

2019年10月28日

证券研究报告·公司研究报告

壹网壹创 (300792) 传媒

增持 (首次)

当前价: 161.97 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

颜值经济下, “创”出新征程

投资要点

- **推荐逻辑:** “后电商时代”流量红利趋尽, 精细化运营成行业共识, 品牌电商服务市场规模增长迅速, 2016-2018 年中国品牌电商服务市场交易规模年均复合增速达到 31.5%, 美妆品牌服务 2016-2019 年 (年化) 年均复合增速超过 100%。公司从百雀羚电商服务起家, 在业内迅速崛起, 积累了美妆电商服务的核心竞争力, 并不断开拓新品牌新品类新业务。公司业绩增长迅速, 2018 年、2019H1 营收增速分别为 43.8%、53.5%, 归母净利润增速为 18.0%、35.7%。
- **品牌电商服务市场规模增长迅速, 天花板仍很高:** (1) 2018 年中国品牌电商服务市场交易规模达 1613 亿元, 2016-2018 年市场交易规模年均复合增速达到 31.5%, 预计 2021 年将达 3474 亿元。(2) 公司目前主营的美妆品牌电商服务赛道, 在电商服务各品类里表现“亮眼”, 2016-2019 年美妆品牌服务年均复合增速超过了 100%, 美妆电商服务佣金率行业均值也高达 15%-20%。
- **一体式升级运营, 锻造核心竞争力:** (1) **优秀的品牌建设与运营能力。** 公司运用大数据赋能, 开发设计出一套完整的品牌开发设计链路, 实现精准营销和推广。与此同时, 通过品牌核心形象设计、产品策划、产品设计与推广等一系列工作, 参与品牌建设。2018 年, 公司提供服务的 Olay 官方旗舰店获得“双十一”天猫全网美妆类目的第二名, 百雀羚旗舰店获得全网美妆类目第六名、美妆国货类第一名。(2) **强大的产品销售达成力。** 销售额=流量*转化率*客单价, **在引流方面,** 公司具有丰富的整合营销经验, 能够深入了解平台方的需求, 通过挖掘品牌文化、整合媒介资源, 从而获取大量的高性价比流量, 2018 年“双十一”公司代运营的 Olay 官方旗舰店点击率为行业均值的 1.49 倍, 伊丽莎白雅顿官方旗舰店为行业均值的 2.41 倍;**在提高转化率方面,** 公司在选品组合、价格带规划、卖点提炼、促销创新、视觉测试等多维度建立了专业化、数据化、流程化的团队和体系, 为所经营的品牌销售达成提供转化率保障;**在客单价方面,** 公司通过数据分析关联产品, 优化选品组合, 同时自主研发、设计高价值感赠品、物料等, 淡化消费者价格敏感度, 有效提升了客单价。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.64 元、3.31 元、4.14 元, 归母净利润增速分别为 29.8%、25.5%、25%, 对应 PE 分别为 61/49/39 倍。由于化妆品行业趋势向上, 公司成长能力强, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 化妆品行业增速放缓; 行业竞争或加剧; 品牌商加大电商自营投入。

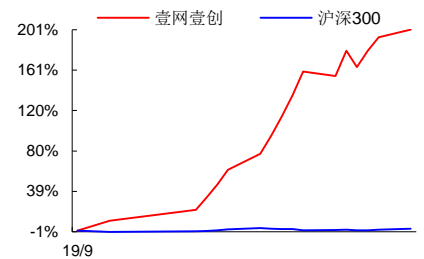
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1012.80	1488.75	2044.86	2698.92
增长率	43.78%	46.99%	37.35%	31.99%
归属母公司净利润 (百万元)	162.62	211.07	264.90	331.05
增长率	17.99%	29.80%	25.50%	24.97%
每股收益 EPS (元)	2.03	2.64	3.31	4.14
净资产收益率 ROE	40.65%	15.70%	16.90%	17.94%
PE	80	61	49	39
PB	32.39	9.64	8.27	7.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 嵇文欣
 执业证号: S1250519080001
 电话: 021-58351812
 邮箱: jwx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.80
流通 A 股(亿股)	0.20
52 周内股价区间(元)	55.15-161.97
总市值(亿元)	129.58
总资产(亿元)	12.50
每股净资产(元)	14.44

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：快消品牌全网渠道电子商务服务商	5
1.1 公司业绩：结构逐渐完善，营收、净利迅速增长	5
1.2 业务结构：品牌线上服务为主，结构不断优化	6
1.3 公司股权结构：实控人占股比例高，电商经验丰富.....	9
2 行业分析：规模增速明显，垂直品类机会大	10
2.1 品牌电商服务市场规模增速明显，天花板仍然很高.....	10
2.2 公司所处赛道分析：“后电商时代”释放化妆品品牌电商服务需求.....	12
3 公司竞争优势分析：电商服务模式化，品牌销售能力强	16
3.1 优秀的品牌建设运营能力	16
3.2 品牌销售达成能力强——流量、转化、客单价齐高.....	19
3.3 同行业公司对比：公司各项经营指标良好	22
4 盈利预测与估值	24
5 风险提示	25

图 目 录

图 1: 公司主营业务发展	5
图 2: 2015-2019 前三季度营收	6
图 3: 2015-2019 前三季度归母净利润	6
图 4: 品牌线上服务业务	7
图 5: 线上分销业务	7
图 6: 2019 年 H1 各业务占营收比	8
图 7: 2019H1 各业务毛利率	8
图 8: 各项业务收入占比变化	8
图 9: 百雀羚 2016-2019H1 占主营营收比	9
图 10: 百雀羚 2016-2019H1 品牌利润贡献占比	9
图 11: 公司股权结构图	9
图 12: 2013-2018 居民人均可支配收入和消费支出	10
图 13: 2014-2021E 中国网购交易规模	10
图 14: 2014-2021E 中国 B2C 交易规模及增速	11
图 15: 2014-2021E 中国 B2C 和 C2C 网购市场占比	11
图 16: 2016-2021E 中国品牌电商服务市场交易规模	11
图 17: 2018 年 B2C 网络零售市场占比	11
图 18: 天猫星级运营服务商	12
图 19: 天猫星级运营服务商星级评定门槛	12
图 20: 天猫星级运营服务商星级评定维度	12
图 21: 天猫星级运营服务商星级权益	12
图 22: 2018 年电商相对渗透率	13
图 23: 化妆品销售各渠道占比	13
图 24: 化妆品销售各渠道增长情况	13
图 25: 2019 年服务商主要服务品类品牌数量占比	14
图 26: 前三大品类对电商服务需求与佣金率	14
图 27: 天猫旗舰店本土品牌自营与代运营数量	14
图 28: 天猫旗舰店外资品牌自营与代运营数量	14
图 29: TEP 天猫服务商	15
图 30: TEP 在天猫平台的权益	15
图 31: 运用大数据新品开发设计流程图	16
图 32: 个性化会员服务	17
图 33: 公司线上营销合作品牌	17
图 34: 公司线上管理合作品牌	17
图 35: 公司线上分销合作品牌	18
图 36: 百雀羚“1931”营销	18
图 37: 欧珀莱“小紫钻眼霜”	18
图 38: 公司销售业绩表现“亮眼”	19
图 39: 公司运营品牌旗舰店钻展点击率	20

图 40: 公司线上营销经典案例《“头”等大事》	20
图 41: 公司线上营销经典案例《四美不开心》	20
图 42: 公司代运营达尔肤官方旗舰店	21
图 43: 达尔肤旗舰店转化率、GMV 迅速增长	21
图 44: 为 OLAY 品牌升级, 提高客单价	21
图 45: 公司客单价 2016-2019H1 逐步上升	22
图 46: 丽人丽妆 2016-2017H1 客单价情况	22
图 47: 同行业公司 2018 年应收账款周转率	23
图 48: 同行业公司 2018 年存货周转率	23

表 目 录

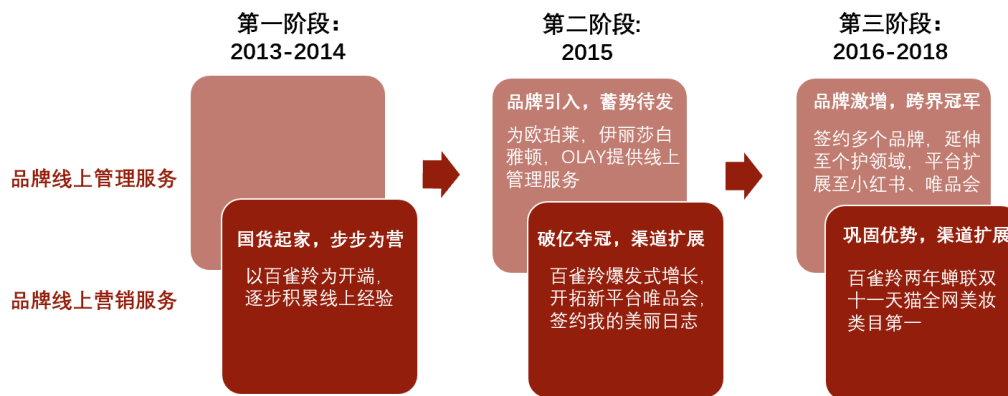
表 1: 公司主营业务模式	6
表 2: 同行业公司及其业务	22
表 3: 同行业公司流动比率、速动比率、资产负债率	22
表 4: 主营业务收入拆分 (百万元)	24
附表: 财务预测与估值	26

