



中信证券研究部



唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007



徐晓芳
首席商业零售
分析师
S1010515010003



杨泽原
计算机分析师
S1010517080002

核心观点

公司 SaaS 业务维持强劲增长，线下门店业务初见成效，未来仍具较大增长空间。同时，公司不断加强与头部互联网企业的战略合作，预计线上业务将持续受益于头部 APP 的商业生态及小程序生态建设。我们看好有赞在第三方商业 SaaS 服务领域的竞争优势，预计未来其付费商户数及 ARPU 值均有一定增长空间。我们维持公司目标价 0.68 港元，维持“增持”评级。

■ 毛利率稳步提升，利润端持续改善。2019H1/Q2 公司实现营收 5.9 亿/3 亿港元（同比 147.1%/64.9%），增长主要由有赞并表及 SaaS 服务收入高速增长所驱动，考虑并表前有赞集团 2018 年 1-4 月数据，2019H1/Q2 公司营收同比增速为 63%/44%，其中 SaaS 业务收入 2.9 亿/1.6 亿港元（同比 127%/96%）。毛利方面，2019H1/Q2 公司实现毛利 2.5 亿/1.3 亿港元，毛利率分别为 42.7%/44.9%，SaaS 收入占比持续扩大驱动毛利率稳步提升。费用上，2019H1/Q2 公司销售费用分别为 1.9 亿/0.9 亿港元，费率分别为 39.5%/33.8%；管理费用分别为 1.7 亿/0.7 亿港元，费率分别为 28.5%/24.9%。利润上，公司 2019H1/Q2 实现净亏损 3.6 亿/1.6 亿港元（亏损率 61.2%/52.6%），Non-GAAP 亏损 2 亿/0.9 亿港元（亏损率为 33.4%/30.1%），亏损率同环比均明显缩窄。

■ GMV 稳定增长，门店业务初见成效，小程序业务有望受益于微信等 APP 流量入口开放。2019H1 有赞全站 GMV 达 220 亿人民币，同比增长超过 50%。其中线下门店实现 GMV 16 亿人民币，已初见成效，目前公司门店 SaaS 仍处初步探索阶段，未来值得期待，有望超过微商城成为公司另一业绩增长点。小程序方面，2019H1 公司小程序实现 GMV32 亿人民币；目前，微信广告端已接入有赞小程序，将有助于商家直接引导转化微信公众号及朋友圈流量为用户，有望打开有赞小程序 GMV 的进一步增长空间。

■ 与多家头部互联网企业达成战略合作，有望持续受益于超级 APP 内的全景生态建设。除微信外，公司已与快手、百度等多个互联网巨头实现战略合作。公司于 2018 年 7 月与快手打通，推出“快手小店”短视频电商解决方案，目前已获得较好市场表现，2019H1 公司在快手平台实现 GMV 约 10 亿人民币。此外，百度也于 2019 年 8 月战略入股有赞，双方联手为品牌商打造“有交易能力的新官网”。我们认为，随着小程序的高速发展，各大巨头 APP 内全景生态的布局离不开 SaaS 第三方服务商的支持，有赞作为行业头部公司有望持续受益。

■ 风险因素：小程序业务发展不及预期；行业竞争加剧导致付费用户增长放缓。

■ 投资建议：我们看好公司接入快手、百度等超级 APP 后带来的业绩催化，考虑到汇率等市场因素，我们略调整公司 2019-2021 年营收预测至 13.9 亿/21.9 亿/32 亿港元（前值为 14.1 亿/21.8 亿/31.9 亿港元），调整公司归母净利润预测为-4 亿/-3.6 亿/-2.9 亿港元（前值为-4.3 亿/-3.5 亿/-3 亿港元）。我们持续看好有赞在第三方商业 SaaS 服务赛道的巨大潜力，维持目标价 0.68 港元，维持“增持”评级。

中国有赞	08083.HK
评级	增持（维持）
当前价	0.49 港元
目标价	0.68 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	0.92/0.43 港元
近 1 月绝对涨幅	1.04%
近 6 月绝对涨幅	-13.39%
近 12 月绝对涨幅	-44.25%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	208	684	1386	2187	3209
营业收入增长率	159%	229%	102%	58%	47%
归母净利润(百万元)	-112	-503	-403	-358	-290
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.01	-0.03	-0.03	-0.02	-0.02
毛利率%	13%	34%	45%	49%	52%
净资产收益率 ROE%	-14%	-80%	-25%	-13%	-10%
每股净资产(元)	0.08	0.29	0.33	0.30	0.28
PE (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PB (x)	5	2	1	1	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 8 月 8 日收盘价

利润表 (百万港元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	208	684	1386	2187	3209
营业成本	182	453	762	1107	1545
毛利率	13%	34%	45%	49%	52%
销售费用	24	212	427	641	896
营业费用率	11%	31%	31%	29%	28%
管理费用	117	222	346	394	513
管理费用率	56%	32%	25%	18%	16%
投资收益	2	22	50	63	66
营业利润	-134	-893	-755	-663	-532
营业利润率	-64%	-130%	-54%	-30%	-17%
税前利润	-134	-893	-755	-663	-532
所得税	0.5	53.8	60.4	46.4	31.9
所得税率	0%	-6%	-8%	-7%	-6%
净利润	-133	-839	-694	-617	-500
少数股东损益	-23	-336	-292	-259	-210
归属于母公司股东的净利润	-112	-503	-403	-358	-290
净利率	-64%	-123%	-50%	-28%	-16%

现金流量表 (百万港元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	-136	-893	-755	-663	-532
所得税支出	0.5	53.8	60.4	46.4	31.9
折旧和摊销	7	171	234	240	168
营运资金的变化	-106	-1001	-412	54	79
其他经营现金流	21	371	111	153	193
经营现金流合计	-214	-1298	-761	-170	-60
资本支出	-4	-34	-30	-32	-34
投资收益	45	-49	-5	-5	-5
其他投资现金流	-115	1262	-1	9	5
投资现金流合计	-74	1179	-36	-28	-34
发行股票及权证	396	195	1308	0	0
其他融资现金流	0	79	0	0	0
融资现金流合计	396	274	1308	0	0
现金及现金等价物净增加额	108	154	510	-198	-95
税前利润	-136	-893	-755	-663	-532
所得税支出	0.5	53.8	60.4	46.4	31.9

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万港元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	305	456	966	768	673
存货	3	2	4	6	8
应收账款	27	0	0	0	0
其他流动资产	145	2281	3182	3994	4707
流动资产	479	2739	4152	4768	5389
固定资产	13	43	59	71	79
无形资产	3	2078	1859	1639	1497
其他长期资产	911	2793	2837	2863	2884
非流动资产	913	4872	4695	4502	4381
资产总计	1392	7611	8847	9270	9770
应付账款	5	7	15	23	29
其他流动负债	155	2790	3250	4056	4851
流动负债	160	2797	3265	4079	4880
非流动性负债	0	391	435	508	514
负债合计	160	3188	3700	4587	5394
股本	70	134	155	155	155
资本公积	1170	3652	4647	4443	4345
归属于母公司所有者权益合计	1240	3786	4802	4597	4500
少数股东权益	-8	637	345	86	-124
股东权益合计	1233	4423	5147	4683	4376
负债股东权益总计	1392	7611	8847	9270	9770

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	159%	229%	102%	58%	47%
营业利润增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
毛利率	13%	34%	45%	49%	52%
EBITDA Margin	-73%	-60%	-33%	-15%	-7%
净利率	-64%	-123%	-50%	-28%	-16%
净资产收益率	-14%	-80%	-25%	-13%	-10%
总资产收益率	-12%	-68%	-15%	-7%	-6%
资产负债率	11%	42%	42%	49%	55%
所得税率	0%	-6%	-8%	-7%	-6%
营业收入增长率	159%	229%	102%	58%	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。	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；在欧盟由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INZ00001735，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、35及36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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条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的内容。

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 2019 版权所有。保留一切权利。