

日期: 2015 年 12 月 21 日

行业: 新三板



张涛



021-53686152

zhangtao@shzq.com

执业证书编号: S0870510120023

基本数据

保荐机构 国都证券

主要股东

高翔 98.87%

高颖 1%

其他 0.13%

收入结构 (14Y)

信用卡商城 33.72%

积分兑换 53.96%

线下销售 12.32%

报告编号: ZT15-NSP14

首次报告日期:

专业的信用卡电商和积分服务提供商

■ 投资要点:

专业的信用卡电商和积分服务商

公司是一家基于 B2B2C 模式的电子商务企业, 主营业务是通过银行信用卡渠道向持卡用户销售各种产品, 并为银行、航空公司和电信运营商的积分商城提供积分兑换全程服务。

公司在拥有明显的销售渠道领先优势

商品销售渠道是商贸企业最重要的竞争优势。公司是多家银行信用卡商城和电销中心的重点商户, 也是多家银行、航空公司和电信运营商的积分服务供应商, 主要客户包括民生银行、中国银行、中国邮储银行、中国建设银行、中国东方航空公司、中国南方航空公司等。在信用卡商城业务和积分服务方面, 运营平台通常会对供货企业有着严格的准入要求, 如供应链管理能力和商品品类差异、售后服务质量等, 一般只有十几家供货企业可以入围。公司在销售渠道方面, 拥有明显的领先优势。

盈利预测

公司在未来几年业绩将会继续保持稳步增长, 2012 年-2014 年的收入增速分别为-5.55%、11.61%、64.91%。净利润分别为 386 万元、69 万元、512 万元, 增速分别为 14.56%、-82.22%和 645.37%。2015 年、2016 年收入增速为 81.15%和 81.94%, 净利润增速为 148.82%和 150.03%。

估值结论

公司 2013 年 8 月份挂牌, 挂牌券商为国都证券。2015 年 5 月 26 日公司完成未分配利润转增股本, 10 股转增 6 股, 公司总股本变更为 1600 万股。2015 年 8 月 27 日, 公司实施半年度分配方案, 10 股送 3 股, 公司总股本 2080 万股。2015 年 12 月, 公司以每股 15 元-20 元的价格, 公开发售不超过 200 万股, 募集不超过 4000 万元资金。目前公司还未有做市。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,474	7,379	13,367	24,321	35,428
年增长率 (%)	11.61%	64.91%	81.15%	81.94%	45.67%
归属于母公司的净利润	69	512	1,273	3,184	4,468
年增长率 (%)	-82.22%	645.37%	148.82%	150.03%	40.32%

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 专业的信用卡电子商务运营商和积分兑换服务商

公司是一家基于 B2B2C 模式的电子商务企业，主营业务是通过银行信用卡渠道向持卡用户销售各种产品，并为银行、航空公司和电信运营商的积分商城提供积分兑换全程服务。

1、信用卡商城和电话销售中心

信用卡商城和电话销售中心是银行提供给其信用卡用户的可以进行分期付款消费的网上商城。通常情况下，银行只提供网上商城的展示平台和结算平台，并不会进行商品的实际购销经营，而是由银行选择的第三方供货企业为消费者提供商品的采购、物流配送和售后服务，在商品售出后与银行进行货款结算，银行则收取商品价款的一定比例作为平台使用费用。

作为特殊的电子商务平台，银行电子商务的规模远远小于阿里巴巴、京东等社会化电商平台，但今年银行电子商务有着信用程度高、客单价高、灵活的支付方式等优势，在某些特殊产品的销售上具备很强的优势，比如金银制品、收藏品、奢侈品等，以工商银行融易购、建设银行善融商城、招商银行信用卡商城等为代表的银行电子商务平台每年均保持较高的增长势头，成为中国电子商务市场的一个重要组成部分。

图 1 公司的信用卡商城业务



资料来源：公司股票发行认购公告；上海证券研究所整理

2、积分兑换服务

积分兑换，是指商家通过消费有积分、积分兑换礼品的形式提高用户的忠诚度和重复购买率。客户通过与商家的业务往来获得积分，如银行卡消费积分、航空里程积分、商超购物积分等，然后通过积分换礼平台把积分兑换成各种实物商品或虚拟商品，商品价格与积分差额部分也可通

过现金补足。公司的积分兑换服务业务主要通过与各积分提供企业合作，为积分持有人在积分平台上提供商品兑换服务。主要客户群体是银行、航空公司和电信运营商的积分商城和积分平台。

图2 公司积分换礼品业务



资料来源：公司股票发行认购公告；上海证券研究所整理

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

2014 年中国电子商务的规模已经达到 12.3 亿，占到整个社会商品零售总额的 10%，中国已经超越美国成了世界上最大的网络购物市场。同时未来几年电子商务仍然会保持 20%左右的速度成长。2015 年双十一当天淘宝和天猫的销售额达到惊人的 900 多亿。在中国经济增长速度逐渐减缓、经济结构转型的大背景下，电子商务可以说一枝独秀，在国民经济中扮演着越来越重要的角色。

在电子商务的大潮中，银行也不甘示弱，招商银行、工商银行、建设银行、交通银行、民生银行、广发银行等纷纷建立了自己的网上商城，短短几年时间银行电子商务的规模已经达到了数千亿之多。工商银行的融易购商城更是创下了纪录，在成立的 14 个月内注册用户就达到了 1600 万，交易额突破了 1000 亿。招商银行和建设银行的网上商城年销售额均接近百亿。和社会化电商不同的是，银行电商聚合了 B2C 和 B2B 两种模式，最大规模地把企业和个人的商务活动现金流、数据流、商品流保留在银行自己的平台，从而为自己的大数据营销、更高效的金融服务、更好的信用平台打下坚实的基础。

在具体运营方面，银行电商尽管在规模上无法和阿里巴巴、京东等社会化电商抗衡，但在平均客单价、信用等级、用户粘性、支付灵活性、现

有客户基础等方面远远超过了社会化电商。同时银行利用网站、账单、分期服务、电话、短信、电子邮件等工具组成了全方位的营销平台。银行因为拥有庞大的发卡量、刷卡数据以及先进的硬件、软件基础，在大数据方面具有得天独厚的优势。

目前银行电子商务平台的商户数量有几千家，年销售额过亿的商户有上百家，很多在阿里巴巴和京东平台上的商户由于竞争激烈、价格战的原因也纷纷加入到银行电子商务平台。一方面在这片蓝海市场上淘礼网的份额很小，另一方面淘礼网发展的空间仍然很大。

积分兑换服务中国的积分兑换正朝着规模化和多元化的方向发展，越来越多的新兴行业和中小企业也开始提供积分项目，借此搜集会员数据，提高用户忠诚度，并借助积分平台和其他行业实施高效率、低成本的跨界营销。积分兑换市场呈现出如下三种发展趋势：

一是提供积分换礼服务的企业逐渐增多，兑换商品种类日益丰富。积分换礼已不局限于传统的电信、银行、商超等传统企业，越来越多的新兴行业也开始提供积分换礼服务，特别是大量中小企业的加入，使积分换礼的模式和可兑换商品的种类变得更加丰富，消费者的选择余地和满意度日益提升。

二是通兑积分将是未来的发展方向。目前商家的积分换礼服务还仅局限于“各自为政”的运营状况，未来适用于各种商家的通用型可兑换积分将是发展主流，更是消费者最希望看到的结果，这样既有利于商品的自由流通，又可以给消费者提供更大的选择范围，一举多得。淘礼网的超级积分项目正是这样一个通用积分平台。但公司的超级积分业务尚未实现规模化运营。

三是积分礼品呈现虚拟化倾向。传统的积分礼品主要是实物礼品，表现为家居日用产品、体育户外产品、旅行产品、母婴产品、厨房用品等等，未来实物礼品将更多地被优惠券、代金券、门票、虚拟货币如Q币、游戏点卡道具、电话卡、加油卡、超市购物卡甚至彩票等虚拟产品代替。一方面满足了广大年轻消费者对虚拟产品的需求，同时也解决了实物礼品物流配送的物流和时效问题。传统的积分兑换服务商必须适应这种变化，在产品资源和IT建设运营上尽量满足客户的需求。

礼品服务企业是积分换礼过程中主要的运作者，其首先要与积分提供企业对积分和实物商品进行等量确定（即确定商品的积分价值），然后通过积分换礼平台把积分消费者选择的商品进行打包和配送，同时负责商品的售后服务，最后再按商品的协商价格与积分提供企业进行货款计算。积分换礼行业中，积分平台企业是整个业务流程中重要核心，对供应企业进行筛选和管理，礼品服务企业之间的竞争主要体现在供应链管理能

力上，市场竞争较为温和。

积分换礼与信用卡商城行业的主要参与者有电商平台企业、礼品服务企业和商品消费者，其中电商平台企业是连接礼品服务企业和商品消费者的重要纽带。

公司主要竞争优势体现在：

1、稳定销售渠道优势

商品销售渠道是商贸企业最重要的竞争优势。公司与多家银行、航空公司和电信运营商具有稳定的合作关系，主要客户包括民生银行、中国银行、建设银行、邮储银行、东方航空、南方航空等。特别是信用卡商城（包括账单、短信、电话销售等）和积分兑换业务，运营平台通常会对供货企业有着严格的准入要求，如同业经验、注册资本、供应链管理能力、商品品类差异、售后服务质量等。

2、商品品牌优势

商品品类差异化也是公司的优势之一。公司是多家知名品牌的特约经销商，包括新秀丽、茅台酒、乐扣乐扣、飞利浦、云南白药、汉今收藏品等。公司在多年经营中与各品牌企业建立了良好的合作关系，为多家企业经销商品，其中相当一部分商品是目前国内热销品。品牌商给公司供货时会提供诸多优惠条件，如供货足、可随时退换货、较长的账期等。

3、人才优势

公司已建立起一支经验丰富、结构合理的管理团队，主要高级管理人员均有多年电子商务运营经验和互联网技术研究开发经验，对 B2B2C 电子商务的技术和业务较为熟悉、并对行业未来发展趋势有着深刻理解，能够带领公司在不断创新的互联网电子商务行业内健康、快速发展。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司总股本为 20,800,000 股，高翔持有公司的股份的 98.87%，是公司的控股股东和实际控制人。

● 主业简况及收入利润结构

公司经营业务包括积分换礼、信用卡商城业务和线下销售业务。

表 1：公司主营业务预测（元）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 E	2016 年 E	2017 年 E
积分换礼	11,345,512	21,423,076	24,879,712	41,051,525	77,997,898	120,896,741
信用卡商城	6,182,123	9,509,745	39,820,069	83,622,145	157,209,633	226,381,871
线下销售	22,563,768	13,811,877	9,090,728	9,000,000	8,000,000	7,000,000
合计	40,091,404	44,744,698	73,790,510	133,673,670	243,207,530	354,278,612
毛利率						
积分换礼	25.72%	27.89%	31.80%	24%	23.00%	22%
信用卡商城	48.73%	33.02%	36.00%	50.00%	50.00%	50.00%
线下销售	37.17%	20.81%	30.00%	15%	15%	15%
合计	35.71%	26.80%	33.86%	39.66%	40.19%	39.75%

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

三、公司财务状况及盈利预测

● 收入和净利润的稳步增长

2012 年-2014 年公司经营良好，由于公司的客户增加和业务规模的增长，使得营业收入和净利润均保持稳步增长。

● 业绩预测

公司在未来几年业绩将会继续保持稳步增长，2012 年-2014 年的收入增速分别为-5.55%、11.61%、64.91%。净利润分别为 386 万元、69 万元、512 万元，增速分别为 14.56%、-82.22%和 645.37%。2015 年、2016 年收入增速为 81.15%和 81.94%，净利润增速为 148.82%和 150.03%。

表 2 公司损益简表及预测（单位：万元）

指标名称	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,009	4,474	7,379	13,367	24,321	35,428
营业成本	2,577	3,275	4,881	8,066	14,546	21,344
营业税金及附加	24	26	56	94	170	248
销售费用	484	569	1,613	2,941	4,621	6,377
管理费用	406	482	446	802	1,216	2,126
财务费用	0	20	36	67	122	177
资产减值损失	2	4	-226			
营业利润	516	98	574	1,398	3,646	5,156
加：营业外收入	1	1	144	100	100	100
减：营业外支出	26	1	1			
利润总额	490	98	717	1,498	3,746	5,256
减：所得税	104	30	205	225	562	788
净利润	386	69	512	1,273	3,184	4,468
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	386	69	512	1,273	3,184	4,468

数据来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

四、风险因素

对商品销售渠道存在一定依赖性的风险

公司主要通过与银行、航空等领域的企业合作，以信用卡商城、积分兑换的形式进行商品销售。公司信用卡商城和积分兑换业务是合作企业（银行、电信公司）业务外包的一部分，商品消费者是合作企业的直接客户，消费者本身对公司没有依赖性，只是通过合作企业与公司建立联系。在这种经营模式下，合作企业的电商平台是稀缺资源，在产业链中处于相对强势地位，公司对商品销售渠道存在一定依赖性的风险。如果公司与电商平台企业不能持续合作，将会丧失部分商品的销售渠道，影响未来公司的收入和业绩。

消费市场变化风险

公司商品销售受消费者的消费意愿和消费行为影响较大，公司目前的商品种类有五百余种，商品品类会根据市场变化进行调整，如果公司对消费市场把握不够准确，或消费市场短时间内出现较大变化，公司原有商品销售将会出现一定波动，从而影响公司业绩。从 2012 年下半年以来，消费市场对高端白酒类产品需求低迷，公司业绩曾经受到一定负面影响。

五、估值及定价分析

● 公司可给的估值水平

公司 2013 年 8 月份挂牌，挂牌券商为国都证券，总股本 1,000 万股。2015 年 5 月 26 日公司完成未分配利润转增股本，10 股转增 6 股，公司总股本变更为 1600 万股。2015 年 8 月 27 日，公司实施半年度分配方案，10 股送 3 股，公司总股本 2080 万股。2015 年 12 月，公司以每股 15 元-20 元的价格，公开发行不超过 200 万股，募集不超过 4000 万元资金。目前公司还未有做市。

分析师承诺

分析师 张涛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。