

商业贸易

证券研究报告
2021年03月30日

中国有赞 | 为老商家创造价值逐年提升，看好长期发展

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

事件：中国有赞公告 2020 年报，公司 2020 年整体实现营业收入 18.21 亿元，同比增 55.8%；实现营业利润-5.63 亿元，去年同期营业利润-9.96 亿元。

作者
刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

为老商家创造价值逐年提升

2020 年公司实现营业收入 18.21 亿元，同比增 55.8%，营业利润-5.63 亿元，去年同期营业利润-9.96 亿元。分板块来看，订阅解决方案收入 10.48 亿元，同比增 76.6%，主要系付费商家数量增长及商家平均收益提升；商家解决方案收入 7.58 亿元，同比增 33.7%，主要系付费商家数量及商家产生 GMV 增加所致；其他收入 0.15 亿元，同比增 78.1%，主要系餐饮服务及管理服务收益增加所致。

行业走势图



资料来源：贝格数据

分拆来看，订阅解决方案板块，付费商家数量达 97158 家，同比增 18%；商家解决方案板块，2020 年新增付费商户数 59940 家，同比增 10%，有赞连锁新增付费商家数量同比增 300%，有赞零售/美业/教育新增付费商家数量同比增 100%。

单位商家平均收入增长致整体毛利率抬升

2020 全年中国有赞整体实现毛利额 10.82 亿元，毛利率 59.4%，毛利以及毛利率的增长主要得益于高毛利率的订阅解决方案营收占比提升，从 2019 年 50.8%提升至 2020 年的 57.6%。其中订阅解决方案毛利率 76.0%，同比提升 11.8pcts，主要得益于订阅解决方案单位商家平均收入增加，而成本端相对增幅小所致；商家解决方案毛利率 37.3%，同比提升 0.2pcts，主要得益于商家解决方案的增长率高于对应销售成本增长率；其他板块毛利率 18.1%，同比降 5.9pcts。

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:三只松鼠 | 四季度总体扭亏为盈，线上渠道京东盈利天猫边际改善，线下门店实现整体盈利，分销表现靓丽，拐点或已至》 2021-03-30
- 2 《商业贸易-行业深度研究:中公系列深度四 | IT 培训：产业需求旺课程更新快，品牌化专业化势在必行》 2021-03-27
- 3 《商业贸易-行业点评:微盟集团 | 优化营收结构，大客化生态化国际化战略推进》 2021-03-19

资本化合约摊销&上市有赞科技，期间费用率有所增加

2020 年中国有赞期间费用 10.23 亿元，期间费率 56.2%。其中销售费用 7.82 亿元，同比增 46.9%，主要系销售人员增加及资本化合约成本摊销增加所致，销售费用率 42.9%；管理费用 2.41 亿元，同比增 1.9%，主要系扩张导致的人工开支增长及有赞科技上市带来的法律费用及专业费用增加所致，管理费用率 13.3%；财务费用 0.28 亿元，同比增 26.8%，主要系租赁负债以及其他贷款利息，财务费用率 1.5%

风险提示：产品推广不及预期；营收增长不及预期；整合并购不及预期

1. 事件

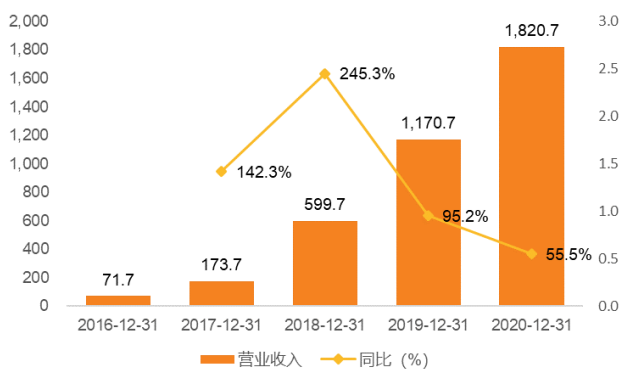
中国有赞公告 2020 年报，公司 2020 年整体实现营业收入 18.21 亿元，同比增 55.8%；实现营业利润-5.63 亿元，去年同期营业利润-9.96 亿元。

2. 点评

2.1. 营业收入：为老商家创造价值逐年提升

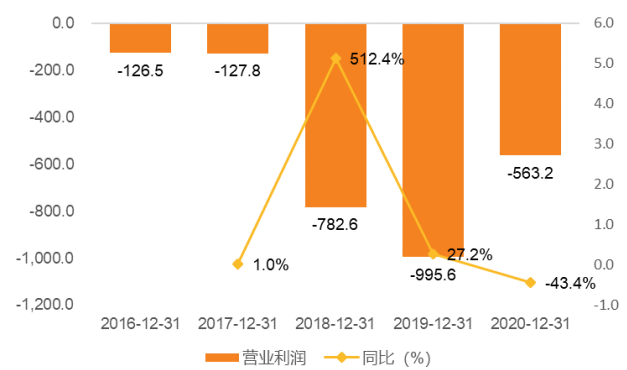
2020 年公司实现营业收入 18.21 亿元，同比增 55.8%，营业利润-5.63 亿元，去年同期营业利润-9.96 亿元。分板块来看，订阅解决方案收入 10.48 亿元，同比增 76.6%，主要系付费商家数量增长及商家平均收益提升；商家解决方案收入 7.58 亿元，同比增 33.7%，主要系付费商家数量及商家产生 GMV 增加所致；其他收入 0.15 亿元，同比增 78.1%，主要系餐饮服务及管理服务收益增加所致。

图 1：2016-2020 年公司营业收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2016-2020 年营业利润（百万元）及增速



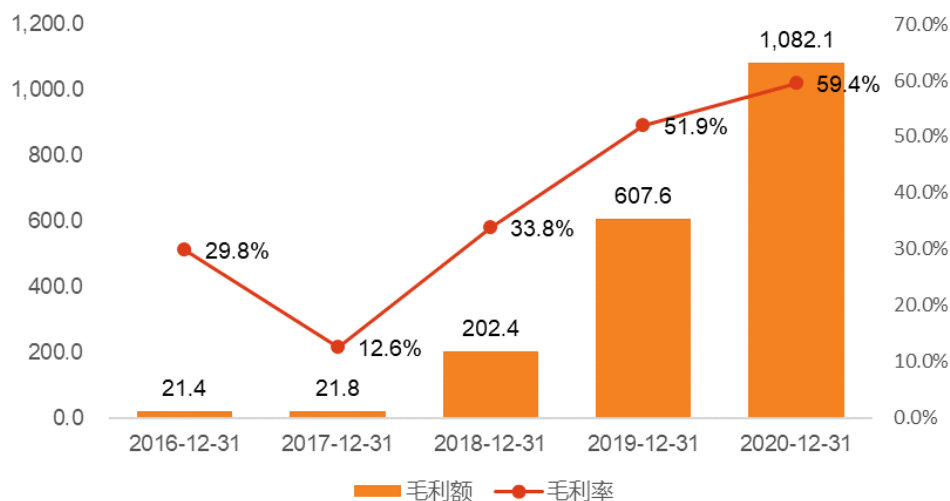
资料来源：公司公告，天风证券研究所

分拆来看，订阅解决方案板块，付费商家数量达 97158 家，同比增 18%；商家解决方案板块，2020 年新增付费商户数 59940 家，同比增 10%，有赞连锁新增付费商家数量同比增 300%，有赞零售/美业/教育新增付费商家数量同比增 100%。

2.2. 毛利率

2020 全年中国有赞整体实现毛利额 10.82 亿元，毛利率 59.4%，毛利以及毛利率的增长主要得益于高毛利率的订阅解决方案营收占比提升，从 2019 年 50.8% 提升至 2020 年的 57.6%。其中订阅解决方案毛利率 76.0%，同比提升 11.8pcts，主要得益于订阅解决方案单位商家平均收入增加，而成本端相对增幅小所致；商家解决方案毛利率 37.3%，同比提升 0.2pcts，主要得益于商家解决方案的增长率高于对应销售成本增长率；其他板块毛利率 18.1%，同比降 5.9pcts。

图 3：2016-2020 年公司毛利额（百万元）及毛利率 (%)

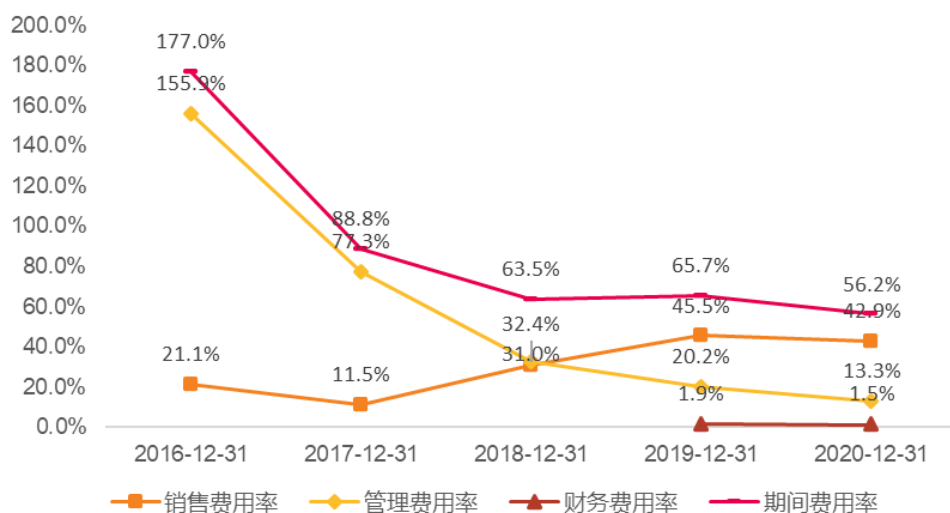


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 费用端

2020 年中国有赞期间费用 10.23 亿元，期间费率 56.2%。其中销售费用 7.82 亿元，同比增 46.9%，主要系销售人员增加及资本化合约成本摊销增加所致，销售费用率 42.9%；管理费用 2.41 亿元，同比增 1.9%，主要系扩张导致的人工开支增长及有赞科技上市带来的法律费用及专业费用增加所致，管理费用率 13.3%；财务费用 0.28 亿元，同比增 26.8%，主要系租赁负债以及其他贷款利息，财务费用率 1.5%

图 4：2016-2020 年公司期间费用率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com