1 公司概况：快消品牌全网渠道电子商务服务商

公司由杭州网创品牌管理有限公司发起设立，是一家专注于快速消费品垂直领域的电子商务服务提供商，于2012年4月成立，目前拥有员工1000余人，主营业务是为国内外知名快消品品牌提供全网各渠道电子商务服务。公司作为品牌方的重要战略合作伙伴，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。

根据生意参谋数据显示，2015年、2016年、2017年，公司提供品牌线上营销服务的百雀羚旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目的第一名，2018年，公司提供品牌线上管理服务的Olay官方旗舰店获得“双十一”天猫全网美妆类目的第二名，百雀羚旗舰店获得“双十一”天猫全网美妆类目第六名、美妆国货类第一名；2016年、2017年、2018年，公司提供品牌线上管理服务的宝洁官方旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网洗护品类目的第一名。目前公司已与宝洁集团、强生(中国)百雀羚集团、美国伊丽莎白雅顿公司、日本资生堂集团，韩国爱茉莉太平洋集团等世界五百强、国内知名企业合作并开展了长期、深入的电子商务合作。

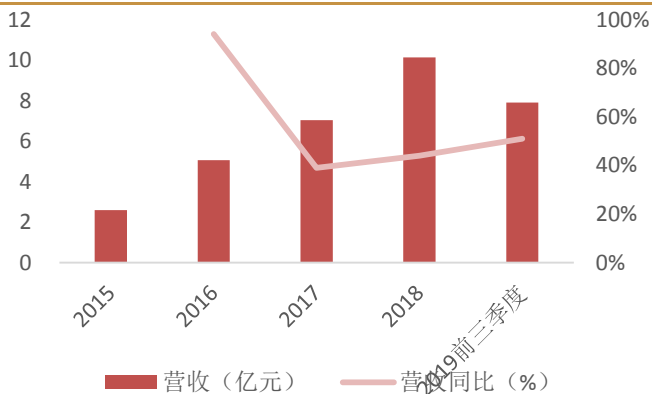
图1：公司主营业务发展



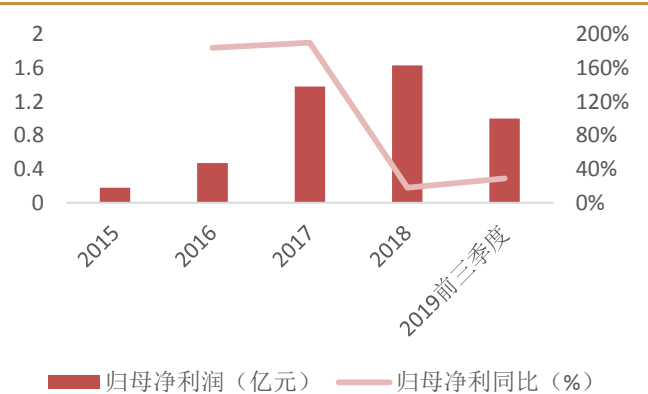
数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.1 公司业绩：结构逐渐完善，营收、净利迅速增长

2015年至2018年，公司营业收入从2.6亿元迅速增长至10.1亿元，CAGR达到57.4%，2019年前三季度，公司营收7.9亿元，增速继续提升至50.6%；公司归母净利润，从2015年的0.2亿元，增长至2018年的0.7亿元，CAGR为107.8%，其中2018年归母净利润增速放缓至18%，主要是因为低毛利率的线上分销业务扩展迅速，导致盈利能力下降，2018年公司获得爱茉莉旗下6个品牌在唯品会的线上分销业务，分销业务规模出现明显上升。2019年前三季度，公司归母净利1亿，同比增长29.4%，增速开始回升。

图 2: 2015-2019 前三季度营收


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 3: 2015-2019 前三季度归母净利润


数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.2 业务结构：品牌线上服务为主，结构不断优化

1.2.1 公司主要经营模式

目前，公司的主要经营模式为：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最主要的业务。

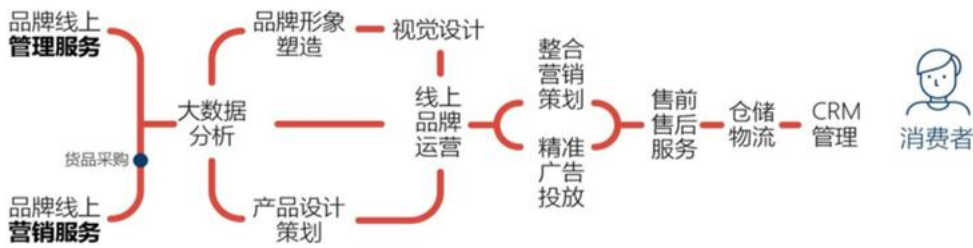
表 1: 公司主营业务模式

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
品牌线上营销服务	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
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
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	发行人向第三方 B2C 平台分销产品	平台	线上商品的销售收入与采购成本及各项费用的差额
		优化并管理线上渠道	发行人向天猫或淘宝的卖家分销产品	中小卖家	
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	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	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：招股说明书，品牌官网，西南证券整理

品牌线上服务，指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。**品牌线上服务**细分为**品牌线上营销服务**和**品牌线上管理服务**。

图 4：品牌线上服务业务



数据来源：招股说明书，西南证券整理

线上分销，指公司获得品牌方分销业务授权，面向在天猫或淘宝的卖家或其他第三方 B2C 平台分销产品，公司承担采购、销售推广、物流等成本和费用。这种模式下的利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。

图 5：线上分销业务

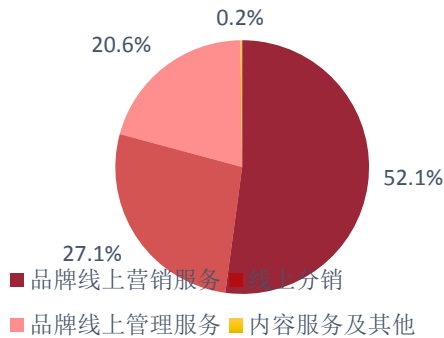


数据来源：招股说明书，西南证券整理

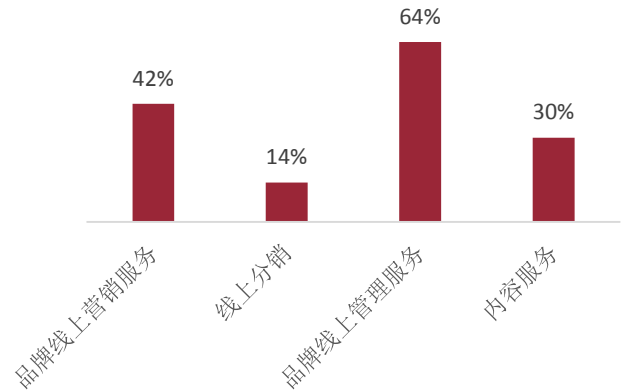
内容服务，指公司为品牌方就某项产品或活动提供营销策划方案，并把控方案的落地过程，帮助品牌方扩大品牌影响力、激发销售潜力的服务。公司根据品牌特性与消费者诉求，运用创意营销方案来传达品牌的核心竞争力，并在娱乐渠道(直播平台、短视频平台等)、背书渠道(微信公众号、美妆博客等)、导购渠道(淘宝站内推广等)等多种渠道推广品牌及其产品，最终实现销售和品牌形象的塑造。

1.2.2 从业务结构看：线上营销为主要收入源，结构不断改善

分业务结构看，品牌线上营销服务 2019 年上半年营业收入 3 亿元，占营业收入比最高，达到 52.1%，毛利率也较高，为 42%。线上分销营业收入 1.5 亿元，占营业收入比为 27.1%。品牌线上管理由于不用采购商品，主要做线上运营，收取服务费，毛利率最高，达到 64%，占营业收入比为 20.6%，为 1.2 亿元。内容服务为 2018 年新增业务，实现收入 0.01 亿元，主要为品牌方提供某项产品或活动的营销策划方案及落地执行，毛利率较高，但规模小。

