

中国有赞 (08083.HK)

商家带货增速加码，私域电商未来已来

中国有赞 2019 年收入同比翻倍。中国有赞 2019 年实现总收入约 11.7 亿元，同比增长约 100%，符合我们预期。其中，包含年费和插件费的 SaaS 收入达 5.9 亿元，同比增长 145%；包含云服务费等各类增值服务在内的延伸服务收入达 1.5 亿元，同比增长 112%。

公司 2019 年毛利率由此前的 34% 提升至 52%；一方面得益于 SaaS 及延伸服务规模扩张，规模效应带来毛利率由 61% 提升至 72%；另一方面，高毛利的有赞广告业务带来其他收入毛利率提升显著。由于业务扩张期销售费用率和研发费用率等高企，公司 2019 年归属母公司亏损约 5.9 亿元。我们预计随着规模效应的显现和延伸服务收入的增长，公司盈利水平将得到改善。

电商 SaaS 龙头地位凸显，商家 GMV 增速持续加码。有赞商家 2019 年全站成交额达 645 亿元，同比增长 95%；其中，四季度有赞商家单季 GMV 达 265 亿元，同比增速超 150%，较我们预期更快。我们判断，有赞商家 GMV 的爆发来自快手电商的快速起量和微信带货的持续增长。同时，有赞付费商家数提升 40% 至 8.2 万个，体现了商家对有赞产品的旺盛需求和高度认可。

在付费商家数和商家成交额的双重驱动下，有赞在 2019 年约百亿规模的第三方电商 SaaS 市场的市占率达 10%，较 2018 年提升一倍，亦远高于其他第三方电商 SaaS 产品。有赞的电商 SaaS 龙头地位正持续凸显。

私域电商未来已来，有赞潜力持续释放。2020 年初疫情挑战倒逼线下品牌寻找业务回血渠道；私域电商业态由于其流量成本低、可以留存用户促进复购等主动运营的优势而得到广大品牌的青睐。私域电商或成为品牌标配。

有赞由于其强劲的产品力、完善的增值服务、一站式对接多平台等优势，正得到越来越多商家的认可。短期，我们预计有赞的付费商家数和商家 GMV 将快速起量，从而带来有赞 SaaS 收入和延伸服务收入的高增长。长期，有赞将持续受益于私域电商规模的爆发和自身变现能力的提升。

目标价 1.1 港币，重申“买入”评级。我们预计中国有赞 2020-2023 年收入约 20.3/29.9/40.3/50.2 亿元，实现 non-GAAP 净利约 -5.4/-4.5/-0.9/5.6 亿元。基于 10x 2021E P/S，我们维持中国有赞 1.1 港币目标价，重申“买入”评级。

风险提示：私域平台带货规模不及预期，微信小程序等官方渠道竞争超预期，付费商家数和商家成交额增长不及预期，商家续约率改善不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	586	1,171	2,028	2,988	4,025
增长率 YoY(%)	-	99.7	73.2	47.4	34.7
归母净利润(百万元)	-431	-592	-616	-549	-310
增长率 YoY(%)	-	-37.2	-4.1	10.9	43.6
Non-GAAP 净利(百万元)	-299	-393	-537	-447	-89
Non-GAAP EPS(元/股)	-0.03	-0.03	-0.04	-0.03	-0.01
P/S(倍)	27.5	18.3	10.6	7.2	5.3
P/E(倍)	-19.0	-18.4	-17.7	-19.9	-35.2

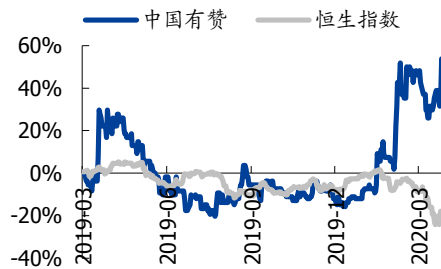
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	互联网软件与服务
前次评级	买入
最新收盘价	0.80
总市值(百万元)	12372.6
总股本(百万股)	15465.81
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	102.56

