

证券研究报告—海外公司深度报告

传媒

互联网

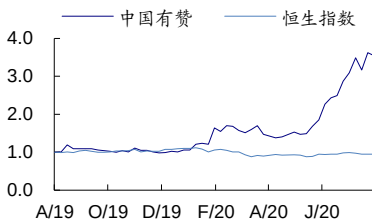
中国有赞(08083)
增持

合理估值: 1.88-2.12

港币昨收盘: 1.650 港币

(首次评级)

2020年08月18日

一年该股与恒生指数走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	17,244/17,244
总市值/流通(百万元)	29,600/29,600
恒生指数/上证综指	25,231/3,321
12个月最高/最低(港币)	1.870/0.475

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160

E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002

证券分析师: 高博文

电话:

E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030004

证券分析师: 夏妍

电话: 021-60933162

E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

海外公司深度报告

工匠精神打造产品, 共赢理念服务商家

● 顶级私域流量服务商, 助力自有流量维护和变现

有赞是社交渠道的 SaaS 开店工具, 帮助商家在社交渠道中搭建属于自己的店铺, 可以提供交易、营销、数据、资产管理等功能。与传统电商平台搜索获客和活动运营的方式不同, 有赞助力商家利用自己的方式和渠道去引流、沉淀、复购和裂变。有赞帮助激活自有流量, 其重点在于营销系统和客户管理系统, 快速迭代的营销工具和精准化运营的客户标签都可以提高销售效率和转化。

● 传统电商增速放缓、流量成本高企, 私域流量正当时

收入增长和 ROI 是商家考虑的首要指标。更聚集、更精准的流量更具价值, 这也决定了过去 10 余年的平台红利。传统电商增速放缓, 流量成本高企, 商家寻求新的增长方式。去中心化渠道崛起为商家提供了触达用户、精准运营的空间。私域利于建立多种形式的深度沟通互动, 商家重新获得了流量、交易数据及客户关系控制权。私域流量对于内容创作者和商家都有着巨大的价值, 真正意义上属于“流量产权”。

● 携手商家共同成长实现价值, 与官方小店互利共赢无虞竞争

模式和竞争是投资者最为感兴趣的两方面问题。1) 收入增长与 GMV 趋同是公司议价能力的体现, 有赞帮助有潜力的商家共同成长, 越大的商家支付能力越强、续约率也越高, 持续优化商业模式。2) 官方小店的主要服务群体还是微信/快手生态内长尾商家, 并非有赞的目标客户, 但对于丰富商业生态仍有着重要补充作用, 二者可以互利共赢。

● 风险提示

行业竞争加剧; 线下业务拓展不及预期; 微商城商家流失率改善不及预期。

● 维持“推荐”评级

通过多角度估值, 得出公司合理估值区间 1.88-2.12 港币, 相对目前股价有 14%-28% 的溢价空间。我们预计公司 20-22 年每股收入 0.11/0.19/0.30 元, 收入增速分别为 65.8%/72.3%/52.9%, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	586	1,171	1,941	3,340	5,105
(+/-%)		99.7%	65.8%	72.1%	52.9%
净利润(百万元)	(431)	(592)	(379)	(166)	300
(+/-%)		-37.2%	36.0%	56.1%	280.0%
摊薄每股收益(分)	(3.87)	(3.97)	(2.20)	(0.97)	1.74
EBIT Margin	-131.7%	-85.0%	-35.3%	-8.7%	11.2%
净资产收益率(ROE)	-13.0%	-16.2%	-11.6%	-5.3%	8.8%
市盈率(PE)	(38.41)	(37.41)	(67.53)	(153.70)	85.38
EV/EBITDA	(72.43)	(58.37)	(66.66)	2,672.41	29.31
市销率(PS)	43.64	21.86	13.18	7.66	5.01

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司具备顶尖 SaaS 企业的两个重要特点：一是产品力强、营销功能迭代快、系统性能稳定；二是与商家共同成长，帮助企业全渠道经营。未来私域流量大趋势下，公司具有出色的产品力和组织能力，企业全渠道经营和流量分散化将进一步迎来公司的快速稳健成长。预计公司 20-22 年每股收入 0.11/0.19/0.30 元，收入增速分别为 65.8%/72.3%/52.9%，首次覆盖，给予“增持”评级。未来一年合理估值区间 1.88-2.12 元，给予“增持”评级。

核心假设与逻辑

第一，商家加大私域运营，社交电商渗透率提升，相关 SaaS 软件商家数量及 ARPU 快速提升。我们估算私域流量电商规模占比未来有望达到 15-25%。

第二，由于用户黏性高以及行业马太效应明显（包括接入平台、研发投入规模等），行业集中度提升会加快演绎。

第三，随着优质商家不断脱颖而出，行业续约率持续提升，销售投入比例持续改善。

与市场的差异之处

第一，市场认为公司难以按照“类 GMV 抽佣模式”收费，我们认为，公司实际与商家共同成长，越大的商家支付能力越强、续约率也越高，从而保持高速增长。

第二，市场认为官方小店对有赞微商城存在着威胁，我们认为，有赞与官方小店目前商家不同，形成重要的补充关系。有赞微商城的目标商家是具有一定销售额和支付能力的商家，其对全渠道开店、多样化营销工具等方面都有着更高的需求，官方小店难以满足。

股价变化的催化因素

第一，快手等社交渠道电商收入大幅增长，我们估算有赞占据快手 30% 的 GMV，而快手占有赞整体 GMV 的 60% 左右，社交渠道的快速增长可以帮助有赞商家获得流量红利、实现收入的快速增长，进一步推动有赞业务的快速发展。

第二，微信加大商业生态建设，如企业微信等，可以吸引更多商家在微信体系中与用户交易、互动，从而推动私域运营普及。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，行业竞争加剧；

第二，线下业务拓展不及预期；

第三，微商城商家流失率改善不及预期。

目录

有赞是什么？顶尖的私域流量生态服务商	6
使命：帮助每一位重视产品和服务的商家成功.....	6
功能：流量维护和变现的助手，核心在于营销和客户管理系统	7
看点：以共赢为理念，付费商家数量、交易金额爆发式增长.....	10
为什么私域正当时？渠道赋能流量价值回归	12
危：传统电商增速放缓，流量成本高企，中长尾商家受困	12
机：搜索饱和，去中心化崛起，消费者触达成为可能.....	13
预期差在哪里？模式与竞争的一些看法	15
模式：收入增速会与 GMV 趋同吗？	15
竞争：去中心化平台选择封闭体系吗？以及如何看待官方小店？	16
财务表现如何？收入高增长、亏损逐步缩窄	18
盈利预测.....	20
假设前提.....	20
未来 3 年盈利预测.....	20
估值方法及目标价	21
风险提示	22
附表：财务预测与估值	23
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 有赞业务矩阵.....	6
图 2: 有赞历史沿革.....	7
图 3: 有赞用户增长蝴蝶结模型.....	7
图 4: 有赞微商城五大功能板块.....	9
图 5: 有赞营销系统之销售渠道.....	9
图 6: 有赞营销系统之销售渠道营销玩法.....	9
图 7: 有赞客户管理系统之客户分群&标签.....	10
图 8: 有赞客户管理系统之模型分析.....	10
图 9: 有赞存量付费商家及新增数量（单位：千）.....	11
图 10: 有赞集团 GMV 及增速（单位：十亿；%）.....	11
图 11: 有赞 SaaS 及延伸服务收入（单位：百万）.....	11
图 12: 有赞费用率（单位：%）.....	11
图 13: 国内网上实物零售额及增速（单位：万亿，%）.....	12
图 14: 阿里及京东历年 GMV 增速（单位：%）.....	12
图 15: 国内商家线上获客成本持续高企.....	12
图 16: 中国社交电商市场及渗透率（十亿，%）.....	14
图 17: 微盟&有赞付费商家数量（单位：千）.....	14
图 18: 有赞 GMV 及 SaaS 收入增速（单位：%）.....	15
图 19: 不同年份入驻商家平均销售额.....	15
图 20: 不同年份入驻商家贡献收入.....	15
图 21: 不同年份入驻商家平均 ARPU 值.....	16
图 22: 销售额越大商家续约率越高.....	16
图 23: 快手电商 GMV 占比分布.....	16
图 24: 微信小商店内测.....	16
图 25: 有赞销售费用率（单位：%）.....	17
图 26: 全球头部 SaaS 公司销售费用率.....	17
图 27: 有赞分业务收入（单位：百万）.....	18
图 28: 有赞 SaaS 及延伸服务收入（单位：百万）.....	18
图 29: 有赞分业务毛利率（单位：%）.....	18
图 30: 有赞成本构成（2Q20）.....	18
图 31: 有赞费用率（单位：%）.....	19
图 32: 有赞运营亏损及运营利润率（单位：百万，%）.....	19
图 33: 有赞递延收益及增长（单位：百万，%）.....	19
图 34: 有赞经调整亏损及经营活动现金流（单位：百万）.....	19
表 1: 有赞典型客户私域流量来源及运营方式.....	8
表 2: 有赞商城收费模式及同类对比（以快手为例）.....	10
表 3: 各平台流量红利、中心化程度及粉丝质量.....	13
表 4: 公司 GMV 估算及预测.....	20
表 5: 未来 3 年盈利预测表.....	20

