

手乐电商 股票代码：835491.OC

## 贝思客：互联网蛋糕极客，处于好赛道上的颠覆者

### 独到见解：

在烘焙产业，公司作为这条好赛道上的颠覆者，以互联网为工具，尤其注重无线互联网在生活中的关联性，以极致化的产品和客户体验为宗旨，成立以来实现了快速成长，商业模式已经逐渐成熟。在登陆新三板这一资本平台后，我们认为公司将进入下一轮的成长期，这个阶段，体现的将是公司模式的可复制性，扩张策略、市场传播策略和线下销售策略的深化、复制和迭代将成为企业成长的动力。

### 投资要点

**1.互联网蛋糕极客：**公司是国内新兴的互联网+烘焙零售企业，以互联网思维为依托，通过线上 B2C+线下 B2B 的 O2O 模式，通过无线互联网技术，充分通过手机 APP、手机微网站、以及粉丝传播等方式，实现烘焙产品的多种渠道销售，包含线上互联网模式和线下渠道模式，颠覆用户传统的烘焙产品消费体验。

### 2.一条好赛道，烘焙行业千亿市场待挖掘

**受益消费升级，烘焙行业大有可为：**烘焙产品作为一种休闲食品，主要客群为具备一定消费能力的年轻人，以 80 后尤其是 85 后为主要消费群体。伴随代际迁移的影响，85 后已经逐渐成为社会消费的主力军，消费能力和消费习惯的提升带来了烘焙行业景气度的持续提升。年轻用户消费在提高的同时，更加渴望服务模式和体验能够升级，从而新用户的新体验模式和服务模式未来有着很大的想象空间。

**人均消费提升空间大，孕育万亿市场潜力：**从人均消费的角度来看，中国远远落后于发达国家。伴随中国消费群体的扩大以及消费能力的提升，我们认为对于烘焙产品的人均消费金额也将逐渐向发达国家趋同，此时将孕育万亿市场规模以及 10 倍增幅的提升。

**行业集中度低，整合潜力巨大：**从烘焙行业的市场格局看，是典型的大行业、小公司，尚处于野蛮生长状态，粗放式的行业现状和消费者日益提升的需求使得行业极具整合潜力。

**用户对于食品溯源的极度渴望：**食品安全重中之重，食品原料的溯源，以及生产工艺的提升，是用户的刚需。

### 3. 一个颠覆者，互联网+时代的弄潮儿

**互联网+，能否促使企业弯道超车：**传统烘焙实体门店的用户覆盖面小、市场运营成本高、周转慢导致损耗高，个别企业甚至为了压缩成本而降低产品和服务品质。互联网渠道凭借其高营运效率、广覆盖人群以及低试错成本，有望成为烘焙产品的主流销售渠道之一。

**如何颠覆，专注、极致、口碑、快：**专注-不只是蛋糕，专注于健康；极致-个性化消费打造极致体验；口碑-互联网式的品牌营销；快-中央工厂+网

目标价格：90-110RMB

发行股价：30.83RMB

## 投资评级推荐

## 评级变动首次评级

### 证券分析师

证券分析师：华中炜

执业编号：S0360512040001

电话：010-63214696

邮箱：huazhongwei@hcyjs.com

联系人：邱正

电话：010-63214696

邮箱：qiuzheng@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	1,287
流通 A 股/B 股(万股)	64.39
资产负债率(%)	46.05
每股净资产(元)	0.5
市盈率(倍)	
市净率(倍)	
12 个月内最高/最低价	/

### 相关研究报告

上订购+冷链配送中心=极致供应链管理。（注：详细参见正文）

#### 4.盈利预测和估值定价

我们预测公司 2015-2016 年营业收入分别为 125 百万元和 450 百万元，同比增长分别为 293.64%和 260.00%；我们给予公司 2016 年 2.5-3.0 倍 PS 的估值，目标市值 12-14 亿，建议投资者积极关注。

# 目录

<b>公司概况：互联网蛋糕极客</b> .....	<b>5</b>
公司股权概述.....	5
公司业务概述.....	5
<b>一条好赛道，烘焙行业千亿市场待挖掘</b> .....	<b>6</b>
受益消费升级，烘焙行业大有可为.....	6
人均消费提升空间大，孕育万亿市场潜力.....	8
行业集中度低，整合潜力巨大.....	8
<b>一个颠覆者，互联网+时代的弄潮儿</b> .....	<b>9</b>
互联网+，能否促使企业弯道超车.....	9
如何颠覆：专注、极致、口碑、快.....	11
精准聚焦客户，产品模式向平台模式转型.....	15
<b>盈利预测与估值定价</b> .....	<b>16</b>
盈利预测.....	16
估值定价和投资建议.....	19

# 图表目录

图表 1 公司股权结构.....	5
图表 2 公司 2013-2015H 收入、净利润和费用.....	6
图表 3 2013-2015H 毛利率和净利率.....	6
图表 4 公司主要产品.....	6
图表 5 1980-2014 年中国历年出生人口数量（万人）.....	7
图表 6 中国烘焙市场已达千亿规模.....	7
图表 7 中国烘焙市场按产品类型划分的市场规模.....	8
图表 8 中国烘焙产品人均消费金额低，具有巨大增长潜力.....	8
图表 9 国内前五大烘焙品牌市场占有率.....	9
图表 10 中国烘焙行业线上和线下销售对比.....	10
图表 11 互联网渠道的优势.....	10
图表 12 贝思客极致颠覆理念-健康颠覆.....	11
图表 13 公司蛋糕生产工艺在新鲜度、口感和个性化方面均具备良好的体验.....	12
图表 14 公司业务技术架构.....	12
图表 15 卓越的产品、服务和文化打造极致的客户体验.....	13
图表 16 技术驱动未来.....	13
图表 17 公司月度用户数和复购率情况.....	14
图表 18 公司团队深谙互联网式的品牌营销.....	14
图表 19 公司极致化的配送模式.....	15
图表 20 公司的商业模式进阶.....	15
图表 21 公司未来的平台场景.....	16
图表 22 打造互联网生活服务生态圈是公司未来愿景.....	16
图表 23 公司扩张策略.....	17
图表 24 公司市场传播策略.....	17
图表 25 公司线下销售策略.....	18
图表 26 公司创新策略.....	18
图表 27 公司营业收入和毛利率预测.....	19
图表 28 公司运营费用和费用率预测.....	19