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 《中国有赞 (8083.HK)：私域电商快速崛起，工具变现也有春天》2020-03-14
- 《独特的快手，私域的顶流》2020-01-23
- 《直播电商风云录》2019-11-06



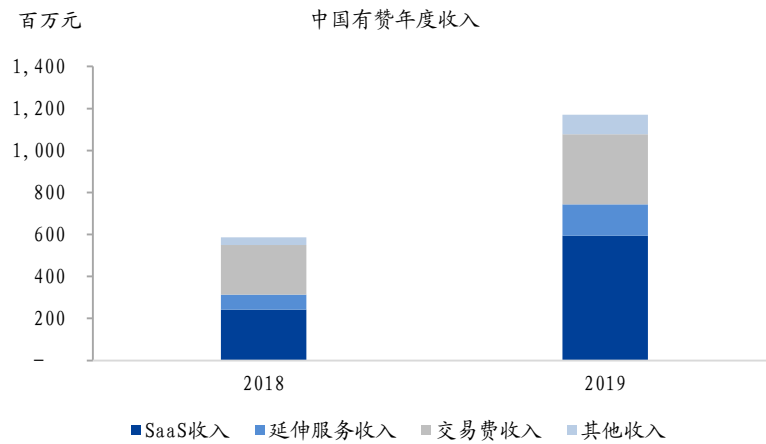
财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,406	6,337	6,365	7,236	8,095	营业收入	586	1,171	2,028	2,988	4,025
现金	400	746	429	834	1,462	营业成本	388	563	926	1,268	1,561
应收账款	0	0	0	1	1	销售费用	182	532	882	1,170	1,399
预付、按金、其他应收	408	924	1,266	1,732	1,960	管理费用	190	237	378	450	462
存货	2	2	4	4	6	投资及其他收入	19	29	-32	-32	-32
其他流动资产	1,595	4,666	4,666	4,666	4,666	其他收益及亏损	-40	-192	-40	-40	-40
非流动资产	4,278	4,161	4,012	3,872	3,740	股权结算股份支付款项	250	136	200	200	200
固定资产	38	61	77	89	97	摊销无形资产	136	193	176	162	150
商誉	2,157	1,963	1,923	1,883	1,843	其他经营开支	190	341	438	595	699
无形资产	1,825	1,632	1,507	1,394	1,294	营业利润	-772	-996	-1,044	-929	-520
其他非流动资产	259	505	505	505	505	应占联营公司之溢利	-0	5	12	12	12
资产总计	6,684	10,499	10,377	11,108	11,835	财务成本	0	22	22	22	22
流动负债	2,456	6,107	6,938	8,518	9,724	利润总额	-772	-1,012	-1,054	-939	-530
结算责任	1,757	5,070	5,381	6,591	7,289	所得税	46	97	101	90	51
应付账款	6	4	4	4	4	净利润	-726	-916	-953	-849	-479
预提费用、其他应付	230	384	624	756	944	少数股东损益	-294	-324	-337	-300	-169
合约负债	259	407	686	924	1,244	归属母公司净利润	-431	-592	-616	-549	-310
其他流动负债	204	243	243	243	243	EBITDA	-625	-763	-822	-716	-316
非流动负债	343	493	493	493	493	EPS (元)	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.02
合约负债	56	48	48	48	48	non-GAAP 当年净利	-299	-393	-537	-447	-89
租赁负债	0	184	184	184	184	Non-GAAP EPS (元/股)	-0.03	-0.03	-0.04	-0.03	-0.01
递延税项负债	287	261	261	261	261						
负债合计	2,799	6,600	7,431	9,011	10,217						
少数股东权益	556	241	-96	-396	-566	主要财务比率					
股本	111	129	129	129	129	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
储备	3,217	3,530	2,914	2,365	2,055	成长能力					
归属母公司股东权益	3,328	3,658	3,042	2,494	2,184	营业收入(%)	-	100	73	47	35
所有者权益	3,884	3,899	2,946	2,097	1,618	营业利润(%)	-	-29	-5	11	44
负债和股东权益	6,684	10,499	10,377	11,108	11,835	归属于母公司净利润(%)	-	-37	-4	11	44
						获利能力					
						毛利率(%)	34	52	54	58	61
						净利率(%)	-74	-51	-30	-18	-8
						ROE(%)	-13	-16	-20	-22	-14
						ROIC(%)	-25	-29	-37	-40	-25
						偿债能力					
						资产负债率(%)	42	63	72	81	86
						净负债比率(%)	-10	-19	-15	-40	-90
						流动比率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
						速动比率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	-	0.1	0.2	0.3	0.4
						应收账款周转率	-	6540	6904	6904	6904
						应付账款周转率	-	111	231	316	389
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04	-0.02
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.00	-0.02	0.03	0.05
						每股净资产(最新摊薄)	0.35	0.26	0.20	0.14	0.11
						估值比率					
						P/E	-19	-18	-18	-20	-35
						P/S	27.5	18.3	10.6	7.2	5.3
						EV/EBITDA	-18	-22	-22	-26	-60

