

安正时尚 (603839.SH)

旗下电商代运营龙头礼尚信息业绩高速增长

核心观点:

- 公司是国内知名女装企业，旗下主品牌玖姿是国内成熟女装领导品牌之一。公司还拥有尹默、安正男装、摩萨克、斐娜晨等新兴品牌，包括代理了英国奢侈品牌 Stella McCartney 及 Stella McCartney Kids 在大中华区的经营，参股了中国十大童装品牌青蛙王子。公司于 2018 年 10 月收购了电商代运营公司礼尚信息，拥有礼尚信息 70% 的股权。
- 礼尚信息是母婴等领域电商代运营龙头，近年业绩高速增长。礼尚信息是集电商运营与整合营销服务于一体的品牌电商服务商，已经和贝拉米、安佳、a2、李宁、渴望（宠物主粮）等海内外知名品牌建立了高效、稳固的合作关系。其中，a2、渴望是今年天猫双十一最受欢迎五大进口品牌第 2 和第 4 位。目前为天猫五星服务商，业务模式以经销为主。2018 年礼尚信息实现净利润 6281 万元，同比增长 104.79%。2019 年上半年礼尚信息实现净利润 4298 万元，同比增长 19.55%。
- 电商代运营行业未来发展空间广阔，头部公司有望持续获取市场份额。电商代运营服务主要包括经销、代销、分销、品牌线上管理以及内容服务等业务模式。行业竞争格局主要划分为三个层级：1) 第一层级是宝尊电商。2) 第二层级是丽人丽妆、凯诘电商、壹网壹创、百秋电商、礼尚信息、若羽臣、杭州悠可等专业型代运营龙头。3) 第三层级是不知名的小型代运营公司，经营较为困难，逐渐退出市场。电商代运营行业仍处高速发展过程中，未来市场空间依旧广阔。行业入局难度加大，市场集中度不断提高，资源进一步向头部电商代运营企业集中。
- 2019-2021 年 EPS 预计分别为 0.88 元/股、0.99 元/股、1.22 元/股。参考可比公司 2010 年平均市盈率估值，且考虑到公司电商代运营业务市场空间大，头部效应明显，可以给予一定估值溢价，给予公司 2020 年市盈率 15 倍，合理估值 14.85 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。品牌合作及拓展风险；运营平台合作风险；人才和技术风险；品牌方切入电商行业风险；行业竞争加剧风险。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,421	1,649	2,538	3,179	4,153
增长率(%)	17.8	16.1	53.9	25.2	30.6
EBITDA(百万元)	356	351	436	548	712
净利润(百万元)	273	281	354	400	494
增长率(%)	15.7	3.0	25.9	13.2	23.3
EPS(元/股)	0.94	0.70	0.88	0.99	1.22
市盈率(P/E)	25.93	15.38	12.89	11.39	9.24
市净率(P/B)	2.75	1.58	1.57	1.47	1.36
EV/EBITDA	18.93	11.08	8.75	6.75	5.02

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

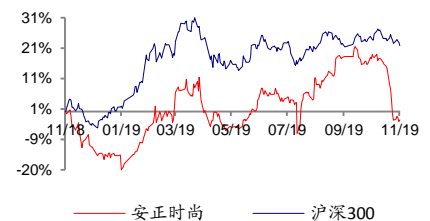
公司评级

公司评级	买入
当前价格	11.28 元
合理价值	14.85 元
前次评级	买入
报告日期	2019-12-02

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	401.88/105.51
总市值/流通市值(百万元)	4610/1210
一年内最高/最低(元)	14.36/9.77
30 日日均成交量/成交额(百万)	3.2/40.3
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	-10.81/2.46

相对市场表现



分析师:



糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



021-60750604

分析师:



mihanjie@gf.com.cn



赵颖婕



SAC 执证号: S0260518070004



SFC CE No. BNN845

021-60750604

zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

安正时尚(603839.SH):主营 2019-08-16
稳定,礼尚信息并表带动业绩
较快增长

联系人:

胡幸

huxing@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、公司简介：主品牌玖姿位列高端女装前列.....	4
1. 公司是以玖姿品牌为核心的高端男女装集团.....	4
2. 公司近年来发展稳健.....	5
3. 公司渠道遍布全国，品牌在华东区域具有较强影响力.....	5
4. 2018年10月收购礼尚信息切入电商代运营行业.....	6
二、电商代运营的业务模式和发展历程.....	8
1. 电商代运营的定义及业务模式.....	8
2. 国内电商代运营业务发展历程.....	9
三、电商代运营业务模式多元，竞争格局一超多强.....	12
1. 主要服务平台为天猫，主要产品品类包括美妆、服饰、3C 家电.....	12
2. 行业格局：宝尊电商绝对领先，细分品类群雄并起.....	12
四、头部公司有望持续获取市场份额.....	19
1. 电商代运营行业市场空间广阔，头部公司优势地位夯实.....	19
2. 积极实践、提升专业能力的头部公司有望获取更多份额.....	20
五、看好礼尚信息未来业绩高增长及与公司的协同.....	21
六、盈利预测和投资评级.....	22
七、风险提示.....	22
1. 品牌合作及拓展风险.....	22
2. 运营平台合作风险.....	23
3. 人才和技术风险.....	23
4. 品牌方切入电商行业风险.....	23
5. 行业竞争加剧风险.....	23

图表索引

图 1: 公司各品牌营收占比 (2019Q1-Q3)	4
图 2: 公司各品牌渠道数量占比 (2019Q1-Q3)	4
图 3: 公司近年营业收入及增速	5
图 4: 公司近年净利润及增速	5
图 5: 公司近年毛利率及净利率	5
图 6: 公司近年期间费用率	5
图 7: 公司各区域销售金额 (亿元) 及占比 (2019Q1-Q3)	6
图 8: 2014-2021 年中国网络购物交易规模及增长率	9
图 9: 2014-2021 年在社会消费品零售总额的渗透率	9
图 10: 2014-2018 中国网络购物 B2C 市场交易规模	10
图 11: 2011-2021 年我国互联网零售市场结构及预测	10
图 12: 2011-2018 年中国品牌电商服务市场交易规模	11
图 13: 2014-2018 年我国电商代运营在网络零售市场的渗透率	11
图 14: 2018H1 我国互联网零售 B2C 市场交易份额	12
图 15: 2019 年服务商主要服务品类品牌数量占比	12
图 16: 2018 年中国品牌电商服务市场竞争格局	13
图 17: 2019 上半年天猫六星运营服务商	16
图 18: 2016-2018 各电商代运营公司营收 (亿元)	18
图 19: 2016-2018 各电商代运营公司净利润 (亿元)	18
图 20: 2016-2018 各电商代运营公司服务品牌数	18
图 21: 2018-2021E 网络购物交易规模及增速	19
图 22: 2018-2021E B2C 交易规模及增速	19
图 23: 2018-2021E 中国品牌电商服务市场交易规模及增速	20
表 1: 公司多品牌发展历史	4
表 2: 电商代运营公司不同业务模式	8
表 3: 电商企业简介	14
表 4: 电商代运营品牌	14
表 5: 不同星级服务商成交门槛	16
表 6: 2019 上半年天猫五星服务商公司	17
表 7: 天猫运营服务商能力评估	17
表 8: 天猫星级权益	20
表 9: 可比公司估值表	22

一、公司简介：主品牌玖姿位列高端女装前列

1. 公司是以玖姿品牌为核心的高端男女装集团

公司是一家集研发、生产、销售及品牌管理于一体的全国性多品牌时装企业，旗下拥有“玖姿”、“尹默”、“安正”、“摩萨克”、“斐娜晨”五个品牌，在大中华区代理Stella McCartney及Stella McCartney Kids，品牌风格鲜明互补，市场定位差异有序。公司女装产品定位于中高档价格区间的成熟女装细分市场，主导品牌“玖姿”经过十余年的发展，已成为我国成熟女装领域的领导品牌之一。

