

手乐电商(835491)
高速成长的互联网烘焙美食专家
基本数据

2016年6月7日	
收盘价(元)	23.99
总股本(万股)	3481
流通股本(万股)	167
总市值(亿元)	8.35
每股净资产(元)	1.62
PB(倍)	14.8

财务指标

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1.3	31.6	121.5	260.0	364.0
净利润(百万元)	-1.51	-21.4	-10.0	3.0	17.8
毛利率	53.5%	58.8%	69.5%	70.0%	70.0%
净利率	-115.2%	-67.5%	-8.2%	1.1%	4.9
ROE	-127.6%	-290.2%	-127.56	5.3%	30%
EPS(元)	-1.05	-3.75	-1.05	0.09	0.51

公司是国内新兴的互联网+蛋糕零售品牌，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。

行业快速发展，成长空间巨大。受益于消费升级，烘焙蛋糕市场快速发展。在国内烘焙产品的销售结构中，蛋糕占比最大且较为稳定，同时增速最快。从人均消费来看仍远远落后世界主要发达国家，发展潜力依然巨大。行业集中度较低，随着竞争升级和品牌变革，注重产品品质和消费者体验的优质企业将在未来的行业洗牌中胜出。

公司经营战略明确，有望实现高速成长。公司当前经营模式十分有竞争力。公司专注于健康理念，口味特色贴合主流消费群体需求，以高端形象示人，品牌塑造基本成功。同时定价策略非常有竞争力。公司实现了以上海为中心，向华东地区多个城市以及北京、天津等一线城市的市场拓展。在 B2C 模式下，有望以低成本实现现有成功模式的复制，实现高速成长。

盈利预测

预测公司 2016~2017 年归属于上市公司股东的净利润分别为 297.3 万元、1775.8 万元，每股收益分别为 0.09 元、0.51 元，2016 年 6 月 7 日收盘价对应于公司 2016、2017 年动态市盈率分别为 266.6 倍、47 倍。

风险提示

食品质量安全风险，消费者喜好变化风险，新产品推广和新市场拓展风险，规模扩张带来的管理风险。

研究员 李菲菲

lifefei@wtneeq.com

010-85715117



目 录

■ 公司概况	1
■ 行业快速发展、成长空间巨大	2
■ 战略明确，有望实现高速增长	5
■ 收入规模爆发增长，16 年有望扭亏为盈	7
■ 盈利预测	9
■ 附表	10

图表目录

图表 1 公司经典爆款产品极地牛乳.....	1
图表 2 中、美、法、日烘焙市场总体规模比较.....	2
图表 3 中国烘焙市场按产品类型划分的市场规模（单位:百万元）	2
图表 4 中国人均烘焙食品消费量逐年增长（kg）	3
图表 5 中国（内地）人均烘焙食品消费量.....	3
图表 6 2012~2018 中国移动市场购物规模.....	4
图表 7 烘焙产品线上销售额占整体销售额比重.....	5
图表 8 贝斯客、21cake 和 mcake 热门商品价格对比.....	6
图表 9 2013-2015 年手乐电商收入、利润情况	7
图表 10 手乐电商（2013~2015）综合毛利率.....	8
图表 11 公司 2013~2015 期间费用一览表.....	8
图表 12 公司 2013~2015 期间费用占营业收入比率.....	8

■ 公司概况

手乐电商成立于 2011 年 7 月，2015 年 1 月登陆新三板。公司立足于互联网烘焙蛋糕领域，通过线上 B2C+线下 B2B 的 O2O 模式实现烘焙蛋糕的全渠道销售。

公司旗下烘焙蛋糕品牌贝思客，主打中高端市场。目前，以上海为中心，公司的业务布局已延伸至华东地区多个城市以及北京、天津等一线城市。

公司产品主要分为“卡思客系列”和“极致系列”两大类。“卡思客系列”是公司的经典蛋糕产品，秉承德国健康烘焙理念，精选高品质原料，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、极致马卡龙等。

