

壹网壹创 (300792)

证券研究报告

2019年10月17日

做化妆品生意人的生意

壹网壹创为我国电子商务服务行业龙头之一，商业模式包括“品牌线上服务+线上分销+内容服务”三类变现方式。公司可根据品牌方不同品牌方诉求、业务体量、平台业务模式等因素，与品牌方的合作模式进行双向选择。①品牌线上服务：为品牌方提供其在天猫、京东、唯品会等第三方平台上的官方直营旗舰店综合运营服务；②线上分销服务：区别于品牌营销服务直接 2C，公司线上分销服务一般 2B；③内容服务：公司为品牌方就某项产品或活动提供营销策划方案，并把控方案的落地过程，帮助品牌方扩大品牌影响力、激发销售潜力的服务。截止至 19 年 6 月，公司和 37 个品牌保持合作关系，公司最大的合作品牌为百雀羚，FY2016-2019H1 主营收入占比分别为 75.81%/73.05%/61.17%/46.72%。百雀羚是公司业务发展初期的标杆品牌，合作已保持 7 年，公司成为了百雀羚线上最大的经销商，百雀羚业务的成功运作作为公司树立了行业知名度。

公司业绩持续增长，销售结构带来毛利率/净利率领先同行，股权相对集中，曾实行多次员工激励。公司 2019H1 实现营收 5.59 亿元，+53.51%yoy，归母净利润 6954 万元，+35.73%yoy。近三年毛利率维持在 39%-47%之间，净利率在 10%-20%之间波动，领先行业平均水平，主要为销售结构、费用构成等差异所致。公司股权较为集中，实际控制人林振宇先生共持有公司 66.06%的股权，公司激励充分，曾于 16/17 年通过员工持股平台网哲投资进行两次股权激励，并购置 33 套杭州市房屋用于员工激励。

依托电商平台高速发展，电商代运营行业集中度亟待提升。依托线上零售额规模快速增长，电子商务综合服务商迅速发展。电商代运营服务快速发展的驱动因素一是消费升级背景下 B2C 电商交易规模超越 C2C 并高速增长，二是品牌商对线上品牌运营投入的不断增加和依靠专业服务商经营线上业务的意愿日益强烈。目前国内小规模代运营数量众多，供给分散。国内大部分代运营主要专注于部分品类，跨品类全产业链运营对于 TP 公司而言仍有较大挑战。我们认为未来三年电商代运营仍存在较大发展机会，主要系：①平台扶持：新人口、新供给、新场景对于服务商都是巨大的机会。19 年天猫宣布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，同时还开放 2000 家品牌招商名额，以此带来更多新供给。②电商规则变化，推行、运营、产品设定等工作越加专业化和细分化，品牌想在相对效益最大化情况下获取平台流量，需要有专业的公司对店铺进行体系的规划和运营。③行业洗牌带来的集中度提升。

首次覆盖，给予买入评级。公司专注美妆行业代运营，现在仍处于业务扩张期，核心看点包括①强大的销售达成能力；②可持续发展能力，主要包括产品孵化、技术保障和服务拓展能力等；③作为 A 股上市的美妆代运营第一家公司，上市后加强资金优势，拓展多品牌合作。我们预计公司 19-21 年业绩分别为 2.19/3.06/4.12 亿元，增速分别为 34.82%/39.55%/34.78%。对标代运营行业龙头宝尊电商，考虑到 A 股溢价和公司的品类扩张空间，给予公司 2020 年 39 倍 PE，对应目标价 148.98 元。

风险提示：行业竞争加剧风险，单一品牌集中度较高风险，品牌方切入电子商务行业风险，品牌方返利对公司业绩影响的风险，信息安全风险，技术替代风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	704.41	1,012.80	1,515.99	1,906.64	2,387.77
增长率(%)	38.86	43.78	49.68	25.77	25.23
EBITDA(百万元)	176.07	202.76	250.60	323.69	411.25
净利润(百万元)	137.82	162.62	219.25	305.97	412.38
增长率(%)	190.47	17.99	34.82	39.55	34.78
EPS(元/股)	1.72	2.03	2.74	3.82	5.15
市盈率(P/E)	68.63	58.16	43.14	30.91	22.94
市净率(P/B)	32.79	23.65	14.79	10.01	6.97
市销率(P/S)	13.43	9.34	6.24	4.96	3.96
EV/EBITDA	0.00	0.00	36.48	27.43	21.11

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/营销传播
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	118.23 元
目标价格	148.98 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	80.00
流通 A 股股本(百万股)	20.00
A 股总市值(百万元)	9,458.40
流通 A 股市值(百万元)	2,364.60
每股净资产(元)	7.33
资产负债率(%)	16.18
一年内最高/最低(元)	118.23/45.96

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
文浩	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 快消垂直领域专业代运营商，有效链接品牌与消费者	4
1.1. 商业模式：“品牌线上服务+线上分销+内容服务”三类变现方式	4
1.1.1. 合作范围和盈利模式：提供多元化服务，携手品牌共同推进形象塑造	4
1.1.2. 合作品牌：以百雀羚为标杆，逐渐扩充品牌矩阵	7
1.2. 业绩持续增长，销售结构带来毛利率/净利率领先同行	10
1.3. 股权相对集中，曾实行多次员工激励	13
2. 依托电商平台高速发展，电商代运营行业集中度亟待提升	14
2.1. 万亿市场，与电商平台共同繁荣	14
2.2. 大行业小公司，入行门槛低，集中度较弱	16
3. 核心看点：未来美妆行业电商解决方案一体式提供者	19
3.1. 强大的销售达成能力和可持续发展能力	19
3.2. 上市后加强资金优势，拓展多品牌合作	19
4. 盈利预测与估值	20
4.1. 盈利预测与估值	20
4.2. 风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：三大服务 2015-2018 年收入占比	5
图 3：品牌线上服务业务流程	5
图 4：三大服务板块支持线上服务业务	5
图 5：线上分销业务流程	6
图 6：2015-2019H1 百雀羚收入、利润占比	9
图 7：17-19H1 公司代运营分品牌 GMV	9
图 8：公司 2019H1 营业收入同比增长 53.51%	10
图 9：公司 18 年全网成交总额突破 60 亿元	10
图 10：线上营销收入为公司主要收入来源（亿元）	10
图 11：近三年公司毛利率维持在 39%-47%之间	11
图 12：公司毛利率略高于同行业可比公司平均水平	11
图 13：2016-2019H1 公司期间费用率	12
图 14：公司期间费用率低于行业水平	12
图 15：公司 2019H1 归母净利同比增长 35.73%	12
图 16：公司近三年净利率在 10-20%之间波动	12
图 17：同行业公司净利率对比	12
图 18：公司经营活动现金流和投资活动现金流净额	13
图 19：2016-2019H1 公司货币资金（亿元）	13
图 20：壹网壹创股权结构图	13

图 21: 12-15 年, 伴随大量品牌在天猫上开店, 电商服务业快速发展; 15 年之后两者增速基本一致	14
图 22: 电商代运营行业规模近万亿	15
图 23: 12-18 年不同类别电商交易规模变化	15
图 24: 16Q3 运营商服务天猫店铺数分布	16
图 25: 国内美妆天猫旗舰店以自营为主	17
图 26: 海外美妆品牌是代运营商的主要客户	17
图 27: 天猫旗舰店主要代运营商及运营品牌	18
表 1: 三大模式的服务特点和盈利方式	7
表 2: 不同模式下合作的品牌 and 对应平台	8
表 3: 分业务类型的毛利率情况对比	11
表 4: 不同代运营商服务范围	17
表 5: 盈利预测	20
表 6: 宝尊电商市盈率	20

1. 快消垂直领域专业代运营商，有效链接品牌与消费者

壹网壹创为我国电子商务服务行业龙头之一，专注于快速消费品垂直领域的电子商务服务。公司成立于 2012 年，目前拥有员工近 1000 人，致力于成为中国服务能力名列前茅的领军服务运营商。

公司为品牌提供定制化解决方案，为消费者打造购物体验，构架起品牌与消费者之间的互通桥梁。从品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、视觉设计、大数据分析、线上品牌运营、精准广告投放、CRM 管理、售前售后服务、仓储物流等全链路为品牌提供线上服务，帮助各品牌方提升知名度与市场份额。

图 1：公司发展历程



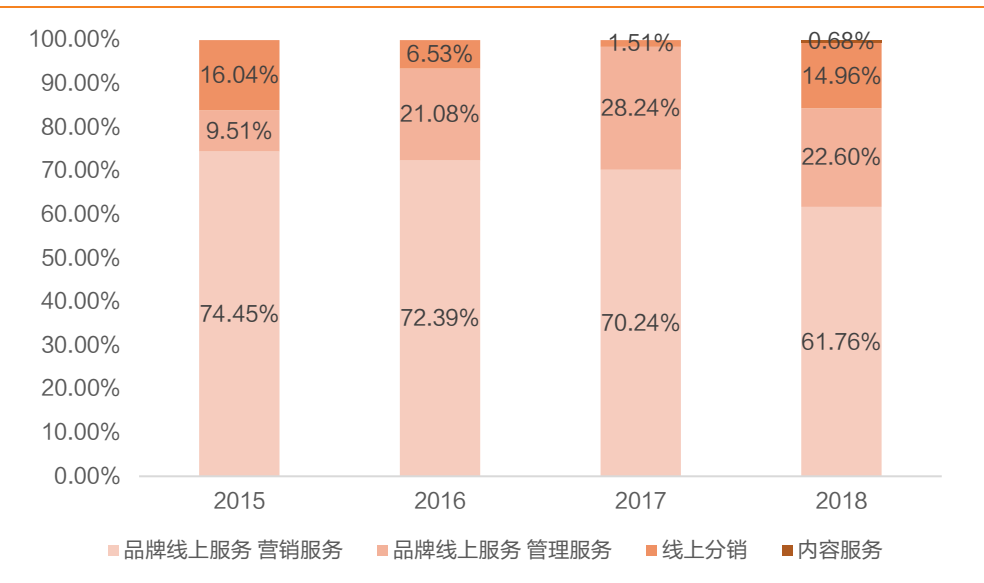
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.1. 商业模式：“品牌线上服务+线上分销+内容服务”三类变现方式

1.1.1. 合作范围和盈利模式：提供多元化服务，携手品牌共同推进形象塑造

公司主要经营模式为：品牌线上服务、线上分销和内容服务。其中，品牌线上服务是公司核心业务，FY2015-2019H1 收入分别为 2.17/4.73/6.94/8.54/4.07 亿元，占比 83.96%/93.47%/98.49%/84.35%/72.57%。品牌线上服务可以细分为线上营销服务和线上管理服务，二者的区别主要为是否包含货品采购环节。

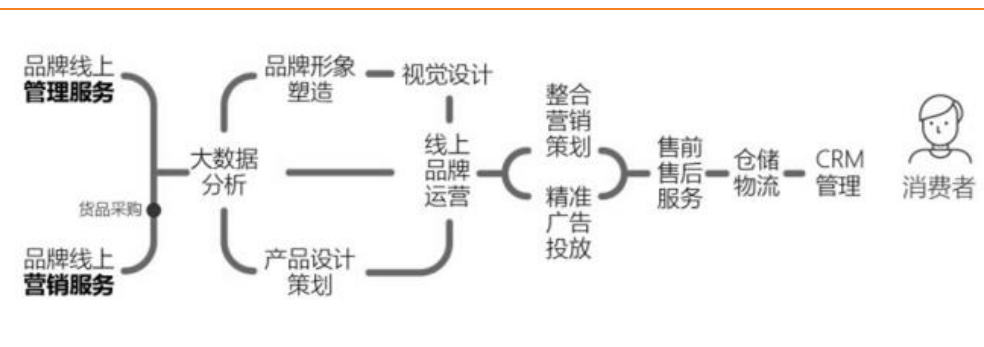
图 2：三大服务 2015-2018 年收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- ① **品牌线上服务**：为品牌方提供其在天猫、京东、唯品会等第三方平台上的官方直营旗舰店综合运营服务，包括品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、大数据分析、精准广告投放、仓储物流等系列服务。其中品牌形象塑造等创意模块为先导，大数据分析等运营模块为有效的服务手段，及时的售前售后、仓储物流服务为公司业务提供有力支撑。

图 3：品牌线上服务业务流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 4：三大服务板块支持线上服务业务



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- **管理服务**：在分析品牌方产品的特点、现状的基础上，为品牌方量身定制线上运营服务并执行，店铺一般由公司开设。根据服务效果向品牌收取服务费用。计算公式为：

$$\text{管理服务费收入} = \text{品牌 GMV} * \alpha \quad (\alpha \text{ 为公司和品牌双方约定比例})$$

$$\text{管理服务费毛利} = \text{管理服务费收入} - (\text{人力成本} + \text{仓配成本等})$$

注：线上管理服务中，宣传推广费用由品牌承担，仓配费等由品牌方承担或计入成本；店铺运营人员的薪酬计入成本。

- **营销服务**：向品牌方采购货品并销售，店铺一般由品牌方开设。在该模式下，公司角色可以理解为品牌官方旗舰店的代理商。

$$\text{营销服务收入} = \text{商品销售收入}$$

$$\text{营销服务毛利} = \text{商品销售收入} - \text{销售成本}$$

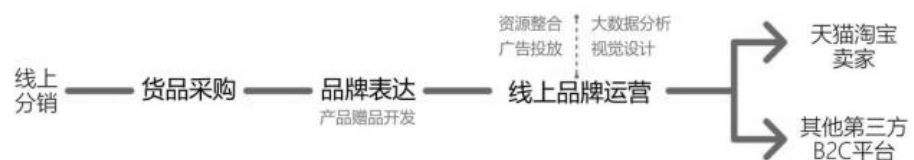
注：线上营销服务中，品牌的宣传推广费用、仓配费等由网创承担，计入销售费用；店铺运营人员的薪酬亦计入销售费用

- ② **线上分销服务**：区别于品牌营销服务直接 2C，公司线上分销服务一般 2B。主要分为两类，一类为获得品牌方分销业务授权后，将向品牌方采购的商品销售给唯品会等第三方平台；另一类帮助品牌方进行线上渠道管理，将商品销售给天猫、淘宝平台的其他中小卖家。分销业务流程主要包含了货品采购、品牌表达、线上品牌运营等。在分销模式下，公司承担采购、销售推广、物流等成本和费用。

$$\text{线上分销收入} = \text{商品销售收入}$$

$$\text{线上分销毛利} = \text{商品销售收入} - \text{采购成本}$$

图 5：线上分销业务流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- ③ **内容服务**：公司为品牌方就某项产品或活动提供营销策划方案，并把控方案的落地过程，帮助品牌方扩大品牌影响力、激发销售潜力的服务。作为 2018 年新增业务，主要由内部员工策划、制定方案，委托外部第三方服务商执行，目前规模仍较小。在该模式下，公司根据与品牌方约定的服务内容，收取服务费，不涉及产品采购。

$$\text{内容服务收入} = \text{按照服务内容收取的服务费}$$

$$\text{内容服务毛利} = \text{服务费} - (\text{推广服务成本} + \text{人力成本})$$

注：推广服务成本主要系支付给第三方服务商的推广执行资金

小结：公司可根据品牌方不同品牌方诉求、业务体量、平台业务模式等因素，与品牌方的合作模式进行双向选择。

从业务特点来看， 品牌线上营销服务和线上分销的业务模式决定了公司向品牌方预付货款、存货备库，对资金的需求相对较大，且需要配置专业人员对存货进行实时管理；而品牌线上管理服务则不占用公司资金、不形成公司存货。

从客户属性来看， 线上营销服务客户为终端消费者（采购方为品牌），线上管理和内容服务客户为品牌，线上分销服务客户为唯品会/天猫、淘宝 B 端中小卖家。

从盈利模式来看， 线上营销服务和分销业务毛利等于商品销售收入和成本差额，线上管理服务毛利等于按品牌销售情况收取的服务费减去人力成本和仓配成本；内容服务毛利为服务费和人力成本和推广服务成本的差额。

表 1：三大模式的服务特点和盈利方式

业务模式	采购模式/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	
品牌线上服务	营销服务	买断形式向品牌方采购货品	品牌表达、线上品牌运营等	向终端消费者销售产品	终端消费者	线上商品销售收入与营销成本差额
	管理服务	--	品牌表达、线上品牌运营等	按线上销售情况收取服务费	品牌方	根据线上销售情况及双方约定比例向品牌方收取服务费用，发生人力、仓配等成本
线上分销业务	买断形式向品牌方采购货品	品牌表达、线上品牌运营等	向第三方 B2C 平台分销产品	平台	线上商品销售收入与采购成本及各项费用差额	
		优化并管理线上渠道	向天猫或淘宝卖家分销产品	中小卖家		
内容服务	向三方采购内容营销推广素材的制作以及在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	为品牌方提供策划方案，管控执行过程，向其收取服务费	品牌方	服务费收入与服务成本（包含对外采购服务成本及人力成本）差额	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.1.2. 合作品牌：以百雀羚为标杆，逐渐扩充品牌矩阵

截止至 19 年 6 月，公司和 30 个品牌保持合作关系，其中线上营销服务、管理服务、分销业务和内容服务模式下合作品牌分别为 4/16/8/2 个，部分品牌存在不同业务重合。

表 2: 不同模式下合作的品牌和对应平台

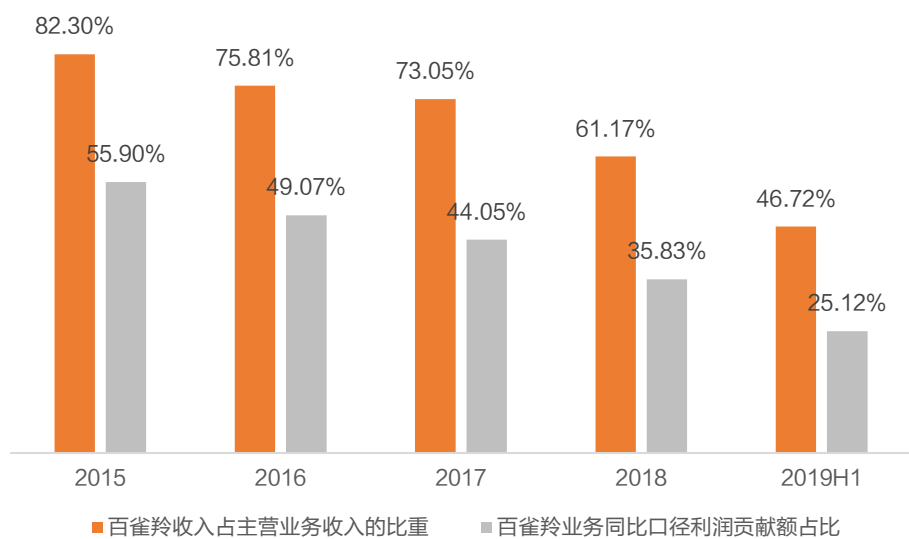
服务类型	序号	合作品牌	品牌类型	运行平台
品牌线上 营销服务	1	百雀羚	美妆	天猫
	2	三生花	美妆	天猫 天猫
	3	露得清	美妆	小红书 天猫国际 中国大陆境内电 商渠道、跨境电 商渠道的销售、 推广及分销商拓 展
	4	OTOHA	美妆	唯品会 天猫 天猫超市
品牌线上 管理服务	1	百雀羚	美妆	小红书 唯品会 雅顿官网 天猫 天猫超市
	2	伊丽莎白雅顿	美妆	天猫 天猫超市
	3	欧珀莱	美妆	天猫 天猫超市
	4	沙宣	日化	天猫
	5	P&G	日化	天猫 天猫超市
	6	OLAY	美妆	天猫
	7	DR.WU/达尔肤	美妆	天猫 天猫国际
	8	雅芳	美妆	天猫
	9	美肤宝	美妆	天猫
	10	毛戈平	美妆	天猫
	11	AUSSIE	日化	天猫
	12	佳洁士	日化	天猫
	13	黑人	日化	天猫 天猫超市
分销业务	14	佰草集	美妆	天猫
	15	芙莉美娜	美妆	天猫
	16	吉列	日化	天猫
	1	伊丽莎白雅顿	美妆	淘宝、天猫
	2	赫妍	美妆	唯品会
	3	兰芝	美妆	唯品会
	4	吕	美妆	唯品会
	5	艾诺碧	美妆	唯品会
	6	雪花秀	美妆	唯品会
7	梦妆	美妆	唯品会	
8			唯品会	
9	露得清	美妆	天猫超市	

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

注：内容服务采购商为强生（中国）和韩后，公司未披露具体合作品牌和服务平台

公司最大的合作品牌为百雀羚，FY2016-2019H1 主营收入占比分别为 75.81%/73.05%/61.17%/ 46.72%。该品牌是公司业务发展初期的标杆品牌，百雀羚业务的成功运作为公司树立了行业知名度。公司成立于 2012 年，正值电子商务服务行业兴起阶段。公司运营团队规模较小，资金实力较弱，因此选择集中资源服务单个品牌，创造标杆服务项目，以此树立行业美誉度和知名度。公司在为百雀羚服务的过程中，不断积累电子商务营销服务经验，拓展了产品设计、定制化会员服务等特色服务项目，百雀羚在天猫旗舰店的收入亦不断增长。目前公司合作已保持 7 年，与品牌深度绑定，成为了百雀羚线上最大的经销商，其回款情况在百雀羚经销商体系中处于领先地位。对百雀羚而言，重新选择线上经销商，切换成本较高，存在较大的不确定性，故我们预计公司与百雀羚仍将持续保持良好合作关系。

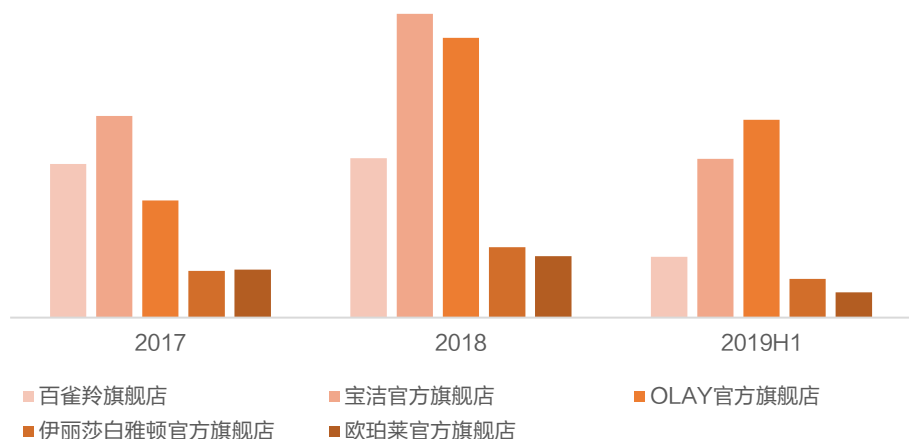
图 6：2015-2019H1 百雀羚收入、利润占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2015 年以来，随着公司业务承接能力的不断提升，公司承接扩展了 P&G、强生、爱茉莉等知名快消品集团旗下品牌的电商服务业务。同时，公司也形成了一套成熟、完整的服务链路，并在其他服务品牌中加以应用。公司承接的主要品牌的成交总额在报告期内均呈增长趋势。截至 19 年 H1，宝洁、OLAY 的成交总额占公司成交总额的比例均超越百雀羚。

图 7：17-19H1 公司代运营分品牌 GMV



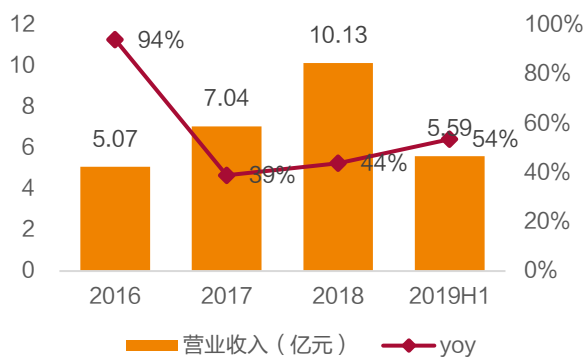
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 业绩持续增长，销售结构带来毛利率/净利率领先同行

收入端：公司营业收入持续高速增长，2019H1 实现营业收入 5.59 亿元，同比增长 53.51%，2017/2018 年营收分别为 7.04/10.13 亿元，同比增长 38.86%/43.78%。从结构上看，公司主营业务收入主要为品牌线上服务（品牌线上营销和线上管理服务）、线上分销和内容服务三大类，其中内容服务为 2018 年新增业务。公司预计 2019 年 1-9 月营业收入 8.00 亿元，同比增长 51.95%；归母净利润为 0.95 亿元，同比增长 28.35%；扣非归母净利润为 0.95 亿元，同比增长 27.78%。

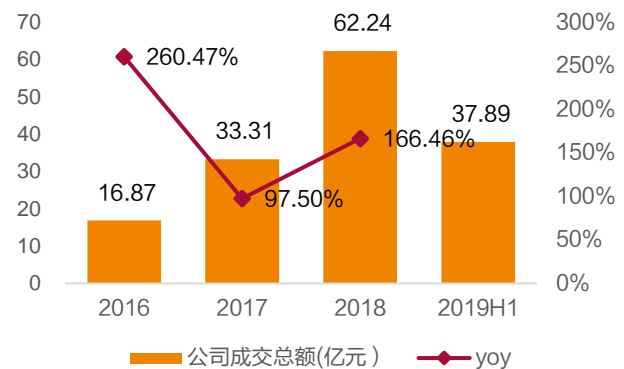
线上服务业务为公司的主要收入来源。2019H1 实现 4.07 亿元，占营业总收入比例为 72.72%。公司线上服务业务占比呈下降趋势，而线上分销业务收入自 2018 年起大幅上升，主要源自新增爱茉莉旗下品牌在唯品会的分销收入。

图 8：公司 2019H1 营业收入同比增长 53.51%



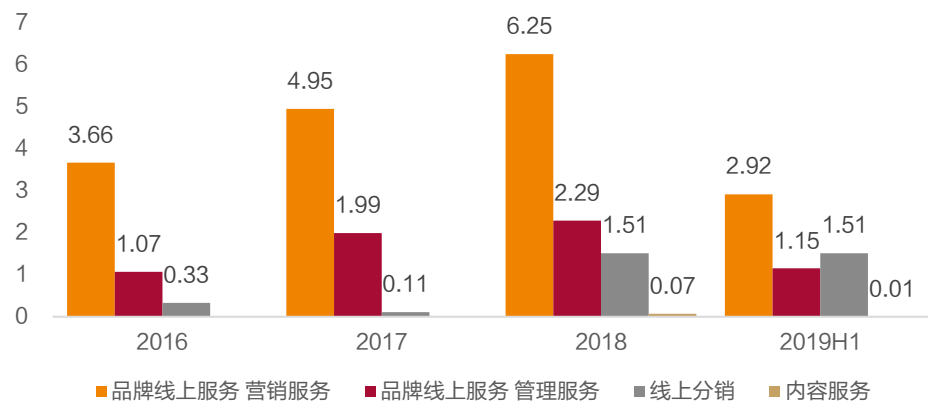
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：公司 18 年全网成交总额突破 60 亿元



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

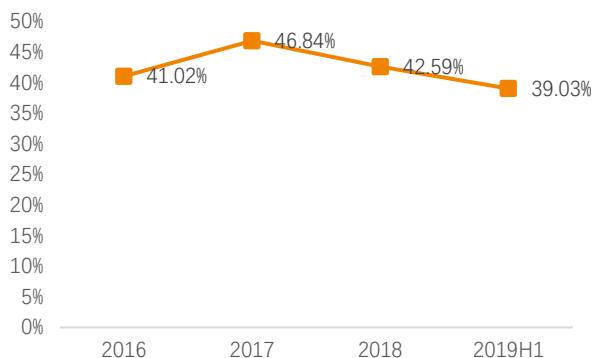
图 10：线上营销收入为公司主要收入来源（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

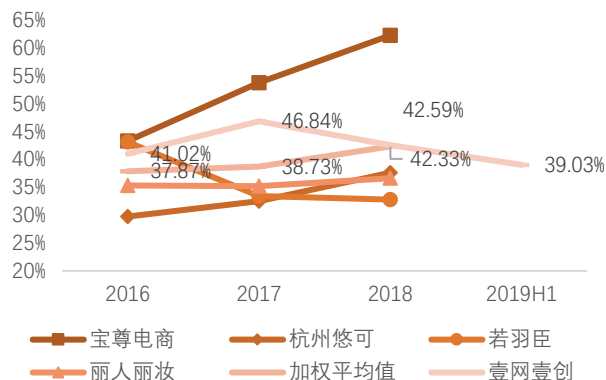
盈利端：近三年公司毛利率维持在 39%-47% 之间，随着品牌线上营销服务毛利率上升，以及毛利率较高的品牌线上管理服务收入占比提升，公司 2017 年毛利率较 2016 年呈上升趋势；2018 年由于毛利率较低的分销业务收入占比提升导致毛利率下降。

图 11：近三年公司毛利率维持在 39%–47%之间



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：公司毛利率略高于同行业可比公司平均水平



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

结构差异致公司毛利率略高于同行业可比公司平均水平。公司各类业务模式中，由于品牌线上管理服务没有商品采购成本，毛利率相对较高；分销业务由于主要面向第三方 B2C 平台和天猫、淘宝中小卖家，毛利率较低。与同行业可比公司相比，丽人丽妆超过 90% 以上收入源自电商零售业务，高于公司营销服务收入占比；与若羽臣、杭州悠可相比，公司收入结构中分销收入占比较低。

表 3：分业务类型的毛利率情况对比

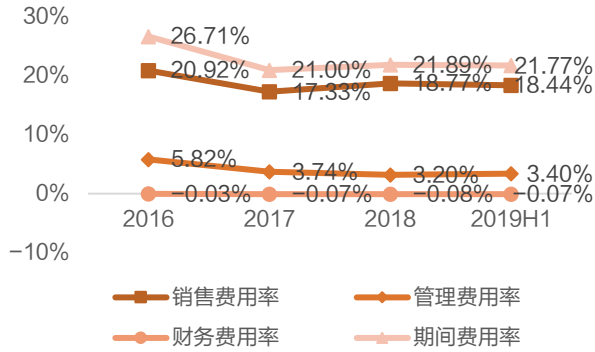
	2016	2017	2018	2019H1	
品牌线上营销服务	杭州悠可	29.59%	29.12%	15.40%	
	若羽臣	41.68%	31.14%	31.76%	
	丽人丽妆	34.72%	34.45%	36.14%	
	算术平均值	35.33%	31.57%	27.77%	
	壹网壹创	37.39%	39.92%	41.58%	42.35%
品牌线上管理服务	杭州悠可	83.28%	76.36%	81.82%	
	若羽臣	67.55%	76.20%	79.82%	
	丽人丽妆	59.01%	59.66%	48.39%	
	算术平均值	69.95%	70.74%	70.01%	
	壹网壹创	58.44%	66.02%	65.28%	64.19%
线上分销	杭州悠可	15.70%	13.59%	8.21%	
	若羽臣	36.07%	23.93%	20.68%	
	算术平均值	25.89%	18.76%	14.44%	
	壹网壹创	23.52%	9.32%	12.73%	13.51%
内容服务	杭州悠可	39.33%			
	若羽臣	30.29%	33.41%	39.01%	
	算术平均值	34.81%	33.41%	39.01%	
	壹网壹创			31.57%	30.24%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司期间费用率低于行业水平，主要原因为销售结构、费用构成等差异所导致。公司与丽人丽妆、杭州悠可的管理费用率较为接近，属于行业内中间水平。公司销售费用率低于丽人丽妆的销售费用率、高于杭州悠可的销售费用率，这主要由不同公司的业务结构所决定。从业务模式来说，品牌线上营销服务和线上分销模式中，与经营店铺相关的职工薪酬、推广费用和仓配费用等费用集中在销售费用中体现；而品牌线上管理服务模式中，与经营店铺相关的推广费用由品牌方自行承担，仓配费等由品牌方承担或计入成本，均不计入销售费用，而推广费用、仓配费用系期间费用中占比最高的费用开支。因此，品牌线上管理服

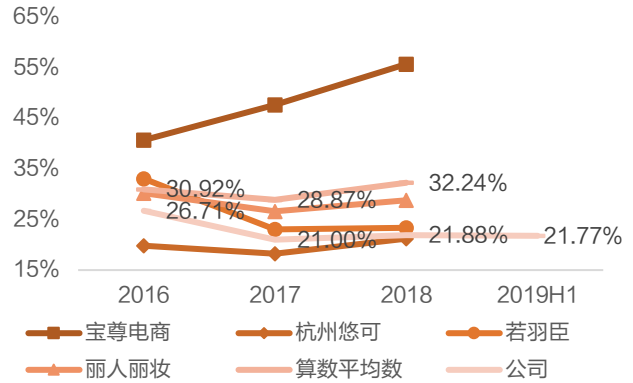
务期间费用率远低于品牌线上营销服务和线上分销业务。分销业务由于主要通过唯品会等第三方平台或者面向天猫、淘宝中小卖家进行，线下结算，通常较少发生平台、推广费用，期间费用率低于品牌线上营销服务。内容服务业务模式下，营销推广费用计入营业成本，较少发生销售费用。丽人丽妆 90%以上收入源自化妆品电商零售业务，因此整体销售费用率较高；而杭州悠可、若羽臣分销收入占比在 30%以上，拉低了整体的销售费用率。

图 13: 2016-2019H1 公司期间费用率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

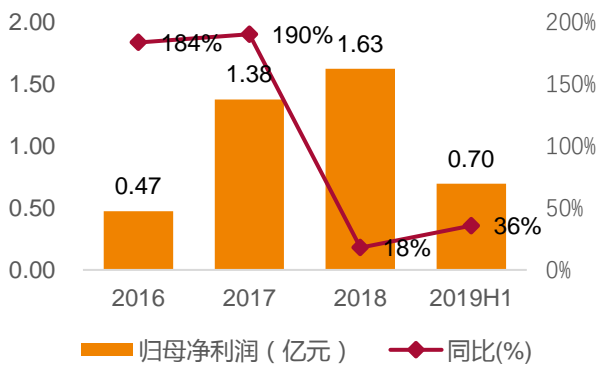
图 14: 公司期间费用率低于行业水平



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

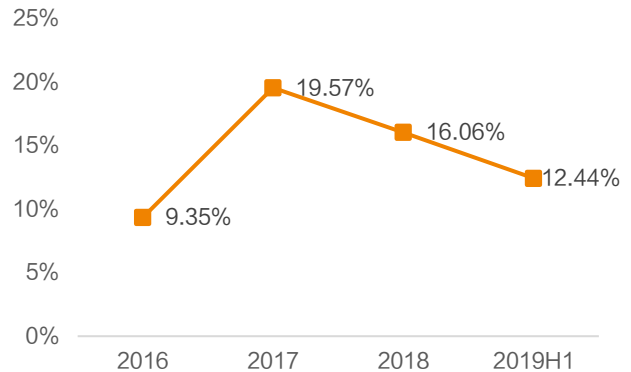
公司 2019H1 归母净利润 6954 万元, 同比增长 35.73%。2017/2018 年归母净利润为 1.38/1.63 亿元。公司 2019H1 净利率为 12.44%，近三年净利率在 10-20%之间波动，领先行业平均水平。

图 15: 公司 2019H1 归母净利润同比增长 35.73%



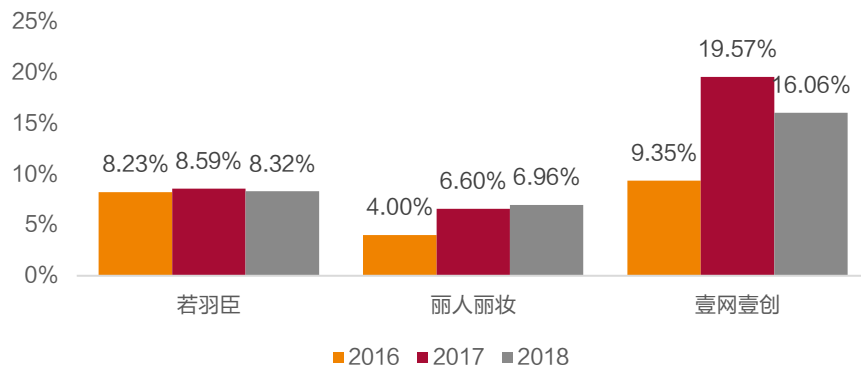
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 16: 公司近三年净利率在 10-20%之间波动



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 17: 同行业公司净利率对比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

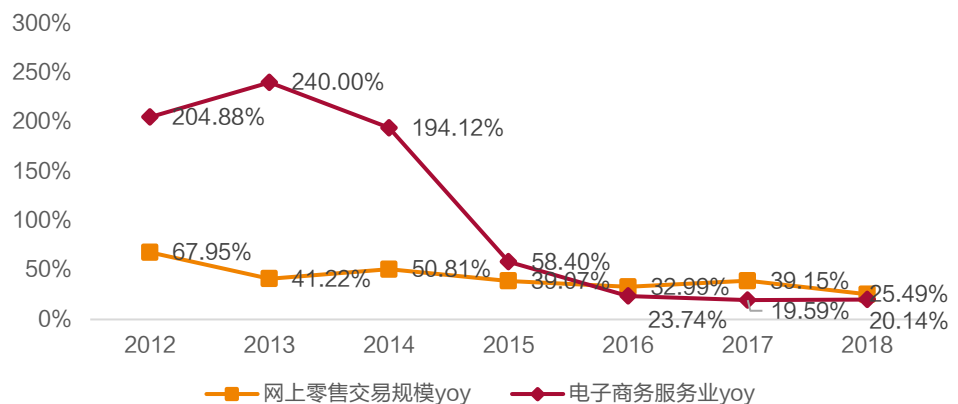
购置 33 套杭州市房屋用于员工激励。2016 年 12 月，股东张帆将其所持有的网哲投资管理 147.46 万份额以 1.83 元/份额的价格转让给受激励员工。2017 年 4 月，股东张帆、汤勇等将所持有的网哲投资管理 57.76 万份额以 1.83 元/份额的价格转让给受激励员工。此外，公司分别于 2016 年和 2018 年购置 17 套杭州市经济技术开发区宝龙商业中心房屋和 16 套杭州观澜时代国际花园金隅金座房屋，并与部分骨干员工签订《员工房屋激励协议书》，约定受激励的员工可享有该房屋的使用权，且在达到《激励协议书》约定的条件后，将获赠上述房屋。截止 2019 年 6 月 30 日，上述房产已有 19 套房产激励给员工，14 套房产尚未确定激励对象，账面价值为 999.07 万元。

2. 依托电商平台高速发展，电商代运营行业集中度亟待提升

2.1. 万亿市场，与电商平台共同繁荣

依托线上零售额规模快速增长，电子商务综合服务商迅速发展，与电商平台共同繁荣。随着科技的不断创新和进步，依靠主流电商企业强大的科技创新和大数据能力，越来越多原本散落在线上、线下各类商业场景和交易环节的有价值数据将得以采集和融合。2018 年，我国网上零售交易规模 9.01 万亿元，+25.5%yoy；电子商务服务业收入规模达 3.52 万亿元，+20.14%yoy。随着电商服务业发展的进一步成熟，营业收入增速逐渐放缓，但仍高于 2018 年规模以上服务业企业营业收入增速 8.9 个百分点。随着电商平台在数据驱动商业领域的进步，电商综合服务商对品牌方的存在价值、对电子商务行业的贡献以及对电商平台的反哺作用能够进一步显现。电商平台与电商综合服务商相辅相成，共同促进电子商务健康快速发展。

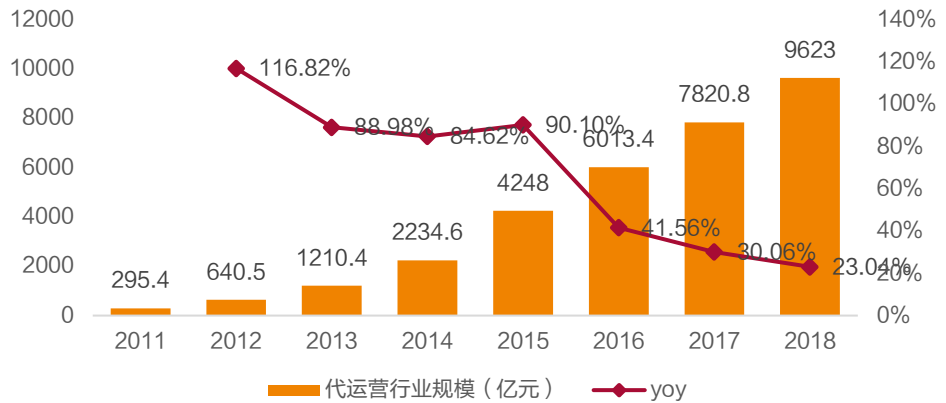
图 21：12-15 年，伴随大量品牌在天猫上开店，电商服务业快速发展；15 年之后两者增速基本一致



资料来源：国家统计局、商务部《中国商务电子报告 2018》，天风证券研究所

电子商务代运营服务属于电子商务服务业分类中的衍生服务，是电子商务综合服务业的重要组成部分，被誉为“电商的又一金矿”。2018 年，中国电商代运营市场整体营业收入规模达 9,623.0 亿元，增速达到 23.0%，维持较高增长水平。受益于市场长期持续的高速发展，电子商务代运营服务商的盈利增长得到保证，管理能力、效率和服务质量不断提升。根据 2018 年 4 月天猫主办的服务商峰会公布的统计结果，2017 年电商服务商承接的店铺数量达天猫店铺总数量 50%，总 GMV 同比增长了 122%；2018 年，服务商代运营的店铺销售额增长要高出整体增长的 20%。

图 22：电商代运营行业规模近万亿

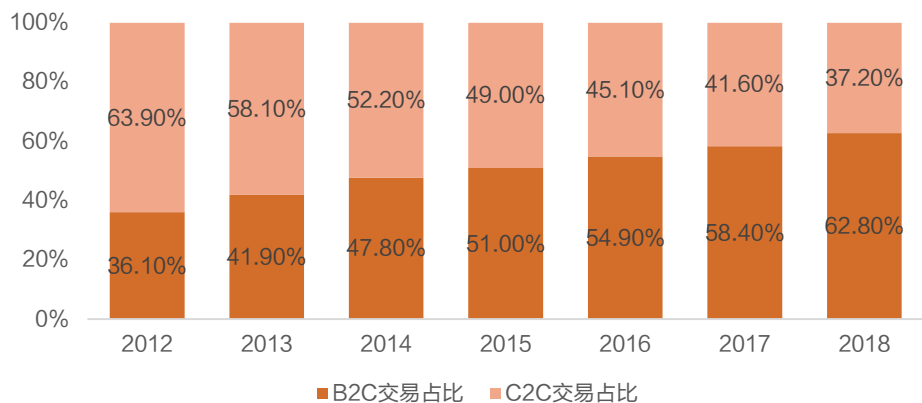


资料来源：商务部《中国商务电子报告 2018》，天风证券研究所

从需求的角度来看，电商代运营服务快速发展的原因主要归结为两个驱动因素：一是消费升级背景下 B2C 电商交易规模超越 C2C 并高速增长；二是品牌商对线上品牌运营投入的不断增加和依靠专业服务商经营线上业务的意愿日益强烈。具体来看：

B2C 零售电商内生增长，驱动电商代运营行业快速发展。2018 年，我国 B2C 网络购物市场规模已达 5.66 万亿元，在中国整体网络购物市场交易规模中的占比达到 62.8%，较 2017 年提高 4.4 个百分点；B2C 零售额同比增长 34.6%，增速高于 C2C 零售额 22.1 个百分点。预计未来 B2C 市场交易规模与 C2C 市场交易规模的差距会进一步拉大，B2C 将占据电子商务零售市场的主导地位。受益于电商行业内生增长和 B2C 交易规模占比提升，未来电商综合服务商将以平台旗舰店为主要据点，借力电商行业增长和 B2C 电商占比提升的有利趋势，充分发挥其运营经验优势，进一步提升销售转化能力和整体业务规模。

图 23：12-18 年不同类别电商交易规模变化



资料来源：商务部，易观千帆，天风证券研究所

国内传统企业自身转型线上业务存在一定壁垒，借助代运营公司进一步拓宽渠道。电商代运营伴随电子商务的高速增长而生，随着电商渠道的崛起，国内传统企业品牌开始探索全渠道。全渠道是机遇也是挑战，在线上业务开展的过程中会遇到各种问题，如线上线下利益分配、产品重新规划设计、资金限制、不同的平台的违规操作等，考验企业对电商的战略定位和支持力度。对于企业而言，进军电商不外乎两条路：自建团队自运营和业务“外包”找专业团队代运营。出于自建团队的成本与风险考量，很多传统企业选择了第二条路，而这也成为电商代运营行业兴起的源动力。

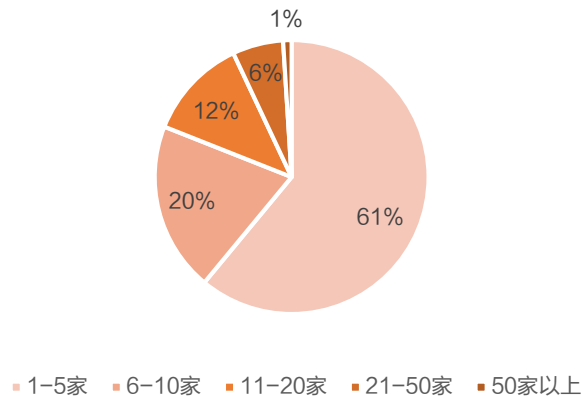
海外品牌快速进军中国市场，对电商综合服务需求愈发强烈。近年来，在国内外经济环境频繁波动、互联网经济持续冲击的交叉影响下，越来越多的国外传统、新兴品牌渴望赶上中国电子商务发展的快车，分享中国电子商务发展的果实。进军中国市场这一目标的实现需要依靠深谙中国电商行业运营规则、熟悉中国消费者购物习惯的电商综合服务商的参与合作，方可更加顺利、高效地完成。2016 年电商服务商的服务品牌类型中，海外品牌占比超过国产品牌，达 61.30%。

2.2. 大行业小公司，入行门槛低，集中度较弱

目前国内小规模代运营商数量众多，供给较为分散。头部运营公司规模仍有限，根据天猫数据统计，服务店铺总数超过 50 家的电商代运营公司只有 3 家，超过 80% 的电商代运营公司代理的店铺总数不超过 10 家。行业分散的主要原因有：

① **门槛低，同质化严重。** 电子商务综合服务属于相对开放性领域，大量中小型企业行业发展初期涌入市场，单凭代理少数品牌和提供店铺设计、订单管理、仓储配送等同质化、可替代的基础性服务即可取得一定的经营业绩。以天猫为例，大约有 40% 的代运营公司没有成功运营的天猫店铺案例。

图 24：16Q3 运营商服务天猫店铺数分布



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

② **代运营要求 TP 公司和品牌方之间存在磨合成本，因为 TP 公司本质上是“锦上添花”而不是“雪中送炭”。** 有竞争力的产品才是企业的核心，而 TP 公司并不参与品牌运营的所有决策，经营好线上店铺是品牌和 TP 共同的事情，不是单纯 TP 公司能够做好的。

目前国内大部分代运营商主要专注于部分品类，跨品类全产业链运营对于 TP 公司而言仍有较大挑战。我们认为，“隔行如隔山”在代运营行业也是存在的，相对而言，专注于某个类目对于 TP 公司来说可复制性更强，避免了从头开始接触新行业的学习成本。

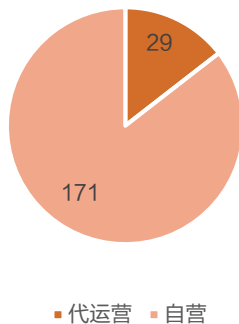
表 4：不同代运营商服务范围

主要企业	成立时间	擅长品类
宝尊电商	2006	服饰、食品、3C 数码
优壹电商	2011	母婴、食品
凯诘电商	2010	快消
若羽臣	2011	母婴、美妆个护、保健品
嗨购科技	2005	营养品
小冰火人	2010	家电
淘通科技	2012	食品、日化
百秋电商	2011	鞋履、箱包
瑞金麟	2009	服饰、食品、母婴
兴达长信		快消
新七天	2008	家电
丽人丽妆	2010	化妆品
杭州悠可	2012	化妆品
杭州网创	2014	化妆品
五洲在线	2002	
四海商舟	2005	

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

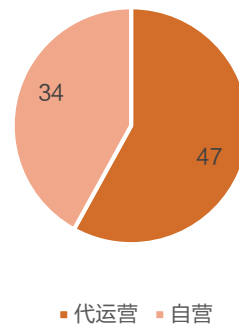
具体到美妆品类，目前拥有“官方直销”标识的天猫旗舰店共有 281 家（满足“7 天无理由退换货”“五星包装”这两个基础服务，不包括欧莱雅小美盒旗舰店），其中经营权属于代运营商的品牌共 76 家，占比 27%。

图 25：国内美妆天猫旗舰店以自营为主



资料来源：天猫旗舰店，青眼，天风证券研究所

图 26：海外美妆品牌是代运营商的主要客户



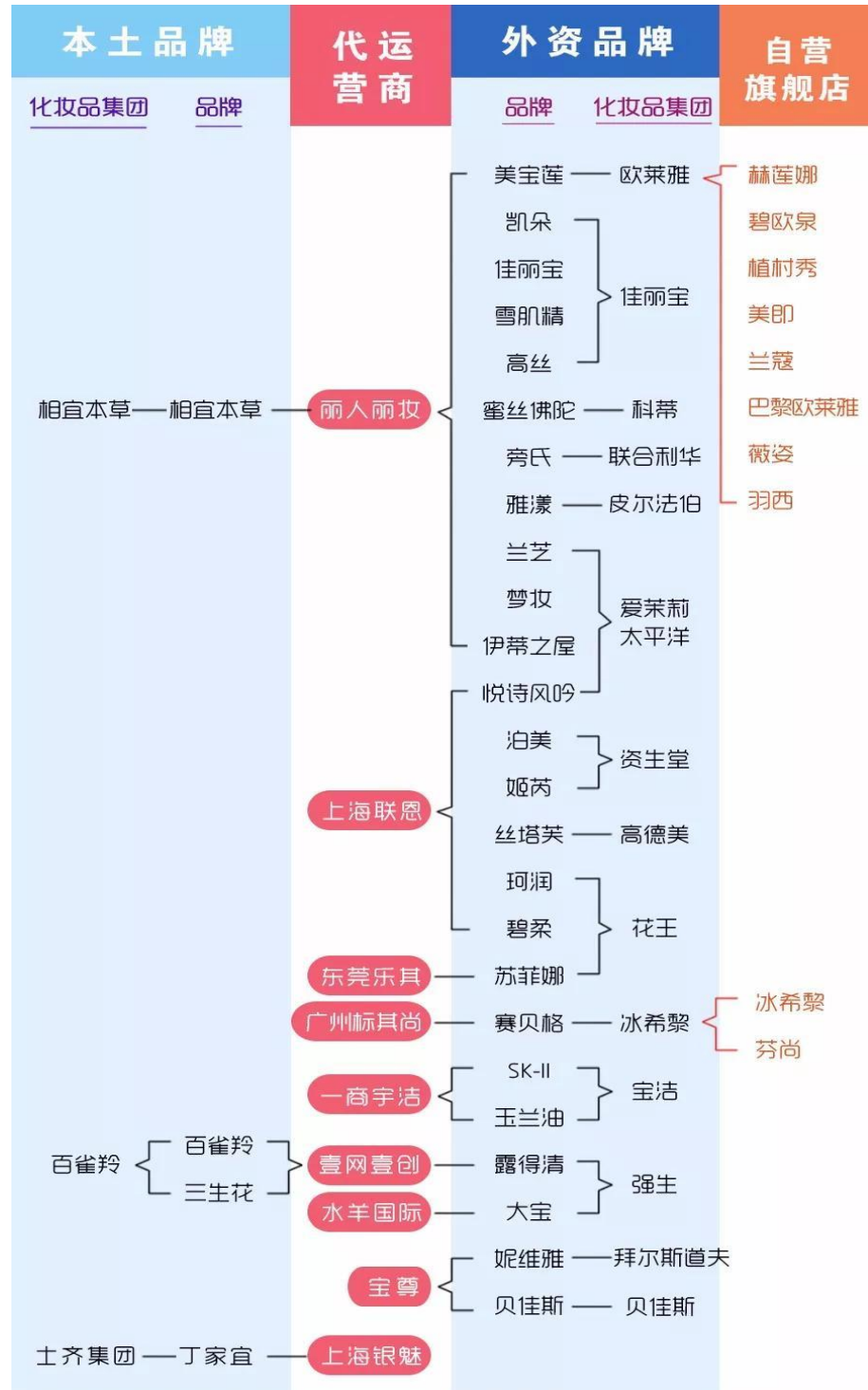
资料来源：天猫旗舰店，青眼，天风证券研究所

对于本土品牌来说，自营旗舰店仍是首选。知名品牌中仅百雀羚、三生花、丁家宜、相宜本草四个品牌选择与代运营公司合作。在 281 家品牌天猫旗舰店中，丽人丽妆代运营的相宜本草旗舰店开业 12 年，是经营时间最长的三家旗舰店之一。除此之外，上海家化、珀莱雅、御家汇、丸美等化妆品公司旗下的品牌天猫旗舰店均为自营，但家化和丸美都有委托 TP 公司进行品牌管理服务。

外资品牌是代运营商的主要客户，宝洁、强生、爱茉莉太平洋、花王等化妆品集团旗下品牌天猫旗舰店均由代运营商运营。与之对应的是，LVMH、LG 生活健康、雅诗兰黛集团旗下品牌均为自营。丽人丽妆、上海联恩、壹网壹创、一商宇洁是外资品牌的主要代运营商，其中丽人丽妆经营有 11 家品牌旗舰店，上海联恩经营有 6 家品牌旗舰店，壹网壹创

经营 2 家品牌旗舰店；而一商宇洁则运营 SK-II 和玉兰油两家品牌旗舰店。帮助外资品牌运营线上旗舰店已然是代运营商的主要业务。

图 27：天猫旗舰店主要代运营商及运营品牌



资料来源：青眼，天风证券研究所

我们认为，未来三年电商代运营仍存在较大发展机会，主要系：

- ① 平台扶持：新人口、新供给、新场景对于服务商来说，都是巨大的机会。19 年天猫宣布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。

- ② 电商规则变化，推行、运营、产品设定等工作越加专业化和细分化，品牌想在相对效益最大化情况下获取平台流量，需要有专业的公司对店铺进行体系的规划和运营。
- ③ 行业洗牌带来的集中度提升。目前代运营公司水平仍然参差不齐，伴随品牌方对电商运营服务要求的细致化，品牌电商服务趋向于多元化。电子商务服务类型已从行业发展初期的基础服务（运营服务、客户服务）拓展至核心服务（IT 服务、营销服务、内容创作、仓储物流服务）。这一市场变化将促使更多的品牌方客户向规模较大、资金实力雄厚的电子商务服务商集中，行业集中度将不断提升；在各个细分行业的实力较强的服务商，将获得更多的市场份额，成为行业领军企业，而行业内一大部分低端服务商，由于资金不足、综合运营和整合能力较弱，将逐渐被淘汰。

3. 核心看点：未来美妆行业电商解决方案一体式提供者

3.1. 强大的销售达成能力和可持续发展能力

销售达成能力是公司最具优势的核心竞争力之一。公司在为百雀羚提供品牌线上营销服务业绩持续增长的基础上，不断开拓新的合作品牌，且新合作品牌在接店后大多呈现了高速的销售增长。不同品牌、不同类目的销售成绩，体现了公司优秀的销售达成能力。

可持续发展能力主要包括产品孵化、技术保障和服务拓展能力等。具体来看：

- ① **产品孵化：**品牌方为了拓展目标客户群、提高竞争力，存在根据不同消费群体设计不同产品的需求。公司直面终端消费者，对消费者需求具有较强的把控力；同时具备产品孵化能力，能够协同创作部门、业务部门，为品牌方设计、改良产品。
- ② **技术保障：**公司拥有多个自主研发的信息系统，包括“神盾营销管理系统”、“魔方仓储管理系统”等。该等系统通过支持复杂的订单营销管理功能，让消费者获得超出期望值体验，使公司在销售中形成独特的竞争优势。自有系统积累了大量的自主会员数据，帮助运营部门在广告投放、CRM 等销售关键环节获得优势。此外，在内部管理方面，公司通过自主研发的信息系统，在人才培养、团队建设、成本控制等多方面有效提升。服务拓展能力
- ③ **拓展能力：**为了保持公司在市场中的竞争力，公司在服务品质和服务范畴上拥有持续拓展能力。在经营过程中，通过持续的服务创新，公司已经孵化出内容创作与传播、多媒体设计与策划、新媒体营销、消费者调研、公益营销与传播等特色服务项目，并且不断创造个性化的增值服务。

3.2. 上市后加强资金优势，拓展多品牌合作

作为 A 股上市的美妆代运营第一家公司，上市会给公司带来更多机遇。一方面公司的资本规模将会扩大，融资能力将得到改善。目前，公司通过产品赠品开发、整合营销、电商平台运营、渠道运营和其他增值服务等类型服务，为品牌方客户提供覆盖全环节的电子商务业务支持。因此，公司深化现有的服务链，可为品牌方提供更为细致、定制化且“一站式”的服务，从而提高服务质量和客户体验。另一方面，公司将继续开拓品牌授权和完善营销体系，加强公司业务系统建设，合理进行产业布局，更好地服务于品牌方和消费者。同时，深化并拓展自身可提供的服务类型，通过细分、专业化的服务切实提升原有品牌方客户的服务体验，增强自身的客户黏性，并以更优秀的行业口碑吸引更多、更优质的品牌方客户资源。

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测与估值

- 分业务来看：
 - 营销服务中，假设百雀羚旗舰店 19-21 年收入增速分别为 25%/20%/20%，其他品牌收入增速为 150%/-40%/30%；
 - 管理服务中，新增品牌和存量品牌带来的收入伴随 GMV 增加 30%。
 - 线上分销业务 19-21 年收入分别增长 145%/31%/22%。
 - 内容服务由于 19 年逐渐分散到各个品牌中，假设 19-21 年收入分别为 200/300/400 万。

表 5: 盈利预测

主营业务收入 (万元)		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
品牌线上服务	营销服务(即旗舰店收入)	19206.82	36647.56	49464.60	62506.58	81676.79	93759.87	112937.07
	百雀羚	17093.18	33518.74	48924.00	59671.73	74589.66	89507.60	107409.11
	其他品牌(三生花、露得清、OTOHA)	2113.64	3128.82	540.60	2834.85	7087.13	4252.28	5527.96
	管理服务	2453.31	10671.88	19887.34	22872.50	31216.25	42897.50	59251.24
	百雀羚(唯品会平台)	0.00	1914.48	2515.25	2013.13	2013.13	2013.13	2013.13
其他品牌	2453.31	8757.40	17372.09	20859.37	29203.12	40884.37	57238.11	
合计	21660.13	47319.44	69351.94	85379.08	112893.04	136657.37	172188.31	
线上分销	百雀羚(唯品会平台)		2942.15					
	雅顿(淘宝、天猫)		361.00	1065.35	1357.72	1900.81	2661.13	3725.58
	爱茉莉(唯品会)				13759.71	34399.28	44719.06	53662.87
	露得清(唯品会+猫超)				27.89	864.59	1296.89	1945.33
	合计	4137.63	3303.16	1065.35	15145.32	37164.67	48677.07	59333.78
内容服务				690.14	200.00	300.00	400.00	
合计	69118.02	50622.59	70417.30	101214.54	150257.71	185634.44	231922.09	

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

首次覆盖, 给予买入评级。公司专注美妆行业代运营, 现在仍处于业务扩张期, 我们预计公司 19-21 年业绩分别为 2.19/3.06/4.12 亿元, 增速分别为 34.82%/39.55%/34.78%。对标代运营行业龙头宝尊电商, 考虑到 A 股溢价和公司的品类扩张空间, 给予公司 2020 年 39 倍 PE, 对应目标价 148.98 元。

表 6: 宝尊电商市盈率

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
PE	48.42	53.98	42.43	44.84	28.43

资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2. 风险提示

（一）行业竞争加剧风险

目前品牌电子商务服务行业蓬勃发展，而行业内尚未形成相应的定价标准，不排除同行业公司为了争取客户资源降低收费标准，导致市场竞争加剧的可能性。同时，快消品电子商务具有线上销售渠道较多的特点，除公司目前主要依赖的天猫、唯品会平台外，还有 C2C 平台、品牌自营网上商城、团购等渠道。因此，公司在发展过程中面临着其他线上渠道企业带来的竞争。

（二）单一品牌集中度较高风险

2016 年-2019H1，公司百雀羚品牌利润贡献额占公司所有品牌同比口径利润贡献总额的比例分别为 49.07%、44.05%、35.83%和 25.12%。公司与百雀羚已保持近 7 年的合作关系，实现了百雀羚线上业务的高速发展，双方建立起了长期互利、共生发展的战略合作关系。若百雀羚拟自行开展电子商务业务，或与同行业其他电子商务服务商开展合作，或百雀羚的经营状况出现不利变化，则公司存在收入下降或合作关系终止的风险，将会对公司的经营活动和财务状况产生重大不利影响。

（三）品牌方切入电子商务行业风险

随着 O2O、全渠道的兴起，品牌方开始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。

（四）品牌方返利对公司业绩影响的风险

品牌方根据采购情况给予返利是品牌线上营销服务模式的惯例，若未来公司采购金额减少，或在新签、续签的合作协议中约定的返点比例下降，都将导致返利金额减少，对公司业绩产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	86.94	106.97	264.93	526.57	728.90
应收票据及应收账款	75.60	94.33	168.90	58.47	226.28
预付账款	14.15	22.44	22.46	41.99	39.12
存货	24.17	74.58	102.82	99.49	175.16
其他	92.93	123.72	110.46	139.67	148.49
流动资产合计	293.79	422.04	669.57	866.19	1,317.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6.48	11.91	34.38	76.94	118.54
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	0.33	0.21	0.12	0.02	0.00
其他	52.62	69.19	51.36	52.78	46.84
非流动资产合计	59.43	81.30	121.86	199.34	237.14
资产总计	353.22	503.35	791.43	1,065.53	1,555.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	12.87	21.54	73.91	25.94	94.75
其他	51.87	81.79	78.17	94.28	102.65
流动负债合计	64.74	103.33	152.08	120.21	197.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	64.74	103.33	152.08	120.21	197.40
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	44.83	44.83	44.83	44.83	44.83
留存收益	228.48	340.10	559.35	865.31	1,277.69
其他	(44.83)	(44.92)	(44.83)	(44.83)	(44.83)
股东权益合计	288.48	400.02	639.35	945.31	1,357.69
负债和股东权益总	353.22	503.35	791.43	1,065.53	1,555.09

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	137.82	162.62	219.25	305.97	412.38
折旧摊销	3.11	6.61	1.62	3.94	6.26
财务费用	0.33	0.80	(0.49)	(0.61)	(0.64)
投资损失	0.00	0.00	(0.21)	(0.21)	(0.21)
营运资金变动	(121.79)	(75.11)	(22.99)	31.73	(166.31)
其它	59.39	9.96	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	78.85	104.87	197.17	340.82	251.48
资本支出	5.28	6.83	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(55.85)	(34.96)	(119.79)	(159.79)	(99.79)
投资活动现金流	(50.58)	(28.13)	(59.79)	(79.79)	(49.79)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.56	0.74	20.58	0.61	0.64
其他	(17.89)	(57.75)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(15.33)	(57.01)	20.58	0.61	0.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12.95	19.73	157.96	261.64	202.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	704.41	1,012.80	1,515.99	1,906.64	2,387.77
营业成本	374.49	581.45	923.24	1,161.15	1,456.54
营业税金及附加	5.02	6.14	10.28	12.70	15.52
营业费用	122.08	190.06	285.01	343.20	425.02
管理费用	26.37	32.39	47.00	60.06	76.41
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(0.51)	(0.82)	(0.49)	(0.61)	(0.64)
资产减值损失	1.53	1.52	1.70	10.00	9.50
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.21	0.21	0.21
其他	(0.01)	(0.40)	(0.42)	(0.42)	(0.42)
营业利润	175.43	202.46	249.47	320.36	405.63
营业外收入	9.18	15.48	8.84	40.00	80.00
营业外支出	0.18	0.66	0.38	0.41	0.48
利润总额	184.43	217.28	257.94	359.96	485.15
所得税	46.61	54.67	38.69	53.99	72.77
净利润	137.82	162.62	219.25	305.97	412.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	137.82	162.62	219.25	305.97	412.38
每股收益(元)	1.72	2.03	2.74	3.82	5.15

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	38.86%	43.78%	49.68%	25.77%	25.23%
营业利润	159.62%	15.41%	23.22%	28.42%	26.61%
归属于母公司净利润	190.47%	17.99%	34.82%	39.55%	34.78%
获利能力					
毛利率	46.84%	42.59%	39.10%	39.10%	39.00%
净利率	19.57%	16.06%	14.46%	16.05%	17.27%
ROE	47.77%	40.65%	34.29%	32.37%	30.37%
ROIC	162.96%	101.33%	94.54%	84.13%	94.06%
偿债能力					
资产负债率	18.33%	20.53%	19.22%	11.28%	12.69%
净负债率	-30.14%	-26.74%	-41.44%	-55.70%	-53.69%
流动比率	4.54	4.08	4.40	7.21	6.68
速动比率	4.16	3.36	3.73	6.38	5.79
营运能力					
应收账款周转率	10.93	11.92	11.52	16.77	16.77
存货周转率	23.41	20.51	17.09	18.85	17.39
总资产周转率	2.40	2.36	2.34	2.05	1.82
每股指标(元)					
每股收益	1.72	2.03	2.74	3.82	5.15
每股经营现金流	0.99	1.31	2.46	4.26	3.14
每股净资产	3.61	5.00	7.99	11.82	16.97
估值比率					
市盈率	68.63	58.16	43.14	30.91	22.94
市净率	32.79	23.65	14.79	10.01	6.97
EV/EBITDA	0.00	0.00	36.48	27.43	21.11
EV/EBIT	0.00	0.00	36.72	27.77	21.44

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com