表 6: 稳态有赞收入规模（货币化率 1.0%情况，单位：十亿）	21
表 7: 稳态有赞收入规模（货币化率 1.5%情况，单位：十亿）	21
表 8: 稳态有赞收入规模（货币化率 2.0%情况，单位：十亿）	21
表 9: 可比公司盈利及估值情况一览	22

有赞是什么？顶尖的私域流量生态服务商

有赞是社交渠道的 **SaaS 开店工具**，帮助商家在社交渠道（微信、微博、快手等）中搭建属于自己的店铺，可以提供交易、营销、数据、资产管理等功能。与传统电商平台搜索获客和活动运营的方式不同，有赞助力商家**利用自己的方式和渠道**去引流、沉淀、复购和裂变。

使命：帮助每一位重视产品和服务的商家成功

有赞是一家商家服务公司，旗下拥有 SaaS 服务、PaaS 服务和支付业务。公司向商家提供强大的基于社交网络的，全渠道经营 SaaS 系统和一体化新零售解决方案，并应用 PaaS 云服务实现个性化定制，同时提供有赞担保、有赞分销、有赞推广等延伸服务，帮助每一位重视产品和服务的商家**私有化顾客资产、拓展互联网客群、提升经营效率**，全面助力商家成功。

图 1: 有赞业务矩阵



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

有赞成立于 2012 年 11 月，原名“口袋通”，早期主要业务为服务淘系商家在微信拓展市场。其创始人白鸦早期在百度从事搜索、社区、竞价等产品的设计，后入职阿里巴巴，数年间成为支付宝首席产品设计师，2011 年从阿里离职后创业。2013 年 11 月，淘宝屏蔽来自微信的访问，白鸦敏锐地发现“微信与淘宝的割裂”提供了绝佳的切入机会——**商家需要一个真正脱离平台的 CRM 系统，从而拥有自己固定的客源和流量**。2014 年 11 月，“口袋通”更名“有赞”，随着微信支付全面开放，微信商户呈现井喷式增加，商户的 SaaS 服务需求激增，有赞迎来快速发展期。2016 年 5 月，有赞开启商业化“曼哈顿计划”，取消全面免费政策，商家版系统收费、第一款付费营销插件“多人拼团”上线。2017 年 4 月，公司启动新零售“诺曼底计划”，瞄准线下门店，为线下门店新零售赋能，发布有赞零售、有赞美业、有赞餐饮和有赞云，目标线下门店业务占比达到 50%。2018 年 6 月，公司联袂快手，推出“短视频电商导购”解决方案，自此成为快手电商生态的重要合作伙伴，占据近 30%GMV 份额。2019 年 4 月，公司获得腾讯 5 亿投资加持。

图 2：有赞历史沿革



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

功能：流量维护和变现的助手，核心在于营销和客户管理系统

有赞与传统电商平台有哪些不同？核心是**流量来源不同**。主要表现为：1) 入口不同：电商平台主要是搜索方式，平台掌握流量的控制权；社交电商入口众多，比如微信公众号、小程序、个人号、朋友圈、社群等。2) 运营方式不同：电商平台主要是活动运营，比如阿里的“双11”、拼多多的限时秒杀等；社交电商则是利用自己的方式和渠道引流、沉淀、复购和裂变。传统电商增速放缓，流量成本高企，电商平台与商家（尤其是中小商家）之间的“矛盾”日益激烈。早期传统电商平台“流量取之于商家，用之于商家”，商家自有流量沉淀于平台、又获得自然流量补充，平台与商家生态欣欣向荣；后期传统电商平台遇到流量瓶颈，自然流量有限、自由流量被平台“薅羊毛”。脱离平台的 CRM 系统，从而拥有自己固定的客源和流量，日益迫在眉睫，而有赞正是这样的工具和生态。有赞微商城包括五大功能系统，即交易系统、营销系统、客户管理系统、数据系统以及资产系统，全方位解决私域流量运营和维护痛点。

图 3：有赞用户增长蝴蝶结模型



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

我们从有赞的典型客户角度来分析其特有的用户渠道和运营方式：

- **传统电商平台的商家**：客户来源主要是**平台上的购买用户、核心粉丝**。商家可以通过包裹码、客户导入（电话号码导入）等方式将客户引导至微信，方便后续私域流量运营。此外，还可以将客户分群，从而实现精准营销服务。以有赞某4蓝冠淘宝C店为例，导入1万用户，一次活动成交3万销售额，转化率达12.2%。
- **内容生产者**：如自媒体、主播商家，不一定有货源和客服，可以利用有赞分销市场等。其客户来源于**平台上（如微信、抖音、快手等）的粉丝**，受益于内容流量红利和推荐模式的崛起。
- **品牌商家**：客户来源主要来自于**品牌自有粉丝**，也可以借助内容生产者实现分销。优质内容和货品是商家获得“流量产权”的竞争力。
- **线下门店**：客户来源于**服务半径内的顾客**。以线下便利店为例，一家普通便利店，每天不重复人员大概500人，7-11、全家这样的门店可以超过1000人。实现线上线下相互导流，线下是“流量变留量”，线上是“引导到店、为线下赋能”。

表 1：有赞典型客户私域流量来源及运营方式

	传统电商平台商家	内容生产者	品牌商家	线下门店
私域流量来源	电商平台用户	粉丝	自有粉丝	服务半径顾客
导入方式	包裹码、客户导入等	内容平台（如微信、快手等）	微信公众号、小程序等	二维码、小程序、个人微信等
运营平台	微信为主，兼顾抖音、快手	微信、抖音、快手兼具	微信为主	微信为主
作用	成交&维护兼备	成交为主	维护为主	维护为主
商家数量	600万+（淘宝）	180万（B站）、160万（快手游戏主播）	10万左右（淘宝&天猫）	5000（大型品牌连锁）、850万+（美团在线餐饮）
用户数量	8.46亿（阿里零售月活）	1亿+（快手电商日活）	同电商用户	500-1000/天（便利店）

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

以微商城为例，有赞的五大功能板块分别为：交易系统、营销系统、客户管理系统、数据系统以及资产系统。

- **交易系统**：主要是商品展示、用户下单以及交易数据记录。
- **营销系统**：各种营销插件帮助商家做活动，提高营销效率。包括引流类（秒杀、拼团）和转化类（优惠券、优惠套餐），还有客户维护（积分、酒店预订等）和配套工具（消息推送、电子发票等）。**全渠道营销，插件、模板和玩法更新迭代较快，这也导致了商家自建难度较大。**
- **客户管理系统**：查询客户信息，根据不同客户分类推送不同活动，精准营销和维护客户。沉淀客户数据（信息、画像、消费习惯等），实现精准定向推送，提升用户满意度以及满足客户需求。**客户管理系统切实提升销售效率和转化率，具有较强议价力；产品差异化程度高、数据沉淀也导致迁移成本较高，用户黏性较高。**
- **数据系统**：保留交易额、访客数、浏览量及转化率等基础数据，帮助商家做经营数据提升。
- **资产系统**：资金、商品等信息。用户下单后资金先进入待结算，用户确认收货或7天后从待结算进入可用余额。

