

中国有赞（08083） 公司经营困境反转，视频号或带来新增量

作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 杨雨辰 SAC执业证书编号：S1110521110001



摘要

有赞：背靠腾讯，国内领先的SaaS提供商

主营业务分为社交电商、新零售、美业、教育、国际化业务五大核心板块；社交电商业务-为商家提供各行业私域运营解决方案，帮助商家全渠道搭建线上商城；有赞新零售-以全域营销、导购分销、会员运营作为三大增长引擎，助力零售数字化升级；有赞美业-美业连锁一体化经营解决方案；有赞教育-为教育机构提供经营管理一体化解决方案；国际化业务-跨境电商AllValue。

行业：数字化转型加速，“私域”重要性增加

数字化转型加速，数字化消费潜力逐年提升，零售行业线上渠道重要性增加；四项主要因素驱动商户布局私域，疫情为催化剂；私域价值优势：私域场景提供互动价值-盘活用户资产、促进私域转化、深化用户洞察；私域发展成效：品牌商户普遍受益，各平台构建多元化私域场景

成长逻辑：公司经营困境反转，视频号或带来新增量

成长空间之一：有赞新零售，助力商家全域运营。2021年5月，有赞新零售将成为独立业务品牌，整合有赞零售、有赞连锁、有赞企微助手等产品和解决方案，发布“ONE战略”，选择与零售数字头部服务商上海伯俊软件科技有限公司合作（伯俊深耕线下ERP、OMS和POS三大产品；有赞布局线上，以商城、SCRM、企微和导购为主，形成融合舱）。ONE战略助力有赞实现全域营销、私域运营、商场运营和门店经营的系统组合方案。**我们认为企业目前的难题在于系统破碎化导致内部效率难以提升，有赞新零售解决方案或符合企业降本增效的实际需求。**

成长空间之二：有赞 X 视频号，提供一站式解决方案。疫情影响和5G技术的发展与普及，促进了短视频和直播行业的发展。21年视频号日活用户已突破5亿。根植于微信生态内的视频号迎来互联网红利，快速布局短视频的内容创业与商业化。2022年7月，视频号原生信息流广告上线，支持7种推广目标（包括获客、私域沉淀、直购等）。同月微信小商店上线，带来直播带货功能。**我们认为视频号的发展进一步丰富和推动了微信生态发展，完善了微信生态内的商业闭环，将助力品牌沉淀私域流量、提升商业变现能力。**

投资建议：我们认为，公司业务自3Q22以来持续改善，防疫措施优化有利于公司业务持续恢复，腾讯视频号上线有望带来新增量。彭博一致预期为23E-25E收入为15/17/18亿元，净利润为-0.05/0.13/0.27亿元，建议关注。

风险提示：1) ARPU与签约企业数量下降；2) 宏观经济波动；3) 相关测算基于主观假设，仅供参考。

目录

1. 公司简介：背靠腾讯，国内领先的SaaS提供商

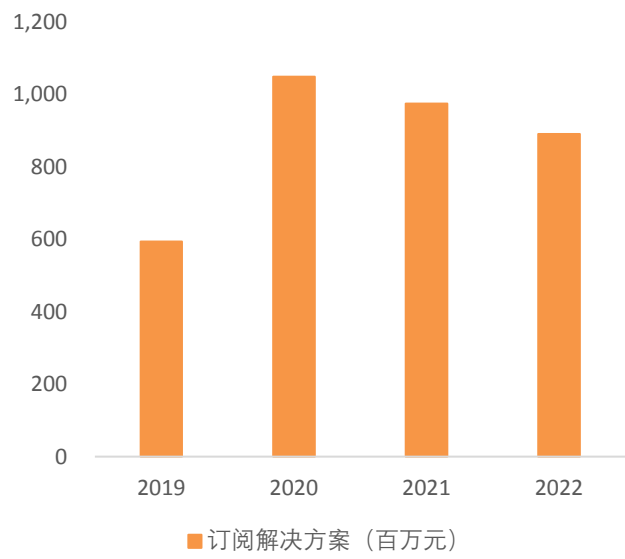
2. 零售行业：数字化转型加速，“私域”重要性增加

3. 成长逻辑：公司经营困境反转，视频号或带来新增量

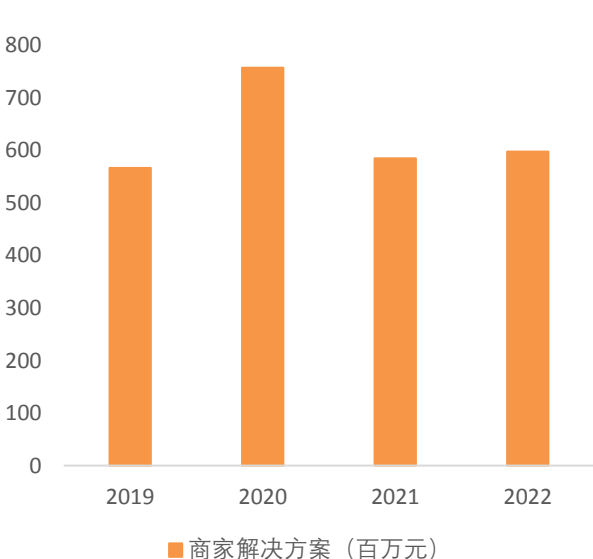
4. 盈利预测、可比公司估值及风险提示

公司概况：商家解决方案与订阅解决方案构成公司核心业务

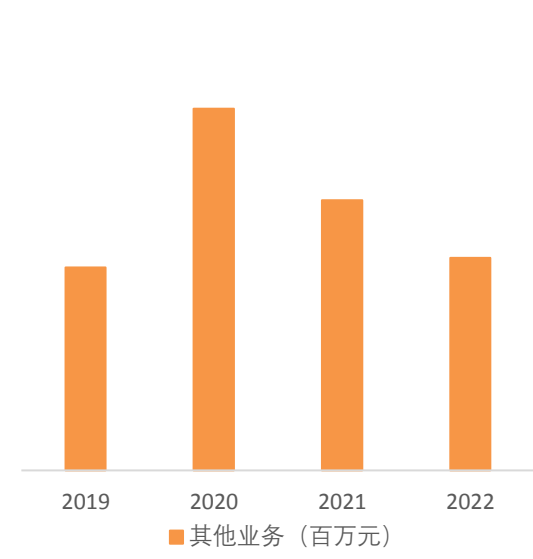
商家解决方案 (39.9%)



订阅解决方案 (59.5%)



其他业务 (0.6%)





为商家提供多项增值服务，如交易、广告、流量货币化等



交易费、广告返点、服务费



为商家提供SaaS及相关服务



固定认购费及额外云服务



食品销售、管理服务

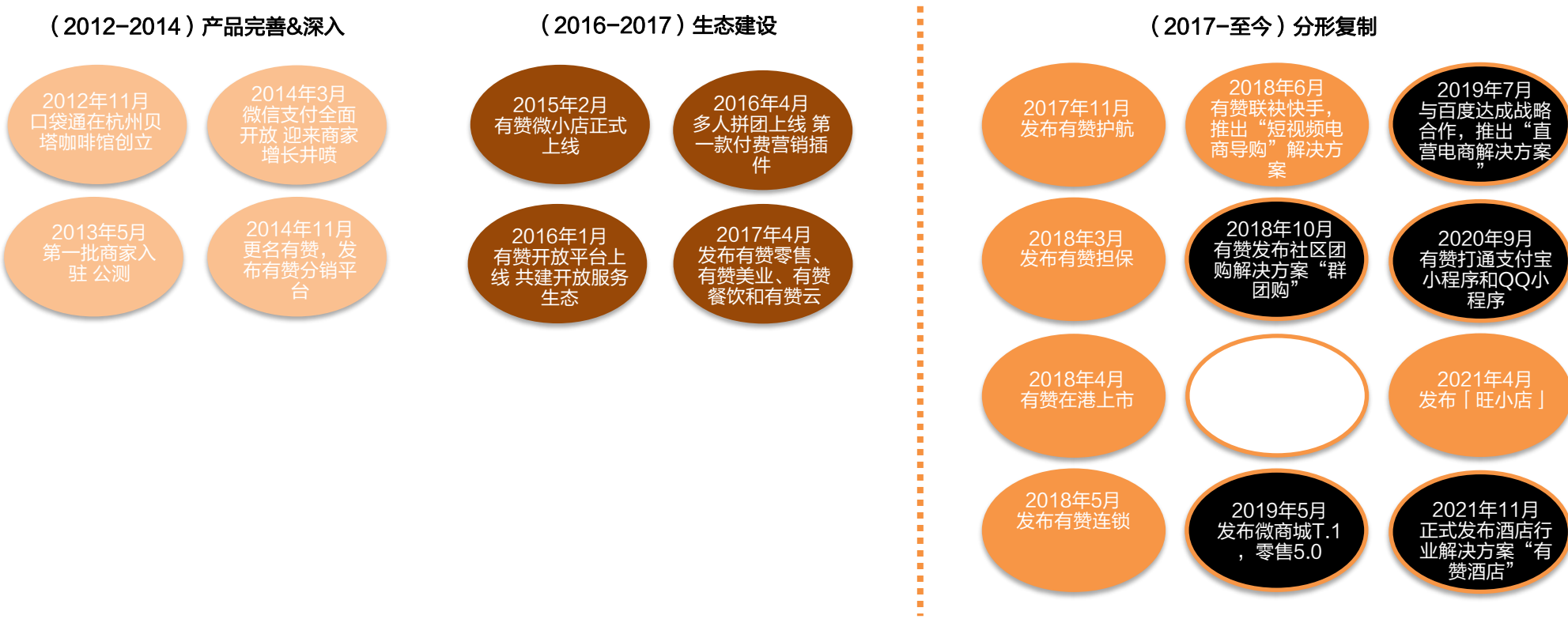


销售收入、管理服务

1.1 公司简介：致力于成为商家服务领域最被信任的引领者

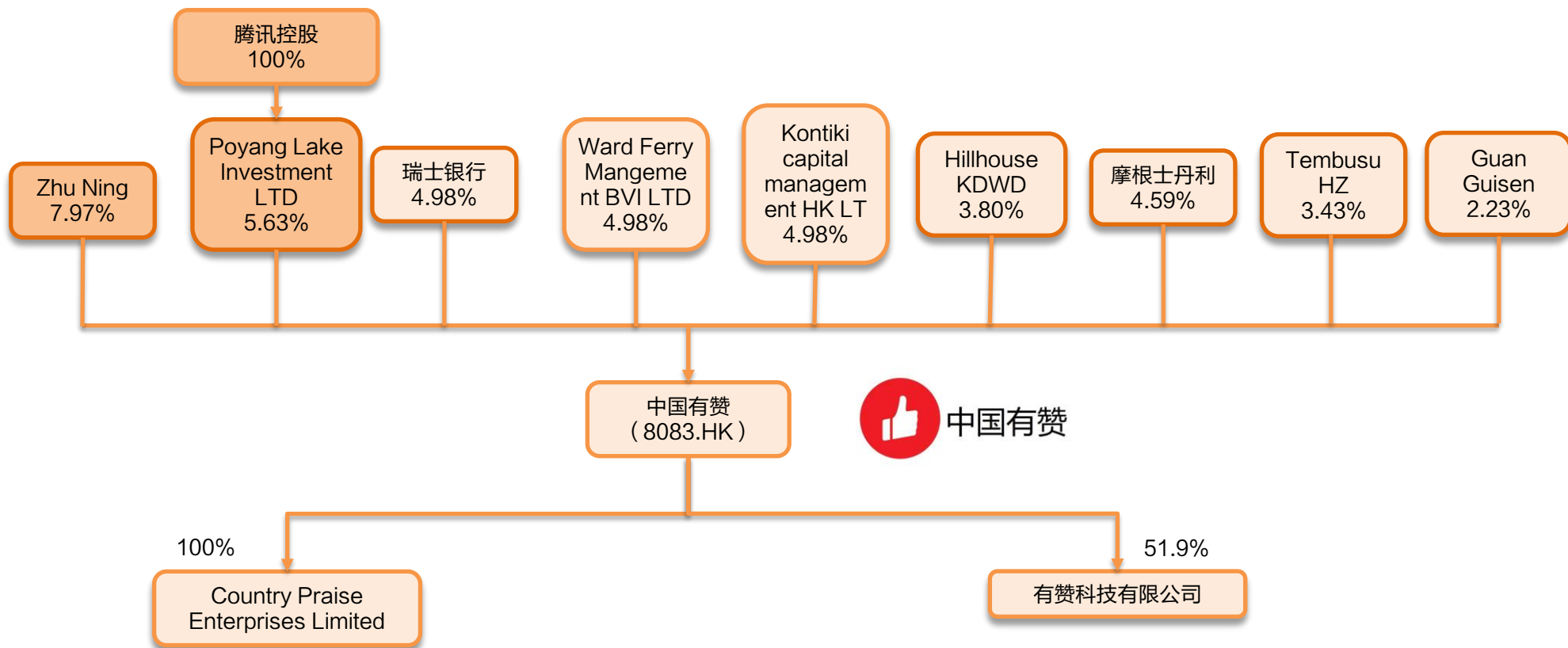
- 中国有赞向商家提供基于社交网络的全渠道SaaS系统、PaaS云服务和一体化的新零售解决方案，帮助商家私有化顾客资产、拓展互联网客群、提高经营效率。目前拥有社交电商、新零售、美业、教育及有赞国际化五大业务体系，通过旗下的社交电商、门店管理和其他新零售SaaS软件产品、解决方案及服务，全面帮助商家解决在移动互联网时代遇到的推广获客、成交转化、客户留存、复购增长、分享裂变等问题。2012年至今，有赞产品不断完善与迭代，实现产品生态建设与分型复制。

图：微盟发展历史



1.2 股权结构：创始人为第一大股东，腾讯为重要股东+合作伙伴

- **腾讯为第二大股东，投资入股增进合作：**2019年4月，腾讯通过旗下全资子公司Poyang Lake Investment Limited认购中国有赞10.37亿股，每股价格为0.53港元，出资额约为5.49亿港元，截至2022年12月31日持股5.63%。有赞将为腾讯补上更多实体零售的应用场景，对于腾讯“智慧零售”来说，有赞将成为其做实体零售“数字化助手”的一环。
- **拟收购有赞科技，进一步强化股东价值。**中国有赞于5月23日公告，以每股0.18港元溢价发行约145.5亿股，收购有赞科技约48.10%股权。收购完成后，中国有赞将持有有赞科技100%股权。



1.3 管理层概况：管理层互联网从业经验丰富

- 管理层普遍具备专业背景与丰富从业经验，截至2022年12月31日，创始人朱宁持股7.97%，联合创始人崔玉松持股1.36%。有赞核心高管团队拥有广泛的产品研发、运营管理、财务管理等专业知识和从业经验。

图：有赞管理层情况（截至2022年12月31日）

	职务	简介
朱宁	董事会主席、执行董事兼首席执行官	• 40岁，有赞集团创始人，负责制订集团整体发展规划、业务战略及日常管理。 • 毕业于河南广播电视大学。 • 在成立有赞集团前，曾担任支付宝产品体验规划师及百度交互设计师，于互联网领域（包括但不限于线上支付、电子商务、互联网社区及线上搜索服务）有着丰富经验。
崔玉松	执行董事兼首席技术官	• 36岁，有赞集团联合创始人，负责有赞集团之技术储备、人工智能及产品策略规划以及研究及开发团队管理。 • 毕业于绍兴文理学院，拥有管理学学士学位。 • 加入有赞集团前，曾于支付宝、阿里云及淘宝网担任若干研发或研发管理职位。
俞韬	监察主任、执行董事兼首席财务官	• 35岁，负责有赞集团之财务规划及管理、投资与投资者关系。 • 毕业于南开大学，拥有会计学学士学位，并分别为加拿大特许专业会计师公会及加拿大注册会计师协会之会员。 • 2014年加入有赞集团任职首席财务官，并负责有赞集团之财务规划及管理、投资与投资者关系。 • 加入有赞集团前，曾任职于安永会计师事务所、ShantuiEquipment Southern Africa (Pty) Ltd及支付宝。
应杭艳	执行董事兼首席服务官	• 41岁，负责负责帮助中心的管理、人才开发及组织运营。 • 毕业于北京工商大学，获得经济学学士学位及工程学硕士学位（主修管理科学与工程）。 • 2014年加入有赞集团任职首席服务官，负责有赞集团之客户服务管理及合约合规。 • 加入有赞集团前，曾于利盟打印机（深圳）有限公司、华润新鸿基房地产（杭州）有限公司及唐硕教育任职。

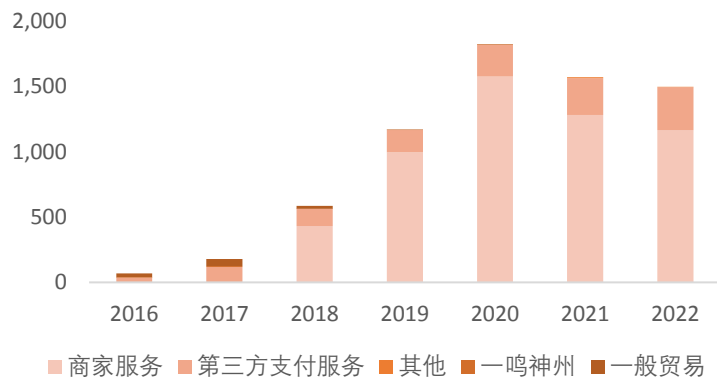
1.3 主营业务：上市公司三次改朝换代，有赞控股后主营业务为商家服务

- **上市公司三次改朝换代。**有赞借壳的上市公司“中国创新支付（8083.HK）”是一间主营业务为网络支付牌照运营的香港创业板上市公司。中国创新支付也是通过借壳取得的上市公司控股权，其借壳的前身是“矽感科技”。
- **曾计划母公司私有化后子公司主板上市，后在多重因素下停止推进。**2021年2月26日中国有赞发布公告称将私有化并除牌，撤回在联交所GEM的上市地位。2月28日，中国有赞的非全资附属公司有赞科技向联交所递交主板上市申请。**21Q3财报数据不及预期以及低迷的二级市场表现，让有赞的转板进程受到了影响。**21年12月22日晚，有赞发布公告称考虑上市申请的进度已经无法于约定日期前完成有赞科技上市及中国有赞私有化进程，故决定不再推进本次私有化及有赞科技上市的进程。
- **公司业务由五个经营分部组成：**1)商家服务－通过有赞集团于中国提供各种SaaS产品和综合服务；2)第三方支付服务；3)一鸣神州－提供第三方支付系统解决方案及销售综合智能销售点装置；4)一般贸易；5)其他。**有赞控股后主营业务为商家服务，2022年占比为77.9%。**2020年起公司收入划分更改为商家解决方案、订阅解决方案及其他。按此口径看业务占比，2022年订阅解决方案占比59.5%，商家解决方案占比39.9%，其他业务占比0.6%。

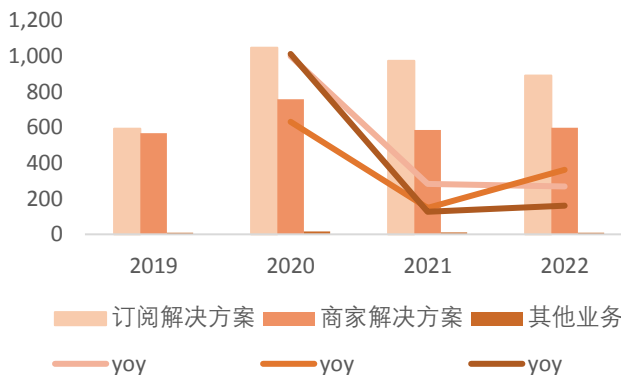
图：上市公司控股股东两次易主



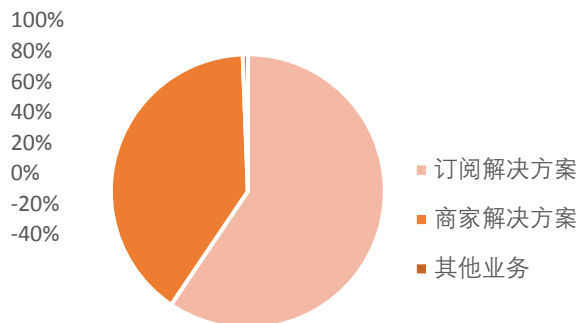
图：业务划分变更前收入拆分（百万元）



图：业务划分变更后收入拆分及增速（百万元）



图：2022年各业务占比



1.3 业务梳理：社交电商业务-帮助门店商家数字化升级，打通线上线下

- 公司主营业务可进一步细分为社交电商、新零售、美业、教育、国际化业务五大核心板块。
- 收费方式：**实行统一售卖的模式（客户付费可以同时获得微商城和小程序商城）。有赞小程序分为3个版本，满足不同发展阶段商家的需求：**基础版6800元/年**，适合个人或者3人以下的运营团队，满足商品销售、业务管理、推广营销等基本经营需求；**专业版12800元/年**，相比于基础版本增加了会员储值、礼品卡等复购工具和推广经营等数据工具，适合成长型商家、有门店的商家，满足商家推广、成交、留存、复购、分享裂变等核心需求；**旗舰版26800元/年**，在专业版的基础上增加了社区团购的营销玩法，商家可以免费使用最新更新的功能，适合有多个经营场景，需要规模化扩张的成熟商家，满足商家创新营销玩法等深度经营需求。
- 社交电商业务：**为商家提供各行业私域运营解决方案，帮助商家全渠道搭建线上商城，支持微信小程序店铺、支付宝小程序店铺、百度小程序店铺、QQ小程序店铺、小红书小程序店铺、微博小店以及H5店铺。社交电商解决方案帮助商家进行精细化会员运营，提升消费者的客单价和复购率。有赞帮助商家建立在内容平台获取流量的能力，通过对接更多的内容平台，扩充经营获客的场景。同时，通过有赞提供的分享裂变工具，商家获取了社交电商的生意增量。
- 有赞微商城-全行业全场景的私域经营解决方案：**有赞微商城提供多种营销玩法促进成交转化，包括拼团、裂变优惠券、积分商城等。商家可以使用有赞微商城在微信小程序、小红书等平台的直播场景下进行销售，提升运营效率。其中，微信视频号直播的交易额增长显著，逐渐成为商家运营私域流量的重要渠道。

图：有赞微商城提供六大功能

社交电商

在社交平台内容种草，粉丝跳转商城直接购买。用口碑传播+裂变工具引爆社交传播，老客户带新客，实现爆发式增长。

直播商城

集预热、互动、购物、裂变营销为一体，既能用视频号等直播卖货，也能嫁接到爱逛等直播平台，边播边卖。

品牌B2C商城

帮品牌商搭建私域官方旗舰店，融合品牌形象，实现全渠道卖货+多场景营销+智能数据分析，直面消费者，把会员握在自己手中。

二级分销商城

把会员变成分销员，让分销员自己发展分销员，实现人人分销，利用全体会员力量，为商城吸引引流。

社区团购商城

量身打造团购小程序，让商家轻松管理团长/商品/订单/售后/财务等。省去门店和中间渠道，依托团长社交关系推广卖货，成本低、启动快。

同城O2O商城

覆盖烘焙、轻餐饮、药店等行业，基于LBS定位覆盖同城，实现小程序下单+同城配送/到店取货/堂食打包等，线上线下一体化经营。

图：有赞微商城打通微信、微博、视频号等10+推广渠道


微信小程序
流量大/易推广/体验好
传播快，电商卖货优选


支付宝小程序
12亿支付用户利好门店
官方扶持瓜分千万流量


H5商城
电脑端、手机端、任何浏览器都能访问，方便获客


公众号商城
内容营销高效获客
粉丝下单轻松变现


自营外卖商城
堂食点单/同城配送
省去平台抽佣


App商城
快速接入营销、支付能力
无需额外开发商城App


小红书小程序
内容种草直达商城下单
号店一体有效转化

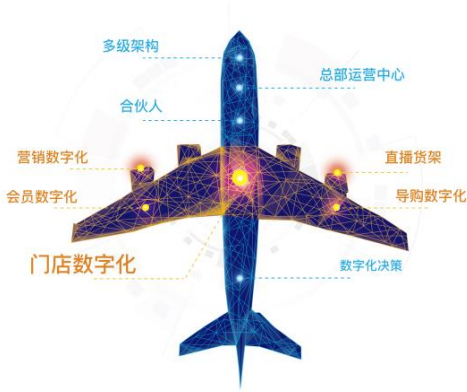
1.3 业务梳理：有赞新零售-技术驱动零售数字化转型

- **有赞新零售**：以全域营销、导购分销、会员运营作为三大增长引擎，从公域到私域，从在店到离店，从前台到后台，全方位创造增量价值，助力零售数字化升级。有赞新零售聚焦鞋服、百购、母婴、蛋糕烘焙、酒水、医药、美妆、家电8大行业及各细分领域，并深度陪跑1000多家企业，沉淀出代表各个行业“最佳实践的”产品和服务解决方案。
- **有赞连锁-连锁品牌多门店管理、多渠道增长数智化经营系统**：满足各行业、各业态连锁品牌的经营需求，包括服饰鞋包、母婴亲子、食品快消、美妆护肤、酒水饮料、百货商场、数码家电等。
- **有赞微企助手-实现企业微信的私域精准营销**：全面升级企业微信能力，加速流量转化，帮助商家获得更多销售机会。
- **有赞导购助手-升级导购能力促进转化**：提供一系列自动化、高效的专属导购功能，加强自动化营销。
- **有赞CRM-为品牌搭建私有客户池**：从人群到场景，精细化运营层层激活客户购买；智能化会员成长，让会员持续到店消费，实现单客价值最大化。

图：有赞新零售业务旗下软件



图：有赞连锁品牌数字化核心架构



图：有赞微企助手帮助商家打造私域营销闭环



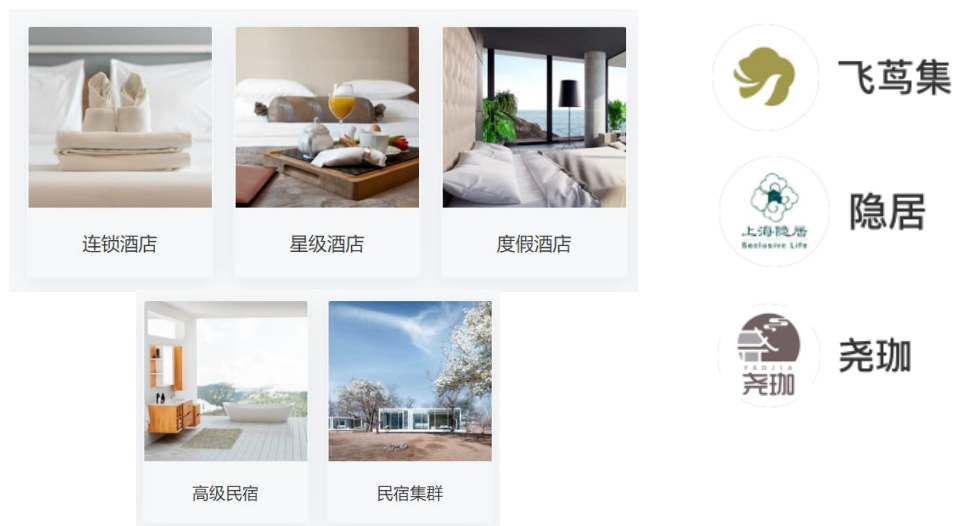
1.3 业务梳理：拓展本地生活板块-有赞美业、有赞酒店

- **有赞美业-美业连锁一体化经营解决方案**：有赞美业服务了包括美容美体、医疗美容、养生保健、美甲美睫、美发造型等细分的美业商家，有赞对美业商家经营场景有深入的认知和理解，并在美容、美甲领域提供具有领先水平的软件产品和一站式解决方案。为拓展美业市场，有赞搭建了成熟的且具有一定规模的美业领域的直销团队和渠道代理商网络。截止到2021年底，有赞美业付费商家数量超过五千家。
- **有赞美业软件用科技赋能员工，大幅提升经营效率**：为商家解决多项经营需要，包括业绩提成、员工排班、开单收银、网点门店管理等。
- **有赞酒店-多业态酒店新零售方案**：有赞于2021年11月推出酒店行业解决方案“有赞酒店”，覆盖在线订房、房券销售等酒店商家核心经营环节，提供自助经营、场景消费、复购增购、渠道整合等功能。

图：有赞美业支持多业态多场景



图：有赞酒店适用商家及已服务的部分客户



1.3 业务梳理：有赞教育-专注招生、教学的解决方案

- **有赞教育：**有赞教育为教育机构提供经营管理一体化解决方案，覆盖教培行业的招生、教学、服务核心经营环节（包括招生拓客、线索管理、在线课堂、教务管理、学员管理及互动督学），提供线上全渠道推广、多形态在线授课、教务系统及督学互动工具等。
- 在2021年的双减政策影响下，有赞教育积极调整发展方向，主要服务于少儿素质教育及成人职业培训类型的教育机构，持续优化营销场景，重点完善教务、学员管理、家校服务等功能，并针对连锁机构升级了多校区管理能力。除了完善产品能力，有赞教育还持续升级对线下教培机构的服务内容，助力教培机构提升学员数量。2021年，使用有赞教育的教培机构数量同比约翻倍增长，其中连锁客户占比提升，并在美术、体育、营地等细分行业获得区域头部客户。目前，有赞覆盖教培行业的招生、教学、服务核心经营环节。

图：有赞教育服务于各类教育培训机构



图：有赞教育部分客户



1.3 业务梳理：国际化业务-跨境电商AllValue

- **AllValue-跨境独立站直连全球消费者：** 国际化业务产品AllValue是一站式跨境电商独立站建站SaaS工具，面向跨境电商卖家提供独立系统和商家服务，帮助客户快速构建直面消费者的电商网站、开展广告投放与社交营销、运营私域流量、连接全球支付及物流；用精细化客户运营的工具与方法提升单客价值贡献，在国际市场加速获得新增长。

图：AllValue快速建站功能



免费模板
丰富模板一键使用，覆盖3C、服装、美妆、家居等多个行业，轻松打造海外用户喜爱的品牌商城。



极致移动
丰富多样的移动店铺模板，符合用户喜好的移动购物体验，打造高转化率移动官网。



全球化支付
支持全球200多个国家货币支付、信用卡刷卡和PayPal支付，快速打通全球市场，让海外消费者无忧下单。



极速建站
拖拽式装修组件快速搭建，无需开发基础，20分钟完成您的品牌独立站。



速度保障
全球CDN加速，服务器遍布美国、德国、澳大利亚、新加坡、日本、中国等国家，在地球上任何国家，实现网站最快速度访问。



全渠道建站
支持PC、移动、H5、微信小程序、App店铺，全场景覆盖，覆盖全渠道经营场景，占据每个流量入口，订单高效转化。

图：AllValue推广功能



媒体对接
打通海外主流社交媒体流量平台，多渠道推广扩大官网曝光，开启社交裂变营销，提升品牌知名度。



社交营销
有赞AllValue提供海量网红资源、社群资源，快速启动海外推广，开启分享裂变玩法，实现社交全渠道获客。



广告投放
丰富优化经验的广告投手团队，协助您完成Facebook、Google、Instagram、Twitter等开户及广告投放业务，从SEM、SNS广告投放优化、KOLKOC开拓、粉丝页内容运营等全方位助力出海营销。



分销联盟
多级分销联盟，快速招募全球分销员帮您销售，低成本实现获客裂变。



内容营销
深耕内容渠道，支持多样化内容营销，提升营销转化率。



营销工具
多人拼团、邮件营销、弹窗广告、限时秒杀等，支持多样化营销功能。

图：AllValue运营管理功能



客户建联
提升连接的客户数量，拓展企业触达客户的能力。



顾客推荐
通过老顾客推荐拉新，在关键领域提高影响力。



店铺管理
移动端后台，实时掌握订单信息、商品数量、物流货态，无论您身在何处，都可以轻松管理订单、发货和付款。



单客价值
优惠券、满减优惠、直播购物等丰富的营销工具，刺激重复下单，提升单个客户总价值，和客户的复购率，让出海营销和转化变得更简单。



会员机制
会员标签，分群分层管理实现定向营销，培养忠实粉丝，提升复购率。



数据看板
核心数据分析，店铺运营情况一目了然，数据全面洞察，了解私域用户的动态与需求。

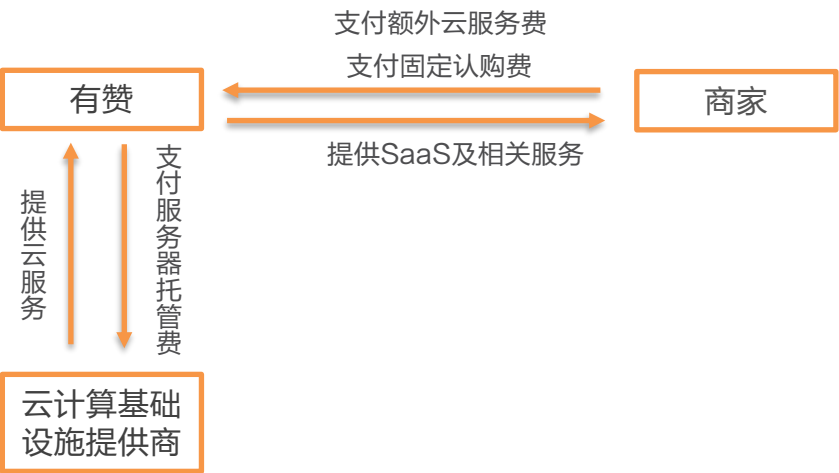
1.3.1 订阅解决方案：有赞新零售、有赞新商城为核心业务

订阅解决方案

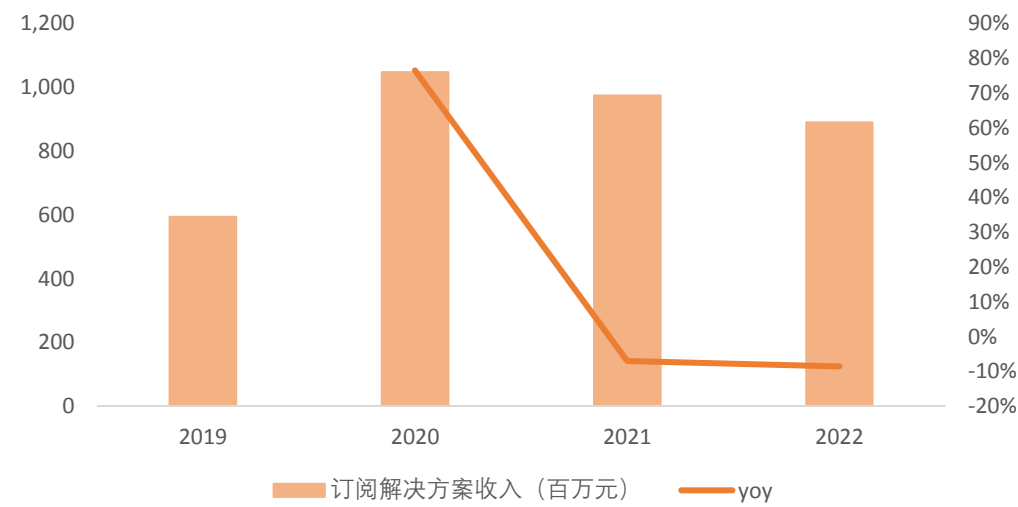
业务模式及收费方式

- 有赞向付费商家提供SaaS及相关服务，负责提供云端软件，向外部云计算基础设施提供商支付服务器托管费用，以确保所有付费商家可平稳运行及访问SaaS。
- 订阅解决方案收益包括固定认购费及额外云服务费。固定认购费通常于向商家提供服务之日开始的合约期限随时间推移按同等比例确认。有赞向商家收取可变云服务费，该费用通常根据通过SaaS产品处理的交易数量计算。有赞亦为付费商家提供基于标准化SaaS产品之定制服务。当定制SaaS产品之控制权转移予付款商家时确认收益。
- 2022年，订阅解决方案收入为人民币8.90亿元，同比减少8.6%。

图：有赞订阅解决方案收费方式



图：订阅解决方案收入及增速



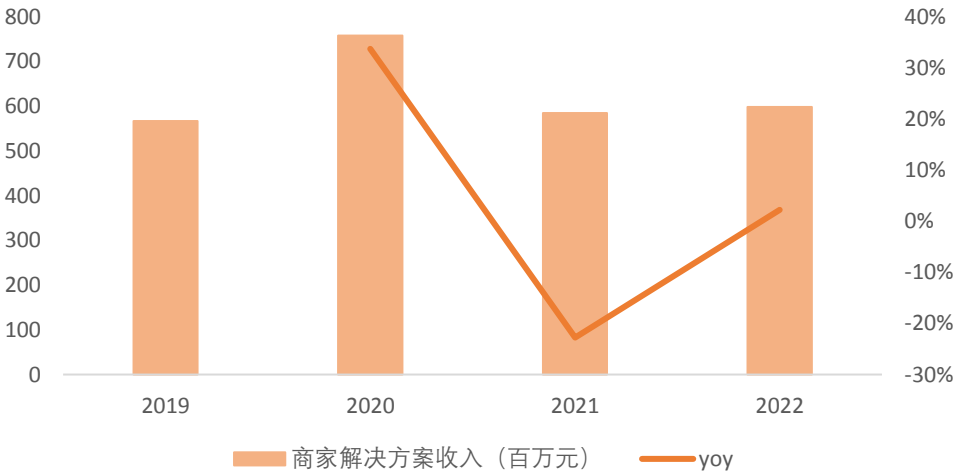
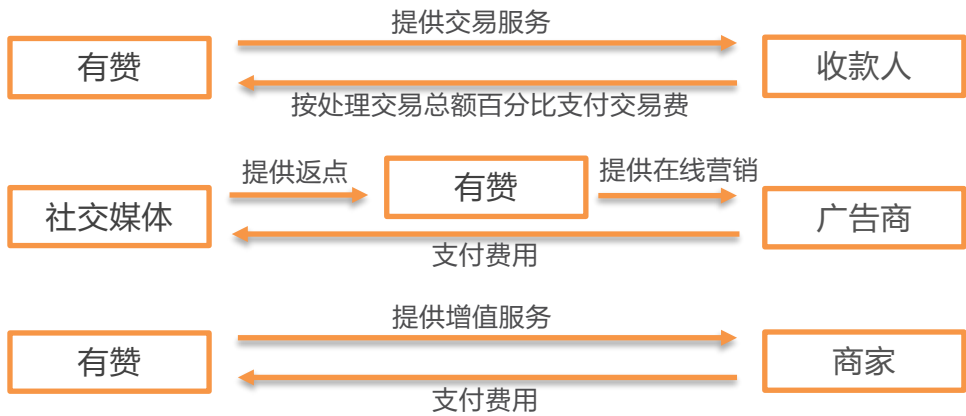
1.3.2 商家解决方案：提供多项增值服务，解决付费商家线上及线下业务需求

商家解决方案

业务模式及收费方式

- 有赞提供多项增值服务，解决付费商家线上及线下业务需求，包括交易服务、广告、线上流量货币化、商品采购及分销、消费者保护及POS设备销售。
- 交易服务：**有赞提供交易服务帮助收款人于各种支付场景下接受、处理及结算付款人的支付交易，交易费收益随著交付交易服务时确认。有赞向收款人收取的交易费通常按处理的交易总额的百分比计算。有赞亦负责处理收款人交易之成本，并将该等成本计入销售成本。
- 广告：**有赞向广告商提供在线营销服务，广告按照社交媒体的规定收费。社交媒体则根据广告商的总花费就社交媒体服务以预付款形式向有赞提供返利，广告商通常须提前支付在线营销服务。
- 其他增值服务：**包括线上流量货币化（有赞客）、商品采购及分销（有赞担保）、消费者保护（有赞担保）等。商家于消费者接纳或收到向商家购买的相关商品或服务时受益于上述服务，因此服务收益于相关订单结算时的时间点确认。
- 2022年，商家解决方案收入为人民币5.98亿元，同比增长2.2%。

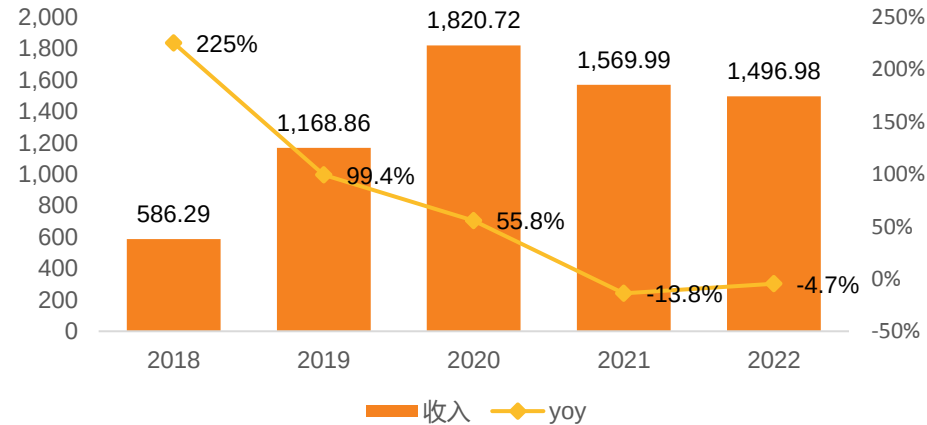
图：微盟商家解决方案收费方式



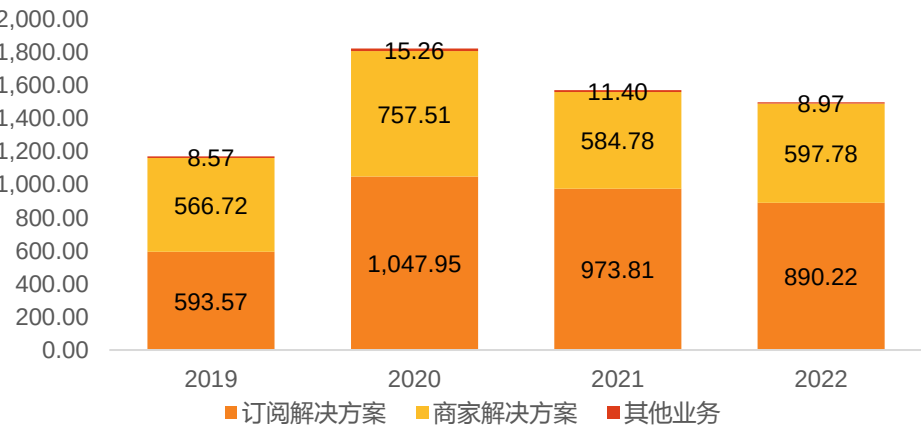
1.4 财务数据：收入短期承压，产品结构优化毛利率提升

- 订阅解决方案收入减少，整体收入短期承压：2022年，有赞实现总收入 14.97亿元，同比减少4.7%，主要因订阅解决方案收入减少所致。订阅解决方案收入为8.90亿元，同比减少8.6%；商家解决方案收入为5.98亿元，同比增加2.2%。
- 收入结构优化，整体毛利率提升。2019–2022年，有赞毛利率较高的订阅解决方案业务收入占比从50.8%上升至59.5%，拉动整体毛利率从50.8%上升至64.3%。分业务来看，2022年订阅解决方案毛利率为74.1%，同比增加2.6pcts；商家解决方案毛利率为50.0%，同比增加6.3pcts，主要由于成本结构优化令交易服务毛利率上升及有赞私域运营收益提升。

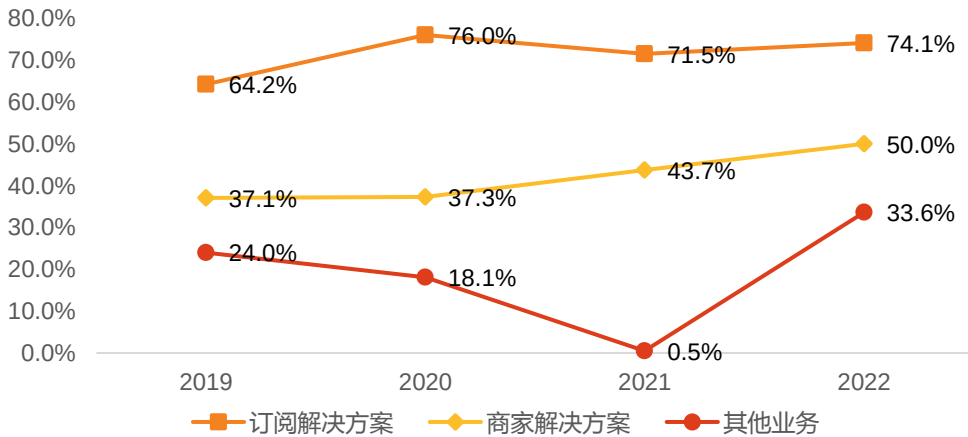
图：总收入及增长率（百万人民币）



图：有赞各业务收入（百万元）



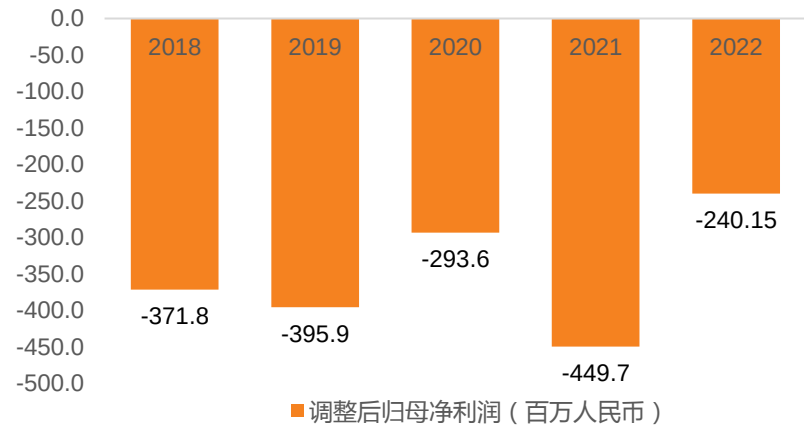
图：有赞各业务毛利率



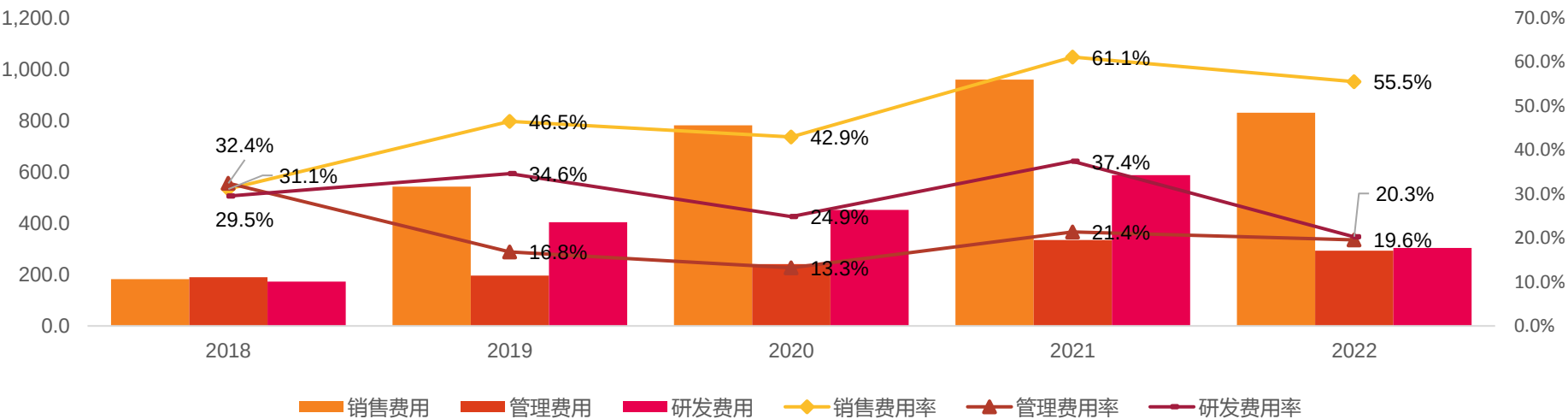
1.4 财务数据：销售费用率保持较高水平，组织架构优化下经营效率提升

- 销售费用率呈上升趋势，保持较高水平，22年略有回落。2018-2022年，销售费用率从31.1%上升至55.5%。22年销售费用同比下降13.4%，主要由于推广及广告开支减少、销售人工开支减少以及渠道佣金开支减少。
- 组织架构优化下，22年研发费用率大幅降低。有赞于22年初进行组织架构调整，聚焦投入资源于目标客群的核心场景需求，研发费用率从2021年同期37.4%下降至20.3%。

图：有赞调整后归母净利润（百万元）



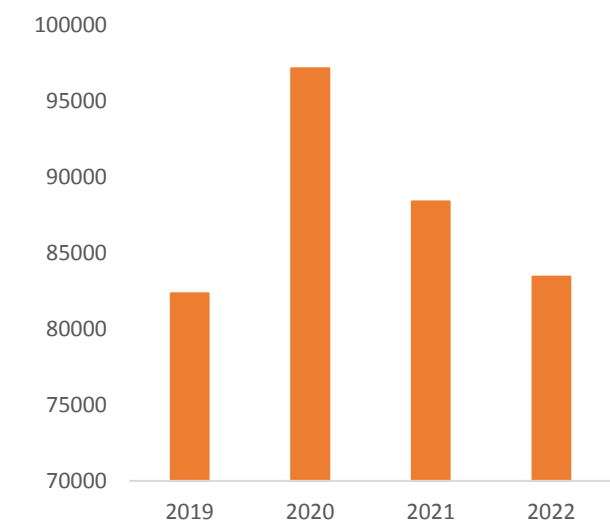
图：有赞各费用支出（百万元）



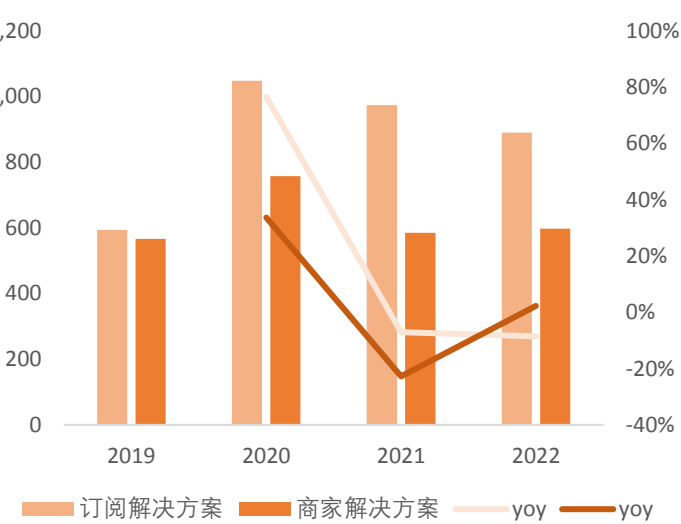
1.5 运营数据：付费商户数回升，GMV有望持续增长

- 订阅解决方案：**2021-2022年，收入由9.74亿元减少至8.90亿元，同比减少8.6%，主要因云服务收入减少以及SaaS订阅费的减少；**商家解决方案：**2021-2022年，收入由5.85亿元增加至5.98亿元，同比增加2.2%，与2022年GMV增长基本保持一致；
- 付费商户数：**2021-2022年，付费商户数由88395家减少至83439家，同比减少5.6%。其中，订阅电商SaaS的商家占比约为63%，订阅门店SaaS（包括有赞连锁、有赞零售、有赞美业、有赞教育等）的商家比例约为总商家比例的37%。
- GMV：**2022年，商家通过有赞的解决方案产生的GMV达到1014亿元，其中非快手渠道的GMV同比增长约19%。门店SaaS的GMV达到425亿元，占比约42%。

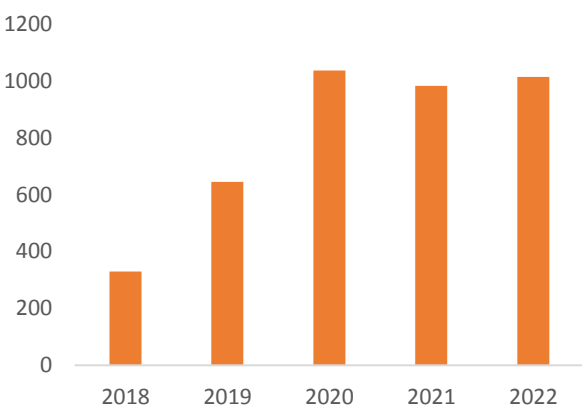
图：有赞付费商家数量（家）



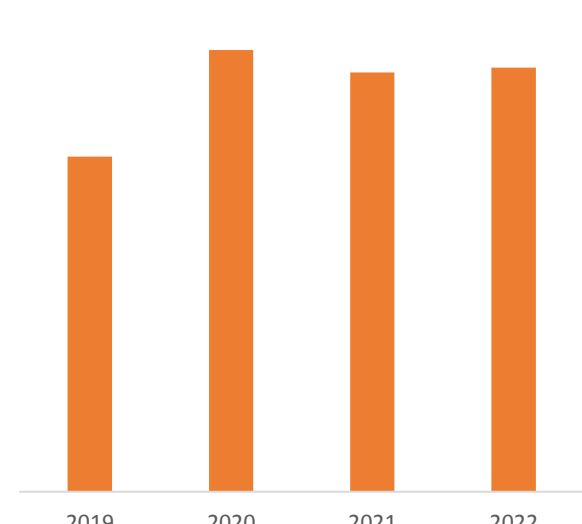
图：有赞各业务收入及增速（百万元）



图：有赞解决方案产生的GMV（亿元）



图：有赞解决方案的ARPU（元）



1. 公司简介：背靠腾讯，国内领先的SaaS提供商

2. 零售行业：数字化转型加速，“私域”重要性增加

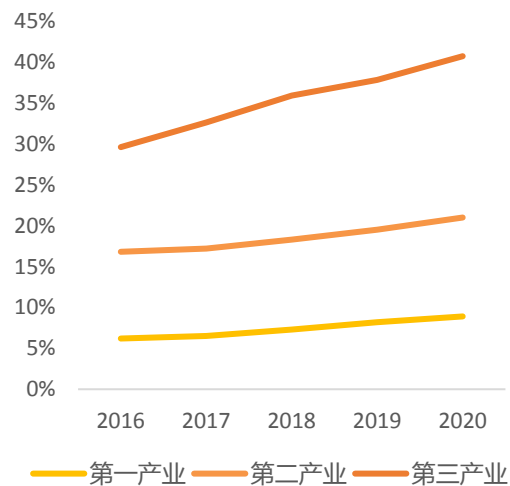
3. 成长逻辑：公司经营困境反转，视频号或带来新增量

4. 盈利预测、可比公司估值及风险提示

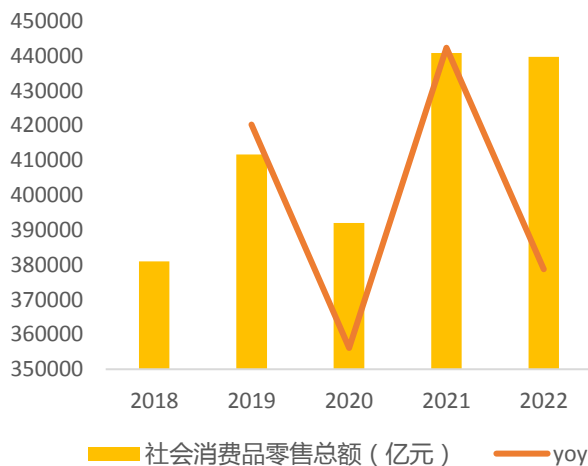
2.1 私域是如何发展起来的？（一）数字经济发展蓬勃，数字消费潜力不断提升

- 数字经济规模可观，且在第三产业渗透率最高。根据2022年中国零售私域数智化增长白皮书，2020年我国数字经济规模为39.2万亿，在GDP中的贡献率达38.6%，数字经济在三大产业的渗透率逐年提升，其中第三产业的数字化渗透率最高，达到40.7%。
- 数字化转型加速，数字化消费潜力逐年提升，零售行业线上渠道重要性增加：受疫情影响，近年来社会零售总额上下波动明显，近五年CAGR仅为3.7%。线上零售额增长相对较快，在社会消费品总额中逐渐占据重要地位。中国网上零售额近五年CAGR达11.2%，网上零售额在社会消费品总额的占比也呈上升趋势，2022年占比达31.3%。

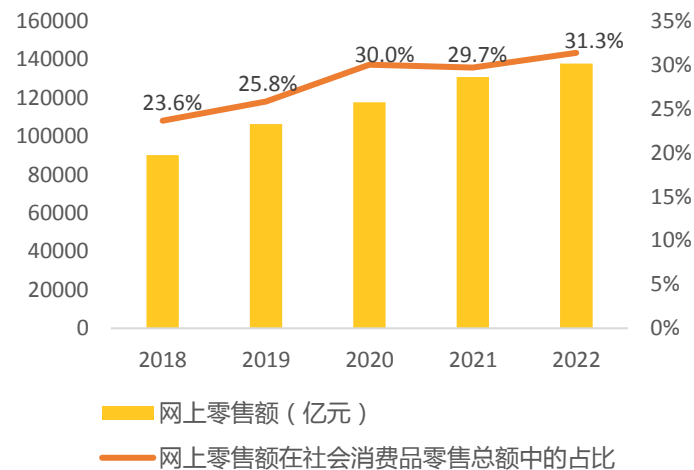
图：2016–2020年数字经济产业渗透率



图：2018–2022社会零售总额及增速（亿元）



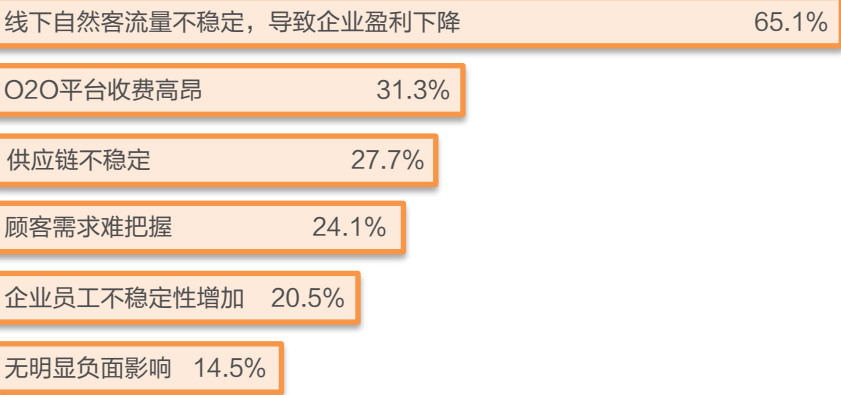
图：2018–2022年网上零售总额及占比（亿元）



2.1 私域是如何发展起来的？（二）零售业态升级变迁，疫情加速商户私域布局

- 目前中国零售业处于应用扩张期，智慧零售的概念兴起。大数据、云服务等技术的发展从经营渠道、运作模式、营销方式、用户运营上改变了零售生态；移动端的角色愈发突出，企业寻求全渠道运营。
- 疫情为催化剂，加速推动商户私域布局。根据艾瑞咨询调研显示，受2020年开始的疫情影响，商户在获客、引流、员工与供应链稳定性、客户需求等方面均受到不同程度的影响，其中线下客流量不稳定是最大痛点，影响企业盈利水平。O2O平台虽然能够为品牌和商户提升客流量，但高收费很大程度上降低商家的营收。因此，近两年私域流量成为线下品牌及商户经营获客的主要渠道。我们认为线下自然客流的不稳定和O2O平台的收费高昂的情况或普遍客观存在，未来私域运营的重要性或显著增加。

图：疫情对中国品牌商户产生的影响



图：中国零售业态和技术情况发展情况

阶段	时间	零售业态	技术情况
早期起步期	1978-1990年	改革开放后，计划经济向市场经济迁移，该阶段零售业主体是国有大型百货。	处于信息化的初级阶段，仅实现如POS机等硬件的应用，大型国有百货开始MIS的研究与开发。
技术探索期	1991-2000年	零售业处于快速扩张阶段，百货商店、连锁超市、便利店等共同丰富零售业态，对外资的限制逐步放开。	POS机、扫描枪、结账系统等硬件设备的应用；随规模扩张，大型企业开始启用ERP管理系统；仓储管理WMS、物流管理TMS出现。
快速发展期	2001-2015年	电商业态开启，电子商务高速发展，B2B、C2C、B2C共存，其中B2C发展最为迅速，部分实体经营商家触网。	技术推动产品、物流、企业管理及支付的进步。企业实现CRM客户关系管理系统、SCM供应链管理、ERP、WMS等的应用。物流行业的快速发展及线上支付的应用提升了零售行业的效率。
应用扩张期	2016年至今	移动端的角色愈发突出，企业寻求全渠道运营，2020年疫情加速零售私域的布局。同时用户的消费主导权提升，用户为王重塑人货场关系。	企业中台概念热度变高，智慧零售的概念兴起。大数据、云服务等技术的发展从经营渠道、运作模式、营销方式、用户运营上改变了零售生态，如数据中台的打造、CDP、SCRM、DMP的应用。部分模块由数字化向敏捷、智能的数智化跃迁。

2.1 私域是如何发展起来的？（三）多项因素驱动商户布局私域，零售行业私域表现可观

驱动品牌私域布局的四项主要因素：

1) **战略转型**：私域助力企业线下渠道上云、数据沉淀与策略制定，满足企业内部数字化转型战略的需求；2) **获客成本**：随着流量红利消退，公域平台营销高企及获客成本上升，品牌主成本与效用之间的权衡；3) **精细运营**：碎片化用户浏览时间、线上化消费习惯趋势促使品牌主重视存量用户精细化运营；4) **经营瓶颈**：私域布局推动产品、营销、运营与技术的迭代，服务企业经营，为品牌主解决增长瓶颈。

互联网普及下，零售行业私域表现可观：

互联网普及率超74%，品牌与用户之间互动升级。截至2022H1，中国互联网用户规模已达到10.5亿，互联网普及率超过74%。互联网环境、媒体触点、用户触网以及品牌运营构建出互动基本要素，品牌与用户间的互动逐渐由供需关系的衍生品向开展经营的必需品演进升级。

2019年至今私域成交规模维持稳定增长。2019年微信小程序GMV达到了1.2万亿元；2020年交易规模进一步攀升，商家自营小程序GMV达到了2万亿，同比增长255%；2021年微信小程序电商GMV增长超100%，约3万亿。

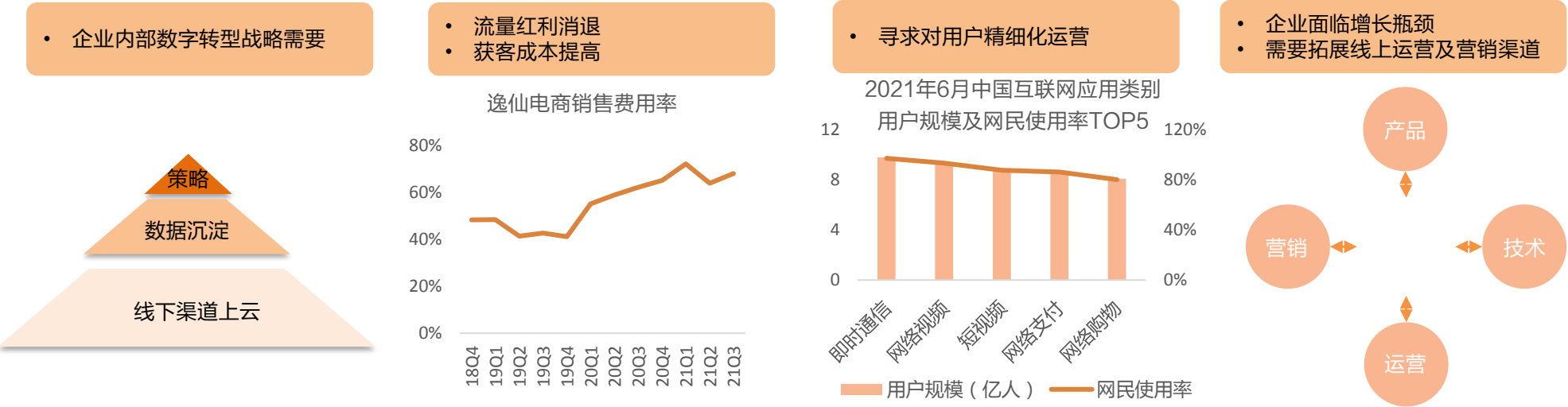
图：品牌公域投放主要问题分布

投放媒体与受众不匹配，投放精准度低

投放渠道多，无法实现整合营销

内容单一，缺乏创意无人访问停留时间短

图：品牌主私域布局驱动因素



2.2 私域的优势在哪里？-品牌商户普遍受益，各平台构建多元化私域场景

- 艾瑞咨询调研结果显示，约80%的商家对私域布局的效果表示满意，尤其是在新客获取与会员数量增长这两方面。**私域布局从全方面提升商家经营能力，助力完成获客、运营及转化经营闭环**：通过多渠道引流-基于用户画像留存促活-优化销售管理的链路，助力商家增长与转化-沉淀用户资产、全域运营用户，输出用户洞察，强化风控管理。
- 各平台为满足新消费品牌营销需求，通过结合自身特征的差异化营销打法，构建多元化的私域流量场景，为新消费品牌实现精准营销，品牌拥有自主权、规模化私域用户。如微信拥有多元化产品矩阵；抖音、快手通过将宣传内容融入短视频、直播等，以“建群”形式；小红书以“种草”形式，通过“品牌号”；百度以“百家号”为品牌积累私域流量。

图：2022年中国商户私域布局带来经营效果提升情况

效果维度	各指标获得「增长」的商户占比
PV/UV（线上店铺页面访问量）	43.9%
新客获取数量	56.1%
会员数	51.2%
用户参与度（社群发言、参与活动等）	41.5%
用户转化率	43.9%
用户复购情况	47.2%
GMV（交易总额）	50.0%

图：主要流量平台布局私域方法

营销平台	 微信	 抖音  快手	 小红书	 百度
平台特征	“国民级”社交产品，用户粘性强	视频展现形式多元，融合社交，传播力度强	用户对商品内容分享性强，社交行为带动销售	信息搜索平台，占国内大多数用户
营销玩法	多元化产品矩阵，以及广告形式帮助品牌加深曝光	将宣传内容融入短视频、直播等，帮助品牌扩大传播	通过图文、短视频内容等达到用户种草营销	基于AI和大数据，让品牌精准展现给目标用户
私域流量载体	微信、朋友圈、公众号、企业微信等	粉丝群、私信、企业主理、订阅号	企业“品牌号”	百家号、小程序
流量变现	微信广告、小程序直播直达小程序购买等	平台广告、KOL投放、直播等跳转平台内电商转化	平台广告、KOL投放、直播等跳转平台内电商转化	平台广告引流至小程序进行转化

2.3 怎么看私域行业的未来发展？-以私域为核心，公私域联动融合

以私域为核心，公私域联动推动行业持续高效增长

随商户私域实践的纵深，私域行业的成长核心在于从公域引流消费者进私域，在私域里固化深化粘性，公域和私域的互惠互利，协作成长。公私域联动为用户提供了多渠道消费场景，提升用户粘性、助力私域留存，有助于品牌/商户全盘考量经营目标与效益，利好企业长期发展

私域行业未来增长驱动三大模式：

- 1) **公域向私域引流**：随着各消费渠道均在不断完善自身的内容、交易、社交等闭环，需要在各个触点去实现对于用户时间、用户心智、用户钱包的占领
- 2) **私域流量运营**：私域流量池的扩充下，有效的运营私域流量需着力在私域积累更加丰富完整的消费者数据、标签与用户画像，并采用会员权益、会员活动、精准激活等方式，维系私域流量的活跃度，激发复购意愿
- 3) **私域反哺公域**：流量红利消失殆尽，积累的私域流量池达到一定规模之后，需进一步挖掘私域的数据价值和用户价值

图：未来私域行业运营全生态



2.4 微盟VS有赞——业务覆盖各有侧重

- 有赞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、提高经营效率，全面助力商家成功。有赞的业务覆盖社交电商、新零售、美业、教育、国际化市场五大核心版块，并持续迭代与商家需求相匹配的解决方案。
- 微盟的在数字商业方面，通过订阅解决方案的微商城、智慧零售、智慧餐饮、智慧酒店等SaaS产品助力商家私域运营与生意增长；通过商家解决方案为商户提供流量、工具、运营的全链路营销服务，为商家提供从用户定向、诉求匹配、创意及拍摄、精准投放、数据分析、SaaS后键连转化的一站式运营闭环，助力商家实现数字化升级。在数字媒介方面，利用积累的媒体资源优势 and 过往的投放经验，为商家提供效果承诺的广告服务。
- 从微盟和有赞的SaaS产品覆盖内容看，二者在业务上各有侧重。微盟的营销推广已成为SaaS产品一大版块，体现微盟在精准营销上的竞争优势。

表：微盟SaaS产品简介

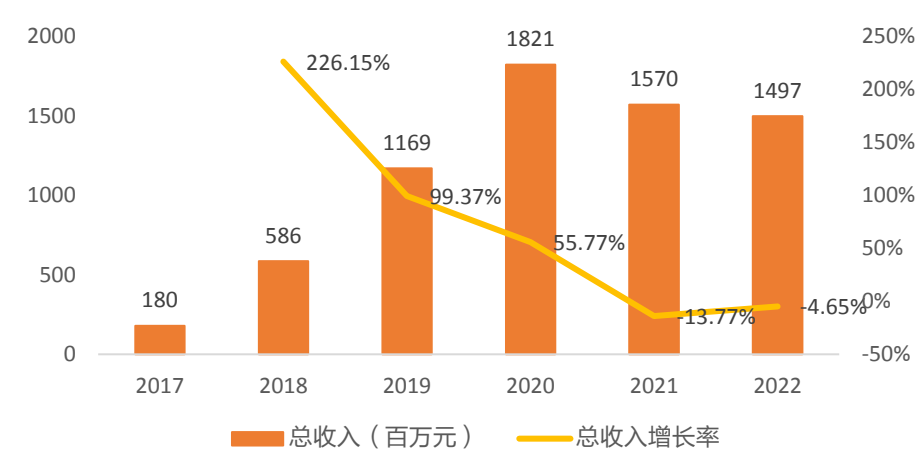
版块	产品	简介
电商零售	微商城	助力企业构建私域流量池，跨入移动社交电商时代
	智慧零售	赋能线下门店，重构消费连接
	智慧商超	从采到销一站式经营赋能
	ShopExpress	开店出海，速销全球
智慧餐饮	智慧餐厅	基于小程序构建私域流量池，实现“三店一体”
	雅座会员	更专业的顾问服务
	雅座收银	全场景一体化的智能收银解决方案
	成本管家	省成本，就从采购开始
本地生活	客来店	线上营销线下引流，带客提效增收
	智慧美业	营销、管理、决策全覆盖。单店、直营、加盟、连锁全经营形态支持
	智慧酒店	酒店综合解决方案，助力精准直销
	智慧旅游	旅游营销解决方案
营销推广	企微助手	企微私域运营解决方案
	微站	强大的可视化装修系统，个性建站
	智营销	一站式数字化营销解决方案，沉淀企业营销数据，提升企业营销效果
	会务	一站式全流程数字会务解决方案

表：有赞SaaS产品简介

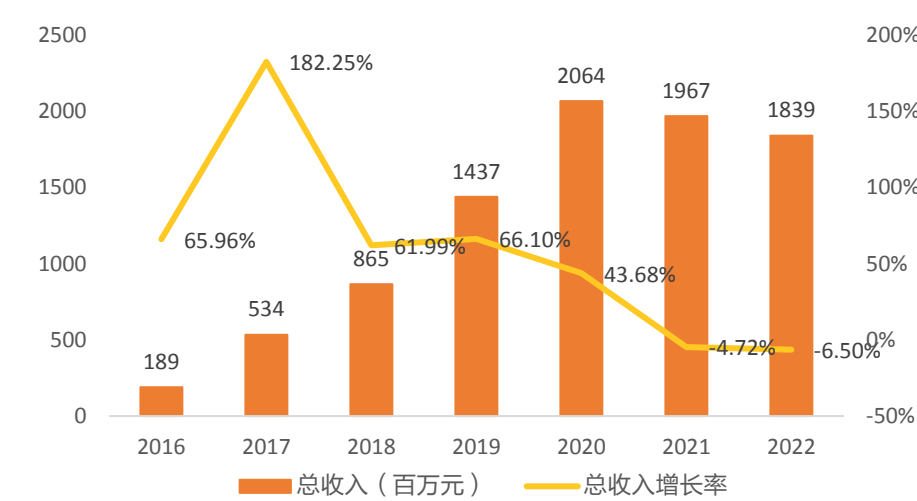
版块	产品	简介
社交电商	有赞微商城	全渠道开店，社交裂变营销
	有赞旺小店	快速做活动，攒人气拉流量
	有赞直播电商	快速开启直播活动，边播边卖、沉浸式购物，流量高效变现
	有赞广告	多样投放场景，覆盖海量目标用户
新零售	有赞连锁	多门店管理，多渠道数智化经营
	有赞企微助手	沉淀私域流量，精准高效运营
	有赞导购助手	赋能门店导购，业绩爆发增长
	有赞CRM	沉淀会员资产，智能精准营销
本地生活	有赞美业	美业连锁一体化经营
	有赞酒店	多业态酒店解决方案
	社区团购	低成本开团，引爆熟人社交
	同城配送	线上下单送货上门，营业不打烊
教育培训	有赞教育	招生教学一站式增长
跨境电商	AllValue出海	跨境电商，连接全球消费者

2.4 微盟VS有赞——发展历程

图：有赞总收入及总收入增长率



图：微盟总收入及总收入增长率



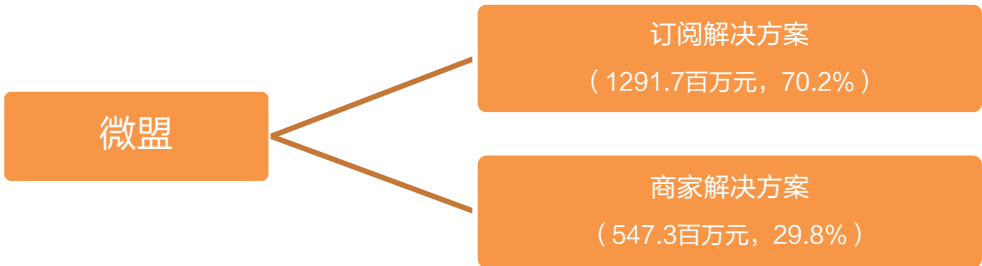
资料来源：微盟官网、有赞公告、微盟公告、有赞官网、AllValue官网、电子商务研究中心公众号、天风证券研究所

2.4 微盟VS有赞——盈利模式各有侧重

微盟——SaaS服务+精准营销。

- 订阅解决方案主要包括商业及营销SaaS产品和ERP解决方案，包括微商城、智慧零售、智慧餐饮、智慧酒店、海鼎ERP等。并基于微盟云和PaaS提供大客定制服务和第三方供应商开发的应用程序。该部分收入主要包括SaaS产品的订阅费及云服务费。
- 商家解决方案主要包括作为整体解决方案的一部分向商户提供的增值服务，以满足商户在线商业及营销需求，主要包括精准营销服务，使商户能够在各种顶级在线广告平台上获取在线客户流量，以及全链路智慧增长解决方案。该部分收入来自商户获取在线客户流量而自广告平台取得的返点净额、精准营销运营服务佣金和TSO服务费用及佣金。
- 数字媒介包括向商户提供广告投放服务，目前流量通道涵盖微信朋友圈、微信公众号、QQ和QQ空间、腾讯新闻、腾讯视频、知乎、百度、今日头条等媒体资源。该部分收入来自广告主的精准营销服务收入。

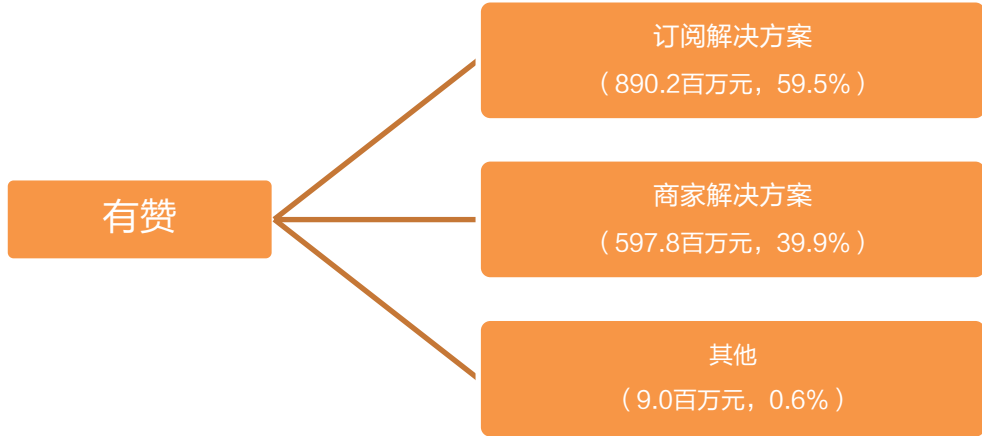
图：微盟2022年收入结构及业务占比



有赞——SaaS服务。

- 订阅解决方案包括一系列SaaS产品，如有赞微商城、有赞零售、有赞连锁、有赞美业及有赞教育，向商家提供云端商业服务。同时，有赞基于有赞云和PaaS能力，向商家提供定制服务，并在有赞应用市场上提供第三方开发者应用程序。收益主要包括SaaS产品的订阅费及云服务费。
- 商家解决方案包括可满足商家日常经营所需的全面增值服务，包括支付服务、商品采购分销、消费者保障、线上流量变现等。该部分收益主要包括就交易服务收取的交易服务费和就有赞分销、有赞担保、有赞客收取的服务费。

图：有赞2022年收入结构及业务占比



我们认为团队背景不同导致公司发展模式差异化。从收入结构来看，微盟的收入更多元化，SaaS产品和营销双驱发展，而有赞则专注SaaS产品。有赞整体的团队来自阿里，比较偏向于阿里系的电商领域研究。微盟原核心团队来自于百度，百度原来的产研人员思维偏传统的线下零售业，且更善于市场营销，微盟未来有望凭借其精准营销能力，对有赞形成竞争上的优势。

1. 公司简介：背靠腾讯，国内领先的SaaS提供商

2. 零售行业：数字化转型加速，“私域”重要性增加

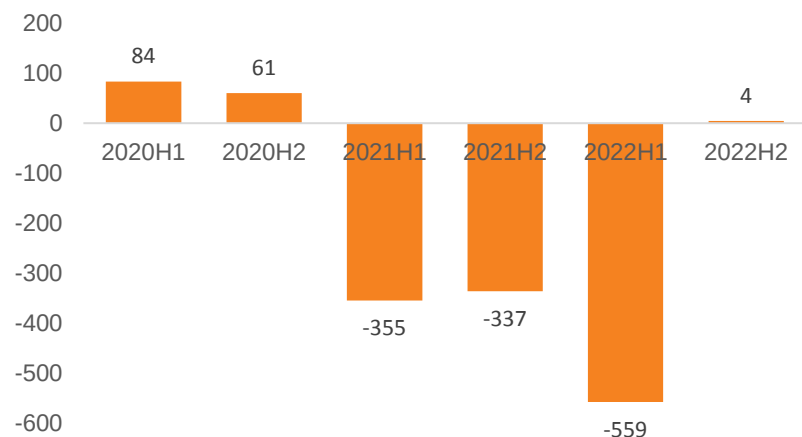
3. 成长逻辑：公司经营困境反转，视频号或带来新增量

4. 盈利预测、可比公司估值及风险提示

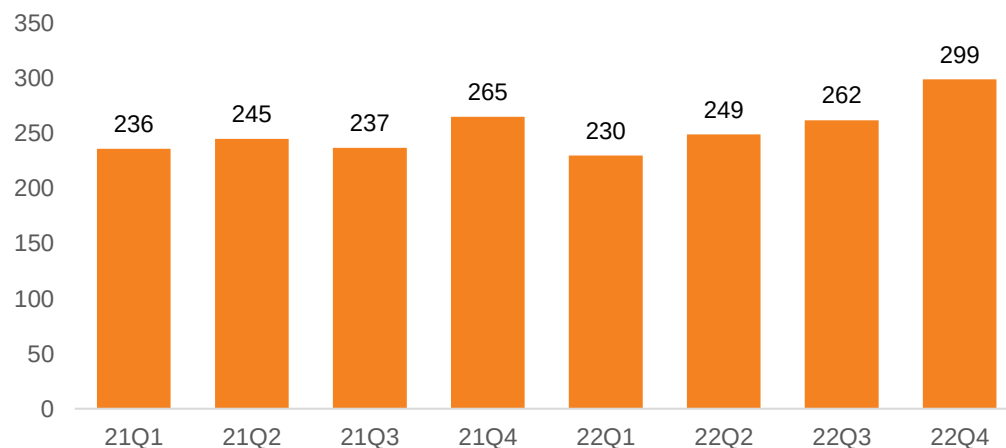
3.1 成长逻辑：公司经营困境反转，视频号或带来新增量

- 困境反转逻辑：**有赞2022年对各大部门进行了裁员，截至2022年12月31日，有赞员工人数1,952人，2021年末为4,494人，减少了2542人，通过人员结构和协作流程的优化等，用相当于2021年60%的成本保持了业务增长，年度人均产出从38万元提升到了57万元。有赞紧跟视频号商业化的发展，在2022年618期间视频号成交数据亮眼，有赞爱逛通过视频号直播的总场观为1.1亿，总交易额4.8亿元。有赞针对零售行业多系统难以融合、数据割裂的问题，进行了战略调整，发布“ONE战略”，联合品牌商、软件制造商一起打造新零售产品融合方案。
- 底部反转标志：**有赞通过一系列开源节流，使2022年经营性现金流有所改善，22Q4经营性现金流转正；非快手渠道的GMV同比增长19%，利润的亏损程度得到大幅收窄。

图：20H1-22H2经营性现金流净额（百万元）



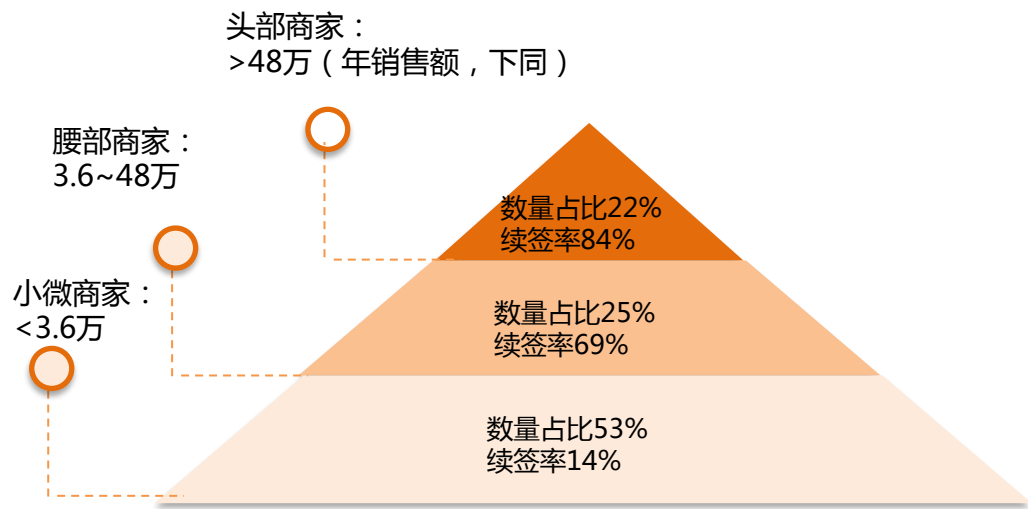
图：21Q1-22Q4有赞GMV（亿元）



3.2 成长空间一：有赞新零售，助力商家全域运营

- 新零售——从公域到私域，从在店到离店，从前台到后台。2021年5月有赞新零售成为独立业务品牌，整合有赞零售、有赞连锁、有赞企微助手、有赞导购助手、有赞CRM等产品和解决方案，以全域营销、导购分销、会员运营为三大增长引擎，帮助商家带来全域业绩增长、有效客户增长、客户全生命周期价值这3大增长，并强化全域营销、私域运营、成交转化、组织迭代4大能力。
- 新零售的门店、交易、会员驱动业务高增长：2022年有赞新增付费商家数量为40,443家，其中门店SaaS的新增付费商家占新增付费商家总数的50%。我们认为连锁门店的两个核心指标是新增会员数和GMV：2022年新零售商家累积新增了7963万会员；2022年目标商家占比提升至47%，续签率超过75%。2022年，门店SaaS业务的GMV达到425亿元，占商品交易总额的42%，同比增长约53%。

图：2022年有赞客户结构



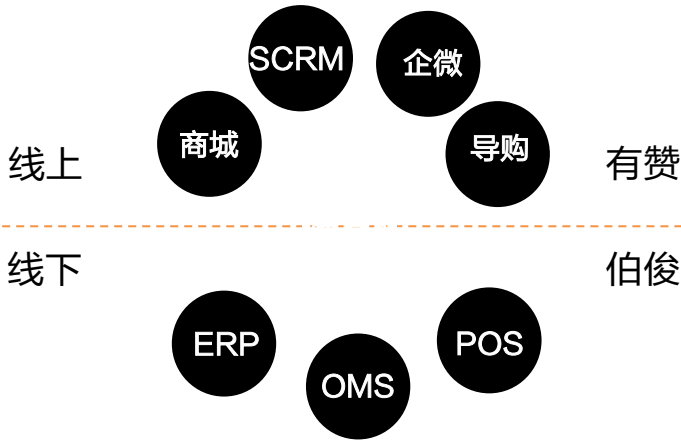
图：有赞SaaS业务高速增长



3.2.1 发布“ONE战略”，强强联合零售升级

- 与零售数字头部企业共建新零售系统方案。2021年5月有赞发布“ONE战略”，即“All in ONE”，并选择与零售数字头部服务商上海伯俊软件科技有限公司（以下简称伯俊）合作。“All in ONE”由线上和线下两大战线构成。伯俊深耕线下ERP、OMS和POS三大产品；有赞布局线上，以商城、SCRM、企微和导购为主，形成融合舱。
- 完善的系统图谱解决企业难题。ONE战略助力有赞实现全域营销、私域运营、商场运营和门店经营的系统组合方案。我们认为企业目前难题在于系统破碎化导致内部效率难以提升，有赞新零售解决方案或符合企业降本增效的需求。

图：ONE 战略图谱



图：有赞零售提供强大的系统组合方案



资料来源：有赞官网、有赞新零售见面会、伯俊科技公众号、天风证券研究所

3.2.2 ONE战略帮助商家整合零散信息，直击用户痛点



全渠道下，用户数据分散、割裂，导致品牌商难以形成统一用户画像，如何统一用户数据，加深用户洞察是品牌商面临一大挑战。



ONE 战略整合线上、线下自有用户数据，统一用户画像，补充第三方数据管理平台(DMP)的用户标签，为营销活动开展提供支撑。

在获客成本上升的趋势下，品牌商对于营销ROI的要求越加严苛，如何提升投入产出比对于营销链路各个环节提出挑战。



广告作为最主要的用户触达方式，在全渠道下形式更加丰富多样。在提升广告投放ROI上，有赞帮助品牌商追踪广告的用户转化链路分析，结合第三方DMP，指导品牌和效果广告的人群精准定向。

3.3.1 成长空间二：有赞 X 视频号，一站式解决方案



- 私域驱动视频号增长。疫情影响和5G技术的发展与普及，促进了短视频和直播行业的发展。21年视频号日活用户已突破5亿。根植于微信生态内的视频号迎来互联网红利，快速布局短视频的内容创业与商业化。2022年7月，视频号原生信息流广告上线，支持7种推广目标（包括品牌活动、公众号和直播等）。同月微信小商店上线，带来直播带货功能。我们认为视频号的发展进一步丰富和推动了微信生态发展，完善了微信生态内的商业闭环，将助力品牌沉淀私域流量、提升商业变现能力。
- 有赞接入视频号助力商家运营。2020年10月30日，微信视频号正式接入有赞旗下“有赞客”CPS系统。微信视频号打通有赞后，主要通过两种场景实现带货：一是在视频号主页绑定的店铺中直接上架“有赞客”CPS商品；二是在视频号直播间购物车上架“有赞客”CPS商品。
- 直播撑起视频号变现，TOP 商家场均成交破 200 万。截至21年 8 月，视频号商家入场数增长迅猛，月环比涨幅超过 10 倍；此外，视频号带货GMV 环比增长 4 倍，直播时长月环比超 9 倍。其中，头部视频号商家直播单场最高成交突破 1000 万，TOP5 商家的单场平均成交已超过 200 万。

“三到五年内，视频号将撑起万亿美元电商交易规模。”

—— 白鸦

1. 公司简介：背靠腾讯，国内领先的SaaS提供商

2. 零售行业：数字化转型加速，“私域”重要性增加

3. 成长逻辑：公司经营困境反转，视频号或带来新增量

4. 盈利预测、可比公司估值及风险提示

4.1 有赞盈利预测与估值分析

- 我们认为，公司业务自3Q22以来持续改善，防疫措施优化有利于公司业务持续恢复，腾讯视频号上线有望带来新增量。彭博一致预期为23E-25E收入为15/17/18亿元，净利润为-0.05/0.13/0.27亿元，建议关注。

表：有赞盈利预测（彭博一致预期）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入（百万元）	1171	1821	1570	1497	1517	1666	1848
YOY	100%	56%	14%	-5%	1%	10%	11%
毛利（百万元）	608	1082	952	962	993	1136	1183
YOY	211%	78%	-12%	1%	3%	14%	4%
毛利率	52%	59%	61%	64%	65%	68%	64%
Non-GAAP净利润（百万元）	-396	-294	-450	-51	-5	13	27

表：可比公司PS数据对比

股票代码	公司简称	市值（亿元）	PS				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E
2013.HK	微盟	112	6	7	4	4	3
SHOP.US	Shopify	5390	38	7	11	10	8
8083.HK	有赞	25	5	2	2	2	1

4.2 风险提示

- 1) ARPU与签约企业数量下降：签约企业数量下降与ARPU下降将对公司收入造成影响，导致业绩增长不及预期。
- 2) 宏观经济波动：宏观经济下行将对公司收入造成影响，导致业绩增长不及预期。
- 3) 相关测算基于主观假设，仅供参考。

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。

投资评级说明

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

THANKS