



东兴证券
DONGXING SECURITIES

新快乐 新希望

——快乐购（300413）深度报告

2016年07月11日

推荐/首次

快乐购

深度报告

报告摘要:

公司是国内电视购物行业领军者，业态极具稀缺性。1) 公司是首家 A 股上市的电视购物平台，销售规模位居电视购物行业前三，现已覆盖 19 个省、1.3 亿户家庭。我国电视购物行业的进入壁垒高，呈现寡头竞争的市场格局。2) 根据前瞻网：2015 年我国电视购物市场规模为 908 亿元，仅占社消总额的 0.3%，远低于美国、韩国等国家，电视购物仍有巨大的发展潜力和市场空间，预计到 2020 年，市场规模将达到 1467 亿元。

T2O 模式提升电视渠道价值，全渠道转型初显成效。 1) 互联网娱乐的大热倒逼传统电视台寻求转型，电视+电商的 TV TO Online 模式是我国电视媒体互联网化的突破口，让电视购物重拾发展动力。2) 2015 年，公司电视购物销售占比已经降至 60% 以下，依托湖南广电优秀的内容制作、媒体创意能力和娱乐精神基因，积极布局“电视+电脑+移动”的三屏融合互动平台，打造《我是大美人》、《辣妈学院》、“原产地直播”等王牌节目，抓住社交电商风口，加速粉丝流量变现。2016Q1，移动电商业绩增长达到 99.9%，订单数同比增长 387.2%。

联手汽车之家切入汽车 O2O，有望提振公司业绩。 1) 我国汽车市场消费依然强劲，2015 年的新车销量为 2513 万辆，增幅为 7%，连续六年保持全球销量最大市场的地位。但 98% 以上的份额是通过线下渠道实现，未来互联网汽车销售具备广阔的空间。2) 2015 年 11 月，联手汽车之家正式进军汽车 O2O 业务，去年两个月共实现销售收入 1.6 亿，未来有望成为公司新的业务增长点，并加强与其他电视购物平台的区分度。

公司盈利预测及投资评级。 公司是国内首家电视购物上市公司，独特业态在 A 股极具稀缺性；依托湖南广电强大的媒体资源，开拓媒体流量变现新模式，加快电视购物向 T2O 转型。看好公司在社交电商、汽车 O2O 领域的爆发性，未来极具想象空间，可享受估值溢价。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.24 元、0.31 元、0.33 元，当前股价对应 PE 分别为 94.88、87.17、80.73 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,738.01	2,797.61	3,379.84	3,885.60	4,177.14
增长率(%)	-13.08%	2.18%	20.81%	14.96%	7.50%
净利润(百万元)	154.11	92.74	102.92	112.02	120.95
增长率(%)	-16.64%	-39.82%	10.97%	8.84%	7.98%
净资产收益率(%)	16.02%	6.03%	4.12%	4.41%	4.67%
每股收益(元)	0.47	0.25	0.26	0.28	0.30
PE	51.81	97.40	94.88	87.17	80.73
PB	8.38	6.19	3.91	3.84	3.77

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

史琨

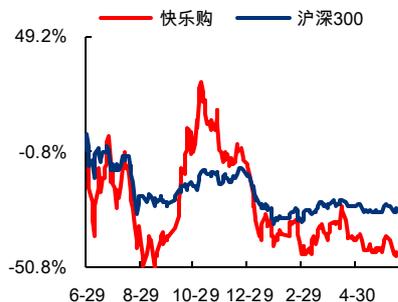
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	24.35-54.75
总市值(亿元)	97.64
流通市值(亿元)	48.38
总股本/流通 A 股(万股)	40100/19868
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	8.69

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 公司概况	4
1.1 公司发展历程	4
1.2 公司股权背景	4
2. 打造多媒体零售新业态	5
2.1 “互联网+电视”战略清晰.....	5
2.2 互联网转型初显成效	6
3. 国内电视购物行业领军者	9
3.1 电视购物行业仍有发展空间	9
3.2 电视购物行业市场集中度高	11
3.3 内容制作驱动媒体流量变现	13
4. T2O 模式提升电视渠道价值	15
4.1 我国移动电商处于快速爆发期	15
4.2 T2O 融合模式引领新趋势.....	16
4.3 开启媒体社交电商新时代.....	18
5. 联手汽车之家切入汽车 O2O	21
5.1 汽车电商行业渗透率低	21
5.2 汽车 O2O 有望提振业绩.....	22
6. 盈利预测	24
7. 风险提示	24

表格目录

表 1: 公司的发展历程	4
表 2: 公司前 8 名股东持股情况表	4
表 3: 快乐购主要旗下公司	5
表 4: 我国电视购物行业的发展历程	9
表 5: 我国电视购物企业的分布情况	11
表 6: 公司盈利预测	24
表 7: 可比公司盈利预测相对估值	24
表 8: 公司盈利预测表	25

插图目录

图 1: 公司的三大销售渠道	5
图 2: 公司的三屏互动整合模式	6
图 3: 公司营业收入及 YOY (单位: 亿元)	7
图 4: 公司归属净利润及 YOY (亿元)	7
图 5: 公司营业收入结构 (按地区)	7
图 6: 公司营业收入结构 (按产品类型)	8
图 7: 公司营业收入结构 (按销售渠道)	8
图 8: 近年来零售业各业态销售增速情况 (%)	10
图 9: 我国电视购物行业的规模 (单位: 亿元)	10
图 10: 我国 11 家电视购物频道	11
图 11: 前五名购物频道覆盖人口情况 (单位: 亿人)	12
图 12: 电视购物的产业链	12
图 13: 淘宝网《我是大美人》星店和视频	14
图 14: 《辣妈学院》视频	14
图 15: 我国网购交易规模及增速 (单位: 万亿元)	15
图 16: 我国网购规模占社消总额的比重	15
图 17: 2011-2015 年移动网购占网络零售交易规模的比重	16
图 18: 近年我国网购网民数量增长情况	16
图 19: T2O 模式的六大功能	16
图 20: 近年 QVC 公司网购销售额占比情况	17
图 21: 公司 QVC 官网商品展示	17
图 22: 公司 QVC 官网的 TV Live	17
图 23: 三屏互动的营销模式	18
图 24: 不同年龄层消费者对媒体渠道的选择比较	19
图 25: 我是大美人 APP 以及辣妈学院微信公众号	19
图 26: 微信生态圈模式	20
图 27: 公司芒果铺子网站	20
图 28: 近年我国新车销量及增长率 (单位: 万辆)	21
图 29: 2015 潜在购车用户获取信息的渠道选择	21
图 30: 潜在购车用户的买车渠道选择	21
图 31: 我国汽车电商行业发展历程	22
图 32: 芒果汽车生活馆	22
图 33: 芒果汽车生活馆	22
图 34: 汽车电商 O2O 模式	23
图 35: 主要汽车电商平台的客户覆盖数 (单位: 万人)	23
图 36: 汽车之家主要消费者的年龄分布	23

1. 公司概况

1.1 公司发展历程

快乐购物股份有限公司成立于 2005 年 12 月，是商务部认定的全国首批电子商务示范企业，是湖南省战略性新兴产业百强企业。2006 年 3 月，公司成功获得全国电视购物频道牌照，快乐购物频道正式开播。公司主要经营家庭百货，定位于多媒体零售公司，打造集电视、网络、外呼三大销售渠道为一体的新型电子商务平台，于 2015 年 1 月成为首家上市 A 股的电视购物平台。

表 1: 公司的发展历程

时间	公司发展历程
2005.12	公司成立
2006.01	国家广电总局发放快乐购国家数字专业购物频道牌照
2006.06	网站 happigo.com 上线运营
2011.12	快乐购手机客户端上线
2013.11	微信公众号合作微信支付，智能客服开始运营实现闭环交易
2015.01	公司上市
2015.07	美妆栏目“我是大美人”APP 上线

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 公司股权背景

芒果传媒持有本公司 43.12% 的股份，为本公司的控股股东，湖南广播电视台为公司的实际控制人。湖南广电具有强大的传媒集团背景，其旗下还拥有湖南卫视、金鹰卡通、天娱传媒等优质文化产业资源。

表 2: 公司前 8 名股东持股情况表

序号	股东名称	持股比例
1	芒果传媒有限公司	43.12%
2	弘毅投资产业一期基金(天津)(有限合伙)	11.88%
3	绵阳科技城产业投资基金(有限合伙)	9.03%
4	湖南高新创业投资集团有限公司	5.59%
5	天津红杉资本投资基金中心(有限合伙)	4.51%
6	全国社会保障基金理事会转持二户	1.75%
7	西藏弘志投资顾问合伙企业(有限合伙)	1.67%
8	中央汇金资产管理有限责任公司	0.60%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此外，快乐购旗下拥有北京快乐的狗、上海快乐讯、供应链公司、湖南道格、芒果生活等 9 家全资子公司，布局媒体制作、广告营销、新媒体等业务。

