

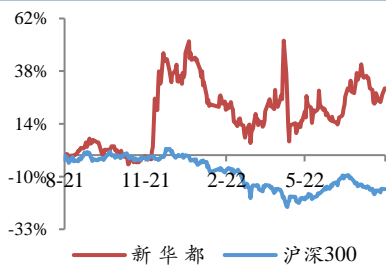
深耕白酒电商服务，多渠道布局助力品类拓展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-16

收盘价(元)	5.27
近12个月最高/最低(元)	6.14/3.88
总股本(百万股)	721
流通股本(百万股)	617
流通股比例(%)	85.63
总市值(亿元)	38
流通市值(亿元)	33

公司价格与沪深300走势比较


分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 行业：电商服务市场持续扩容，业务延伸构建竞争壁垒

随着跨境电商、直播电商、社交电商等兴起以及数字化技术应用，品牌方面面临本土营销、私域营销、全渠道建设等挑战，提高了对电商服务的需求，一方面，推动了电商服务市场持续扩容，2017~2021CAGR为28%，预计2022年市场规模达到3663亿元(+24%)。另一方面，也推动服务商从基础运营服务，向IT服务、营销服务、仓储物流服务等核心服务拓展。核心服务需要较高的技术和经验，门槛相对较高，头部运营商在这些业务方面形成了竞争壁垒，对中小服务商形成挤出效应，带动行业集中度提升。

● 业务：错位竞争深耕白酒赛道，利用多渠道运营优势拓展新品类

白酒线上消费以中高端为主，消费升级背景下，500~1000元中高端、1000元以上高端白酒市场持续扩容，艾瑞咨询预计2019~2025年CAGR分别达到13.7%、12%。公司深耕白酒电商服务，为泸州老窖、水井坊、习酒等众多头部白酒品牌提供电商服务，与众多聚焦美妆品类的头部服务商形成错位竞争，凭借自身多渠道运营能力，有望分享白酒线上消费增长红利。同时，公司积极进行品类拓展，开发自有品牌，打造新的增长曲线。

● 投资建议：

短期来看，公司剥离了受疫情影响亏损严重的零售业务，聚焦利润贡献主体-互联网营销业务，业绩有望实现较大弹性。长期来看，公司互联网营销业务具有在天猫、京东、拼多多等多渠道运营的优势，深耕白酒运营的同时，拓展新的成长品类，开发自有品牌，有望实现稳定增长。我们预计公司2022~2024年EPS分别为0.32、0.22、0.25元/股，对应当前股价PE分别为16、24、21倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

品类拓展不及预期；行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5032	2846	2197	2430
收入同比(%)	-3.1%	-43.4%	-22.8%	10.6%
归属母公司净利润	19	222	153	173
净利润同比(%)	-89.5%	1064.7%	-31.4%	13.5%
毛利率(%)	25.1%	26.9%	30.4%	30.9%
ROE(%)	1.8%	15.4%	9.5%	9.8%
每股收益(元)	0.03	0.32	0.22	0.25
P/E	197.33	16.23	23.65	20.84

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 轻装上阵，聚焦互联网营销	4
2 电商服务空间广阔，竞争壁垒显现.....	7
2.1 电商服务为多方赋能，市场规模持续扩大.....	7
2.2 头部效应凸显，行业集中度提升.....	10
3 深耕酒类运营，业务协同构建竞争力.....	11
3.1 深度布局优质赛道，积淀头部品牌资源.....	12
3.2 全域营销效果显著，积极拓展新品类.....	14
盈利预测及投资建议:	18
盈利预测.....	18
投资建议.....	18
风险提示:	19
财务报表与盈利预测	20

图表目录

图表 1 公司发展历程	4
图表 2 公司股权结构 (截至 2022Q1)	5
图表 3 董事会与高管层核心成员介绍	5
图表 4 限制性股票激励对象及解锁情况	6
图表 5 股票期权激励对象及解锁情况	6
图表 6 股权激励计划考核目标	7
图表 7 募集资金用途	7
图表 8 产业链	8
图表 9 电商服务商赋能	8
图表 10 中国品牌电商服务行业规模	9
图表 11 跨境进口电商规模	9
图表 12 国际品牌需求高于国内品牌	9
图表 13 中国直播电商规模	10
图表 14 中国社交电商规模	10
图表 15 数字化运营	10
图表 16 中国电商服务分类	11
图表 17 中国品牌服务商 CR4GMV 占比	11
图表 18 头部品牌服务商特点	11
图表 19 品牌电商服务商主要商业模式	12
图表 20 主要合作品牌	12
图表 21 2017~2021 酒类新零售市场规模	13
图表 22 2021Q2~2022Q1 白酒电商销售份额	13
图表 23 白酒购买渠道	13
图表 24 不同级别白酒市场规模预测	13
图表 25 2019 年服务商主要服务品类品牌数量占比	14
图表 26 综合型、垂直型品类品牌电商服务模式	14
图表 27 成熟直播运营团队	15
图表 28 精细化直播运营	15
图表 29 全域营销方案	16
图表 30 公司核心竞争力	17
图表 31 2022 年 618 超级单品	17
图表 32 盈利预测	18

1 轻装上阵，聚焦互联网营销

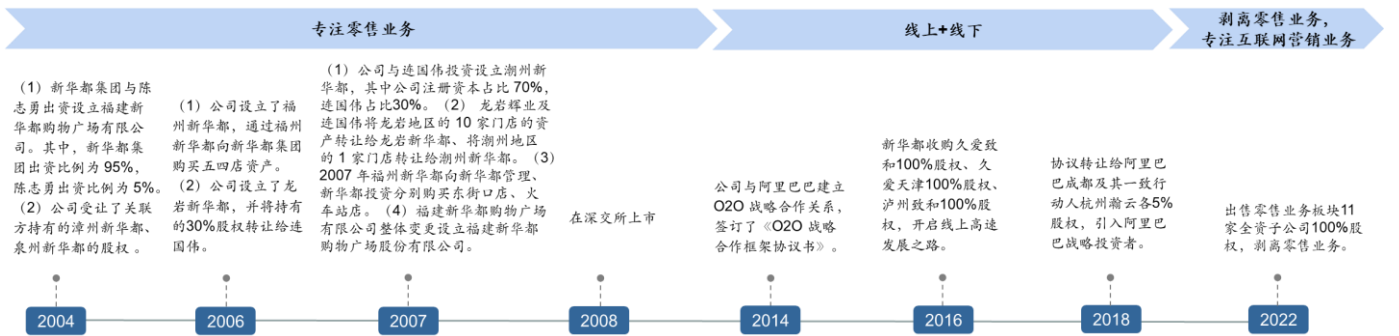
新华都购物广场股份有限公司（后简称“新华都”或“公司”）成立于2004年，在发展过程中，不断根据环境变化调整自身业务范围：

(1) 2004-2013：专注零售业务：公司成立之初一直专注于零售连锁业务，通过自开与收购方式进行门店拓展，主要布局厦门、漳州、泉州、龙岩、福州等福建省主要地区及广东潮州地区，截至2007年拥有35家连锁门店，成为福建大卖场、综合超市及百货连锁行业的龙头企业，2008年在深交所上市。2011年公司开始跨区域发展，逐步在上海、浙江、江苏、贵州等地布局。