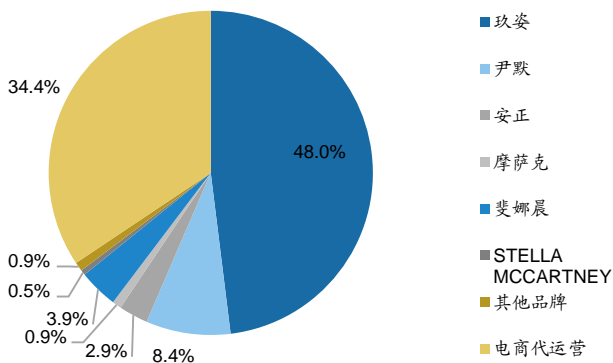
“玖姿”品牌仍然为公司的主力品牌，2019前三季度营业收入达8.58亿元，占公司总营业收入的48.0%，店铺数量674家，占公司总店铺数量73.5%，“尹默”女装为公司第二大品牌，营业收入达1.51亿元，占公司总营业收入的8.4%，店铺数量达103家，占公司总店铺数量9.6%，其他品牌处于品牌成长期，店铺数量较少、营收贡献占比较小。

表 1：公司多品牌发展历史

品牌	创立/收购时间	品类	品牌风格特点	核心客群年龄
玖姿	2001 年	大淑女装	自信、优雅、女人味	35-45 岁
尹默	2008 年	中淑女装	独立、知性、时尚	28-35 岁
安正	2012 年	高端男装	时尚、商务、品质	35-45 岁
摩萨克	2014 年	中淑女装	优雅、从容、智慧	25-35 岁
斐娜晨	2015 年	中淑女装	玩味、当代、精致	28-32 岁
stella mccartney	代理品牌	高端女装/童装		

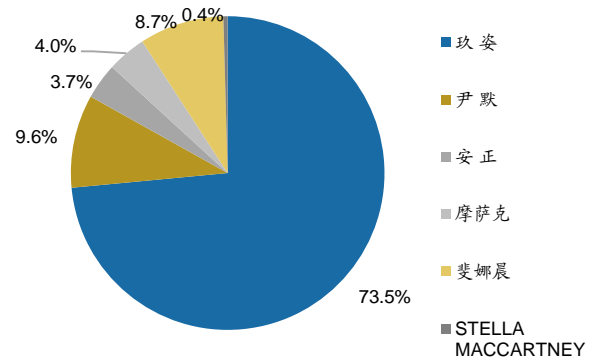
数据来源：公司年报；广发证券发展研究中心

图 1：公司各品牌营收占比（2019Q1-Q3）



数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

图 2：公司各品牌渠道数量占比（2019Q1-Q3）

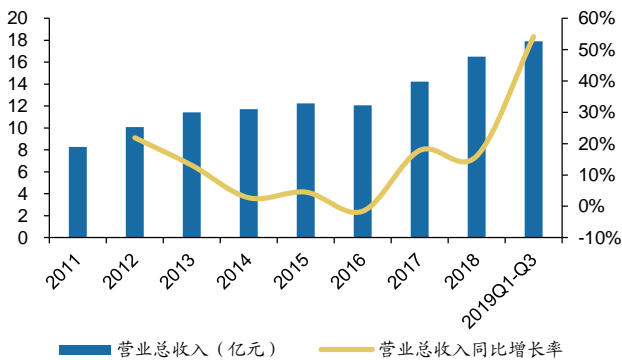


数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

2. 公司近年来发展稳健

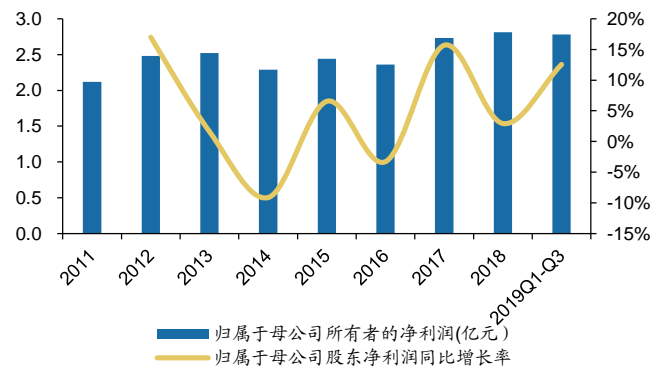
公司2018年营收规模达16.49亿元，七年复合增速为10.34%，归母净利润规模达2.81亿元，七年复合增速为4.11%。2018年公司收购礼尚信息70%股份后，为现有业务提供了更强的电商支持，加上公司自身调整，营收和归母净利润实现较快增长，截至2019年前三季度公司营收达17.91亿元，同比增长54.13%，归母净利润达2.78亿元，同比增长12.55%。公司毛利率和净利率近年略有下降，2018年公司整体毛利率和净利率水平分别为63.3%和17.0%。公司期间费用率近年来呈现逐年上升的趋势，主要由于近年来直营店铺占比提升导致销售费用率的上升。公司管理费用率控制良好，近三年来逐年下降。

图 3: 公司近年营业收入及增速



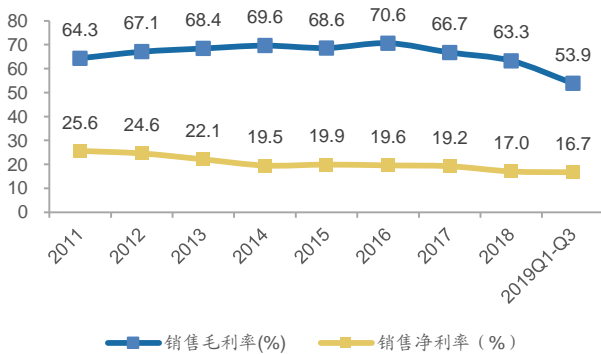
数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

图 4: 公司近年净利润及增速



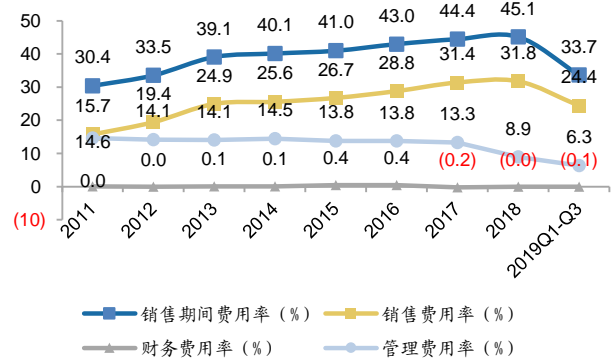
数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

图 5: 公司近年毛利率及净利率



数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

图 6: 公司近年期间费用率

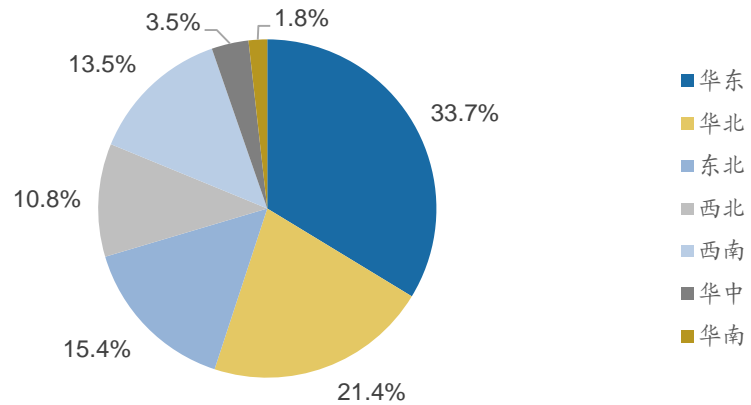


数据来源：公司年报及季报，广发证券发展研究中心

3. 公司渠道遍布全国，品牌在华东区域具有较强影响力

从分地区收入占比情况看，华东区域是公司的主力销售区域，2019年前三季度收入占比达33.7%，其次为华北、东北和西南，收入占比分别达21.4%、15.4%、13.5%。

图 7: 公司各区域销售金额 (亿元) 及占比 (2019Q1-Q3)



数据来源: 公司年报及季报, 广发证券发展研究中心

4. 2018 年 10 月收购礼尚信息切入电商代运营行业

2018年10月,公司以3.61亿元对价收购了上海礼尚信息科技有限公司70%的股权,股权交割日为2018年10月31日。礼尚信息业绩承诺 2018-2020 年净利润分别不低于5500万元、不低于 6600 万元、7700 万元。2018年礼尚信息实现净利润6281万元,同比增长104.79%。2019年上半年礼尚信息实现净利润4298万元,同比增长19.55%。