下图为公司经典爆款产品极地牛乳，总销量已接近 50 万份。

图表 1 公司经典爆款产品极地牛乳



资料来源：公司网站

公司的销售模式分为线上 B2C 模式和线下 B2B 模式。

(1) 线上 B2C 模式

线上模式以个人客户为主，包括 PC 端销售（公司官网）和无线端（微网站、微信、微博、APP）。

PC 端订单主要来源于公司官方网站（www.bestcake.com），以 SEO 来提升自然流量，依据用户搜索和浏览习惯，进行大数据分析，从而提升用户感受度和重复购买率；以 SEM 带起网站流量并且监测投放数据风向标，根据风向标设置流量端投放广告计划的设置和定向，从而得到更低的新用户获取成本、更高的重复购买率、达到更高的订单转化率。

无线端以微营销、口碑营销、时间营销及粉丝营销作为主要推广手段，传播公司品牌“贝思客”的各种差异化服务，使“贝思客”在粉丝群中以几何倍数的传播速度扩散，获取大量的品牌曝光度和关注度，实现最大的订单转化率及重复购买率。

(2) 线下 B2B 模式的蛋糕销售（以企业客户为主）

公司的线下销售主要是通过销售代金卡进行。公司地推团队以线下试吃、产品推广、理念传递、品质工艺讲解等营销方式，通过集采、公司福利、公司礼品、资源互换、会务、宴请、接待等多种销售渠道，拜访客户并将公司产品与客户需求相对接，从而形成稳定的企业客户订单。

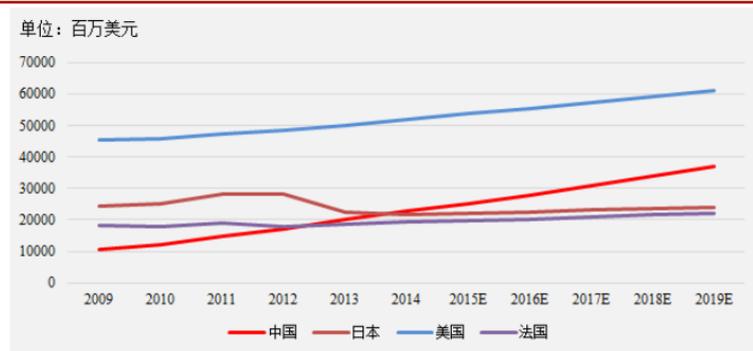
■ 行业快速发展、成长空间巨大

● 受益消费升级，烘焙蛋糕市场快速发展

烘焙食品于 20 世纪 80 年代从香港台湾地区引入中国大陆，随着中国经济的增长，居民消费升级，以及西方食品、原料和技术的进入，我国的烘焙行业从 20 世纪末开始呈现出快速发展的趋势。目前我国烘焙市场工业产值已超过 2000 亿元，国内零售端规模 1600 亿元，即使在 15 年宏观经济整体下行时，增速依然维持在 10% 以上。据 Euromonitor 的统计，预计 2019 年将增长至 370.13 亿美元，年复合增速达 10.1%。

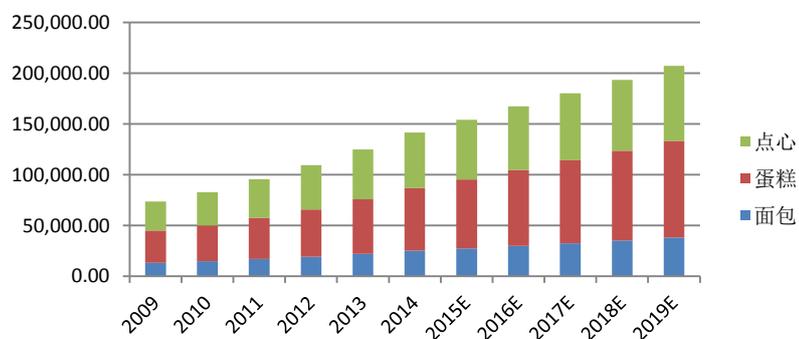
在国内烘焙产品的销售结构中，蛋糕占比最大且较为稳定，同时增长速度最快。2014 年，中国烘焙市场中的蛋糕销售达 617 亿元，约占烘焙市场总量的 43.60%，过去五年复合增速为 14.17%。

图表 2 中、美、法、日烘焙市场总体规模比较



资料来源：Euromonitor

图表 3 中国烘焙市场按产品类型划分的市场规模 (单位: 百万元)