图 4：有赞微商城五大功能板块



资料来源：有赞官网、国信证券经济研究所整理

有赞与多数渠道合作实现“全渠道营销”，并且积累迭代了众多营销玩法。以下是投资者比较感兴趣的两个问题：1）商家自建的难度体现在哪里？2）如何提供更多的增值服务获取更多的收益？营销系统是这两个问题的关键之一。首先，有赞具有**多渠道经营优势**——“一套系统多平台销售”，有赞微商城与微信（公众号、小程序、分销员等）、快手、百度、微博、陌陌等多流量平台合作，实现全渠道营销，单个商家难以与多平台打通合作且性价比也不高。其次，有赞有着众多**营销玩法**，包括优惠券、团购返现、秒杀、满减、多人拼团等近40个营销玩法，帮助商家引流和转化。不同的商家版本对营销玩法的权限不同：其中基础版（6800元/年，包含多人拼团、秒杀、限时折扣等通用功能）、专业版（12800元/年，除通用功能外还包含好友瓜分券、优惠套餐、0元抽奖等）、旗舰版（26800元/年，除专业版功能外还包括定金膨胀、周期购等）。不断迭代的营销玩法满足更多企业需求、提供更多用户价值、实现更高的梯度收入。

图 5：有赞营销系统之销售渠道



资料来源：有赞微商城、国信证券经济研究所整理

图 6：有赞营销系统之销售渠道营销玩法



资料来源：有赞微商城、国信证券经济研究所整理

有赞帮助商家精细化营销和维护用户，进而提升销售效率和转化率。私域流量不代表粗放式的流量运营，换句话说流量不是唯一的，如何高效的利用流量提高转化才是重中之重。私域的概念不仅“私”的是流量，也是数据。客户标签、分群运营以及分析可以大幅提升销售效率和转化。比如对于高价值流失人群（累计销售 10 单、客单价 500 以上、最近 30 天无访问人群），可以推送更多活动的高端品牌广告信息，并辅以优惠券，实现长期的客户精准化运营和维护。对于商家来说，提升销售效率和转化率意味着更高的付费意愿。

图 7：有赞客户管理系统之客户分群&标签



资料来源：有赞微商城、国信证券经济研究所整理

图 8：有赞客户管理系统之模型分析



资料来源：有赞微商城、国信证券经济研究所整理

看点：以共赢为理念，付费商家数量、交易金额爆发式增长

作为重要的竞争对手，有赞与微盟的经营理念不多。微盟将产品定义为工具，作为商家的展示窗口，工具的频率不高也会备着，GMV 与其收入相关性不高；有赞把产品定义为商城，希望越来越多的商家获得收入的增长，GMV 与其收入相关度高。从其产品的收费模式上，我们可以看到其理念。有赞微商城软件基础费用分别为 6800 元（基础版）/12800 元（专业版）/26800 元（旗舰版），对应功能进一步完善，此外，还有有赞担保（0.5%收费）等增值服务。针对于年度订单超过 1 万单的商品，有赞也将收取 0.5 元/单的订单云服务费；由于拥有支付牌照，有赞在支付环节也收取 0.6% 的交易手续费（支付环节基本不盈利）。

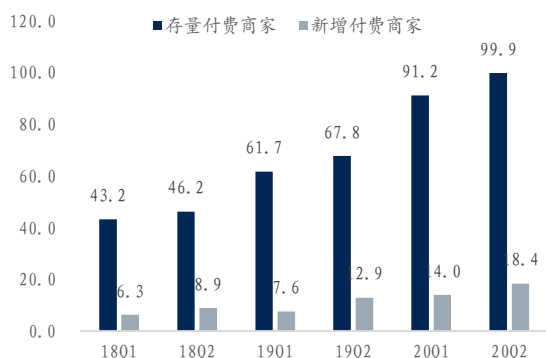
表 2：有赞商城收费模式及同类对比（以快手为例）

	有赞微商城	快手小店	魔筷星选	淘宝联盟
开店费用	6800/12800/26800 元/年	开店免费	880 元/年	保证金（普通类目 1000 元）
收费标准（以 100 元零售价，20%佣金率为例）	快手技术服务费：100*5%=5 元 交易手续费：100*0.6%=0.6 元 订单云服务费：0.5 元/单（年度订单超过 1 万单时） 商家实收：100-（5+0.6+0.5）=93.9 元	快手技术服务费：100*5%=5 元 交易手续费：100*0.6%=0.6 元 商家实收：100-（5+0.6）=94.4 元	快手技术服务费：100*5%=5 元 交易手续费：100*0.6%=0.6 元 魔筷提现手续费：（100-5-0.6）*0.1%=0.1 元 商家实收：100-（5+0.6+0.1）=94.3 元	快手技术服务费：100*5%=5 元 交易手续费：100*0.6%=0.6 元 主播实收：20-（6-1.4）=12.6 元 商家实收：100-（20+0.6）=79.4 元 淘宝实收：100*6%+（20-100*6%）*10-5=2.4 元
数据分析	多重精准分析	不支持	不支持	需购买插件
其他渠道	微信等其他渠道	无	无	淘宝
回款周期	T（物流签收）+7 天	T（卖家发货）+10+7	T（卖家发货）+10+7	T（卖家发货）+10
服务	商家服务+消费者服务：7*12 电话客服	电话客服	电话客服	商家服务+消费者服务：7*12 电话客服

数据来源：有赞微商城、快手小店、魔筷、国信证券经济研究所整理

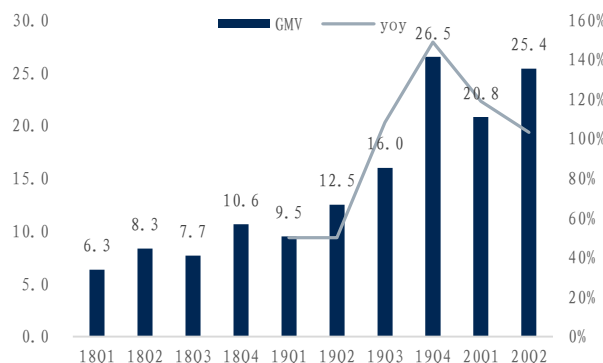
采取与 GMV 相关的收费模式，有赞的目标客户更多是有一定创收能力的中大型商家。受益于私域流量大趋势以及有赞自身产品出众，2020 年上半年有赞累计注册商家 543 万，存量付费商家接近 10 万（yoy+47.3%），新增付费 1.2 万，实现 GMV 462 亿（yoy+110.0%），保持爆发式增长。我们估计快手渠道约占有赞整体 GMV 的 60%左右，快手直播带货的高速发展也保障了有赞 GMV 增长。

图 9：有赞存量付费商家及新增数量（单位：千）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

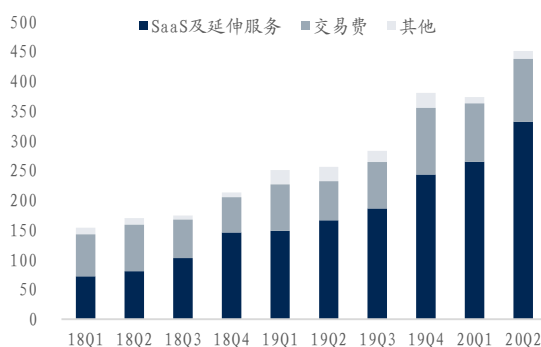
图 10：有赞集团 GMV 及增速（单位：十亿；%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

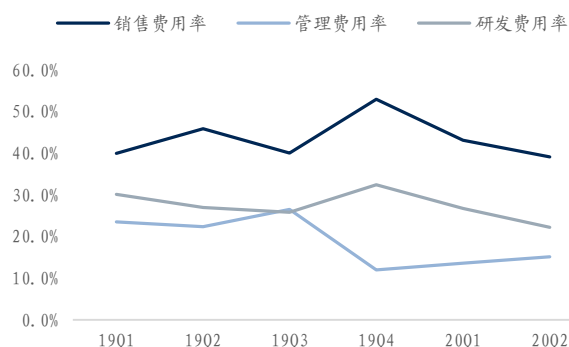
公司收入持续高增长，亏损同比收窄。2020 年上半年有赞实现收入 8.3 亿（yoy+62.7%），其中 SaaS 及延伸服务收入 6.0 亿（yoy+89.7%），存量付费商家数量增长以及新增云服务收费模式导致每位商家平均收益增长。（由于原有第三方支付业务减少，交易费收入增长有限）2020 年上半年经调整年度非通用会计准则亏损 1.2 亿，亏损同比收窄，主要受益于规模化推动毛利率提升、费用率下降。其中整体毛利率提升 8.8%至 59.4%，销售费用率下降 2.0%至 40.9%，管理费用率下降 8.5%至 14.4%，研发费用率下降 4.3%至 24.2%。SaaS 业务边际贡献明显，未来毛利率有望继续提升、费用率有望进一步下降。尤其是销售费用率改善会更为明显，目前处于高速发展期，经销商占比及返佣比率都较高，随着 GMV 增长及续约率提升（续约返佣低于新签），公司盈利能力将大幅优化。

