

中信证券研究部



唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007

核心观点

2019 年公司实现营收 11.7 亿元 (yoy+99.7%)，其中 Q4 实现营收 3.8 元 (yoy+78.8%，qoq+34.4%)，SaaS 业务维持持续高增长态势。我们持续看好公司作为头部 SaaS 服务商具备的较强的产品竞争力、多平台对接带来更多的曝光以及 SaaS+支付业务的协同，给予 SaaS 及延展业务 2021 年 10X PS，交易及其他业务 15 亿港元估值，上调上市主体目标价为 0.9 港元，上调至“买入”评级。

■ **业绩符合预期，调整后亏损率大幅缩窄。**2019 年公司实现营收 11.7 亿元 (yoy+99.7%)，考虑有赞集团 2018 年并表前数据，公司营收同比增长 64.6%。其中 Q4 实现营收 3.8 元 (yoy+78.8%，qoq+34.4%)，SaaS 业务维持持续高增长态势。毛利方面，2019，公司实现毛利润 6.1 亿元，毛利率为 51.9%，同比+17.1pcts，主要系 SaaS 及延伸服务毛利提升、收入占比持续提升以及营销服务的 DSP 从成本调整到费用所致。费用端，2019 年公司销售/管理/研发费用分别为 5.3/2.4/4.0 亿元，费率分别为 45%/20%/35%，市场推广加大及部分成本转入导致销售费率有所上升。利润端，2019 年公司实现净亏损 9.2 亿元，亏损率为 76.8%，调整后净亏损 4.2 亿元，调整亏损率为 36.0%，同比大幅缩窄。

■ **付费商户及 ARPU 快速提升，GMV 持续高增长。**2019 年公司 SaaS 及延伸服务收入达 7.4 亿元 (yoy+85.6%)，付费商户数达 82,343 (yoy+39.6%)，其中新增商户数为 54,702 (yoy+39.0%)，头部及腰部目标客户续签率超过 80%，金额留存率超过 100%。ARPU 方面，2019 年商户 SaaS 及延伸服务 ARPU 为 9,036 元 (yoy+32.9%)，交易费用 ARPU 为 3,251 元 (yoy+30.2%)，我们预计随着公司头部客户数量的增加以及客户结构的不断优化，未来 SaaS 及延伸服务 ARPU 仍有较大提升空间。GMV 方面，2019 年全年公司平台实现 GMV 645 亿元 (yoy+95%)，其中 Q4 实现 GMV 265 亿元 (yoy+165%)，直播电商及 Q4 电商大促驱动 GMV 快速增长。

■ **疫情影响放大品牌商信息化建设价值，2020 年线下及头部商户持续拓展值得期待。**在腾讯小程序商业化的加速以及疫情影响背景下，各大品牌商纷纷加码自有线上平台建设以及私域流量运营，有赞作为商业 SaaS 头部服务商将充分受益。展望 2020 年，公司将进一步加大线下产品的销售推进，提供较大业绩增量，同时公司也将持续加码 PaaS 平台建设，进一步增强头部客户个性化需求服务能力，大客获取数量有望维持高增长态势。

■ **风险因素：**线下业务发展不及预期；行业竞争加剧导致付费用户增长放缓。

■ **投资建议：**考虑到公司未来线下业务拓展研发及销售费用的增加，我们下调 2020-2021 年归母净利润预测为-4.5/-4.1 亿人民币（前值为-3.6 亿/-2.9 亿港元），引入 2022 年归母净利润预测为-3.3 亿人民币，我们持续看好公司作为头部 SaaS 服务商具备的较强的产品竞争力、多平台对接带来更多的曝光以及 SaaS+支付业务的协同，给予 SaaS 及延展业务 2021 年 10X PS，交易及其他业务 15 亿港元估值，上调上市主体目标价为 0.9 港元，上调至“买入”评级。