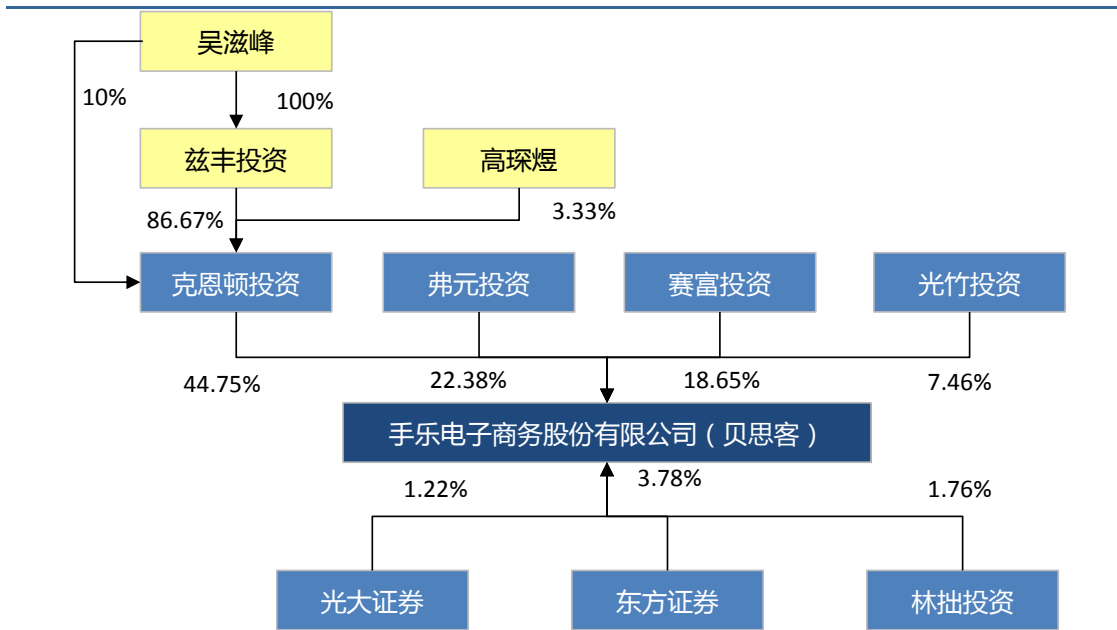
## 公司概况：互联网蛋糕极客

### 公司股权概述

公司是国内新兴的互联网+蛋糕零售企业。公司控股股东为克恩顿投资，直接持有公司股权比例为44.75%；实际控制人为吴滋峰先生，其通过控股股东克恩顿投资间接持有公司股权比例为43.26%。

公司将采用挂牌即做市的转让方式，做市券商为光大证券和东方证券。

图表 1 公司股权结构



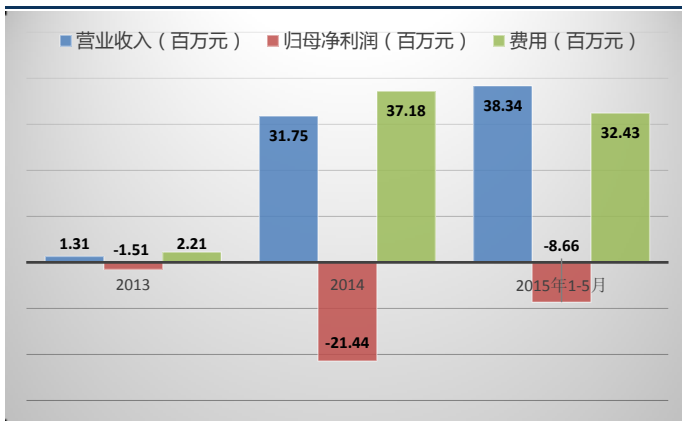
资料来源：华创证券

### 公司业务概述

公司以互联网思维为依托，通过线上B2C+线下B2B的O2O模式，实现烘焙蛋糕的全渠道销售，颠覆用户传统的烘焙产品消费体验。目前，公司业务已覆盖了上海、苏州、杭州、宁波、无锡，北京，天津等七大城市；未来，依托于现有市场，公司将进一步开发市场需求及相应的配送链条，努力将其业务拓展至全国各大城市。

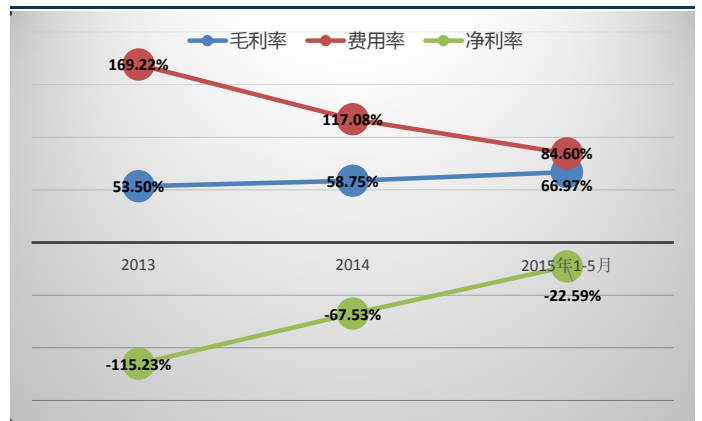
- **线上 B2C 模式的蛋糕销售：**公司的线上 B2C 模式销售业务包括 PC 端订单和无线端订单两种，以个人客户为主。通过社会化营销和粉丝传播的基础模式，扩散用户群体。依靠极致服务和口碑，维护用户 2 次复购和传播。
- **线下 B2B 模式的蛋糕销售：**公司的线下 B2B 模式销售收入主要来源于对企业客户进行免费试吃，让企业客户对公司产品有所了解并认可，同时进行公司产品代金卡的销售，以企业客户为主。

图表 2 公司 2013-2015H 收入、净利润和费用



资料来源：华创证券

图表 3 2013-2015H 毛利率和净利率



资料来源：华创证券

公司产品主要分为“经典系列”和“极致系列”两大类。

- “经典系列”是公司的经典蛋糕产品，系公司秉承德国健康烘焙理念，精选全球高品质原料，用心烘焙的经典蛋糕，包括慕斯蛋糕、乳脂奶油蛋糕等二十余种。
- “极致系列”系公司依托互联网交互，导入个性化标签，开拓出的优质、时尚、独特的年轻化符号产品，包括极致星座、极致泡芙、极致马卡龙。

图表 4 公司产品



资料来源：华创证券

## 一条好赛道，烘焙行业千亿市场待挖掘

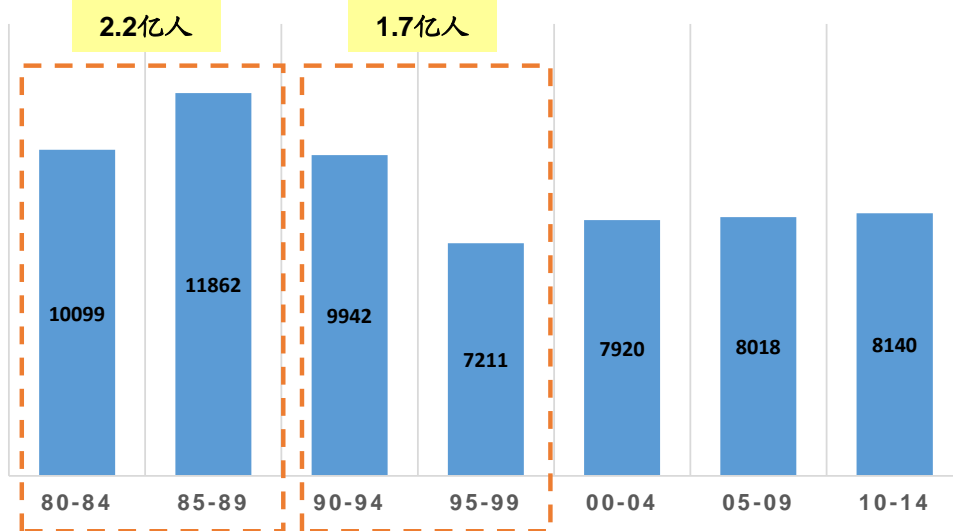
### 受益消费升级，烘焙行业大有可为

烘焙产品作为一种休闲食品，带有较强的时尚流行气息，主要客群为具备一定消费能力的年轻人，以80后尤其是85后为主要消费群体。伴随代际迁移的影响，85后已经逐渐成为社会消费的主力军，消费能力和消费习惯的提升带来了烘焙行业景气度的持续提升。



- 80后，尤其是85后，已经登陆社会舞台，逐渐成为消费的主力军。不同于70-80年代，80后作为独生一代，基本在温饱和呵护环境中成长，自我意识、消费水平以及对生活品质的要求都要远高于前一代。
- 随着现代生活节奏越来越快，人们的饮食习惯也开始发生变化。倾向于更为简单快捷的食物，而以面包、蛋糕为代表的烘焙行业因其美味的口感、便捷的食用方式获得越来越多的认同，我国烘焙行业已进入黄金发展期。

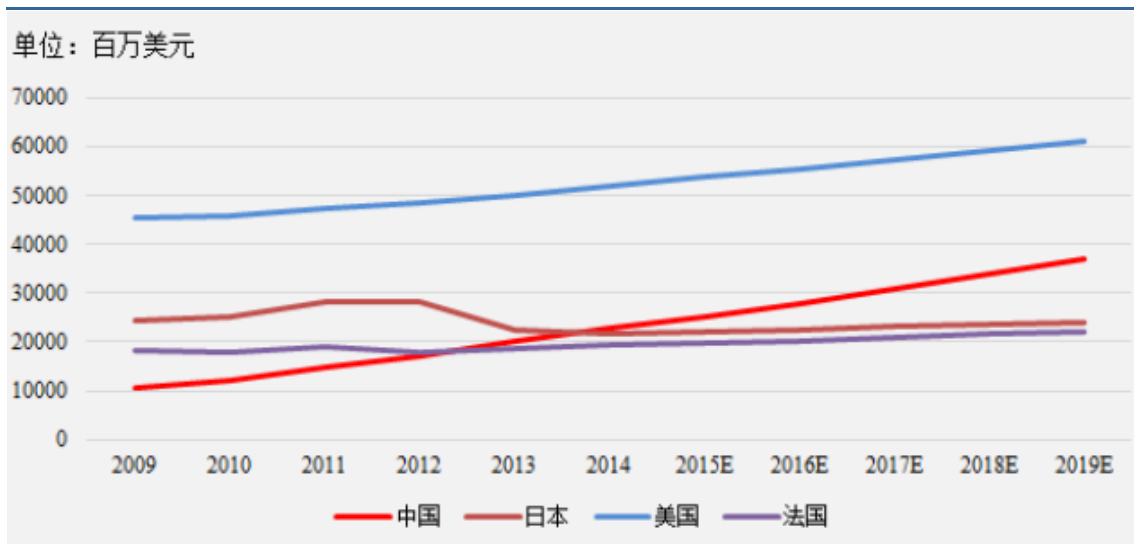
图表 5 1980-2014 年中国历年出生人口数量（万人）



资料来源：华创证券

根据Euromonitor的统计，中国烘焙市场行业容量2014年达到228.9亿美元，预计2019年将增长至370.13亿美元，年复合增速达10.1%。虽然中国烘焙市场已达千亿规模，但同世界主要发达国家相比，考虑到中国巨大的消费者基数，提升空间仍然很大。

图表 6 中国烘焙市场已达千亿规模



资料来源：华创证券

在国内千亿的烘焙市场中，分析烘焙产品的销售结构，蛋糕占比最大且较为稳定，同时增长速度最快。2014年，中国烘焙市场中的蛋糕销售达617亿元，约占烘焙市场总量的43.60%，过去五年复合增速为14.17%。

- 蛋糕消费频次高、客单价高，且消费场景丰富，如生日、婚庆、节日、送礼以及日常早餐、下午茶等，因此有

较为稳定的消费量。

图表 7 中国烘焙市场按产品类型划分的市场规模



资料来源：华创证券

### 人均消费提升空间大，孕育万亿市场潜力

尽管中国市场从总量上看约为美国市场的一半，且已经赶超日本和法国，但从人均消费的角度来看仍远远落后。

- 根据Euromonitor统计，中国2014年烘焙产品人均消费金额仅为16.74美元，远落后于美国的162.79美元/人、日本的171.95美元/人和法国的295.79美元/人。
- 伴随中国消费群体的扩大以及消费能力的提升，我们认为对于烘焙产品的人均消费金额也将逐渐像发达国家趋同，此时将孕育万亿市场规模以及10倍增幅的提升。

图表 8 中国烘焙产品人均消费金额低，具有巨大增长潜力



资料来源：华创证券

### 行业集中度低，整合潜力巨大

虽然中国烘焙行业整体空间大，并且极具发展潜力，但市场竞争激烈，参与其中的企业多而杂，尚未形成真正的全国性品牌，行业集中度低。

- 据Euromonitor 统计，2014年中国排名前五位的烘焙品牌仅占烘焙市场总销售额的7.13%。



**图表 9 国内前五大烘焙品牌市场占有率**

品牌	2011	2012	2013	2014
Orion	1.76%	2.06%	2.19%	2.22%
Toly	1.60%	1.79%	1.82%	1.87%
Hsu-Fu-Chi	1.48%	1.37%	1.26%	1.19%
Panpan	0.78%	0.80%	0.85%	0.94%
Garden	0.88%	0.77%	0.82%	0.91%
合计	6.50%	6.79%	6.94%	7.13%

资料来源：华创证券

目前参与主体分为三类：内资跨区域连锁品牌、外资成熟品牌以及大量地方品牌。

- 内资跨区域连锁品牌大多呈区域性布局，真正实现品牌全国连锁的烘焙企业屈指可数。
- 外资品牌由于具备成熟的经营模式、灵活的市场策略以及先进的管理制度，在资本力量的助推下大肆扩张，如台资品牌85度C，在进入内地市场短短三年间开了300多家门店，扩张速度惊人。
- 大量地方品牌普遍以二三线城市为据点，避开在核心城市、核心商圈与成熟大品牌的正面竞争，先入为主抢占本地市场。

从烘焙行业的市场格局看，是典型的大行业、小公司，尚处于野蛮生长状态，竞争主要体现在渠道和价格等层面，真正形成品牌溢价的企业还很少。粗放式的行业现状和消费者日益提升的需求使得行业极具整合潜力，行业集中度提升将成为趋势，而影响行业集中度的核心要素将是客户体验带来的品牌营销。

- 不少企业经营粗放，没有明确的目标客群定位，为追求销售额盲目扩张品类而忽视品质，从而长期停留在中低端市场；
- 企业为了降低成本偷工减料，甚至引发食品安全问题，诸如氢化植物奶油、人造黄油等食品安全事件屡见不鲜。

### 一个颠覆者，互联网+时代的弄潮儿

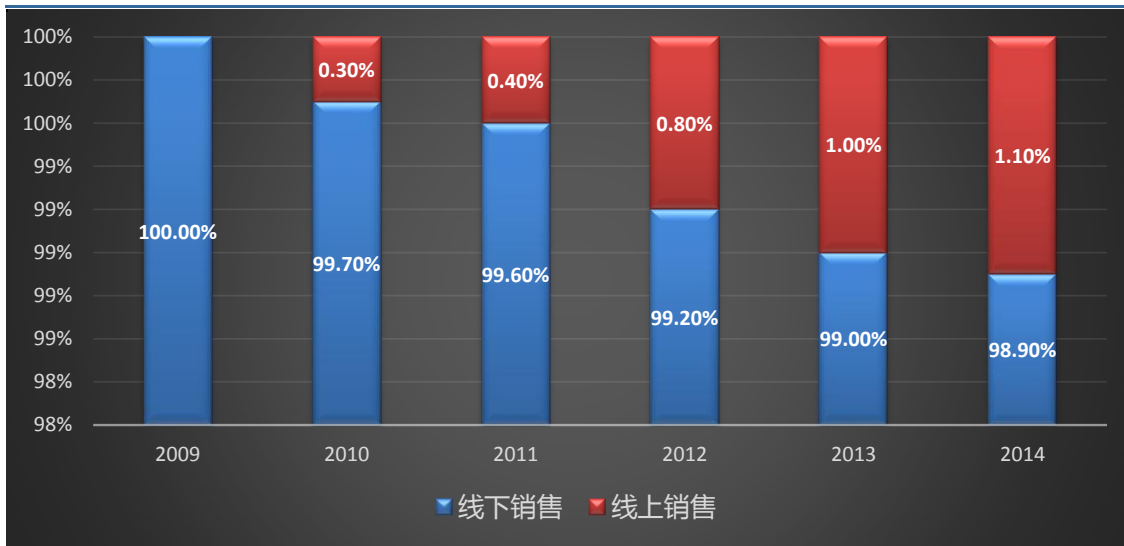
#### 互联网+，能否促使企业弯道超车

互联网的冲击已经渗透到很多领域，从消费者习惯的改变到企业商业模式的变革，互联网作为工具已经深度影响甚至颠覆了很多行业，尤其在移动智能设备的渗透率快速提升过程中，基于各个场景的互联网化应用已成为燎原之势，从而也带给了极致产品型企业弯道超车的机会。

- 随着移动智能设备的快速普及、移动支付的成熟优化以及消费习惯的改变，国内移动端电商市场正处于流量红利的爆发期。2014年，中国移动购物交易规模增长91%至3203亿元，移动购物渗透率达1.2%，网购渗透率达13.1%；未来三年，交易规模的年均复合增长率将达46%，且仍将保持高速增长。

目前互联网渠道在烘焙行业中占比仍然较小，但对于传统烘焙行业消费体验的颠覆已经成为不可阻挡的趋势。据Euromonitor统计，2014年，烘焙产品线上销售额占整体销售额的1.1%，且近几年来呈持续提升态势，提升空间巨大。

图表 10 中国烘焙行业线上和线下销售对比



资料来源：华创证券

传统烘焙实体门店的用户覆盖面小、市场运营成本高、周转慢导致损耗高，个别企业甚至为了压缩成本而降低产品和服务品质。互联网渠道凭借其高营运效率、广覆盖人群以及低试错成本，有望成为烘焙产品的主流销售渠道之一。

图表 11 互联网渠道的优势

#### 提升营运效率，降低营运成本

- 首先，相比传统实体渠道，互联网渠道节省了门店租金、装修投入、水电费等，且由于移动互联网的传播效应，使得互联网渠道的用户辐射能力广、新客户获取成本低。
- 其次，凭借强大的数据处理能力，公司采购、生产、仓储、配送的周转加快，基本实现零库存，既提升了运营效率又降低了损耗。
- 第三，通过互联网可以营造24小时全渠道的销售网络，有效增加消费频次，提升总体销售规模。

#### 提升产品品质，打造品牌形象

- 一方面，互联网可以降低营运成本、提升周转效率，相比传统烘焙企业，互联网蛋糕企业可以使用更为新鲜的原材料以提升口味和品质，因此，同等价位、更优质的品质也将大大提升企业的品牌形象。
- 另一方面，社会化媒体和LBS等大数据可以精准定向目标客户，从而实现流量的直接变现；粉丝效应可以加快宣传速度与力度，使得企业以低成本实现快速的大面积宣传；线上平台可以使得家和客户进行直接交流，新用户也可以看到老用户的评价，从而在一定程度上消除了信息不对称现象，进而实现企业品牌形象的直线提升。

#### 改变传统消费模式，提升用户极致体验

- 在互联网模式下，线上端打破了时空限制，线下端依靠广泛的门店布局和极速的物流配送为消费者带来极致用户体验。
- O2O可以形成线上、线下的互动式导流，线上为线下带来已有的经常到店人群，线下又带来新增的线上营销获取用户。
- 在门店覆盖率高的区域，消费者可自行享受线下购物的便捷；在覆盖不足的区域，烘焙企业通过打通门店之间的ERP系统，实现就近门店的自动分单配送，为消费者提供最快速的物流配送服务，从而实现用户极致体验的提升。

资料来源：华创证券

如何颠覆：专注、极致、口碑、快

### 1、专注：不只是蛋糕，专注于健康

贝思客来源于 bestcake，秉承健康烘焙的理念，精选全球高品质原料，凝结出独特的烘焙配方，将严谨的制作工艺与优质口味结合，制作各具不同特色的精美蛋糕。

- 传统烘焙多采用廉价、不健康的植脂奶油；公司率先采用领先的创新工艺，所有产品只采用安全的、健康的进口乳脂奶油，坚决拒绝对人体有害的食材。
- 传统烘焙多采用色香俱全的配比，吸引用户的眼球；公司采用黄金酸碱平衡配比，真正实现健康饮食。
- 公司从多个国家严格甄选上乘食材并空运进口，不断萃取、研制出黄金原料配比，凝结出独特的“贝思客”烘焙配方，成就了极致的独特美味体验。

图表 12 贝思客极致颠覆理念-健康颠覆



资料来源：华创证券

在专注于健康这一理念的基础上，公司自主开发的蛋糕生产工艺在新鲜度、口感和个性化方面均具备良好的体验，专注于健康的个性化蛋糕品牌已经成为企业标签。

- 急速冷冻工艺：公司产品全部采用急速冷冻工艺，能够瞬时锁住产品中的水分，并使水分子在极短时间内结成细小冰晶，在不破坏原物料组织结构的前提下完整保留其初始分子状态，能够最大限度保证水分的冻干蒸发，从而使产品口感更加细腻。
- 分蛋打发工艺：传统蛋糕基本采用全蛋打发工艺，制作出的产品口感粗糙；采用分蛋打发工艺，可以最大化地利用原物料本身的特性，充分发挥其自身起发性，不需要任何添加剂便能使产品的焙烤风味更加突出。
- 冰火双重水浴工艺：传统蛋糕制作只有焙烤与冷链加工，口味单一；冰火双重水浴工艺可以将原物料进行截然不同的冷链水浴和隔火水浴处理，从而使得同一款产品呈现出多种口感。

图表 13 公司蛋糕生产工艺在新鲜度、口感和个性化方面均具备良好的体验

技术名称	种类	技术特点	技术用途	技术来源
急速冷冻工艺	加工技术	最大程度保持产品新鲜度	蛋糕生产加工	自主开发
分蛋打发工艺	加工技术	口感松软	蛋糕生产加工	自主开发
冰火双重水浴工艺	加工技术	同一产品多重口味	蛋糕生产加工	自主开发

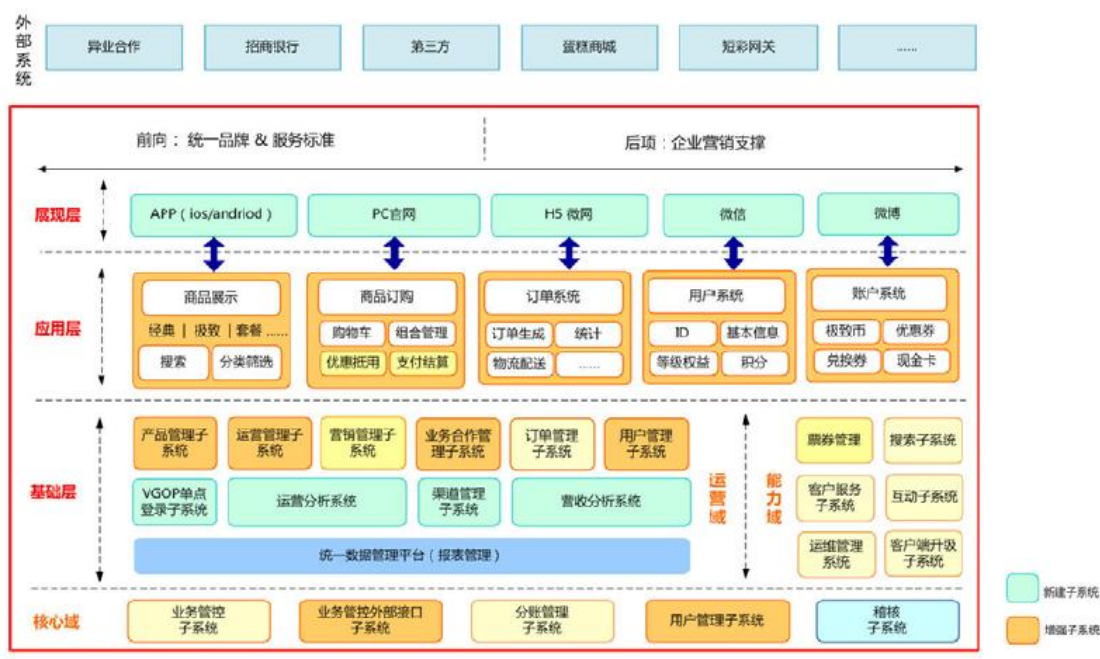
资料来源：华创证券

## 2、极致：个性化消费打造极致体验

大数据时代，公司采用CRM系统管理，通过对用户消费行为的搜集和分析，针对不同性别、地域、性格等，提供极致的蛋糕服务。

- 在传统烘焙行业依然使用纸质订单规则时，公司首创业界的云订单系统。用户移动端下单，订单传送云系统，配送站接收处理订单配送，用户接收蛋糕签字，数据传送云系统，订单完成。
- 客户下订单后，公司采用大数据统计，基于LBS定位模式，指派最近地点的送货员接收订单，并在最快2小时内送达用户指定地点，实现急速云配送。

图表 14 公司业务技术架构



资料来源：华创证券

极致的客户体验体现在各个方面，以客户的个性化需求为导向，渗透在产品、服务和文化之中。公司以互联网思维作为经营理念，将互联网中的爆款、粉丝经济、互动、极致产品等思维都运用进了传统蛋糕领域，通过极致的客户体验带来了颠覆。



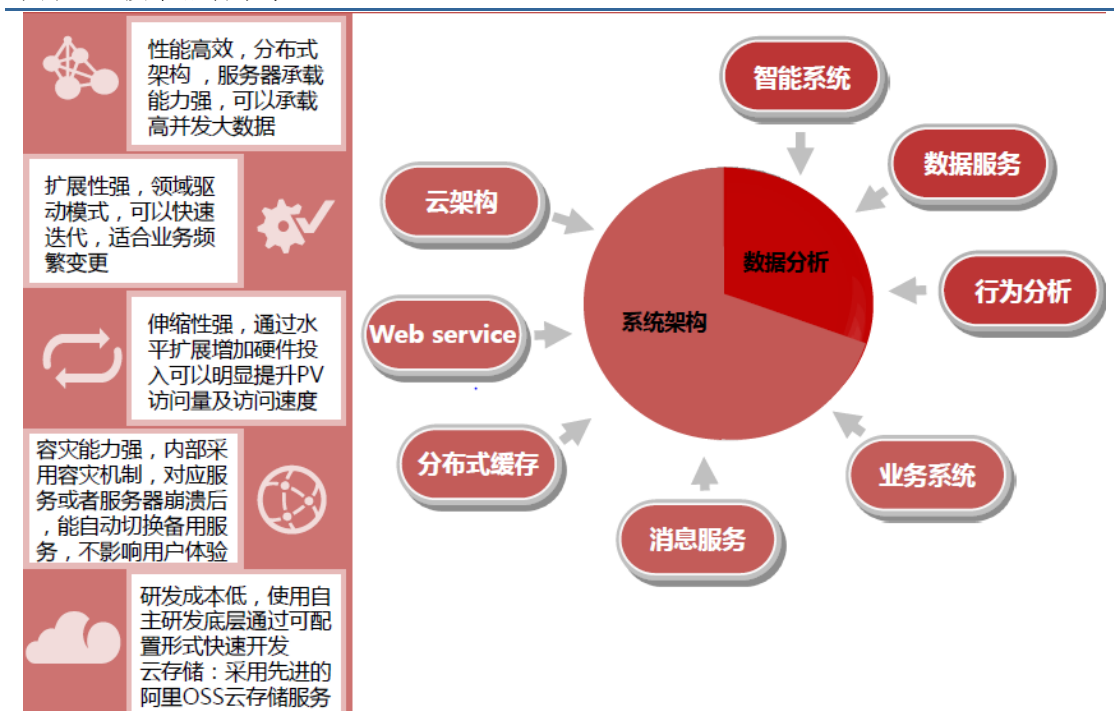
图表 15 卓越的产品、服务和文化打造极致的客户体验



资料来源：华创证券

公司在技术层面已完全实现个性化消费，公司经过多年研发积累，具备开发PC客户端、网站、平板电脑及手机APP的能力，并已针对监管行业开发了大量的软件产品。公司倡导以用户需求为核心，采用多迭代、循序渐进的敏捷开发方式进行产品、项目研发。

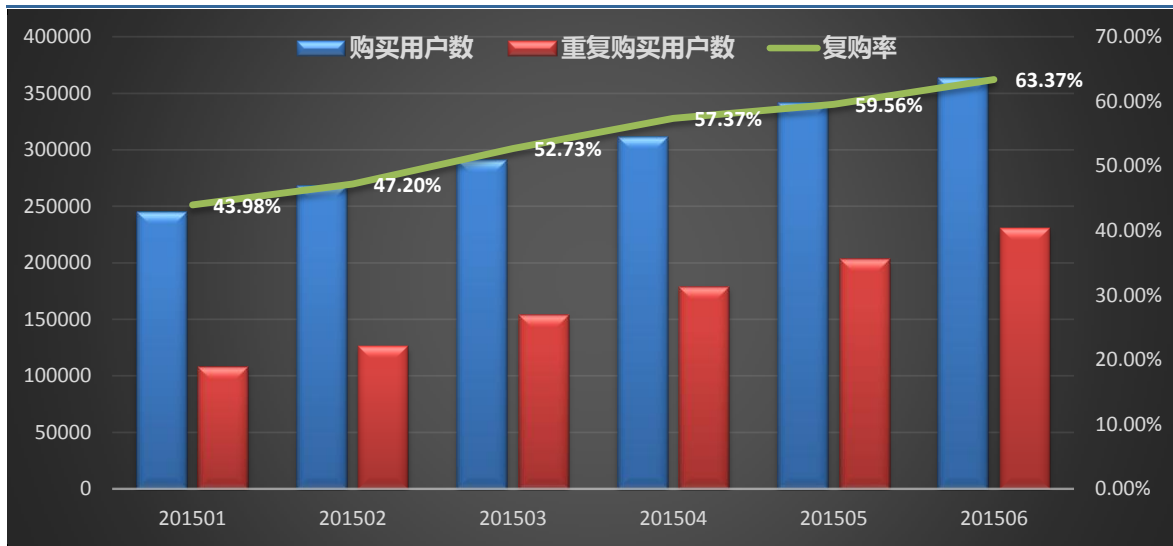
图表 16 技术驱动未来



资料来源：华创证券

目前，公司PC端日活跃用户数过万，移动端日活跃用户数过千。依靠高性价比的产品以及细致的售后服务，公司产品的复购率逐月攀升，在行业中处于领先地位，也验证了企业极致的消费体验。

