

## 零售

报告原因：深度报告

2021年9月29日

## 电商代运营专题研究

电商代运营服务多元发展，助力品牌数字化转型

## 评级

看好

行业研究/深度报告

电商及服务业近一年市场表现



分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 投资要点

- **网购交易规模快速增长，社交电商成增长新引擎。**随着双循环格局的加快形成，网络零售不断培育消费市场新动能，并在疫情冲击下保持逆势增长。近年来，伴随线上消费习惯的逐渐养成，品牌厂商意识到拓展线上渠道的重要性，纷纷在电商领域加大投入。在消费升级不断深化的进程中，消费者对网购品牌、品质和服务的关注度不断提升，B2C 模式已成为网络零售市场发展的重要驱动力，未来 B2C 市场交易规模和结构占比将进一步提升。电商平台的商业模式快速迭代创新，社交电商成为网络消费持续快速增长的重要支撑。伴随社交平台与电商融合程度不断加深，社交电商已经成为电商行业发展的新兴驱动力。
- **服务商赋能品牌价值，向精细化运营转型。**电商服务业是伴随电商发展而逐渐兴起的一种新兴服务业，是为促进电商各项活动顺利开展所提供各种专业服务的集合体，历经十余年的发展，主要经历了起步、发展、升级三个阶段，目前处于转型升级阶段。电商代运营商的发展主要基于品牌方线上运营的诉求，目前基本覆盖品牌线上化所需的全链路服务。电商规模扩张、B2C 不断渗透、品牌加速触网，共同促进品牌电商服务行业快速增长，行业集中度逐步提升，盈利能力也稳步增长。从竞争格局来看，细分服务环节难以形成专业性壁垒，全链路代运营服务商的竞争优势更大。
- **垂直型服务商数量较多，国际品牌、美妆电商服务需求较大。**从头部品牌服务商来看，垂直类数量多于全品类，以细分领域切入构建差异化优势成为市场主流。在天猫平台的品牌服务商中，化妆品、食品、母婴品类服务商数量占比相对较多，其中美妆品牌商使用电商服务的需求比例和佣金率均相对较高。从品牌商需求来看，国际品牌更倾向于委聘电商服务商。随着市场教育增多，国内中小品牌的外包服务意识在逐渐增强，未来细分市场中具有较强品牌影响力的中小品牌将为服务商带来新的盈利增长点。从品类需求来看，美妆品牌的电商服务需求最大、前景广阔，美妆品牌的电商服务行业整体分散，成熟品牌服务相对集中。
- **技术升级、流量迭代、服务更新，多元渠道布局提速。**电商平台与社交网络平台的技术水平不断发展和迭代，电商服务机构逐步向更具价值创造性的品牌综合服务商转型。随着中国市场购买力的不断增强，跨境进口线上零售成为国际品牌进入中国市场战略扩张的主要突破口。服务商为品牌量身打造其独特的市场拓展解决方案，有助于品牌探索中国市场，提升消费者认知。凭借自身强大的渠道整合和资源配置能力，服务商还可以回溯产业链上游，指导品牌商从消费者需求入手，形成以需求促生产的 C2M 电商模式。凭借全链路营销体系，电商服务企业具备助力自有





品牌孵化的能力。伴随消费者信息获取手段的日益多样化，品牌服务商越来越重视多元渠道布局，而服务商的流量服务价值也随品牌方的需求升级而迭代。

- **投资建议：**随着品牌方对电商运营服务要求的精细化，品牌电商服务趋向于多元发展，同时行业上下游企业资源整合加速，品牌向行业龙头集中是大势所趋。随着代运营头部企业在境内外陆续上市，借助资本市场的力量，头部企业的市场影响力和融资能力不断提升，有望持续强化自身护城河，行业马太效应显著。在流量成本日渐高涨、流量变现需求日益增强的电商时代，建议关注行业集中度较高、品牌依赖性较强、能够提供一站式综合服务的头部代运营企业，如壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣等。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；市场竞争加剧风险；品牌授权及拓展风险；电商平台依赖风险；核心运营人才流失的风险。

## 目录

<b>1. 网购交易规模快速增长，社交电商成增长新引擎</b>	<b>6</b>
1.1 网络购物持续发展，用户规模稳定增长	6
1.2 电商立法规范行业发展，带动相关政策法规不断完善	7
1.3 B2C 交易规模快速增长，逐渐占据市场主导地位	9
1.4 平台商业模式快速迭代，社交电商成为增长新引擎	9
<b>2. 服务商赋能品牌价值，向精细化运营转型</b>	<b>11</b>
2.1 电商服务兴于淘系平台，向精细化运营转型升级	11
2.2 基于品牌线上运营诉求，构建全链路生态服务	13
2.3 行业快速增长、集中度提升，服务商赋能品牌价值	15
2.4 板块收入利润规模逐年扩大，盈利能力和质量不断提升	17
2.5 品牌电商服务环节众多，全链路综合服务壁垒较高	18
<b>3. 垂直型服务商数量较多，国际品牌、美妆电商服务需求较大</b>	<b>19</b>
3.1 服务商承上启下，链接品牌和消费者	19
3.2 垂直型服务商数量较多，高频刚需品类占据主流	20
3.3 国际品牌倾向外包，美妆电商服务需求最大	22
3.4 成熟美妆品牌服务相对集中，悠可、网创、丽妆三足鼎立	24
<b>4. 技术升级、流量迭代、服务更新，多元渠道布局提速</b>	<b>26</b>
4.1 技术手段拓展升级，服务内容迭代更新	26
4.2 国际品牌重视中国市场，对服务商依赖度增强	27
4.3 回溯上游、探索下游，双线融合带来增量机会	28
4.4 助力自有品牌孵化，搭建自有品牌矩阵	30
4.5 加快多元渠道布局，流量服务体系迭代升级	32
<b>5. 投资建议</b>	<b>33</b>
5.1 标的汇总	33
<b>6. 风险提示</b>	<b>35</b>

## 图表目录

图 1：2015-2021H1 网络零售交易额及同比增长	6
图 2：2016-2020 年中国网络购物用户规模及使用率	6
图 3：2015-2021H1 实物商品网上零售额及同比增长	7
图 4：全网用户城市级别分布	7
图 5：我国网络零售 B2C 市场交易规模（亿元）	9
图 6：2011-2021 年我国互联网零售市场结构及预测	9
图 7：2014-2022 年中国社交电商交易规模及预测	10
图 8：2016-2022 年中国移动社交用户规模及预测	10
图 9：社交电商发展迅速且多样化	10
图 10：电商服务行业发展历程	11
图 11：2010-2019 年我国新增电商数量变化情况（家）	12
图 12：10-19 我国电商营销服务类企业数量变化情况	12
图 13：品牌电商服务生态价值链及参与者	13
图 14：品牌电商服务商分类及商业模式	14
图 15：2011-2021E 电商服务行业营业收入规模及增速	15
图 16：2015-2021E 品牌电商服务行业营收及增速	15
图 17：天猫服务商星级划分及数量（2021）	16
图 18：2016-21H1 代运营板块营收规模及同比	17
图 19：16-21H1 代运营板块归母净利润规模及同比	17
图 20：2016-21H1 代运营板块盈利能力变化	18
图 21：2020 年代运营板块成分股盈利能力指标	18
图 22：品牌电商服务商进入者主要壁垒	19
图 23：品牌电商服务商为产业链各方提升价值	20
图 24：品牌服务商全品类与垂直类代表	21
图 25：2020 年垂直类代运营商数量统计	21
图 26：2020 年天猫平台品牌电商服务商供给结构	21
图 27：三大品类电商服务需求及佣金率对比	22

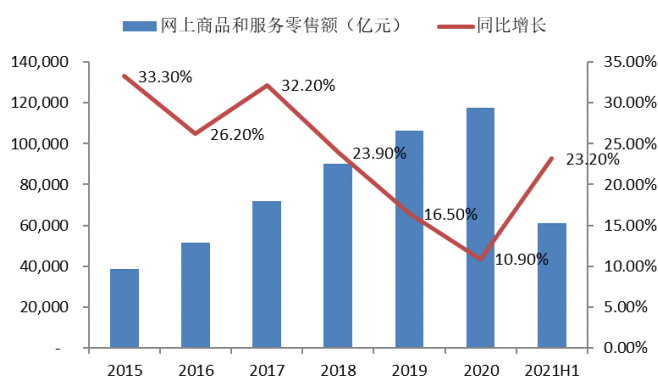
图 28：国内外品牌对于品牌服务需求对比 .....	23
图 29：美妆电商市场规模（亿元）及渗透率 .....	23
图 30：美妆电商服务行业市场规模(亿元)及渗透率.....	23
图 31：化妆品国际品牌服务案例：杭州悠可&法国诺奥思(NAOS).....	25
图 32：化妆品国际品牌服务案例：丽人丽妆&美壹堂 .....	26
图 33：电商平台技术升级与营销环节智能化策略 .....	27
图 34：中国海外品牌电商服务市场规模（按 GMV 计）及份额.....	28
图 35：中国跨境进口品牌电商服务市场规模（按 GMV 计）及份额.....	28
图 36：品牌商线上供应链调整变化（以 ZARA 为例） .....	29
图 37：产业生态趋于完善，服务商价值凸显 .....	30
图 38：自有品牌城镇销售额年度增长率% .....	31
图 39：自有品牌高增长前六品类市场份额 .....	31
图 40：壹网壹创孵化自有品牌每鲜说案例 .....	31
图 41：品牌服务商致力于流量全链路运营 .....	32
表 1：近年来我国电商行业相关政策整理 .....	7
表 2：电商服务主要业务模式比较 .....	15
表 3：美妆类品牌服务商对比 .....	24
表 4：板块内上市公司估值分析及盈利预测概览（万德一致预期，根据 9.28 日收盘数据） .....	35

## 1. 网购交易规模快速增长，社交电商成增长新引擎

### 1.1 网络购物持续发展，用户规模稳定增长

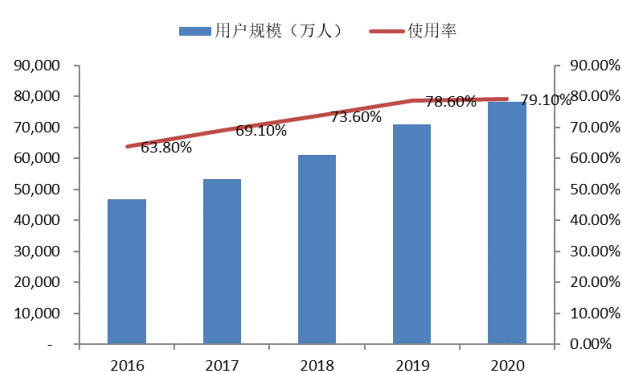
电子商务起源于上世纪 90 年代，经过近三十年的快速发展，电商行业经过了从技术发展到产业链形成的发展道路，在培育新业态、创造新需求、拓展新市场、促进传统产业转型升级、推动公共服务创新等方面的作用日渐凸显，已经成为国民经济和社会发展的新动能。国家统计局数据显示，2020 年我国网上零售额达 11.76 万亿元，较 2019 年增长 10.9%。其中实物商品网上零售额 9.76 万亿元，同比增长 14.8%，占社会消费品零售总额的 24.9%。到 2020 年为止我国已连续 8 年成为全球第一大网络零售市场，即使在面对严峻复杂的国际形势和新冠肺炎疫情的严重冲击下，网络零售依然能够保持逆势增长。随着以国内大循环为主体、国内国际双循环的发展格局加快形成，网络零售不断培育消费市场新动能，通过助力消费“质”和“量”双升级，推动消费“双循环”。

图 1：2015-2021H1 网络零售交易额及同比增长



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 2：2016-2020 年中国网络购物用户规模及使用率

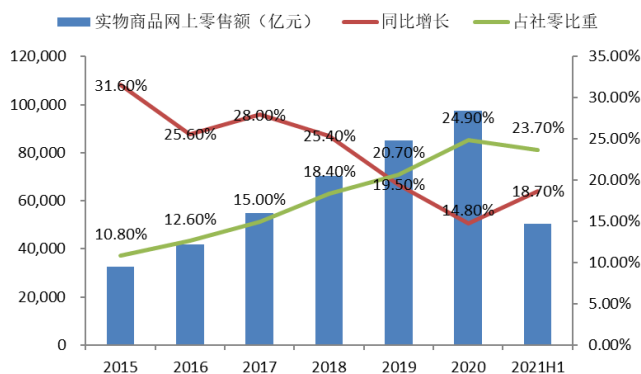


资料来源：CNNIC，山西证券研究所

伴随移动互联网及信息技术的不断发展，我国互联网普及率及网民数量逐年提升，网络购物的用户规模也稳定增长。根据互联网络信息中心 (CNNIC) 发布的第 47 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2020 年 12 月，我国互联网普及率为 70.4%，较 2020 年 3 月提升 5.9pct；网络购物用户规模达到 7.82 亿，较 2020 年 3 月增长 7215 万，增长了 10.1%，网购用户规模占整体网民的 79.1%。随着技术水平和基础设施的不断完善，越来越多的人被网络购物的方便快捷所吸引，网络购物已成为人们生活中的重要购物形式。从网民的年龄结构上看，20-49 岁的网民占比为 57%，然而在疫情之下，50 岁及以上网民群体占比由 2020 年 3 月的 16.9% 提升至 2020 年 12 月的 26.3%，互联网进一步向中老年群体渗透，网上购物人群整体消费能力不断增强。网民规模的迅速增长及互联网普惠化成果显著，为网络购物的持续发展奠定了充足的用户基础。

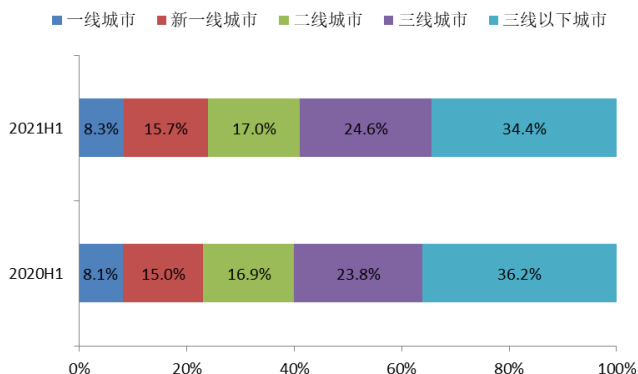


图 3：2015-2021H1 实物商品网上零售额及同比增长



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 4：全网用户城市级别分布



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

近年来，电商平台的迅速发展快速吸引了用户流量，并通过专业化、精细化服务，推进了消费者网络购物的习惯养成和意愿提升。随着智能手机的普及和运营商的提速降费改革，消费者每天的网络有效接触时间日趋上升。优质的服务体验、高性价比的产品和更便捷的购物过程在消费者群体中更快速地被接受和传播。2020 年我国实物商品网上零售额达到 97590 亿元，同比增长 14.8%，明显好于同期社零总额增速，占社会消费品零售总额的比重为 24.9%。实物商品网上零售规模在社零总额中的占比持续提升，进一步验证了网络购物普及性提升。同时，伴随仓储物流效率的持续优化和城乡地区渠道下沉的不断推进，低线城市的长尾用户成为网络零售市场的增量消费群体，融合社交功能的电商平台通过低价拼团模式满足价格敏感度较高群体的消费需求，且受益于低线城市用户的购买力提升及需求培育，低线城市中高端消费客单价与一二线城市差异不断缩小。

