



苦尽甘来梦终甜

——华斯股份（002494）深度报告

2016年07月06日

强烈推荐/首次

华斯股份 深度报告

报告摘要：

公司业绩企稳，回暖可期。公司是中国裘皮行业的领先企业，拟定增6亿投向清洁生产相关项目，行业龙头地位优势明显，已完成搭建从“特种动物育种—裘皮原皮交易—裘皮原皮加工—裘皮服饰设计生产—裘皮服饰销售—毛皮质押融资”的完整产业布局。

基于移动社交电商的商品零售大有可为。1)传统电商PC端流量红利结束，移动端渗透率已超50%。移动互联网的爆发也使社交平台用户增长，微信、微博等社交APP快速圈走大量粉丝，社交媒体带来庞大的流量基础亟待进一步货币化，二者结合使移动社交电商应运而生。2)移动社交电商的本质在于：移动互联背景下流量的碎片化与去中心化。“以用户为中心”成为社交电商与传统电商的核心差异。移动社交电商因具备碎片化、去中心化、成本低、转化率高等多重优势，将有效解决传统电商的痛点。

华斯借助“微卖”充分挖掘网红经济价值。1)移动社交电商的分销途径包括共享经济与粉丝经济。社交平台是网红诞生的主要场所，也是网红与粉丝互动的主阵地。新浪微博凭借其庞大的用户规模和平台的媒体属性，已成为网红的最大社交媒体和主要聚集地。现联合阿里、微卖等共建移动社交电商体系，从社交平台向社交电商平台转型。2)微卖无论从技术还是卡位上都是最早切入社交电商的。预计优舍科技有望于今年盈利，微卖社交电商变现模式得到验证，未来有望切入网红供应链环节、消费金融。

公司盈利预测及投资评级：公司拥有裘皮全产业链布局的行业龙头优势，看好移动社交电商的发展前景以及公司借助微卖的战略布局。公司定增6亿元，大股东承诺认购6000万元，发行底价为14.33元/股，大股东认购彰显信心、提供安全边际。暂不考虑定增、微卖社交电商业务，预计公司2016-2018年EPS分别为0.18、0.23、0.28元，当前股价对应的PE分别是87.42、68.54和56.58倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	833.88	566.91	629.45	690.06	793.98
增长率(%)	30.56%	-32.02%	11.03%	9.63%	15.06%
净利润(百万元)	96.02	13.22	58.55	75.78	92.63
增长率(%)	18.38%	-86.23%	342.79%	29.43%	22.24%
净资产收益率(%)	6.81%	1.29%	2.70%	3.40%	4.05%
每股收益(元)	0.56	0.05	0.18	0.23	0.28
PE	28.02	313.80	87.42	68.54	56.58
PB	1.96	3.89	2.36	2.33	2.29

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

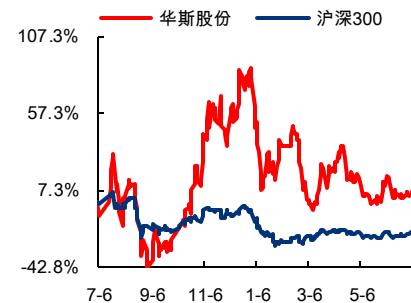
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	15.69-14.69
总市值(亿元)	54.68
流通市值(亿元)	38.78
总股本/流通A股(万股)	34848/24713
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	6.57

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 公司股东背景	4
2. 裳皮产业龙头	5
2.1 业绩稳健 回暖可期	5
2.2 定增深化主业 彰显信心	7
3. 移动社交电商打造下一个风口	9
3.1 移动网购市场潜力巨大	9
3.2 社交电商成零售重要通路	10
4. 借微卖战略卡位社交电商	14
4.1 网红掀起粉丝经济促流量变现	14
4.2 微卖充分挖掘网红经济价值	16
5. 盈利预测	21
6. 风险提示	22

表格目录

表 1: 公司发展历程	4
表 2: 公司前十大股东持股情况	4
表 3: 公司的定增项目情况	7
表 4: 可比公司的估值水平	22
表 5: 公司盈利预测表	23

插图目录

图 1: 公司股权结构关系	5
图 2: 公司营业收入及增速(单位: 万元)	5
图 3: 公司归属净利润及增速(单位: 万元)	5
图 4: 公司的收入结构(按区域)	6
图 5: 公司的收入结构(按生产经营方式)	6
图 6: 公司的收入结构(按产品类型)	6
图 7: 华斯股份肃宁产业园	7
图 8: 济南银座商城店	8
图 9: 鄂尔多斯购物中心店	8
图 10: 公司募集资金投资项目与业务发展	8
图 11: 我国网购交易规模及增速(单位: 万亿元)	9

图 12: 我国网购规模占社消总额的比重	9
图 13: 2011-2015 年移动网购占网购交易规模的比重	10
图 14: 2013-2015 年阿里 PC 端和移动端 GMV 增速对比	10
图 15: 不同时期市场中社交应用的数量	10
图 16: 主流移动 APP 的月活跃用户数	11
图 17: 移动社交平台可实现的功能	11
图 18: 困扰传统电商的三大问题	11
图 19: 淘宝商家的平均成本结构	11
图 20: 2013-2020 年中国社交电商商户规模及预测	12
图 21: 传统电商是以商品为中心的平台	12
图 22: 移动社交电商是以用户为中心的平台	12
图 23: 2014 年中国用户手机购物的使用地点	13
图 24: 2014 年中国用户手机购物的使用时间	13
图 25: 社交电商降低运营成本的方式	13
图 26: 我国微商商户规模及增速 (单位: 万)	13
图 27: 移动社交电商与传统平台电商转化率对比	14
图 28: 影响转化率的因素	14
图 29: 移动社交电商的精准化营销方式	14
图 30: 社交应用中各类联系人的关系图	15
图 31: 微博、微信和社交网站各类人群的覆盖率	15
图 32: 新浪微博 2016 年前十大大网红排行榜	15
图 33: 中国整体移动网购用户年龄分布	16
图 34: 微信用户的年龄分布结构	16
图 35: 2015Q3 月活跃人数达 2.22 亿人	16
图 36: 新浪微博具有较强的媒体属性	16
图 37: 移动端微博微卖购物流程	17
图 38: 通过“达人通”对接供应商与网红	17
图 39: 公司旗下的自营品牌 EGAKE 天猫旗舰店	18
图 40: 互联网金融平台“安心 de 利”	18
图 41: 基于微博的社交电商体系	19
图 42: 达人通的运营流程图	19
图 43: 新浪微博达人分类 (按粉丝数量)	20
图 44: 开放式平台微博的“裂变式”传播	20
图 45: 各社交网络的日均 IP 访问数	20
图 46: B2C2c 的商品销售模式	21

1. 公司概况

1.1 公司发展历程

公司前身为河北华通实业有限公司，于 2000 年成立，注册资本为人民币 2000 万元；2003 年公司组建河北华斯集团；2009 年公司发起设立为股份有限公司，公司名称变更为华斯农业开发股份有限公司，公司主营业务也由裘皮面料和裘皮服装并重转变为裘皮服装占绝对主导地位。2010 年公司在深交所上市，全面布局裘皮产业链，并积极开辟上游产业链，收购海外优质农场，保证原料供应。公司于 2015 年将名称变更为华斯控股股份有限公司，进一步打造毛皮全产业链，开辟线上业务，包括线上销售和线上融资平台，并在社交电商风口适时收购微卖 30% 股份，创新发展模式。

