



2020-03-26

公司点评报告

买入/维持

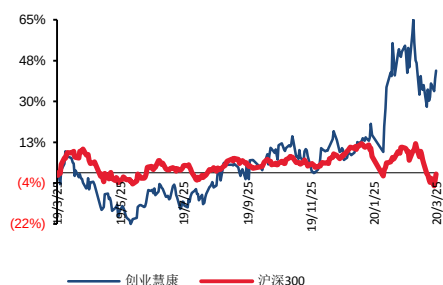
创业慧康(300451)

昨收盘: 23.72

信息技术 软件与服务

公司业务进展顺利，医疗专项资金支持力度加大

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	740/550
总市值/流通(百万元)	17,547/13,047
12 个月最高/最低(元)	27.29/13.97

相关研究报告:

创业慧康(300451)《中标 1.47 亿元智能医院建设项目，公司未来业绩可期》--2018/12/25

创业慧康(300451)《医疗业务较快增长，大数据+互联医疗双驱有望锦上添花》--2018/08/08

证券分析师: 王文龙

电话: 021-61376587

E-MAIL: wangwenlong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517080001

联系人: 陈小珊

电话: 021-61376587

E-MAIL: chenxs@tpyzq.com

事件: 公司发布 2019 年报和 2020 年一季度业绩预告。2019 年，公司实现营业收入 14.8 亿元，同比增长 14.69%，归母净利润 3.14 亿元，同比增长 14.69%，扣非净利润 2.61 亿元，同比增长 30.60%。2020 年一季度，公司实现归母净利润 5,300 万元至 7,150 万元，与去年同期相比增速为-14.67%至 15.11%。

“一体两翼”三大事业群开展顺利，新增医保事业群。公司围绕医卫、互联网和物联网三大事业群，加强在传统和创新业务上的优势，19 年保持良好增长势头。(1) 医卫：受益电子病历、互联互通等政策的推动，公司 2019 年订单同比增长 50%，新增千万级订单 19 个，承建 5 级以上电子病历建设项目 8 个，四甲及以上医院互联互通项目 8 家，四级以上区域互联互通项目 4 个；(2) 互联网+医疗：业务体系包含处方流转、商保理赔、聚合支付、云护理等，“健康中山”作为城市运营首秀，积极上线互联网业务，当年再签下四川自贡运营权，在单体互联网医院建设上，公司重点投入北京儿童医院、湘潭市中心医院等大型医院，树立样板；(3) 物联网：母公司和子公司慧康物联携手下，落地多个单体物联网项目和 IT 运维项目。公司 19 年中标医保第八包核心业务系统，参与顶层设计，为把握好 2020 年医保元年机会，公司新增医保事业群，有望在医保市场上分得一杯羹。

一季度受疫情影响，公司利润增速放缓。2020 年一季度，由于疫情的影响，医疗机构的招投标工作暂缓、项目建设延迟，导致公司当期利润增速放缓，按照惯例，一季度利润占公司当年利润的 20%以下，后续随着疫情的结束，公司业务将恢复常态。

疫情加速互联网医院建设速度，公共卫生建设或专项债支持，公司有望受益。疫情的出现暴露了我国公共卫生平台的问题，包括疾控、应急管理等方面需要加强建设。根据财政部数据，截至 2020 年 3 月 20 日，各地新增政府债券 1.4 万亿元，专项债 1 万亿，监管部分明确 2020 年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域，新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施领域，公共卫生系统建设资金端获得了大力支持。同时疫情也催化了互联网诊疗的需求，互联网医院建设的速度有望加快，公司在区域卫生和医院信息化上坚持两条腿走路，均有望受益。

盈利预测: 预计公司 2020 年、2021 年、2022 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.69 元和 0.90 元。基于以上判断，给予“买入”评级。

风险提示: 下游复工速度不及预期，金融 it 外包存在不确定性

■ 盈利预测和财务指标:

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1480	1901	2451	3130
(+/-%)	14.73	28.45	28.93	27.70
净利润(百万元)	314	379	511	665
(+/-%)	47.67	20.69	34.71	30.24
摊薄每股收益(元)	0.43	0.51	0.69	0.90
市盈率(PE)	41.72	46.29	34.37	26.39

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

一、媒体零售第一股，打造全通路的媒体零售新业态

公司前身为快乐购物有限责任公司，由湖南电视台和湖南广播影视集团于2005年12月成立，于2015年1月登陆创业板。公司定位于以互联网技术为支撑的零售媒体公司，即通过“三屏合一”（电视、电脑、手机）的销售渠道，以及更加精准的营销方式，向消费者提供更加真实的购物体验以及高品质的商品，打造全通路的媒体零售新业态。

（一）公司成长史

- 2005年12月28日，快乐购的前身快乐购物有限责任公司成立，由湖南电视台和湖南广播影视集团共同出资设立，注册资本为1亿元。
- 2008年4到5月，为了理顺湖南电视台下属公司的股权关系，湖南电视台将其持有的快乐购有限85%的股权无偿划转给湖南广播影视集团，湖南广播影视集团随即将其持有的快乐购有限100%股权注入到其全资子公司快乐金鹰投资控股有限公司（金鹰控股2010年3月15日更名为“芒果传媒”）。
- 2010年3月，为改善公司治理结构，快乐购有限引入弘毅投资、绵阳基金、红杉资本三家投资者，获得3.3亿元投资。
- 2011年3月，芒果传媒将其持有的快乐购有限3%的股权转让给湖南高新创投。
- 2011年4月，变更为股份有限公司。
- 2015年1月，快乐购登陆创业板。

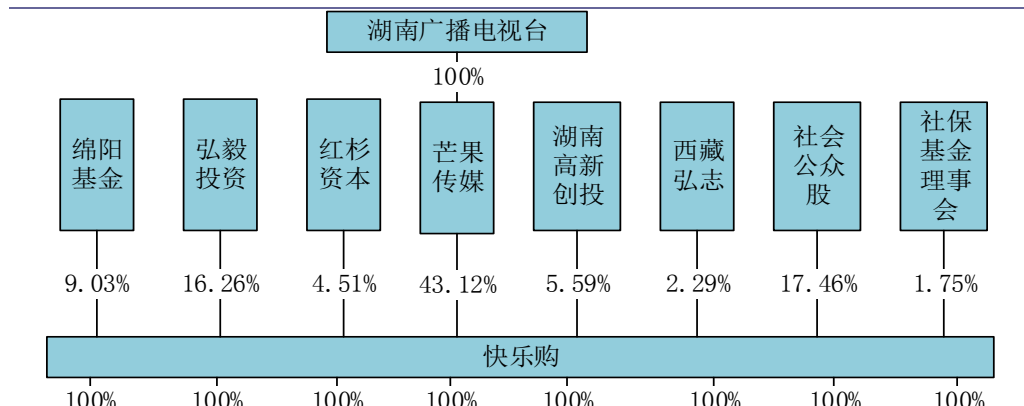
（二）股权结构及股东背景

公司于2015年1月份上市，上市前快乐购总股本为33100万股，此次IPO发行数量不超过7000万股，占上市后公司总股本比例不超过17.46%，计划募集资金不超过17.7亿元。

上市前公司的控股股东为芒果传媒，成立于2007年，截止至2014年6月30日，芒果传媒的净资产为23.2亿元，净利润为8894.7万元。上市后公司的控股股东仍然是芒果传媒，持股比例为43.12%。

公司的实际控制人为湖南广播电视台，截止至2013年12月31日，湖南广播电视台净资产为138.3亿元，净利润为34.54亿元。

图表 1：公司上市后股权结构

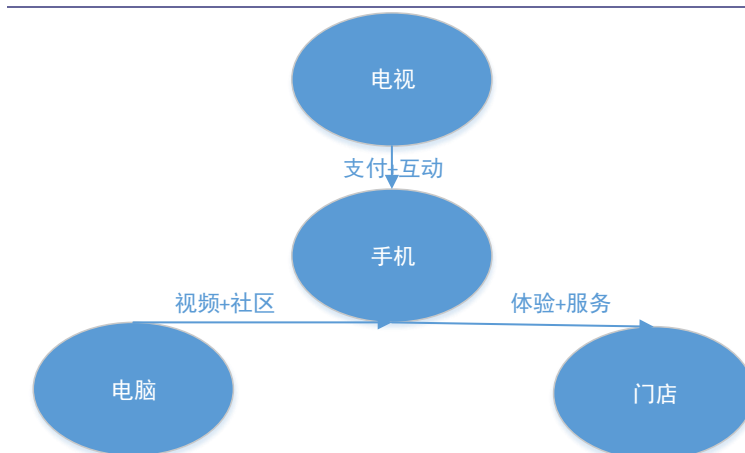


资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 经营模式：从“三屏互动”到“三屏合一”

公司作为以互联网技术为支撑的媒体零售公司，其主业分为三个部分，分别为电视购物、网络购物、外呼购物。这三块业务通过“三屏互动”即电视、电脑、手机终端，作为流量入口，后台进行资源共享、会员共享、端口互联，最终为消费者提供更贴近实景的购物体验以及高品质的产品。

图表 2：三屏合一模式



资料来源：WIND，太平洋证券整理

● 电视购物：

电视购物主要为消费者提供精品生活百货类商品，包括家居生活、3C 数码、流行服饰、珠宝美妆等商品品类。公司每周引入约 20%的新品，同时与供应商共同就商品的款型、组合、价格等进行多样化开发，并且在多个产品上实行规模化定制。

图表 3：电视购物场景



资料来源：WIND，太平洋证券整理

- 网络购物：

网络购物分为网站购物与移动终端购物：

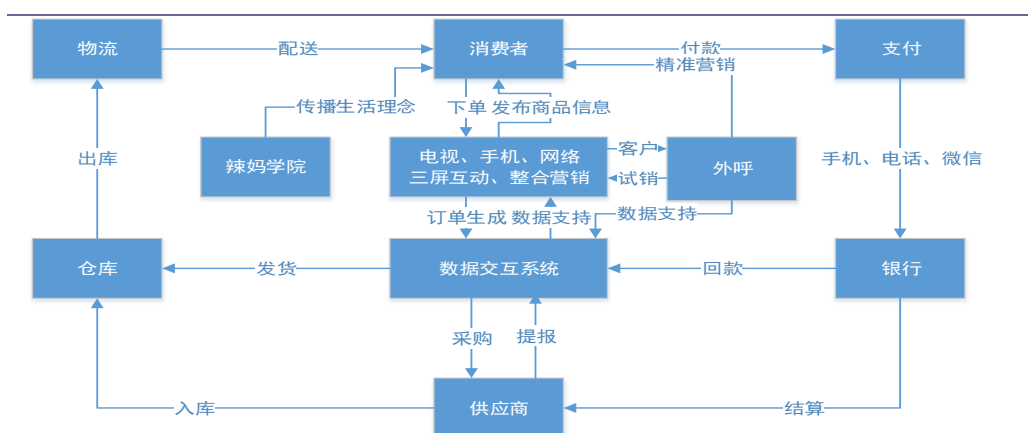
网站购物定位于生活百货，一方面与电视购物同步直播，并以扩充品类的方式围绕电视畅销商品进行延伸开发；另一方面，公司也采用第三方平台的模式，引入更多知名品牌。移动终端购物方面，消费者可以通过快乐购 APP、WAP 主页或微信公众号“狗小二”在移动终端上以娱乐化、社交化的方式购物。移动终端购物不仅打破了电视购物所受的时间、空间限制，使购物更加方便快捷，还与网站购物充分结合，共享系统、会员、商品。快乐购从三屏互动走向三屏融合，融合的关键是移动端，也是未来发展潜力最大的一块。

- 外呼购物：

是通过呼叫中心主动向客户拨打电话进行商品销售的购物方式。公司的外呼购物业务定位于数据库的精准营销，通过对电视购物、网络购物积累的客户数据进行挖掘与分析，向消费者推荐适合于重复购买的商品，实现会员重购率的提升。

目前公司呼叫中心席位为 600 个，日均接入电话量 24000 通，日均呼出电话量为 16600 通，平均应答时间为 3 秒钟。

图表 4：公司业务流程



资料来源：WIND，太平洋证券整理

● 业务流程：

- 1)、快乐购在电视、手机、网络发布商品信息，导入流量。
- 2)、消费者通过拨打电话订购、手机下单、电脑下单、APP 预定的方式选购商品。
- 3)、快乐购收到订单后向后台发出指令，仓库备货、由第三方物流公司配送到消费者家中。
- 4)、消费者现场验货，如果符合消费者的要求，则支付货款。如果不满意则退回。
- 5)、快乐购收到货款，并在账期内与供应商结算。

注：不同于京东、亚马逊等电商网站，快乐购采用的是现场验货，货到付款的方式，大大提升了消费者的购物体验。

(四) 多渠道整合营销

目前电视购物是公司的主要销售渠道，电视购物的营销模式不是追求营销商品种类上的无限放大，而是通过不断提升单一频道单位时间内的产值，开展与其他播出机构合作和运用多渠道整合营销从而实现整体销售规模的提升和扩展。

截止至 2014 年 6 月 30 日，快乐购电视购物节目覆盖 19 个省/自治区、3 个直辖市、197 个地级市，11434 万户家庭，会员人数达到 542 万，其中互联网及移动互联网端拥有 150 万会员。

覆盖用户数持续增加：2011 年末覆盖 6198 万户，2012 年末覆盖 8806 万户，2013 年末覆盖 10757 万户。

会员转化率持续提升：2011 年末会员转化率为 5.37%，2012 年底为 4.74%，2013 年底为 4.68%，2014 年 6 月底 4.74%。

客单价持续提升：公司不断开发新的商品种类，每周引入约 20%的新品，引导消费者产生新的需求，提升重复购买率；同时公司与供应商共同就商品的款型、组合、价格等进行差异化开发，并且在多个品类上实行组合销售，提升商品件单价。2010 年客单价为 1611 元，2011 年客单价为

1736 元，2012 年客单价为 1819 元，2013 年客单价为 2009 元，2014 年 1-6 月客单价为 1505 元。

注：2014 年上半年客单价下降的原因在于公司调整了商品结构，由于国内居民消费增速放缓，且三公消费下降的原因，珠宝首饰等奢侈品的消费占比下降，取而代之的是公司新增的更贴近大众生活的日常消费品。

二、公司在行业中处于领先地位

(一) 电视购物行业从杂乱无序到规范发展

过去的 20 多年里，电视购物行业经历三个时期，从传统电视直销的杂乱无章状态发展到以现代家庭购物模式为主流的规范发展时期，到 2013 年后的多屏互动媒体零售新业态。

图表 5：电视购物行业发展的三个时期

发展时期	标志事件
传统电视直销发展时期（90年代）	1992年广东省的珠江频道播出中国大陆第一个购物节目，标志着电视购物正式在国内出现 1995年11月，北京电视台主板的“BTV电视直销”节目开播 90年代中后期，国内电视直销公司达到1000多家，行业总收入达到200多亿元。
现代家庭购物与传统电视直销竞争，网络购物蓬勃发展（2004年-2013年）	2004年-2006年家有购物、上海东方CJ、快乐购相继成立， 2006年后，网购逐渐兴起，2006年-2013年网购规模年均复合增长率达到了83%
多屏互动催生媒体零售新业态（2013年后）	阿里巴巴入股新浪微博18%的股份，与华数传媒合作推出阿里红盒子 2013年10月，苏宁收购PPTV44%的股权成为其第一大股东 2014年2月，唯品会收购乐峰网75%的股份，并参股东方风行23%的股份

资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：现代家庭购物与传统电视直销相比其优势所在

比较内容	现代家庭购物	传统电视直销
商品品类	家庭生活百货	新奇特商品
价格定位	薄利多销	暴利
商品质量	统一、严格的质量标准	缺乏统一质量标准、不安全、不透明
营销渠道	综合运用网络、外呼、目录等多渠道开展符合营销	以电视短片为主，偶有网站，但是规模极小
营销策略	24小时全天不间断的以直播或录播的方式播出商品信息，将信息性、娱乐性与知识性结合起来	在电视购物节目中夸大产品功能，以消费者使用产品前后形象做对比，使用不科学的表示功效的断言

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 行业尚处于成长期，未来发展空间巨大

根据公开资料显示，2014 年国内电视购物行业规模达到了 400 亿元以上，但是不同于电视购物行业销售额在已发展国家如美国、日本、韩国等地，占社会消费零售总额 8%至 12%，2014 年国内电视购物销售额占该年零售市场比重介于千分之一到千分之二之间，中国电视购物行业潜藏巨

大发展空间。

(三) 行业运营模式

目前中国电视购物主要有两种营运模式：

一种是由电视台负责营运，利用自身制作资源，兼营购物频道，赚取差价，如快乐购、东方 C J、江苏好享购等。

另一类则是民间电视购物公司，通常从事直销或购买地方卫视非黄金时段的广告时间作宣传，如七星购物及橡果国际。

(四) 行业竞争格局稳定，进入壁垒高，市场集中度高

截止至 2014 年 6 月 30 日，获得广电总局批准的开办全国性的电视购物频道为 11 家，区域性的为 27 家，进入壁垒较高。

另外，从行业集中度来讲，根据欧睿信息咨询公司统计，2013 年家庭购物行业（以电视购物为主）营业收入前三名的公司（包含快乐购）合计占 36% 的市场份额，市场集中度较高。

公司的竞争对手来自三个领域：现代家庭购物公司、电商平台、电视购物短片广告公司。

图表 7：公司竞争对手列表

		成立背景	覆盖范围	经营业绩	电商平台
现代家庭购物公司	东方CJ	2003年8月上海文广新闻传媒集团（现称：上海东方传媒集团有限公司SMG）与韩国CJ家庭购物株式会社，共同创立	公司于2004年4月开台，收视覆盖全国34个地区，4,500万观众，其客户群体主要是30岁至40女性观众，走中高档路线为主。	2013年销售额为85亿元人民币，较10年前创立时翻了超过50倍。	东方CJ旗下购物网在2004年11月登录，货品总数近35万种，视不到2,000种商品；去年贡献总营业额，手机App则在2012年推出，最新下载量目前只占不到1%的额。
	中视购物有限公司	是中国国际电视总公司直属企业，是中央电视台面向全国的专业电视购物公司，于2006年12月正式开播。	目前CCTV中视购物实施全流程精细化管理，及时跟踪和研究国内外的商品流行趋势和消费热点，目前cctv中视购物覆盖中国19个省、260个城市，每天24小时播出，7*24小时不间断地处理百万会员的来电	无	公司拥有中视购物台www.igocctv.cc机客户端
	家有购物集团有限公司	家有购物频道是家有购物集团旗下的专业家庭购物频道，成立于2008年，注册资金1亿元人民币，是国内第4家通过审批的全国家性数字家庭购物频道。其定位“家居用品，天天特价”，为顾客提供电视频道、网上商城、商品目录等无店铺购物服务，立志打造中国一流的现代化家居用品家庭购物平台。	运营总部设立于北京，在全国分设贵州家有、河南家有、上海家有、吉林家有、宁夏家有、北京家有、北京家有德顺文化发展有限公司等11家分公司，目前共有各类专业员工1600余人	无	公司拥有“家有汇台”，以及手机端的微公社
	江苏好享购物有限公司	好享购物股份有限公司是江苏省广播电视总台（集团）成员机构，于2008年12月31日正式运营。2010年3月，经国家广播电视总局批准，好享购物频道正式升级为江苏省内第一家24小时播出的专业购物频道。2011年4月，好享购物频道升级为手握全国牌照的专业电视购物公司。2011年11月，好享购物与战略资本成功合作，好享购物股份有限公司宣告成立。	目前，好享购物已实现江苏全省覆盖，并在全国十几个省份新张落地，覆盖人数近2亿。现已拥有460多万会员。	2014年，总订购金额超过40亿元人民币。	公司拥有电商平台www.hao24.cn以及app
电视购物短片广告公司	橡果国际	1998年成立，纽约证券交易所上市，主要从事产品研发、生产、营销策划、商品零售等业务。是中国最大、最专业的电视购物公司之一，拥有“氧立得”、“紫环电子睡眠仪”、“好记星”、“安耐驰”、“网e拍”等多个知名品牌。	旗下的电视购物业务覆盖全国包括央视频道、全国性卫星频道、国际卫星频道以及地方频道等30多个电视频道，并同时向平面、目录和网络等媒体发展。另外橡果国际在线下的全国分销网络遍及所有省份，覆盖国内几乎所有地级和县级城市，共有2万多个零售终端，另外橡果还设立了2个呼叫中心4个大型仓储中心和7个小型物流中心，并在北京和上海专设了数百人的客户服务团队。	2014年前三季度，公司实现营业收入3105.7万美元，亏损828万美元	www.xiangguo.cc
	上海七星购物	成立于1998年，是香港上市公司中国七星购物（股票代码:0245）旗下专注于家庭网络购物的全国首家交互式动态销售平台，七星购物网站同时也是国内最大的视频购物网站。上海七星购物网平台主要提供的产品和服务涉及化妆品、保健品、绿力手机、儿童用品、家庭用品、数码产品等近千款产品。	七星购物的销售网络遍布中国，设立了以北京、上海、福州、重庆、长沙、长春、沈阳等主要城市为中心的大区公司及各地近30家办事处	2014年上半年，公司实现营业收入2995万港元，亏损1875万港元	无

资料来源：WIND，太平洋证券整理

另外，电商或者互联网企业布局媒体零售也十分普遍，如阿里巴巴与华数传媒合作推出阿里彩虹盒子、苏宁控股PPTV、唯品会参股东方风行23%股权等，都是为了打通媒体娱乐与零售消费，通过媒体节目制作以及社区互动平台的模式吸引流量，以销售商品的方式将流量变现。

（五）电视购物及网络购物行业相关法律法规

图表 8：电视购物及网络购物行业相关法律法规

	发布时间	法规名称	部门
电视购物	1997年8月11日	《广播电视管理条例》	国务院
	2005年8月4日	《关于进一步加强广播电视频道管理的通知》	广电总局
	2006年7月19日	《关于整顿广播电视医疗资讯服务和电视购物节目内	广电总局、工商总局
	2009年9月8日	《广播电视广告播出管理办法》	广电总局
	2009年9月10日	《广电总局关于加强电视购物短片广告和居家购物节	广电总局
	2009年12月10日	《关于电视购物频道建设和管理的意见》	广电总局
	2013年10月29日	《关于进一步加强卫视频道播出电视购物短片广告管	广电总局
网络购物	2013年12月4日	《关于开展电视购物专项整治工作的通知》	商务部、工信部、公安部、工商总局、质检总局、广电总局、食药监管总局
	2000年9月25日	《中华人民共和国电信条例》	国务院
	2000年9月25日	《互联网信息服务管理办法》	国务院
	2014年1月26日	《网络交易管理办法》	工商总局

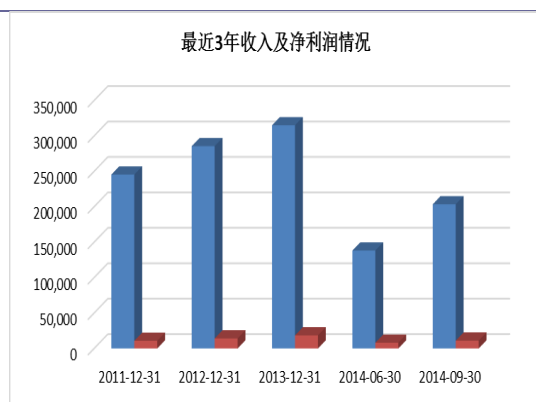
资料来源：WIND，太平洋证券整理

三、经营及财务状况分析：

2014年1-9月，公司营业收入为20.35亿元，同比下降8.05%；净利润为1.1亿元，同比下降8.48%。营业收入、利润总额同比均有所下滑的主要原因是由于部分高档商品，如单价高的贵金属、收藏、珠宝、皮草等的目标消费群购买需求有所下降，从而影响了整体营业收入水平。

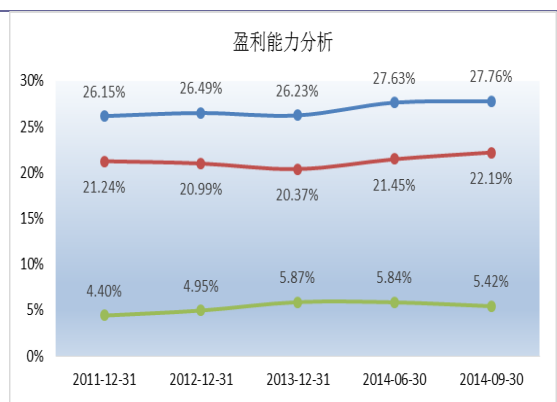
另外，根据公司公布的业绩预测，预计2014年度实现实现营业收入27.72亿元至28.97亿元，同比下降8%至12%，净利润1.56亿元至1.66亿元，同比下降10%到16%，扣非后净利润为1.35亿元至1.44亿元，同比下降9%-15%。

图表9：最近3年收入及净利润情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表10：盈利能力分析



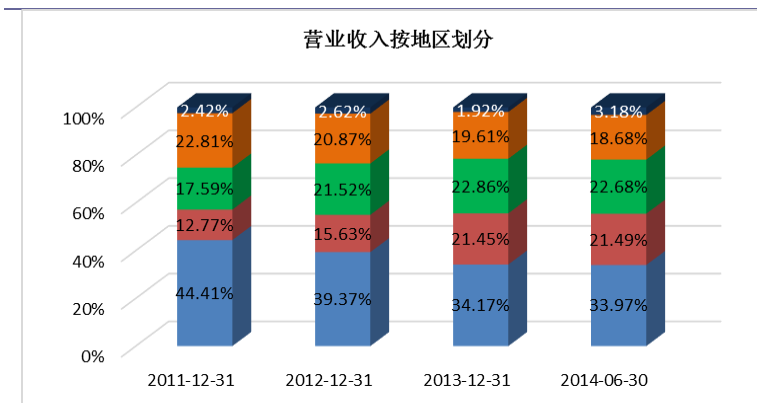
资料来源：WIND，太平洋证券整理

(一) 公司的销售区域逐渐从湖南拓展到全国

2011年公司在湖南地区销售收入占比达到了44%，近年来公司不断扩大外省的布局，正如我

们前面提到的，目前快乐购电视购物节目覆盖 19 个省/自治区、3 个直辖市、197 个地级市。本省的销售收入占比已经下降到了 34%。

图表 11：营业收入按照区域划分



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 电商在销售渠道中占比逐年提升

公司通过对沉淀的销售数据进行分析，对商品、销售渠道、消费者这三者进行了最大程度的匹配。实现了不同的商品通过最合适的渠道，卖给了最需要的人群，提升了销售和盈利能力。

图表 12：公司根据特定人群匹配相应的销售渠道及产品

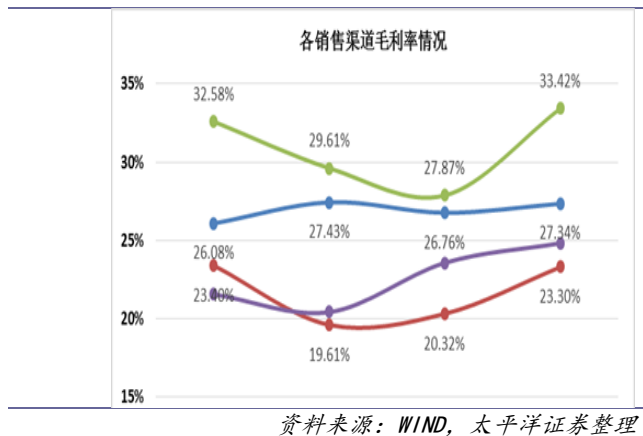
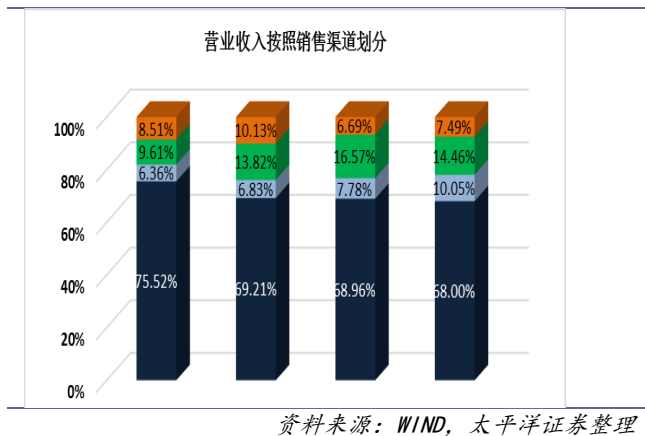
	消费者群体特征关键字	销售渠道	商品特征
分类一	对价格不敏感、中年家庭主妇、不会使用电脑和手机下单	电视购物、外呼购物	有特色的、独家销售的、质优价高的
分类二	对价格敏感、28岁以下的年轻女性，喜欢使用手机进行娱乐互动	网络购物，特别是移动端	大众商品、网络红人推荐的
分类三	30岁以上的文化程度较高的白领女性	网络购物	性价比高的商品

资料来源：WIND，太平洋证券整理

通过下图可以看出网络渠道从 2011 年的占比 6.36%提升到 2014 年上半年的 10.05%。毛利率方面，网络购物、外呼购物的毛利率水平也有小幅度提升。

图表 13：营业收入按照销售渠道划分

图表 14：不同销售渠道对应的毛利率水平

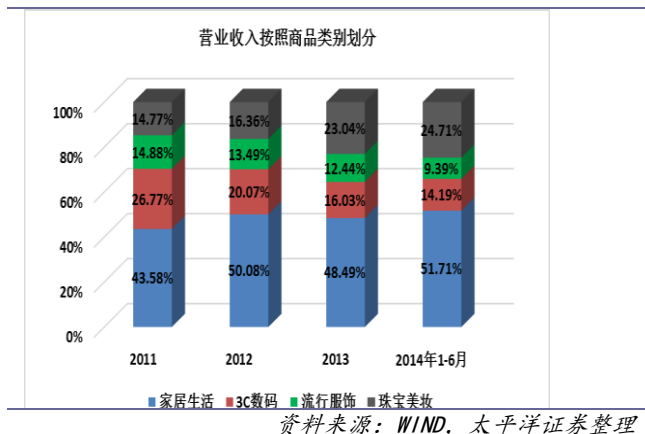


我们认为公司未来还会持续提升网络销售渠道的营收占比,正如美国著名的电视购物公司 QVC,根据公开资料显示, QVC 成立于 1986 年,是全球最大的电视与网络百货零售商。其 2013 年第三季度财报显示,该季度 QVC 网络销售额为 13 亿美元,占总销售额的 41.2%,而 2012 年同期,其销售总额为 12.4 亿美元,网络销售占比为 38.6%。与此同时, QVC 的移动端电商销售额也保持着较高的增长速度,这部分销售额占到网络销售总额的 31.6%。

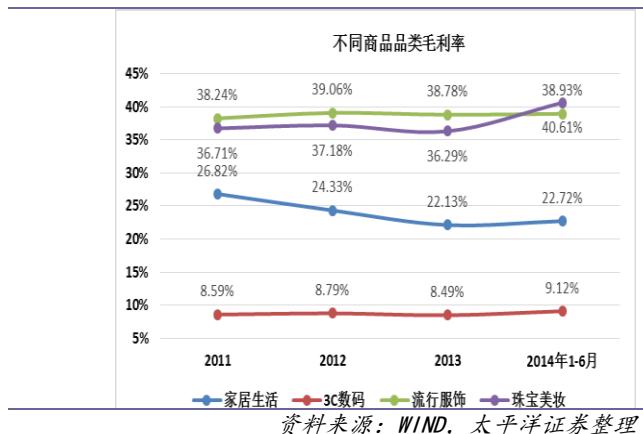
(三) 按照商品种类划分

公司正在根据消费者的偏好,调整商品结构,从下图可以看出家居生活及珠宝美妆的占比逐年提升,毛利率水平方面家居生活类商品保持稳定,珠宝美妆毛利率提升明显。

图表 15: 营业收入按照商品种类划分



图表 16: 不同商品种类对应的毛利率水平



四、公司的竞争优势分析

(一) 三屏合一的整合营销优势

公司作为湖南广播电视台的下属企业,依托湖南广电对多元媒体传播属性的掌控力以及媒体

内容制作优势，策划营销事件，利用三屏互动，整合营销传播平台，最大程度地聚集消费者、激发消费需求，最终实现在短期内的最大销售量。通过整合营销，公司得以更全面的掌握会员数据，通过对数据的挖掘和分析，又能更精准的定位消费者、整合营销渠道以及开发上游供应商。

以泰国乳胶床垫销售为例：在正式销售前，电视频道播放预告宣传片，电子目录发放预售优惠券，微信、微博等移动社交工具也发布预售信息，激发消费者的购买欲，并利用消费者的社交圈进一步预热；与此同时，外呼团队根据已有的会员数据，提前联系最有可能需要购买泰国乳胶床垫的会员，进行商品推荐；正式发售当天，电视团队赴泰国进行原产地外场直播，消费者可以选择电话订购、网站订购、二维码扫描、微信狗小二秒杀抢购等多种方式进行购买。

（二）电视节目制作优势

有别于传统的互联网公司，电视台在从事电视购物业务时有着天然的节目制作优势。公司秉承了湖南广电在媒体内容策划、制作、展示和创意上的传统优势，同时兼备对节目生产投入及成本管理更良好的控制能力。部分快乐购节目制作团队成员曾就职于湖南卫视“天天向上”、“快乐大本营”等节目，部分管理人员的从业经验达到 15 年。

（三）首创“行动营销”的模式，把演播厅搬到商品原产地

如泰国乳胶床垫其首次拍摄时间为 2013 年 9 月，拍摄地为曼谷大皇宫，进行了创纪录的 5 个小时跨国大直播，2014 年 11 月再次受邀赴泰国进行直播，订单达到了 300 多万元。再如韩国惠人榨汁机于 2014 年 8 月进行韩国跨国直播，场景是“来自星星的你”都教授家里，全天实现销售 5000 组，一个多月的时间累积创收 1285 万元。

这种模式的优势在于：第一、相对于演播厅演示讲解，行动营销能够还原消费者真实的购物体验；第二、由于是受到品牌商的邀请去原产地录制，品牌商承担了部分录制节目费用，因此成本可以大幅度降低；第三、为消费者提供差异化商品，避免了在同质化商品上打价格战。

（四）市场覆盖优势：

公司在电视购物行业市场占有率处于前三名的地位。截止 2014 年 6 月 30 日，快乐购电视购物节目覆盖 19 个省/自治区、3 个直辖市，全国共有 11434 万户家庭可以同时通过快乐购物频道实现在线订购。公司率先在 IPTV、OTT 机顶盒等互联网电视领域着手新的渠道布局，目前已经覆盖湖南 120 万户 IPTV 用户，已经获得小米盒子、小米电视、乐视盒子、乐视电视、芒果 CTV 等 OTT 机顶盒的开发许可。

2013 年和 2014 年 1-6 月，公司官方网站浏览量分别为 1.1 亿 PV 和 0.3 亿 PV，移动端网站浏览量分别为 1604 和 634 万 PV。截止至 2014 年 6 月 30 日，移动端 APP 累计下载量为 35 万次。

截止至 2014 年 6 月 30 日，公司会员人数达 542 万；公司互联网及移动互联网端拥有 150 万注册用户，其中电脑屏幕端拥有 112 万注册用户，主要为官方网站注册用户；手机屏幕端拥有 38 万注册用户，主要包括移动端网站用户、APP 客户端用户及微信服务号关注用户。

(五) 全渠道供应链优势

● 仓储中心布局合理：

公司在全国有三个仓储中心，分别位于长沙、北京、苏州。其中北京、苏州仓储中心是租赁的，而湖南地区订单量占全部订单的 30% 左右，该地区销售收入能够覆盖在长沙自建仓储中心的成本支出，且未来公司也会考虑在湖南省内提供生鲜农产品的配送，因此长沙仓储中心是自建的。

● 库存管理水平较高：

对市场需求的准确判断和多渠道销售使公司库存周转率始终保持较高水平，2014 年上半年平均存货周期为 9.37 天。通过引入曼哈顿仓储管理系统，公司优化了商品关联、拣货路径、库存容积、拣货波次等供应链管理的作业流程，公司订单处理的能力提升到每日 15 万件。

● 物流配送全程可控：

公司作为轻资产运营公司，以盈利为根本，配送环节全部外包，与物流公司形成了紧密的关系，推行“干线+宅配”的模式。公司对发货、送货、收款、退换货进行全程跟踪把控，对合作的物流配送公司进行定期考核，如妥投率、客户投诉率等，如果考核两次不达标则终止合作。

对于配送的优先级方面，公司会提高每单配送价格，特别是在节日期间或者恶劣天气的情况下，能够保证相对于其他快递物品，公司的商品能够优先送到消费者手中。

五、 盈利预测及估值

(一) 盈利预测

● 分业务收入预测

预计公司从 2015 年起网络购物渠道开始发力，2015/2016 年逐年翻倍，网络购物收入占比也从 2013 年的 7.78% 增长到 2016 年的 40%，并带动整体营业收入大幅度增长。

图表 17：分业务预测

	2013A				2014E				2015E				2016E			
按照渠道分类	收入金额	收入占比	毛利率	YOY	收入金额	收入占比	毛利率	YOY	收入金额	收入占比	毛利率	YOY	收入金额	收入占比	毛利率	YOY
电视购物	217221	68.96%	26.76%	9.93%	171000	60.00%	27.50%	-21.28%	199500	50.00%	27.60%	16.67%	232000	40.00%	28.00%	16.29%
网络购物	24498	7.78%	20.32%	25.57%	57000	20.00%	24.50%	132.67%	119700	30.00%	25.50%	110.00%	232000	40.00%	26.00%	93.82%
外呼购物	52200	16.57%	27.87%	32.26%	42750	15.00%	34.50%	-18.10%	59850	15.00%	35.00%	40.00%	87000	15.00%	35.50%	45.36%
其他	21068	6.69%	23.57%	-27.16%	14250	5.00%	24.82%	-32.36%	19950	5.00%	24.80%	40.00%	29000	5.00%	25.00%	45.36%
合计	314988	100.00%	26.23%	10.32%	285000	100.00%	27.82%	-9.52%	399000	100.00%	27.94%	40.00%	580000	100.00%	28.18%	45.36%

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

● 盈利预测假设

按照上表的分业务收入预测，2015 年营业同比增长 40%，2016 年营业同比增长 45.36%

预计随着销售规模的增长，公司的毛利率会因为规模效应出现小幅度的提升，例如某类爆款商品的需求量增加，公司的议价能力就会增强

预计未来的两年公司仍然会加大在信息系统、物流仓储体系的资金和人员投资力度，因此管理费用、销售费用不会出现明显下降。

资产减值、营业外收入、营业外支出由于无法预测，故假设为 0。

图表 18：快乐购盈利预测表

单位：万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	285,510	314,988	285,000	399000	580000
营业收入	285,510	314,988	285,000	399000	580000
YOY	16.35%	10.32%	-9.52%	40%	45%
营业总成本	272084	298998	270381	377558	547725
营业成本	209880	232360	205770	287519	416585
毛利率	26.49%	26.23%	27.80%	27.94%	28.18%
营业税金及附加	1900	2470	1200	1500	1800
销售费用	50024	55435	56573	79401	116000
销售费用率	17.52%	17.60%	19.85%	19.90%	20.00%
管理费用	10622	10410	9348	13127	19140
管理费用率	3.72%	3.30%	3.28%	3.29%	3.30%
财务费用	(729)	(1669)	(2622)	(3990)	(5800)
财务费用率	-0.26%	-0.53%	-0.92%	-1%	-1%
三项费用率	20.99%	20.37%	22.21%	22.19%	22.30%
资产减值损失	387	(9)	112	0	0
营业利润	13426	15990	14619	21443	32275
YOY	32.05%	19.09%	-8.57%	46.67%	50.52%
营业利润率	4.70%	5.08%	5.13%	5.37%	5.56%
加：营业外收入	615	2629	910	0	0
减：营业外支出	31	11	1	0	0
利润总额	14011	18608	15529	21443	32275
减：所得税费用	(122)	120	130	150	250
净利润	14133	18488	15399	21293	32025
YOY	30.79%	30.81%	-16.71%	38.27%	50.41%
归属于母公司所有者的净利润	14133	18488	15399	21293	32025
总股本(万股)	33100	33100	33100	40100	40100
基本每股收益(元)	0.43	0.56	0.47	0.53	0.80

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

(二) 估值及投资建议

截止至 2015 年 3 月 20 日，公司的收盘价为 36.9 元，总市值为 148 亿元，对应的 2014 年-2016 年市销率分别为 5.19 倍、3.71 倍、2.55 倍，市盈率分别为 96.11 倍、69.51 倍、46.21 倍，处于行业平均水平。

我们认为公司作为“传媒+零售+互联网”三位一体的公司，始终保持较强的盈利能力。另外，未来不排除公司以兼并收购的方式进行的产业链横向拓展和纵向延伸，以此来做大做强可能。因此应该享受一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级，六个月目标价 50 元。

图表 19：估值对比

	公司名称	股票代码	收盘价 (元)	货币	市值(亿)	营业收入			净利润			市销率			市盈率		
			2015/3/20		2015/3/19	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
电商	唯品会	VIPS	27.38	美元	158.12	37.74	65.20	96.60	1.37	2.37	3.75	4.19	2.43	1.64	115.42	66.81	42.17
	京东	JD	28.94	美元	397.96	185.00	297.20	389.80	(8.00)	(5.00)	10.00	2.15	1.34	1.02	亏损	亏损	39.80
	阿里巴巴	BABA	85.74	美元	2100.19	118.00	160.00	240.00	44.95	60.95	75.00	17.80	13.13	8.75	46.72	34.46	28.00
	当当网	DANG	7.93	美元	6.44	13.10	16.40	20.00	0.27	0.34	0.41	0.49	0.39	0.32	23.54	18.80	15.71
	聚美优品	JMEI	14.8	美元	21.41	6.60	9.60	13.00	0.22	0.31	0.40	3.24	2.23	1.65	99.12	68.15	53.53
传媒	乐视网	SZ.300104	90	人民币	748.00	68.24	120.00	250.00	3.23	6.00	12.00	10.96	6.23	2.99	231.58	124.67	62.33
	华录百纳	SZ.300291	53.15	人民币	215.00	7.60	16.00	30.00	1.50	3.68	6.00	28.29	13.44	7.17	143.33	58.42	35.83
	光线传媒	SZ.300251	34.05	人民币	381.00	12.22	18.00	24.00	3.29	4.82	6.40	31.18	21.17	15.88	115.81	79.05	59.53
	华策影视	SZ.300133	35.63	人民币	231.00	19.20	37.70	45.60	3.90	7.60	9.50	12.03	6.13	5.07	59.23	30.39	24.32
	华谊兄弟	SZ.300027	31.6	人民币	393.00	23.88	30.00	35.00	8.98	11.00	13.00	16.46	13.10	11.23	43.76	35.73	30.23
电视购物	QVC	QVCA	29.23	美元	197.00	32.52	88.40	91.80	2.58	5.00	6.00	6.06	2.23	2.15	76.36	39.40	32.83
	快乐购	SZ.300413	36.9	人民币	148	28.5	39.9	58	1.54	2.13	3.20	5.19	3.71	2.55	96.11	69.51	46.21

注：QVC 是全球最大的电视与网络的百货零售商

数据来源：公司公告、太平洋证券整理

六、风险提示

公司电子商务业务发展速度不达预期

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	468	534	798	1222	1740	营业收入	1290	1480	1901	2451	3130
应收和预付款项	603	907	915	1205	1526	营业成本	648	689	871	1097	1373
存货	87	144	137	176	219	营业税金及附加	14	15	21	26	33
其他流动资产	53	54	68	86	109	销售费用	119	150	185	245	316
流动资产合计	1212	1639	1917	2690	3594	管理费用	282	308	399	520	667
长期股权投资	174	179	179	179	179	财务费用	8	6	-10	-16	-24
投资性房地产	3	3	3	3	3	资产减值损失	31	52	32	35	40
固定资产	300	290	262	234	206	投资收益	9	46	28	37	32
在建工程	60	3	-13	-36	-62	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	58	192	221	268	320	营业利润	247	357	432	582	758
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-1	2	0	1	1
其他非流动资产	1867	1815	1794	1793	1790	利润总额	246	358	433	583	759
资产总计	3079	3454	3712	4483	5384	所得税	26	40	47	64	83
短期借款	178	203	0	0	0	净利润	220	319	385	519	676
应付和预收款项	376	424	502	643	810	少数股东损益	7	5	6	8	11
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	213	314	379	511	665
其他负债	168	337	369	515	607	预测指标					
负债合计	721	964	871	1158	1417		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	485	740	740	740	740	毛利率	49.75%	53.45%	54.20%	55.27%	56.15%
资本公积	1201	990	990	990	990	销售净利率	16.48%	21.22%	19.94%	20.83%	21.24%
留存收益	665	950	1293	1770	2400	销售收入增长率	11.91%	14.69%	28.48%	28.93%	27.71%
归母公司股东权益	2321	2590	2934	3410	4040	EBIT 增长率	27.62%	43.66%	15.86%	34.34%	29.59%
少数股东权益	37	36	42	50	61	净利润增长率	30.28%	47.67%	20.69%	34.71%	30.24%
股东权益合计	2358	2625	2976	3460	4102	ROE	9.16%	12.13%	12.92%	14.97%	16.46%
负债和股东权益	3079	3590	3847	4619	5519	ROA	6.91%	8.75%	9.85%	11.06%	12.05%
现金流量表(百万)						ROIC	12.92%	15.33%	18.84%	24.55%	30.01%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	0.45	0.43	0.51	0.69	0.90
经营性现金流	170	80	492	495	599	PE (X)	42.56	41.72	46.29	34.37	26.39
投资性现金流	-157	-73	-21	-35	-47	PB (X)	4.01	5.12	5.98	5.15	4.34
融资性现金流	93	59	-208	-35	-34	PS (X)	7.20	8.97	9.23	7.16	5.61
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA (X)	32.26	32.34	36.43	26.91	20.29

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。