图表 17 公司月度用户数和复购率情况



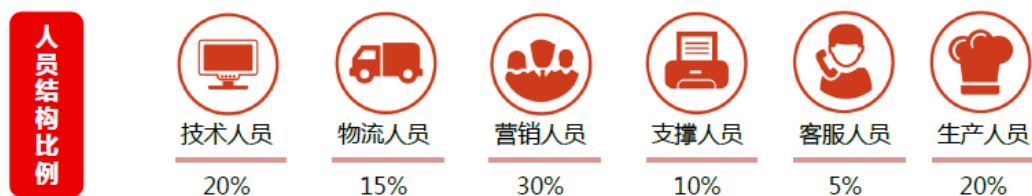
资料来源：华创证券

### 3、口碑：互联网式的品牌营销

公司不同于传统的烘焙企业，互联网式的品牌营销为企业创建了良好的业内口碑。

- 公司具备互联网基因，可以利用互联网渠道实现低用户获取和维护成本，同时通过软文及活动策划触发用户的情感共鸣，增强用户对公司品牌“贝思客”的认可；
- 公司自创了“极客社区+贝思客微信游戏+极致币”的营销组合，丰富了用户的购物趣味，增加了用户黏性；
- 公司通过流量引入、流量合作、事件营销、限时抢购等方式来综合提升网站流量，并针对用户体验度进行持续网站优化，以提升用户的最终购买转化率；
- 此外，公司不断进行产品创新，每月推出相应的星座蛋糕，充分利用社交网络进行新品宣传，打造爆款产品；同时在每年特定的节日如母亲节、父亲节、儿童节等进行活动策划，触发与用户之间的情感共鸣，持续强化顾客对公司品牌“贝思客”的认同感。

图表 18 公司团队深谙互联网式的品牌营销



#### 吴滋峰

公司创始人兼CEO吴滋峰先生，毕业于上海大学计算机科学与技术学院工程学士及澳大利亚悉尼工商学院工商管理双学位。

其组建的创业团队具备互联网基因，核心管理层一半以上来自于互联网、网游和手游团队，是一支极具激情梦想、生命力和挑战力的年轻团队，与传统烘焙行业以及其他互联网烘焙企业的人才储备形成鲜明对比。

#### 高琛煜

2013年3月就职于股份公司，现任董事、副总经理。主要分管BD合作。

曾在好耶广告、掌游信息技术及奇虎科技等知名企业担任BD总监。

资料来源：华创证券



#### 4、快：中央工厂+网上订购+冷链配送中心=供应链管理

公司采用“中央工厂+网上订购+冷链配送中心”的供应链条，融入了即时生产零库存模式，并且通过无纸化协同软件，分析用户的购买行为，每天动态预测各区域的云订单配送量，结合地图定位功能实时给用户其配送范围内的云订单，有效执行“新品路测-分次检查-深度冷链-最快2小时云配送-无纸化签收”的配送模式。

图表 19 公司极致化的配送模式

新品路测	分次检查	深度冷链	最快2小时云配送	无纸化签收
<ul style="list-style-type: none"> <li>所有新品上线之前，配送管理总部均须组织新品路测，安排配送站进行新品试配送，以检测新品在配送路程中的产品稳定度，并根据路测结果决定是否返回产品研发部门进行产品改良。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>工厂生产完毕通过质检并进行第一次出厂检查；</li> <li>配送人员根据订单区域分拣，进行第二次检查并装车；</li> <li>配送车将产品运送至各配送站，并由各配送站进行第三次检查；配送员送货之前进行四次检查。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>产品运输途中全程冷链，并对蛋糕盒内的环境温度进行严格监控，以确保运输途中不高于5度，送至客户手中时不高于10度。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>针对部分蛋糕品种，根据历史数据分析，事先在各配送站备少量库存，客服在接到当天“云配送”请求后，第一时间无线联系配送站长，由配送站长分配配送员，完成2小时以内的云配送。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>用户收到蛋糕并确认无误后，在配送员的手机上签收。签收完成后，数据传回后台系统，订单状态自动更新为“已签收”。</li> </ul>

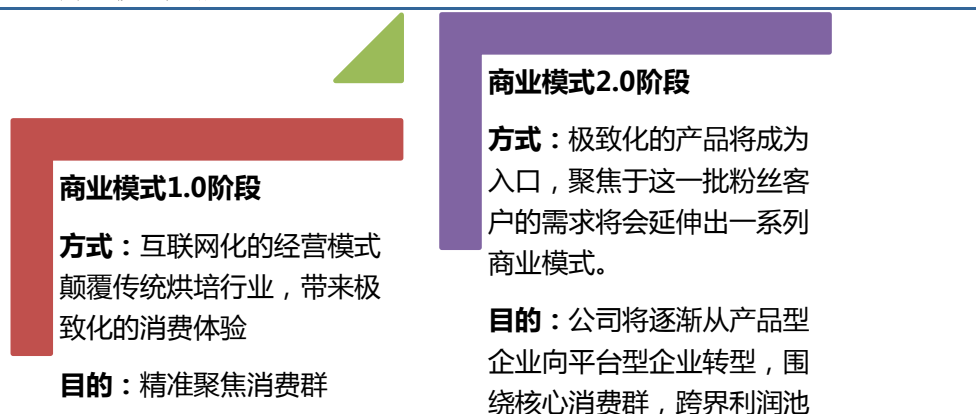
资料来源：华创证券

#### 精准聚焦客户，产品模式向平台模式转型

公司产品聚焦的核心客户群主要是 80 后尤其是 85 后为主，在这个代际的消费者，蛋糕的消费频率并不算低，贝思客凭借其优质的客户体验以及互联网化的营销方式，是非常有希望获取一批高粘度粉丝客户的。

再此之后，我们判断公司的商业模式将进入 2.0 阶段，届时极致化的产品将成为入口，聚焦于这一批粉丝客户的需求将会延伸出一系列商业模式；公司将逐渐从产品型企业向平台型企业转型，外延式潜力巨大。

图表 20 公司的商业模式进阶

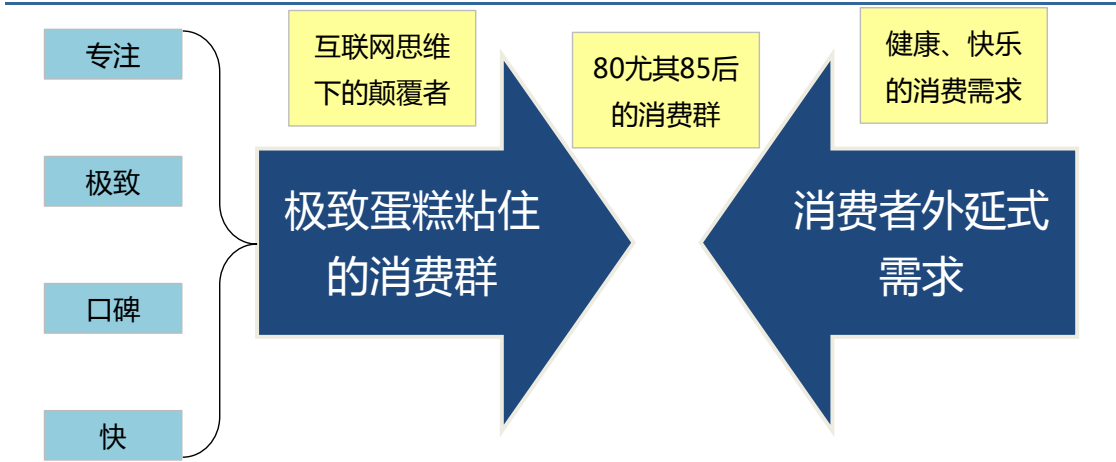


资料来源：华创证券

如果我们再向前展望，登陆资本市场之后，贝思客未来的平台场景，将是双边模式。

- 平台左边，是公司历经多年构建的 80 后消费群体，通过极致化的产品、个性化的体验和互联网化的营销，使其粘性不断提升。
- 平台右侧，是公司通过深度挖掘消费者的外延式需求，延伸出的多层次服务内容。

图表 21 公司未来的平台场景



资料来源：华创证券

图表 22 打造互联网生活服务生态圈是公司未来愿景



资料来源：华创证券

## 盈利预测与估值定价

### 盈利预测

在烘焙产业内，公司作为这条好赛道上的颠覆者，以互联网为工具，以极致化的产品和客户体验为宗旨，成立以来实现了快速成长，商业模式已经逐渐成熟。在登陆新三板这一资本平台后，我们认为公司将进入下一轮的成长期，这个阶段，体现的将是公司模式的可复制性，扩张策略、市场传播策略和线下销售策略的深化、复制和迭代将成为企业成长的动力。

图表 23 公司扩张策略



资料来源：华创证券

图表 24 公司市场传播策略



资料来源：华创证券

图表 25 公司线下销售策略



资料来源：华创证券

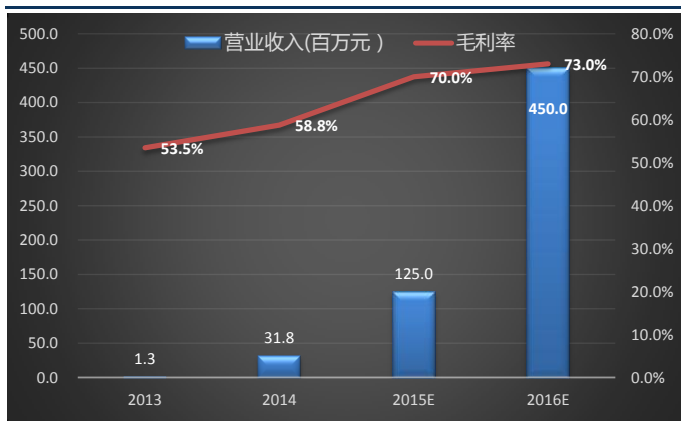
图表 26 公司创新策略



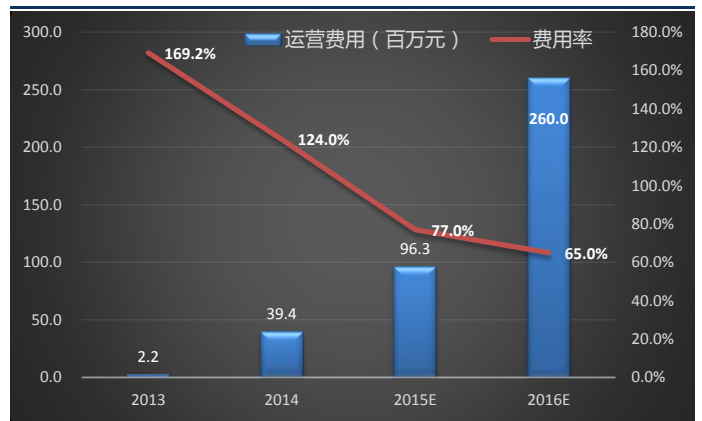
资料来源：华创证券

基于我们的假设条件以及目前企业的经营情况，预测公司 2015-2016 年营业收入分别为 125 百万元和 450 百万元，同比增长分别为 293.64%和 260.00%。近几年由于公司处于早期的业务扩张期，随着员工的增加、办公及生产场所的扩大、市场开拓力度的不断加强，公司费用投入不断增加，固定成本的刚性使得公司的净利润仍为负；我们认为伴随公司规模的逐渐提升，一方面伴随公司议价能力的提升导致单位成本的下降、另一面由于规模效应的逐渐体现导致费用率持续下降，这将使得公司净利润将在 2016 年由负转正，我们根据公司的预期投入判断 2016 年净利润将达到 2000-3000 万元之间。



**图表 27 公司营业收入和毛利率预测**


资料来源：华创证券

**图表 28 公司运营费用和费用率预测**


资料来源：华创证券

### 估值定价和投资建议

公司采用挂牌即做市的转让方式，挂牌前以 30.83 元/股的价格对光大证券和东方证券增发 58.65 万股，募集金额 1808.30 万元，对应公司投后估值（市值）为 3.88 亿元，对应公司 2015 年和 2016 年 PS 分别为 3 倍和 0.86 倍。

考虑到公司商业模式的逐渐成熟，在登陆新三板之后，将逐渐开始进入规模化复制阶段，进入新一轮的快速成长期；并且我们判断伴随规模的扩大，2016 年将是公司净利润和现金流由负转正的拐点，届时将具备更强的抗风险能力。基于此，我们给予公司 2016 年 2.5-3.0 倍 PS 的估值，第一目标市值 12-14 亿，建议投资者积极关注。

## 环保组分析师介绍

华创证券首席分析师：邱正

美国马里兰大学金融硕士，中国农业大学经济学学士，曾就职中科招商，2015年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	王勇	销售经理	010-66500817	wangyong@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	张弋	销售助理	010-66500809	zhangyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	林芷璇	销售助理	0755-88283039	linzhiwan@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-31118832	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-31180590	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-31118835	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-31217102	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-31217101	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-31217101	fanjie@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-31118830	shilu@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东东方路 18 号 保利广场 E 栋 1201 室华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-31219530
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-31117792