



[聚焦新三板电子商务服务篇]淘通科技 (837088)：快速崛起的食物快消电商龙头

作者：伏进

聚焦新三板，挖掘优质标的，共享市场红利

前言：

据全球管理咨询公司麦肯锡发布的报告显示，2015 年中国网络零售市场规模达到近 6300 亿美元，比排名第二的美国市场高出近八成，中国已成为全球规模最大、发展最快的电子商务市场。随着电子商务爆发式的增长，以及网购消费者的成长，无数传统品牌企业逐渐将目光转到线上，由此出现了一批代运营企业，随着行业竞争和演化逐渐发展成为多个品牌提供线上经销零售以及相关服务的电子商务服务商。

在当下这个时点关注这个行业的原因在于：

1·网络零售市场规模不断扩大，2016 年上半年中国网络零售市场交易规模达 2.31 万亿元，相比 2015 年上半年的 1.61 万亿元，同比增长 43.4%，品牌电商高达 70%以上。网购消费者逐渐成长为消费市场主力军，线上消费品类从标准化程度较高的书籍、3C、服装逐渐扩展到快消品、生鲜、水果等产品，2016 年上半年网络零售交易规模在社会消费品零售总额中占到 14.8%，相比 2015 年同期增加了 3.4%，预计 2016 年将突破 15%大关。

2·吹尽狂沙始到金，电子商务服务商出现上市潮。2015 年 5 月，宝尊电商扣响纳斯达克大门，市值 5 亿美元接近当当；2016 年 5 月，专注食物快消品领域的淘通科技挂牌新三板；小冰火人、蓝标电商紧随其后，于 6 月挂牌；近期，专注美妆领域的丽人丽妆进行预披露，冲刺创业板 IPO。电商服务商涌现在资本市场的各个层面，优胜劣汰，龙头崛起，投资机会隐含其中。

聚焦新三板电子商务服务篇第一篇我们要介绍的企业是淘通科技(837088)。淘通科技是一家专注于为国际知名食物快消品品牌提供线上经销零售以及相关服务的公司，成立以来凭借出色的运营能力成功帮助德芙、士力架、箭牌、百事、雀巢、ABC、美孚等品牌登陆电商同品类销售额榜单前列，服务超过 25 个国际知名快消品牌，近几年收入规模成倍增长，2016 年上半年达到 2.1 亿元，是食物快消品领域电商服务商的领头军。公司于 2016 年 5 月 20 日登陆新三板，最近一轮融资为 2016 年 8 月，投后估值 2.8 亿，对应 2015 年 PE 19.70 倍，目前交易方式为协议转让。

投资要点：

1· 快消电商渗透率低，未来发展空间大，公司在食品快消领域位属第一。快消品在整个零售市场中占据非常重要的地位，但目前线上销售占比仅为3%~4%，渗透率极低，行业处于一片蓝海，对标服饰鞋帽(25.5%)、图书音像(15.7%)等在电商平台的发展路径看，快消电商未来发展空间巨大。且各大挂牌服务商多位于3C电子、家电等领域，目前公司在食品快消电商行业地位是第一，行业竞争压力相对较小。

2· 成功经验积累，运营能力出色。相对于家电、服饰、3C电子等高单价商品，低单价食品对于线上运营和营销的能力要求更高。淘通科技在商品选品和打造爆品上都有自己的成功经验积累，在其运营下德芙旗舰店客单价可达200左右，箭牌可达90左右，并成功帮助德芙、士力架、箭牌、百事、雀巢、ABC、美孚等品牌登陆电商同品类销售额榜单前列，运营能力极为出色。

3· 先发优势明显，垄断知名品牌线上正规渠道。公司进入食品快消品电商服务行业较早，是德芙、士力架、箭牌、百事、桂格等诸多知名品牌旗舰店实质拥有者和运营者，国内唯一正规线上经销商和零售商。运营这些知名品牌的成功经验和案例积累，打造了公司在食品快消品领域的声誉和地位，具有行业新进入者无法比拟的先发优势。

4· 财务数据

公司 2016 年上半年实现营业收入 21195.90 万元，同比增长 113.66%；净利润 621.89 万元，同比增长-13.88%；毛利率为 26.72%；经营活动产生的现金流量净额-243.38 万元。

公司 2015 年全年实现营业收入 26,778.38 万元，同比增长 169.78%；净利润 1,420.94 万元，同比增长 2443.98%；毛利率为 31.21%；经营活动产生的现金流量净额-4037.56 万元。

