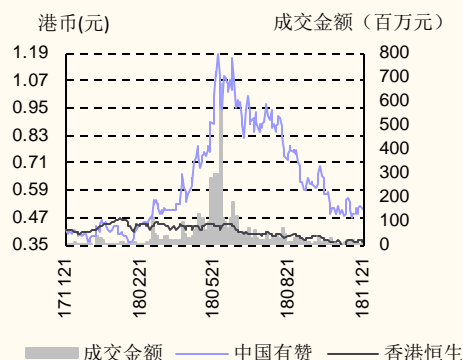


市价(港币): 0.495元
目标(港币): 1.50-1.50元

市场数据(港币)

流通港股(百万股) 13,442.53
总市值(百万元) 6,654.05
年内股价最高最低(元) 1.190/0.355
香港恒生指数 25971.47



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月
绝对 -34.00 -43.75 17.86
相对香港恒生 -27.58 -26.90 30.76

微信电商生态下腾飞的 SaaS 服务商

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	208	1041	1908	3462
同比增长	159.2%	400.9%	83.2%	81.5%
母公司股东溢利(百万)	-112	-702	-479	-414
同比增长	41.0%	-566.2%	33.5%	13.5%
毛利率	12.6%	55.2%	68.6%	73.5%
净利润率	-65.0%	-86.5%	-31.4%	-15.0%
每股收益	-0.01	-0.05	-0.04	-0.03
每股经营现金流	-0.02	0.13	0.09	0.10
市盈率(倍)	-61.11	-9.77	-14.31	-16.55
市净率(倍)	5.53	1.21	1.32	1.43

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: 货币单位是港币

投资逻辑

- **去中心化电商开始崛起。**在传统电商面临流量增长枯竭, 获客成本激增的困境时, 去中心化电商以盘活私域流量、结合社交玩法的新模式异军突起。商户在微信等去中心化电商平台开店并经营属于自己的粉丝, 运用小程序、内容电商及各种营销玩法, 加强流量的转化及留存, 培养高质量的私域客户群体, 从而提升自身品牌及竞争力。
- **有赞助力中小商户进行去中心化转型。**有赞通过为商户提供在上述平台经营所需 SaaS 服务, 切入该领域。从线上开店、经营、支付、CRM 到线下门店与线上的联通, 有赞已形成较好的业务闭环, 并力图通过这些工具与服务, 帮助商户更好利用去中心化平台下的流量资源。同时, 鉴于创始团队的互联网背景, 有赞在产品与技术层面一直位居行业领先。
- **对标海外, 未来发展空间可期。**美国的 Shopify 和 Square 在中小商户 SaaS 服务领域走在世界前列, 可作为有赞的对标对象。他们在积累了一定客户基础后, 开始接入外部第三方服务商如物流、HR 等, 满足商户多环节需求, 完善平台生态; 另一方面, 利用积累的数据提供贷款等金融增值服务, 拓展收入来源。我们认为这些都是有赞未来可以尝试的方向。

投资建议

- 有赞作为去中心化电商领域的积极开拓者, 已形成较好商业闭环, 并在稳步积累商户, 未来有望实现快速增长。我们预测公司 2018-2020 年的收入分别为 10.4、19.1、34.6 亿港元, 同比增长 401%、83%、81%; 归母净利润分别为 -7.0、-4.8、-4.1 亿港元; 对应 EPS 分别为 -0.05、-0.04、-0.03 元。

估值

- 我们按照 2019 年 20 倍 P/S 估值, 对应目标价 1.5 港元, 给予“买入”评级。

风险

- 去中心化电商市场增速不及预期; 经济下行对中小商户冲击较大的风险; 微信平台政策调整风险; 竞争加剧风险; 业务拓展不及预期风险; 业绩出现较大波动风险; 国内外环境不同导致无法完全对标国外公司的风险; 与 CIP 后续交易执行不到位的风险等。

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjq.com.cn

内容目录

去中心化电商开始崛起	4
流量成本高企，长尾商户受困	5
移动社交与消费结合下的新玩法	5
私域流量成为日益重要的资产	6
有赞从 SaaS 切入，助力中小商户转型升级	6
四大业务板块，覆盖商户全链路需求	6
精细化 CRM，服务私域流量	8
垂直行业方案，线上线下联动	10
以行业理解和产品哲学构筑竞争壁垒	11
创业团队：电商行业老兵	11
互联网基因铸就的产品与技术	12
竞品比较：并无严格的直接竞争者	13
对标国外，未来发展空间可期	13
支付牌照只是开始，金融布局已在路上	14
对接第三方服务，打造平台生态	17
科技驱动的智能商业	19
财务预测与估值	19
公司业绩回顾	19
整体业绩预测	20
估值	22
风险提示	23
附录：三张报表预测摘要	25

图表目录

图表 1：电商行业规模（万亿元）及增速	4
图表 2：阿里及京东历年 GMV 增速	4
图表 3：2014-2017 中国典型电商企业线上获客成本倍数变化趋势	4
图表 4：拼多多 12 个月 GMV（亿元）	5
图表 5：微信生态电商规模（亿元）	5
图表 6：以 SaaS 产品为核心的四大业务板块	7
图表 7：商户业务环节几乎全覆盖	7
图表 8：有赞微商城后台管理页面	7
图表 9：PaaS 后台管理页面	8
图表 10：有赞微小店特色功能	8
图表 11：有赞帮助商户进行全生命周期管理	9
图表 12：有赞的广告服务组合拳	9
图表 13：2017 年 10 月有赞客户类型分布	10

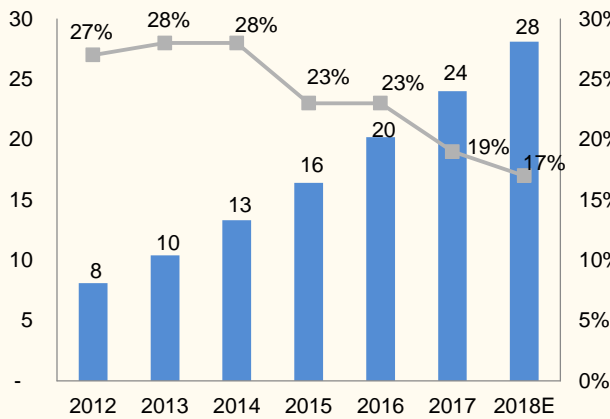
图表 14: 基于微商城, 有赞已推出多个线下解决方案.....	10
图表 15: 有赞活跃商户数 (万) 及 GMV (亿港元)	11
图表 16: 有赞收入及组成 (亿港元)	11
图表 17: 2016 年有赞员工职能构成.....	12
图表 18: 2016 年有赞新客户来源.....	13
图表 19: Shopify 付费商户规模 (万)	14
图表 20: Shopify 收入组成 (百万美元)	14
图表 21: Square 收入组成 (百万美元)	14
图表 22: 多家机构因二清问题被监管要求整改.....	15
图表 23: 有赞目前的支付模式.....	15
图表 24: Square Capital 产品截图.....	16
图表 25: Square Capital 贷款规模 (亿美元)	16
图表 26: Square Capital 业务收入 (亿美元)	16
图表 27: Instant deposit 产品截图.....	17
图表 28: Instant deposit 业务规模 (亿美元) 及占总体 GMV 比例	17
图表 29: Shopify 接入外部服务商数量.....	18
图表 30: Shopify 不同客群贡献收入 (亿美元)	18
图表 31: Shopify 接入的物流服务.....	19
图表 32: 收购后上市主体股东结构.....	19
图表 33: 公司 2014-2018Q3 营业收入 (亿港元)	20
图表 34: 2017 年 1-10 月收入组成.....	20
图表 35: 有赞 GMV 预测	21
图表 36: 历史及预测 GMV (亿港元)	21
图表 37: 主要财务数据预测.....	22
图表 38: Shopify 和 Square 2018-2020 年一致性预期.....	23

与国外不同，中国的互联网公司大部分都聚焦在 to C 业务上——不论是第一梯队的 BAT，还是快速崛起的 TMD；而在 to B 企业服务领域，鲜有成规模的公司，与国外有较大差距。但随着国内互联网发展阶段的演进，toB 业务的重要性正在愈发体现，而有赞正是运用互联网思维和技术探索企业服务的代表。

去中心化电商开始崛起

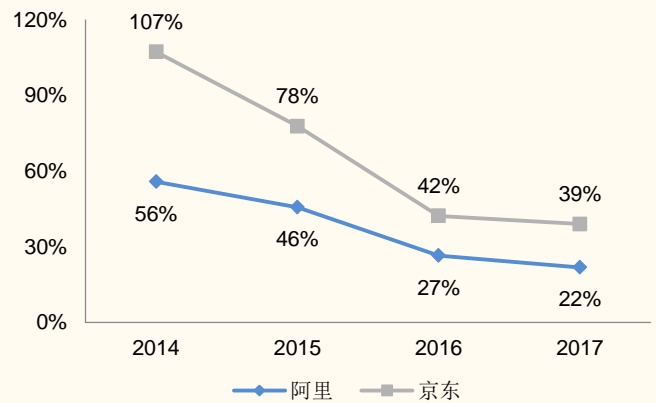
- **传统电商增速放缓。**在经过多年的快速增长后，传统电商开始步入成熟期，以阿里、京东为代表的中心化电商平台开始面临 GMV 增速放缓的现实，2014 年来 GMV 增速持续下滑。与之对应的是不断增加的获客成本——艾瑞咨询选取了国内三家典型电商企业，统计其获客成本的变化趋势，可以看到，2017 年比 2014 年普遍增加 3 倍以上。传统电商进入了模式瓶颈期。

图表 1：电商行业规模（万亿元）及增速



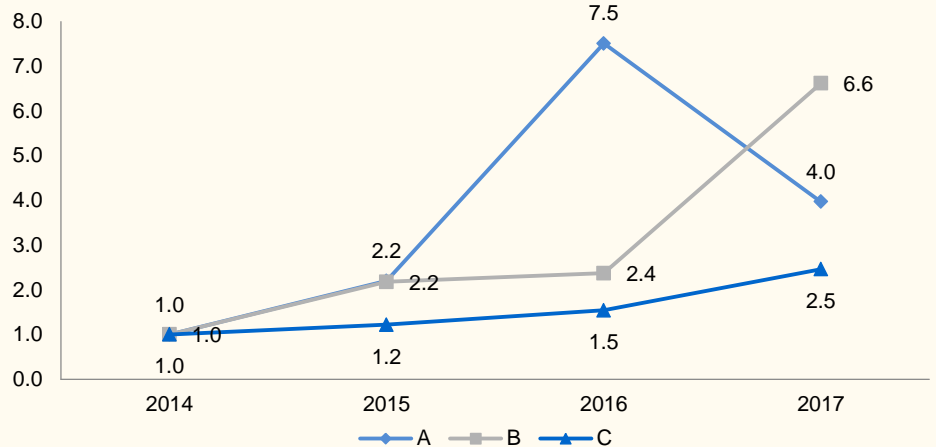
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 2：阿里及京东历年 GMV 增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2014-2017 中国典型电商企业线上获客成本倍数变化趋势

