数据赋能行业，电商+美妆尽享行业红利

——丽人丽妆（605136）公司首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点：

- **以经销模式为主的美妆头部电商零售服务商**

丽人丽妆是国内头部电商零售服务商，聚焦美妆、个护等垂直品类。公司最早以运营相宜本草淘宝商城起家，2011 年起开始陆续承接欧美及日系品牌的天猫旗舰店零售及运营业务，曾助力相宜本草、施华蔻等品牌实现线上渠道快速发展。目前公司与汉高、爱茉莉太平洋、佳丽宝等国际知名化妆品集团达成授权合作，获得包括后、雪花秀、兰芝、施华蔻、雅漾、奥伦纳素等六十多个品牌在中国的代运营权。公司营收与业绩整体呈良性增长态势，2019、2020M1-9 分别实现营业收入 38.74、24.64 亿元，同比增长 7.18%、9.72%，其中电商零售业务（经销模式）占比均接近 95%。

- **电商代运营行业：品牌需求旺盛，头部服务商市占率有望持续提升**

2019 年品牌电商服务市场规模 5635 亿元，4 年复合增速 39.19%，显著高于天猫大盘增速，对 B2C 电商渗透率 10.50%。2020 年新冠疫情加剧了线上对线下渠道替代，品牌数字化转型加速，同时主流平台发力引入跨境品牌，为品牌电商服务市场扩容奠定基础，预计 2025 年行业规模有望达 2.04 万亿，对 B2C 电商渗透率有望提升至 13.7%。目前天猫认证电商服务商 1086 家，其中顶级六星仅 9 家，CR5 14.10%，行业相对分散，头部企业专业度高、资源丰富，不断拓展品类、品牌，市占率有望持续提升。

- **丽人丽妆：重经销模式，数据能力、品牌孵化、爆品打造能力领跑行业**

（1）**品类：**深耕高毛利美妆品类，拓展母婴、食品等细分品类。（2）**品牌：**与多个日韩、欧美美妆集团合作，形成金字型的品牌矩阵，未来有望通过集团化合作形式拓展新品牌。（3）**模式：**以重资产经销模式为主，对品牌影响力更强，在品牌产品策略、营销策略上话语权强，可帮助品牌实现 0-1 与 1-N 的成长。（4）**数据能力：**消费终端数据回流赋能营销投放，精准触达目标群体，实现更高的营销、运营效率。（5）**品牌孵化:**有望复制奥伦纳素的成功经验，帮助更多中小品牌实现品牌口碑的快速建立与销量的增长。

- **投资建议与盈利预测**

电商服务行业处于高速成长期，公司作为美妆垂类头部玩家将充分收益于行业增长红利，未来在拓品牌、拓品类、及新品牌孵化等方向均有较大潜力。我们预计公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.84/1.03/1.18 元/股，对应 PE 分别为 44x/36x/31x，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示**

行业增速趋缓、竞争加剧，头部品牌收回代运营权风险。

附表：盈利预测

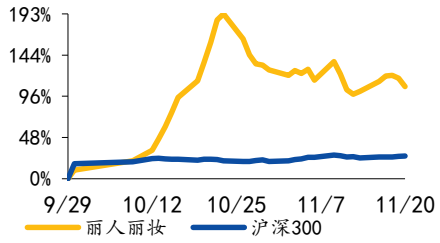
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3614.81	3874.47	4620.28	5419.25	6225.71
收入同比（%）	5.69	7.18	19.25	17.29	14.88
归母净利润(百万元)	252.30	285.99	335.68	410.30	470.38
归母净利润同比(%)	11.04	13.36	17.37	22.23	14.64
ROE（%）	19.44	18.05	14.10	14.70	14.42
每股收益（元）	0.63	0.71	0.84	1.03	1.18
市盈率(P/E)	57.96	51.14	43.57	35.64	31.09

资料来源：Wind,国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	51.51 / 17.61
A 股流通股（百万股）：	40.01
A 股总股本（百万股）：	400.01
流通市值（百万元）：	1462.77
总市值（百万元）：	14624.37

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳
邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

目 录

1、公司介绍：国内领先化妆品线上运营服务商 4
2、财务分析：盈利能力稳步提升，营运效率良好 7
3、电商服务行业：随 B2C 电商发展持续高增长，未来成长空间大 11
3.1 行业：电商服务市场高增长，品牌需求强劲，美妆服务商表现突出 11
3.2 模式：服务费和经销模式各具优势，适合不同阶段的品牌 15
3.3 竞争格局：头部代运营商地位逐渐稳固，行业集中度有望提升 18
4、公司业务：经销模式为主，深度合作大型美妆集团，品牌孵化是未来重要看点 21
4.1 品牌：侧重以集团为单位承接品牌，后续品牌引入空间较大 21
4.2 模式：以经销模式合作为主，对品牌影响力更强 24
4.3 营销：数据能力突出，投放精准度较高，运营效率高 25
4.4 成长方向：品牌孵化是未来的重要看点 27
5、估值分析与投资建议 29
6、风险提示 29

图表目录

图 1：丽人丽妆发展历程 4
图 2：公司股权结构 5
图 3：公司组织架构情况 6
图 4：运营店铺团队结构 6
图 5：2014 年-2020M1-9 公司营业收入及增速 7
图 6：公司各季度收入占比情况 7
图 7：公司细分业务收入占比变化情况 8
图 8：公司确认的返利总额及占采购金额比重 8
图 9：2014 -2019 年公司毛利率变化情况 9
图 10：2014 -2020M1-9 公司期间费用率变化情况 9
图 11：2014-2019 年销售费用细分占比 9
图 12：2014-2020M1-9 归母净利润及同比增速 10
图 13：2014-2020M1-9 净利率 10
图 14：2014-2020 年 9 月末存货及存货周转天数 10
图 15：2014-2020 年 9 月末应收账款及应收账款周转天数 10
图 16：B2C 与 C2C 市场交易额占比情况 11
图 17：品牌电商服务市场规模及增速 11
图 18：国际品牌与国内品牌对于电商服务商需求对比情况 12
图 19：跨境进口零售电商行业市场规模及增速 12
图 20：天猫国际引入进口品牌数 12
图 21：天猫国际美妆发展计划及 2019 年美妆亿元俱乐部 13
图 22：B2C 平台交易规模占比情况 13

图 23：抖音与快手平台直播电商 GMV 情况 13
图 24：2016 与 2019 电商服务公司服务品牌数量占比 14
图 25：服务商分行业看规模以及能力对比 15
图 26：天猫服务商星级划分 18
图 27：主要代运营商承接品牌数量 19
图 28：宝尊市占率变动 19
图 29：2019 年头部公司营业收入（亿元）及构成对比 20
图 30：2019 年净利润与扣非归母净利润同业对比 20
图 31：公司代运营品牌按规模统计 22
图 32：雅漾品牌头部爆款 SKU 25
图 33：丽人丽妆承接施华蔻品牌后的销售情况 25
图 34：丽人丽妆研发的基于不同人群的五大人格的交叉矩阵&阿里体系内 FAST 与 GROW 营销模型 26
图 35：天猫美妆品类 FAST 品牌/店铺维度排名 27
图 36：后淘系月度销售额及同比增速（单位：百万元） 27
图 37：2019 代运营商人均净利润（万元/人） 27
图 38：2019 代运营商人均创收（万元/人） 27
图 39：奥伦纳素小红书 KOL 种草及李佳琦合作 28
图 40：奥伦纳素淘系 2019M7-2020M7 销售额 28

表 1：丽人丽妆收入拆分（亿元） 5
表 2：公司业务模式 7
表 3：不同品类对于电商服务商需求比例及佣金率情况对比 14
表 4：代运营模式与经销模式对比 16
表 5：国内外知名品牌代运营商概览（品牌按照 2019 年十一月护肤品类排名） 17
表 6：头部代运营商业务比较（2019 年数据） 18
表 7：2020 年上半年天猫六星服务商及其覆盖的行业 19
表 8：丽人丽妆合作品牌概览 21
表 9：公司 2016-2019 年合作品牌变化情况 22
表 10：公司持续合作品牌情况 23
表 11：丽人丽妆电商零售业务前十大品牌店铺的销售收入及其占公司营业收入的比例 23
表 12：公司合作的主要国际化妆品集团及旗下品牌分布 24
表 13：国产新锐品牌创始团队背景总结 28

1、公司介绍：国内领先化妆品线上运营服务商

丽人丽妆是国内头部电商零售服务商，聚焦美妆、个护等垂直品类。公司最早以运营相宜本草淘宝商城起家，2011 年起开始陆续承接欧美及日系品牌的天猫旗舰店零售及运营业务，曾助力相宜本草、施华蔻等品牌实现线上渠道快速发展，其中施华蔻品牌于 2017、2018、2019 连续三年登顶双十一天猫美发护发类目销售额 TOP1。目前公司与汉高、爱茉莉太平洋、佳丽宝等国际知名化妆品集团达成授权合作，获得包括后、雪花秀、兰芝、施华蔻、雅漾、奥伦纳素等六十多个品牌在中国的代运营权。2019 年至 2020 年上半年，公司连续三期被评为天猫六星（最高级别）运营服务商。

图 1：丽人丽妆发展历程

资料来源：公司官网，招股说明书，国元证券研究中心

公司业务模式包括电商零售业务、品牌营销运营服务、分销与寄售业务，其中重资产的电商零售业务占比超 90%。2019 公司营业收入 38.74 亿元，其中电商零售业务收入占比 95.50%，品牌营销运营服务占比 3.39%，其他业务（分销与寄售等）占比 1.11%。2019 年电商零售前十客户分别为雪花秀、芙丽芳丝、美宝莲（2019 年下半年结束合作）、兰芝、汉高（施华蔻、丝蕴等品牌）、雅漾、希思黎、凡士林、相宜本草、奥伦纳素。品牌运营服务主要品牌为后、KATE、菲诗小铺、珂莱欧等。

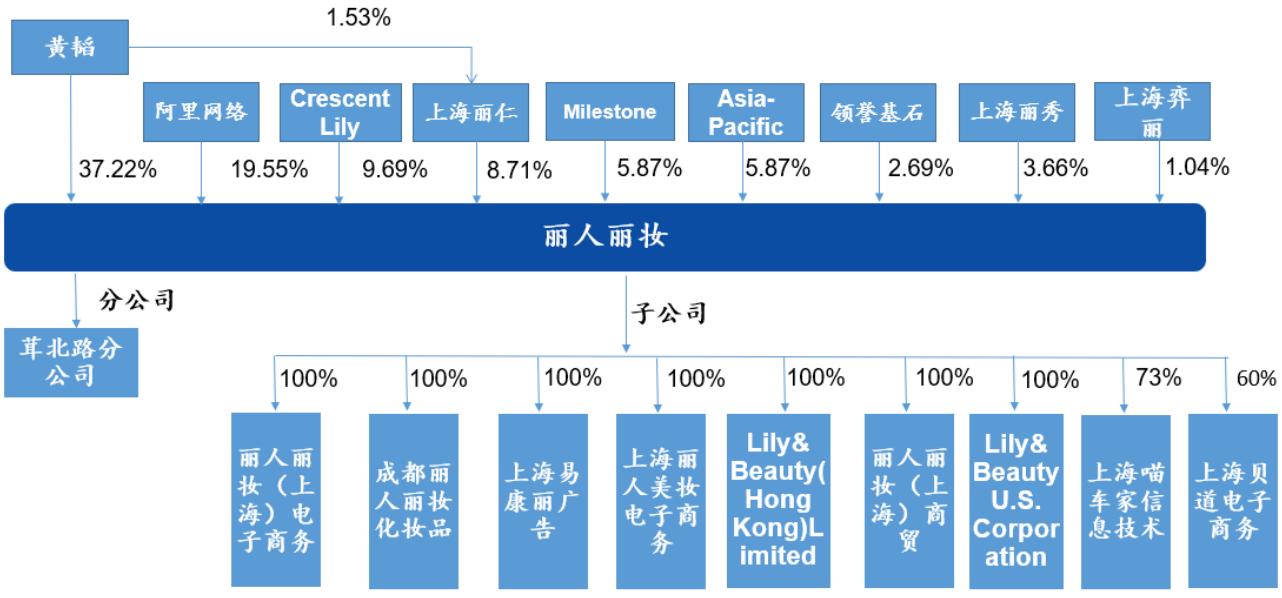
表 1：丽人丽妆收入拆分（亿元）

业务模式	公司定义	2017		2018		2019		2020H1		主要服务品牌
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
纯经销+分销	电商零售业务	31.54	92.21%	33.46	92.55%	37.00	95.50%	17.10	94.79%	雅漾、芙丽芳丝、兰芝、雪花秀
代运营	品牌营销运营业务	1.68	4.92%	2.30	6.35%	1.32	3.39%	0.86	4.77%	后、佑天兰、珂莱欧、凯朵
其他业务	其他业务	0.99	2.87%	0.40	1.09%	0.43	1.11%	0.08	0.44%	凡士林、旁氏
合计		34.20	100%	36.15	100%	38.74	100%	18.04	100%	-

