

2020年07月20日

证券研究报告·公司研究报告

如涵控股 (RUHN.O) 互联网零售

持有 (首次)

当前价: 3.50 美元

目标价: ——美元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 业务转型盈利开放, 平台模式有女初长成

### 投资要点

- **公司概况: 公司是网红孵化营销 MCN 龙头企业, 业务成功转型平台模式优势显著。**公司自成立以来深耕网红电商领域, 为电商网红提供孵化与营销服务, 现业务重心也逐渐从全方面模式 (自营) 转平台模式, 积极探索实现平台模式业务拓展。自 2017 年着力平台模式业务, 以“网红+孵化器+供应链”的经营模式, 规模体量优势逐渐凸显。目前平台模式业务已成为公司业绩中坚力量, 预计未来实现大幅超越公司原业绩第一主力自营业务。
- **公司财务向好有望实现规模盈利, 公司平台模式业务表现亮眼。**2020 财年公司营收同比增长 18.5%, 归母扣非净利润亏损 0.9 亿元, 毛利率提升 6.5pp, 平台模式业务表现强劲。公司归母净利润亏损缺口加大, 主要归结于非现金性股权激励摊销费用和排他权无形资产摊销, 全年总计近 0.8 亿元。扣除该类费用, 公司整体财务状况向好, 经调整归母公司净亏损收窄 81%, 且经营现金流转正。随疫情好转, 预计公司总收入净额将增长至 13.2 亿元, 有望实现规模盈利。
- **盈利模式落实开放, 核心聚焦平台化。**公司正向第三方商家营销服务方面进行大范围开放, 实现红人和公司商业价值最大化, 现已经成为公司营收的主要增长来源。公司从 2016 年初打造自家带货转到其他品牌带货的轻资产模式运作, 使得其供应链的库存周期变低, 叠加第三方合作模式成本相对较低提高了利润空间, 2020 财年平台业务实现毛利占比 35.2%。
- **自营平台双轨发展, 三“链”一体运满生机。**平台业务模式下多种变现渠道并进, 联营店铺、轻店铺、电商直播带货以及品宣广告等, 公司开启多元化发展, 并致力于打造 AI 技术驱动的技术平台。其中, 2019 财年下半年启动的淘宝轻店铺占平台服务总收入 20%, 成为公司业务的中坚力量。公司自营模式的网红数量和线上店铺规模减少, 整体运营效率相对提高。公司融合红人供应链、产品供应链、品牌供应链, 具有稳定网红输出、吻合主流需求、针对性变现的商业能力, 期待后续平台模式业务增长。
- **盈利预测与投资建议。**我们预测公司 2020-2022 年营收分别为 15.99/19.0/22.7 亿元, 归母净利润分别为 975/6040/12397 万元。网红经济行业持续景气, 公司在网红孵化营销领域处于龙头地位, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 平台模式业务发展不及预期; 平台竞争内容成本提升风险; 头部网红议价过高流量成本提升风险。

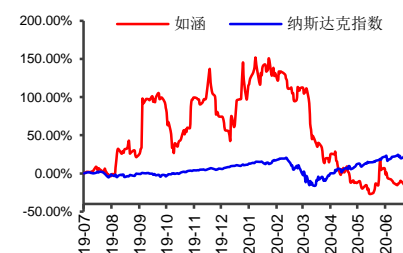
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	1295.85	1599.20	1902.50	2266.46
增长率	18.51%	23.41%	18.97%	19.13%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-92.49	9.75	60.40	123.97
增长率	-26.27%	110.54%	519.66%	105.26%
每股收益 EPS	-1.10	0.12	0.72	1.47
净资产收益率	-7.81%	0.82%	4.81%	8.99%
PE	-22.32	211.76	34.17	16.65

数据来源: 公司资料, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
 执业证号: S1250517080002  
 电话: 023-67511807  
 邮箱: cxin@swsc.com.cn  
 联系人: 张闻宇  
 电话: 021-58351917  
 邮箱: zwy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	4.21
流通海外股(亿股)	2.44
52周内股价区间(美元)	2.49-9.6
总市值(亿美元)	2.95
总资产(亿美元)	2.02
每股净资产(美元)	0.40

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 “直播+X”模式分散格局，电商转型创造 101 赛道.....	1
2 公司概况：公司是网红孵化营销 MCN 龙头企业，业务成功转型平台优势显著.....	2
3 自营平台双轨发展，三链一体运满生机.....	5
4 造星一条龙服务打造国内领头网红厂商.....	7
5 盈利预测.....	8
6 相对估值.....	9
7 风险提示.....	9

## 图 目 录

图 1: 网红经济的规模 (亿元) 和分类 .....	1
图 2: 2013-2022 中国互联网 KOL 电子商务市场规模 (亿元) .....	1
图 3: 直播各大赛道情况 .....	2
图 4: 公司独家网络红人 .....	2
图 5: 公司业务范围图 .....	2
图 6: 公司 2016-2019 年营业收入及增速 (亿元) .....	3
图 7: 公司 2016-2019 年归母净利润情况 (亿元) .....	3
图 8: 公司 2016-2019 年经营活动现金流量情况 (亿元) .....	3
图 9: 公司 2016-2019 年费用率情况 .....	3
图 10: 公司 2019 年主营业务收入结构情况 .....	4
图 11: 公司 2016-2019 年主营业务收入结构情况 .....	4
图 12: 公司 2019 年主营业务毛利占比结构情况 .....	5
图 13: 公司 2016-2019 年业务毛利占比情况 .....	5
图 14: 公司 2016-2019 年公司销售毛利率变化情况 .....	5
图 15: 公司 2016-2019 年主营业务毛利率情况 .....	5
图 16: 公司 2016-2019 年公司 KOL 数量情况 (位) .....	6
图 17: 公司 2016-2019 年公司 GMV 情况 (亿元) .....	6
图 18: 公司 2016-2019 年公司平台 KOL 数量情况 (位) .....	6
图 19: 公司 2017-2019 年公司单季 GMV 情况 (亿元) .....	6
图 20: 公司三链一体示意图 .....	7
图 21: 公司四项优势示意图 .....	7
图 22: 公司网红挖掘签约简要流程图 .....	8
图 23: 公司专业课程培训体系情况 .....	8
图 24: 公司旗下网红莉贝琳红人特点简介 .....	8
图 25: 莉贝琳的粉丝画像 .....	8