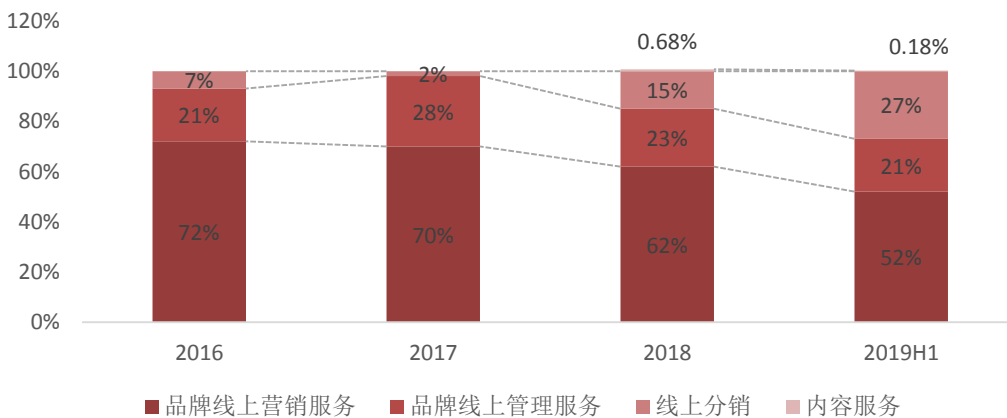
图 6：2019 年 H1 各业务占营收比


数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：2019H1 各业务毛利率


数据来源：招股说明书，西南证券整理

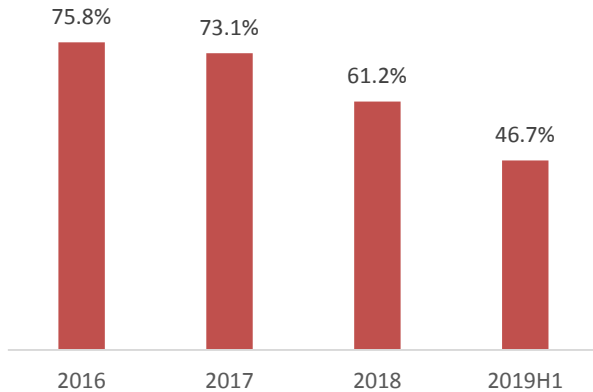
公司业务结构不断改善。品牌线上营销服务营业收入占比最高，毛利率也较高，2016 年至 2019 年上半年，营收分别为 3.7 亿元、5 亿元、6.3 亿元、3 亿元。收入构成从 2016 年的 72%，逐渐下降到 2019 年 H1 的 52%。品牌线上管理服务毛利率最高，2016 年至 2019 年上半年，毛利率分别为 58%、66%、65%、64%。线上分销为近年来新发展的业务，增长较快，收入占比从 2016 年的 7%，增长到 2019 年上半年的 27%，其中，2017 年线上分销收入较 2016 年有所下滑，主要原因为自 2016 年 4 月起，百雀羚品牌在唯品会平台的业务模式转变为品牌线上管理服务，2017 年线上分销收入均源自雅顿品牌。2018 年起线上分销业务收入大幅上升主要源自新增爱茉莉旗下相关品牌在唯品会平台的分销收入。内容服务为 2018 年新增业务，实现收入 690.1 万元，主要为品牌方提供某项产品或活动的营销策划方案及落地执行，毛利率高，但规模较小。

图 8：各项业务收入占比变化


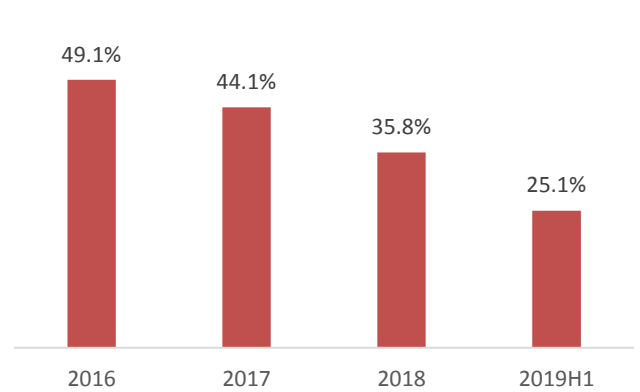
数据来源：招股说明书，西南证券整理

1.2.3 分品牌看：百雀羚集中度高，但占比不断下滑

分品牌看，公司营业收入与经营利润中，单一品牌集中度较高，但近年来不断完善。2016 年，公司为百雀羚提供品牌线上服务、线上分销、内容服务合计所取得的收入，占公司主营业务收入的占比分别为 75.8%，而后逐年下降，2019 年上半年，占比为 46.7%；2016 年至 2019 年上半年，百雀羚品牌利润贡献额占比分别为 49.1%、44.1%、35.8%和 25.1%。

图 9: 百雀羚 2016-2019H1 占主营收比


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 10: 百雀羚 2016-2019H1 品牌利润贡献占比


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

1.3 公司股权结构: 实控人占股比例高, 电商经验丰富

公司实际控制人是林振宇, 直接持有公司 861.8 万股股份, 持股比例为 14.4%; 通过网创品牌管理间接控制公司 51.7% 的股份(林振宇为网创品牌管理控股股东, 持有该公司 53.16% 的股份), 合计控制公司 66% 的股份。林振宇担任公司董事长、总经理, 对公司生产经营决策发挥重大影响, 是公司实际控制人。

董事长林振宇先生拥有丰富的电商经验, 2003 年至 2005 年任中国联通(厦门)分公司市场部主管; 2005 年至 2007 年任阿里巴巴(中国)有限公司福建区域市场部经理; 2007 年至 2010 年任淘宝(中国)有限公司营销中心市场部经理; 2010 年至 2012 年, 团购领域自主创业。

公司第一控股股东为网创品牌管理, 网创品牌管理设立于 2012 年 2 月 29 日, 经营范围为服务: 品牌管理、商务信息咨询(除商品中介)、企业管理咨询。公司第三大股东为中金佳泰, 中金佳泰设立于 2016 年 3 月 8 日, 经营范围为从事对未上市企业的投资, 对上市公司非公开发行股票的投资以及相关咨询服务。

图 11: 公司股权结构图


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

2 行业分析：规模增速明显，垂直品类机会大

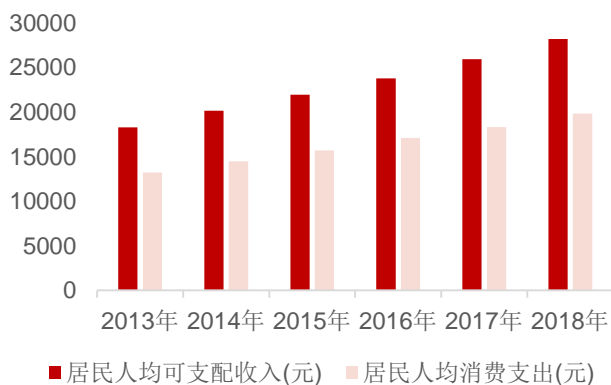
2.1 品牌电商服务市场规模增速明显，天花板仍然很高

品牌电商服务商是指为品牌商提供综合电商代运营服务的第三方服务市场，包括经销模式和代运营(服务)模式。该市场的规模扩张得益于居民消费能力提升，网络基础设施完善，和 B2C 市场的迅速增长。

(1) 居民对消费品与服务的潜在消费力巨大。居民人均可支配收入从 2013 年的 18311 元，增长到 2018 年的 28228 元，同期人均消费支出从 13220 元，增长至 19852 元，二者均呈逐年递增趋势。据贝恩咨询《2019 年中国快消品线上策略人群报告》显示，整个快消品城镇零售市场销售额在 2018 年达到 13025 亿元，其中电商渠道市场占比逐年提升，2014 年至 2018 年，年均复合增速高达 35%，市场规模则从 2014 年的 654.5 亿元，迅速增长到 2018 年的 2214.3 亿元。

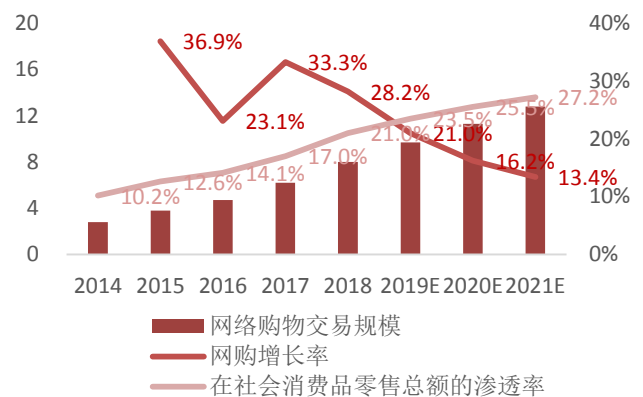
(2) 随着电商渗透率提升，网购市场规模不断扩大。据艾瑞咨询《2019 年中国品牌电商服务行业研究报告》，2018 年我国网购市场规模为 8 万亿元，仍保持 28.2% 的高速增长，在社零总额的渗透率也首次突破了 20%，预计 2021 年网购交易规模将达到 12.8 万亿元。

