

中国有赞 (08083.HK)

拓展流量源，对接新平台

中国有赞 Q3 收入符合预期。中国有赞 2020Q3 实现总收入约 4.8 亿元，同比增速 70%。其中，SaaS 收入达 2.8 亿元，同比增长 91%；延伸服务收入达 0.7 亿元，同比增长 89%；交易费收入约 1.04 亿元，同比增长 33%。

公司 2020Q3 毛利率由去年同期 47.2% 提升至 62%，主要得益于 SaaS 及延伸服务规模扩张、规模效应带来该业务毛利率由 68.1% 提升至 80.7%。公司销售费用率由去年同期的 49.3% 下降至 40.9%，行政费用率由去年同期 21.2% 下滑至 13.2%，归属母公司亏损 0.59 亿元，亏损率同比缩窄。

商家数环比下滑，ARPU 持续提升。截至 Q3 公司存量付费商家达 9.79 万个；其中 Q3 新增付费商家 1.3 万个，环比有所下滑，主要由于上半年疫情使得商家开店需求前置；流失商家 1.5 万个，主要由于一些中小快手主播商家到期后不再续费、转为有赞客。有赞商家本季度 GMV 达 261 亿元，同比增长 63%；我们估计微信和快手均有显著贡献。虽然存量商家数有所下滑，但本季纯 SaaS 服务 ARPU 为 2896 元，环比上季度 2623 元持续提升，我们预计有赞连锁以及微商城商家升级套餐带来商家 ACV 提升。

延伸服务渗透率提升，不断创新提升变现。延伸服务是电商 SaaS 产品的重要盈利来源。有赞本季度延伸服务收入同比增长 88.5%，主要由于商家 GMV 的增长和延伸服务渗透率的持续提升。延伸服务的贡献提升有助于有赞盈利能力持续优化。有赞客是今年有赞推出的带货推广平台，帮助流量达人对接商家带货，已打通微信、快手、微博等；9 月有成交的有赞客数量接近 2800 个，9 月有赞客 GMV 约为 1 月的 8 倍。有赞未来还需进一步提升加强产品力、提供更多差异化的延伸服务，提升变现能力。

多渠道对接打造护城河，官方渠道竞争需密切关注。电商 SaaS 赛道既有来自第三方 SaaS 服务商的竞争，也有来自微信官方小程序和快手小店等的竞争。快手今年大力扶持快手小店，对有赞客群产生潜在竞争。有赞与微信更多是合作共赢、而非直接竞争，如微信小商店开放接口可供第三方服务商接入、10 月 30 日有赞客打通微信视频号、有赞担保联合微信“交易保障”推出双重交易保障等。

有赞 9 月接入支付宝、QQ 小程序，10 月接入小红书企业号，截止目前已实现微信、快手、百度、微博、支付宝、QQ、小红书、陌陌、映客等多平台布局，享受多方流量入口，这是有赞较单个官方渠道的重要优势。

维持“买入”评级。我们预计中国有赞 2020-2022 年收入约 18.5/26.2/ 37.4 亿元，实现净利约 -2.4/-2.0/-1.8 亿元。我们看好微信、快手等去中心商业生态，期待有赞的 SaaS 产品竞争力和长期变现模式持续优化；维持“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	1,847	2,617	3,738
增长率 YoY(%)	-	99.7	57.7	41.7	42.8
归母净利润(百万元)	-431	-592	-242	-198	-184
增长率 YoY(%)	-	-37.2	59.1	18.2	7.3
Non-GAAP 净利(百万元)	-299	-393	-227	-116	-101
Non-GAAP EPS(元/股)	-0.03	-0.026	-0.014	-0.007	-0.006
P/S(倍)	55.5	37.0	25.4	17.9	12.6
P/E(倍)	-38.3	-37.1	-99.4	-121.6	-131.1

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	1.64
总市值(百万元)	1,456.53
总股本(百万股)	888.13
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	202.71

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

研究助理 朱若菲

邮箱：zhuoruofei@gszq.com

相关研究

- 1、《中国有赞 (08083.HK)：私域商业需求旺盛，服务优化变现提升》2020-08-19
- 2、《微信商业，当打之年》2020-07-08
- 3、《中国有赞 (08083.HK)：立足私域加码直播，成长加速惊喜连连》2020-05-12
- 4、《微盟集团 (2013.HK)：时势造微盟》2020-05-08
- 5、《中国有赞 (08083.HK)：商家带货增速加码，私域电商未来已来》2020-03-29
- 6、《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



