

壹网壹创 (300792)

报告日期: 2021年10月22日

全域运营工具箱, 品牌成长加速器

——壹网壹创首次覆盖报告

✎ : 马莉 执业证书号: S1230520070002 陈腾曦 执业证书号: S1230520080010
☎ : 021-80105934 021-80105934
✉ : mali@stocke.com.cn chentengxi@stocke.com.cn

报告导读

公司定位全域运营工具箱和品牌成长加速器, 业务进化速度望超市场预期, 主营渠道天猫拓品类拓品牌增长确定, 新渠道和新品牌赋能贡献业绩弹性, 首次覆盖, 推荐买入。

投资要点

□ 优势: “组织人才、用户理解及创意服务、中台标准化” 塑造壁垒

公司作为品牌代运营龙头, 六次获评“天猫六星级服务商”, 2020年GMV超200亿元, 同比增长超85%。2020年营收和归母净利润分别达12.99/3.1亿元, 近三年归母净利CAGR达31%。究其原因在于:

- 1) 组织人才优势:** 年轻团队“动漫文化”, 充满活力, 创始人专研组织、人才、机制, 核心团队股权绑定较深、内外部人才充沛、团队有序自转。
- 2) 用户理解及创意服务模式优势:** 创业初期(12-15年)就品牌塑造、产品物料研发等核心环节与百雀羚深度共创, 积淀下来的用户理解和创意能力形成了独特优势, 设置特色创意板块精准服务目标客群、提升品牌价值感。通过高度专业、高价值的服务, 以提升客单价、流量、转化率等方式为品牌提升销售。
- 3) 自动化、标准化下中台效率优势:** 中台数字化、标准化程度高, 公司对“4A+电商+数据+广告投放自动化+制图自动化”等相关业务需求进行模块化, 品牌服务可复制性强, 运营规模化效率高。

□ 超预期点: 头部标杆品牌合作的稳定性、多品类多品牌及从淘系迈向全域业务进化带来的业绩释放超出市场预期

- 1) 头部标杆品牌合作稳定, 确定性超市场预期:** 市场担忧公司依赖头部客户, 担心头部标杆品牌合作的稳定性, 实际上同业欧莱雅收回自营系极个别事件, 海外品牌依然极重视本土化运营。公司与欧珀莱(2015年)、OLAY(2015年)、伊丽莎白雅顿(2016年)、宝洁(2016年)等均长期稳定合作。
- 2) 卡位趋势品类, 多品类、多品牌布局进展超市场预期:** 依托公司多年来数据积累和对品牌的理解, 基于强大的全链路品牌服务能力, 上市后加快能力输出, 2020年新增10个品牌, 总品牌数增加至40余个, 2021H1成立BD部门, 拓展再提速。天猫渠道作为主营渠道, 快速拓展除美妆个护以外的趋势性品类(潮玩、餐饮、家电等)、多个优质品牌(泡泡玛特、星巴克、丽芝士、美的、西门子等), 公司保持与趋势赛道优秀品牌的共同成长。
- 3) 抖音等新渠道运营进化速度望超市场预期:** 市场担心公司仅具备淘系渠道运营优势, 但跨渠道除卖货基础运营能力相通外, 内容打造和投放能力有共通, 公司创意能力与抖音高质量内容导向契合, 2021Q1成为首批抖音服务商之一, 2021H1基本实现收支平衡。公司2021H1签约了抖音渠道约15个品牌, 协同新品牌大规模投放和快速试错, 有望领先跑通抖音。

□ 未来发展: “组织+人才+中台赋能”, 打造品牌成长加速器

公司探索出孵化新品牌的一套方法论, 通过承担最初的寻找品牌主理人、组核心团队职能及激励机制, 基于公司对年轻女性核心消费客群的深入理解, 挖掘

评级

买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥60.95

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.34
1Q/2021	0.37
4Q/2020	1.01
3Q/2020	0.38



公司简介

公司系电子商务系统解决方案提供商, 提供品牌策划、产品设计、客户服务、销售、仓储物流等一体化服务。

相关报告

报告撰写人: 陈腾曦

趋势性赛道，叠加公司的强大运营能力，助力新消费品品牌的快速发展。公司代表案例“每鲜说”，12月立项、3月开店，品牌上线首月 GMV 400 万元，618 GMV 突破 1000 万元。

□ 盈利预测及估值

公司历经长久的能力积累，逐步通过规模化的业务开拓释放势能。预计三季度新接店铺正式运营、逐步走向正轨，抖音渠道预计下半年开始逐步贡献盈利。预计公司 21H1 和 2022 年业绩增量开始逐步释放。公司预计 21/22/23 年公司总营收分别实现 15.58/18.98/23.72 亿元，yoy+20.0%/21.8%/25.0%；归母净利率分别实现 4.07/5.38/6.99 亿，yoy+31.4%/32.0%/30.0%，对应 PE 分别为 35.7X/27.1X/20.8X，公司逐步从品牌服务商，走向卡位趋势品类的品牌管理商，应当给予品牌管理商、高成长赛道及高业绩稳定性和成长性的估值溢价，合理估值在 30-35X。给予相对保守估值 30X，那么归母净利未来三年预计复合增速 30%的情况下，仍然拥有充分上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

□ **风险提示：**疫情对消费的影响；竞争加剧；新品牌拓展不及预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,299	1,558	1,898	2,372
(+/-)	-10.5%	20.0%	21.8%	25.0%
归母净利润	310	407	538	699
(+/-)	41.5%	31.4%	32.0%	30.0%
每股收益(元)	2.15	1.84	2.42	3.15
P/E	46.9	35.7	27.1	20.8

正文目录

1. 壹网壹创：厚积薄发，从品牌服务商到品牌管理商	5
1.1. 发展历程：操盘国货起家积蓄势能，拓展品牌渠道大展宏图	6
1.2. 业务模式：品牌线上服务占比七成，轻资产转型加速共赢	7
1.3. 管理架构：董事长阿里系背景赋能组织升级，高管各有所长分工明晰	8
1.4. 股权结构：管理层利益绑定较深，高管稳定且动力充足	10
2. 核心优势：“组织人才、用户理解及创意服务、中台标准化”塑造壁垒	10
2.1. 核心竞争力一：年轻团队“动漫文化”充满活力，核心人才稳定	10
2.2. 核心竞争力二：特色创意模块提升品牌价值，精准用户洞察强化服务壁垒	11
2.3. 核心竞争力三：中台数字化、标准化，品牌服务可复制性强，运营规模化效率高	13
3. 未来看点：组织+人才+中台赋能，打造品牌成长加速器	15
3.1. 综合品牌服务商：走出大客户桎梏，多品牌多品类如期推进	15
3.2. 全域品牌服务商：依托新品牌及规模优势，高效跑通抖音模型	17
3.2.1. 电商服务商：构建新渠道生态价值凸显，提供全域性服务适应变化	17
3.2.2. 跨渠道能力有共通，协同新品牌大规模投放和快速试错，高效跑通新渠道	19
3.3. 品牌成长加速器：瞄准年轻女性客群，体系化输出赋能新品牌	21
4. 公司估值与投资建议	23
4.1. 盈利预测	23
4.2. 估值分析	24
4.3. 投资建议	25
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司 2016-2020 年三种业务模式营业收入（单位：亿元）	8
图 3：公司 2016-2021H1 营业收入结构	8
图 4：公司股权结构：以创始人和高管为主	9
图 5：公司提供多模块品牌线上服务	11
图 6：公司创意服务成果案例	12
图 7：公司其他创意服务成果案例	12
图 8：公司创研中心下设五部门	13
图 9：创研人员比例明显高于同类公司	13
图 10：成熟中台系统赋能前台	14
图 11：壹网壹创员工数大幅增长	14
图 12：壹网壹创人效位居行业前列（单位：万元）	14
图 13：中国品牌电商服务商分类及商业模式	15