表 1：公司发展历程

时间	事件
2000.10	河北华通实业有限公司成立，注册资本 2000 万。
2002.09	公司名称变更为“河北华斯实业有限公司”，同年公司组建河北华斯集团。
2003.03	公司组建河北华斯集团，名称变更为“河北华斯实业集团有限公司”
2009.06	公司采取有限责任公司整体变更方式发起设立为股份有限公司，变更后的注册资本为人民币 70,001,800.00 元，公司名称变更为华斯农业开发股份有限公司。
2010.11	公司向社会公众公开发行普通股(A 股)股票 2,850 万股，在深交所上市交易。
2015.06	公司名称变更为：华斯控股股份有限公司。截止 2015 年末截至公司累计股本总数 34,847.80 万股，注册资本为 34,847.80 万元，

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 公司股东背景

公司为家族企业，贺国英任公司董事长，也是公司的控股股东和实际控制人，直接持有公司 33.58% 股权，其子贺素成是公司的总经理和副董事长，是公司的继承者和实际管理者；前十大股东中其余九大股东持股比例均在 3% 以下，且主要是金融机构的证券投资基金，不参与对企业的经营管理。

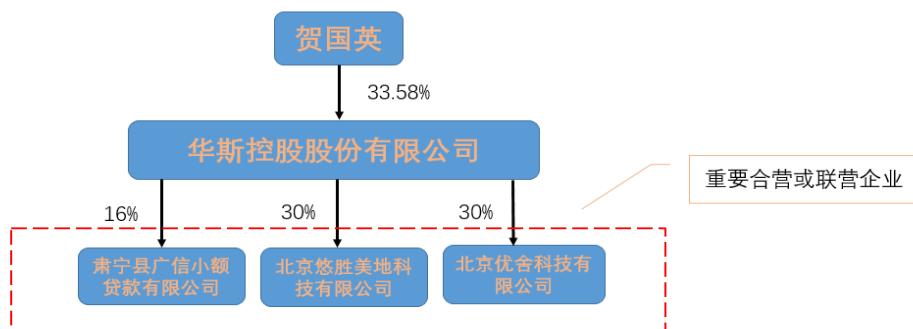
表 2：公司前十大股东持股情况

排名	股东名称	持股数量(股)	持股比例
1	贺国英	117,012,093	33.58%
2	中国工商银行股份有限公司-富国文体健康股票型证券投资基金	10,146,825	2.91%
3	中国建设银行股份有限公司-富国天博创新主题混合型证券投资基金	8,000,000	2.3%
4	全国社保基金一一四组合	6,775,860	1.94%
5	中国工商银行股份有限公司-易方达价值精选混合型证券投资基金	5,820,117	1.67%
6	贺树峰	4,914,000	1.41%
7	交通银行股份有限公司-科瑞证券投资基金	4,884,108	1.4%
8	中国工商银行-南方绩优成长股票型证券投资基金	4,710,046	1.35%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司位于河北省沧州市肃宁县尚村镇，肃宁县被中国皮革协会确定为“中国裘皮基地”；被中国轻工业联合会授予“中国裘皮之都”。2015年，公司在稳健发展主业的同时，通过收购股权的方式获得北京优舍科技有限公司30%股权、肃宁县广信小额贷款有限公司16%的股权、北京悠胜美地科技有限公司30%股份，开始布局互联网金融和社交电商领域。

图 1：公司股权结构关系



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 裘皮产业龙头

2.1 业绩稳健 回暖可期

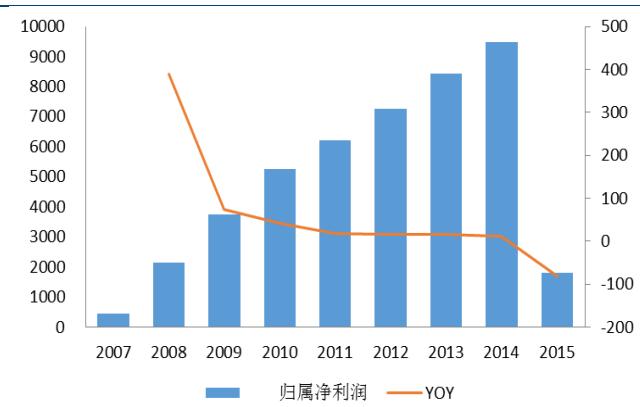
2015年，公司实现营业收入5.67亿元，同比下降32.02%；归母净利润1806.69万元，同比下降80.95%。受到全球经济复苏缓慢影响，尤其是公司重要出口地俄罗斯经济萎靡，2015年公司主营业务收入下跌明显。净利下降幅度大于收入主要受到毛利率下降、费用率上升影响。

图 2：公司营业收入及增速（单位：万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：公司归属净利润及增速（单位：万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从区域来看，2015 年全年出口收入 2.57 亿元，受国外经济复苏疲软尤其是俄罗斯经济不振影响，同比下降 29.62%；但国内销售收入 1.78 亿元，同比增 21.09%，延续国内市场销售增长的良好态势。国内销售比重不断提升，2010-2015 占比如下表所示。未来国内销售表现持续看好。2015 年实现毛利率 28.12%，同比降 3.02 个百分点，主要是由国外销售毛利下降造成的。

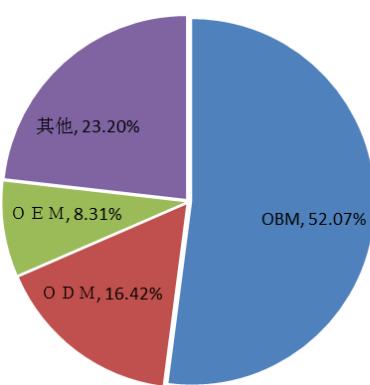
图 4：公司的收入结构（按区域）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

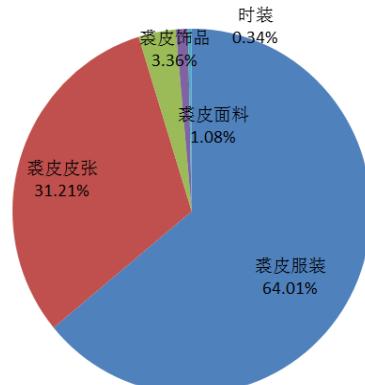
从生产经营方式看，公司以经营自有品牌为主，2015 年 OBM 占公司营业收入总额的 52.07%，ODM 和 OEM 占比如下表所示，说明公司在裘皮行业不但具有出色的生产制造和原始设计能力，还有广阔的渠道输出和出色的营销支撑能力；从产品分类的角度看，裘皮服装对主营业务收入贡献了 54.18%，其次是裘皮皮张，占主营业务收入的 19.28%，其余各项占比均较小。

图 5：公司的收入结构（按生产经营方式）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6：公司的收入结构（按产品类型）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 定增深化主业 彰显信心

公司于3月29日公告定增预案、6月2日公告修订稿：拟以不低于14.31元/股发行不超过4192.87万股股票，募集不超过6亿元、锁定期1年，其中大股东贺国英先生承诺认购6000万元、锁定期3年，募集资金投向：清洁生产平台项目、清洁生产仓储基地项目及偿还银行借款，以推动裘皮生产清洁化、科技化，深化自身在行业中的领先地位。

