

日期: 2016 年 3 月 17 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	92.47%
李永红	1.62%
张俞华	1.50%
其他	4.41%

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: ZT16-NSP02

首次报告日期: 2015-12-21

受益客户数量和规模增长 2015 年业绩快速增长

■ 投资要点:

受益客户数量和规模增长, 2015 年业绩快速增长

受益于客户的不断增长和客户销售规模的增长, 根据公司的业绩快报, 公司预计2015年营业收入约13,587万元, 略超我们的预期 (13,367万元), 收入比2014 年度同期增长84.14%; 营业利润实现约1,366万元, 比2014年度同期增长138.02%; 归属于挂牌公司股东的净利润约1,237 万元, 略低于我们的预期 (1,273万元), 净利润比2014 年度同期增长141.75%。摊薄后公司的2015年的每股收益为0.56元。

战略定位于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-2015 年的收入增速分别为-5.55%、11.61%、64.91%、84.14%。净利润分别为386 万元、69 万元、512 万元和 1,237 万元, 增速分别为 14.56%、-82.22%、645.37%和 141.75%。我们预计 2016 年收入增速为 79.00%, 净利润增速为 157.38%。

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。2016 年 3 月, 公司以每股 15 元价格, 按照 2015 年摊薄后 PE 为 26.8 倍, 公开发行 143.97 万股, 募集 2159.55 万元资金。发行后总股本 2223.97 万股, 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	2015A	2016E	2017E
--------------------	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入	4,474	7,379	13,587	24,321	35,428
年增长率 (%)	11.61%	64.91%	84.14%	79.00%	45.67%
归属于母公司的净利润	69	512	1,237	3,184	4,468
年增长率 (%)	-82.22%	645.37%	141.75%	157.38%	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

● 战略定位于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。

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

● 受益客户数量和规模增长，2015 年业绩快速增长

受益于客户的不断增长和客户销售规模的增长，根据公司的业绩快报，公司预计 2015 年营业收入约 13,587 万元，略超我们的预期（13,367 万元），收入比 2014 年度同期增长 84.14%；营业利润实现约 1,366 万元，比 2014 年度同期增长 138.02%；归属于挂牌公司股东的净利润约 1,237 万元，略低于我们的预期（1,273 万元），净利润比 2014 年度同期增长 141.75%。

● 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。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。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。

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、供应链管理能力和商品品类差异、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、公司数据分析

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司公开增发后，公司总股本为 22,239,700 股，高翔持有公司的股份的 92.47%，仍然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	41,256,852	77,997,898	120,896,741
信用卡商城	6,182,123	9,509,745	39,820,069	85,613,149	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	135,870,000	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%	39.79%	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。2015 年业务保持高速增长。

● 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-2015 年的收入增速分别为-5.55%、11.61%、64.91%、84.14%。净利润分别为 386 万元、69 万元、512 万元和 1,237 万元, 增速分别为 14.56%、-82.22%、645.37% 和 141.75%。我们预计 2016 年收入增速为 79.00%, 净利润增速为 157.38%。

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	13,587	24,321	35,428
营业成本	2,577	3,275	4,881	8,181	14,546	21,344
营业税金及附加	24	26	56	95	170	248
销售费用	484	569	1,613	2,989	4,621	6,377
管理费用	406	482	446	815	1,216	2,126
财务费用	0	20	36	68	122	177
资产减值损失	2	4	-226			
营业利润	516	98	574	1,438	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	83		
利润总额	490	98	717	1,455	3,746	5,256
减: 所得税	104	30	205	218	562	788
净利润	386	69	512	1,237	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	1,237	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。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。2016 年 3 月，公司以每股 15 元价格，按照 2015 年摊薄后 PE 为 26.8 倍，公开发售 143.97 万股，募集 2159.55 万元资金。发行后总股本 2223.97 万股，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。