资料来源：Euromonitor

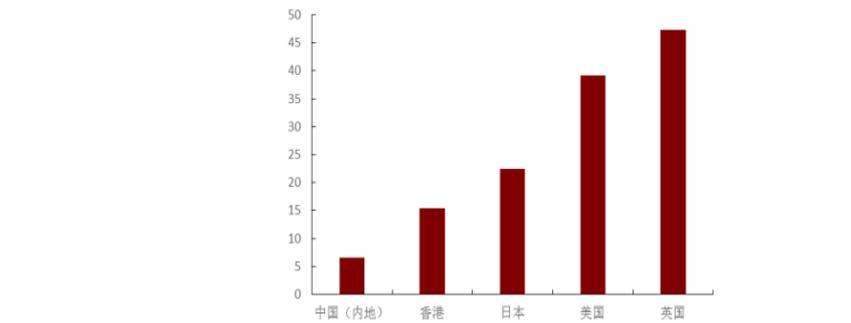
虽然经过多年的快速发展，但中国烘焙行业的市场空间仍然很大。从人均消费的角度来看仍远远落后世界主要发达国家。中国（内地）人均烘焙食品消费量已经从 2006 年的 3.6kg 增长为 2015 年的 6.6kg，但相对于同处亚洲消费习惯相近的香港（人均 15.4kg）和日本（人均 22.5kg）仍然较小，发展潜力依然巨大。预计未来五年中国烘焙市场继续维持高增速。

图表 4 中国人均烘焙食品消费量逐年增长（kg）



资料来源：Euromonitor、招商证券

图表 5 中国（内地）人均烘焙食品消费量



资料来源：Euromonitor、招商证券

● 行业集中度低、优质企业市场占有率有望进一步提高

中国烘焙行业发展迅速且市场竞争激烈，参与其中的企业多而杂，尚未形成真正的全国性品牌。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。本土品牌中知名度较高的好利来虽开业早，受益烘焙行业发展初期的成长红利，但每年 20 亿元左右的销售额在整个市场的占比仍然很小。

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。该品类的销售额占市场总量的 70% 以上，但均各自占地为王，难以形成统一品牌。

从烘焙行业较为成熟的日本市场来看，日本烘焙行业市场集中度较高，2015年，日本烘焙行业市场份额第一的山崎占比为36%，第二的日清食品为18%，二者合计超过50%，前五大公司的市场份额之和高达88%。

中国烘焙行业目前市场集中度则非常低，市场份额靠前的桃李面包、克里斯汀、85度C等企业，合计占比不足10%。未来随着竞争升级和品牌变革，注重产品品质和消费者体验的优质企业将在未来的行业洗牌中胜出。

● 东西部差距缩小，二三线城市未来增长潜力较大

烘焙食品行业具有明显的区域性特征，企业分布东部多西部少，这主要是因为东部经济相对发达，城市化进程较快，消费者购买能力较强，且城市开放程度较高导致民众受西点影响较大，对西式饮食的接受程度也较高。因此，以上海为代表的东部城市的烘焙食品行业较为发达，而西部地区由于经济相对落后，居民消费能力有限，无论是烘焙企业的规模还是数量都远远落后于东部地区。

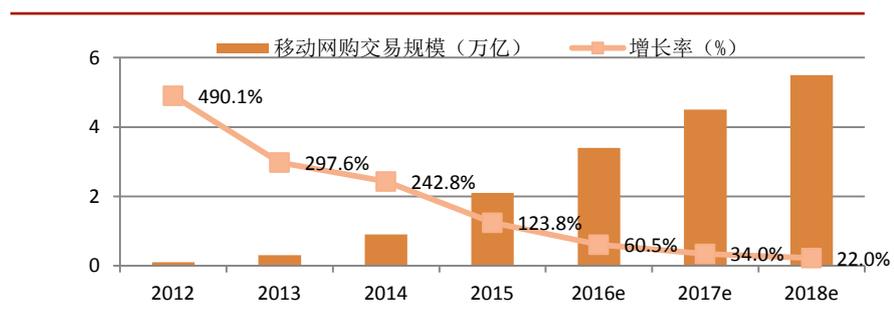
随着西部地区经济的快速崛起，烘焙食品行业的东西部差距正在逐渐缩小，东部地区的烘焙食品行业经多年发展已趋于饱和，企业纷纷转向中西部的二三线城市下沉渠道，大力布局广阔的西部市场。据预测，未来二三线城市的烘焙市场容量增速将达到30%。

● 互联网时代颠覆消费习惯

互联网的产生使得人们的消费习惯逐渐从线下转移到线上，截至2015年12月，中国网民规模达6.88亿人，其中网购用户规模达到4.13亿，比例高达六成。商务部统计数据显示，2015年全国网络零售交易额为3.88万亿元，同比增长33.3%，其中实物商品网上零售额为3242.4亿元，同比增长31.6%，高于同期社会消费品零售总额增速20.9个百分点，占社会消费品零售总额（300931亿元）的10.8%。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开始爆发。艾瑞咨询最新数据显示，2015年中国移动网购市场交易规模达2.1万亿元，同比增长123.8%，增速远高于中国网络购物整体增速（2015年中国网络购物市场交易规模为3.8万亿元，较去年同期增长36.2%）。

预计未来几年，中国移动网购仍将保持较快增长，2018年移动网购市场交易规模将超过5万亿元。移动端的随时随地、碎片化、高互动等特征，让移动端成为纽带，助推网购市场向“线上+线下”发展。

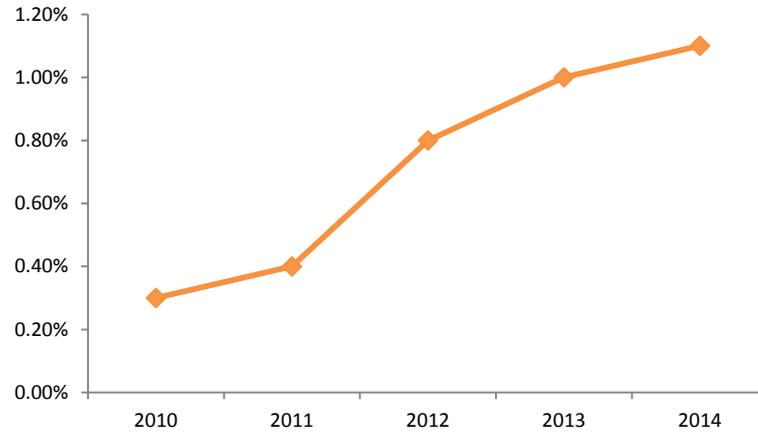
图表6 2012~2018 中国移动市场购物规模



资料来源：艾瑞咨询

虽然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。

图表 7 烘焙产品线上销售额占整体销售额比重



资料来源：艾瑞 Euromonitor

■ 经营战略明确，有望实现高速增长

● 专注于健康理念

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体验，专注于健康的个性化蛋糕品牌已经成为公司标签。

● 口味特色贴合主流消费人群需求

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。

贝斯克发端于国内甜品重镇上海，14 年在上海业绩爆发式的增长与其口味特色迎合主流消费人群有直接关系。在大众点评，贝斯克的口碑不错，口味和服务得分均在 7.5 以上，很多人都将其与主打工匠模式的高端蛋糕品牌 21cake 做比较。

● 有竞争力的定价策略

在高端蛋糕行业里，mcake 和 21cake 等的价格比贝斯克稍高。公司产品针对主流消费群体（80、90 后）定价策略主打“性价比”。目前贝斯克、21cake 和 mcake 热门产品定价见图表 8。贝斯克的定价采取的是跟随策略，相对于 21cake 和 mcake，贝斯克在价格更有竞争力。

图表 8 贝斯客、21cake 和 mcake 热门商品价格对比

商家	热门产品	定价（元）
贝斯客（手乐电商）	极地牛乳 	168/1.2 磅
21cake	黑白巧克力慕斯 	198/1 磅
mcake	蓝莓轻乳拿破仑 	198/1 磅

资料来源：商家网站

● 利用大数据提升客户体验

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，提供个性的蛋糕服务。

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，物流站点接收处理订单配送，用户接收蛋糕签字，数据传送云系统，订单完成。整个过程无纸化，不仅环保而且预防了订单信息丢失造成的损失。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。

● 互联网时代的口碑营销

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。

公司以“诚信经营、保证售后”为经营理念，对所售产品承诺 72 小时无理由退款服务，获得广大用户尤其是 80 后、90 后客户的好评。

● 积极的扩张策略

公司采取了积极的扩张策略，从公开转让说明书公布的数据来看，短短两年已经在 6 个城市布局。实现了以上海为中心，向华东地区多个城市以及北京、天津等一线城市的市场拓展。公司未来将依托于现有市场，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。