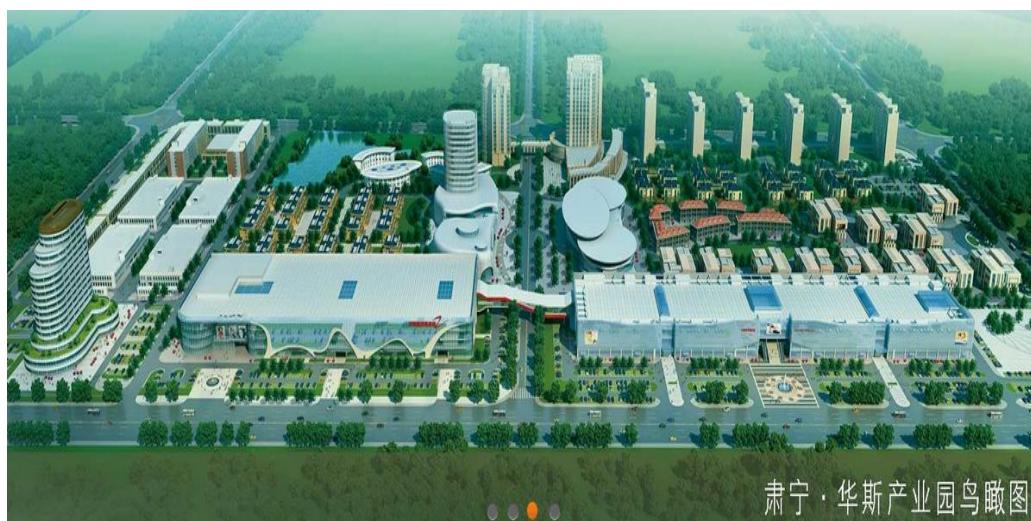
表 3: 公司的定增项目情况

序号	项目	建设内容	达成目标	拟投资额	项目建设期
1	清洁生产平台项目	(1) 含鞣制染色车间建设，及配套生产设备购建；(2) 污水处理设施设备建设；(3) 检化验中心、机房配电室等配套设施建设。	实现裘皮原皮鞣制加工1400万张/年、染色加工1000万张/年的清洁生产能力	3.5亿元	2年
2	清洁生产仓储基地项目	拟投资建设清洁生产仓储基地，包括建设5000m ² 冷库2座、10000m ² 恒温恒湿库2座	仓储达到裘皮原皮（生皮）570万张、皮张（熟皮）1140万张	1亿元	2年
3	偿还银行借款	-	-	1.5亿元	-
合计			-	6亿元	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我国已成为全球裘皮产品销售规模最大的国家，作为中国裘皮行业的领先企业，公司构建了“特种动物育种—裘皮原皮交易—裘皮原皮加工—裘皮服饰设计生产—裘皮服饰销售”的完整产业布局。

图 7: 华斯股份肃宁产业园



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

基于如下原因，预计公司主业将企稳恢复：1) 内外需两架马车齐拉动，且内需作用日益凸显，并且俄罗斯及周边地缘政治的负面影响减弱；2) 行业龙头地位，全产业链布局，产品设计、渠道和营销能力均衡发展；3) 华斯裘皮城与原材料市场 2016 年预计贡献一定的租金收入；4) 入股微卖后共享社交电商的增长红利，优舍科技预期将成为公司新的收入来源。

图 8: 济南银座商城店



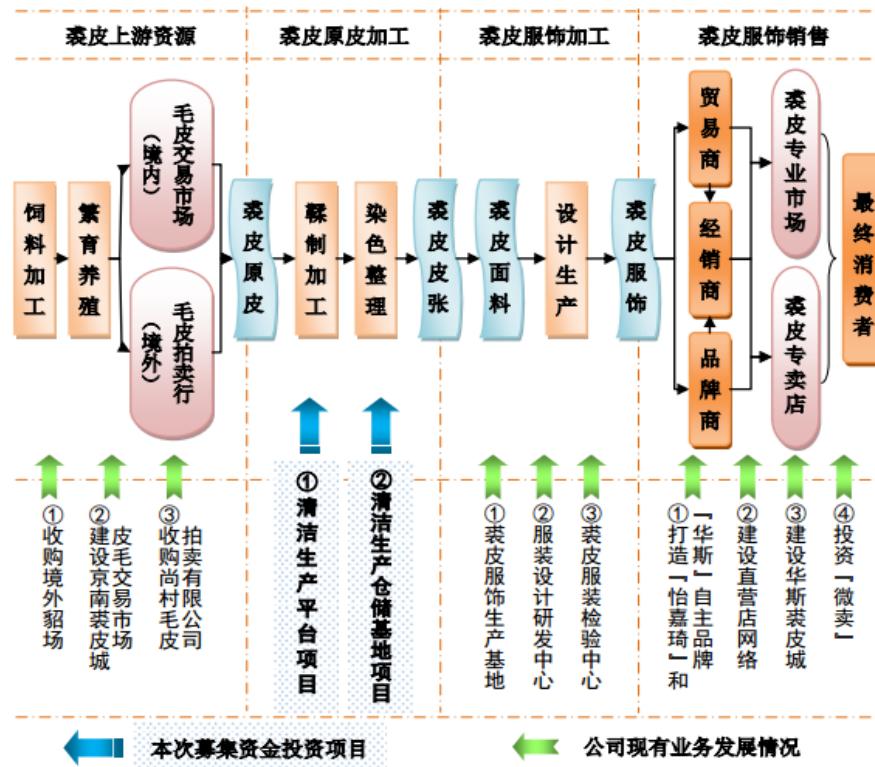
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 9: 鄂尔多斯购物中心店



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 10: 公司募集资金投资项目与业务发展



资料来源：东兴证券研究所

3. 移动社交电商打造下一个风口

3.1 移动网购市场潜力巨大

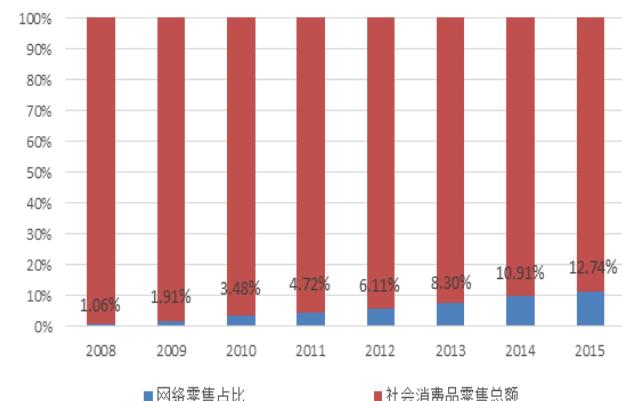
自淘宝网 2003 年横空出世以来，2006-2014 年，我国网络购物用户数从 3233 万增长至 4 亿人，网络购物交易规模由 263 亿元发展到 28145 亿元，CAGR 达到 83.5%。2015 年，网络购物市场交易规模达 3.8 万亿元，同比增长 36.2%；网购占社消总额中的比重为 12.6%，较 2014 年提高 2 个百分点。根据艾瑞网的预测，未来网购增速放缓的趋势将延续，2016-2018 年平均每年下降 8-10 个百分点。

图 11：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 12：我国网购规模占社消总额的比重

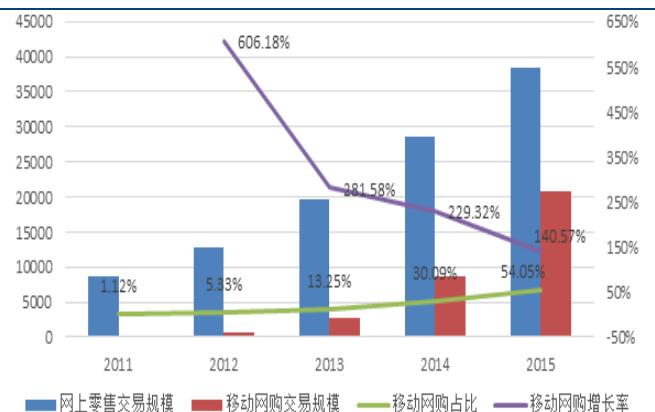


资料来源：WIND, 东兴证券研究所

由于具有不受地点限制、操作简单、便于商家推送等优点，移动购物市场规模和渗透率增长迅速。2011-2015 年，移动电商交易规模一直保持超过 100% 的年增长率；2015 年，移动购物市场规模增速 141%，显著超越电商行业增速（36%）；移动电商规模占比已经达到 54%，超过 PC 端份额。2015Q1-Q2 阿里巴巴 PC 端交易额已进入负增长，而移动端交易额保持 100%+ 的高增速。

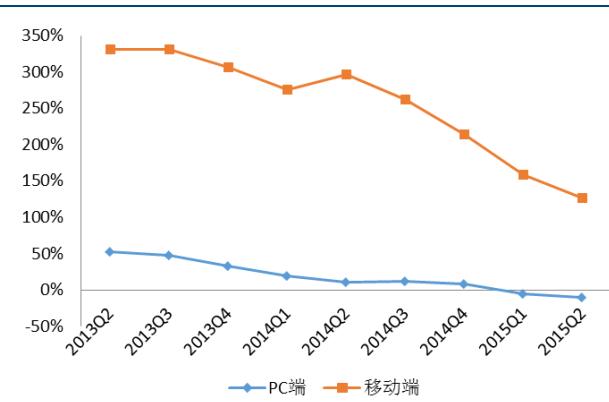
伴随着 PC 端流量红利的结束，移动端更适合消费者碎片化时间，购物向移动端转移已成趋势。随着移动智能手机的普及、移动购物场景的完善以及移动支付应用的推广，移动电商将长期占据电商渠道的主导地位。

图 13: 2011-2015 年移动网购占网购交易规模的比重



资料来源：易观数据，东兴证券研究所

图 14: 2013-2015 年阿里 PC 端和移动端 GMV 增速对比

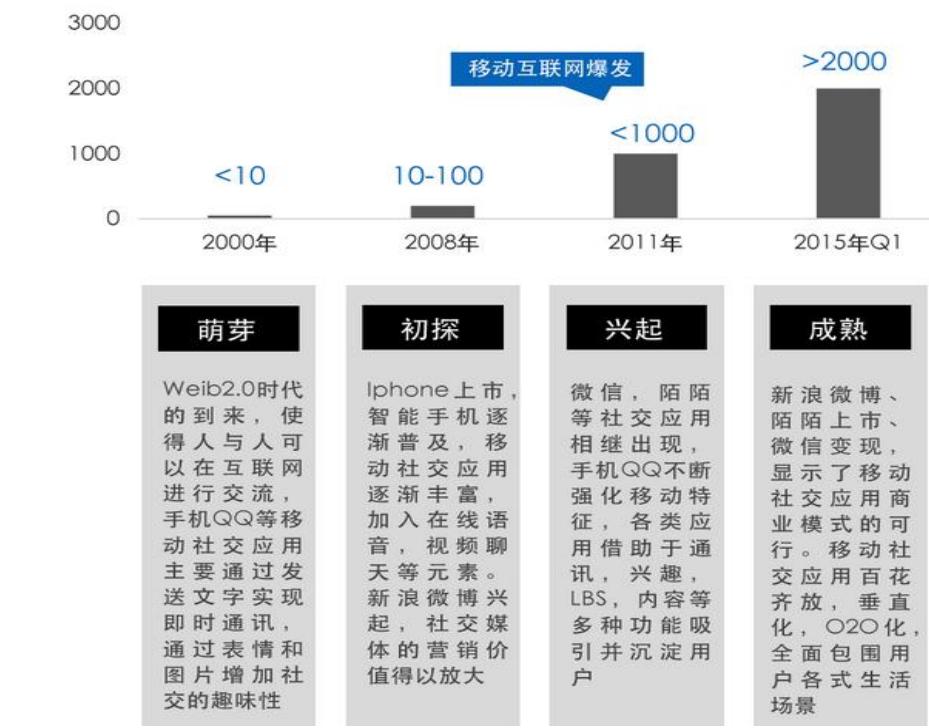


资料来源：中国产业信息，东兴证券研究所

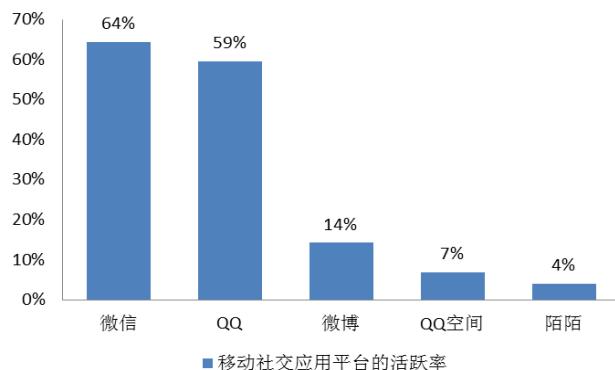
3.2 社交电商成零售重要通路

在移动互联网和粉丝经济时代，伴随着传统电商 PC 端流量红利结束，移动网购的渗透率已经超过 50%。此外，中国社交网络平台也伴随着移动互联网的爆发带来新一轮的用户增长，微信、陌陌等社交 APP 快速圈走大量用户。而随着场景越来越垂直化，用户越来越细分，社交媒体带来庞大的流量基础亟待进一步货币化，两者结合使得移动社交电商应运而生，社交平台渐渐走向电商化。

图 15: 不同时期市场中社交应用的数量



资料来源：微盟研究院，东兴证券研究所

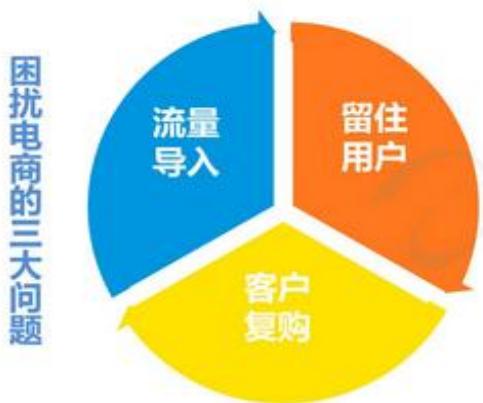
图 16: 主流移动 APP 的月活跃用户数


资料来源：微盟研究院，东兴证券研究所

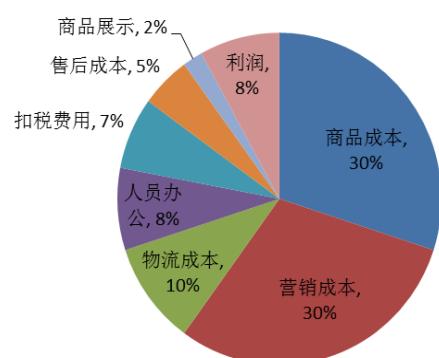
图 17: 移动社交平台可实现的功能


资料来源：易观智库，东兴证券研究所

电商的本质是流量和转化率，在传统平台电商模式，新入商家流量成本高企且转化率低。淘宝商家需支付成交佣金、广告费、竞价排名等费用，成本高昂。传统电商的店铺之间竞争越来越大，因流量获取变得越来越困难，淘宝卖家整体盈利情况不佳，根据相关新闻报道，只有 20%左右的淘宝店能够实现盈利，使得品质较好定位小众的长尾品牌无法依附，高额的流量成本限制了小型电商的生存空间，品牌商和零售商将会主动寻找低成本流量。

图 18: 困扰传统电商的三大问题


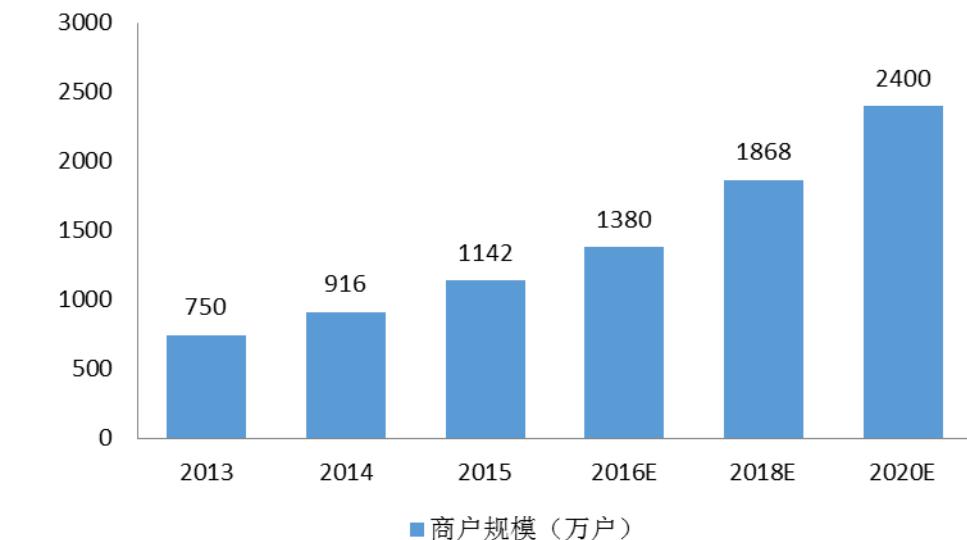
资料来源：易观智库，东兴证券研究所

图 19: 淘宝商家的平均成本结构


资料来源：互联网，东兴证券研究所

移动社交电商本质是“移动+社交网络+电子商务”的深度融合。移动社交电商是指通过个人数字助理、智能手机、平板电脑等移动终端，通过社交网络平台，如微信、QQ、微博等开展电子商务交易活动。随着微博、微信等平台的不断壮大，社交成为影响购物行为的重要因素，减少用户及商家对平台电商的依赖，社交电商快速发展起来。2015 年社交电商市场规模超过 1000 亿元，社交电商快速崛起。

图 20: 2013-2020 年中国社交电商商户规模及预测

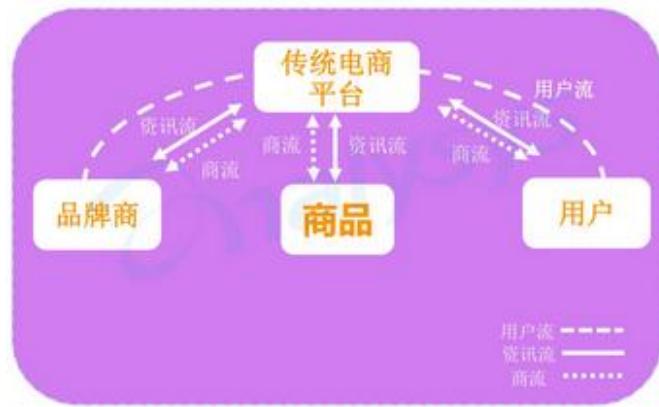


资料来源：中商产业研究院，东兴证券研究所

移动社交电商具备用户至上、碎片化、去中心化、成本低、转化率高等多重优势，将有效解决传统电商痛点，基于移动端社交关系电商的商品零售大有可为。

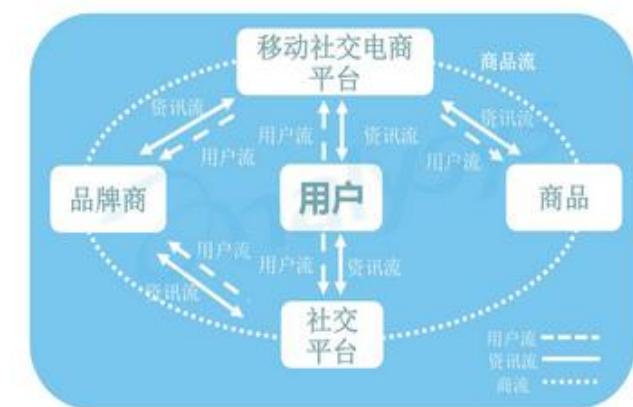
- 移动社交电商的本质在于：移动互联背景下流量的碎片化与去中心化。“以用户为中心”成为社交电商与传统电商的核心差异。传统电商的生态基础是商流，并以此为基础实现用户流，是以实体店/传统电商为主导的中心化模式。而社交电商则是以用户为中心，在用户流、咨询流的基础上实现商流。

图 21：传统电商是以商品为中心的平台



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

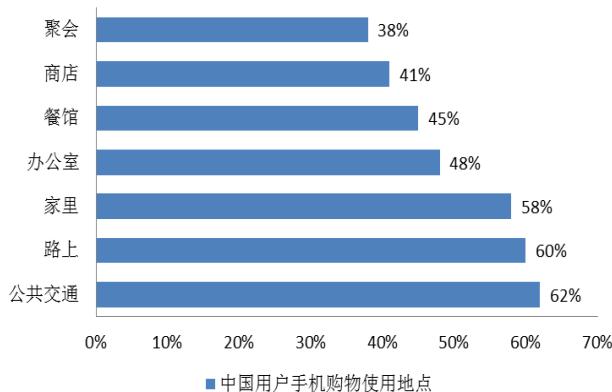
图 22：移动社交电商是以用户为中心的平台



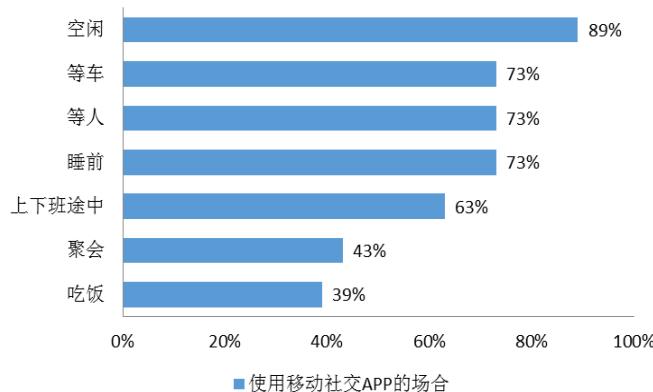
资料来源：易观智库，东兴证券研究所

- 移动社交电商模式最核心的特点是：“去消费”转变为“在消费”，消费者的交易的场所与时间均呈现碎片化的特征。移动社交电商是以移动电商为载体，使得移动购物的空间和时间被放大，消费者具备随时随地购物的可能，消费者购物场景更

加多样化。在消费行为走向移动化、碎片化的背景下，社交成为带动网购行为的重要推动力。我们任何时候都在社交圈内，所以任何时候都有购买商品的可能。

图 23: 2014 年中国用户手机购物的使用地点


资料来源：易观智库，东兴证券研究所

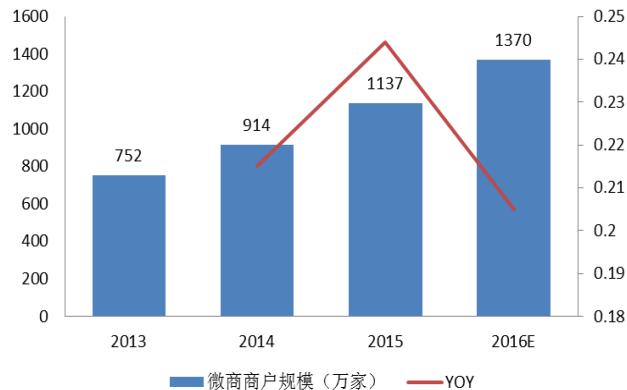
图 24: 2014 年中国用户手机购物的使用时间


资料来源：易观智库，东兴证券研究所

- 移动社交电商能够有效降低运营成本。随着微博、微信等社交工具的兴起，其社交数据开始快速积累，移动社交电商打开了新的销售空间。由于主要移动社交电商平台正处在新兴成长阶段，目前均不收取交易提成，商家乐于入驻。而且以微信平台为例，商家还能够通过降低人力投入、提升购物体验等方式减少运营损耗。

图 25: 社交电商降低运营成本的方式

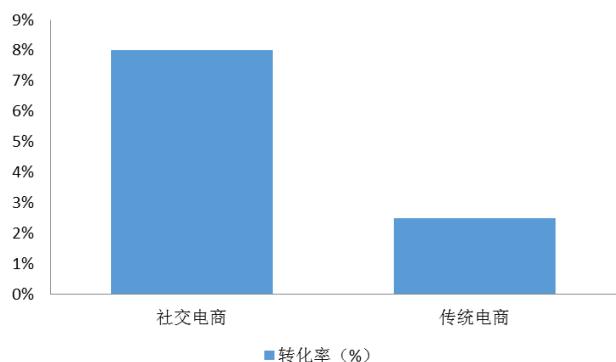

资料来源：易观智库，东兴证券研究所

图 26: 我国微商商户规模及增速 (单位: 万)


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

- 移动社交电商提供精准营销来提升转化率。社交购物数据蕴含消费者最真实的消费需求，借助微博、微信、QQ 等社交工具，不管是利用粉丝经济还是熟人信任的社交传播路径，都是基于同样的兴趣点或一定的信任度，通过整合消费者社交购物数据，实现精准定位消费者，有助于成交率和复购率的提升，且消费者个性化消费需求能够得到更好的满足。

图 27: 移动社交电商与传统平台电商转化率对比



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 28: 影响转化率的因素



资料来源：电商资讯，东兴证券研究所

图 29: 移动社交电商的精准化营销方式



资料来源：易观智库，东兴证券研究所

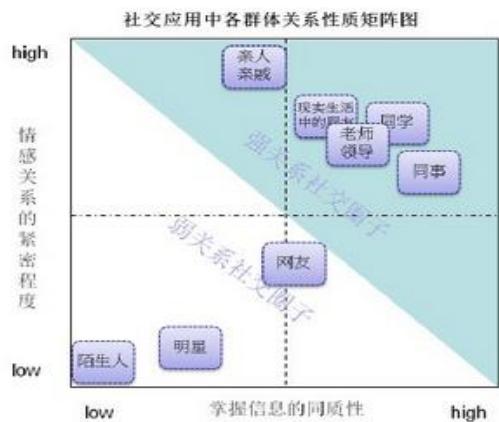
4. 借微卖战略卡位社交电商

4.1 网红掀起粉丝经济促流量变现

社会学家 Granovetter 的理论指出，依据掌握信息的同质性程度和双方情感关系的紧密程度两个维度，把社交应用中的各类联系人划分成强关系与弱关系的社交圈子。从移动社交电商的分销途径来看，共享经济与粉丝经济扮演着重要角色。

- ◆ **共享经济：**基于熟人与朋友间的信任，直接在微信、朋友圈、QQ 及 QQ 空间等发布商品信息，属于网络状传播形式。微信朋友圈更偏重于关系紧密的好友私密社交，在微信朋友圈中进行营销的商家容易被屏蔽而使微信失去导流作用。微信产品中社交氛围过于深入和封闭，导致用户对商业化的接受度不高。

- ◆ **粉丝经济**: 基于大V、意见领袖、网红为代表以及热门微信公众号，用户基于兴趣而主动关注，属于辐射性传播形式。微博通过评论、转发、私信等功能与其互动，极大地缩短了粉丝和被关注者之间的距离，微博是开放式的社交平台，通过微博可以为相识或不相识的人进行海量转发与点赞，以此得到迅速推广。

图 30: 社交应用中各类联系人的关系图


资料来源：CNNIC, 东兴证券研究所

图 31: 微博、微信和社交网站各类人群的覆盖率


资料来源：CNNIC, 东兴证券研究所

网红经济实质是粉丝经济的一种重要形式。随着网红与明星绯闻、网红淘宝店业绩领先，“网红”已成为年度热词。广义网红是指在互联网上拥有批量粉丝的草根明星。网红经济是指围绕网红开展商业营利活动。网红依托于在社交媒体上聚集的人气和庞大的粉丝群体进行定向营销，从而将粉丝转化为购买力。当前越来越多的年轻消费者追捧网红，个性冲动和感性消费存在关系，这种所谓的情感纽带使粉丝轻松为其埋单。

图 32: 新浪微博 2016 年前十大大网红排行榜

排名	网红名称	简介	新榜指数
1	王尼玛	暴走漫画主编	1098.2
2	papi酱	网络视频红人，自称“集美貌与才华于一身的女子”	1077.4
3	马睿	关爱八卦成长协会会长	1027.4
4	韩懿莹	游戏女主播MISS，Miss排位日记制作者	981.8
5	陈翔	网络视频红人，代表作“陈翔六点半”系列	936.9
6	任真天	Big笑工坊主持人	936.7
7	同道大叔	星座娱乐专家，少女之友	900.4
8	艾克里里	摄影师，自黑段子手	873.5
9	何仙姑夫	本名刘飞，代表作网络视频“麦兜找穿帮”等	844.0
10	张大奕eve	本名张奕，穿搭红人，知名淘宝店主	819.5

资料来源：东兴证券研究所

图 33: 中国整体移动网购用户年龄分布



资料来源：东兴证券研究所

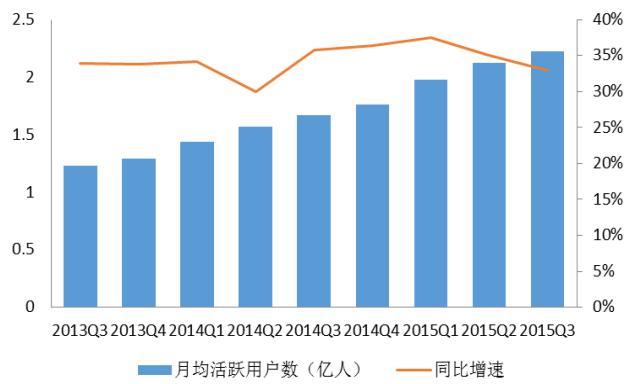
图 34: 微信用户的年龄分布结构



资料来源：新浪微博，东兴证券研究所

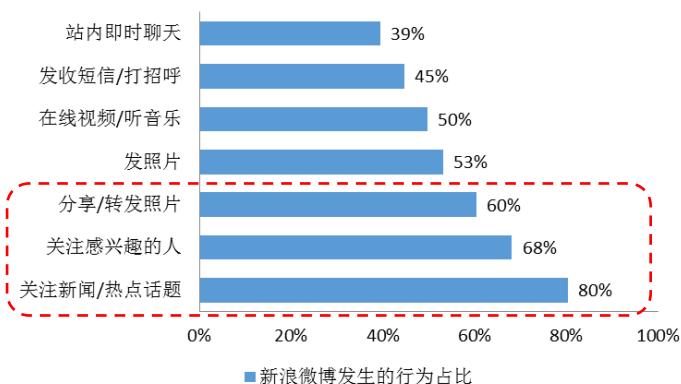
网红常见的活跃平台包括：微博、微信等综合类社交平台；YY语音、秒拍等视频网站；天涯、百度贴吧等社区论坛；小红书等社区电商平台。社交平台是网红诞生的主要场所，也是网红与粉丝互动的主阵地。而新浪微博凭借其庞大的用户规模以及平台的媒体属性，已成为网红的最大社交媒体和主要聚集地。微博吸引的流量不断提升，月活跃客户数（MAU）从 2013Q3 的 1.23 亿增至 2015 Q3 的 2.21 亿，日活跃客户数（DAU）已达到 1 亿。

图 35: 2015Q3 月活跃人数达 2.22 亿人



资料来源：新浪微博，东兴证券研究所

图 36: 新浪微博具有较强的媒体属性



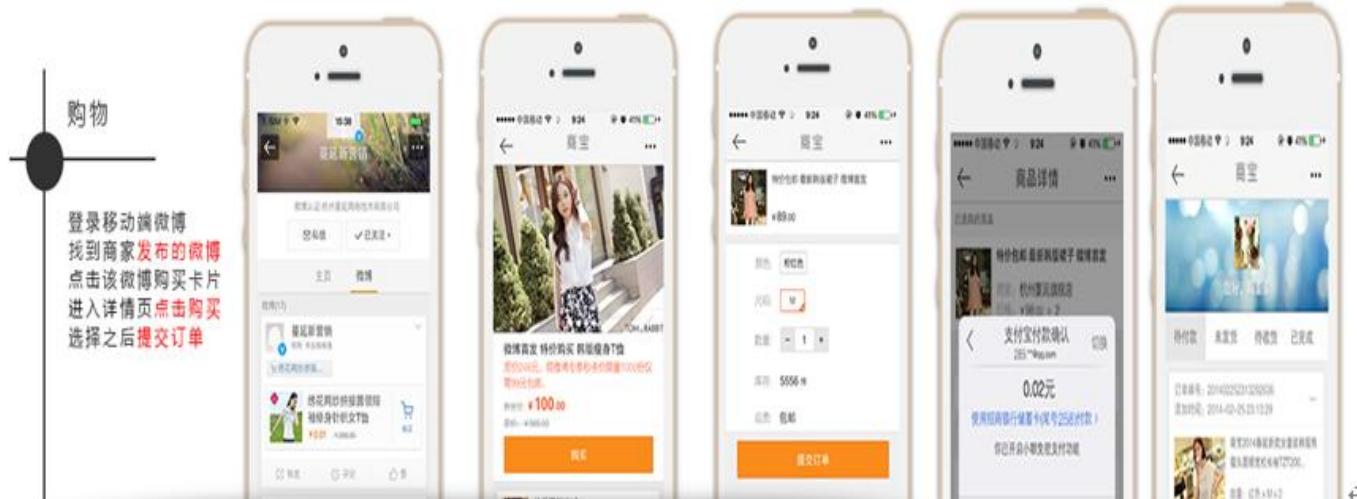
资料来源：CNNIC, 东兴证券研究所

4.2 微卖充分挖掘网红经济价值

2013 年，微博接受阿里 5.86 亿美元投资，与淘宝形成战略合作。2015 年 7 月，新浪微博在微电商峰会上宣布，将联合阿里巴巴、微卖等共建移动社交电商体系，并推出微电商产品——“微博橱窗”，正式开启社交电商的大门。微博橱窗的设计旨在

鼓励微博内垂直领域的达人发布优质商品推荐内容，目前商品链接来自天猫、淘宝和微卖等重点第三方合作伙伴。

图 37: 移动端微博微卖购物流程



资料来源：新浪微博，东兴证券研究所

2014年8月，微卖平台上线；2015年5月，华斯股份以8253万元入股优舍科技（“微卖”运营主体），持股30%；2015年7月，微卖母公司优舍科技与合作伙伴新浪微博签订《微博与微卖战略合作协议》，为期三年，双方将在社交电商平台的搭建和运营、平台API、大数据分析等方面开展合作，并与新浪微博合作推出产品——达人通，通过“达人通”对接供应商与网红，开辟大数据分析业务，实现精准营销。

图 38: 通过“达人通”对接供应商与网红



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2015年6月，公司与优舍科技及易融德利共同成立互联网金融服务公司华斯易优。其互联网金融平台“安心de利”可充分利用交易及信用数据，解决产业链各环节商家在传统机构中融资困难、融资成本高的痛点。同时安心de利基于微卖平台的海量用户开展消费贷款，微卖、微博平台用户以年轻消费者为主，但是由于裘皮本身奢侈品属性、价格较高，基本在万元以上，年轻的用户一次性付费购买往往经济负担较重。

图 39: 公司旗下的自营品牌 EGAKE 天猫旗舰店



资料来源：天猫旗舰店，东兴证券研究所

图 40: 互联网金融平台“安心 de 利”



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司线下平台包括海外珍稀水貂育种、毛皮原材料交易市场、华斯裘皮城、华斯直营店。微卖业务能够完美契合公司现有线下业务，为裘皮商户提供商品通道、金融服务等多项解决方案。2015年全年微卖日均交易额为328万，日均活跃人数为150万。分季度看，日均交易额由Q1的120万提升至Q4的1000万，日均活跃人数由Q1的25万提升至Q4的280万。Q4爆发式增长，日均交易额数据1000万远超微卖管理层Q1承诺的300万。

图 41: 基于微博的社交电商体系


资料来源：东兴证券研究所

华斯股份借助微卖与新浪微博在移动电商方面的战略合作，以及微卖特有的 B2C2c 的移动电商模式，通过网红以直接对接社交平台上的巨大流量，利用粉丝信赖可以实现低成本、高复购率、高效率的精准营销。

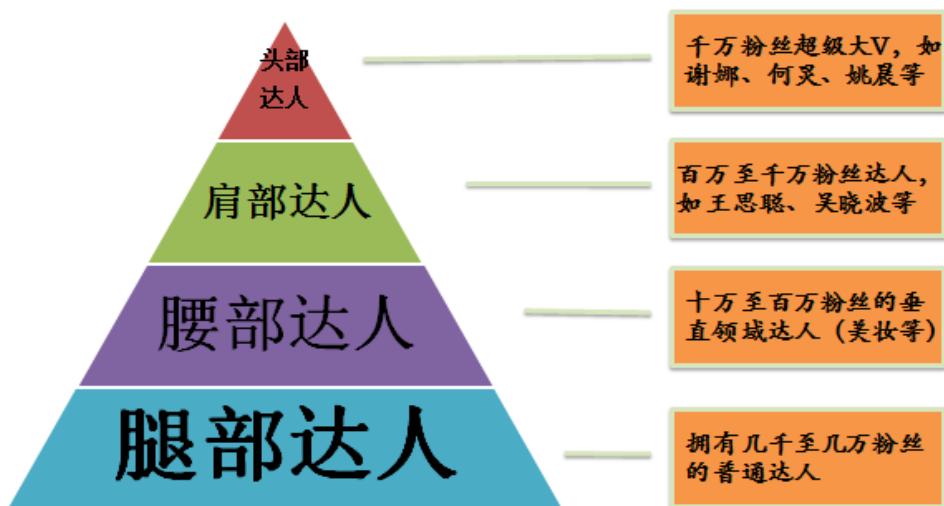
- ◆ **微卖能够降低流量获取成本。**微卖的核心优势优势在于社交媒体中的每个用户都能够利用自己的社交圈，借助社交媒体平台来实现粉丝销售，从而使得传统电商培养的商户资源通过多种社交媒体，实现对不同消费个体的精准营销。微卖平台能够将淘宝卖家的商品信息，通过每个网民的微信、微博等社交工具向其社交圈发散宣传，完成近乎零成本的导流。

图 42: 达人通的运营流程图


资料来源：达人通官网，东兴证券研究所

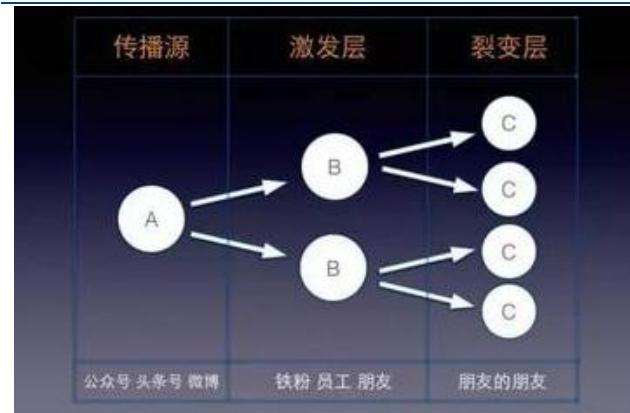
◆ 依托新浪微博庞大社交资源。微卖的主要流量来自新浪微博，利用其庞大粉丝群体的微博达人来分销，对于入驻达人通的商家，微博将提供购物频道入口、信息流广告等推广资源，粉丝可以利用微博直接转发微卖商品的链接，在微博进行下单与支付，实现了“浏览-兴趣-下单-支付-分享”的一站式营销闭环。微博上活跃着 2000 多万各行业的导购达人，微博裂变式的传播优势也能让商品信息在相关兴趣圈子中得到更好的传播。新浪微博作为全国最大的开放式社交媒体，未来将为微卖的业务爆发式增长提供强大的支持和空间。

图 43: 新浪微博达人分类 (按粉丝数量)



资料来源：东兴证券研究所

图 44: 开放式平台微博的“裂变式”传播



资料来源：互联网，东兴证券研究所

图 45: 各社交网络的日均 IP 访问数

社交平台	访问数
新浪微博	1.18亿
百度贴吧	3721.9万
知乎	1755万
天涯	640.5万
豆瓣	180.3万

资料来源：Alexa，东兴证券研究所

◆ **B2C2c 模式具备核心竞争力。**其中，B 端主要为微卖团队筛选的淘宝、京东等电商平台的供应商；C 端主要是新浪微博里拥有大量粉丝的网红；c 端是具有共同兴

趣爱好的终端用户/粉丝等。在该模式下，微博达人注册微卖并领取销售任务，买家通过达人的商品分享链接下单，订单直接传输给商家并由商家负责发货/售后，在每笔交易完成后，达人可从商家获得相应销售提成，能够避免囤货模式、保障商品质量、实现渠道扁平化。**B2C2c 模式是基于弱关系，利用粉丝经济来完成分销，网红利用其影响力对商品进行宣传，带动其粉丝进行对商品的二次传播或直接购买，传播效率高。**

图 46: B2C2c 的商品销售模式



资料来源：微盟研究院，东兴证券研究所

5. 盈利预测

我们认为，公司拥有裘皮全产业链布局的行业龙头优势，看好移动社交电商的发展前景以及公司借助微卖的战略布局。公司定增 6 亿元，大股东承诺认购 6000 万元，发行底价为 14.33 元/股，大股东认购彰显信心、提供安全边际。

暂不考虑定增、社交电商业务（微卖）等因素影响，预计公司 2016-2018 年实现 EPS 分别为 0.18、0.23、0.28 元，当前股价对应的 PE 分别是 87.42、68.54 和 56.58 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 4: 公司盈利预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	833.88	566.91	629.45	690.06	793.98
增长率（%）	30.56%	-32.02%	11.03%	9.63%	15.06%
净利润（百万元）	96.02	13.22	58.55	75.78	92.63
增长率（%）	18.38%	-86.23%	342.79%	29.43%	22.24%
净资产收益率（%）	6.81%	1.29%	2.70%	3.40%	4.05%
每股收益(元)	0.56	0.05	0.18	0.23	0.28

PE	28.02	313.80	87.42	68.54	56.58
资料来源：公司财报，东兴证券研究所					

表 5：可比公司的估值水平

序号	公司	收盘价	2016E	2017E	2018E
1	南极电商	9.63	86.22	51.91	35.95
2	搜于特	12.17	84.56	35.43	23.53
3	多喜爱	40.63	130.89	117.39	106.61
4	跨境通	17.23	131.88	71.38	47.04
5	柏堡龙	35.6	61.55	50.76	39.25
6	快乐购	24.35	102.68	94.38	80.02
行业平均		-	99.63	70.21	57.07

资料来源：WIND, 东兴证券研究所

6. 风险提示

社交电商转型不及预期，主营业务持续低迷

表 6：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	营业收入	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E				
流动资产合计	1168	936	1960	2057	2172	营业收入	834	567	629	690	794				
货币资金	385	205	1076	1086	1049	营业成本	574	407	447	480	549				
应收账款	133	115	138	155	183	营业税金及附加	26	9	11	13	15				
其他应收款	14	9	10	11	13	营业费用	49	50	45	49	56				
预付款项	67	91	114	138	165	管理费用	53	71	57	59	64				
存货	555	505	612	657	753	财务费用	19	11	1	1	1				
其他流动资产	2	10	10	10	10	资产减值损失	5.99	0.88	1.00	1.30	1.60				
非流动资产合计	973	1364	1221	1161	1102	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	9	91	91	91	91	投资净收益	0.48	-0.17	0.40	0.45	0.50				
固定资产	302.06	409.26	360.66	312.06	263.46	营业利润	108	16	67	88	108				
无形资产	97	108	97	86	75	营业外收入	9.34	6.84	5.50	4.00	3.50				
其他非流动资产	67	65	0	0	0	营业外支出	0.25	0.22	4.00	3.00	3.00				
资产总计	2140	2300	3180	3218	3274	利润总额	117	23	69	89	109				
流动负债合计	315	458	461	471	492	所得税	21	10	10	13	16				
短期借款	134	20	0	0	0	净利润	96	13	59	76	93				
应付账款	98	112	135	145	166	少数股东损益	1	-5	-4	-4	-4				
预收款项	11	20	20	20	20	归属母公司净利润	95	18	63	80	97				
一年内到期的非	0	94	94	94	94	EBITDA	255	175	128	149	169				
非流动负债合计	414	424	405	405	405	BPS (元)	0.56	0.05	0.18	0.23	0.28				
长期借款	394	405	405	405	405	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E					
负债合计	729	882	866	876	897	成长能力									
少数股东权益	20	13	9	5	1	营业收入增长	30.56%	-32.02%	11.03%	9.63%	15.06%				
实收资本(或股)	174	348	348	348	348	营业利润增长	14.03%	-84.74%	309.05%	30.83%	23.06%				
资本公积	883	708	1586	1586	1586	归属于母公司净利	246.20%	27.55%	246.20%	27.55%	21.13%				
未分配利润	295	308	318	330	344	获利能力									
归属母公司股东	1392	1405	2314	2346	2385	毛利率 (%)	31.14%	28.12%	29.00%	30.50%	30.80%				
负债和所有者权	2140	2300	3189	3227	3283	净利率 (%)	11.52%	2.33%	9.30%	10.98%	11.67%				
现金流量表						总资产净利润 (%)	4.43%	0.79%	1.97%	2.48%					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	6.81%	1.29%	2.70%	3.40%	4.05%				
经营活动现金流	-274	49	-13	60	23	偿债能力									
净利润	96	13	59	76	93	资产负债率 (%)	34%	38%	27%	27%	~				
折旧摊销	128.19	147.68	0.00	59.35	59.35	流动比率									
财务费用	19	11	1	1	1	速动比率									
应付帐款的变化	0	0	-23	-17	-28	营运能力									
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.47	0.26	0.23	0.22	0.24				
投资活动现金流	-177	-335	65	-1	-1	应收账款周转率	9	5	5	5	5				
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.00	5.40	5.10	4.94	5.12				
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)									
投资收益	0	0	0	0	1	每股收益(最新摊	0.56	0.05	0.18	0.23	0.28				
筹资活动现金流	623	122	819	-49	-59	每股净现金流(最新	0.99	-0.47	2.50	0.03	-0.11				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.99	4.03	6.64	6.73	6.84				
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	61	174	0	0	0	P/E	28.02	313.80	87.42	68.54	56.58				
资本公积增加	225	-174	878	0	0	P/B	1.96	3.89	2.36	2.33	2.29				
现金净增加额	172	-164	871	10	-37	EV/EBITDA	11.29	32.96	38.21	32.81	29.08				

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：

看好评好：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。