

证券研究报告—深度报告

新三板

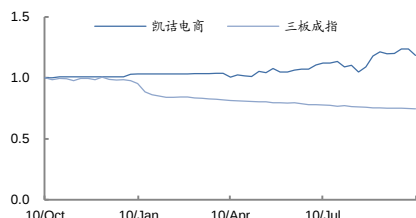
互联网

凯洁电商(837160)
买入

(首次评级)

2018年10月10日

一年该股与三板成指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	31/19
总市值/流通(百万元)	428/268
上证综指/深圳成指	2,721/8,046
12个月最高/最低(元)	14.59/11.46

证券分析师: 张子恒

电话: 075581981863

E-MAIL: zhangziheng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100001

深度报告

互联网零售服务商，为品牌赋能

● 为品牌商提供一站式电子商务解决方案

公司为各类品牌商提供电子商务一站式解决方案、互联网营销服务，服务范围包括：前端网站建设、营销推广，后端仓储物流、IT技术。公司在快消品细分行业处于领先地位，核心合作品牌包括亿滋、乐高、大王、皇家宠物、高露洁、KFC、天维美等。公司以 GMV 结果为导向，助力核心客户业绩增长；以天猫为流量入口，战略发展 B2C 业务，提升综合盈利能力。

● 人才是快速发展的核心推动力，仓储布局形成壁垒

公司拥有长期从事销售管理、运维工作的核心团队，高管均来自世界 500 强企业；拥有专业的工业化设计及营销策划团队，经典案例包括奥利奥音乐盒、KFC 新零售实践等。仓储布局方面，公司配置中小企业难以建设的完善物流配送系统，于上海、广州、天津、成都等地设立了共 16 个仓储中心。

● 品牌电商服务进入细化运营阶段，各领域渗透率仍低

品牌电商服务行业先后经历价格优先、品牌入驻、细化运营等发展阶段，从淘宝 C2C 演变为天猫等为主的 B2C 平台，提供代运营、购销等多种合作模式，以及数据营销、线上线下全渠道等新兴服务。该行业在各个零售领域的渗透仍然较低，未来将有更多品牌选择专业服务商，以更高效地切入线上市场。

● 各大品牌服务商专注细分行业

品牌服务商各自领跑细分行业，并未形成明显的品牌争夺：凯洁——快消品，宝尊——3C 及服饰，丽人丽妆——美妆，若羽臣——母婴。公司在整体收入排名中逐渐靠前，ROE 处于中上水平。

● 风险提示

品牌方授权终止的风险；拓展新品牌进度不及预期。

● 电商服务商快消品细分龙头，首次给予“买入”评级

公司是各类品牌提供电子商务解决方案的综合服务商，专注且领跑快消品细分行业，主要合作品牌包括亿滋、乐高、皇家宠物、KFC 等。公司乘风于网上零售的持续渗透，发挥人才、仓储优势，结合多维度营销手段，与品牌共享成长。预计公司 18/19/20 年每股收益分别为 1.36/2.04/2.66 元，对应 PE 分别为 10.3x/6.9x/5.3x，首次给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	671	1,124	1,595	2,264	3,041
(+/-%)	73.1%	67.5%	42.0%	41.9%	34.3%
净利润(百万元)	12	22	42	62	81
(+/-%)	79.2%	78.9%	85.8%	50.2%	30.5%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.73	1.36	2.04	2.66
EBIT Margin	3.1%	3.1%	3.7%	3.9%	3.8%
净资产收益率(ROE)	14.1%	15.5%	23.5%	27.8%	28.3%
市盈率(PE)	34.6	19.4	10.3	6.9	5.3
EV/EBITDA	23.4	17.7	12.7	9.9	8.7
市净率(PB)	4.90	2.99	2.42	1.91	1.49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

我们采用 1) FCFF 绝对估值法对公司进行估值, 合理价格为 23.4 元; 并做敏感性测试, 价格区间为 16.1-38.0 元。2) 同类公司对比中, 主要将公司与宝尊电商的市盈率进行对比。宝尊扣除假设的 50%溢价后可比 PE(TTM)、PE(18E) 分别为 33.83x、20.84x; 目前公司 PE(TTM)、PE(18E) 分别为 11.3x、10.3x, 差异显著。

公司是为各类品牌提供电子商务解决方案的综合服务商, 专注且领跑快消品细分行业, 主要合作品牌包括亿滋、乐高、皇家宠物、KFC 等。公司乘风于网上零售的持续渗透, 发挥人才、仓储优势, 结合多维度营销手段, 与品牌共享成长。预计公司 18/19/20 年每股收益分别为 1.36/2.04/2.66 元, 对应 PE 分别为 10.3x/6.9x/5.3x, 首次给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

★ B2C 业务未来增长较快, 收入占比逐步上升, 且贡献较多毛利, 主要来自宠物、保健品、母婴等高毛利领域的布局。因此而带动综合毛利率稳步提升。

★ 数据营销毛利率将进一步压缩, 以辅助获得品牌代理权, 最终该业务的净利润贡献度在盈亏平衡之间。

★ 销售费用率随业务扩张逐步上升, 管理费用率随规模效应下降, 财务费用率保持极低水平。

★ 总收入增速高于网上零售整体水平, 但快消品领域经营杠杆效应低, 利润增长改善不及 3C、美妆等。

与市场预期的差异之处

★ 品牌更换服务商成本较高, 例如 B2C 旗舰店由公司全权代理, 从注册到运营, 以及 O2O 协同, 更换服务商意味着注销原有旗舰店, 将对品牌商造成较大损失。

★ 国际品牌商愿意切分电子商务部分利润给专业服务机构 (国内品牌反之), 运营偏向于轻量化, 即轻人力资本。

股价变化的催化因素

新签约具有较大 GMV 效应的知名品牌。社会零售增速改善, 网上零售增长超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

品牌方授权终止的风险; 拓展新品牌进度不及预期。

内容目录

估值与投资建议	6
核心假设及盈利预测	6
绝对估值法	6
同类公司估值对比	7
投资建议	8
专注于快消品的互联网零售品牌服务商	9
公司所在“品牌电商服务行业”兴于淘宝，更受国际品牌青睐	9
公司为品牌商提供电子商务、互联网营销一站式解决方案	10
2017 年最新增发估值 3.34 亿元	12
商业及盈利核心始终围绕 GMV	13
人才+仓储壁垒	15
多维度营销，为商品赋能	16
财务分析：品牌合作深度绑定，与核心客户共同成长	17
规模及成长性：近三年收入保持 60%以上增长，主要来自五大核心客户	17
盈利能力：毛利率重回历史高位，现金流由负转正	19
杜邦分析：ROE 大幅改善，资产负债率下降	20
网上零售渗透率有望继续提升，B2C 成为网购主流	21
同业对比：细分领域各自领跑	22
凯诒电商快消品领域排名第一	22
财务对比：凯诒电商收入规模排名逐渐靠前，ROE 处于中上水平	23
宝尊电商简介：市占率保持第一，轻量化战略，持续投入技术研发	25
丽人丽妆简介：化妆品细分领域第一，以购销模式为主	28
若羽臣简介：母婴细分领域第一，切入个护、保健品	30
风险提示	32
附表：财务预测与估值	33
国信证券投资评级	34
分析师承诺	34
风险提示	34
证券投资咨询业务的说明	34

图表目录

图 1: 2016.10 至今凯洁电商、宝尊电商 PE (TTM) 走势.....	8
图 2: 2003 年至今品牌电商服务行业发展历程.....	9
图 3: 2016 服务商国内、国际服务品牌数量占比 (%)	10
图 4: 2016 服务商服务品牌的品类分布 (%)	10
图 5: 2010 年至今公司重要发展历程.....	10
图 6: 公司主要服务内容.....	11
图 7: 公司 B2C 代运营模式.....	14
图 8: 公司 B2C 购销模式.....	14
图 9: 公司 B2B 购销模式.....	14
图 10: 公司 B2B 代发货模式.....	14
图 11: 公司客户电商平台分布 (80%阿里系)	15
图 12: 2017 中国 B2C 电商平台 GMV 市场份额 (%)	15
图 13: 公司全国各地仓储布局图.....	16
图 14: 公司工业设计团队、营销策划团队、影视基地.....	16
图 15: 奥利奥饼干及音乐盒.....	17
图 16: 格力高 Glico 樱花伞礼盒.....	17
图 17: KFC 天猫双 11 主题店、淘宝会员码.....	17
图 18: KFC 中国营业收入及 O2O 快递收入占比 (亿美元, %)	17
图 19: 公司历年营业收入及增速 (百万元, %)	18
图 20: 公司历年净利润及增速 (百万元, %)	18
图 21: 公司历年收入构成及占比 (%)	19
图 22: 公司历年收入构成增速 (%)	19
图 23: 公司历年毛利率、总费用率、净利率 (%)	19
图 24: 公司历年各项收入构成毛利率 (%)	19
图 25: 公司历年销售、管理、财务费用率 (%)	20
图 26: 公司历年经营活动现金流/净利润比率 (百万元, %)	20
图 27: 公司历年 ROE、资产负债率 (%)	20
图 28: 公司半年度 ROE、资产负债率 (%)	20
图 29: 公司历年应收账款周转率 (次)	21
图 30: 公司历年存货周转率 (次)	21
图 31: 2015-2018.08 社零总额及网上零售占比 (万亿, %)	22
图 32: 2015-2018.08 社零总额、网上零售累计同比 (%)	22
图 33: 2015-2017 网购市场 B2C、C2C 占比 (%)	22
图 34: 2015-2017 B2C 网购市场规模及增速 (万亿, %)	22
图 35: 2017 各大品牌服务收入、利润三年 CAGR 对比 (%)	24
图 36: 2013-17 各大品牌服务商毛利率对比 (%)	25
图 37: 2013-17 各大品牌服务商净利率对比 (%)	25
图 38: 2013-17 各大品牌服务商 ROE 对比 (扣非摊薄, %)	25
图 39: 2013-17 各大品牌服务商资产负债率对比 (%)	25
图 40: 2013-2018H1 宝尊电商营业收入及增速 (百万元, %)	26

图 41: 2013-2018H1 宝尊电商净利润及增速 (百万元, %)	26
图 42: 2013-2018H1 宝尊电商收入构成 (%)	26
图 43: 2013-2018H1 宝尊电商 GMV 构成及非购销 GMV 占比 (百万元, %)	26
图 44: 2013-2018H1 宝尊电商品牌数量及 GMV 品牌占比 (个, %)	27
图 45: 2013-2018H1 宝尊电商平均 GMV/单个品牌 (百万元, %)	27
图 46: 2013-2018H1 宝尊电商毛利率、净利率 (%)	27
图 47: 2013-2018H1 宝尊电商各项费用率 (%)	27
图 48: 2013-2018H1 宝尊电商研发费用及费用率 (百万元, %)	28
图 49: 2014-2016 丽人丽妆天猫品牌美妆服务商 GMV 市占率 (%)	28
图 50: 2013-2017H1 丽人丽妆营业收入及增速 (百万元, %)	29
图 51: 2013-2017H1 丽人丽妆净利润及增速 (百万元, %)	29
图 52: 2013-2017H1 丽人丽妆毛利率、总费用率、净利率 (%)	29
图 53: 2013-2017H1 丽人丽妆销售、管理、财务费用率 (%)	29
图 54: 2013-2017H1 丽人丽妆收入构成 (%)	30
图 55: 2013-2017H1 丽人丽妆化妆品电商零售收入构成 (%)	30
图 56: 2016 丽人丽妆前十大购销品牌销售占总收入比 (%)	30
图 57: 2017H1 丽人丽妆前十大购销品牌销售占总收入比 (%)	30
图 58: 2013-2017 若羽臣营业收入及增速 (百万元, %)	31
图 59: 2013-2017 若羽臣净利润及增速 (百万元, %)	31
图 60: 2013-2017 若羽臣毛利率、总费用率、净利率 (%)	31
图 61: 2013-2017 若羽臣销售、管理、财务费用率 (%)	31
图 62: 2013-2017 若羽臣收入构成 (%)	32
图 63: 2015-2017 若羽臣客单价 (元, %)	32
图 64: 2014-2017 若羽臣研发费用及费用率 (百万元, %)	32
表 1: 公司 2017-2020E 收入拆分及相关假设 (百万元, %)	6
表 2: 公司 FCFF 企业自由现金流模型 (百万元, 元, %)	7
表 3: FCFF 绝对估值模型敏感性测试 (横轴折现率, 纵轴永续增长)	7
表 4: 公司与宝尊电商财务指标及市盈率对比 (数据更新至 2018.09.24)	7
表 5: 公司五大核心合作品牌	11
表 6: 2016 公司前五大供应商情况	12
表 7: 公司各板块品牌布局	12
表 8: 2014-2017 年公司历次重要融资	12
表 9: 2018H1 公司前十大股东及其持股比例 (%)	13
表 10: 2016-2017 电子商务品牌服务商主流商业模式	13
表 11: 公司收入构成及商业模式	14
表 12: 公司高管及其他团队介绍	15
表 13: 公司年度、半年度杜邦分析拆解	21
表 14: 2017 年上半年中国电商代运营服务商综合竞争力排行榜	23
表 15: 2013-17 各大品牌服务商营业收入对比 (百万元)	23
表 16: 2013-17 各大品牌服务商归母净利润对比 (百万元)	24

估值与投资建议

我们采用 FCFF 绝对估值法对公司进行估值，并做敏感性测试。同类公司对比中，主要将公司与宝尊电商的市盈率进行对比，其他可比公司暂时没有二级市场报价。

核心假设及盈利预测

★ 收入增速：2018-2020 年 B2C 业务增速保持较高水平（70%/62%/45%），成为公司发展战略方向；B2B 增长平稳（8%/5%/5%），降低资源投入；B2C、数据化营销收入占比提升。2018-2020 年总收入增长 41.95%/41.91%/34.33%；2021-2027 总收入增速降低至行业预计水平 25%；其后永续增长 3%。

★ 毛利率：2018-2020 年假设 B2C 毛利率逐步提升（26.5%/26.77%/26.82%），主要来自未来重点布局的宠物、保健品、母婴等高毛利率领域的贡献，预计改善盈利能力，综合毛利率也逐年提升（23.22%/23.96%/24.16%）。

★ 费用率：2018-2020 年销售费用率随着业务扩展将持续上升（16.8%/17.4%/17.8%），管理费用率随着规模扩大有所下降（2.55%/2.5%/2.4%）。财务费用率保持极低水平。

表 1：公司 2017-2020E 收入拆分及相关假设（百万元，%）

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	1,123.89	1,595.40	2,264.01	3,041.20
YOY(%)	67.53%	41.95%	41.91%	34.33%
B2C	549.79	934.64	1,514.12	2,195.48
YOY(%)	77.84%	70.00%	62.00%	45.00%
B2B	404.06	436.38	458.20	481.11
YOY(%)	52.20%	8.00%	5.00%	5.00%
数据化营销创意服务	169.98	224.37	291.69	364.61
YOY(%)	76.60%	32.00%	30.00%	25.00%
毛利率拆分				
B2C	22.47%	26.50%	26.77%	26.82%
B2B	11.98%	5.00%	4.50%	3.80%
数据化营销创意服务	36.11%	45.00%	40.00%	35.00%
综合毛利率	20.76%	23.22%	23.96%	24.16%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理及预测

绝对估值法

主要指标假设：

★ 无风险利率 3.7%；风险溢价 7%；有效税率 25%；WACC 10.66%；永续增长 3%。

通过 FCFF 企业自由现金流模型计算得出，公司每股价值在 23.4 元。

表 2: 公司 FCFF 企业自由现金流模型 (百万元, 元, %)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT	58.6	87.5	114.3	161.3	184.4	208.5	260.6	325.8	407.3	581.6	
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1- 所得税税率)	43.9	65.6	85.7	121.0	138.3	156.4	195.5	244.4	305.4	436.2	
折旧与摊销	0.6	1.2	2.0	2.9	3.9	4.9	5.9	6.9	7.9	8.9	
营运资金的净变动	(38.2)	(66.8)	(77.3)	(74.3)	(94.7)	(119.1)	(151.0)	(189.7)	(237.9)	(295.9)	
资本性投资	(10.0)	(12.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	(15.0)	
FCFF	(3.7)	(12.0)	(4.7)	34.6	32.5	27.2	35.4	46.6	60.4	134.3	1,816.6
PV(FCFF)	(3.3)	(9.8)	(3.5)	23.1	19.6	14.8	17.5	20.8	24.4	49.0	662.5
核心企业价值	815.2										
减: 净债务	97.2										
股票价值	718.0										
每股价值 (元)	23.43										

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

敏感性测试

我们进行敏感性测试, 折现率、永续增长上下浮动间隔 0.5%, 得出公司每股价值区间在 16.1-38.0 元。

表 3: FCFF 绝对估值模型敏感性测试 (横轴折现率, 纵轴永续增长)

	9.6%	10.1%	10.61%	11.1%	11.6%
4.5%	37.96	33.13	29.13	25.77	22.92
4.0%	34.62	30.45	26.94	23.97	21.41
3.5%	31.82	28.17	25.06	22.40	20.09
3.0%	29.45	26.21	23.43	21.02	18.92
2.5%	27.41	24.51	22.00	19.81	17.89
2.0%	25.64	23.02	20.74	18.73	16.96
1.5%	24.09	21.70	19.61	17.76	16.12

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

同类公司估值对比

我们主要将公司与行业龙头宝尊电商的市盈率进行对比, 其他可比公司没有二级市场报价。我们假设美股对于新三板有一定的流动性溢价, 同时宝尊本身将获得龙头溢价、研发投入的溢价。假设估值溢价共 50%, 主要包括: 1) 流动性溢价 40%; 2) 宝尊龙头溢价 5%; 3) 宝尊持续投入研发的溢价 5%, 而公司暂时没有研发投入。

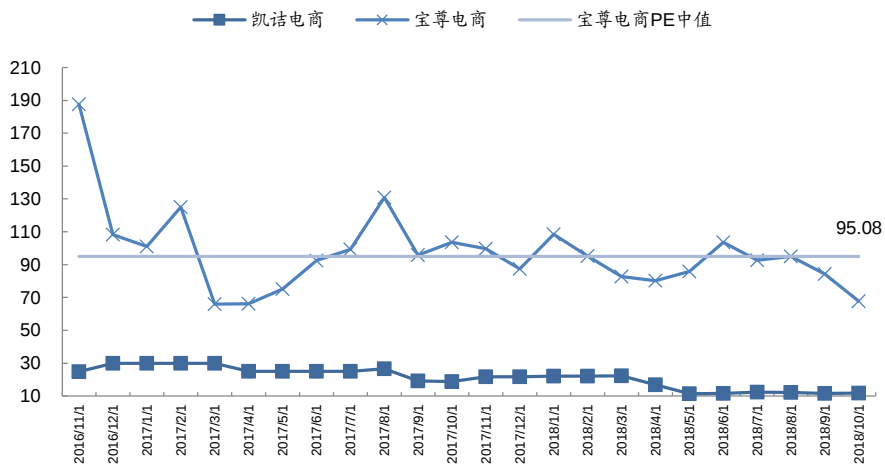
通过计算以及万得一致预期得出, 宝尊扣除溢价后 PE (TTM)、PE (18E) 分别为 33.83x、20.84x; 目前公司 PE (TTM)、PE (18E) 分别为 11.3x、10.3x, 差异显著。

表 4: 公司与宝尊电商财务指标及市盈率对比 (数据更新至 2018.09.24)

股票代码	股票简称	FY2018E			FY2017A			PE (TTM)	PE(18)
		收入 (亿元)	利润 (亿元)	EPS (摊薄)	收入 (亿元)	利润 (亿元)	EPS (摊薄)		
BZUN.O	宝尊电商	54.01	3.73	2.18	41.49	2.09	1.26	67.65	41.68
	扣除溢价							33.83	20.84
837160.OC	凯洁电商	15.95	0.42	1.36	11.24	0.22	0.73	11.30	10.30

资料来源: Wind、万得一致预期、国信证券经济研究所整理及预测

图 1: 2016.10 至今凯诰电商、宝尊电商 PE (TTM) 走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

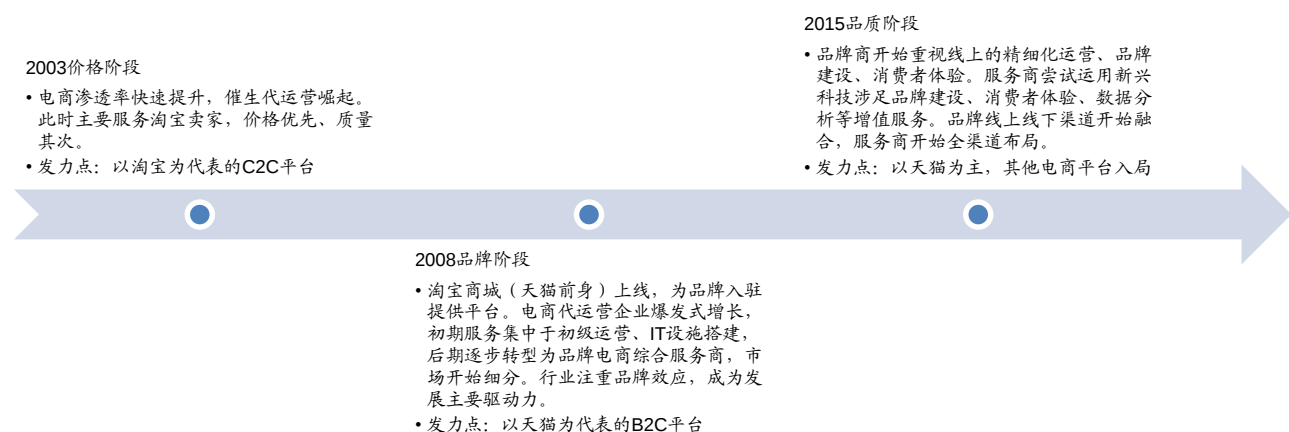
公司是为各类品牌提供电子商务解决方案的综合服务商，专注且领跑快消品细分行业，主要合作品牌包括亿滋、乐高、皇家宠物、KFC 等。公司乘风于网上零售的持续渗透，发挥人才、仓储优势，结合多维度营销手段，与品牌共享成长。预计公司 18/19/20 年每股收益分别为 1.36/2.04/2.66 元，对应 PE 分别为 10.3x/6.9x/5.3x，首次给予“买入”评级。

专注于快消品的互联网零售品牌服务商

公司所在“品牌电商服务行业”兴于淘宝，更受国际品牌青睐

公司所在行业——品牌电商服务，兴起于淘宝网，随着品牌意识的增强，在以天猫为代表的 B2C 平台上高速发展。2015 年之后，B2C 平台以天猫为主，其他电商平台（京东、唯品会、苏宁易购等）纷纷入局；品牌服务商除了综合代运营服务以外，开始涉足品牌建设、消费者体验、数据分析等增值服务，并帮助品牌商进行线上线下全渠道布局。

图 2：2003 年至今品牌电商服务行业发展历程



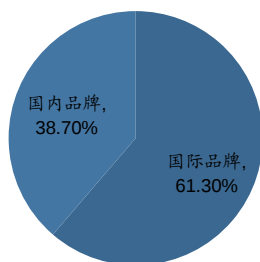
资料来源:艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

从品牌商的需求角度来看，国际品牌更倾向于外包服务商进行电商运营，其在中国市场的营销经验、成本控制、客户服务和政策规定等方面存在发展阻碍，而服务商可以帮助其制定适合中国市场的营销策略，通过各环节协作运营打通供应链、实现资源整合与优化，从而降低品牌商的运作成本，打通电商渠道。随着更多国际品牌入驻，跨境电商服务的需求也会随之提高。2016 年统计中，国际品牌数量占服务商服务品牌的 61.3%。

相反，国内品牌由于企业经营风格与开放程度限制，更倾向于自己组建电商部门开展线上业务，较少把电商业务外包给服务商。此外，国际品牌在知名度、品牌文化、经营理念上有先发优势，具有较强的品牌效应和 GMV 效应，合约精神更强，是服务商愿意合作的对象。但从趋势上来看，部分细分行业国货崛起，已经逐渐占领了国际品牌的市场份额。

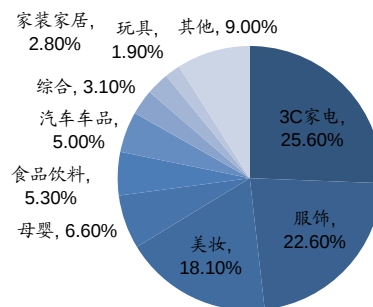
从品牌的品类分布来看，2016 年主要有 3C 家电 25.6%、服饰 22.6%、美妆 18.1%；其次是母婴、食品饮料、汽车车品。

图 3：2016 服务商国内、国际服务品牌数量占比（%）



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 4：2016 服务商服务品牌的品类分布（%）



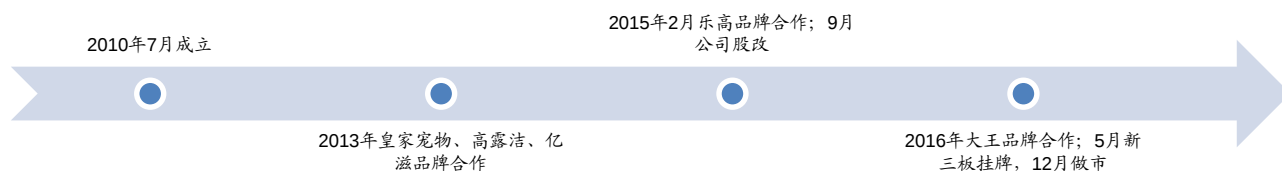
资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

公司为品牌商提供电子商务、互联网营销一站式解决方案

公司 2010 年 7 月成立，正值 B2C 发展的最初两年，各行业开始注重品牌效应，电商代运营服务商由此爆发式增长。公司可以为品牌企业提供电子商务一站式解决方案、互联网营销服务，并且基于不同行业，提供多样化合作模式及模块化服务，服务范围包括：前端网站建设、营销推广等；后端仓储物流、IT 技术等。

公司专注于食品饮料行业的快消品，2013 年至今，先后发展出五大核心国际客户——**2013 年皇家宠物、高露洁、亿滋**；**2015 年乐高**；**2016 年大王**。2014 年开启资本运作，经过多轮融资，2015 年完成股改，2016 年 5 月在新三板挂牌。

图 5：2010 年至今公司重要发展历程



资料来源：公开转让说明书、公司财报、国信证券经济研究所整理

目前，公司布局食品、健康、个护、宠物、母婴五个核心行业，服务近 40 个国际、国内知名品牌，在快消品细分行业处于领先地位，致力于做电商经销零售一体化，四合一（内容营销、数据营销、电子商务、客户管理）综合式品牌赋能的服务集成商。公司与核心客户保持着深度战略合作关系，致力于为客户提供优质服务，以 **GMV 结果为导向，助力客户业绩增长**。公司于 2017 年下半年在“天猫星级服务商”评选中，获得“五星服务商”称号（共 50 个）。

图 6：公司主要服务内容



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

表 5：公司五大核心合作品牌

品牌名称	合作时间	合作电商渠道	品牌简介	营销展示
LEGO 乐高	2015 年 2 月	天猫旗舰店	乐高公司创办于丹麦，至今已有 80 年的发展历史，LEGO 名称取自 LEG GODT（尽情地玩）一词的头两个字母，创立至今，乐高玩具一直是全球最受欢迎的儿童品牌之一。	
亿滋	2013 年底	天猫旗舰店、天猫超市	亿滋是全球领先的巧克力、饼干、口香糖、糖果、咖啡及固体饮料制造商，旗下拥有奥利奥、趣多多、优冠、闲趣、王子、太平、乐之、怡口莲、荷氏、炫迈、麦斯威尔咖啡、菓珍等多个中国消费者熟知品牌。	
高露洁	2013 年 10 月	高露洁天猫旗舰店、天猫超市、工行积分平台、百度商城、京东 POP 店	成立于 1806 年，个人护理用品销售世界 200 多个国家和地区，旗下耳熟能详的全球著名品牌有高露洁、棕榄、Ajax、Protex 等，特别是口腔护理、液体香皂、腋下护理领域有明显优势。	
GOO.N 大王	2016 年	天猫旗舰店、京东旗舰店	日本大王作为日本三大综合制纸公司之一，于 1979 年进入日本家庭用纸市场，在 1985 年和 1986 年分别成功实现了面巾纸与厕所用纸的市场占有率第一。目前在国内主打婴儿纸尿裤、婴儿湿巾等母婴类产品。	
皇家宠物食品	2013 年 7 月	天猫旗舰店	皇家宠物食品于 1967 年成立，坐落法国，隶属玛氏集团，经过 40 多年的发展已经成为全球宠物食品行业的领军品牌。	

资料来源：公司官网、公司调研、国信证券经济研究所整理

公司未公布 2017 年供应商情况。从 2016 年财报数据看，前五大供应商分别为

亿滋上海、育爱商贸、皇誉宠物上海、高露洁棕榄中国、乐高玩具上海，合计占采购比 97.87%。其中对应了四个核心品牌，包括亿滋、皇家宠物、高露洁、乐高。

表 6：2016 公司前五大供应商情况

供应商名称	采购金额（百万元）	年度采购占比（%）
亿滋食品企业管理(上海)有限公司	161.93	30.55%
苏州育爱商贸有限公司	138.99	26.22%
皇誉宠物食品(上海)有限公司	78.85	14.88%
高露洁棕榄(中国)有限公司	75.49	14.24%
乐高玩具(上海)有限公司	63.61	12.00%
合计	518.87	97.89%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在五大行业布局路线清晰，未来主航道在食品、宠物、母婴、健康，辅助航道为个护、航旅。细分来看，各个主力品牌分别是：休闲食品亿滋，快餐连锁 KFC；宠物主粮皇家；母婴玩具乐高、母婴纸尿裤大王；健康保健品天维美（跨境电商）；个护高露洁。

各个主力品牌均在细分行业处于领先头部地位，其中亿滋、KFC、皇家、乐高、天维美在部分排名中位列第一。

表 7：公司各板块品牌布局

	品牌	板块	子板块	品牌地位
主航道：现金流	亿滋	食品	休闲食品	2016 中国饼干市场份额 13.6%，排名第一；巧克力市场份额 3%，排名前六。（中投投资咨询网）
	KFC(百胜中国)	食品	快餐连锁	同类快餐连锁对比中，2011-2015 中国市场份额排名持续第一，麦当劳、德克士紧随其后。（欧瑞咨询）
主航道：增长点	皇家宠物	宠物	宠物主粮	2017 天猫/淘宝宠物品牌销售综合第一，狗粮、猫粮（主粮）销售第一。（天猫淘宝大数据）
	乐高	母婴	玩具	2017 玩具类 Top2 品牌：乐高、费雪。（国双数据中心）
	大王	母婴	纸尿裤、湿巾	进入 2017 Top8 品牌。（国双数据中心）
	天维美	健康	保健品	北美膳食补充剂领域连续多年的销售冠军，2017 最佳健康产品推荐榜，7 个品类进入榜首。（《美国新闻与世界报道》、《药学报》）
辅航道	高露洁	个护	口腔护理	2015 网络销售排名第三，位于云南白药、舒达达之后。（维恩咨询）

资料来源:公司公告、中投投资咨询网、欧瑞咨询、天猫淘宝大数据、国双数据中心、《美国新闻与世界报道》、《药学报》、维恩咨询、国信证券经济研究所整理

2017 年最新增发估值 3.34 亿元

公司重要融资历程包括 2014 年蓝色光标战略入股，后期 2015 年 6 月退出；现任董事长许浩 2015 年入股，其具备多年实业管理经验。2016、2017 年挂牌后，公司增发 2 次，最新增发估值提升至 3.34 亿元。

表 8：2014-2017 年公司历次重要融资

融资日期	融资事项	融资对象	融资价格（元）	股本/注册资本（万）	估值（亿元）
2014-02	第一次增资	星之文华创投	9.5	1053	1.00
2014-09	第二次增资	蓝色光标	10.87	1163	1.26
2015-04	第三次增资	许浩	10.66	1182	1.26
2015-06	第五次股权转让	许浩、凯映创投	11.17	1182	1.32
2015-09	股份公司第一次增资	东证创投、沃捷投资	15.65	1278	2.00
2016-09-26	挂牌后增发	做市商、许浩	18.78	0.14	2.58
2017-10-27	挂牌后增发	做市商、私募基金	10.91	0.31	3.34

资料来源:公开转让说明书、公司财报、国信证券经济研究所整理

根据公司 2018H1 最新财报显示，前十大股东结构中，许浩为第一大股东，占比 22.12%；实际控制人为韩松育、唐元新、徐智文、许浩、游敏勇等一致行动人，合计持股 57.65%。其他十大股东包括，员工持股计划凯映创投（许浩持股

31.28%、韩松育持股 15.76%)；战略投资者汉理前秀创投、东方证券创投、星之文华创投。

表 9：2018H1 公司前十大股东及其持股比例（%）

股东名称	持股比例
许浩	22.12%
上海凯朕创业投资中心(有限合伙)	11.25%
徐智文	10.36%
游敏勇	10.01%
唐元新	7.69%
韩松育	7.47%
杭州汉理前秀创业投资合伙企业(有限合伙)	4.49%
上海东方证券创新投资有限公司	4.17%
星之文华(上海)创业投资中心(有限合伙)	3.44%
凯贤(上海)商务咨询中心(有限合伙)	3.26%
前十大股东合计	84.26%
实际控制人	持股比例
韩松育,唐元新,徐智文,许浩,游敏勇	57.65%

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

商业及盈利核心始终围绕 GMV

品牌服务商主要以 B2C 为主，以宝尊电商、丽人丽妆的商业模式为例，B2C 运营主流模式分为：

- 1) 代运营模式。即只给品牌商提供电商运营，主要特点是轻资产、轻库存，无商品定价及所有权。利润来自服务费、销售提成或两者结合。目前该模式是宝尊电商的主要发展方向，后期签约客户多为代运营模式。
- 2) 经销模式。即从品牌商采购，进行线上销售，主要特点是有商品定价及所有权，毛利率相对较高，但经营成本较高。利润来自价差。根据丽人丽妆 IPO 申报稿，其以经销模式为主。
- 3) 混合模式。即代运营和经销模式的混合。

表 10：2016-2017 电子商务品牌服务商主流商业模式

商业模式	定义	主要特点	盈利来源
代运营模式	只给品牌商提供电商运营（包括 IT 系统 网店运营、营销推广、客服与仓储物流 等）相关服务	无商品定价权、无商品所有权，经营成本较低	①纯服务费（所占比例较低） ②销售提成（提成与销售额及品类有关） ③服务费+销售提成（较为常见，占比 80%-90%）
经销模式	获得品牌商的正品授权，从品牌商处采购商品进行线上销售	有商品定价权、有商品所有权，经营成本较高	进销差价，即商品销售收入
混合类模式	既给品牌商提供电商运营服务，同时也 买断部分商品进行经销或代销、分销；除经销和代运营之外的其他模式	在商品授权的控制与管理方面相对自由	①纯服务费 ②销售提成 ③服务费+销售提成 ④进销差价 ⑤其他服务收入

资料来源：艾瑞咨询、宝尊电商财报、丽人丽妆 IPO 申报公转书、国信证券经济研究所整理

公司在收入构成中分为 B2C、B2B、数据化营销创意服务三类：

- 1) B2C 业务商业模式包括代运营、购销、混合模式，基本与行业主流模式相同。
- 2) B2B 业务主要有购销、代发货模式，客户为天猫、京东旗舰店/专营店，唯品会等；其中代发货模式，除了购销之外，货物将直接从公司发送到终端客户。
- 3) 数据化营销创意服务，即数据营销，主要基于品牌的需求、网络购物者行为，制定电子商务创意的策略、交互页面结构与流程。

无论哪种模式，公司盈利核心仍然是围绕 GMV 为导向，帮助客户实现业绩增

长。

表 11: 公司收入构成及商业模式

收入构成	业务流程	商业模式
B2C	评估与合作建立》》B2C 店铺搭建》》B2C 店铺业务运作	代运营、购销、混合
B2B	评估与合作建立》》B2B 零售客户合作关系建立》》B2B 业务运作	购销、代发货
数据化营销创意服务	基于品牌的需求、网络购物者行为，制定电子商务创意的策略、交互页面结构与流程。针对不同平台活动提供创意，多方协调并达成共识，选择合适的数据化手段及平台进行传播，	收取服务费

资料来源：公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司 B2C 代运营模式



资料来源：公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司 B2C 购销模式



资料来源：公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司 B2B 购销模式



资料来源：公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

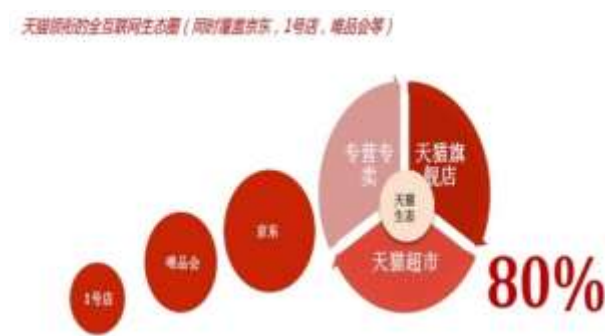
图 10: 公司 B2B 代发货模式



资料来源：公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

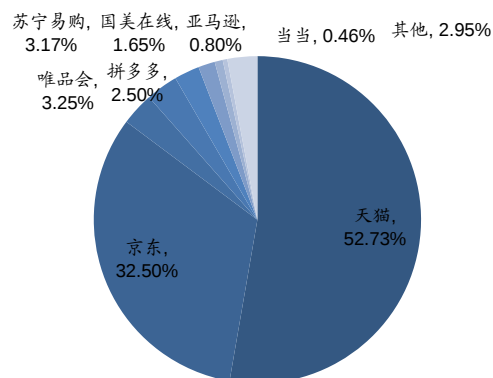
公司 80%客户集中在阿里系 B2C 平台，其中包括代运营等 B2C 模式的天猫旗舰店；购销等 B2B 模式的天猫/淘宝专营店、天猫超市。此外公司还覆盖京东、唯品会、1 号店等 B2C 平台，采用 B2B 模式。根据我们调研，未来公司发展会进一步偏向第一流量平台天猫，其 2017 年市场份额达到 52.73%。

图 11: 公司客户电商平台分布 (80%阿里系)



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 12: 2017 中国 B2C 电商平台 GMV 市场份额 (%)



资料来源: 电子商务研究中心、国信证券经济研究所整理

人才+仓储壁垒

公司拥有一支长期从事销售管理、运维工作的经验丰富的核心团队和专业的工业化设计团队、营销策划团队，是立足不断创新的互联网电子商务行业健康、快速发展的核心推动力。高级管理人员均有多年大型企业管理经验，分别来自：当纳利、通用电气、宝洁、箭牌糖果、路威铭轩、欧莱雅、百威英博、金佰利、达能等世界 500 强企业。

表 12: 公司高管及其他团队介绍

姓名	职位	简历
许浩	董事长、一致行动实控人	厦门大学本科，曾担任宝洁中国生产经理、通用电气区域销售、当纳利中国区及全球销售、桦榭中国采购生产总监、江苏华佳总裁，曾创设上海楚元广告任总经理。2012 年加入公司，历任高级商务总监、执行董事、董事长。
韩松育	总经理、一致行动实控人	吉林大学本科，曾担任箭牌糖果区域销售、多美滋总部全国经销商管理经理、箭牌糖果国际客户经理。2011 年加入公司，任总经理。
刘孟	财务总监、董事会秘书	南京财经大学本科，曾担任环球化工总账会计、大成建筑装潢设计财务经理、瑞声科技财务分析经理、中协集团财务经理、立信佳诚东审会计事务所项目经理。2013 年至今历任公司财务部副总监、财务总监、董事会秘书等职务。
 董事长 宝洁 P&G 通用电气 GE 桦榭 Machette 英飞尼迪 Infinity  总经理 箭牌 Wrigley 达能 Danone  财务&财控 欧莱雅 L'Oréal 中勤万信 ECHO Yu Annie Wu		
 商务及运营-婴童 达能 Danone  商务及运营-快消及商旅 箭牌 Wrigley 欧莱雅 L'Oréal 路威铭轩 LVMH  市场部 (数字营销及创意) 宝洁 P&G KIM Yang  销售运作及采购 可口可乐 Coco Cao  跨境电商 美国网盟 Coco Cao		

资料来源: 公司调研、公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

在仓储布局方面，公司形成较高的壁垒，配置中小企业难以建设的完善物流配送系统，于上海、广州、天津、成都等地设立了共 16 个仓储中心，共占地面积达 5.85 万平方米——其中 B2C 业务 1.8 万平方米，B2B 业务 1.1 万平方米，

综合 C+B 业务 2.9 万平方米，以满足日益高效和快速的配送需求，充分体现供应链优势。

图 13: 公司全国各地仓储布局图



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

多维度营销，为商品赋能

目前产品的爆款生命周期越来越短，需要多维度的助销品，利用交互使商品跳出物理层面，产生新的商品价值。公司旗下 20 名设计师的工业设计团队（2 名红点设计大奖获得者），100+人的营销创作团队，帮助品牌商做商品赋能，经典案例包括奥利奥音乐盒、格力高 Glico 樱花伞等。

图 14: 公司工业设计团队、营销策划团队、影视基地



资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所整理

图 15: 奥利奥饼干及音乐盒



资料来源: 天下网商、国信证券经济研究所整理

图 16: 格力高 Glico 樱花伞礼盒



资料来源: 搜狐新闻、国信证券经济研究所整理

公司携手阿里, 帮助 KFC 搭建线上、线下一体化的新零售实践。2016 年 9 月 KFC 天猫旗舰店上线, 当年双 11 开出“天猫双 11 主题店”, 打开天猫/淘宝 app, AR 扫描 KFC logo 参与互动, 会随即出现 AR 效果的天猫, 用户可在店内捕捉, 若中奖即可免费用餐。

阿里平台为消费者打造手淘会员码, 只要在肯德基门店附件打开淘宝, 右上角的手淘标志就自动变换为肯德基 logo, 点击打开后优惠券一目了然, 用过线上购买、线下核销, 体验新零售。

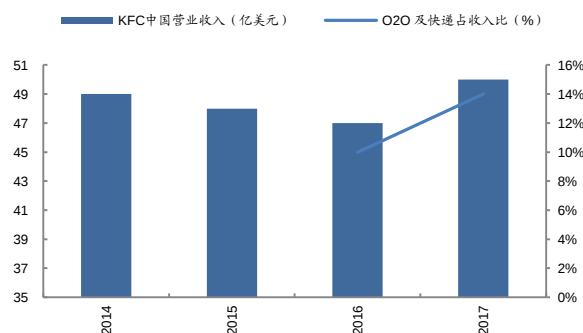
根据百胜中国财报显示, KFC 中国区近年收入整体平稳, 2017 年达到 50 亿美元, 突破 2014 年 49 亿美元。O2O 及快递收入占比由 2016 年 10%, 上升至 2017 年 14%, 折算收入约为 7 亿美元, 线上零售快速增长。

图 17: KFC 天猫双 11 主题店、淘宝会员码



资料来源: 光明网、淘宝 app、国信证券经济研究所整理

图 18: KFC 中国营业收入及 O2O 快递收入占比 (亿美元, %)



资料来源: 百胜中国、国信证券经济研究所整理

财务分析: 品牌合作深度绑定, 与核心客户共同成长

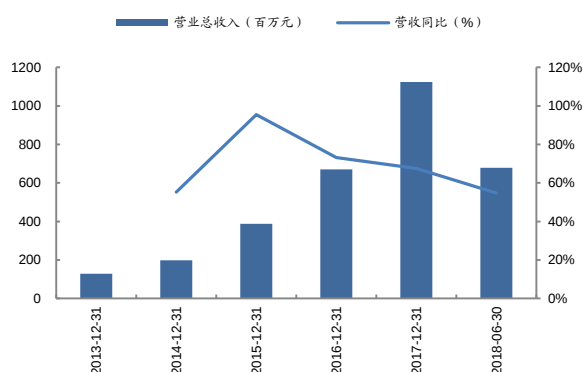
规模及成长性: 近三年收入保持 60% 以上增长, 主要来自五大核心客户
 公司 2017 年营业总收入 11.24 亿元, YOY67.53%; 归母净利润 2235 万元, YOY78.94%; 扣非净利润 2055 万元, YOY94.97%。2018H1 公司营业总收入 6.79 亿元, YOY54.80%; 归母净利润 2555 万元, YOY154.22%; 扣非净利润 2371 万元, YOY137.48%。公司过去三年收入保持在 60% 以上增长, 净利润

近两年连续增长近 80%；2018H1 盈利能力提升，净利润增速大幅增加；2013 年以来扣非净利润基本与净利润一致。

2017-2018H1 的业绩增长点主要来自于：

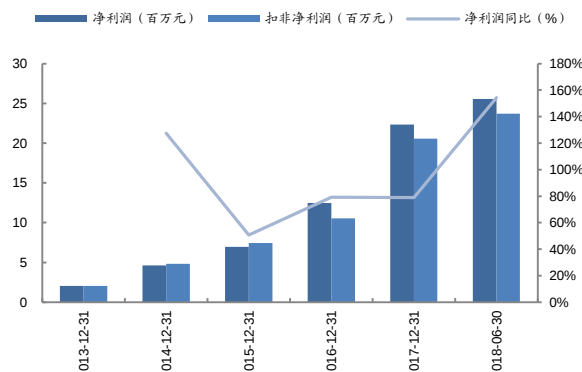
- 1) 对于核心客户的价值挖掘。2017 年五大核心品牌（亿滋、乐高、大王、高露洁、皇家宠物）收入合计同比增长 65.58%，2018H1 合计同比增长 57.31%。
- 2) 跨境电商业务 2017 年同比增长 99.29%，主要来自于大健康板块，新增日本健康食品品牌 RAPAS。
- 3) 签约新品牌，高毛利驱动。根据我们调研，2018H1 增速加快，主要有四大新品牌驱动，且毛利较高，导致公司盈利改善：天维美（YOY109%）、夏依（YOY366%）、KFC（YOY382%）、召唤王（YOY217%）。
- 4) 若按照行业板块拆分收入，根据我们调研，目前食品、母婴（亿滋、乐高、大王）合计是公司最大收入来源，占收入比 70%左右；未来增长点侧重于母婴、健康、宠物等板块。

图 19：公司历年营业收入及增速（百万元，%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20：公司历年净利润及增速（百万元，%）



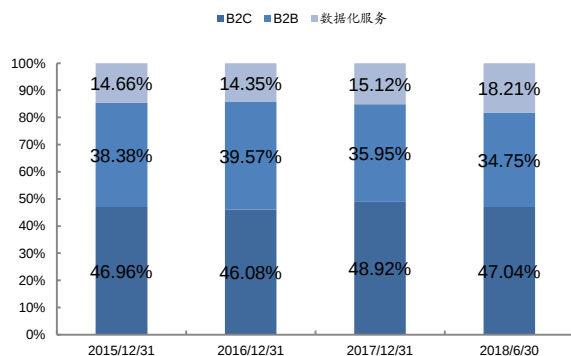
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

根据财报公布的收入构成来看，公司 2017 年 B2C（阿里系平台）收入 5.5 亿元，YOY77.85%，占收入比 48.92%；2018H1 收入 3.19 亿，YOY94.83%，占比 47.04%；占比较 2015-2016 有所提升，持续成为公司增长最快的板块，符合公司制定的战略发展方向。

2017 年、2018H1 B2B（阿里系、京东等）收入 4.04 亿、2.36 亿，YOY52.2% / 13.87%，占收入比 35.95% / 34.75%，该业务逐渐压缩。

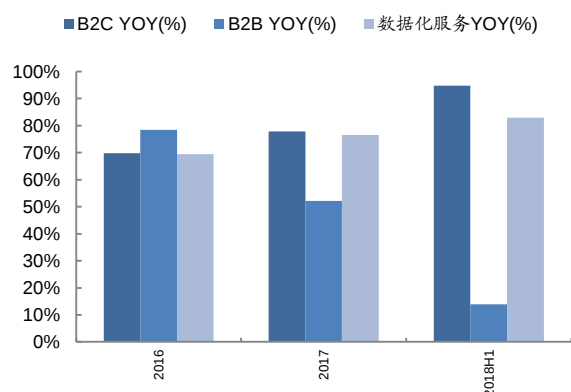
2017 年、2018H1 数据化服务收入 1.7 亿、1.24 亿，增长加快，占比上升。

图 21: 公司历年收入构成及占比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 公司历年收入构成增速 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

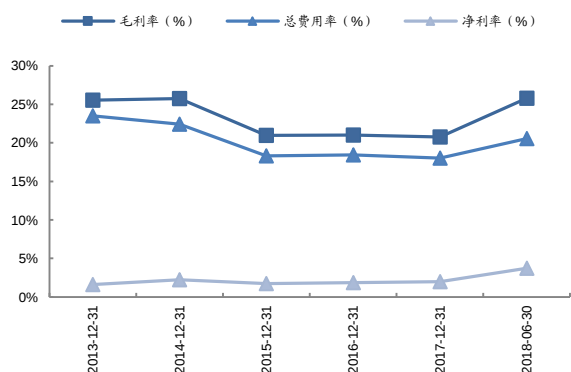
盈利能力: 毛利率重回历史高位, 现金流由负转正

公司 2013-2014 年毛利率在 25%以上, 2015 出现较大下滑, 主要由于 B2B 毛利率波动较大, 当期大幅下降至-0.04%, 且高毛利的强生品牌合作收入下降。公司 2017、2018H1 毛利率分别为 20.76%、25.81%, 其中 2018H1 同比大幅改善 4.26pct, 重回 2013-2014 年高位水平, 主要由于 B2C 高毛利新品牌的快速增长, 产品策略、品牌结算模式优化。B2C 毛利率长期趋势稳中有升, 该业务为公司重点发展方向; 数据化营销毛利率保持收入构成中最高的水平, 但近年下滑较多, 该业务不以盈利为导向, 仍是以 GMV 为核心获取品牌合作机会; 综合毛利率的提升仍然受制于 B2B 业务。

2017、2018H1 总费用率分别为 18.01%、20.57%。2018H1 总费用率增长幅度低于毛利率, 导致实现净利率 3.73%, 同比上升 1.47pct。收入、利润总规模达到一定规模后, 管理费用率有显著改善, 自 2015 年一路走低, 2017、2018H1 分别为 2.5%、2.86%; 销售费用率则自 2015 年一路走高, 2017、2018H1 分别为 14.98%、17.52%, 主要由于物流费用、推广费用的增长更快。

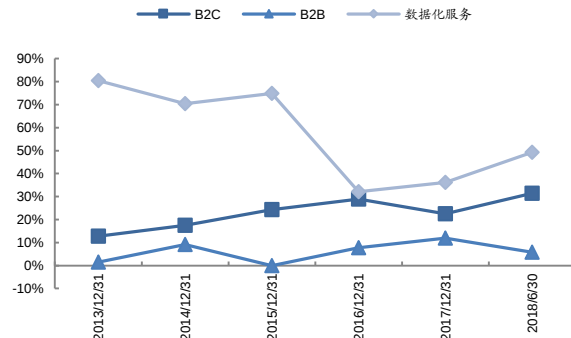
由于合同安排的改善, 2017 年公司经营活动现金流由负转正, 达到 4108 万, 占净利润比 185.61%; 2018H1 经营性现金流 4911 万, 占净利润比 194.24%。近三个半年度收益质量大幅改善。

图 23: 公司历年毛利率、总费用率、净利率 (%)



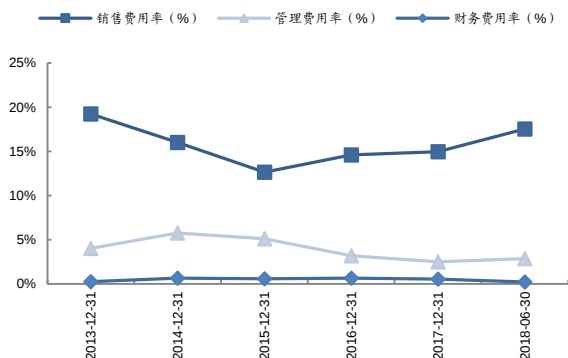
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 公司历年各项收入构成毛利率 (%)



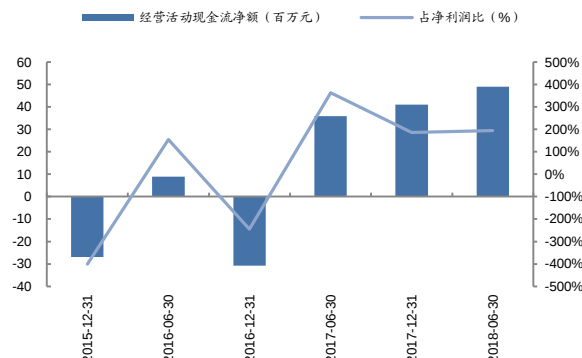
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 公司历年销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 公司历年经营活动现金流/净利润比率 (百万元, %)

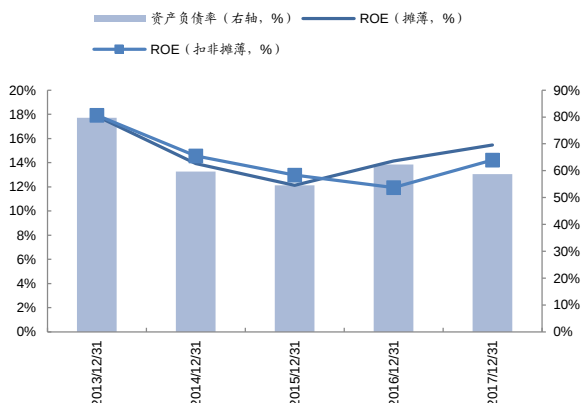


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

杜邦分析: ROE 大幅改善, 资产负债率下降

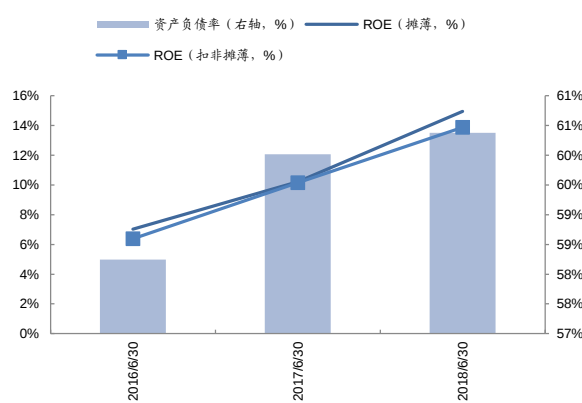
公司 ROE (扣非摊薄) 自 2013 年至 2016 年 (11.93%) 持续下降, 2017 回升至 14.22%, 同时资产负债率较历史高位也有所下降。2018H1 ROE (扣非摊薄) 受益于净利率的大幅提升, 达到 13.87%, 同比改善 3.72pct; 资产负债率上升至 60.37%。

图 27: 公司历年 ROE、资产负债率 (%)



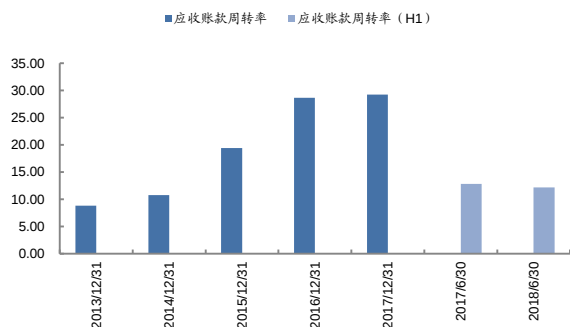
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 公司半年度 ROE、资产负债率 (%)

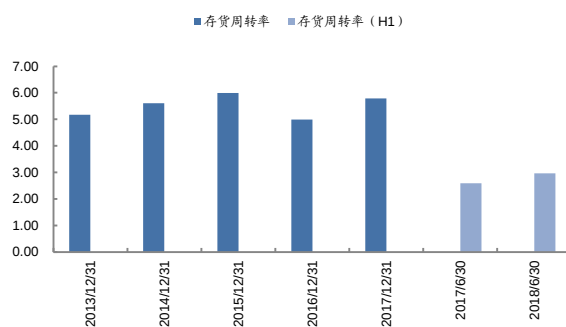


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2016-2017 公司应收账款周转率有显著改善, 2017 达到 29.21 次, 同比增加 0.54 次; 2018H1 为 12.17 次, 同比减少 0.65 次。存货周转率 2017-2018H1 有所回升, 分别为 5.79 次、2.96 次, 同比增加 0.8 次、0.37 次。

图 29: 公司历年应收账款周转率 (次)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 30: 公司历年存货周转率 (次)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从净利率、总资产周转率、权益乘数拆解来看,2015-2017 以及 2016H1-2018H1 ROE 持续回升主要由于净利率回升、总资产周转率加快。2013 年 ROE 过高的原因是权益乘数较高,但净利率水平低于 2017 年。故总体来说,公司盈利能力近年显著改善,权益乘数在绝对数值上仍偏高。

表 13: 公司年度、半年度杜邦分析拆解

	ROE (摊薄, %)	净利率 (%)	总资产周转率 (摊薄)	权益乘数		ROE (摊薄, %)	净利率 (%)	总资产周转率 (摊薄)	权益乘数
2013/12/31	17.84%	1.59%	2.28	4.91					
2014/12/31	13.92%	2.25%	2.30	2.48					
2015/12/31	12.13%	1.73%	2.97	2.20	2016/6/30	7.03%	2.19%	1.31	2.40
2016/12/31	14.14%	1.86%	2.81	2.65	2017/6/30	10.22%	2.25%	1.77	2.50
2017/12/31	15.46%	1.97%	3.20	2.42	2018/6/30	14.94%	3.73%	1.57	2.52

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

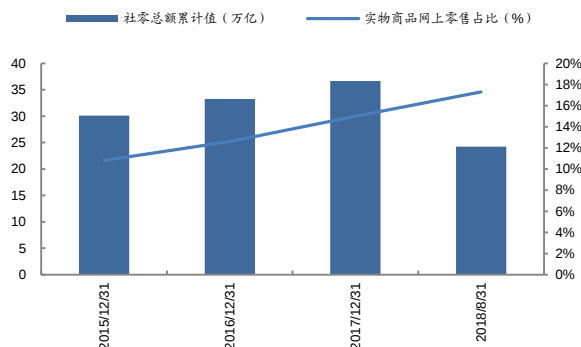
网上零售渗透率有望继续提升, B2C 成为网购主流

我们认为整体电商服务行业将受益于网上零售、B2C 市场份额占比的提升:

近期宏观经济动荡,零售端也受到冲击,2018 年社零增速下破 10%,最新 8 月累计增长 9.3%,创出历史新低,但是由于居民服务性开支占比增加,该数据并不能反应居民消费的真实情况。

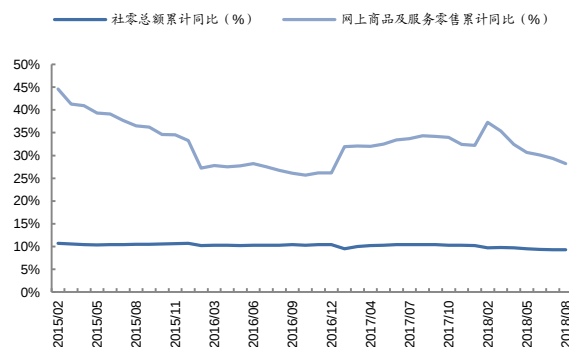
总量增长虽然低迷,但是网上零售保持较高的增长,渗透率远未触及天花板。数据显示,网上商品及服务零售最新 2018 年 8 月累计增长 28.2%,大幅高于社零总额;网上商品占社零总额的比重逐年增加,2017 年、2018 年 8 月累计分别为 15%、17.3%,尚未见到占比回落的情况。

图 31: 2015-2018.08 社零总额及网上零售占比(万亿, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

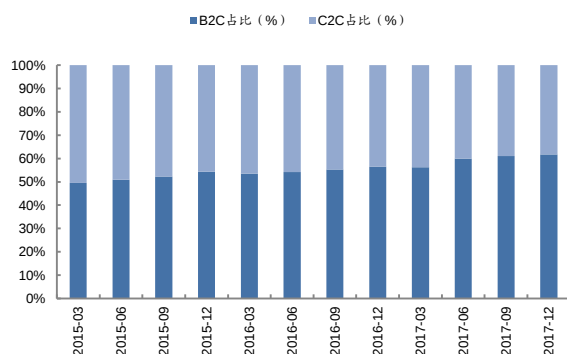
图 32: 2015-2018.08 社零总额、网上零售累计同比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

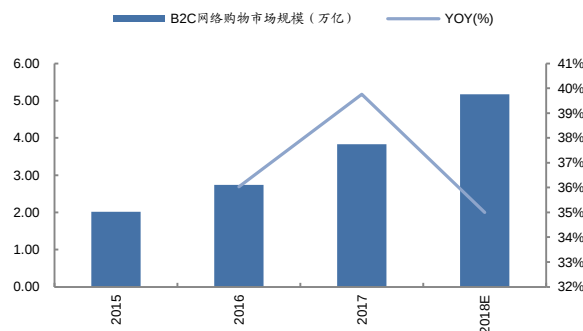
在网购市场中，由于品牌意识增强、旗舰店商家具备正品背书等因素，居民逐渐由 C2C 市场转向 B2C 市场，2015H1 B2C 市场份额突破 50%，最新 2017 年占比达到 61.7%。通常统计中，仅将天猫定义为 B2C，而将淘宝商家的 B2C 份额排除在外，淘宝 C2C 已全面转向闲鱼平台，那么实际 B2C 份额可能更高。B2C 市场总规模由 2015 年 2.01 万亿，上升至 2017 年 3.83 万亿，YOY39.76%；2018 年若按照 35% 增长保守测算，市场规模约在 5.17 万亿。

图 33: 2015-2017 网购市场 B2C、C2C 占比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 34: 2015-2017 B2C 网购市场规模及增速 (万亿, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

同业对比：细分领域各自领跑

凯捷电商快消品领域排名第一

服务商在各自细分领域逐步深化，营销策略均有所不同，形成一定的品牌合作壁垒。根据艾媒咨询整理的 2017 年上半年电商服务商排行榜中，宝尊背靠股东阿里巴巴，主打 3C、家电、服饰，行业及细分领域均排名第一，总市场份额约占 25% 左右。凯捷以综合竞争力指数 86.8，位于行业整体第六，但在细分的快消品领域排名第一。其他细分领域头部企业包括丽人丽妆（化妆品），若羽臣（母婴）等。

就资本运作情况来看，宝尊电商于美国上市，丽人丽妆 A 股 IPO 终止，嗨购科技、若羽臣新三板摘牌，凯捷电商新三板创新层做市，杭州悠可 A 股青岛金玉旗下子公司。其他在新三板挂牌或已摘牌冲击 IPO 的服务商包括：网创科技、

蓝标电商、小冰火人、悦为电商、乐汇电商、摆渡股份、熙浪股份等，除网创科技、蓝标电商，大部分利润规模在百万级别或者亏损，规模较小，未进入排行榜。

表 14：2017 年上半年中国电商代运营服务商综合竞争力排行榜

排名	企业简称	竞争力指数	聚焦行业	上市情况
1	宝尊电商	96.2	3C、小家电、服装；品牌包括耐克、微软、巴宝莉、飞利浦等。	美国 ADR
2	丽人丽妆	92.8	化妆品；品牌包括兰蔻、欧莱雅、碧欧泉等。	A 股 IPO 终止
3	嗨购科技	90.5	跨境电商；常州设立运营中心，上海、香港、悉尼设有子公司。品牌包括澳洲 Ostelin、日本三得利等。	新三板摘牌
4	若羽臣	88.6	主营母婴，其他行业包括彩妆个护、保健品、轻奢；品牌包括美赞臣、哈罗闪、合生元、强生婴儿等。	新三板摘牌/ A 股 IPO 终止
5	瑞金麟	87.7	3C、服装；品牌包括联想、MD 服饰、古今内衣等。	N/A
6	凯诘电商	86.8	快消品；品牌包括亿滋、乐高、大王、高露洁等。	新三板做市/ 创新层
7	兴长信达	84.3	3C、小家电、服饰；品牌包括卡西欧、Hugo Boss、黑莓、戴森、BMW 等。	N/A
8	乐其电商	83.9	母婴；品牌包括雀巢、惠氏等。	N/A
9	杭州悠可	81.4	化妆品；品牌包括雅诗兰黛、Clinique、娇韵诗等。	A 股青岛金王子公司
10	新七天	79.7	家电、数码、大健康；品牌包括酷开、三星、Coloplast、徕卡等。	N/A

资料来源：艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

财务对比：凯诘电商收入规模排名逐渐靠前，ROE 处于中上水平

我们首先对有公开数据的宝尊电商、丽人丽妆、嗨购科技、若羽臣、凯诘电商、杭州悠可、网创科技进行初步的财务对比：（丽人丽妆无 2017 年数据；杭州悠可、网创科技无 2013 年数据。）

收入规模来看，宝尊电商市占率保持前列，2016、2017 收入分别为 33.90 亿、41.49 亿；丽人丽妆紧随其后，2016 年收入 20.16 亿。凯诘电商 2016 年收入规模（6.71 亿）在宝尊电商、丽人丽妆、杭州悠可之后，2017 年超过杭州悠可（10.17 亿）。

利润规模来看，宝尊电商 2013-2014 仍处亏损状态，2015 年开始盈利（2262 万），利润规模落后于杭州悠可（3580 万）、丽人丽妆（3271 万）；2016 年净利润 8663 万，赶超丽人丽妆（8110 万）、杭州悠可（7045 万）；2017 年净利润 2.09 亿，大幅领先同业。2017 年凯诘电商收入排名靠前，但是利润规模处于 2000 万左右的级别，仅高于蓝标电商、嗨购科技。

表 15：2013-17 各大品牌服务商营业收入对比（百万元）

	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/3/31
宝尊电商	1521.84	1584.42	2598.44	3390.28	4148.81	921.20
丽人丽妆	381.88	715.64	1217.25	2015.80	N/A	N/A
嗨购科技	11.63	15.20	15.28	25.61	103.95	N/A
若羽臣	34.79	112.23	186.58	378.19	673.64	N/A
凯诘电商	127.68	198.29	387.58	670.87	1123.89	292.68
杭州悠可	N/A	468.52	792.82	800.47	1016.98	N/A
网创科技	N/A	23.98	259.68	507.28	704.41	N/A
蓝标电商	117.41	135.66	333.66	481.54	764.94	N/A

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

表 16：2013-17 各大品牌服务商归母净利润对比（百万元）

	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/3/31
宝尊电商	(37.77)	(59.81)	22.62	86.63	208.87	14.93
丽人丽妆	5.10	5.68	32.71	81.10	N/A	N/A
嗨购科技	0.10	1.13	1.02	7.75	11.68	N/A
若羽臣	(3.10)	3.45	4.89	34.15	63.13	N/A
凯诒电商	2.04	4.63	6.97	12.49	22.35	14.03
杭州悠可	N/A	15.73	35.80	70.45	116.69	N/A
网创科技	N/A	0.15	18.12	56.20	137.82	N/A
蓝标电商	6.87	4.70	(6.23)	17.30	20.41	N/A

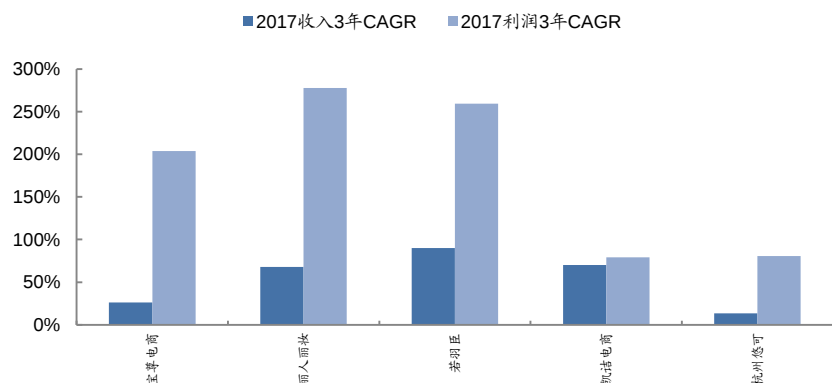
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

在下文进一步对比中，我们剔除嗨购科技、网创科技、蓝标电商，主要因为 1) 嗨购科技主攻跨境电商，且收入、利润规模较小；2) 网创科技客户集中度过高，收入 70%来自品牌百雀羚；3) 蓝标电商收入、利润规模小于凯诒。

近三年的成长性来看，整体行业均有不错的增长，且利润增长大幅高于收入，行业进入盈利能力改善的阶段，普遍呈现经营杠杆效应。

收入三年 CAGR 方面，丽人丽妆、若羽臣、凯诒电商超过 60%，其中若羽臣 90.01%位列第一。宝尊电商收入规模领先，但是三年 CAGR 仅为 26.36%。

利润三年 CAGR 方面，丽人丽妆、若羽臣、宝尊电商增长均超过 200%，分别达到 277.78%、259.38%、203.86%。凯诒电商三年 CAGR 79.05%，略低于杭州悠可的 80.53%。

图 35：2017 各大品牌服务收入、利润三年 CAGR 对比（%）


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注：丽人丽妆为 2016 年数据；

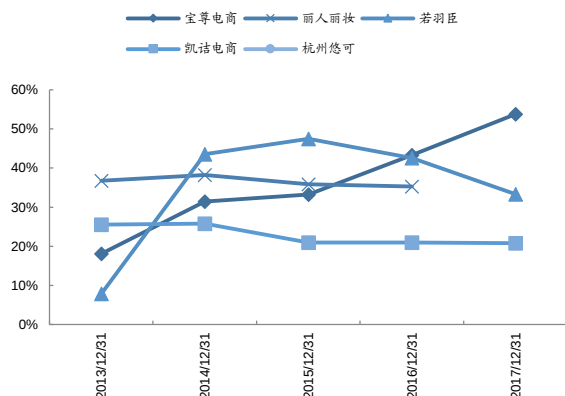
利润数据中，宝尊电商为 2017 两年 CAGR，因其 2014 年仍处亏损状态。

盈利能力方面，2013 年以来宝尊电商毛利率持续上升，2017 年突破 50%达到 53.78%，主要由于主动调整业务结构，逐步减少购销收入占比，代运营服务收入增加；若羽臣 2014-2015 毛利率领先同业，但是 2016-2017 出现较大下滑，分别为 42.57%、33.29%，主要由于部分品牌要求其承担营销费用、运费；丽人丽妆毛利率保持平稳，2016 年 35.32%略有下降。

杭州悠可、若羽臣净利率在仲伯之间，持续领先于其他同业公司，2017 年分别为 11.47%、9.35%；宝尊电商 2017 年净利率为 5.4%、丽人丽妆 2016 年为 4%，位列其后。

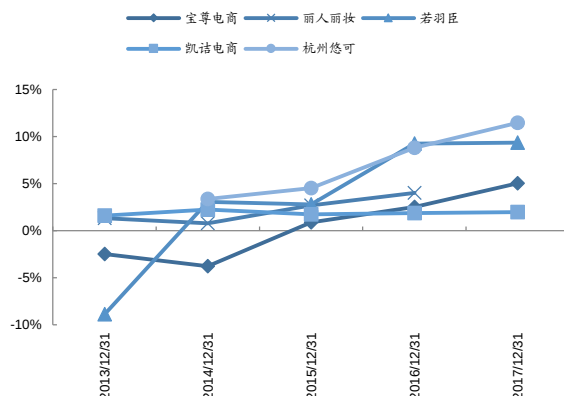
凯诒电商毛利率、净利率处于同业最低水平，与主营业务是日用快消品、收入构成有部分 B2B 业务有关。

图 36: 2013-17 各大品牌服务商毛利率对比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
注: 杭州悠可无毛利率数据

图 37: 2013-17 各大品牌服务商净利率对比 (%)

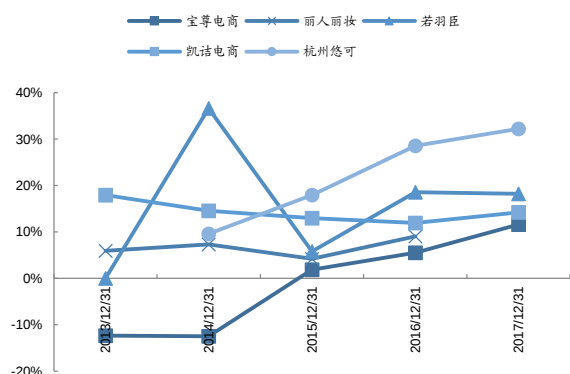


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

ROE (扣非摊薄) 水平方面, 杭州悠可表现亮眼, 2014 年以来持续上升, 2017 年 ROE 32.16%, 超出同业较多; 资产负债率并未明显变化, 2017 年反而下降至 22.25%。若羽臣 2016-2017 年 ROE 18.55%、18.21% 持续两年保持第二。宝尊电商 2017 年 ROE 突破 10%, 达到 11.55%。

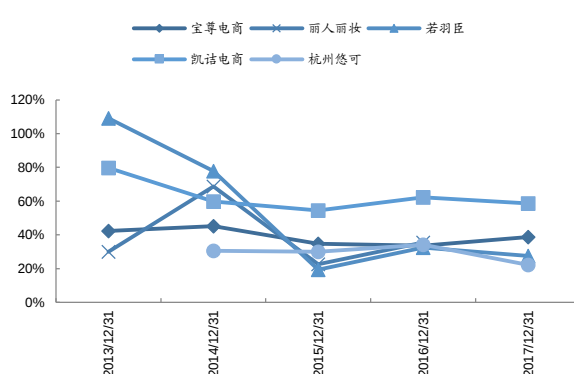
凯洁电商 2015-2017 年 ROE 保持中上水平, 但资产负债率位于同业最高水平。

图 38: 2013-17 各大品牌服务商 ROE 对比 (扣非摊薄, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理
注: 杭州悠可 ROE 数据未扣非

图 39: 2013-17 各大品牌服务商资产负债率对比 (%)



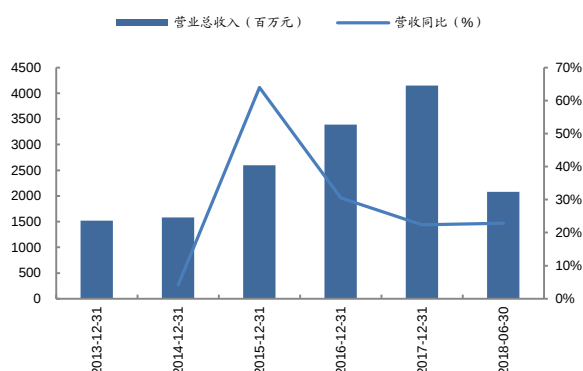
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

宝尊电商简介: 市占率保持第一, 轻量化战略, 持续投入技术研发

宝尊自 2007 年 8 月开始为品牌商提供集成电子商务解决方案, 2010 年阿里巴巴成为战略股东, 2013 年进驻香港, 2014、2015、2016 年分别设立分部引入台湾、日本、韩国品牌, 2016-2017 年设立两家供应链子公司。2015 年在纳斯达克发行 ADSs, 代码 BZUN。2017 年设立创新中心, 扩大技术研发, 包括云计算运营平台、品牌电子商务大数据分析工具、品牌电子商务人工智能应用; 此外, 卖客疯业务表现不佳, 于当年关闭。

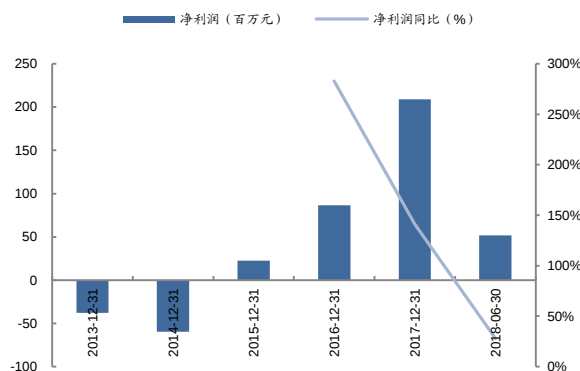
根据艾瑞咨询统计, 2016 年宝尊市占率约为 25%, 规模领先同业。截止至 2018 年 6 月底, 宝尊共有 162 个品牌合作方, 涵盖领域包括服饰、家电、电子、家具、食品及健康保健品、化妆品、快消品、保险、汽车、母婴等; 知名品牌包括飞利浦、耐克、微软等。

图 40: 2013-2018H1 宝尊电商营业收入及增速 (百万元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

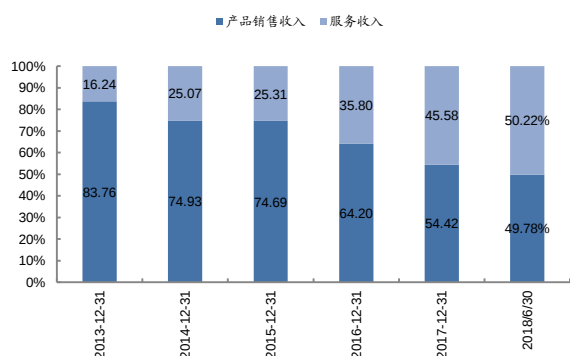
图 41: 2013-2018H1 宝尊电商净利润及增速 (百万元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

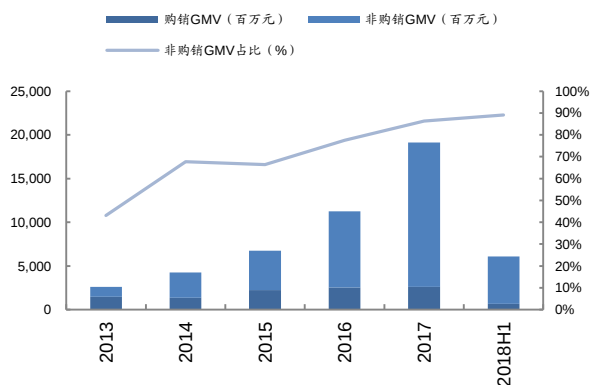
宝尊近年战略方向发生改变, 逐步加强营销服务收入, 即代运营或服务费模式, 减少产品销售收入, 即购销模式。2017 年服务收入占比上升至 45.58%, 产品销售收入占比下降至 54.42%; 非购销 GMV 达到 164.92 亿, 占比上升至 86.29%。2018 年 H1 服务收入占比突破 50%; 非购销 GMV 占比进一步提升至 89.05%。

图 42: 2013-2018H1 宝尊电商收入构成 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

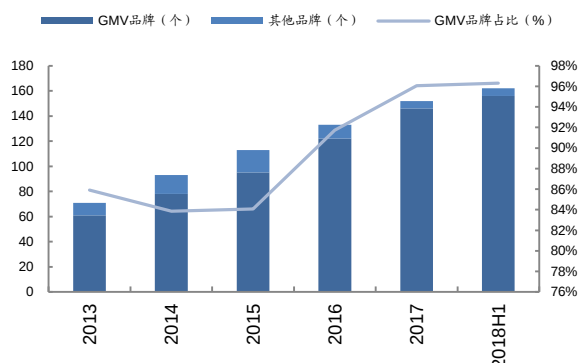
图 43: 2013-2018H1 宝尊电商 GMV 构成及非购销 GMV 占比 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

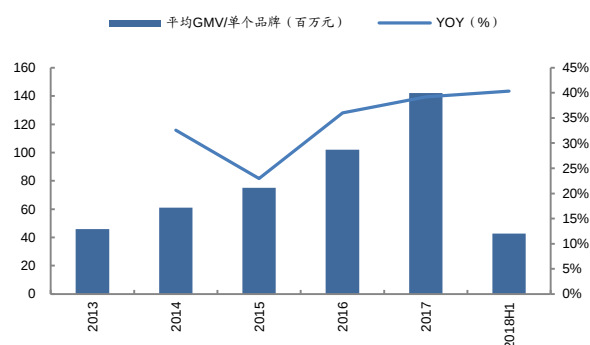
宝尊合作的品牌方大多数以 GMV 考核为主, 2017、2018H1 品牌数量分别为 152、162, GMV 品牌占比分别为 96.05%、96.3%。平均 GMV/单个品牌持续增长, 品牌内生增长也较为强劲, 2017、2018H1 分别为 1.42 亿、4300 万, YOY39.22%、40.35%。

图 44: 2013-2018H1 宝尊电商品牌数量及 GMV 品牌占比 (个, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

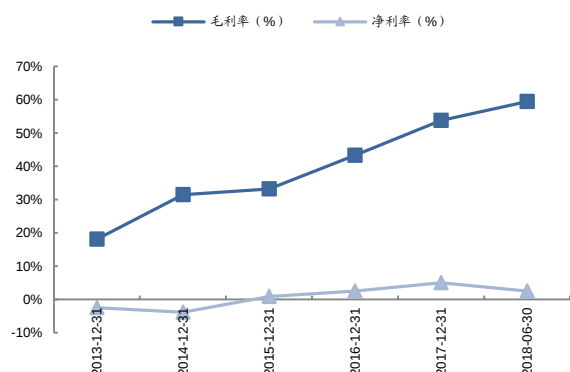
图 45: 2013-2018H1 宝尊电商平均 GMV/单个品牌 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
平均 GMV/单个品牌=GMV/(期初 GMV 品牌数+期末 GMV 品牌数)*2

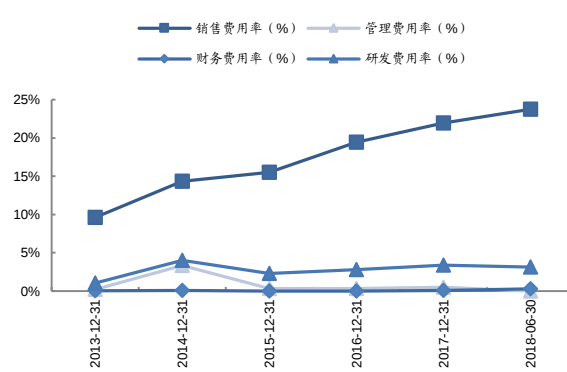
宝尊服务收入, 代运营模式占比的上升, 增强了宝尊的盈利能力, 导致毛利率大幅改善。但是销售费用率同步上升, 净利率改善幅度较低, 其销售费用包括薪资、提成、营销广告、电商平台服务费、中介费、促销费等, 2017、2018H1 销售费用率分别为 21.95%、23.76%。管理费用、财务费用占比较低, 研发费用持续平稳投入。

图 46: 2013-2018H1 宝尊电商毛利率、净利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 47: 2013-2018H1 宝尊电商各项费用率 (%)



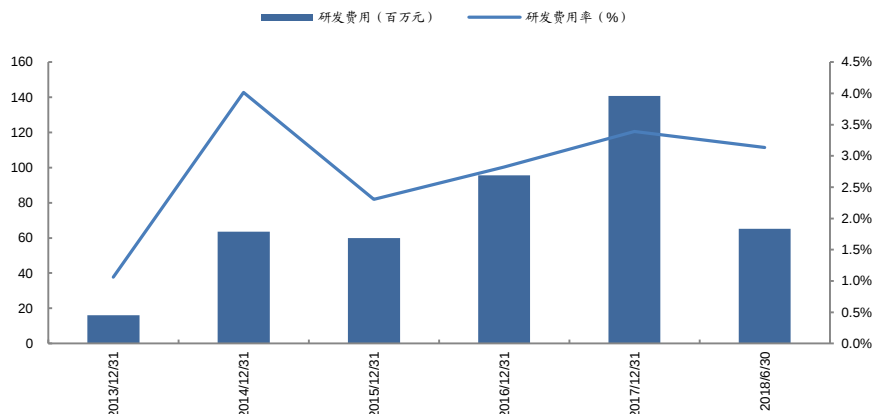
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

宝尊是少有在技术研发投入上较大的服务商之一, 近年研发费用率保持在 2-3%。2017 年、2018H1 分别投入研发 1.4 亿、6520 万元, 占收入比 3.39%、3.13%。

技术研发是宝尊保持领先及快速成长的重要壁垒: 基于弹性、专业的技术基础设施及系统, 宝尊可提供集成电子商务解决方案, 将市场营销、中央库存管理、订单执行、客户服务等功能云端同步, 线上线下实时采集、分析客户行为及交易数据。典型应用包括:

- NEBULA+平台: 高效率运营品牌合作方的官方旗舰店、微信商店, 完成中央管理。
- ShopDog O2O 店主工具: 品牌合作方可以紧密管理线上、线下存货, 也可通过线上商店销往线下实体店。
- CRM 数据采集, Business Intelligence 软件: 通过实时采集终端客户数据, 为品牌合作方提供相关营销分析及建议。

图 48: 2013-2018H1 宝尊电商研发费用及费用率 (百万元, %)



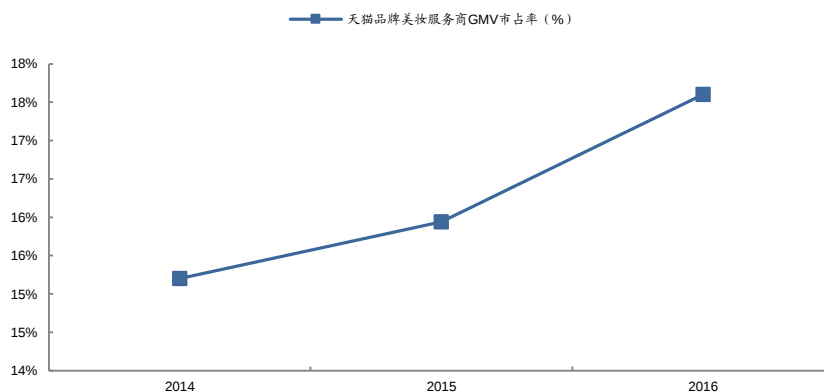
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

丽人丽妆简介: 化妆品细分领域第一, 以购销模式为主

丽人丽妆 2010 年 5 月成立, 2012 年阿里战略入股, 2016 年公司完成股改。其主营业务有化妆品电商零售、品牌营销服务、化妆品分销, 是国内领先化妆品领域网络零售服务商。截止至 2017H1, 主要知名客户包括兰蔻、雅漾、欧碧泉、雪花秀、兰芝、美宝莲、妮维雅等 55 个品牌。其业内主要竞争对手包括服务商杭州悠可 (雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗)、网创科技 (百雀羚占收入 70% 左右); 垂直电商聚美优品、唯品会。

根据艾瑞咨询统计, 丽人丽妆天猫品牌美妆服务商 GMV 市占率 2014-2016 分别为 15.2%、15.94%、17.6%, 保持行业第一。

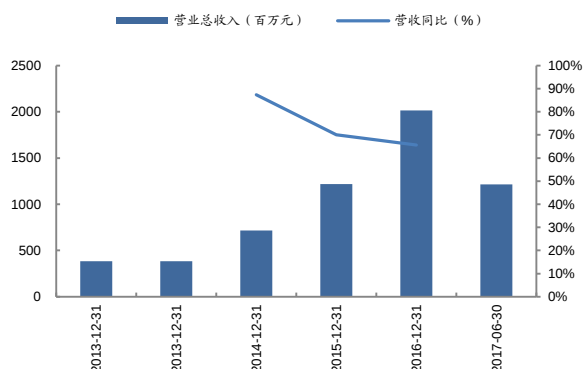
图 49: 2014-2016 丽人丽妆天猫品牌美妆服务商 GMV 市占率 (%)



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

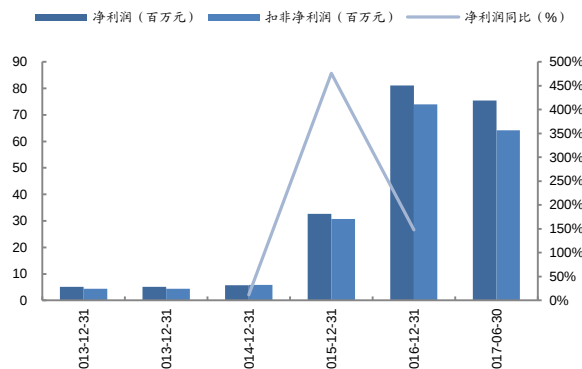
丽人丽妆 2015-2017H1 毛利率平稳, 销售费用率下降, 净利率逐渐改善。2017H1 实现净利润 7534 万, 接近 2016 年全年水平; 毛利率 35.65%, 销售费用率下降至 24.88%, 净利率上升至 6.17%。

图 50: 2013-2017H1 丽人丽妆营业收入及增速 (百万元, %)



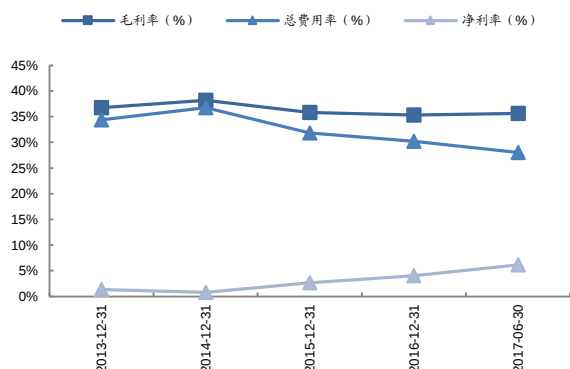
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 51: 2013-2017H1 丽人丽妆净利润及增速 (百万元, %)



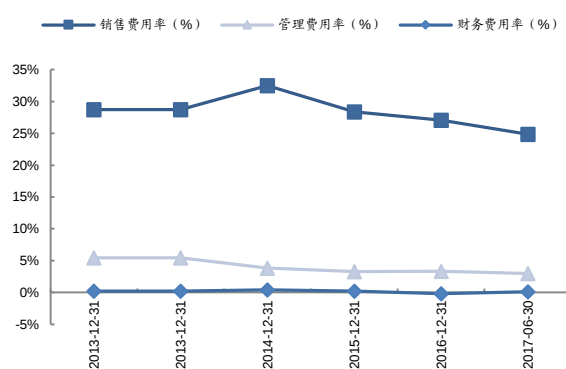
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 52: 2013-2017H1 丽人丽妆毛利率、总费用率、净利率 (%)



资料来源: 公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 53: 2013-2017H1 丽人丽妆销售、管理、财务费用率 (%)

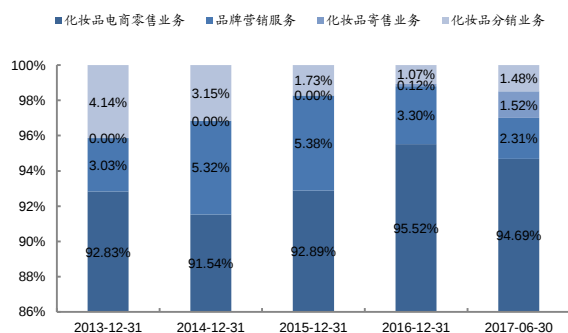


资料来源: 公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

丽人丽妆各项收入构成，以化妆品电商零售业务为主，2013-2017H1 均占收入比 90% 以上，2017H1 占比 94.69%。电商零售收入又以购销模式收入为主，即承担存货风险，自主定价，赚取价差，2017H1 购销收入占电商零售业务 97.98%，代运营收入开始逐渐增加，占比仍低。

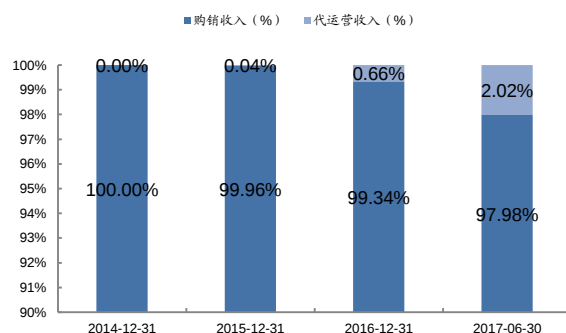
分销业务类似凯诒 B2B 模式（天猫、淘宝商铺供货），寄售业务则为线下渠道（屈臣氏等）分销，收入占比较低。

图 54: 2013-2017H1 丽人丽妆收入构成 (%)



资料来源: 公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

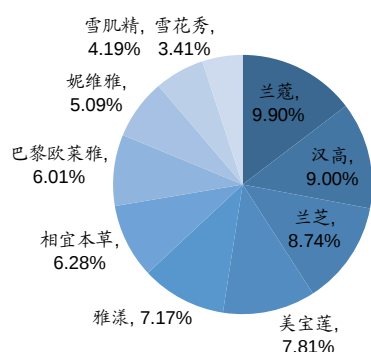
图 55: 2013-2017H1 丽人丽妆化妆品电商零售收入构成 (%)



资料来源: 公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

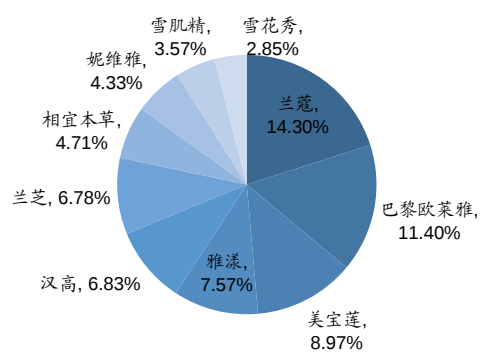
前十大购销品牌中, 兰蔻 2016-2017H1 分别占总收入比 9.9%、14.3%, 位列第一; 巴黎欧莱雅销售收入比由 2016 年 6.01% 上升至 2017H1 11.4%。汉高、兰芝收入占比下降, 美宝莲、雅漾占比提升。

图 56: 2016 丽人丽妆前十大购销品牌销售占总收入比 (%)



资料来源: 公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

图 57: 2017H1 丽人丽妆前十大购销品牌销售占总收入比 (%)



资料来源: 公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

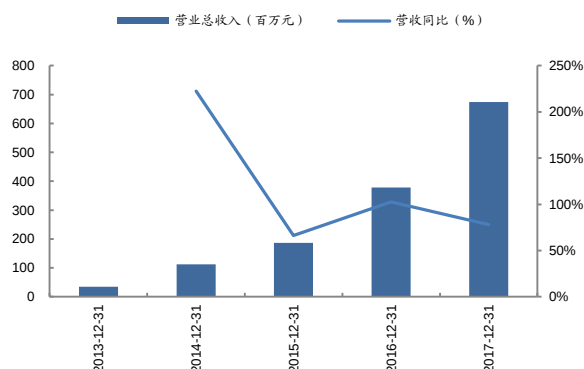
若羽臣简介: 母婴细分领域第一, 切入个护、保健品

若羽臣 2011 年 5 月成立, 2015 年完成股改并在新三板挂牌, 朗姿股份成为第二大股东; 2017 年新三板摘牌, 冲击 A 股 IPO。若羽臣 2013 年战略性切入母婴领域的电子商务服务领域, 顺应行业增长, 向美妆、个护、食品、保健品等快消品拓展, 与凯诒有一定的领域重合。

2015-2017 合作品牌分别为 24、64、71 个。其中 2017 年合作品牌包括 32 个母婴、22 个美妆个护、9 个保健品、8 个其他, 知名品牌包括美赞臣、雅士利、强生、Swisse、善存、康贝等。

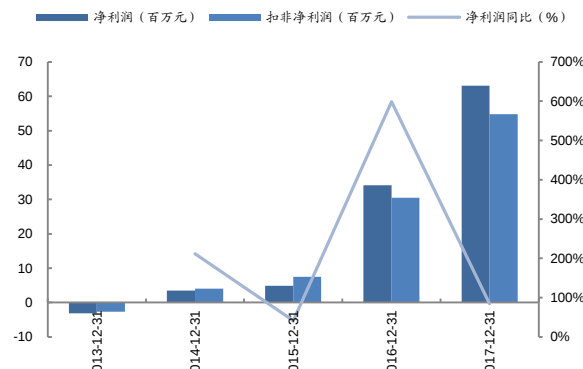
若羽臣收入保持较高增长, 利润 2016 年盈利改善, 同比增长近 6 倍, 主要由于管理、销售费用率均有所下降, 且下降幅度大于毛利率; 2017 年盈利能力继续改善, 净利率上升至 9.35%。

图 58: 2013-2017 若羽臣营业收入及增速 (百万元, %)



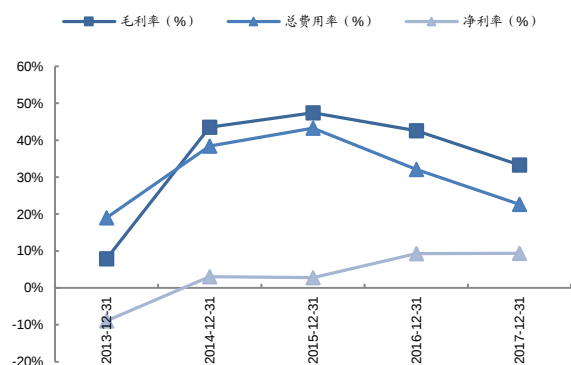
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 59: 2013-2017 若羽臣净利润及增速 (百万元, %)



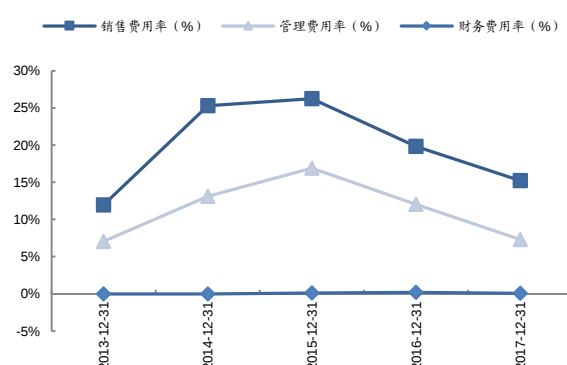
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 60: 2013-2017 若羽臣毛利率、总费用率、净利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 61: 2013-2017 若羽臣销售、管理、财务费用率 (%)

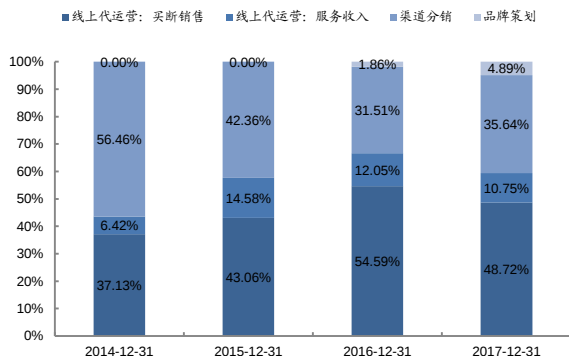


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

若羽臣收入主要分为 1) 线上代运营, 包括买断、服务两种模式, 买断即购销模式, 服务即代运营模式。买断销售占总收入比较高, 2017 年轻微下滑至 48.72%。2) 渠道分销, 类似凯诒 B2B 模式, 该业务占比逐渐收缩; 2) 品牌策划, 类似凯诒数据营销等定制化服务, 2016 年开始开展, 2017 年占收入比达到 4.89%。

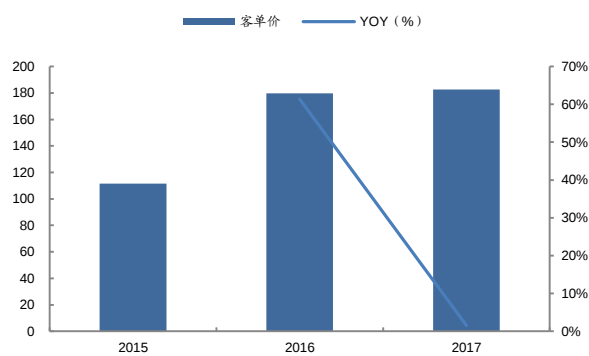
若羽臣 2016、2017 年客单价为 179.81 元、182.66 元, 2016 年提升较大, 同比增长 61.38%, 主要由于新增美赞臣、雅士利、Swisse、善存、钙尔奇、康贝等客单价较高的品牌。

图 62: 2013-2017 若羽臣收入构成 (%)



资料来源：公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

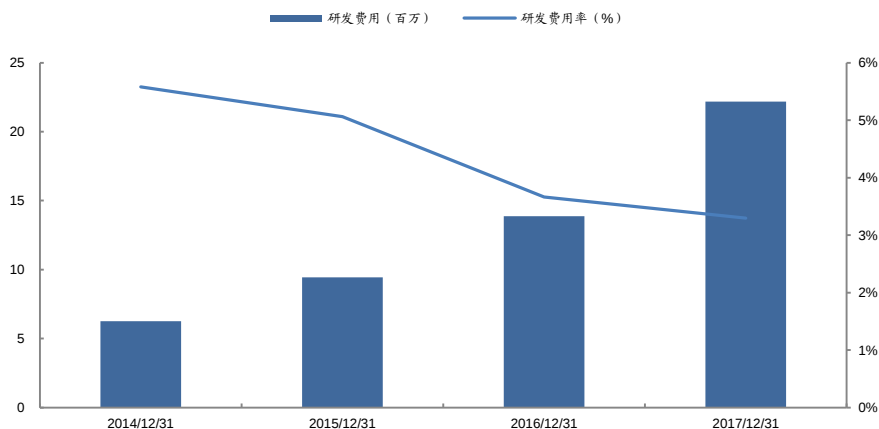
图 63: 2015-2017 若羽臣客单价 (元, %)



资料来源：公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

若羽臣在研发上不断加大投入，包括仓库内部运营管理、促销活动信息采集、物流管理、电商自动化结算、订单管理、推广信息管理、商品效期管理、APP开发、CRM 客户管理、移动办公、实时经营数据统计及大数据营销分析等方面，取得近 30 项软件著作权。2016、2017 研发费用分别为 1386 万、2219 万，占收入比 3.67%、3.29%；占比与宝尊电商接近。

图 64: 2014-2017 若羽臣研发费用及费用率 (百万元, %)



资料来源：公开转让说明书、国信证券经济研究所整理

风险提示

品牌方授权终止的风险；拓展新品牌进度不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	87	90	90	90	营业收入	1124	1595	2264	3041
应收款项	53	87	124	167	营业成本	891	1225	1721	2307
存货净额	163	252	354	475	营业税金及附加	2	3	5	6
其他流动资产	38	56	79	106	销售费用	168	268	394	541
流动资产合计	341	485	648	838	管理费用	28	41	57	73
固定资产	2	8	16	25	财务费用	6	3	4	6
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	2	0	0	0
资产总计	352	502	672	871	营业利润	30	55	82	108
短期借款及交易性金融负债	79	97	126	154	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	104	151	213	285	利润总额	30	55	82	108
其他流动负债	23	77	109	146	所得税费用	8	14	21	27
流动负债合计	206	325	448	585	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	22	42	62	81
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	206	325	448	585		2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1	0	0	(0)	净利润	22	42	62	81
股东权益	145	177	225	287	资产减值准备	(1)	2	2	3
负债和股东权益总计	352	502	672	871	折旧摊销	1	1	1	2
					公允价值变动损失	1	1	1	1
					财务费用	6	3	4	6
					营运资本变动	(15)	(38)	(67)	(77)
					其它	0	(2)	(3)	(4)
					经营活动现金流	9	5	(3)	6
					资本开支	0	(10)	(12)	(15)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	1	(10)	(12)	(15)
					权益性融资	34	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(5)	(10)	(14)	(19)
					其它融资现金流	13	18	29	27
					融资活动现金流	38	8	15	9
					现金净变动	48	3	0	0
					货币资金的期初余额	39	87	90	90
					货币资金的期末余额	87	90	90	90
					企业自由现金流	12	(4)	(12)	(5)
					权益自由现金流	25	12	14	18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032