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1168	-836	-227	495	719
除税前亏损	-804	-762	-953	-849	-479
折旧	11	25	23	28	32
其他调整	518	143	216	202	190
营运资金变动	-901	-328	486	1113	976
已收利息	8	0	0	0	0
已付所得税	-0	86	0	0	0
投资活动现金流	1061	-45	-90	-90	-90
购入物业、厂房及设备	-31	-45	-40	-40	-40
其他投资现金流	1092	0	-50	-50	-50
筹资活动现金流	246	804	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
非控股权益注资	71	804	0	0	0
发行配售股	169	0	0	0	0
其他筹资现金流	6	0	0	0	0
现金净增加额	139	-77	-317	405	629

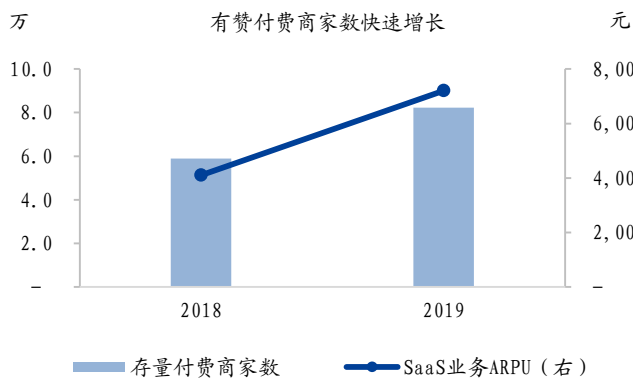
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所。注: 公司财务及业务披露口径有调整, 现金流量表暂无更新数据

图表 1: 有赞 2019 年度收入同比增长约 100%



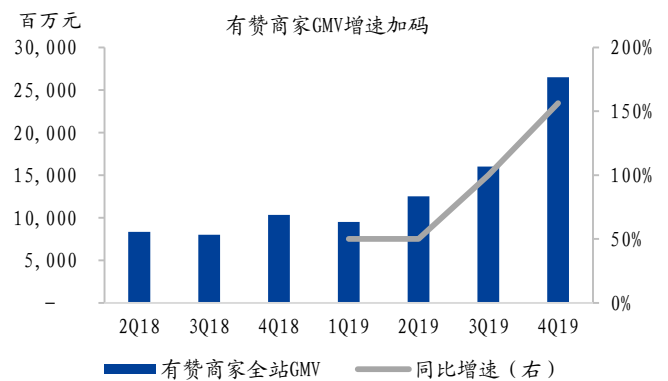
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 有赞付费商家数快速增长



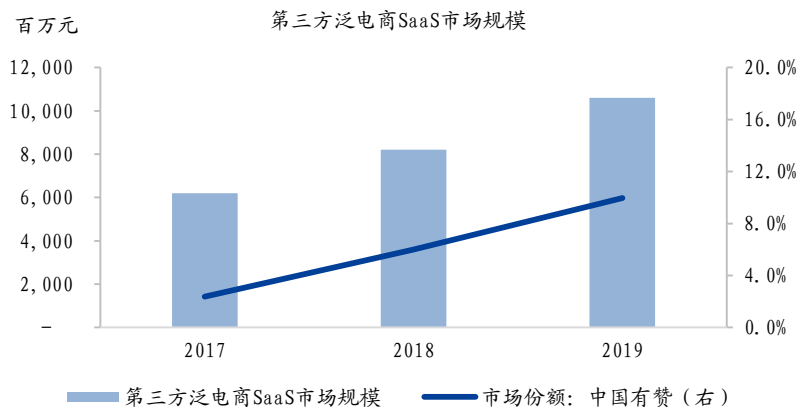
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 有赞商家 GMV 增速加码



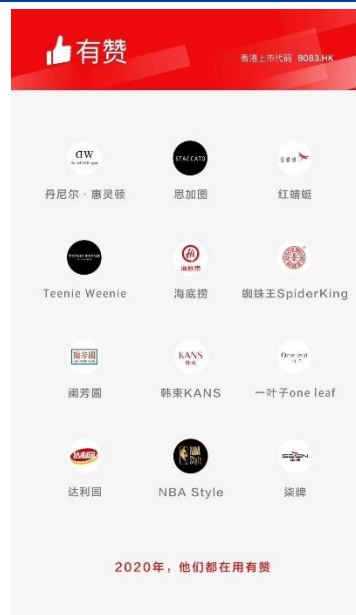
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 有赞的电商 SaaS 市场份额持续提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 2020 年品牌加速布局私域电商, 有赞成为诸多品牌的微商城产品首选



资料来源: 有赞, 国盛证券研究所

图表 6: 有赞积极拓展合作平台, 有望拉动商家成交额持续增长

时间	合作平台	备注
2013-12	微信	有赞推出有赞微商城
2018-06	快手	快手与有赞合作发布“短视频导购电商解决方案”
2019-07	百度	百度官宣与有赞联手打造百度小程序直营电商解决方案
2019-11	陌陌	有赞打通陌陌, 开始双十一、双十二、年货节招商
2019-12	微博	有赞与微博联合打造“超赞年货节”, 对食品、家电、鞋包、家居、美妆个护等品类进行招商
2019-12	虎牙	虎牙接入有赞, 开启主播招募令
2020-03	映客	有赞正式宣布打通映客直播平台

资料来源: 公开资料收集, 国盛证券研究所

图表 7: 有赞业务及财务预测: 2019-2023E

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E
百万元						
总收入		1,171	2,028	2,988	4,025	5,020
SaaS 收入		594	1,043	1,433	1,845	2,239
	付费商家数 (万)	8.2	10.9	13.0	14.7	15.8
	SaaS 业务 ARPU (元)	7,208	9,612	11,029	12,589	14,142
延伸服务收入		150	277	494	759	1,038
	商家 GMV	64,500	104,272	148,536	189,566	221,833
	延伸服务变现率	0.23%	0.27%	0.33%	0.40%	0.47%
交易费收入		334	540	769	981	1,148
其他收入		93	168	292	441	595
变现率测算						
	商家 GMV	64,500	104,272	148,536	189,566	221,833
	整体变现率	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%
收入占比						
SaaS 收入		51%	51%	48%	46%	45%
延伸服务收入		13%	14%	17%	19%	21%
交易费收入		29%	27%	26%	24%	23%
其他收入		8%	8%	10%	11%	12%
Non-GAAP 当年净利		-393	-537	-447	-89	561
Non-GAAP EPS		-0.03	-0.04	-0.03	-0.01	0.04

资料来源: 公司公告, 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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

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