## 1.2 电商立法规范行业发展，带动相关政策法规不断完善

国家近年来不断加大对电商行业的政策扶持力度，在电商立法、监管制度、市场秩序维护、平台治理等方面出台了一系列支持推动行业发展的法律法规和政策文件，为电商行业的健康发展提供良好的政策环境支持。2018 年，电子商务法律规制建设取得重大突破，全国人大常委会审议并表决通过了《中华人民共和国电子商务法》，将促进发展作为重要的立法目的，以推动电子商务快速发展。电子商务立法带动相关政策、法规和标准的制订及修订，对保障电子商务各方主体权益、规范电子商务行为、维护市场秩序、加强知识产权保护、促进电子商务持续健康发展具有重要作用，有利于电子商务及相关配套行业的快速发展。《中国电子商务法》及《网络交易监督管理办法》等相关政策法规的发布，对电商规范运营提出了更明确要求，完善了网络交易监管制度体系，标志着我国电子商务进一步走向规范发展。

表 1：近年来我国电商行业相关政策整理

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
------	------	------	------

2017. 01	商务部	《商务部关于进一步推进国家电子商务示范基地建设工作的指导意见》	提出发挥市场主导作用，进一步完善基础设施和服务体系，鼓励示范基地构建多元化、多渠道的投融资机制，推动电子商务与生产制造、商贸流通、民生服务、文化娱乐等产业的深度融合等。
2018. 08	全国人大 常委会	《中华人民共和国电子商务法》	保障电子商务各方主体的合法权益，规范电子商务行为，维护市场秩序，促进电子商务持续健康发展。国家鼓励发展电子商务新业态，创新商业模式，促进电子商务技术研发和推广应用，推进电子商务诚信体系建设，营造有利于电子商务创新发展的市场环境。
2019. 03	国务院	《2019年国务院政府工作报告》	提出：发展消费新业态新模式，促进线上线下消费融合发展，培育消费新增长点。健全农村流通网络，支持电商和快递发展；改革完善跨境电商等新业态扶持政策。
2019. 04	全国人大 常委会	《中华人民共和国反不正当竞争法》（2019年修订）	经营者利用网络从事生产经营活动，应当遵守该法的各项规定。经营者不得利用技术手段，通过影响用户选择或者其他方式，实施下列妨碍、破坏其他经营者合法提供的网络产品或者服务正常运行的行为。经营者不得对其商品的性能、功能、质量、销售状况、用户评价、曾获荣誉等作虚假或者引人误解的商业宣传，欺骗、误导消费者。
2019. 08	国务院办 公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	引导电商平台以数据赋能生产企业，促进个性化设计和柔性化生产，培育定制消费、智能消费、信息消费、时尚消费等商业新模式。推动传统流通企业创新转型升级。支持线下经营实体加快新理念、新技术、新设计改造提升，向场景化、体验式、互动性、综合型消费场所转型。扩大电子商务进农村覆盖面，优化快递服务和互联网接入，培训农村电商人才，提高农村电商发展水平，扩大农村消费。
2020. 04	商务部办 公厅、国 家邮政局 办公室	《关于深入推进电子商务与快递物流协同发展工作的通知》	深入推进电子商务与快递物流协同发展，确保协同发展重点任务和举措落地生效，重点突破：着力解决电商配送“最后一公里”问题，加快推动快递车辆便利通行，加强农村快递物流体系建设。
2021. 01	商务部办 公厅	《关于推动电子商务企业绿色发展工作的通知》	综合运用规划，标准，资金，投融资等政策导向，推动电子商务企业绿色发展。建立健全绿色电商评价指标，通过示范创建，综合评估等工作，培育一批绿色电商企业，形成一批可复制推广的环保技术应用，快递包装减量化循环化推广新模式。指导企业积极参与与财政资金支持的绿色技术研发项目，鼓励符合条件的电商企业在开展绿色，可循环快递包装规模化应用中申请绿色信贷。
2021. 02	国务院	《关于平台经济领域的反垄断指南》	强调反垄断法及配套法规规章适用于所有行业，对各类市场主体一视同仁、公平公正对待，旨在预防和制止平台经济领域垄断行为，促进平台经济规范有序创新健康发展。针对近年来社会各方面反映较多的“二选一”“大数据杀熟”等问题作出专门规定，明确了相关行为是否构成垄断行为的判断标准。
2021. 05	国家市场 监督管理 总局	《网络交易监督管理办法》	办法适用于在中华人民共和国境内，通过互联网等信息网络（以下简称通过网络）销售商品或者提供服务的经营活动以及市场监督管理部门对其进行监督管理，亦适用于在网络社交、网络直播等信息网络活动中销售商品或者提供服务的经营活动。明确了网络交易经营者、网络交易平台经营者的责任义务。

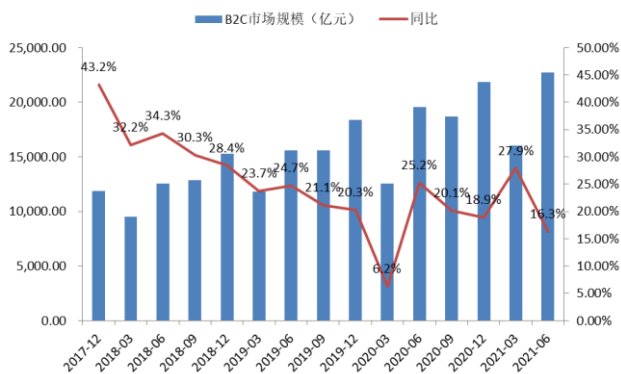
资料来源：公开资料整理，山西证券研究所



### 1.3 B2C 交易规模快速增长，逐渐占据市场主导地位

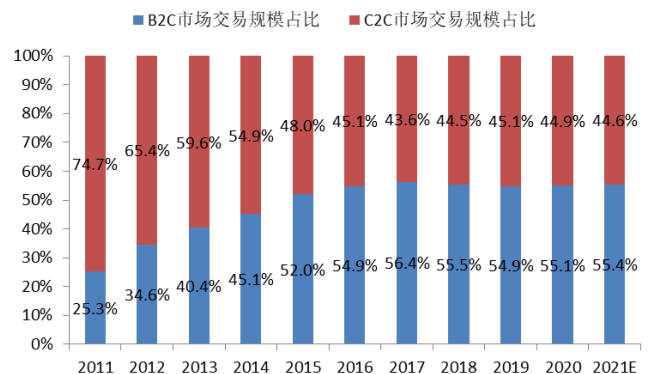
在网络零售发展初期，因市场管理和诚信等机制不尽完善，消费规模效应尚未凸显，线下品牌厂商开展网络销售动力不强，网络零售主要以 C2C 模式为主。近年来，随着线上消费习惯的逐渐养成，越来越多的品牌厂商意识到拓展线上渠道的重要性，纷纷在电商领域加大投入，推动 B2C 市场交易规模的快速增长。易观分析数据显示，2021Q2 我国网络零售 B2C 市场交易规模达到了 2.27 万亿元，同比增长 16.3%。近年来，B2C 在互联网零售市场中的份额持续攀升，在 2015 年首次超过 C2C，至 2020 年达到 55.1%，B2C 在网络购物市场已占据主导地位，预计 2021 年将提升至 55.4%。随着消费升级不断深化，消费者对网购的品牌、品质和服务的关注度逐渐提高，预计未来 B2C 市场交易规模和结构占比与 C2C 模式的差距会进一步拉大，B2C 模式已成为互联网零售市场发展的源动力。

图 5：我国网络零售 B2C 市场交易规模（亿元）



资料来源：易观分析，山西证券研究所

图 6：2011-2021 年我国互联网零售市场结构及预测



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

在网络零售 B2C 市场份额方面，21Q2 综合性 B2C 电商平台天猫成交总额较去年同期增长 16.0%，占据市场份额 63.6%，排名第一；以自营业务为核心的京东成交总额较去年同期增长 26.9%，市场份额为 27.9%，排名第二；唯品会市场份额为 3.3%，排名第三。2015 年以来天猫和京东的市场份额合计均超过 80%，市场格局相对稳定。天猫不仅具有较强的流量优势，并在服装、快消品等各个品类上保持市场份额的持续增长，且在新零售、消费升级、品牌运营及国际化布局等领域均具备领先地位。受益于电商行业内生增长和 B2C 交易规模占比的持续提升，未来品牌方将以平台旗舰店为基础，充分发挥其运营经验优势，将线上官方旗舰店作为提升产品销量、增加品牌曝光、宣传品牌文化的前沿阵地，进一步提升销售转化能力和整体业务规模。

### 1.4 平台商业模式快速迭代，社交电商成为增长新引擎

电商平台的商业模式快速迭代创新，新进入者的成长周期及达到里程碑的所需时长不断缩短。淘宝和

京东分别用了 5 年和 10 年的时间将交易总额做到千亿规模，而于 2015 年靠社交裂变起家的拼多多仅用 2 年时间便突破了这一数字。拼多多暴涨式发展得益于在“团购”模式上的创新，通过微信等社交网络工具，团购发起人主动向社交关系进行裂变营销推广。拼多多以目标客户为圆心，其社交关系为半径，精准框定一批有潜在需求的客户；再通过极具竞争力的价格及熟人信任背书，迅速将潜在客户大规模转化为有效客户，形成“挖掘式”的客户获取效果，且获客成本较低。社交方式的演变是激发扩大消费市场的重要力量之一，作为网络消费的模式创新，社交电商有效满足了消费者的多元需求，成为网络消费持续快速增长的重要支撑。

图 7：2014-2022 年中国社交电商交易规模及预测

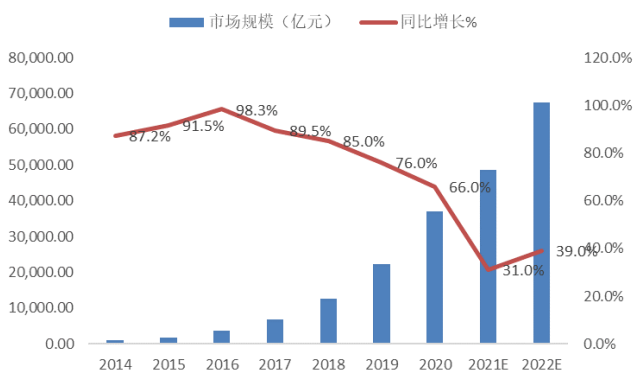
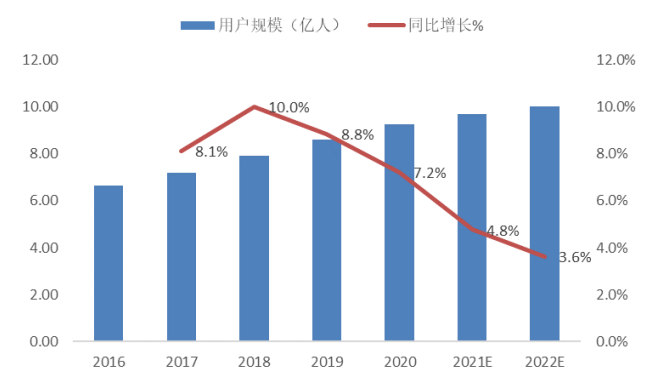


图 8：2016-2022 年中国移动社交用户规模及预测



资料来源：互联网协会、服贸协会，山西证券研究所

资料来源：艾媒数据，山西证券研究所

图 9：社交电商发展迅速且多样化



资料来源：根据中国服务贸易协会资料整理绘制，山西证券研究所

社交电商是基于人际关系网络，利用互联网社交工具，从事商品交易或服务提供的经营活动，涵盖信息展示、支付结算以及快递物流等电子商务全过程，是新型电子商务的重要表现形式之一。2020年初，在疫情影响下，大量线下门店被迫停业，线下零售企业开始主动探索社群、直播等方式降低损失，寻找新的增长点。传统电商平台与抖音、快手等直播平台均加大直播电商投入力度，拉高社交电商增速。2020年社交电商市场以超过60%的年复合增长率快速增长，整体规模达3.7万亿，占网络购物市场整体规模的34.8%；移动社交用户规模突破9亿，同比增长7.2%。预计2021年社交电商增速将达到30%左右，市场规模有望达到4.8万亿，移动社交用户规模将达到9.7亿人。伴随社交平台与电商融合程度不断加深，各大社交电商平台纷纷利用自身优势，协调各地区产品的供给，采用各种精准营销手段，快速培育消费者心智，满足消费者需求，社交电商已经成为电商行业发展的新驱动力。

## 2. 服务商赋能品牌价值，向精细化运营转型

### 2.1 电商服务兴于淘系平台，向精细化运营转型升级

电商服务业是伴随电商发展而逐渐兴起的一种新兴服务业，是为促进电商各项活动顺利开展所提供各种专业服务的集合体，主要包括交易服务、支撑服务和衍生服务三大类。电商服务行业历经十余年的发展，主要经历了起步、发展、升级三个阶段。早期规模小、技术薄弱，运营较为粗放；2008年是发展重要节点，品牌商需求快速崛起，随之整个行业发生质变，向品质阶段发展；到2020年，电商服务行业的发展愈发成熟。

图 10：电商服务行业发展历程



资料来源：凯诘招股说明书，山西证券研究所

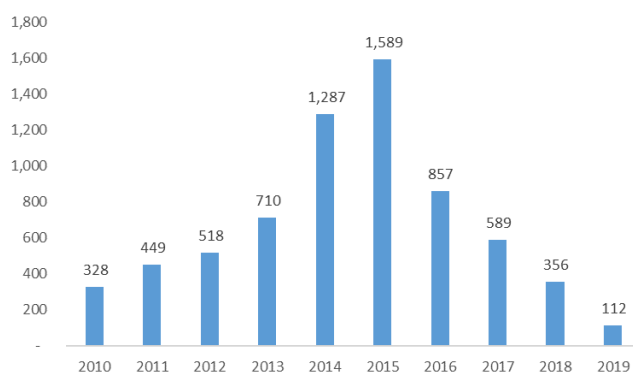
在 2008 年以前，价格是电商行业发展的最大驱动力。以淘宝网为代表的 C2C 平台的出现带动电商服务行业的萌芽。2006 年，兴长信达和宝尊电商成立；2007 年，丽人丽妆成立。

**2008 年以后，电商服务行业进入起步阶段。**天猫前身淘宝商城上线，越来越多的品牌商开始进驻电商渠道，品牌成为行业发展的主要驱动力。电商平台开始关注品牌效应并向主流人群和品类加速渗透，以引流、客服、发货等基本服务为起点的电商服务业务应运而生。

**2012 年开始，电商服务行业进入快速发展阶段。**伴随电商 B2C 市场份额的逐步提升，品牌方加速触网，品牌电商服务业得以快速发展。服务范畴由店铺运营、商品管理等拓展到营销推广、用户管理及供应链相关的管理和服务等，服务的客户也从小规模商家升级为国内外知名品牌，提供服务的范围亦从单一或几项代运营性质的服务扩展到满足品牌方线上化经营所需的电子商务全链路运营服务。

艾瑞咨询数据显示，2010 年到 2015 年我国新增电商平台个数激增，2015 年间就有 1589 个新增电商平台，达到新增电商平台数量的峰值。行业整合加速，竞争日趋激烈。2010 年，凯诘电商、碧橙电商成立；2011 年，优壹电商、若羽臣、百秋电商、上陌电商成立；2012 年，壹网壹创、杭州悠可成立；2014 年，蓝标电商成立。

图 11：2010-2019 年我国新增电商数量变化情况（家）

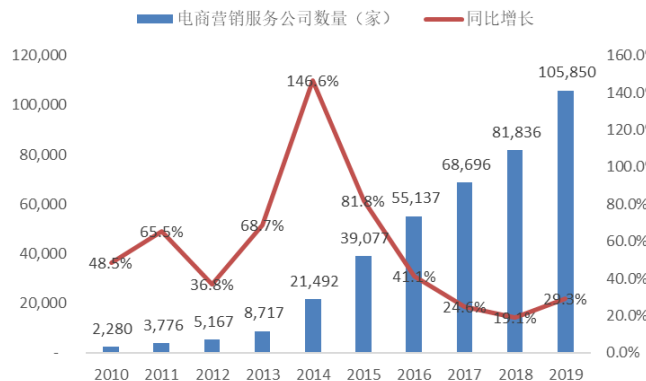


资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

**2016 年以后，电商服务行业进入转型升级阶段。**随着消费者对品质需求和个性化追求的不断增强，品牌商对消费者需求定位的难度加大，同时新兴电商渠道快速发展，流量去中心化的趋势增大了品牌商触达消费者的难度。品牌商开始重视线上的精细化运营、品牌建设及消费者体验，服务商开始运用新兴技术如大数据等涉足上述领域。新零售概念的提出促使品牌商和服务商积极寻求双线融合的全渠道布局。

服务商陆续开展资本运作，部分优质服务商通过上市或被收购的方式获得持续融资的能力。2015 年，宝尊电商在纳斯达克上市；2019 年，中信资本收购杭州悠可，壹网壹创上市；2020 年，若羽臣、丽人丽妆

图 12：10-19 我国电商营销服务类企业数量变化情况



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所



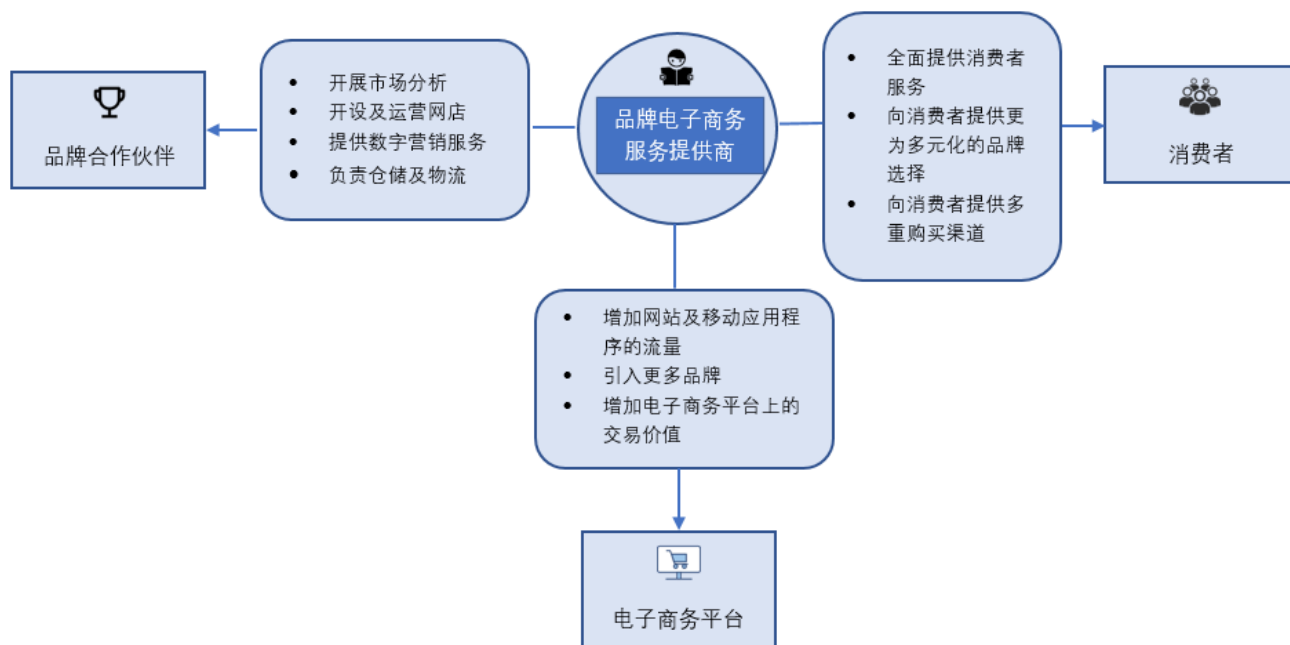
接连上市；2021 年，凯淳股份 A 股上市、优趣汇控股港股上市。

2020 年开始，电商服务行业发展愈发成熟。以为品牌提供全链路综合服务为导向，电商服务的范畴拓展到战略规划、业务转型等全新内容的同时，也开始与相关联服务行业的不断融合，形成协同发展、合作共赢的关系。

## 2.2 基于品牌线上运营诉求，构建全链路生态服务

根据《中国电子商务报告（2019 年）》对电商服务行业的分类，电商服务业包括交易服务（B2B、B2C、C2C）、支撑服务（物流、支付、信息技术）和衍生服务（代运营、商务咨询、安全服务等）三大类。作为电商服务业的衍生服务领域之一，电商代运营商（Tmall Partner，简称 TP）是为品牌方提供运营服务的第三方公司，也叫品牌电商服务商，其发展主要基于品牌方线上运营的诉求，服务环节已从行业发展初期的基础服务（商品管理、店铺运营、客户服务）拓展至支撑服务（IT 服务、消费者管理、营销服务、仓储物流服务等），目前基本覆盖品牌线上化所需的全链路服务。此外，由于电商发展迭代较快，平台规则变化迅速，专业的电商服务机构还具备较强的政策解读及应用能力，能够快速响应市场环境变化并制定恰当的应对路径。代运营商所能提供的价值并不局限于品牌方，而是在电商平台、品牌及消费者之间达成生态链接。

图 13：品牌电商服务生态价值链及参与者



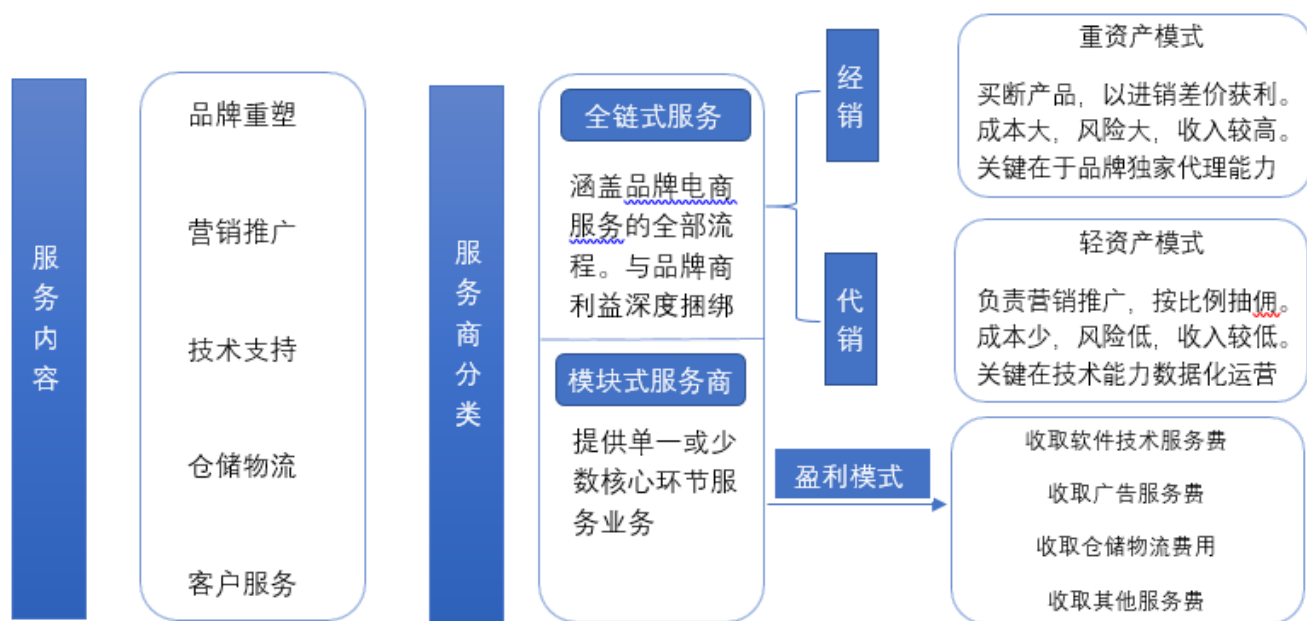
资料来源：灼识咨询，山西证券研究所

电商代运营商的服务内容主要分为五个板块，涵盖技术支持、电商运营（品牌重塑）、客户服务、仓储物流、营销推广五大职能。其中电商运营是代运营服务商的核心职能，负责店铺入驻、日常运营和维护（包括电商渠道规划、平台建设、产品上架、客户订单等）、营销推广（如直通车、聚划算、营销活动等）。代



运营商会根据市场实际需求，进行优化产品组合、增加消费者互动、提升品牌文化价值等工作，帮助品牌年轻化，适应网络渠道市场的需求。基于客户对于品牌线上运营的特定需求痛点，优质的电商服务机构可以为其提供电子商务全链路运营、精细化的服务。

图 14：品牌电商服务商分类及商业模式



资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

**服务商分类和业务模式分类。**代运营服务商可以根据提供服务种类的多少和全面与否，分为提供多品类、全产业链的一站式运营服务，以及聚焦产业链单个环节、凸显服务专业性的模块式服务两种。**业务模式主要包括**品牌线上营销服务、线上分销、品牌线上管理服务和内容服务等。**经销模式下**服务商先向品牌方采购货物，再销售给其他分销商或通过第三方电商店铺直接销售给终端消费者，其盈利来源是货物进销差价，需要电商服务企业大量资金投入并保有存货，属于重资产模式，主要包含美妆、家电 3C 等库存周转较高的品类；**代销模式下**服务商仅帮助品牌方进行线上品牌运营管理，如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落地过程，其盈利来源是收取服务费，电商服务企业只需承担与此相关的采购和人力成本，属于轻资产模式，主要包含服装等库存压力较大的品类。

**成熟期经销与代理模式并存。**相对成熟的代运营服务商一般经历三个发展阶段。初期代运营商没有足够的资金进行经销，多以代理模式为主；发展中期，由于增强了品牌的信任，出于规模扩张、增加客户粘性的考虑，代运营商开始增加经销业务比重；发展到成熟期，代运营议价能力提高，逐渐开始转型，增加代理业务比重，此时经销与代理模式并存，从而减轻库存和资金的压力，提升毛利率。

表 2：电商服务主要业务模式比较

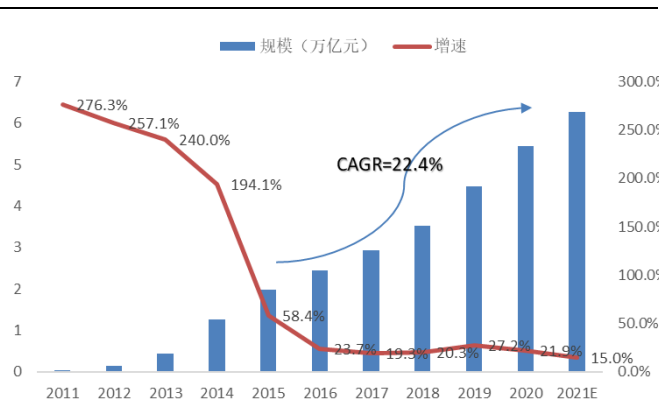
	合作模式	适合品牌类型	优势	劣势	财务表现
经销模式	服务商自行垫付资金购买品牌商货物，自行销售	新入中国市场的海外品牌；销售驱动型品牌	操作执行灵活，特别是在大型促销活动中；库存风险较小	可能获取不到详细销售数据；价格控制较弱	货币化率高、毛利率较低
代销模式	服务商不拥有商品，帮品牌方代为销售	在中国拥有完整电商团队的品牌	更具优势的品牌和渠道管理、店铺运营和数据管理、消费者体验	较差的操作灵活性	货币化率低、毛利率高

资料来源：天猫运营服务商网站，山西证券研究所

### 2.3 行业快速增长、集中度提升，服务商赋能品牌价值

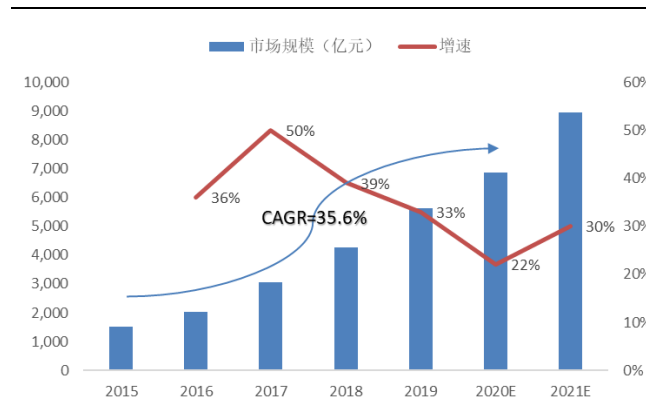
电商规模扩张、B2C 不断渗透、品牌加速触网，促进品牌电商服务行业快速增长。伴随着互联网用户的积聚、用户购物方式的转变以及品牌方产品、服务、形象营销展示需求的增长，线上零售市场尤其是 B2C 市场规模的迅速增长，促进了相配套的电商服务行业的快速增长态势。商务部数据显示，2020 年国内电商服务业营收规模已达 5.45 万亿元，同比增长 21.88%，电商服务企业达 9.1 万家；其中伴随电商应用深入发展而催生的各类专业服务即衍生服务领域营收占比最大，为 40.6%。据艾瑞咨询等公开数据显示，2015 至 2020 年，品牌电商服务行业营收规模从 1,501 亿元增长至 6,875 亿元，年复合增速达 35.6%，高于同期电商服务行业营收规模复合增速的 22.4%。公开数据预测 2021 年国内品牌电商服务行业营收规模将进一步增长至近 9,000 亿元。未来两年，随着电商市场规模扩张、B2C 模式对电商市场的不断渗透以及更多品牌触网运营，国内品牌电商服务行业将继续保持可观的增长。

图 15：2011-2021E 电商服务行业营业收入规模及增速



资料来源：商务部电子商务和信息化司、中国新闻网、中商产业研究院，山西证券研究所

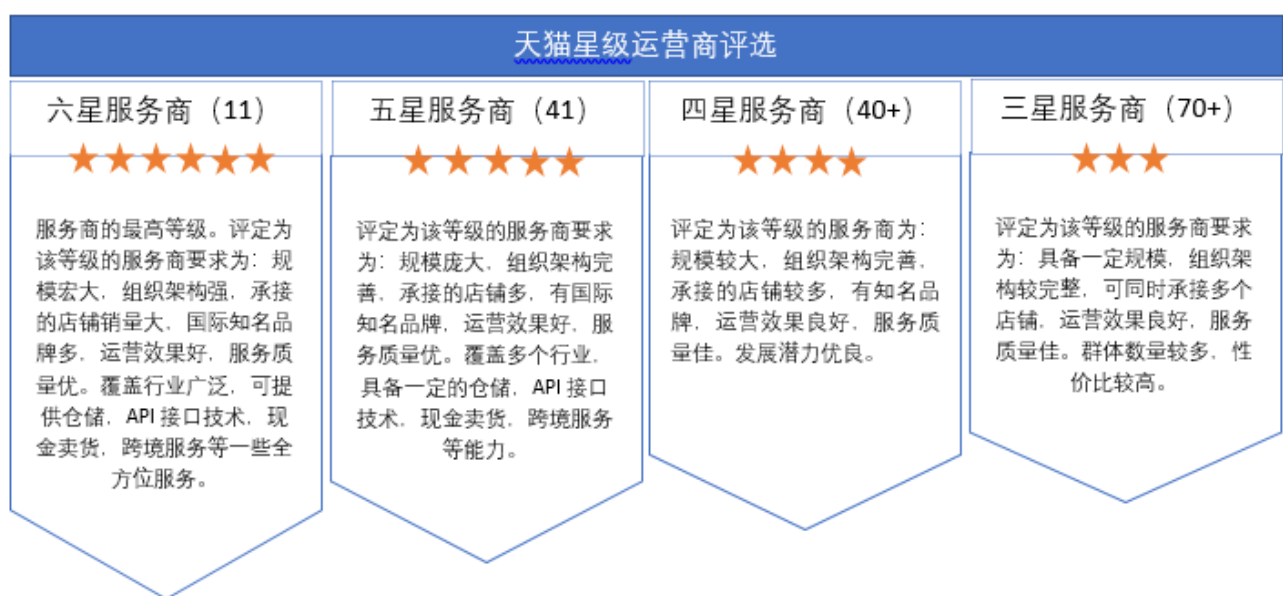
图 16：2015-2021E 品牌电商服务行业营收及增速



资料来源：艾瑞咨询等公开数据，山西证券研究所

服务商赋能品牌价值，品牌电商服务行业集中度逐步提升。2020年初新冠疫情爆发，线下渠道加速向线上转移，品牌方数字化转型进程提速，线上渠道的铺设以及运营的精细化要求都为品牌电商服务市场的扩容奠定了坚实基础。品牌电商服务领域相对开放，基础服务的技术门槛不高，大量中小企业在行业发展初期涌入市场，数量众多但供给分散。随着我国消费者需求的急速增长和逐渐细分，越来越多的全球品牌选择电商平台作为中国市场的主要分销渠道，给本土服务商创造了更多发展空间。品牌在挑选服务商时，也更加看重服务商的服务经验和行业口碑。行业发展和市场需求共同驱动服务链条更加完善、技术水平更高、资金实力更强的服务商脱颖而出，市场资源逐渐向头部优质企业集中。服务商提供给品牌商的价值已贯穿了品牌业务的全生命周期，让品牌的价值得到了极大的提升，专业度高、资源丰富的头部企业有望不断强化自身护城河。

图 17：天猫服务商星级划分及数量（2021）



资料来源：根据天猫、前瞻产业研究院整理，山西证券研究所

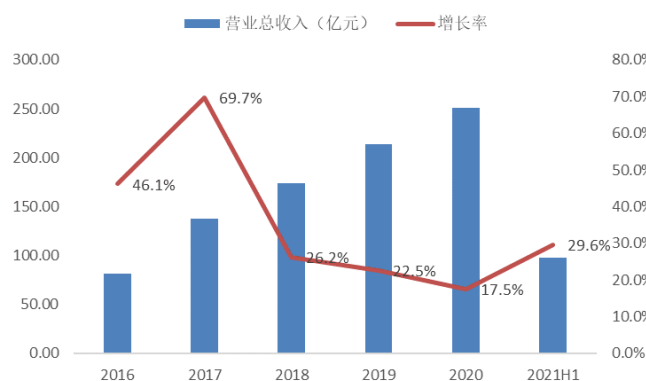
天猫星级运营服务商评选推出，展现代运营服务商综合能力。品牌电商服务兴起于淘宝、天猫平台，虽然渠道多元化发展迅速，但目前天猫仍是品牌电商服务的主要市场。为了促进服务商行业的良性发展，便于运营服务商之间有所比较，淘宝推出了天猫星级运营服务商评选。按照运营服务商的店铺运营能力、品牌营销能力、消费者运营能力、渠道运营能力以及服务运营能力五大维度进行综合评选，形成统一的等级标准划分，共分为四等，即六星、五星、四星、三星运营服务商。星级越高，表明服务商的综合服务能力越强。品牌商更倾向于选择六星服务商，促使头部服务商的市场份额不断提升。2021年7月29日，在上海举行的天猫生态伙伴会议上，天猫公布了“2021 天猫星级服务商六星五星服务商”，共有 52 家服务商上榜。在上市或拟 IPO 的服务商中，宝尊、悠可、丽人丽妆、壹网壹创、青木、凯诘均占据天猫六星服务商

行列。

## 2.4 板块收入利润规模逐年扩大，盈利能力和质量不断提升

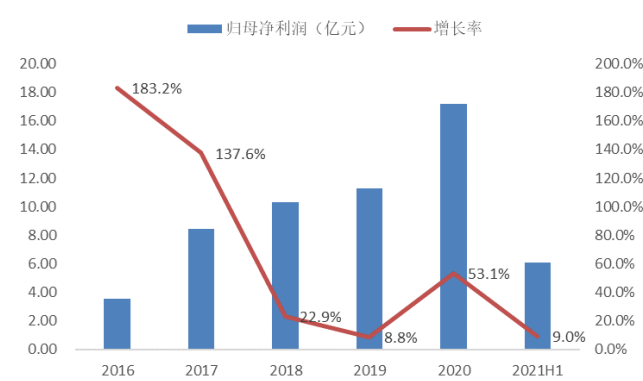
服务商收入利润水平因模式不同而略有差异。受益于电商行业长期持续的高速发展，品牌电商服务商的盈利增长得到保证，管理能力、效率和服务质量均不断提升。电商服务商的收入和利润水平主要跟随所处产品领域的行业状况波动，不同模式下，影响行业利润水平的原因略有不同。**品牌线上销售服务模式**下，主要通过商品的采购和销售赚取差价，利润率水平根据服务商运营能力、业务规模等有所差异。通常而言，销售规模越大，获得较低采购价格的可能性越高；**品牌线上运营服务模式**下，通过服务费或销售提成的形式获得收入，利润率水平根据服务商能够提供的服务种类、与品牌方议价能力、运营能力等有所差异。通常服务的种类越多，内容越丰富，服务收入越高。服务效果也会设定奖励标准，比如年度店铺销量、营销效果转化率等，达成情况越好，服务收入越高；**客户关系管理服务模式**下，收入主要与有效服务数量有关，例如客户沟通次数、呼叫次数、CRM 活动次数等，服务数量越多，服务收入越高。

图 18：2016-21H1 代运营板块营收规模及同比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：16-21H1 代运营板块归母净利润规模及同比



资料来源：Wind，山西证券研究所

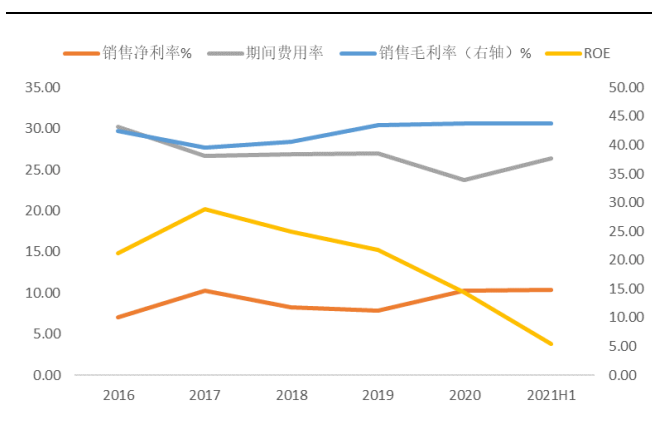
**板块营收和净利润规模逐年扩大。**我们根据上市公司主营业务筛选出10只成分股，涵盖港股宝尊、优趣汇，A股网创、丽妆、若羽臣、值得买、凯淳，及已递交招股书的拟IPO公司青木、数聚、凯诘共同组成代运营板块的样本。由于拟IPO企业尚未成功登录创业板，半年度数据缺失，故选取年度数据作横向比较。从整体来看，上市电商代运营板块的营收规模逐年扩大，2020年板块营收规模再创新高，达到250.80亿元，同比增长17.5%；归母净利润规模达到17.22亿元，同比增长53.1%。已上市公司2021年上半年的营收规模达到97.7亿元，同比增长29.6%，21年全年来看，电商代运营板块的收入和利润规模将继续扩大，并有望达到更高的增长率。

**收入增速逐渐放缓，但毛利率、净利率保持增长。**纵向比较来看，2016至2020年电商代运营板块的销



售收入逐年增长，但增速有所放缓，主要由于服务商存量客户增速放缓，对营收增长的贡献下降所致；20年增速较低主要受到疫情影响，预计21年增速将有所回暖。代运营板块的销售毛利率自2017年以来增长较快，近两年来维持在约43%的水平；销售净利率表现相对平稳，20年以来维持在约10%的水平，板块盈利能力相对稳定。毛利率逐渐增长主要受到期间费用率逐渐下降的影响，随着企业在技术、流量、资源等方面的投入逐步取得成效，企业降本增效能力逐渐显现，并向精细化运营阶段转型。服务商的资源整合能力决定着行业的数字化发展程度，进而影响企业降本增效与全面提升消费者体验能力的上探空间。2020年受到疫情的影响，代运营板块的ROE水平呈现大幅下降，随着疫情防控态势进一步向好，行业的盈利能力与收益质量有望呈现回升。

图 20：2016-21H1 代运营板块盈利能力变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：2020 年代运营板块成分股盈利能力指标

证券简称	营业收入 (亿元)	yoy%	归属母公司股东的净利润 (亿元)	yoy%	销售毛利率	ROE (平均)
宝尊电商	88.52	21.62	4.26	51.44	62.42	9.82
丽人丽妆	46.00	18.72	3.39	18.70	35.90	17.31
优趣汇控股	28.01	0.68	-0.01	98.73	31.71	-0.80
凯诘电商	24.74	16.60	0.99	49.59	23.70	25.41
数聚智连	14.73	36.42	0.93	118.59	25.35	18.89
壹网壹创	12.99	-10.49	3.10	41.54	47.83	22.22
若羽臣	11.36	18.45	0.89	2.53	34.64	11.11
值得买	9.10	37.39	1.57	31.72	67.33	13.04
凯淳股份	8.87	15.11	0.85	27.11	28.61	28.47
青木股份	6.49	79.59	1.25	187.55	48.45	55.24

资料来源：Wind，山西证券研究所

**集中度逐渐提升，盈利能力稳步增长。**随着未来行业规范度逐渐提高，对服务商的各项能力也提出了更高的要求，品牌方更愿意选择资金实力强、运营能力有保障、精细化管理水平较高的优质服务商合作。为了保持营收的快速增长，服务商需要多元化创新开拓销售渠道，为存量客户创造新的竞争空间，同时加快新锐品牌拓展速度，为其带来新的盈利增长点，不断提升成长能力。缺乏资金实力和运营能力的中小服务企业将逐步退出市场，业内领先服务商的市占率将逐步提升。受益于服务商整体服务水平和经验的提升，其营收和利润将出现稳步增长。

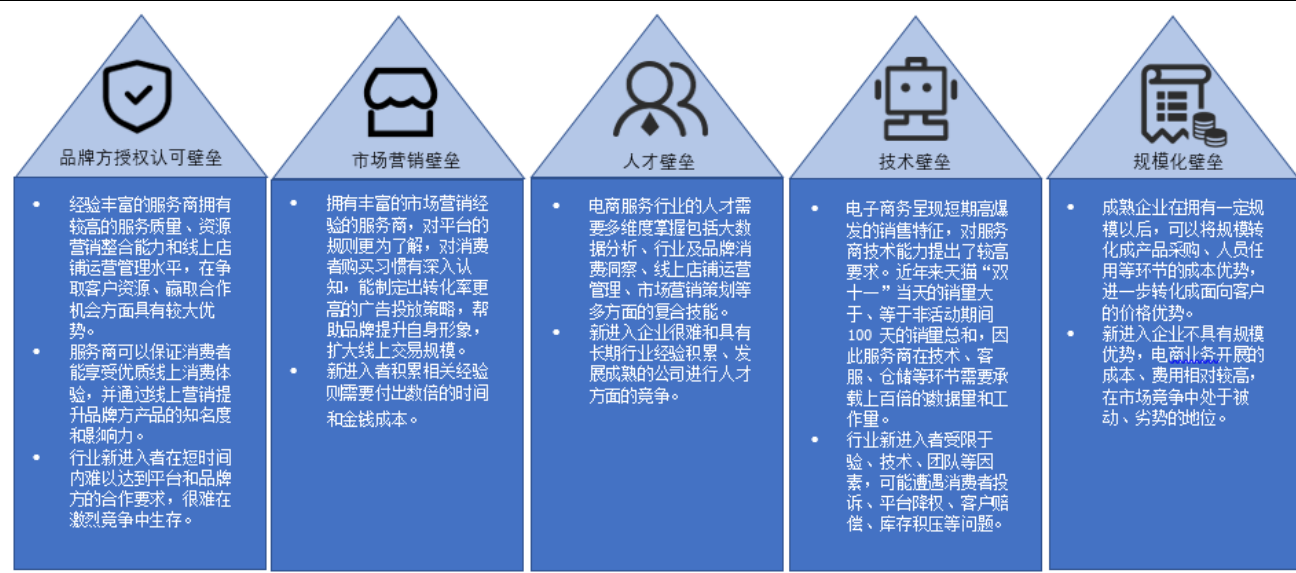
## 2.5 品牌电商服务环节众多，全链路综合服务壁垒较高

**全链路代运营服务商更具竞争优势。**电商服务全链路环节众多，对服务商的资源整合和运营水平等综合服务能力提出了更高要求。品牌方触网营销是一项浩大的线上迁移工程，涉及线上渠道销售策略制定、电商平台店铺搭建及运营、宣传推广营销、用户管理及维护、供应链管理、物流仓储体系配置、数据分析回溯销售表现等众多环节，已上线的成熟运营品牌亦会结合其线上销售目标提出个性化、定制化的服务需



求，这就要求电商服务企业拥有完整的品牌触网及运营经验、丰富的渠道合作资源、专业的全链路服务团队配置、卓越的线上全方位服务能力等。从竞争格局来看，细分服务环节难以形成专业性壁垒，全链路代运营服务商的竞争优势更大。

图 22：品牌电商服务商进入者主要壁垒



资料来源：根据招股说明书整理，山西证券研究所

品牌方更倾向于选择富有经验的服务商。品牌电商服务商越来越需要深耕行业，并对合作品牌进行深度认知，基于电商渠道发展特点以及品牌过往线上表现情况向品牌方及时反馈、建议，不断优化品牌线上表达方式和展现形式，成为品牌与消费者之间开展精准沟通的桥梁。目前，电商服务行业营销方式、规则、渠道和热点日新月异，服务商需要具备快速迭代及跟踪行业发展趋势的能力，助力品牌实现既定的销售及推广目标。新进入行业的服务商一般难以在短时间内积累上述经验和能力，面对瞬息万变的国内电商市场，品牌方为了紧跟市场节奏更倾向于选择富有经验的服务商。

### 3. 垂直型服务商数量较多，国际品牌、美妆电商服务需求较大

#### 3.1 服务商承上启下，链接品牌和消费者

电商产业链从上游到下游涵盖了研发生产商、品牌商、品牌电商服务商、电商平台与消费者等。品牌厂商作为行业上游端，具有品牌推广、市场开拓、渠道建设、店铺运营、商品销售等多方面的商业需求；品牌电商服务商作为行业中游部分，起到承上启下的连接作用及支持作用。电商平台作为连接品牌商与消费者的载体，直接面向终端消费者，具备开放性、全球性、破除时空壁垒的特点。现阶段，品牌商、电商服务商和电商平台分工明确、高效协作，为消费者提供日益丰富的商品与服务，已经形成一个协同发展、

共同繁荣的电商生态圈。

图 23：品牌电商服务商为产业链各方提升价值



资料来源：根据艾媒咨询、丽人丽妆招股书绘制，山西证券研究所

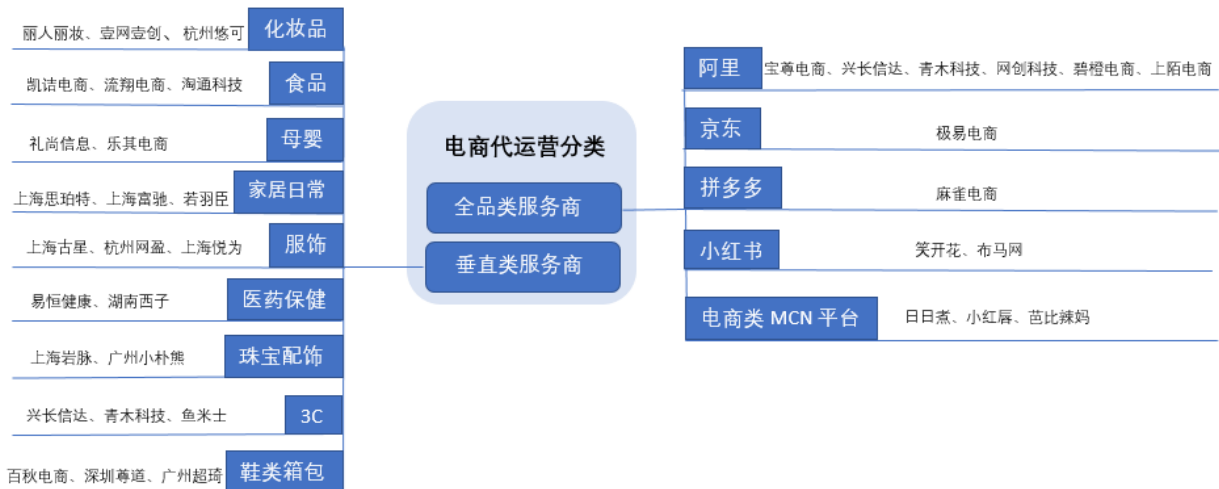
服务商通过消费者画像赋能供应链价值重塑。随着人口及流量红利的逐渐衰退，品牌方的边际获客成本水涨船高，消费升级趋势下消费者的价格敏感性有所降低，更加关注产品的品质和消费体验。品牌电商服务商及电商平台积累的海量消费者行为及偏好数据，能够快速相应市场需求及消费趋势变化，使得品牌方及上游研发生产商能够快速感知和响应消费需求，以此指导品牌产品设计与品类布局、个性化定制及新品孵化、精准营销等销售决策，以及上游生产制造商的产能配置及优化，从而以终端消费者数据为上游品牌运营赋能，进而推进供应链价值重塑，驱动产业升级。

### 3.2 垂直型服务商数量较多，高频刚需品类占据主流

按服务覆盖品类分，品牌电商服务商包括全品类综合型服务商和垂直型服务商两种。综合型服务商具备覆盖多个行业和品类的能力，以宝尊为代表，行业中合作品牌数相对较多，涉及的行业包括美妆个护、食品饮料、保健品、3C、服饰箱包、汽车、家电、家居建材等领域，对服务商的规模、资金实力、管理能力以及风险控制等方面要求较高。垂直型服务商专注单一或少数几个行业领域，侧重对于行业的深刻理解

和挖掘，形成一套契合行业营销逻辑的服务模式，垂直型电商服务机构品类重点布局较为明确，主打以优质的、对行业有深刻理解的服务建立良好的口碑及形象，主要有丽人丽妆、壹网壹创、若羽臣等。从头部品牌服务商来看，垂直类数量多于全品类，不同领域的服务内容具有一定差异，以细分领域切入构建差异化优势成为市场主流。

图 24：品牌服务商全品类与垂直类代表



资料来源：青桐资本，山西证券研究所

化妆品、食品、母婴品类服务商数量占比相对较多。在天猫平台的品牌服务商中，化妆品行业服务商数量最多，达到 112 家，占天猫平台品牌服务商总量的 18.7%。食品、母婴紧随其后，三大类行业服务商数量超过总数量的 50%，占有一定优势。化妆品、食品和母婴用品都具有高频刚需属性，虽然行业增速相对放缓，但仍有较大增长空间。随着消费升级不断深化，主流消费者对品质生活要求逐渐提升，食品饮料细分品类、宠物、健康等消费领域成为近几年增长较多的服务品类，为了获得更好的增量，服务商逐渐加大了对新兴趋势品类的资源投入。

图 25：2020 年垂直类代运营商家数量统计

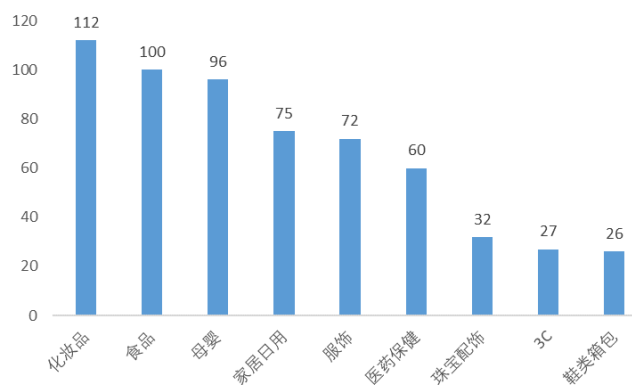
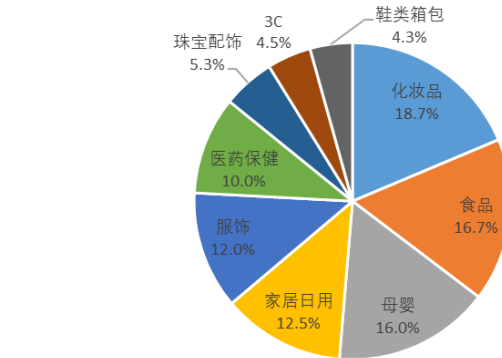


图 26：2020 年天猫平台品牌电商服务商供给结构

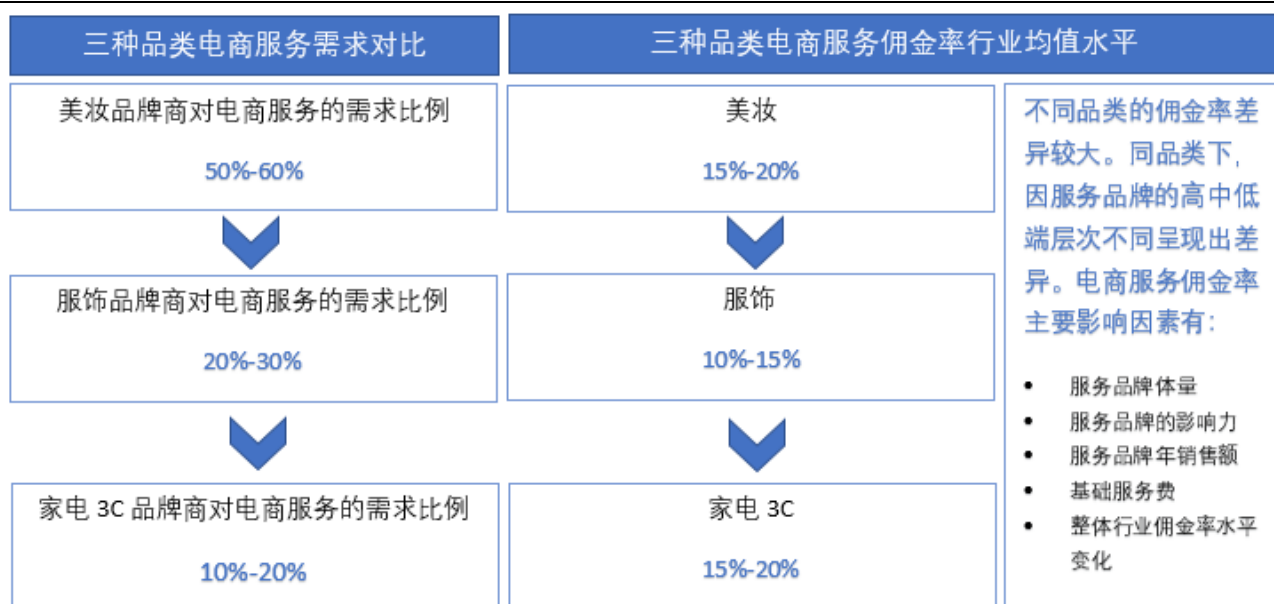


资料来源：华映资本，山西证券研究所

资料来源：华映资本，山西证券研究所

美妆、服饰、家电 3C 品类对服务商需求和佣金率水平差异。据艾瑞咨询数据，以美妆、服饰和家电 3C 三大品类对品牌电商服务的需求为例，比较不同品类的佣金率水平差异。其中，美妆产品复购率较高，尤其在双十一、双十二等电商年终大促期间线上销量激增。美妆品类线上运营相对复杂、运营技巧较多，使用电商服务较为普遍，因此美妆品牌商使用电商服务的需求比例和佣金率均相对较高；服饰行业因年中多次换季，产品迭代速度较快，且消费者需求变化日新月异，加大了服饰线上运营难度，因此服饰行业对电商服务需求较大，但线上运营相对标准化，佣金率水平较低；家电 3C 商品客单价较高，品牌影响力大的企业通常自建团队进行电商运营，对电商服务需求比例相对较低。

图 27：三大品类电商服务需求及佣金率对比



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

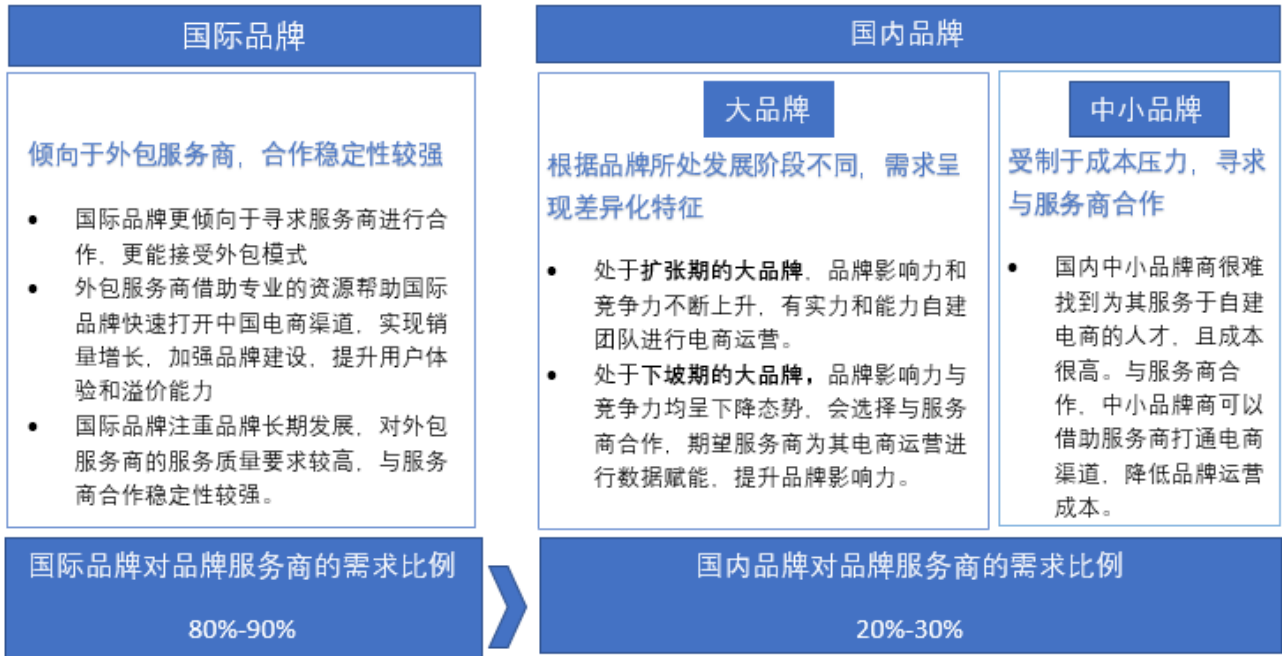
### 3.3 国际品牌倾向外包，美妆电商服务需求最大

国际品牌委聘服务商意愿更强，国内品牌倾向于自建团队。从品牌商需求来看，国际品牌更倾向于委聘电商服务商，且与服务商的合作稳定性较强。基于本土服务商丰富的线上运营经验和消费者洞察力，未来国际品牌对服务商的依赖程度将会不断提高。而国内品牌更倾向于自行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。不过，根据品牌自身体量大小及所处发展阶段的不同，对服务商的需求呈现出差异化特征。大品牌可能会在新品上市初期选择与服务商合作，期望服务商为其提升销量，不过品牌发展到一定阶段后，逐渐意识到消费者数据的重要性后，逐步搭建起自建的电商运营团队。同时，随着市场教育增多，国内中小品牌的外包服务意识在逐渐增强。服务商借助运营大品牌时累积的经验，提升对中小



品牌的服务能力，未来细分市场中具有较强品牌影响力的中小品牌将为服务商带来新的盈利增长点。

图 28：国内外品牌对于品牌服务需求对比



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

美妆行业线上交易规模和渗透率快速提升。随着我国电商市场的快速发展，美妆行业作为电商市场最具渗透力的快消品之一，线上交易规模迅速攀升，远超百货、商超和专营店等线下渠道。2020 年美妆品牌电商市场规模已接近 4000 亿元，未来五年的复合年均增长率约为 18%，线上渗透率接近一半（45.5%），预计到 2025 年将达到 55%。受益于电商渠道门槛低于线下，营销推广和销售转化方式多样，影视综艺植入、粉丝效应、KOL 推荐等方式可迅速聚集流量并推动转化，且能够通过数据分析了解消费者需求并优化上游产品设计及销售策略，美妆零售的线上渗透有望进一步提高。

图 29：美妆电商市场规模（亿元）及渗透率

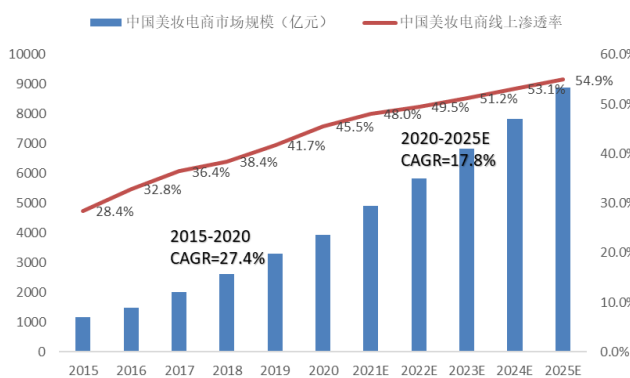
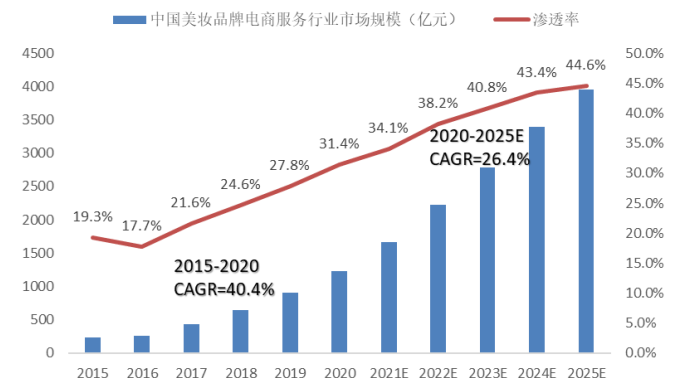


图 30：美妆电商服务行业市场规模(亿元)及渗透率





资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

**美妆电商服务需求最大，发展前景广阔。**在我国的品牌电商服务市场中，美妆品牌的电商服务是需求最大的细分市场。按 GMV 计算，2020 年我国品牌电商服务市场中美妆品牌占据了 17.8% 的市场份额。美妆电商行业处于快速演变中，对个性化营销策略、多渠道运营能力及科技解决方案的需求日益增加，促使美妆品牌与提供全方位实施服务的服务提供商合作，以获取包括信息科技解决方案（ERP、CRM）、线上店铺运营、精准营销及客户服务、仓储物流及履约等在内的综合服务。2020 年我国美妆品牌电商服务行业的规模达到 1230 亿元，未来五年的复合年均增长率约为 26%，高于品牌电商服务行业水平，美妆品牌电商服务在美妆品牌电商行业的渗透率为 31.4%。伴随我国美妆品牌电商服务行业规模的持续上升，美妆品牌服务的渗透率还有很大上升空间，预计到 2025 年将达到 45%，美妆品牌服务商发展前景广阔。

### 3.4 成熟美妆品牌服务相对集中，悠可、网创、丽妆三足鼎立

**美妆品牌电商服务行业整体分散，成熟品牌服务相对集中。**美妆品牌电商服务行业相对分散，按 GMV 计，2020 年成熟与新兴美妆品牌的 CR3 为 30.3%，成熟美妆品牌的 CR3 为 55.1%，成熟美妆品牌服务的行业集中度相对较高。杭州悠可为我国最大的美妆品牌电商服务商，其次为壹网壹创、丽人丽妆，这三家龙头多次被天猫评选为六星品牌服务商，具有一定规模性，承接的美妆品牌电商数量多、销量大，为国内外美妆品牌商提供了广泛的服务内容和优质的运营效果，是品牌商争相合作的对象。伴随新兴销售渠道的迅速发展，流量去中心化的趋势十分明显，消费者触点更为分散，美妆品牌服务商能够有效覆盖多渠道、为品牌提供个性化服务。凭借深入把握美妆生态、品牌理念和现有能力，专注于美妆垂直领域的服务商可以为品牌提供大规模定制服务，并基于自身沉淀的用户数据资源，进行市场趋势预测、优化社媒 KOL 营销投放效率，提升品牌销售数据和影响力。鉴于高昂的试错成本及业务中断的潜在风险，全球美妆品牌倾向于同现有美妆品牌服务商进行合作，并维持长期稳定的合作关系。

表 3：美妆类品牌服务商对比

公司名称	宝尊电商	丽人丽妆	杭州悠可	壹网壹创	若羽臣
主要定位	中国知名电商综合服务提供商	国内领先化妆品网络零售服务商	中国最大的美妆品牌电商服务商，领先的第三方美妆品牌孵化平台	全渠道电商服务商，为国内外知名快消品品牌提供服务	电商综合服务提供商，为全球优质消费品牌提供服务
覆盖品类	服饰，电子产品，母婴，食品，美妆个护等多个品类	主要为美妆个护品类	主要为美妆个护品类	主要为美妆品类，还包含日化、家电、食品等	美妆个护，母婴，保健品等

主要合作品牌	国际品牌为主。莱珀妮、雅漾、雅诗兰黛、祖玛珑、海蓝之谜、丸美；飞利浦、耐克、微软	国际品牌为主。雪花秀、雅漾、后、施华蔻、芙丽芳丝、奥伦纳素	国际品牌为主。娇韵诗、肌肤之钥、欧舒丹、纪梵希、希思黎、法尔曼	国内品牌为主。百雀羚、三生花、大宝；伊丽莎白雅顿、宝洁、OLAY	国际品牌为主。爱茉莉太平洋、宝拉珍选、妮飘、碧尔缇希、金达威、君乐宝
合作品牌数量	266	60+	44	30+	98
天猫星级评定	六星服务商	六星服务商	六星服务商	六星服务商	五星服务商
天猫国际星级评定	银星服务商	金星服务商	金星服务商	—	金星服务商
商标数量	143	214	65	20	71
2020年营业收入(万元)	885,156.00	459,979.63	168,183.10	129,858.51	113,579.13
其中：代运营收入(万元)	494,495.00	436,231.58	104,465.10	94,147.73	64,685.58

资料来源：各公司官网、年报中报及招股说明书，山西证券研究所

以美妆品牌电商服务商与国际美妆品牌的合作为例。7月，悠可集团与法国四大专业皮肤学美妆集团之一诺奥思(NAOS)集团的战略合作签约仪式在杭州举行，双方合作关系进一步升级。悠可集团成为其线上最大经销商和运营商，同时为其三大品牌，贝德玛、雅诗敦及艾达璞提供电商服务。悠可集团与诺奥思集团的首次合作开始于2020年8月，由悠可集团为贝德玛品牌提供电商经销服务。据了解，2020年在悠可集团提供服务的8月到12月期间，贝德玛天猫官方旗舰店GMV同比增长62%，其中双11销售GMV同比增长104%，位列卸妆品类NO.1，爆款卸妆水单品销售突破百万瓶。

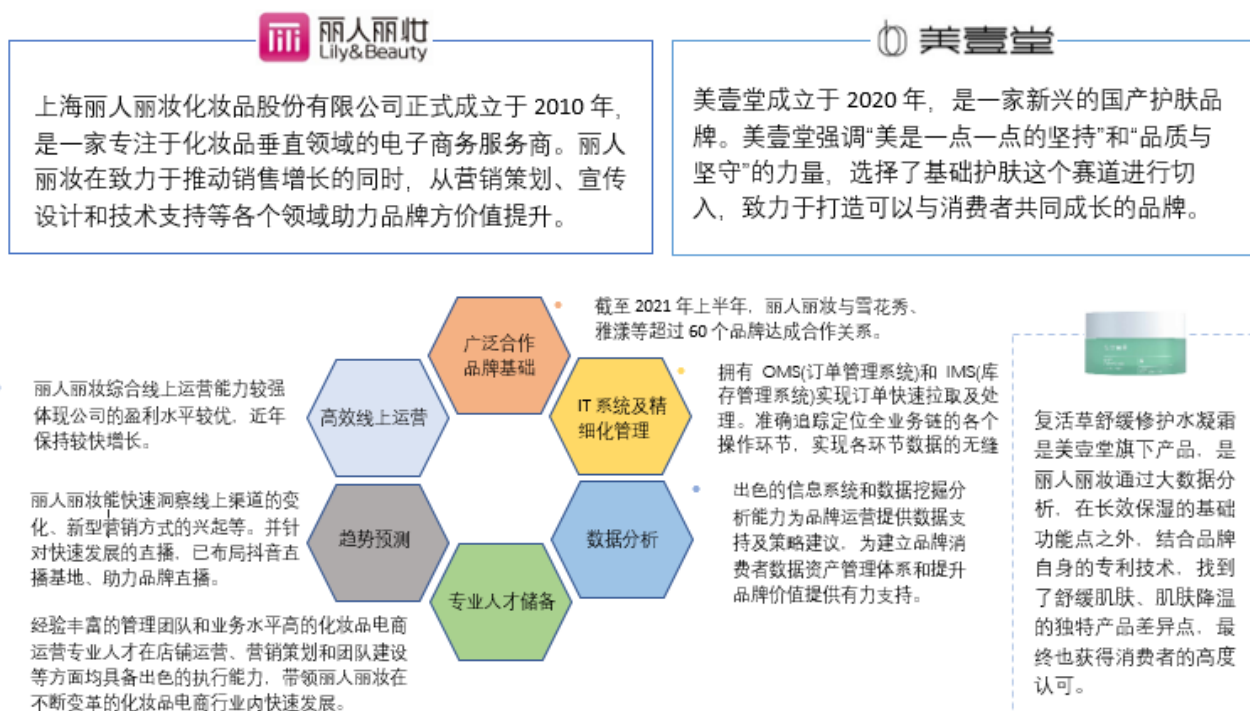
图 31：化妆品国际品牌服务案例：杭州悠可&法国诺奥思(NAOS)



资料来源：根据杭州悠可官网资料整理绘制，山西证券研究所

以美妆品牌电商服务商与国内新锐美妆品牌的合作为例。美壹堂于 2020 年初创立，品牌理念强调“美是一点一点的坚持”。相比于美妆市场中的“概念频出”，美壹堂更强调“品质与坚守”的力量，选择了基础护肤这个赛道进行切入。丽人丽妆在对美壹堂赋能的同时，也对其进行了战略投资。除了创始人团队和产品技术研发之外，丽人丽妆是美壹堂能够快速实现市场突破的关键性因素，而丽人丽妆的业务赋能也远不止于产品开发层面的数据分析洞察，还在于营销和精细化运营层面。

图 32：化妆品国际品牌服务案例：丽人丽妆&美壹堂



资料来源：根据丽人丽妆官网资料整理绘制，山西证券研究所

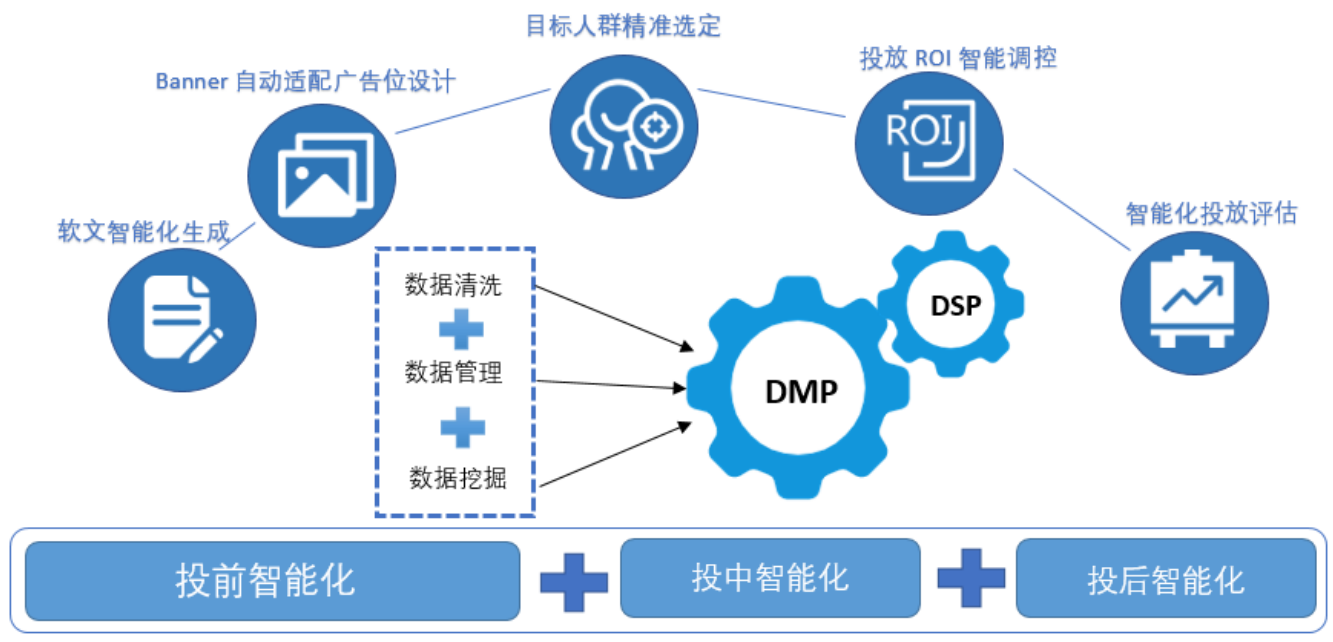
## 4. 技术升级、流量迭代、服务更新，多元渠道布局提速

### 4.1 技术手段拓展升级，服务内容迭代更新

技术应用升级促进营销手段模式多样化。营销的最终目的和商业价值是促进消费者购买，是电商销售服务的前置环节，而营销服务商是在电商营销推广活动中连接起电商平台和品牌主及商户的重要枢纽。品牌厂商对于借助营销服务商进行高效对接渠道、实现各类营销投放、赋能品牌产品的营销需求不断加强。伴随 5G 网络、人工智能、大数据等新技术的应用不断成熟，短视频、直播带货、社区团购等模式的进一步下沉，电商营销的技术和模式也越发多样化，基于大数据的精准触达营销的应用场景也更加广泛。当前营

销方式百家争鸣，随着社交媒体和网络直播的兴起，品牌方或通过在微信、微博等社交媒体上投放内容，或与主播合作在抖音、电商店铺等进行直播，引导和刺激消费者的购买欲。此外，电商平台、品牌商近年来越发重视对自身海量消费者数据的运用，不断提升精准营销的精细程度和应用范畴，平台引流工具趋于复杂化，准确掌握、甚至参与平台引流工具、模型的开发，成为品牌商、服务商的重要能力。

图 33：电商平台技术升级与营销环节智能化策略



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

**技术发展驱动电商服务内容不断迭代更新。**随着电商平台与社交网络平台技术水平的不断发展和迭代，电商服务机构从传统劳动力密集的服务外包商，逐渐融合营销、策划、咨询等业务能力，向更具价值创造性的品牌综合服务商转型。近年来，行业头部电商服务机构拓展自身能力矩阵，成为具备整合营销能力、全渠道能力、会员体系管理能力、仓储物流体系配置能力的集成型运营商。同时，凭借多年积淀的对品牌、消费者的深刻认知、丰富的数据积累以及运营服务过程中的技术积累，电商服务机构逐渐融合营销、策划、咨询、技术支持等多种类型的业务，成长为可帮品牌提供从业务咨询到销售落地的一站式商业解决方案的综合服务商。

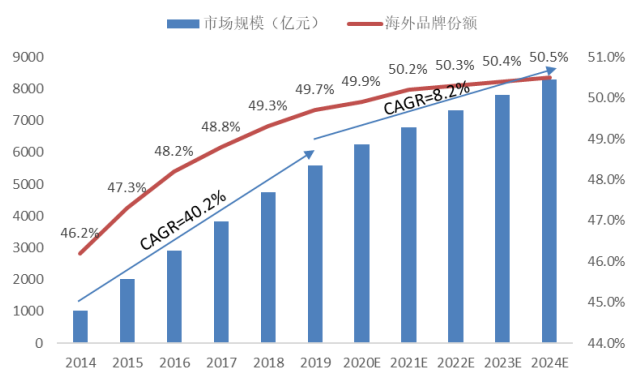
## 4.2 国际品牌重视中国市场，对服务商依赖度增强

**国际品牌重视中国市场，对品牌服务商依赖度增强。**随着文化接受度的提高及多元营销渠道的增加，中国消费者对海外品牌的认知程度不断提升，而居民生活水平逐渐提高也推动了中国市场购买力的不断增强。国际品牌开始将中国市场视为其战略扩张的重要组成部分，并越来越多的选择线上零售渠道作为中国



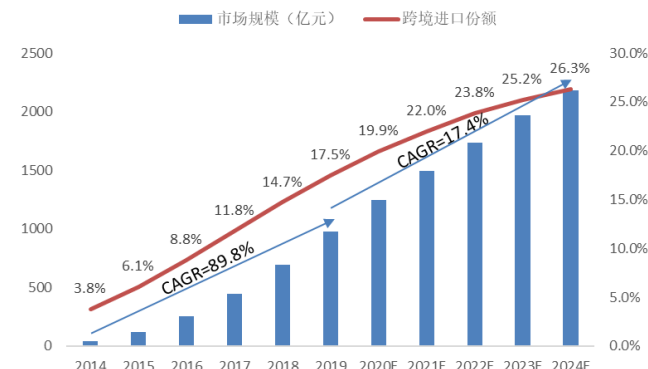
市场的主要分销渠道。新进入中国市场的品牌专注自身产品发展，通常缺乏对中国线上销售运营规则的了解和洞察，无法适应快速增长的中国电商市场需求，同时自行投资建立及维护本地基础设施的成本相对高昂，导致国际品牌对本土电商服务商的依赖度增强。通过委聘电商服务商，国际品牌可以降低品牌试错成本、提高决策效率、增强消费者黏性，快速提升品牌在中国市场的线上销售份额。中国海外品牌电商服务市场的市场规模预计在 2020 年达到 6245 亿元，过去五年间 CAGR 达到 40%。随着下沉市场居民消费规模的不断升级，未来五年间 CAGR 将达 8.2%，预计到 2024 年，中国海外品牌电商服务市场的规模将突破 8000 亿元。

图 34：中国海外品牌电商服务市场规模（按 GMV 计）及份额



资料来源：灼识咨询，山西证券研究所

图 35：中国跨境进口品牌电商服务市场规模（按 GMV 计）及份额



资料来源：灼识咨询，山西证券研究所

**跨境进口电商成中国市场突破口，对服务商的赋能需求日益攀升。**对于很多国际品牌而言，跨境进口线上零售是品牌进入中国市场的突破口。由于跨境线上零售指引等有关政策的促进和规范，跨境进口简化了登记和归档程序，跨境电商采购进口关税也享有优惠，整个进口流程变得相对简单。对于新兴国际品牌而言，品牌电商服务商的附加值重点体现在从 0 到 1 的品牌孵化能力。服务商为品牌量身打造其独特的市场拓展解决方案，有助于品牌探索中国市场，提升消费者认知。跨境进口品牌电商服务市场作为新兴市场，近年来在中国发展迅猛，2019 年约有 320 家跨境品牌电商解决方案提供商。中国跨境进口品牌电商服务市场的规模预计在 2020 年达到 1243 亿元，过去五年 CAGR 达到 90%，远高于同期整体国际品牌电商服务市场的复合增速。随着跨境进口业务中品牌电商服务的日渐普及，预计中国跨境进口品牌电商服务市场在未来五年以 17.4% 的 CAGR 持续增长，并于 2024 年突破 2000 亿元。

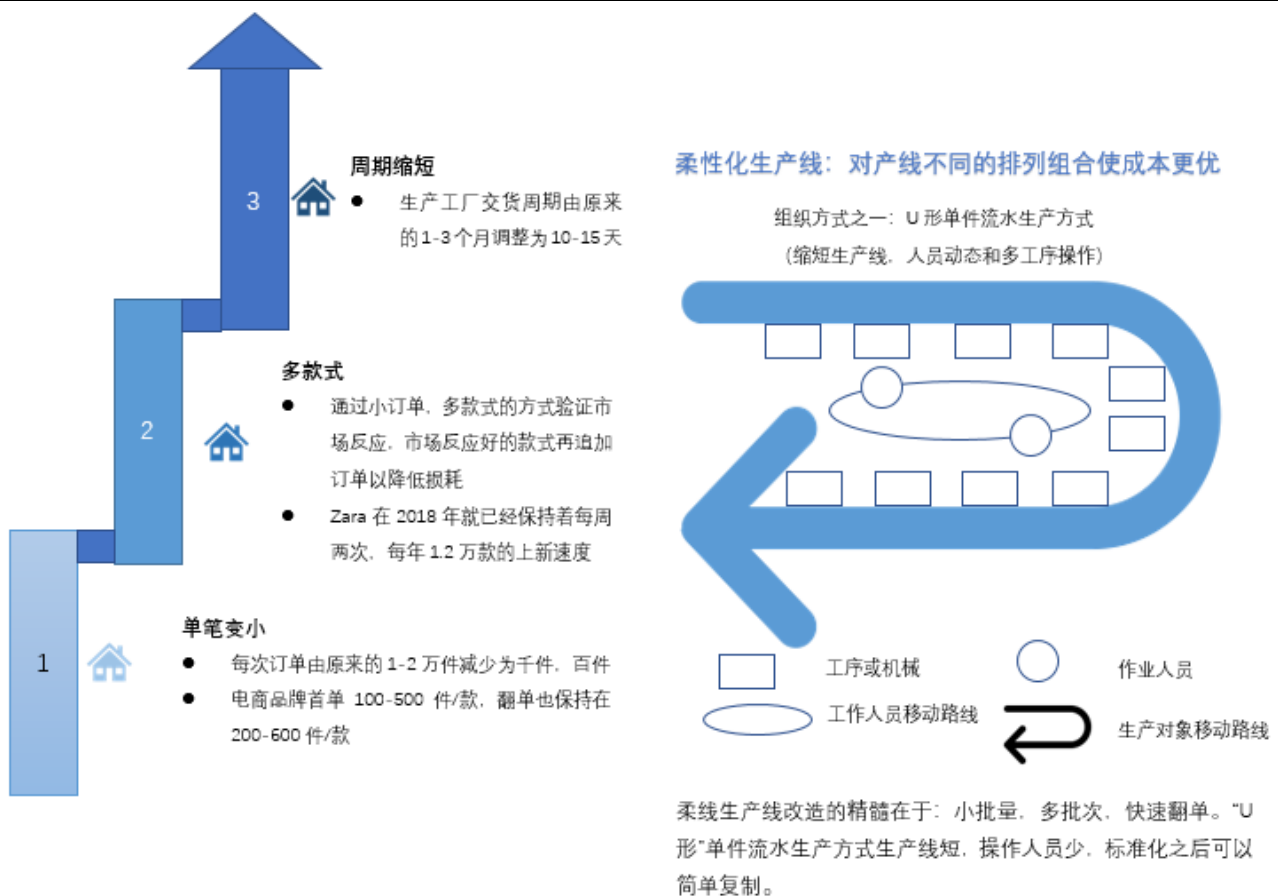
### 4.3 回溯上游、探索下游，双线融合带来增量机会

回溯产业链上游，服务商助推柔性供应链发展。凭借自身强大的渠道整合和资源配置能力，服务商还



可以回溯产业链上游，指导品牌商从消费者需求入手，形成以需求促生产的 C2M 电商模式。这种新型商业模式能够实现去库存、去中间商、以量定产，使得各方价值最大化。对于制造企业而言，C2M 模式能提高传统生产要素的生产率，倒闭企业的生产线、供应商、内部管理制度乃至整个商业模式变革。在 C2M 模式中，服务商发挥了重要作用。品牌服务商通过大数据可直接了解行业发展趋势和用户消费偏好，从而指导品牌选品、设计、改造工艺水平。品牌商通过智能化系统，在预测销量的同时，还可根据消费者的需求生产个性化和定制化的商品，极大的拉近了品牌商和消费者之间的距离。随着终端消费者需求的不断变化，线上产品的迭代速度远快于线下，这需要品牌商供应链同步调整到适应节奏，服务商将助推品牌商柔性供应链优势的进一步发展。

图 36：品牌商线上供应链调整变化（以 Zara 为例）



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

探索产业链下游，线上线下渠道打通为服务商带来增量机会。零售产业的数字化转型升级为各类第三方基础设施服务商提供了发展契机，由于商家自建服务设施的成本较高，人、财、物等资源也将从前端客户服务分散至后端系统建设中去，一定程度上削弱了商家聚焦和打磨前端产品及服务的能力，不利于商家核心竞争力的提升。第三方基础设施服务商具有更为专业的服务能力，通过规模化服务实现成本可控，成

为零售商家重要的合作伙伴。未来，电商服务不仅仅承接线上营销职能，可能还会融入更多线下体验消费场景，多渠道、多触点实现品牌与消费者之间的沟通，进一步深度绑定品牌公司与服务商之间的合作关系。此外，未来 5G、云计算和人工智能等技术的成熟可能颠覆传统线上线下的零售运营理念，在存量竞争市场中，利用数字化技术赋能日常零售和品牌扩张将变得尤为重要，这将为电商服务机构带来广阔的市场想象空间。

图 37：产业生态趋于完善，服务商价值凸显



资料来源：36 氪，山西证券研究所

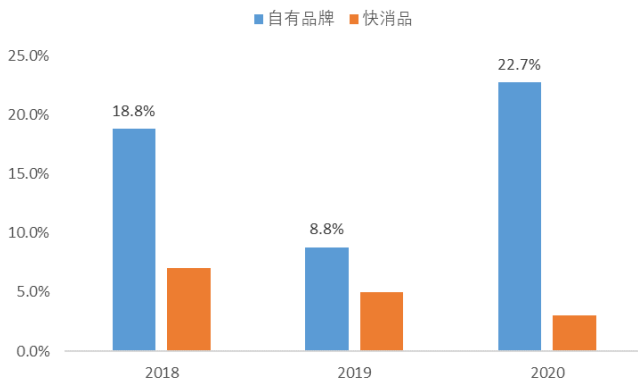
#### 4.4 助力自有品牌孵化，搭建自有品牌矩阵

凭借全链路营销体系，助力品牌成长、孵化自有品牌。国内头部电商服务机构具备全链路上营销能力，能够凭借其专业的线上渠道搭建、高效的仓储物流体系配置以及熟练的交易细则和 IT 技术应用，为品牌方提供一站式的线上营销服务。同时，电商服务行业具有助力自有品牌孵化的能力，可以为尚不具备品牌知名度但产品品质优良的厂家提供广阔的发展平台，通过自创孵化品牌打开消费者心智，并借助互联网广泛的用户基础，打造爆款产品。过去三年，自有品牌市场整体保持着快速增长态势，增速始终高于快消品整体。疫情之后居民消费能力受到一定影响，开始对产品性价比更为关注。平价和大众化的商品逐渐崛起导致产品定价增长放缓或出现下跌，为了进一步优化性价比，零售商开始对一些高增长的自有品牌品类中的细分类别进行布局，其中食品品类一直驱动着自有品牌整体的较高增长。

服务商转型品牌管理，搭建自有品牌矩阵。国内已有不少头部电商服务商成功孵化小众但优质的自有品牌，并从品牌服务向品牌管理转变，搭建自有品牌矩阵。壹网壹创锚定代餐行业，打造公司首个自有品牌“每鲜说”，并于 2021 年 3 月在天猫首发上线。品牌主张“轻卡有趣，自然营养”，面向 18-35 岁追求健康和美的人群，提供以冻干为核心的健康营养食品。每鲜说品牌从创立到登陆薇娅直播间仅用时三个月，

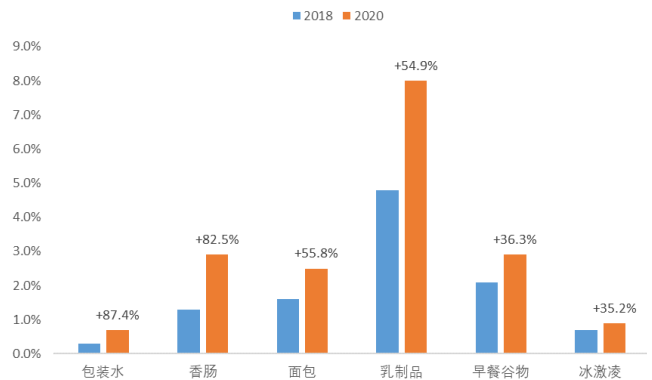
同时在上市首月实现了 400 万的 GMV，超过市场同类产品同期表现。基于品牌定位，每鲜说上市初期以小红书为种草主阵地，吸引了一波精致爱美爱生活的女性用户；前期销售渠道以天猫为主，近期开始布局京东，抖音等线上渠道；同时品牌更为关注私域的建设与维护，已通过腾讯私域累积数万粉丝，拥有十多个私域社群。

图 38：自有品牌城镇销售额年度增长率%



资料来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

图 39：自有品牌高增长前六品类市场份额



资料来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

图 40：壹网壹创孵化自有品牌每鲜说案例



杭州壹网壹创科技股份有限公司成立于 2012 年 4 月，是专注于快速消费品垂直领域的电子商务服务提供商，致力于成为中国服务能力的领军服务运营商。公司的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、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。



每鲜说于 2021 年 3 月在天猫首发上线，上线当月便实现数百万销售额。品牌主张“轻卡有趣，自然营养”，面向 18-35 岁追求健康和美的人群，提供以冻干为核心的健康营养食品。每鲜说将前沿科学技术应用于食品领域，而冻干技术作为国外成熟的食品工艺，在国内拥有巨大市场机会。根据 Market Litmus 数据显示，预计 2021 年全球冻干食品市场规模将达 665 亿美元，复合年增长率为 7.23%。

壹网壹创和每鲜说共同打造品牌核心竞争壁垒

**产品研发**

以浙江大学营养学教授冯凤琴教授为核心的专家团队给每鲜说提供全方位的研发支持，包括输出先进的营养科学理念，分享最新的研发成果，同步前沿的生产工艺。

**美妆创意设计**

每鲜说的设计团队来自壹网壹创创意设计部，有十余年美妆产品设计经验，曾经负责过百雀羚三生花，OLAY，毛戈平等包装设计项目，以美妆的视角做食品包装设计，可以给消费者带来不一样的“美”的体验。

**成熟供应链**

每鲜说与全国上百家行业头部供应商建立了合作关系，其中大多为战略/独家合作，对标世界 500 强的供应商管理办法管控产品质量和成本。

**品牌运营**

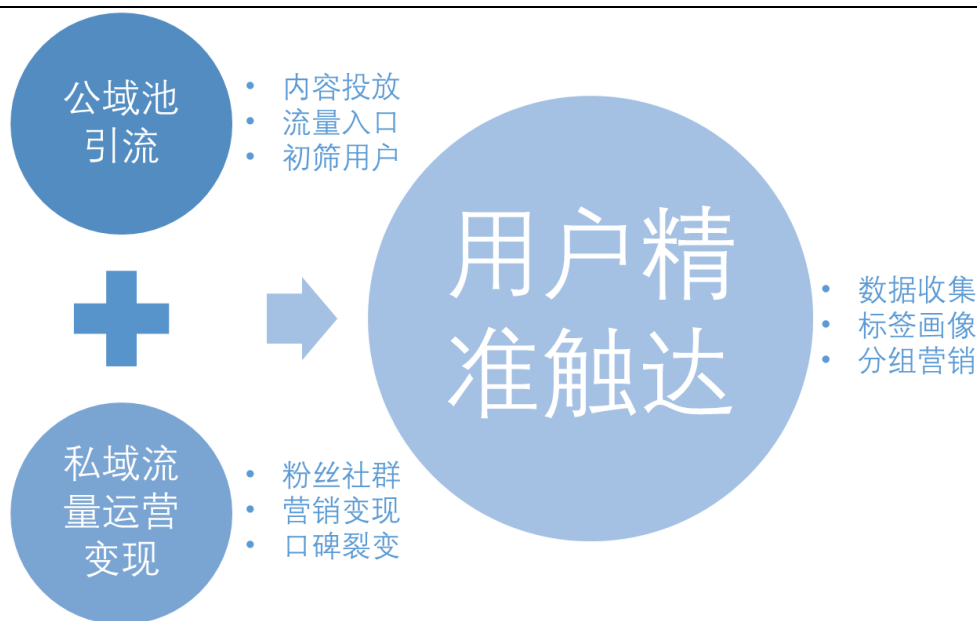
每鲜说上市初期以小红书为种草主阵地，吸引精致爱美爱生活的女性用户，销售渠道以天猫为主，近期开始布局京东，抖音等线上渠道。同时品牌非常关注私域的建设与维护，目前已通过腾讯私域累积数万粉丝，拥有十多个私域社群。

资料来源：根据 36 氪资料整理绘制，山西证券研究所

## 4.5 加快多元渠道布局，流量服务体系迭代升级

品牌服务商越来越重视多元渠道布局。伴随消费者信息获取手段的日益多样化，渠道拓展能力及推广效果成为检验服务商综合服务能力的关键，品牌服务商也越来越重视多元渠道布局。在立足主流电商平台的基础上，品牌商将持续加码新兴崛起的社交媒体平台，这将为服务商带来新的增长曲线。近两年来短视频、vlog、直播等新型内容社交渠道和模式层出不穷，成为品牌商重视的流量洼地，未来流量渠道模式将继续推陈出新，呈现更加多样化的发展态势。

图 41：品牌服务商致力于流量全链路运营



资料来源：亿邦动力研究院，山西证券研究所

服务商的流量服务价值随品牌方的需求升级而迭代。在流量运营层面，服务商早期以公域引流为主，通过在公域流量池投放广告，帮助品牌在公域中捕获流量，从用户群体中初步分离出感兴趣的人群。随着公域流量成本日渐高涨，服务商开始为商家形成用户画像，最终将流量归于品牌私域，进而实现精准营销触达。相较于公域流量，私域流量在获客成本、触达持续性、互动性等属性上具有更明显的价值优势，但是公域和私域并非完全独立的存在，私域流量既是对公域的有效补充，也是公域流量的细分化市场，在公域平台上也存在私域属性的运营模式。通过公域引流+私域运营相结合流量变现模式，服务商可以基于数据标签组合，对用户进行识别和分组，再通过 AI 算法和大数据对用户感兴趣的内容和商品进行推送。另外，通过打通线上线下的数据对接，也能精准匹配部分区域用户。未来服务商群体将会形成愈发完备的流量全链路服务体系。



## 5. 投资建议

**数字化赋能产业，重塑产业业务模式。**近年来，我国产业数字化转型步伐加快，将制造优势与智能化相融合，形成数字经济时代的新供给能力。数字化转型打破了企业线上线下的边界，借助技术驱动创新，依托大数据，企业可以精准满足消费者的个性化需求。通过充分调研用户消费特征和偏好，进行 C2M 反向定制，实现线上渠道销售收入的快速增长。2020 年疫情加剧了线上对线下渠道替代，品牌数字化转型提速，为企业提供电商综合服务市场的发展奠定了基础。据艾瑞预测，到 2025 年品牌电商服务行业规模有望突破 2 万亿，对 B2C 电商的渗透率将提升至 14%。在新流量格局和新电商零售业态下，品牌运营需求有望进一步拓展，赋予了电商综合服务行业新的发展机会。

**代运营企业拓宽业务边界，助力品牌数字化转型。**电商代运营企业助力国际品牌开拓中国市场，通过新兴平台的拓展来拓宽业务边界，其品牌孵化能力已初显成效。一些代运营企业开始向上游拓展，孵化自有品牌也将成为企业增长的第二曲线，代运营产业逐步走向专业化、集中化、数字化。伴随行业转型发展，代运营商从传统劳动力密集的服务外包商，逐渐融合了软件开发商、咨询公司、广告营销公司等业务和能力，逐步向更具价值创造性的品牌综合服务商转型。电商代运营服务商运用前沿数据智能和销售战术工具助力品牌合作伙伴提升消费者参与、互动和留存的优化，代运营业务在推动电商高质量发展，助力品牌企业数字化转型方面发挥着越来越重要的作用。

**行业马太效应显著，关注头部代运营企业。**随着品牌方对电商运营服务要求的精细化，品牌电商服务趋向于多元发展，同时行业上下游企业资源整合加速，品牌向行业龙头集中是大势所趋。随着代运营头部企业在境内外陆续上市，借助资本市场的力量，头部企业的市场影响力和融资能力不断提升，有望持续强化自身护城河，行业马太效应显著。在流量成本日渐高涨、流量变现需求日益增强的电商时代，建议关注行业集中度较高、品牌依赖性较强、能够提供一站式综合解决方案的头部代运营企业，如壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣等。

### 5.1 标的汇总

#### 1. 上海宝尊电子商务有限公司

宝尊电商成立于 2007 年，于 2015 年 5 月在美国纳斯达克（NASDAQ）上市（股票代码：BZUN），并于 2020 年 9 月在香港联交所上市（股票代码：9991）。宝尊电商是国内领先的数字服务和电商代运营服务商，提供以品牌电商服务为核心的一站式商业解决方案，助力品牌商和零售商在中国电商市场上的成功。公司提供从前端到后端的全套电商服务，包括网站搭建、更新及托管，IT 设施搭建，客户服务，仓储物流

服务以及数字营销等。目前已经成功为 Intel、惠普、雷士照明、飞利浦、伊莱克斯、Nike 等数十家中外知名品牌企业提供了优质的电商整合服务。

## 2. 杭州壹网壹创科技股份有限公司

壹网壹创成立于 2012 年，于 2019 年 9 月在深交所创业板上市（股票代码：300792）。壹网壹创主要从事为国内外知名快消品品牌提供全域电商服务，帮助各品牌方提升知名度与市场份额。主要经营模式为品牌线上服务和线上分销，其中品牌线上服务是其最主要的业务，包括品牌线上营销服务和品牌线上管理服务。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。目前公司服务品类横跨个护、美妆、潮玩、家电等多，服务品牌包括宝洁、百雀羚、三生花、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、泸州老窖、金霸王、高露洁等。

## 3. 上海丽人丽妆化妆品股份有限公司

丽人丽妆成立于 2010 年，2020 年 9 月在上交所主板上市（股票代码：605136），是一家国内领先的化妆品网络零售服务商，主要接受品牌方的委托，在线上开设、运营官方旗舰店，实现产品的在线销售。经营模式主要为电商零售业务和品牌营销运营服务，其中电商零售业务是其核心业务。公司可以为品牌方提供包括店铺基础运营、页面视觉设计、产品设计策划、整合营销策划、精准推广投放、大数据分析、售前/售后客户服务、CRM 及会员运营、仓储物流等多个环节的全链路网络零售综合服务，主要合作品牌方包括雪花秀、雅漾、后、施华蔻、芙丽芳丝、奥伦纳素等知名化妆品品牌。

## 4. 广州若羽臣科技股份有限公司

若羽臣成立于 2011 年，2020 年 9 月在深交所中小板上市（股票代码：003010），是面向全球优质消费品牌的电商综合服务提供商，主要业务包括线上代运营、渠道分销以及品牌策划。公司通过品牌和产品形象重塑以及精细化运营，为母婴、个护、美妆等来自全球的消费品品牌客户提供互联网整合营销、店铺运营、客户服务、仓储配送等全方位电商综合服务。公司服务品牌涉及母婴、美妆个护、保健品等行业，主要包括美赞臣、合生元、Swisse、妮飘、纯甄、特仑苏、赛诺菲等。

## 5. 上海凯淳实业股份有限公司

凯淳股份成立于 2008 年，2021 年 5 月在深交所创业板上市（股票代码：301001），主营业务是为国内外知名品牌提供综合性电商服务以及客户关系管理服务。凯淳股份为商品流转至消费者的每个关键节点提供服务，包括潜在客户管理、品牌营销、视觉设计、店铺运营、物流配送、系统开发、会员管理、客服中心等全链路服务。公司服务品牌涉及日化品、轻奢饰品、美妆、厨房家居、食品、母婴、航空、汽车等行业，主要包括施华洛世奇、联合利华、双立人、旧街场白咖啡、卡诗、小美盒、雅漾、保时捷、肯德基、馥蕾

诗等。

表 4：板块内上市公司估值分析及盈利预测概览（万德一致预期，根据 9.28 日收盘数据）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	EPS（元）（TTM）	EPS（元）21E	PE（TTM）
300792.SZ	壹网壹创	134.77	1.37	1.70	41.07
9991.HK	宝尊电商-SW	108.14	1.64	1.99	24.54
605136.SH	丽人丽妆	94.62	0.98	1.02	23.98
003010.SZ	若羽臣	24.36	0.71	0.90	28.31
301001.SZ	凯淳股份	24.67	1.00	-	30.96

资料来源：Wind，山西证券研究所

## 6. 风险提示

### 1、宏观经济波动风险

随着我国居民人均收入水平的提高以及网购的普及，我国网上零售市场规模保持较快增长，已成为社会消费品零售市场的重要组成部分。电商服务行业发展前景也依赖于未来我国网络购物市场规模的增长速度。若未来因宏观经济波动导致经济下行压力增大或国际、国内贸易环境缩紧，将可能抑制消费者购买需求或使品牌厂商减少销售推广费用，从而影响到电商服务行业整体规模及品牌方的经营业绩，并对行业内公司的盈利能力产生不利影响。

### 2、市场竞争加剧风险

随着电商服务行业的蓬勃发展，市场竞争也在不断加剧，拥有较强资金实力、运营能力的优质服务企业将更容易获得品牌方的青睐，更有可能赢得更多的市场机会。电商服务业属于开放性行业，不存在严格的行业壁垒和管制，门槛相对较低，且行业内尚未形成公开透明的评判机制，缺乏对电商服务商能力量化的考核标准。目前电商服务行业蓬勃发展，大量中小型服务商涌入市场，随着其业务的增长，可能对头部服务商造成一定冲击。由于电商服务行业市场化程度较高，目前不存在统一的市场指导和规范的定价标准，不排除存在部分企业为争取客户降低收费标准，导致市场竞争进一步加剧的可能性。

### 3、品牌授权及拓展风险

取得品牌方的授权，是服务商企业开展业务的基础。但由于电商服务行业发展迅速，市场竞争激烈，如果未来服务商企业不能满足品牌方的要求，或公司无法提供优于其他竞争对手的运营方案、销售成果或营销效果，亦或品牌方自主开展相关电商运营业务，使得服务商企业无法持续稳定地获得品牌方授权，将导致服务商企业面临品牌流失、经营业绩下滑、盈利能力下降的风险。此外，品牌商与服务商通常按年签

订合作协议，即使双方续约，品牌商也有调整服务费率、供货价格、信用政策条款的权利，可能做出对服务商不利的修改。

#### 4、电商平台依赖风险

近年来随着网络购物兴起，各类电商平台发展迅速，其中以淘宝、天猫、京东等为代表的头部平台建立了明显的竞争优势。基于此，众多电商服务商都生存在头部主流平台生态链内，并与其共同构成了相互依赖、协同发展的行业生态格局。电商平台针对入驻平台服务市场的服务商制定了日常运行规则，若未来相关平台变更店铺运营政策或提高平台服务费率，将可能导致服务商运营成本增加，从而对服务商企业经营业绩产生不利影响。平台为服务商提供数据和服务支持，若平台对服务商支持力度下降，将损害服务商现已构筑的能力壁垒，对服务商企业持续稳定的业务发展造成不利影响。

#### 5、核心运营人才流失的风险

电商服务行业是以人才为驱动引擎的现代化新兴产业，要求服务机构对电商运营和项目运作进行全程精细化管理，同时能及时调整营销推广策略以应对市场环境和消费者偏好变化。因此，具备上述能力且拥有多年行业经验的复合型人才始终是服务机构甚至品牌方争抢的核心资源。近些年我国电商服务行业高速发展，对复合型人才的需求持续增加。如果未来服务商企业出现核心骨干流失且无法及时补强的情形，可能对企业经营产生不利影响。



### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