图 11：有赞 SaaS 及延伸服务收入（单位：百万）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 12：有赞费用率（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

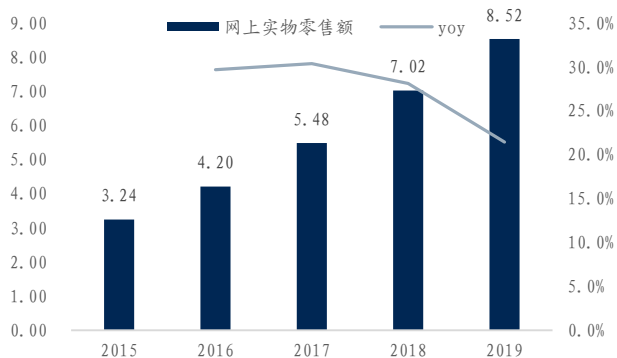
为什么私域正当时？渠道赋能流量价值回归

收入增长和 ROI 是商家考虑的首要指标。更聚集、更精准的流量更具价值，这也决定了过去 10 余年的平台红利。传统电商增速放缓，流量成本高企，商家寻求新的增长方式。去中心化渠道崛起为商家提供了触达用户、精准运营的空间。

危：传统电商增速放缓，流量成本高企，中长尾商家受困

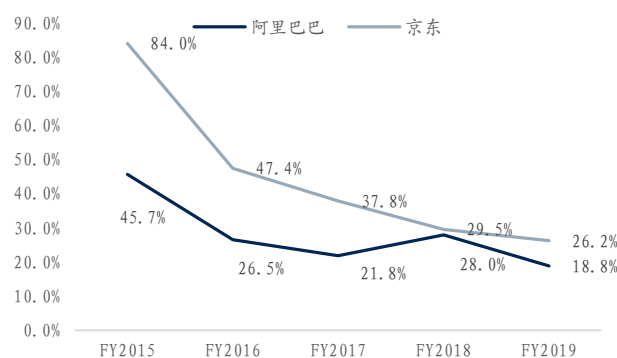
传统电商增速放缓。在经过多年的快速增长后，传统电商开始步入成熟期。根据国家统计局数据显示，2019 年中国网上实物零售额约 8.52 万亿，占社会商品零售总额的 20.7%，增速回落至 21.4%，伴随着服装、电子等传统品类渗透步入高位，放缓趋势更为明显。以阿里、京东为代表的中心化电商平台也开始面临 GMV 增长放缓的现实，一方面，向外部（微信、抖音、小红书、B 站等）获取流量；另一方面，加强淘系商家的内容建设和客户联系（微淘、有好货、哇哦视频、淘宝直播、品牌号等）。传统电商模式进入瓶颈期。

图 13：国内网上实物零售额及增速（单位：万亿，%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

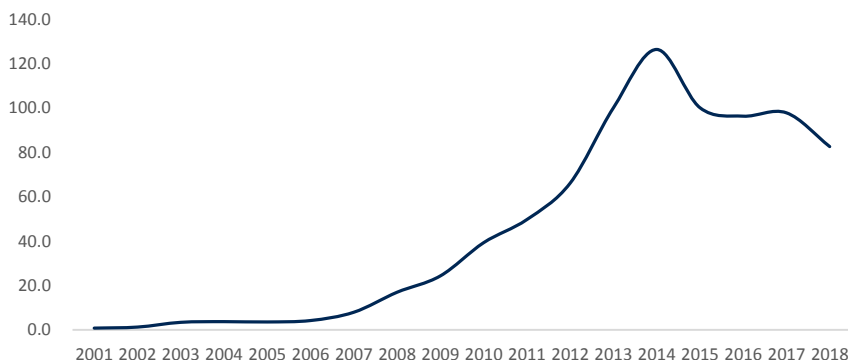
图 14：阿里及京东历年 GMV 增速（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

流量成本高企。中心化的本质使平台汇聚流量，提供并掌握消费者购物的第一入口，商家通过这个入口获得流量销售商品，平台从中分成。在行业快速发展的阶段，入口有着大量免费流量且付费流量成本也相对可控，商家销售额显著提升，商家受益并且依赖平台；到行业增速放缓的时候，平台流量趋稳，入驻平台的商家仍不断增加，竞争加剧，流量价格大幅攀升，商家获客成本高企。

图 15：国内商家线上获客成本持续高企



资料来源：新榜研究院、国信证券经济研究所整理（2013 年为基准年，CPM=100）

流量聚集于头部企业，中长尾商家出清。正如前文所说，平台流量放缓反而使其进一步加大对流量的控制。以阿里为例，2012 年开始包括大力推进天猫、改革聚划算等一系列动作，都加速中小商家“出淘”。据统计，天猫&淘宝头部商家（1%）贡献了 GMV 的 40% 以上，中小商家生存愈发困难。尽管从财务角度，天猫&淘宝的货币化率在 4% 左右（即国内零售广告收入/GMV），但在实际调研中可以发现头部商家一般也需要花费 20% 左右营收额购买流量，中小商家难以承担。拼多多以及微信电商的崛起正好满足了中小商家去中心化的需求，去中心化时代即将到来。

机：搜索饱和，去中心化崛起，消费者触达成为可能

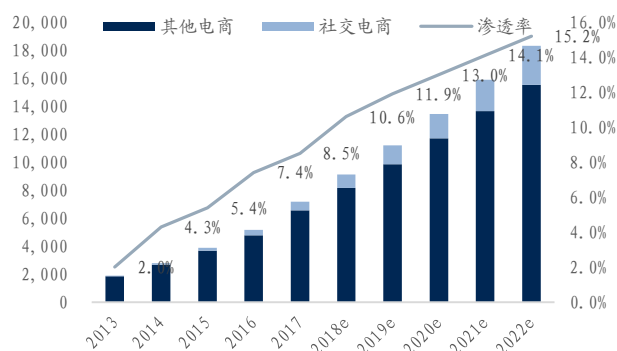
在流量充沛时，公私域流量非常和谐，大量免费或者低价的公域流量可以转化为内容创作者和商家的私域流量，商家的私域流量又沉淀在平台上、成为平台的公域流量。当流量红利衰退，平台对公域流量控制力和货币化诉求提升，公私域流量矛盾加剧。搜索天然流量中心化，社交关注锁定私域关系，推荐模式则介于二者之间。随着消费者基本需求满足，在线零售领域供给远大于需求，传统搜索模式饱和；而基于内容、社交关系的推荐模式逐步兴起，以微信、快手以及哔哩哔哩为代表得去中心化平台崛起。基础设施日益完善，去中心化平台为商家提供了快速触达消费者的可能。

表 3：各平台流量红利、中心化程度及粉丝质量

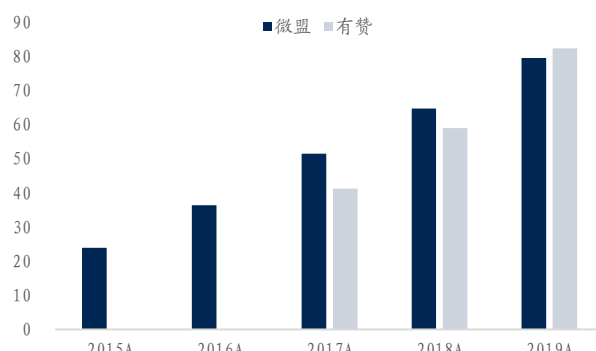
	微信	微博	淘宝&天猫	小红书	抖音	快手	哔哩哔哩
平台流量量化指标							
流量（DAU）	778mn	179mn	313mn	24mn	295mn	213mn	33mn
yoy	0.7%	6.4%	16.4%	-1.5%	15.4%	25.4%	18.7%
qoq	0.8%	-0.5%	0.4%	-2.5%	0.9%	2.0%	-1.8%
时长（min）	82	57	22	31	88	71	83
黏性 （DAU/MAU）	81.3%	41.5%	35.9%	27.2%	52.9%	48.6%	30.0%
7 日活跃用户 留存率	97.9%	72.6%	66.3%	53.0%	87.2%	83.4%	73.1%
真粉价格	0.5 元	0.06 元	0.8 元	0.5 元	0.15 元	1.0 元	-
平台流量中心化及粉丝质量							
流量红利	少	中	少	中	多	多	较多
流量中心化程度	低	高	高	中	高	低	低
头部流量流动性	高	低	低	高	高	高	低
粉丝质量	高	低	低	中	中	高	高

