

爱尚鲜花（836638）

消费升级的细分市场龙头，2017 年将率先盈利

证券研究报告

2017 年 05 月 23 日

投资评级

行业 信息传输、软件和信息
技术服务业/互联网和
相关服务

6 个月评级 增持（首次评级）

当前价格 12.50 元

目标价格 19.70 元

上次目标价 元

基本数据

总股本(百万股) 30.70

流通股本(百万股) 22.12

总市值(百万元) 383.73

流通市值(百万元) 276.53

每股净资产(元) 1.41

资产负债率(%) 6.62

一年内最高/最低(元) 13.50/8.99

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

张倩 联系人
qzhang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

国内市场初步成型，行业成长空间巨大

目前国内鲜切花市场约为 217 亿元，人均鲜花消费量尚不足发达国家十分之一，且日常鲜花消费占比不足 5%。互联网鲜花定制是鲜花销售的重要渠道，随着人均鲜花消费的增长与鲜花消费结构的优化，鲜花电商将迎来一波新的机遇。另一方面，国内鲜切花供应链已初步形成，但仍然存在巨大的升级规范空间，在未来几年，鲜花行业将加速整合，走向集约化和资本化，在上游种植、鲜花工厂、物流配送方面建立更高的规模门槛和竞争壁垒。

订阅鲜花与线下互动两翼齐飞，破局鲜花电商行业痛点

公司 O2O 三大品牌，分别囊括互联网鲜花零售的前 3 名，业务年均订单量超过 100 万单，年均净利润 500~1000 万。B2C 鲜花订阅业务发展迅猛，顶峰月订单破 60 万，且粘性强劲。公司通过超前布局供应链，注重品牌价值培养，打造合作共赢生态圈的集中手段成功破局鲜花电商行业痛点。

重大战略转型，一季度开始盈利

2016 年下半年公司做出重大战略转型，率先打出盈利口号。通过改善产品结构，精确定位客户，追求规模效应，节省运营成本等策略，在 2016 年第四季度稳定控制成本，在 2017 年第一季度实现盈利。预计 2017 年全年将成功实现扭亏为盈。

高增长与盈利并重，对应股价每股 19.70 元，估值 6.05 亿元

未来的增长空间主要来自两个部分，一个是客户转换率不断提高及客户基数不断增长，二是高毛利率产品比例不断提高。在两大推力的驱动下，我们预估爱尚鲜花年均销售额增长幅度为 50%，净利润增长幅度为 70%-100%。预测公司 2017~2019 年归属于上市公司股东的净利润分别约为 860 万元、2419 万元、4697 万元，每股收益分别为 0.28 元、0.79 元、1.53 元。基于行业空间与公司布局，我们给予爱尚鲜花 18 年 25 倍 PE 估值，股价每股 19.70 元，市值对应 6.05 亿人民币。

风险提示：鲜花行业发展不及预期；公司业务推广不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	36.99	45.34	105.94	158.38	242.69
增长率(%)	0.85	22.58	133.64	49.50	53.23
EBITDA(百万元)	(24.66)	(61.42)	10.71	31.08	60.06
净利润(百万元)	(24.20)	(59.55)	8.60	24.19	46.97
增长率(%)	129.57	146.06	(114.44)	181.36	94.20
EPS(元/股)	(0.79)	(1.94)	0.28	0.79	1.53
市盈率(P/E)	(15.86)	(6.44)	44.64	15.87	8.17
市净率(P/B)	6.32	104.37	31.27	10.53	4.60
市销率(P/S)	10.37	8.46	3.62	2.42	1.58
EV/EBITDA	0.00	0.00	42.30	15.96	8.58

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 鲜花行业概况	4
1.1. 美国市场	4
1.1.1. 传统模式	4
1.1.2. 新兴模式（垂直整合）	4
1.2. 国内市场	5
1.3. 产业结构	7
1.3.1. 上游	8
1.3.2. 中游	8
1.3.3. 下游	8
2. 爱尚鲜花的商业模式	8
2.1. 业务概况	8
2.1.1. O2O 业务：同城鲜花极速达（转单业务）	8
2.1.2. B2C 业务：家庭&办公室鲜花场景购（日常鲜花业务）	9
2.2. 鲜花电商行业痛点	11
2.2.1. 产业链不完善	11
2.2.2. 主要为节日需求，波动量大	11
2.3. 爱尚的核心竞争力	11
2.3.1. 供应链提前布局	11
2.3.2. 品牌价值初显	12
2.3.3. 打造合作共赢生态圈	12
2.4. 2017 年盈利计划	12
2.4.1. 上下游产业整合，提供稳定原材料，降低采购成本	12
2.4.2. 重大战略转型，向高毛利产品倾斜	13
2.4.3. 精准定位客户，节省营销费用	13
2.4.4. 追求规模效应，摊薄单位成本	14
2.4.5. 控制运营成本，节省各项费用	14

图表目录

图 1：传统模式	4
图 2：新兴模式	4
图 3：The Bouqs Company 应用的新兴模式	5
图 4：国内鲜花产业发展历程	5
图 5：2015 年阿里平台涉农产品占比	6
图 6：我国电商平台交易规模及渗透率	6
图 7：鲜花电商产业结构图	7
图 8：订阅鲜花客户续约率（%）	9
图 9：订阅鲜花界面展示	10

