

# 中国有赞 (8083. HK): 去中心化电商是大势所趋, 新零售在疫情中加速成长

2020年4月3日

强烈推荐/维持

中国有赞 公司报告

## 报告摘要:

### 一、去中心化电商是大势所趋

公司业绩受益于去中心化电商的蓬勃发展。2019年下半年起,公司服务商家的GMV显示出加速增长的趋势。2019H1,GMV增速为50%;2019Q3,GMV增速接近90%;2019Q4,GMV增速已经达到165%。

有赞是去中心化电商背后的“卖水者”。目前,有赞已经接入了微信、快手、一直播、映客等越来越多的流量平台。未来,有望接入更多的流量平台,充分受益于整个去中心化电商的发展。

### 二、新零售业务在疫情中加速成长

疫情的爆发凸显了新零售的价值,帮助有赞教育了线下商户。红蜻蜓、GXG、文峰等线下商家利用有赞快速搭建线上销售渠道。未来,公司新零售业务将有望加速成长。

### 三、我们看好公司长期发展

**1、未来商业变现能力的加强将推动公司收入继续高速增长。**有赞 SaaS 收入的高速增长,正是其公司竞争力的综合体现。未来,商业变现能力的加强将推动公司收入继续高速增长。

**2、加速构建产业生态的发展。**未来,我们预计公司将进一步加强产业生态的构建。通过有赞云、第三方开发者、第三方服务商和代理商,共同构建一个生态系统,更好地服务好广大商家。

**公司盈利预测及投资评级:**我们预计公司2020-2022年收入分别为21.96、39.24和67.61亿元,同比增速为87.6%、78.6%和72.3%。我们即使按照2020年15倍市销率,给予公司12个月目标价,折合目标价为1.1港元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示:直播电商发展不及预期的风险;线下零售发展不及预期的风险;

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	600	1171	2196	3924	6761
增长率(%)	188.7%	95.2%	87.6%	78.6%	72.3%
净利润(百万元)	-736	-916	-681	-667	135
增长率(%)	444.8%	24.5%	-25.7%	-2.0%	-120.3%
PE	-12.5	-10.9	-14.7	-15.0	74.1
PB	2.6	2.6	2.9	3.2	3.1

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

公司是中国领先的 SaaS 服务商,帮助广大商家在微信、快手等各种去中心化平台开展电商业务。

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

无

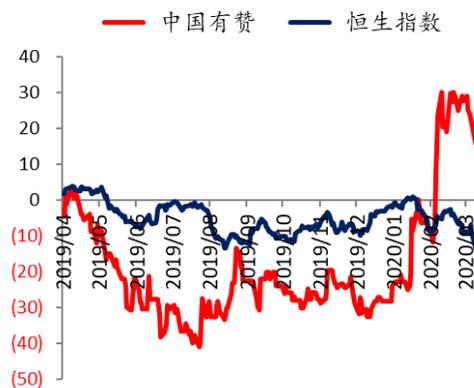
## 发债及交叉持股介绍

无

## 交易数据

52 周股价区间(港元)	0.42-0.84
总市值(亿港元)	108
流通市值(亿港元)	108
总股本(亿股)	155
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	/

## 52 周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

## 分析师: 叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517070003

## 分析师: 王健辉

010-66554035

wangjh\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050004

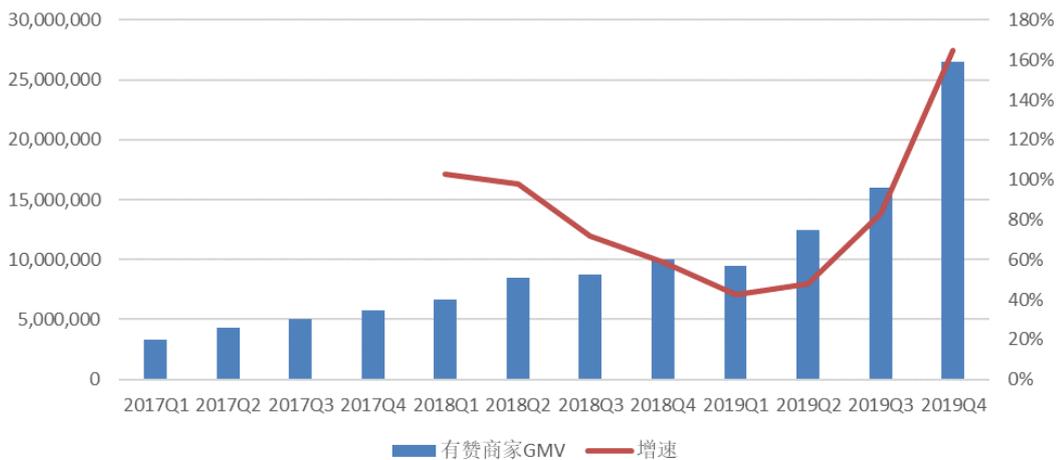
## 目 录

1. 去中心化电商是大势所趋 .....	3
2. 新零售业务在疫情中加速成长 .....	3
3. 我们看好公司长期发展 .....	4
3.1 收入高速增长体现出公司的综合能力 .....	4
3.2 加速产业生态的构建 .....	4
4. 公司估值.....	4
5. 风险提示.....	5
相关报告汇总 .....	7

## 1. 去中心化电商是大势所趋

从下图中可以很清楚地看到: 2019 年下半年起, 公司服务商家的 GMV 显示出加速增长的趋势。2019H1, GMV 增速为 50%; 2019Q3, GMV 增速接近 90%; 2019Q4, GMV 增速已经达到 165%。

图 1: 中国有赞服务商家的 GMV (千元)



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2019 年下半年开始, 公司服务商家的 GMV 在加速成长。这一方面是由于公司原有微商城业务仍然保持较高增长, 另一方面是公司直播电商的爆发式增长带来的。

公司服务商家 GMV 的高速增长, 背后的大趋势就是去中心化电商的蓬勃发展。在新的时代, 人们越来越多地在网上随便逛的时候, 顺便产生了购物冲动, 直接下单了。这就是所谓的“去中心电商”。

目前, 去中心化电商正在如火如荼地发展。微信、快手、抖音等越来越多的地方都可以直接买货了。未来, 直播电商有望成为各流量平台的重要变现方式之一。大大小小的互联网流量地, 可能都会让用户直接可以买货了, 具有非常大的市场空间。

有赞是去中心化电商背后的“卖水者”。目前, 有赞已经接入了微信、快手、一直播、映客等越来越多的流量平台。未来, 有望接入更多的流量平台, 充分受益于整个去中心化电商的发展。

## 2. 新零售业务在疫情中加速成长

在疫情之中, 大量实体企业被迫关门歇业。作为企业经营者, 最关心的还是如何创造收入。因为员工工资还得照发, 很多经营开支还得交, 大量的中小企业手头现金仅够支撑 2, 3 个月, 所以没有收入是万万不能的, 必须想方设法创造收入。

而新零售致力于打通线上和线下, 帮助线下商家开拓两个新的货架, 提升经营效率。由于大量线下商家仍在沿用传统经营方式, 对新零售方案并不了解。此次疫情的爆发, 使得线下传统零售基本停顿, 立刻凸显了新零售解决方案的价值。

因此, 疫情的爆发帮助有赞教育了线下商户, 有利于公司新零售业务的推广。疫情以来, 红蜻蜓、GXG、文峰等线下商家利用有赞快速搭建线上销售渠道。这些线下商家, 快速上手甚至实现了单场销售过千万元。而且, 他们充分发挥出线下销售员的能力, 将他们变为分销员, 在疫情中仍然取得了不错的销售业绩。

未来, 随着公司销售渠道的逐步完善, 公司新零售业务将有望迎来快速增长。

### 3. 我们看好公司长期发展

#### 3.1 收入高速增长体现出公司的综合能力

在《科创板系列报告之三: 云计算公司的估值密码》中, 我们指出: **对于 SaaS 公司, 收入增速是一项非常综合的衡量指标。**它不仅能够反映出公司的成长性, 而且能够对公司的商业模式和竞争能力也能充分体现。

有赞 SaaS 收入的高速增长, 正是其公司竞争力的综合体现。2019 年 SaaS 及延伸服务收入 7.4 亿, 同比增长 85.6%。全年服务的商家 GMV 达到 645 亿, 同比增长 95%。

未来, 商业变现能力的加强将推动公司收入继续高速增长。2019 年 7 月, 有赞开始推行“SaaS 服务费+云服务费”的模式, 在某个订单额度之外, 将会每笔订单加收 0.5 元的云服务费。此举将使得公司收入和商家 GMV 能够更好地挂钩。只要客户成功, 有赞就能够获取相应的收入。

#### 3.2 加速产业生态的构建

2019 年第三季度, 有赞推出有赞服务市场, 致力于构建第三方服务生态, 帮助商家用好有赞的 SaaS 产品, 形成商家、服务商和有赞共赢的服务生态。

同时, 有赞还在致力于开发者生态的构建。截止 2019 年底, 有赞云合作的第三方开发者数量超过 4.2 万人。通过有赞云应用市场订购过应用的商家数量达到了 3.6 万。

未来, 我们预计公司将进一步加强产业生态的构建。通过有赞云、第三方开发者、第三方服务商和代理商, 共同构建一个生态系统, 更好地服务好广大商家。

### 4. 公司估值

我们预计, 中国有赞 2020-2022 年收入分别为 21.96、39.24 和 67.61 亿元, 同比增速为 87.6%、78.6% 和 72.3%。归母净利润分别为-6.81、-6.67 和 1.35 亿元。

对于 SaaS 公司, 通常采用市销率估值。在确定市销率时, 收入增速是最重要的衡量指标。目前, 国外对标公司 Shopify, 市值 448 亿美元。2019 的收入增速为 47%, 预计其对应 2020 年收入 21.6 亿美元为 20.7 倍市销率。

相比之下, 未来几年, 中国有赞收入增速远超过 Shopify, 理应享受更高的估值倍数。我们即使按照 2020 年 15 倍市销率, 给予公司 12 个月目标价, 折合目标价为 1.1 港元。维持“强烈推荐”评级。

## 5. 风险提示

直播电商发展不及预期的风险; 线下零售发展不及预期的风险;

资产负债表	利润表						2018A 2019A 2020E 2021E 2022E				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	<b>2400</b>	<b>6337</b>	<b>9178</b>	<b>13343</b>	<b>19471</b>	<b>营业收入</b>	600	1171	2196	3924	6761
货币资金	399	746	970	1261	1639	商品销售成本	397	563	988	1687	2772
贸易应收款项	0	0	0	0	0	毛利	203	608	1208	2237	3989
预付款项及其他应收款	407	924	1201	1562	2030	经销开支	186	532	879	1373	1690
存货	2	2	2	2	2	行政开支	194	237	395	589	744
按公允价值计入损益的金融投资	10	0	0	0	0	其他收入及收益净额	0	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>4268</b>	<b>4161</b>	<b>3881</b>	<b>3931</b>	<b>3982</b>	可能回可换股优先股的公允价值亏损	0	0	0	0	0
土地使用权	2	3	4	5	6	融资(成本)/收入净额	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	37	61	111	161	211	<b>除税前利润</b>	-736	-916	-681	-667	135
无形资产	1821	1632	1632	1632	1632	所得税开支	0	-22	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	-736	-916	-681	-667	135
商誉	2152	1963	1963	1963	1963	本公司拥有人	-441	-592	-347	-340	69
<b>资产总计</b>	<b>6668</b>	<b>10498</b>	<b>13059</b>	<b>17274</b>	<b>23453</b>	非控股权益	-295	-324	-334	-327	66
<b>流动负债合计</b>	<b>2451</b>	<b>6107</b>	<b>9201</b>	<b>13890</b>	<b>19684</b>	其他税后全面收入	0	0	0	0	1
贸易应付款项	384	#REF!	461	553	664	<b>全面收入总额</b>	-736	-916	-681	-667	135
其他应付款项及应计费用	407	#REF!	865	1580	1457	<b>BPS (元)</b>					
短期贷款负债	3	3	3	3	3	基本	-0.06	-0.07	-0.05	-0.05	0.01
<b>非流动负债合计</b>	<b>342</b>	<b>493</b>	<b>641</b>	<b>833</b>	<b>1083</b>	摊薄	-0.06	-0.07	-0.05	-0.05	0.01
递延税项负债						<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2793</b>	<b>6600</b>	<b>9842</b>	<b>14724</b>	<b>20767</b>		<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	558	241	-93	-419	-353	<b>成长能力</b>					
股本	118	129	129	129	129	营业收入增长	188.7%	95.2%	87.6%	78.6%	72.3%
储备	3200	3530	3088	2421	2556	EBIT增长	1919.0%	8.2%	-228.9%	53.1%	50.8%
<b>负债和所有者权益</b>	<b>6668</b>	<b>10498</b>	<b>13059</b>	<b>17274</b>	<b>23453</b>	净利润增长					
<b>现金流量表</b>						<b>获利能力</b>					
	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	毛利率(%)	34.8%	51.9%	55.0%	57.0%	59.0%
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-1137</b>	<b>-616</b>	<b>126</b>	<b>347</b>	<b>1335</b>	净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
经营所得现金	-441	-916	-681	-667	135	ROA(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
已收利息	2	0	7	14	0	ROB(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
已付所得税	2	3	4	5	6	ROIC(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>1033</b>	<b>-52</b>	<b>-50</b>	<b>-49</b>	<b>-48</b>	<b>偿债能力</b>					
购买土地使用权	0	0	0	1	2	资产负债率(%)	41.9%	62.9%	75.4%	85.2%	88.6%
购买物业、厂房及设备	-26	0	-50	-50	-50	流动比率	4.5	4.3	4.2		
购买无形资产	-1819	0	0	0	0	速动比率	4.1	4.0	3.9		
出售物业、厂房及设备以及无形资产所得款项	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
购买金融资产	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
金融资产的利息收入	0	0	0	0	0	应收账款周转率	54.5	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>240</b>	<b>954</b>	<b>700</b>	<b>700</b>	<b>700</b>	应付账款周转率	1.3	#REF!	#REF!	3.3	4.6
非控股权益注资	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
其他应付关联方款项减少/增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	-0.06	-0.07	-0.05	-0.05	0.01
发行普通股所得款项净额	240	954	700	700	700	每股净现金流(最新摊薄)	-0.09	-0.05	0.01	0.03	0.10
发行可换股可赎回优先股所得款项净额	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	0.28	0.28	0.26	0.23	0.24
购回股份	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
向本公司股东派付股息	0	0	0	0	0	P/E	-12.5	-10.9	-14.7	-15.0	74.1
<b>现金净增加额</b>	<b>154</b>	<b>315</b>	<b>776</b>	<b>998</b>	<b>1987</b>	P/B	2.6	2.6	2.9	3.2	3.1

资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	中国有赞 (8083.HK) 2019 年三季度报点评: 率先腾飞的 SaaS 公司	2019-11-29
行业	美国 SaaS 产业: 行业发展巡视及整体分析	2019-5-22
行业	新零售的核心受益者: 腾讯、阿里和 SaaS 公司	2019-5-7
公司	拼多多 (PDD.O): 从颠覆式创新来看电商大战的未来	2019-9-17
公司	中国有赞 (08083) 深度报告: 中国率先腾飞的 SaaS 服务商	2019-3-5

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究。现从事计算机、互联网行业研究，专注研究海内外云计算产业，新零售、OTT 等高增长领域。

### 分析师：王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造价值理念。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526