

烽火计划 2.0 发布，广告业务实现阶段性突破

——中国有赞 (8083.HK) “烽火计划 2.0” 点评

公司简报

◆ **事件：** 有赞与腾讯广告推出“烽火 2.0 计划”，将招募 1000 家中小型企业，进行“流量扶持+SaaS 服务+精准营销”全方位支持。

◆ 烽火计划效果显著，试点范围大幅扩大

“烽火计划”是有赞与腾讯广告业务线在 2018 年底共同推出的针对中小电商商家的流量扶持政策。在烽火计划 1.0 中约 50 家优质商户获得了广告流量的定向扶持，包括良品铺子、五芳斋、幸福西饼等在内的诸多商家均开始通过有赞平台投放腾讯广告。在烽火计划 1.0 中有赞将自身交易/商品相关数据与腾讯人群画像数据进行结合，大幅提升了商户营销推广的投入产出比，因此烽火计划 2.0 将试点范围从 50 家扩大到了 1000 家，公司与腾讯广告业务合作日渐深入。

◆ 营销方法论愈加完善，帮助商家挖掘用户全生命周期价值

此次烽火计划 2.0 将覆盖商家前/中/后期的营销闭环，帮助商家解决用户获取成本高/留存低/复购低等问题。前期：商家通过有赞与腾讯广告流量扶持方案实现快速集客/积累种子用户；中期：转化+促活，实现社交广告订单转化和粉丝会员沉淀；后期：复购+裂变，通过微信的社交属性、有赞提供的多种营销工具实现新客转化，提升用户全生命周期价值。与烽火计划 1.0 相比，此次烽火计划的升级将商户在腾讯广告体系内的营销方法论做了更系统性的升级梳理，有利于将试点成功经验大规模复制推广。

◆ 微信电商生态加速进化，

2019 年 5 月腾讯智慧营销峰会首次提出“直营电商 2.0 时代”，将获取和运营用户私域流量作为赋能商户的重点。同时，微信好物圈在产品形态方面持续迭代，正开始成为微信体系内商户对接用户的新渠道。我们认为微信电商生态将在 2019 年出现加速进化，微信与有赞等合作伙伴共同帮助商户经营私域流量将成为电商行业的重要趋势。

◆ 维持“买入”评级

本次“烽火计划 2.0”是公司、腾讯在 2018 年末“烽火计划”的延续与深入。2019 年 3 月腾讯战略投资有赞之后，双方通过打通数据资产形成协同效应，有效的提升了商户在腾讯广告体系内投放的 ROI 及复购率，在商户私域流量运营方面取得了阶段性突破。我们维持有赞 19-21 年营业收入预测为 14.5/24.5/41.1 亿港元。我们仍然使用 PSG 估值法，由于 Salesforce、Square 等对标公司市值下滑，我们小幅下调公司目标价至 0.96 港币，维持“买入”评级。

◆ 风险提示：

公司线下门店产品推广难度高于预期；微商城业务用户流失率提升；增值服务业务进展低于预期；竞争对手以低价策略争夺市场。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
GMV (百万港币)	21,653	38,624	66,541	114,267	191,069
营业收入 (百万港币)	208	684	1,446	2,445	4,114
营业收入增长率 (%)	NA	229%	111%	69%	68%
每股营业收入 (元港币)	0.013	0.044	0.094	0.158	0.266
归母每股营业收入 (元港币)	0.007	0.023	0.048	0.081	0.136
PS (倍)	72.2	21.9	10.4	6.1	3.6

资料来源：Wind、光大证券研究所预测、股价时间为 2019 年 06 月 13 日

买入 (维持)

当前价/目标价：0.57/0.96 港币

分析师

范佳璐 (执业证书编号：S0930518100002)

021-52523691

fanjiali@ebsecn.com

孔蓉 (执业证书编号：S0930517120002)