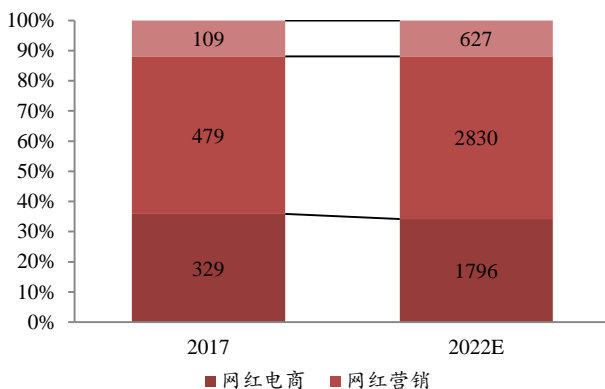
## 表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率 .....	9
表 2: 可比公司估值 .....	9
附表: 财务预测与估值 (公司 2019 财年现金流量表数据为预测数) .....	10

## 1 “直播+X”模式分散格局，电商转型创造 101 赛道

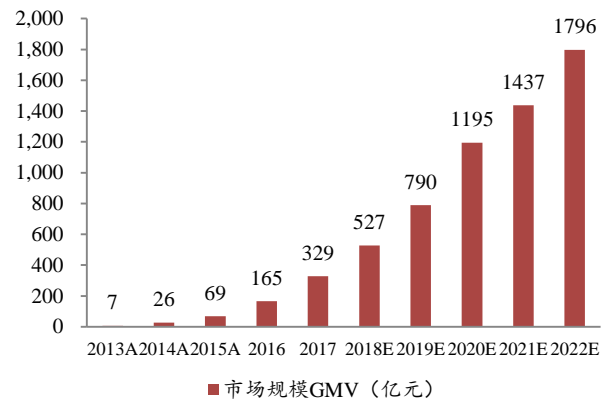
**网红经济井喷式增长，电商直播迎红利期。**在移动设备渗透率增加和社交媒体普及的推动下，中国的互联网 KOL 经济在 2013 年至 2017 年间实现了 181.5% 的复合年增长率。在 2013 至 2017 年间的井喷式增长结束之后，互联网 KOL 经济的扩张很可能在货币化途径多样化的推动下持续，从 2017 年至 2022 年预计扩张速度将下降，年复合增长率将保持 41.8% 的上升态势。作为电商生态一环领军企业，公司处在网红经济的风口上，享受着行业快速发展的红利，公司的业务主要由互联网 KOL 电子商务及广告营销服务组成，预计公司市场规模将从 2017 年的 808 亿元增加至 2022 年的 4626 亿元。

图 1：网红经济的规模（亿元）和分类



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

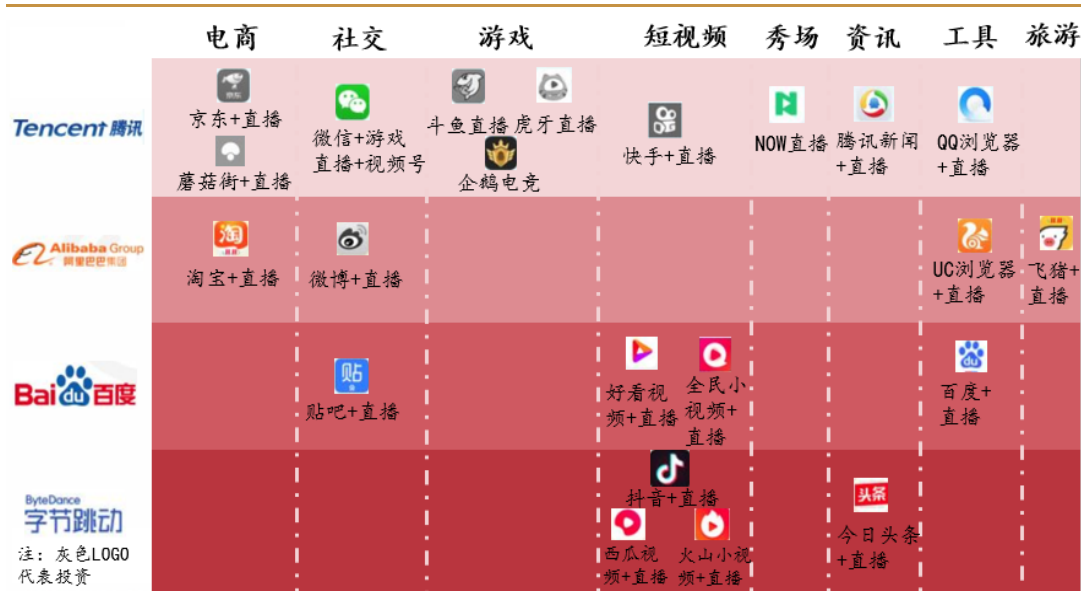
图 2：2013-2022 中国互联网 KOL 电子商务市场规模（亿元）



数据来源：中国产业信息，西南证券整理

**直播赛道百花齐放，网红量产化确定性提升。**随着注意力经济时代到来，各大平台布局“直播+”带货模式进一步弱化阿里系“一家独大”格局，快速扩张期阶段更多的呈现“去中心化”特征，且网红需求总量的阶段性爆发下直播市场尚未饱和，未来网红量产化确定性提升。目前直播边界渗透进教育、旅游甚至社交之中，直播赛道各大平台抢占内容流量入口，与电商实现优势互补。直播实现了电商从“货与人”向“人与人”的转变，主播作为货与消费者之间桥梁，向用户做商品讲解，带货“种草”模式应运而生。越来越多的平台创造新的购物直播场景意味着网红的渠道选择变得更多，网红不仅可以选择电商进行直播带货，还可以通过工具、短视频等流量平台切入业务，实现流量商业更大化。