- **有望高速增长**

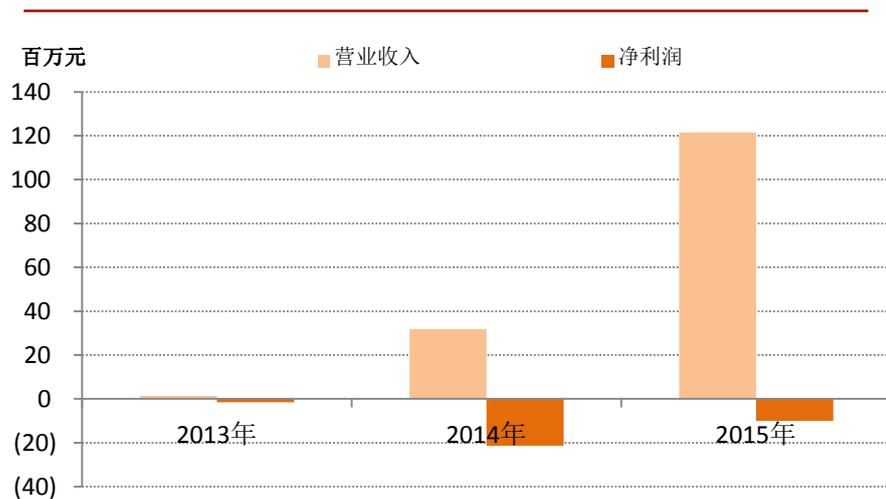
综上所述，公司当前战略思路明确，经营模式有竞争力。专注于健康理念，口味特色贴合主流消费群体需求，以高端形象示人，品牌塑造基本成功。同时定价策略非常有竞争力。公司的经营战略切合消费升级的概念，实现了以上海为中心，向华东地区多个城市以及北京、天津等一线城市的市场拓展。

在 B2C 模式下，有望以低成本实现现有成功模式的复制，实现高速增长。

■ 收入规模爆发增长，16 年有望扭亏为盈

- **营业收入大幅度增长，亏损幅度收窄**

图表 9 2013-2015 年手乐电商收入、利润情况



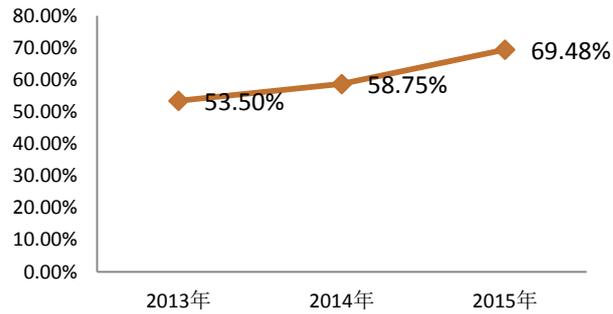
数据来源：公开转让说明书，公司 2015 年报

2015 年，公司实现营业收入 1.2 亿元，较上年同比增长 283%，实现净利润-998 万元，较上年同比收窄 53%；公司战略布局进一步明确和强化，巩固了公司在华东地区烘焙市场的地位，步入互联网烘焙行业的第一方阵。

- **毛利率稳步提升**

随着业务规模的扩大，公司经营的规模效应将得到进一步体现；同时，随着公司市场地位的逐步稳固，其单位售价也将逐步提升。公司的综合毛利率指标从 2013 年的 53.50% 增至 2014 年的 58.75%，并进而提升至 2015 年的 69.48%。

图表 10 手乐电商（2013~2015）综合毛利率



数据来源：公开转让说明书，公司 2015 年报

● 期间费用率降低

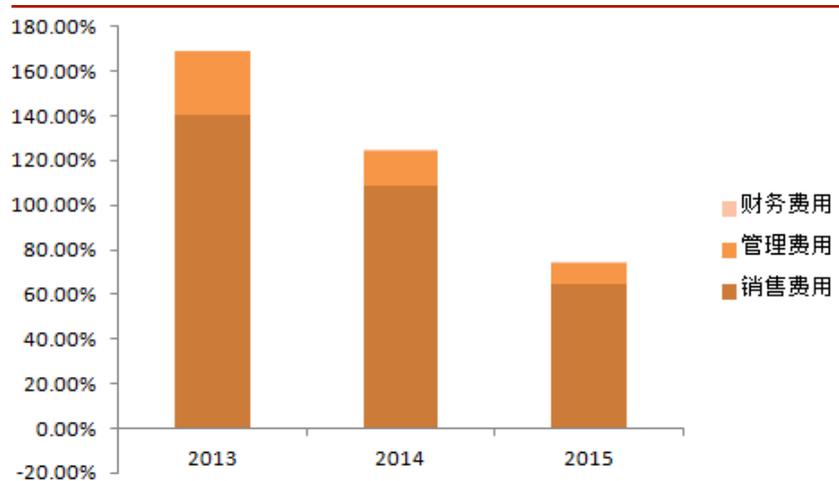
业务扩张中的费用支出是公司持续亏损的重要因素，对此，公司通过事前计划、事中审核、事后考核对其主要费用进行全过程的持续严格管控，从而使得公司主要费用率逐期降低。

图表 11 公司 2013~2015 期间费用一览表

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额 (百万元)	占营业收入 (%)	金额 (百万元)	占营业收入 (%)	金额 (百万元)	占营业收入 (%)
销售费用	78.67	64.75	34.49	108.62	1.83	140.28
管理费用	10.58	8.71	4.86	15.3	0.38	29
财务费用	0.16	0.13	0.04	0.12	(0.001)	(0.05)
期间费用合计	89.41	73.59	39.39	124.04	2.21	169.22

数据来源：公开转让说明书，公司 2015 年报

图表 12 公司 2013~2015 期间费用占营业收入比率



数据来源：公开转让说明书，公司 2015 年报

- 线上线下均衡发展，2016 有望扭亏为盈

近几年由于公司处于飞速业务扩张期，随着公司规模增大，人员、办公及生产场所的扩大，市场开拓力度的加强，各项费用增加较大。因此尽管公司主营业务毛利率水平较高，但依然净利润为负。

随着公司品牌影响扩大，口碑效应的沉淀，公司销售费用率有望降低。新拓展市场逐步进入收获期，各项费用降低。另一方面由于规模效应，公司毛利率存在进一步提升的可能。2016 年公司有望扭亏为盈。

- 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司 2016~2017 年归属于上市公司股东的净利润分别为 297.3 万元、1775.8 万元，每股收益分别为 0.09 元、0.53 元，2016 年 6 月 7 日收盘价对应于公司 2016、2017 年动态市盈率分别为 266.6 倍、45.3 倍。

■ 附表

盈利预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1.31	31.75	121.50	260.01	364.02
营业总成本(百万元)	2.82	53.25	132.39	256.10	340.34
营业成本(百万元)	0.61	13.10	37.09	77.88	109.04
营业税金及附加(百万元)	0.00	0.76	5.74	12.22	17.11
销售费用(百万元)	1.83	34.49	78.67	143.01	182.01
管理费用(百万元)	0.38	4.86	10.58	22.62	31.67
EBIT(百万元)	(1.52)	(21.45)	(10.58)	4.28	24.19
财务费用(百万元)	(0.00)	0.04	0.16	0.35	0.50
资产减值损失(百万元)	0.00	0.01	0.15	0.16	0.18
投资收益(百万元)	0.01	0.03	0.15	0.17	0.20
营业利润(百万元)	(1.51)	(21.46)	(10.74)	3.92	23.68
营业外收入(百万元)	0.00	0.02	1.00	0.00	0.00
营业外支出(百万元)	0.00	0.00	0.28	0.00	0.00
利润总额(百万元)	(1.51)	(21.45)	(10.02)	3.92	23.68
减:所得税费用(百万元)	0.00	(0.00)	(0.04)	0.94	5.92
净利润(百万元)	(1.51)	(21.44)	(9.98)	2.97	17.76
归属于母公司股东的净利润(百万元)	(1.51)	(21.44)	(9.98)	2.97	17.76
EPS(元)	-1.00	-3.75	-1.05	0.23	1.38

【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。

北京梧桐理想资本管理有限公司

公司地址:北京市朝阳区东四环中路41号7层

电 话:010-85715117

传 真:010-85714717

电子邮件:wtlx@wtneeq.com