中国有赞	08083.HK
评级	买入 (上调)
当前价	0.74 港元
目标价	0.90 港元
总股本	15,466 百万股
港股流通股本	15,466 百万股
52 周最高/最低价	0.83/0.43 港元
近 1 月绝对涨幅	-6.33%
近 6 月绝对涨幅	48.00%
近 12 月绝对涨幅	10.45%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	586	1171	1925	2995	4408
营业收入增长率	N/A	100%	64%	56%	47%
归母净利润(百万元)	-431	-592	-450	-408	-333
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.03	-0.04	-0.03	-0.03	-0.02
毛利率%	34%	52%	57%	59%	60%
净资产收益率 ROE%	N/A	-24%	-19%	-20%	-18%
每股净资产 (元)	0.25	0.25	0.22	0.19	0.17
PB	3	3	3	4	4

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 4 月 1 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	586	1171	1925	2995	4408
营业成本	388	563	830	1220	1745
毛利率	34%	52%	57%	59%	60%
销售费用	182	532	849	1237	1732
营业费用率	31%	45%	44%	41%	39%
管理费用	190	237	337	467	624
管理费用率	32%	20%	17%	16%	14%
投资收益	19	29	96	114	173
营业利润	-772	-996	-769	-698	-570
营业利润率	-132%	-85%	-40%	-23%	-13%
税前利润	-772	-996	-769	-698	-570
所得税	46.2	96.8	76.9	69.8	57.0
所得税率	6%	10%	10%	10%	10%
净利润	-726	-899	-692	-628	-513
少数股东损益	-294	-324	-242	-220	-179
归属于母公司股东的净利润	-431	-592	-450	-408	-333
净利率	-124%	-77%	-36%	-21%	-12%

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	-772	-1012	-769	-698	-570
所得税支出	46	97	77	70	57
折旧和摊销	147	210	158	167	144
营运资金的变化	-759	-354	13	61	247
其他经营现金流	324	443	146	187	243
经营现金流合计	-1014	-616	-375	-213	120
资本支出	-29	-43	-43	-50	-55
投资收益	-40	-192	-50	-20	-10
其他投资现金流	1008	183	50	20	10
投资现金流合计	939	-52	-43	-50	-55
发行股票及权证	156	779	0	0	0
其他融资现金流	69	174	72	263	-65
融资现金流合计	224	954	72	263	-65
现金及现金等价物净增加额	149	285	-346	0	0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	400	746	400	400	400
存货	2	2	4	6	8
应收账款	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
其他流动资产	2003	5589	8967	13724	19566
流动资产	2406	6337	9371	14130	19974
固定资产	38	61	84	105	120
无形资产	1825	1632	1494	1356	1252
其他长期资产	2453	2529	2556	2585	2611
非流动资产	4278	4161	4050	3941	3863
资产总计	6684	10499	13420	18071	23837
应付账款	6	4	10	14	18
其他流动负债	2450	6103	9546	14592	20572
流动负债	2456	6107	9556	14606	20589
非流动性负债	343	493	511	552	606
负债合计	2799	6600	10067	15158	21195
股本	111	129	129	129	129
资本公积	3217	3530	3227	3005	2914
归属于母公司所有者权益合计	3328	3658	3355	3134	3043
少数股东权益	556	241	-2	-221	-401
股东权益合计	3884	3899	3354	2912	2642
负债股东权益总计	6684	10499	13420	18071	23837

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	N/A	100%	64%	56%	47%
毛利率	34%	52%	57%	59%	60%
EBITDA Margin	-60%	-37%	-27%	-15%	-8%
净利率	-124%	-77%	-36%	-21%	-12%
净资产收益率	N/A	-24%	-19%	-20%	-18%
总资产收益率	N/A	-11%	-6%	-4%	-2%
资产负债率	42%	63%	75%	84%	89%
所得税率	6%	10%	10%	10%	10%
营业收入增长率	N/A	100%	64%	56%	47%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。