图 3: 直播各大赛道情况



数据来源: QuestMobile, 西南证券整理

## 2 公司概况: 公司是网红孵化营销 MCN 龙头企业, 业务成功转型平台优势显著

如涵控股是中国网红电商第一股, 电商网红孵化与营销平台, 以“网红+孵化器+供应链”的经营模式, 致力于为更多品牌品效合一。作为阿里巴巴集团唯一入股的 MCN (Multi-Channel Network) 机构, 至今, 如涵控股共签约 168 名活跃于中国主流社交媒体平台的 KOL (Key Opinion Leader), 覆盖 2.06 亿粉丝群体, 已在红人孵化数上稳居行业第一。

图 4: 公司独家网络红人



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

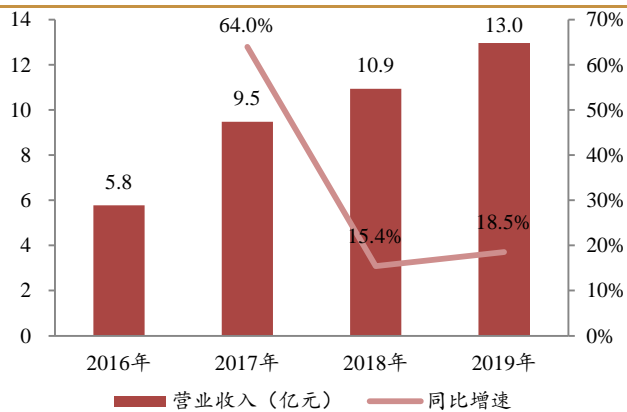
图 5: 公司业务范围图



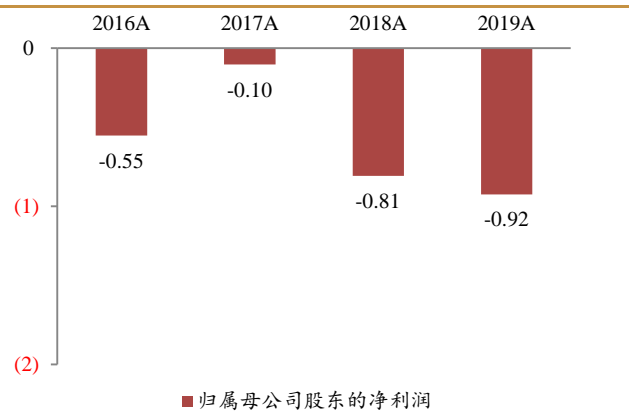
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司业绩状况: 2020 财年 (指截至 2020 年 3 月 31 日的财年) 公司营业收入实现 13 亿元, 同比增长 18.5%; 实现归母扣非净利润亏损 0.9 亿元; 2020 财年 Q4 公司实现营业收入 2.3 亿元, 与去年同期基本持平, 实现归母扣非净利润亏损 0.3 亿元。2020 财年公司基于 GMV 增长业绩稳定上升, 但归母净利润亏损缺口加大, 主要系非现金性股权激励摊销费用

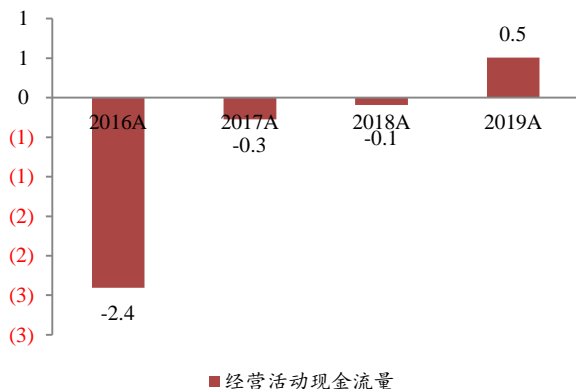
和排他权无形资产摊销, 全年总计近 0.8 亿元, 同时, 第四季度公司产品制造、物流及第三方品牌合作均受疫情负面影响。公司整体财务状况向好, 经调整归于母公司净亏损大幅收窄 81%, 且经营现金流转正。随着疫情数据好转, 公司业务逐渐恢复, 预计 2021 财年平台业务收入达 5.2 亿元左右, 同比增长率为 72%, 总收入净额将增长到人民币 13.2 亿元, 全年有望实现规模盈利。

**图 6: 公司 2016-2019 年营业收入及增速 (亿元)**


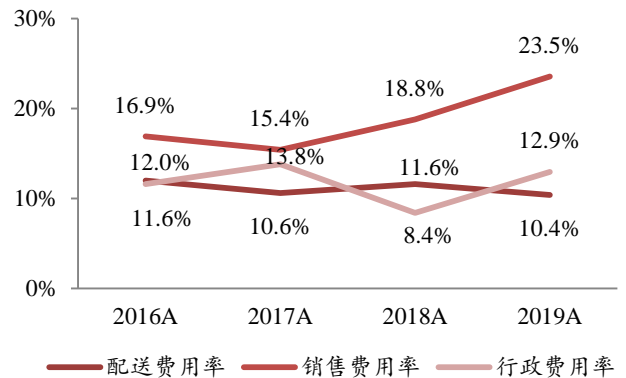
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 7: 公司 2016-2019 年归母净利润情况 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 8: 公司 2016-2019 年经营活动现金流量情况 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 9: 公司 2016-2019 年费用率情况**


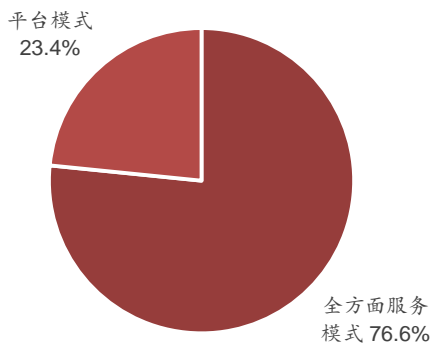
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司主营业务结构: 从营收结构来看,** 公司收入主要来自全方位服务模式即自营 (Full-service model) 占比约 77%, 主要是服装类, 而平台模式 (Platform model) 收入占比约 23.4%。自 2017 年来, 公司主营收入快速增长的情况下, 自营模式占比从 99.1% 下降至 76.6%, 目前仍然是公司营收的主要来源; 平台模式占比从 0.9% 持续提升至 23.4%, 主要系公司着力发展从自营转平台, 从平台到开放的战略, 平台模式下 KOL 贡献 GMV 占比持续攀升。**从毛利占比结构来看,** 自营毛利占比约 65%, 平台模式毛利占比约 35%, 其中平台模式毛利占比从 1.3% 攀升至 35.2%, 可见平台模式已是公司营收及利润增长的核心动力。

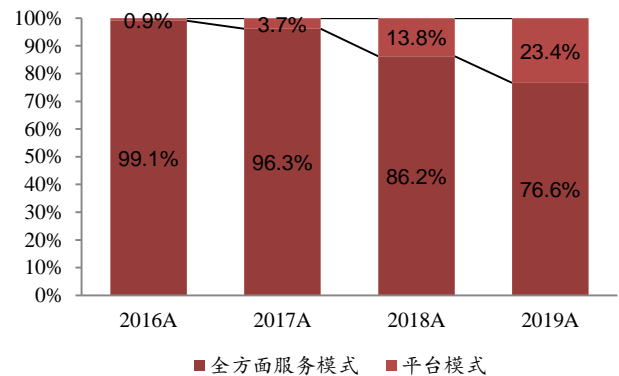
**全方面服务模式,** 公司整合电子商务价值链从产品设计和采购、在线商店运营到物流和售后服务等关键价值链, 通过全方位的服务模式实现了网红生态体系的商业化。公司在第三方电子商务平台上拥有和运营网店, 其中大部分以如涵旗下网红的名义开设, 并通过向消费者在线销售自主设计的产品, 特别是向公司管理的网红社交媒体账户的粉丝销售产品来创

收。2020 财年实现营收 9.9 亿元，同比增长 5.3%，毛利率增加 4.4pp，主要系直播电商行业规模持续高增的加持下，线上订单量提高带动了此类业务收入，全方面服务模式下的网红和线上商店由多到精整体运营效率提高，相应提升了全方面服务模式的毛利率。公司手握众多具有一定粉丝量的网红资源，与微博、快手、抖音、B 站等平台达成战略合作，将发起更多网红助力计划，电商直播订单有望迎来加速增长。

**平台模式**，为品牌和其他商家提供网红销售和广告服务。公司将旗下网红与第三方网店和商家联系起来，以推广在第三方网店销售的产品，或者在网红的社交媒体空间向第三方商家提供广告服务。这种新模式使公司能够以更轻资产的方式运作，并与更多类型的网红和品牌合作。2020 财年实现营收 3 亿元，同比增长 101%，毛利率增加 2.3pp，主要系签约孵化的红人变现方式丰富及业务覆盖面扩大，有效提高了品牌服务能力。孵化成熟的网红在向第三方商家开放后，其商业价值快速上升带动了此模式下的业绩增长，而在现成的内部团队资源投入相对稳定较少下，毛利率也快速爬坡。自公司在 2017 年引入平台模型业务以来，平台模式业务发展强劲，已成为公司业绩持续增长点。

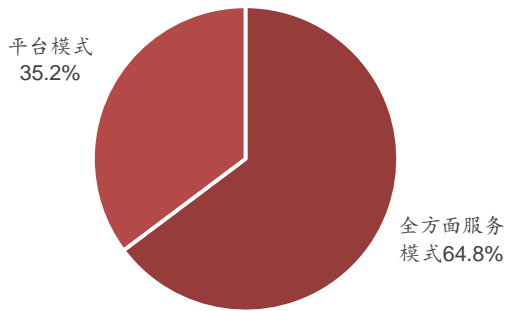
**图 10：公司 2019 年主营业务收入结构情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

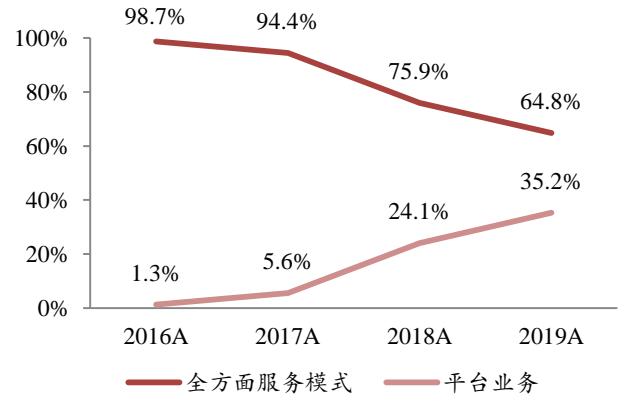
**图 11：公司 2016-2019 年主营业务收入结构情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

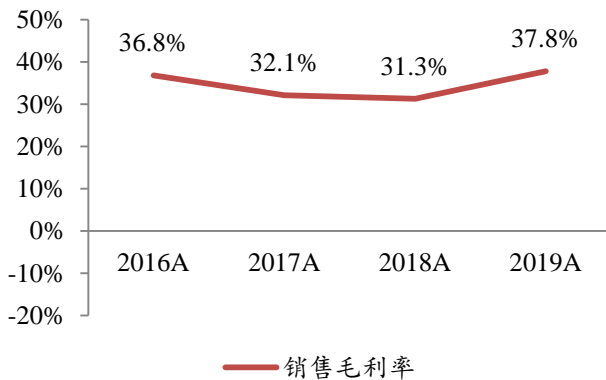
**公司毛利率情况：**公司 2017 年至 2020 年销售毛利率为 36.8%、32.1%、31.3%、37.8%。由于 2016 年网红电商开始井喷式发展，其基数效应明显，2017 年之后毛利率水平整体呈现上升趋势，主要系公司业绩增长中坚力量平台业务毛利较高且平台模式业务收入占比持续上升带动了整体毛利率增长，公司的盈利结构也得到进一步的优化。伴随后续平台模式业务的持续发展，未来的 12 个月平台业务毛利预计贡献 50%，营收占比预计达 40%，长期有望达 70%。

**图 12: 公司 2019 年主营业务毛利占比结构情况**


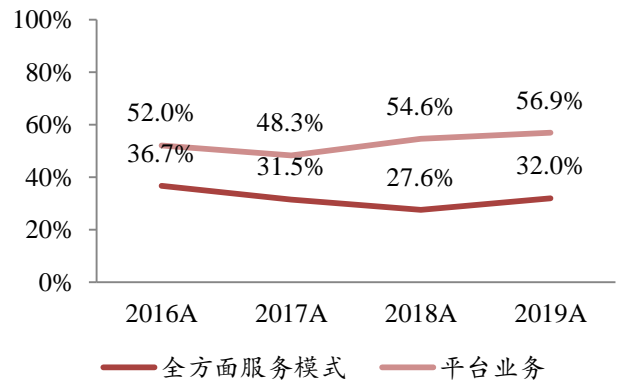
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 13: 公司 2016-2019 年业务毛利占比情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 14: 公司 2016-2019 年公司销售毛利率变化情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 15: 公司 2016-2019 年主营业务毛利率情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3 自营平台双轨发展，三链一体运满生机

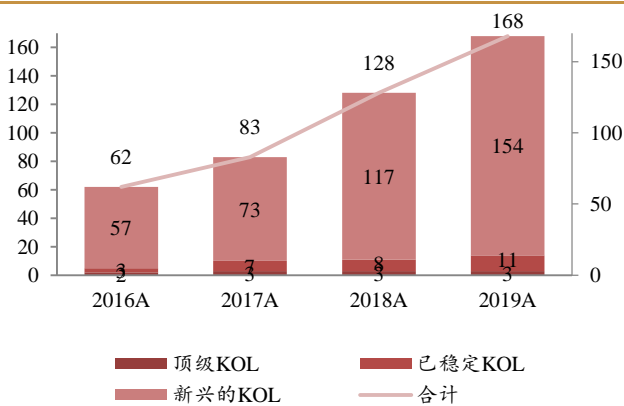
**盈利模式落实开放，核心聚焦平台化。**公司正向第三方商家营销服务方面进行大范围开放，实现红人和公司商业价值最大化。相较自营业务维稳发展，全年第三方网店 GMV 由 7.1 亿元增至 18.8 亿元，已成为公司营收的主要增长来源，公司从 2016 年初剥离工厂资产并连接自家网红与第三方品牌，打造自家带货转到其他品牌带货的轻资产模式运作。在这种轻资产模式下，公司舍弃了一定的卖货供应的能力，但也同时提高了利润空间。此外，第三方合作模式的成本相对较低，主要是网红服务费用，而自营模式除了支付网红费用，还包括了原材料购买及设计制造成本，库存减记等。2020 财年公司毛利率由 31% 增至 38%，平台业务功不可没。

**公司自营业务和平台业务齐发展。**过去两年，公司在平台业务模式下开启多元化发展，多种变现渠道并进，联营店铺、轻店铺、电商直播带货以及品宣广告等。以 2019 财年下半年启动的淘宝轻店铺为例，该平台服务总收入占比从个位数增长至 2020 财年的接近 20%，成为公司业务的中坚力量。相较其他 MCN 专精一种或几种平台运营能力，如图文、短视频和直播等，公司运营业务已专业覆盖绝大部分内容与平台，公司 2020 财年平台模式下累计提供服务的品牌数量从 632 家增至 1035 家，同比增长 64%，而服务于平台业务的网红数量