021-52523837

kongrong@ebsecn.com

相关研报

享受下沉红利的新一代电商平台——拼多多 (PDD.O) 投资价值分析报告.....2018-10-31

无惧宏观消费下行风险，关键指标全线超预期——拼多多 (PDD.O) 3Q18 业绩点评.....2018-11-21

电商二十岁：成年人的世界没有容易的事——电商行业首次覆盖报告...2019-02-26

要想富先修路：即时配送网络的基础设施效应——电商行业专题之一...2019-03-10

利润表 (千港币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	207,856	684,459	1,446,432	2,444,568	4,113,645
营业成本	-181,754	-453,481	-901,110	-1,457,959	-2,372,460
营业毛利	26,102	230,978	545,322	986,609	1,741,185
销售及分销开支	-23,812	-212,405	-448,394	-745,593	-1,234,093
行政开支	-116,801	-221,951	-405,001	-562,251	-781,593
股权结算股份支付款项	-21,843	-283,368	-100,000	-100,000	-100,000
摊销无形资产	-1,935	-158,619	-50,000	-2,000	-2,000
其他经营开支	-41,887	-220,820	-100,000	-80,000	-60,000
经营利润 (亏损)	-133,793	-893,158	-518,073	-463,235	-396,501
除税前利润 (亏损)	-135,547	-893,203	-503,073	-463,235	-396,501
净利润 (亏损)	-135,093	-839,443	-503,073	-463,235	-396,501
归母净利润 (亏损)	-112,192	-503,325	-256,567	-236,250	-202,215
EPS	-0.02	-0.04	-0.02	-0.02	-0.01

资产负债表 (千港币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,392,495	7,610,631	9,148,803	10,646,14	12,763,33
物业、厂房及设备	12,754	42,772	45,000	46,000	47,000
长期保证金	2,823	13,034	15,000	15,000	15,000
商誉	698,554	2,455,742	2,455,742	2,455,742	2,455,742
于联营公司之投资	15,099	4,574	5,000	5,000	5,000
资本化合约成本	-	23,904	23,904	23,904	23,904
递延税项资产	-	107,620	107,620	107,620	107,620
按公平值计入在其他全面收益	-	145,455	150,000	150,000	150,000
存货	2,710	2,206	1,640	1,148	803
预付款项、按金及其他应收款	133,952	464,776	867,859	1,466,741	2,468,187
存放中央银行款项	-	981,207	1,718,793	2,724,547	4,745,628
银行及现金结余	304,612	455,628	822,617	612,011	467,236
总负债	159,956	3,187,616	4,495,142	6,679,536	9,756,264
结算责任	119,876	2,000,965	2,512,083	3,632,729	4,935,453
预提费用及其他应付款项	32,569	261,355	506,251	733,371	1,028,411
合约负债	-	294,875	607,502	1,002,273	1,645,458
递延税项负债	-	327,001	312,627	394,772	643,185
所有者权益	1,232,539	4,423,015	4,449,012	3,758,792	3,168,005
股本	69,790	134,425	154,658	154,658	154,658
股本溢价	1,601,579	5,052,467	5,807,809	5,807,809	5,807,809
累计亏损	-585,330	-1,073,785	-1,576,858	-2,040,093	-2,436,593

现金流量表 (千港币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营运资金变动前之经营亏损(利)	-108,899	-305,531	-376,162	-328,715	-229,342
存货增加	-2,262	-2,299	-566	-492	-344
预付账款、按金及其他应收款	-117,479	-245,159	-403,083	-598,882	-1,001,446
存放中央银行款项增加	-	-981,207	-737,586	-1,005,753	-2,021,081
结算责任增加	21,581	601,977	511,118	1,120,646	1,302,724
经营活动现金净额	-205,241	-1,298,149	-527,083	-295,806	-1,164,248
添置联营公司	-37,884	-2,935	-5,000	-5,000	-5,000
长期按金增加/减少	1,155	-10,086	-10,000	-10,000	-10,000
投资活动现金净额	-72,654	1,179,053	-15,928	-14,800	-15,000
非控股权益注资	-	78,639	910,000	100,000	100,000
融资活动现金净额	395,757	273,531	910,000	100,000	100,000

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
GMV 增长率	NA	78.4%	72.3%	71.7%	67.2%
收入增长率	NA	229.3%	111.3%	69.0%	68.3%
估值指标					
P/GMV	0.41	0.23	0.13	0.08	0.05
P/S	42.41	12.88	6.09	3.61	2.14
盈利能力 (%)					
毛利率	12.6%	33.7%	37.7%	40.4%	42.3%
税后净利润率 (归属母公司)	-54.0%	-73.5%	-17.7%	-9.7%	-4.9%
ROA	-8.1%	-6.6%	-2.8%	-2.2%	-1.6%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-9.1%	-11.4%	-5.8%	-6.3%	-6.4%
偿债能力					
流动比率	3.0	1.0	1.0	0.9	0.9
速动比率	1.9	0.2	0.2	0.1	0.1
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.02	-0.04	-0.02	-0.02	-0.01
每股经营现金流	-0.01	-0.08	-0.03	-0.02	-0.08
每股净资产	0.08	0.29	0.29	0.24	0.20
每股销售收入	0.01	0.04	0.09	0.16	0.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