表 3: 快乐购主要旗下公司

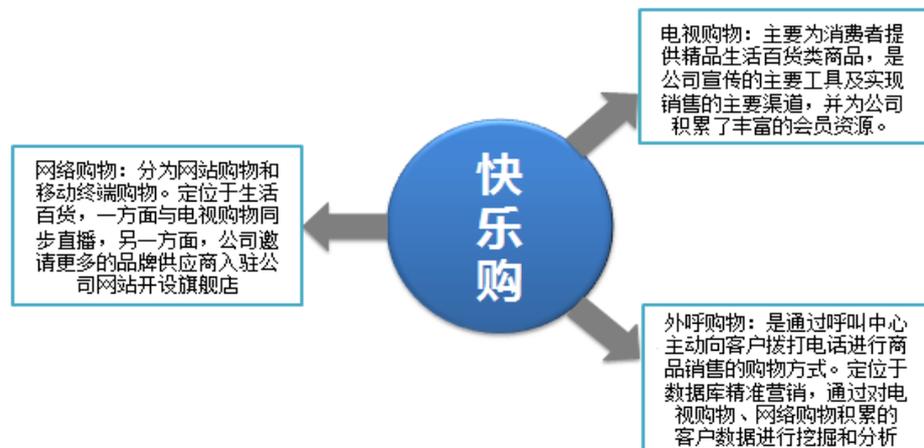
序号	成立时间	公司名称	地点
1	2007.9.29	快乐的狗汽车文化传播有限公司	湖南
2	2008.12.12	快乐购企业发展有限公司	上海
3	2009.3.27	快乐讯广告传播有限公司	上海
4	2009.11.12	快乐的狗新媒体技术有限责任公司	北京
5	2011.6	快乐购供应链管理有限公司	湖南
6	2014.3.10	道格云商贸易有限责任公司	湖南
7	2014.3.18	道格投资管理有限责任公司	上海
8	2014.4.18	妈妈觅呀互娱网络科技有限公司	上海
9	2014.9.4	芒果电子商务有限公司	湖南

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 打造多媒体零售新业态

2.1 “互联网+电视”战略清晰

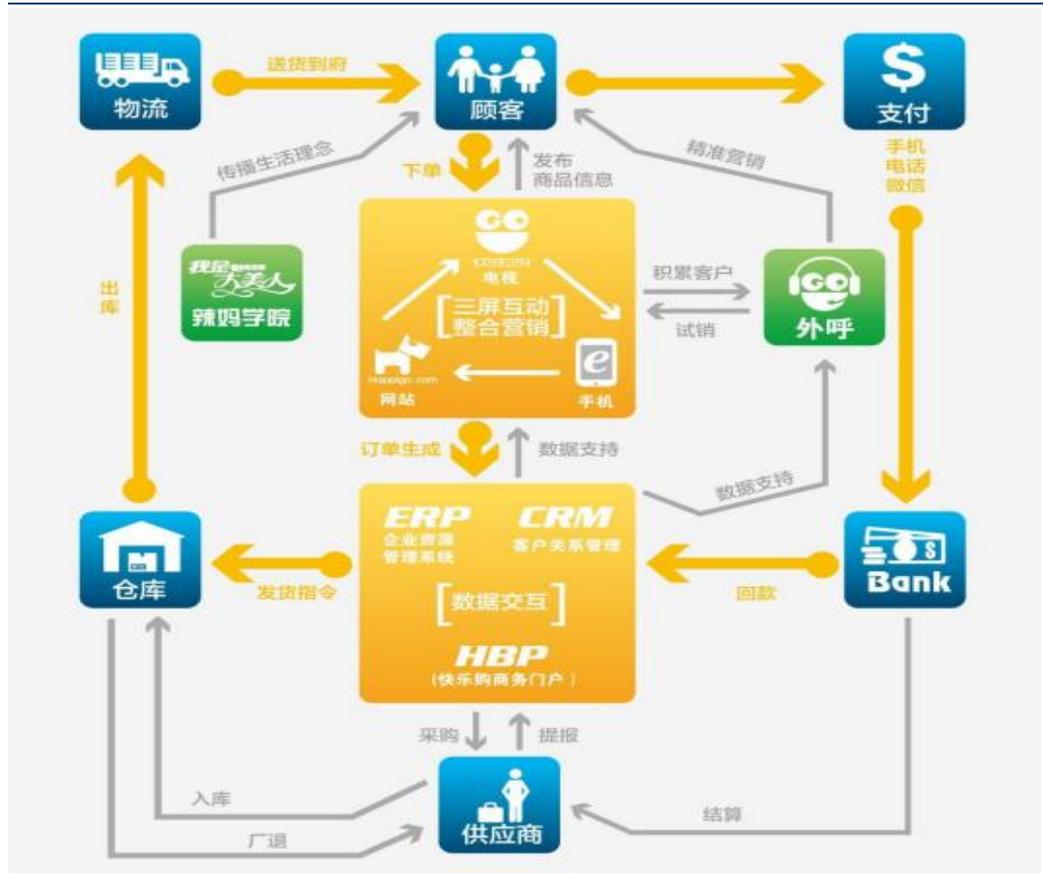
公司主要通过多元化的营销模式，以电视渠道为基础，以“视频内容+移动产品+多屏技术”为核心，依托电视购物、网络购物、外呼购物的三屏互动模式，实现在线销售和服务，已发展为媒体与零售跨界融合的产物。电视购物通过制作专业的购物节目向全国观众 24 小时播出，消费者可拨打热线电话实现商品订购；网络购物分网站购物与移动购物；外呼购物通过呼叫中心主动向客户拨打电话进行商品销售。

图 1: 公司的三大销售渠道


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司的主要经营模式为向供应商采购相关商品并存放于仓库；借助媒体创意和内容制作能力，通过电视、电脑和移动三屏互动整合传播平台发布商品信息和生活资讯，最大限度地聚集消费者，激发购买需求；并通过数据交互平台进行数据库挖掘，精准把握消费者偏好；通过第三方物流配送将商品从仓库递送至顾客；通过多种支付方式接收顾客支付的货款，为消费者提供更贴近实景的购物体验及高品质产品。

图 2: 公司的三屏互动整合模式



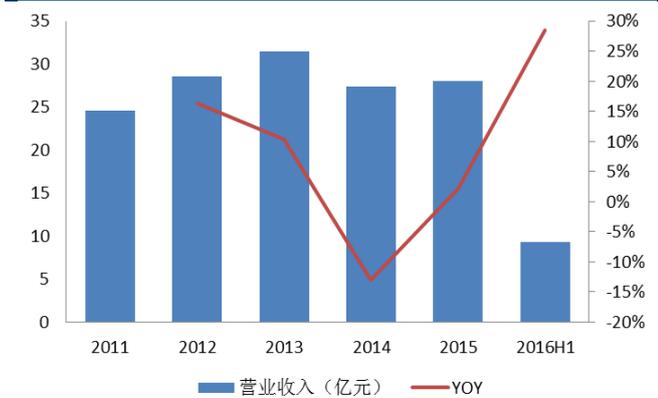
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.2 互联网转型初显成效

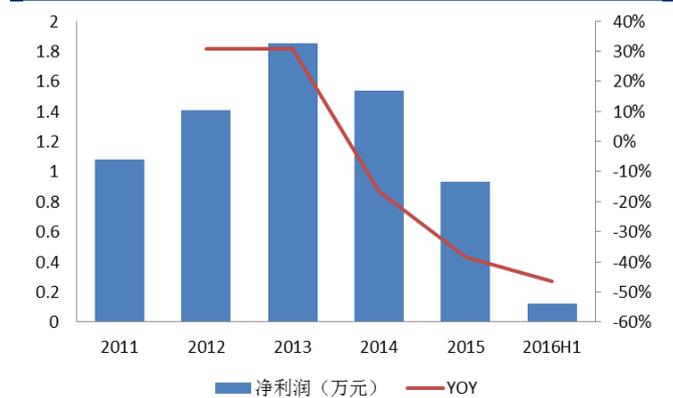
2011-2013 年，公司收入和净利润增长基本匹配且增速平稳。2014 年受制于宏观经济疲弱，整体消费能力下降等因素影响，增速出现下滑。2015 年，公司实现营收 27.98 亿元，同比增长 2.18%；归属净利润 9510 万元，同比下降 38.29%。收入放缓主要是网购冲击、高单价的珠宝、收藏品、皮草等产品需求疲软；利润下滑因对社交电商等新业务的投入、新增覆盖区域尚处于培育阶段、产品结构和销售渠道调整等。

2016 年一季报，实现营收 9.27 亿元，同比增长 28.51%；净利润 1260 万元，同比下降 46.56%，由于公司尚处于转型阶段，相关创新业务尚在投入期，短期支出较大拖累业绩，互联网创新业务的收入利润转化实现需要一定周期。

公司互联网社交电商、移动电商、O2O 电商、汽车电商等互联网创新业务转型升级的效果开始显现，2015 年，公司移动电商业绩增长 2.6 亿，较上年同期增长 107%。移动电商销售额日均已近百万元，狗小二累计粉丝达 46 万，APP 上线累计用户数达到 80 万，用户在线支付比率已超过 30%。2016Q1，移动电商业绩增长达到 99.9%，订单数同比增长 387.2%。