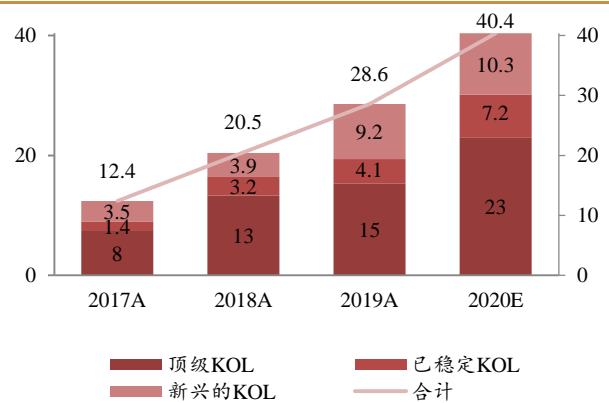


也持续增加。在公司深化自营转平台战略的同时，自营模式也进行结构调整。从数据上看，自营模式的网红数量和线上店铺规模减少，整体运营效率相对提高。

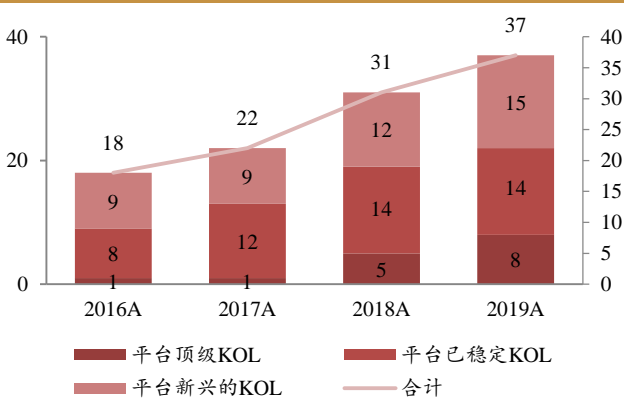
**头部三霸风采依旧，平台 GMV 全力赶超。**整体数据来看，公司签长约的红人数量达到 168 人，同比增长了 31%，其中新兴的 KOL 占比 92%，顶级和已稳定 KOL 占比仅 8%。公司业绩依赖于头部网红但程度逐年下降，从 2017 财年到 2019 财年，三位顶级 KOL 为公司 GMV 贡献 60.7%、65.2%、54%，该三位红人主要通过自营业务变现。而平台业务下的头部红人自去年的 1 位增至 8 位。如果把头部网红比作公司的梯子，那么肩腰部乃至尾部网红坚实的基础则是安全网。从 GMV 贡献来看，肩部腰部网红自 2017 年以来占比逐年稳定上升，由 39.5% 增长至 2019 年的 46.5%，其中部分肩部网红有赶超头部之势，如“葡萄 lee”单场直播 GMV 达到 710 万元，“晁然学姐”首场直播 GMV 达到 1500 万元等。此外，平台业务中具有服务收入大于等于 1000 万的头部网红从 1 个快速增长至 8 个，头肩腰部网红总数同比增长 68%。从单季数据来看，第三方 GMV 从 0.3 亿元增长至 2020Q4 的 3.5 亿元，超过了公司业绩第一主力自营业务 0.5 亿元。我们还需要看到，公司从创业开始就在做品效合一，不仅可以为品牌提供多元化品效服务，对于实现品牌在更广泛人群中出圈也有自己成熟的操作，如与迪士尼、MMW 等展开 IP 联名合作等可以看出公司积极地领衔着行业风向，能够快速融入并深入实时动态。2021 财年公司全年平台模式服务预计收入增长至 6.1 亿，有望连续两年同比增长 101% 左右。

**图 16：公司 2016-2019 年公司 KOL 数量情况（位）**


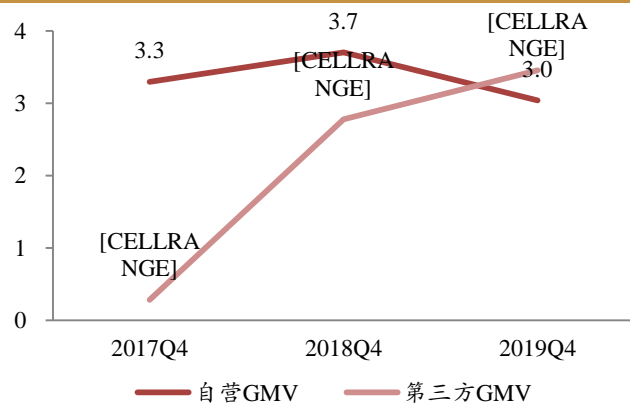
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 17：公司 2016-2019 年公司 GMV 情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 18：公司 2016-2019 年公司平台 KOL 数量情况（位）**


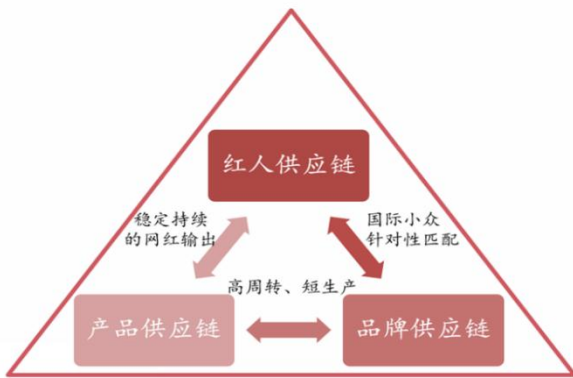
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 19：公司 2017-2019 年公司单季 GMV 情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

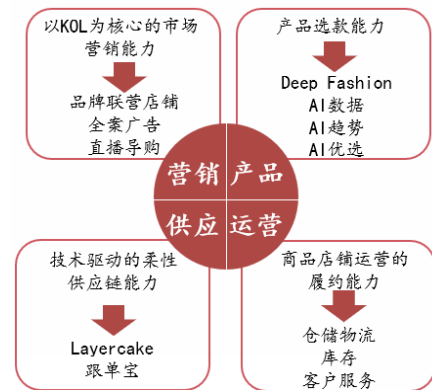
转型成功的冰山之下是被忽视的三“链”一体。目前，大多数的MCN通过搭建流量与供应链的桥梁实现与品牌产品的整合，而如涵已融合了红人供应链、产品供应链、品牌供应链，为平台体系化发展打出优势。从红人供应链来看，公司具有培养生命周期长且有独立创造性的网红量产化能力，提供从培养、内容、流量到变现一条龙经纪服务，持续稳定地进行网红输出，这也是公司平台化的核心社交资产。从产品供应链方面来看，公司拥有自己的服装设计部和服装供应链，商品的开发及生产周期仅为15天，平均周转率为8-10，单月在售款式高达5000个，其高库存周转、短生产周期的模式吻合当今国内主流网购人群消费需求。从品牌供应链来看，公司内部有专业对接商家团队，且公司商业资源丰富，大至Dior国际品牌，小至淘宝原生品牌，多领域的合作资源可以为网红针对性地匹配从而实现变现。公司合作品牌及平台化服务收入增长明显，靠的正是流量、品牌及供应三链一体化的资源整合能力，未来公司将打造一个让KOL交易场所，提高匹配效率又降低交易成本。

图 20：公司三链一体示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：公司四项优势示意图



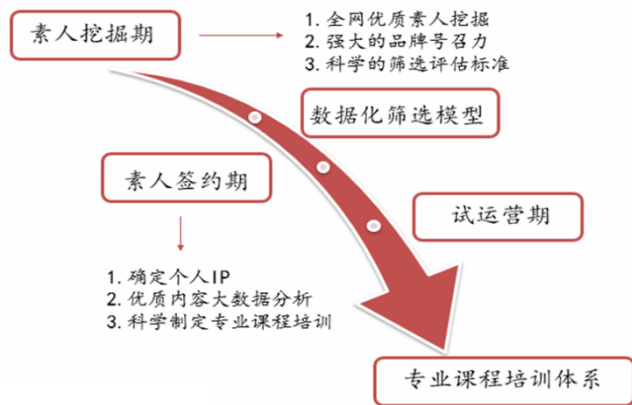
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 造星一条龙服务打造国内领头网红厂商

公司签约部的挖掘与签约是KOL孵化厂商的关键能力。公司将专门为签约红人设立签约部，寻找符合如涵需求的潜在KOL并进行沟通、测试和签约。每个签约成功的KOL都会有数月培训期和试用期，并每人分配一个经纪人。公司致力于挖掘各领域潜力KOL，基于独创的红人孵化体系，依据红人定位为其定制专业课程，在真实的基础上塑造个人IP。公司发展战略是打造红人矩阵多样化，逐渐实现职业女性网红转型，定位人群将更加广泛，同时也延长网红的生命周期。

公司拥有专业培训体系，具备网红工厂化量产能力。红人供应链中的第二环是网红养成培训，即造星课程，公司观念是不希望短期套现，而是长期发展高质量且生命周期长的网红。公司现有的专业课程体系包含了摄影修图、视频剪辑、服装搭配、化妆技巧、电商运营及供应链基础等课程，全方面打造具有独立创造性的红人。对于新孵化的网红，公司设立了赛马机制，前期（约为3个月试用期）在培训的同时会给予每个网红一定资源，尝试不同的涨粉方案，根据最终结果，挑选出头部门几位。公司的挑选制度侧重于粉丝及流量的增量，如果增量持续上升，则会加大投入力度，这也是工厂化量产能力的关键点。

图 22: 公司网红挖掘签约简要流程图



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: 公司专业课程培训体系情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

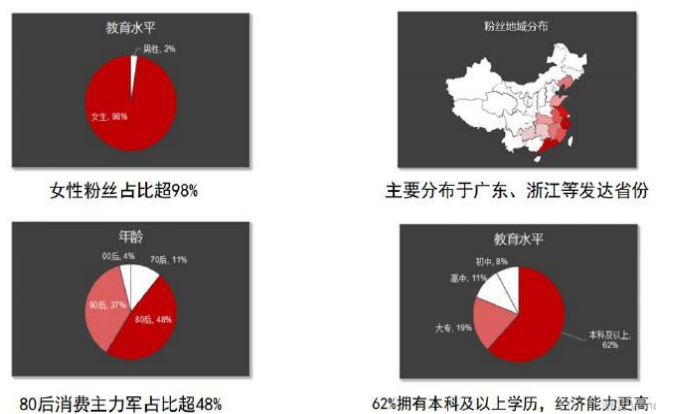
公司进行全网孵化下兼容网红个体独特性和持续发展能力。公司在网络红人方面做的是全网孵化, 从而打造内容社交流量第一, 如 B 站 Top 级美妆博主, 新生代带货达人顽童大人, 资深美妆达人虫虫等。以如涵旗下的网红“莉贝琳”为例, 她具有信任感、国际范、带货强及客单高的红人特点, 公司根据她常年接触国外品牌外拍的个人经历且粉丝群体年龄相对成熟, 对接推广天猫国际产品, 与天猫国际对应消费群体相匹配。现在莉贝琳拥有一批 5 年以上且经济能力较高的忠实铁粉, 微博粉丝数达 188 万, 日阅读量超过 100 万, 可以说明莉贝琳已具备一定持续发展能力。

图 24: 公司旗下网红莉贝琳红人特点简介



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 莉贝琳的粉丝画像



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 5 盈利预测

### 关键假设:

假设 1: 公司 20 年全方面服务 (自营) 业务结构优化调整, 运营效率上升, 2020 年平台模式业务快速增长使公司整体销售行政费用下降, 假设销售行政及其他费用占营业收入的比例从 2019 年的 46.9% 下降至预期 2020 年的 43% 左右。作为电商生态一环领军企业, 自营业务将持续受益于网红经济行业快速发展。假设公司自营业务收入维持不变, 毛利率维持在 32% 左右;

假设 2: 公司战略侧重于自营转平台, 且逐年增加投入销售费用及约三成的募集资金在培养 KOL, 假设公司平台模式的业务保持高速增长, 毛利率维持在 57% 左右。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元人民币		2019A	2020E	2021E	2022E
全方面服务模式 (自营)	收入	992.6	992.6	992.6	992.6
	增速	5.3%	0%	0%	0%
	毛利率	32%	32%	32%	32%
平台模式	收入	303.3	606.6	909.9	1273.9
	增速	101.3%	100%	50%	40%
	毛利率	56.9%	57%	57%	57%
合计	收入	1295.9	1599.2	1902.5	2266.5
	增速	18.51%	23.4%	18.97%	19.13%
	毛利率	37.79%	41.48%	43.96%	46.05%

数据来源: Wind, 西南证券。注: 如涵 2019 年对应 FY2020 年

## 6 相对估值

鉴于公司是网红孵化营销 MCN 龙头企业, 平台模式业务快速发展。公司深耕流媒体平台运营技术, 批发式生产高质量内容使公司与各大平台及第三方品牌合作深度绑定; 鉴于公司处于电商生态一环, 公司资源整合能力优势逐年凸显, 与其他 MCN 机构之间拉开一定差距, 受益于网红经济整体行业上行周期中, 公司商家资源将持续扩展。结合公司优秀的经营管理能力及规模体量优势, 看好公司后续持续平台模式的业务发展。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.10/0.60/1.24 亿元, 同比增速分别为 111%/520%/105%, PS 分别为 1.29/1.08/0.91 倍。鉴于公司业绩的确定性及高成长性, 首次覆盖, 我们给予公司“持有”评级。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (美元)	市值 (亿美元)	PS			
				2019A	2020E	2021E	2022E
RUHN.O	如涵控股	3.50	2.95	1.59	1.29	1.08	0.91
MOGU.N	蘑菇街	3.38	3.62	1.04	2.86	1.95	1.41
PDD.O	拼多多	82.47	988	10.17	14.75	9.81	7.28

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 7 风险提示

平台模式业务发展不及预期; 平台竞争内容成本提升风险; 头部网红议价过高流量成本提升风险。

**附表：财务预测与估值（公司 2019 财年现金流量表数据为预测数）**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1295.85	1599.20	1902.50	2266.46	净利润	-92.49	9.75	60.40	123.97
营业成本	806.14	935.81	1066.23	1222.73	折旧与摊销	16.49	16.49	16.49	16.49
营业税金及附加	—	—	—	—	财务费用	-21.85	-21.85	-21.85	-21.85
销售和管理费用	472.94	535.73	637.34	759.26	资产减值损失	—	—	—	—
配送费用	134.23	143.93	152.20	158.65	经营营运资本变动	47.85	47.85	47.85	47.85
财务费用	-21.85	-21.85	-21.85	-21.85	其他	78.72	78.72	78.72	78.72
资产减值损失	—	—	—	—	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>50.57</b>	<b>152.81</b>	<b>203.46</b>	<b>266.53</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-320.13	-320.13	-320.13	-320.13
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.12	0.12	0.12	0.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-320.25</b>	<b>-320.25</b>	<b>-320.25</b>	<b>-320.25</b>
<b>营业利润</b>	<b>-95.61</b>	<b>5.59</b>	<b>68.59</b>	<b>147.67</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.54	6.54	6.54	6.54	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-89.07</b>	<b>12.12</b>	<b>75.13</b>	<b>154.21</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.72	1.82	11.27	23.13	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-97.79	10.31	63.86	131.08	其他	885.48	885.48	885.48	885.48
少数股东损益	-5.30	0.56	3.46	7.11	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>885.48</b>	<b>885.48</b>	<b>885.48</b>	<b>885.48</b>
归属母公司股东净利润	-92.49	9.75	60.40	123.97	<b>现金流量净额</b>	<b>615.79</b>	<b>718.04</b>	<b>768.69</b>	<b>831.76</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	794.93	817.50	904.95	1,055.83	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	130.31	160.81	191.31	227.91	销售收入增长率	18.51%	23.41%	18.97%	19.13%
存货	145.55	168.96	192.51	220.77	营业利润增长率	-16.39%	105.84%	1127.48%	115.29%
其他流动资产	5.67	7.00	8.33	9.92	净利润增长率	-15.15%	110.54%	519.66%	105.26%
长期股权投资	87.64	87.64	87.64	87.64	EBITDA 增长率	-61.90%	129.54%	192.29%	82.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	183.40	154.67	125.94	97.20	毛利率	37.79%	41.48%	43.96%	46.05%
无形资产和开发支出	83.57	69.81	56.05	42.29	三费率	46.86%	42.50%	41.50%	40.50%
其他非流动资产	2.98	2.98	2.98	2.98	净利率	-7.55%	0.64%	3.36%	5.78%
<b>资产总计</b>	<b>1,434.05</b>	<b>1,469.38</b>	<b>1,569.70</b>	<b>1,744.54</b>	ROE	-7.81%	0.82%	4.81%	8.99%
短期借款	10.70	0.00	0.00	0.00	ROA	-6.45%	0.66%	3.85%	7.11%
应付和预收款项	205.13	238.12	271.31	311.13	ROIC	206.18%	-2.64%	7.49%	19.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-8.56%	2.05%	5.03%	7.71%
其他负债	40.46	43.19	46.47	50.41	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>256.29</b>	<b>281.31</b>	<b>317.78</b>	<b>361.54</b>	总资产周转率	0.90	1.09	1.21	1.30
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	7.07	10.34	15.11	23.32
资本公积	1,504.85	1,504.85	1,504.85	1,504.85	应收账款周转率	21.47	21.47	21.47	21.47
留存收益	-320.53	-310.78	-250.39	-126.42	存货周转率	5.54	5.54	5.54	5.54
归属母公司股东权益	1,184.32	1,194.07	1,254.46	1,378.43	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	—	—	—	—
少数股东权益	-6.56	-6.00	-2.54	4.57	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1,177.76</b>	<b>1,188.07</b>	<b>1,251.93</b>	<b>1,383.00</b>	资产负债率	17.87%	19.14%	20.24%	20.72%
负债和股东权益合计	1,434.05	1,469.38	1,569.70	1,744.54	带息债务/总负债	4.17%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.60	4.46	4.39	4.47
					速动比率	3.96	3.78	3.71	3.78
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-1.10	0.12	0.72	1.47
					每股净资产	14.07	14.18	14.90	16.37
					每股经营现金	0.60	0.07	0.71	1.47
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	-110.92	32.76	95.77	174.85					
PE	-22.32	211.76	34.17	16.65					
PB	1.74	1.73	1.65	1.50					
PS	1.59	1.29	1.08	0.91					
EV/EBITDA	5.96	-20.25	-7.49	-4.72					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn