

去中心化 SaaS 厂商受益产品线拓展

华泰研究

2021 年 6 月 25 日 | 中国香港

首次覆盖

科技/计算机

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

2.00

研究员	谢春生
SAC No. S0570519080006	xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938	+86-21-29872036
研究员	郭雅丽
SAC No. S0570515060003	guoyali@htsc.com
SFC No. BQB164	+86-10-56793965
研究员	陶治
SAC No. S0570520080003	taoye@htsc.com
SFC No. BMW836	+86-10-56793923

去中心化 SaaS 服务商受益于产品线拓展

中国有赞是国内领先的去中心化 SaaS 服务提供商, 积极把握企业数字化经营带来的发展机遇, 帮助投资者积极应对中国数字化营销转型的浪潮。订阅解决方案及商家解决方案业务近年来发展迅速。2017-2020 年 GMV 年复合增长率 (CAGR) 达到 78%, 总收入 CAGR 达到 116%。我们认为, 随着中国企业加速数字化转型以及新零售的发展, 有赞将受益于私域流量模式发展、产品线持续拓展以及单用户价值量的上升。预计 2021-2023 年收入分别为 29.60/47.05/72.28 亿元, 归母净利润分别为 -2.47/-1.42/1.09 亿元。

私域经济兴起, 提供持续发展的动力

新零售以消费者为中心, 与传统零售相比, 具有数据化、个性化、全场景化、社会化的特点。而随着零售业发展到新零售阶段, 线上线下融合成为趋势, 对零售相关 SaaS 的需求起到了催化剂作用。但近年来, 公域流量成本逐渐上升, 去中心化私域流量模式逐渐兴起。有赞构建私域增长模型, 为商家提供了捕捉用户资产价值的有效平台和渠道, 私域经济为有赞提供了源源不断的动力, 2017-2020 年 GMV 年复合增长率达到 78%, 未来或将进一步上升。

产品线持续扩展, 推动市场规模不断扩大

有赞产品的延伸方式包括三种方式。伴随着零售业的发展而深化, 将产品线从“线上电商”拓展到“线上线下深度融合”。跨行业的拓展则将产品从单一电商 SaaS 拓展到细分垂直行业。跨产品功能的拓展则是为商家提供了更多可选的功能模块, 推动单客户价值量从 2018 年的 4,108 元上升至 2020 年的 10,786 元, 也是未来有赞进一步提升客单价的重要动力。有赞通过产品线的持续扩展, 为公司提供了重要的增长动力, 市场规模或持续扩大。

产品线不断拓展, 给予“买入”评级

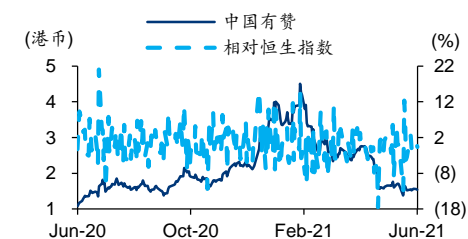
有赞顺应私域流量模式发展趋势, 产品线不断拓展, 打开更大的市场空间。基于分类加总估值法 (SOTP) 对有赞进行估值: 1) 订阅解决方案, 预计 2021 年 17.93 亿元, 考虑有赞高速发展, 给予 2021 年 21 倍 PS; 2) 商家解决方案及其他业务 2021 年预计分别实现净利润 2.79、1.16 亿元, 按 PEG 为 0.67 保守估计, 给予这两大业务 2021 年 36.0x 倍 PE。结合中国有赞对订阅解决方案及商家解决方案业务主体有赞科技 52% 的持股比例, 订阅解决方案、商家解决方案业务、其他业务对应估值分别为 1.35、0.36、0.29 港币/股。综上给予目标价 2.00 港币/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 市场竞争加剧、商家数字化进程低于预期等。

基本数据

目标价 (港币)	2
收盘价 (港币 截至 6 月 22 日)	1.54
市值 (港币百万)	26,580
6 个月平均日成交额 (港币百万)	340.16
52 周价格范围 (港币)	0.95-4.52
BVPS (人民币)	-

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (人民币百万)	1,169	1,821	2,960	4,705	7,228
+/-%	99.37	55.77	62.55	58.96	53.64
归属母公司净利润 (人民币百万)	(591.87)	(294.67)	(247.32)	(142.18)	108.60
+/-%	(37.18)	50.21	16.07	42.51	176.38
EPS (人民币, 最新摊薄)	(0.04)	(0.02)	(0.01)	(0.01)	0.01
ROE (%)	(16.18)	(7.64)	(6.69)	(3.88)	2.78
PE (倍)	(32.56)	(72.02)	(90.28)	(157.35)	206.42
PB (倍)	5.27	5.50	6.04	6.10	5.74
EV EBITDA (倍)	(69.33)	(328.49)	(445.58)	322.39	63.31

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心推荐逻辑及与市场的不同之处	5
有赞：全面的 SaaS 解决方案提供商	6
股权结构和关键管理人信息	6
基于 SOTP 估值法，给予 2.00 港币目标价	8
敏感性分析	9
乐观情景：2.13 港币	9
悲观情景：1.87 港币	9
随着新零售时代的到来，私域流量和去中心化的优势逐步显现	10
随着零售业发展到新零售阶段，线上线下融合已成为一种趋势	10
公域流量成本上升，私域流量模式兴起	11
私域经济推动商业生态系统不断增长	11
竞争格局分析	13
有赞和微信的合作大于竞争	13
通过渠道及产品拓展深化护城河	14
在复制业务模式的同时，产品线继续扩大	16
电商 saas 和门店 saas	16
电商 SaaS	17
产品线二：门店 saas	17
有赞云与开发者生态	18
有赞云为大客户提供私有化部署服务	18
开放生态建设不断完善	18
拓展产品线，提升市场空间	19
顺应零售业态变迁，从线上走向线下，实现线上线下深度融合。	19
跨垂直领域的扩展是从线上走向线下的必然趋势	19
产品功能模块增加带来部分产品价格的上涨，预计 ARPU 值将小幅上升	20
有赞：业务细分分析	21
订阅解决方案收入（占 2020 年总收入的 57.6%）	22
商家解决方案收入（占 2020 年总收入的 29.0%）	23
其他业务收入（占 2020 年总收入的 13.5%）	24
盈利能力分析	24
股票价格分析	25
报告提及公司信息	26
风险提示	26

图表目录

图表 1: 有赞主要发展历程	6
图表 2: 订阅解决方案和商家解决方案的区别	6
图表 3: 有赞股权结构	7
图表 4: 有赞: SOTP 估值	8
图表 5: SaaS 行业: 可比公司估值	8
图表 6: 支付业务可比公司估值	9
图表 7: 敏感性分析	9
图表 8: 中国零售业发展历程	10
图表 9: 有赞定位新零售	10
图表 10: 2019 年开始巨头开始关注私域流量	11
图表 11: 有赞 GMV	12
图表 12: 有赞私域三角增长模型	12
图表 13: 有赞用户流量运营	13
图表 14: 有赞: 流量渠道扩展	13
图表 15: 腾讯与有赞合作	14
图表 16: 产品: 有赞和微盟	14
图表 17: 订阅解决方案 ARPU: 有赞和微盟	14
图表 18: 订阅解决方案收入占比 (%)	15
图表 19: 订阅解决方案业务毛利率	15
图表 20: 有赞: 客户结构	15
图表 21: 留存率	15
图表 22: 有赞: 云生态系统	16
图表 23: 有赞产品发展阶段	16
图表 24: 有赞微商城电子商务系统	17
图表 25: 有赞云	18
图表 26: 访问申请和模板数量	18
图表 27: 2020 年有赞云新增开发者来源	19
图表 28: 2020 年有赞云活跃开发者数量	19
图表 29: 有赞产品拓展	19
图表 30: 有赞产品涨价	20
图表 31: 有赞产品价格	20
图表 32: 有赞: 收入趋势	21
图表 33: 有赞收入构成	21
图表 34: 有赞: 调整后净利润	21
图表 35: 有赞订阅解决方案收入	22
图表 36: 有赞付费商家数	22
图表 37: 有赞订阅解决方案 ARPU	22
图表 38: 有赞 GMV	23
图表 39: 有赞每商家年平均销售额	23

图表 40: 有赞商家解决方案收入及增速	23
图表 41: 有赞其他收入	24
图表 42: 收入预测	24
图表 43: 毛利率预测	24
图表 44: 费用及开支预测	25
图表 45: 有赞细分毛利率	25
图表 46: 有赞盈利能力趋势	25
图表 47: 有赞股价变化	25
图表 48: 报告提及公司信息	26
图表 49: 中国有赞 PE-Bands	26
图表 50: 中国有赞 PB-Bands	26

核心推荐逻辑及与市场的不同之处

有赞是微信生态圈领先的去中心化 SaaS 服务商。有赞提供全套 SaaS、延伸服务、支付和营销服务。截至 2020 年 12 月 31 日，有赞订阅解决方案的付费商家总数达到 97,158 家，2020 年，有赞商户的 GMV 总额达到 1,037 亿元，同比增长 60.8%。我们认为，随着中国企业加速数字化转型以及新零售的发展，有赞将受益于私域流量模式发展以及产品线的持续拓展。

私域经济为有赞提供持续动力。新零售以消费者为中心，与传统零售相比，具有数据化、个性化、全场景化、社会化的特点。而随着零售业发展到新零售阶段，线上线下融合成为趋势，对零售相关 SaaS 的需求起到了催化作用。但近年来，公域流量成本逐渐上升，商家越来越意识到去中心化私域流量经营模型的重要性。有赞为商家提供了捕捉用户资产价值的有效平台和渠道，私域经济为有赞提供了源源不断的动力。

产品线扩展推动市场规模不断扩大。有赞产品的延伸是三线并行、相互促进的，包括随零售业的发展而拓展、跨行业的拓展、产品功能的拓展。通过这些方式，有赞在新零售时代将产品线从“线上电商”拓展到“线上线下深度融合”，从单一电商 SaaS 拓展到细分垂直行业，有赞云可以为商家提供更多可选的功能模块，让有赞的市场规模通过产品线拓展不断壮大。

本报告与市场的不同之处：

- 1) 市场认为有赞对微信生态的依赖是一个重要的风险因素，我们认为有赞的发展有助于微信建设 TOB SaaS 生态，微信通过千帆计划等合作计划支持有赞的发展，二者合作关系将大于竞争。
- 2) 有赞的产品线扩张不止是推出新产品，还包括从线上向线下的扩张，以及产品功能的升级，随之而来的是 ARPU 的抬升，相比于市场认为有赞将通过用户增长持续增势，我们认为有赞的增长将会是量和价共同作用结果。
- 3) 市场认为有赞会受市场竞争冲击，我们认为，通过流量渠道和产品线的扩张，用户的转换成本正在上升，公司的护城河正在加深。

有赞：全面的 SaaS 解决方案提供商

有赞专注于为微信生态圈的商家提供 SaaS 解决方案。有赞自成立开始提供电商 SaaS 产品、有赞微商城，并逐步扩大 SaaS 业务，为零售、美容、餐饮和教育商家提供服务。2017 年有赞上线了有赞云，开始提供 PaaS 服务。2020 年有赞 SaaS 业务总 GMV 达到 1,037 亿元，同比增长 60.8%。截至 2020 年 12 月 31 日，付费商家数同比增长 18%，达到 97,158 家。

图表1：有赞主要发展历程

年份	事件
2015	有赞微小店和有赞零售正式发布
2016	有赞开放平台和多上拼团上线
2017	有赞发布“有赞零售”、“有赞美业”、“有赞餐饮”和“有赞云”
2018	有赞联袂快手，推出“短视频电商导购”解决方案
2019	腾讯领投有赞 10 亿港元融资；有赞与百度达成战略合作，推出“直营电商解决方案”，并发布“有赞教育”
2020	有赞发布“有赞微商城.连锁”助力连锁商店业务

资料来源：公司官网，华泰研究

有赞一直在积极拓展流量渠道，帮助商家多渠道经营业务。2020 年，有赞能够提供包括支付宝、微博、百度、快手、知乎等不同平台的运营解决方案。我们认为流量渠道的扩大将有助于有赞抓住其他子行业的长期商业增长机会，如短视频和直播行业。

图表2：订阅解决方案和商家解决方案的区别

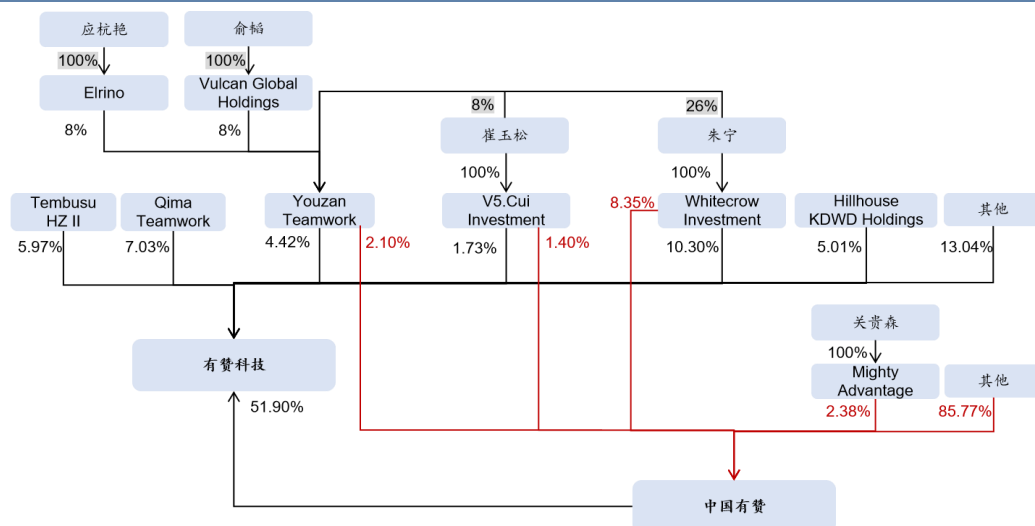
	订阅解决方案	商家解决方案
产品定位	SaaS 产品	系列增值服务
产品属性	基于社交媒体的电子商务解决方案，综合商务服务解决方案	支付服务，商品采购和分销，消费者保护和流量变现
产品	有赞微商城、有赞零售、有赞连锁、有赞美业、有赞教育、有赞云平台、有赞应用市场	有赞支付，有赞分销，有赞担保，有赞客
收入	SaaS 产品的订阅费，以及消费者通过 SaaS 产品向商户发出的超出预定订单数量阈值的每笔额外订单的每笔交易云服务费用	通过有赞分销，有赞担保，有赞客，依据商户通过解决方案产生的 GMV 确定并收取服务费用

资料来源：公司官网，华泰研究预测

股权结构和关键管理人信息

朱宁为公司创始人兼实际控制人，朱宁为公司创始人并担任首席执行官，主要负责制定有赞集团整体发展规划及业务战略，持股比例达到 11.03%，为公司的实际控制人。公司主要董事及高管多来自于支付宝、百度等公司，业务管理经验丰富。根据公司 2021 年 2 月 28 日发布的联合公告，截至 2021 年 3 月，公司主要股东包括 Whitecrow Investment（实控人朱宁）、Might Advantage、Youzan Teamwork 等，持股比例分别为 8.35%、2.38%、2.10%。

图表3：有赞股权结构



资料来源：公司官网，华泰研究

朱宁。朱先生是公司的创始人、董事会主席和首席执行官。朱先生负责发展有赞的愿景、业务和组织战略规划，以及日常管理。在有赞成立之前，朱先生曾担任支付宝首席产品设计师、百度产品设计师。

崔玉松。崔先生是有赞的联合创始人、执行董事兼首席技术官。崔先生负责有赞技术储备和 AI 战略规划、产品战略规划、产品和研发团队管理。在加入有赞之前，崔先生在支付宝、阿里云和淘宝的研发部门工作。

俞辉。俞先生是有赞的执行董事兼首席财务官。俞先生负责财务和法律事务、业务数据分析、风险控制、合规、投资和投资者关系的规划和管理。在加入有赞之前，俞先生曾在安永、Shantui Southern Africa 和支付宝工作。俞先生是加拿大特许专业会计师协会和加拿大注册会计师协会的资深会员。

基于 SOTP 估值法，给予 2.00 港币目标价

中国有赞业务包括三大部分，分别为订阅解决方案、商家解决方案、其他业务（含支付服务、餐饮服务、管理服务），其中订阅解决方案及商家解决方案业务主体为有赞科技，其他业务（含支付服务、餐饮服务、管理服务）的业务主体为中国有赞。我们考虑到中国有赞持有有赞科技 52% 的股份，我们用中国有赞的持股比例乘以订阅解决方案及商家解决方案的市值，再加上直接归属于中国有赞的其他业务的市值计算中国有赞的总市值。我们使用分类加总估值法 (SOTP) 得出目标价格为 2.00 港币，对应 9.8/6.1 倍 2021/2022E PS：

图表4：有赞：SOTP 估值

	2021E
订阅解决方案收入 (人民币百万元)	1793
PS	21.0
订阅解决方案市场市值 (人民币十亿元)	37.7
商户解决方案收入 (人民币百万元)	823
其他业务收入 (人民币百万元)	343
商户解决方案及其他业务净利率	34%
商户解决方案收益	279
其他业务收益	116
PE	36
商家解决方案市值 (人民币十亿元)	10.0
其他业务市值 (人民币十亿元)	4.2
持股比例	52%
有赞科技市值 (人民币十亿元)	25
中国有赞市值	29
股份数 (百万)	17260
价格 (人民币)	1.68
价格 (港币)	2.00

资料来源：华泰研究预测

使用 PS 估值法为订阅解决方案估值。我们选择金蝶、明源云和微盟作为可比公司。我们预计有赞在订阅解决方案部分的收入将在 2021/2022/2023 年分别达到人民币 17.9/28.7/44.4 亿元。我们估计，在产品线扩张的推动下，有赞的订阅解决方案收入在 2021 年-2023E 将实现 61.8% 的年复合增长率。根据彭博一致预期，2021 年可比公司的平均 PS 为 19.2 倍。考虑到有赞更高的销售增长率 (2021E-2023E CARG 50%+) 和产品扩张的进程，我们给予有赞订阅解决方案业务 21 倍 2021E PS 估值，对应每股 1.35 港币。

图表5：SaaS 行业：可比公司估值

公司名称	股票代码	价格 (当地币种)	收入 (十亿元)				PS (x)			CAGR 2021E-2023E
			2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
金蝶国际	0268 HK	27.65	3.36	4.16	5.24	6.65	19.2	15.2	12.0	25.6%
明源云	0909 HK	38.55	1.71	2.36	3.29	4.61	26.2	18.8	13.4	39.3%
微盟集团	2013 HK	17.36	1.97	2.86	3.81	4.96	12.3	9.2	7.1	36.1%
平均 PS							19.2	14.4	10.8	

注：数据截至 2021 年 6 月 23 日；所有预测值均为彭博一致预期

资料来源：Wind，彭博，华泰研究

我们认为商户解决方案和包含支付在内的其他业务与 GMV 相关，我们预计 2021-2023 年 GMV 的年复合增长率为 62.2%，在此基础上，有赞商业解决方案业务及其他业务的净利润年复合增长率将达到 53.4%。我们应用 PEG 估值法对该部分业务进行估值，选取支付公司作为可比公司，可比公司 21 年 PEG 估值平均 0.87x，考虑到支付业务仅是其中的部分业务，对该部分业务我们保守估计，给予商家解决方案及包含支付的其他业务 0.67x 2021E PEG，即给予有赞商户解决方案及其他业务 36.0x 2021E PE 估值。此外，我们预计 2021 年有赞商户解决方案、其他业务将分别实现净利润 2.79 亿元、1.16 亿元。结合中国有赞对有赞商户解决方案 52% 的持股比例，有赞商户解决方案业务的估值为每股 0.36 港币，其他业务的估值为每股 0.29 港币。

图表6: 支付业务可比公司估值

公司简称	代码	收盘价(元)	2020	2021E	2022E	2023E	21-23 CAGR	21E PEG
拉卡拉	300773 CH	29.50	1.16	1.53	1.97	2.52	30%	0.65
新大陆	000997 CH	17.84	0.45	0.60	0.78	0.92	27%	1.09
平均								0.87

注:数据截至2021年6月23日;预测值均为Wind一致预期

资料来源:Wind、华泰研究

敏感性分析

乐观情景: 2.13 港币

在乐观情景下,我们预计有赞将受益于企业数字化的加速,获得高于预期的商户基础增长。优质和多元化的解决方案将吸引更多大客户,客户质量将显著提高。

在乐观情景下,我们假设:1)2021/2022/2023年,每年新增商户数量将达到68,931/79,271/91,161家;2)2021/2022/2023年流失率将从2020年的54.8%下降到53.3%/51.8%/50.3%;3)2021-2023年订阅解决方案的ARPU的年复合增长率将达到41.7%。

基于我们的乐观情景假设,受SaaS收入的强劲增长(2021-2023E年年复合增长率为66.6%)推动,2021-2023年总收入的年复合增长率为66.4%。

悲观情景: 1.87 港币

在悲观情景下,我们预计企业数字化进程将低于预期,这将抑制对有赞SaaS服务的需求,导致商户基数增长放缓。有赞的客户质量可能会低于预期,这可能会影响其流失率和ARPU增长。

在悲观情景下,我们假设:1)2021/2022/2023年,每年新增商户总数将达到62,937/66,084/69,388;2)2021/2022/2023年流失率从2020年的54.8%下降到54.3%/53.8%/53.3%;3)2021-2023年订阅解决方案的ARPU的年复合增长率将达到41.6%。

基于我们的悲观情景假设,受SaaS收入强劲增长(2021-2023E年年复合增长率为53.3%)的推动,2021-2023年总收入的年复合增长率为48.3%。

图表7: 敏感性分析

	基本情景 2021E	乐观情景 2021E	悲观情景 2021E
订阅解决方案收入(人民币百万元)	1793	1850	1736
PS	21.0	21.0	21.0
订阅解决方案市场价值(人民币十亿元)	37.7	39	36
商户解决方案收入(人民币百万元)	823	941	712
其他业务收入(人民币百万元)	343	391	298
商户解决方案及其他业务净利率	34%	34%	34%
商户解决方案收益	279	318	241
其他业务收益	116	132	101
PE	36	36	36
商户解决方案市场价值(人民币十亿元)	10.0	11	9
其他业务市场价值(人民币十亿元)	4.2	5	4
持股比例	52%	52%	52%
有赞科技市值(人民币十亿元)	25	26	23
中国有赞市值	29	31	27
股份份额(百万股)	17260	17260	17260
价格(人民币)	1.68	1.79	1.57
价格(港币)	2.00	2.13	1.87