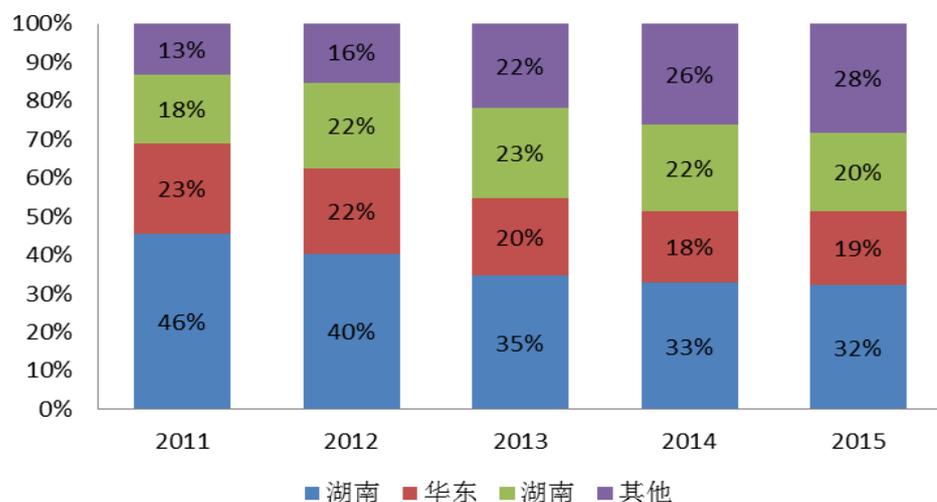
图 3: 公司营业收入及 YOY (单位: 亿元)


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 公司归属净利润及 YOY (亿元)


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

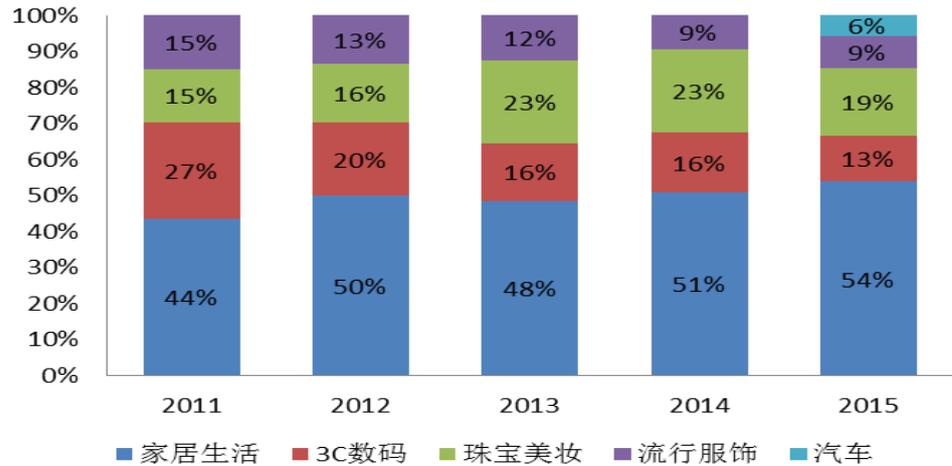
截止到 2015 年 12 月 31 日，快乐购已覆盖 19 个省，3 个直辖市（京、津、渝），227 个地级市，覆盖户数 1.3 亿户。公司营业收入主要来源于湖南、华东、华南地区，在湖南省的收入占比从 2011 年的 45% 下降至 2015 年的 32%，依赖程度逐渐减低。

图 5: 公司营业收入结构 (按地区)


资料来源: 东兴证券研究所

公司的销售商品主要包括流行服饰、珠宝美妆、3C 数码、家居生活、汽车等六千多种品类。公司的营业收入主要由家居生活、珠宝美妆、3C 数码、流行服饰和汽车构成，2015 年营收占比分别达到了 54%、19%、13%、9%和 6%，其中家居生活类商品占比从 2011 年的 44%提升至 2015 年的 54%，占据了半壁江山。

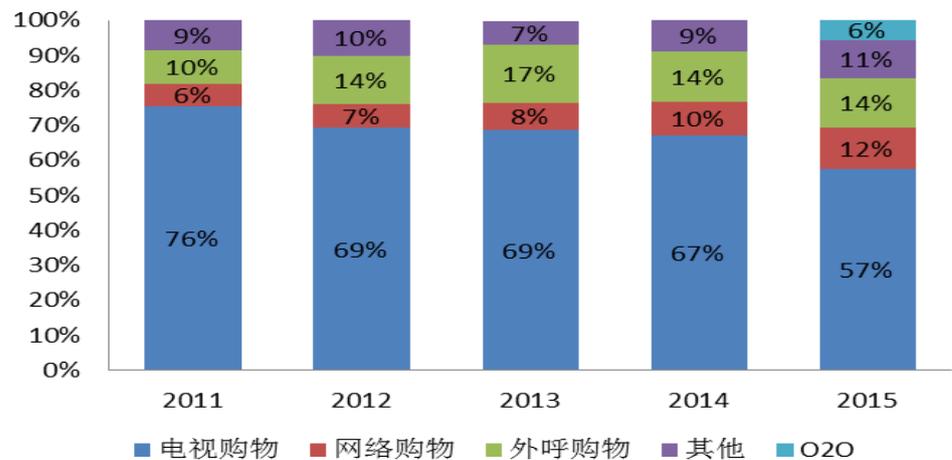
图 6: 公司营业收入结构 (按产品类型)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

公司主要以电视购物、网络购物和外呼购物为三大主要销售渠道，旗下拥有包括购物频道、Happigo.com 网站、外呼购物、我是大美人 (综艺节目+社交电商)、快乐云商 (跨境电商)、芒果汽车 (汽车 O2O) 等多个销售通路。2015 年公司大力发展互联网、O2O 等创新业务，渠道结构不断优化，伴随着网络购物和外呼购物收入的提高，其收入占比逐年下降趋势，2015 年的电视购物渠道占比已下降到 6 成。

图 7: 公司营业收入结构 (按销售渠道)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

3. 国内电视购物行业领军者

3.1 电视购物行业仍有发展空间

顺应消费升级派生的新兴需求,在新一代信息技术的推动下,无店铺零售业蓬勃发展,电视购物是无店铺销售的一种表现形式,起源于 20 世纪 70 年代的美国,1992 年广州购物频道开播标志着我国电视购物业态的出现。

电视购物通常可分为两大类形态:电视直销模式和家庭购物模式。前者在电视台插播形式,我国 90 年代兴起的电视购物大部分采取电视直销模式;后者以现场直播的方式直接售卖,在电视频道滚动播出。我国电视购物行业共经历三个阶段,目前已经进入了快速增长期。经过 20 多年的发展,电视购物已从广告时段插播升级到全天 24 小时播出的现代家庭购物频道。

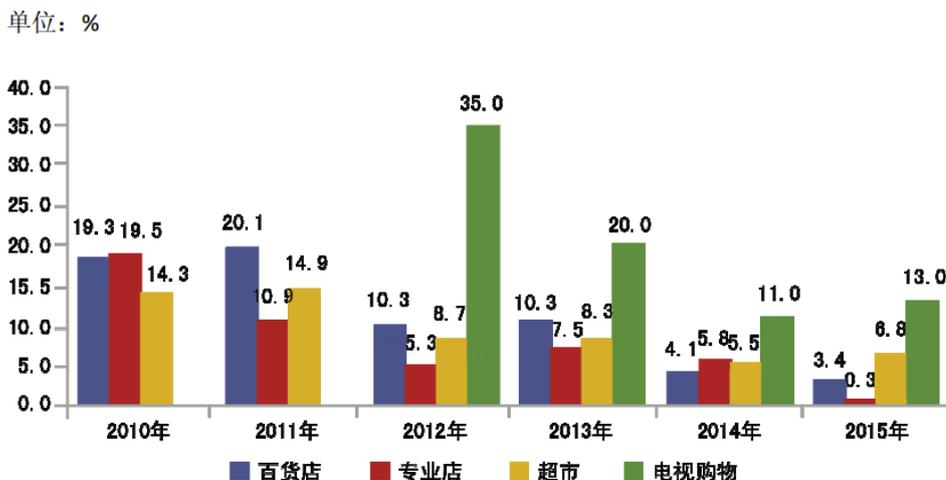
表 4: 我国电视购物行业的发展历程

阶段	时期	主要事件
传统电视直销	90 年代	1992 年广东省珠江频道播出中国大陆第一个购物节目,标志着电视购物在国内出现
		1995 年 11 月,北京电视台主办的“BTV 电视直销”节目开播
		90 年代中后期,国内电视直销公司达到 1000 多家,行业总收入 200 多亿元
现代家庭购物与传统电视直销竞争	2004-2013	2004 起为了规范电视购物产业,广电总局批准了 11 家开办全国性的电视购物频道
		2006 年 3 月,现代家庭购物模式的快乐购物频道正式开播,2006 年 12 月,央视宣布开播“CCTV 中视购物”频道,将电视台作为产品销售的平台
		2009 年 12 月,国家广电总局颁布《关于电视购物频道建设和管理的意见》,指明积极发展网络广播电视、移动多媒体广播、手机电视等新媒体购物方式
多屏互动催生零售新业态	2013 年后	阿里巴巴入股新浪微博 18% 股份,与华数传媒合作推出阿里彩虹盒子
		2013 年 10 月,苏宁收购 PPTV 的 44% 股权成为第一大股东
		2014 年 2 月,唯品会收购乐蜂网 75% 股份,并购东方风行 23% 股份