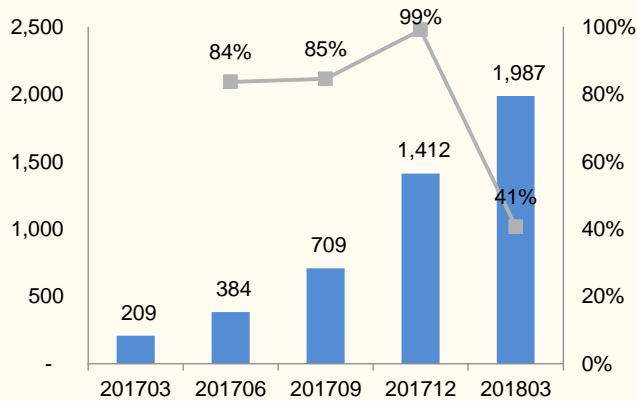


注：以 2014 年的获客成本为基数，测算 2015-2017 年的获客成本较 2014 年的倍数

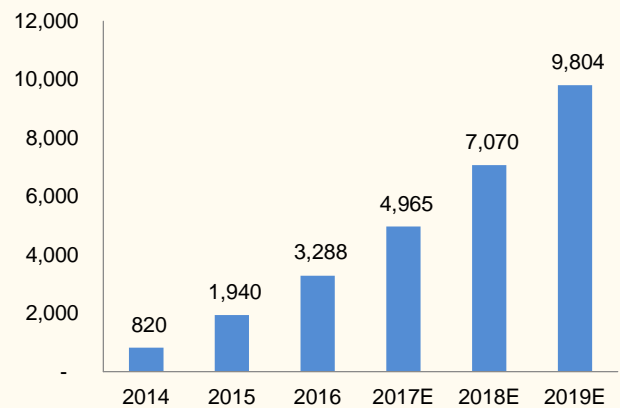
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- **以微信电商生态为代表的去中心化模式开始崛起。**另一方面，以拼多多为代表，基于微信生态、利用社交玩法的电商模式开始快速崛起——拼多多成立 3 年，截止 2018 年中的 12 个月 GMV 即达 2,621 亿元。当然拼多多的崛起有多重因素，但不可否微信平台对其的重要价值。事实上，随着微信用户规模的快速增长，基于微信生态的电商规模也在水涨船高，据估计 2017 年发生在微信平台的 GMV 接近 5,000 亿。

图表 4: 拼多多 12 个月 GMV (亿元)



图表 5: 微信生态电商规模 (亿元)



注: 口径为截至该月末过去 12 个月累计 GMV

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

流量成本高企, 长尾商户受困

- **中心化模式进入瓶颈期。**中心化模式的本质就是平台方汇聚流量, 提供并掌握消费者购物的第一入口, 商户通过这个入口获得流量销售商品, 平台以此分成。在行业快速发展期, 商户可通过平台提供的入口获得巨大流量, 对销售额提升明显, 销售额的增长快过流量成本的增长, 商户受益且依赖平台; 但随着行业增速放缓, 一方面平台用户量趋稳, 流量总量增加困难, 另一方面平台入驻商户不断增加, 竞争越来越大, 僧多肉少的结果就是流量价格大幅攀升, 商户获客成本高企。
- **中长尾商户遭遇生存困境。**在目前的行业环境及平台政策下, 中小商户在中心化平台的生存愈发艰难。
 - **流量集中于头部商户。**如果说流量成本攀升是行业发展与竞争下的无奈结果, 那么阿里在 2012 年开始对头部商户的重点扶持则是人为加速了中小商户的“出淘”——包括大力推进天猫、改革聚划算等一系列动作。这也进一步加剧了流量的中心化——据统计, 天猫的 20 万头部商户买走了平台 80% 的流量, 淘宝 900 万中小商户瓜分剩下的 20%。
 - **销售规模与流量成本不匹配导致亏损不可避免。**据统计, 阿里平台上的商户一般要花费 20%-30% 的营业额用来购买流量, 而中小商户限于自身能力往往销售的增速跟不上流量成本的增速, 大部分面临亏损。
 - **深陷价格战和低品质的泥潭。**没有流量的加持, 为了刺激交易, 多数商户会选择打折促销, 这导致客单价本就不高的店铺利润空间被进一步压缩。而低价格必然会向上传导影响商品质量, 导致用户口碑不佳, 最终又会给销量带来负面影响。总之, 买不起流量的中小商户已经找不到一条可以成功且长久地在淘宝等中心化平台生存下去的方法。

移动社交与消费结合下的新玩法

在中心化平台增速放缓, 中小商户水深火热的大背景下, 一些新的消费趋势悄然兴起。伴随微信等移动社交平台与模式的发展, 人们的时间和关注点不断变化, 与之对应的购物决策和消费追求也在跟着迁移——从坐在电脑前到手机随处下单, 从有特定的购物时间到随时随地产生购买欲望, 购物越来越接近一种随时、随地、随需的状态, 并呈现出一些新趋势与新玩法。

- **社交转化。**微信作为定位熟人社交的平台, 用户之间天然具有信任感。相比传统电商平台可以造假的销量和评论, 朋友的意见和口碑更能左右购物决策。这展现了社交关系链的货币化能力。而商户公众号的粉丝, 大多来自基于熟人背书下的关注, 其质量和其他平台不可同日而语, 也为商户下一步与用户的互动转化带来了极大的便利。基于社交关系链可以衍生出许多创新性的玩法, 比如拼多多发家的拼团、帮忙砍价、以老带新等, 借力关系链的自发推动, 也会显著降低商户的获客成本。

- **参与和互动。**随着消费者群体的不断成熟，对产品和服务的需求不再停留于价格和功能层面，更多想借此表达自己的消费主张与情感个性。商户可以和用户之间建立多种形式的深度沟通互动，以便更加及时深入的了解用户喜好，以提供更好的服务。
- 这一方面带来了**内容电商的蓬勃发展**——用户通过内容关注具有心理认同的公众号大 V，并希望通过购买大 V 同款来进一步彰显自己的个性与价值诉求。
- 另一方面开始**参与上游决策**。消费者们不甘于只接受商户提供的产品，而是想参与到上游研发与设计等环节的决策。比如商户通过用户投票来选择下次上新的内容。

私域流量成为日益重要的资产

中心化模式的一大弊端就是，商户与用户之间缺乏直接的沟通渠道，导致流量只忠于平台，而不属于商户，商户只能不停购买流量才能维持销量。这种模式导致绝大部分商户的业务链条只有生产端，没有销售端——没有流量、没有客户、没有数据。

- **从流量思维到用户思维。**当低转化遇到高成本，意味着花钱买量的传统流量思维已经过时；以用户为中心，精细化运营，提升转化和留存的用户思维，才是破局的关键——用户标签与分组、定期内容推送、营造社群文化、弱化营销强化服务...这样商户才可以摆脱对平台的依赖，通过与客户进行直接沟通与管理，推进口碑传播和自身品牌建设，以获得更高的复购率和品牌忠诚度，走上业务发展的良性循环。
- **私有化客户资产是第一要义。**这种模式下获得的用户才是商户自己的用户，而私有化的客户资产可以为商户带来巨大的价值——虽然数量可能不如买流量来得多，但他们信任品牌，非常活跃，积极参与上游设计、愿意在社交圈进行二次传播和营销...可以说，只有不断把平台上的流量私有化，商户才能逐步构建自己的业务壁垒，维持长远发展。

有赞从 SaaS 切入，助力中小商户转型升级

- **中小商户服务市场相对空白。**在企业服务市场，传统玩家如金蝶、用友大都面向能源、汽车等传统行业的大型头部商户，而数量占比更高的中小商户却缺乏相应的服务提供商。截至 2017 年三季度末，全国工商注册的中小企业超 4200 万家，占企业总数的 99% 以上，贡献了中国约 60% 的 GDP。鉴于中小商户普遍存在存活时间短、企业预算低等问题，导致其在传统观念中并不是一个很吸引人的群体，也因此迫切需要一种新型的模式来服务他们。
- **有赞以服务商户“出淘”开始升级中小商户服务。**2012 年成立的有赞（原名“口袋通”）最初定位于服务淘宝商家将销售渠道扩展至微信，搭建微信上的销售平台并管理微信渠道的粉丝。在 2013 年淘宝关闭了微信跳转到淘宝的通道后，有赞开始帮商户直接在微信开设店铺并运营，开启了其对中小商户提供全链路 SaaS 服务的道路。

四大业务板块，覆盖商户全链路需求

有赞以开店工具入手，逐渐形成了较为完整的业务体系，具体可以分为 SaaS、增值服务、PaaS 和消费者服务四大板块，覆盖商户业务全链路。

图表 6：以 SaaS 产品为核心的四大业务板块

板块	产品	服务客群
消费者服务	有赞微小店 有赞精选	消费者
增值服务	支付 广告 金融	商家 电商 自媒体 线下门店
SaaS	移动电商解决方案：有赞微商城 线下垂直行业解决方案：有赞零售/美业/连锁/餐饮	
PaaS	有赞云	开发者

注：金融业务尚未正式推出

来源：iFenxi，国金证券研究所

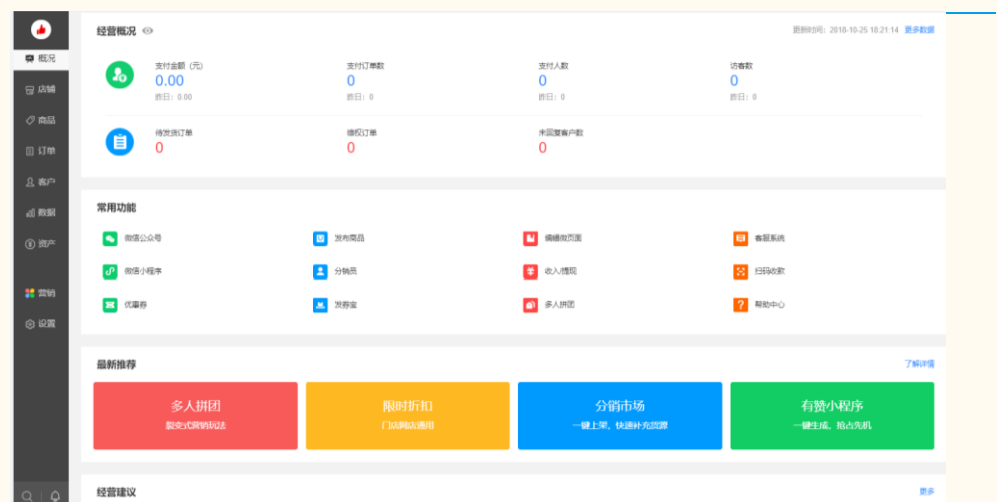
图表 7：商户业务环节几乎全覆盖

线上开店各环节覆盖情况								
环节	原材料	选品	采购仓储	店铺装潢	推广	支付	物流	客服
覆盖情况	✓	✗	✓	✓	✓	✓	✓	✓
服务	·微小店提供，商户可一键上架到自己的店铺	·随数据积累丰富，以后可以提供	·微小店提供由供应商直接发货服务	·提供丰富模板，商户可快速生成店铺主页	·广告投放 ·营销玩法 ·分销模式	·已获支付牌照 ·提供多种支付方式	·有赞本身不提供，接入第三方物流服务商	·有赞本身不提供客服，但微商城为商家提供客服功能

来源：国金证券研究所

- **基于一个核心产品：SaaS 微商城。**微商城帮助商户在微信、微博等移动端平台开店经营电商业务，是有赞开展一切业务的基础，涵盖了商户运行需要的基本功能——店铺开设与装修、订单管理、营销、会员、数据分析等。在此基础上，有赞还根据不同垂直行业的特点开发了定制版本，如有赞零售、美业等，更好契合不同行业商户的特殊需求。

图表 8：有赞微商城后台管理页面



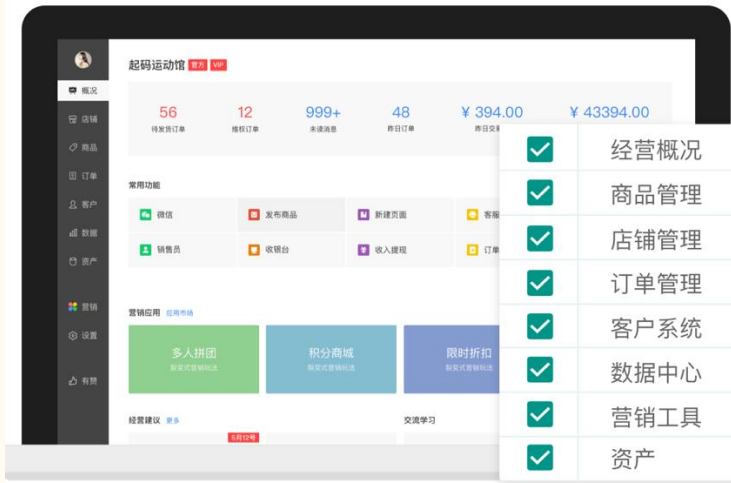
来源：公司官网，国金证券研究所

- **不断丰富的增值服务，提升商户粘性。**微商城是定位标准化、低门槛、覆盖广的基础产品，但商户的需求往往不止于此，针对更细化深入的需求，

有赞推出系列增值服务，如支付、广告投放、物流服务等，未来还可能基于商户数据提供贷款等金融服务。增值服务进一步完善了有赞的产品体系，并且显著增加了商户的粘性。

- **PaaS：建立商家服务生态。**2017年，有赞将其在电商、营销、支付等方面多年积累的产品与技术能力对外开放，推出了有赞云这个 PaaS 产品，服务第三方软件开发者和具备自研能力的商户，从而服务有赞难以覆盖的垂直细分领域，并在长期建立起商家服务的生态体系。

图表 9：PaaS 后台管理页面



来源：公司官网，国金证券研究所

- **消费者服务，多维度探索。**有赞也在尝试将 B 端积累的能力向 C 端延伸，作为新业务尝试的方向——有赞微小店面向个人卖家，提供供应链能力，卖家只需负责卖货，平台提供货源以及发货等服务；有赞精选则是直接面向 C 端用户，提供基于商户销售数据的朋友圈热门商品的销售平台。

图表 10：有赞微小店特色功能



来源：App store，国金证券研究所

精细化 CRM，服务私域流量

与传统商户相比，有赞上的中小商户一般不需要复杂的后端 ERP 等系统，而更注重前端流量的获取和管理。商户选择微信等平台开店也是看中了这块流量洼地。有赞 SaaS 服务的重心也因此偏向前端 CRM，围绕商户私域流量的获取和管理，推出系列组合服务。

- **多重营销工具，服务用户生命全周期。**有赞在营销环节提供丰富多样的工具和玩法，帮助商户在用户的拉新、转化、促活、复购、留存等生命周期中的不同阶段进行效率优化和提升。例如，通过公众号文章、抽奖等活动拉新用户，然后使用限时折扣、秒杀、会员积分等激发转化，并利用派发好友瓜分券、“超值二人团”拼团活动以老带新，延长用户生命周期。

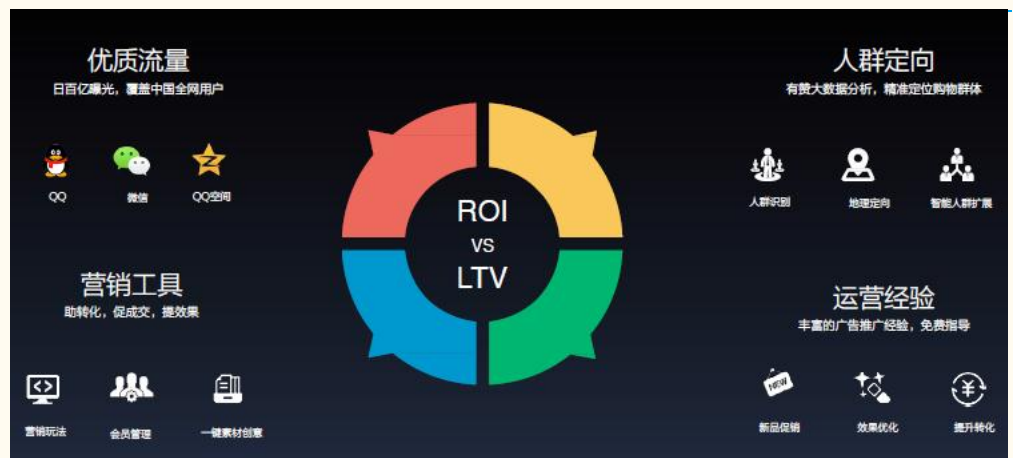
图表 11：有赞帮助商户进行全生命周期管理



来源：2018 有赞百万小程序峰会，国金证券研究所

- **多平台广告投放，增强流量获取。**即便在去中心化模式中，流量获取依然是一切后续工作的基础，有赞也在积极拓展这个环节，已接入微信、QQ、QQ 空间等广告资源。
 - 但和中心化模式下用 ROI 衡量一次性转化效果不同的是，用户在社交平台上的行为更加持续，一次广告投放带来的即时效果可能一般，但社交平台可以把这种效果持续扩散，转化会发生在更长的时间段内，因此**商户更注重用户整个生命周期内带来的价值，即 LTV。**
 - 另一方面，有赞会在微信等平台大数据的基础上，**补充商户的经营数据**，从而更好将商户和平台上的用户进行匹配，如通过用户标签识别、地理位置定向等进行更加精准的广告投放，提升转化率。

图表 12：有赞的广告服务组合拳



来源：2018 有赞百万小程序峰会，国金证券研究所

- **多维度分销，拓展销售渠道。**除了做广告拉流量，有赞还推出更加实用的分销工具，直接帮助商户卖货——有赞对接商家与其员工、粉丝和外部分

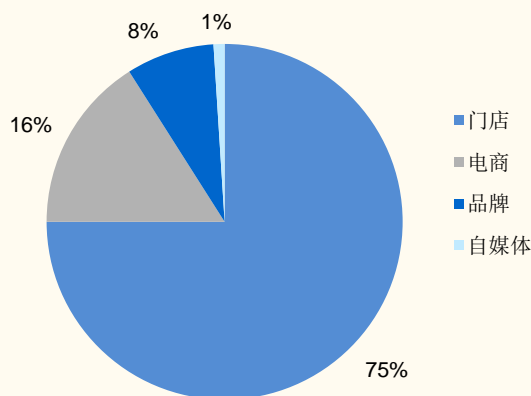
销商，通过系统和商品的打通，利用员工、粉丝以及分销商的力量，帮商户进一步分销产品，适用于具有一定规模、货源充足、拥有核心粉丝群的商户。

垂直行业方案，线上线下联动

最初有赞只服务纯线上商户，直到发现客户中很大一部分同时拥有线下门店，而这些客户都希望有赞的电商系统可以和其线下门店体系更好地结合，有赞也开始向线下商户这个更大的群体进军，并推出了针对不同垂直行业的系列定制方案。

- **进入更广阔的市场。**行业解决方案的推出，使有赞的目标客群从电商拓展到线下门店，大大提升了业务天花板。2017年，社会零售品总额达36.6万亿元，其中约20%为线上零售，线下占比80%；同时全国有3100万台活跃的银联POS，这是一个无比广阔的市场。根据有赞2017年10月披露的数据，有赞的商家构成中，线下门店占到75%，电商占17%，品牌方占8%，自媒体占1%，且线下门店占比呈上升趋势。

图表 13: 2017年10月有赞客户类型分布



来源：有赞沙龙分享，国金证券研究所

- **线上线下全渠道经营。**有赞从2016年开始重点打造有赞零售这个行业解决方案，针对传统门店系统不联网、数据不实时、结算周期长等问题做了大幅升级优化，并解决了商户线上线下经营中的员工打通、会员打通、交易打通等痛点。更重要的是，通过线上领券线下消费、线下扫码线上关注等联动线上线下、贴合用户消费习惯活动，可以帮助商户真正实现全渠道无缝经营，实践有赞版本的新零售。

图表 14: 基于微商城，有赞已推出多个线下解决方案

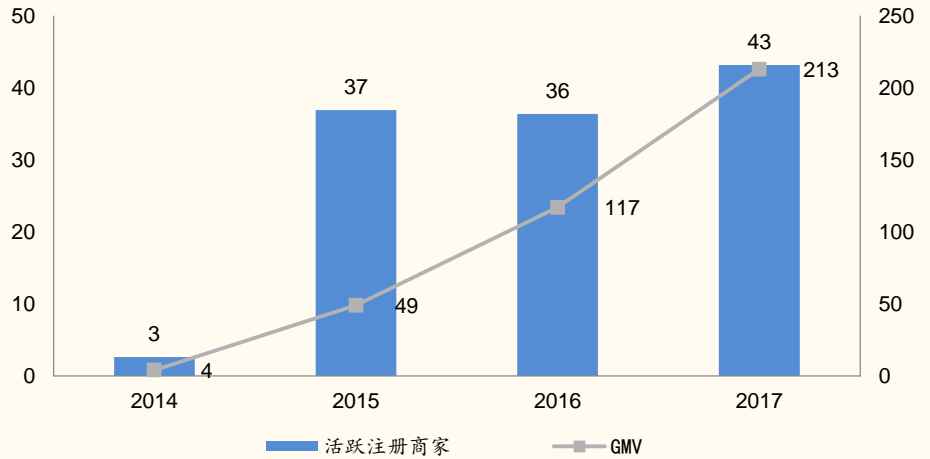
微商城	特色功能	适用商户
有赞零售	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 门店管理 ▪ 多终端库存管理 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 水果店、便利店、小型超市、服装店...
有赞美业	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 预约管理 ▪ 预付卡管理 ▪ 更丰富的会员功能 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 美发、美容、健身、医疗...
有赞连锁	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 总部与门店打通管理 ▪ 专门运营服务 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 多门店连锁商户
有赞餐饮	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 外卖平台搭建 ▪ 自助扫码点餐 ▪ 桌位管理 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 餐饮商户

来源：公司官网，国金证券研究所整理

以行业理解和产品哲学构筑竞争壁垒

- **业务增长迅速。**经过 6 年的发展，有赞已经积累了约 300 万注册商户，2017 年交易额超过 200 亿港元。

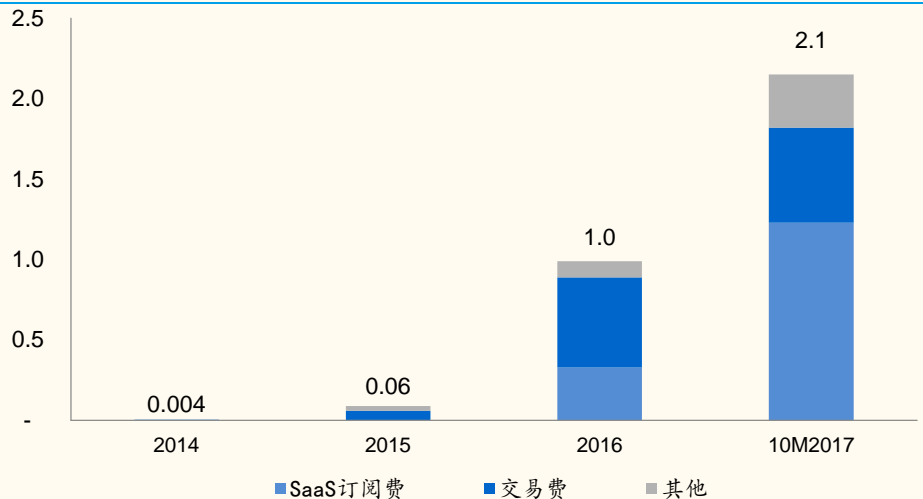
图表 15：有赞活跃商户数（万）及 GMV（亿港元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **收费模式上，以 SaaS 订阅费、交易佣金为主。**有赞在 2014 年开始探索商业化，首先是收支付佣金，但规模很小；后在 2016 年开始针对 SaaS 产品收费。根据公司公告披露，2017 年前 10 个月，公司收入达到 2.1 亿港元，较去年同期增长 197%。其中 SaaS 订阅费收入 1.2 亿港元，交易佣金 0.6 亿港元，分别占比 57%和 27%；平均每个付费商户贡献收入约 6000 港元。

图表 16：有赞收入及组成（亿港元）



来源：国金证券研究所

创业团队：电商行业老兵

SaaS 行业拼的是对客户生意和场景的理解程度和满足。深入了解客户所在行业是做好 SaaS 产品的基础。有赞创始人及 CEO 白鹤以及管理团队拥有丰富的行业经验。

- **阿里系创业团队。**白鹤是中国最早的用户体验设计师之一，在创立有赞之前，曾担任支付宝首席产品设计师、百度产品设计师，拥有十多年互联网

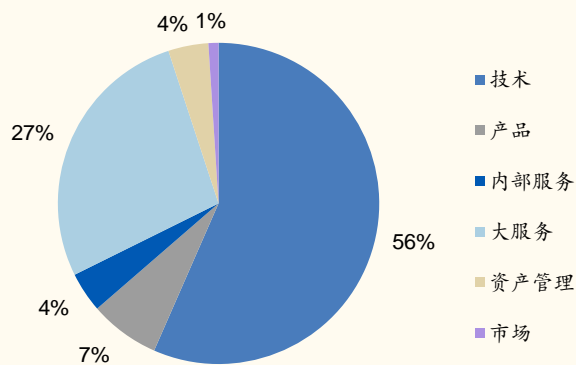
从业经历，在企业服务、电子商务、在线支付、互联网社区、搜索等领域经验丰富。另外，有赞 CTO 之前是淘宝搜索的技术专家，首席产品设计师、商家运营负责人等均为淘宝出身。创始团队作为电商行业老兵，拥有深刻的行业洞察，这为其以后的业务发展奠定了基础。

- **深谙电商交易规则。**以交易系统和资金处理为例，这是电商交易两个重要的环节，目前市面上的 SaaS 企业很少能把这两块真正做好的。而拥有支付宝背景的王鹤深谙订单和资金处理，而 CTO 的淘宝搜索经历则让他熟悉店铺运营和交易规则，这样的强强联合支撑起了有赞稳健的交易和资金处理系统。

互联网基因铸就的产品与技术

- **产品：快速迭代，精益求精。**任何一家创业公司都不可避免带有创始人的风格烙印，王鹤互联网产品的从业经历，造就了有赞非常注重打磨产品细节与用户体验的特点。创业之初，团队花了两年时间才打磨完成覆盖商品、库存、订单、交易、资金的移动商城系统，目前微商城已经迭代到 8.0 版本，功能累计约 1000 项。同时公司在 2017 年小程序推出立即跟进，同步推出有赞小程序，目前已开发出 40 多个小程序行业模板，满足不同商户的需求。
- **技术：向一线互联网公司看齐。**王鹤一直坚持公司技术类员工占比要超过一半，2016 年达到 56%，从这个角度看，把有赞当做一家技术公司也不为过。对技术的重投入让有赞的系统处于行业领先地位，可以处理高并发、大规模数据，以服务复杂的业务流程：
 - 系统可用时间达到 99.99%，匹配支付宝的水平，而竞品多维持在 99.95-99.96%，系统故障风险高。
 - 每秒处理订单能力达 6 万笔，属于处理能力最好的微信服务商，距离第二名 1000 单左右的处理能力已拉开较大差距；基于此，有赞才有资本和肯德基合作推出万人拼团活动，接受每秒万级的下单量。
 - 系统稳定性高，相比其他 SaaS 服务商只有部分功能自建，其他拼凑外部产品的模式，有赞各产品对应系统均为自建，这保证了系统之间的兼容和稳定。

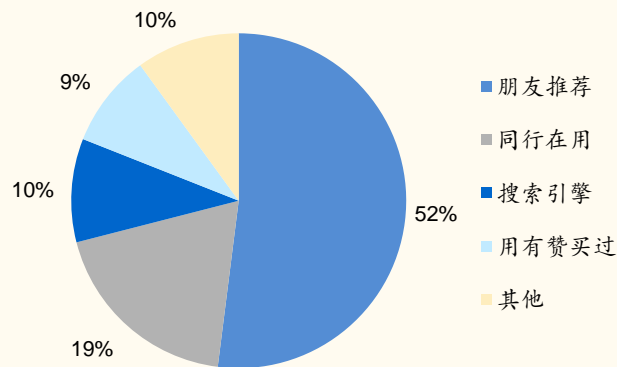
图表 17：2016 年有赞员工职能构成



来源：有赞沙龙分享，国金证券研究所

- **好产品带来更低的获客成本。**企业客户会比个人客户更看重产品本身的体验和口碑，而相对没那么价格敏感。有赞的产品在功能、使用体验、系统稳定性上的优势，让有赞无需建立庞大的直销团队（销售人员占比只有 1%），而可以依靠代理商渠道和商家口碑推荐来获客，这对应更低的获客成本。据王鹤的披露，有赞的客户来源渠道中，52%来自朋友推荐，19%是因为同行在用。

图表 18: 2016 年有赞新客户来源



来源：有赞沙龙分享，国金证券研究所

竞品比较：并无严格的直接竞争者

和有赞一样为中小商户提供企业服务的还有微店、点点客、微盟、宝尊以及美团、阿里系的服务商如采源宝等。虽然表面上涉及的业务有重叠，但是各自的业务重心和竞争壁垒不同，因此我们认为现阶段有赞并不面临直接的竞争对手，赛道前景明朗。

- **目标客户不同。**微店更加倾向为个体商户提供简便易操作的开店工具，整体 SaaS 功能简单，且无配套流量获取和运营工具，基本靠个人卖家的朋友圈关系链自行推广。
- **业务重点不同。**点点客、微盟、宝尊都主打营销环节：
 - **点点客**定位移动社交营销平台，其主打产品“人人店”以分销见长。
 - **微盟**虽然也提供全套的 SaaS 服务，但更偏重微信广告代理商的角色，借助 SaaS 服务的基础为商户提供微信朋友圈、公众号等广告位资源，2017 年广告相关收入占比过半。
 - **宝尊**则是中心化电商模式下成长出的代运营服务商，同样是重营销，弱技术，且主要服务品牌商等大中型客户。更重要的是，宝尊的代运营是在玩中心化电商规则下的游戏，与有赞瞄准的去中心化平台分属不同阵营。
- **服务目的不同。**虽然大平台如美团、阿里等也自建或扶持了类似产品，但目的均为服务平台利益，而非商户。
 - **美团**近些年也开始探索为平台餐饮商户提供 SaaS 服务，基于其多年的餐饮行业服务经验和领先的互联网产品能力，可以判断其 SaaS 产品也必将处于行业领先水平。但美团作为中心化平台，推出 SaaS 更多出于增加商户粘性、提高行业壁垒的目的，而不是从商户自身需求出发的服务，最后吸引来的流量还是属于平台，商户也会更加依赖平台，与淘宝走的是一条路。
 - **采源宝**则服务阿里巴巴 B2B 平台，主要目的是为平台上的供货商寻找更多买家。因此，其主要为商户提供上游供应链能力——采购、仓储、发货等，而店铺管理、营销等环节则相对偏弱。

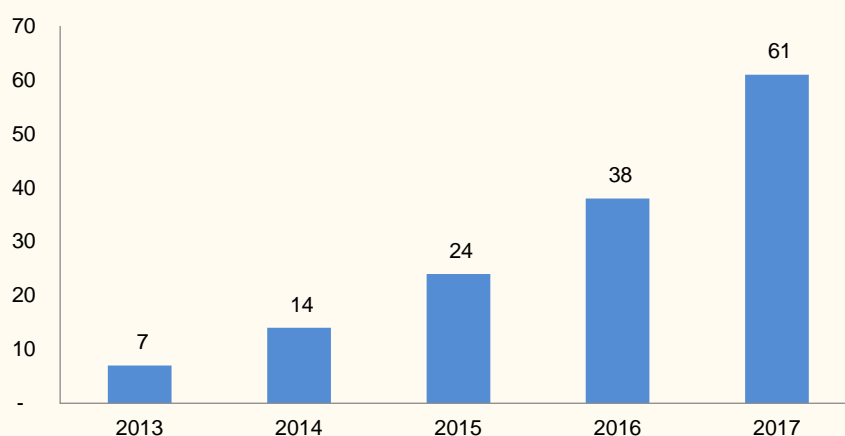
对标国外，未来发展空间可期

在企业服务市场，以美国为代表的海外市场起步较早，发展较国内成熟。从老牌企业 SAP、Oracle，到后来者 Salesforce、Workday，再到随电商、电子支付潮流兴起的 Shopify 和 Square，美国对企业服务领域的探索一直走在世

界前列。从产品形态和业务性质上看，Shopify 和 Square 与有赞相近，可以视为对标企业。

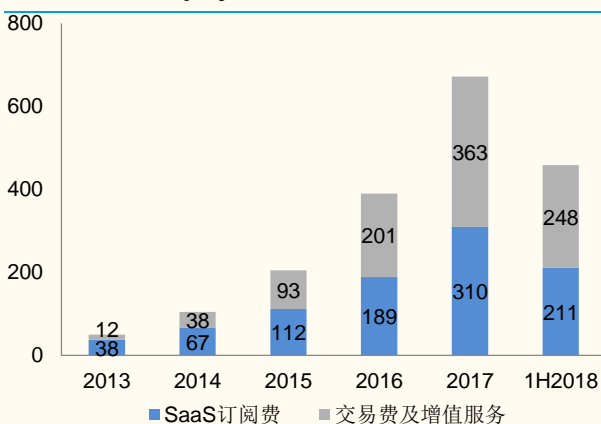
- 需要承认的是，目前国内外电商发展阶段和特点不同，对标国外模式需要一定时间。首先国内商户整体的付费意愿不如美国等发达国家；其次商户结构上，中国的中小长尾商户数量占比更高，有赞服务的客群相比国外要更加长尾——2017 年有赞的活跃商户人均 GMV 为 3.5 万港元，而 Shopify 约为 33.6 万港币，有近 10 倍差距。商户规模及付费意愿的不同，导致有赞货币化率的速度可能相比国外有所放缓，但未来的发展方向是一致的。
- Shopify 和 Square 的服务都定位美国中小商户，并推出相应 SaaS 产品。Shopify 主打帮商户在 Amazon、Facebook 等平台开设网店，由此进入 SaaS 市场；Square 则通过支付硬件服务线下商户的支付环节，后逐步完善 SaaS 业务。我们认为有赞初期帮商户在微信等平台开店的业务接近 Shopify 模式，随着支付牌照的获取和服务线下商户的扩大，后期会逐渐向 Square 模式靠拢。

图表 19: Shopify 付费商户规模 (万)



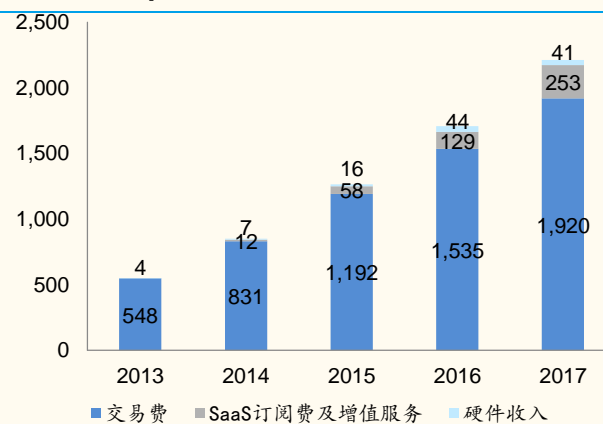
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20: Shopify 收入组成 (百万美元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21: Square 收入组成 (百万美元)



来源：公司公告，国金证券研究所

支付牌照只是开始，金融布局已在路上

2018 年 4 月，港交所上市公司中国创新支付用 55 亿股股票换取有赞 51% 股权，并于 5 月更名为“中国有赞”，有赞创始人兼 CEO 白鸦成为中国创新支付董事及新任 CEO，有赞也获得了中国创新支付所持有的互联网支付牌照。成

为目前 SaaS 服务市场唯一一家具有支付牌照的公司。我们认为，支付牌照的获取非常必要，且裨益有赞的长期发展。

■ 短期：业务更合规，支付收入增加

- **规避二清问题，保证业务合规性。**使用有赞产品的商户，在用户购物付款时，资金一般先统一归集到有赞平台，再由有赞支付给商户，这里有赞参与了用户与商户间资金的清算。监管明确规定，只有持有支付牌照才能开展该类业务。随着有赞平台 GMV 的不断扩大，只有获得支付牌照才能保证业务的合规，避免因监管问题造成的平台风险。可以作为对比的是，其他同类平台并没有支付牌照，不时发生被央行约谈、惩罚、要求调整业务模式的风险事件。

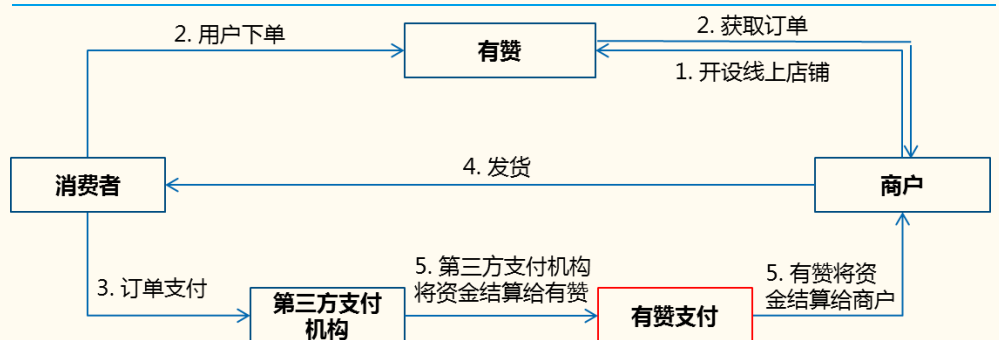
图表 22：多家机构因二清问题被监管要求整改

时间	事件
2016.8	易宝支付因涉嫌二清跑路行为，被央行没收违法所得1,059万元并处以4,237万元罚款。
2017.5	恒丰银行因违规为无证机构提供商户收单资金的货币转移服务，被央行予以警告，并处罚款10万
2017.11	央行发217号文，加强整治无证支付和支付二清行为
2018.8	拼多多涉嫌二清，后入股付费通获得支付牌照
2018.9	微盟采用“大商户”模式，涉嫌二清，面临央行整顿风险

来源：国金证券研究所

- **拓展预付卡业务，丰富支付玩法。**中国创新支付的牌照包含两部分：互联网支付和预付卡业务。随着有赞服务商户类型的增加，预付卡作为一种营销手段可以更好帮助如健身、美发等行业的获客，也与其他营销工具结合创造更多玩法。
- **增加一定支付收入。**目前有赞牌照主要为了满足合规需求，未来可以把支付业务产品化，增加额外收入。有赞对通过平台交易的金额收取 0.6% 的服务费，目前约 80% 的交易通过平台进行，主要方式是微信支付、支付宝；另外约 20% 为货到付款、商户自行结算等方式，未来可以针对这部分提供有赞支付——收取 0.6% 的服务费，而只需支付~0.1% 的银行成本。另一方面，作为支付机构，有赞还可以享受一部分沉淀在平台的备付金利息收益。这两点都将在一定程度上补充有赞的支付收入。

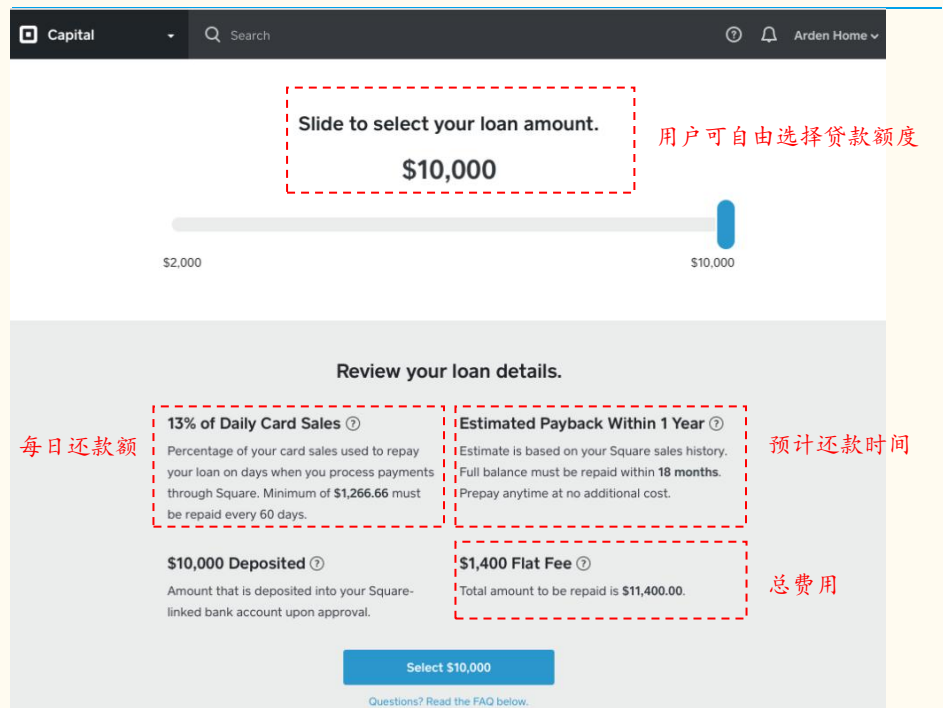
图表 23：有赞目前的支付模式



来源：国金证券研究所

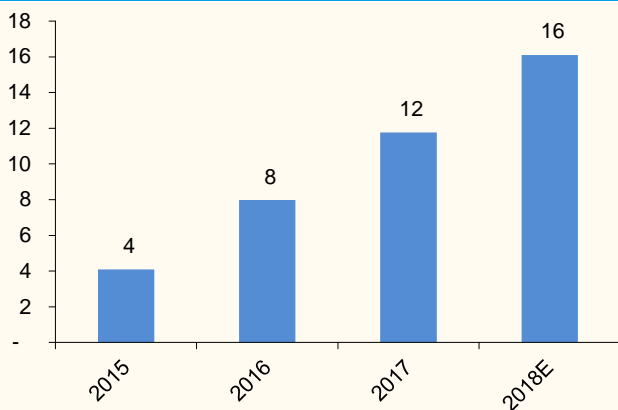
- **长期：金融业务布局。**支付业务本身算个脏活累活，只贡献收入而不贡献利润，因此并不很吸引人。但支付让有赞得以参与商户交易的信息流和资金流，对于后续开展贷款、理财等毛利率更高的金融业务奠定了很好的基础。
- **商户贷款。**像电商平台会为商户提供供应链贷款一样，有赞凭借掌握的商户经营数据，同样可以更精准的识别商户的风险水平，同时在商户无法按时偿还贷款时还可以用交易流水支付，降低坏账风险，因此非常适合开展这项业务。Shopify 和 Square 都推出了类似业务。以 Square 为例，其在 2014 年推出贷款产品 Capital，主打服务商户运营中的资金需求，金额 500-100,000 美元，期限 1-18 个月，每天用销售额的一定百分比来偿还。Square 并不用自有资金放贷，而是对接外部资金方，收取一定的手续费以盈利。该业务在推出后迅速成长，2017 年放贷量为 11.8 亿美元，贡献收入 0.65 亿美元，占比总收入比例 10%。同时，Capital 的坏账率控制在 4% 左右，比 Paypal 的 6% 还低，更低于 P2P 平台 15% 以上的坏账率。

图表 24: Square Capital 产品截图

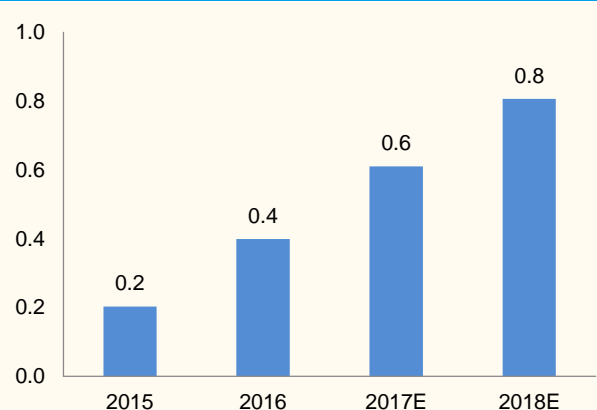


来源：公司官网，国金证券研究所

图表 25: Square Capital 贷款规模 (亿美元)



图表 26: Square Capital 业务收入 (亿美元)

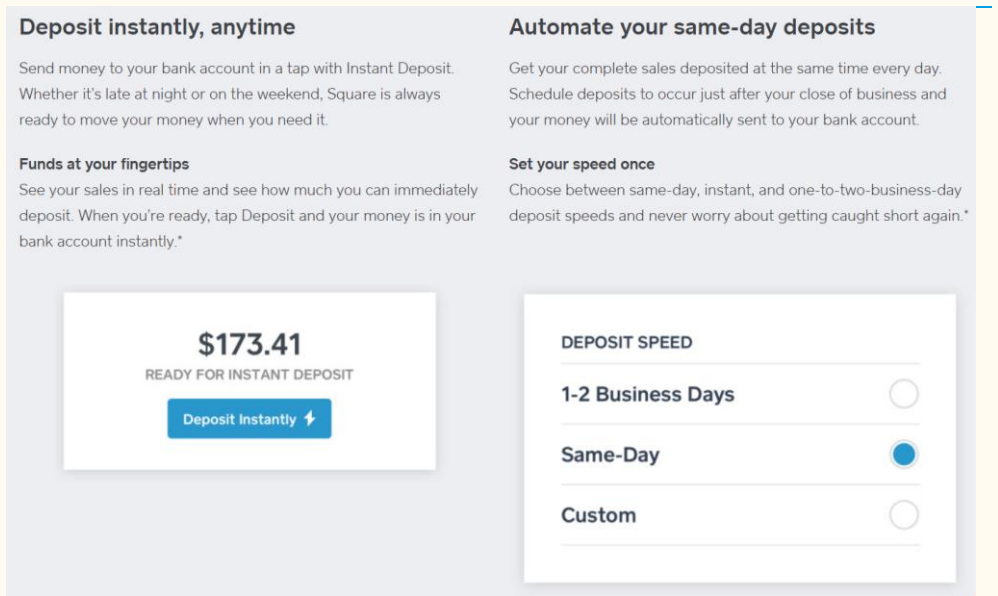


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

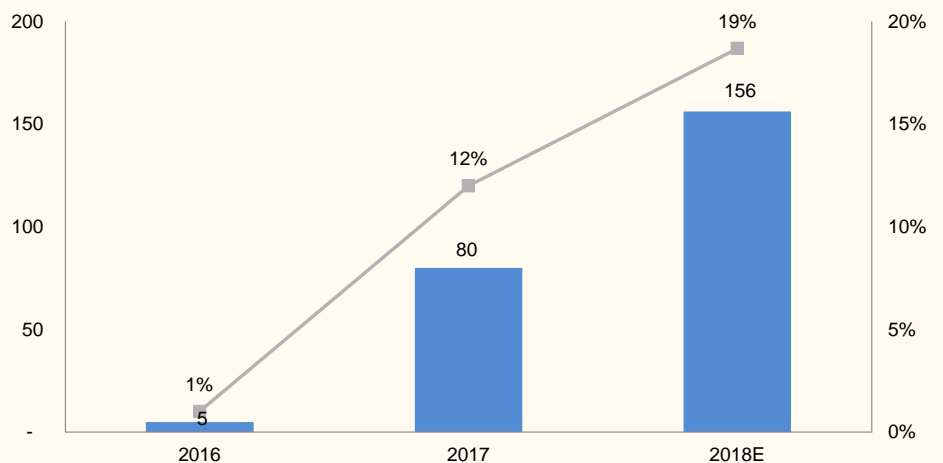
- 实时到账。**针对中小商户对资金的周转要求较高的需求，Square 还推出了 Instant Deposit 服务，商户可以支付 1% 的费用来享受用户付款的实时到账服务。这其实是贷款业务的一个变种，因为一般银行卡到账为 2-5 个工作日，Square 提供几天的垫资给商户，风险相对很低。Square 在 2015 年推出这项服务，2017 年交易规模达到 80 亿美元，占总体 GMV 的 12%；贡献收入 0.8 亿，占总收入 12%。2018Q2 的交易额更是达到 40 亿美元，全年预计翻番。

图表 27: Instant deposit 产品截图



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 28: Instant deposit 业务规模 (亿美元) 及占总体 GMV 比例



来源：公司公告，国金证券研究所

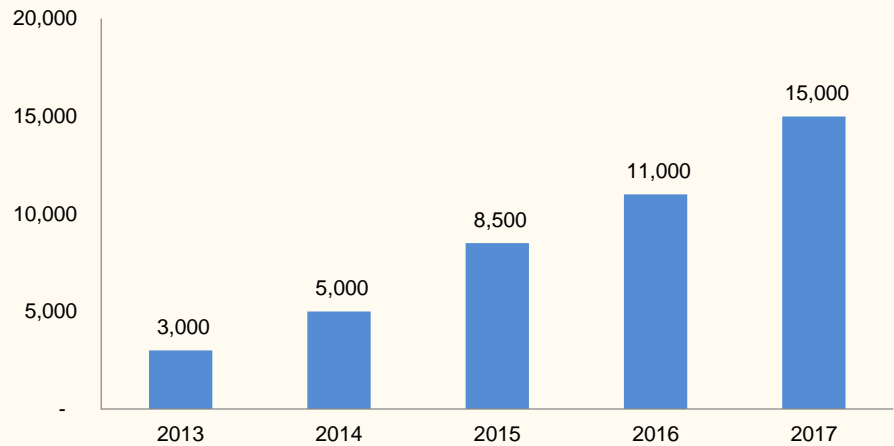
- 其他金融服务。**除上述两大业务外，未来还可以进行更多尝试。比如面向商户和消费者的理财、保险等服务。Square 虽然从企业服务起家，但推出了面向消费者的 P2P 转账软件 Cash，且近期推出了面向消费者的贷款业务，这些都是基于其掌握数据的变现，而且都属于高毛利业务。

对接第三方服务，打造平台生态

随着入驻商户的增加，平台可以提供更加丰富的增值服务，并通过对接外部服务商，建立起平台商业生态。Shopify 在这方面做了很好的探索。

- Shopify 从 2011 年就开始广泛寻求与外部服务商的合作，以满足商户更加多元化的需求——比如智能客服 Zendesk、财税服务 Intuit、物流服务 UPS、DHL 等，截至 2017 年平台已接入 1.5 万个第三方服务商。以 2015 年推出的物流业务为例，Shopify 对接外部物流供应商，商户可以享受批发价的快递服务，推出 15 个月后，超过 25% 的商户开始使用该服务。

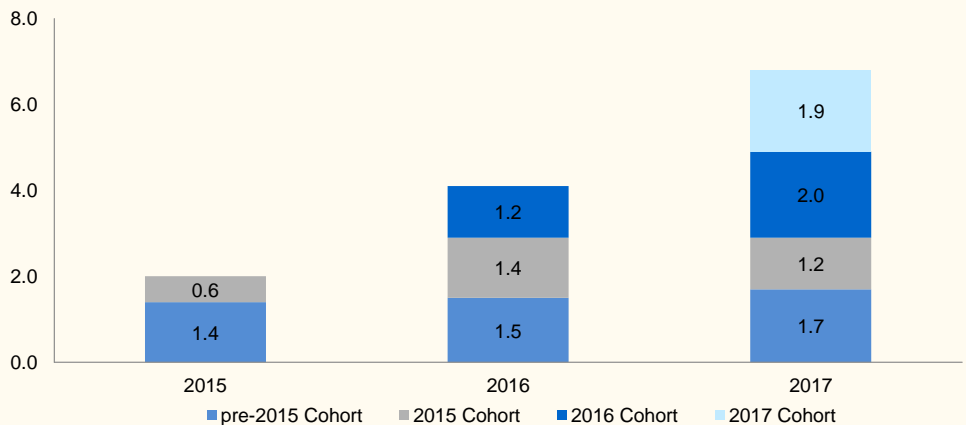
图表 29: Shopify 接入外部服务商数量



来源：公司公告，国金证券研究所

- 增加收入来源，提升客户粘性。增值服务首先可以拓展收入来源，提升客户 AUPU，Shopify 2015-2017 年的数据显示客户每年贡献的收入几乎都高于前一年；并且，鉴于业务的撮合性质，几乎没有成本，还可以提升整体的毛利率；另一方面则为客户提供更佳服务，提升客户黏性，也为服务商带去客户，相互收益。

图表 30: Shopify 不同客群贡献收入 (亿美元)



来源：公司公告，国金证券研究所

- 完善平台生态。Shopify 商业生态随着服务商的增加而逐渐完善，并成为 Shopify 一大竞争壁垒。平台的生态越完善，就会有越多商户加入平台，这会吸引更多服务商在平台上提供服务，进一步吸引商户加入，构成良性循环。

图表 31: Shopify 接入的物流服务



来源：公司官网，国金证券研究所

科技驱动的智能商业

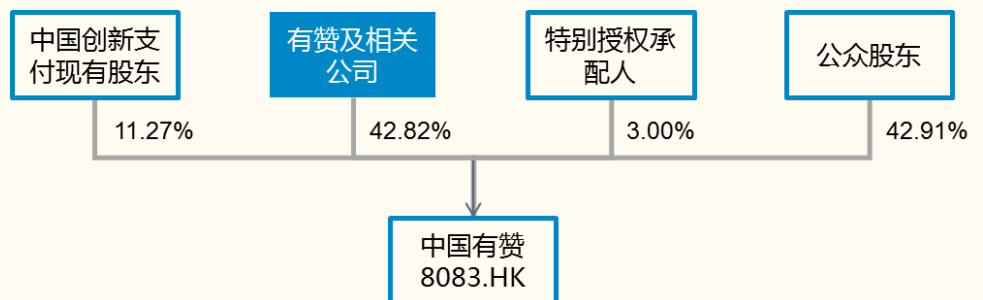
- 这是一个更为长期的布局。运用大数据、人工智能等先进技术，对商户的日常运营进行科学决策。比如商户应该销售什么品类的商品、每天进货量多少、什么类型的营销活动更适合、如何配置员工、如何管理资产等。长期来讲，这可以帮助商户提升周转率、降低库存、减少广告支出，大幅提高经营效率。
- Shopify 等公司也开始了一些探索，比如利用平台积累的海量商户经营数据和 AI 技术，对商户的销售产品品类、店铺主题、排版等进行最优推荐，从而提升销售额。鉴于数据积累、技术发展程度，目前还处于早期探索阶段，但不可否认这是一个重要的长期发展方向。

财务预测与估值

公司业绩回顾

- 公司通过与港股上市公司中国创新支付的交易登陆港股。2016 年 7 月，港股上市公司中国创新支付（简称“CIP”）与有赞签订谅解备忘录，表明收购有赞意向；2017 年 3 月，双方签订交易协议，CIP 以公告日收盘价 0.55 港元折让约 31% 的 0.38 港币每股价格，增发 55 亿股股票，募集 21 亿港元收购有赞 51% 的股权；该交易于 2018 年 4 月完成，自此有赞成为 CIP 最大单一股东，持股 42.8%；2018 年 5 月，有赞 CEO 朱宁成为上市公司 CEO，有赞 CFO 俞韬成为上市公司 CFO，同时上市公司更名为“中国有赞”。
- 目前上市公司持有有赞 51% 股份，我们认为公司后续会继续整合有赞剩余资产，逐步将有赞业务并入上市主体。

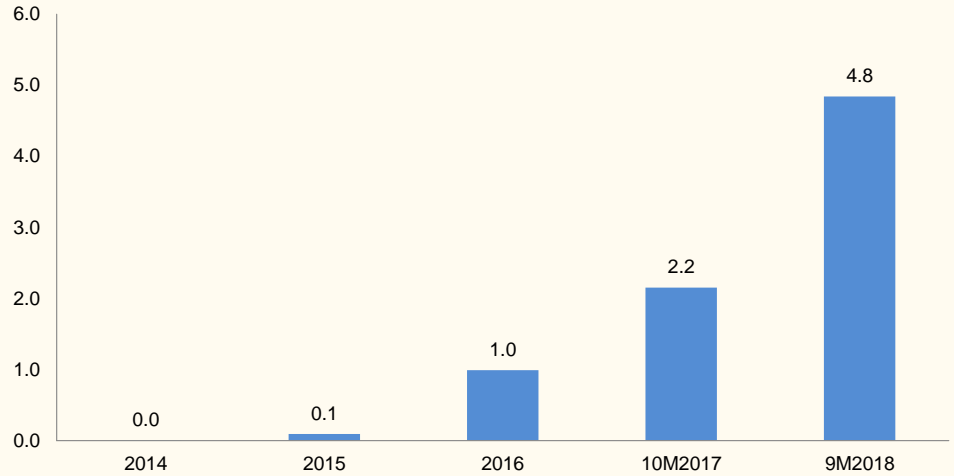
图表 32: 收购后上市主体股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司整体收入快速增长，亏损收窄。**公司2017年1-10月收入2.14亿港元，同比增长197%；净亏损2.32亿港元，同比收窄78%。据公司公告，2018前三季度公司实现收入4.8亿港元，同比增长255%，主要由于并入有赞业务所致；经营亏损4.6亿港元，同比增长579%，主要由于收购有赞的销售和行政费用增加，以及2.3亿港元的股权激励导致。去掉一次性影响，净亏损率持续收窄。

图表 33：公司 2014-2018Q3 营业收入（亿港元）

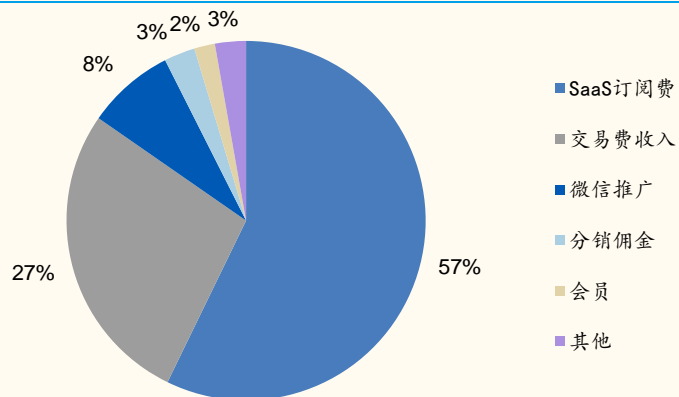


注：9M2018 为收购后上市公司前三季度收入

来源：国金证券研究所

- **结构上，收入端以 SaaS 产品和交易费为主，成本端主要为人力和支付成本。**2017年1-10月，SaaS 订阅费收入1.14亿港元，占比53%；交易费收入0.59亿港元，占比28%；二者合计占比81%。成本侧，人力成本1.45亿，占收入68%；支付给第三方支付供应商0.45亿，占收入21%。

图表 34：2017 年 1-10 月收入组成



来源：公司公告，国金证券研究所

整体业绩预测

- **GMV 预测。**我们用 $GMV = \text{活跃商户数} \times \text{商户年均 GMV}$ 的方法来估算 GMV。参考有赞与 CIP 签订支付协议中对未来规模的估计为依据，假设注册商户数 2018-2020 年分别为 300 万、500 万、600 万；活跃注册商户渗透率分

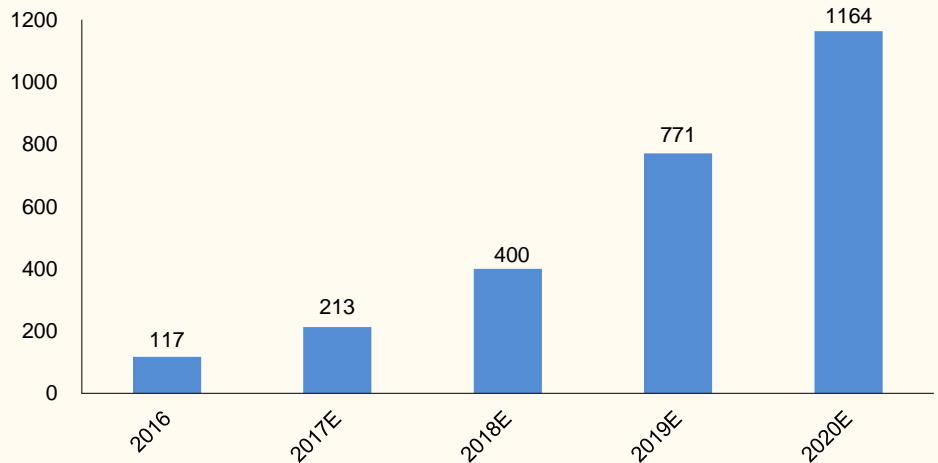
别为 39%，41%，43%，活跃商户人均 GMV 分别为 3.4,3.8,4.5 万港元/年，则可得 2018-2020 年 GMV 分别为 400、771、1164 亿港元。

图表 35：有赞 GMV 预测

	单位	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
有赞 GMV	亿港元	117	213	400	771	1164
注册商户	万人	100	150	300	500	600
活跃商户	万人	37	57	117	205	258
渗透率	%	37%	38%	39%	41%	43%
付费商户	万人	0.6	2.4	9.4	20.5	38.7
渗透率	%	1.6%	4.2%	8.0%	10.0%	15.0%
活跃商户人均 GMV	万港元/年	3.2	3.7	3.4	3.8	4.5

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：历史及预测 GMV (亿港元)



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 分业务收入预测。

- 原 CIP 业务会逐渐萎缩，我们预计 2020 年会缩减为 0。由于原 CIP 主营业务与有赞相关性不高（一般贸易、第三方支付等），有赞注入后已经显著缩减这部分业务规模。截至 2018Q3，CIP 原业务收入只有 2795 万港元，相比 2018Q1 和 Q2 的 5942 亿和 6333 亿大幅缩减。基于公司发展战略考虑，我们认为 2019 年该部分收入会继续缩减，2020 年左右缩减为 0。
- 有赞部分，我们分别对 SaaS 相关收入和支付交易费进行了预测。1) SaaS 部分，大头为 SaaS 套餐收费（分为 4800 元，9800 元，15800 元/年三档），我们认为付费商户中选择高端套餐的占比会逐步上升，因此户均付费金额会逐步提升。另外，广告、分销等增值服务由于目前基数较低，且属于有赞未来探索的方向，我们认为会保持较高增速。2) 支付部分，有赞按 GMV 收取 0.6% 的费率，作为支付收入。
- 毛利率层面：逐步提升，预计 2018-2020 年毛利率分别为 55%、69%、73%。1) 原 CIP 业务，按照 2017 年报及 2018Q1 季报，该部分毛利分别为 10%、8.6%，我们预计未来随其规模缩减，毛利率也会进一步减少，假设 2018-2020 年分别为 6.5%，5%，3.5%；2) 有赞部分，根据 2018Q3 季报，2018Q1-Q3 SaaS 相关业务毛利为 79%，我们预计随其业务扩张，

规模效应下的毛利率会进一步提升，假设 2018-2020 年分别为 80%，82%，84%；支付部分，由于有赞收取 0.6% 的固定费用，且支付给支付宝等第三方支付机构的成本费率也较稳定，我们认为这部分毛利维持在 2018Q1-Q3 的 26% 水平。

- 费用端：2018Q1-Q3 销售费用率为 38%，我们认为现阶段有赞还在规模扩张和品牌建立期，销售费用率会维持在相对稳定水平；行政开支部分，2018 年因有赞与 CIP 的交易导致该部分开支较高，我们预测 2019-2020 年这部分费用率会有明显下降。

图表 37：主要财务数据预测

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
总收入	179	479	1,041	1,908	3,462
YoY		168%	118%	83%	81%
有赞部分收入	99	271	867	1,873	3,462
电子商贸	43	186	663	1,466	2,833
SaaS套餐费	33	147	599	1,353	2,632
ARPU	5,497	6,076	6,400	6,600	6,800
微信推广	0	20	34	61	116
分销佣金	3	7	13	23	36
会员	4	5	4	3	3
其他	3	7	14	26	48
第三方支付	56	85	204	407	629
通过有赞结算	8,600	17,000	34,000	67,843	104,788
占比	74%	80%	85%	88%	90%
交易费率	1.0%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
原 CIP 部分收入	80	208	174	35	0
第三方支付	43	137	138	28	-
一般贸易	34	65	36	7	0
一鸣神州	3.36	6.08	0.015	0	0
其他	0.45	0	0	0	0
毛利率	40%	43%	55%	69%	73%
有赞部分	47%	67%	65%	70%	73%
原 CIP 部分	30%	13%	7%	5%	4%
销售费率	26%	25%	38%	38%	38%
管理费率	169%	85%	60%	55%	50%
经营利润	-224	-290	-632	-381	-351

来源：公司公告，国金证券研究所

- 综上，我们预测上市公司 2018-2020 年的收入分别为 10.4、19.1、34.6 亿港元，同比增长 401%、83%、81%；归母净利润分别为 -7.0、-4.8、-4.1 亿港元；对应 EPS 分别为 -0.05、-0.04、-0.03 元。

估值

- 由于有赞尚未盈利，因此采用 P/S 估值法。上文提到，有赞和美国的两家上市公司 Shopify 和 Square 业务模式类似，将其作为对标公司对有赞进行估值。根据 Bloomberg 一致预期，二者 P/S 估值倍数接近。鉴于我们估计有赞部分 2019 年收入增速为 116%，远高于 Shopify 和 Square，我们认为有赞可以享有一定成长性溢价，给予 2019 年 20 倍 P/S，对应 2019 年有

赞估值为 374 亿港元；另外给予中国创新支付的支付牌照 12 亿港元估值，由此得出上市公司 2019 年市值估计为 203 亿港元，对应目标价 1.5 港元，给予“买入”评级。

图表 38: Shopify 和 Square 2018-2020 年一致性预期

	2017	2018E	2019E
Shopify			
营业收入 (百万美元)	673	1,058	1,476
YoY		57%	40%
P/S	14.6	12.8	9.2
Square			
营业收入 (百万美元)	984	1,546	2,189
YoY		57%	42%
P/S	6.2	15.0	10.6

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

风险提示

- **去中心化电商市场增速不及预期的风险。**虽然传统电商增速已放缓，但去中心化电商目前规模仍不大，未来增速存在几方面风险：
 - 新模式不断涌现，瓜分消费市场。随电商行业不入成熟期，各种创新模式开始涌现，探索新的增长点：一方面有电商巨头引领的新零售，另一方面有拼多多等借助新玩法探索新市场的创新小巨头，从而不断瓜分市场，加剧竞争。
 - 商户端渗透速度不及预期的风险。去中心化电商对商户有一定学习门槛：一方面，商户需要意识到去中心化平台的优势，才愿意迁移到这类平台；另一方面，商户要善于灵活运用有赞等各类工具，才能有效的攫取私域流量，这些都有一定学习门槛。
 - 用户习惯改变需要时间。在传统电商多年的培育下，用户已形成在中心化平台上较为固定的购物习惯，而去中心化电商由于玩法、特点与之存在较大不同，需要一定时间来重新教育用户，以逐步改变其购物习惯。
- **经济下行对中小商户影响较大的风险。**目前国内宏观形势处于下行阶段，且较难在短时间扭转。中小企业对经济环境尤为敏感，可能受到大幅影响，出现闭店率增加、平均生命周期缩短、付费意愿下降等状况，可能对有赞收入造成较大影响。
- **微信平台政策调整风险。**鉴于目前有赞电商业务主要基于微信开展，微信平台政策对有赞影响较大——存在微信对此类服务商政策以及小程序运行模式、广告投放政策调整等可能，严重影响有赞业务模式，影响业绩表现的风险。
- **小程序增速放缓风险。**目前有赞大力发展小程序配套产品与服务，以作为继公众号电商后下一个增长点。但微信小程序经过 2018 年的高速增长，存在增速放缓的可能，影响有赞销售增速。
- **平台扩张风险。**有赞目前在线上部分严重依赖微信平台，产品多基于微信公众号和小程序开发，存在无法快速契合新平台的风险，从而影响有赞向其他平台的扩张速度。
- **竞争加剧风险。**目前鉴于去中心化电商行业规模较小，玩家数量不多，随着行业不断扩张，存在新玩家涌入，与有赞直接竞争的风险。另外，鉴于

2B 逐渐成为行业发展的新方向，不排除互联网巨头入局的风险，对有赞可能造成较大压力。

- **有赞尚处于业务成长期，存在业绩波动风险。**由于有赞还没到达业务成熟阶段，存在业绩波动较大的风险
 - 平台商户规模，尤其是活跃及付费商户大幅波动导致平台交易 GMV 以及收入波动的风险
 - 业务扩张不及预期，从而影响毛利率的风险
 - 发展模式尚未稳固，导致销售费用率、管理费用率波动较大的风险
- **新业务拓展不及预期风险。**随有赞将业务从线上扩张到线下，并逐步以线下为重点，有赞将进入更加分散、竞争更加激烈的市场，存在线下业务扩张速度不及预期的风险。另外，金融等新业务也需要以一定规模的商户数据为基础，存在业务扩张不及预期，影响数据积累进程，导致增值业务推出延后的风险。
- **国内外电商环境不同，导致无法完全对标国外模式的风险。**虽然从针对客群以及产品模式上看，有赞与美国的 Shopify 和 Square 模式接近，可视为对标公司。但由于国内外电商环境不同，国外头部商户占比高，且付费意愿更强，更利于业务的开展，国内环境的不同可能导致有赞在业务开展上无法完全对标上述公司。
- **有赞与 CIP 的交易存在后续执行不到位风险。**有赞目前只注资 51%，存在剩余资产注入执行不到位、原上市公司股东退出安排不符合预期等风险。由于原 CIP 所处行业及管理层与有赞均存在较大差异，可能带来一定沟通磨合成本，导致有赞无法按计划进行后续注资，从而对股价造成较大负面影响。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	482	2697	3592	5026	营业额	208	1041	1908	3462
现金及现金等价物	306	2291	3530	4911	销售成本	182	466	598	919
交易用投资	10	10	10	10	毛利	26	575	1310	2543
应收款项	27	32	44	55	销售、一般性和行政开支	184	1020	1774	3047
其他应收款	3	3	2	2	研究发展费用	-	-	-	-
存货	3	2	2	3	其他营业收入	-	46	89	169
非流动资产	911	5594	5614	5631	EBITDA	-154	-921	-652	-598
可供出售投资	108	200	205	210	折旧和摊销	-18	8	11	14
联营和共同控制实体的投资	15	90	95	101	EBIT	-136	-929	-663	-612
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	-	29	65	95
固定资产	13	23	26	27	分占联营和共同控制实体的溢利	-2	5	5	6
在建工程	-	-	-	-	除所得税前溢利	-136	-900	-598	-517
土地使用权	-	-	-	-	所得税开支	-0	-	1	1
无形资产	701	5274	5280	5285	除所得税后溢利	-135	-900	-599	-518
总资产	1392	8291	9206	10657	非控制性股东应占溢利	-23	-198	-120	-104
流动负债	160	2122	3633	5600	股息	-	-	-	-
短期借款	-	-	-	-	母公司股东应占溢利	-112	-702	-479	-414
应付款项	5	5	7	9	EPS	-0.01	-0.05	-0.04	-0.03
预收账款	-	-	-	-					
其他	155	2116	3626	5591	主要财务比率				
非流动负债	-	687	689	691	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
长期借款	-	-	-	-	成长性				
其他	0	687	689	691	营业额增长率	159.2%	400.9%	83.2%	81.5%
负债合计	160	2809	4322	6291	EBIT 增长率	39.7%	-585.6%	28.6%	7.8%
股本	70	585	585	585	净利润增长率	41.0%	-566.2%	33.5%	13.5%
储备	1170	1170	1170	1170	盈利能力				
保留溢利	-	-702	-1181	-1595	EBIT/营业额	-65.2%	-89.3%	-34.8%	-17.7%
非控制性股东权益	-8	-206	-325	-429	EBITDA/营业额	-73.9%	-88.5%	-34.2%	-17.3%
总权益	1233	5482	4884	4366	毛利率	12.6%	55.2%	68.6%	73.5%
总负债和总权益	1392	8291	9206	10657	净利率	-65.0%	-86.5%	-31.4%	-15.0%
					ROE	-9.0%	-12.3%	-9.2%	-8.6%
综合现金流量表					偿债能力				
单位:百万					资产负债率	11.5%	33.9%	46.9%	59.0%
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	3.01	1.27	0.99	0.90
除所得税后溢利	-136	-672	-603	-523	速动比率	3.00	1.14	0.99	0.90
折旧和摊销	-18	8	11	14	营运能力				
利息费用	-1	-29	-65	-95	资产周转率	0.15	0.13	0.21	0.32
营运资本的变动	-97	2007	1581	1915	应收帐款周转率	8.03	35.00	50.00	70.00
经营活动产生现金流量	-214	1689	1197	1311	应付账款周转率	8.72	201.10	318.97	452.26
资本性支出	-4	-2561	-20	-20	存货周转率	62.00	180.00	280.00	400.00
投资、贷款于联营和共同控制实体	-74	-2100	-	-	每股资料				
投资活动产生现金流量	-74	-4882	-24	-25	每股收益	-0.01	-0.05	-0.04	-0.03
借款变动	-	-	-	-	每股经营现金流	-0.02	0.13	0.09	0.10
发行股份	5	5150	-	-	每股净资产	0.09	0.42	0.39	0.36
支付的股利和利息	-	29	65	95	估值比率(倍)				
融资活动产生现金流量	396	5179	65	95	PE	-61.11	-9.77	-14.31	-16.55
现金净变动	108	1986	1239	1381	PB	5.53	1.21	1.32	1.43
现金的期初余额	185	306	2291	3530	EV/EBITDA	-16.74	-4.80	-4.70	-2.67
现金的期末余额	305	2291	3530	4911					

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH