泰笛科技(839895)　互联网+生活服务平台　不断扩展业务领域

基本数据

2017 年 2 月 27 日	
收盘价(元)	-
总股本(万股)	517
流通股本(万股)	16.5
总市值(亿元)	-
每股净资产(元)	1.01
PB(倍)	-

财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6.54	175.69	351.38	527.07	685.19
净利润(百万元)	-8.50	-86.57	-59.98	-22.44	21.37
毛利率	38.8%	18.5%	32.0%	33.0%	33.0%
净利率	-130.0%	-49.3%	-17.1%	-4.3%	3.1%
ROE	-	-	-	-	-
EPS(元)	-1.65	-16.76	-11.61	-4.34	4.14

互联网+生活服务平台。公司成立于 2013 年，主要从事以移动互联网为平台的各类衣物用品的洗护、日常鲜花订阅服务，2017 年推出绿植租赁业务。

生活服务 O2O 行业强势崛起。2015 年本地生活服务 O2O 市场规模超过 3000 亿元，同比增速达 31.50%。与此同时，O2O 在整个本地生活服务市场中的渗透率还比较低，仅为 5%，本地生活服务 O2O 市场发展前景巨大。

首创"自建物流+合作工厂"运营模式。公司运营模式主要为自营模式，通过向上游绿植供应商和洗涤工厂批量采购绿植产品和洗护服务，由公司向消费者提供产品和服务。该模式下，在高于绿植供应商和洗涤工厂要求的最低价格下，公司拥有自主定价权。

付费用户数快速增长。2015 年末，付费用户数 149.4 万人，2016 年 8 月末增至 486.9 万人。公司 2015 年推出绿植业务，2015 年末、2016 年 3 月末、2016 年 8 月末，同时消费两类业务付费用户数占付费用户总数的比例分别为 29.16%、30.89%、33.48%。

洗护与绿植业务具有协同效应。公司绿植业务自 2015 年 5 月开始贡献收入，年内实现收入 2812.7 万元。公司洗涤业务和绿植业务的用户具有很高的契合度，两类业务间的用户转化效率较高，同时消费两类业务的用户数占总付费用户数比例不断提高。

盈利预测

预测公司 2016-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为-5998 万元、-2244 万元、2137 万元。

风险提示

订单周期性风险，继续亏损风险。

研究员　王静

wangjing@wtneeq.com

010-85715117

目　录

风险分析 1
家庭在线洗护平台 2
生活服务 O2O 崛起，商业模式待变现 3
运营模式业内首创，城市深入降低单位成本 4
注册用户数快速增加，收入规模大幅扩张 6
盈利预测与估值 8

图表目录

图表 1　公司主要服务内容 2
图表 2　2016 年 12 月 16 日（首发上市）股东持股情况 3
图表 3　公司高级管理人员情况 4
图表 4　洗涤 O2O 行业主要运营模式 5
图表 5　公司洗涤业务与可比公司营运情况比较 5
图表 6　2015 年公司绿植业务与可比公司的盈利能力比较情况 5
图表 7　公司收入、利润及增长情况 6
图表 8　公司收入（分产品）构成 6
图表 9　公司用户数增长情况 7
图表 10　公司利润率与费用率情况 7
图表 11　公司盈利预测 8

■ 风险分析

- **控制人与管理层**

公司2017年1月公告，公司股东姚宗场质押30万股，占公司总股本5.81%。质押期限为2017年1月10日至2017年3月31日。

质押股份用于公司股东姚宗场的个人借款担保，质押权人为陈文，质押权人与质押股东不存在关联关系。

- **行业与公司经营**

订单周期性风险。公司的洗涤服务，冬季订单量要高于夏季，存在明显的订单周期性；公司绿植业务全年订单量比较均衡，没有明显的周期性。虽然公司通过开展绿植业务，在一定程度上摊薄了订单周期性对公司业绩稳定所造成的影响，但若洗涤服务仍保持高速增长，则公司仍然存在订单周期性的风险。

人力成本增加的风险。未来，行业的平均薪酬水平存在继续上涨的可能性。作为一家拥有超过1000人的公司，随着业务的进一步发展，为保证公司发展对于人力资源的需求，未来将有可能适当提高员工薪酬水平，从而导致公司的营业总成本进一步增加。

研发及新服务开发的风险。由于洗涤行业竞争激烈且周期性强，公司将持续拓展新的服务类型。在探索扩展新服务的过程中，可能会出现新服务未达预期或未能有效取得市场份额等情况，因此会面临一定的风险。

- **财务**

继续亏损风险。2014年、2015年和2016年1-3月，公司净利润分别为-850.2万元、-8655.1万元和-2150.8万元。在渡过市场培育期后，随着用户补贴和市场推广的减少，公司已经于部分早期进入的城市实现盈利。但是，如未来公司不能有效利用扩张期时的投入实现经济价值，并通过规模效应及成本控制手段降低边际成本，则公司仍会面临亏损的风险。

■ 互联网+生活服务平台

公司成立于 2013 年，主要从事以移动互联网为平台的各类衣物用品的洗护、日常鲜花订阅服务。

在线洗护业务方面，定位于中产以上家庭，在上游洗护环节精选优质洗护供应商，通过自有服务型泰笛小哥团队实现消费升级，洗护范围目前涵盖衣服、鞋子、居家用品、奢侈品和各式包类。

鲜花订阅主要包括两类，一类是日常单品花束包月和日常混搭花束包月的订阅服务，客户下单后，泰笛小哥以周为单位送鲜花上门，并提供鲜花修剪插瓶等服务；另一类是个性化鲜花订阅服务，客户可以根据自己的特殊要求选择鲜花的品种、花束主题、包装风格等。

公司 2017 年推出绿植租赁业务，接入多家供应商完善绿植供应链，并寻找不同地域植株的独特种植方案，通过自建的物流体系，解决绿植异地流转难题。

图表 1 公司主要服务内容

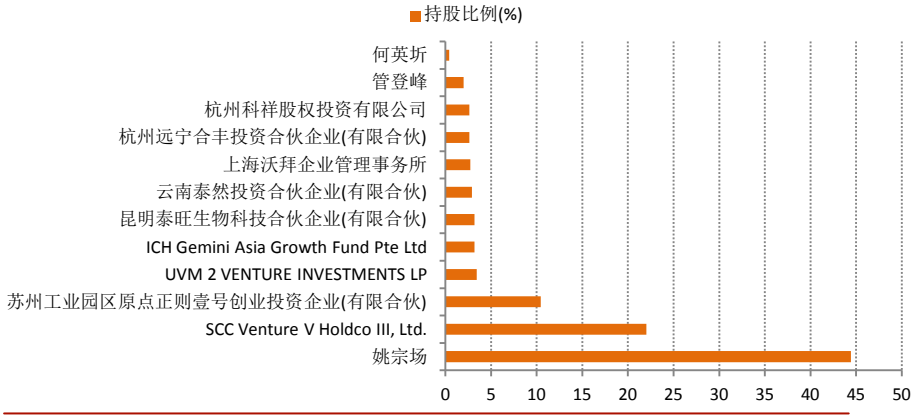
在线洗护	在线绿植	绿植租赁
客户通过登录公司 App 客户端，根据衣物种类选择洗护类型。	客户登录公司 App 客户端，选择鲜花品种和订购期限，目前提供单品和混搭鲜花月度订阅及个性化鲜花定制服务。	客户通过登录公司 App 客户端，根据种类选择。

资料来源：公司网站

公司目前在线洗护服务覆盖上海、北京、苏州、南京、成都、合肥、武汉、无锡、广州、大连 10 个城市，在线绿植服务覆盖上述 10 个以及杭州共 11 个城市。

与公司建立合作关系的第三方平台客户包括：京东到家、到位、途家等，公司承担销售收入的 5%-7%左右作为支付给第三方平台客户的服务手续费。

图表 2 2016 年 12 月 16 日（首发上市）股东持股情况



数据来源：choice

公司董事长姚宗场直接持有公司 44.41%的股份，并通过昆明泰旺间接持有 2.02%的股份，通过云南泰然间接持有 2.90%的股份，共计持有 49.33%的股份，为公司第一大股东及实际控制人。

公司已完成多轮融资，股东包括红杉资本、元禾原点、新加坡大华银行、新加坡 ICH；2 月 28 日，公司发布股票认购公告，在册股东及新增股东拟认购 1.17 亿元，新增股东包括招商局创投、中信证券旗下私募公司金石投资等。

公司第二大股东 SCC Venture III，出资人为红杉资本。SCC Venture III 于 2016 年 3 月 11 日缴纳新增出资额美元 840 万元，占注册资本的 24.2794%。

■ 生活服务 O2O 崛起，商业模式待变现

● 本地生活服务 O2O 行业强势崛起

本地生活服务 O2O 行业作为新兴行业，最近几年随着移动互联网的普及，虽然总体规模还比较小，但发展速度惊人，来自艾瑞咨询的数据显示，2015 年本地生活服务 O2O 市场规模超过 3000 亿元，同比增速达 31.50%。与此同时，O2O 在整个本地生活服务市场中的渗透率还比较低，仅为 5%，本地生活服务 O2O 市场发展前景巨大，有望成为下一个万亿级的线上市场行业。

● 洗涤 O2O 业务扩张容易受到线下服务质量的掣肘

洗涤 O2O 行业，主要涉及线上和线下两块业务，线上主要是接单、为客户提供咨询、投诉以及支付等，线下则涉及到上门收衣、洗涤、熨烫、护理、派送等环节，目前洗涤 O2O 行业还属于初期扩张阶段，很多 O2O 平台仍未实现盈利，更多依赖外部风险投资支持运营，因此，这种模式决定洗涤平台将主要精力放在扩张业务、提升市场份额方面，导致线下服务质量无法跟上业务扩张速度。

● 洗涤 O2O 企业商业模式待后续变现

目前主流的洗涤 O2O 公司，初期多是以抢占市场份额为目的，从业务流量层面，拉动其整体流量。其次，为了在短时间内迅速形成规模流量，以达到数

据匹配上的高效以及平台规模的层次，进而形成资源垄断的壁垒，大多数的平台都采取了优惠补贴政策来拓展业务，比如以百度外卖、美团外卖为首的外卖市场。目前行业内初具规模的在线洗涤 O2O 平台公司，虽然都有一定的业务流量和流水，但大多没有实现盈利，更多依靠外部风险投资在维持整个业务的运作，其基本的运营逻辑是先平台后变现，通过资本的补贴或者助力支持，先短时间形成足够大的平台，其后再进行后续商业模式的设计和变现。

■ 运营模式业内首创，城市深入降低单位成本

● 管理团队具有相关领域经验

公司的核心团队均来自物流、地产、快消等行业，业务能力管理能力较强，公司创始人姚宗场拥有优秀的快消领域和互联网领域经验。为了保证精英团队的稳定性，公司建立了健全的员工激励制度，以及不断完善员工待遇及各方面福利。

图表 3 公司高级管理人员情况

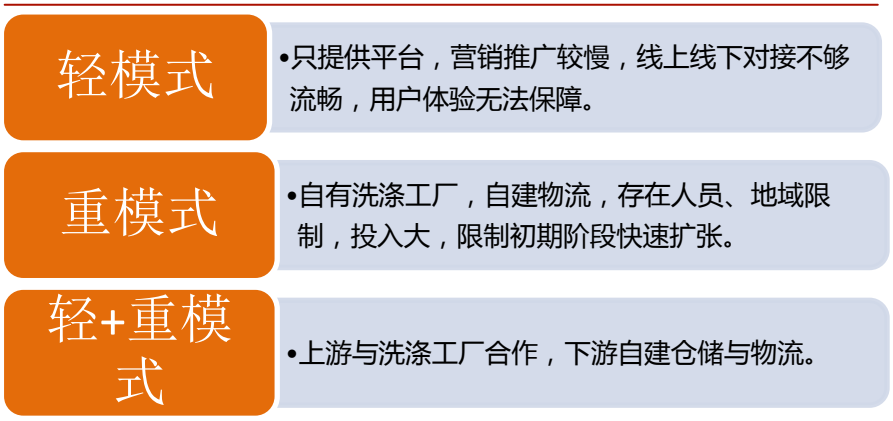
姓名	职务	年龄及工作经历
姚宗场	董事长、总经理	1983 年生。 2005 年 3 月至今，任贝恩广告执行董事； 2009 年 7 月至今，任聚银网络董事； 2016 年 3 月至今，任云南泰美执行董事、总经理。
黄宝存	董事、运营总监	1982 年生，本科学历。 胜利油田胜利工程建设（集团）有限责任公司技术负责人； 众安房产有限公司工程经理； 东渡国际集团有限公司运营经理； 九龙云天集团有限公司运营副总经理。
邹正红	财务总监	1981 年生，会计学专业本科学历。 富华光学有限公司总账会计； 上海五天实业有限公司财务主管； 上海欣玖环保科技有限公司财务经理；。

资料来源：公开转让说明书

● 业内首创“自建物流+合作工厂”运营模式

公司运营模式主要为自营模式，即通过向上游绿植供应商和洗涤工厂批量采购绿植产品和洗护服务，由公司直接向消费者提供产品和服务，公司绿植业务的前五大供应商均为云南当地的花农。该模式下，在高于绿植供应商和洗涤工厂要求的最低价格下，公司拥有自主定价权。

图表 4 洗涤 O2O 行业主要运营模式



资料来源：公开转让说明书

公司采用的是第三种“轻+重”的模式，在上游洗涤环节与选择与业内一线洗涤工厂合作，并严格把控洗涤质量，下游自建仓储和线下派送系统，对泰笛小哥的招聘和培训环节严格把控，充分提高与客户面对面接触的满意度，这种模式一方面可以保证洗衣质量，给客户带来统一的上门服务体验，另一方面也为将来介入更多后端服务打下基础。

- **城市深入扩大市场份额**

图表 5 公司洗涤业务与可比公司营运情况比较

项目	泰笛科技	e 袋洗	瑞丽洗涤
会员注册数量	截至 2016 年 8 月 31 日，公司已拥有注册用户数 6068113 户。	e 袋洗未公示其会员注册数量的信息。	瑞丽洗涤主要的客户为机构客户，不涉及会员注册的事项。
业务覆盖地域范围	公司的洗涤业务线上平台包括自有 APP 平台和第三方平台。业务覆盖上海、北京、苏州、南京、成都、合肥、武汉、无锡、广州、大连等 10 个城市。	根据 e 袋洗官网信息，其服务开通地区为北京、上海、深圳、天津、南京、武汉、西安、杭州、宁波、苏州、无锡、广州、福州、成都、重庆、青岛、南宁、济南、长沙、常州、佛山、哈尔滨、沈阳、石家庄、太原、厦门、徐州、株洲、廊坊等 29 个城市。	根据瑞丽洗涤 2015 年年报的信息，其业务开展的区域为浙江省。

数据来源：公开转让说明书

公司 2015 年开始开展绿植业务，可比公司为 Roseonly、野兽派、爱尚鲜花，公司与爱尚鲜花的毛利率水平保持相当，但明显低于 Roseonly 的毛利率水平。

图表 6 2015 年公司绿植业务与可比公司的盈利能力比较情况

项目	泰笛科技	Roseonly	爱尚鲜花
绿植收入（万元）	2812.7	13171.6	3699.2
毛利率（%）	18.02	62.28	21.70

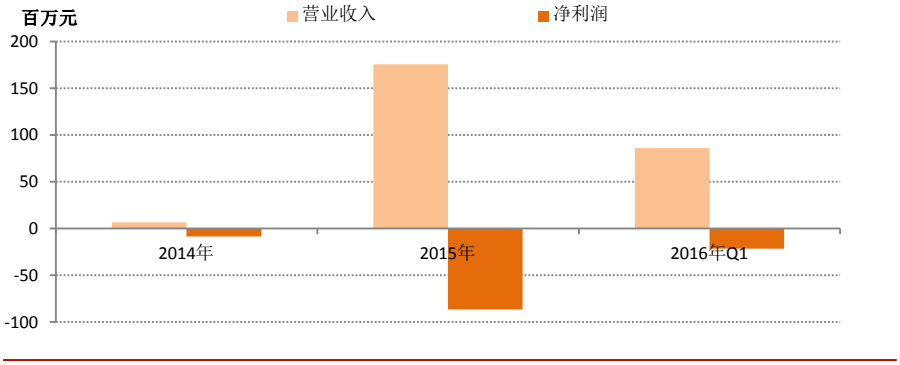
数据来源：公开转让说明书

公司的绿植业务是对于洗涤业务用户衍生消费需求的满足，以鲜花包月为主打，以鲜花定制为补充，定位是日常性的鲜花订阅服务。因此，公司通过绿植业务相对较低的毛利率来扩大用户规模，以增加用户的粘性符合商业逻辑。这与 Roseonly 主打高价值品牌、高端鲜花消费者的运营模式并不相同。

公司计划立足现有业务市场，通过对现有城市深入扩大市场份额，提高主营业务用户数量及用户使用频露，通过边际效益内营业额最大化进程降低单位成本。

■ 注册用户数快速增加，收入规模大幅扩张

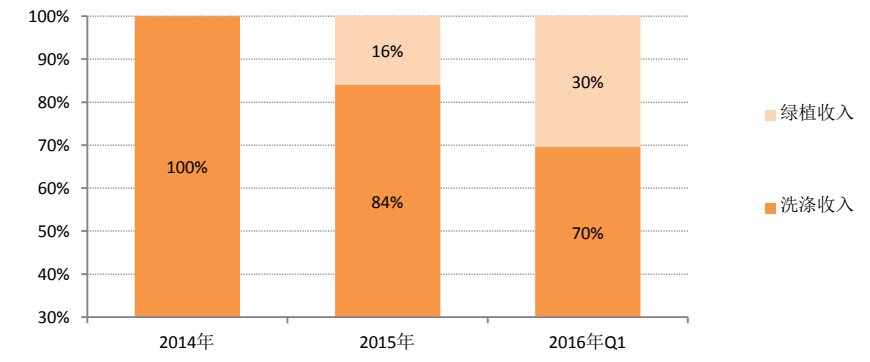
图表 7 公司收入、利润及增长情况



数据来源：choice

2015 年，公司营业收入 1.76 亿元，同比增长 2585.66%，2016 年 1-3 月营业收入占 2015 年全年比重为 48.93%，增长较快。

图表 8 公司收入（分产品）构成

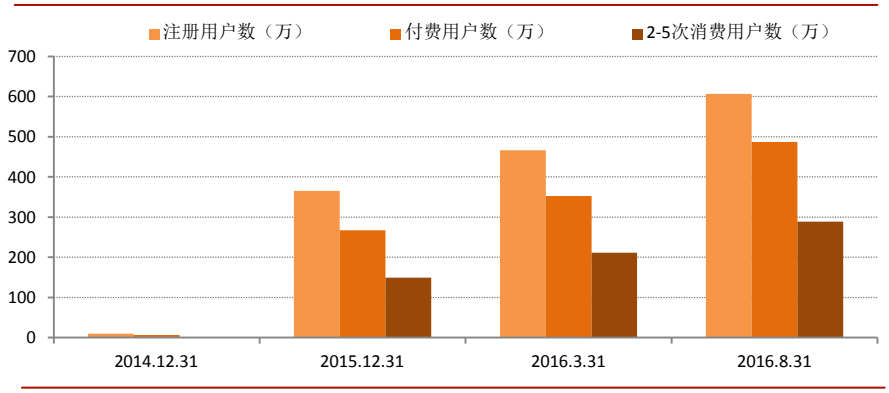


数据来源：公开转让说明书

2015 年，公司洗涤收入 1.48 亿元，同比增长 2255.7%；公司绿植业务自 2015 年 5 月开始贡献收入，年内实现收入 2812.7 万元。

洗涤业务的爆发式增长是由于公司的分公司从 1 家增加至 10 家，营业网点由 28 个增加至 78 个，服务覆盖区域的增大，配合大力度的广告宣传和补贴营销策略，收到了较好的效果。

图表 9 公司用户数增长情况



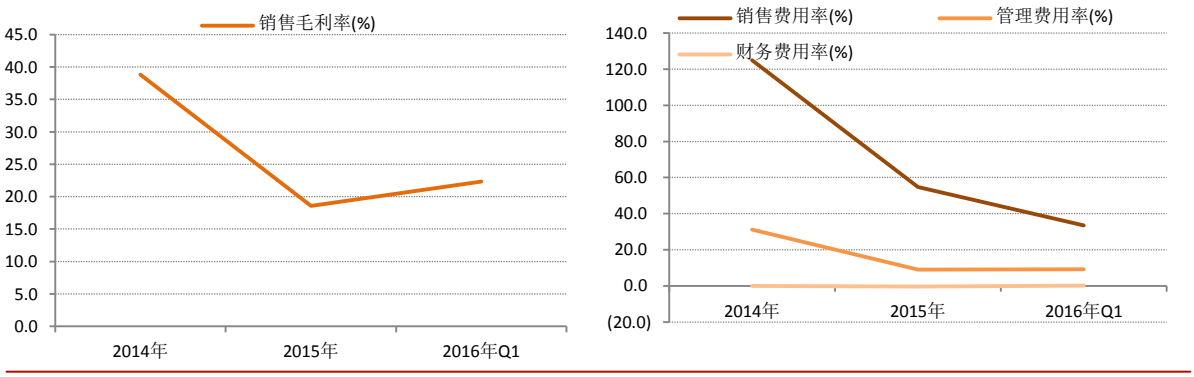
数据来源：公开转让说明书

注册及付费用户数快速增长。2015 年末，注册及付费用户数分别为 365.0、266.9 万人，至 2016 年 8 月末，分别达到 606.8 和 486.9 万人，增长将近一倍。

洗护与绿植业务具有协同效应。公司 2015 年推出绿植业务，由于洗涤业务和绿植业务的用户具有很高的契合度，因此两类业务间的用户转化效率较高，2015 年末、2016 年 3 月末、2016 年 8 月末，同时消费两类业务付费用户数占付费用户总数的比例分别为 29.16%、30.89%、33.48%，占比不断提高。

另一方面，公司 2015 年开始逐步加大市场推广力度，用户的重复消费行为开始逐步形成。2014 年末、2015 年末、2016 年 3 月末、2016 年 8 月末，消费 2 次以上的用户数占付费用户总数的比例分别为 1.97%、78.97%、79.30%、80.60%。

图表 10 公司利润率与费用率情况



数据来源：choice

2014 年度公司只有洗涤业务，毛利率水平较高；2015 年新增的绿植业务毛利率水平较洗涤业务低，而洗涤业务受业务推广等因素毛利率降低幅度较大，导致公司综合毛利率较 2014 年有大幅下降；2016 年随着公司对既有业务的巩固以及推广补贴节奏的放缓，洗涤业务毛利率回升，绿植业务也由于规模效应出现管理效率提升等因素，毛利率略有提升，公司综合毛利率在 2016 年一季度较 2015 年也有较大幅度提升。

公司两项业务毛利率水平差异较大，未来综合毛利的变化趋势，与两项业务对主营业务收入贡献占比有密切关系。

■ 盈利预测与估值

预测公司 2016-2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为-5998 万元、-2244 万元、-2137 万元。

图表 11 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6.54	175.69	351.38	527.07	685.19
净利润(百万元)	-8.50	-86.57	-59.98	-22.44	21.37
毛利率	38.8%	18.5%	32.0%	33.0%	33.0%
净利率	-130.0%	-49.3%	-17.1%	-4.3%	3.1%
ROE	-	-	-	-	-
EPS(元)	-1.65	-16.76	-11.61	-4.34	4.14

资料来源：choice,梧桐公会

公司 2017 年拟实施增发，发行价格为 200 元/股，对应本次发行前总市值 10.3 亿元，整体法对应 2015 年营业收入的市销率为 5.88 倍。

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法，并且以独立的方式表述，研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价，亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

【评级说明】

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上。

流动性评级参考债券评级，暂定为 A(AA、A)、B（BA、B 、BC)、C、D 等 4 类 7 级，分别代表新三板全体挂牌股票中流动性较好、一般、较差、很差等四个等级。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果，提出对某家特定企业的研究需求，也可以完成别人的悬赏任务，或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后，即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会
电　　话：010-85715117
传　　真：010-85714717
电子邮件：wtlx@wtneeq.com