资料来源:招股说明书,东兴证券研究所

近年来,消费增速逐年回落,从 2011 年的 17.1% 降低到 2015 年的 10.7%,与此同时,不同零售业态之间竞争加剧,2015 年各零售业态销售均有所放缓。但与其他零售业态相比,电视购物业仍呈现出较快的增长态势。

图 8: 近年来零售业各业态销售增速情况 (%)

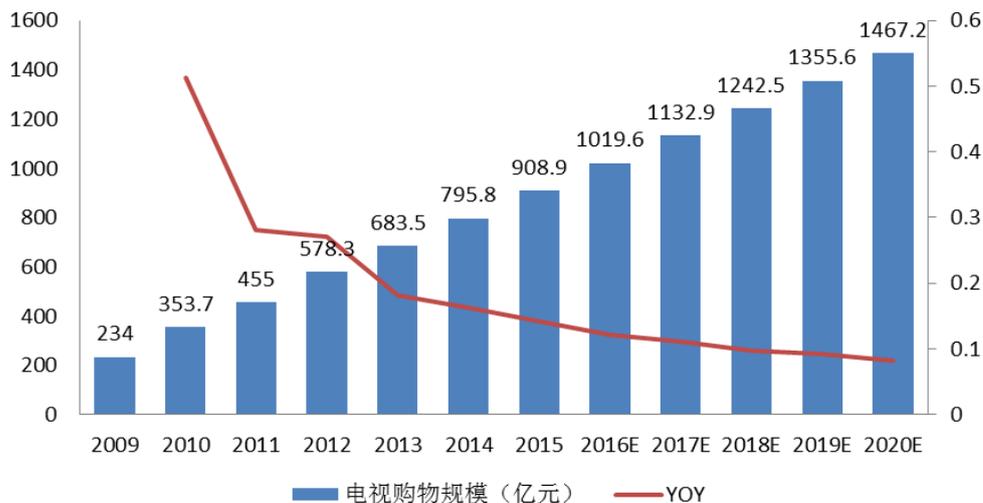


资料来源:《2015年电视购物业发展报告》,东兴证券研究所

从国外发展经验看,美国、韩国和中国台湾的电视购物在零售业占据着重要地位。美国电视购物行业年收入达千亿美元,占全国零售总额的8%。韩国电视购物销售额占全国零售总额的12%。相比而言,电视购物在国内起步较晚,2015年,电视购物行业的市场规模约为908亿元,仅占社会消费品零售总额的0.3%。相比较而言,我国电视购物仍有巨大的发展潜力和市场空间。

根据前瞻网数据:2015年,我国电视购物市场规模已达到908亿元。预计到2020年,电视购物市场规模将达到1467亿元。国内电视购物市场具备广大的市场潜力。

图 9: 我国电视购物行业的规模 (单位: 亿元)



资料来源:前瞻网,东兴证券研究所

3.2 电视购物行业市场集中度高

我国电视购物实行特许经营制度，行业进入壁垒较高。我国《广播电视管理条例》和《广播电台电视台审批管理办法》规定严苛：需要具有完备的节目审查、产品质量保证等保障体系，全国播出的购物频道自有启动资金不少于1亿元、省级行政区5000万、地市级3000万元。从企业规模看，我国电视购物企业大多以大中型企业为主。

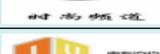
我国电视购物实行准入制度，企业数量相对稳定。目前，全国经国家新闻出版广电总局颁发运营牌照的电视购物企业共有34家其中，信号覆盖全国的电视购物企业有11家，包括快乐购、央广购物、东方购物等。从投放范围来看，国内电视购物已形成全国覆盖，华东区域集中分布的竞争格局。

表 5: 我国电视购物企业的分布情况

牌照	频道名称
全球	环球购物
全国	东方购物、央广购物、快乐购物、中视购物、优购物、家有购物、家家购物、吉祥购物、放心购物、好享购物、时尚购物
省内	爱家购物、宜佳购物、好易购、居家购物、欢腾购物、天鹅购物、美嘉购物、宜和购物、天天购物、乐思购、星空购物、乐家购物、好享购、买乐购物、开心购物
区域	友友购物、合家购物、潮流购物、乐拍购物、三佳购物、皖江购物
城市	嘉丽购、购物频道、广通购物、乐天购物、沈视购物、乐购购物

资料来源：美兰德、东兴证券研究所

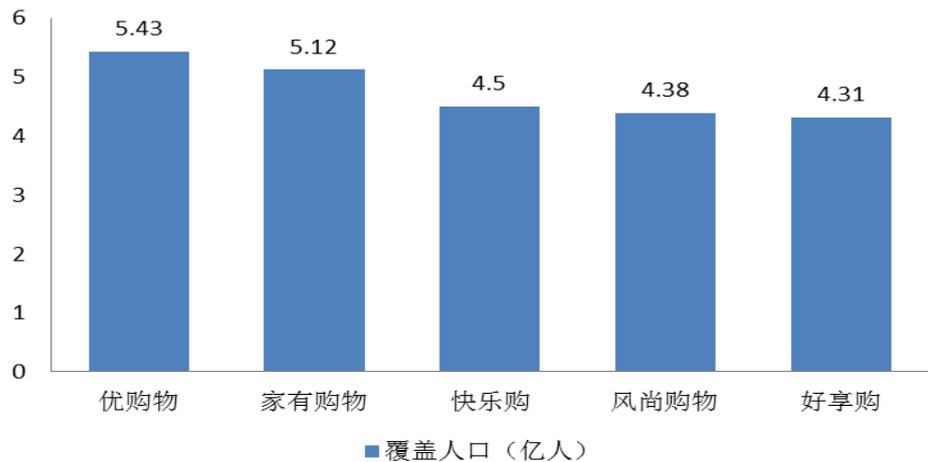
图 10: 我国 11 家电视购物频道

类型	开办主体	频道名称	覆盖类型	覆盖范围	频道标志
中央	中央人民广播电台	央广购物频道	全国	全国	
中央	中国国际广播电台	环球购物频道	全国	全国	
中央	中央电视台	中视购物频道	全国	全国	
山西	山西广播电视台	优购物频道	全国	全国	
上海	上海广播电视台	东方购物频道	全国	全国	
江苏	江苏电视台	好享购物频道	全国	全国	
安徽	安徽广播电视台	家家购物频道	全国	全国	
江西	江西广播电视台	风尚购物频道	全国	全国	
湖南	湖南广播电视台	快乐购物频道	全国	全国	
重庆	重庆电视台	时尚购物频道	全国	全国	
贵州	贵州广播电视台	家有购物频道	全国	全国	

资料来源：《2015 电视购物业发展报告》东兴证券研究所

我国电视购物行业的集中度较高,快乐购位居行业三甲。根据欧睿信息咨询公司统计,2013 年家庭购物行业营业收入前三名的公司占一半的市场份额,其中以快乐购为代表构成的电视购物公司已经建立了一定的市场地位和品牌影响力。根据 2015 年 CMMR 数据:快乐购的覆盖人口规模位居第三,达到 4.5 亿人。

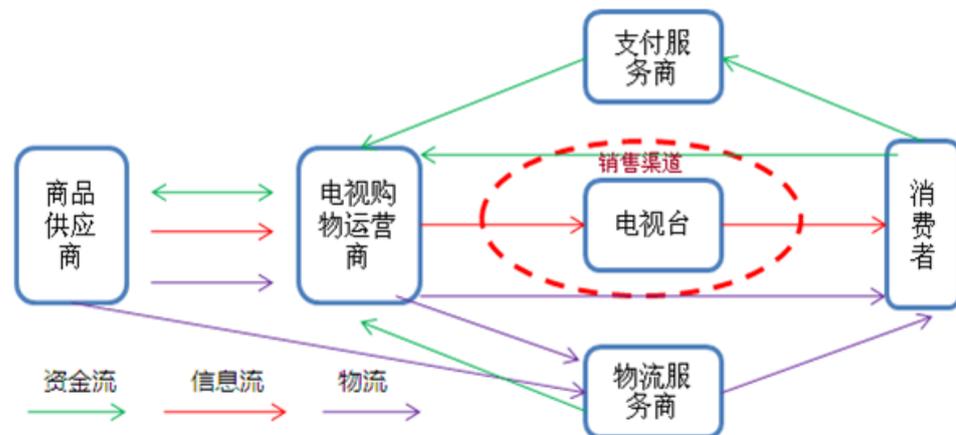
图 11: 前五名购物频道覆盖人口情况 (单位: 亿人)



资料来源: CMMR, 东兴证券研究所

电视购物行业与普通零售业的关键差异在于商品的展示及销售渠道是电视。电视购物产业链构成主体包括商品供应商、电视购物运营商、电视台 (渠道运营商)、支付服务商、物流服务商和消费者。电视作为商品销售渠道,是实现电视购物的基本条件,也是电视购物的最大特征。电视频道的覆盖情况在很大程度上决定着商品信息是否能够最大范围的、有效的传达给目标消费者,实现商品的销售范围和销售量。

图 12: 电视购物的产业链



资料来源: 美兰德, 东兴证券研究所

3.3 内容制作驱动媒体流量变现

我们认为,电视购物行业区别于其他零售渠道的核心竞争力在于制作曝光度高、吸引力强的节目内容,为零售平台及合作商家引流,最终将内容转化为商品实现变现。快乐购作为芒果传媒旗下电视购物平台,是集团将媒体流量资源向商品销售转化和增值的重要通道,公司背靠芒果传媒旗下优质资产,节目制作水平精良。

表 4: 芒果传媒旗下主要优质资产

类型	内容
电视	湖南卫视、湖南经视综合频道、时尚频道(快乐购)、湖南卫视国际频道、湖南公共频道、金鹰卡通卫视、青海卫视(控股 49%)、湖南娱乐频道、潇湘电影频道
电台	湖南人民广播电台交通频道、电脑经济频道、电台文艺频道、电台新闻频道、电台旅游频道、绿色 938 电台、金鹰之声广播电台
其他	青芒果传媒有限公司、长沙世界之窗、长沙海底世界、湖南国际影视会展中心、快乐阳光互动娱乐传媒有限公司、华夏影视传播有限公司、金鹰网

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

公司管理层从业经验丰富,节目制作团队部分曾就职于“快乐大本营”、“天天向上”等王牌栏目,已成功录制了《我是大美人》、《辣妈学院》、“原产地直播”等综艺性节目,其在节目开发、内容制作上具备先天优势,营销方式更加新颖。公司通过媒体生动地展示给消费者,激发消费者的冲动型消费。2015 年,公司通过原产地直播制作购物节目,外场直播 18 场次 150 个小时,直接带来业绩创收 2 个亿。

表 5: 公司旗下主要资产

公司名称	业务内容
快乐的狗汽车文化传播有限公司	汽车销售服务
快乐购企业发展有限公司	为上海快乐讯提供商品
快乐讯广告传播有限公司	时尚产业、通过节目中商品信息将客户倒流至网站实现销售
快乐的狗新媒体技术有限责任公司	商品销售、会员经营及网站推广业务
快乐购供应链管理有限公司	涉及管理、经济信息咨询、企业管理咨询、搬运装卸服务
道格云商贸有限责任公司	境内外各类商品的采购销售业务
妈妈觅呀互娱网络科技有限公司	电视节目制作、发展与节目相关的新媒体及达人业务
芒果电子商务有限公司	运用电视频道和互联网产品、打造线上线下的 O2O 平台

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

- ◆ 2010 年,公司旗下快乐讯与湖南卫视合作推出美妆资讯时尚电视节目——《我是大美人》,通过引入美妆护肤等达人,目前拥有合作达人 200 多人,为时尚女性介绍美妆经验。目前湖南卫视、优酷土豆、爱奇艺、芒果 TV 等平台播出,还通过网页社区、官方微博、达人见面会等渠道安排达人与观众进行社交互动。且在淘宝网

开设“我是大美人星店”，将节目内提到的相关商品在网购平台内展示，实现消费者和商品的直接对接，我是大美人淘宝店是节目导流变现的重要通道之一。

图 13: 淘宝网《我是大美人》星店和视频



资料来源：淘宝官网，爱奇艺官网，东兴证券研究所

- ◆ 2014年3月，上海快乐购在深圳卫视推出母婴资讯节目《辣妈学院》，这是国内第一档母婴养成类综艺节目，专为新时代时尚女性和超级奶爸打造，通过传播专业母婴资讯和时尚辣妈生活方式，帮助新时代父母，尤其是时尚年轻女性，建立健康时尚的育儿观念及良好的两代、两性互动。

图 14: 《辣妈学院》视频



资料来源: 爱奇艺官网, 东兴证券研究所

4. T2O 模式提升电视渠道价值

4.1 我国移动电商处于快速爆发期

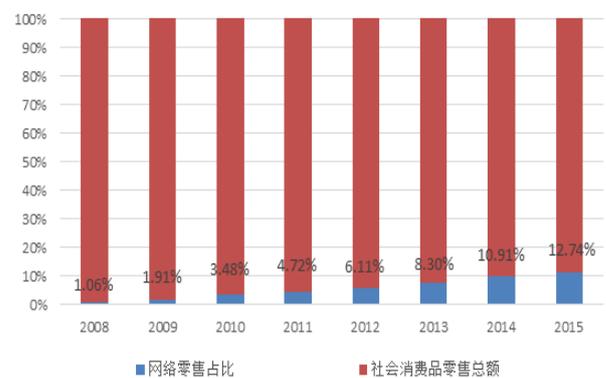
在电视购物持续竞争时, 网络购物的成交额却在淘宝网 2003 年建立以来连年增长。2006-2014 年, 我国网络购物用户数从 3233 万增长至 4 亿人, 网络购物交易规模由 263 亿元发展到 28145 亿元, CAGR 达到 83.5%。2015 年, 网络购物市场交易规模达 3.8 万亿元, 同比增长 36.2%; 在社会消费品零售总额中的占比为 12.6%, 较 2014 年提高 2%。

图 15: 我国网购交易规模及增速 (单位: 万亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

图 16: 我国网购规模占社消总额的比重

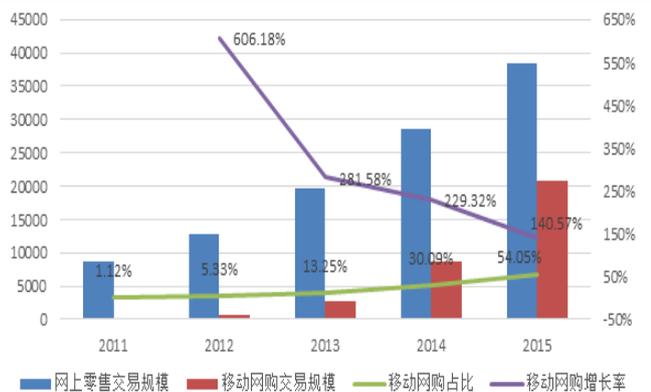


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

根据艾瑞网数据, 移动购物市场规模和渗透率增长迅速, 2011-2015 年, 移动网购交易规模一直保持超过 1 倍的年增长率。2015 年, 移动购物市场规模增速为 141%, 远高于网络购物整体增速 (36%)。2015 年, 移动端电商规模已经达到 54%, 超过 PC

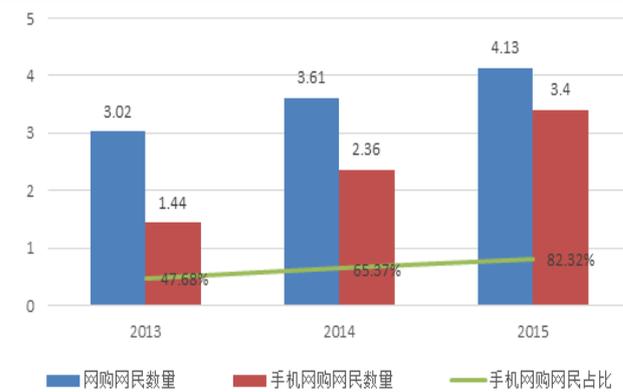
端份额。随着移动智能手机的普及、移动购物场景的完善以及移动支付应用的推广, 移动电商将长期占据电商渠道的主导地位。

图 17: 2011-2015 年移动网购占网络零售交易规模的比重



资料来源: 易观数据, 东兴证券研究所

图 18: 近年我国网购网民数量增长情况



资料来源: 易观数据, 东兴证券研究所

4.2 T2O 融合模式引领新趋势

T2O 模式是电视+电商的 TV TO Online, 是我国电视媒体互联网化的突破口。互联网娱乐的大热倒逼传统电视台寻求转型, 各卫视节目中纷纷加入互联网元素, 在用户交互、产业联动、形式表现上向互联网靠拢。因此, 用互联网思维彻底改造电视购物节目, 将节目打造成一个互联网平台, 以连接平台、产品以及用户, 使得节目交互更为丰富, 形成生态圈内的联动共赢。“互联网+电视购物”让电视购物重拾发展动力。

图 19: T2O 模式的六大功能

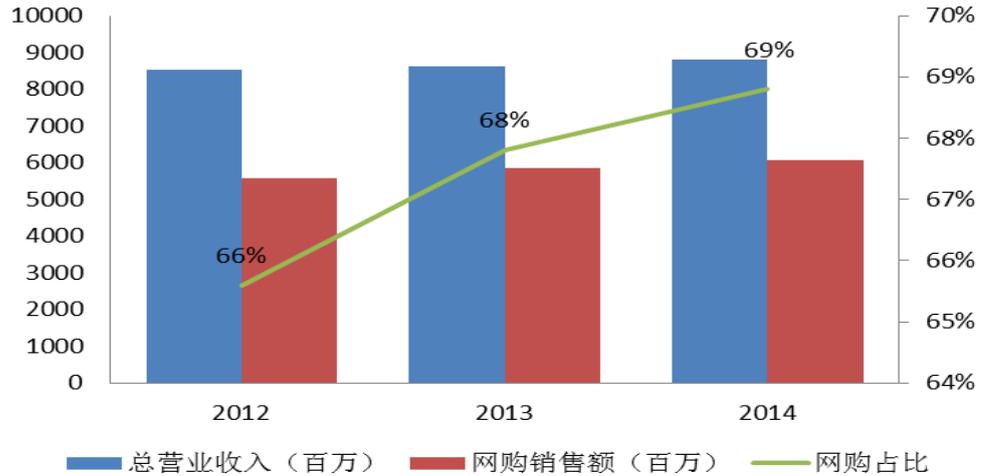


资料来源: CMMR, 东兴证券研究所

伴随着互联网的高速发展, 美国电视购物巨头 QVC 的网络购物业务随之发展, 销售通路覆盖电视、PC 端、移动端三重渠道, 已成为全球最大的多媒体零售巨头。该公

公司成立于 1986 年，已发展成为全球最大的电视/网络购物零售商，拥有美国、欧洲及亚洲等众多市场，采用 24 小时不间断进行现场直播的模式，服务于全球大约 3.17 亿户家庭。2014 年，公司网购销售额占公司全年总销售额的 68.8%，现以成为公司的核心收入来源。

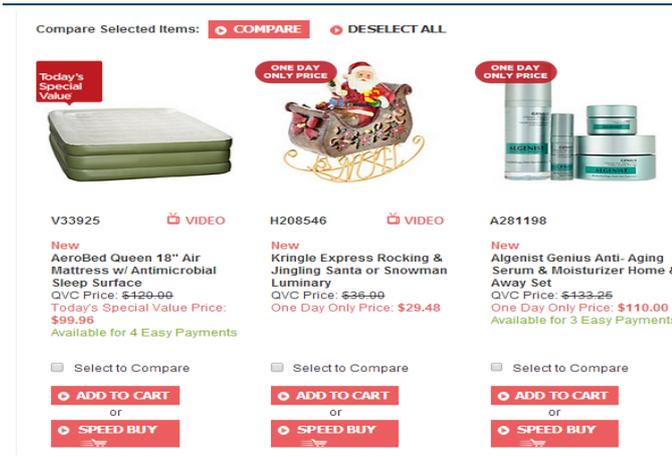
图 20: 近年 QVC 公司网购销售额占比情况



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

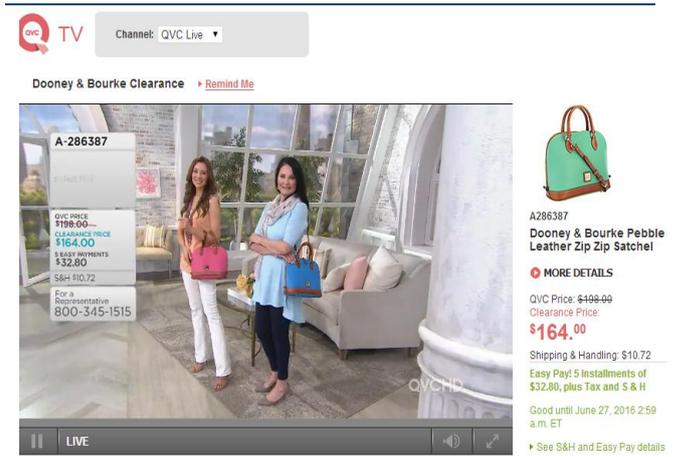
QVC 观众可以在收看节目时打开手机直接扫描二维码直接进入商品链接，就能立刻购买节目同款定制的产品，也可以在网站观看商品展示视频后下单购买。T2O 模式，相较于进入电商网站或者通过手机网站再次进入的操作模式更为便捷，也更适应目前移动终端发展的需要，普通受众接受起来更为方便。

图 21: 公司 QVC 官网商品展示



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 22: 公司 QVC 官网的 TV Live



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

4.3 开启媒体社交电商新时代

自 2014 年起，公司资源逐渐向移动端倾斜，大力发展社交电商、汽车电商以及跨境电商业务。公司战略公司将逐步从以电视购物为龙头的三屏互动营销模式，走向以手机移动购物端购物为主的三屏融合营销模式，推动客户群体在不同渠道间的迁移。在多屏融合的模式下，快乐购通过电视购物频道覆盖的海量客户群体，也有可能为网络购物业务带来新的流量入口。

我们认为，公司作为电视购物龙头，在电视购物方面有先发优势，为公司积累了丰富的客户资源，渠道成本已经沉淀在电视购物当中，而网络购物为边际的增量部分。移动端业务的突飞猛进为公司的网络购物业务带来新的增长动力。

图 23: 三屏互动的营销模式

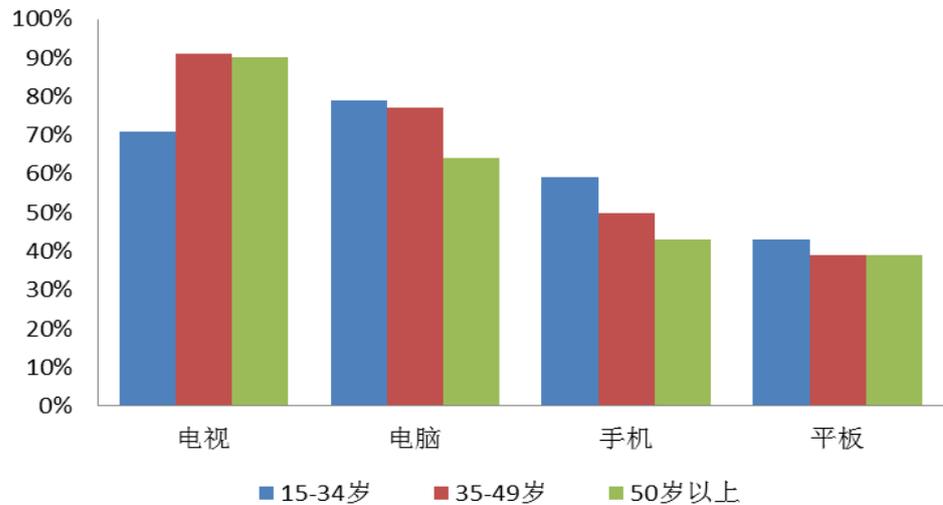


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

随着信息技术的快速发展，消费者在线消费、移动购物的习惯不断普及，单一的电视购物零售模式调整已是大势所趋。近年公司积极推动互联网转型，依托电视渠道，发展“视频内容+移动产品+多屏技术”的新媒体业务。

我们认为，公司通过电视购物与移动手机互动的方式，能够将较为年轻，接受新事物较快的 80、90 后女性群体导入公司的移动购物社区，增加了对年轻消费者的粘性。

图 24: 不同年龄层消费者对媒体渠道的选择比较



资料来源: ICTR, 东兴证券研究所

公司形成了全方位的社交媒体覆盖。其视频节目的播放平台除了湖南卫视、优酷爱奇艺等第三方视频网站、快乐购官方网站以外,还搭建了快乐购 APP、我是大美人 APP、开心网等第三方社交平台、新浪微博、微信公众号等。我们认为,借助社交电商平台能够形成高粘性的粉丝社区,未来有望为快乐购的新网络购物业务带来爆发式的增长。

- ◆ 公司抓住社交电商风口,打造《我是大美人》和《辣妈学院》社交电商平台,《我是大美人》APP 为女性用户提供时尚、美妆一站式解决方案,有超 200 多名网络红人,以美妆直播+视频的方式实现直播互动、视频、购买、社区功能,和达人近距离做朋友,形成从内容到购买的闭环。APP 自上线来,撬动体验经济和粉丝经济,累计下载激活用户达 140 万人,同比增长 56%,微信号粉丝数也超过百万。

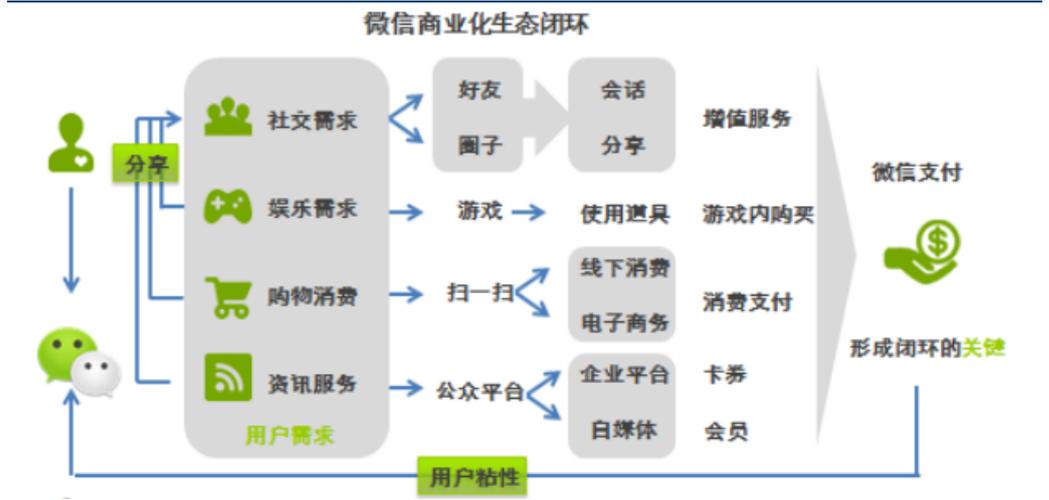
图 25: 我是大美人 APP 以及辣妈学院微信公众号



资料来源: 官方 APP, 东兴证券研究所

- ◆ 公司上线快乐购、我是大美人、辣妈学院微信公众号,在微信平台引入快乐购商城,可查看直播、录播电视购物节目以及网页版商品展示,并支持微信支付,实现随时随地的商品选购、支付的移动购物闭环。我们认为,湖南卫视的受众群体较年轻,随着与湖南卫视的多屏互动模式逐步成熟,将导入巨量的年轻活跃客户。

图 26: 微信生态圈模式



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

- ◆ 2015年1月,全资子公司快乐的狗与芒果TV进行合作,互联网电视购物平台“芒果铺子”开始试运行,通过结合电视媒体和芒果TV节目内容,节目提及的产品设置成购物专题展现在平台上,为年轻客群提供具有时尚相关度且高度个性化的美妆、旅游等产品。2015年4月,公司出资2000万元设立宁波保税区道格国际贸易有限公司,开展跨境电商业务,将进口商品借助公司视频渠道进行展示售卖。

图 27: 公司芒果铺子网站



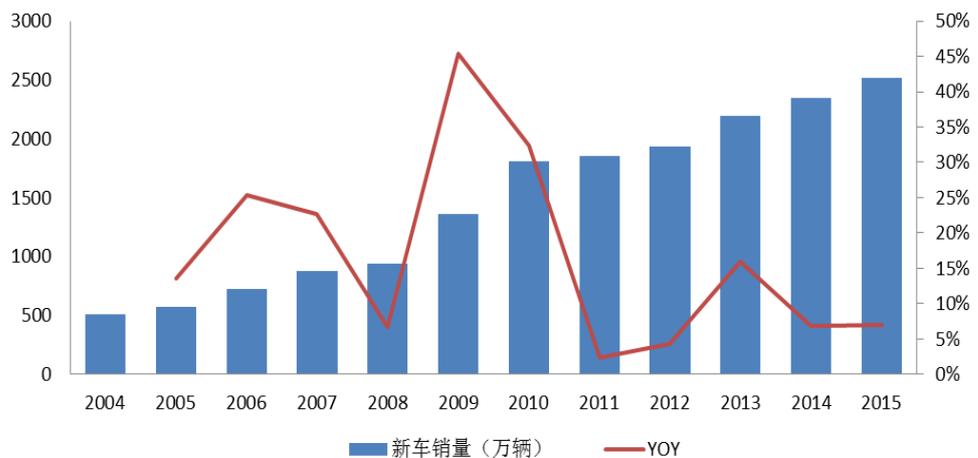
资料来源: 东兴证券研究所

5. 联手汽车之家切入汽车 O2O

5.1 汽车电商行业渗透率低

中国汽车工业协会数据显示：我国汽车市场消费依然强劲，2015 年的新车销量为 2513 万辆，增幅为 7%，连续六年保持全球销量最大市场的地位，但是增速开始逐渐放缓，受限购政策影响，汽车市场将进入稳定增长期。

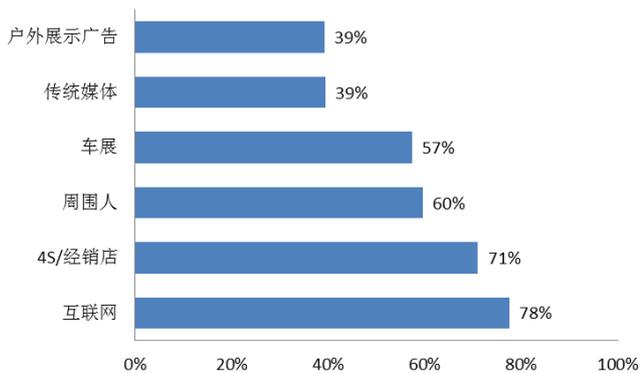
图 28: 近年我国新车销量及增长率 (单位: 万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 东兴证券研究所

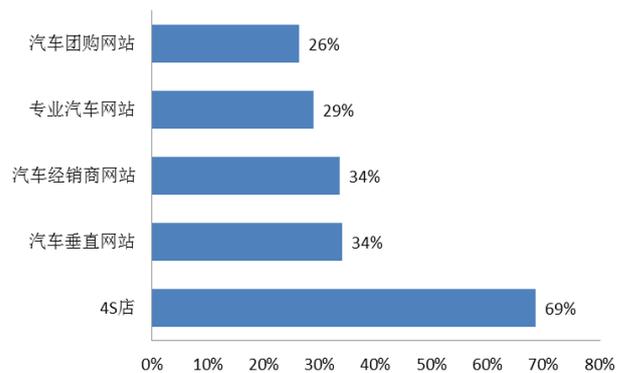
汽车用户对于新车营销的广告触达点和购买渠道形成差异，广告触达点以互联网为主，而购物渠道仍以线下 4S 店为主。根据艾瑞咨询统计，2013 年，经过汽车媒体等先行者培育，汽车电商行业发展快速。但是 2015 年我国新车销售市场中，98% 以上的份额是通过线下渠道实现，未来互联网汽车销售具备广阔的空间。

图 29: 2015 潜在购车用户获取信息的渠道选择



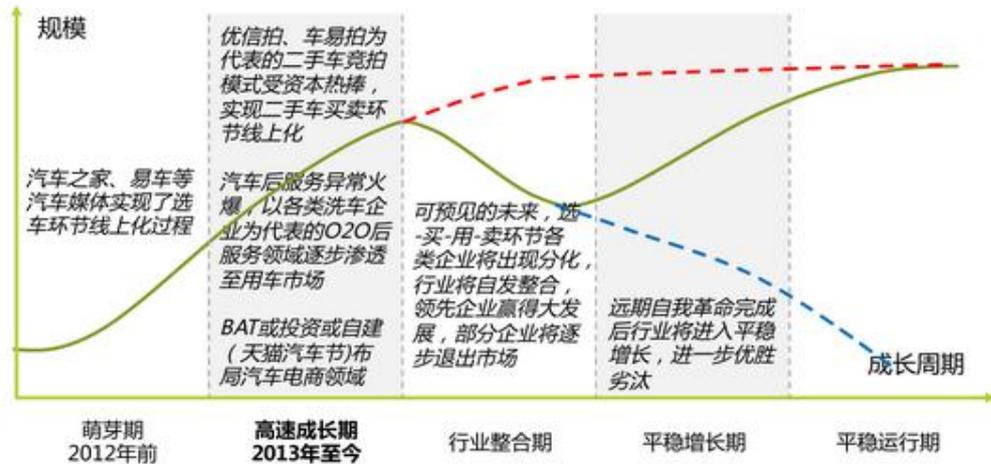
资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

图 30: 潜在购车用户的买车渠道选择



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

图 31: 我国汽车电商行业发展历程



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

5.2 汽车 O2O 有望提振业绩

2015年5月,公司与国内最大汽车电商——汽车之家合资设立湖南芒果车之家汽车销售有限公司(“芒果汽车”),其中快乐购投资5100万元,持股51%;汽车之家子公司车聚互联(天津)汽车销售有限公司出资4900万元,持股49%。芒果汽车主要经营整车销售、汽车保养服务和二手车等业务。

2015年11月,芒果汽车全力打造的3.8万平方米国内首个综合性汽车生活主题馆在长沙开业,提供汽车试驾、车展、餐饮、娱乐等业态服务,旨在吸引高收入客群,聚合湖南广电、汽车之家的全媒体流量,实现三屏营销平台以及线上线下的联动销售,打造“互联网+汽车”的销售新模式。

图 32: 芒果汽车生活馆



资料来源: 东兴证券研究所

图 33: 芒果汽车生活馆

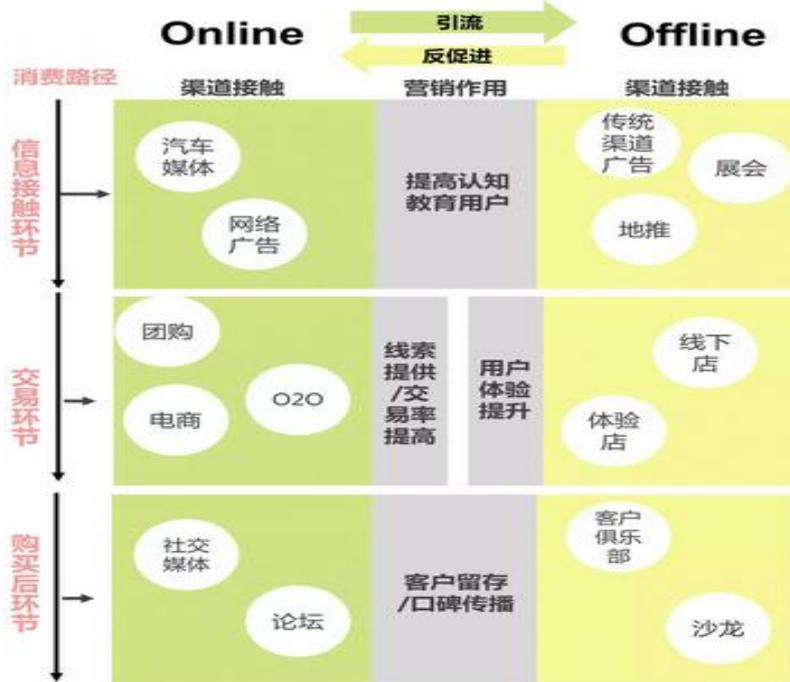


资料来源: 东兴证券研究所

将汽车之家汽车资源优势与公司的媒体资源和平台优势结合,有利于公司快速进入汽车电商市场。2015年11月,公司正式开启汽车业务,11-12月共实现销售收入1.6

亿。目前电视购物企业销售商品同质化现象较为严重,企业之间商品种类差别小,基于细分领域的垂直经营发展不足。我们认为,为应对同质化问题,电视购物企业拓展特色商品成为调整方向,满足不同消费者的购物需求。公司汽车 O2O 模式一旦运营成功,未来有望全国复制,成为公司新的业务增长点。

图 34: 汽车电商 O2O 模式



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

快乐购商品展示的独特性体现在以电视节目等视频展示商品,相对于网页展示更加的立体、形象,因此对于个性化较强的品类(类似于家居、珠宝等)以及性能差异化较大的商品(汽车、房子等),视频展示的效果更加突出,与公司的目标客群实现更好的匹配,同时有效加强了与电视购物甚至其他平台电商的区分度。

图 35: 主要汽车电商平台的客户覆盖数(单位:万人)

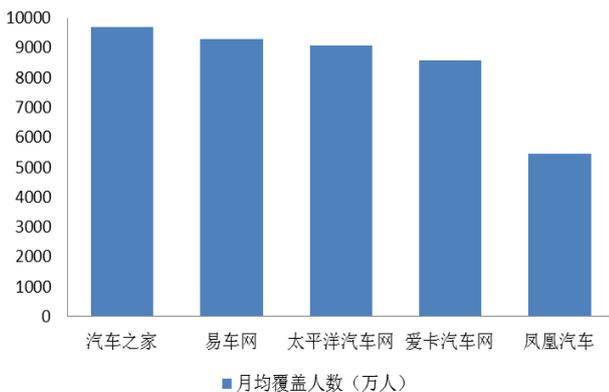
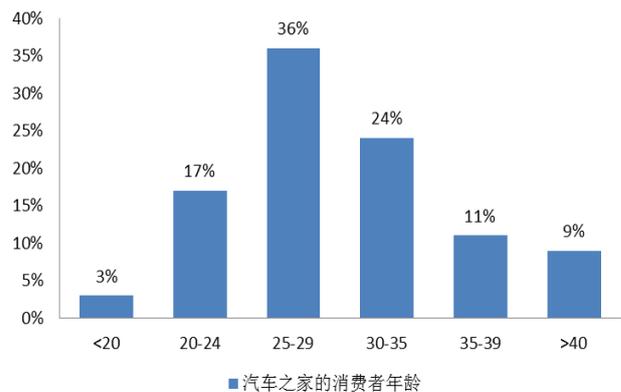


图 36: 汽车之家主要消费者的年龄分布



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

资料来源: 汽车之家, 东兴证券研究所

6. 盈利预测

公司是国内首家电视购物上市公司, 独特业态在 A 极具稀缺性; 依托湖南广电强大的媒体资源, 开拓媒体流量变现新模式, 加快电视购物向 T2O 转型。看好公司在社交电商、汽车 O2O 领域的爆发性, 可享受估值溢价。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.24 元、0.31 元、0.33 元, 当前股价对应 PE 分别为 94.88、87.17、80.73 倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。

表 6: 公司盈利预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,738.01	2,797.61	3,379.84	3,885.60	4,177.14
增长率 (%)	-13.08%	2.18%	20.81%	14.96%	7.50%
净利润 (百万元)	154.11	92.74	102.92	112.02	120.95
增长率 (%)	-16.64%	-39.82%	10.97%	8.84%	7.98%
每股收益(元)	0.47	0.25	0.26	0.28	0.30

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表 7: 可比公司盈利预测相对估值

序号	公司名称	最新收盘价	EPS			PE		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
1	跨境通	16.96	0.27	0.24	0.37	62.81	70.67	45.84
2	华斯股份	15.93	0.05	0.18	0.24	318.60	88.50	66.38
3	南极电商	9.63	0.59	0.19	0.27	16.32	50.68	35.67
4	多喜爱	40.20	0.35	0.35	0.38	114.86	114.86	105.79
5	柏堡龙	36.67	1.32	0.70	0.91	27.78	52.39	40.30
6	搜于特	12.09	0.19	0.34	0.52	63.63	35.56	23.25
	行业平均	-	-	-	-	-	68.78	52.87

资料来源: wind 东兴证券研究所

7. 风险提示

创新业务推进不及预期、零售业态竞争加剧

表 8: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1310	2124	3108	3128	3471	营业收入	2738	2798	3380	3886	4177
货币资金	997	1325	2117	1840	1978	营业成本	1975	2046	2472	2836	3041
应收账款	21	53	64	160	172	营业税金及附加	14	11	14	16	17
其他应收款	13	8	10	11	12	营业费用	547	564	684	789	850
预付款项	74	135	271	427	594	管理费用	95	124	152	176	190
存货	58	233	281	323	346	财务费用	-25	-26	-25	-22	-19
其他流动资产	57	351	351	351	351	资产减值损失	1.12	1.54	0.86	1.17	1.19
非流动资产合计	162	236	216	196	177	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	49.79	119.66	105.45	91.24	77.03	营业利润	131	77	82	90	98
无形资产	60	56	51	45	39	营业外收入	23.96	10.22	16.00	17.00	18.00
其他非流动资产	1	0	0	0	0	营业外支出	0.04	0.63	0.26	0.31	0.40
资产总计	1472	2360	3325	3325	3647	利润总额	155	87	98	107	115
流动负债合计	511	735	781	736	1010	所得税	1	-6	-5	-5	-6
短期借款	0	50	0	66	264	净利润	154	93	103	112	121
应付账款	318	314	374	429	460	少数股东损益	0	-2	0	0	0
预收款项	65	96	133	176	222	归属母公司净利润	154	95	103	112	121
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	179	122	77	88	98
非流动负债合计	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.47	0.25	0.26	0.28	0.30
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	511	735	781	736	1010	成长能力					
少数股东权益	0	47	47	47	47	营业收入增长	-13.08%	2.18%	20.81%	14.96%	7.50%
实收资本(或股	331	401	401	401	401	营业利润增长	-18.07%	-40.90%	6.28%	9.38%	8.45%
资本公积	178	673	1551	1551	1551	归属于母公司净利	8.22%	8.84%	8.22%	8.84%	7.98%
未分配利润	397	435	451	467	486	获利能力					
归属母公司股东	962	1578	2497	2542	2591	毛利率(%)	27.87%	26.86%	26.87%	27.00%	27.20%
负债和所有者权	1472	2360	3325	3325	3647	净利率(%)	5.63%	3.32%	3.05%	2.88%	2.90%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)	10.47%	4.03%	3.10%	3.23%	
						ROE(%)	16.02%	6.03%	4.12%	4.41%	4.67%
						偿债能力					
经营活动现金流	107	-20	57	70	79	资产负债率(%)	35%	31%	23%	21%	21%
净利润	154	93	103	112	121	流动比率	2.57	2.89	3.98	4.89	4.58
折旧摊销	72.34	69.79	0.00	19.84	19.84	速动比率	2.45	2.57	3.62	4.40	4.11
财务费用	-25	-26	-25	-22	-19	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	-11	-10	-6	总资产周转率	1.91	1.46	1.19	1.18	1.26
预收帐款的变化	0	0	37	43	46	应收账款周转率	142	75	58	56	54
投资活动现金流	-79	-419	6	-1	-1	应付账款周转率	8.14	8.85	9.83	9.68	9.40
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.47	0.25	0.26	0.28	0.30
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新	-0.07	0.46	2.13	0.06	0.06
筹资活动现金流	-53	625	791	-45	-54	每股净资产(最新摊	2.91	3.94	6.23	6.34	6.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	51.81	97.40	94.88	87.17	80.73
普通股增加	0	70	0	0	0	P/B	8.38	6.19	3.91	3.84	3.77
资本公积增加	0	495	878	0	0	EV/EBITDA	39.54	69.80	98.36	86.09	76.58
现金净增加额	-24	186	855	24	24						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。