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

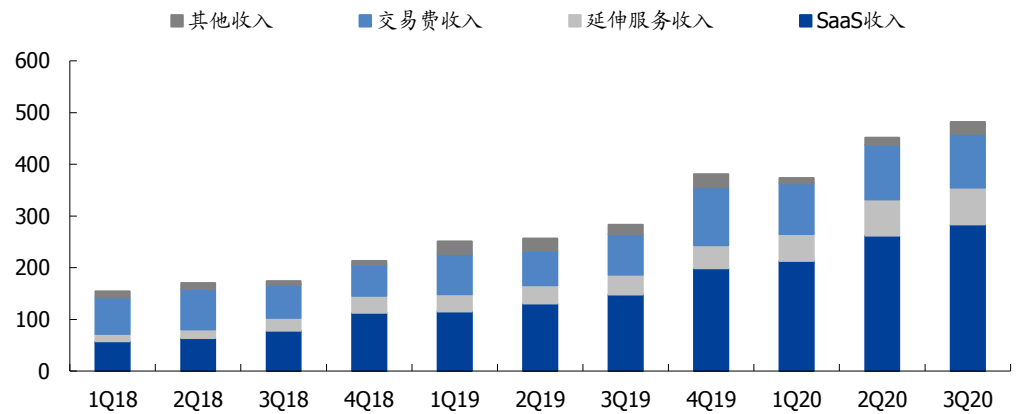
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,406	6,337	6,390	7,565	9,285
现金	400	746	887	1,402	2,853
应收账款	0	0	0	1	1
预付、按金、其他应收	408	924	833	1,494	1,760
存货	2	2	3	3	5
其他流动资产	1,595	4,666	4,666	4,666	4,666
非流动资产	4,278	4,161	4,055	3,956	3,865
固定资产	38	61	80	93	103
商誉	2,157	1,963	1,963	1,963	1,963
无形资产	1,825	1,632	1,507	1,394	1,294
其他非流动资产	259	505	505	505	505
资产总计	6,684	10,499	10,444	11,521	13,150
流动负债	2,456	6,107	5,684	7,131	9,104
结算责任	1,757	5,070	4,423	5,416	6,813
应付账款	6	4	4	4	4
预提费用、其他应付	230	384	425	646	852
合约负债	259	407	588	822	1,192
其他流动负债	204	243	243	243	243
非流动负债	343	493	493	493	493
合约负债	56	48	48	48	48
租赁负债	0	184	184	184	184
递延税项负债	287	261	261	261	261
负债合计	2,799	6,600	6,176	7,624	9,597
少数股东权益	556	241	24	-149	-309
股本	111	129	140	140	140
储备	3,217	3,530	4,105	3,907	3,723
归属母公司股东权益	3,328	3,658	4,244	4,046	3,863
所有者权益	3,884	3,899	4,268	3,897	3,553
负债和股东权益	6,684	10,499	10,444	11,521	13,150
现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1,014	-616	-594	608	1,544
除税前亏损	-772	-1,012	-507	-406	-377
折旧与摊销	210	419	199	192	184
营运资金变动	-759	-354	-335	787	1,704
已收利息	7	7	0	0	0
已付所得税	0	0	47	35	33
其他经营现金流	300	324	0	0	0
投资活动现金流	939	-52	-93	-93	-93
购入物业、厂房及设备	0	0	-50	-50	-50
其他投资现金流	939	-52	-43	-43	-43
筹资活动现金流	224	954	828	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	69	0	0	0	0
发行配售股	150	779	828	0	0
其他筹资现金流	6	174	0	0	0
现金净增加额	149	285	141	515	1,451

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	586	1,171	1,847	2,617	3,738
营业成本	388	563	743	984	1,376
销售费用	182	532	754	1,043	1,446
管理费用	190	237	253	326	436
投资及其他收入	19	29	73	79	79
其他收益及亏损	-40	-192	7	-31	-31
股权结算股份支付款项	250	136	64	62	62
摊销无形资产	136	193	176	162	150
其他经营开支	190	341	400	473	672
营业利润	-772	-996	-463	-385	-356
应占联营公司之溢利	-0	5	3	1	1
财务成本	0	22	22	22	22
利润总额	-772	-1,012	-507	-406	-377
所得税	46	97	47	35	33
净利润	-726	-916	-459	-371	-344
少数股东损益	-294	-324	-217	-173	-160
归属母公司净利润	-431	-592	-242	-198	-184
EBITDA	-625	-763	-241	-172	-150
EPS (元)	-0.04	-0.04	-0.01	-0.01	-0.01
non-GAAP 当年净利	-299	-393	-227	-116	-101
Non-GAAP EPS (元/股)	-0.03	-0.03	-0.01	-0.007	-0.006
主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-	100	58	42	43
营业利润(%)	-	-29	54	17	8
归属于母公司净利润(%)	-	-37	59	18	7
获利能力					
毛利率(%)	34	52	60	62	63
净利率(%)	-74	-51	-13	-8	-5
ROE(%)	-13	-16	-6	-5	-5
ROIC(%)	-25	-29	-11	-10	-9
偿债能力					
资产负债率(%)	42	63	59	66	73
净负债比率(%)	-10	-19	-21	-36	-80
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	-	0.1	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	-	6540	6904	6904	6904
应付账款周转率	-	111	185	245	343
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.04	-0.04	-0.01	-0.01	-0.01
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	-0.04	-0.04	0.04	0.09
每股净资产(最新摊薄)	0.35	0.26	0.26	0.24	0.22
估值比率					
P/E	-38	-37	-99	-122	-131
P/S	55.5	37.0	25.4	17.9	12.6
EV/EBITDA	-31	-37	-122	-176	-203