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

股权结构方面，公司董事长、总经理黄韬先生为实际控制人，直接持股 37.22%，通过上海丽仁间接持有公司 0.13%股份，合计持股比例 37.35%。阿里网络为公司第二大股东，持股 19.55%。其余大股东包括 Crescent Lily（持股 9.69%），上海丽仁（持股 8.71%）。董事长黄韬先生毕业于清华大学自动化专业，毕业后曾在清华大学任教，2000-2002 年间担任美国通用无线通信有限公司产品总监、上海公司总经理；2003 年创立了国内最早从事无线营销的移动互联网公司飞拓无限，2007 年 2 月创立丽人丽妆并担任董事长，具有丰富的互联网经验与创业经验。

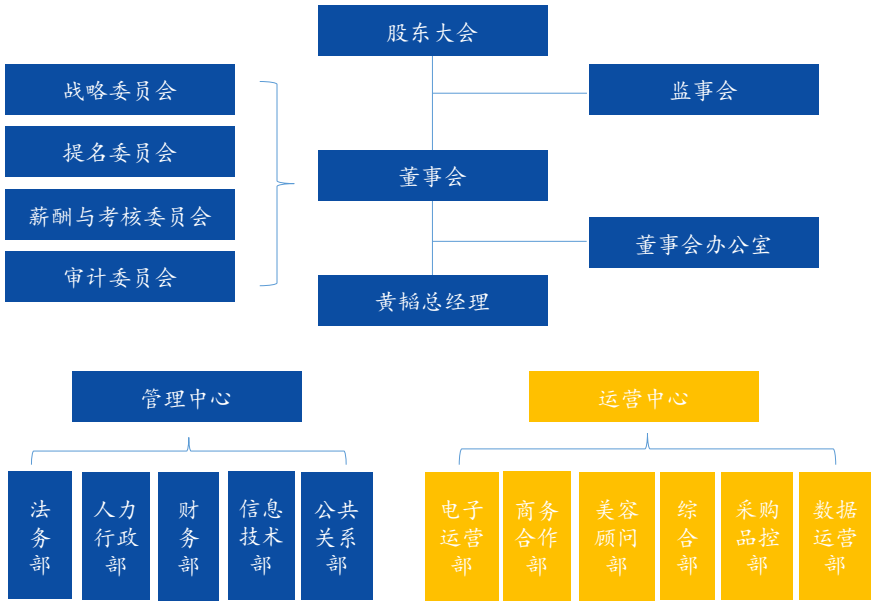
图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

组织架构方面，公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设管理中心、运营中心两大板块。运营中心为公司核心板块，下设六个部门，包括电子运营部、商务合作部、美容顾问部、综合部、采购品控部、数据运营部。其中主要部门电商运营部负责在线销售运营、创作设计、整合营销等，包括商品的在线销售、营销方案制定、端到端的商品流通环节管控等；数据运营部负责店铺日常的钻展、直通车、品销宝的站内推广投放；CRM 人群包分析，店铺成交、售后和营销分析的需求等。

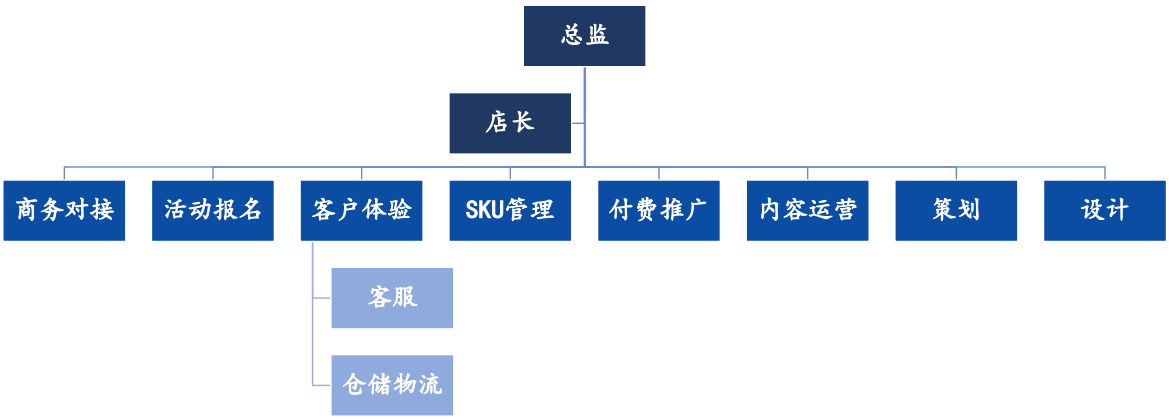
图 3：公司组织架构情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

从品牌店铺的运营架构来看，团队主要包括总监、店长、商务对接、活动报名、客户体验、SKU 管理、服务推广、内容运营、策划和设计等职位，其中客服（多为外包模式）与运营人员数量占大头，此外推广、策划、设计等环节人员配置相对较多。整体店铺团队结构扁平化，人员沟通较为灵活。

图 4：运营店铺团队结构



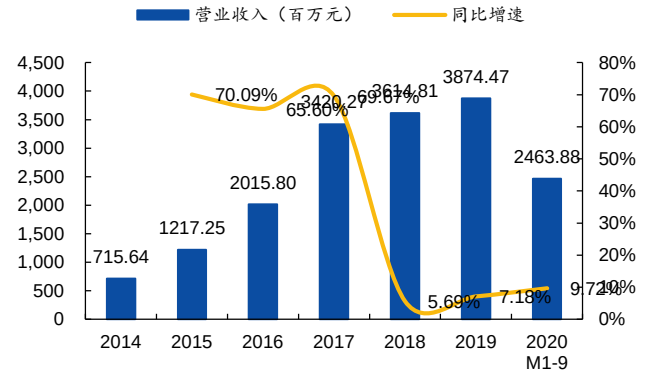
资料来源：天猫，国元证券研究中心

2、财务分析：盈利能力稳步提升，营运效率良好

2014-2017 年间丽人丽妆高速增长，营业收入由 7.16 亿元增至 34.20 亿元，复合增速 68.44%，2018 年起由于公司相继与欧莱雅集团旗下兰蔻、巴黎欧莱雅、美宝莲等品牌终止合作，营收增速有所放缓。2019 年公司营业收入达 38.74 亿元，同比增长 7.18%，2020 年 1-9 月实现收入 24.64 亿元，同比增长 9.72%。

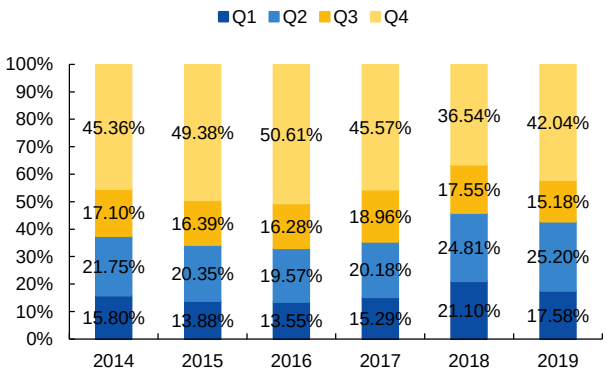
行业存在一定的季节性，四季度收入占比通常超过 40%。由于下半年 “双十一”、“双十二”等电商大促活动，存在集中销售的情况，四季度销售收入占比最高，2019 年下半年收入占比 57.22%，四季度占比 42.04%。近年来随着“年货节”、“六一八”等大促活动重要性逐年提升，公司前三季度收入占比逐年增加。

图 5：2014 年-2020M1-9 公司营业收入及增速



资料来源：招股说明书,国元证券研究中心

图 6：公司各季度收入占比情况



资料来源：招股说明书,国元证券研究中心

公司业务模式主要分为电商零售业务、品牌营销运营服务两种，其中电商零售业务收入占比超 90%。电商零售模式下，公司通过买断方式向品牌方或其国内总代理采购产品，在电商平台官方旗舰店向终端消费者销售，赚取购销价差。品牌营销运营服务下，公司帮助品牌方在天猫平台上购买包括直通车、钻展、品销宝等服务进行广告推广，并且定时参加天猫活动，通过首页展示、品牌限时推送、人群精准推送等方式向消费者进行品牌推广和营销，同时向品牌方收取固定服务费及与销售业绩挂钩的浮动服务佣金，赚取服务佣金与人力、推广费等成本费用之间的差额。

表 2：公司业务模式

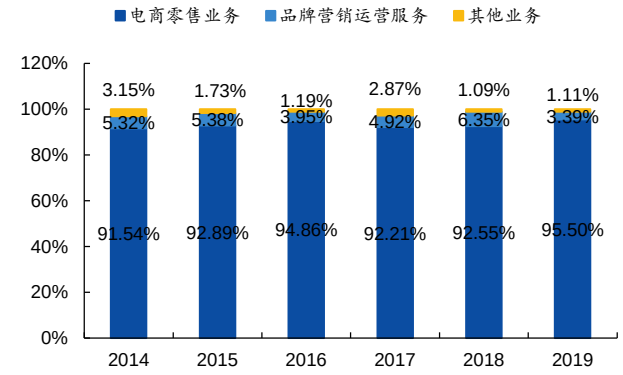
业务模式	2019 收入占比	2019 毛利率	销售模式	盈利模式	主要合作品牌
电商零售	95.50%	35.21%	以买断的方式向品牌方采购货品，并以网络零售的形式向终端消费者销售	收入构成：商品销售收入+返利 成本构成：存货成本 费用构成：广告费+仓储物流费+平台运营费	雪花秀、雅漾、兰芝、芙丽芳丝、凡士林等
品牌营销运营服务	3.39%	57.05%	为品牌方建设、运营其线上品牌官方旗舰店或提供营销推广服务，收取服务费用	收入构成：固定服务费+浮动服务佣金 成本构成：人力运营成本 费用构成：广告费+平台运营费	后、凯朵、贝玲妃、菲诗小铺、珂莱欧等

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

2014-2019 年来公司电商零售业务占比始终超过 90%，2019 年占比同比小幅提升。公司与汉高、雪花秀、美宝莲等多数大品牌均采用电商零售模式合作，整体看公司电商零售业务收入稳步提升，至 2019 年占比达到 95.50%，主要由于公司多数存量品牌表现良好且不断拓展新品牌。品牌营销运营服务收入占比较小，2014-2019 年占比均不超过 7%，主要运营品牌包括后（Whoo）、珂莱欧等。其他收入主要来自于分销业务和寄售业务，占比较低。

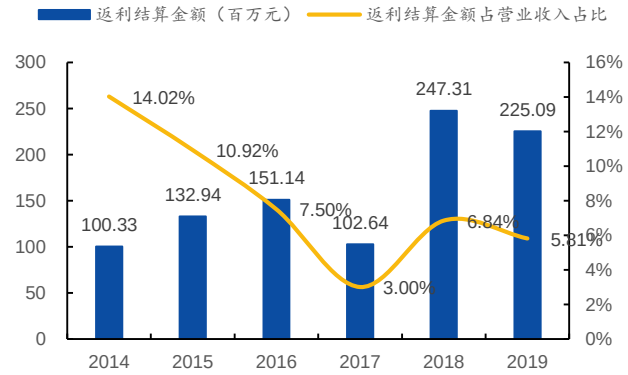
公司在完成规定的采购、销售、店铺排名等目标数据时，可按照品牌返利条款（通常以商品采购额/销售额为基数，乘以返利比例）计提返利金额。2014-2017 年公司确认的返利金额占营业收入比例呈下降趋势，2018-2019 年占比有所回升，确认的返利金额分别升至 2.47 亿元与 2.25 亿元，主要系重点合作品牌表现良好。

图 7：公司细分业务收入占比变化情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

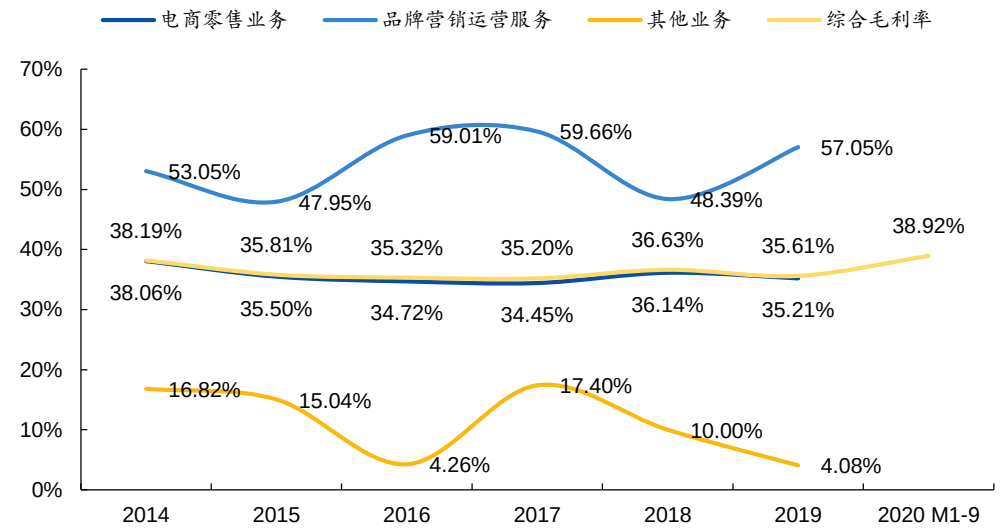
图 8：公司确认的返利总额及占采购金额比重



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

公司综合毛利率基本稳定在 35%-38%区间，2020M1-9 提升至 38.92%，与电商零售业务毛利率基本一致，其他业务收入占比较低，对综合毛利率的影响较小。分业务看，2017-2020H1 电商零售业务毛利率为 34.45%/36.14%/35.21%/36.73%，整体呈上升趋势，主要系高毛利率品牌销售收入占比提升所致。2017-2020H1 品牌营销运营服务毛利率为 59.66%/48.39%/57.05%/72.72%，2018 年较 2017 年下降明显，主要由于期间持续拓展品牌营销运营业务，对应的人力运营成本上升，2019 年毛利率水平显著回升，主要因为部分客户品牌营销收入减少，外购广告推广支出下降较多。其他业务主要为分销和寄售业务，毛利率波动大，主要因为两类业务收入规模变动较大。整体看，品牌营销运营服务和分销、寄售业务收入规模占比较小，对整体毛利率影响有限。

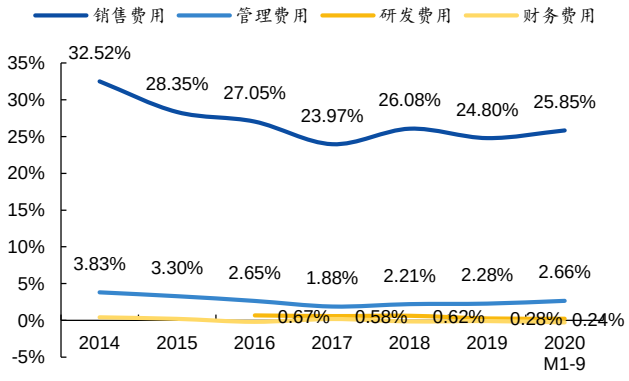
图 9：2014 -2019 年公司毛利率变化情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

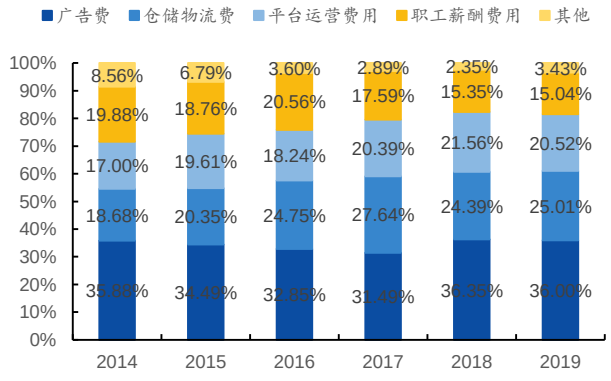
2014-2020M1-9 公司期间费用率先下降后趋于稳定。期间费用中，公司销售费用率在 23%-33%区间，近两年稳定在 26%左右；管理费用率保持 1.5%-2.5%的较低水平；研发费用率与财务费用率均小于 1%，且基本保持稳定。其中，销售费用主要由广告费、仓储物流费、平台运营费、职工薪酬等构成，其中广告费、仓储物流费和平台运营费占比较高。2018 年以来公司销售费用略有增加主要系公司积极开拓市场，促进产品销售，相应支付的广告费、平台运营费以及仓储物流费增加。

图 10：2014 -2020M1-9 公司期间费用率变化情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 11：2014-2019 年销售费用细分占比

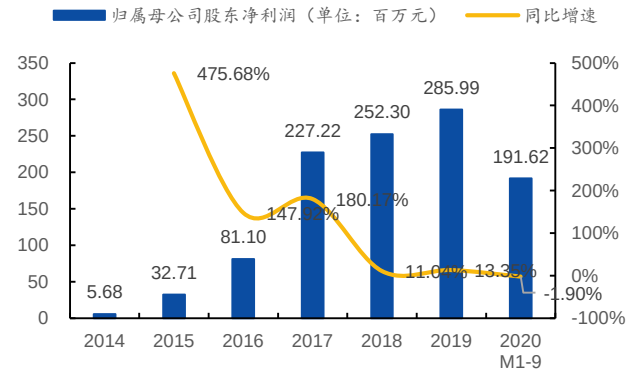


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

公司归母净利润增速逐渐趋缓，净利率逐年提升。2014-2017 年公司归母净利润由 568 万元增长至 2.27 亿元，CAGR 高达 242%。2018/2019 年受到部分品牌流失、收入增长放缓的影响，利润增速放缓至 11.04% /13.35%。2020M1-9 公司归母净利润同比微降 1.9%，主要由于公司期内收到的政府补助及金融资产公允价值变动较上年同期减少 2222 万元所致，扣非后归母净利润同比增长 24.14%，增速较快。公司

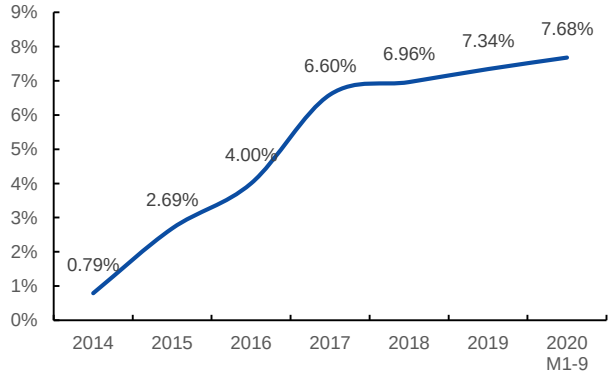
净利率近几年逐年提升，2014-2020M1-9 由 0.79%波动上升至 7.68%，一方面由于电商零售业务采购规模扩大，产品采购价格折扣降低，另一方面随着公司经营规模扩大，具备一定的规模效应，营销、物流、管理等费用被摊薄。

图 12：2014-2020M1-9 归母净利润及同比增速



资料来源：招股说明书,国元证券研究中心

图 13：2014-2020M1-9 净利率

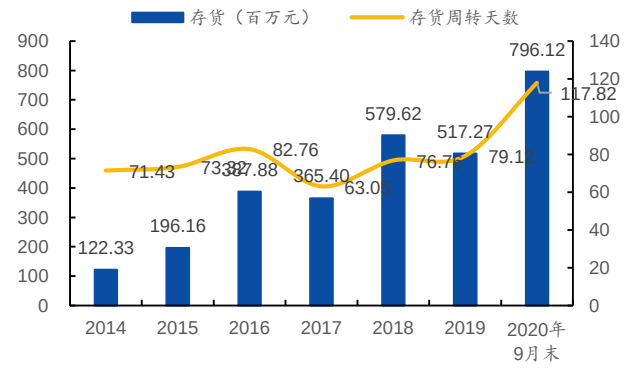


资料来源：招股说明书,国元证券研究中心

2014-2019 年公司存货周转天数基本维持在 60-80 天，整体波动处于合理区间。2020 年 9 月末公司存货周转天数升至 117.82 天，主要是双十一大促提前备货所致。

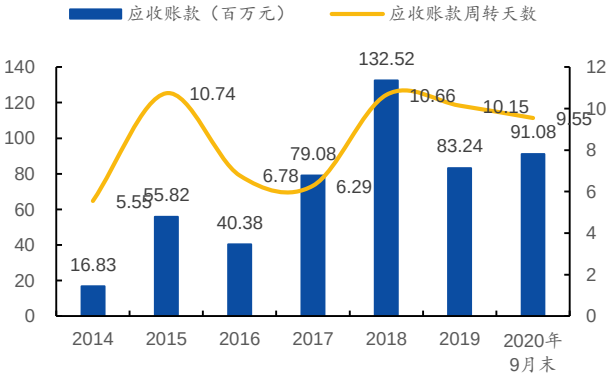
公司应收账款周转天数保持在 10 天左右。公司应收账款的产生主要系品牌运营服务下产生的费用有一定账期。2016-2018 年应收账款逐年增加，主要因为公司品牌运营营销业务规模不断扩大。公司应收账款客户主要是国内外知名化妆品品牌方，坏账可能性低。

图 14：2014-2020 年 9 月末存货及存货周转天数



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 15：2014-2020 年 9 月末应收账款及应收账款周转天数



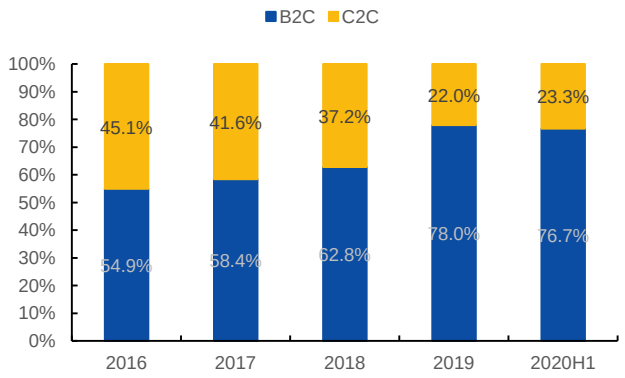
资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

3、电商服务行业：随 B2C 电商发展持续高增长，未来成长空间大

3.1 行业：电商服务市场高增长，品牌需求强劲，美妆服务商表现突出

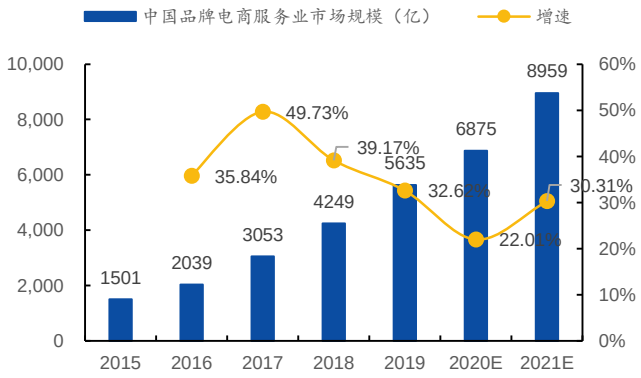
依托于 B2C 电商，品牌电商服务市场规模快速增长，2019 年交易规模达到 5635 亿亿元，4 年复合高达 39.19%，对于 B2C 电商渗透率 10.50%。2019 年我国网上零售额市场规模达 10.63 万亿元，同比增长 16.5%，保持中高速增长。结构上看，B2C 份额持续提升，2019 年占比达 78.0%，较 2018 年提升 15.2pct。依托于 B2C 电商，品牌电商服务市场快速增长，2019 年市场规模达到 5635 亿，4 年复合增速 39.19%，渗透率 10.50%，根据艾瑞数据，预计 2025 年品牌电商服务行业规模有望达 2.04 万亿，渗透率提升至 13.7%。2020 年新冠疫情加剧了线上对于线下渠道的替代，品牌加速数字化转型，完善线上渠道铺设，为品牌电商服务市场扩容奠定基础。

图 16：B2C 与 C2C 市场交易额占比情况



资料来源：商务大数据，国元证券研究中心

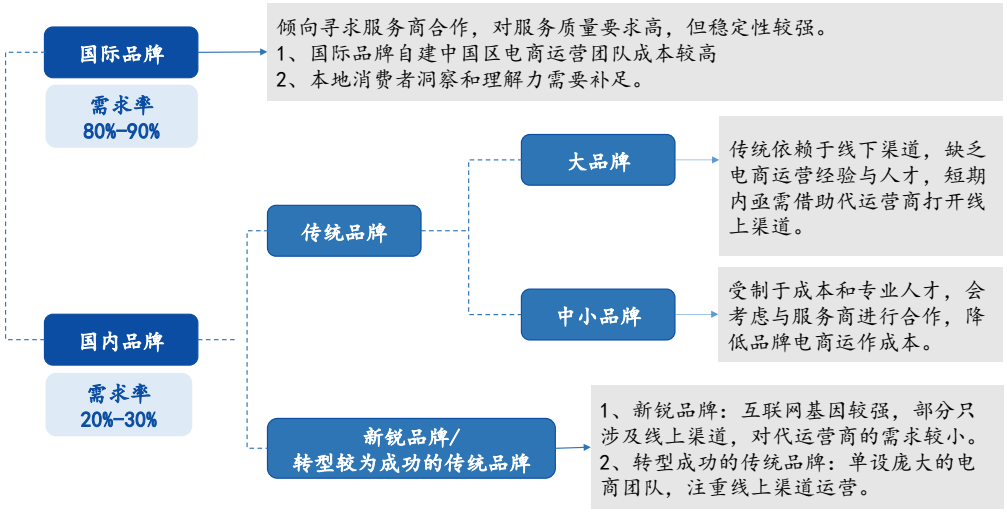
图 17：品牌电商服务市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究中心

品牌需求上看，国际品牌对于国内品牌需求率高达 80%-90%，而国内品牌中传统国货品牌对电商服务商依存度高。根据艾瑞的数据，2019 年国际品牌对于服务商需求比率达到 80%-90%，主要由于 1）国际品牌组建国内电商团队成本较高，外包具有成本优势；2）借助品牌服务商对于本地消费者的洞察和理解，可帮助国际品牌更好在中国落地运营。同时由于国际品牌对服务质量要求高，大品牌所需的服务团队规模较大，因此更倾向于选择过往具备品牌运营经验的服务商合作。国内品牌方面，对于品牌服务商的需求比例约在 20%-30%。不同类型的国产品牌对服务商的需求有所差异：1）传统国货品牌：在渠道变革中线上转型较慢、产品老化或处于下坡期的传统国货品牌，可借助电商服务商实现快速转型，补足线上渠道能力，对 TP 需求较大；2）国产中小品牌：主要受制于组建电商团队的成本效率考虑，可能寻求与服务商的合作；3）新锐品牌或转型成功的传统品牌：这类企业非常注重线上渠道，具备一定互联网基因，线上渠道能力成为了品牌的核心竞争力之一，通常会选择自建电商运营团队，对 TP 需求小。

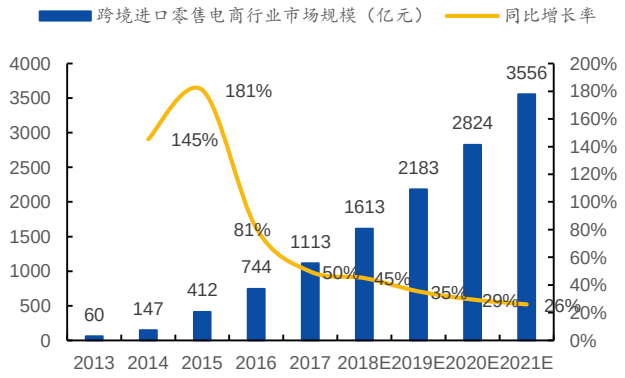
图 18：国际品牌与国内品牌对于电商服务商需求对比情况



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

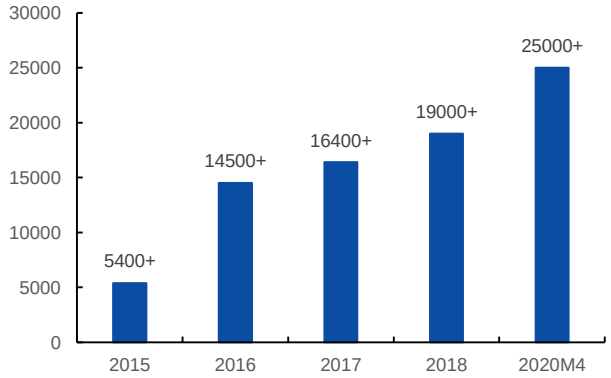
跨境进口电商处于高增长期，2020 年阿里计划持续发力引入进口品牌，品牌电商服务行业下游需求持续扩容。2017 年我国跨境进口零售电商行业市场规模为 1113 亿元，同比增速高达 50%，预计到 2021 年达到 3556 亿。天猫国际自 2016 年起加速品牌引入，截至 2020 年 4 月已有全球 92 个国家和地区的 25000 多个海外品牌入驻天猫国际，2020 年天猫进出口事业群总裁刘鹏在天猫国际商家大会上宣布，将通过加速海外品牌入驻、打造国际商家孵化中心、推出进口旗舰店 1.0 三大策略，孵化更多海外品牌的“数字化首店”，全力推进阿里巴巴 5 年 2000 亿美元大进口战略。2020 年 1-5 月，天猫国际引入新品牌增速同比增长 64%； 618 期间，海外品牌成交同比增长 43%，超 4000 个海外品牌同比增长翻倍。小众进口品牌的优质表现有望促使越来越多的国际品牌进入中国市场，这类品牌对代运营商的依赖度高，跨境品牌电商代运营服务需求预计将持续扩张。

图 19：跨境进口零售电商行业市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

图 20：天猫国际引入进口品牌数



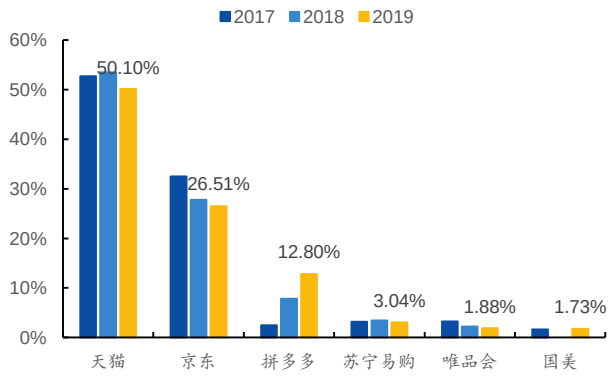
资料来源：CBNData，天猫国际，国元证券研究中心

图 21：天猫国际美妆发展计划及 2019 年美妆亿元俱乐部

资料来源：天猫国际，国元证券研究中心

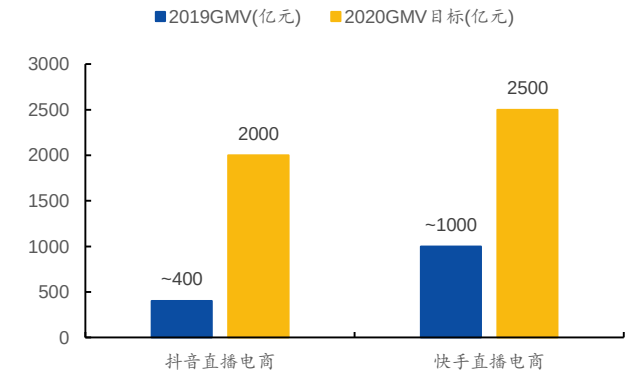
平台方面，除天猫、京东两大传统强势平台外，拼多多、抖音、快手等新兴电商体系的崛起为代运营商提供新机会。除淘宝、京东两大电商巨头外，近年来以拼多多为代表的社交电商和以抖音、快手为代表的内容型电商正在迅速崛起。2019 年拼多多平台交易规模破万亿，占 B2C 平台的比例已达到 12.8%；根据网经社的数据，2020 年抖音与快手平台直播电商 GMV 目标分别达到 2000 亿与 2500 亿，预计将为电商零售市场带来大额增量。品牌商多元化的渠道布局，为代运营商多平台拓展带来新机遇。此外，“网红带货”、“直播电商”、“私域流量运营”等新电商零售模式提高了电商运营的复杂度，例如品牌商与内容平台、KOL、MCN 等机构的接洽、使用平台付费工具精准触达目标客户、捕捉消费者需求偏好及变化、快速对消费者进行识别与画像等都给品牌方带来巨大挑战，成熟代运营商的价值愈发凸显。我们认为，新流量格局和新电商零售业态下，品牌运营需求有望进一步拓展，赋予了电商代运营行业新的增量机会。

图 22：B2C 平台交易规模占比情况



资料来源：网经社，国元证券研究中心（注：国美 2018 年交易规模未进入前列）

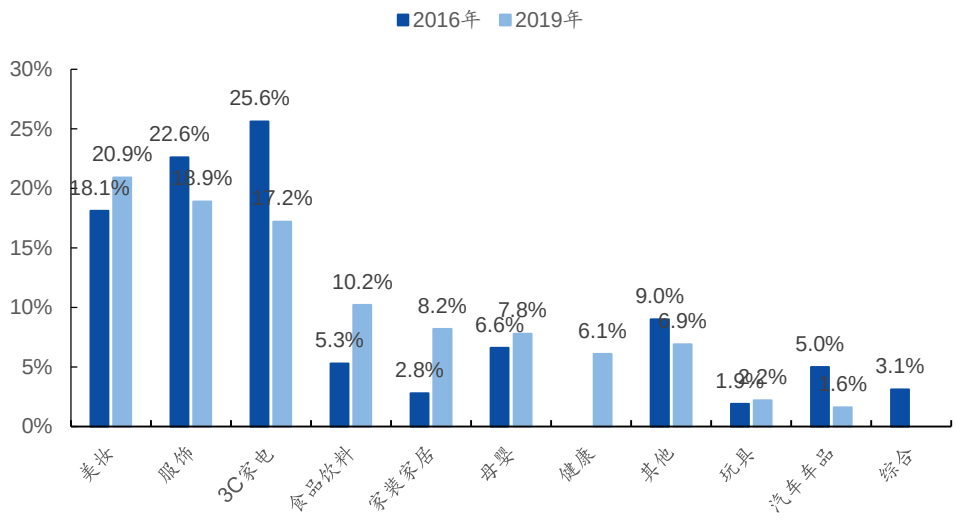
图 23：抖音与快手平台直播电商 GMV 情况



资料来源：网经社，国元证券研究中心

品类分布上，美妆、3C 家电、服饰等类目代运营服务品牌数最多，母婴、美妆、食品饮料、家具家装等类目增速较快。根据艾瑞咨询数据，2019 年美妆、服饰、3C 家电品牌占总服务品牌数量之比达 20.90%、18.90%、17.20%，成为电商服务需求前三大品类；从增长的角度看，美妆、母婴、健康、食品饮料、家具家装等品类 2016-2019 服务品牌数量占比提升明显。我们认为，上述品类对代运营商需求较强的主要原因为：1）多为高毛利行业，价值链中利润分配空间较大，行业天花板较高，品牌商愿意让出部分利润给代运营商换来 GMV 高速增长；2）个体需求复杂，产品销售依赖于大量的市场推广活动，更能显现出代运营公司精细化运营能力的优势。

图 24：2016 与 2019 电商服务公司服务品牌数量占比



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

聚焦细分品类，美妆品类电商服务需求比例最高，佣金率也更高。横向对比不同品类的电商服务需求，美妆类产品的客户消费决策相对而言偏重于品牌、产品效果等内容，产品销售依赖于大量的市场推广活动，线上运营更需经验与技巧，因为更偏向于合作电商代运营公司，电商服务需求比例与佣金率较高；服饰行业更新迭代较快，一年中多次换季，SKU 数量多且管理复杂，时尚风潮迅速变化加大线上运营的难度，电商服务需求比例与佣金率相对适中；3C 家电产品标准化，产品销售依赖于质量及性价比，同时产品不易搬运，配送要求高，因此代运营商主要负责物流、客服等含金量低的服务环节，同时京东、苏宁易购等平台出现使得 IT 厂商与终端消费者可以进行直接交易，因而 3C 家电电商服务需求比例与佣金率较低。

表 3：不同品类对于电商服务商需求比例及佣金率情况对比

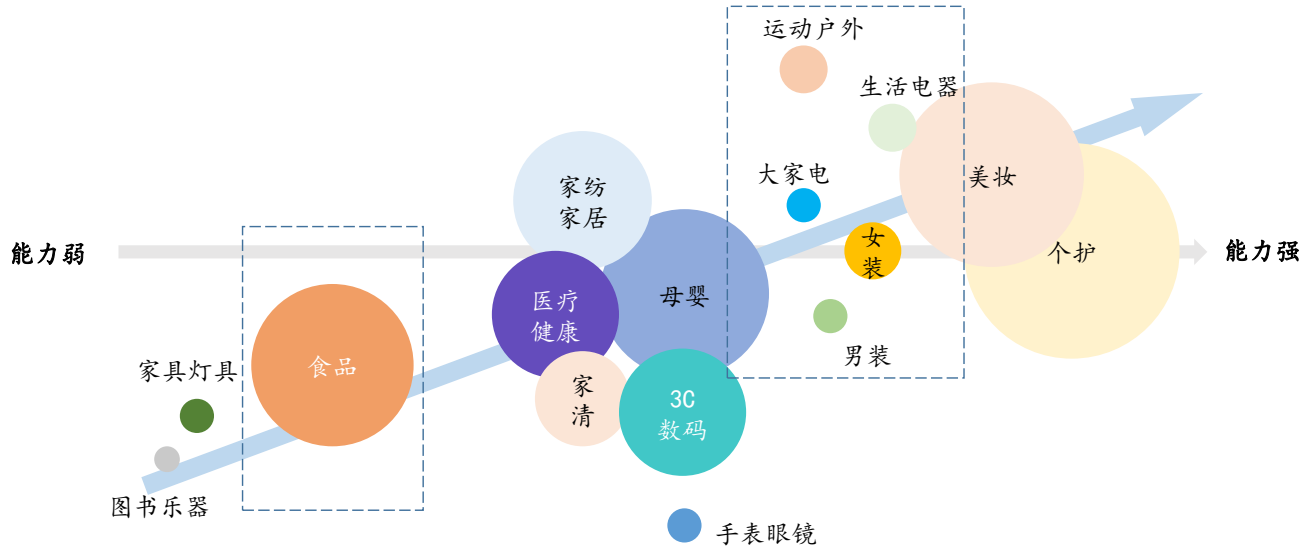
品类	电商服务需求比例	佣金率
美妆	50%-60%	15%-20%
服饰	20%-30%	10%-15%
3C 家电	10%-20%	2%-10%

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

服务商能力及分布上，美妆个护类服务商能力突出，横跨品类扩张难度相对较低。根

据天猫数据，横向比较天猫服务商的规模和能力来看，大快消中美妆个护行业服务商能力最为突出，且整体规模较大。大服饰板块中，服务商实力已处于先进水平，但优质服务商的数量相对较少。而食品、3C 数码等体量较大的行业服务商能力相对较弱。未来从行业和品类拓展上看，美妆个护向下兼容的难度预计更低。

图 25：服务商分行业看规模以及能力对比



资料来源：天猫，国元证券研究中心（注：气泡大小代表服务商规模大小）

3.2 模式：服务费和经销模式各具优势，适合不同阶段的品牌

代运营商经营模式主要分为经销模式、服务费模式，其中经销模式重资金投入但收入爆发性强，服务模式重人力更受成熟品牌青睐。经销模式下，代运营商向品牌方采购产品销售给终端消费者或其他小 B 商家，赚取买卖差价，以销售额确认收入，代运营商承担存货风险。经销模式可进一步细分为 to C 直接销售与 to B 的代销模式，通常前者为帮助品牌在以天猫旗舰店为代表的直营店铺进行销售，后者为向第三方 B2C 平台或淘宝中小卖家分销产品。电商的服务费模式下，代运营商接受品牌方的委托，为品牌方建设、运营其线上官方旗舰店，以及提供包含 IT 解决方案、营销推广方案在内的服务，并且根据销售额收取基础服务费或/和销售提成，以佣金确认收入，代运营商不承担存货风险。从盈利模式上看，经销模式的毛利主要是商品进出货差价加品牌返利，费用主要是服务商在平台销售相关的销售费用投入。服务模式的收入通常是基础服务费+GMV*佣金率构成。经销模式重资金投入，服务商自垫资金购买商品，承担库存风险和平台的销售推广中产生的销售费用，对于资金门槛较高。但经销模式下服务商来自单品牌的收入随品牌 GMV 扩大而线性增长，单品牌的收入天花板不明显，可以充分享受品牌高增长的红利。同时 TP 在新品开发、销售策略和投放策略等多维度话语权更强。从品牌的角度看，经销模式下服务商可帮助品牌方分担销售风险，在销售达成上更具确定性，适合新进入中国市场的海外品牌以及有确定销售增长需求的品牌。服务模式下，TP 不承担库存风险，资金占用较少，风险较小，TP 更偏服务者的角色，但相对而言对于品牌的话语权较低，同时品牌佣金率随 GMV 增长会有所降低,不能充分享受品牌高增长带来的完整红利，通常服务费收入增速低

于品牌 GMV 增速。从品牌的角度看，服务费模式适合相对成熟的头部品牌。

表 4：代运营模式与经销模式对比

	服务费模式	经销模式
合作方式	服务商不拥有商品，帮助品牌方代为销售	服务商自垫资金购买品牌商的货物，并进行销售
盈利方式	基础服务费（通常根据人员需求确定）+ 销售提成（销售额*佣金率，可能为梯度式）	商品买卖价差-公司支付的销售与管理费用
适合什么样的品牌	在中国有完整电商团队的品牌； 自身品牌力、营销能力强的品牌	新进入中国市场的海外品牌； 有较高的销售达成需求
服务商优势	**不承担库存、资金占用较少； 更偏服务者的角色，风险较小**	**收入天花板不明显，随品牌方 GMV 线性增长； 对品牌销售的参与度更深、影响力更强、绑定更紧密**
服务商劣势	**随 GMV 增长佣金率会下滑，单品牌收入有一定天花板**	**资金占用量大，存在较高的存货跌价风险**
代运营商话语权	话语权较低，以品牌方为核心，通过提案方式给出建议	话语权较高，体现在新品制定、销售策略、投放策略等多维度

资料来源：天猫，国元证券研究中心

以美妆品牌为例，当前头部品牌更倾向于自营或服务费模式，主要由于头部品牌近几年线上渠道的高增长，红利空间较大，经销商单体毛利水平高，品牌方有较大转为服务模式的诉求；但部分中腰部欧美、日韩品牌仍以经销模式为最优选择。我们统计了去年双十一排名前三十的品牌与服务商合作的情况，其中服务费模式占比超 50%，其次是自营模式，占比约 37%，经销模式占比约 10%。头部品牌特别是海外头部品牌服务模式诉求强烈，除欧莱雅由于早年在中国收购了百库，旗下品牌多为自营模式外，大部分头部海外品牌均选择服务费模式。我们认为大型美妆品牌选择服务费模式，主要还是基于与第三方合作性价比及效能更优。同时近年来，海外头部品牌天猫旗舰店高增长，经销模式下转移给 TP 的毛利空间和确定性较大，品牌方做经销模式的诉求不强。但部分欧美、日韩中腰部品牌，由于在中国尚不具备自建成熟电商团队的条件，且具有较强的销售达成诉求，与 TP 采取经销模式合作仍为其最优选择。

表 5：国内外知名品牌代运营商概览（品牌按照 2019 年十一月护肤品类排名）

品牌	所属集团	运营主体	代运营模式
欧莱雅	欧莱雅集团	自营	由经销转自营
兰蔻	欧莱雅集团	自营	由经销转自营
雅诗兰黛	雅诗兰黛集团	杭州悠可	服务费模式
OLAY	宝洁集团	壹网壹创	服务费模式
SK-II	宝洁集团	杭州悠可	服务费模式
百雀羚	百雀羚集团	壹网壹创	2020 年 10 月将由经销转为服务费模式
自然堂	珈蓝集团	自营	自营
后	LG 生活健康	丽人丽妆	服务费模式
薇诺娜	贝泰妮	自营	自营
修丽可	欧莱雅集团	自营	自营
HomeFacialPro	广州蚕壳网络	自营	自营
海蓝之谜	雅诗兰黛集团	乐其电商	服务费模式
伊丽莎白雅顿	伊丽莎白雅顿	壹网壹创	服务费模式
资生堂	资生堂集团	乐其电商	服务费模式
雪花秀	爱茉莉太平洋集团	丽人丽妆	经销模式
HR 赫莲娜	欧莱雅集团	自营	自营
科颜氏	欧莱雅集团	自营	自营
悦诗风吟	爱茉莉太平洋集团	上海联恩	服务费模式
WIS	广州慕可生物科技	自营	自营
芙丽芳丝	佳丽宝集团	丽人丽妆	经销模式
阿芙	阿芙	自营	自营
珀莱雅	珀莱雅	自营	自营
娇兰	LVMN 集团	乐其电商	服务费模式
娇韵诗	娇韵诗	杭州悠可	服务费模式
黛珂	高丝集团	杭州悠可	服务费模式
欧舒丹	欧舒丹	杭州悠可	服务费模式
希思黎	希思黎	2020 年从丽人丽妆转到杭州悠可	经销转服务费模式
怡丽丝尔	资生堂集团	上海联恩	服务费模式
倩碧	雅诗兰黛集团	杭州悠可	服务费模式
兰芝	爱茉莉太平洋集团	丽人丽妆	经销模式

资料来源：公开资料整体，国元证券研究中心

从运营商的角度来看，丽人丽妆是业内少有的以经销模式为主的头部代运营商，2019 年经销收入占比 95.50%，宝尊电商与壹网壹创近年来主要以服务费模式拓展业务。对比目前国内的头部 TP，宝尊电商公司主要合作模式为非经销模式，2019 年其非经销模式 GMV 与收入占比分别达到 91%、53%；壹网壹创截至 2019 年收入仍以品牌线上营销服务（经销模式）为主，但近年来占比显著下降，2016-2019 年由 72.39%降至 52.16%，2020 年 10 月起经销模式大客户百雀羚将转为服务费模式，这一比例预计将进一步下降；若羽臣侧重于母婴行业，以经销与分销模式为主，2019 年公司

经销与分销模式占比分别达到 36.84%与 44.01%。

表 6：头部代运营商业务比较（2019 年数据）

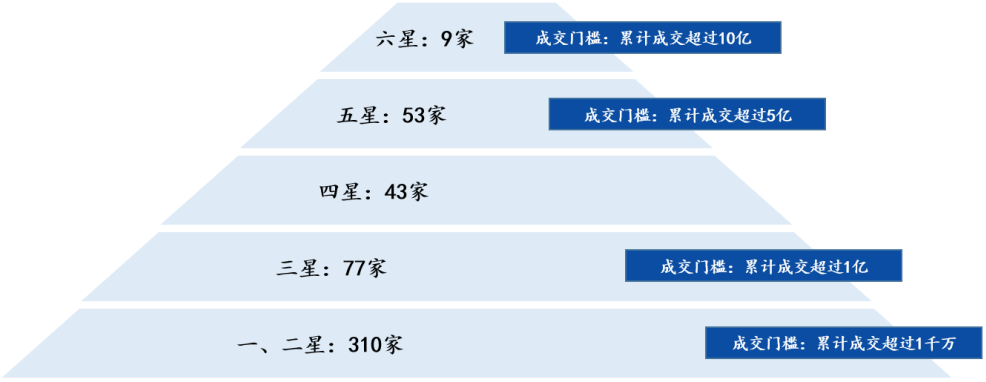
公司	丽人丽妆	若羽臣	宝尊电商	壹网壹创
公司特质	线上化妆品营销零售服务商	快消品运营、分销、品牌营销策划	IT 系统、物流仓储能力出色，一站式全品类服务	专注于美妆品类的垂直型电子商务服务运营商
最新融资情况	IPO 排队中	IPO 排队中	纳斯达克上市	创业板上市
业务形式	**电商零售业务 95.50%** 品牌营销运营服务 3.39% 其他 1.11%	**线上代运营零售模式 36.84%** 渠道分销业务 44.01% 线上代运营服务模式 12.48% 品牌策划业务 6.68%	**经销模式 47%** 非经销模式 53%	**品牌线上营销服务 52.16%** 品牌线上管理服务 20.59% 线上分销 27.07% 内容服务 0.18%

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心（注：红色字体为经销模式，电商零售业务、线上代运营零售模式、品牌线上营销模式为经销模式的不同表述；蓝色为服务费模式的不同表述；紫色为 TO B 分销模式，丽人丽妆、宝尊电商未对这一模式进行拆分。）

3.3 竞争格局：头部代运营商地位逐渐稳固，行业集中度有望提升

2020 年上半年，天猫认证服务商 1086 家，其中根据店铺运营能力、品牌营销能力、消费者运营能力、渠道运营能力、新零售运营能力、数据运营能力和承接店铺规模，天猫评选出星级服务商 492 家。其中六星服务商 9 家（门槛累计成交超 10 亿），五星服务商 53 家（成交门槛值 5 亿），四星 43 家，三星 77 家（门槛值 1 亿），一二星级 310 家（门槛值 1 千万）。对于高星级服务商，天猫将给予更多的资源倾斜（数据资源，对接资源）。

图 26：天猫服务商星级划分



资料来源：天猫，国元证券研究中心

2020 上半年 6 星级服务商包括宝尊电商、凯诘电商、兴长信达、青木科技、丽人丽妆、百秋网络、壹网壹创、碧橙网络、上佰电商。其中宝尊电商是综合性代运营商代表，共涉及包括快消、3C、服饰鞋履、汽车和家电等 8 大细分品类，截止 2020 年二季度服务品牌数达到 250 个；其它六星代运营商多深耕垂直品类做细分市场的拓展，如丽人丽妆从美妆个护拓展至母婴、纸品、食品等品类，壹网壹创收购上佰电商进军家电品类，同时签约泡泡玛特、盐津铺子等进军潮玩、食品等类目，近几年合作品牌数均不断增长。

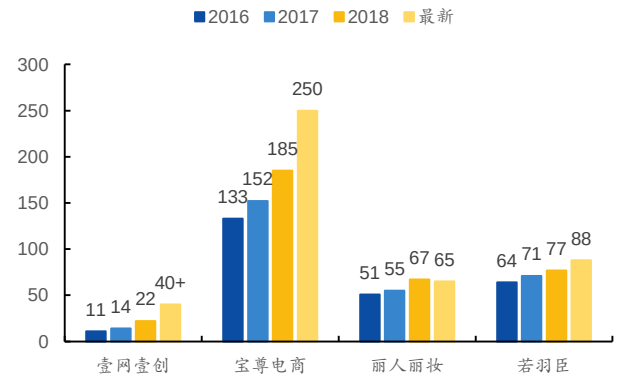
表 7：2020 年上半年天猫六星服务商及其覆盖的行业

公司名称	合作品牌数	美妆个护	食品饮料	母婴	保健品	3C	服饰鞋履箱包	汽车	家电	家居建材
宝尊电商	250	○	○		○	○	○	○	○	○
凯诘电商	30	○	○	○						
兴长信达	54		○	○		○	○	○	○	○
青木科技	30+						○			
碧橙网络	18+	○		○	○			○	○	
上海百秋	41						○			
丽人丽妆	65	○	○	○			○			
壹网壹创	40+	○	○						○	
上佰电商（被壹网壹创收购）	14+								○	○

资料来源：天猫服务商官网，公司公告，公司官网，国元证券研究中心

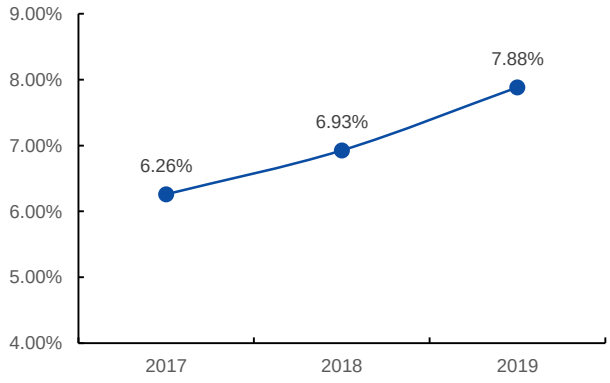
竞争格局上，头部玩家市占率逐年提升，行业集中度呈上升趋势。头部代运营商依靠优质过往业绩不断拓宽自有品牌矩阵，提升自身市占率。根据各家最新数据披露，宝尊电商、壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣合作品牌数量分别已达 250、40+、65、88 个。从 GMV 占比来看，2017、2018、2019 年宝尊的 GMV 分别为 191.12 亿元、294.26 亿元、444.10 亿元，市占率由 2017 年的 6.26%上升至 2019 的 7.88%。根据艾瑞和宝尊的数据，2019 年前五的服务 GMV 合计占比为 14.10%。同时，目前天猫平台认证的 1000+服务商中，超过 75%的服务商服务店铺数在 10 家以下，随着头部服务商不断扩张、提升承接品牌/店铺数量，行业集中度有较大提升空间。

图 27：主要代运营商承接品牌数量



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 28：宝尊市占率变动

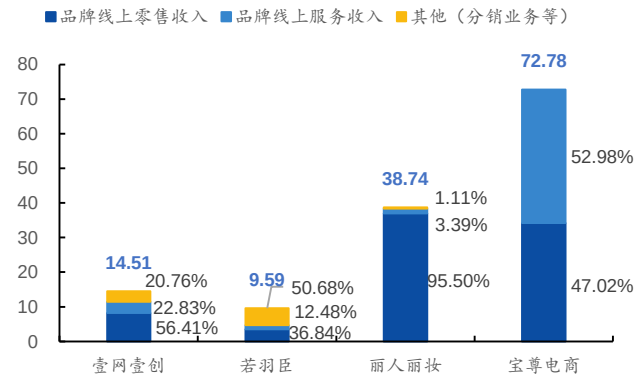


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

头部公司中，宝尊电商收入规模遥遥领先，丽人丽妆净利润规模与宝尊接近。主要代运营上市公司中，行业龙头宝尊电商 2019 年营业收入达到 72.78 亿元，收入规模上遥遥领先；聚焦美妆垂直品类的丽人丽妆次之，2019 年收入 38.74 亿元；壹网壹创因服务费模式占比显著高于丽人丽妆，收入规模相对较小，2019 年为 14.51 亿元；聚焦母婴品类的若羽臣 2019 年收入 9.59 亿元。净利润层面，2019 年丽人丽妆与宝尊电商的净利润相当，分别为 2.84 与 2.82 亿元，壹网壹创次之，为 2.19 亿元；若

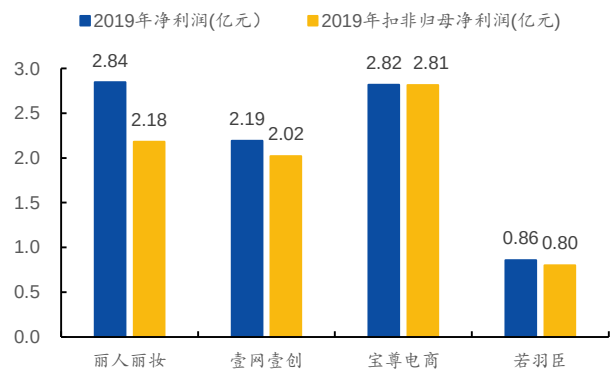
羽臣利润规模最小，仅为 0.86 亿元。其中丽人丽妆非经常性损益较多（以政府补助为主），扣非后丽人丽妆净利润规模与壹网壹创接近。

图 29：2019 年头部公司营业收入（亿元）及构成对比



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心（品牌线上零售收入为经销模式）

图 30：2019 年净利润与扣非归母净利润同业对比



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

部分率先上市服务商开启行业整合，并尝试拓展自有品牌寻找第二增长曲线。率先上市的代运营商为持续抢占市场份额，拓展自身业务天花板，开始尝试通过并购、自主孵化等方式，进行业务拓展。例如，壹网壹创于 2020 年 5 月以 3.62 亿元现金收购同为六星服务商的浙江上佰 51%股权，助力公司在家电家具领域的拓展。同时 2020 年 10 月，公司公告拟公开增发募资，用于孵化在食品、保健品等领域的快消品类自有品牌。

4、公司业务：经销模式为主，深度合作大型美妆集团，品牌孵化是未来重要看点

丽人丽妆侧重于经销模式，对品牌产品策略、营销策略、新品开发等环节参与程度较深，具备较强的品牌全流程运营能力，曾帮助相宜本草、施华蔻、奥伦纳素等品牌实现线上渠道的跨越式发展，爆品打造能力较强。依托过往经验、数据积累，结合大数据能力，在以“人”为核心的营销体系下，丽人丽妆持续拓品牌拓品类，并赋能自有品牌孵化。

4.1 品牌：侧重以集团为单位承接品牌，后续品牌引入空间较大

公司从运营相宜本草起家，此后大量承接国际一线品牌。公司是业内最早开始做品牌代运营的服务商之一，主要经历了两大发展阶段，第一阶段（2007-2010 年）为电商零售业务起步阶段，自 2007 年开始运营相宜本草淘宝商城起家，至 2011 年，相宜本草淘宝商城的销售收入一度超过 2 亿元，成为美妆电商市场的标杆。第二阶段（2011 年-至今）为品牌拓展期，公司先后获得了施华蔻、美宝莲、欧莱雅、兰蔻、汉高、雪肌精、芙丽芳丝、、雅漾、雪花秀、后等海外知名品牌授权，并帮助多个品牌在淘系平台成长至类目前列，积累了丰富的品牌电商运营经验。同时，公司还尝试多品类拓展期，在隐形眼镜、纸品、服装等于美妆人群相契合的类目均有布局，截至 2020 年 9 月，公司合作的主要品牌有 63 个，共覆盖 7 个品类，包含化妆品品牌 47 个、隐形眼镜品牌 5 个、服饰品牌 1 个、食品品牌 3 个、玩具品牌 5 个、保温杯品牌 1 个、胶制品牌 1 个。

表 8：丽人丽妆合作品牌概览

品类	总数量	品牌
化妆品	47	**护发：**施华蔻、吕、馥绿德雅、康如、丝蕴、斐丝丽、蓓泽丝、魅尚萱 **护肤：**雅漾、芙丽芳丝、旁氏、LG 生活健康、思理肤、后、欧蕙、苏秘、欧邦琪、佑天兰、艾可玫、妮维雅、皑丽、乐肤妥、可丽金、奥伦纳素、维她雅诗、渡美、兰芝、赫妍、佳丽宝、菲诗小铺、雪花秀 **彩妆：**蜜丝佛陀、伊蒂之屋、凯朵、贝玲妃、珂莱欧、奇士美、露华浓、菲丽菲拉、Real Techniques **个人护理：**凡士林、Fa 花牌、芭兰珂、安宝笛、护齿达 **儿童护理：**孩儿面、宝贝魔力
隐形眼镜	5	妆美堂、安娜苏、欧朗晴、海昌、美若康
服饰	1	凡客诚品
食品	3	蓝臻、新维士、宝乐贝儿
玩具	5	孩之宝、变形金刚、热火、培乐多、小马宝莉
保温杯	1	史丹利
胶制品	1	回天

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

公司与多个日韩、欧美美妆集团形成稳定合作关系，目前旗下品牌 63 个，形成金字塔状品牌矩阵，其中过 5 亿品牌 2 个，3-5 亿品牌 4 个。在与欧莱雅集团天猫旗舰店的合作的逐渐结束后，公司目前主要合作的化妆品集团包括韩国的爱茉莉太平洋集团、LG 生活健康集团、德国汉高集团、法国皮尔法伯集团与日本佳丽宝集团等，根

据 2019 年品牌天猫旗舰店的体量划分，销售额 5 亿以上规模的品牌包括爱茉莉旗下的雪花秀、LG 生活健康旗下的后；销售额 3-5 亿的品牌包括爱茉莉旗下的兰芝、皮尔法伯旗下的雅漾、佳丽宝旗下的芙丽芳丝、以及汉高集团等，此外还有佑天兰、奥伦纳素、凡士林、旁氏等 1-3 亿的品牌，以及多个 1 亿以下体量的品牌，形成金字塔状的品牌矩阵。

图 31：公司代运营品牌按规模统计

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 9：公司 2016-2019 年合作品牌变化情况

业务类型	年份	变化	数量	品牌
电商零售	2016	新增	10	巴黎欧莱雅、雪花秀、it's skin、植村秀、希思黎、艾诺碧、吉尔·斯图亚特、馥绿德雅、康如、高丝
		流失	2	宠爱之名、卡尔文克雷恩
	2017	新增	3	赫妍、PONY EFFECT 、婵真
		流失	3	茱莉蔻、it's skin 、芭妮兰
	2018	新增	7	奥伦纳素、LG 生活健康、宝贝魔力、飞利浦、凡客诚品、BeGlow、栗祺
		流失	3	兰蔻 、巴黎欧莱雅、妮维雅
	2019	新增	11	奇士美、孩之宝、皑丽、露华浓、艾可玫、炫诗、新维士、菲丽菲拉、史丹利、海昌、贝蜜清
		流失	6	Pony effect、梦妆、艾诺碧、吉尔斯图亚特、飞利浦、婵真
品牌营销	2016	新增	3	丝芙兰 、娇兰 、欧缇丽
		流失	1	岚舒
	2017	新增	7	后 、科颜氏、高夫、贝玲妃、玉泽、贝蜜清、海昌
		流失	1	欧缇丽
	2018	新增	6	菲诗小铺 、佰草集 、瑰珀翠、云南白药、珂莱欧、NEWA
		流失	5	丝芙兰、馥蕾诗、科颜氏、云南白药、娇兰
	2019	新增	4	安我 、佑天兰、可丽金、乐妥肤

流失	9	海昌、碧欧泉、植村秀、高夫、玉泽、佰草集、瑰珀翠、NEWA、贝蜜清

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

与巴黎欧莱雅、兰蔻、美宝莲相继结束合作，但存量品牌高增长及新进品牌，较好的平滑了大品牌出走的影响。2018-2019 年间，欧莱雅集团旗下品牌兰蔻、巴黎欧莱雅、美宝莲相继终止与公司的合作，主要因为欧莱雅集团收购的美即面膜后一并获得美即旗下百库电商这一代运营公司，自 2018 年逐步由百库负责欧莱雅旗下品牌的线上运营。值得注意的是，在 2018 年下半年公司终止与巴黎欧莱雅、兰蔻的合作的情况后，2019 年公司电商零售业务收入仍保持 10.59%的增长，存量品牌高增长及新进品牌，较好的平滑了大品牌出走的影响。整体看，公司持续合作品牌数量逐年递增，2016-2019 年电商零售业务持续合作品牌分别为 30、39、40、47 个，占销售收入比例分别为 85.50%、98.87%、76.42%、95.04%；品牌营销运营服务持续合作品牌分别是 7、9、14、9 个，销售收入比例分别为 79.47%、58.79%、92.23%、80.06%。

表 10：公司持续合作品牌情况

业务类型	持续合作情况	2016	2017	2018	2019
电商零售业务	持续合作品牌数量	30	39	40	47
	持续合作品牌销售收入	1634.95	3118.24	2556.64	3516.62
	持续合作品牌销售收入占比	85.50%	98.87%	76.42%	95.04%
品牌运营服务	持续合作品牌数量	7	9	14	9
	持续合作品牌销售收入	63.35	98.95	211.76	105.30
	持续合作品牌销售收入占比	79.47%	58.79%	92.23%	80.06%

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

单一品牌对公司收入与利润影响逐渐降低。从品牌店铺销售收入来看，2016-2019 年电商零售业务前十大品牌店铺销售收入占营收比例分别为 67.58%、71.50%、69.89%及 73.91%，其中 2016-2018 年销售占比较高的均为欧莱雅集团旗下的兰蔻、巴黎欧莱雅、美宝莲等品牌。在上述品牌逐渐出走后，公司品牌矩阵重构，单一头部品牌占比有所下降，多个中等规模品牌成为主要收入来源，单一品牌对公司收入影响减弱。

表 11：丽人丽妆电商零售业务前十大品牌店铺的销售收入及其占公司营业收入的比例

	2019 年度			2018 年度			2017 年度			2016 年度		
序号	品牌名称	销售收入	占比	品牌名称	销售收入	占比	品牌名称	销售收入	占比	品牌名称	销售收入	占比
1	雪花秀	43,497	11.23%	美宝莲	47,275	13.08%	兰蔻	56,343	16.47%	兰蔻	19,964	9.90%
2	芙丽芳丝	38,523	9.94%	兰蔻	44,653	12.35%	巴黎欧莱雅	42,354	12.38%	汉高	18,134	9.00%
3	美宝莲	37,808	9.76%	汉高	32,745	9.06%	美宝莲	29,159	8.53%	兰芝	17,616	8.74%
4	兰芝	36,541	9.43%	兰芝	26,713	7.39%	汉高	24,652	7.21%	美宝莲	15,751	7.81%
5	汉高	34,798	8.98%	雪花秀	23,273	6.44%	兰芝	22,182	6.49%	雅漾	14,444	7.17%
6	雅漾	27,046	6.98%	雅漾	20,716	5.73%	雅漾	18,680	5.46%	相宜本草	12,651	6.28%
7	希思黎	21,406	5.52%	芙丽芳丝	19,897	5.50%	雪花秀	13,852	4.05%	巴黎欧莱雅	12,106	6.01%
8	凡士林	18,384	4.74%	相宜本草	13,958	3.86%	相宜本草	13,819	4.04%	妮维雅	10,256	5.09%

9	相宜本草	17,232	4.45%	巴黎欧莱雅	13,135	3.63%	妮维雅	13,025	3.81%	雪肌精	8,438	4.19%
10	奥伦纳素	11,110	2.87%	雪肌精	10,266	2.84%	雪肌精	10,496	3.07%	雪花秀	6,870	3.41%
	合计	286,345	73.91%	合计	252,631	69.89%	合计	244,561	71.50%	合计	136,229	67.58%

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

公司通过与大型美妆集团合作的方式不断开拓品牌，与多家国际美妆集团深度绑定。目前公司合作多个欧美、日韩化妆品集团，其中以韩国的爱茉莉太平洋、LG 生活健康、与日本佳丽宝集团为主，这类集团旗下通常包含多个个护与美妆品牌，部分仍未在中国开设店铺。同时大集团的研发、产品能力较强，产品储备丰富，在中国颇具发展潜力。

表 12：公司合作的主要国际化妆品集团及旗下品牌分布

所属国家		丽人丽妆运营品牌	旗下其他美妆个护品牌
爱茉莉太平洋	韩国	兰芝、雪花秀、伊蒂之屋、吕、赫妍、艾诺碧、魅尚萱	悦诗风吟、梦妆、时妍露、primera、俪瑞恩、艾丝珀、纯肤乐丝、韩律、OUTRUN、荷丽佳尔
LG 生活健康	韩国	后、菲诗小铺、欧蕙、苏秘	伊诺姿、蝶妆、菲诗小铺、蝶妆、海皙蓝、可丽丝、秀雅韩、belif、竹盐
汉高集团	德国	施华蔻、丝蕴、裴丝丽、孩儿面、花牌、光明/蓓泽丝、护齿保丽、幻彩染发霜、伊采、怡嬗、欧悦缇、丝露华达、芭兰珂	
皮尔法伯集团	法国	雅漾、馥绿德雅、康如	爱馥美、护蕾、蔻萝兰、婕若琳、伊兰纤姿
佳丽宝集团	日本	芙丽芳丝、KATE、佳丽宝、皑丽	EVITA、suisai、AQUA SPRINA
联合利华集团	美国	凡士林、旁氏、炫诗	力士、卫宝、AHC、丝道绮、舒耐、多芬

资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

4.2 模式：以经销模式合作为主，对品牌影响力更强

公司品牌合作模式以经销为主，对品牌参与度较深。不同于其他 TP 公司，丽人丽妆与头部品牌雪花秀、汉高、芙丽芳丝、雅漾等的合作均为经销模式。与服务费模式相比，经销模式下 TP 需确定各类产品进货的数量及配比，因此可以通过自身对市场的洞察，协助品牌方制定产品策略，帮品牌捕捉机会点。例如雅漾品牌过往在中国仅有喷雾这一爆款产品，在公司的洞察与运营下，分别打造出防晒霜、修护霜两大次爆品，2020M1-M8 期间雅漾防晒霜与修护霜两大 SKU 销量均超 10 万件。

图 32：雅漾品牌头部爆款 SKU

资料来源：品牌天猫旗舰店，爬虫数据，国元证券研究中心

过往业绩印证了丽人丽妆有较强的协助品牌完成 1-N 成长的能力。丽人丽妆自 2013 年起承接美发护肤品牌施华蔻，据中华全国商业信息中心的统计 2013 年全国洗护发市场品牌占有率中，施华蔻未能进入前十。2014 年根据维恩咨询的数据，施华蔻在主流电商平台护发产品网络零售升至第三，销售额达到 2.95 亿人民币，市场份额占比达到 7.2%，仅次于宝洁旗下产品沙宣和海飞丝。至 2016 年双十一期间，施华蔻天猫销售额过亿，位列个家清品牌销售额第二名，2017 年品牌成功登顶双十一天猫美发护发类目销售额 TOP1，并在 2018 年、2019 年蝉联榜首。印证了丽人丽妆的帮助品牌 1-N 的运营与销售能力。

图 33：丽人丽妆承接施华蔻品牌后的销售情况

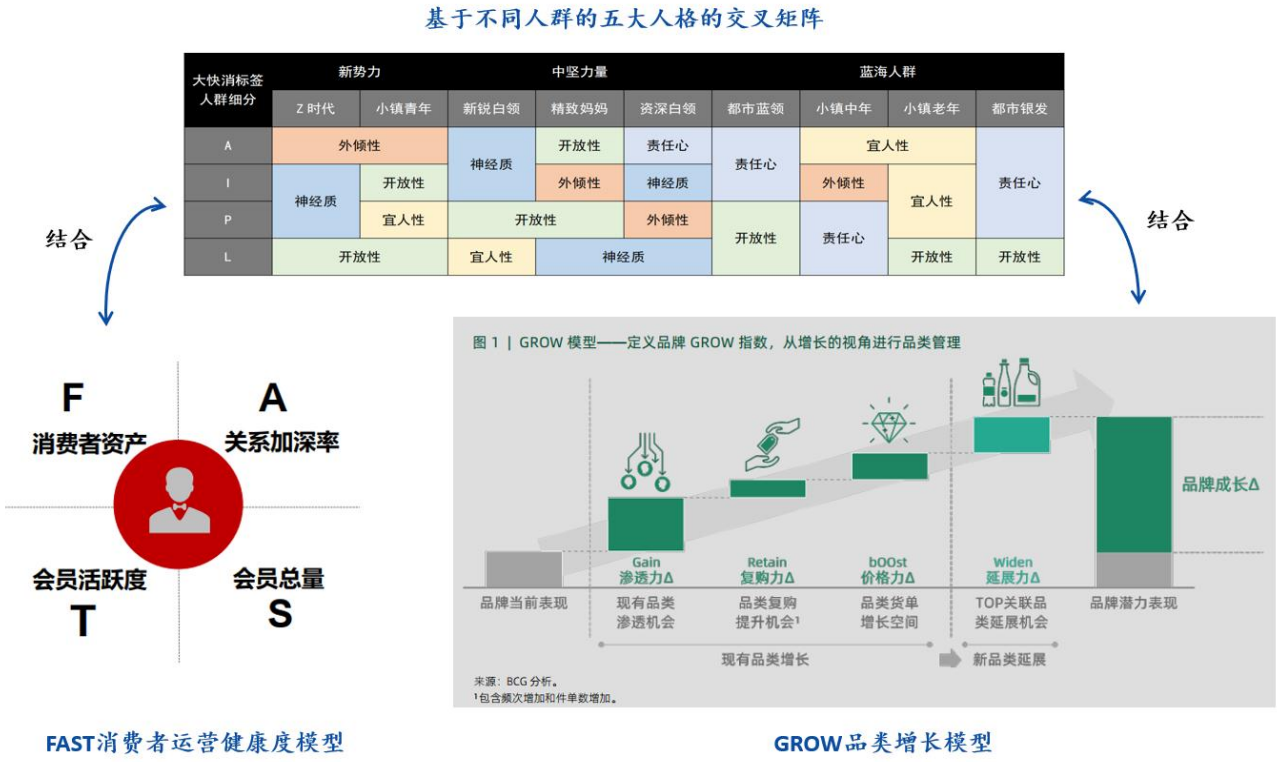
资料来源：化妆品观察，品观网，公司公告，国元证券研究中心

4.3 营销：数据能力突出，投放精准度较高，运营效率高

公司注重用户消费数据，结合对阿里体系逻辑的深度理解，数字化赋能品牌运营。丽人丽妆通过多年的品牌运营积累了丰富的美妆消费人群数据，并基于庞大而有效的用户消费数据自行研发了 BI 商业智能分析系统、大数据存储处理系统和 CRM 客户

忠实度管理系统，为品牌运营提供数据支持及策略建议。2019 年双十一期间公司自主研发的基于人群性格分析模型，结合阿里大快消 FAST 模型（品牌健康度指标：Fertility 消费者资产、Advancing 关系加深率、Superiority 会员总量、Thriving 会员活跃度）和 GROW 模型（品牌增长模型：Gain 渗透力、Retain 复购力、bOOst 价格力、Widen 延展力）进行了初次应用探索，取得了良好成果，合作品牌雪花秀、后、吕、施华蔻荣登榜单，同时公司凭借此模型获得“2019 金麦奖最佳营销服务奖”。

图 34：丽人丽妆研发的基于不同人群的五大人格的交叉矩阵&阿里体系内 FAST 与 GROW 营销模型



资料来源：丽人丽妆官网，阿里巴巴，波士顿咨询公司，天猫大快消，国元证券研究中心

数据模型应用下，2019 年雪花秀与 Whoo 的营销投放效果显著。具体执行方面，雪花秀品牌主要定位资深白领及精致妈妈人群，丽人丽妆通过对这两类消费者的人群性格洞察发现，神经质与宜人性人格居多，进而从品类升级、品牌迁移轨迹、会员互动回流效率等方面推动其购买，最终品牌在双 11 期间同比去年 F（消费者资产）增长近 150%，T（会员活跃度）增长近 90%，会员量增长超 800%。通过对人群性格和 AIPL 的交叉对比分析及应用，发现这一策略对新产品在新客 GMV 带动同比增长 20%以上，明显提升了招新转化效率，降低了获客成本。在下沉市场渗透和会员召回策略中，人群性格模型的实施，使小镇青年在复购率及价格力上都呈现了超 100%的增长；Z 时代人群中，客单价值远超预期，同比达到 263%的提升。

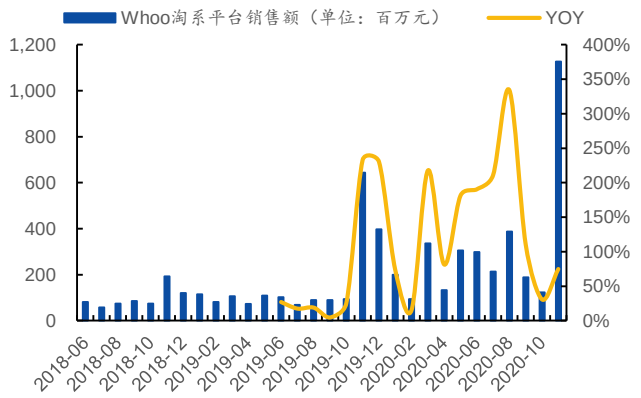
另一品牌 Whoo 定位高端消费人群，主力消费群体分布在 30-49 岁之间，这类人的品牌忠诚度高。而随着消费力的升级，品牌逐渐显现出年轻化趋势，丽人丽妆在年轻化市场洞察中，发现了 30 岁以下偏向外放性及外倾性人格，并做了对应的人群应用策略调整，最终 Whoo 在小镇青年及 Z 世代一族的价格力明显提升，同比高达 1000%

以上的增长。从销售额来看，在线上（双十一、38 节、618）大促的催化作用，2019 年 11 月、2020 年 3 月、2020 年 6 月淘系月度销售额同比增长分别达到 233%、218%、190%；明星产品天气丹水乳护肤套装在 2020 年双十一期间销售超 76 万套，获得面部护理套装类目第一。

图 35：天猫美妆品类 FAST 品牌/店铺维度排名

资料来源：贝恩分析，丽人丽妆官网，国元证券研究中心

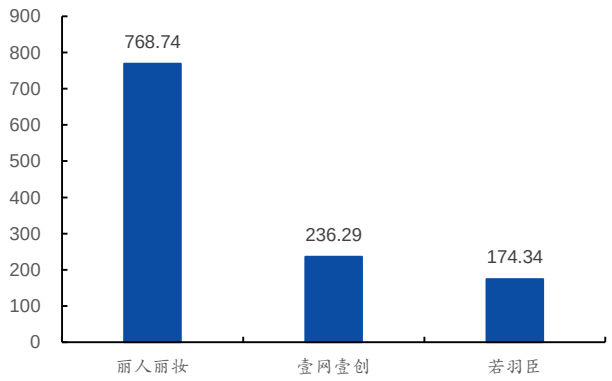
图 36：后淘系月度销售额及同比增速（单位：百万元）



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

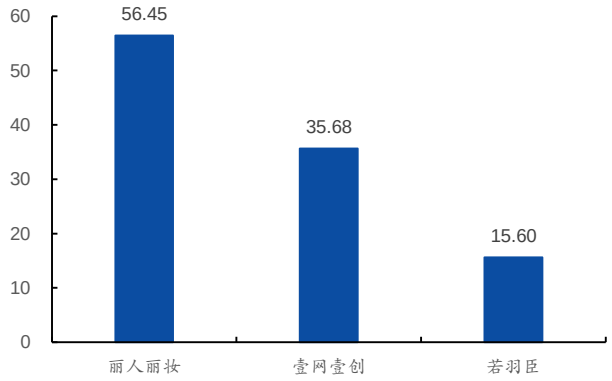
优质的数据化能力催生更高的运营效率，与同行公司比，丽人丽妆的人均创收、人均净利润均显著领先。横向比较丽人丽妆与壹网壹创、若羽臣、宝尊电商等 TP，根据 2019 年各公司披露的员工数据（宝尊电商将运营人员与客服人员同算为前台人员，此处不具有可比性，因此未进行比较），丽人丽妆、壹网壹创、若羽臣分别有运营人员 504 人（取运营部门人数）、614 人（取销售人员数量）、550 人（取前台业务人员数量），对应人均创收分别为 769 万、236 万、174 万；人均净利润分别为 58 万、36 万、16 万元，丽人丽妆人均运营效显著较高。同时 2019 年丽人丽妆运营人数较 2018 年有所缩减，并未随收入规模提升而增加，侧面体现出数字化带来的人效提升。

图 37：2019 代运营商人均净利润（万元/人）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 38：2019 代运营商人均创收（万元/人）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

4.4 成长方向：品牌孵化是未来的重要看点

近几年崛起的互联网品牌创始人多有电商运营背景，丰富的电商运营经验有望助力

丽人丽妆成功孵化自有品牌。以完美日记、花西子、橘朵为代表的新锐国产品牌在近几年迅速崛起，这些具有互联网基因的品牌只用了 2-3 年，就走完了传统品牌 5-10 年甚至更长时间才能走完的销售额增长和公司价值增长之路。彩妆品牌完美日记与花西子均仅通过不到三年时间，就跻身天猫双 11 彩妆 TOP10，2020 年双十一期间更是分获一、二名，力压一众国际大牌。我们发现，这类新锐品牌的创始人多具备丰富的电商运营经验，例如，完美日记创始人黄锦峰曾在淘品牌御泥坊担任 COO（首席运营官）；花西子创始人花满天曾担任百雀羚、水密码旗舰店的运营负责人；橘朵创始人郑自跃曾在老牌电商品牌稚优泉担任过操盘手。电商运营能力已成为新锐国货品牌的核心竞争力之一。丽人丽妆凭借多年与国际知名品牌的合作已具备出色的运营、营销能力，擅长利用淘系数据分析工具进行市场洞察与目标消费者触达，为自有新品牌孵化打下了坚实的基础。

表 13：国产新锐品牌创始团队背景总结

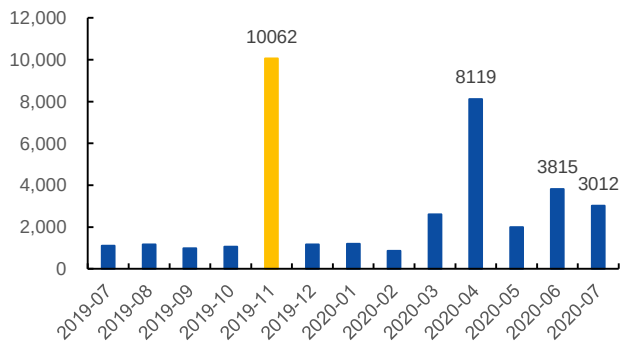
品牌	创始团队及背景	创立时间	营销红利	明星单品	2020H1 淘系销售额
完美日记	创始人黄锦峰为御泥坊前 COO	2016 年	小红书	动物眼影	12 亿+
花西子	创始人花满天为百雀羚旗舰店前运营总监	2017 年	直播	蚕丝蜜粉	10 亿+
橘朵	创始人郑自跃曾在稚优泉担任过操盘手，任职高管	2016 年	小红书	单色腮红	3 亿+
半亩花田	创始人亓金亮具备多年电商从业经验	2010 年	抖音	猫爪手膜	6 亿+
color key	创始人李琴娅原为卡姿兰集团副总经理兼市场总监，市场总监谭征嵩为前 MCN 机构快美商业化总监	2018 年	小红书、抖音	空气唇釉	4 亿+
WIS	创始人黎文详为软件工程专业出身	2011 年	微博	玻尿酸极润面膜	4 亿+

资料来源：国元证券研究中心

丽人丽妆品牌孵化能力已崭露头角，2018 年起成功帮助奥伦纳素品牌打入中国市场，实现品牌口碑及销售从 0 到 1 的快速建立和增长。奥伦纳素是来自纽约时尚奢华护肤品牌，2018 年丽人丽妆以经销模式携手品牌共同开拓中国市场。在双方合作下，2019 年奥伦纳素通过“小红书 KOL 种草+红人微电影宣传+直播间承接”营销闭环，以渗透的方式逐渐占据消费者心智，明星单品冰白面膜获得 2019 年双 11 天猫国际高端面膜类排名第一。强大的产品力+优质电商运营+社媒营销闭环促使奥伦纳素快速成长，品牌体量从 2018 年的 1000-2000 万，升至 2019 年 1.4 亿，2020 年仅上半年品牌销售额已达到约 1.5 亿。未来公司有望复制奥伦纳素的运作模式，通过自主品牌孵化或国际品牌联合孵化的方式，帮助更多中小品牌完成 0-1 或 1-N 的成长。

图 39：奥伦纳素小红书 KOL 种草及李佳琦合作

图 40：奥伦纳素淘系 2019M7-2020M7 销售额



资料来源：小红书，奥伦纳素微信公众号，国元证券研究中心　　资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

5、估值分析与投资建议

基本假设：

（1）电商零售业务：主要包括雪花秀、芙丽芳丝、兰芝、汉高、雅漾、希思黎、凡士林、相宜本草、奥伦纳素等品牌的销售收入，其中预计 2020 年雪花秀、芙丽芳丝、奥伦纳素收入增长较快（预计增速 50%+）；兰芝、汉高、雅漾、凡士林等品牌稳定增长（预计增速 20-50%）；希思黎、相宜本草分别于 2020 年 4 月与 7 月与公司结束合作，收入贡献相应有所下降；其他品牌预计保持稳定增长。综合来看，预计 2020-2022 年公司电商零售业务实现收入 43.82/51.42/59.14 亿元，分别同比增长 18%/17%/15%。

（2）品牌营销运营服务业务：主要包括后、珂莱欧、菲诗小铺等品牌，其中后品牌在 2020 年实现超 100%的快速增长。综合来看，预计 2020-2022 年公司品牌营销运营服务实现收入 1.95/2.34/2.69 亿元，分别同比增长 48%/20%/15%.

基于以上假设，我们预计公司 2019/2020/2021 营业收入分别为 46.20/54.19/62.26 亿元，归母净利润分别为 3.36/4.10/4.70 亿元，EPS 分别为 0.84/1.03/1.18 元/股，对应 PE 分别为 44x/36x/31x，首次覆盖，给予“增持”评级。

6、风险提示

行业增速趋缓、竞争加剧，头部品牌收回代运营权风险。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2038.51	2137.61	3025.99	3520.34	4074.27
现金	678.80	871.84	1530.11	1771.22	2067.67
应收账款	132.52	83.24	98.68	115.97	133.15
其他应收款	509.78	481.61	573.70	673.15	773.23
预付账款	97.27	164.44	192.94	226.11	259.64
存货	579.62	517.27	611.45	714.79	821.47
其他流动资产	40.52	19.22	19.11	19.11	19.11
非流动资产	64.80	87.29	56.83	54.62	50.19
长期投资	4.90	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4.99	4.28	1.99	1.99	1.99
无形资产	2.74	1.64	1.32	1.00	0.68
其他非流动资产	52.17	81.37	53.52	51.63	47.52
资产总计	2103.31	2224.90	3082.83	3574.96	4124.46
流动负债	807.57	644.12	706.97	790.49	871.82
短期借款	17.55	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	418.60	333.63	391.46	458.75	526.79
其他流动负债	371.43	310.50	315.50	331.74	345.03
非流动负债	0.17	0.03	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.17	0.03	0.00	0.00	0.00
负债合计	807.74	644.15	706.97	790.49	871.82
少数股东权益	-2.54	-3.35	-4.95	-6.64	-8.86
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01
资本公积	338.58	338.58	763.43	763.43	763.43
留存收益	597.44	881.69	1217.37	1627.67	2098.05
归属母公司股东权益	1298.12	1584.10	2380.81	2791.11	3261.49
负债和股东权益	2103.31	2224.90	3082.83	3574.96	4124.46

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-139.40	220.48	126.56	172.98	217.46
净利润	251.69	284.48	334.08	408.61	468.16
折旧摊销	5.91	7.20	6.60	4.49	4.43
财务费用	-5.49	-4.07	-49.72	-68.34	-79.46
投资损失	-80.45	-5.84	-3.00	-3.95	-3.63
营运资金变动	-322.95	-93.05	-167.58	-173.55	-178.00
其他经营现金流	11.89	31.75	6.17	5.72	5.97
投资活动现金流	228.70	30.04	20.97	-0.22	-0.48
资本支出	7.53	26.75	0.00	0.00	0.00
长期投资	50.00	-50.00	-21.86	0.00	0.00
其他投资现金流	286.23	6.79	-0.89	-0.22	-0.48
筹资活动现金流	-15.54	4.16	510.75	68.34	79.46
短期借款	17.55	-17.55	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	40.01	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	424.85	0.00	0.00
其他筹资现金流	-33.08	21.71	45.89	68.34	79.46
现金净增加额	78.58	255.03	658.28	241.10	296.45

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3614.81	3874.47	4620.28	5419.25	6225.71
营业成本	2290.62	2494.69	2927.17	3430.33	3939.09
营业税金及附加	8.61	10.41	12.41	14.56	16.72
营业费用	942.92	960.76	1178.17	1381.91	1587.56
管理费用	79.83	88.23	115.51	135.48	155.64
研发费用	22.39	11.02	13.86	16.26	18.68
财务费用	-5.49	-4.07	-49.72	-68.34	-79.46
资产减值损失	-23.65	-38.99	-40.00	-32.27	-33.73
公允价值变动收益	0.00	13.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	80.45	5.84	3.00	3.95	3.63
营业利润	345.43	366.57	430.88	525.73	602.39
营业外收入	2.32	0.34	1.00	0.78	0.85
营业外支出	0.37	0.34	1.40	0.00	0.00
利润总额	347.37	366.57	430.48	526.51	603.24
所得税	95.68	82.08	96.40	117.90	135.08
净利润	251.69	284.48	334.08	408.61	468.16
少数股东损益	-0.61	-1.51	-1.60	-1.68	-2.22
归属母公司净利润	252.30	285.99	335.68	410.30	470.38
EBITDA	345.85	369.70	387.76	461.88	527.36
EPS（元）	0.70	0.79	0.84	1.03	1.18

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.69	7.18	19.25	17.29	14.88
营业利润(%)	18.60	6.12	17.54	22.02	14.58
归属母公司净利润(%)	11.04	13.36	17.37	22.23	14.64
获利能力					
毛利率(%)	36.63	35.61	36.65	36.70	36.73
净利率(%)	6.98	7.38	7.27	7.57	7.56
ROE(%)	19.44	18.05	14.10	14.70	14.42
ROIC(%)	41.88	44.40	37.24	37.08	36.05
偿债能力					
资产负债率(%)	38.40	28.95	22.93	22.11	21.14
净负债比率(%)	2.17	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.52	3.32	4.28	4.45	4.67
速动比率	1.78	2.47	3.37	3.50	3.68
营运能力					
总资产周转率	1.92	1.79	1.74	1.63	1.62
应收账款周转率	33.76	35.48	50.57	50.19	49.71
应付账款周转率	6.48	6.63	8.07	8.07	7.99
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.71	0.84	1.03	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.35	0.55	0.32	0.43	0.54
每股净资产(最新摊薄)	3.25	3.96	5.95	6.98	8.15
估值比率					
P/E	57.96	51.14	43.57	35.64	31.09
P/B	11.27	9.23	6.14	5.24	4.48
EV/EBITDA	39.58	37.03	35.30	29.64	25.96

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188