金	1,710	1,667	1,194	462	212
<b>期末持有现金</b>	<b>1,661</b>	<b>1,011</b>	<b>462</b>	<b>212</b>	<b>175</b>

# 投资评级定义及免责条款

## 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) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>