资料来源：Questmobile（2020 年 6 月）、草根调研、国信证券经济研究所整理

中心化模式的弊端在于商家与用户之间缺乏直接沟通的桥梁，导致用户忠于平台而不属于商家，商家需要不停购买流量才能维持销量。基于关注关系的微信、快手、直播等社交平台，天然强化内容创作者/商家与用户的联系，通畅的机制也利于建立多种形式的深度沟通互动，商家重新获得了流量、交易数据及客户关系控制权。（社交电商通常通过去中心化网络，商家利用自身微信公众号、小程序等建立品牌名称，直接向目标受众获得客户）自 2013 年起，国内社交电商发展迅速，渗透率逐步攀升。与传统电商市场相比，去中心化社交电商为中小企业扩展业务提供独特优势。

图 16: 中国社交电商市场及渗透率 (十亿, %)


资料来源: 弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

图 17: 微盟&有赞付费商家数量 (单位: 千)


资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

从流量思维到用户思维。当低转化率遇到高获客成本，传统花钱买流量的用户思维已经过时；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关键。这就不得不提到私域流量的概念：**不付费，可以任意时间、任意频次，直接触达用户的渠道。**（与之对应的公域流量则使每次获取都需求支付流量成本）信息流、微博热门等平台赋予的流量曝光就是公域，而微信公众号，朋友圈这种可以基本完全把控的流量，就是私域。事实上，私域并不是新概念，在社交没还没普及的时候，通讯录、电子邮件都是私域流量的表现；只是现在更多的社交关系发生在微信等平台上。长远来看，私域流量对于内容创作者和商家都有着巨大的价值，真正意义上属于**“流量产权”**：

- **流量可控：**很多商家早期会因为平台的流量红利纷纷涌入，并且在此过程中积累到一部分的初始“粉丝”。但事实上更关键的是机制，中心化平台中用户属于平台，与商家并没有关系，只有将用户导入自己的平台中才能实现真正的流量可控。当然不同的平台和机制对于私域流量空间的打造是不同的，商家对于流量的掌控力也有所差异。
- **性价比高：**商家在流量池中获得曝光是需要付费的，而获客成本不断攀升。尽管私域流量也需要商家运营维护，但与获客成本相比却相对低廉且更为长期。这也就符合了资产的定义，流量被内容创作者/商家所拥有和控制，可以带来经济利益（即流量机会成本）。
- **深入服务的可能：**正如抖音、快手等短视频平台，当用户对某个短视频感兴趣时，可能会选择关注up主，并且一直观看相关内容。随着关注的人越来越多，这个账号也成为了私域流量池，也有了拓展其他服务的可能。

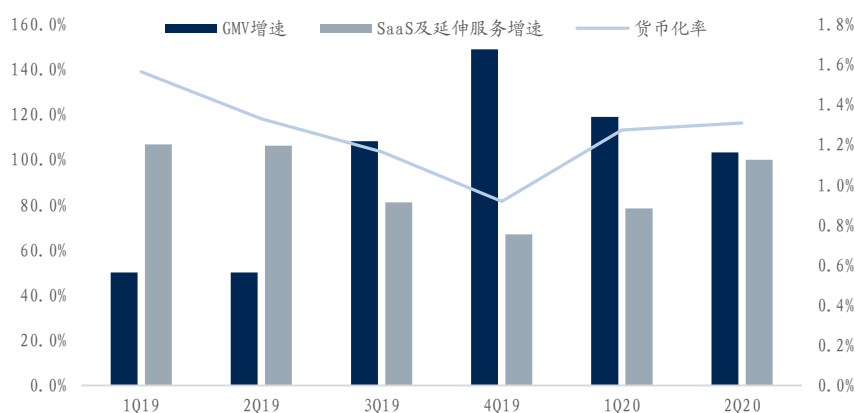
预期差在哪里？模式与竞争的一些看法

模式和竞争是投资者最为感兴趣的两方面问题。解下来，我们将对“收入与 GMV 的匹配性”以及“官方小店的竞争”进行详细的分析。

模式：收入增速会与 GMV 趋同吗？

收入增速与 GMV 的关系本质上是有赞 SaaS 开店工具是否具有议价能力的表现。受益于私域流量大趋势和有赞优秀的产品品质，自 2019 年三季度开始有赞 GMV 增速保持着 100%以上的增速，而 SaaS 及延伸服务收入增速略滞后且低于 GMV 增长。我们认为这是阶段性现象，长期来看 SaaS 业务的收入增速会与 GMV 相匹配。

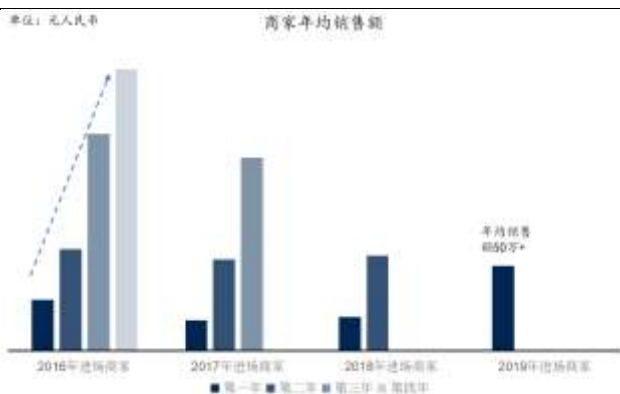
图 18：有赞 GMV 及 SaaS 收入增速（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

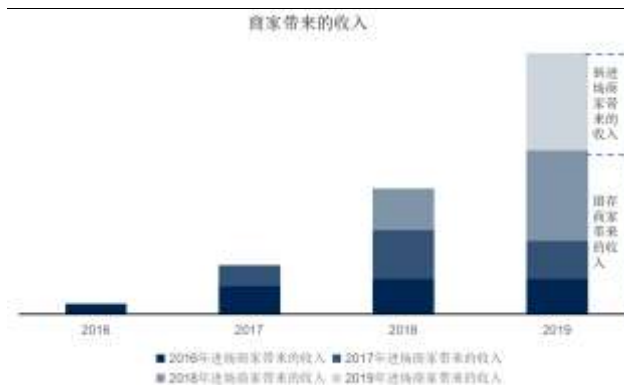
商业模式上的分成模式（如有赞担保、云订单服务费）就不加赘述了。我们认为这种匹配的合理性就是“商家赚到更多的钱”。2016-2019 年开始使用有赞系统的商家平均销售额逐年递增，而 2019 年开始使用有赞系统的商家首年年均销售额即超过 50 万，生产规模大于往年商家。不考虑“幸存者偏差”（实质是筛选具有付费能力的商家），接入有赞的商家销售额都保持着较快增长，不同年份入场商家的收入贡献也抵补了流失商家的收入，是非常健康的 SaaS 模式。

图 19：不同年份入驻商家平均销售额



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

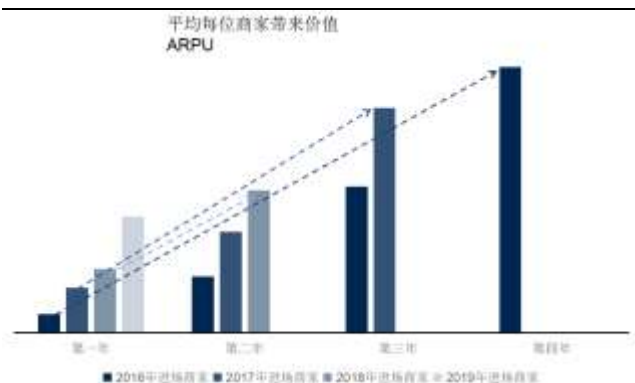
图 20：不同年份入驻商家贡献收入



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

越大的商家支付能力越强、续约率也越高，有赞成长的本质是帮助有潜力的商家共同成长。以 2019 年来看，有赞商家的整体续约率不足 50%，这主要是由于有赞商家中包含着大量的小微企业，其年销售额不足 3.6 万，其签约率仅为 20%、数量占比接近 60%。根据美国《财富》杂志统计，美国中小企业平均寿命不足 7 年，而中国中小企业平均寿命仅 2.5 年。本质上，有赞是帮助更多的中小企业成长为更大的企业，并从中获得更多的收益。我们以基础版 6800 元计算，对于小微商家相当于销售额的 18.9% 以上，对于腰部商家相当于销售额的 1.4% 以上。事实上，小微商家缺乏长期支付能力，也并非“目标商家”。但是根据公司披露的数据来看，从 2019 年中到年底，有赞目标商家数量从 2.98 万上升至 3.37 万，而头部商家数量从 1.08 万上升至 1.65 万，有赞商家的提升非常明显。