公司 2014 年全年实现营业收入 9,925.96 万元，同比增长 89.30%；净利润 -60.62 万元，同比增长-1553.11%；毛利率为 32.39%；经营活动产生的现金流量净额-1596.91 万元。

5· 最新估值

最近一轮融资发生在 2016 年 8 月，新股东珠海广发信德今缘股权投资基金出资 2940 万元，认购 240 万股，占比 11.76%；珠海康远投资企业出资 60 万，认购 4.898 万股，占比 2.04%。对应的公司投后估值为 2.8 亿元。

风险点：

1. 品牌方单飞风险。随着传统品牌企业在“触网”的过程中对电子商务、店铺运营、渠道建设等各方面有了进一步的了解，以及线上收入占比的逐步增大，品牌方有可能绕开线上经销运营服务商单飞，自主从事电子商务活动。收入占比大的品牌方单飞的现象一旦发生，将会给公司的利润带来极大的不利影响。
2. 新品牌拓展风险。公司未来收入大幅增长将依赖于对领域内新品牌的不断拓展以及帮助品牌方实现成功的线上运营。新品牌拓展不利、线上运营不成功将对公司收入的快速增长造成阻碍甚至降低公司毛利率。
3. 竞争加剧风险。行业优胜劣汰后存活下来的公司都是渠道资源和客户资源相对丰富、运用能力相对突出、竞争优势相对明显的企业，不排除这些企业在蚕食完自身所在领域后转向食品快消品领域进而加剧行业竞争的风险的可能性。

后续关注点：

1. 品牌方续约情况以及各大品牌收入占比变化

品牌方续约率接近 100%，续约情况较好；2015 年，玛氏公司旗下四大品牌（德芙、士力架、m&ms、玛氏）零食为公司带来收入 1.16 亿，占到公司总收入的 43.48%，其中德芙品牌是收入大头，2015 年创收 1.02 亿，占到公司总收入的 38.22%。目前公司收入对单个品牌销量依赖较为严重。2016 年，随着百事和箭牌销量的崛起，将极大缓解公司收入过度集中的情况。

2. 新品牌拓展情况以及线上推广情况

公司 2016 年上半年拓展 4 个以上大品牌，下半年有几个品牌正在谈判中；百事、箭牌、都乐三大品牌推广相对成功，预计 2016 年由这三个品牌带来的收入将达到 1.10 亿、6524 万、600 万，其中百事和箭牌增长幅度均超过 100%。

3. 公司业内地位变化情况以及竞争对手情况

目前公司在食品快消品领域占据龙头地位。食品快消类传统品牌数量较多，电子商务服务需求较大，而专做食品快消领域、有实力的电子商务服务商较少，竞争相对较小。公司由于其在食品快消领域的专业性，具有其他综合类电子商务服务商难以比拟的优势。

4. 战略规划落地情况

淘通科技计划引进与美丽和健康相关、国内知名度有限的国外区域性知名品牌，在国内进行推广孵化，并适时进行收购，作为自有品牌发展。长期关注应着重于公司战略规划的落地情况。



正文

一、公司简介

淘通科技成立于 2012 年 2 月，是中国最大的食品快消领域电商服务商，以帮助国际快消品牌运营线上旗舰店作为主营业务，其收入主要来自三部分，一是经销买断差价，二是运营产生的相关服务费，三是派发业务产生的服务费。公司作为传统品牌商的战略合作伙伴，借助在天猫/京东/1 号店/唯品会等第三方商务平台的相关资源和长期合作关系实现多渠道线上销售部以及品牌形象的塑造和提升，目前服务的国内外知名品牌包括德芙、士力架、箭牌、玛氏等。

公司于 2016 年 5 月 20 日挂牌，总股本 2040 万股，流通股本 238 万股。

二、主营业务分析

2.1 主营业务

公司的主营业务是帮助国际快消品牌运营线上旗舰店并提供相关服务，收入主要可以分为三部分，电子商务经销业务收入、电子商务代运营业务收入以及电子商务派发业务收入。

注：公司为 99% 的品牌客户同时提供经销服务和代运营服务，即“买断经销+服务”双重收入模式，买断经销差价作为利润的同时，收取品牌方代运营服务费。

图表 1 淘通科技各项业务简介

三大业务类型	业务主要内容	运营品牌	收入来源
电子商务经销	公司通过合同方式获得传统品牌企业在电子商务领域的经销授权，由公司向传统品牌企业采购产品，获得产品的所有权，并在互联网第三方平台以公司自己的名义开店销售产品的服务模式。	德芙、士力架、箭牌、mms、eos、美孚、百事食品、ABC	B 端（电商平台）+ C 端（网购消费者）
电子商务代运营	公司接受传统品牌企业的委托为传统品牌企业开展电子商务提供店铺运营服务，包括网店建设、网店装修、网店日常运营、营销策划等。	德芙、士力架、箭牌、mms、美孚	固定服务费 + 浮动服务费
电子商务派发服务	公司根据客户的行业特点及产品定位，提供最有效的线上派发渠道，将产品试用装派发到最匹配的目标消费者手中，并收集消费者的使用感受。	汰渍、海飞丝、潘婷、飘柔、沙宣、帮宝适	根据派发量收取服务费

资料来源：公司公开转让说明书、新三板智库



图表 2 公司 2014-2015 年 8 月各项业务收入占比

业务类别	2015 年收入金额 (万元)	占比 (%)	2014 年收入金额 (万元)	占比 (%)
经销业务	9121.63	77.66%	7614.02	77.10%
代运营业务	879.32	7.49%	1898.34	19.22%
派发业务	1744.38	14.85%	362.8	3.67%
合计	11745.33	100.00%	9875.16	100.00%

来源：公司公转书、新三板智库

图表 3 近三年公司前五大客户

2015 年度 (截止到 8 月)			
序号	客户	销售金额 (万元)	占比 (%)
1	宝洁 (中国) 营销有限公司	2228.62	17.50
2	天猫超市	1230.01	9.66
3	北京京东世纪贸易有限公司	832.60	6.54
4	箭牌糖果 (中国) 有限公司	298.87	2.35
5	广州市那些麦儿网络科技有限公司	185.14	1.45
合计		4775.24	37.50
2014 年度			
序号	客户	销售金额 (万元)	占比 (%)
1	美赞臣营养品中国有限公司	1220.68	12.3
2	玛氏食品 (中国) 有限公司	283.14	2.85
3	上海李奥贝纳广告有限公司	392.73	3.96

4	宝洁 (中国) 营销有限公司	362.80	3.66
5	上海美广云商电子商务有限公司	80.03	0.81
合计		2339.38	23.58
2013 年度			
序号	客户	销售金额 (万元)	占比 (%)
1	美赞臣营养品中国有限公司	824.16	15.72
2	玛氏食品 (中国) 有限公司	383.2	7.31
3	宝洁 (中国) 营销有限公司	316.67	6.04
4	上海上汽大众汽车销售有限公司	64	1.22
5	东莞市和域战士纳米科技有限公司	13.98	0.27
合计		1602.01	30.56

来源：公司公转书、新三板智库

公司收入增长极为迅速 2014 年同比增长 89.30% 2015 年同比增长 169.78% , 2016 年中期同比增长 113.66% 。且下半年由于电商节日多、促销活动多，为行业旺季，2016 年整年增速有望超过 200% 。

通过分析，发现公司的主营业务收入主要来自电子商务经销收入，占比达到 70% 以上。电子商务经销收入又可分为零售收入 (TO C) 和分销收入 (TO B) ，零售收入来自网购消费者，分销收入则来自各大电商平台及其他。截止到 2015 年 8 月，两者比例大约为 2.6:1 。

可以看出，2013 年与 2014 年公司的前五大客户绝大部分是品牌方，收入主要是电子商务代运营及派发业务收取的服务费。五大客户中，有保持长期合作关系的玛氏和宝洁，也有拓展的新客户。因其业务模式 (收入以经销零售为主，但经销零售的客单价相对不大，因此大客户都是基本都是代运营业务和派发业务的客户) ，公司不存在客户集中度问题，同时客户关系也较为稳定。

2015 年，京东和天猫进入了前三大客户的序列，他们带来的收入主要是分销收入。这说明公司的 TO B 业务虽然弱于 TO C 业务，但发展速度极为迅猛。

2.2 竞争对手分析



图表 4 公司与同行主要服务品牌及业务对比

证券简称	主要品牌	主攻领域	2015 年 经销收入占比
淘通科技	玛氏、箭牌、百事、桂格、都乐、eos、 ABC、美孚等	快消食品	77.66%
宝尊电商	Intel、惠普、雷士照明、飞利浦、伊莱 克斯、Nike、玖熙、Levi's、哈根达斯、 养生堂、美标、多乐士、吉利全球鹰等	3C 电子	-
丽人丽妆	高丝、汉高、宝洁、科蒂、佳丽宝、联 合利华、欧莱雅、爱茉莉、资生堂等	美妆护肤	94.62%
小冰火人	惠而浦、贝尔莱德、铁三角、美的、万 宝、四季沐歌、美菱、大润发等	小家电	88.43%
蓝标电商	亚马逊、西铁城、美赞臣等	综合，偏向于服务	15.34%

来源：各公司公转书、新三板智库

(1) 快消电商渗透率低，发展空间大，淘通科技在快消食品领域位数第一。根据易观智库统计，化妆品电商渗透率达到 22%，手机数码等达到 17%~19%，大家电达到 9.5%，宝尊电商、丽人丽妆、小冰火人基本都在做这几个领域的电商运营。而快消品电商渗透率则处于 3%~4% 之间，对标服饰鞋帽 (25.5%)、图书音像 (15.7%)，仍有较大的增长空间。

(2) 成功经验积累，运营能力强。相较于 3C 电子、美妆护肤、家电等产品单价高、标准化程度高的产品，快消食品类产品由于其单价非常低，对于服务商的电商运营能力和营销能力要求更高。淘通科技在商品选品和打造爆品上都有自己的成功经验积累，在其运营下德芙旗舰店客单价可达 200 左右，箭牌可达 90 左右，并成功帮助德芙、士力架、箭牌、百事、雀巢、ABC、美孚等品牌登陆电商同品类销售额榜单前列，运营能力极为出色。

(3) 先发优势显著，品牌积累造就公司行业声誉。公司进入食品快消品电

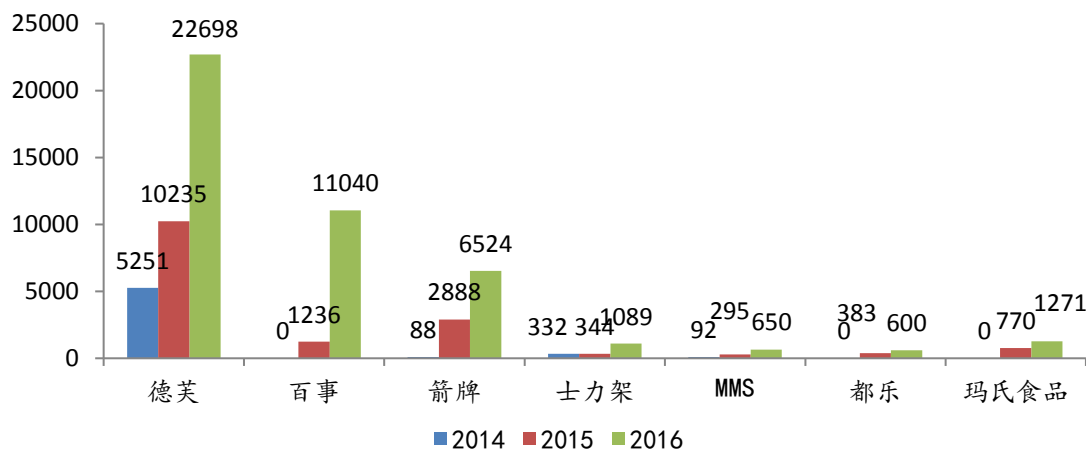


商服务行业较早，是德芙、士力架、箭牌、百事、桂格等诸多知名品牌旗舰店实质拥有者和运营者。淘通科技深耕食品领域，打造了公司在食品快消品领域的声誉和地位，拥有成功的经验积累和案例积累，具有行业新进入者无法比拟的先发优势。

2.3 未来业绩增长点

(1) 现有品牌收入快速增长。公司现在是德芙、百事、箭牌、士力架、mms、都乐、玛氏等著名国际食品品牌的线上经销商和电商运营商，随着消费者网购习惯的养成和线上旗舰店的成熟，将会在现有品牌收入上实现快速增长。

图表 5 主要品牌收入情况 单位：万元



资料来源：公司年报，新三板智库

注：2016年为预测数据

(2) 来自新拓展品牌的增长。2016 年，公司上半年拓展品牌 4 个以上，下半年还有几个品牌正在谈判，新品牌的拓展将为公司带来收入上的叠加增长，这种增长的可扩张性非常强。

(3) 来自电子商务服务的增长。公司凭借其线上电商运营经验以及营销能力，能为传统品牌提供电商咨询、电商运营、仓储物流、营销推广等一系列电子商务相关服务，这一块的增长将有利于提高公司毛利水平。

三、股权结构及最新估值

图表 6 公司最新股权结构

序号	股东名称	持股数量（股）	股权比例（%）
1	李涛	7,346,108	36.01
2	方超	2,774,687	13.60



3	宁东俊	2,498,693	12.25
4	珠海广发信德今缘股权投资基金（有限合伙）	2,400,000	11.76
5	孙娜	2,343,712	11.49
6	广东比邻股权投资基金管理有限公司-瞪羚证券 投资基金	2,240,000	10.98
7	温州海汇金投创业投资企业(有限合伙)	2,040,228	10.00
8	吴正方	268,800	1.32
9	傅国红	268,800	1.32
10	勾大成	204,023	1.00
合计		20,164,251	98.85

来源：公司中报、新三板智库

根据公司 2016 年发布半年报并对新进股东进行调整后，公司前十大股东中包含 3 个投资机构，为珠海广发信德今缘股权投资基金（有限合伙）、广东比邻股权投资基金管理有限公司-瞪羚证券投资基金、温州海汇金投创业投资企业(有限合伙)，分别持股 240 万股、224 万股、204 万股，占比 11.76%、10.98%、10.00%。

2016 年 8 月，公司最近一次增资。新股东珠海广发信德今缘股权投资基金（有限合伙）出资 2940 万元，认购 240 万股，因此公司估值约为 2.5 亿元。

四、财务数据分析

图表 7 公司 2014-2015 年主要财务数据

财务指标	2014	2015
主营业务收入（万元）	9925.96	26778.38
主营业务成本（万元）	6711.28	18421.44
毛利率%	32.39	31.21
净利润（万元）	-60.62	1420.94

证券简称	2015 年收入 (万元)	同比增长	收入增长额 (万元)	2015 年净利润	同比增长	净利润增长 额 (万元)
淘通科技	26,778.38	169.78%	16,852.42	1,420.94	2443.98%	1,481.56

经营活动现金流净额 (万元)	-1596.91	-4037.56
资产负债率%	97.99	51.58
存货周转率 (次)	7.23	6.59
应收账款周转率 (次)	41.06	29.93

来源：Wind、新三板智库

1.成长性分析

公司 2014 年、2015 年主营业务收入增长迅速，2014 年同比增长 89.30%，2015 年同比增长 169.78%，与此同时，2015 年净利润扭亏为盈，增长率达到 2443.98%，德芙品牌收入增长占总收入增长的 30%。公司成长速度非常快。

图表 8 公司与同行成长性情况对比

宝尊电商	259,844.00	64.00%	101,402.00	2262.00	137.82%	8,243.00
丽人丽妆	121,724.76	70.09%	50,161.13	3,271.28	475.68%	2,703.04
小冰火人	26,051.66	-43.74%	-20,254.79	1,482.71	-27.87%	-572.76
蓝标电商	33,366.40	145.96%	19,800.77	-471.66	-214.48%	-883.65

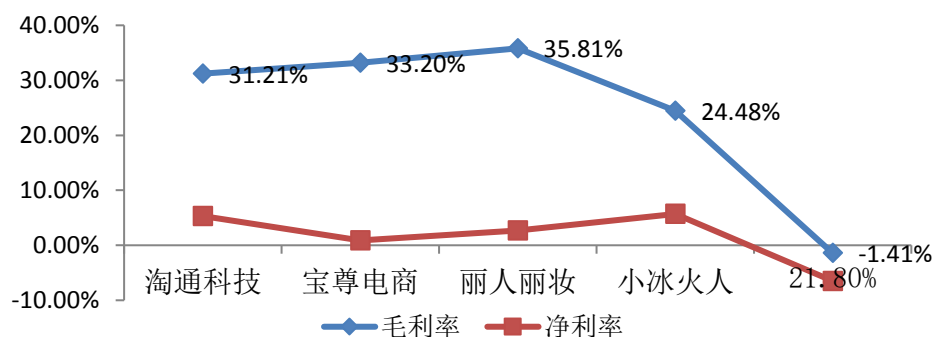
资料来源：wind、新三板智库

从 2015 年收入来看，纳斯达克上市的宝尊科技以及准备创业板 IPO 的丽人丽妆收入在十亿量级，新三板的三家电子商务服务商则处于亿级，淘通科技收入低于蓝标电商，略高于小冰火人。但从增长的角度来看，淘通科技收入增速位列第一，净利润增速也仅次于宝尊电商和丽人丽妆，成长性非常可观，是电子商务服务领域杀出的一匹黑马。

2. 盈利能力分析

2015 年公司毛利率为 31.21%，净利率为 5.31%，利率水平在同行中处于中位偏高。行业内，由于各家公司所承接品牌类别不同，商品本身的毛利率存在差异，另外各自经销和服务收入比重不同，因此会出现毛利率高低不一的状况。

图表 9 2015 年公司与同行盈利能力对比



资料来源：wind、新三板智库

在净利率指标上，公司仅次于小冰火人。通过进一步分析，发现淘通科技净利占毛利的比率比宝尊电商、丽人丽妆、蓝标电商超出 10 个百分点以上，说明公司在费用控制上较为出色。



图表 10 2015年三费占收入比率对比

证券简称	管理费用占比	销售费用占比	财务费用占比	资产减值损失占比
淘通科技	5.43%	16.94%	1.01%	0.24%
丽人丽妆	3.30%	28.35%	0.20%	0.28%
小冰火人	3.40%	13.73%	-0.40%	-0.01%
蓝标电商	8.44%	11.98%	-0.13%	0.78%

资料来源：wind、新三板智库

注：包尊电商在国外上市费用花费类别不同因此未纳入比较范围

在三费上，淘通科技管理费用占比居第三位，销售费用占比居第三位，财务费用占比居第四位，资产减值损失占比居第二位，除了财务费用占比略高以外，总体而言淘通科技的费用水平较为正常。

3.营运能力分析

2015 年，公司存货周转率和应收账款周转率虽然都有所下降，但在行业中仍处于较高的水平。由 2015 年的同行对比数据可知，淘通科技在存货周转和应收账款周转上都处于较为优秀的水平，这和其存货控制较好以及所在食品快消领域周转较快有关。2016 年中期，淘通科技存货周转率进一步提高，达到半年 4.07 次的水平。

图表 11 2015年公司与同行运营数据对比

运营指标	淘通科技	宝尊电商	丽人丽妆	小冰火人	蓝标电商
存货周转率（次）	6.59	6.01	4.91	6.12	29.94
应收账款周转率（次）	29.93	6.01	33.51	25.87	3.45

资料来源：wind、新三板智库

4.经营活动现金流分析

在经营活动现金流上，仅有宝尊电商和小冰火人两家为正，其余都为负数。在数额上来看，淘通科技经营活动现金流净额排倒数第二位；从占收入比例来看，淘通科技的经营活动现金流净额是负得最多的。

图表 12 2015年公司与同行现金流数据对比



	淘通科技	宝尊电商	丽人丽妆	小冰火人	蓝标电商
经营活动现金流净额（万元）	-4037.56	220.00	-10513.73	383.77	-1023.25
占收入比例	-15.08%	0.08%	-8.64%	1.47%	-3.07%

来源：Wind、新三板智库

从经营活动现金流入占比情况来看，淘通科技的现金流入最为集中，几乎都来自销售商品、提供劳务收到的现金，没有收到任何税费返还以及其他流入。这说明公司的业务相对集中。

图表 13 现金流入状况对比

证券简称	淘通科技	丽人丽妆	小冰火人	蓝标电商
销售商品、提供劳务收到的现金占比	99.99%	99.73%	98.95%	76.92%
收到的税费返还占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%
收到其他与经营活动有关的现金占比	0.01%	0.27%	1.05%	22.97%

来源：Wind、新三板智库

从经营活动现金流出占比情况来看，淘通科技现金主要用于购买商品和劳务，支付给职工以及为职工支付的现金以及支付税费占比相对较低，其他现金流支付占比较高。

图表 14 现金流出状况对比

证券简称	淘通科技	丽人丽妆	小冰火人	蓝标电商
购买商品、接受劳务支付的现金占比	90.63%	98.29%	77.04%	60.68%
支付给职工以及为职工支付的现金占比	4.30%	5.71%	8.11%	16.07%
支付的各项税费占比	2.10%	2.13%	6.05%	2.45%
支付其他与经营活动有关的现金占比	16.58%	1.03%	7.56%	23.33%

来源：Wind、新三板智库

注：以上现金流占比均为各项在经营活动现金流入中的占比



重要声明

本报告信息均来源于公开资料，但新三板智库不对其准确性和完整性做任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映新三板智库于发布报告当日的判断。该等观点、意见和推测不需通知即可作出更改。在不同时期，或因使用不同的假设和标准、采用不同分析方法，本公司可发出与本报告所载观点意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成新三板智库对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成个人投资建议，且并未考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需求。不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告版权归新三板智库所有，新三板智库对本报告保留一切权利，未经新三板智库事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得新三板智库同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“新三板智库”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。