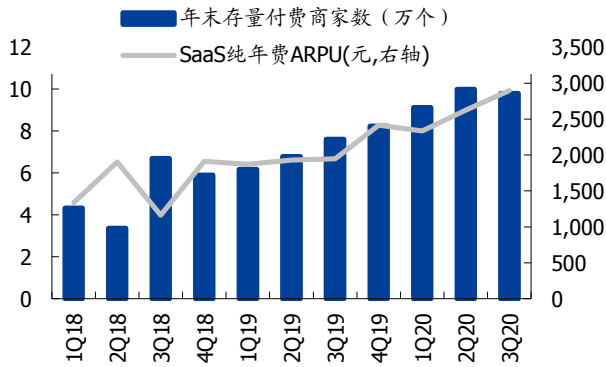
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 1: 有赞 2020Q3 收入约 4.8 亿元, 同比增长 70%



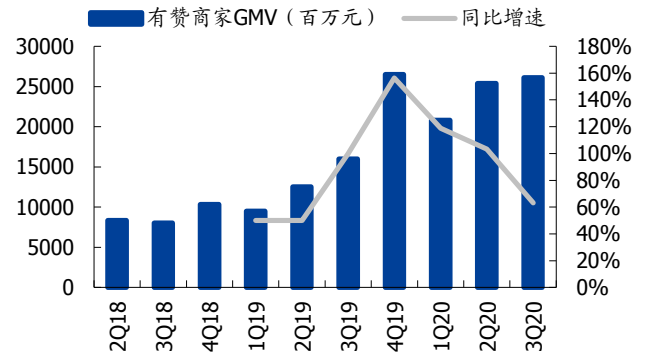
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 有赞截至 2020Q3 付费商家数 9.79 万个



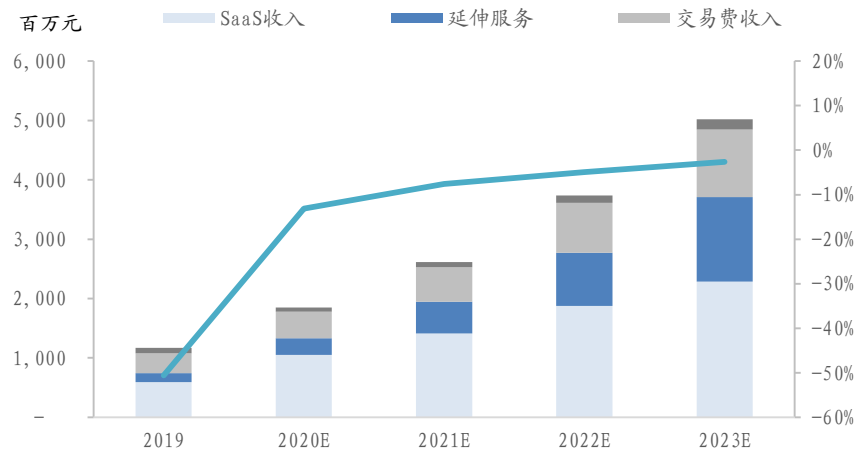
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 有赞 2020Q3 商家 GMV 达 261 亿元, 同比增长 63%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 有赞收入及盈利预测



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 5: 有赞业务及财务预测: 2019-2023E

		2019	2020E	2021E	2022E	2023E
百万元						
总收入		1,171	1,847	2,617	3,738	5,019
SaaS 收入		594	1,049	1,412	1,875	2,286
	付费商家数 (万)	8.2	9.6	11.2	12.9	14.3
	SaaS 业务 ARPU (元)	7,208	10,884	12,634	14,535	15,991
延伸服务收入		150	280	532	895	1,423
	商家 GMV	64,500	107,968	147,056	211,627	286,210
	延伸服务变现率	0.23%	0.26%	0.36%	0.42%	0.50%
交易费收入		334	449	585	841	1,138
其他收入		93	69	88	127	172
变现率测算						
	商家 GMV	64,500	107,968	147,056	211,627	286,210
	整体变现率	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
收入占比						
SaaS 收入		51%	57%	54%	50%	46%
延伸服务收入		13%	15%	20%	24%	28%
交易费收入		29%	24%	22%	23%	23%
其他收入		8%	4%	3%	3%	3%
归母净利		-592	-242	-198	-184	-133
归母净利润率		-51%	-13%	-8%	-5%	-3%

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