



中国有赞 (8083.HK): 毛利率显著改善, 持续看好电商 SaaS 赛道

维持买入评级和目标价 4.0 港元, 潜在升幅 63.9%。

- 收入略低于预期, 亏损收窄:** 中国有赞 2020 年收入同比增长 55.8%, 至 18.2 亿, 低于市场预期 3.2%, 其中订阅解决方案业务同比增长 76.6%, 至 10.5 亿; 商家解决方案同比增长 33.7%, 至 7.6 亿, 订阅收入占比由去年的 50.8% 提升至 57.6%。调整后净亏损为 3.18 亿, 较 2019 年净亏损 4.21 亿有所收窄, 市场预期亏损为 2.6 亿。
- 运营数据整体稳健, 续签率略有下滑:** 2020 年 GMV 为 1037 亿人民币, 同比增长 61%。商家年均销售额同比增长 36%, 至 107 万。商家数量方面, 存量付费商家数为 9.71 万, 同比增长 18%; 新增付费商家数为 5.99 万, 同比增长 10%。从用户结构来看, 目标商家, 即头部和腰部商家数量同比提升 30%, 其中腰部商家数量占比由 21% 提升至 25%, 头部商家占比持平。目标商家续签率为 74%, 较 2019 年的 80% 略有下滑。此外, 每商家平均收益和平均合同金额分别增长 40% 和 33%, 稳步提升。
- 订阅解决方案毛利率显著提升, 亏损持续收窄:** 公司全年毛利率为 59.4%, 提升 8.6 个百分点, 主要由于订阅解决方案业务提升 11.8 个百分点, 至 76%, 得益于单位商家平均收入同比增加 50%。此外, 销售费率和管理费率分别下降 3.6 和 3.5 个百分点, 调整后的净利率为 -17.5%, 去年同期为 -36.0%, 亏损同比收窄。
- 维持买入评级和目标价 4.0 港元:** 我们将 2021-2022 年收入略微下调 2.5% 和 2.3%。我们给予 14x 2022 年 P/S, 目标价为 4.0 港元, 对应 20x 2021 年 P/S。我们持续看好私域电商业务的发展前景, 公司已经对接十余家流量平台, 从而帮助客户多渠道经营; 同时认为公司转板预期明朗化, 利好长期发展。
- 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	2020	2021E	2022E
营业收入	586	1,169	1,821	2,877	4,112
营收增速	246.6%	99.4%	55.8%	58.0%	42.9%
调整后净利润	(297)	(421)	(318)	(177)	(92)
调整后净利率	-50.7%	-36.1%	-17.5%	-6.2%	-2.2%
目标 PS (x)		45.5	31.6	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

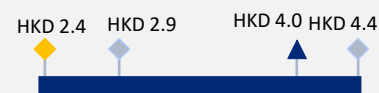
2021 年 3 月 29 日

评级 **买入**

目标价 (港元)	4.0
潜在升幅/降幅	63.9%
目前股价 (港元)	2.44
52 周内股价区间 (港元)	0.62-4.52
总市值 (百万港元)	42,114
近 3 月日均成交额 (百万)	522

注: 截至 2021 年 3 月 29 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:

《中国有赞 (8083.HK): 开启转板, 利好长期发展》(2021-03-02)

《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	FY20	FY21E	FY22E
收入	586	1,169	1,821	2,877	4,112
收入成本	(388)	(575)	(739)	(1,092)	(1,504)
毛利润	198	593	1,082	1,785	2,608
销售及分销开支	(182)	(543)	(782)	(1,266)	(1,809)
一般及行政开支	(190)	(197)	(241)	(380)	(555)
股权结算股份支付款项	(250)	(136)	(62)	(182)	(288)
无形资产摊销	(136)	(193)	(193)	(153)	(136)
其他经营开支	(211)	(519)	(367)	(300)	(300)
经营利润	(772)	(996)	(563)	(495)	(481)
财务成本	-	(22)	(28)	(44)	(63)
其他收入	(0)	5	(1)	-	-
除税前利润	(772)	(1,012)	(592)	(539)	(544)
所得税抵免/(开支)	46	97	47	54	54
净利润	(726)	(916)	(546)	(485)	(489)
少数股东权益	(294)	(324)	(251)	-	-
本公司权益持有人	(431)	(592)	(295)	(485)	(489)
经调整净利润	(297)	(421)	(318)	(177)	(92)

现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
除税前盈利	46	97	47	54	54
折旧	11	64	51	43	69
摊销	136	193	173	153	136
其他调整项	(448)	(617)	(301)	(113)	103
营运资金变动	(759)	(354)	(969)	(141)	(220)
经营现金流	(1,014)	(616)	(1,000)	(6)	143
购买固定资产	(29)	(42)	(66)	(103)	(160)
购买无形资产	-	(0)	(0)	(0)	(1)
其他投资现金流	968	(10)	(0)	(0)	(0)
投资现金流	939	(52)	(66)	(103)	(161)
借款增加	-	210	327	510	794
发行股票	150	779	715	-	-
其他融资现金流	74	(36)	(18)	(22)	(19)
融资现金流	224	954	1,024	488	774
现金及现金等价物净流量	149	285	(42)	379	756
年初现金及现金等价物	262	431	746	704	1,083
汇率变动影响	19	31	-	-	-
年末现金及现金等价物	431	746	704	1,083	1,839

资产负债表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
物业、厂房及设备	38	61	65	139	237
商誉	2,157	1,963	1,963	1,963	1,963
无形资产	1,825	1,632	1,440	1,288	1,152
其他非流动资产	259	505	637	623	616
非流动资产合计	4,278	4,161	4,105	4,013	3,968
存放中央银行款项	862	4,532	5,341	5,341	5,341
银行及现金结余	400	746	1,727	2,106	2,862
其他流动资产	1,144	1,059	1,040	1,131	1,287
流动资产合计	2,406	6,337	8,108	8,577	9,489
资产总额	6,684	10,499	12,212	12,590	13,457
股本	111	129	145	145	145
储备	3,217	3,530	3,714	3,260	2,818
本公司权益持有人应占权益	3,328	3,658	3,859	3,405	2,963
非控制性权益	556	241	771	771	771
权益总额	3,884	3,899	4,630	4,177	3,734
非流动负债合计	343	493	524	502	482
应付账款	6	4	4	7	11
合约负债	259	407	611	952	1,483
其他贷款	-	201	-	510	1,303
其他流动负债	2,191	5,495	6,443	6,443	6,443
流动负债合计	2,456	6,107	7,059	7,912	9,240
负债总额	2,799	6,600	7,582	8,414	9,723
权益及负债总额	6,684	10,499	12,212	12,590	13,457

主要财务比率

	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
盈利增速					
营业收入增速	246.6%	99.4%	55.8%	58.0%	42.9%
毛利润增速	808.4%	199.4%	82.4%	65.0%	46.1%
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
盈利能力比率					
毛利率	33.8%	50.8%	59.4%	62.0%	63.4%
经营利润率	-131.7%	-85.2%	-30.9%	-17.2%	-11.7%
净利率	-123.8%	-78.3%	-30.0%	-16.9%	-11.9%
调整后净利率	-50.7%	-36.1%	-17.5%	-6.2%	-2.2%
每股指标 (元)					
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)	(0.02)	(0.01)	(0.01)
每股指标增速					
基本EPS增速		9.1%	-45.0%	-11.0%	0.8%
摊薄EPS增速		9.1%	-45.0%	-11.0%	0.8%
调整后EPS增速		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值 (倍)					
目标P/S		45.5	31.6	20.0	14.0
目标P/B		13.6	12.4	13.8	15.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 中国有赞



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 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	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	216.2	买入	335.0	27/8/2020	电商
700 HK Equity	腾讯	612.0	买入	700.0	13/11/2020	游戏
3690 HK Equity	美团	280.4	持有	326.0	29/3/2021	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	265.6	持有	310.0	15/3/2021	短视频
780 HK Equity	同程艺龙	16.9	买入	18.0	10/9/2020	OTA
8083 HK Equity	有赞	2.4	买入	4.0	2/3/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	16.8	买入	15.7	21/12/2020	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	51.7	买入	52.0	21/12/2020	SaaS
600588 CH Equity	用友	34.9	买入	54.0	21/12/2020	SaaS
268 HK Equity	金蝶	23.9	买入	31.0	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	34.2	买入	58.0	21/12/2020	SaaS

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 3 月 29 日收盘价

图表 4: 损益表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
损益表					
收入	586	1,169	1,821	2,877	4,112
收入成本	(388)	(575)	(739)	(1,092)	(1,504)
毛利润	198	593	1,082	1,785	2,608
销售及分销开支	(182)	(543)	(782)	(1,266)	(1,809)
一般及行政开支	(190)	(197)	(241)	(380)	(555)
股权结算股份支付款项	(250)	(136)	(62)	(182)	(288)
无形资产摊销	(136)	(193)	(193)	(153)	(136)
其他经营开支	(211)	(519)	(367)	(300)	(300)
经营利润	(772)	(996)	(563)	(495)	(481)
财务成本	-	(22)	(28)	(44)	(63)
其他收入	(0)	5	(1)	-	-
除税前利润	(772)	(1,012)	(592)	(539)	(544)
所得税抵免/(开支)	46	97	47	54	54
净利润	(726)	(916)	(546)	(485)	(489)
少数股东权益	(294)	(324)	(251)	-	-
本公司权益持有人	(431)	(592)	(295)	(485)	(489)

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 5: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
资产负债表					
物业、厂房及设备	38	61	65	139	237
商誉	2,157	1,963	1,963	1,963	1,963
无形资产	1,825	1,632	1,440	1,288	1,152
其他非流动资产	259	505	637	623	616
非流动资产合计	4,278	4,161	4,105	4,013	3,968
存放中央银行款项	862	4,532	5,341	5,341	5,341
银行及现金结余	400	746	1,727	2,106	2,862
其他流动资产	1,144	1,059	1,040	1,131	1,287
流动资产合计	2,406	6,337	8,108	8,577	9,489
资产总额	6,684	10,499	12,212	12,590	13,457
股本	111	129	145	145	145
储备	3,217	3,530	3,714	3,260	2,818
本公司权益持有人应占权益	3,328	3,658	3,859	3,405	2,963
非控制性权益	556	241	771	771	771
权益总额	3,884	3,899	4,630	4,177	3,734
非流动负债合计	343	493	524	502	482
应付账款	6	4	4	7	11
合约负债	259	407	611	952	1,483
其他贷款	-	201	-	510	1,303
其他流动负债	2,191	5,495	6,443	6,443	6,443
流动负债合计	2,456	6,107	7,059	7,912	9,240
负债总额	2,799	6,600	7,582	8,414	9,723
权益及负债总额	6,684	10,499	12,212	12,590	13,457
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	(1,014)	(616)	144	(6)	143
投资活动现金流量净额	939	(52)	(66)	(103)	(161)
融资活动所得现金流量净额	224	954	1,024	488	774
现金及现金等价物增加净额	149	285	(42)	379	756
期初的现金及现金等价物	262	431	746	1,752	2,130
现金及现金等价物的汇兑收益	19	31	-	-	-
年末现金及现金等价物	431	746	1,752	2,130	2,886

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