图 12：2013-2018 居民人均可支配收入和消费支出



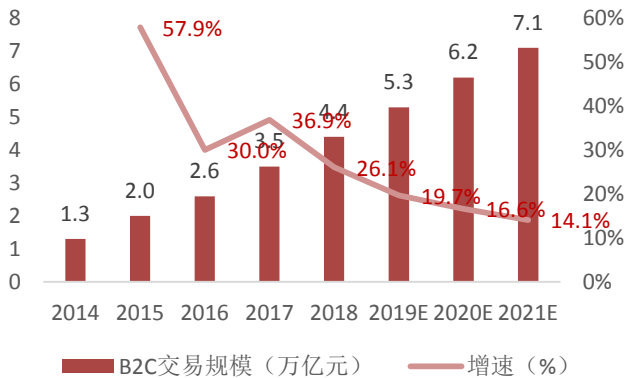
数据来源：统计局，西南证券整理

图 13：2014-2021E 中国网购交易规模

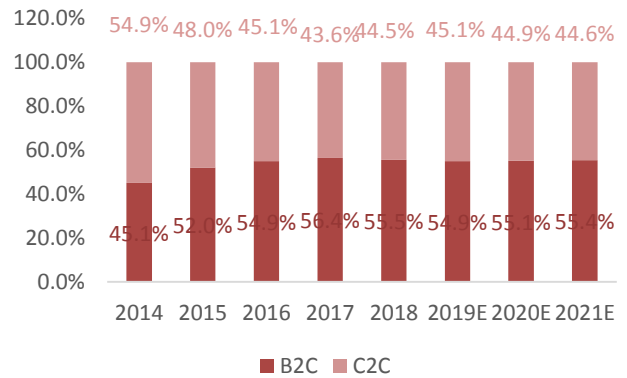


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

(3) 品牌企业更注重电商布局，资源投入也更大，服务更完善，而消费升级下消费者更注重产品质量和消费体验，预计品牌电商市场将稳定增长。艾瑞咨询《2019 年中国品牌电商服务行业研究报告》统计，2018 年网购 B2C 市场规模高达 4.4 万亿元，预计 2021 年将突破 7 万亿元。而近年来，B2C 在网购市场的市占率也不断增长，在 2015 年首次超过 C2C 后，市占率始终保持较大优势。

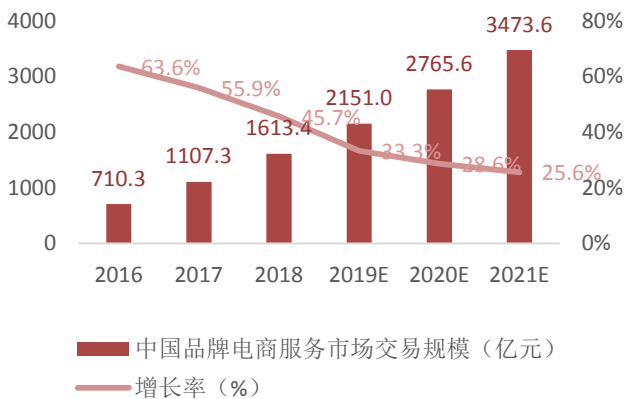
图 14：2014-2021E 中国 B2C 交易规模及增速


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

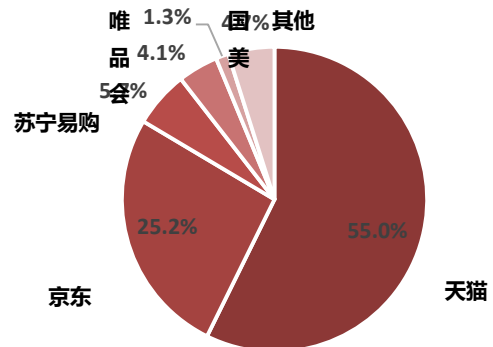
图 15：2014-2021E 中国 B2C 和 C2C 网购市场占比


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

电商服务提供商随 B2C 市场扩张而应运而生。 电商渠道要求品牌快速的响应与迭代，对此传统企业由于缺乏电商运营和线上营销经验，往往倾向于与电子商务服务提供商进行深度合作，由服务提供商代其开展电商平台搭建、网络营销、运营管理等相关工作。同时，由于电子商务服务提供商在网络数据挖掘、消费者需求分析、线上营销整合方面具有丰富的行业经验，能够提升企业产品的知名度和影响力，更多的传统企业主动选择利用电商渠道进行业务延伸或升级转型。

图 16：2016-2021E 中国品牌电商服务市场交易规模


数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 17：2018 年 B2C 网络零售市场占比


数据来源：中国电子商务研究中心，西南证券整理

B2C 网购市场流量较为集中，因此我国品牌电商服务商主要依托天猫、淘宝、京东、唯品会等大型第三方网购服务平台开展业务。 上述平台巨量的用户流量和完善的配套宣传、交易和支付体系会吸引越来越多品牌方开展品牌线上服务。由于电商运营需要大量有经验的专业人才提供策划、推广、运营等配套服务，为推动自身品牌线上业务的快速开展，品牌方通常会选取具有丰富行业经验、良好口碑和高品牌认可度的电子商务服务商合作，给予其品牌线上管理服务或营销服务，允许其代为开展电子商务相关工作。

而电商平台为了确保消费者服务质量及流量销售价值最大化，会对少数核心商家给予 KA 资质认证，将顾客流量资源重点倾斜给 KA 商家。 结合平台与品牌核心资源的支持，优秀电商服务提供商在消费者端将获得巨大的竞争优势。

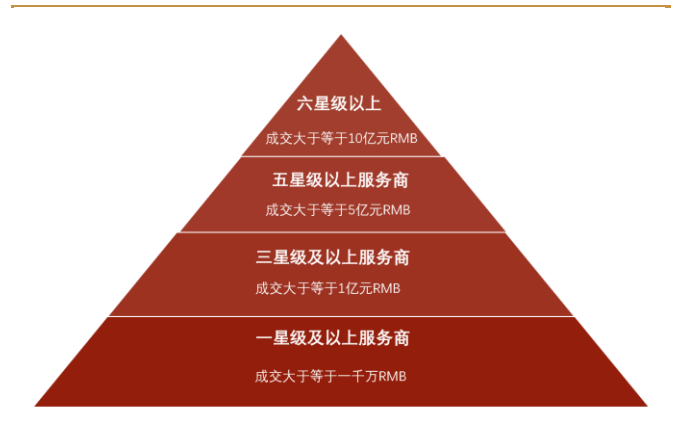
以天猫为例，猫将运营服务商评定分为六个星级，首先以不同成交量作为评选门槛，其次从“店铺运营能力”、“品牌营销能力”、“渠道运营能力”、“新零售运营能力”、“数据运营能力”等六个维度及“承接店铺规模，对天猫运营服务商进行综合能力评估。不同的星级对应不同的平台授予的权益。运营商获得的星级越高，可以获得平台更多的顾客流量资源和业务支持。

图 18: 天猫星级运营服务商



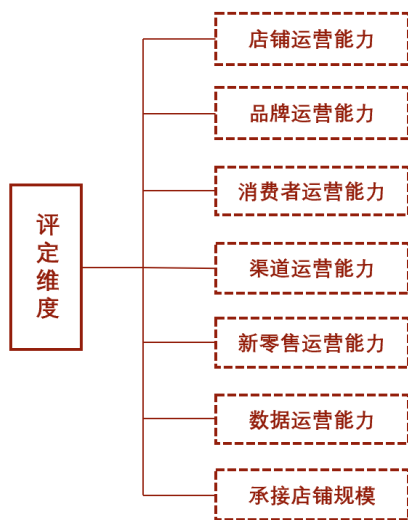
数据来源：天猫官网，西南证券整理

图 19: 天猫星级运营服务商星级评定门槛



数据来源：天猫官网，西南证券整理

图 20: 天猫星级运营服务商星级评定维度



数据来源：天猫官网，西南证券整理

图 21: 天猫星级运营服务商星级权益

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

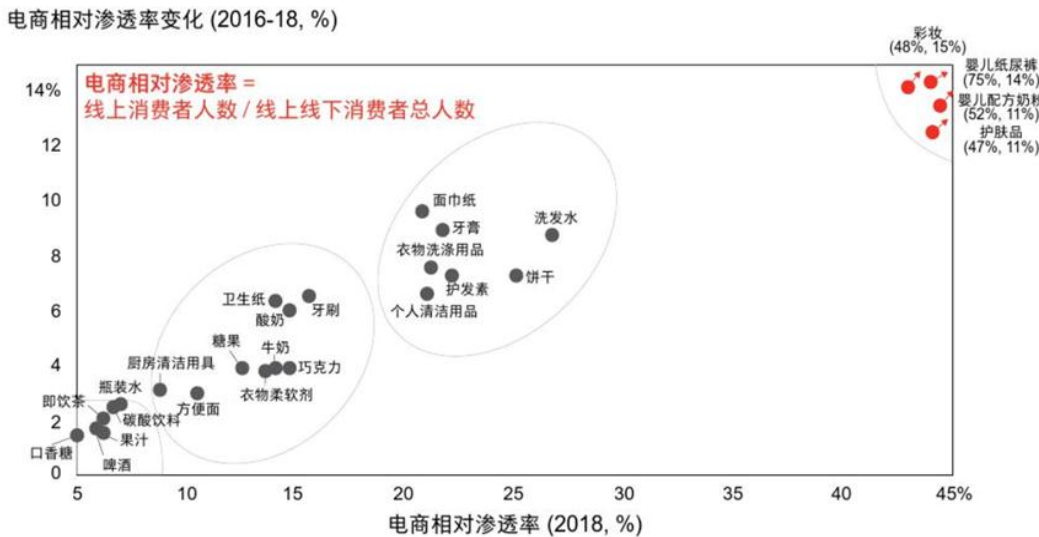
数据来源：天猫官网，西南证券整理

2.2 公司所处赛道分析：“后电商时代”释放化妆品品牌电商服务需求

公司以为百雀羚做电商服务起家，主要着力于为化妆品，尤其是彩妆品牌提供线上营销、管理、分销等服务。随着电子商务的不断发展，美妆行业电子商务化迅速崛起，不仅提供了更丰富的商品选择，也提供了更优质便捷的消费体验。越来越多的美妆消费者选择网购的消费方式。美妆网络交易额占化妆品行业总体零售规模的比重逐年增加，CBNData《2017 中

《国美妆个护消费趋势报告》显示，八成美妆个护品牌在中国线上渠道规模占比已超过 10%；美妆行业线上增速是线下增速的 11 倍。贝恩咨询《2019 年中国快消品线上策略人群报告》显示，彩妆电商相对渗透率在 2018 年高达 48%。未来，随着化妆品品牌方积极发展线上渠道，以及电子商务服务模式不断优化，化妆品线上渗透将进一步提高，整个化妆品网络零售市场规模将持续增长。

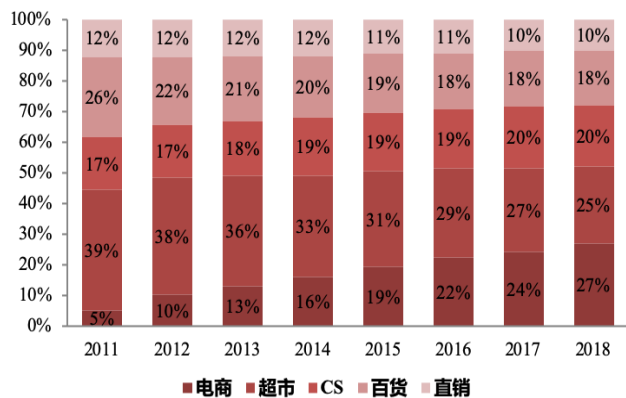
图 22：2018 年电商相对渗透率



数据来源：贝恩咨询，西南证券整理

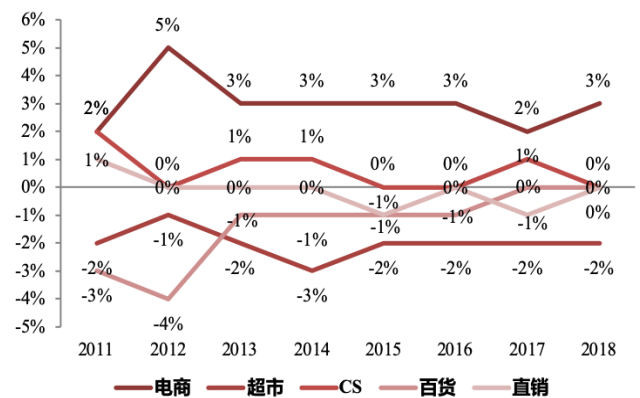
据中国产业信息网数据显示，化妆品销售各渠道中，电商占比从 2011 年的 5.0% 迅速增长至 2018 年的 27%，在各渠道中增长速度最快，在 2018 年超过超市，渠道占比第一，而超市、百货、直销等线下渠道则处于下降趋势。

图 23：化妆品销售各渠道占比



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

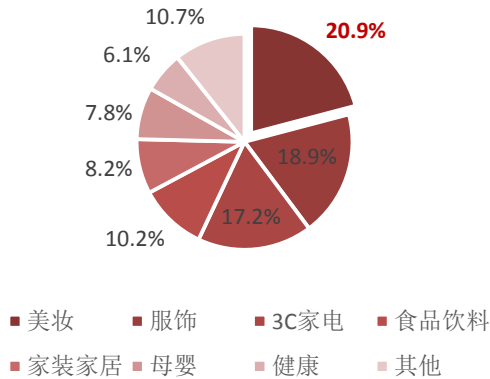
图 24：化妆品销售各渠道增长情况



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

据艾瑞咨询《2019 年中国品牌电商服务行业研究报告》统计，美妆、服饰、3C 家电品类的服务品牌数量位居三甲，占据绝对优势。其中，美妆品类作为消费升级的重点品类，占比达 20.9%，位列第一。美妆品牌服务在 2016 年至 2019 年（年化）年均复合增速超过了 100%。

图 25: 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, 西南证券整理

图 26: 前三大品类对电商服务需求与佣金率

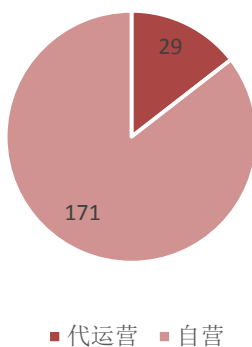


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

以天猫为例, 天猫旗舰店是美妆品牌重要的营销阵地和分销渠道。目前共有 281 家天猫旗舰店拥有“官方直销”标识(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的品牌有 76 家, 占比 27%。据艾瑞咨询统计, 2019 年国际品牌对品牌服务商需求比例高达 80%-90%, 而国内品牌只有 20%-30%。

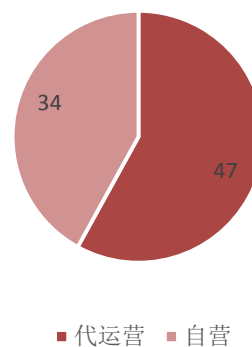
本土品牌多选择自营旗舰店, 如上海家化、丸美、珀莱雅、御家汇等化妆品公司旗下的品牌天猫旗舰店均为自营, 其中上海家化与丸美与代运营公司也有部分合作。知名品牌中仅百雀羚、三生花、丁家宜、相宜本草四个品牌选择代运营。而国内品牌根据自身所处发展阶段, 需求也有差异, 处于扩张期的大品牌有能力自建电商团队, 而经营下坡的大品牌和受制于成本压力的中小品牌, 则会寻求与代运营服务商合作, 以打通电商渠道。

图 27: 天猫旗舰店本土品牌自营与代运营数量



数据来源: 青眼统计, 西南证券整理

图 28: 天猫旗舰店外资品牌自营与代运营数量



数据来源: 青眼统计, 西南证券整理

相比而言, 由于国外品牌经营外包经验丰富, 加之希望借助专业资源迅速进入中国市场, 提升本地顾客的消费体验, 因此更倾向于寻找代运营服务商合作。如宝洁、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运营。也有为数不多的一些品牌选择自营, 如 LVMH、LG 生活健康、雅诗兰黛集团旗下品牌。

图 29: TEP 天猫服务商



数据来源: 天猫官网, 西南证券整理

图 30: TEP 在天猫平台的权益



数据来源: 天猫官网, 西南证券整理

在“后电商”时代, 互联网进入下半场, 流量红利已尽, 精细化运营时代来临, 在平台的大力推动下, 加之化妆品行业电商运营技巧多、专业要求高, 预计未来化妆品品牌电商服务商集中度将得到提高, 龙头企业将获得更大发展。以天猫为例, 天猫加强了生态赋能, 将原来的 TP 升级为 TEP, 建成天猫最大服务商生态合作平台, 为品牌提供智能商业一站式解决方案, 截至 2019 年 2 月, 天猫共拥有 933 家已认证服务商, 310 家星级服务商。2019 年天猫生态服务商大会透露, 未来三年天猫平台服务商规模将增长两倍, 帮助国内外品牌创造 5000 亿元的销售总额。为此, 天猫发布了扶持服务商的三大计划。首先是提升服务商的数字化运营能力, 天猫将提供线上线下专项技能培训, 帮助服务商做更多的能力认证, 开放 100 个消费者运营认证机会、50 个数据银行认证机会、50 个品牌号服务商认证机会。在现有的服务商中, 天猫也将重点招募 100 家, 服务于 2000 个新品牌, 帮助新店实现 100 亿元的销售总额增长。而对于有单方面服务特长的服务商, 天猫将通过战略投资、一对一培训等方式, 打造 50 家年销售额超 10 亿元的服务商。

3 公司竞争优势分析：电商服务模式化，品牌销售能力强

3.1 优秀的品牌建设运营能力

3.1.1 应用大数据开发设计品牌的完整链路

线上销售最大的特点是通过数据收集和分析，寻找更为精准的消费群体，从而提高销售效率。公司具有丰富的营销经验和大数据分析能力，能从销售情况出发挖掘并整理得出市场实时数据，通过分析产出报告并反馈给品牌，引导品牌产品开发和市场推广的决策与应用，实现数据分析到决策和应用的一站式服务。在电子商务信息化、网络化、数据化方面，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。该系统通过支持复杂的订单营销管理功能，准确定位潜在消费者群体，提高品牌销售效率的同时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。

图 31：运用大数据新品开发设计流程图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

以公司为品牌方开发一款面膜产品为例：项目运营部门通过数据监测和对市场趋势的预判，发现 60-80 元价格带的面膜品类市场存在巨大的潜力，随后结合数据调研结果和品牌产品特征，向品牌提出占领该品类市场的产品开发和市场投放全案，并根据品牌需求，与其他九个部门配合其一同完成全案的实施，实现产品销售和市场占有，并阶段性出具执行反馈报告，便于研究备案和优化调整。公司由此完成了从消费者洞察到实际销售产出 10 个步骤的闭环链路，满足了品牌方调研数据落地的需求。

3.1.2 通过定制会员服务提高品牌满意度

公司通过品牌核心形象设计、产品策划、产品设计与推广等一系列工作，帮助各品牌完成了产品设计项目百余个，物料设计项目逾五百个，并投入实际应用，产品市场反馈良好。针对线上消费者具有年轻化和个性化的特征，一方面，公司利用客服端发掘独特的消费者需求，收集并汇总至用户体验部，经过精心策划为会员提供个性化用户体验，另一方面，公司成立了用户体验部，为品牌会员提供定制化的赠品。报告期内，公司完成了千余项会员定制服务，提高了消费者的美誉度及忠诚度。

图 32：个性化会员服务



案例说明：

这是一位聋哑人客户，因为不能听电话需要客服备注，请快递员微信联系。这是一位乐观开朗的女孩，接下去的一天里，客户向我们展示了她自己做的工艺品，她告诉我们，因为自身的原因，小县城里没法找到一份合适的工作。

个性化体验：

万万没想到团队特意去研究了手语之后，在手霜的盖子上贴上手语图片，分别是“祝”、“你”、“快乐”。并在寄出时，在快递单上备注：“我的朋友听不见电话声，请好心的快递员短信通知她，谢谢！”

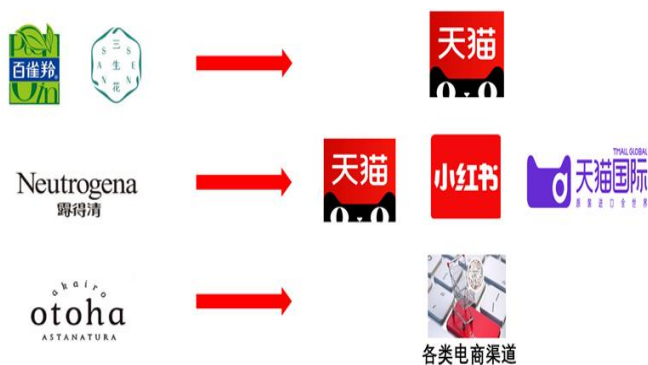
事后，公司还联合快递公司特别策划了一场“关爱聋哑人”的公益活动，大大增强了聋哑人这个特殊消费群体对于品牌的好感度。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.1.3 多品牌、多品类、多平台发展品牌业务

在品牌线上营销服务方面，已签约百雀羚、三生花、露得清、OTOHA，在天猫、天猫国际、小红书等渠道为品牌商服务。其中百雀羚为公司初创阶段的标杆性服务品牌，公司通过为百雀羚提供品牌线上服务，探索、完善了品牌一站式服务的模式，积累、总结了品牌线上服务的各个模块、方法和经验，并应用于其他品牌及品类的服务中，逐步在行业内获了较高知名度和美誉度。

图 33：公司线上营销合作品牌



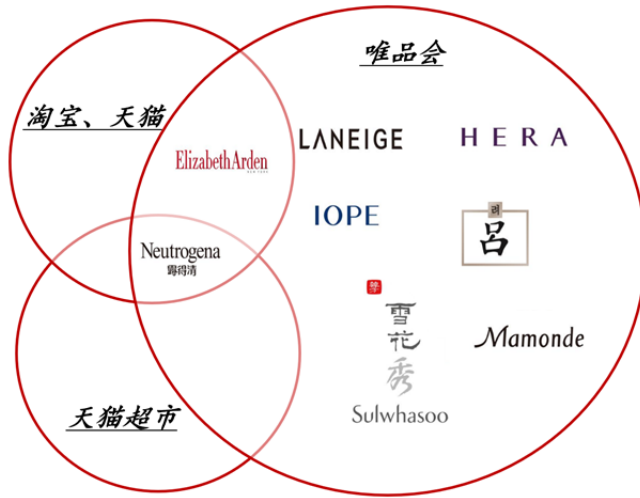
数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 34：公司线上管理合作品牌



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 35：公司线上分销合作品牌



数据来源：招股说明书，西南证券整理

在分析品牌方产品的特点、现状的基础上，公司为品牌方量身定制线上运营服务并执行，线上管理均取得热烈的反响。

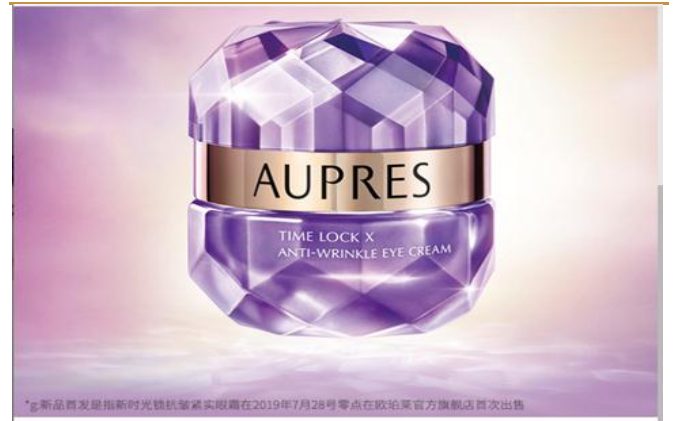
案例一：2017 年 5 月，一支名叫“一九三一”长图在全国朋友圈掀起了一波又一波的刷屏，根据统计，壹网壹创为【百雀羚天猫旗舰店】母亲节而做的这场推广活动，在微博和各客户端【1931 长图】的相关文章多达 2481 篇，保守估计曝光量在 8000 万以上。

图 36：百雀羚“1931”营销



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 37：欧珀莱“小紫钻眼霜”



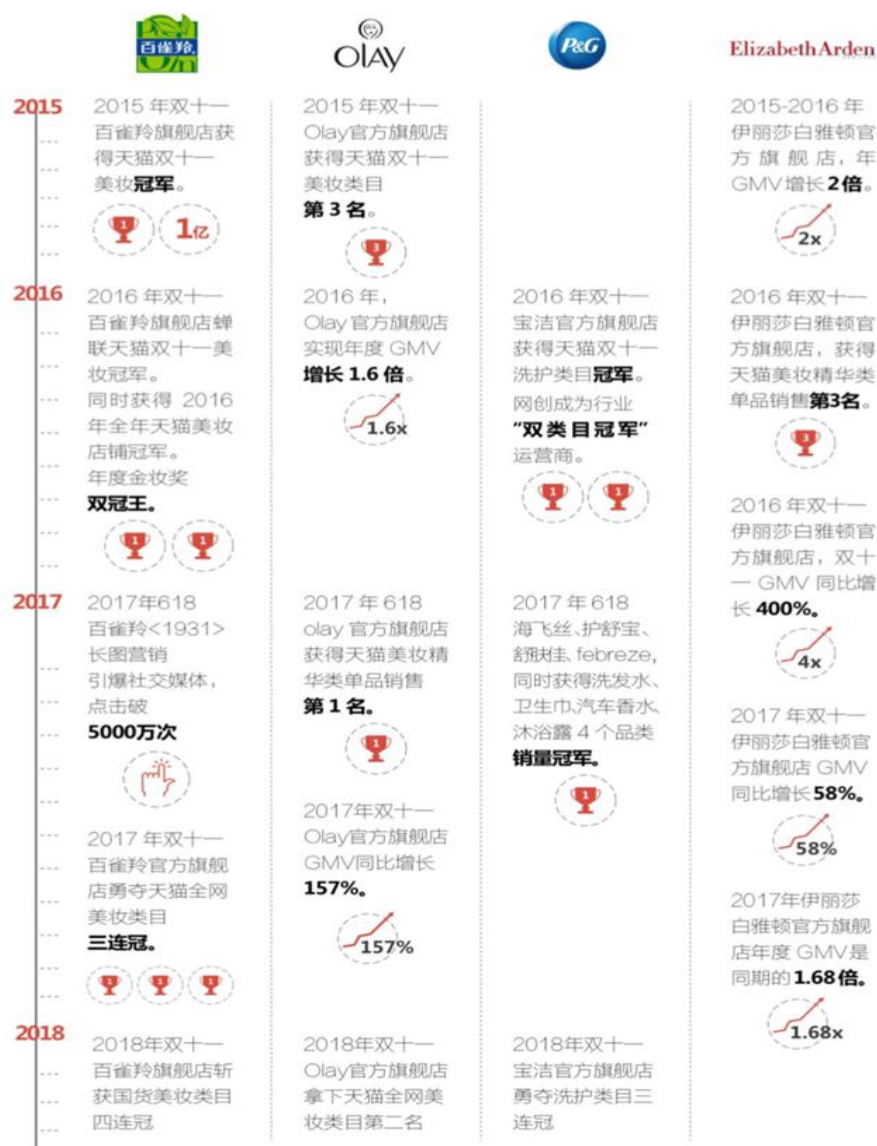
数据来源：招股说明书，西南证券整理

案例二：2019 年 8 月 23 日，欧珀莱聚划算欢聚日，新品“小紫钻眼霜”重磅首发，开启提拉紧致眼霜新纪元。闺蜜情走心反转视频引发“爱锁时光”话题热议，攀登微博话题热搜榜；新世相，黎贝卡等 5 位大 V 联手推荐，阅读量 50W+；品牌大使罗云熙，主持人李湘及超头部达人李佳琦站内站外强势安利，微博，抖音，头条等九大 APP 开屏联合曝光 1 亿次+。

3.2 品牌销售达成能力强——流量、转化、客单价齐高

电商行业以销售额为核心指标，销售达成能力是公司最具优势的核心竞争力之一。而销售额=流量*转化率*客单价，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;2016年，公司进一步开拓了日化类目，与国际快消品巨头 P&G 等的合作，也取得了优秀的销售成绩。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。

图 38：公司销售业绩表现“亮眼”



数据来源：招股说明书，西南证券整理

在流量引入方面，电商平台的各种免费流量种类繁多，规则复杂，竞争激烈；而平台会对具有优质整合营销方案的品牌以流量支持。公司具有丰富的整合营销经验，能够深入了解平台方的需求，通过挖掘品牌文化，丰富产品卖点，整合媒介资源，创造可传播内容，从而获取大量的高性价比流量，降低了运营成本。

图 39: 公司运营品牌旗舰店钻展点击率

钻展点击率与行业比较

2018年11月1日-2018年11月12日

1.49倍 Olay官方旗舰店
 钻展点击率为行业均值的1.49倍

2.41倍 伊丽莎白雅顿官方旗舰店
 钻展点击率为行业均值的2.41倍

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

“病毒式传播”是利用公众的积极性和人际网络, 让营销信息像病毒一样传播和扩散, 在互联网上, 通常能够基于社交媒体创作能够二次传播的内容获取流量。在平台流量趋近饱和的情况下, 能够有效获取平台外流量。而公司具备媒体计划、内容创意、视频监制、脚本撰写、IP 选择、直播策划、承接页撰写的能力, 通过一系列营销活动, 成功从平台外引流, 引入新的客群。

图 40: 公司线上营销经典案例《“头”等大事》


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 41: 公司线上营销经典案例《四美不开心》


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

付费广告推广是各品牌获取流量的另一重要途径。由于给多个品牌方提供广告推广服务, 广告整体投放量远超单一品牌的投放量, 公司拥有规模化的聚合优势, 可以为品牌获得更低的广告采购成本和更多的稀缺优质广告资源; 另外, 公司的广告投放团队也积累了海量的实战操作数据, 丰富投放经验和技巧, 从而进一步提升投放效果。

在优化转化率方面, 公司建立了成熟的精细化运营体系。在选品组合、价格带规划、卖点提炼、促销创新、视觉测试等多维度建立了专业化、数据化、流程化的团队和体系, 为所经营的品牌销售达成提供转化率保障。例如:2017年, 公司承接的 DR.WU 达尔肤官方旗舰店, 通过精细化运营, 在接店3个月的情况下使得店铺“618”转化率及销售额呈现高速增长。

图 42: 公司代运营达尔肤官方旗舰店



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 43: 达尔肤旗舰店转化率、GMV 迅速增长



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

在提升客单价方面, 公司通过数据分析关联产品, 优化选品组合, 设计规划套装产品, 有效提升了客单价。同时, 公司自主研发、设计高价值感赠品、物料等, 产生文化共鸣, 淡化消费者价格敏感度, 减少以折扣销售产品, 提高客单价。

图 44: 为 Olay 品牌升级, 提高客单价

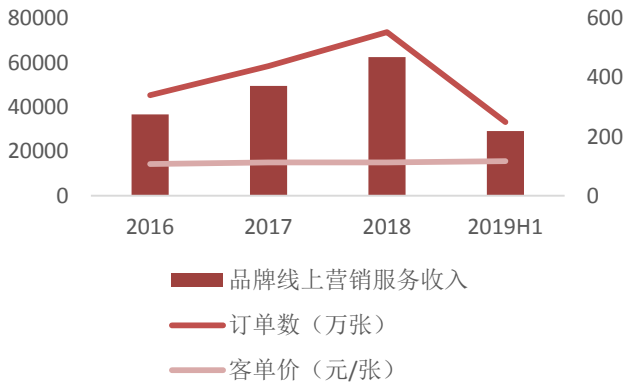


项目名称: Olay双11 升级明星单品-ProX淡斑精华

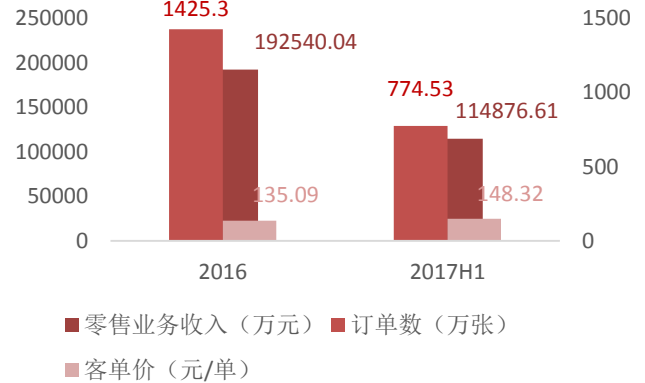
创作承接 / 网创科技 委托品牌 / Olay 品牌 爆发时间 / 2017 年双十一
 代表价值 / 原来: 多效系列三件套 (单价: 178), 现在: Prox 淡斑精华 (单价: 368)
 通过市场洞察, 匹配消费升级优化选品结构, 提升了近 200 元客单价

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

对比品牌线上营销服务收入来看, 客单价的小幅提高, 导致线上营销收入增长略快于订单数增长。而订单数的提高, 原因主要是, 第一, 快消品线上市场发展快速, 电商渠道占比逐年增加; 第二, 通过积累消费者购买行为数据, 公司提升了数据挖掘能力, 能够为品牌方提供更加准确的客户定位和产品营销策略, 为消费者提供个性化的产品推荐和优质的客户服务, 促进了品牌方产品销售; 第三, 该模式下主要品牌为百雀羚, 依托天猫平台的流量优势、公司的精细化营运, 百雀羚旗舰店 2015 年-2017 年连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目的第一名, 百雀羚品牌影响力和知名度不断提升, 品牌线上营销服务收入和订单同向快速增长。

图 45: 公司客单价 2016-2019H1 逐步上升


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 46: 丽人丽妆 2016-2017H1 客单价情况


数据来源: 丽人丽妆招股说明书, 西南证券整理

与同行业公司丽人丽妆比较, 由于丽人丽妆线上营销服务以欧美品牌美妆类产品为主, 2016 年至 2017 年上半年, 因授权的高端品牌数量增加, 产品平均销售价格提升, 客单价从 135.09 元/单提升到 148.32 元/单, 而公司品牌线上营销服务收入主要来自传统国货品牌百雀羚, 因此丽人丽妆客单价略高于公司。但二者客单价均呈逐步上升趋势, 反映了“颜值经济”的持续向好。

3.3 同行业公司对比: 公司各项经营指标良好

表 2: 同行业公司及其业务

可比公司	主营业务
壹网壹创	为国内外知名快消品品牌提供全网各渠道电子商务服务
宝尊电商	为品牌企业和零售商提供包括营销服务、IT 服务、客户服务和物流服务等在内的专业的整合式电子商务服务
杭州悠可	通过经销和品牌运营两种经营模式为品牌商提供品牌重塑、互联网整合营销、店铺精细化运营、客户服务、仓储配送等全产业链电商服务
若羽臣	为快消品品牌方提供品牌定位、店铺运营、渠道分销、整合营销、数据挖掘、仓储物流等电子商务综合服务
丽人丽妆	主营业务为化妆品电商零售等业务

数据来源: 招股说明书, 公司官网, 西南证券整理

偿债能力比较: 公司盈利能力逐步提升, 资产结构渐趋合理。2016-2018 年, 公司的流动比率、速动比率整体呈上升趋势, 资产负债率较低, 反映了公司良好的偿债能力。2018 年公司偿债能力良好, 较以前年度略有下降, 主要由于公司业务规模扩大, 增加了流动负债。公司良好的销售回款, 对公司偿债能力提供有力支撑。从同行业公司的波动情况来看, 虽然各年间波动趋势略有差异, 但整体而言, 较低的资产负债率经营是行业内各公司的普遍特点。

表 3: 同行业公司流动比率、速动比率、资产负债率

指标	公司名称	2018 年	2017 年	2016 年
流动比率	宝尊电商	1.86	2.15	2.72
	杭州悠可	1.56	4.21	3.22
	若羽臣	3.6	3.37	3.06
	丽人丽妆	2.52	2.28	2.33

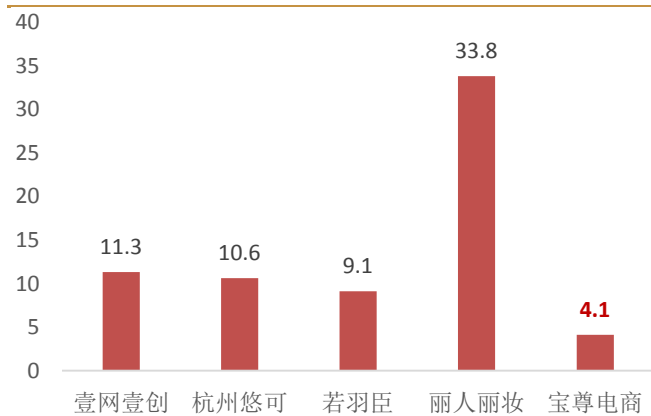
指标	公司名称	2018 年	2017 年	2016 年
	算术平均值	2.39	3	2.83
	公司	4.08	4.54	3.18
速动比率	宝尊电商	1.49	1.81	2.33
	杭州悠可	0.95	2.68	1.36
	若羽臣	2.71	2.3	1.98
	丽人丽妆	1.81	1.69	1.46
	算术平均值	1.74	2.12	1.78
	公司	3.15	3.95	2.57
	公司	3.15	3.95	2.57
资产负债率 (母公司)	宝尊电商	0.4534	0.3863	0.3362
	杭州悠可	0.6264	0.23	0.2753
	若羽臣	0.3641	0.3586	0.5126
	丽人丽妆	0.4658	0.4985	0.4401
	算术平均值	0.4774	0.3683	0.3911
	公司	0.1638	0.1466	0.1781
	公司	0.1638	0.1466	0.1781

数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

资金周转能力比较：与同行业可比公司相比，2018 年，公司应收账款周转率低于丽人丽妆，高于宝尊电商，这主要由不同公司的业务结构所决定。公司各类业务中，由于品牌线上营销服务主要面向终端消费者，该类业务不存在应收账款，应收账款主要源自品牌线上管理服务。与丽人丽妆相比，公司品牌线上管理服务规模较大，带来应收账款周转率略低。

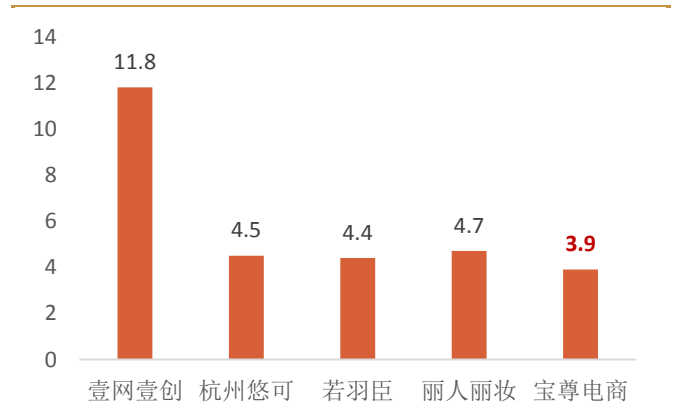
存货周转率方面，公司优于同行业上市公司/拟上市公司，反映了公司良好的存货管理能力，公司对存货规模、库龄进行了严格的控制，提升了公司经营效率和资产周转能力，为股东创造了良好的经济效益。

图 47：同行业公司 2018 年应收账款周转率



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

图 48：同行业公司 2018 年存货周转率



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 2019-2021 年公司品牌线上营销服务销量增速为 25%、20%、20%，线上分销为 150%、80%、50%，品牌线上管理服务 40%、30%、20%，内容服务为 10%、5%、5%。

假设 2: 2019-2021 年公司品牌线上营销服务毛利率稳定为 42%、42.5%、43%，线上分销毛利率稳定为 13.5%、14%、15%，品牌线上管理服务毛利率稳定 65%，内容服务毛利率稳定 30%、31%、32%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 4：主营业务收入拆分（百万元）

分类	项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
品牌线上营销服务	收入	494.65	625.07	781.34	937.61	1125.13
	yoy	34.97%	26.37%	25%	20%	20%
	成本	297.2	365.14	453.18	539.12	641.32
	毛利率	39.92%	41.58%	42.0%	42.5%	43.0%
线上分销	收入	10.65	151.45	378.63	681.53	1022.29
	yoy	-67.75%	1321.62%	150%	80%	50%
	成本	966.09	132.18	327.51	586.11	868.94
	毛利率	9.32%	12.73%	13.5%	14.0%	15.0%
品牌线上管理服务	收入	198.87	228.72	320.21	416.27	541.15
	yoy	86.35%	15.01%	40%	30%	30%
	成本	67.57	79.41	112.073	145.6946	189.403
	毛利率	66.02%	65.28%	65%	65%	65%
内容服务	收入	--	6.9	7.59	7.97	8.37
	yoy	--	--	10%	5%	5%
	成本	--	4.72	5	5	6
	毛利率	--	31.57%	30%	31%	32%
其他业务	收入	0.24	0.65	1.00	1.50	2.00
	成本	0.06	0.0007	0.00	0.00	0.00
合计	收入	704.41	1012.8	1488.76	2044.87	2698.93
	yoy	38.86%	43.78%	46.99%	37.35%	31.99%
	成本	374.49	581.45	898.07	1276.43	1705.36
	毛利率	46.84%	42.59%	39.68%	37.58%	36.81%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.64 元、3.31 元、4.14 元，归母净利润增速分别为 29.8%、25.5%、24.97%，对应 PE 分别为 61/49/39 倍。由于化妆品行业趋势向上，公司成长能力强，首次覆盖给予“增持”评级。

5 风险提示

线下渠道扩张或不及预期；行业竞争或加剧；产品销售或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1012.80	1488.75	2044.86	2698.92	净利润	162.62	211.07	264.90	331.05
营业成本	581.45	898.07	1276.42	1705.35	折旧与摊销	6.61	2.74	2.74	2.74
营业税金及附加	6.14	9.02	12.39	16.35	财务费用	-0.82	0.00	0.00	0.00
销售费用	190.06	267.98	357.85	472.31	资产减值损失	1.52	2.00	2.00	2.00
管理费用	32.39	44.66	57.26	75.57	经营营运资本变动	-75.83	-101.92	-119.55	-139.71
财务费用	-0.82	0.00	0.00	0.00	其他	10.78	-2.00	-2.00	-2.00
资产减值损失	1.52	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	104.87	111.89	148.09	194.08
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5.42	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-22.70	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-28.13	0.00	0.00	0.00
营业利润	202.46	267.03	338.94	427.34	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	14.82	15.00	15.00	15.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	217.28	282.03	353.94	442.34	股权融资	0.00	766.00	0.00	0.00
所得税	54.67	70.95	89.05	111.29	支付股利	-51.00	-32.52	-42.21	-52.98
净利润	162.62	211.07	264.90	331.05	其他	-6.01	0.08	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-57.01	733.56	-42.21	-52.98
归属母公司股东净利润	162.62	211.07	264.90	331.05	现金流量净额	19.65	845.45	105.87	141.10
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	106.97	952.43	1058.30	1199.40	成长能力				
应收和预付款项	153.40	227.16	313.67	414.80	销售收入增长率	43.78%	46.99%	37.35%	31.99%
存货	74.58	115.20	163.73	218.75	营业利润增长率	15.41%	31.89%	26.93%	26.08%
其他流动资产	87.09	128.01	175.83	232.07	净利润增长率	17.99%	29.80%	25.50%	24.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.97%	29.54%	26.66%	25.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11.91	10.89	9.86	8.84	毛利率	42.59%	39.68%	37.58%	36.81%
无形资产和开发支出	0.21	0.21	0.20	0.20	三费率	21.88%	21.00%	20.30%	20.30%
其他非流动资产	69.19	67.47	65.76	64.04	净利率	16.06%	14.18%	12.95%	12.27%
资产总计	503.35	1501.37	1787.36	2138.10	ROE	40.65%	15.70%	16.90%	17.94%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	32.31%	14.06%	14.82%	15.48%
应付和预收款项	73.49	110.62	154.51	205.17	ROIC	52.71%	47.98%	43.90%	41.70%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.56%	18.12%	16.71%	15.94%
其他负债	29.84	46.09	65.51	87.53	营运能力				
负债合计	103.33	156.72	220.02	292.70	总资产周转率	2.36	1.49	1.24	1.38
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	固定资产周转率	110.15	130.63	197.09	288.53
资本公积	44.83	790.83	790.83	790.83	应收账款周转率	11.92	12.78	12.43	12.22
留存收益	295.27	473.82	696.50	974.57	存货周转率	11.78	9.46	9.15	8.92
归属母公司股东权益	400.02	1344.65	1567.33	1845.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.81%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	400.02	1344.65	1567.33	1845.41	资产负债率	20.53%	10.44%	12.31%	13.69%
负债和股东权益合计	503.35	1501.37	1787.36	2138.10	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.08	9.08	7.78	7.06
					速动比率	3.36	8.34	7.03	6.31
					股利支付率	31.36%	15.41%	15.94%	16.00%
					每股指标				
					每股收益	2.03	2.64	3.31	4.14
					每股净资产	5.00	16.81	19.59	23.07
					每股经营现金	1.31	1.40	1.85	2.43
					每股股利	0.64	0.41	0.53	0.66
业绩和估值指标									
EBITDA	208.25	269.77	341.68	430.08					
PE	79.68	61.39	48.92	39.14					
PB	32.39	9.64	8.27	7.02					
PS	12.79	8.70	6.34	4.80					
EV/EBITDA	45.90	44.31	34.67	27.22					
股息率	0.39%	0.25%	0.33%	0.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn