



中国有赞 (8083.HK): 受快手业务影响, 收入增速下滑

维持买入评级, 调低目标价至 2.1 港元, 潜在升幅 30.4%。

- 收入不及预期:** 中国有赞 2021 年一季度收入同比增长 12% 至 4.17 亿, 低于我们预期, 增速放缓 (1Q20 和 4Q20 的同比增速分别为 49% 和 39%)。分部业务来看, 订阅解决方案业务同比增长 21%, 至 2.57 亿; 商家解决方案同比基本持平, 为 1.57 亿。本季度公司经营亏损为 1.95 亿, 经营利润率为 -47%, 去年同期为 -39%。
- 受去年高基数和快手业务调整影响, GMV 增速放缓:** 公司一季度 GMV 为 236 亿, 同比增长 13%, 增速下降。除了去年一季度直播电商带来的高基数影响外, 快手平台加速商业闭环建设, 导致来自快手的 GMV 同比下滑约 40%。该影响在今年二、三季度或将持续, 快手 GMV 占比本季度为 20% (去年同期为 40%), 公司预计年底或降至 10%。非快手 GMV 本季度同比升约 40%。商家数量方面, 存量付费商家数为 9.57 万, 同比增 5%, 也主要受快手主播客户流失所拖累; 新增付费商家数受去年高基数影响, 同比下降 43%, 为 7961 个, 而新增付费商家的结构在不断优化, 专业版和旗舰版占比接近 50%。
- 预计全年增速呈先低后高, 但全年 GMV50% 增速目标有一定压力:** 尽管一季度业绩不及预期, 公司仍维持 2021 年 GMV 增长 50% 的目标, 主要驱动因素包括吸引大客户、拓展新零售业务、发力微信视频号以及海外推广等。我们预计公司同比增速全年将呈现先低后高, 但全年 50% 的增速目标仍有一定压力。
- 维持买入评级, 调低目标价至 2.1 港元:** 我们仍然看好电商 SaaS 赛道和去中心化趋势, 维持买入评级。但考虑到快手平台业务影响, 我们将公司 2021-2022 年收入分别下调 17% 和 16%, 分别低于彭博普遍预期 8% 和 9%。同时, 近期板块调整导致 SaaS 行业估值回调, 我们调低目标价至 2.1 港元, 对应 12.3x 和 8.5x 的 2021 和 2022 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	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	1,169	1,821	2,386	3,452	4,855
营收增速	94.9%	55.8%	31.0%	44.7%	40.6%
调整后净利润	(421)	(318)	(283)	(119)	(3)
调整后净利率	-36.1%	-17.5%	-11.9%	-3.5%	-0.1%
目标 PS (x)	23.2	16.1	12.3	8.5	6.0

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

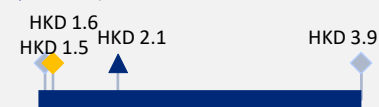
2021 年 5 月 18 日

评级 **买入**

目标价 (港元)	2.1
潜在升幅/降幅	30.4%
目前股价 (港元)	1.61
52 周内股价区间 (港元)	0.65-4.52
总市值 (百万港元)	27,616
近 3 月日均成交额 (百万)	341

注: 截至 2021 年 5 月 14 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDB 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	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
收入	1,169	1,821	2,386	3,452	4,855
收入成本	(575)	(739)	(933)	(1,266)	(1,725)
毛利润	593	1,082	1,453	2,186	3,130
销售及分销开支	(543)	(782)	(1,076)	(1,519)	(2,136)
一般及行政开支	(197)	(241)	(330)	(466)	(655)
股权结算股份支付款项	(136)	(62)	(158)	(239)	(345)
无形资产摊销	(193)	(193)	(145)	(136)	(122)
其他经营开支	(519)	(367)	(341)	(300)	(300)
经营利润	(996)	(563)	(597)	(474)	(429)
财务成本	(22)	(28)	(32)	(47)	(66)
其他收入	5	(1)	(0)	-	-
除税前利润	(1,012)	(592)	(630)	(521)	(495)
所得税抵免/(开支)	97	47	75	52	50
净利润	(916)	(546)	(554)	(469)	(446)
少数股东权益	(324)	(251)	(77)	-	-
本公司权益持有人	(592)	(295)	(477)	(469)	(446)
经营调整净利润	(421)	(318)	(283)	(119)	(3)

现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
除税前盈利	(1,012)	(592)	(630)	(521)	(495)
折旧	17	19	20	25	35
摊销	193	1	1	1	1
其他调整项	540	502	98	77	81
营运资金变动	(354)	214	(2)	(3)	(4)
经营现金流	(616)	144	(512)	(421)	(382)
购买固定资产	(42)	(23)	(36)	(57)	(88)
购买无形资产	(0)	(1)	(1)	(2)	(2)
其他投资现金流	(10)	(50)	-	-	0
投资现金流	(52)	(74)	(37)	(58)	(91)
借款增加	210	(207)	-	-	-
发行股票	779	716	-	-	-
其他融资现金流	(36)	521	683	989	1,391
融资现金流	954	1,031	683	989	1,391
现金及现金等价物净流量	285	1,101	134	510	917
年初现金及现金等价物	431	746	1,752	1,885	2,395
汇率变动影响	31	(96)	-	-	-
年末现金及现金等价物	746	1,752	1,885	2,395	3,312

资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
物业、厂房及设备	61	65	81	112	165
商誉	1,963	1,963	1,963	1,963	1,963
无形资产	1,632	1,440	1,440	1,440	1,442
其他非流动资产	505	637	637	637	637
非流动资产合计	4,161	4,105	4,121	4,153	4,207
存放中央银行款项	4,532	5,341	5,341	5,341	5,341
银行及现金结余	746	1,727	1,861	2,371	3,288
其他流动资产	1,059	1,040	1,042	1,045	1,049
流动资产合计	6,337	8,108	8,243	8,756	9,678
资产总额	10,499	12,212	12,364	12,909	13,885
股本	129	145	145	145	145
储备	3,530	3,714	3,182	2,738	2,323
本公司权益持有人应占权益	3,658	3,859	3,327	2,883	2,468
非控制性权益	241	771	771	771	771
权益总额	3,899	4,630	4,098	3,654	3,240
非流动负债合计	493	524	524	524	524
短期借款	-	-	-	-	-
应付账款	4	4	4	4	4
其他流动负债	6,103	7,054	7,738	8,726	10,117
流动负债合计	6,107	7,059	7,742	8,731	10,121
负债总额	6,600	7,582	8,266	9,254	10,645
权益及负债总额	10,499	12,212	12,364	12,909	13,885

主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
盈利增速					
营业收入增速	94.9%	55.8%	31.0%	44.7%	40.6%
毛利润增速	193.2%	82.4%	34.3%	50.5%	43.2%
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	50.8%	59.4%	60.9%	63.3%	64.5%
经营利润率	-85.2%	-30.9%	-25.0%	-13.7%	-8.8%
净利率	-78.3%	-30.0%	-23.2%	-13.6%	-9.2%
调整后净利率	-36.1%	-17.5%	-11.9%	-3.5%	-0.1%
每股指标 (元)					
基本EPS	(0.06)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
摊薄EPS	(0.06)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
调整后EPS	(0.03)	(0.02)	(0.02)	(0.01)	(0.00)
每股指标增速					
基本EPS增速	7.7%	-45.0%	1.6%	-15.4%	-4.9%
摊薄EPS增速	7.7%	-45.0%	1.6%	-15.4%	-4.9%
调整后EPS增速	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值 (倍)					
目标P/S	23.2	16.1	12.3	8.5	6.0
目标P/B	7.0	6.3	7.2	8.0	9.1

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 中国有赞财务预测对比

人民币百万	1Q21			FY2021E			FY2022E			FY2023E		
	财报	SPDBI 预测	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	417	580	-28.0%	2,386	2,877	-17.1%	3,452	4,112	-16.0%	4,855	5,879	-17.4%
毛利润	294	345	-14.8%	1,453	1,785	-18.6%	2,186	2,608	-16.2%	3,130	3,750	-16.5%
经营利润	(207)	(187)	NM	(597)	(495)	NM	(474)	(481)	NM	(429)	(464)	NM
净利润	(206)	(185)	NM	(554)	(485)	NM	(469)	(489)	NM	(446)	(498)	NM

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 中国有赞



资料来源: Bloomberg、浦银国际

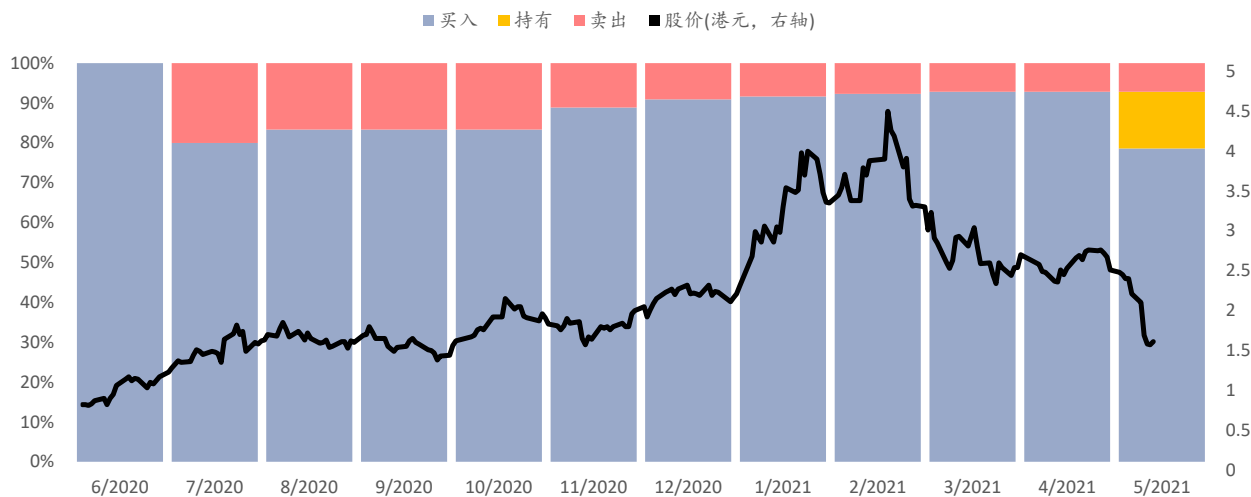
图表 4: SPDBI 互联网行业覆盖公司

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	204.6	买入	335.0	27/8/2020	电商
700 HK Equity	腾讯	583.0	买入	700.0	13/11/2020	游戏
3690 HK Equity	美团	244.0	持有	326.0	29/3/2021	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	221.8	持有	310.0	15/3/2021	短视频
780 HK Equity	同程艺龙	17.5	买入	18.0	10/9/2020	OTA
8083 HK Equity	有赞	1.6	买入	2.1	18/5/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	15.5	买入	15.7	21/12/2020	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	56.2	买入	52.0	21/12/2020	SaaS
600588 CH Equity	用友	31.9	买入	54.0	21/12/2020	SaaS
268 HK Equity	金蝶	23.8	买入	31.0	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	35.7	买入	58.0	21/12/2020	SaaS

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 5 月 14 日收盘价

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 中国有赞市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 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
目标价: 2.5 港元	目标价: 1.2 港元
概率: 20%	概率: 20%
<ul style="list-style-type: none"> 公司的 SaaS 客户迅速渗透, 若 2021 年付费客户数量能超过 12 万, 或带动整体收入的提升, 好于预期; 留存率优于预期。 	<ul style="list-style-type: none"> 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; 留存率不及预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 7: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
损益表					
收入	1,169	1,821	2,386	3,452	4,855
收入成本	(575)	(739)	(933)	(1,266)	(1,725)
毛利润	593	1,082	1,453	2,186	3,130
销售及分销开支	(543)	(782)	(1,076)	(1,519)	(2,136)
一般及行政开支	(197)	(241)	(330)	(466)	(655)
股权结算股份支付款项	(136)	(62)	(158)	(239)	(345)
无形资产摊销	(193)	(193)	(145)	(136)	(122)
其他经营开支	(519)	(367)	(341)	(300)	(300)
经营利润	(996)	(563)	(597)	(474)	(429)
财务成本	(22)	(28)	(32)	(47)	(66)
其他收入	5	(1)	(0)	-	-
除税前利润	(1,012)	(592)	(630)	(521)	(495)
所得税抵免/(开支)	97	47	75	52	50
净利润	(916)	(546)	(554)	(469)	(446)
少数股东权益	(324)	(251)	(77)	-	-
本公司权益持有人	(592)	(295)	(477)	(469)	(446)

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 8: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
资产负债表					
物业、厂房及设备	61	65	81	112	164
商誉	1,963	1,963	1,963	1,963	1,963
无形资产	1,632	1,440	1,440	1,440	1,442
其他非流动资产	505	637	637	637	637
非流动资产合计	4,161	4,105	4,121	4,153	4,207
存放中央银行款项	4,532	5,341	5,341	5,341	5,341
银行及现金结余	746	1,727	1,861	2,371	3,289
其他流动资产	1,059	1,040	1,042	1,045	1,049
流动资产合计	6,337	8,108	8,243	8,756	9,678
资产总额	10,499	12,212	12,364	12,909	13,885
股本					
股本	129	145	145	145	145
储备	3,530	3,714	3,182	2,738	2,323
本公司权益持有人应占权益	3,658	3,859	3,327	2,883	2,468
非控制性权益	241	771	771	771	771
权益总额	3,899	4,630	4,098	3,654	3,240
非流动负债合计					
非流动负债合计	493	524	524	524	524
短期借款	-	-	-	-	-
应付账款	4	4	4	4	4
其他流动负债	6,103	7,054	7,738	8,726	10,117
流动负债合计	6,107	7,059	7,742	8,731	10,121
负债总额	6,600	7,582	8,266	9,254	10,645
权益及负债总额	10,499	12,212	12,364	12,909	13,885
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	(616)	144	(512)	(421)	(382)
投资活动现金流量净额	(52)	(74)	(37)	(58)	(90)
融资活动所得现金流量净额	954	1,031	683	989	1,391
现金及现金等价物增加净额	285	1,101	134	510	918
期初的现金及现金等价物	431	746	1,752	1,885	2,395
现金及现金等价物的汇兑收益	31	(96)	-	-	-
年末现金及现金等价物	746	1,752	1,885	2,395	3,313

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

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团 - 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经授权的行为。

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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。

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

“持有”: 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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

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