图 21：不同年份入驻商家平均 ARPU 值



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 22：销售额越大商家续约率越高



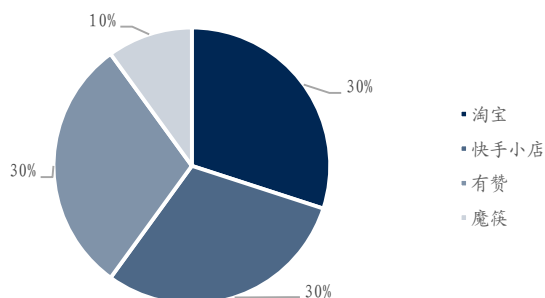
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

“帮助商家成长，筛选目标商家，提供增值服务”构成有赞的生态闭环。对于线下连锁和大型品牌上来讲，私域流量 SaaS 更多定位于工具，侧重点或与传统微商城不同。整体上看，有赞具有相当强的议价能力，与中小商家互惠共赢。

竞争：去中心化平台选择封闭体系吗？以及如何看待官方小店？

“微信、快手等去中心化平台是否会寻求电商闭环，着力扶持自己的小店体系”一直以来都是投资者所疑虑的重要问题。2019 年上半年至今，快手体系中淘宝份额持续下滑，有赞和快手小店份额持续提升，快手小店 GMV 占比更达到 30% 水平。2020 年 6 月，微信内测“微信小商店”小程序，而微信小商店是一个无开发、一键开通、免费的自主经营卖货小程序。市场担心未来有赞微商城会不会与官方小店有更多的摩擦。

图 23：快手电商 GMV 占比分布



资料来源：草根调研、国信证券经济研究所整理

图 24：微信小商店内测



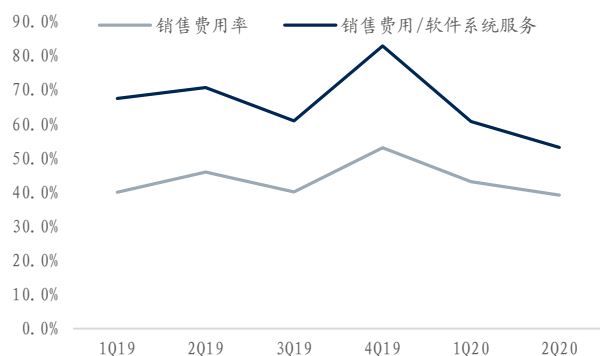
资料来源：微信、国信证券经济研究所整理

快手小店、微信小商店等相对轻便，包含基础的开店及经营能力。在快手体系中，我们可以看到头部主播用有赞和快手小店较多，中腰部主播用魔筷星选比较多，而小主播用快手小店较多。2B 业务更多是解决企业实际经营的痛点，需要大量商家案例和数据沉淀。**官方小店的主要服务群体还是微信/快手生态内长尾商家**，这类商家支付能力弱、抗风险能力差，并非有赞、微盟的目标客户，但对于丰富商业生态仍有着重要补充作用。此外，有赞微商城又有全渠道营销的优势，对于跨平台运营商家更为友好。

●在电商搭建过程中，快手的商品库、交易系统等能力不足，需要时间建设，也需要借助有赞、阿里的电商基础设施。有赞有着近 10 万付费商家、500 万注册商家，提供了快手所需的商家资源和商品库；高效的产品迭代和服务体系可以满足头部主播的需求；此外，有赞还帮助快手拓展产业带资源，二者互惠互利。与之相比，淘宝与快手等平台的“矛盾”更大，具体表现在：1) **抽佣比例高**：以 20%佣金为例，淘宝收取约 2.4%的技术服务费，压缩主播的收益（如表 2）；2) **交易数据不共享**：淘宝拒绝向快手等平台提供导流后的交易数据；3) **APP 跳转**：每一次跳转都意味着可能的流量损失。从这样的角度去考虑，不论是抽佣比例、交易数据还是 APP 跳转，有赞与快手的关系都更加和谐，当然快手小店也是非常重要的力量。

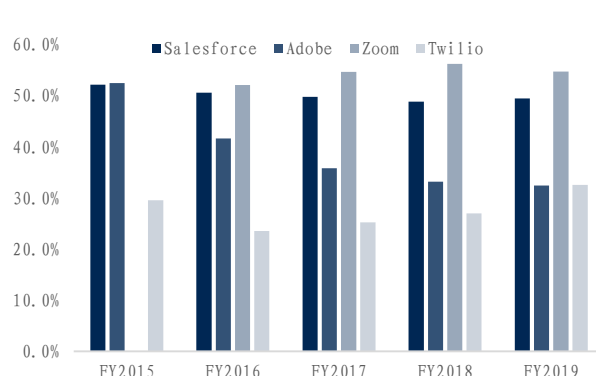
●对于微信和快手，更在意的是整个商业化生态体系的建立，**有赞无疑扮演着开拓者的角色**。对于 SaaS 业务来说，前期销售推广是非常重要的，全球 SaaS 企业的销售费用率都保持在 30-50%之间。对于有赞、微盟来说，目前约 50%销售来自于自有团队，50%来自于渠道代理商，拓展客户是相当重要的一环。无论是微信还是快手，硬铺如此大的财力和人力去开拓 SaaS 业务并不明智。

图 25：有赞销售费用率（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 26：全球头部 SaaS 公司销售费用率

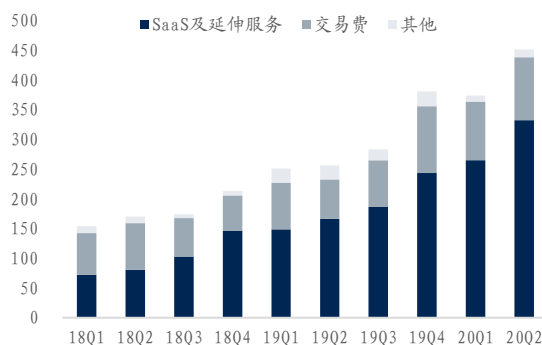


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

财务表现如何？收入高增长、亏损逐步缩窄

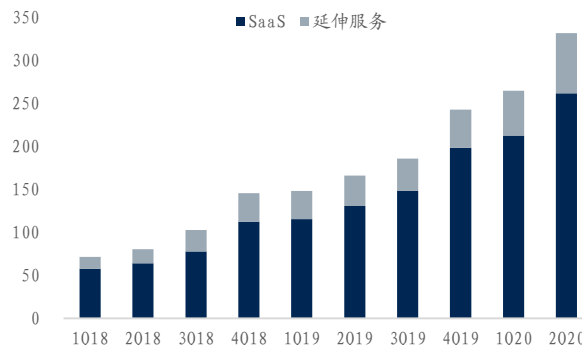
2020 年上半年，公司实现收入 8.2 亿（yoy+62.7%），SaaS 及延伸服务收入 6.0 亿（yoy+89.7%）。SaaS 收入增长，主要由于存量付费商家数量增长，以及新增云服务收费模式导致每位商家平均收益提升。延伸服务收入增长，由 GMV 增长和更多商家使用延伸服务。交易费收入增长，是由于商家使用 SaaS 系统所产生的 GMV 提升，同时部分被原有第三方支付减少所抵消。

图 27：有赞分业务收入（单位：百万）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

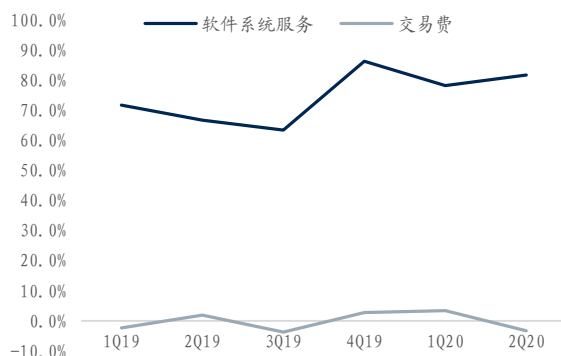
图 28：有赞 SaaS 及延伸服务收入（单位：百万）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理（SaaS 收入包括基础费用及云服务费，延伸服务包括有赞担保等）

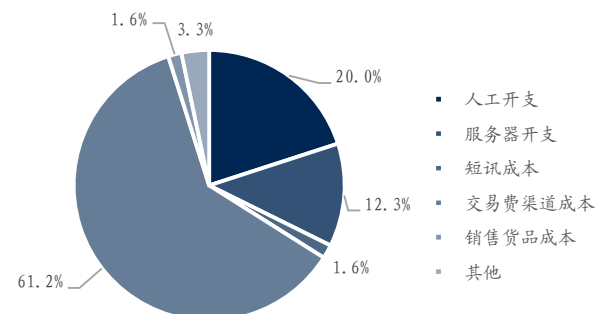
2020 年上半年，公司整体毛利率 59.4%，同比提升 9pct；SaaS 及延伸服务毛利率 80.1%，同比提升 9pct，规模效应显著。整体毛利率提升，是由于高毛利率业务 SaaS 及延伸服务占比提升，而 SaaS 及延伸服务规模效应较为显著，有赞与竞争对手的 SaaS 业务毛利率保持同一水平。而对于交易业务，收入约 GMV 的 0.6%，对接微信支付和支付宝的费用也为 0.6%，整体毛利率维持在个位数。

图 29：有赞分业务毛利率（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

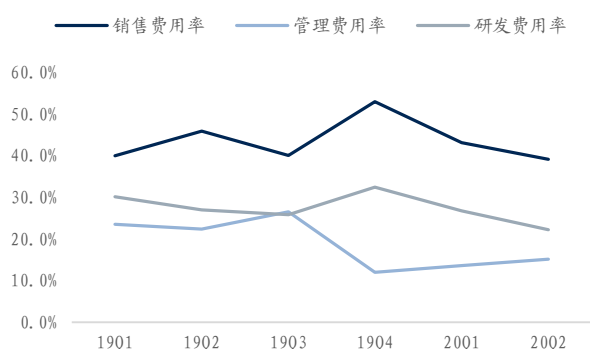
图 30：有赞成本构成（2Q20）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

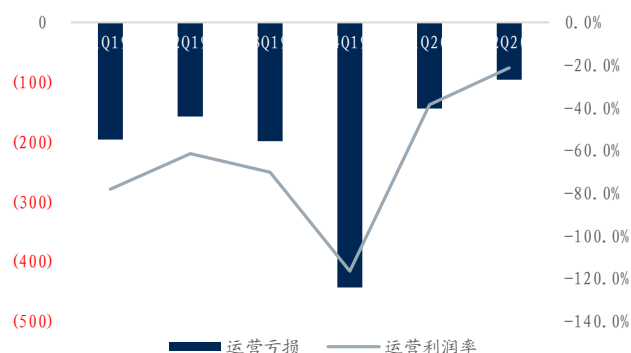
2020 年上半年，公司运营亏损 2.4 亿，运营利润率-29.1%，运营亏损及比率收窄。其中销售费用率同比下降 2.0pct 至 40.9%，管理费用率同比下降 8.5pct 至 14.4%，研发费用率（其他经营开支）同比下降 4.3pct 至 24.2%。随着收入规模提升，费用率改善明显。未来销售费用率有较大下降空间，一般来说续约客户的销售提成比例低于新客户，随着整体存量客户比例提升，销售费用率改善也将逐步提升。

图 31：有赞费用率（单位：%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理（其他经营开支主要是研发费用）

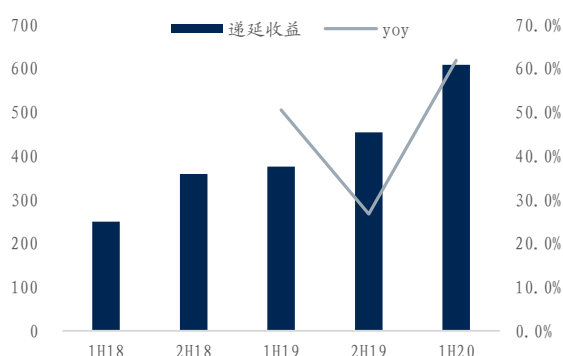
图 32：有赞运营亏损及运营利润率（单位：百万，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

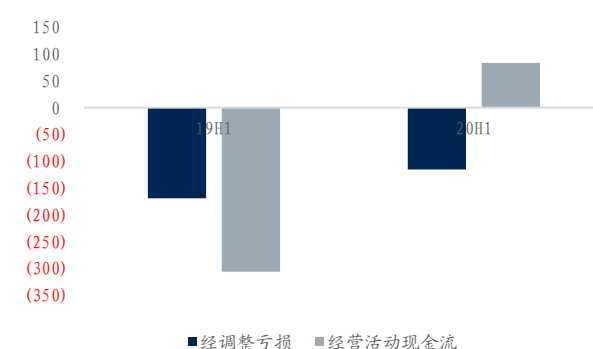
2020 年上半年，经调整年度非通用会计准则亏损约 1.15 亿（前值 1.69 亿），亏损同比收窄；经营活动现金流 0.84 亿（前值-3.06 亿），经营活动现金流同比改善。由于 SaaS 业务采取预收形式，截止上半年，公司递延收益 6.1 亿（yoy+61.9%），整体亏损收窄，经营活动现金流转正。

图 33：有赞递延收益及增长（单位：百万，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 34：有赞经调整亏损及经营活动现金流（单位：百万）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

作为典型 SaaS 公司，有赞具有高毛利率、现金流好等特征。随着收入高速增长，亏损大幅收窄，改善较为明显。由于处于开拓期，目前公司新客销售激励和续约激励差值不大，未来销售费用率有较大下降空间，盈利可期。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

随付费商家及年销售额的增长,估算未来3年GMV复合增速52.4%;(分别占电商规模的1.1%/1.7%/2.3%)其中付费商家未来3年年增长3.0万/3.0万/3.0万,付费商家年销售额未来3年增长40.0%/30.0%/20.0%,对应货币化率1.10%/1.20%/1.30%;

综合来看,20-22年收入增速分别为65.8%/72.1%/52.9%,其中SaaS及延伸服务收入增速分别为82.1%/79.7%/57.4%,交易服务增速分别为47.7%/64.7%/45.3%。(交易服务增长与SaaS收入相匹配,由于原创新支付业务收缩导致20年增速较低);

在销售费用支出上,由于续约率提升(续约渠道代理分成较低)以及延伸服务收入增长,公司的销售费用率预期在20-22年会逐步下降,分别为40.0%/35.0%/30.0%。管理费用支出比率预期也会由于公司收入规模快速增长明显下降,分别为15.0%/10.0%/8.0%。其他经营开支(主要是研发支出)比率也将明显下降,分别为25.0%/20.0%/15.0%。

表 4: 公司 GMV 估算及预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
有赞 GMV (十亿)	18.3	33.0	64.5	123.2	202.9	294.8
yoy		80.0%	95.5%	91.0%	64.7%	45.3%
市占率	0.3%	0.4%	0.6%	1.1%	1.7%	2.3%
电商规模 (十亿)	7,175.1	9,006.5	10,630.0	11,693.0	12,277.7	12,891.5
yoy		25.5%	18.0%	10.0%	5.0%	5.0%
存量付费商家 (千)	41.3	59.0	82.3	112.3	142.3	172.3
qoq		17.7	23.4	30.0	30.0	30.0
付费商家年销售 (千)	444.1	559.5	783.3	1,096.6	1,425.6	1,710.7
yoy		26.0%	40.0%	40.0%	30.0%	20.0%

资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

表 5: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,171	1,941	3,340	5,105
营业成本	563	772	1,159	1,527
销售费用	532	776	1,169	1,532
管理费用	907	1,106	1,332	1,504
财务费用				
营业利润	(996)	(685)	(292)	572
利润总额	(916)	(631)	(277)	499
归属于母公司净利润	(592)	(379)	(166)	300
EPS (每股分)	(3.97)	(2.20)	(0.97)	1.74
ROE	-16.2%	-11.6%	-5.3%	8.8%

资料来源:国信证券经济研究所预测

估值方法及目标价

由于行业及公司处于爆发式增长期，财务指标未来变动较大，当期仍未实现盈利，故传统的估值方法并不适用。综合考量宏观市场环境以及行业发展情况，我们使用“行业估值法”和“市销率法（P/S）”对有赞进行估值：

1）行业估值法

通过预计最终市场规模（或稳态市场规模）、公司市占率及货币化率计算出收入规模，再通过行业最终状态净利润率水平估算出公司净利润，最后再使用市盈法计算出最终市值（或稳态市值）。（亦可以将最终市值折现后得出当前市值）行业估值法主要适用于细分行业发展早期、龙头公司马太效应明显、财务指标有较大优化空间的公司。

我们预计未来 5-7 年国内电商市场规模 14.2 万亿，复合增速 4-6%。我们选取私域流量市场占比、公司市占率以及货币化率作为可变指标，其中私域流量占比分别为 15%/20%/25%（目前先行企业私域流量占比约 5-10%），公司市占率 25%/30%/35%（开店 SaaS 行业市场集中度高），货币化率 1.0%/1.5%/2.0%（如前文，快手带货中淘宝货币化率不高于 2.4%；此处货币化率仅为 SaaS 及延伸服务，不包括支付业务），分情况分析：

表 6：稳态有赞收入规模（货币化率 1.0%情况，单位：十亿）

私域流量占比 / 市占率	25%	30%	35%
15%	5.3	6.4	7.5
20%	7.1	8.5	9.9
25%	8.9	10.7	12.4

资料来源：国信证券经济研究所预测（收入规模仅限于 SaaS 及延伸服务，不包括支付业务）

表 7：稳态有赞收入规模（货币化率 1.5%情况，单位：十亿）

私域流量占比 / 市占率	25%	30%	35%
15%	8.0	9.6	11.2
20%	10.7	12.8	14.9
25%	13.3	16.0	18.7

资料来源：国信证券经济研究所预测（收入规模仅限于 SaaS 及延伸服务，不包括支付业务）

表 8：稳态有赞收入规模（货币化率 2.0%情况，单位：十亿）

私域流量占比 / 市占率	25%	30%	35%
15%	10.7	12.8	14.9
20%	14.2	17.1	19.9
25%	17.8	21.3	24.9

资料来源：国信证券经济研究所预测（收入规模仅限于 SaaS 及延伸服务，不包括支付业务）

综上，我们预计稳态情况下有赞 SaaS 及延伸服务收入 128 亿人民币（私域流量占比 20%，市占率 30%，货币化率 1.5%），按照 30%净利润率（参考微软）、20X PE，计算市值约 768 亿人民币。按照 WACC 8.0%计，5-7 年现值系数分别为 0.58/0.68，对应有赞整体市值 438 亿/515 亿人民币，对应上市公司持股约 51%即 255 亿/296 亿港元，估值区间 1.56-1.81 港币。（由于支付业务毛利率基本不盈利，相关增值服务计入延伸服务，故此部分业务不给予估值）

2) 市销率法

我们选取国内外 SaaS 公司作为可比公司，如 Shopify（电商软件开发商）、Square（移动支付公司）、Salesforce（CRM 软件开发商）以及微盟（电商软件开发商）。可比公司市销率差异性较大，其中微盟精准营销业务占比约 60%，故市销率较低，我们认为 Shopify 与有赞可比性较高，故有赞 20 年 PS 约 40-45 倍较为合理。此处，我们仍以“SaaS 及延伸服务”作为收入基准（20 年 13.55 亿），对应有赞整体市值 542 亿/610 亿人民币，对应上市公司持股约 51%即 307 亿/346 亿港元，估值区间 1.88-2.12 港币。

表 9：可比公司盈利及估值情况一览

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	营业收入			PS		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
SHOP	Shopify	未评级	999.90	1164.00	15.55	25.41	33.20	74.86	45.81	35.06
SQ	Square	未评级	143.19	635.00	47.14	67.35	62.60	13.47	9.43	10.14
CRM	Salesforce	未评级	195.14	1758.00	132.40	170.98	203.01	13.28	10.28	8.66
2013.HK	微盟	未评级	9.86	222.30	14.53	20.59	28.99	15.30	10.80	7.67
平均值								29.23	19.08	15.38

资料来源：公司公告、Wind、彭博、国信证券经济研究所预测（收入预测来自于彭博一致预期，SHOP、SQ、CRM 采用美元计，微盟采用人民币计）

通过多角度估值，得出公司合理估值区间 1.88-2.12 港币，相对目前股价有 14%-28%的溢价空间。我们预计公司 20-22 年每股收入 0.11/0.19/0.30 元，收入增速分别为 65.8%/72.3%/52.9%，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取行业估值法和市销率法计算得出公司的合理估值在 1.88-2.12 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年收入的计算、加权资本成本（WACC）的计算和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

行业竞争加剧

SaaS 软件客单价低，产品同质化程度较高，有赞优势体现在产品设计、迭代和可靠性上，但面临着竞争仍较为激烈。公司在快手等社交渠道市占率较高，并采取云服务收费，若竞争对手进入、竞争加剧，可能会导致部分商家流失；

线下业务拓展不及预期

有赞零售、有赞美业、有赞餐饮等线下业务处于发展初期，投入较大，若拓展不及预期，可能导致公司业绩增长不及预期；

微商城商家流失率改善不及预期

公司与商家共同成长，目标商家（如年销售收入超 48 万）占比持续提升，若微商城商家流失率改善不及预期可能导致收入增速、销售费用率改善不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	5,283	4,654	4,562	5,526	营业收入	1,171	1,941	3,340	5,105
应收款项	0	0	0	0	营业成本	563	772	1,159	1,527
存货净额					营业税金及附加				
其他流动资产	1,054	1,560	2,348	3,075	销售费用	532	776	1,169	1,532
流动资产合计	6,337	6,214	6,910	8,602	管理费用	907	1,106	1,332	1,504
固定资产	61	61	61	61	财务费用				
无形资产及其他	4,161	4,173	4,144	4,144	投资收益				
投资性房地产					资产减值及公允价值变动				
长期股权投资					其他收入				
资产总计	10,499	10,387	11,054	12,745	营业利润	(996)	(685)	(292)	572
短期借款及交易性金融负债					营业外净收支	80	53	14	(72)
应付款项	4	4	4	4	利润总额	(916)	(631)	(277)	499
其他流动负债	6,103	6,623	7,567	8,759	所得税费用	97	70	31	(55)
流动负债合计	6,107	6,627	7,571	8,763	少数股东损益	(324)	(253)	(111)	200
长期借款及应付债券					归属于母公司净利润	(592)	(379)	(166)	300
其他长期负债	493	493	493	493					
长期负债合计	493	493	493	493					
负债合计	6,600	7,120	8,064	9,256					
少数股东权益	241	(12)	(123)	77					
股东权益	3,658	3,280	3,113	3,413					
负债和股东权益总计	10,499	10,387	11,054	12,745					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(1,012)	(702)	(308)	555
资产减值准备	193	0	0	0
折旧摊销	372	372	372	372
公允价值变动损失				
财务费用				
营运资本变动	(354)	7	157	464
其它	185	184	184	184
经营活动现金流	(616)	(140)	404	1,574
资本开支				
其它投资现金流				
投资活动现金流	(52)	(193)	(193)	(193)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	174	(296)	(302)	(417)
支付股利、利息				
其它融资现金流	779	0	0	0
融资活动现金流	954	(296)	(302)	(417)
现金净变动	285	(629)	(91)	963
货币资金的期初余额	431	746	117	26
货币资金的期末余额	746	117	26	989
企业自由现金流	480	(19)	224	780
权益自由现金流	480	(19)	224	780

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益 (分)	(3.97)	(2.20)	(0.97)	1.74
每股红利				
每股净资产	0.21	0.19	0.18	0.20
ROIC				
ROE	-16.2%	-11.6%	-5.3%	8.8%
毛利率	51.9%	60.2%	65.3%	70.1%
EBIT Margin	-85.0%	-35.3%	-8.7%	11.2%
EBITDA Margin	-37.4%	-19.8%	0.3%	17.1%
收入增长	99.7%	65.8%	72.1%	52.9%
净利润增长率	-37.2%	36.0%	56.1%	280.0%
资产负债率	62.9%	68.5%	73.0%	72.6%
息率				
P/E	(37.41)	(67.53)	(153.70)	85.38
P/S	21.86	13.18	7.66	5.01
EV/EBITDA	(58.37)	(66.66)	2,672.41	29.31

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032