礼尚信息是国内专业从事电商代运营业务的服务商,客户以海外及国内母婴、食品保健品、户外运动、宠物主粮等行业知名品牌为主,如安佳、a2、康萃乐、北极狐、李宁、森宝、Orijen(渴望)等,合作方式多为独家或排他。

礼尚信息成立于2010年5月,成立后历年都是阿里的“金牌淘拍档”,每一年都在阿里服务商中排名前列。礼尚信息于2014年成立香港分公司“香港礼乐”,开始尝试做跨境业务。2015年3月将主体变更为礼尚信息,并在同年7月获得了APEX国际物流的A轮投资。2016年12月整合APEX全球物流网络,同时获得海外母婴食品 and 宠物TOP品牌授权。2017年2月获得天猫“5星服务商”评级。17年6月,公司成立了独立的数字营销团队,2018年3月,公司把数字营销团队变成了独立的公司。2019 年前三季度,礼尚信息实现收入6.13亿元。

图 8：礼尚信息发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（1）业务情况

礼尚信息主要业务可以分为两大类：

一类是贸易类，包括：1) 零售管理：天猫上有20多家官方授权的品牌旗舰店；2) 全渠道分销：从不同品牌进货，直接卖给京东、考拉等垂直品牌；3) 仓储物流：跟贸易相关仓储物流；4) 跨境业务。

二类是服务类，2015年以后服务、尤其是营销方面在整个电子商务领域变得非常重要。2015年以前消费者购买商品更多关注的是价格，2015年以后，消费者更注重内容营销和品牌推广。礼尚信服务类业务有：1) 整合营销；2) 媒体购买：包括淘内淘外，淘内里面有直通车、明星店铺、站长等；淘外包括百度、硬广、优酷等的贴片的购买，还包括论坛、软文植入等；3) 电商咨询：礼尚信息从2015年开始和大量想进入中国市场的海外品牌接触，因为使海外品牌充分了解中国电商情况十分困难，所以延伸拓展了电商咨询的业务；4) IT解决方案：近两年新零售比较火爆，而对于很多零售企业、品牌，新零售背后最重要的是系统和数据，同时公司作为阿里软件开发的授权商，会帮品牌提供一些IT解决方案；5) 客户外包。

（2）主要优势

一是优质服务：1) 高效运营模式和转化率：礼尚信息运作模式高效。2018年除去客服现在注册的员工约120-130，而GMV将近10亿，如果单独算业务部门，人均带来2000万左右的贡献；2) 全渠道覆盖主要电商平台；3) 高投产比电商整合营销。

二是领先地位：1) 天猫五星服务商评级：历年公司都在阿里众多平台中排名前列；2) 母婴食品类目领先运营商：礼尚信息在母婴、食品、宠物主粮及运动户外这些内容都为比较顶尖的品牌提供服务；3) 年均触达超过1500万电商消费人群：礼尚信息根据回推认定比较深度触达的人群约为1500万。

三是高效物流：1) 中心仓日处理订单量峰值达10万，在常州有专门的定向合作的中央仓库；2) 多地可拓展第三方仓库，支持B2B多平台：还使用菜鸟、邮政等社会资源，全国都有仓库分布；3) 国际快速清关物流货代服务：提供国内仓储、物流、快递的跨境清关、保税直邮等电商所涉及到的所有模式的服务；4) 覆盖全球10个主

要国际Hub的物流网络。

四是优势技术：1) OMS系统全面对接主流40多家电商平台，自行开发的OMS系统完成了和所有的平台对接；2) 标准化阿里接口对接全部第三方仓储系统：使用了菜鸟的标准接口，可以完全对接菜鸟所有的仓库；(3) 数据中心和用户画像分析：为客户定制它所需要的OMS、ERP等功能。4) O2O用户数据集成解决方案。

二、电商代运营的业务模式和发展历程

1. 电商代运营的定义及业务模式

随着国内经济水平的增长以及电商平台发展成熟化，网络购物逐步成为民众日常生活中最重要的购物方式之一。互联网作为销售渠道的重要性日益凸显，越来越多的企业对产品线上销售也愈发重视，电商代运营服务因此得以高速发展。电商代运营服务主要指由在电子商务活动中的第三方服务商为品牌方提供的包括运营、IT、营销、仓储物流、客户服务等内容的综合电子商务服务。电商代运营服务的主要渠道包括B2C平台的品牌官方旗舰店、品牌专卖店以及品牌官网商城。

由于目前多个电商平台并存，电商代运营产品品类丰富且不同品牌方对电商业务的定位和需求不同，电商代运营服务业务模式呈现多元化特点，主要包括经销、代销、分销、品牌线上管理以及内容服务等业务模式。

表 2: 电商代运营公司不同业务模式

业务模式	采购模式及内容	服务内容	销售/服务模式	直接客户类型	盈利模式/收费模式
线上经销业务	以买断的形式向品牌方采购货品	品牌表达、线上品牌运营等	发行人向终端消费者销售产品	终端消费者	线上商品的销售收入与营销成本(包含采购成本及各项营销费用等)的差额
线上代销业务	为品牌方销售产品, 但产品所有权仍归属品牌方	货品销售、店铺托管、仓储物流等	公司向品牌方提供销售服务, 向终端消费者销售产品	终端消费者	收取固定服务费和对应销售佣金
线上分销业务	以买断的形式向品牌方采购货品	品牌表达、线上品牌运营等 优化并管理线上渠道	公司向第三方 B2C 平台分销产品 公司向天猫或淘宝的卖家分销产品	平台 中小卖家	线上商品的销售收入与采购成本及各项费用的差额

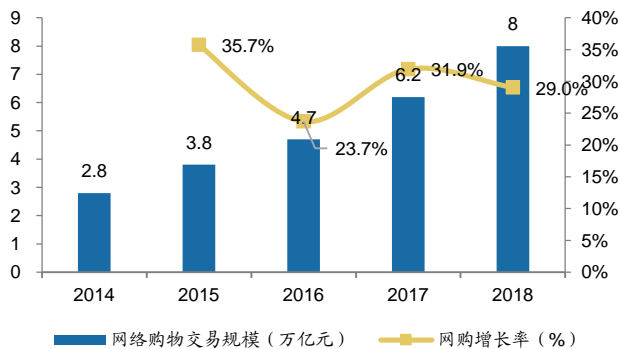
品牌线上管理服务	品牌表达、线上品牌运营等	根据线上销售情况收取服务费	品牌方	根据线上销售情况和双方约定的比例向品牌方收取服务费用,发生人力、仓配等成本
内容服务	向供应商采购相关内容营销推广素材的制作以及在相关网络平台推广等服务	品牌推广服务,提高品牌目标客户触达和转化效率	品牌方	内容服务的服务费收入与服务成本(包含对外采购的服务成本及人力成本)的差额

数据来源:壹网壹创招股说明书,丽人丽妆招股说明书,广发证券发展研究中心

2. 国内电商代运营业务发展历程

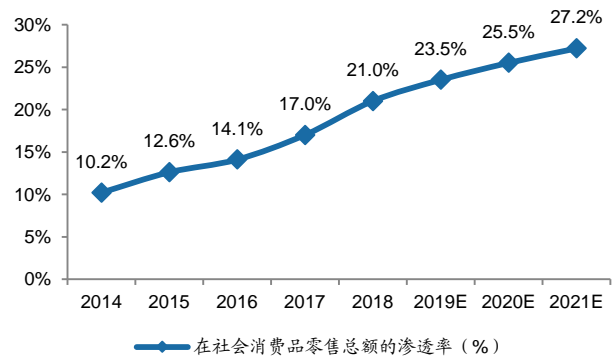
随着国内经济水平的增长以及电商平台发展成熟化,网络购物逐步成为民众日常生活中最重要的购物方式之一,网络购物交易规模不断扩大,在社会消费品零售额中的渗透率不断提高。根据艾瑞咨询统计数据,2018年网络购物交易规模已达8.0万亿,同比增长29.0%,在社会消费品零售总额的渗透率达到21.0%,预计2021年网络购物交易规模将进一步增加到12.8万亿,在社会消费品零售总额的渗透率也将提高到27.2%。

图 9: 2014-2021年中国网络购物交易规模及增长率



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 10: 2014-2021年在社会消费品零售总额的渗透率



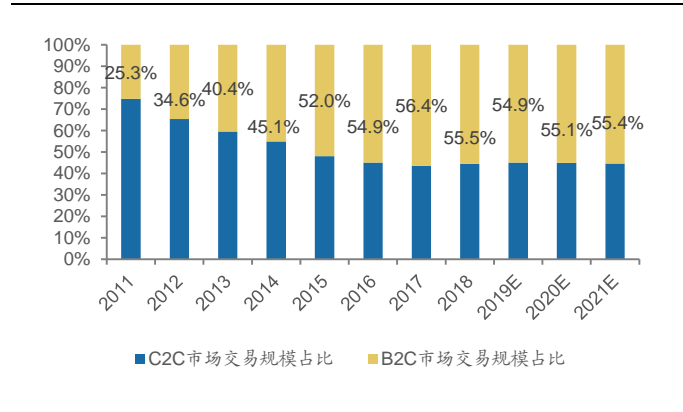
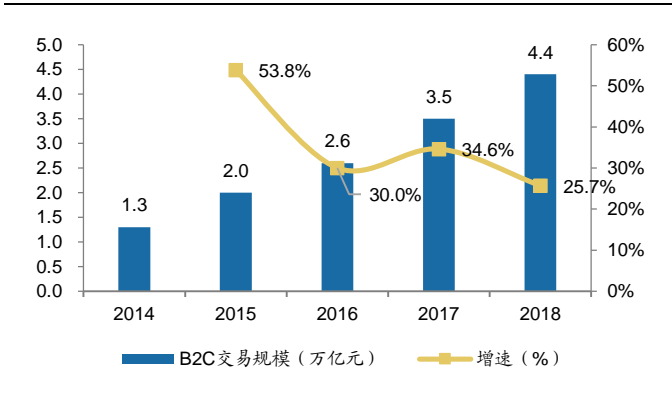
数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

B2C交易增速较高,已成为互联网零售市场主要模式。在消费者网购习惯形成、网络购物交易市场日趋成熟的过程中,产品品质和用户体验成为重点。相较于C2C模式而言,B2C模式拥有更高的产品质量和服务保证,目前已成为互联网市场的主要交易模式,2018年B2C交易规模达到4.4万亿,同比增长34.6%,占整体网络

购物交易市场的55.5%。

图 11: 2014-2018中国网络购物B2C市场交易规模

图 12: 2011-2021年我国互联网零售市场结构及预测



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

国内电商代运营行业发展可以分为2009年之前, 2009-2014年, 2014年之后这三个阶段:

1) 2009年之前, 社会消费还处于增量市场阶段, 只要有产品供应能力, 有合适的渠道, 产品销售就有保障; 这一时期, 以淘宝为代表的电子商务平台开始兴起, 电商平台为很多商品提供了接触消费者的渠道, 而因为购买便捷性等原因大量消费从线下转移到线上, 线上运营成本低廉, 产品价格也很低, 网购以C2C模式为主; 依靠电商的爆发式增长, 少数企业开始从事起电商代运营工作, 为较早触网的企业提供运营外包业务。

2) 2009-2014年, 社会消费品牌化趋势明显, 消费者得到量的满足后, 开始提升消费的质量; 与此同时, 电商的增速在逐步减缓, 但仍保持较快增长, 很多国内品牌商看到电商的发展前景, 纷纷向线上拓展业务, B2C开始替代C2C, 而因为线上商家的增多, 线上的竞争激烈程度明显加剧; 因为大量品牌商往线上拓展业务, 而线上经营又很激烈, 所以品牌商非常希望精细化、规模化运营降低成本, 提升销售效率, 电商代运营在此背景下得以爆发式成长。

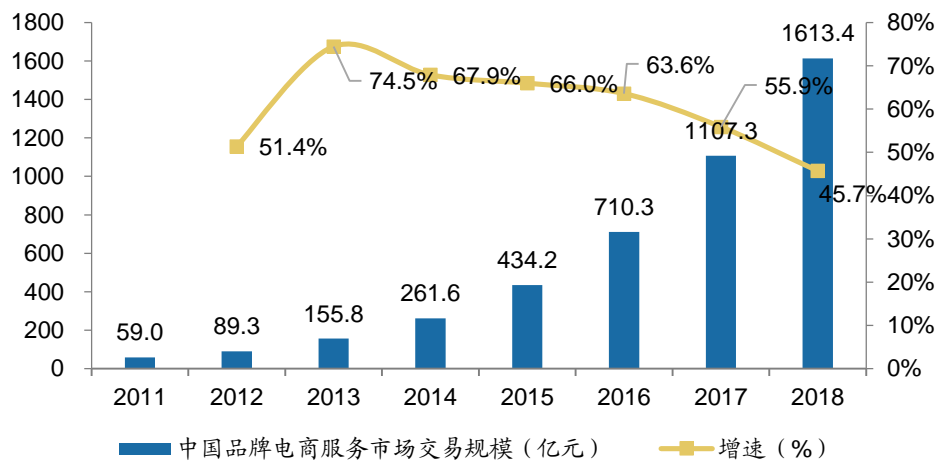
3) 2014年以后, 经济增长趋缓, 很多领域的消费已经完成品牌化, 但是一些代表着消费新趋势的产品仍有很大的成长空间; 在这个阶段, 电商的运营成本已经和线下相当接近了, 线上的流量红利不复存在, 电商也往更高端、体验更好的方向发展; 因为流量红利时期积累了大量的电商代运营公司, 这一阶段的代运营业务竞争已经相当激烈, 靠着行业红利发展起来, 而缺乏自身独特竞争力的代运营公司逐渐被淘汰, 自身经营效率高、把握核心品牌资源、能够提供更多增值服务的代运营公司享受行业整合的红利, 并且众多海外品牌的流入也给优质代运营公司提供了新的发展空间。

相对于传统线下零售企业而言, 电商代运营商可以通过专业技术分工、成熟运营系统以及规模效应实现线上零售的低成本、高效率, 为消费者提供更好的消费体验, 助力传统企业的线上业务发展。因此较多传统线下品牌切入电商业务领域时,

往往选择电商业务代运营，以提升线上服务质量和运营效率。

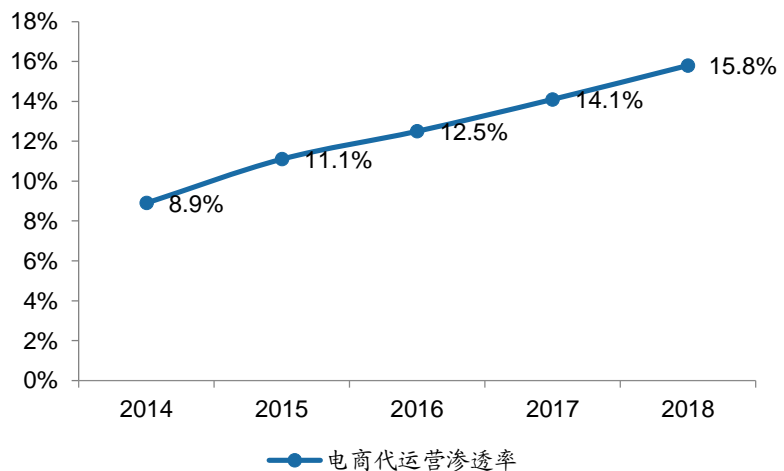
中国品牌电商服务市场交易规模从2011年的59.0亿元增加到2018年的1613.4亿元，CAGR达到60.4%，电商代运营渗透率也从2014年的8.9%上升到2018年的15.8%。表明未来一段时间电商代运营市场规模增速高于电商整体交易规模增速。根据2019天猫生态服务商大会数据，2018年天猫服务商引入新品牌843个，店均成交是大盘新商家近3倍，天猫服务商总GMV同比增长高于大盘近20%。

图 13: 2011-2018年中国品牌电商服务市场交易规模



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 14: 2014-2018年我国电商代运营在网络零售市场的渗透率



数据来源：观研天下、广发证券发展研究中心

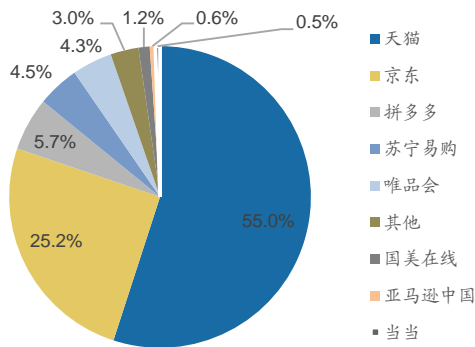
三、电商代运营业务模式多元，竞争格局一超多强

1.主要服务平台为天猫，主要产品品类包括美妆、服饰、3C 家电

从互联网零售B2C市场交易份额来看，目前形成了以天猫为主，多个电商平台并存的局面。2018H1天猫和京东在B2C市场交易份额占比分别为55.0%和25.2%，位居第一和第二，拼多多、唯品会、苏宁易购等平台紧随其后。因此，电商代运营的主要服务平台在天猫。

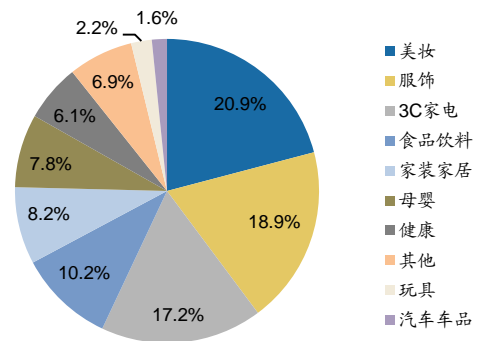
从主要服务品类来看，2019年电商服务商主要服务品牌为美妆、服饰和3C家电，在全部服务品牌数量中占比分别达到20.9%、18.9%、17.2%，此外食品饮料、家装家居、母婴等品类占比也达到7%以上。

图 15: 2018H1我国互联网零售B2C市场交易份额



数据来源：丽人丽妆招股说明书、广发证券发展研究中心

图 16: 2019年服务商主要服务品类品牌数量占比

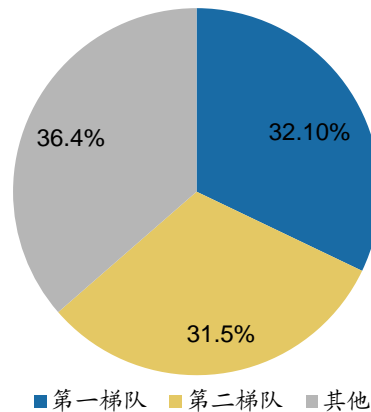


数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

2.行业格局：宝尊电商绝对领先，细分品类群雄并起

电商代运营行业由于具备一定的资金、技术以及资源壁垒，头部公司具备竞争优势，呈现头部集中的竞争格局。根据艾瑞咨询的数据，第一梯队四家电商代运营公司的GMV整体占比达到32.1%。

图 17: 2018年中国品牌电商服务市场竞争格局



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

目前电商代运营行业整合仍在继续, 但是已经初步形成了较为清晰的行业竞争格局:

1) 第一层级是宝尊电商, 依靠强大的规模化优势、丰富的增值服务占据行业的绝对龙头地位。宝尊电商的客户大多是顶尖海内外品牌, 这类客户市场空间广阔, 最看重规模化优势, 而宝尊凭借自身的市场控制力与上游品牌、下游仓储物流供应商都享有较强的议价能力。

2) 第二层级是丽人丽妆、凯诘电商、壹网壹创、百秋电商、礼尚信息、若羽臣、杭州悠可等在某些专业领域建立起专业优势, 凭借优势品牌资源实现业绩高增长的专业型代运营龙头。对于某些品类(如母婴、奢侈品、美妆、快消品)来讲, 消费者具有鲜明的特性, 而供应链资源也相对特殊, 如果在这些品类上建立起自身的供应链优势以及运营优势, 就会形成自己的竞争壁垒。第二层级的代运营公司往往把精力聚焦在某一个或者某几个品类上, 而且这些品类大多符合消费升级趋势, 线上拓展还有较大空间。此外, 这一层级业绩较好的代运营公司服务的客户主要是海外品牌, 海外客户一方面契约精神较好, 合作较为顺畅; 另一方面人力成本比国内高很多, 且不清楚国内电商的运营技巧, 对电商代运营公司的依赖性较强; 第三方面是海外品牌本身知名度、质量较好, 市场空间相对较大, 业绩、现金流也很稳定。

3) 第三层级是不知名的小型代运营公司, 这些公司大多单纯从事网店运营外包业务, 服务效率较低, 缺乏品牌资源, 因此经营较为困难, 逐渐退出市场。这一类电商代运营公司以服务国内品牌或者区域品牌为主, 主要运营品类集中在大众服饰、3C产品等领域。因为这些品类的线上可拓展空间较为有限, 品牌自身的经营情况一般, 所以行业竞争异常激烈。

从行业内主要代运营公司的资本背景来看, 目前宝尊电商在美股上市, 壹网壹创在创业板上市, 丽人丽妆及若羽臣均拟在A股上市。宝尊电商和丽人丽妆均为阿里巴巴参股企业, 朗姿股份持有若羽臣16.43%股权, 安正时尚持有礼尚信息70%股权, 歌力思持有百秋网络75%股权, 中信资本持有杭州悠可100%股权。

表 3: 电商企业简介

公司	成立时间	主要运营品类	2018 营收 规模(亿元)	运营品牌数	上市情况
宝尊电商	2007 年初	服饰、食品、医药保健、美妆、家电、 运动户外、3C 数码、家居、建材 8 大品类	53.95	185	公司 2010 年获得阿里 A 轮投资; 2015 年 IPO 登陆美国纳斯达克; 截至 2019 年 3 月 15 日, 阿里巴巴持股为 15.3%, 为大股东
丽人丽妆	2010/5/27	美妆	36.15	45	拟上交所, 近日提交招股说明书; 阿里巴巴目前 持股 19.55%
壹网壹创	2012/4/6	美妆、日化	10.13	16	创业板
若羽臣	2011/5/10	母婴、美妆、食品、医疗保健、个护	9.31	77	拟深交所; 朗姿股份持有上市前股份 16.43%
凯诘电商	2010/7/19	母婴、美妆、食品、医疗保健、快消	15.38	32	新三板终止挂牌
礼尚信息	2009/1/23	母婴、食品、医疗保健、户外等	6.77		安正时尚持股 70%
百秋电商	2010/9/16	箱包、服饰、鞋、配饰等	2.2	30+	歌力思持股 75%
杭州悠可	2012/7/24	美妆	11.39	30+	中信资本持股 100%

数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表 4: 电商代运营品牌

电商代运营公司	产品品类	主要合作品牌标志		
	服装和配饰			
	3C 数码			
	汽车			 一汽-大众
宝尊电商	家电			
	食品/保健品			
	家具建材			
	美妆/快消			
	金融互联			

	化妆品	 施华蔻	 LANEIGE	 EAU THERMALE 雅漾 Avène
	美容仪器	 BeGlow		
	隐形眼镜	 SHO-BI 妆美堂	 ANNA SUI	 OLENS
丽人丽妆	纸品	 洁云 Hygienix	 米娅	
	服饰	 凡客 vancl		
	食品	 Lucky	 N 新维士 NUTRASIS	
	其他	 ANP 安我 生活因我安好	 Hasbro 孩之宝	 STANLEY 史丹利
				
壹网壹创	美妆	 百雀羚	 Elizabeth Arden	 AUPRES 欧珀莱
	日化	 VS SASSOON	 P&G	 AUSSIE
				 佳洁士 Crest
	母婴	 Mead Johnson 美赞臣	 Johnson & Johnson 强生	 BINSTIME 合生元
若羽臣	美妆个护	 LISTERINE	 苏菲 Sanyo	 洁婷
	保健品	 爱乐维 elevit	 善存 Centrum	 Swisse
	其他	 PLANTERS NATURALLY CRACKABLE	 Dermatix	 red seal
	养育	 LEGO	 Hot Toys	 GOON 大王
				 安托
	食品	 pepsi	 MILKANA 百多福	 Glico 格力高
凯洁电商	宠物	 ROYAL CANIN	 Boehringer Ingelheim	 Applaws Natural Cat and Dog Food
	健康	 Nature Made	 Alcon	 artemis+
	美丽	 Colgate	 Schick	 eve 夏依
	新零售	 KFC	 DQ	 IHG
礼尚信息	母婴	 MATTEL	 Hasbro 孩之宝	 Semper
				 a2
				 Barbie
				 雅培 Abbott
				 Fisher-Price

标品						
非标						
服饰	sandro maje CLAUDIE PIERLOT PARIS Theory DIESEL PINKO					
箱包	ELLE TUMI MCM DELSEY PARIS Kate Zhou					
鞋履	achette GEOX BREATHES new balance Clarks TOMS Gabor					
配饰	PANDORA TISSOT swatch FOSSIL Folli Follie					

数据来源：公司官网、公司招股说明书、广发证券发展研究中心

根据天猫运营官网公布的最新数据，2019年上半年包括宝尊电商、丽人丽妆、壹网壹创、凯诘电商、百秋电商在内的9家代运营服务商获得天猫六星级运营服务商称号；包括若羽臣、礼尚信息在内的37家代运营服务商获得天猫五星级运营服务商称号。

表 5: 不同星级服务商成交门槛

能力	综合能力评估
六星级及以上服务商	统计期内累计成交大于 10 亿元 RMB
五星级及以上服务商	统计期内累计成交大于 5 亿元 RMB
四星级及以上服务商	统计期内累计成交大于 1 亿元 RMB
三星级及以上服务商	统计期内累计成交大于 1 千万元 RMB

数据来源：天猫运营官网、广发证券发展研究中心

图 18: 2019上半年天猫六星运营服务商



数据来源：天猫运营官网、广发证券发展研究中心

表 6: 2019上半年天猫五星服务商公司

2019 上半年天猫五星服务商公司		
上海联恩贸易发展有限公司	江苏嗨购网络科技股份有限公司	上海易辟电子商务有限公司
浙江速网电子商务有限公司	广州若羽臣科技股份有限公司	东莞市乐其网络科技有限公司
浙江东印化妆品有限公司	北京鹏泰博兴科技有限公司	杭州悠可化妆品有限公司
北京新七天电子商务	上海凡宝电子商务有限公司	湖南西子电商品牌管理有限公司
上海古星电子商务有限公司	浙江百诚网络科技发展有限公司	杭州网营科技股份有限公司
山东雅诺达电子商务有限公司	上海凯淳实业股份有限公司	上海悦为网络科技有限公司
杭州西网信息科技有限公司	上海流翔贸易有限公司	上海思珀特电子商务有限公司
北京数聚智连科技股份有限公司	山东韩都动力电子商务有限公司	江苏麦乐多科技有限公司
上海奕尚网络信息有限公司	广州市汇尚网络科技有限公司	上海礼尚信息科技有限公司
上海特思尔大宇宙商务咨询有限公司	杭州华元宠物用品有限公司	南京鱼米士通讯科技有限公司
上海鲲鹏贸易发展有限公司	广东小冰火人网络科技股份有限公司	广东哥登网络科技有限公司
上海艺零玖时装有限公司	杭州多赢网络科技有限公司	上海易恒健康科技有限公司
芜湖凡臣电子商务有限责任公司		

数据来源: 天猫运营官网、广发证券发展研究中心

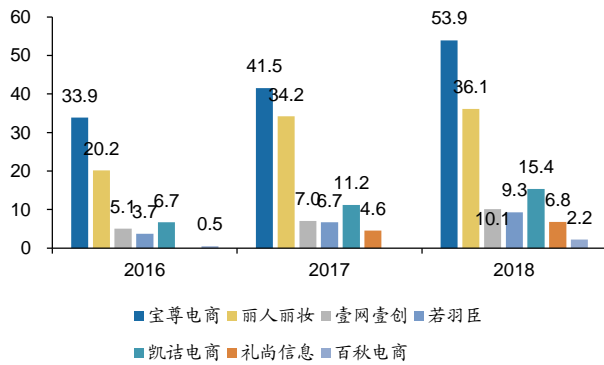
表 7: 天猫运营服务商能力评估

能力	综合能力评估
店铺运营能力	综合反映 TEP 所服务店铺运营能力。包括店铺“引流能力、承流能力、商品能力、店铺效率、服务能力”等维度
品牌营销能力	综合反映 TEP 在阿里各渠道上的品牌运营能力,包含阿里妈妈、聚划算、内容等多渠道的投放效果评估
消费者运营能力	综合反映 TEP 对品牌的消费者资产运营能力,包含“消费者人群总量”、“消费者关系递进率”(历程中从认知,到产生兴趣,再到购买,并成为忠诚用户各个阶段转化率)、“会员/粉丝用户数”、“会员/粉丝用户的活跃度”四个方面的能力评估
渠道运营能力	综合反映 TEP 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
数据运营能力	成交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	考核期内所服务店铺数及店铺成交规模

数据来源: 天猫运营官网、广发证券发展研究中心

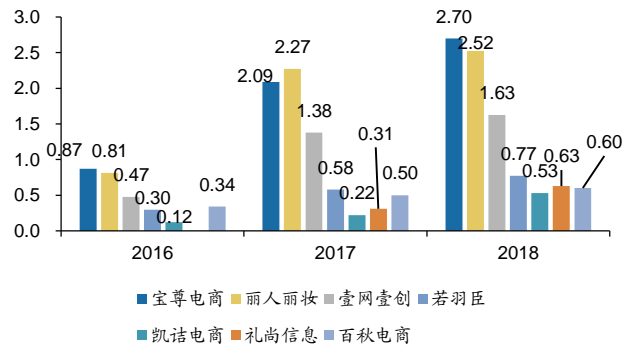
从营收、净利润以及运营品牌数来看,宝尊电商处于绝对领先地位,2018年营收和净利润分别达到53.9亿和2.7亿,运营品牌数量达到了185个,而第二名的丽人丽妆营收和净利润为36.2亿和2.5亿,运营品牌数量为40个。

图 19: 2016-2018各电商代运营公司营收(亿元)



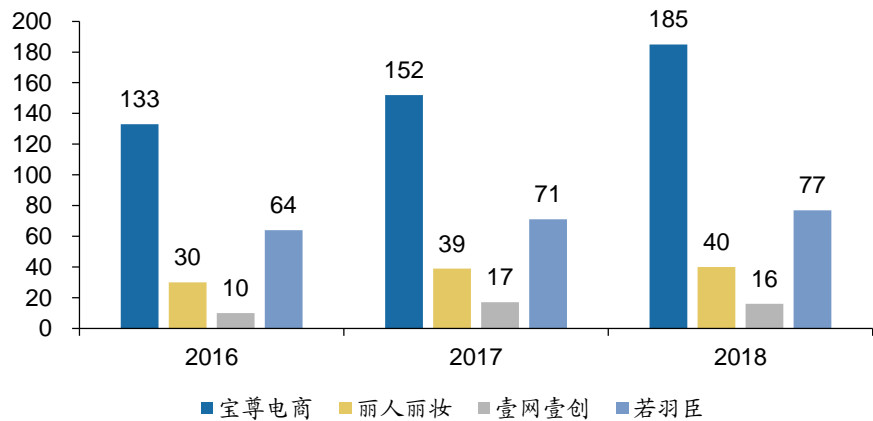
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 20: 2016-2018各电商代运营公司净利润(亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 21: 2016-2018各电商代运营公司服务品牌数



数据来源: 公司招股说明书、广发证券发展研究中心

头部电商代运营公司主要依靠主流电商平台资源、品牌资源、增值服务能力、资金实力、成熟的线上运营及线下仓储物流系统打造核心竞争壁垒。

主流电商平台资源: 在线上流量红利见顶, 获客成本逐步提高的情况下, 品牌线上业务运营除凭借自身实力获取流量外, 借助电商平台引流推进销售成为重要举措之一。拥有主流电商平台资本背景的电商代运营商往往能获得平台资源倾斜, 在市场竞争中占据优势地位。

品牌资源: 优质品牌自带流量, 与优质品牌合资可以使电商代运营企业伴随品牌的成长而成长, 拥有稀缺品牌资源的多少往往决定了代运营企业未来一段时间内的扩张潜力。

增值服务能力：增值服务主要依赖代运营企业对消费市场的专业理解和把握能力上。代运营公司对相关品类的线上消费市场非常熟悉，拥有大量的消费数据，所以在商品企划、市场分析方面能够给品牌商提供诸多类型的深度服务。

资金实力：电商代运营业务模式中的线上经销、分销等业务要求代运营企业从品牌方采购商品自行销售，代运营企业需要承担商品采购、店铺运营、营销推广和人力成本，资金实力比较强的代运营企业才能实现较大的业务规模，与品牌形成较为稳定的合作关系。

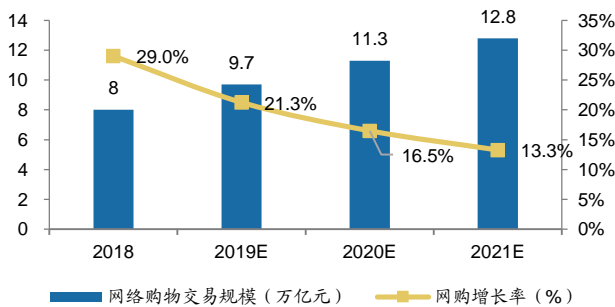
成熟的线上运营及线下仓储物流系统：电商代运营企业核心竞争力之一是其线上运营系统以及线下仓储物流系统，线上运营系统包括企业管理系统（ERP）、客户管理系统（CRM）、仓储物流管理系统（WMS）等等。仓储物流系统则是实现销售的重要保证。线上运营系统和线下仓储物流系统的搭建需要长期投入和维护，规模效应明显，能够形成有效的竞争壁垒。

四、头部公司有望持续获取市场份额

1. 电商代运营行业市场空间广阔，头部公司优势地位夯实

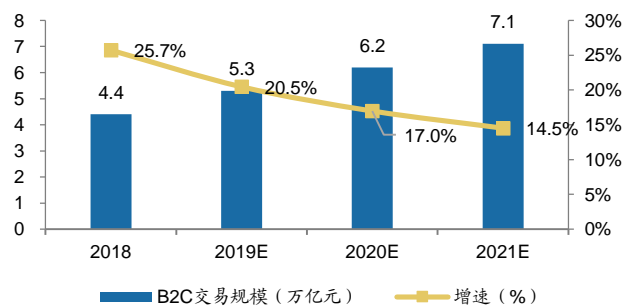
电商代运营行业仍处在高速发展过程中，未来市场空间依旧广阔。根据艾瑞咨询预计，2021年，网络购物交易规模和B2C交易规模将分别达到12.8万亿和7.1万亿，品牌电商服务市场规模也将扩张至3473.6亿。电商平台也将继续助力电商服务商发展。2019天猫生态服务商大会宣布，未来三年天猫服务商规模将翻两倍，将创造5000亿市场规模，将扶持50家10亿规模服务商，同时还将开放2000家品牌招商名额，以此带来更多新供给。伴随行业逐步成熟化，电商代运营业务入局难度加大，小企业竞争加剧，市场集中度提高，资源进一步向头部电商代运营企业集中，头部电商代运营企业优势地位夯实。

图 22：2018-2021E网络购物交易规模及增速



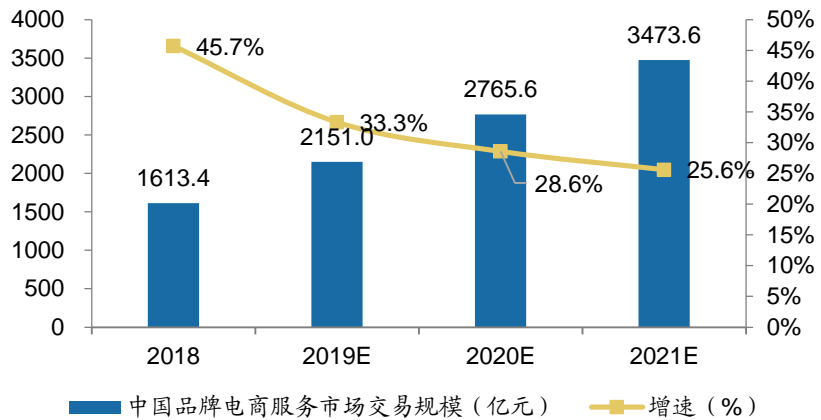
数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 23：2018-2021E B2C交易规模及增速



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图 24: 2018-2021E 中国品牌电商服务市场交易规模及增速



数据来源: 丽人丽妆招股说明书、广发证券发展研究中心

2. 积极实践、提升专业能力的头部公司有望获取更多份额

从平台来看, 优质服务商有望在未来获得天猫的资源倾斜, 进一步拉开与小型公司的差距。

表 8: 天猫星级权益

平台权益	一星	二星	三星	四星	五星	六星
星级背书	√	√	√	√	√	√
平台透出	√	√	√	√	√	√
天猫店铺主体变更	√	√	√	√	√	√
榜单公示			√	√	√	√
新品牌推荐			√	√	√	√
专属赋能培训				√	√	√
重点品牌推荐					√	√
专人服务支持					√	√

数据来源: 天猫运营官网、广发证券发展研究中心

从企业自身来看, 目前头部电商代运营企业正在不断提升专业能力以持续获取市场份额, 目前主要集中在以下几个方面:

(1) 增强技术储备, 提升运营能力

对于电商代运营行业来说, IT技术是基本要素, 是支撑公司发展的基础。技术优化升级将极大降低成本, 提高代运营企业的效率, 例如通过人工智能的方式用系统或者工具替代传统人工工作, 实现效率大幅提高。电商代运营行业龙头宝尊电商持续进行技术改革及创新, 比如智能内容生成, 智能图像识别, 一键铺货等, 为品牌提供稳定、高效、安全的一站式服务。

（2） 深度绑定现有品牌，孵化具备潜力的优质品牌

传统线下优质品牌利用电商代运营企业可以迅速拓展线上业务，完善电商领域布局，电商代运营企业可以利用优质品牌及产品实现规模扩张。电商代运营企业不仅是产品的销售渠道，更是传统线下企业的线上品牌建设渠道，为线下企业提供全方位线上品牌建设服务可以深化双方合作，深度绑定稀缺的品牌资源。

在电商代运营行业逐步发展成熟，现有知名品牌被逐步瓜分的情况下，电商代运营企业业务外延扩张的重要途径就是利用已有经验，孵化具备潜力的优质品牌。部分优质的海外品牌和国内中小品牌尚未切入国内电商领域，电商代运营企业可以利用丰富的线上品牌运营经验、对相关行业的深度认知创立品牌或协助打造品牌知名度，成为优质品牌孵化渠道。壹网壹创2012年开始为百雀羚提供天猫平台代运营服务，经过数年将百雀羚打造成为国货化妆品线上王者，连续多年“双十一”获得天猫美妆类销售第一名，并与百雀羚合作孵化三生花品牌，进行新品牌的系列产品的线上代运营服务。

（3） 打通线上线下，探索新零售

虽然线上零售增速较快，但线下零售依然占比很高，而且伴随消费体验的不断升级，电商代运营企业也在尝试帮助品牌拓展线下业务，并且借助大数据的优势，实现精准营销，提升线下销售。百秋电商和高端鞋品牌Clarks的新零售探索为行业打造了一个多渠道融合的范本。百秋全面托管了Clarks的新零售店铺，并打通了线上与线下壁垒：通过智能导购对会员进行精准触达和主动营销，利用直播、云店等手段促进了离店会员的活跃度，打通了天猫旗舰店库存和门店库存，大大提升门店转化和销售。

（4） 整合全域资源，进行一站式整合营销

电商平台流量红利时代结束，获客成本逐步提高，新兴流量渠道例如微信、小程序、短视频、直播、时尚社区等兴起，电商代运营厂商需要为品牌提供全方位营销服务，整合线上线下全域资源，进行一站式整合营销的能力显得尤为重要。电商代运营企业全渠道融合力体现在：电商生态内的整合营销能力、线上线下协同的全域营销能力、营销驱动下的产品创新能力。“天猫超级品牌日”凯诒电商为百奇樱花口味新品提供的主题为“樱你盛开，纷享时刻”整合营销方案，启动线上线下整合传播，为电商平台引流，在天猫超级品牌日达成声誉和销量的双重爆发，实现闭环式营销，为品牌方和消费者提供了新零售时代更好的购物体验。

五、看好礼尚信息未来业绩高增长及与公司的协同

我们看好礼尚信息未来业绩有望持续保持高增长。首先，礼尚信息目前代运营的品牌主要集中在母婴、宠物主粮、运动户外。母婴市场虽然整体增长较慢，但高端品牌增长较快，公司代运营的a2和贝拉米均处在上升期。宠物主粮市场和运动户

外市场景气度高，前者以天猫双十一为例，最受欢迎进口品牌，前五个中有两个是宠物主粮品牌（其中渴望是礼尚信息代运营），另外最受欢迎进口商品排名第一的是猫主粮，超过了婴幼儿奶粉，后者在天猫双十一十大行业同比增速中排第四，京东排第一，分别增长26.5%和46.6%。公司代运营的渴望是此次最受欢迎五大进口品牌之一，李宁则是国内知名运动鞋服品牌。其次，礼尚信息在母婴领域积累深厚，涉及供应链、财务、IT，竞争优势明显。第三，虽然礼尚信息的GMV在天猫五星和六星服务商中不算大，但净利润率很高，礼尚信息始终把净利润率和净利润额放在第一位。最后，安正时尚入股后也为礼尚信息未来发展提供了充足的资金保障。

从协同上看，公司收购礼尚信息将直接增厚公司的净利润。同时有望为公司进入母婴及儿童行业提供优质线上运营平台及专业化人才、品牌等资源，提高公司电商运营能力；将公司产品运营品类扩充至标品领域；提升公司数字化营销能力；通过礼尚信息平台，将国际知名服装、珠宝首饰、儿童用品等中高端产品引入国内。

六、盈利预测和投资评级

我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.88元/股、0.99元/股、1.22元/股。参考可比公司估值，且考虑到公司电商代运营业务市场空间大，头部效应明显，可以给予一定估值溢价，给予公司2020年市盈率15倍，合理估值14.85元/股，维持“买入”评级。

表 9：可比公司估值表

证券简称	证券代码	最新价格		每股收益（元）			市盈率（倍）			
		2019/11/26	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
歌力思	603808.SH	12.98	1.08	1.25	1.47	1.72	12.02	10.38	8.83	7.55
锦泓集团	603518.SH	6.7	1.51	0.74	0.81	0.87	4.44	9.05	8.27	7.70
朗姿股份	002612.SZ	8.29	0.53	0.46	0.51	0.55	15.64	18.02	16.25	15.07
地素时尚	603587.SH	23.62	1.43	1.61	1.84	2.09	16.52	14.67	12.84	11.30
平均								13.03	11.55	10.41

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

七、风险提示

1、品牌合作及拓展风险

如果品牌方终止合作或调整供货价格、服务费率、返点比例等条款，将可能会

对公司的业绩及盈利水平造成不利影响。此外，由于拓展品牌和完善营销体系建设需要较大的资金投入，且需要一定的投入周期，存在一定的不确定性，如果公司产品拓展进展不达预期，将会对公司业务发展带来一定的不利影响。

2、运营平台合作风险

公司运营平台主要为京东自营、唯品会、天猫超市等电商，若公司与电商平台合作关系发生变化，或电商平台影响力下降，或单方面降低采购价格、延长账期或增加其他不利于公司的条款，或与其他授权代理商合作，可能影响公司盈利状况及业务开展。

3、人才和技术风险

电子商务综合服务是集技术、管理、运营等多方面为一体的现代化新兴服务业，该行业对人才和技术要求较高，若核心运营管理人才流失，或公司未能及时更新现有技术，紧跟市场发展趋势，将可能存在被竞争对手替代、淘汰的风险。

4、品牌方切入电商行业风险

品牌方越来越重视线上和线下的协同，不排除传统品牌方自主掌握电商服务技术或手段的可能性，若品牌方采取自主经营的模式，可能导致公司盈利能力下降。

5、行业竞争加剧风险

目前品牌电子商务服务行业蓬勃发展，且有大发展空间，市场可能存在竞争加剧风险，过度的市场竞争可能会影响公司的议价能力，从而影响盈利能力。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,173	2,274	2,883	3,422	4,175	经营活动现金流	317	95	467	294	346
货币资金	347	454	742	862	987	净利润	273	281	378	436	548
应收及预付	118	180	255	326	434	折旧摊销	67	73	36	37	39
存货	474	791	1,021	1,359	1,864	营运资金变动	-31	-234	64	-215	-313
其他流动资产	1,233	848	864	875	891	其它	8	-24	-12	35	73
非流动资产	979	1,416	1,409	1,400	1,391	投资活动现金流	-1,048	127	26	26	26
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-62	-77	-29	-29	-29
固定资产	548	525	524	522	518	投资变动	-99	-232	0	0	0
在建工程	28	26	24	22	20	其他	-887	437	55	55	55
无形资产	70	65	61	57	53	筹资活动现金流	969	-155	-205	-200	-247
其他长期资产	332	800	800	800	800	银行借款	-66	-15	-19	0	0
资产总计	3,152	3,690	4,291	4,822	5,566	股权融资	1,176	10	0	0	0
流动负债	460	587	996	1,291	1,733	其他	-141	-150	-186	-200	-247
短期借款	0	19	0	0	0	现金净增加额	238	67	288	120	125
应付及预收	195	237	434	569	772	期初现金余额	110	347	454	742	862
其他流动负债	266	331	562	721	961	期末现金余额	347	415	742	862	987
非流动负债	120	314	314	314	314						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	120	314	314	314	314						
负债合计	580	901	1,309	1,604	2,047						
股本	289	404	404	404	404						
资本公积	1,106	1,007	1,007	1,007	1,007						
留存收益	1,222	1,359	1,536	1,736	1,983						
归属母公司股东权益	2,572	2,743	2,911	3,111	3,358						
少数股东权益	0	47	71	107	161						
负债和股东权益	3,152	3,690	4,291	4,822	5,566						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,421	1,649	2,538	3,179	4,153
营业成本	472	606	1,202	1,600	2,195
营业税金及附加	25	20	31	39	50
销售费用	446	524	608	681	800
管理费用	119	147	219	266	348
研发费用	70	75	78	82	86
财务费用	-3	-1	-9	-12	-14
资产减值损失	45	60	43	90	128
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	43	80	55	55	55
营业利润	316	320	431	498	624
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	316	320	431	498	624
所得税	43	39	53	61	77
净利润	273	281	378	436	548
少数股东损益	0	0	24	36	54
归属母公司净利润	273	281	354	400	494
EBITDA	356	351	436	548	712
EPS (元)	0.94	0.70	0.88	0.99	1.22

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	17.8	16.1	53.9	25.2	30.6
营业利润增长	20.6	1.4	34.5	15.5	25.5
归母净利润增长	15.7	3.0	25.9	13.2	23.3
获利能力					
毛利率	66.7	63.3	52.6	49.7	47.2
净利率	19.2	17.0	14.9	13.7	13.2
ROE	10.6	10.3	12.2	12.9	14.7
ROIC	11.8	11.4	17.4	20.9	25.5
偿债能力					
资产负债率	18.4	24.4	30.5	33.3	36.8
净负债比率	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
流动比率	4.72	3.87	2.89	2.65	2.41
速动比率	3.66	2.45	1.78	1.51	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.48	0.64	0.70	0.80
应收账款周转率	14.44	13.76	15.21	15.21	15.21
存货周转率	1.11	0.96	1.18	1.18	1.18
每股指标 (元)					
每股收益	0.94	0.70	0.88	0.99	1.22
每股经营现金流	1.10	0.24	1.15	0.73	0.86
每股净资产	8.90	6.78	7.20	7.70	8.31
估值比率					
P/E	25.93	15.38	12.89	11.39	9.24
P/B	2.75	1.58	1.57	1.47	1.36
EV/EBITDA	18.93	11.08	8.75	6.75	5.02

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

赵颖婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。