



# 中国有赞 (8083.HK): 开启转板, 利好长期发展

维持买入评级, 提升目标价至 4.0 港元, 潜在升幅 21%。

- 2月28日晚, 中国有赞发布两则公告, 拟私有化撤回其在香港联交所创业板的上市地位, 并计划通过有赞科技以介绍方式在联交所主板上。具体方案包括: 向每位中国有赞股东分派现金以及有赞科技股份, 每股可得现金 0.1352 港元 (支付业务等估值 23 亿港元)、以及有赞科技 0.051 股份。中国有赞计划从创业板摘牌, 将在有赞科技上市后持有支付及其他业务余下资产。目前公司尚未给出具体时间安排。
- 开启转板, 长期利好:** 公司表示业务将保持正常运营, 且中国有赞股票交易并不会长期停牌。我们维持在首次覆盖报告中的观点, “若能成功转板, 将会提升股票交易的流动性, 并有机会加入港股通, 届时“北水”有望推动估值的进一步提升”。此外, 中国有赞上市体系内目前只拥有 52% 的 SaaS 运营实体的股权, 而通过新设立有赞科技, 可以解决剩余股权问题, 进一步释放 SaaS 业务的增长潜力。另外, 公司公告中的评估师估值只供参考, 并不代表实际交易价格, 无实质性影响。
- 持续看好私域电商业务:** 私域电商的未来增长空间巨大, 中国有赞除了深耕微信生态外, 也在加快其他第三方流量平台进行合作。有赞小店也是快手电商业务的重要渠道商, 随着快手逐步发力电商带货业务, 有赞也将受益于此。
- 维持买入评级, 提升目标价 4.0 港元:** 转板预期明朗化, 将推动公司估值的进一步提升。我们给予 14x 2022 年 P/S, 目标价为 4.0 港元, 对应 20x 2021 年 P/S。
- 投资风险:** 过于依赖于流量平台; 客户留存率不及预期; 竞争激烈或导致提价存在挑战。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	586	1,171	1,886	2,952	4,207
营收增速	246.6%	99.7%	61.1%	56.5%	42.5%
调整后净利润	(297)	(421)	(220)	(112)	(19)
调整后净利率	-50.7%	-36.0%	-11.7%	-3.8%	-0.5%
调整后 EPS (人民币元)	(0.02)	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.00)
目标 PS(x)			31.0	20.0	14.0

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan\_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2021年3月2日

## 评级

## 买入

目标价 (港元)	4.0
潜在升幅/降幅	21.2%
目前股价 (港元)	3.3
52 周内股价区间 (港元)	0.62-4.52
总市值 (百万港元)	56,958
近 3 月日均成交额 (百万)	482

注: 截至 2021 年 3 月 1 日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 相关报告:

《中国 SaaS 行业: 风至云起》  
(2020-12-21)

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>收入</b>	<b>586</b>	<b>1,171</b>	<b>1,886</b>	<b>2,952</b>	<b>4,207</b>
收入成本	(388)	(563)	(753)	(1,058)	(1,467)
<b>毛利润</b>	<b>198</b>	<b>608</b>	<b>1,133</b>	<b>1,894</b>	<b>2,740</b>
销售及分销开支	(182)	(532)	(783)	(1,299)	(1,851)
一般及行政开支	(190)	(237)	(258)	(390)	(568)
股权结算股份支付款项	(250)	(136)	(149)	(189)	(295)
无形资产摊销	(136)	(193)	(173)	(155)	(138)
其他经营开支	(211)	(504)	(314)	(300)	(300)
<b>经营利润</b>	<b>(772)</b>	<b>(996)</b>	<b>(544)</b>	<b>(438)</b>	<b>(412)</b>
财务成本	-	(2)	(34)	(53)	(75)
其他收入	(0)	5	2	-	-
<b>除税前利润</b>	<b>(772)</b>	<b>(1,012)</b>	<b>(575)</b>	<b>(490)</b>	<b>(487)</b>
所得税抵免/(开支)	46	97	50	49	49
<b>净利润</b>	<b>(726)</b>	<b>(916)</b>	<b>(525)</b>	<b>(441)</b>	<b>(439)</b>
少数股东权益	(294)	(324)	(211)	-	-
本公司权益持有人	(431)	(592)	(314)	(441)	(439)
经调整净利润	(297)	(421)	(220)	(112)	(19)

### 现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
除税前盈利	46	97	50	49	49
折旧	11	64	51	56	79
摊销	136	193	173	155	138
其他调整项	(448)	(617)	(284)	(70)	262
营运资金变动	(759)	(354)	(71)	(114)	(184)
<b>经营现金流</b>	<b>(1,014)</b>	<b>(616)</b>	<b>(82)</b>	<b>75</b>	<b>344</b>
购买固定资产	(29)	(42)	(68)	(110)	(177)
购买无形资产	-	(0)	(0)	(1)	(1)
其他投资现金流	968	(10)	(0)	(0)	0
<b>投资现金流</b>	<b>939</b>	<b>(52)</b>	<b>(69)</b>	<b>(111)</b>	<b>(178)</b>
借款增加	-	210	338	545	878
发行股票	150	779	715	-	-
其他融资现金流	74	(36)	(18)	(16)	(15)
<b>融资现金流</b>	<b>224</b>	<b>954</b>	<b>1,035</b>	<b>529</b>	<b>863</b>
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>149</b>	<b>285</b>	<b>885</b>	<b>494</b>	<b>1,029</b>
年初现金及现金等价物	262	431	746	1,631	2,125
汇率变动影响	19	31	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>431</b>	<b>746</b>	<b>1,631</b>	<b>2,125</b>	<b>3,154</b>

### 资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
物业、厂房及设备	38	61	102	167	270
商誉	2,157	1,963	1,963	1,963	1,963
无形资产	1,825	1,632	1,460	1,305	1,168
其他非流动资产	259	505	481	471	467
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,278</b>	<b>4,161</b>	<b>4,006</b>	<b>3,907</b>	<b>3,868</b>
存放中央银行款项	862	4,532	4,532	4,532	4,532
银行及现金结余	400	746	1,631	2,125	3,154
其他流动资产	1,144	1,059	1,107	1,244	1,386
<b>流动资产合计</b>	<b>2,406</b>	<b>6,337</b>	<b>7,270</b>	<b>7,901</b>	<b>9,072</b>
<b>资产总额</b>	<b>6,684</b>	<b>10,499</b>	<b>11,277</b>	<b>11,808</b>	<b>12,940</b>
股本	111	129	129	129	129
储备	3,217	3,530	3,736	3,334	2,952
<b>本公司权益持有人应占权益</b>	<b>3,328</b>	<b>3,658</b>	<b>3,865</b>	<b>3,463</b>	<b>3,080</b>
非控制性权益	556	241	241	241	241
<b>权益总额</b>	<b>3,884</b>	<b>3,899</b>	<b>4,106</b>	<b>3,703</b>	<b>3,321</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>343</b>	<b>493</b>	<b>475</b>	<b>459</b>	<b>444</b>
应付账款	6	4	6	10	17
合约负债	259	407	655	1,056	1,700
其他贷款	-	201	540	1,085	1,963
其他流动负债	2,191	5,495	5,495	5,495	5,495
<b>流动负债合计</b>	<b>2,456</b>	<b>6,107</b>	<b>6,696</b>	<b>7,645</b>	<b>9,175</b>
<b>负债总额</b>	<b>2,799</b>	<b>6,600</b>	<b>7,171</b>	<b>8,104</b>	<b>9,619</b>
<b>权益及负债总额</b>	<b>6,684</b>	<b>10,499</b>	<b>11,277</b>	<b>11,808</b>	<b>12,940</b>

### 主要财务比率

	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	246.6%	99.7%	61.1%	56.5%	42.5%
毛利润增速	808.4%	206.5%	86.5%	67.2%	44.7%
经营利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
调整后净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	33.8%	51.9%	60.1%	64.2%	65.1%
经营利润率	-131.7%	-85.0%	-28.8%	-14.8%	-9.8%
净利率	-123.8%	-78.2%	-27.9%	-14.9%	-10.4%
调整后净利率	-50.7%	-36.0%	-11.7%	-3.8%	-0.5%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	(0.06)	(0.06)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
摊薄EPS	(0.06)	(0.06)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
调整后EPS	(0.02)	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.00)
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速		9.1%	-49.6%	-16.0%	-0.6%
摊薄EPS增速		9.1%	-49.6%	-16.0%	-0.6%
调整后EPS增速		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值 (倍)</b>					
目标P/S			23.5	15.0	10.5
目标P/B			10.8	12.0	13.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>损益表</b>					
<b>收入</b>	<b>586</b>	<b>1,171</b>	<b>1,886</b>	<b>2,952</b>	<b>4,207</b>
收入成本	(388)	(563)	(753)	(1,058)	(1,467)
<b>毛利润</b>	<b>198</b>	<b>608</b>	<b>1,133</b>	<b>1,894</b>	<b>2,740</b>
销售及分销开支	(182)	(532)	(783)	(1,299)	(1,851)
一般及行政开支	(190)	(237)	(258)	(390)	(568)
股权结算股份支付款项	(250)	(136)	(149)	(189)	(295)
无形资产摊销	(136)	(193)	(173)	(155)	(138)
其他经营开支	(211)	(504)	(314)	(300)	(300)
<b>经营利润</b>	<b>(772)</b>	<b>(996)</b>	<b>(544)</b>	<b>(438)</b>	<b>(412)</b>
财务成本	-	(22)	(34)	(53)	(75)
其他收入	(0)	5	2	-	-
<b>除税前利润</b>	<b>(772)</b>	<b>(1,012)</b>	<b>(575)</b>	<b>(490)</b>	<b>(487)</b>
所得税抵免/(开支)	46	97	50	49	49
<b>净利润</b>	<b>(726)</b>	<b>(916)</b>	<b>(525)</b>	<b>(441)</b>	<b>(439)</b>
少数股东权益	(294)	(324)	(211)	-	-
<b>本公司权益持有人</b>	<b>(431)</b>	<b>(592)</b>	<b>(314)</b>	<b>(441)</b>	<b>(439)</b>

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 3: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
<b>资产负债表</b>					
物业、厂房及设备	38	61	102	167	270
商誉	2,157	1,963	1,963	1,963	1,963
无形资产	1,825	1,632	1,460	1,305	1,168
其他非流动资产	259	505	481	471	467
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,278</b>	<b>4,161</b>	<b>4,006</b>	<b>3,907</b>	<b>3,868</b>
存放中央银行款项	862	4,532	4,532	4,532	4,532
银行及现金结余	400	746	1,631	2,125	3,154
其他流动资产	1,144	1,059	1,107	1,244	1,386
<b>流动资产合计</b>	<b>2,406</b>	<b>6,337</b>	<b>7,270</b>	<b>7,901</b>	<b>9,072</b>
<b>资产总额</b>	<b>6,684</b>	<b>10,499</b>	<b>11,277</b>	<b>11,808</b>	<b>12,940</b>
<b>股本及权益</b>					
股本	111	129	129	129	129
储备	3,217	3,530	3,736	3,334	2,952
本公司权益持有人应占权益	3,328	3,658	3,865	3,463	3,080
非控制性权益	556	241	241	241	241
<b>权益总额</b>	<b>3,884</b>	<b>3,899</b>	<b>4,106</b>	<b>3,703</b>	<b>3,321</b>
<b>负债</b>					
非流动负债合计	343	493	475	459	444
应付账款	6	4	6	10	17
<b>合约负债</b>	<b>259</b>	<b>407</b>	<b>655</b>	<b>1,056</b>	<b>1,700</b>
<b>其他贷款</b>	<b>-</b>	<b>201</b>	<b>540</b>	<b>1,085</b>	<b>1,963</b>
其他流动负债	2,191	5,495	5,495	5,495	5,495
<b>流动负债合计</b>	<b>2,456</b>	<b>6,107</b>	<b>6,696</b>	<b>7,645</b>	<b>9,175</b>
<b>负债总额</b>	<b>2,799</b>	<b>6,600</b>	<b>7,171</b>	<b>8,104</b>	<b>9,619</b>
<b>权益及负债总额</b>	<b>6,684</b>	<b>10,499</b>	<b>11,277</b>	<b>11,808</b>	<b>12,940</b>
<b>简明现金流量表</b>					
经营活动所得现金流量净额	(1,014)	(616)	(82)	75	344
投资活动现金流量净额	939	(52)	(69)	(111)	(178)
融资活动所得现金流量净额	224	954	1,035	529	863
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>149</b>	<b>285</b>	<b>885</b>	<b>494</b>	<b>1,029</b>
期初的现金及现金等价物	262	431	746	1,631	2,125
现金及现金等价物的汇兑收益	19	31	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>431</b>	<b>746</b>	<b>1,631</b>	<b>2,125</b>	<b>3,154</b>

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 中国有赞



资料来源: Bloomberg、浦银国际

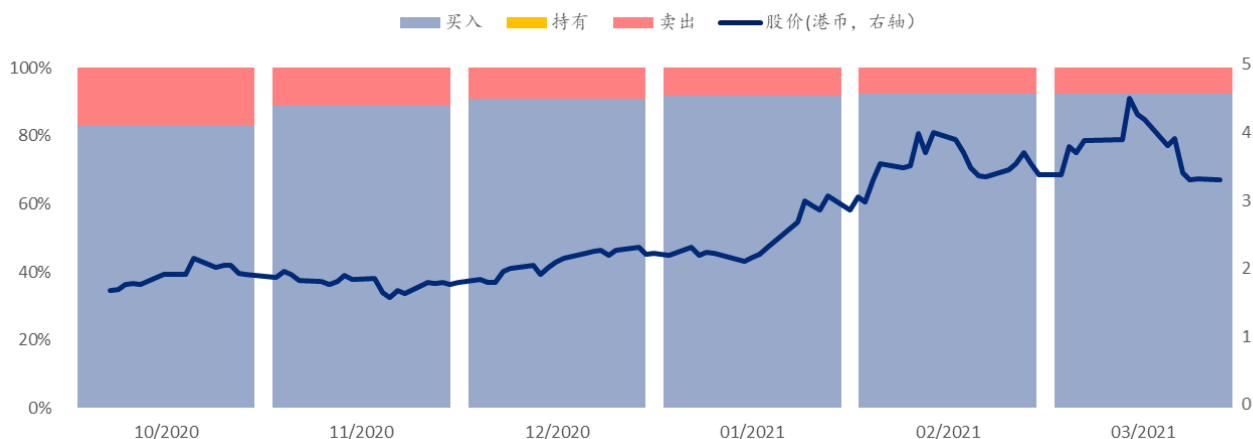
图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价发布日期
9988 HK Equity	阿里巴巴	234.6	买入	335.0	4/2/2021
700 HK Equity	腾讯	697.0	买入	700.0	13/11/2020
3690 HK Equity	美团	366.8	买入	326.0	28/8/2020
780 HK Equity	同程艺龙	17.7	买入	18.0	26/11/2020
8083 HK Equity	有赞	3.3	买入	4.0	01/03/2021
2013 HK Equity	微盟	24.4	买入	15.7	21/12/2020
3888 HK Equity	金山软件	58.9	买入	52.0	21/12/2020
600588 CH Equity	用友	37.7	买入	54.0	21/12/2020
268 HK Equity	金蝶	28.8	买入	31.0	21/12/2020
909 HK Equity	明源云	46.4	买入	58.0	21/12/2020

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 3 月 1 日收盘价

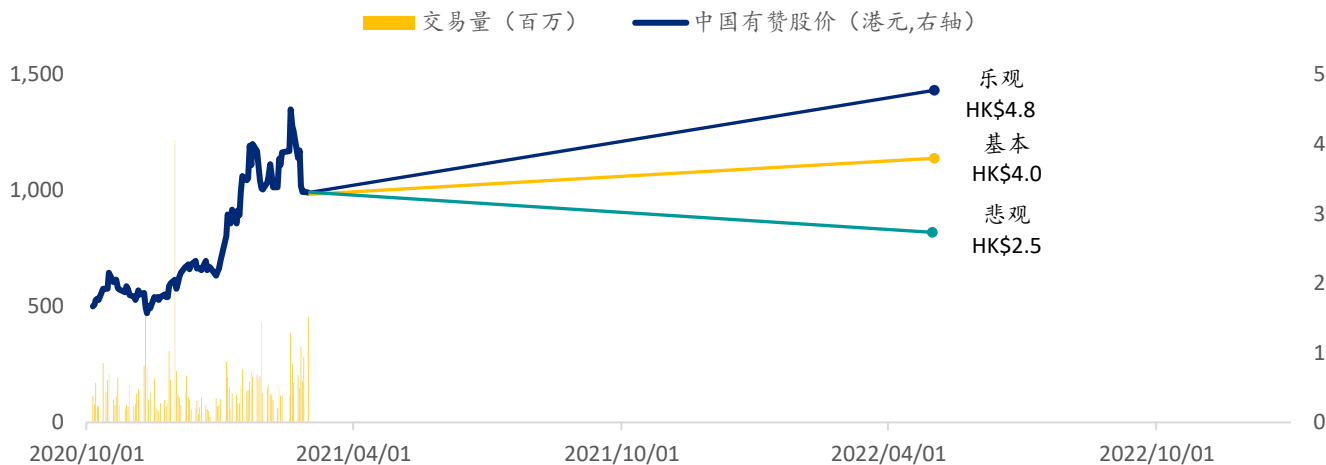
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 中国有赞市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 中国有赞 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期	悲观情景: 公司收入增长不及预期
<p>目标价: 4.8 港元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>公司的 SaaS 客户迅速渗透, 若 2021 年付费客户数量能超过 13 万, 或带动整体收入的提升, 好于预期;</li> <li>留存率优于预期。</li> </ul>	<p>目标价: 2.5 港元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>公司的 SaaS 客户渗透不及预期, 若 2021 年付费客户数量增速低于 10%, 或影响整体收入的提升, 收入或不及预期;</li> <li>留存率不及预期。</li> </ul>

资料来源: 浦银国际预测

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(腾讯 700.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

#### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy\_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

#### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

#### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