

无评级

丽人丽妆 605136.SH 新股分析

2020年09月27日

美妆代运营领军企业 规模及效率优势突出

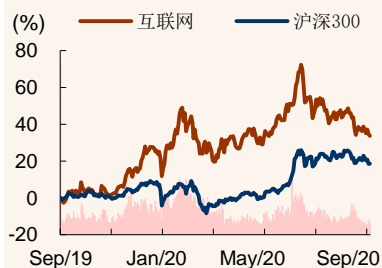
发行数据

发行前总股本(万)	36000
新发行股数(万)	
老股配售(万)	
发行后总股本(万)	
发行价(元)	12.23
发行市盈率(倍)	22
发行日期	2020-09-17
上市日期	

主要股东

	持股比例
黄韬	37.22%
阿里巴巴(中国)网络技术	19.55%
Crescent Lily Singapore	9.69%
上海丽仁创业投资合伙	8.71%
Asia-Pacific	5.87%

行业指数



资料来源: 贝格数据、招商证券

顾佳

gujia@cmschina.com.cn
S1090513030002

谢笑妍

xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
S1090519030003

郑恺

zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

丽人丽妆作为国内领先的化妆品电商服务商成立于 2007 年, 凭借强大合作品牌阵容、阿里深度合作关系、全链条精细化数字化运营能力、以及庞大的规模优势, 头部地位不断稳固。上市后在资金的助力下, 有望实现品牌扩充以及平台多样化扩张, 根据发行后股本测算, 预计公司 2020 年-2022 年 EPS 分别为 0.82 元、0.97 元、1.14 元, 发行价为 12.23 元, 对应 20PE15X, 估值较低。

- 国内美妆代运营领军企业, 拥有品牌&渠道&技术&规模优势。公司成立于 2007 年, 历经十余载运营积累, 与国际成熟品牌商关系紧密, 目前公司与包括施华蔻/兰芝/雅漾/雪花秀/相宜本草/芙丽芳丝/凡士林在内的 65 个品牌达成合作关系。渠道方面与阿里深度绑定, 多次成为天猫六星级电商服务商。规模优势突出, 2013 年至 2019 年公司收入规模从 3.8 亿元增长至 38.7 亿元, 为 A 股同板块公司中规模最大。技术基础深厚, 实现从消费者洞察到精准营销到供应链管理到会员管理全流程精细化运营, 经营效率优势突出。
- 美妆代运营服务快速增长, 头部集中效应明显: 国内美妆行业具备增长确定性及韧性, 电商渗透率达 30%。美妆品牌对电商服务需求占比达 50%-60%, 位居所有品类中最高水平, 美妆中海外品牌(市场环境不熟悉&人才短板)与国内品牌对运营服务需求占比为 8:2。推算化妆品代运营行业规模在 2019 年达到约 400 亿+。占化妆品电商规模接近 30%。预计未来三年, 化妆品代运营行业仍可保持 25%以上增长, 增速快于化妆品电商大盘。行业格局呈现高度集中, 受资金规模、技术实力、运营经验、品牌资源等壁垒加持, 丽人丽妆、壹网壹创、杭州悠可 GMV 合计占据了行业 60-70%份额, 头部效应明显。
- 募投项目: 本次拟公开发行不超过 4001 万股, 募集资金 5.86 亿元, 其中 2.68 亿元用于品牌推广及渠道建设, 6683 万元用于信息化升级, 1.3 亿元用于综合服务中心建设, 1.21 亿元用于补充流动资金。
- 盈利预测与估值: 预计公司上市后在资金助力之下, 2020 年-2022 年在扩品牌、扩渠道驱动下收入规模分别为 45.74 亿元/52.73 亿元/60.81 亿元。受规模效益以及运营提效影响, 毛利率稳定, 期间费用率小幅下降, 净利润分别为 3.28 亿元、3.90 亿元、4.58 亿元, 同比增幅分别为 15%、19%、17%。按照发行后股本计算, 公司 EPS 分别为 0.82 元、0.97 元、1.14 元, 发行价为 12.23 元, 对应 20PE15X, 估值较低。
- 风险提示: 品牌商合同到期后不再续签的风险; 网络零售零售模式下的库存风险; 对天猫渠道依赖过重的风险; 品牌方返利政策发生重大不利变化风险。

主要财务数据

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	3615	3874	4574	5273	6081
同比增长	6%	7%	18%	15%	15%
营业利润(百万元)	345	367	420	500	587
同比增长	0%	6%	15%	19%	18%
净利润(百万元)	252	286	328	390	458
同比增长	-10%	13%	15%	19%	17%
每股收益(元)	0.70	0.79	0.82	0.97	1.14
ROE	19%	18%	14%	14%	15%

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、丽人丽妆简介：国内化妆品电商代运营领军企业	5
1、美妆电商代运营领军企业 拥有十余年运营经验	5
2、电商零售为主，品牌服务为辅	6
3、股权结构：创始人为实控人，阿里为公司第二大股东	6
4、高管团队专业度高，创始人拥有较强技术背景	7
二、美妆代运营：规模快速增长 份额向头部运营商集中	8
1、美妆电商代运营规模快速增长 渗透率提升	8
1) 美妆行业兼具成长性和韧性	8
2) 美妆电商渠道快速增长	8
3) 美妆电商代运营规模快速增长 渗透率提升	9
2、行业格局：份额向头部运营商集中	11
1) 阿里对头部代运营商扶持态度明显	11
2) 化妆品电商服务商 CR3 达 60%-70%	13
3、模式多样化：代销 VS 服务，各具特色	14
4、行业壁垒不断加高，规模化、精细化构筑竞争力	16
1) 竞争壁垒：规模、技术实力、客户资源缺一不可	16
2) 行业挑战与机遇并存	17
三、竞争优势：技术&规模&客户&效率优势凸显	18
1、多年持续技术投入 运营效率领先	18
2、客户多为成熟品牌，合作数量位居行业前列	19
3、阿里平台背书 助力公司获得更多品牌合作机会	19
四、财务分析：收入规模大、运营效率高、盈利能力稳步提升	20
1、丽人丽妆为 A 股电商代运营公司中收入规模最大	20
2、虽为重资产模式，但运营效率较高	20
3、盈利能力稳步提升	21
五、募投项目分析	22
六、盈利预测及估值	23
七、风险提示	23

图表目录

图 1: 丽人丽妆成长历史.....	5
图 2: 丽人丽妆收入规模及同比增速	5
图 3: 丽人丽妆归母净利润规模及同比增速	5
图 4: 丽人丽妆分业务收入结构.....	6
图 5: 品牌服务模式收入规模及同比增速	6
图 6: 电商零售业务收入规模及同比增速	6
图 7: 2019 年电商零售业务前十大品牌收入占比	6
图 8: 上市前公司股权结构	7
图 9: 近十年来可选消费零售额增速 (%)	8
图 10: 今年 1-8 月美妆零售额累计同比实现正增长 (%)	8
图 11: 国内美妆分渠道销售额增速	9
图 12: 国内美妆行业分渠道销售额占比.....	9
图 13: 美妆产业链示意图.....	9
图 14: 美妆电商服务业务流程	10
图 15 电商服务市场规模 (亿元) 及同比增速.....	10
图 16: 2019 年服务商主要服务品类品牌数量占比	11
图 17: 2019 年三种品类电商服务需求对比	11
图 18: 不同星级服务商数量	12
图 19: 品牌运营收入占比呈现提升趋势	15
图 20: 电商零售及分销收入占比呈现下降趋势.....	15
图 21: 电商服务业务毛利率	15
图 22: 电商零售业务毛利率	15
图 23: 电商分销业务毛利率	15
图 24: 存货周转天数比较.....	15
图 25: 美妆代运营壁垒逐渐抬高.....	16
图 26: 美妆代运营行业中遇到的挑战与机遇	17
图 27: 丽人丽妆技术优势.....	18
图 28: 目前与丽人丽妆合作的主要品牌商	19
图 29: 丽人丽妆与阿里深度绑定	20

图 30: A 股电商代运营公司收入规模 (亿元)	20
图 31: A 股电商代运营公司收入结构	20
图 32: A 股电商代运营公司存货周转天数对比	21
图 33: A 股电商代运营公司应收账款周转天数对比	21
图 34: A 股电商代运营公司应付账款周转天数对比	21
图 35: A 股电商代运营公司净经营周期对比	21
图 36: A 股电商代运营公司毛利率比较	21
图 37: A 股电商代运营公司净利润率比较	21
图 38: 互联网行业历史 PE Band	24
图 39: 互联网行业历史 PB Band	24
表 1: 丽人丽妆高管履历	7
表 2: 化妆品电商代运营市场规模 (亿元) 测算	11
表 3: 天猫代运营商评价维度	11
表 4: 阿里六星级服务商情况	12
表 5: 头部化妆品电商服务商	13
表 6: TP 服务模式分类	14
表 7: 丽人丽妆募投项目情况	22
表 8: 丽人丽妆收入及净利润预测	23
附: 财务预测表	25

一、丽人丽妆简介：国内化妆品电商代运营领军企业

1、美妆电商代运营领军企业 拥有十余年运营经验

众多国内外美妆品牌走向前台的幕后推手：公司作为国内领先的化妆品网络零售服务商成立于 2007 年，为化妆品品牌提供覆盖店铺基础运营/页面视觉设计/产品设计策划/整合营销策划/精准推广投放/大数据分析/售前/售后客户服务/CRM 及会员运营/仓储物流在内的零售运营服务，是众多美妆品牌走向前台的幕后推手。

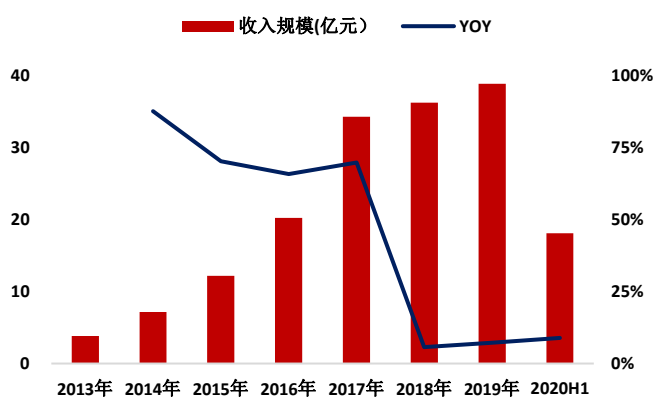
图 1：丽人丽妆成长历史



资料来源：招股书、招商证券

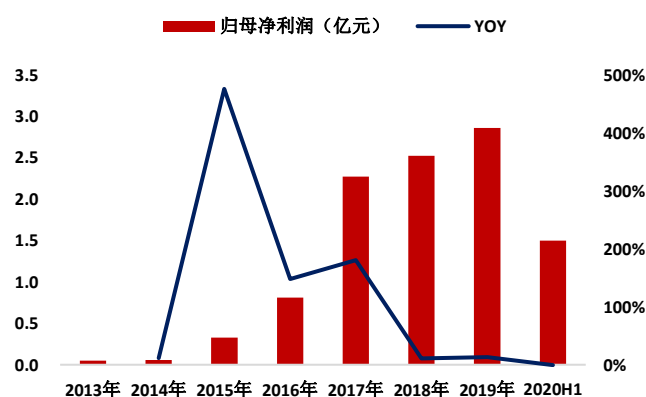
与合作品牌共成长，2019 年收入规模达 38.7 亿元：目前公司与施华蔻/兰芝/雅漾/雪花秀/相宜本草/芙丽芳丝/凡士林等 65 个品牌达成合作关系，通过天猫平台实现销售占比超过 99%。2013 年至 2019 年公司收入规模从 3.8 亿元增长至 38.7 亿元，归母净利润规模从 0.05 亿元增长至 2.86 亿元，收入及归母净利润 CAGR 分别为 47%/96%。2020H1 公司收入及归母净利润分别为 18.05 亿元/1.5 亿元，同比增速分别为 8.88%/-0.64%。

图 2：丽人丽妆收入规模及同比增速



资料来源：wind、招商证券

图 3：丽人丽妆归母净利润规模及同比增速



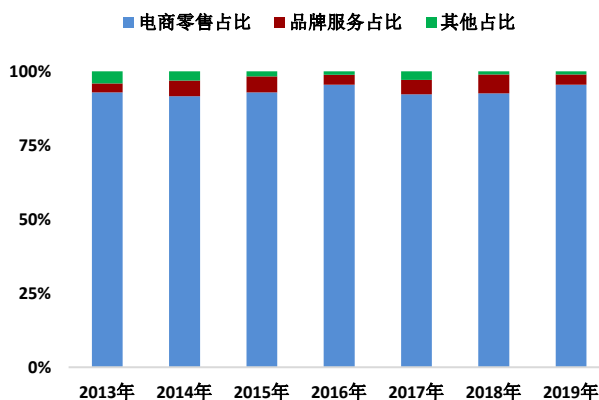
资料来源：wind、招商证券

2、电商零售为主，品牌服务为辅

电商零售是公司核心业务。电商零售模式下，公司以买断方式向品牌方或国内总代理采购产品，在天猫开设品牌官方旗舰店，以零售的形式销售给终端消费者。同时提供品牌店铺建设及运营、产品采购及库存管理、整合营销策划、精准推广投放、订单执行、仓储物流、客户服务等服务。该业务收入规模从 2013 年的 3.54 亿元增长至 2019 年的 37 亿元，年复合增速达 48%。收入占比始终在 90% 以上。

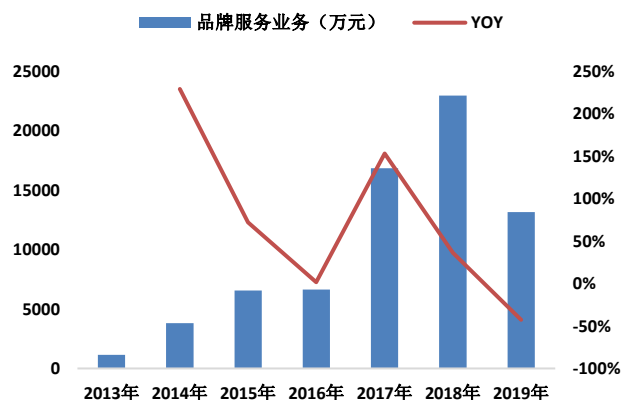
品牌服务模式为辅：该模式下店铺及货品所有权归属于品牌方，公司接受品牌方委托代为运营其线上旗舰店或提供产品营销推广等服务，按照服务销售赚取佣金，该业务收入规模从 2013 年 1156 万元增长至 2019 年的 1.32 亿元，其中 2018 年最高为 2.30 亿元，收入占比始终为个位数。

图 4：丽人丽妆分业务收入结构



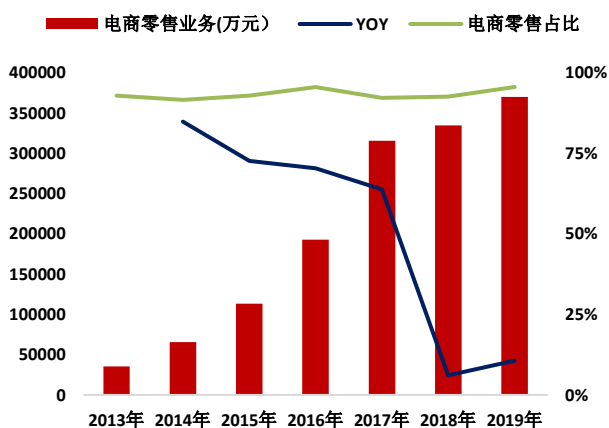
资料来源：招股书、招商证券

图 5：品牌服务模式收入规模及同比增速



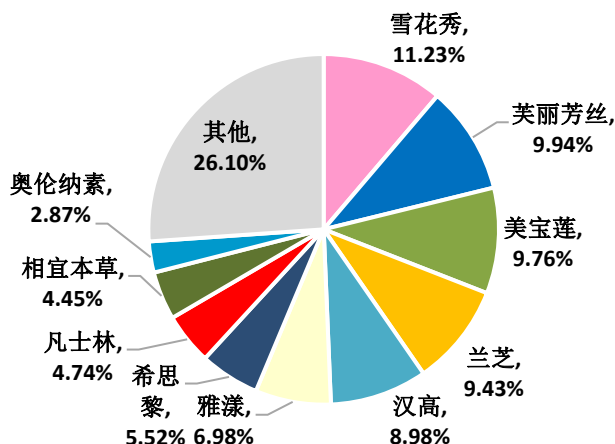
资料来源：招股书、招商证券

图 6：电商零售业务收入规模及同比增速



资料来源：招股书、招商证券

图 7：2019 年电商零售业务前十大品牌收入占比



资料来源：招股书、招商证券

3、股权结构：创始人为实控人，阿里为公司第二大股东

公司控股股东、实际控制人为黄韬先生。上市前黄韬先生直接持有公司 37.22% 的股权，通过上海丽仁间接持有公司 0.13% 股份，合计持有公司 37.35% 的股份。阿里网络持有

公司 19.55%股权，为第二大股东，平台优势突出。

图 8: 上市前公司股权结构

序号	股东名称	持股数量(股)	持股比例
1	黄韬	133,980,304	37.22%
2	阿里网络	70,376,745	19.55%
3	Crescent Lily	34,876,426	9.69%
4	上海丽仁	31,367,739	8.71%
5	Milestone	21,137,228	5.87%
6	Asia-Pacific	21,137,228	5.87%
7	领誉基石	16,094,193	4.47%
8	上海丽秀	13,185,984	3.66%
9	上海弈丽	3,743,605	1.04%
10	广发乾和	3,272,727	0.91%
11	汉理前隆	3,170,584	0.88%
12	汉理前骏	1,663,825	0.46%
13	汉理前泰	1,663,825	0.46%
14	苏州冠鼎	1,636,363	0.45%
15	苏州冠新	1,636,363	0.45%
16	汉理前秀	1,056,861	0.29%
合计		360,000,000	100.00%

资料来源：招股书、招商证券

4、高管团队专业度高，创始人拥有较强技术背景

公司高管专业度高：董事长黄韬毕业于清华大学自动化专业，曾担任美国通用无线通信产品总监，飞拓无限执行董事，在互联网信息技术领域具有丰富经验及专业背景；副总黄梅曾担任阿里高级投资经理、宝尊电商财务副总裁；董事胡伟雄曾担任过雅诗兰黛、LVMH 化妆品事业部品牌总经理、目前担任天猫大快消事业部总经理。

表 1: 丽人丽妆高管履历

姓名	高管职务	详细介绍
黄韬	董事长、总经理	1998 年毕业于清华大学自动化专业，1998 年至 2000 年任教于清华大学，2000 年 2002 年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 年至 2006 年担任飞拓无限执行董事；2007 年创立北京丽人丽妆，担任董事长至今
黄梅	董事、副总经理	2005 年至 2008 年任汉理资本高级经理；2008 年至 2011 年任阿里巴巴高级投资经理；2012 年至 2014 年任宝尊财务副总裁；2014 年至今担任丽人丽妆董事、副总经理。
杜红谱	董秘、董事	上海财经大学硕士，1997 年至 2007 年华晨集团投资部项目经理，金杯汽车董秘，2007 年至 2011 年上海汇丽建材董秘，2011 年至 2017 年百泰投资董秘，2018 年至今担任丽人丽妆董秘及董事

李爱丽	财务总监	上海财经大学硕士研究生,CPA.先后任职上海中远置业财务经理、州世外桃源度假酒店财务总监、上海喜来登由由酒店财务总监、上海证大喜玛拉雅酒店管理有限公司财务总监、上海证大房地产财务部总经理、上海联美投资财务总监。2016年9月至今担任丽人丽妆财务总监。
胡伟雄	董事	2006年至2008年任雅诗兰黛集团品牌销售总监,2008年至2015年任法国路威酩轩集团化妆品事业部品牌总经理;2016年至今担任阿里集团天猫大快消事业部总经理,2018年至今担任公司董事

资料来源:招股书、招商证券

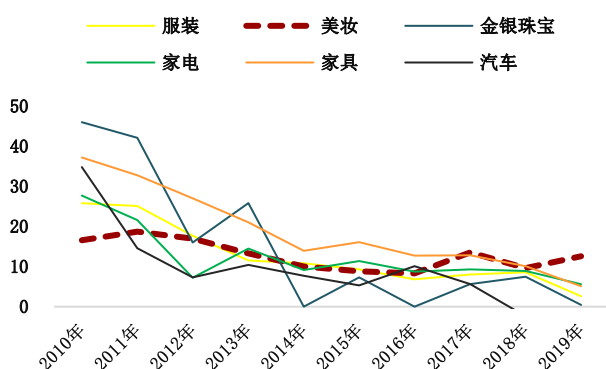
二、美妆代运营:规模快速增长 份额向头部运营商集中

1、美妆电商代运营规模快速增长 渗透率提升

1) 美妆行业兼具成长性和韧性

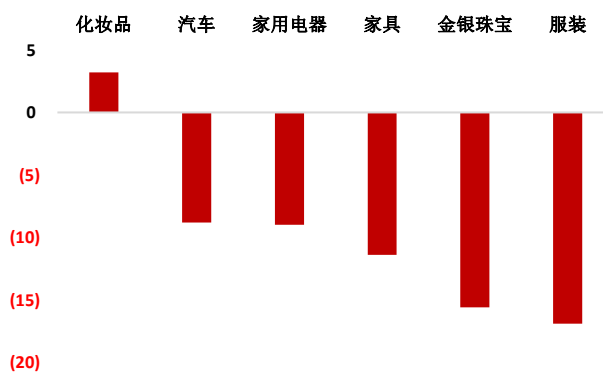
2017年后美妆品类增长跑赢可选消费其他子行业,同时美妆消费韧性强,今年1-8月零售累计同比增长3.2%。原因在于:消费升级后端,是女性崛起/代际切换/财富效应的产物;新渠道包括线上渠道、微商、小程序等红利释放;新营销包括直播带货及内容营销兴起激发购买欲望。

图9:近十年来可选消费零售额增速(%)



资料来源:wind、招商证券

图10:今年1-8月美妆零售额累计同比实现正增长(%)

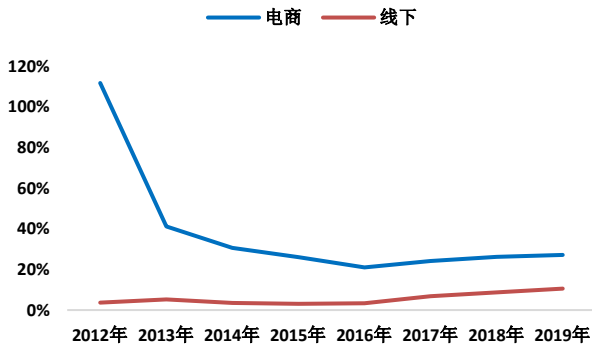


资料来源:wind、招商证券

2) 美妆电商渠道快速增长

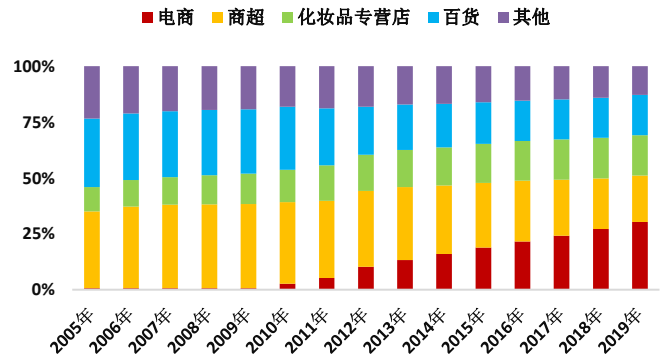
随着线下渠道的客流减少、渠道费用增加,以及与海外品牌差异化竞争的考虑,2012年众多国货开始入驻电商渠道。2016年开始海外大牌、新锐小众品牌纷纷布局线上业务。2017年开始的内容营销,以及2019年的直播热潮更是把化妆品电商推向了至关重要的地位。据欧睿统计,2019年化妆品在电商渠道销售规模估算为1446亿元,过去的10年年复合增速达27%。

图 11: 国内美妆分渠道销售额增速



资料来源: wind、招商证券

图 12: 国内美妆行业分渠道销售额占比

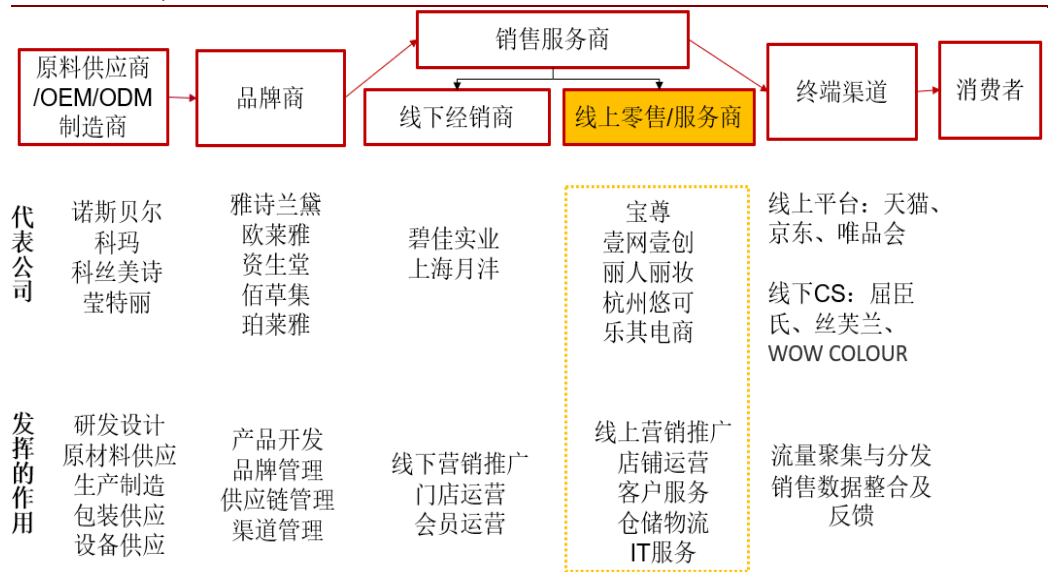


资料来源: wind、招商证券

3) 美妆电商代运营规模快速增长 渗透率提升

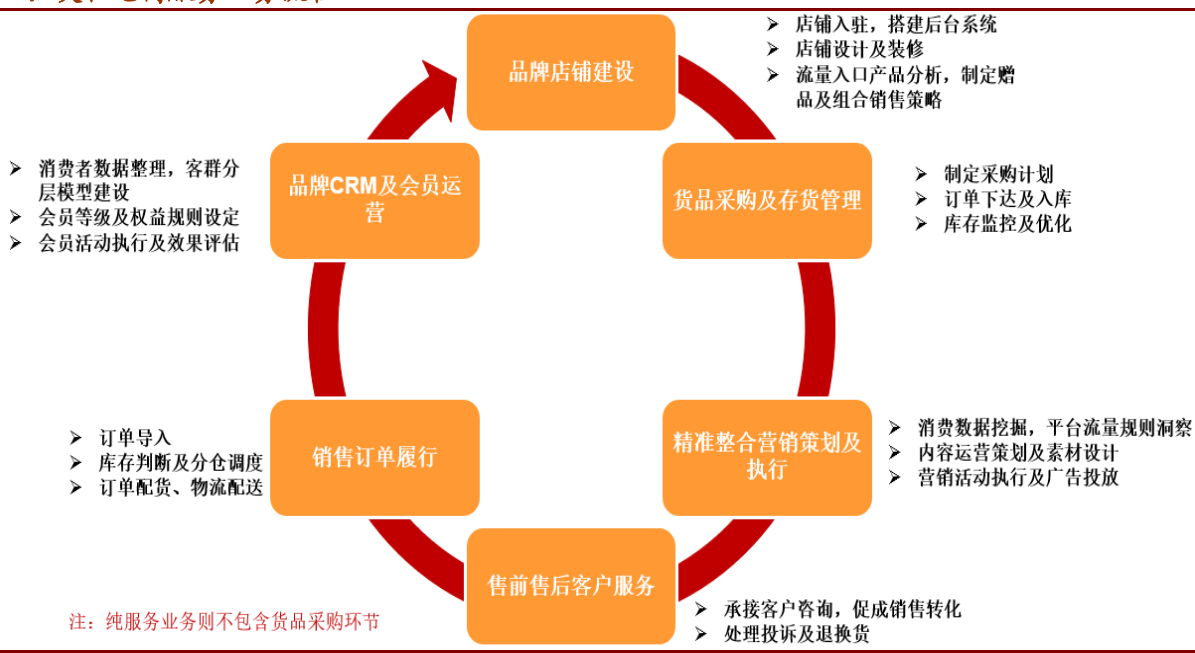
电商服务在美妆产业链上扮演者重要的角色: 对于品牌商而言, 服务商充当着线上营销推广、店铺运营、会员运营、仓储物流建设、IT服务的角色; 对于消费者而言, 正是有了类似丽人丽妆、壹网壹创、杭州悠可、宝尊这样的头部代运营商的大规模采购和高效率运营, 才能够便捷的、以较为合理的价格买到正品行货。

图 13: 美妆产业链示意图



资料来源: 招商证券

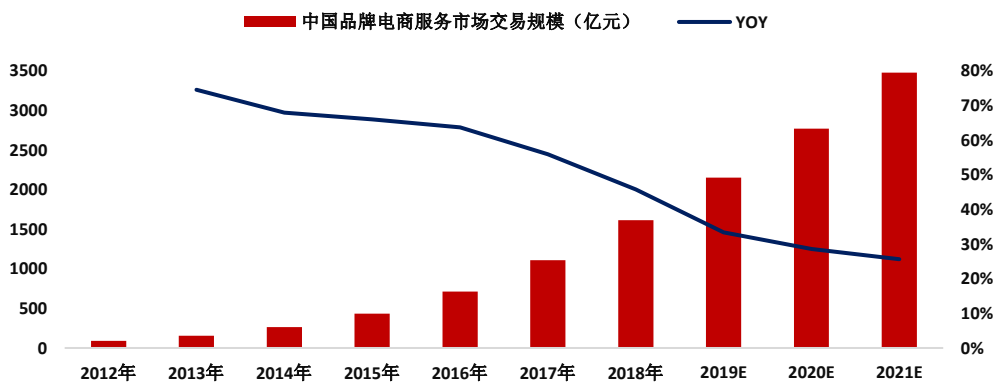
图 14: 美妆电商服务业务流程



资料来源：招股书、招商证券

电商代运营行业规模快速增长。根据艾瑞咨询公布的数据，2012年至2018年中国品牌电商服务市场交易规模从89亿元增长至1613亿元，年复合增速达62%。预计2021年行业规模可达3474亿元，仍保持20%以上增长。天猫亦宣布2023年天猫服务商交易规模将达5000亿规模市场（全品类）。

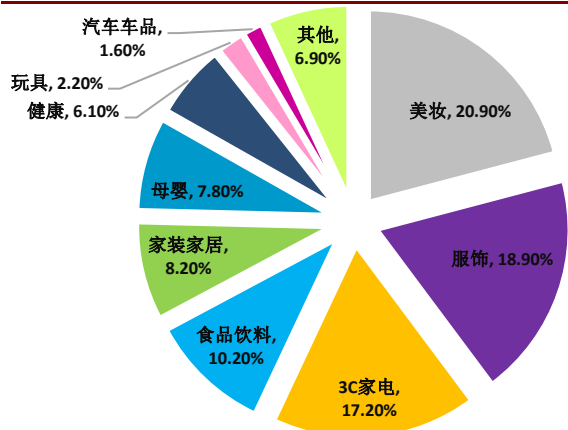
图 15 电商服务市场规模（亿元）及同比增速



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

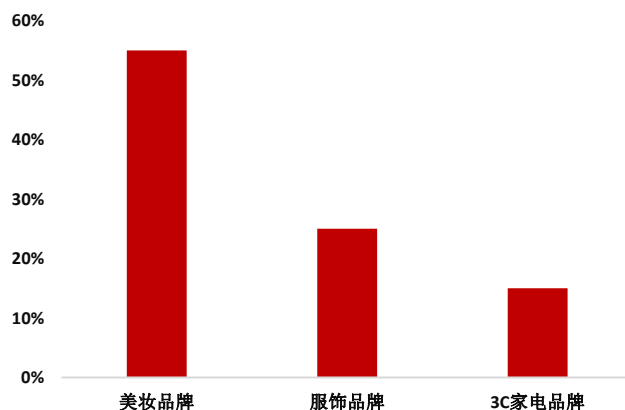
美妆电商代运营需求旺盛。分品类来看，美妆品类线上运营特点复杂，SKU众多，海外品牌居多，因此是众多行业中使用电商服务比例最高的。服务商主要服务品类中美妆品牌数量占比高达21%，同时美妆品牌对电商服务需求占比达50%-60%，位居所有品类中最高水平，美妆中海外品牌与国内品牌对TP服务需求占比为8:2。

图 16: 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、招商证券

图 17: 2019 年三种品类电商服务需求对比



资料来源: 艾瑞咨询、招商证券

根据艾瑞咨询预测, 电商服务行业规模在 2019 年达 2151 亿元, 其中化妆品品类占比约为 20%+, 因此推算化妆品代运营行业规模在 2019 年达到了 400 亿+。占化妆品电商规模接近 30%。我们预计未来的三年, 化妆品代运营行业仍可保持 25% 以上增长, 增速快于化妆品电商大盘。

表 2: 化妆品电商代运营市场规模 (亿元) 测算

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
化妆品行业规模	2768	2978	3177	3380	3728	4197	4777	5016	5518	6069
YOY		8%	7%	6%	10%	13%	14%	5%	10%	10%
化妆品电商规模	364	476	600	726	901	1138	1446	1807	2223	2667
YOY		31%	26%	21%	24%	26%	27%	25%	23%	20%
化妆品电商规模占比	13%	16%	19%	21%	24%	27%	30%	36%	40%	44%
化妆品电商代运营规模				129	206	308	416	529	661	813
YOY					60%	50%	35%	27%	25%	23%
化妆品电商代运营渗透率				18%	23%	27%	29%	29%	30%	30%

资料来源: 艾瑞咨询、欧睿、招商证券

2、行业格局: 份额向头部运营商集中

1) 阿里对头部代运营商扶持态度明显

阿里对代运营商进行多维度平价与考核, 包括店铺运营、品牌营销、消费者运营、渠道运营、新零售运营、仓储物流运营、数据运营能力以及 GMV 规模。

表 3: 天猫代运营商评价维度

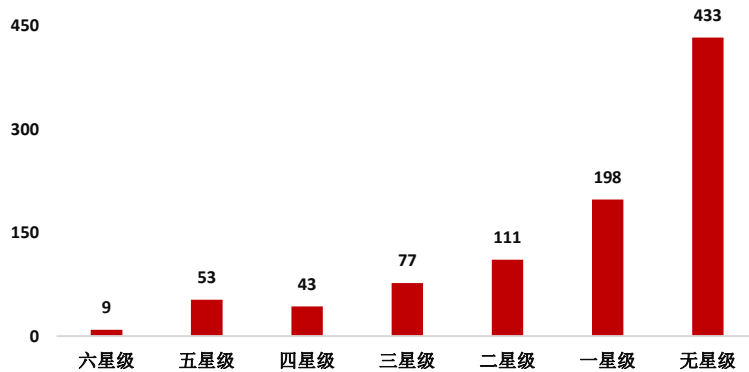
评价维度	详细指标
店铺运营能力	引流能力、承流能力、商品能力、店铺效率、服务能力
品牌营销能力	阿里妈妈、聚划算、内容等多渠道的投放效果评估
消费者运营能力	消费者人群总量、消费者关系递进率、会员用户数、活跃度

渠道运营能力	在天猫国际、LAZADA 等各渠道的品牌运营能力
新零售运营能力	帮助品牌开设 ISTORE 店铺、拓展新零售业务的能力
仓配物流运营能力	24 小时揽收率、72 小时签收率
数据运营能力	成为数据银行认证服务商，获得“数据服务”培训结业证，公司通过数据银行个人认证人员数量等
承接店铺规模	服务店铺数量及店铺成交规模

资料来源：天猫、招商证券

头部效应明显：今年上半年天猫公布的已注册服务商数量达 1000 家左右，从规模上看有 15 家年 GMV 规模超过 20 亿元，有 26 家年 GMV 规模超过 10 亿元，未来天猫将扶持 50 家 10 亿规模服务商。从数量上看，星级服务商占天猫已注册服务商的一半，其中五星+六星级服务商为 60 家，占比 6%；其余服务商为四星级及以下。

图 18: 不同星级服务商数量



资料来源：天猫、招商证券

表 4: 阿里六星级服务商情况

六星级	品类	品牌合作数量	店铺数	2019 年收入及 GMV 规模
宝尊电商	服饰、家电、3C 数码、美妆个护、食品保健品、五金、家居建材、汽车。	250 个 (2020 年 6 月 30 日)	310 家 (天猫平台数据)	GMV444 亿元 收入 72.78 亿元 净利润 2.81 亿元
百秋电商	聚焦时尚轻奢垂直领域,包括服饰、箱包、珠宝首饰、内衣、运动户外	41 个	64 家店铺	GMV 60 亿元左右 收入 3.57 亿元 净利润 6709 万元
兴长信达科技	汽车、玩具、家电、3C、食品饮料等	45 个	超过 40 个店铺	N.A
丽人丽妆	美妆垂直领域	65 个	79 家店铺	收入 38.74 亿元 净利润 2.84 亿元
上佰电商	家电、家居垂直领域	数十个品牌	29 家店铺	收入 1.79 亿元 净利润 3937 万元
凯诘电商	母婴、食品、个人护理,以及虚拟产品售卖	40 个左右	41 家店铺	收入 15.38 亿元 净利润 0.52 亿元
碧橙电商	电与消费电子、大健康、母婴、	约 13 个品牌	17 家店铺	N.A

	美妆、食品等领域，西门子、林内、索尼、欧姆龙、妮飘、BEKIND、PlayStation 等			
壹网壹创	美妆、家电、潮流玩具	30 家左右		GMV 近 100 亿元 收入 14.51 亿元 净利润 2.19 亿元
青木科技	服饰及快消品	超过 30 个品牌	30 余家店铺	N.A

资料来源：公司公告、公司官网、天猫、招股书、招商证券

2) 化妆品电商服务商 CR3 达 60%-70%

长期以来除了头部大集团欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂在中国地区配备完整的线上运营团队以外，大多数中等或者小规模的外资美妆品牌在电商运营方面存在短板，如不熟悉中国市场、缺乏人才、缺乏营销战略打法等。因此外资美妆企业的电商业务大多由电商代运营公司处理日常事务，部分品牌甚至会将电商业务整体外包给 TP，按照服务品牌 GMV 规模测算，丽人丽妆、悠可、网创占据了化妆品 TP 服务市场 60%-70% 左右的市场份额。

表 5: 头部化妆品电商服务商

公司名称	服务的品牌名称	个数估算
丽人丽妆	爱茉莉太平洋集团（雪花秀、兰芝、梦妆、伊蒂之屋、吕等），注：梦妆于 2019 年 5 月解约 汉高集团（施华蔻、丝蕴、孩儿面等） 佳丽宝（芙丽芳丝、佳丽宝） 欧莱雅集团（美宝莲、巴黎欧莱雅、兰蔻、碧欧泉、植村秀、科颜氏） 注：兰蔻、碧欧泉、植村秀、科颜氏自 2018 年 12 月解约 联合利华（凡士林、旁氏等） 上药康得乐（雅漾、馥绿德雅、康如）	65 个
壹网壹创	百雀羚（百雀羚、三生花） 爱茉莉太平洋（雪花秀、梦妆、吕、兰芝、赫妍）（唯品会渠道） 宝洁（P&G、沙宣、玉兰油、佳洁士、吉列） 资生堂（欧泊莱） 强生（露得清） 联合利华（伊丽莎白雅顿） 上海家化（佰草集）	16 个左右
杭州悠可	雅诗兰黛集团（EL、倩碧、MAC、Glamglow、Darphin、Lab、Series、DR.JART） LG H&H(后唯品会、faceshop 唯品会、SUM: 37（唯品会及天猫））	40 个左右

欧舒丹、娇韵诗、法尔曼、雪肌精等

资料来源：官网、招股书、公司公告、招商证券

3、模式多样化：代销 VS 服务，各具特色

从模式上看，代运营主要分为两种，一种是买断模式，TP 向品牌方买断货品后直接销售给终端消费者或者进行二次分销，这种模式更适用于中小品牌，TP 可以帮助他们快速的做大销量，提升至市占率。另一种模式是服务模式，向品牌方提供营销、仓储物流、售后的服务，根据销售效果赚取佣金，不承担库存风险，也不拥有店铺所有权，这模式更适合成熟的大品牌。

表 6: TP 服务模式分类

模式	定义	盈利模式	毛利率	存货	优势	劣势
电商零售 (买断销售、经销)	网络零售服务商取得品牌方授权，向品牌方以一定折扣价采购产品，销售给终端消费者。拥有对店铺及货品的所有权，并承担店铺运营、营销推广和人力成本	利润=销售价格-采购成本-运营费用	30%-40%	承担库存风险，存货周转天数较长	1、与品牌商的绑定强。2、服务商对整个供应链及产品销售环节把控能力强，拥有定价权。3、服务商掌握第一手用户消费特征数据，能够进行精准会员运营及营销推广。	需要承担库存风险，以及提前垫资，服务商资金压力较大。
品牌运营 (代运营服务模式)	网络零售服务商为品牌方运营第三方电商平台上的品牌店铺，对货品不拥有所有权，并由品牌方自主承担仓储、物流及其他与店铺运营无关环节的成本。	利润=服务费(固定服务费及与销售业绩等挂钩的服务佣金)-人力成本及运营费用	50%-60%	不承担库存风险，存货周转天数较短	轻资产模式，运营成本及资金投入较少	没有定价权，合同一年一签，与品牌商的绑定弱

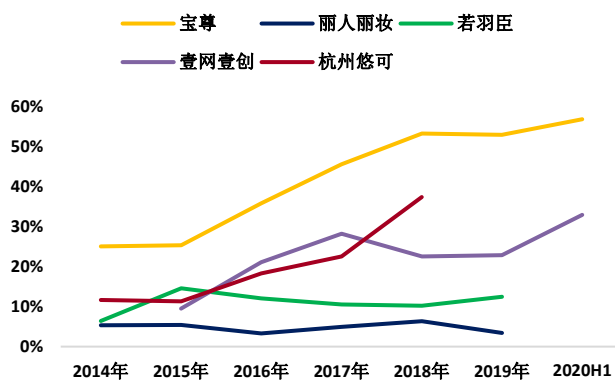
数据来源：官网、公司公告、招商证券

服务商获取利润的方式正在升级。从进销差价获取利润升级成营销赚佣金获取利润，甚至变成帮助品牌商扩大品牌影响力获取利润。因此未来服务商需要具备更多元的能力——新零售、全球化、营销、用户运营、数据运营、供应链整合能力。

品牌运营(提供服务&不买断产品, 轻资产)收入占比有提升趋势, 轻资产模式更受代运营商青睐: 2014 年宝尊、若羽臣、壹网壹创、杭州悠可来自服务模式的收入占比分别为 25%、6%、9.5% (壹网壹创 2015 年)、12%，占比较低，主要以品牌零售及分销模式为主 (提供服务&买断)。2019 年，宝尊、若羽臣、壹网壹创、杭州悠可来自服务模式的收入占比已经提升至 53%、12%、23%、37% (杭州悠可为 18 年前三季度数据)。轻资产模式下的品牌运营业务毛利率亦高于品牌零售及分销模式，同时存货周转速度更快。

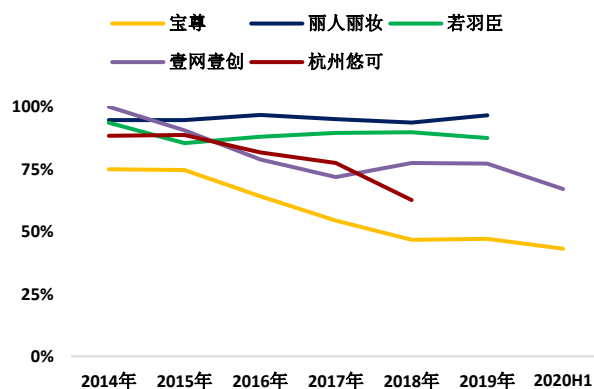
品牌零售模式 (重资产、买断产品) 对电商代运营商的资金规模、营销精准度、存货控制能力、会员管理能力要求较高。目前丽人丽妆该业务收入占比最高，达到了 90% 以上，但丽人丽妆凭借强大的技术实力和供应链管理能力和供应链管理能力，存货周转效率与若羽臣、宝尊相当。

图 19: 品牌运营收入占比呈现提升趋势



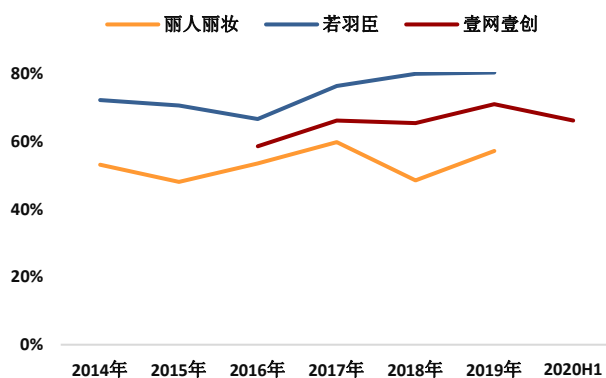
资料来源: 招股书、公司公告、招商证券

图 20: 电商零售及分销收入占比呈现下降趋势



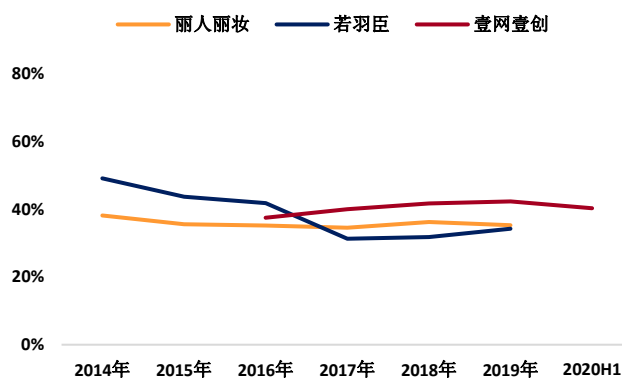
资料来源: 招股书、公司公告、招商证券

图 21: 电商服务业务毛利率



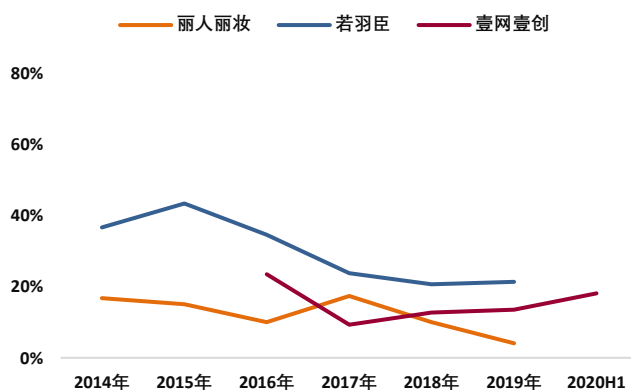
资料来源: 招股书、公司公告、招商证券

图 22: 电商零售业务毛利率



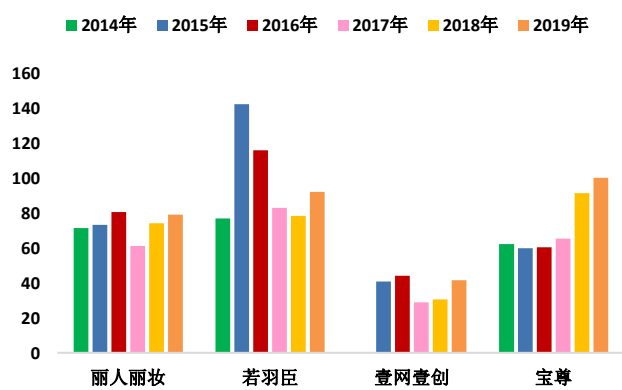
资料来源: 招股书、公司公告、招商证券

图 23: 电商分销业务毛利率



资料来源: 招股书、公司公告、招商证券

图 24: 存货周转天数比较



资料来源: 招股书、公司公告、招商证券

4、行业壁垒不断加高，规模化、精细化构筑竞争力

1) 竞争壁垒：规模、技术实力、客户资源缺一不可

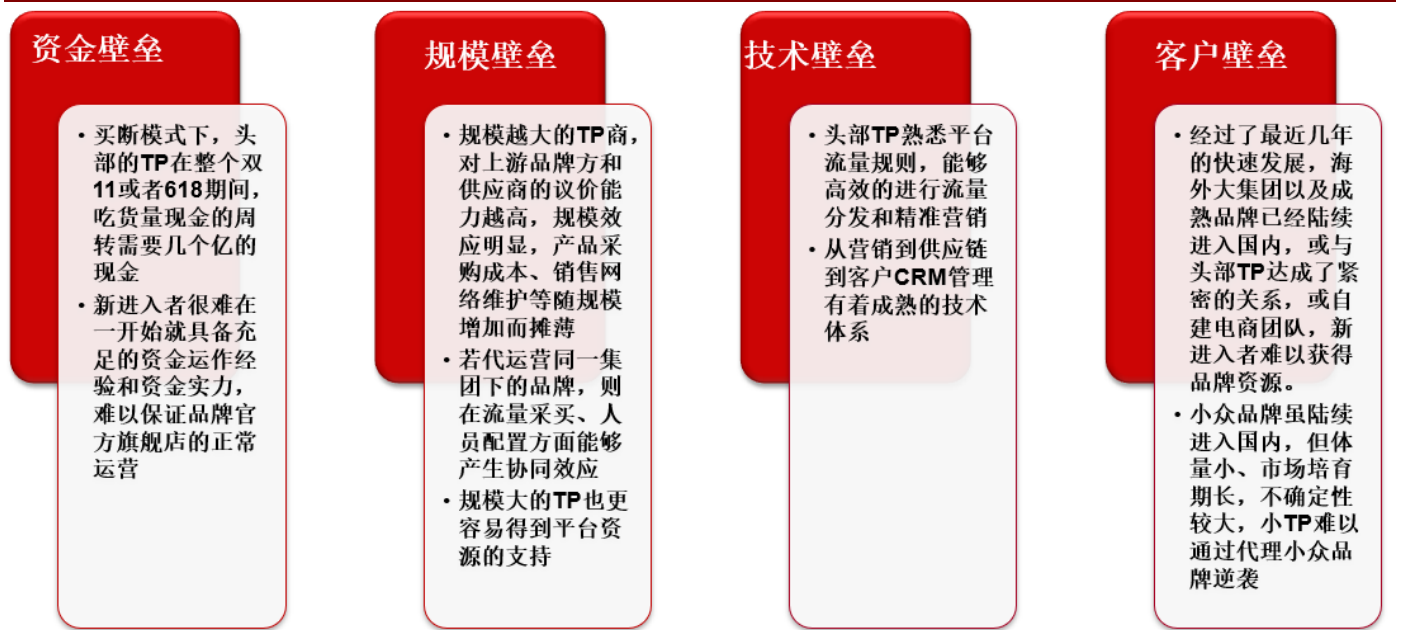
资金壁垒：电商零售模式下，代运营商需承担商品采购、仓储物流、店铺运营及营销推广等环节的资金成本，对零售服务商的资金实力提出了较高的要求。因此良好资金实力是品牌方选择网络零售合作伙伴的重要考虑因素。新进入者很难在一开始就具备充足的资金运作经验和资金实力，难以保证品牌官方旗舰店的正常运营。

规模壁垒：规模越大的网络零售服务商，对上游品牌方和供应商的议价能力越高，产品采购成本将随采购规模的增长而降低，运营成本也将随着经营规模的扩大和集中运营管理而摊薄。如果网络零售服务商与某一化妆品集团旗下多个品牌建立合作关系，就可以发挥品牌之间的协同效应，减少营销费用的投入，从而提高产品销售净利润水平。而对新进入者或者规模较小的化妆品网络零售服务商来说，其采购成本、运营成本和营销成本很难在短时间下降，在市场竞争中很难取得有利地位。

技术壁垒：化妆品网络零售行业整体利润水平较低，要求网络零售服务商在产品采购、库存管理、营销推广、客户服务等环节进行全程精细化管理，对技术要求较高。面对38节、618、双十一大促期间井喷式的成交量和个性化消费带来的大数据分析挑战，要求企业在管理信息系统方面大力投入以提升平台承载能力。

客户壁垒：经过了2015年后行业快速扩容阶段后，海外大集团或自建团队或已经找到稳定合作的TP服务商，新进入者很难获得成熟品牌的快速认可。而小众品牌虽然需要TP服务商帮助其扩大市场份额，但市场风险及不确定性较大，“逆袭”的可能性很小。

图 25：美妆代运营壁垒逐渐抬高



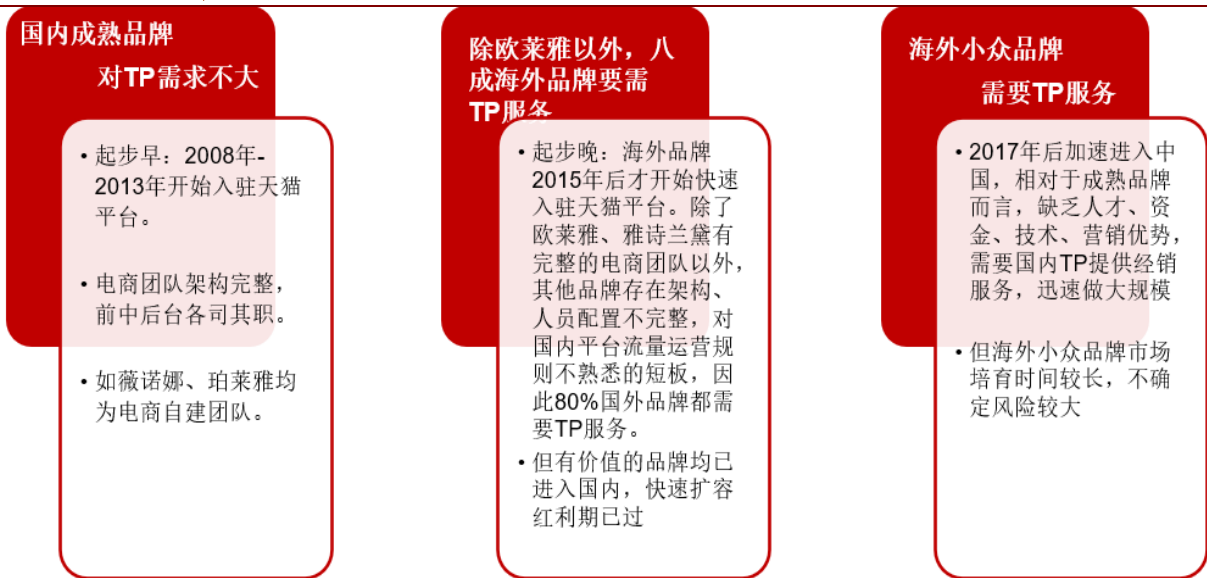
资料来源：招股书、招商证券

2) 行业挑战与机遇并存

化妆品代运营行业快速扩容期已过:

- **成熟海外品牌自建团队的风险:** 海外成熟美妆品牌方开始意识到由电商代运营商操盘的电商业务存在种种风险，欧莱雅中国电商贡献了其大众化妆品部门 30-40% 销售，和高端化妆品部分 15%-20% 销售。因此欧莱雅已从 2018 年逐步回收 TP 电商业务至内部企业百库电商。
- **天猫美妆品牌引进红利期已过:** 经过了几年的快速爆发期，海外品牌进入天猫的速度已经放缓，有价值的品牌已经基本都进来了。
- **化妆品行业传统品牌受到新渠道新品牌冲击。** 新锐品牌在社交媒体/私域流量上去获取新的用户，而传统品牌已经习惯了依赖大的渠道帮其获客和产生交易。

图 26: 美妆代运营行业中遇到的挑战与机遇



资料来源：招商证券

未来国内电商代运营商业绩的增长点主要来自三个方面:

- **运营模式的多样化升级:** 从纯粹的买断销售升级为线上运营服务，收入规模增速可能会放缓，但由于服务模式下毛利率高，因此盈利能力会提升。
- **单品牌但店铺的精细化运营:** 细分人群精细化运营，针对新老客、不同购买力的用户、做很深入的洞察和数据的分析，提升单店销售。
- **社媒平台的扩张:** 降低对天猫、京东、唯品会的依赖，向抖音、快手、小红书社媒渠道扩张。

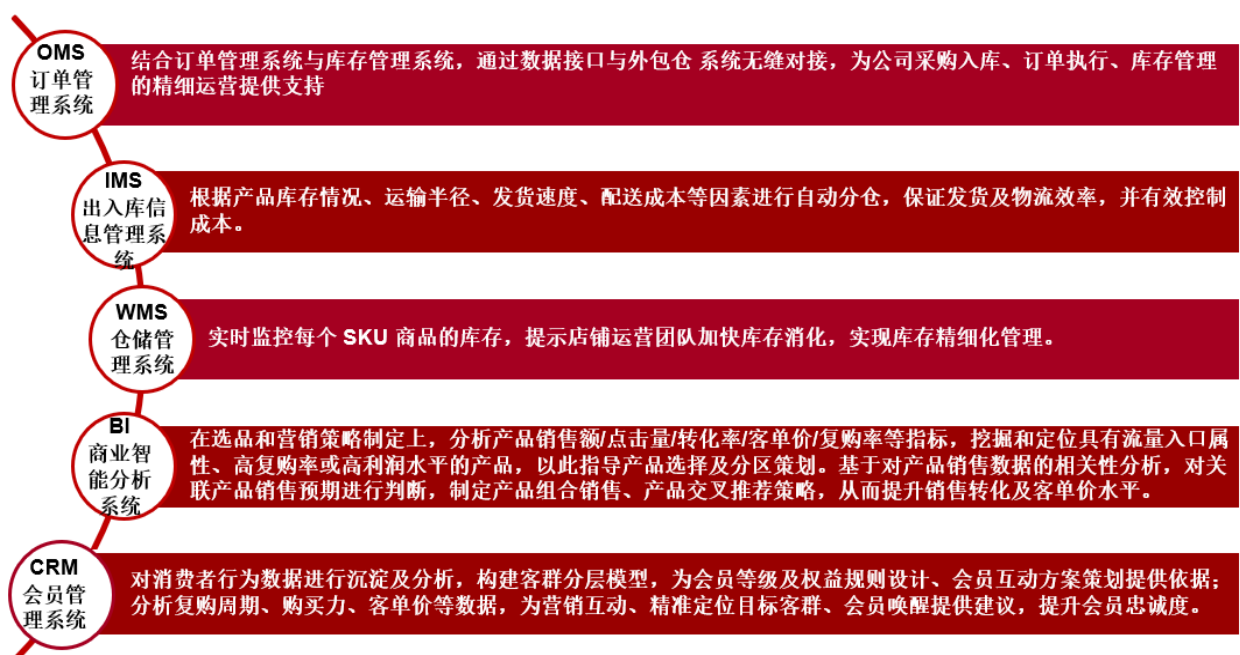
三、竞争优势：技术&规模&客户&效率优势凸显

1、多年持续技术投入 运营效率领先

公司具备专业的 IT 研发及应用落地能力，创始人及总经理黄韬毕业于清华大学自动化专业，曾在美国通用无线通信有限公司任职，在互联网信息技术领域具有丰富经验及专业背景。截至 2019 年底，公司拥有 49 项计算机软件著作权，专注于系统开发的全资子公司丽人网络拥有高新技术企业资质认证。

- 在前端营销环节，公司自行研发了 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。在产品选择和销售策略方面，针对细分产品销售额、点击量、转化率、客单价、复购率等指标进行分析，挖掘具有流量入口属性、具备带动复购行为潜力或高利润水平产品，以此指导选品及分区策划；同时基于对产品销售数据的相关性分析，对关联产品销售预期进行判断，制定产品组合销售、产品交叉推荐策略，从而提升销售转化及客单价水平。在用户运营方面，基于对用户消费数据的挖掘，总结用户消费习惯及行为特征，对用户多样化、个性化消费需求进行提炼，从而通过分析消费者画像和标签特征，实现对不同品牌目标客群精准定位。
- 在后端供应链管理环节，公司自行研发了业界领先的 OMS、IMS 系统，能够实现订单快速拉取及处理，并根据设置的营销规则精准匹配赠品、小样等个性化、多元化的营销方案。根据产品库存情况、运输半径、发货速度、配送成本进行自动分仓，保证发货及物流效率；持续优化分仓规则设置，在保障安全库存的同时降低库存深度，提升分仓配送效率并有效控制成本；能够实时监控每个 SKU 商品的库存情况，提示店铺运营团队通过营销策略促进库存消化，提高存货周转率。正如我们在图 24 所示，虽然丽人美妆电商零售占比高，但库存周转效率并不属于若羽臣以及宝尊电商，体现了其强大的供应链精细化管理能力。

图 27：丽人美妆技术优势



资料来源：招股书、招商证券

2、客户多为成熟品牌，合作数量位居行业前列

公司目前合作品牌数达 65 个，覆盖了护肤品、彩妆、个护、以及少量的母婴玩具品牌。大多数为国外成熟品牌，在国内拥有一定的群众基础，省去了前期的品牌营销客户积累时间。同时在合作的过程中，公司多年运营掌握积累了大量的消费者会员数据，可以利用数据资产反向指导品牌商进行产品开发、广告投放等行为，提升运营精细化程度。

图 28：目前与丽人丽妆合作的主要品牌商



资料来源：招股书、招商证券

3、阿里平台背书 助力公司获得更多品牌合作机会

公司在阿里体系内表现优异：2017 年-2018 年，公司均荣获天猫美妆奖年度优秀合作伙伴；2019 年及今年上半年公司荣获天猫六星级运营商。

阿里为公司第二大股东，平台背书优势突出：阿里在 2012 年入股公司，并在此后多年连续增资，此次上市前阿里持股比例为 19.55%，且自愿将持股锁定期延长至上市之日起 36 个月。有了阿里作为背书，有助于公司获得更多的优质品牌合作机会。

今年 618 期间成绩斐然：在阿里数据和供应链（携手菜鸟供应链，通过提前下沉预售包裹，超过 80%在当日内送达，50%实现了半天内送达，部分包裹 1 小时内完成）支持下。雪花秀/后/芙丽芳丝天猫旗舰店成交额过亿，赫拉/佑天兰/奥伦纳素/雪花秀/后/凡士林/KISSME 成交金额翻倍。众多品牌获得类目第一，佑天兰获得贴片面膜第一，奥伦纳素获得眼膜类目第一，芙丽芳丝获得洁面类目第一。

图 29:丽人丽妆与阿里深度绑定



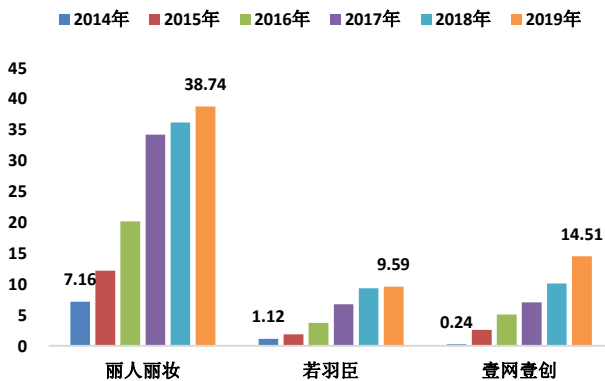
资料来源：招股书、招商证券

四、财务分析：收入规模大、运营效率高、盈利能力稳步提升

1、丽人丽妆为 A 股电商代运营公司中收入规模最大

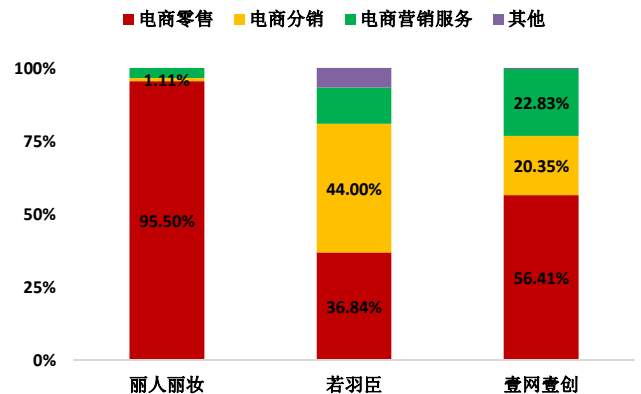
丽人丽妆、若羽臣、壹网壹创 2019 年分别实现收入 38.74 亿元、9.59 亿元、14.51 亿元，2014 年至 2019 年年复合增速分别为 40%、54%、127%。丽人丽妆收入体量最大，但过去的 5 年年复合增速慢于若羽臣以及壹网壹创。

图 30: A 股电商代运营公司收入规模 (亿元)



资料来源：wind、招商证券

图 31: A 股电商代运营公司收入结构

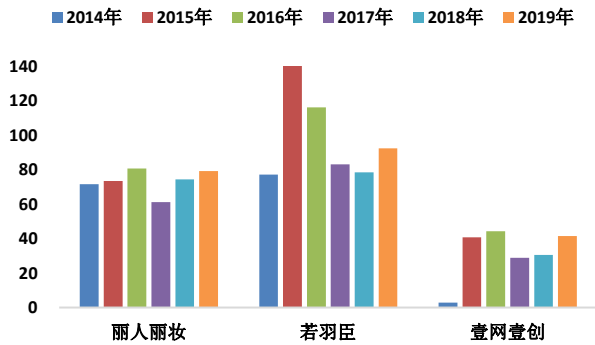


资料来源：wind、招商证券

2、虽为重资产模式，但运营效率较高

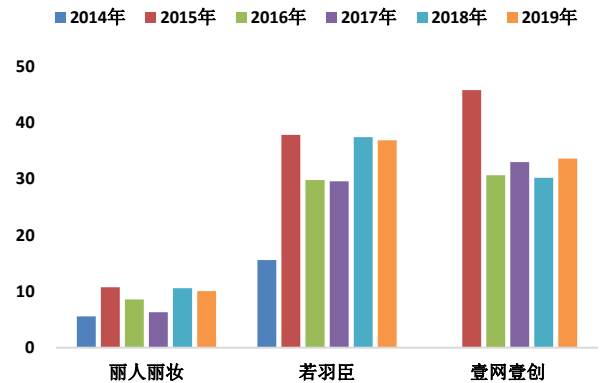
虽然丽人丽妆以电商零售业务为核心，需要备货并承担产品库存，但技术实力强大，运营效率较高。存货周转水平与若羽臣相当；面向 C 端客户，应收账款周转天数为行业内最短；采购规模大，合作时间长，在对供应商（品牌方）付款周期上有优势，应付账款周转天数超过了若羽臣以及壹网壹创；因此从净经营周期来看，2019 年丽人丽妆仅为 35 天，明显短于若羽臣（106 天）及壹网壹创（53 天）。

图 32: A 股电商代运营公司存货周转天数对比



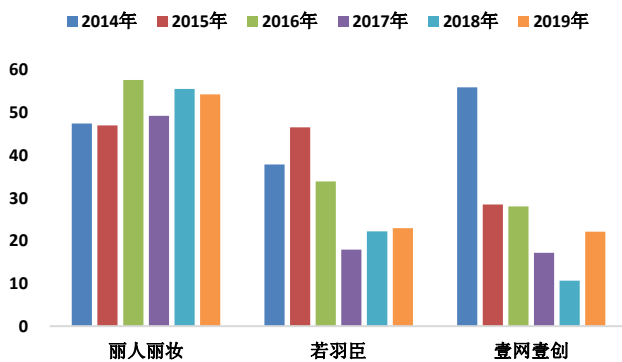
资料来源: wind、招商证券

图 33: A 股电商代运营公司应收账款周转天数对比



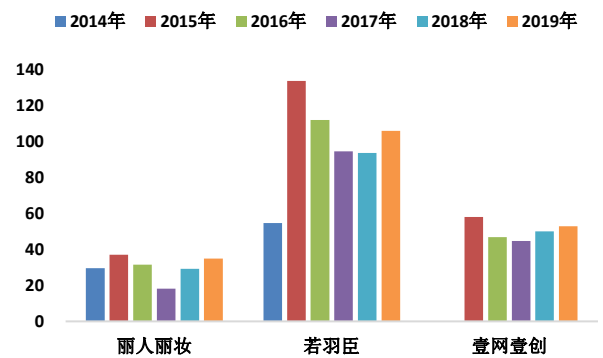
资料来源: wind、招商证券

图 34: A 股电商代运营公司应付账款周转天数对比



资料来源: wind、招商证券

图 35: A 股电商代运营公司净经营周期对比

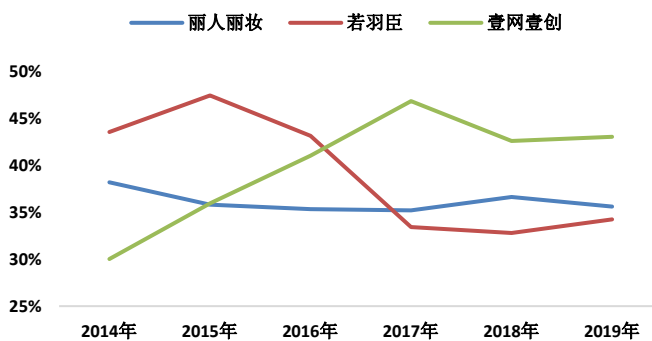


资料来源: wind、招商证券

3、盈利能力稳步提升

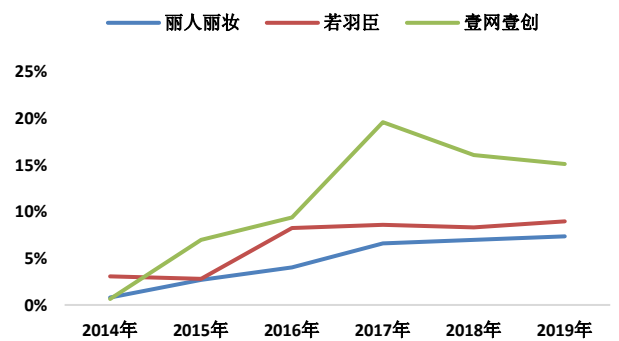
丽人丽妆毛利率水平介于 35%-38%之间, 多年来较为稳定。但由于电商零售收入占比高, 因此毛利率低于电商营销服务占比较高的壹网壹创, 但仍高于若羽臣。净利润率方面, 受益于规模效应以及效率提升影响, 公司期间费用率逐渐降低, 丽人丽妆净利润率水平从 2014 年的 0.64%提升到 2019 年的 7.34%。但仍较若羽臣偏低, 并显著低于壹网壹创。

图 36: A 股电商代运营公司毛利率比较



资料来源: wind、招商证券

图 37: A 股电商代运营公司净利润率比较



资料来源: wind、招商证券

五、募投项目分析

丽人丽妆本次拟公开发行不超过 4001 万股，募集资金 5.86 亿元，其中，有 2.68 亿元用于品牌推广及渠道建设，6683 万元用于信息化升级，1.3 亿元用于综合服务中心建设，1.21 亿元用于补充流动资金。

表 7：丽人丽妆募投项目情况

序号	项目名称	项目投资规模	募集资金投入	项目建设期
1	品牌推广与渠道建设项目	2.68 亿元	1.98 亿元	24 个月
2	数据中心建设及信息系统升级项目	0.67 亿元	0.49 亿元	24 个月
3	综合服务中心建设项目	1.30 亿元	0.96 亿元	24 个月
4	补充流动资金项目	1.21 亿元	0.89 亿元	24 个月
	合计	5.86 亿元	4.32 亿元	

资料来源：招股书、招商证券

计划投资 2.68 亿元用于品牌推广与渠道建设项目：

- 项目的实施将有利于公司进一步完善其代理品牌的营销推广，不断挖掘品牌方产品卖点与消费者需求，为品牌商提供更加个性化、精细化、优质化的品牌建设服务，提升消费者体验，实现品牌价值重塑，加强品牌方对公司的信任感和依赖度，不断深化双方的战略合作伙伴关系。同时，通过为品牌提供多维度营销策略和消费者数据，加强品牌方黏性，减少品牌流失的风险。
- 公司将逐步拓展新的国内外电商平台等渠道形成多元化销售通路，除天猫以外，逐渐覆盖小红书、微信、微博等社交媒体。
- 推行新零售模式，在品牌方线下门店引入皮肤测试、化妆指导、美容沙龙等增值服务，提升消费体验，并为线上导入更多流量，实现线上线下全渠道协同发展。

计划投资 6683 万元用于数据中心建设及信息系统升级项目：

- 公司拟通过建立数据研发中心，增强公司数据挖掘和分析能力，实现精准营销，提升销售效率。
- 同时拟通过升级现有管理信息系统，进一步优化业务支撑系统及商务智能（BI）系统，实现对业务体系整合与业务流程优化，降低运营成本、提升运营效率。

六、盈利预测及估值

公司预计 2020 年 1-9 月收入 24.99 亿元~26.53 亿元，同比增长 11.26%~18.13%；预计归母公司净利润为 1.91 亿元~2.00 亿元，同比增长-2.12%~2.54%；扣除非经常性损益后归母净利润为 1.65 亿元~1.74 亿元，同比增长 25.34%~32.26%。考虑到 Q4 为销售旺季，我们预计公司 2020 年全年收入有望达 45.74 亿元（YOY 18%），归母净利润 3.28 亿元（YOY15%）。

预计 2021 年-2022 年公司在扩品牌、扩渠道驱动下收入有望保持年均 15% 增长，2021 年-2022 年公司收入规模分别为 52.73 亿元、60.81 亿元。受规模效益以及运营提效影响，期间费用率小幅下降，净利润分别为 3.90 亿元、4.58 亿元，同比增幅分别为 19%、17%，略快于收入增速。

表 8: 丽人丽妆收入及净利润预测

收入 (亿元)	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
电商零售业务	33.46	37.00	43.66	50.21	57.74
YOY	6.09%	10.59%	18.00%	15.00%	15.00%
电商零售占比	92.55%	95.50%	95.46%	95.22%	94.95%
品牌服务业务	2.30	1.32	1.58	1.97	2.47
YOY	36.41%	-42.72%	20.00%	25.00%	25.00%
品牌服务占比	6.35%	3.39%	3.45%	3.74%	4.06%
其他	0.40	0.43	0.50	0.55	0.61
其他占比	1.09%	1.11%	1.09%	1.04%	0.99%
收入合计	36.15	38.74	45.74	52.73	60.81
YOY	5.69%	7.18%	18.05%	15.29%	15.32%
毛利率	36.6%	35.6%	35.5%	35.6%	35.7%
净利润率	7.0%	7.4%	7.2%	7.4%	7.5%
净利润 (亿元)	2.52	2.86	3.28	3.90	4.58
YOY	-10%	13%	15%	19%	17%

资料来源：招股书、招商证券

按照发行后股本计算，公司 2020 年-2022 年 EPS 分别为 0.82 元、0.97 元、1.14 元，发行价为 12.23 元，对应 20PE15X，估值较低。

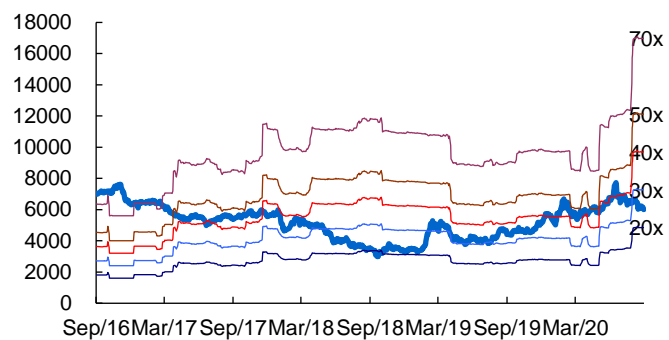
七、风险提示

- 1、品牌商合同到期后不再续签的风险：部分品牌商自建电商团队，经过几年经营磨合，具备独立运营线上店铺的条件后，或存在收回店铺运营权限的可能。
- 2、网络零售零售模式下的库存风险：电商服务商在买断模式下，拥有货品的所有权，若选品失败，或营销战略失误，则存在库存积压的风险。
- 3、新品牌 GMV 增长不及预期的风险：新品牌培育需要时间积累，最终能否做大存在不确定性。
- 4、对天猫渠道依赖过重的风险：公司绝大部分销售来自天猫渠道，目前新兴渠道 GMV

增速迅猛，对天猫渠道带来一定压力。

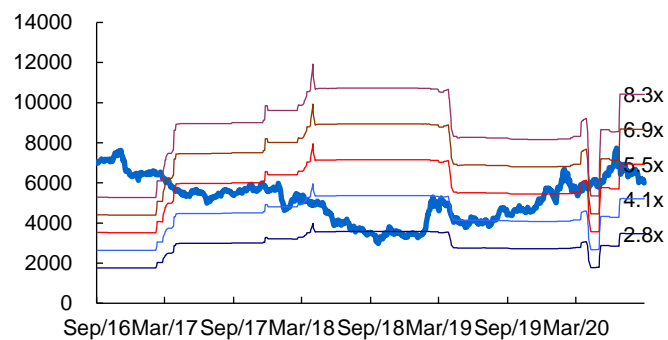
5、品牌方返利政策发生重大不利变化或其他因素导致公司获得的返利出现下降或无法收回，公司的盈利能力将因此受到不利影响。

图 38: 互联网行业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 39: 互联网行业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2039	2138	3027	3389	3811
现金	679	872	1560	1699	1863
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	133	83	79	91	105
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	580	517	602	693	798
其他	648	665	786	905	1044
非流动资产	65	87	86	86	85
长期股权投资	5	0	0	0	0
固定资产	5	4	4	4	4
无形资产	3	2	1	1	1
其他	52	81	81	80	80
资产总计	2103	2225	3113	3474	3896
流动负债	808	644	717	789	872
短期借款	18	0	0	0	0
应付账款	569	402	475	547	630
预收账款	1	1	1	1	1
其他	221	242	242	242	242
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	808	644	718	789	872
股本	360	360	400	400	400
资本公积金	339	339	788	788	788
留存收益	600	886	1213	1505	1845
少数股东权益	(3)	(3)	(5)	(7)	(10)
归属于母公司所有者权益	1298	1584	2401	2692	3033
负债及权益合计	2103	2225	3113	3474	3896

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(139)	220	101	136	179
净利润	252	286	328	390	458
折旧摊销	6	7	3	3	3
财务费用	(3)	0	(10)	(13)	(14)
投资收益	(80)	(6)	(90)	(90)	(90)
营运资金变动	(299)	(74)	(128)	(155)	(179)
其它	(15)	7	(2)	2	2
投资活动现金流	229	30	88	88	88
资本支出	(8)	(27)	(2)	(2)	(2)
其他投资	236	57	90	90	90
筹资活动现金流	(16)	4	499	(85)	(103)
借款变动	(21)	0	0	0	0
普通股增加	0	0	40	0	0
资本公积增加	0	0	449	0	0
股利分配	0	0	0	(98)	(117)
其他	5	4	10	13	14
现金净增加额	74	255	688	139	164

资料来源：公司数据、招商证券，

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3615	3874	4574	5273	6081
营业成本	2291	2495	2949	3394	3909
营业税金及附加	9	10	12	14	16
营业费用	943	961	1134	1292	1478
管理费用	80	88	104	116	128
研发费用	22	11	13	15	17
财务费用	(5)	(4)	(10)	(13)	(14)
资产减值损失	(24)	(33)	(40)	(45)	(50)
公允价值变动收益	0	14	14	14	14
其他收益	13	66	70	70	70
投资收益	80	6	6	6	6
营业利润	345	367	420	500	587
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	347	367	420	500	587
所得税	96	82	94	112	132
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	252	286	328	390	458

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	6%	7%	18%	15%	15%
营业利润	0%	6%	15%	19%	18%
净利润	-10%	13%	15%	19%	17%
获利能力					
毛利率	36.6%	35.6%	35.5%	35.6%	35.7%
净利率	7.0%	7.4%	7.2%	7.4%	7.5%
ROE	19.4%	18.1%	13.7%	14.5%	15.1%
ROIC	16.6%	17.7%	13.2%	14.0%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	29.0%	23.0%	22.7%	22.4%
净负债比率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.5	3.3	4.2	4.3	4.4
速动比率	1.8	2.5	3.4	3.4	3.5
营运能力					
资产周转率	1.7	1.7	1.5	1.5	1.6
存货周转率	4.8	4.5	5.3	5.2	5.2
应收帐款周转率	34.2	35.9	56.3	61.8	61.8
应付帐款周转率	5.2	5.1	6.7	6.6	6.6
每股资料 (元)					
EPS	0.70	0.79	0.82	0.97	1.14
每股经营现金	-0.39	0.61	0.25	0.34	0.45
每股净资产	3.61	4.40	6.00	6.73	7.58
每股股利	0.00	0.00	0.25	0.29	0.34
估值比率					
PE	17.5	15.4	14.9	12.6	10.7
PB	3.4	2.8	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.8	11.1	9.8	8.3	7.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘丽 对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券，研究方向为纺织服装及化妆品。

郑恺 同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。