资料来源:华泰研究预测

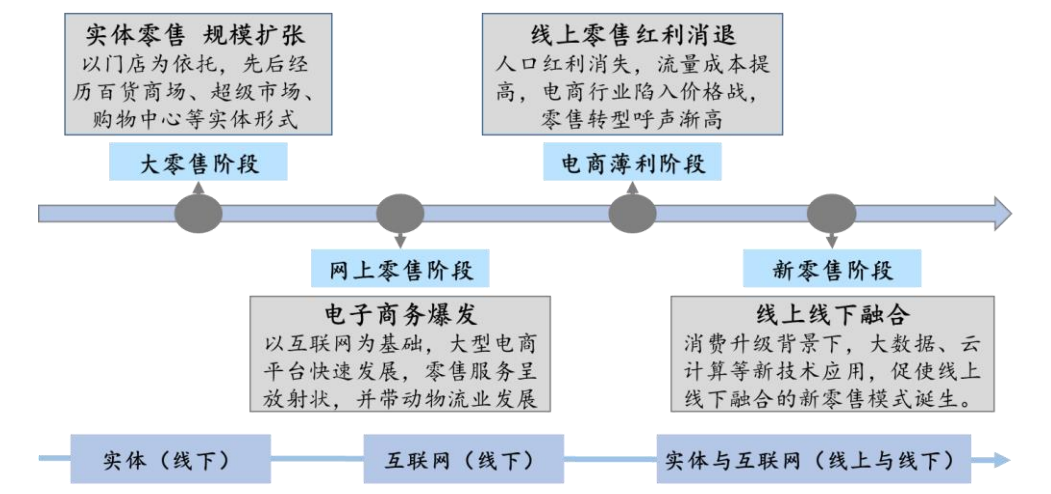
随着新零售时代的到来，私域流量和去中心化的优势逐步显现

随着零售业发展到新零售阶段，线上线下融合已成为一种趋势

中国零售业发展至新零售阶段，催生出零售相关的 **saas** 需求。中国零售行业发展至今已经历过四个阶段，依次是“大零售阶段”、“网上零售阶段”、“电商薄利阶段”、“新零售阶段”，开展形式从实体（线下）走向互联网（线上）直至现在走向实体与互联网（线上与线下）的结合。其中新零售概念提出于 2016 年 10 月，在消费升级的背景下，大数据、云计算等新技术应用，最终促使线上线下融合的新零售模式诞生。

新零售具备优势，或进一步发展拉动零售 saas 需求。新零售以消费者为中心，通过构建消费者画像，打造数字化运营，通过产品定制，提升用户体验；通过线上线下融合，实现场景销售；通过聚焦目标客群，实现精准营销，相比传统零售，具有数据化、个性化、全场景化与社群化的特点。

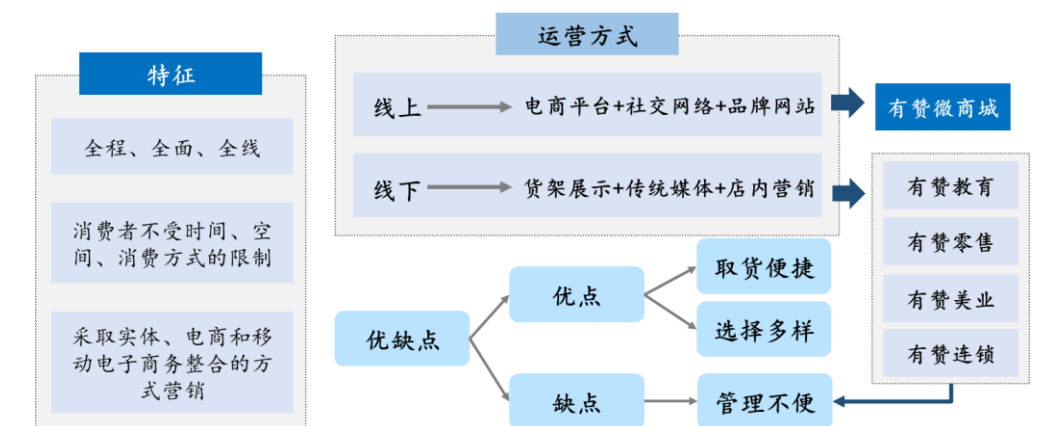
图表8：中国零售业发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

有赞定位新零售场景，旨在处理与解决用户面临的挑战与问题。在新零售时代，我们认为中国有赞的定位是“全渠道新零售”，符合全程、全面、全线；消费者不受时间、空间、消费方式的限制；采取实体、电商和移动电子商务整合的方式营销的三大特征。与此同时，中国有赞的电商 SaaS 产品与门店 SaaS 产品，帮助其实现了“线上+线下”的运营方式。对于全渠道新零售商家而言，最大的问题在于管理不便，但是中国有赞的门店 SaaS 产品（有赞零售、有赞美业、有赞教育、有赞连锁）通过其丰富的功能有效解决了“管理不便”的问题。

图表9：有赞定位新零售



资料来源：公司官网，华泰研究

公域流量成本上升，私域流量模式兴起

公域流量红利消失。近年来公域流量成本逐渐上升，去中心化的私域流量模式逐步兴起。公域流量发展至今经过三个阶段。早期进驻淘宝、美团等公域流量平台的商家较少，流量大规模地从线下迁移到线上，这时公域平台上流量需求多于商家供给，形成了短暂的流量红利。中期更多的商家涌入平台，竞争加剧，但这时流量已经趋于稳定，电商的获客成本与线下趋同，红利逐渐消失。此时，流量掌握在电商平台手里，商家为了让自己的产品获得曝光，触及更多消费者，就需要支付费用。后期，随着对流量的需求不断增加，获取流量的成本不断提升，公域流量红利消失。2019年，几大巨头陆续强调了私域的重要性，私域流量模式逐步兴起。

私域流量通过去中心化和反复利用降低成本。私域流量包括自媒体、用户群、微信号等不用付费，可以在任意时间，任意频次，直接触达到用户的渠道，通过塑造品牌或个人 IP，提升用户粘性，实现多次触达用户，摊薄获取流量的成本。在公域流量模式下，商家所依赖的是平台带来的流量，同时，由于用户留存率较低，这些商家对流量的吸引力只能持续较短时间，这也就决定了支付给平台的费用是公域流量平台的主要流量成本。这与在私域流量平台上的商家形成了对比，后者能直接向用户提供服务，并且可以通过一系列独特的解决方案增强品牌知名度。我们认为，私域流量领域的主要运营成本是培养和运营费用，如开发小程序、做公众号等。

图表10： 2019 年开始巨头开始关注私域流量

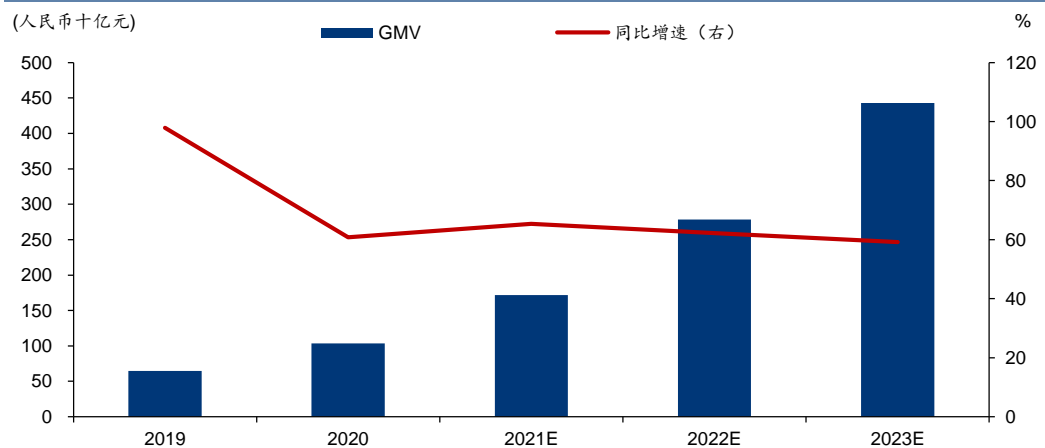
			
2019.04 腾讯 “.com2.0”利用公众号、小程序商城、支付二维码等工具帮助客户搭建私域流量；微信展开大规模微信号清理活动，严厉打击私域流量黑灰产业。	2019.06 天猫 宣布“旗舰店2.0升级计划”，强调会帮助商家从对“货”的运营全面转向对“人”的运营，从单点的模式走向多维度、多产品的运营。	2019.08 快手 宣布对商家号产品功能和服务体系进行全方位升级，帮助商家沉淀私域流量，提高商业转化	2019.08 抖音 表示未来将优先提升关注流量，本地流量的权重占比，为创作者带来更多的粉丝和同城流量。

资料来源：公司官网，华泰研究

私域经济推动商业生态系统不断增长

有赞1月8日宣布其2020年GMV总额达到人民币1,037亿元，同比增长60.8%。2020年快消品品类实现强劲增长。2020年日用品、美妆、健康和食品品类的GMV分别增长111%、105%、92%和88%。有赞继续向线下零售市场渗透。2020年线下连锁店的GMV将超过人民币100亿元。我们预计，有赞的商业模式将帮助有赞在2021/2022/2023年将其GMV提升至人民币1,716/2,783/4,430亿元。

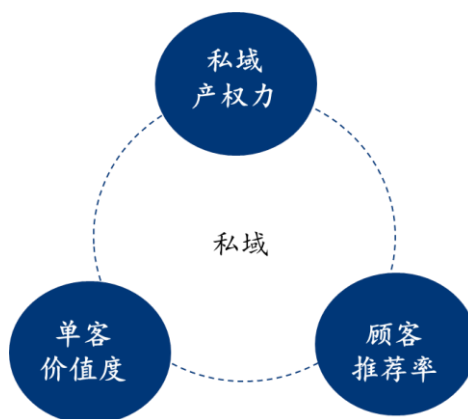
图表11：有赞 GMV



资料来源：公司年报，华泰研究预测

有赞构建了私域增长模型，重点提升支撑 GMV 增长的三个关键指标：1) 客户属性：有赞将提升其帮助商家连接客户、扩大客户基础的能力；2) 客户价值：通过提供 CRM 解决方案，有赞将帮助商家提升终身价值和客户留存率；3) 客户推荐：商家的优质服务将进一步促使客户向其他潜在用户推荐商家的服务，推动有机流量增长。

图表12：有赞私域三角增长模型



资料来源：公司官网，华泰研究

有赞为商家提供了捕捉用户资产价值的有效平台和渠道。有赞通过有效的营销活动和用户运营，帮助商家将公域流量转化为私域流量，提升客户的终身价值。私域用户流量可以进一步将商家的产品和服务推荐给新客户，形成良性循环，促进长期收入增长。

推广获客

营销活动

成交转化

数据沉淀

客户留存

用户运营

复购增购

老带新

分享裂变

平台电商

线下门店

社交广告

有赞精选

有赞分销

爱逛直播

快手直播

微信

百度

小红书

微博

陌陌

...

关注公众账号

小程序

微商城店铺

添加个人号

微信群

朋友圈

扫码收款

消息推送

多网点

包邮工具

智能客服

公共广告

弹窗广告

视频商品

主题水印

微页面

装修模板

全店风格

商品分组

智能分销

趣味测试

优惠券

限时折扣

秒杀

优惠套餐

满减送

加价购

第2件半价

打1-10折

浏览未下单

下单未付款

下单购买

私域矩阵

内容

社群

会员

积分

日历签到

积分商城

老客进店有礼

定向发券

店铺笔记

权益卡

兴趣人群转化

周期购

优惠券礼包

赠品

好评有礼

定金膨胀

客户分群

人群运营

场景营销

忠诚度管理

会员权益

会员储值

数据分析

流量分析

商品分析

交易分析

客户分析

营销分析

市场分析

推广分析

页面分析

复购增购

分享裂变

多人拼团

0元抽奖

好友瓜分券

砍价

销售员

裂变优惠券

目标人群画像

扩展人群包 (lookalike)

广告投放

公域

公域

蝴蝶模型

资料来源：公司官网，华泰研究

竞争格局分析

在收入方面，有赞对单个客户的依赖性较低。根据有赞年度报告显示，2018-2020 年，集团五大客户收入占比低于 30.0%。在流量渠道方面。除了微信，有赞还在积极拓展流量渠道，帮助商家多渠道经营业务。2020 年，有赞已经能够提供支付宝、微博、百度、快手、知乎等不同平台的运营解决方案。我们认为，流量渠道的扩张将有助于有赞在短视频、直播等其他子领域抓住长期商业增长机会，减少对微信的依赖。

资料来源：公司官网、华泰研究

腾讯积极推进与有赞的合作。在合作计划方面，自 2017 年起，二者先后推出“星火计划”推动线下门店实施智能零售，“灯塔计划”推动电子商务广告推广，“腾赞计划”推动公有域与私有域联合营销。在合作产品方面，腾讯与有赞在智慧营销方面有着良好的合作历史，曾推出过“腾讯有赞魔方”等产品。

有赞等第三方 SaaS 服务商帮助腾讯建立 ToB SaaS 生态系统。腾讯于 2019 年发布千帆生态规划，致力于构建 SaaS 生态。腾讯通过腾讯云为 SaaS 厂商提供基础设施和底层技术支持，腾讯云通过 SaaS 加速器、SaaS 技术联盟、“SaaS 臻选”三大项目推进 SaaS 生态建设。腾讯作为重要的第三方 SaaS 提供商，与有赞的合作有利于 ToB SaaS 生态系统的建设。因此，腾讯也积极投资有赞。截至 2020 年底，腾讯控股全资子公司 Poyang Lake Investment Limited 持有中国有赞 6.01% 的股份。总的来说，有赞和微信的合作大于竞争。

图表15： 腾讯与有赞合作

腾讯与有赞合作	
2017 年 7 月	有赞与腾讯推出“星火计划”，为线下门店实施智能零售提供“广告支持+软件服务+运营指导”的一站式解决方案。
2018 年 12 月	有赞、腾讯针对电子商务企业的广告支持项目“灯塔计划”
2019 年 11 月	有赞正式加入腾讯云“千帆计划”，成为首批进入腾讯云“SaaS 评选”的 SaaS 服务商之一。
2020 年 12 月	有赞与腾讯广告发布“腾赞计划”，推动公私域联合营销

资料来源：公司官网，华泰研究

通过渠道及产品拓展深化护城河

在产品线布局上，有赞和微盟均推出了在线商城产品和线下门店信息化产品，并且涉及多个行业，包括零售、连锁、餐饮、美业等等。在解决方案方面，有赞还推出了有赞教育解决方案。在营销产品方面，有赞推出了有赞支付、有赞分销、有赞担保、有赞客等产品。

图表16： 产品：有赞和微盟

	有赞	微盟
线上	有赞微商城、有赞零售	微盟微商城
零售连锁	有赞连锁	智慧零售
餐饮	有赞餐饮	智慧餐厅、雅座收银、雅座会员、成本管家和商有外卖
美业	有赞美业	智慧美业
其他解决方案	有赞教育	智慧酒店，智慧旅游
营销	有赞支付、有赞分销、有赞担保、有赞客	销氪、WeTool，微盟智营销，微盟微站，微盟会务、客来店

资料来源：公司官网，华泰研究

在订阅解决方案方面，有赞的收入体量迅速增长，从 2018 年的人民币 2.42 亿元增长到 2020 年的 10.48 亿元，CAGR 达到 76%。与此同时，付费客户数也从 2018 年的 58,981 家上升到 2020 年的 97,158 家，CAGR 达到 28%。ARPU 则从 2018 年的人民币 0.41 万元上升到 2020 年的 1.08 万元。

图表17： 订阅解决方案 ARPU：有赞和微盟

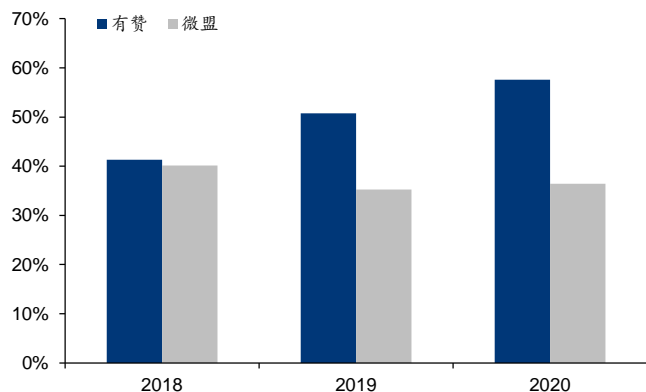
订阅解决方案收入 (人民币百万)	有赞	微盟
2018	242	347
2019	594	507
2020	1048	718
付费商户数量		
2018	58981	64695
2019	82343	79546
2020	97158	98002
ARPU (人民币万元)		
2018	0.41	0.54
2019	0.72	0.64
2020	1.08	0.73

注：微盟订阅收入已剔除 SaaS 破坏事件影响

资料来源：公司官网，华泰研究

有赞和微盟的收入主要组成部分均可分为订阅解决方案和营销类服务。从订阅解决方案收入占比看，有赞的订阅解决方案占比从 2018 年的 41% 上升到 2020 年的 58%，订阅解决方案迅速发展。从订阅解决方案的盈利能力看，有赞订阅方案毛利率从 2018 年的 61% 上升到 2020 年的 76%，盈利能力有所提升。

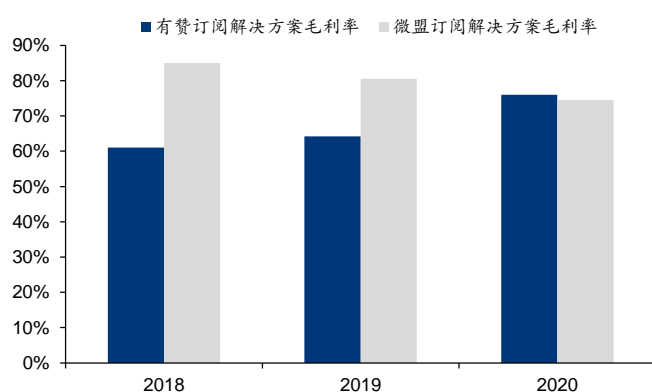
图表18: 订阅解决方案收入占比 (%)



注: 微盟的订阅解决方案收入排除了 SaaS 破坏事件的影响

资料来源: 公司年报, 华泰研究

图表19: 订阅解决方案业务毛利率

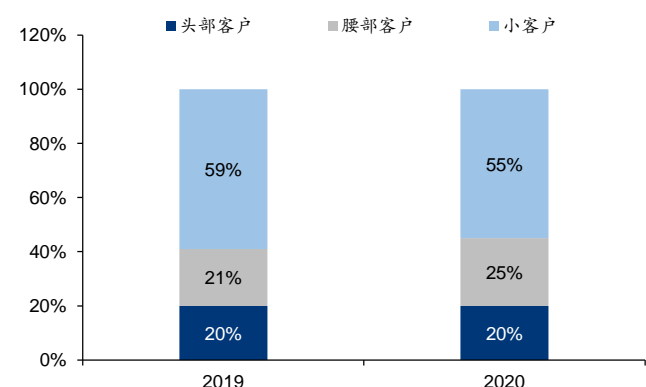


注: 微盟的订阅解决方案收入排除了 SaaS 破坏事件的影响

资料来源: 公司年报, 华泰研究

有赞积极拓展支付宝、微博、百度、快手、知乎等流量渠道。渠道扩张顺应了多渠道经营的趋势。此外, 有赞积极拓展产品线, 为用户提供更多的功能, 从而使 ARPU 提高, 也增加了转换成本, 加深护城河。未来, 有赞专注于提高其商户质量, 我们预计这将提高整体留存率和每个商户的平均销售额。2020 年, 头部及腰部商户 (年销售额人民币 36,000 元以上) 占有赞付费商户总数的 45%。这些都是有赞的目标商家, 留存率和年销售额都比较高。

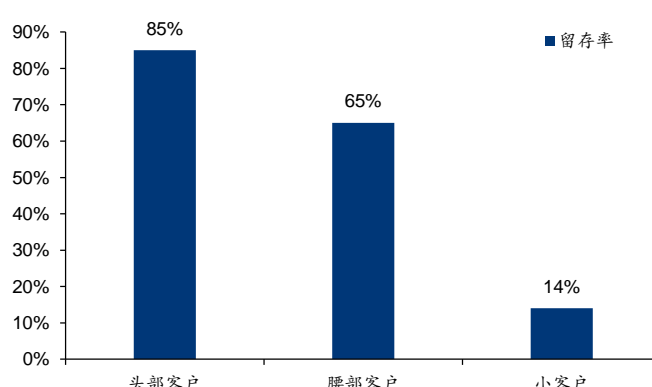
图表20: 有赞: 客户结构



注: 头部客户 (年销售额人民币 48 万元以上)、腰部客户 (年销售额 3.6 - 48 万元之间)、小客户 (年销售额 3.6 万元以下)

资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表21: 留存率



注: 头部客户 (年销售额人民币 48 万元以上)、腰部客户 (年销售额 3.6 - 48 万元之间)、小客户 (年销售额 3.6 万元以下)

资料来源: 公司官网, 华泰研究

在复制业务模式的同时，产品线继续扩大

有赞已经建立了一个全面的云生态系统，为线上和线下商家提供服务。有赞微商城是商家主要的收入来源，微商城提供了 1,800 多个 SaaS 功能，帮助商家开设和管理他们的网店。对于线下商户，有赞提供有赞零售、有赞美容、有赞教育等 SaaS 产品，提升其线下门店的运营效率。

除了 SaaS 产品，有赞还建立了 PaaS 平台有赞云来补充云生态系统。有赞云旨在通过第三方开发者的开发能力，帮助商家实现定制化。我们认为有赞可以通过全面的云服务平台逐步提升变现能力，保持可持续的营收增长。

图表22：有赞：云生态系统

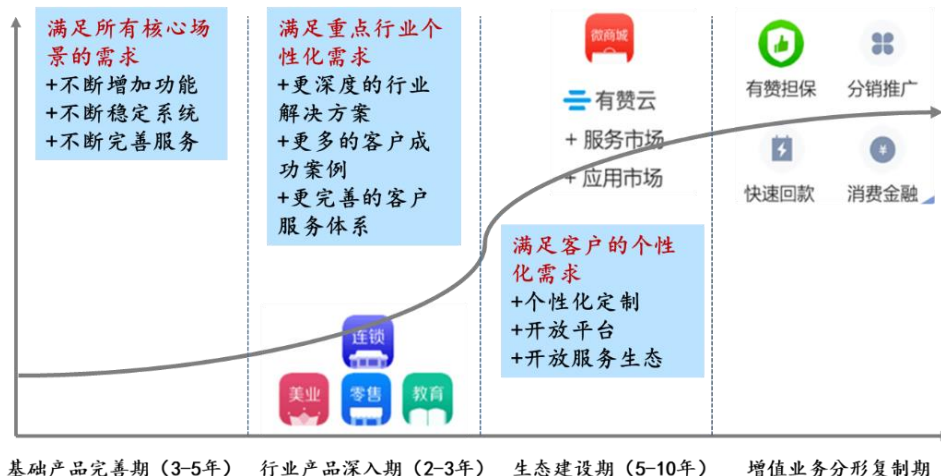


资料来源：公司官网，华泰研究

电商 saas 和门店 saas

SaaS 产品的发展可以分为基础产品完善期、行业产品深入期、生态建设期、增值业务分形复制期四个阶段。电商 SaaS，即有赞微商城，从研发至今已经到第八个年头，市场接受程度高，商业化越来越成熟，目前处于第三阶段，叠加有赞云的能力，引入应用市场和服务市场一起满足客户个性化定制需求。门店 SaaS，包括有赞零售、有赞连锁、有赞美业、有赞教育，走过四年的时间，目前处于第二阶段，是持续推动产品升级与商业化齐头并进的阶段。

图表23：有赞产品发展阶段



资料来源：公司官网，华泰研究

电商 SaaS

有赞微商城可以帮助商家打造品牌的独立微信小程序商城。它可以建立分销系统（通过共享门店获得佣金，二次分销）、独立会员制度、积分制度、储值制度。商家可以绕过淘宝、天猫等电商平台，通过有赞微商城直接开设自己的独立网店，不受制于传统电商平台的流量分配和佣金机制。

有赞微商城同时也可以适配实现基本的营销战略（团购、闪售、砍价、满减/发货、N 件 N 折等）。有赞微商城与 ERP 系统接口对接，实现订单、库存、客户实时同步；现在有赞微商城与美团、达达在分销、提供顾客自提服务方面已达成合作。

图表24：有赞微商城电子商务系统

全国/区域连锁	为每个门店搭建独立网店，建立总部管理中台，实现网店装修、商品、营销一体化管理。汇总各店数据，统一输出精细化管理方案。提供开放接口，支持多系统打通，提升运营效率。
互联网品牌扩张	品牌总部统一装修、统一下发营销活动，快速复制成功经验，单店变多店。汇集各店经营数据，调整经营策略，统一步调，实现规模化增长。
多渠道分销	总部灵活配置资金管理模式，线上智能分账。批量下发经营指令，统一装修、统一营销、统一客服，渠道只管传播执行，降低成本，把分销能力最大化。

资料来源：公司官网，华泰研究

产品线二：门店 saas

门店 SaaS 包含有赞零售、有赞美业、有赞教育、有赞连锁。

有赞零售是有赞于 2017 年 4 月 25 日发布，面向零售门店商家发布的 SaaS 工具。其主要为实体门店商家提供软件服务，为商家提供移动商城、门店收银、全渠道进销存、会员管理、营销工具等多项能力，实现线上线下商品通、库存通、订单通、会员通、储值通、营销通、数据通、资产通。自发布以来，有赞零售紧紧围绕“人、货、场，进、销、存，人、财、物”九字，帮商家完整实现线上、线下一体化经营。

有赞美业是面向美业商家提供互联网化的门店经营工具，帮助商家拓客、留客、管店，覆盖单店、大中小型连锁多种业态。目前，有赞美业持续迭代了 100 多项功能与优化，从营销、数据分析、门店管理等多个方面出发，帮助商家实现在线预约、到店服务；网上售卡、门店消费及线上线下会员统一经营。

有赞教育是教育机构的经营增长解决方案。从招生拓客、线索追踪转化，到线上直播授课、线下课在线售卖，推动机构业绩全面增长；同时配备教务管理系统、学员管理系统、个性化督学工具，覆盖教育机构经营管理全流程，通过一个系统解决全部问题。

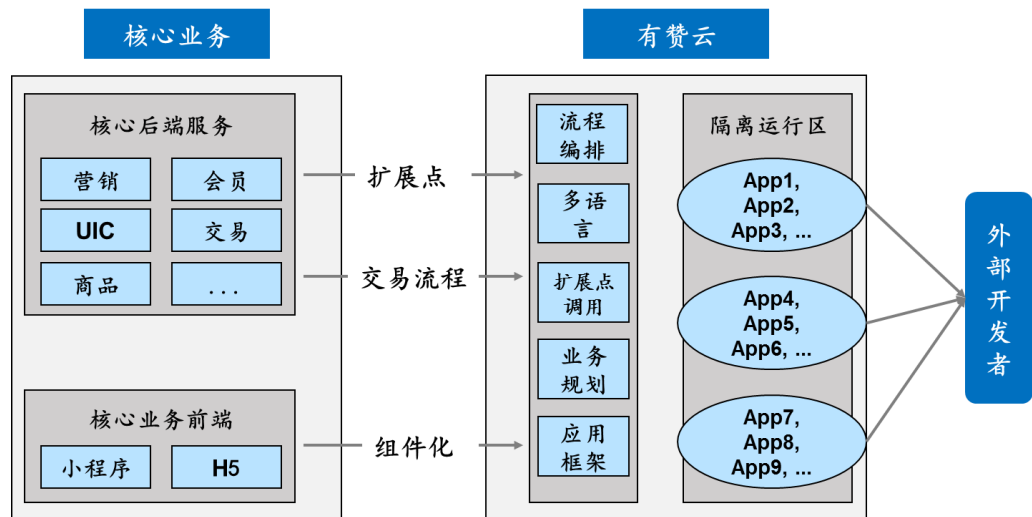
有赞连锁,是致力于帮助连锁品牌实现多门店管理、多渠道增长的数智化经营系统。支持连锁品牌进行多门店的数字化经营管理,并在门店基础上布局微信、快手、爱逛、微博等多种线上渠道,通过网上商城、社交营销、直播带货、导购分销等多种形式实现用户量、销售规模的倍数增长,同时通过私域流量有效管理门店、网店用户资产,提高顾客复购增购,实现单客价值最大化。

有赞云与开发者生态

有赞云为大客户提供私有化部署服务

2017年5月，面向开发者的生态建设平台有赞云发布，标志着中国有赞实现产品定制、私有化部署的开端。有赞云针对有赞商家多样化的经营需求，将积累多年的能力开放，商家或第三方开发者可以基于有赞微商城和零售标准产品，低成本高效率地完成定制开发。此外，有赞云还提供行业解决方案定制，满足大客户特殊的定制需求。

图表25：有赞云

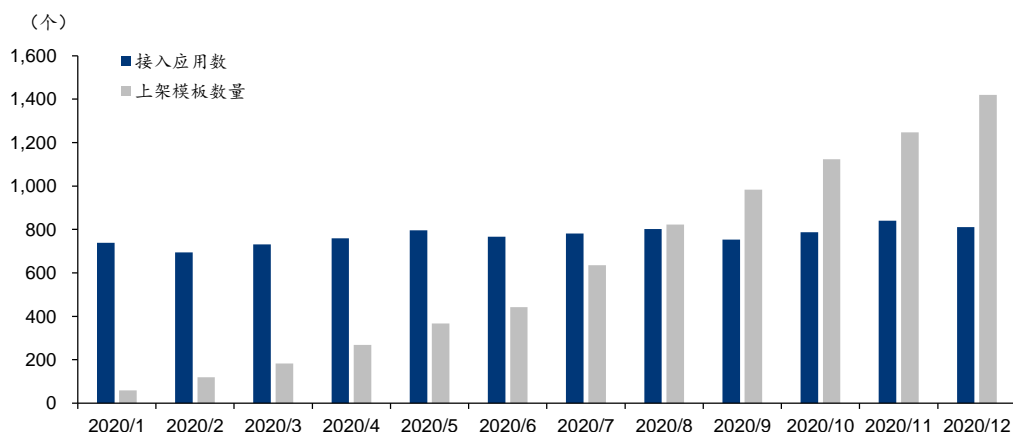


资料来源：公司官网，华泰研究

开放生态建设不断完善

有赞搭建了一套完备能力支撑的云平台体系，围绕开发者生态全生命周期，创造了一种互利共生、高效协同、开放包容的生态合作环境。2020年，有赞云升级“牵手计划”，新增更多场景和开放更多业务组件能力，支持传统软件集成商高效对接，通过连接器组件能力搭建，打造“超级连接器”，帮助开发者对接全渠道场景的能力提升10倍以上，从而低成本高效率地实现全渠道布局。

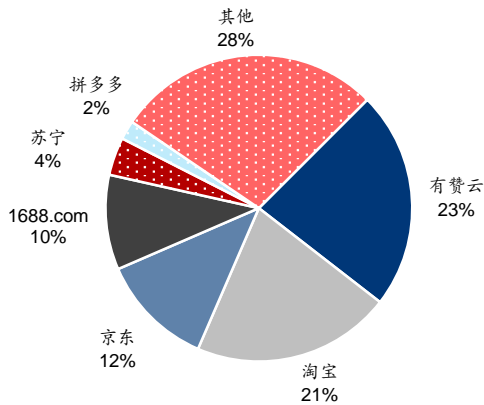
图表26：访问申请和模板数量



资料来源：2020有赞云生态发展白皮书，华泰研究

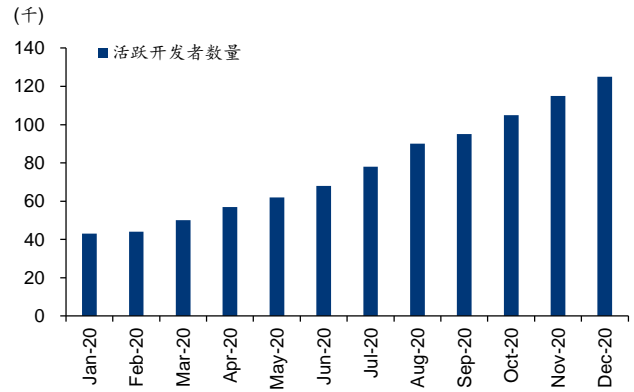
随着有赞云核心能力深度开放，对开发者的扶持力度逐渐增强，开发者数量整体呈增长态势，而且开发者在有赞云平台的活跃度也逐渐提升，2020年有赞云活跃开发者数累计超10万。另一方面，随着私域电商兴起，来自各大平台型电商的开发者逐渐成为有赞入驻主力军。2020年，疫情加速了各大电商的私域布局，私域电商已成为中大型商家必选阵地。开发者紧随趋势，加速在各大平台型电商的私域场景布局。

图表27：2020年有赞云新增开发者来源



资料来源：2020有赞云生态发展白皮书，华泰研究

图表28：2020年有赞云活跃开发者数量



资料来源：2020有赞云生态发展白皮书，华泰研究

拓展产品线，提升市场空间

我们认为，有赞产品的延拓是三线并行，互相促进的。

- 1) 紧随零售行业发展：从“线上电商”到“线上线下深度融合”走向新零售时代；
- 2) 跨垂直领域拓展：产品从单一电商 SaaS 走向细分垂直行业；
- 3) 跨产品功能拓展：有赞云功能不断增强，为开发展提供平台，为商家提供更多可选功能模块。

顺应零售业态变迁，从线上走向线下，实现线上线下深度融合。

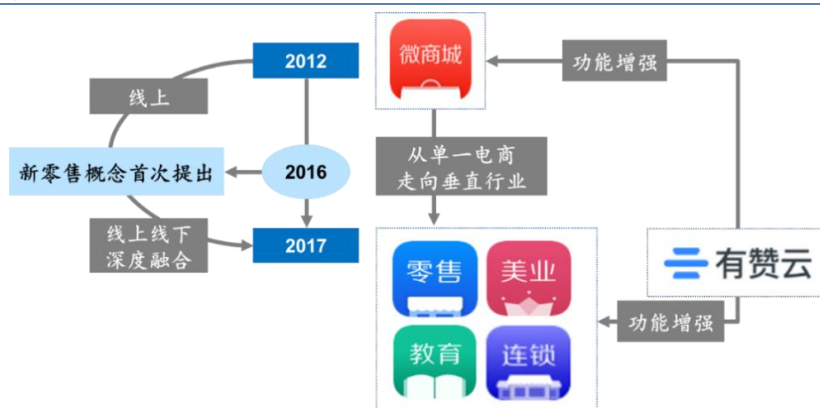
中国有赞最初的定位是去中心化电商，旨在解决公域电商平台流量红利消失的问题，帮助商家实现定制化、个性化、私有化，积累私域流量。核心产品是电商 SaaS 产品有赞微商城；后来，伴随着零售业态的转型，线上零售红利消退，电商进入薄利阶段，零售业态开始朝向“线上线下融合的新零售”转型。此时，中国有赞快速地顺势而为，开发出一系列门店 SaaS 产品，同时实现了门店中硬件的智慧连接，帮助零售商家实现线上线下一体化，迎接新零售红利，定位也转变为以新零售模式实现全渠道统一经营。

跨垂直领域的扩展是从线上走向线下的必然趋势

中国有赞最初的线上电商 SaaS 产品“有赞微商城”是一个对于零售商家普适性的产品，并没有体现出在垂直领域功能上的具体区别。随着中国有赞从线上走向线下，开始进行跨垂直领域的拓展，首先推出了门店 SaaS 产品“有赞零售”（有赞零售涵盖了有赞微商城的所有功能，并在此基础上功能提升）；随后推出了其他的门店 SaaS 产品：有赞美业、有赞教育、有赞连锁。

有赞转向线下和垂直市场拓展，在不同垂直细分市场中满足线下店家不同的需求，我们认为这会进一步增强有赞的竞争力，赢得更多顾客。

图表29：有赞产品拓展



资料来源：公司官网，华泰研究

产品功能模块增加带来部分产品价格的上涨, 预计 ARPU 值将小幅上升

提升产品功能推动 ARPU 提升。中国有赞官网公布自 2021 年元旦开始, 电商 SaaS 产品有赞微商城专业版的价格将由原有的 12800 元/年提升至 14800 元/年, 旗舰版则由原有的 26800 元/年提升至 28800 元/年; 有赞零售同城专业版将由原来的 12800 元/年提升至 14800 元/年。产品提价的原因是加入了“新店上线服务”功能, 该新增功能包括基础认证、基础设置、信息初始化、商城设置、直播开通、服务设置、通用服务等功能模块, 专业版和旗舰版均因加入了此项服务而涨价, 基础版由于并不包含该项功能, 价格不变。

图表30: 有赞产品涨价

涨价产品	微商城专业版	微商城旗舰版	有赞零售同城专业版
原价	12800/年	26800/年	12800/年
	+15.6%	+7.46%	+15.6%
涨价后	14800/年	28800/年	14800/年
	+7.81%	+0%	+15.6%
新店补贴价	13800/年	26800/年	14800/年

资料来源: 公司官网, 华泰研究

有赞面向不同层次的商家提供多种不同服务和定价水平的产品(有赞不同微商城产品每年价格从人民币 6,800-28,800 元不等)。2021 年 1 月, 有赞提高了包括有赞微商城和有赞零售在内的几种产品的价格。我们预计涨价将支持其 2021 年的 ARPU 增长。

图表31: 有赞产品价格

产品	版本	价格 (元/年)
有赞微商城	基础版	6,800
	专业版	14,800
	旗舰版	28,800
有赞零售	基础版	6,800 +
	专业版	14,800 +
有赞连锁	基础版	49,800 +
有赞教育	微课堂	3,800
	基础版	6,800
	专业版	12,800
有赞美业	基础版	6,800 +
	专业版	12,800 +
	旗舰版	26,800 +

资料来源: 公司官网, 华泰研究

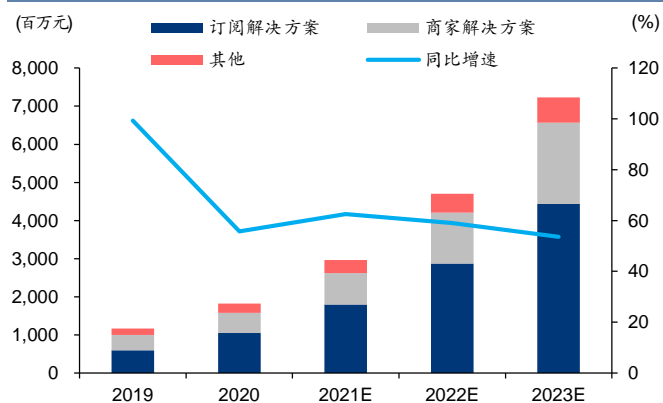
有赞：业务细分分析

有赞 2020 年总收入同比增长 55.8%，达到人民币 18.2 亿元，主要得益于 SaaS 和扩展服务收入的强劲增长。由于中小企业数字化转型的加速和有赞品牌知名度的提高，有赞付费商家总数同比增长 18.0%，达到 97,158 家。有赞商家解决方案收入于 2020 年同比增长 30.6% 至人民币 5.28 亿元，这归因于 GMV 的增长。其他主要由营销收入组成的收入，在宏观环境不利的影响下，在 2020 年回升了 43.2%，达到人民币 2,449 万元。

我们预测 2021/2022/2023 年总收入将增长 62.5/59.0/53.6%，达到人民币 29.6/47.0/72.3 亿元。根据我们的估计，订阅解决方案将是未来三年的主要收入推动力，2021-2023 年的收入年复合增长率将达到 61.78%。根据我们的估计，商家解决方案/其他收入将在 2021-2023 年带来 59.12/39.47% 的收入年复合增长率。

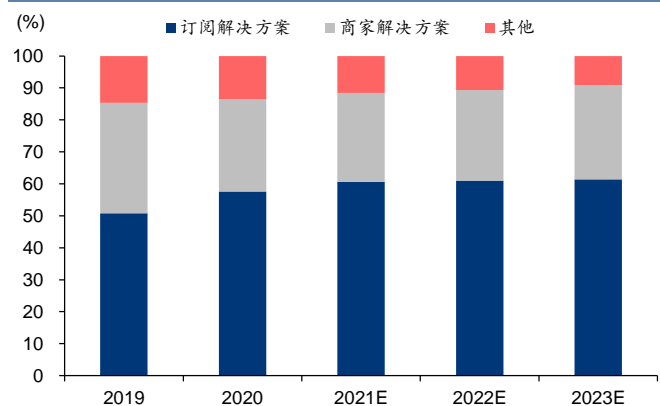
得益于高利润率订阅解决方案业务的收入贡献提升，我们预计有赞盈利能力将逐步提升。我们估计，调整后的净亏损将从 2020 年的 -3.18 亿元人民币改善到 2021 年的 -1.75 亿元人民币，并在 2022 年扭亏为盈，调整后的净利润为人民币 0.66 亿元。

图表32：有赞：收入趋势



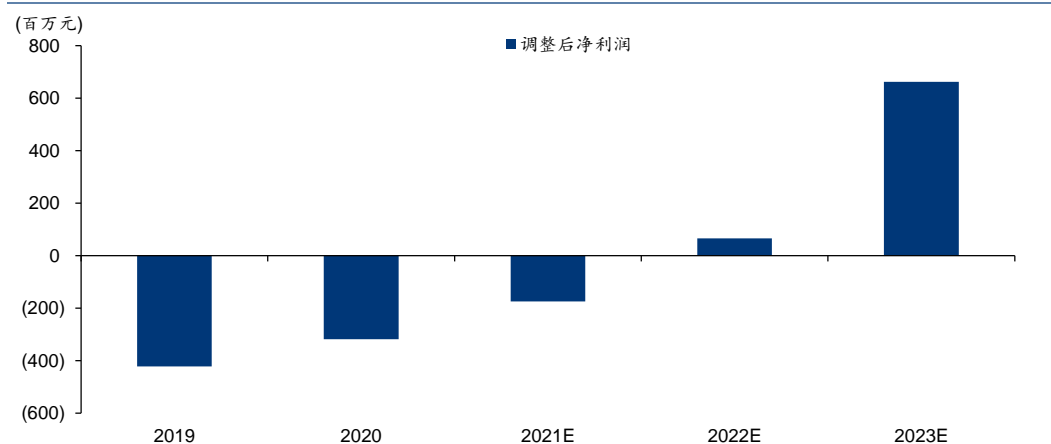
资料来源：公司年报，华泰研究预测

图表33：有赞收入构成



资料来源：公司年报，华泰研究预测

图表34：有赞：调整后净利润



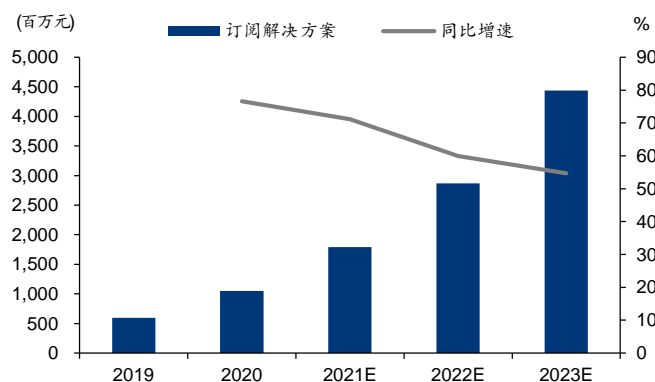
资料来源：公司年报，华泰研究预测

订阅解决方案收入（占 2020 年总收入的 57.6%）

疫情加速了企业对 SaaS 服务的采用，特别是对于在疫情停滞时期门店线下运营困难的中小企业。这使得有赞的订阅解决方案业务收入在 2020 年实现了 76.6% 的强劲增长，达到人民币 10.5 亿元。付费商家数量同比增长 18.0%，达到 97,158 家，2020 年 ARPU 同比增长 49.6% 至人民币 10,786 元。

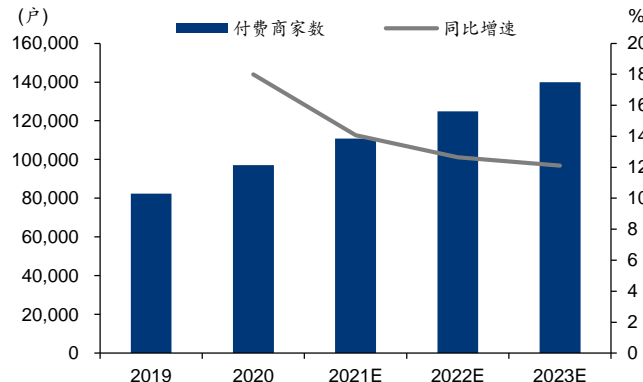
有赞不断跨垂直领域拓展，顺应了私经济在各个行业的趋势，其客户基础或将不断扩大，预计 2021/2022/2023 年，付费商家总数或将保持 14.06%/12.65%/12.11% 的稳健增长，达到 11.08 万/12.48 万/13.99 万家。

图表35：有赞订阅解决方案收入



资料来源：公司年报，华泰研究预测

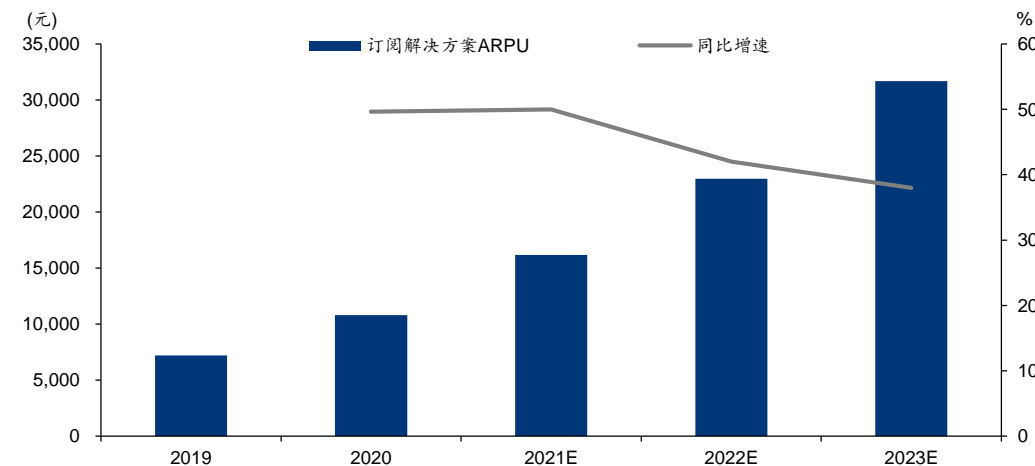
图表36：有赞付费商家数



资料来源：公司年报，华泰研究预测

另一方面，随着有赞不断拓展服务范围，且有赞云逐步成熟有助于加强服务定制化、获取更多高价值大客户，我们预计 2021-2023 年，订阅解决方案 ARPU 将持续上升，从 2020 年的人民币 10,786 元上升到 2023 年 31,705 元，2021-2023 年 CAGR 或将达到 43.2%。综上，我们预计 2021/2022/2023 年，订阅解决方案收入将分别增长 71.1%/60.0%/54.7%，达到人民币 17.9/28.7/44.4 亿元。

图表37：有赞订阅解决方案 ARPU



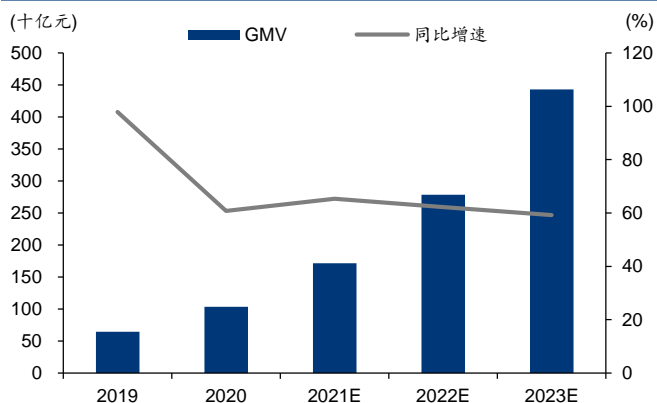
资料来源：公司年报，华泰研究预测

商家解决方案收入（占 2020 年总收入的 29.0%）

我们将第三方支付业务从商家解决方案业务中分离出来，并将其归类为其他收入，因此有赞商家解决方案收入主要包括有赞分销、有赞担保、有赞客、广告及其他商家解决方案的收入，该类收入与 GMV 相关。2020 年有赞商家解决方案收入同比增长 30.6%，达到人民币 5.3 亿元，主要受 GMV 增加的推动，有赞平台上的 GMV 总额同比增长 60.8%，达到人民币 1,037 亿元，这要归因于商家数量的增加以及平均每个商家的年销售额的增长。

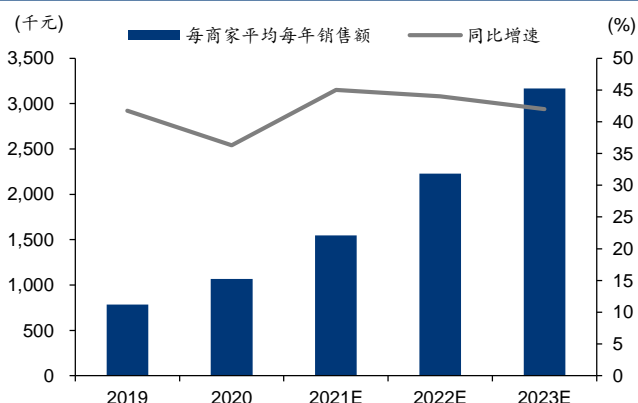
我们认为随着有赞产品的不断拓展，从线上向线上线下一体化的延伸，提供了满足私域流量经营需求的解决方案，同时也有助于流量的留存，单店销售额或将进一步上升，预计 2021/2022/2023 年，每个商家的年平均销售额将增长 45.0/44.0/42.0%，达到人民币 154.8/222.9/316.6 万元。在每商家年均销售额增长的推动下，预计 2021/2022/2023 年，商品交易总额将增长 65.4/62.2/59.2%，达到人民币 1,715.6/2,782.8/4,430.1 亿元。另一方面，我们用商家解决方案收入占 GMV 的比值作为佣金率的代表，该指标 2018-2020 年分别为 0.58%、0.63%、0.51%，我们认为有赞正处于产品线拓展时期，佣金率或将保持稳定，预计 2021-2023 年该指标将稳定在 0.48%。

图表38：有赞 GMV



资料来源：公司年报，华泰研究预测

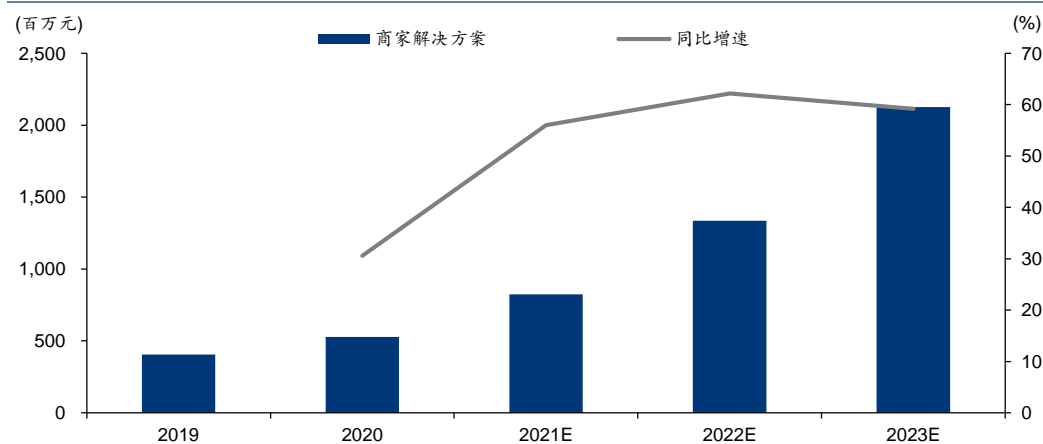
图表39：有赞每商家年平均销售额



资料来源：公司年报，华泰研究预测

综上，我们认为随着总交易额的持续增长和佣金率的稳定，2021/2022/2023 年商家解决方案收入将同比增长 56.0/62.2/59.2%，达到人民币 8.2/13.4/21.3 亿元。

图表40：有赞商家解决方案收入及增速

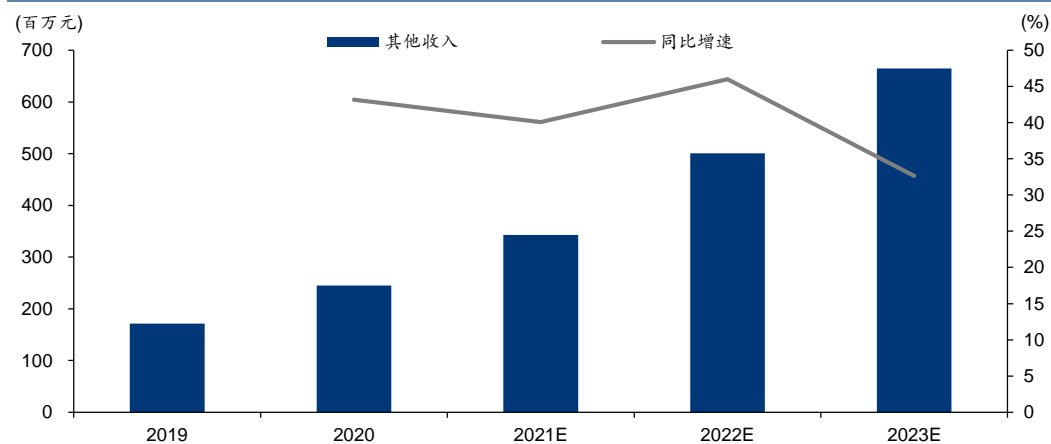


资料来源：公司年报，华泰研究预测

其他业务收入（占 2020 年总收入的 13.5%）

我们将收入重新拆分，将第三方支付业务并入其他收入，该业务同样与 GMV 相关，2020 年其他业务收入同比增长 43.2% 至人民币 2.5 亿元。考虑到 GMV 上升或将带动总体营销需求复苏，有赞继续多元化其营销解决方案，该业务有望持续增长。2018-2020 年其他业务收入占 GMV 比值分别为 0.47%、0.27%、0.24%。考虑到有赞支付服务并非有赞业务的重心，我们预计该占比的下降趋势或进一步延续，预计 2021/2022/2023 年该比值分别为 0.20%、0.18%、0.15%。即其他业务收入将分别增长 40.1%/46.0%/32.7%，达到人民币 3.43/5.01/6.65 亿元。

图表41：有赞其他收入



资料来源：公司年报，华泰研究预测

图表42：收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入（百万元）	1169	1821	2960	4705	7228
YoY	99.4%	55.8%	62.5%	59.0%	53.6%
订阅解决方案（百万元）	594	1048	1793	2868	4437
YoY	145.0%	76.6%	71.1%	60.0%	54.7%
商家解决方案（百万元）	404	528	823	1336	2126
YoY	112.5%	30.6%	56.0%	62.2%	59.2%
其他业务（百万元）	171	245	343	501	665
YoY	11.2%	43.2%	40.1%	46.0%	32.7%

资料来源：公司年报、华泰研究预测

盈利能力分析

订阅解决方案方面，有赞云不断完善，有助于为大客户提供定制化服务，另一方面，产品功能模块不断增加也有助于推动 ARPU 的上升，据此，我们预计订阅解决方案业务毛利率有望进一步上升，2021-2023 年或分别达到 78%、80%、82%。商家解决方案及其他业务主要是与 GMV 相关的附加服务，包含分销、支付等，我们认为有赞当前处于产品拓展时期，订阅服务是更为主要的利润来源，因此附加服务方面利润率或将保持稳定，预计商家解决方案、其他业务毛利率水平在 2021-2023 年将分别稳定在 40%、31%。综上，我们认为总体毛利率有望进一步上升，2021-2023 年预计分别能达到 62.0%、63.4%、65.0%。

图表43：毛利率预测

毛利率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总体毛利率	50.8%	59.4%	62.0%	63.4%	65.0%
订阅解决方案	64.2%	76.0%	78.0%	80.0%	82.0%
商家解决方案	41.5%	39.7%	40.0%	40.0%	40.0%
其他业务	26.1%	30.9%	31.0%	31.0%	31.0%

资料来源：Wind、华泰研究预测

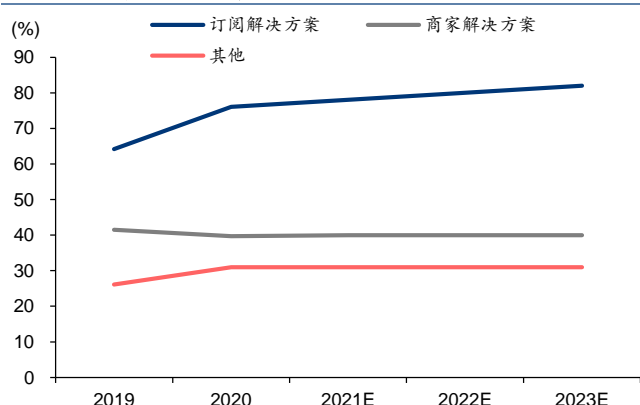
在费用率方面，2020 年，有赞的销费用率、管理费用率及其他经营开支（含研发支出）率相较 2019 年均有所下降，我们认为主要原因是有赞近年来收入的迅速提升对费用产生较强的摊薄作用。而随着有赞产品不断拓展，收入有望进一步增长，这一趋势或将延续，费用率的具体预测如下表。

图表44： 费用及开支预测

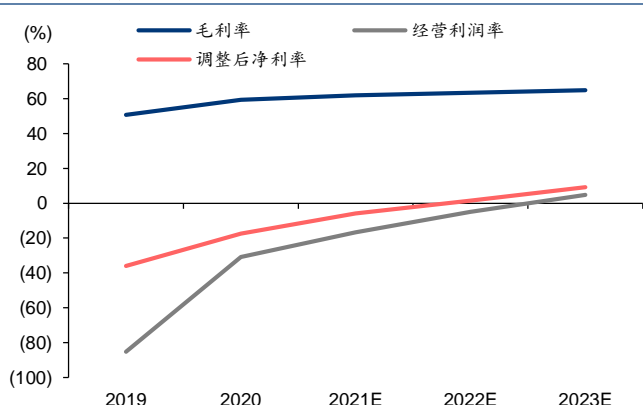
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	46.5%	42.9%	43.0%	39.0%	34.0%
管理费用率	16.8%	13.3%	10.6%	10.2%	8.0%
其他经营开支（含研发支出）率	29.9%	24.4%	19.6%	16.2%	15.0%

资料来源：Wind、华泰研究预测

随着 SaaS 业务的持续增长，我们预计有赞将看到规模经济的改善。我们预计订阅解决方案的 GPM 将从 2020 年的 76.0% 扩大到 2021/2022/2023E 的 78.0/80.0/82.0%。总体而言，随着 SaaS 业务收入贡献的增加，我们预计有赞的整体 GPM 将从 2020 年的 59.4% 提升到 2021/2022/2023 年的 62.0/63.4/65.0%。此外，得益于更好的运营杠杆，我们预测调整后的净利率将从 2020 年的 -17.5% 上升到 2021/2022/2023 年的 -5.9/1.4/9.2%。

图表45： 有赞细分毛利率


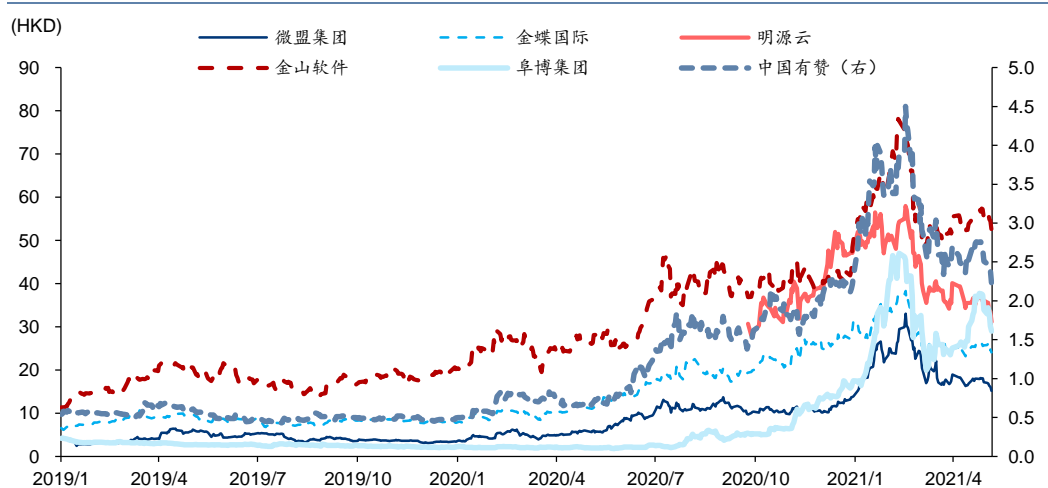
资料来源：公司年报，华泰研究预测

图表46： 有赞盈利能力趋势


资料来源：公司年报，华泰研究预测

股票价格分析

我们认为有赞股价的波动主要是由市场整体波动引起的。图中显示了几家港股 SaaS 和软件供应商的股价。自 2021 年 2 月以来，这些公司的股价普遍下跌。我们认为，有赞产品线的扩张或将推动有赞的收入增长，推动基本面改善。

图表47： 有赞股价变化


资料来源：Wind，华泰研究

报告提及公司信息

图表48： 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
字节跳动	未上市	陌陌	MOMO US
快手	1024 HK	虎牙	HUYA US
腾讯	0700 HK	微博	WB US
美团	3690 HK	斗鱼	DOYU US
百度	BIDU US	知乎	ZH US
明源云	0909 HK	阿里巴巴	BABA US
微盟集团	2013 HK		

资料来源：Bloomberg、华泰研究

风险提示

市场竞争加剧

商业 SaaS 市场参与者众多，并且包括腾讯旗下的免费产品，比预期范围更激烈的市场竞争可能会阻碍公司用户数的增加。

企业数字化进程低于预期

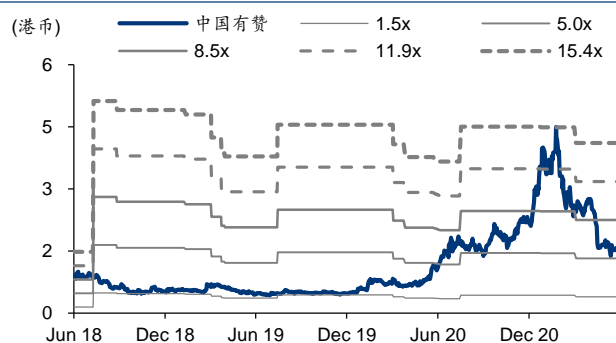
随着企业数字化的推进，企业通过运用更丰富的营销产品提升获客效率，考虑企业数字化进程低于预期，可能出现影响新品拓展的风险。

图表49： 中国有赞 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表50： 中国有赞 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,169	1,821	2,960	4,705	7,228
销售成本	(575.46)	(738.64)	(1,125)	(1,721)	(2,533)
毛利润	593.40	1,082	1,834	2,984	4,695
销售及分销成本	(543.22)	(781.88)	(1,273)	(1,835)	(2,457)
管理费用	(196.80)	(241.44)	(313.96)	(479.87)	(578.23)
其他收入/支出	(848.99)	(622.00)	(739.35)	(904.20)	(1,308)
财务成本净额	(22.04)	(27.89)	(45.33)	(72.06)	(110.70)
应占联营公司利润及亏损	5.29	(1.16)	(1.81)	(2.76)	(4.08)
税前利润	(1,012)	(592.28)	(538.80)	(309.75)	236.58
税费开支	96.78	46.63	80.82	46.46	(35.49)
少数股东损益	323.70	250.98	210.65	121.10	(92.50)
净利润	(591.87)	(294.67)	(247.32)	(142.18)	108.60
折旧和摊销	(257.16)	(228.32)	(218.65)	(206.18)	(194.77)
EBITDA	(409.45)	(85.09)	(64.17)	89.59	449.55
EPS (人民币, 基本)	(0.04)	(0.02)	(0.01)	(0.01)	0.01

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
存货	-	-	-	-	-
应收账款和票据	0.35	1.82	1.76	2.80	4.30
现金及现金等价物	746.19	1,727	1,545	1,834	2,713
其他流动资产	5,591	6,379	6,820	7,486	8,329
总流动资产	6,337	8,108	8,367	9,322	11,046
固定资产	265.96	305.56	375.93	492.98	676.83
无形资产	3,596	3,403	3,140	2,857	2,527
其他长期资产	299.83	396.22	404.15	412.23	420.47
总长期资产	4,161	4,105	3,920	3,762	3,624
总资产	10,499	12,212	12,286	13,085	14,670
应付账款	387.60	625.31	771.57	1,180	1,737
短期借款	5,302	5,821	5,938	6,056	6,177
其他负债	416.98	612.36	784.08	1,199	1,765
总流动负债	6,107	7,059	7,493	8,435	9,679
长期债务	184.15	223.09	227.55	232.10	236.75
其他长期债务	308.71	300.44	306.45	312.58	318.83
总长期负债	492.86	523.54	534.01	544.69	555.58
股本	128.67	144.98	144.98	144.98	144.98
储备/其他项目	3,530	3,714	3,553	3,520	3,758
股东权益	3,658	3,859	3,698	3,665	3,903
少数股东权益	240.58	771.30	560.65	439.55	532.04
总权益	3,899	4,630	4,259	4,105	4,435

估值指标

会计年度 (倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	(32.56)	(72.02)	(90.28)	(157.35)	206.42
PB	5.27	5.50	6.04	6.10	5.74
EV EBITDA	(69.33)	(328.49)	(445.58)	322.39	63.31
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率 (%)	(2.95)	0.54	(1.35)	0.75	3.38

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBITDA	(409.45)	(85.09)	(64.17)	89.59	449.55
融资成本	(22.04)	(27.89)	(45.33)	(72.06)	(110.70)
营运资本变动	(352.98)	214.16	(122.64)	156.09	278.69
税费	96.78	46.63	80.82	46.46	(35.49)
其他	72.14	(3.39)	(123.75)	(12.04)	221.42
经营活动现金流	(615.56)	144.43	(275.07)	208.03	803.48
CAPEX	(42.39)	(23.39)	(25.64)	(40.76)	(48.17)
其他投资活动	(10.66)	(50.76)	(8.05)	(8.21)	(8.37)
投资活动现金流	(53.05)	(74.15)	(33.69)	(48.97)	(56.54)
负债增加量	174.38	(54.39)	126.89	129.43	132.02
权益增加量	779.23	716.05	0.00	0.00	0.00
派发股息	-	-	-	-	-
其他融资活动现金流	0.00	369.26	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	953.61	1,031	126.89	129.43	132.02
现金变动	285.00	1,101	(181.86)	288.50	878.96
年初现金	400.17	746.19	1,727	1,545	1,834
汇率波动影响	61.02	(120.34)	0.00	0.00	0.00
年末现金	746.19	1,727	1,545	1,834	2,713

业绩指标

会计年度 (倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	99.37	55.77	62.55	58.96	53.64
毛利润	199.38	82.35	69.51	62.68	57.34
营业利润	(28.95)	43.43	12.71	52.22	249.56
净利润	(37.18)	50.21	16.07	42.51	176.38
EPS	(3.05)	54.79	20.22	42.63	176.23
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	50.77	59.43	61.98	63.43	64.95
EBITDA	(35.03)	(4.67)	(2.17)	1.90	6.22
净利润率	(50.64)	(16.18)	(8.36)	(3.02)	1.50
ROE	(16.18)	(7.64)	(6.69)	(3.88)	2.78
ROA	(9.48)	(4.61)	(4.00)	(1.80)	2.40
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	129.57	111.88	124.92	121.54	94.84
流动比率	1.04	1.15	1.12	1.11	1.14
速动比率	1.04	1.15	1.12	1.11	1.14
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.14	0.16	0.24	0.37	0.52
应收账款周转天数	0.06	0.21	0.22	0.17	0.18
应付账款周转天数	194.98	246.84	223.44	204.13	207.26
存货周转天数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金转换周期	(194.92)	(246.63)	(223.23)	(203.96)	(207.08)
每股指标 (人民币)					
EPS	(0.04)	(0.02)	(0.01)	(0.01)	0.01
每股净资产	0.25	0.24	0.21	0.21	0.23

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、郭雅丽、陶冶，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、郭雅丽、陶冶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
增持：预计股价超越基准5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司