图 10：花友社区互动情况选摘10

图 11：订阅鲜花几种不同产品13

表 1：2015 年中外鲜花消费市场比较 5

表 2：当前几家鲜花电商对比 7

表 3：爱尚旗下 O2O 品牌 9

1. 鲜花行业概况

1.1. 美国市场

美国鲜切花市场的销售额约为 40 亿美元左右。其中大部分产品均为进口，主要来自于哥伦比亚，荷兰等地。以花商的成本价计算，2016 年美国进口鲜切花约为 11.7 亿美元，较上一年 10.2 亿美元增长了 11%。

美国鲜切花大多从海外进口，其中主要是从迈阿密和洛杉矶的机场（分别位于东海岸和西海岸）流入美国。

1.1.1. 传统模式

图 1：传统模式



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

传统公司，如 FTD、1-800-flowers，为该模式。一束鲜切花从收割到消费者手里平均需要 12-14 天。传统模式因其效率低下饱受来自消费者和花商的诟病。整个过程中商会吞掉 27% 的费用（本地花商可能还会额外要求运送费）使得实际制作、运送商品的花商获得的利润少，且运送服务体验不佳、到手产品很可能与网站上的不符等原因使消费者也不满意。

1.1.2. 新兴模式（垂直整合）

图 2：新兴模式



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

大部分初创公司使用该新兴方式，其中部分公司直接拥有自己的农场。BloomThat 则在部分城市做到了 90 分钟内送达。

图 3: The Bouqs Company 应用的新兴模式



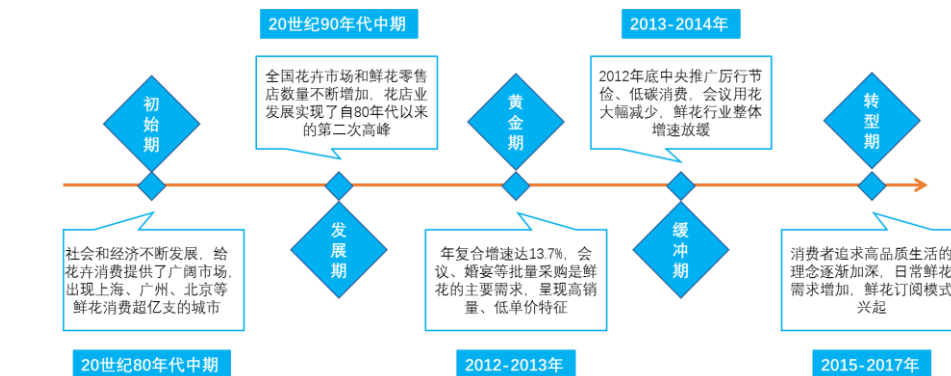
资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

初创公司 The Bouqs Company 则主要使用上述模式从南美往美国本土运送花。通过垂直供应链的方式，新的初创公司能够提供高效快速的运送服务。

1.2. 国内市场

国内鲜花产业发展历程。鲜花消费于 20 世纪 80 年代中期兴起，早期多集中在会议、婚宴等要求，批量采购，单价较低。除此之外，节假日鲜花礼品也构成线下花店主要的收入来源。随着生活品质的不断提升，鲜花消费场景更为多元，日常生活中鲜花订阅需求兴起。

图 4: 国内鲜花产业发展历程



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

我国的花卉市场空间。根据国家统计局数据，2015 年国内花卉市场容量约为 446 亿元。据荷兰花卉拍卖市场(Royal FloraHolland)2015 年的调研报告，中国花卉市场 2015 年的数据是 55.77 亿欧元，折算成人民币约为 415 亿元。鲜切花方面，根据亿邦动力网调查报告，2015 年全国的鲜切花流通数量约为 70 亿枝，其中 70%的鲜切花流入市场零售，鲜花等级为 A、B、C 类，这类鲜花的批发价约为 0.8 元/枝，加上分拣、物流等成本，最终市场价约为 4 元/枝；另外 30%的鲜花流入婚庆等大客户市场，这类鲜花的市场价约为 1 元/枝，根据鲜花流通占比加权，鲜切花的平均市场价格为 3.1 元/枝，对应总市场规模为 217 亿元。**与其他国家相比，我国日常鲜花消费仍有巨大空间。**从人均鲜花消费来看，美国为 100 美元，荷兰为 66.7 欧元，英国 55.3 欧元，瑞士 101 欧元，而我国人均鲜花消费不及欧美国家的 1/20，鲜花消费主要仍以礼品馈赠为导向，日常鲜花消费仅占 5%，而其他发达国家的日常鲜花占比都在 30%以上，相比而言，我国的鲜花消费结构仍有待优化。随着大众鲜花消费习惯的转变，周配、月配鲜花产品受到青睐，我国日常鲜花消费占比有望扩大，从而带动整体鲜花市场的增长。

表 1: 2015 年中外鲜花消费市场比较

国家	礼品鲜花 市场占比	日常鲜花 市场占比	鲜花市场容量 (亿元人民币)	备注
英国	43%	57%	248.9	67%的鲜花在超市购买
荷兰	40%	60%	310.4	80%出口，20%国内消费
日本	70%	30%	337.6	以线下花店业态为主

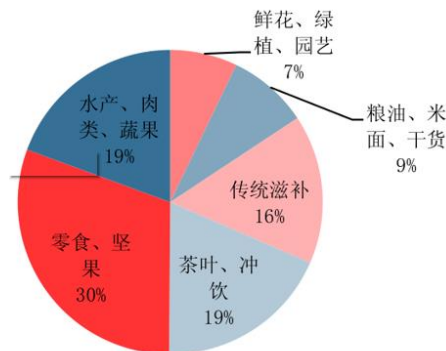
美国	60%	40%	571.6	超市和电商业态兴盛
中国	95%	5%	415.6	传统礼品鲜花市场为主，日常鲜花刚兴起

注释：市场容量只统计鲜花品类，不包含盆栽、绿植、种苗等。

资料来源：荷兰花卉拍卖市场（Flora Holland）调研报告，2015 年；天风证券研究所

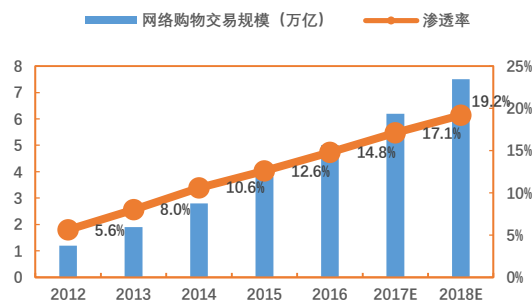
国内电商市场稳步增长，互联网+消费升级催生鲜花消费新市场。2016 年中国电子商务市场交易规模约 5 万亿，2012-2016 年年均增速约为 42.8%。从鲜花电商角度来看，2015 年阿里平台上完成农产品销售 695.50 亿元，其中鲜花、绿植、园艺占比 7.13%约为 50 亿元，这其中鲜切花约 15 亿，对应鲜花电商渗透率仅为 15/217=6.9%；而根据艾瑞咨询的数据，2015 年我国网络购物渗透率已达 12.6%，相较而言鲜花电商仍有加大的渗透空间。从需求方来看，消费升级及“她经济”的崛起，给鲜花电商市场带来新的机会。从供给方来看，生产数量和生产地面积逐步提升，鲜花品种也日益丰富，更能满足需求方多变的需求。除此之外，物流方面的进步，特别是冷链物流的发展和日益完善，都推动了鲜花电商的发展。

图 5：2015 年阿里平台涉农产品占比



资料来源：阿里农产品电子商务白皮书，天风证券研究所

图 6：我国电商平台交易规模及渗透率



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

通常来讲，鲜花电商有两种**国内鲜花电商的主要运营模式：O2O，B2C 和 B2B**。O2O 是将线上电商平台与线下门店相结合。线下门店重资产，所以一般为鲜花电商与线下门店合作的形式，电商平台提供流量入口，与线下门店收入分成。B2C 是电商平台直接对接消费者，从鲜花基地批发原材料，经过分拣包装之后运输给消费者，物流体系建设十分困难，所以大多以第三方物流配送。也有 B2B 的模式：比如 EasyFlower 看到了鲜花产业链上游存在供应链整合的升值空间，所以选择 B2B 模式为下游鲜花商直接供货。

在鲜花电商品牌中，Roseonly 和野兽派主打高端产品，并开设线下体验店，其中 roseonly 在 22 个城市开有 29 家门店，野兽派 17 家门店。这类高端鲜花商品客单价高，很难通过月配、季配的模式吸引消费者进行持续性消费，但是线下体验店的开设对增强客户对品牌的认知和粘性有较大作用。爱尚鲜花、花点时间等平台则主打平民产品，价格适中，故而通过周配、月配的方式来锁定消费者购买频次，达到规模效应。

表 2：当前几家鲜花电商对比

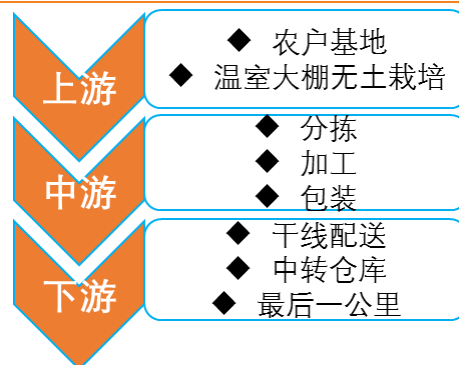
电商品牌	商业模式	品牌特色	商品均价	配送
爱尚鲜花	中低端标准化鲜花产品，O2O 电商模式，开展 2B、2C 业务	走评价高性价比路线，切入生活装饰等场景，在上海地区提供月配与季配服务，可以团购	价格分为五档： 99、169、199、299、399	2C 业务采用基地直送的模式，O2O 业务与 1.2w+ 的线下花店签约，尽可能保证同城冷链配送
FlowerPlus	中低端标准化鲜花产品，O2O 电商模式	切入日常花消费场景，通过微信端订购，价格低廉，只提供月配服务，用户粘性高	价格分为四档： 99、139、169、399	采用基地直送的模式
花点时间	中低端标准化鲜花产品，O2O 电商模式	故事营销，每周三推出故事并搭配鲜花，采用月配的模式，提高用户粘性	价格分为五档： 99、169、299、388、468	
诺誓商业	高端标准化鲜花产品，B2C 电商模式与线下门店结合	推行“一生只爱一个人”概念，切入婚恋场景，主打高端标准化鲜切花与永生花销售	520-9999	目前有快递运输，专卖店自提，24 小时速递三种配送模式。其中快递与顺丰进行合作，在北京、上海等 22 个城市共计有线下门店 29 家
野兽派花店	高端标准化鲜花产品，B2C、O2O 电商模式与线下门店结合	推行精致生活概念，切入了婚恋与生活装饰场景，主打高端标准化鲜切花与永生花销售以及故事鲜花的非标定制鲜花产品	288-5880（另有 9999 与 19999 元大型高端花盒）	目前有快递运输与专卖店自提的方式，快递与联邦快递合作，在上海、北京、杭州等 9 个城市开有 17 家线下门店
胡须先生	中低端标准化鲜花产品，采用 B2C、O2O 电商模式	走高性价比路线，切入生活装饰等场景，提供月配与季配服务	99-758	与顺丰合作
赫拉公主	中低端标准化鲜花产品，B2C 电商模式	切入进口花场景，与明星大咖合作提高知名度，通过朋友圈进行传播与微信端进行销售	299-880	
钟爱鲜花网	中低端标准化鲜花产品，B2C 电商模式	在天猫与京东上有旗舰店，通过两大平台的流量进行导流	78-688	与顺丰等平台开展合作
EasyFlower	B2B 电商	是鲜花商的上游供货商，通过对供应链的整个降低成本盈利		自建物流，目前有自己的飞机运花

资料来源：百度，公司招股书整理，天风证券研究所

1.3. 产业结构

标准化、规模化和规范化是中国鲜花市场近年来的写照。2017 年 1 月，李克强在云南昆明斗南花卉市场视察时曾指出，要大力发展花卉特色产业，推进花卉产业工业化，首先做大市场，接着实现标准化、规范化和规模化。

图 7：鲜花电商产业结构图



资料来源：公司招股书整理，天风证券研究所

1.3.1. 上游

国内的鲜花生产种植主要存在农户散养种植，与鲜花产业基地两种模式。云南省以斗南花卉市场为中心，已经建立起了一系列的花卉种植基地，面积超过百万亩，年鲜切花产量超 60 亿支。但是，目前的产业模式仍然不能满足花商的需求，产业仍然面临着产品质量不稳定，节假日高峰期供不应求等情况。无土栽培温室大棚成为了产业升级的下一个方向。温室大棚相比之下有三个优点，第一，现代大棚产量高，平均每平米每年出产 200~250 枝；而农户的普通基地每年每平米出产量 50-100 枝；第二，现代大棚品质稳定，不受洪涝和寒潮等灾害天气影响，A、B 级优质鲜花占比超过 70%，与此同时，普通农户普通基地 A、B 级优质鲜花占比低于 50%；第三，现代大棚的集约化种植，能够显著降低成本，降低幅度达到 50%~70%。目前，云南省温室大棚仅 3000 多亩，从长远来看，产业升级仍有巨大潜力。

同时，一些有实力有野心的鲜花电商已经开始布局自营的产业中心，希望通过自营降低成本，真正掌控上游。

1.3.2. 中游

分拣，加工和包装。在包装分拣环节，鲜花电商主要有两种方式可以选择，如果暂时还没有实力去改造上游，那么可以将上游种植环节外包，跟上游大型基地合作，然后做好中间环节的分拣、加工、包装。这其中必须面对两个问题：一是销售规模必须足够大，才能有资格跟上游大型基地签约合作，并且由于大型基地数量有限，基本上大电商所掌控，对于众多中小电商企业而言，最靠谱的方式还是从拍市、上游经纪人以及本地批发市场拿货，但这样在品种、品质、数量和价格上都没有太大的优势。二是分拣加工环节需要建立拥有流水线作业的标准化鲜花工厂，这也需要达到规模门槛。

1.3.3. 下游

国内鲜花电商尚不具备建立覆盖全国的冷链物流体系的实力，所以必须依托第三方物流公司的合作。对于鲜花干线可以采用专业的鲜花冷链车运输，或者空运，这部分鲜花电商大同小异，并不存在太大问题。对于目的地城市的中转，一些大的电商已经建立了专业化的中转仓库。而最大的挑战点在于最后一公里的运输，最后一公里都是冷链的强弩之末，几乎没有一家公司在宅配业务上真正做到冷链。鲜花电商多是和快递公司合作，依靠速度来保证鲜花质量。像爱尚鲜花那样在全国中心城市建设分厂和分仓，做好本地化生产、本地化配送，是目前最为快捷有效的保鲜方式。如果要实现更进一步的最后一公里冷链覆盖，还需要更大的投入。

综合来看，我国花卉产业链基础已初步建立，但是仍然存在很大的提升空间，需要进一步加大投入，整个行业处于蓄势待发的状态。可以预见，在未来几年，鲜花行业将加速整合，走向集约化和资本化，在上游种植、鲜花工厂、物流配送方面建立更高的规模门槛和竞争壁垒。

2. 爱尚鲜花的商业模式

公司原有业务模式是 O2O 同城鲜花速递业务（转单业务），这项业务已经有 10 年的经营历史，拥有 12000-15000 的线下花店；去年开始发展了 B2C 订阅鲜花业务（日常鲜花业务），该业务主要面对日常消费市场。公司在商业模式升级改造上致力于利用原有 O2O 优势，结合订阅鲜花业务特征，做线上线下深度整合。

2.1. 业务概况

2.1.1. O2O 业务：同城鲜花极速达（转单业务）

鲜花 O2O 领域的行业翘楚，并在业内率先开展同城 O2O 鲜花速递模式。爱尚鲜花经营鲜花产业近 10 年，成立伊始立足于鲜花 O2O 业务，历经几年的经营，已经做到鲜花 O2O 领域的行业翘楚，并率先开创了同城 O2O 鲜花速递模式。近年来，爱尚鲜花 O2O 业务年

均订单量超过 100 万单，年均净利润 500~1000 万。公司的 O2O 业务主要通过官方网站、天猫、京东、“爱尚鲜花”手机客户端、“爱尚鲜花旗舰店”微信公众号等各大平台接受网络订单，由客服中心对顾客提供在线选花、下单等方面的咨询建议后，再由转单部门，即门店管理部人员将订单详情、要求等转达至最便利的线下合作花店，由该花店完成订单制作、配送等。目前爱尚鲜花的 O2O 的品牌主要有爱尚、爱唯一、礼之尚三大品牌，分别囊括互联网鲜花零售的前 3 名。

表 3：爱尚旗下 O2O 品牌

品牌名称	定位	目标人群	产品
爱尚	欧美中产情调	城市中产阶级	O2O 产品为主
爱唯一	韩式风情	偏好小清新年轻人群	O2O 产品为主
礼之尚	东方花艺	偏好传统审美的人群	O2O 产品为主

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

此外，公司于 2015 年底尝试了众花 B2B 鲜花批发采购试运营平台，并在 2016 年上半年作为新的销售增长予以推进。但由于成效不佳，公司目前已经停止 B2B 业务。

2.1.2. B2C 业务：家庭&办公室鲜花场景购（日常鲜花业务）

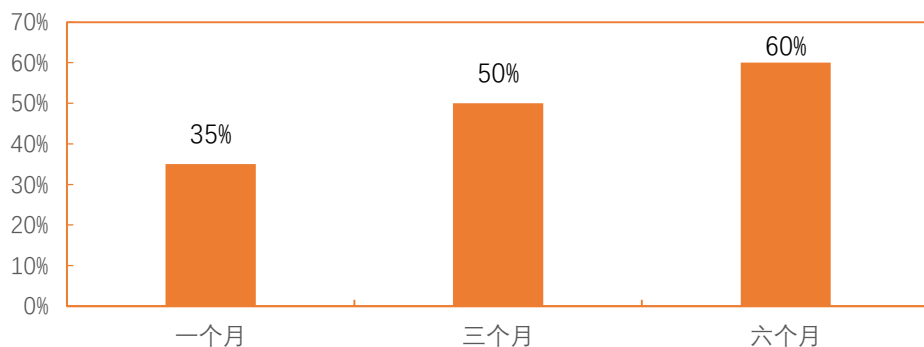
公司于 2013 年下半年开展 B2C 业务。主要通过官方网站、天猫、京东、“爱尚鲜花”手机客户端、“爱尚鲜花旗舰店”微信公众号、“以爱之名”微信公众号、其他合作商平台（如大众点评网、陌陌、生日管家、美团等）等各大平台接受网络订单，由客服中心对顾客提供在线选花、下单等方面的咨询建议后，转单人员将订单详情发至公司上游鲜花基地，并由基地安排物流（顺丰、菜鸟物流等）进行鲜花的基地直接配送，最终送达至顾客。

此外，爱尚鲜花还将着重整合上游国内及国外鲜切花供应商资源、加工基地和仓储基地，实现鲜花培育、种植、采摘、加工、包装全采购流程整合及优化，进而实现公司整体采购——销售平台销售——集中第三方物流配送——直送用户的商业模式。

公司在原有 B2C 业务的基础上，于 2016 年 3 月，着力打造订阅鲜花直送业务，定位办公室鲜花和家庭鲜花，与同城转单业务互相补充。订阅鲜花的推广，一方面使客户有更多的选择性，也给客户带来极大的优惠和便利；一方面订阅鲜花以花艺师混搭设计花材为主，省去客户在线下每种花材只选几只搭配的麻烦。

2016 年三季度开始，爱尚鲜花重点推广订阅鲜花业务。为了吸引粉丝，单量突破，公司进行了一系列特价促销和广告营销活动、定制资材、建设鲜花工厂、以及上游供应链的投入等，在三季度投入了营销力量，月单量达到近 60 万单。订阅鲜花的订阅周期主要分为 1 个月、3 个月、6 个月、12 个月，订购客户在到期之后仍然保持良好的续约率。

图 8：订阅鲜花客户续约率（%）



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

订阅鲜花的推广正逐步改变鲜花市场的消费模式，将以前的低频消费转变为周频次的高频消费。一周一花的模式有利于塑造爱尚鲜花独有的品牌，公司 99 元/月和 199 元/的产品已经具备较高的市场知名度。

图 9：订阅鲜花界面展示



资料来源：爱尚鲜花官网，天风证券研究所

2C 业务的客户粘性尤为重要，爱尚鲜花将 2C 业务按照社交产品的方式去做，立足微信公众号，打造花友社区，形成花友的社交平台，逐步构建一个非常好的闭环。花友可以在社区充分互动，并通过一些有奖征文，提升客户参与度的同时也增加了客户粘性。目前，爱尚鲜花社区的关注用户已经近百万，活跃用户近 30 万，日均活跃用户在 2000~5000 人次，晒图区日均发帖数 500~1000 次左右，潜在用户量巨大。

图 10：花友社区互动情况选摘





资料来源：爱尚鲜花社区，天风证券研究所

每逢重大节日，爱尚鲜花会在微信平台开展热点营销，如七夕情人节、520 表白日、母亲节花礼等活动，利用市场热点提升爱尚品牌的知名度。

2.2. 鲜花电商行业痛点

2.2.1. 产业链不完善

现阶段我国的鲜花平台企业的主要精力仍在鲜花的销售层面，对上游种植以及下游物流配送的把控力不强，这就影响了鲜花平台的成本控制以及客户体验。解决途径一定是由中游鲜花销售和分拣向上游种植以及下游配送的全产业链整合。

上游鲜花种植货源产量及质量不稳定。如果上游鲜花源是向普通农户采购，第一普通农户生产效率低下，平均每平米每年产量约为 50~100 枝，还不到现代大棚产量的一半；第二农户种植的鲜花质量不高，在消费者对鲜花品质要求愈来愈高的环境下，农户鲜花并不是最合适的选择，所以鲜花平台需要往上游拓展。

下游鲜花配送渠道不完善。目前干线运输问题不大，主要难点在最后一公里的配送。从资金层面来看，配送物流体系的建设比现代大棚还要烧钱，对于一家经营鲜花销售的平台企业而言，物流体系的建设还任重道远。

2.2.2. 主要为节日需求，波动量大

鲜花目前并不是刚性消费品的存在，节日性的需求很明显，一旦脱离这些节日，鲜花可能就会变成低频消费品。因此如何将鲜花消费由低频转变为高频，将成为整个市场的方向。

目前国内的鲜花订阅企业包括爱尚鲜花、花点时间、花加等，通过主打百元价格的鲜花产品，以一周一花的订购模式增加消费者消费的频率

2.3. 爱尚的核心竞争力

2.3.1. 供应链提前布局

完整的供应链将打造爱尚鲜花最核心的竞争力。爱尚鲜花拥有浓厚的鲜花行业底蕴，在鲜花市场深耕细作近 10 年，率先提出解决供应链的顽疾问题。爱尚鲜花已经通过收购、参股与战略合作等一系列方式整合了国内 12000 多亩鲜花种植基地。并在 2016 年底，针对昆明鲜花市场的产地资源，通过技术入股的方式与云南硅谷天堂中昆股权投资基金管理有限公司成立合资公司，该合资公司自主培育 5 万亩种植基地，产地直供的方式，可以在保障最高品质的花材的同时，减少中间的运输及二级加工环节，从而降低花材损耗，减少鲜花从基地到客户过程的周转时间；此外，在非直供环节，公司还以自营和合作运营的形式在中游，在国内十余个城市布局全冷链仓库，从而增加冷链的覆盖幅度，尽可能地减少脱冷时间，尤其是支线物流到消费者手中这一环节，从而提高产品的品质，使鲜花在酷暑和严寒季节能够尽可能地缩短供应链，提升花材新鲜度，解决冷链运输痛点与鲜花保鲜的问

题。

目前，上游资金已经基本解决，主要是通过与硅谷天堂产业基金合资，合作方现金出资，爱尚鲜花是技术入股，公司主要负责运营和管理。

2.3.2. 品牌价值初显

中国的鲜花市场目前还处于起步阶段，市场集中度较低，还没有绝对的龙头出现。爱尚鲜花在 2016 年 6 月至 8 月的“50 人团”推广活动中，投入了较多的营销费用，公司的品牌效应、关注度有显著增加，单月订单量近 60 万单，树立了在订阅鲜花市场的领先地位。

爱尚鲜花通过在花材选择、物流运输、包装等环节的精细化管理，塑造了 99 元/月、169 元/月、199 元/月等核心订阅鲜花产品，在市场上打出了品牌。微信晒图区的消费者也对爱尚的一周一花产品给出了很高的评价。爱尚鲜花作为订阅鲜花市场的先行者，市场份额也在逐步提高。

2.3.3. 打造合作共赢生态圈

爱尚鲜花在业内率先提出共赢模式，与线下服务点、花店以及特殊物流公司展开深度合作，将用户体验做到极致，形成一个完整生态圈闭环。2017 年是一个新的开始，公司会一步一个脚印踏踏实实的往前走，不再偏离核心，全年围绕持续盈利的目标来打造爱尚鲜花的核心竞争力：源头、新鲜、便捷，发展更加扎实的业务和市场。

源头：好花来自好的种植，2017 年爱尚鲜花联合荷兰公司一起投资开发上游云南万亩荷兰花卉产业园（2.5 万亩），引进荷兰花卉种植技术、种苗，公司+基地+农户的发展方式从源头种植开始把控鲜花的质量和降低成本，从花田到花瓶的最直接销售的方式，实现采购成本低于同行 15%以上的目标；

新鲜：顾客对鲜花的第一要求是新鲜，围绕新鲜，公司加强供应链每个环节的把控和标准的建立，严格的采后处理、冷链运输、分仓二次质检等提高鲜花的保鲜期、降低损耗，实现鲜花十天以上的保鲜期；

便捷：2017 年除了做好现有业务，会继续打造更大的市场，实现顾客随时随地都能买到想要的鲜花，随时随地都能送花上门 “

围绕这三个核心竞争力的打造，爱尚鲜花将采取发挥自身优势，结合上下游优势，共同打造一个具有品牌价值，客户粘性以及提供优质服务的生态圈，比如物流成本是当下订阅鲜花的一个非常大的痛点，爱尚今年将着力跟线下花店以及其他配送店合作，物流成本由对方负责，爱尚提供新鲜的花材产品，提供精选的产品条线，目前正在洽谈的是一些原有的花店，以及一些医药连锁药店，以医药连锁为例，送健康的同时送问候，送情感鲜花，可以很好的做到优势互补，而爱尚可以做到每单盈利，并拓展更多客户群体，提高客户满意度，节省物流成本的同时，还可以节省物耗成本，比如花盒等。

爱尚的优势在这种生态圈的合作中不断不会削弱，反而会加强，比如技术对接上面，爱尚也不盲目去开自己的 app 而是与其他公司合作，加自身适当开发，控制研发费用的同时，提高自身的技术壁垒。

2.4. 2017 年盈利计划

在整个行业处在烧钱模式的前提下，爱尚鲜花首先提出了盈利的口号，将前期的市场培育切实转变为企业的经营业绩。目前 2017 年一季度已经实现单月盈利。O2O 业务始终保持盈利、同时订阅鲜花一季度实现盈亏平衡，预计在二季度之后，每季度实现小规模盈利。

2.4.1. 上下游产业整合，提供稳定原材料，降低采购成本

爱尚鲜花已经通过收购、参股与战略合作等一系列方式整合了国内 12000 多亩鲜花种植基地。并在 2016 年底，针对昆明鲜花市场的产地资源，筹划布局上游 25,000 亩产地的种植生产和种苗引入，公司+基地+农户的发展方式从源头种植开始把控鲜花的质量和成产成本，从花田到花瓶的最直接销售的方式，实现采购成本低于同行 15%以上的目标。

2.4.2. 重大战略转型，向高毛利产品倾斜

在订阅鲜花推广期间，爱尚鲜花重点推广 99 元包月产品，但市场上该品种基本都是亏钱的，爱尚鲜花在该业务上的大量投入也造成了较大的亏损。2016 年第四季度开始调整为以控制成本、减少亏损、盈利为主要目标，停止了所有补贴和低价促销活动，第四季度整体成本费用情况有所好转，2016 年 12 月亏损控制到 90 万元。公司在 2017 年第一季度实现整体盈利。

下一步，在保证 99 元产品质量的同时，明确定位，强化产品差异化，吸引已经认可爱尚鲜花品牌的稳定客户转向尝试 199 元、299 元、399 元包月的产品。99 元产品提供的只是单种普通花材，主打简单纯净，属于入门级别，主要是降低尝试门槛，吸引新用户尝试；而 199 元产品则主打缤纷设计，提供 5 种花材，作为花艺师推荐的进阶产品，鼓励已经稳定消费的顾客升级；299 元的玫瑰之约产品主打浪漫概念，适合都市青年男女；399 元的产品则打出了轻奢的概念，采用进口花材，主打质感奢华。

事实上，鲜花电商的成本很大一部分在于供应链，而相对于花材和价格的升级来说，供应链成本并不会改变，主打产品从 99 元转换至更高价格，将大幅增加毛利率。公司 2016 年鲜花订阅总销售额中较大比例为 99 元档鲜花，为了满足消费升级的需求，2017 年公司对低毛利产品通过控制总单量、相对销售比例等方式，逐步引导客户群体从低毛利产品（99 元 4 束）向高毛利产品线（199 元 4 束，299 元 4 束等）转移，可以显著提升客单价。根据爱尚鲜花的运营数据，目前用户的黏性较高，复购率在 60% 左右。且 99 元 4 束的单花产品目前只针对新客户，老客户亿 199 元 4 束的混搭鲜花居多，每月的销量在几十万元左右。

目前公司的传统业务和订阅鲜花业务约各占公司收入的 50%，订阅鲜花未来将是公司重点发展的业务，收入占比会有较大的提升。

图 11：订阅鲜花几种不同产品



资料来源：爱尚鲜花官网，天风证券研究所

2.4.3. 精准定位客户，节省营销费用

纵观全球的鲜花市场，都包含两大板块：礼品鲜花市场和日常鲜花市场。从中国市场情况看，礼品鲜花主要形式是包装精美的花束，78% 的购买者为都市年轻男性，主要用于情感和社交送礼；日常鲜花主要形式是包装简单的花材，85% 的购买者为都市白领女性，大多在 25-45 岁之间，集中于大城市，是财务相对自由，有自己住房的中产阶级，主要是家庭或办公室插花自用。

从最开始的礼品鲜花起家，爱尚鲜花已将重点转移到日常鲜花领域，爱尚鲜花最初有 80% 的男性用户，现在 80% 是女性用户。用户的改变反映出“单向送花”到“品质生活”的过渡。精准定位于日常鲜花，宣传策略也做出了相应的改变，爱尚鲜花摒弃了从前的大规模的线下宣传，改使用以微信公众号+花友社区为主打的口碑营销模式，大幅度节省了推广费用。

2.4.4. 追求规模效应，摊薄单位成本

在深耕市场近 10 年之后，爱尚鲜花已经积累 500 万的用户储备，100 万的粉丝沉淀，连续 5 年销量稳居鲜花电商第一。2016 年顶峰月单量超过 55 万单。庞大的用户储备加上销量的持续高增长，将有助于形成规模效应，摊薄单位成本。

2.4.5. 控制运营成本，节省各项费用

公司在 2016 年的销售费用和管理费用分别为 4,314 万和 1,303 万，这两部分费用支出合计超过公司的主营业务收入 4,534 万。

销售费用上升主要是 2016 年上半年批发业务的投入以及 6-8 月之间针对鲜花订阅业务的大规模市场活动，B2B 业务将不再扩大，预计 2017 年这部分费用支出将大大降低；而订阅鲜花前期市场培育已经初见成效，目前企业保持了部分粘度较高的客户，通过花友之间的自传播亦可达到相应的宣传效果，2017 年相应的销售费用也将减少。

管理费用较 2015 年已经有一定程度的降低，一方面是由于公司将业务线及供应链人员成本按照其业务线归纳至相应运营团队费用，并明确依照业绩考核核发薪资奖励，从而使销售费用承担了部分原有的运营人员的薪金费用支出；另一方面，公司对各项费用把控十分严格，特别是从 2016 年 9 月之后，公司再次重申以追求利润为最高经营目标，使 2016 年总体管理费用下降明显。2017 年将继续对管理费用进行精细化控制，做到在 2016 年的基础上进一步降低管理与营销费用。

此外，随着企业供应链的不断完善，鲜花的成本也会有所降低，三管齐下，2017 年实现盈利可期。

2018 年，公司将不断削弱 99 元入门级包月产品的占比，将加大 199-399 元包月产品的推广和销售。假设原有客户中 15% 的用户从 99 元转为 199 元，则 18 年增加收入约为 1500 万元；如 15% 的用户从 99 元转为 399 元，则 18 年增加收入约为 4500 万元。通过新老客户对公司品牌的认可及日常鲜花的渗透率的不断提升，公司 18 年的客单价及总体销量将保持稳步增长，进一步提高收入及利润水平。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	43.79	2.58	8.48	12.67	19.41	营业收入	36.99	45.34	105.94	158.38	242.69
应收账款	6.20	6.30	22.10	13.42	41.01	营业成本	28.97	50.96	61.32	85.83	125.03
预付账款	1.31	1.18	0.82	2.81	2.34	营业税金及附加	0.24	0.08	0.54	0.71	0.92
存货	1.16	2.98	2.45	5.64	5.57	营业费用	13.87	43.15	20.56	25.96	36.91
其他	10.00	0.00	3.83	4.61	2.81	管理费用	17.09	13.04	14.62	18.82	26.21
流动资产合计	62.46	13.04	37.67	39.15	71.15	财务费用	(0.15)	(0.01)	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.08	0.06	0.07	0.07	0.07
固定资产	0.38	0.53	23.31	66.18	108.08	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	投资净收益	(1.53)	0.29	0.40	0.28	0.32
无形资产	0.00	2.59	2.33	2.07	1.81	其他	3.05	(0.58)	(0.80)	(0.56)	(0.65)
其他	2.01	2.70	2.01	1.31	1.26	营业利润	(24.64)	(61.65)	9.23	27.28	53.87
非流动资产合计	2.39	5.83	63.65	139.16	182.91	营业外收入	0.53	2.22	0.93	1.23	1.46
资产总计	64.85	18.87	101.32	178.31	254.07	营业外支出	0.00	0.12	0.05	0.06	0.08
短期借款	0.00	0.59	63.70	101.08	121.83	利润总额	(24.11)	(59.55)	10.11	28.45	55.26
应付账款	1.17	12.07	5.22	10.90	14.85	所得税	0.09	0.00	1.52	4.27	8.29
其他	3.00	2.53	4.36	4.75	3.65	净利润	(24.20)	(59.55)	8.60	24.19	46.97
流动负债合计	4.17	15.19	73.27	116.73	140.33	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	15.78	25.12	30.31	归属于母公司净利润	(24.20)	(59.55)	8.60	24.19	46.97
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(0.79)	(1.94)	0.28	0.79	1.53
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	0.00	15.78	25.12	30.31						
负债合计	4.17	15.19	89.05	141.85	170.64	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	30.70	30.70	30.70	30.70	30.70	营业收入	0.85%	22.58%	133.64%	49.50%	53.23%
资本公积	49.65	52.20	52.20	52.20	52.20	营业利润	133.63%	150.22%	-114.97%	195.61%	97.45%
留存收益	29.98	(27.02)	(18.43)	5.76	52.73	归属于母公司净利润	129.57%	146.06%	-114.44%	181.36%	94.20%
其他	(49.65)	(52.20)	(52.20)	(52.20)	(52.20)	获利能力					
股东权益合计	60.67	3.68	12.27	36.46	83.43	毛利率	21.70%	-12.40%	42.12%	45.81%	48.48%
负债和股东权益总计	64.85	18.87	101.32	178.31	254.07	净利率	-65.42%	-131.33%	8.11%	15.27%	19.35%
						ROE	-39.89%	-1619.54%	70.04%	66.34%	56.30%
						ROIC	1871.19%	-407.35%	-1039.25%	28.45%	30.75%
						偿债能力					
						资产负债率	6.44%	80.51%	87.89%	79.55%	67.16%
						净负债率	4.24%	-1077.38%	97.92%	3.03%	3.57%
						流动比率	14.96	0.86	0.51	0.34	0.51
						速动比率	14.68	0.66	0.48	0.29	0.47
						营运能力					
						应收账款周转率	6.77	7.25	7.46	8.92	8.92
						存货周转率	22.63	21.89	39.02	39.17	43.29
						总资产周转率	0.90	1.08	1.76	1.13	1.12
						每股指标(元)					
						每股收益	-0.79	-1.94	0.28	0.79	1.53
						每股经营现金流	-0.81	-1.67	-0.44	1.21	0.99
						每股净资产	1.98	0.12	0.40	1.19	2.72
						估值比率					
						市盈率	-15.86	-6.44	44.64	15.87	8.17
						市净率	6.32	104.37	31.27	10.53	4.60
						EV/EBITDA	0.00	0.00	42.30	15.96	8.58
						EV/EBIT	0.00	0.00	49.08	18.19	9.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期三板成指的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期三板成指的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com