(2) 2014-2021：零售+电商结合：公司在不断完善零售业态的同时，抓住互联网快速发展契机，积极拓展电子商务服务。**电子商务：**2014年与阿里巴巴建立了战略合作关系，打造O2O商业模式。2016年公司收购了久爱致和、久爱天津和泸州致和，其中久爱致和是以数据研究为基础，主要提供数字营销、产品定制营销、电商运营服务等，布局多个领域和行业，逐步发展成为集数字营销服务与电商运营服务为一体的互联网效果营销公司。**2018年阿里巴巴及其战略合作伙伴杭州瀚云入股10%，合作更加紧密。****零售：**公司积极探索生活超市新业态，加强供应链整合，进行生鲜精细化管理，积极发展全新业态“邻聚”生活超市，开展超市小业态家家哆、嘟嘟零食、母婴生活馆等。经过长期经营发展，公司形成超市、百货及海物会等多种业态格局，并通过线上线下融合，满足消费者多层次需求，提升消费购物体验。

(3) 2022 及以后：剥离零售业务，专注互联网营销：随着电商发展，公司零售业务受到较大冲击，消费者持续被线上渠道分流，门店客流量下降，品牌方对实体零售商的资源投入下降；随着专业店、餐饮零售店、前置仓、生鲜电商、社区团购等新兴零售模式不断涌现，竞争对手的快速扩张，导致线下零售市场竞争加剧。为优化公司的业务结构，实现资源配置的聚焦，增强公司的持续盈利能力，**2022年公司出售零售业务板块资产，专注互联网营销业务，主要通过久爱致和、久爱天津和泸州致和进行运营。**

图表 1 公司发展历程

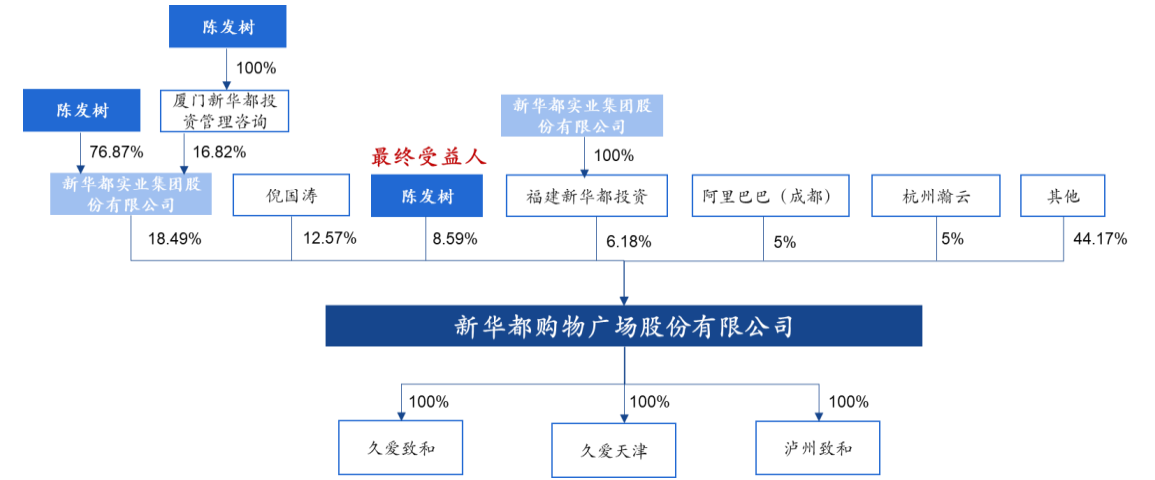


资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权结构优化，控股股东赋能业务发展。**股权结构优化：**公司控股股东为新华都集团，合计持股24.67%，最终受益人为陈发树。董事长兼总经理倪国涛持股12.57%，为公司第二大股东，战略投资者阿里巴巴（成都）软及其一致行动人杭州瀚云合计持股10%，同时公司推出员工持股计划和股权激励计划，管理层和核心员工持有相应比例的股份，股权架构形成梯次结构，较为优化。**控股股东赋能：**控股股东支持公司战略发展，比如

2018 年为了引进阿里巴巴战略投资者，协议转让 10% 股份，2021 年为了增强管理团队的积极性，做大做强互联网营销业务，协议转让 10% 股份给董事长兼总经理倪国涛（取消原股权激励）；同时还支持公司业务发展，比如提供无偿授信增信支持等。

图表 2 公司股权结构（截至 2022Q1）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

董事长&总经理深耕互联网营销，经验丰富。倪国涛曾在联想任职近 10 年，从基层业务主管发展成为联想移动中国区销售市场系统总经理，分管全国的品牌营销和渠道销售。2010 年，倪国涛与联想营销团队成员，共同创立久爱致和，率先提出以数据研究为基础的效果营销公司理念，并开发了互联网营销-全渠道运营-定制化产品营销的循环业务系统，为客户提供数字营销服务及电子商务运营全价值链服务，快速提升客户的互联网品牌影响力及电子商务市场占有率。倪国涛深谙互联网营销、电子商务运营之道，有望助力公司完成业务转型升级。

图表 3 董事会与高管层核心成员介绍

姓名	职务	任职时间	背景
倪国涛	董事长&总经理	2022.4	倪国涛先生于 1999 年入职联想，在联想近 10 年时间历任联想集团高级总监，联想移动销售市场系统总经理。2010 年，倪国涛先生创立了以数据研究为基础的互联网效果营销公司久爱致和，通过多年在品牌建设与销售的销售的积累，以及数据与技术的应用，久爱致和对若干 Top 品牌的传统企业互联网转型产生了深刻的影响，进而推动了家居，酒类和日用消费品行业的电商化和互联网化。曾担任方圆化工有限公司董事，泸州老窖染泉小酒酒类销售有限公司监事。
张石保	财务总监	2020.6	曾担任福建省军区后勤部副处长，新华都实业集团股份有限公司财务部副经理，本公司审计部经理，内部审计负责人，本公司第四届监事会主席。曾任福建省轻工进出口集团金瑞房地产公司副总经理，福州顺意贸易有限公司总经理，新华都购物广场股份有限公司第一、二、三届监事会监事，兼任福建新华都综合百货有限公司监事。经公司 2015 年第一次临时股东大会选举产生新的监事会成员，郭建生先生正式卸任新华都购物广场股份有限公司第三届监事会监事职务。自 2015 年 6 月起，担任新华都购物广场股份有限公司董事，董事会秘书。
郭建生	董事会秘书	2015.6	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

股权激励+员工持股计划绑定核心利益，激发积极性。2021年公司针对管理层和核心骨干人员推出限制性股票和股票期权结合的股权激励计划，2021~2023上市公司净利润分别不低于 1.183、1.439、1.603 亿元，另外还设置了子公司层面的考核目标——2021~2023 净利润分别不低于 1.023、1.199、1.323 亿元，2022~2023 年净利润增速分别不低于 8.3%和 11.4%。2022 年公司进一步推出了员工持股计划，股权激励计划和员工持股计划将公司发展与管理层以及核心员工利益深度绑定，激发积极性，同时助力互联网营销业务进一步发展，促进公司转型。

图表 4 限制性股票激励对象及解锁情况

姓名	职务	限制性股票		
		获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)	占本激励计划公告日股本总额的比例 (%)
郭建生	董事、董事会秘书	30	9.29	0.04
张石保	财务总监	30	9.29	0.04
中高层管理人员、核心骨干人员 (39 人)		137.78	42.69	0.2
预留部分		125	38.73	0.18
合计		322.78	100	0.47

第一个解除限售期				
姓名	职务	首次获授的限制性股票数量(万股)	第一期可解除限售限制性股票数量 (万股)	第一期可解除限售限制性股票占总股本比例
中高层管理人员、核心骨干人员 (31 人)		109.45	43.78	0.06%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 股票期权激励对象及解锁情况

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	第一期可行权股票期权数量 (万份)	第一期可行权股票期权占总股本比例
中高层管理人员、核心骨干人员 (11 人)		113.28	45.312	0.07%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：公司董事长兼总经理倪国涛由于受让 10% 股权，取消股权激励资格

图表 6 股权激励计划考核目标

解除限售期/行权期	上市公司层面考核目标	子公司层面	比例
第一个	2021 年净利润不低于 11,830 万元 (未达标)	2021 年净利润不低于 10,230 万元 (已达标)	40%
第二个	2022 年净利润不低于 14,390 万元	2022 年净利润不低于 11,990 万元	30%
第三个	2023 年净利润不低于 16,030 万元	2023 年净利润不低于 13,230 万元	30%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：上市公司层面的“净利润”指标为经审计的合并利润表中归属于上市公司股东的净利润，上市公司层面考核指标仅针对参与本计划的上市公司董事、高级管理人员及任职于上市公司层面的激励对象，各子公司层面激励对象不参与该考核；子公司“净利润”指经审计的久爱致和合并报表数据，子公司层面考核指标针对参与本计划所有的激励对象

非公开发行股票募集资金，助力互联网营销业务发展。公司 2022 年拟非公开发行股票募集资金 1.7 亿元，用于建设自有品牌/开发品孵化及内容电商营销服务中心。一方面，公司有望基于公司长期为品牌酒业、食品行业等消费品客户提供的品牌营销服务所形成的运营管理经验，孵化酒业、食品等快消品领域的自有品牌/开发品，扩大营收，形成新的利润增长点；另一方面，紧抓互联网营销发展趋势，开展店铺直播电商运营、短视频平台品牌代运营、短视频店铺等内容电商项目，为客户提供全方位的数字营销服务。

图表 7 募集资金用途

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)
品牌营销服务一体化建设项目	43,724.77	17,000.00

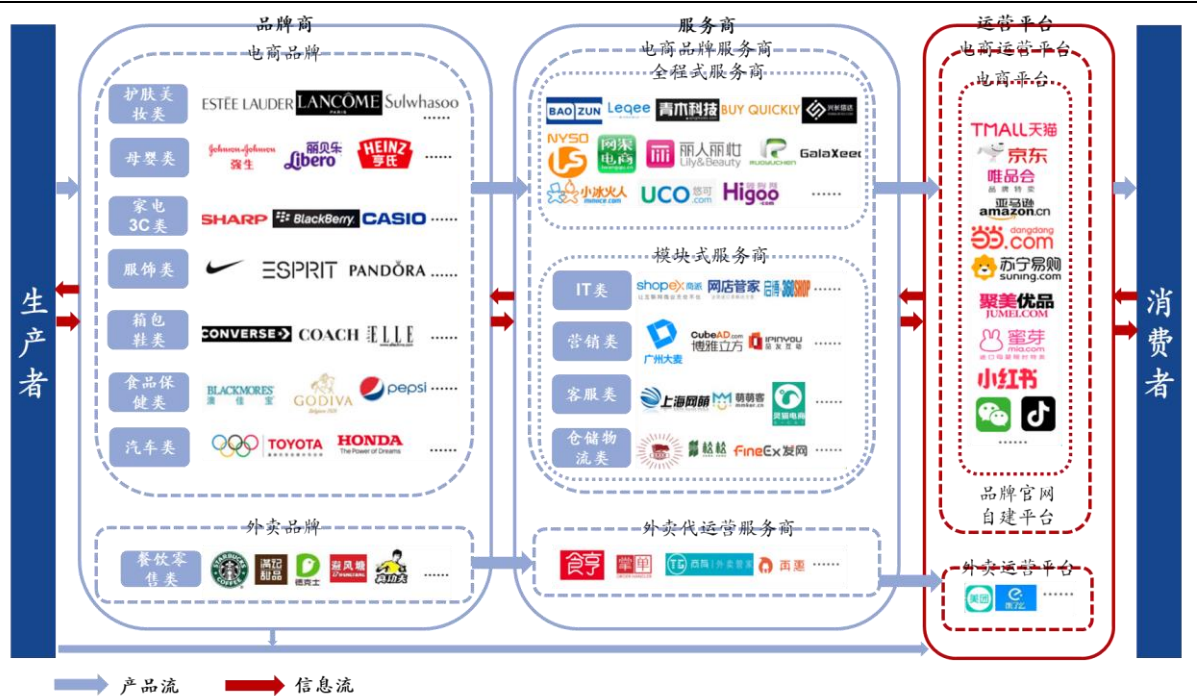
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 电商服务空间广阔，竞争壁垒显现

2.1 电商服务为多方赋能，市场规模持续扩大

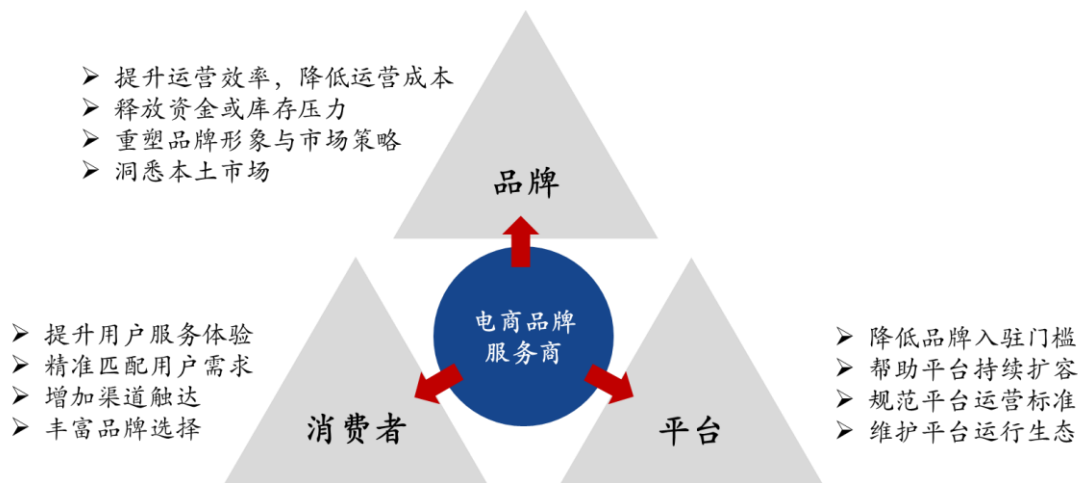
电商服务商连接品牌商和运营平台，为多方赋能。电商品牌服务商，即为品牌提供店铺运营、仓储物流、营销推广等服务的第三方公司，既能够帮助品牌方弥补上述领域的的能力缺口，也能帮助追求 GMV 扩容的电商平台吸引更多品牌入驻，还能洞悉消费者心智，提升消费体验。电商服务商实现了对品牌、平台、消费者同时赋能。

图表 8 产业链



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 9 电商服务商赋能



资料来源：PWC，华安证券研究所

随着跨境电商、直播电商、社交电商等兴起以及数字化技术应用，品牌方面临本土营销、私域营销、全渠道建设等挑战，提高了对电商服务的需求，推动了电商服务市场持续扩容，2017~2021CAGR为28%，预计2022年市场规模达到3663亿元(+24%)。具体来看：

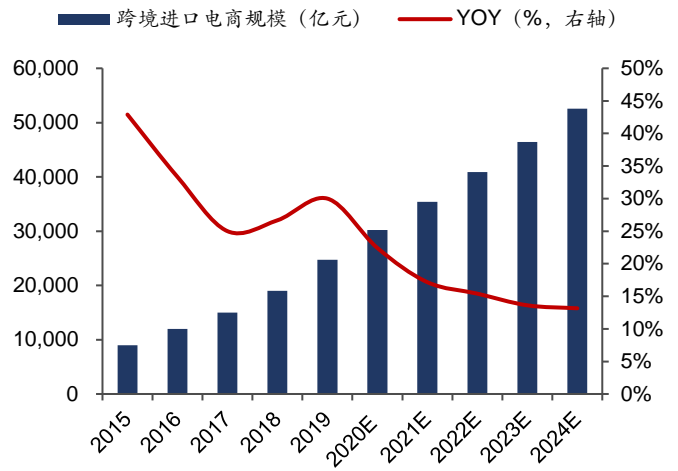
(1) 跨境进口电商兴起，增加了国际品牌对电商服务需求。国际品牌对品牌服务商的需求比例达到了80%~90%，远高于国内品牌(20%~30%)，主要因为服务商可以帮助其快速打开中国电商渠道，实现销量增长的同时进行品牌建设，提升消费者体验。跨境电商规模快速增长(2015~2019CAGR为28.7%)，有望持续扩大(预计2019~2024CAGR为16.5%)，使得国际品牌对服务商需求增加，推动服务商市场扩容。

图表 10 中国品牌电商服务行业规模



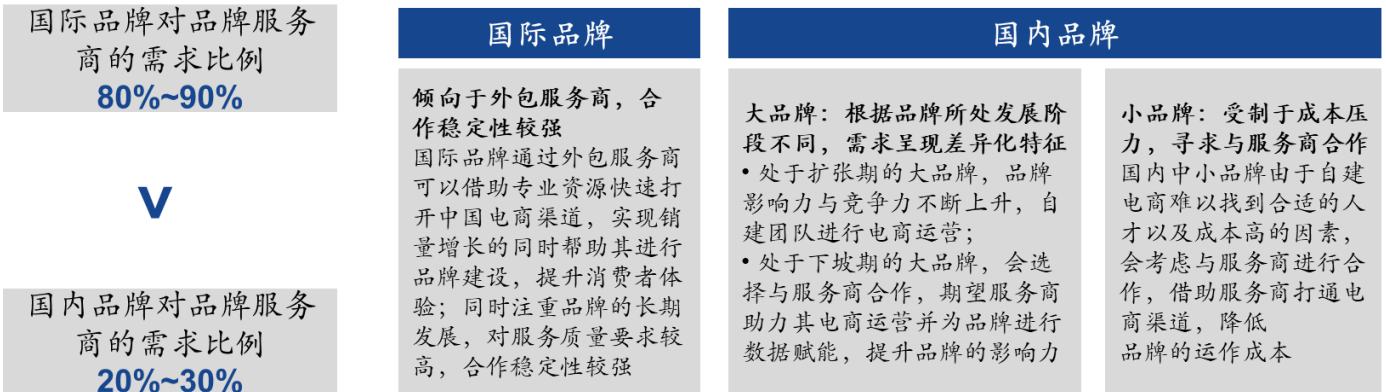
资料来源：艾媒数据中心，华安证券研究所

图表 11 跨境进口电商规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

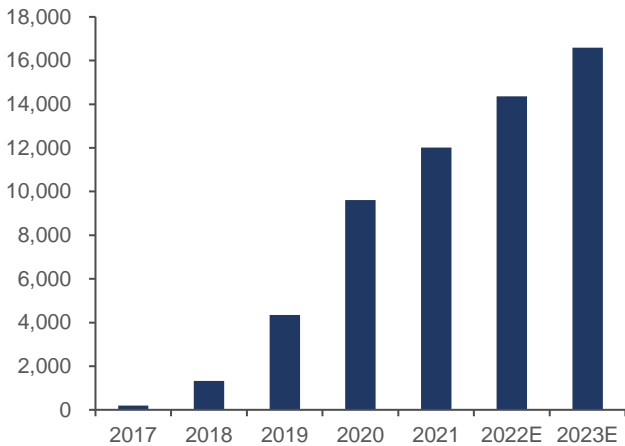
图表 12 国际品牌需求高于国内品牌



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

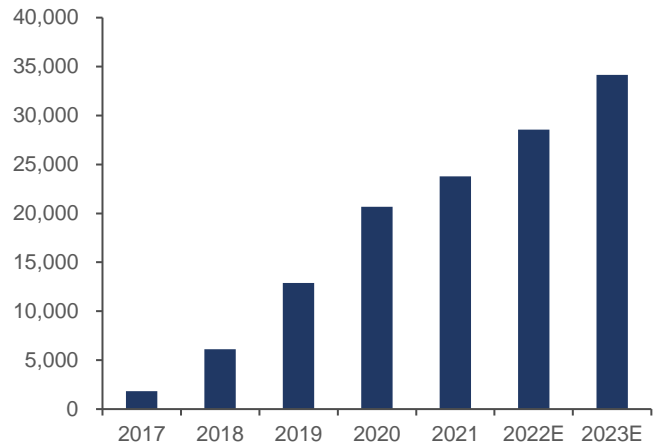
(2) 去中心化、新流量渠道崛起，品牌方对电商服务需求增加。随着传统电商红利见底，公域获客成本增加，直播电商、社交电商兴起（2017~2021 直播电商、社交电商市场规模 CAGR 分别为 182%、89%），品牌方着手打造私域流量。流量去中心化的趋势增大了品牌商触达消费者的难度，对运营精细化、跨渠道运营能力要求提高，更多的品牌方需要寻求电商服务。

图表 13 中国直播电商规模



资料来源：艾媒数据中心，华安证券研究所

图表 14 中国社交电商规模



资料来源：艾媒数据中心，华安证券研究所

(3) 数字化转型，催生电商服务新需求。 数字化技术能够优化运营、营销、仓储物流等各环节，打通供应链，做到及时响应，提高服务效率；高效、规模化的供应链体系最大程度上减少营销、管理等方面的支出，降低成本；同时通过 C2B 反向定制商品，满足消费者需求，从而重塑供应链价值。品牌方积极布局全链路数字化转型，催生了电商服务新需求。

图表 15 数字化运营



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

2.2 头部效应凸显，行业集中度提升

品牌方对电商服务要求提高，品牌电商服务类型多元化。服务商早期主要从事运营服务、客户服务等基础性服务，随着电商去中心化、数字化转型，品牌方对电商精细化运营要求提高，服务商业范围逐步向 IT 服务、营销服务、仓储物流服务等核心服务拓展，并尽可能提供数据分析等增值服务提高竞争优势。

头部服务商建立竞争优势，提升行业集中度。行业早期以运营服务、客户服务等基

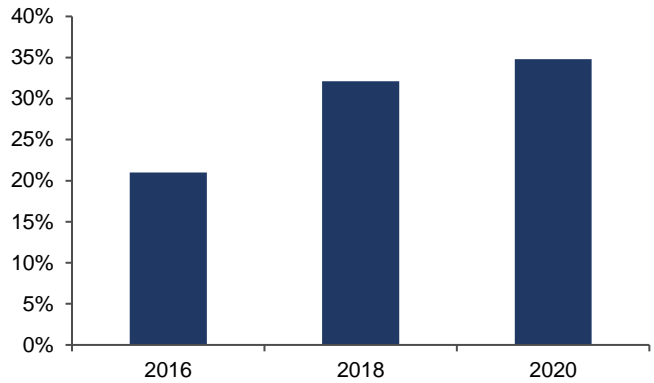
基础性工作为主，由于门槛较低，进入者众多，较为分散。随着电商服务趋于精细化、多元化，部分服务商抓住机遇，较早布局 IT 服务、营销、仓储物流等核心服务，并通过不断扩张规模带来较强的议价能力、较低物流仓储成本以及营销费用，从而建立了竞争壁垒，比如宝尊电商在 IT 系统、物流仓储等方面优势突出，丽人丽妆、若羽臣等美妆电商在品牌运营、营销管理方面有一定竞争优势，并着手布局仓储物流。头部品牌竞争优势凸显，更容易获得品牌方青睐，对中小服务商形成了挤压效应，推动行业集中度提升。根据艾瑞数据，CR4GMV 占比从 2016 年的 21% 左右提升至 2020 年的 34.8%。

图表 16 中国电商服务分类



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 17 中国品牌服务商 CR4GMV 占比



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 18 头部品牌服务商特点

服务商	类型	品类	发展特色
宝尊电商	综合性	全品类（服饰、3C 数码为核心）	全渠道运营，IT 系统、物流仓储能力优势显著
丽人丽妆	垂直型	主营美妆	品牌运营、营销管理，布局仓储物流
若羽臣	垂直型	主营母婴、其次为美妆	品牌运营、营销管理，布局仓储物流
壹网壹创	垂直型	主营美妆	品牌运营、分销、营销策划
上海百秋	垂直型	主营国际鞋履、箱包	品牌营销、跨境电商

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

3 深耕酒类运营，业务协同构建竞争力

公司主要经营互联网全渠道销售和电商运营服务，其中（1）**电商运营服务**：公司为品牌方提供整体托管模式的电商运营服务，即为品牌方搭建并代运营互联网销售平台，提供品牌定位、营销及活动策划、营销执行与效果监测、运营数据分析、产品优化建议、供应链管理在内的全链条服务，促进产品的线上销售。**收费模式**：公司基于不同的服务需求收取一定的服务费加佣金。（2）**互联网全渠道销售**：公司在获得品牌方授权后，向天猫、京东、拼多多等有影响力的电商平台（B2B）销售品牌方的产品，或通过平台设立网店向消费者（B2C）销售品牌方的产品。**收费模式**：公司主要赚取进销差价。公司主要为泸州老窖、山西汾酒等酒类品牌以及日化、水饮、母婴、家居等行业的品牌在京东、天猫、抖音等平台提供电商服务。2021 年，公司互联网营销业务合计实现营业收入 19.25 亿元，同比增长 32.99%；净利润 1.2 亿元，同比增长 19.46%，净利率为 6.23%。

图表 19 品牌电商服务商主要商业模式

商业模式	定义	主要特点	盈利来源
服务费模式	只给品牌商提供电商运营（包括 IT 系统、网店运营、营销推广、客服与仓储物流等）相关服务	无商品定价权、无商品所有权，经营成本较低	①纯服务费（所占比例较低） ②销售提成（提成与销售额及品类有关） ③服务费+销售提成（较为常见，占比 80%-90%）
经销商模式	获得品牌商的正品授权，从品牌商处采购商品进行线上销售	有商品定价权、有商品所有权，经营成本较高	进销差价，即商品销售收入

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 20 主要合作品牌

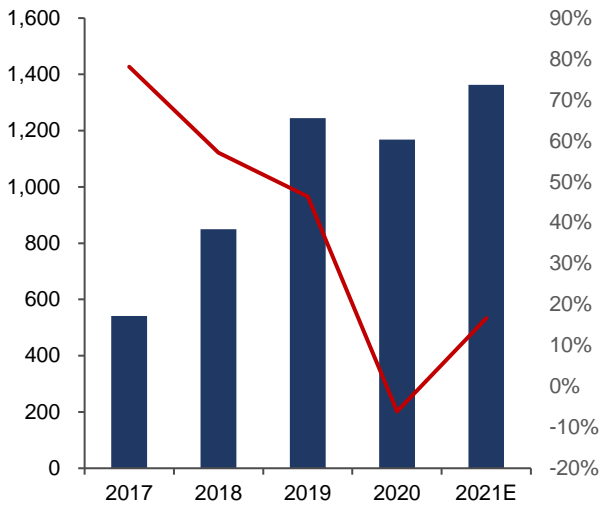
品牌类型	品牌名称	合作模式	运行平台
酒类	泸州老窖、五粮液、水井坊、汾酒、郎酒、习酒、竹叶青、杏花村、红星、青岛啤酒、张裕	互联网全渠道销售、 电商运营服务	京东、天猫、抖音、拼多多、苏宁、唯品会、网易考拉
日化	云南白药、养元青、箭牌		
水饮	伊利、华润怡宝、北冰洋		
家居	全友家居		

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.1 深度布局优质赛道，积淀头部品牌资源

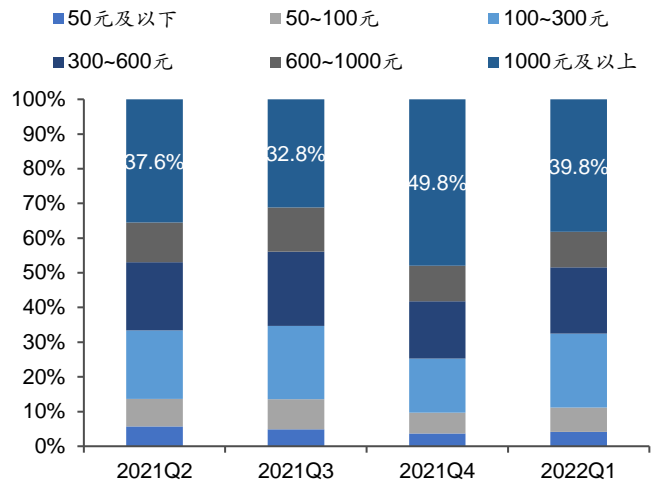
白酒消费升级，线上渠道有望持续扩容。随着酒类及综合电商平台的崛起，数字化技术以及仓储物流的发展，酒企纷纷布局线上渠道，通过分析酒类消费数据，实现精准营销，提高渗透率，根据艾媒咨询数据，2021 年酒类新零售市场规模为 1363 亿元（2017~2021 年 CAGR 为 26%）。白酒品类中 2021Q2~2022Q1，1000 元以上高端酒占比最高，约为 30%~50%。随着消费升级，2019~2025 年，500~1000 元中高端、1000 元以上高端白酒市场 CAGR 有望分别达到 13.7%、12%。根据艾瑞咨询调研数据，综合电商网站、酒饮垂直平台已经成为了白酒主要购买渠道，线上中高端、高端白酒市场空间广阔。

图表 21 2017~2021 酒类新零售市场规模



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

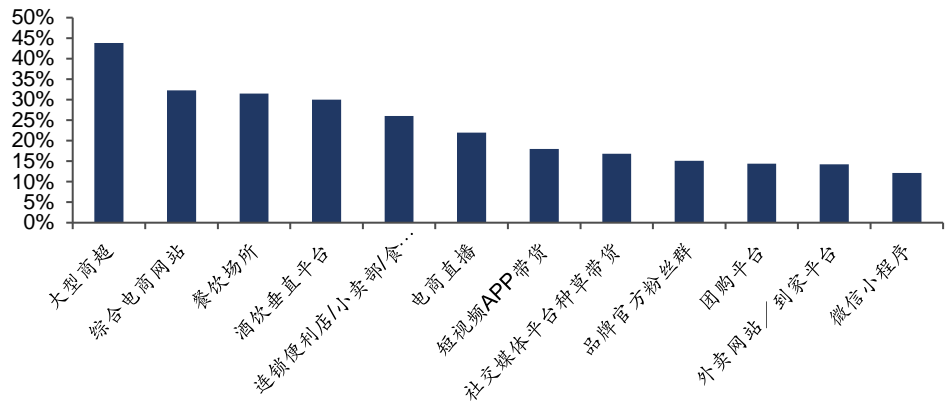
图表 22 2021Q2~2022Q1 白酒电商销售份额



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

注：线上渠道涵盖：天猫、淘宝、京东、苏宁、酒仙网

图表 23 白酒购买渠道



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

样本：N=1952。于 2022 年 3 月通过艾瑞智研平台-消费洞察数据库调研获得。过去 3 个月，您更多在哪个渠道购买白酒？请选择最重要的 3 项。

图表 24 不同级别白酒市场规模预测

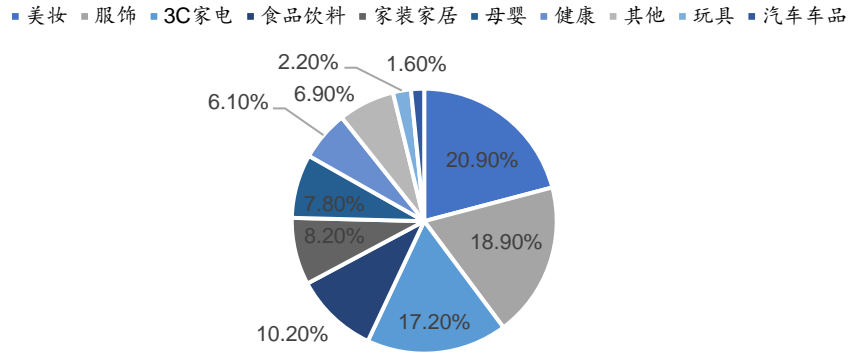
档次	2019 年市场容量	CAGR	2025 年市场容量预测
高档 (1000 元以上)	1000 亿级	12%	1990 亿级
中高档 (500~1000 元)	700 亿级	13.70%	1700 亿级
中档 (100~500 元)	2500 亿级	5%	3700 亿级
低档 (100 元以下)	1900 亿级	-11.70%	1000 亿级

资料来源：里斯咨询，华安证券研究所

错位竞争聚焦白酒品类，积累头部品牌资源。电商服务模式主要分为综合型和垂直型，其中龙头宝尊电商利用先发优势覆盖全品类（但仍以服装、3C 为主），其他头部电

商服务商多为垂直型，且主要聚焦美妆等热门品类，竞争激烈。酒类的电商服务商相对较少，且仍处于快速发展阶段，公司以泸州老窖为切入点布局白酒品类，并逐步与水井坊、习酒、郎君等知名白酒品牌建立合作关系，积淀了深厚的品牌资源。

图表 25 2019 年服务商主要服务品类品牌数量占比



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 26 综合型、垂直型品类品牌电商服务模式

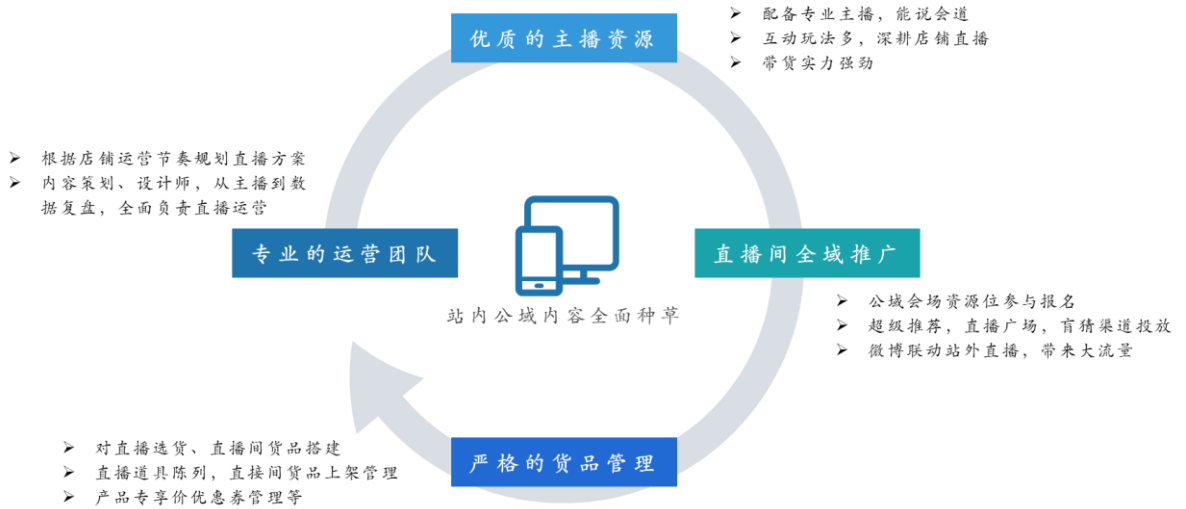
	综合型	垂直型
发展优势	覆盖的品类范围较广，或在有重点地发展少数品类的基础上扩充品类数量，品类、品牌资源较为丰富	个性化突出，品类布局重点明确；以优质的服务和专业的营销能力吸引客流，垄断某品类市场；培养消费者的购买习惯
典型企业	宝尊	丽人丽妆（美妆）、杭州悠可（美妆）、若羽臣（母婴、美妆）、上海百秋（箱包）、壹网壹创（美妆）
难点突破	难点：覆盖品类较多，对品类特性理解不够深入 突破：以丰富的品牌资源吸引客流，利用多个品牌的代理权进行资源整合、相互借力，提高品牌知名度和盈利能力	难点：难以平衡同品类不同品牌商之间的利益 突破：深度理解品牌及其产品特点，对不同品牌进行合理的市场定位，强化品牌之间的区分度

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

3.2 全域营销效果显著，积极拓展新品类

提供精细化、定制化直播运营服务，提升流量转化率。随着公域流量红利消退，获客成本提高，品牌方着手构建私域流量，直播成为流量转化的重要渠道。头部主播高额坑位费及佣金挤压利润空间，品牌方自播成为趋势。公司拥有优质的主播资源，专业的运营团队，能够根据品牌定位，策划针对性营销方案，提升直播效果与流量转化率，并对直播间粉丝进行分层管理、维护运营，提高粉丝粘性，增加复购率。

图表 27 成熟直播运营团队



资料来源：淘宝服务市场，华安证券研究所

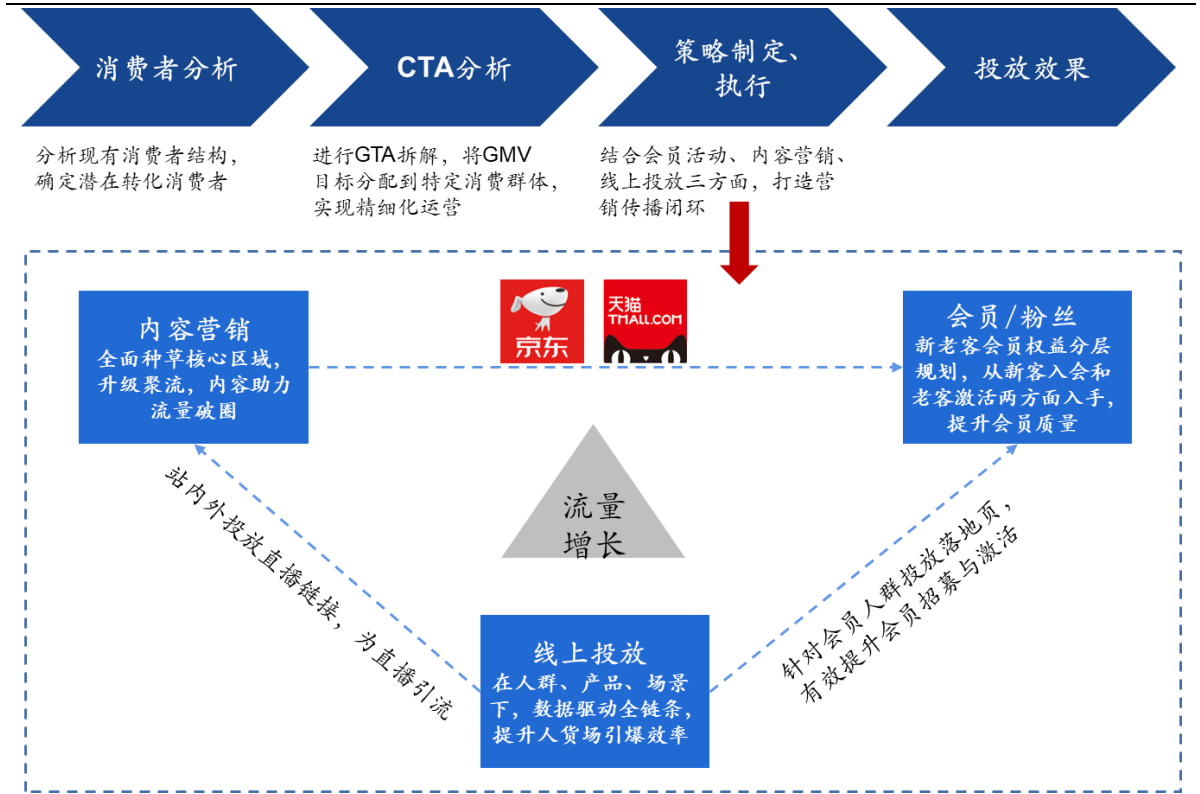
图表 28 精细化直播运营



资料来源：淘宝服务市场，华安证券研究所

多渠道多模式布局，提供全域营销服务。公司具有多渠道（淘宝、京东、唯品会、抖音、拼多多等）、多模式（自有商号、兴趣电商、私域布局等）的服务能力，能够提供全域营销服务：**(1) 消费者分析：**剖析品牌方目前销售不及预期的原因，确定潜在消费群体。**(2) CTA 分析：**对 GMV 目标进行拆解，确定每类潜在消费群体转化量。**(3) 策略制定及执行：结合会员/粉丝活动、内容营销、线上投放三方面，打造全域营销传播：①线上投放：**根据潜在消费群体沟通心智，承接以不同利益点作为重点创意文案，同时匹配不同产品和渠道进行差异化投放，为直播引流、提升会员招新与激活。**②内容营销：**发挥直播运营优势，并借助短信、KOL 等多种方式对目标消费群体精准营销，升级聚流，助力流量破圈。**③会员/粉丝活动：**将新老客会员权益分层规划，从新客入会和老客激活两方面入手，整体提升会员量。公司通过全域营销，提升消费群体转化率及复购率，助力品牌方实现销售增长。

图表 29 全域营销方案



资料来源：京牌代理，华安证券研究所

【例：泸州老窖】

项目背景：泸州老窖消费者增长乏力：京东白酒行业 2021 年消费者同比增长 41%，泸州老窖仅为 23%。

消费者分析：过往活动节点中，泸州老窖消费者中 A2、A3、A4（A1-认知人群，A2-吸引人群，A3-行动人群，A4-拥护人群）占比低于行业均值。2021 年 A1 人群占比过高，A2-A4 人群占比过低的主要原因是新增 A2 人群量级过少与 A1-A2 流转率降低，后续应重点提升这两类人群的流转优化。

GTA 分析：通过分析历史消费者消费分布及转化率，预估 2021 年双十一活动应该达到的 A1-A4 人群具体数量，进而确定双十一活动的投入预算、新增 A2 人群量级与 A1-A2 流转率目标并在实际执行中跟踪对比，及时调整。

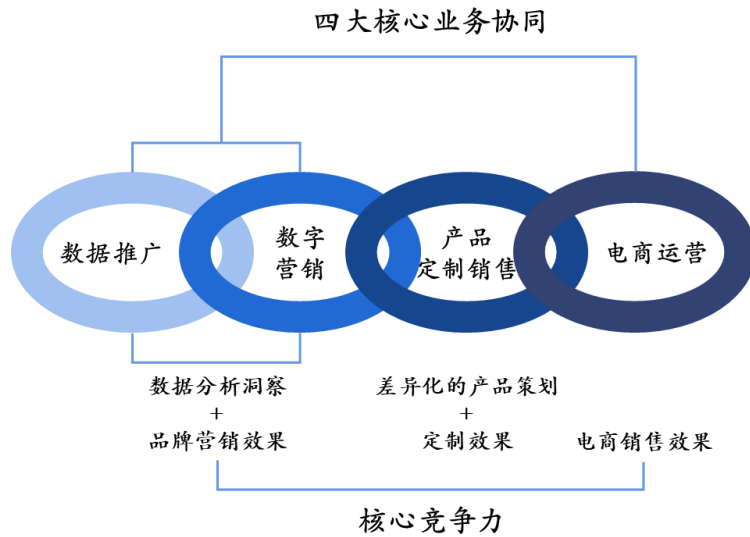
策略制定及执行：①运用数坊触点分析工具，分析新增 A2 人群及 A1-A2 流转人群渠道偏好特性，根据分析结果匹配最适合的不同站内外资源位进行投放，并根据活动节奏及流量变化，实时优化广告资源配比，抢夺优质流量。②直播形式详细讲解会员活动详情，提升会员页面曝光及 A1-A2 人群转化率。③升级会员活动，增加对 A1 人群的吸引力，提高 A1-A2 人群转化率。

投放效果：A1-A2 人群流转率达 3% 以上（同比提升 20%+），0-A2 人群新增 90W+，拉新 GMV 超 400w，同比上涨 100%+。

业务协同，形成核心竞争力。公司应用数据分析、数字营销策略扩大品牌影响力，提升产品知名度，并通过数字化运营、渠道深度绑定的模式深耕互联网销售渠道，提高客户产品线上销量。同时，公司利用自身业务及第三方市场积累的数据，及时跟踪下游企业与消费者的需求变化，形成从需求端到企业端的良性产品与信息反馈系统，优化产

品定位、合理安排产品进销存，以及根据消费者新需求推出 C2B 定制化产品，个性化地满足不同客户或同一客户不同阶段的电商需求，形成核心竞争力。

图表 30 公司核心竞争力



资料来源：京牌代理，华安证券研究所

优质电商服务商，实现品类拓展。公司深耕酒类电商运营及互联网销售，实现了泸州老窖、汾酒、水井坊等众多酒企线上渠道拓展，在 618、双十一大促中取得突破性增长，打造多款超级单品，连续三届蝉联五星级天猫运营服务商。公司在酒类运营基础上，成功拓展到日化、水饮、母婴、家居等高成长行业。

图表 31 2022 年 618 超级单品



泸州老窖六年窖同比
增速百分之二百



汾酒青花30复兴版
同比增速百分百



青岛啤酒新品
纯生8度500ml*18听
上线仅3天，冲进行业
热销单品TOP1



云南白药牙膏
人气单品3+2登上
口腔单品榜TOP1

资料来源：久爱致和微信公众号，华安证券研究所

盈利预测及投资建议：

盈利预测

互联网营销业务：公司深耕白酒电商服务，积淀了泸州老窖、水井坊、习酒等头部白酒品牌，同时积极向水饮、母婴、日化等品类拓展客户，开发自有品牌，挖掘新的增长点，我们预计收入有望实现稳步增长。同时，公司不断通过技术升级，降本增效，提升内部整体运营和营销效率阶段，有望推动盈利能力提升。

零售业务：受疫情反复以及线上渠道分流影响，实体零售行业景气度持续下行。2021 年互联网营销业务实现净利润 1.2 亿元，而公司实现净归母净利润 1700.31 万元，主要因为公司零售业务严重亏损。2022 年公司剥离传统零售业务，聚焦互联网营销，业绩有望实现较大弹性。

图表 32 盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	50.32	28.46	21.97	24.30
YOY (%)	-3.06%	-43.4%	-22.82%	10.64%
成本 (亿元)	37.67	20.79	15.29	16.80
YOY (%)	-0.88%	-44.80%	-26.48%	9.89%
毛利率 (%)	25.14%	26.94%	30.41%	30.88%
分业务营收				
零售业务	31.08	8.00	0.00	0.00
YOY (%)	-17.00%	-74.26%	0.00%	0.00%
互联网营销业务	19.25	20.46	21.97	24.30
YOY (%)	32.99%	6.33%	7.35%	10.64%
分业务成本				
零售业务	23.44	6.09		
YOY (%)	-17.54%	-74.00%		
互联网营销业务	13.87	14.70	15.29	16.80
YOY (%)	25.57%	6.02%	3.99%	9.89%
毛利率 (%)				
零售业务	24.57%	23.82%		
互联网营销业务	27.95%	28.16%	30.41%	30.88%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

注：2022.4 公司完成传统零售业务出售

投资建议

短期来看，公司剥离了受疫情影响亏损严重的零售业务，聚焦利润贡献主体-互联网营销业务，业绩有望实现较大弹性。长期来看，公司互联网营销业务具有在天猫、京东、拼多多等多渠道运营的优势，深耕白酒运营的同时，拓展新的成长品类，开发自有品牌，有望实现稳定增长。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.32、0.22、0.25 元/股，对应当前股价 PE 分别为 16、24、21 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示:

品类拓展不及预期: 不同品类的特点、消费群体等方面存在诸多不同,对电商服务的要求也有差别,在进行品类拓展过程中存在不确定性。

行业竞争加剧: 美妆、母婴等传统赛道竞争激励,头部服务商可能会切入具有成长性的白酒赛道,加剧行业竞争。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2933	2505	2459	2670	营业收入	5032	2846	2197	2430
现金	789	1106	1211	1286	营业成本	3767	2079	1529	1680
应收账款	540	466	440	438	营业税金及附加	22	14	10	12
其他应收款	366	293	312	269	销售费用	887	279	176	231
预付账款	397	229	199	269	管理费用	238	185	121	153
存货	792	361	248	359	财务费用	62	45	40	38
其他流动资产	50	50	50	50	资产减值损失	-18	-3	0	0
非流动资产	1627	1615	1602	1589	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	197	184	171	159	营业利润	26	348	315	309
无形资产	27	27	27	27	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	1403	1403	1403	1403	营业外支出	22	0	0	0
资产总计	4561	4120	4061	4259	利润总额	21	348	315	309
流动负债	2576	1749	1538	1563	所得税	14	126	163	135
短期借款	400	400	400	400	净利润	7	222	153	173
应付账款	428	381	282	325	少数股东损益	-12	0	0	0
其他流动负债	1747	968	856	838	归属母公司净利润	19	222	153	173
非流动负债	922	922	922	922	EBITDA	380	326	367	359
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.03	0.32	0.22	0.25
其他非流动负债	922	922	922	922					
负债合计	3498	2672	2461	2486					
少数股东权益	2	2	2	2					
股本	685	721	721	721					
资本公积	1178	1305	1305	1305					
留存收益	-802	-580	-427	-254					
归属母公司股东权益	1061	1446	1599	1772					
负债和股东权益	4561	4120	4061	4259					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	241	74	163	132	成长能力				
净利润	7	222	153	173	营业收入	-3.1%	-43.4%	-22.8%	10.6%
折旧摊销	280	13	13	13	营业利润	-86.3%	1231.7%	-9.5%	-2.1%
财务费用	68	57	57	57	归属于母公司净利	-89.5%	1064.7%	-31.4%	13.5%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-161	-111	-60	-112	毛利率 (%)	25.1%	26.9%	30.4%	30.9%
其他经营现金流	216	226	213	285	净利率 (%)	0.4%	7.8%	6.9%	7.1%
投资活动现金流	-35	137	0	0	ROE (%)	1.8%	15.4%	9.5%	9.8%
资本支出	-26	137	0	0	ROIC (%)	1.3%	6.8%	5.6%	6.0%
长期投资	-9	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	76.7%	64.9%	60.6%	58.4%
筹资活动现金流	-106	106	-57	-57	净负债比率 (%)	329.3%	184.5%	153.7%	140.1%
短期借款	65	0	0	0	流动比率	1.14	1.43	1.60	1.71
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.66	1.07	1.28	1.28
普通股增加	0	36	0	0	营运能力				
资本公积增加	-4	127	0	0	总资产周转率	1.24	0.66	0.54	0.58
其他筹资现金流	-168	-57	-57	-57	应收账款周转率	8.67	5.54	4.74	5.54
现金净增加额	100	317	105	74	应付账款周转率	7.80	5.14	4.62	5.54
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.03	0.32	0.22	0.25
					每股经营现金流薄)	0.35	0.11	0.24	0.19
					每股净资产	1.55	2.11	2.34	2.59
					估值比率				
					P/E	197.33	16.23	23.65	20.84
					P/B	3.82	2.49	2.26	2.04
					EV/EBITDA	12.47	12.22	10.55	10.58

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。