图 14: 上佰业务版图	16
图 15: 多品牌及多品类延伸进程	17
图 16: 公司上市时品牌多集中于美妆个护	17
图 17: 公司近两年签约新类目品牌	17
图 18: 阿里服务商体系	18
图 19: 抖音电商迅速崛起	19
图 20: 抖音电商生态中商家服务商扮演重要角色	19
图 21: 抖音服务商主要业务	19
图 22: MAT2019-2020 线上新增代餐品牌数量	22
图 23: 每鲜说核心产品	22
表 1: 壹网壹创核心数据 (单位: 百万元)	5
表 2: 壹网壹创主要业务模式	7
表 3: 公司董事会和高级管理人员 (截至 2020 年报)	9
表 4: 最新一期股权激励方案	10
表 5: 公司品牌线上创意模块服务	11
表 6: 合作品牌与核心客群	13
表 7: IPO 募集资金投向	14
表 8: 浙江上佰业绩表现 (单位: 万元)	16
表 9: 在渠道快速发展过程中, 服务商的业绩表现可能优于大多数品牌商	18
表 10: 2020 年度向特定对象发行股票募集资金投向	20
表 11: 公司代表性自有品牌	21
表 12: 壹网壹创业务分拆表 (单位: 百万元)	23
表 13: 可比公司估值比较 (PE)	24
表 14: 公司盈利预测 (单位: 百万元)	25
表附录: 三大报表预测值	26

1. 壹网壹创：厚积薄发，从品牌服务商到品牌管理商

壹网壹创成立于2012年4月，早期以化妆品品牌线上代运营为主，目前为国内外知名快消品品牌提供全域电子商务服务，以品牌线上服务（包括品牌线上营销模式、品牌线上管理模式）和线上分销为主要模式，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。

公司以加品牌、扩品类、拓渠道的思路稳健发展主营业务，不断增厚实力。目前，公司的主要合作品牌已从最初的百雀羚拓展至国内外40+知名品牌，品类除了美妆（伊丽莎白雅顿、欧珀莱、爱茉莉、美肤宝等）、个护（宝洁、沙宣、AUSSIE等），还延伸至潮玩、食品、家电等更多领域（泡泡玛特、蒙牛、盐津铺子等）；运营覆盖了天猫、京东、唯品会、小红书等15个主流平台。优秀的服务能力为公司带来了良好的声誉，公司曾六次获评天猫六星级（最高等级）服务商。业绩向好，2020年GMV突破200亿元，同比增长超85%；营收12.99亿元，同比下滑10.49%（主因公司业务结构调整影响，百雀羚从经销模式转为管理模式）；归母净利润3.10亿元，同比增长41.54%；扣非净利润2.84亿元，同比增长40.93%。2021年公司继续增强全域服务能力，4月新成立BD部门进行趋势品类赛道及新品牌的拓展，2021H1新签约品牌17个，GMV过百亿。

表 1：壹网壹创核心数据（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020H1
营业总收入	23.98	259.68	507.28	704.41	1,012.80	1,450.82	1,298.59	486.42
YOY		983.06%	95.35%	38.86%	43.78%	43.25%	-10.49%	-12.82%
毛利率	30.02%	35.94%	41.02%	46.84%	42.59%	43.04%	47.83%	49.11%
按收入类别分								
品牌线上营销服务			366.48	494.65	625.07	818.36	420.27	119.69
YOY				34.97%	26.37%	30.92%	-48.64%	-51.56%
占比			72.24%	70.22%	61.72%	56.41%	32.36%	24.61%
百雀羚			335.19	489.24	596.72	716.06		
YOY			96.09%	45.96%	21.97%	20.00%		
占比			66.08%	69.45%	58.92%	49.36%		
其他品牌			31.29	5.41	28.35	99.22		
YOY				-82.72%	424.39%	250.00%		
占比			6.17%	0.77%	2.80%	6.84%		
品牌线上管理服务			106.72	198.87	228.73	331.27	521.20	264.36
YOY				86.35%	15.01%	44.83%	57.33%	43.82%
占比			21.04%	28.23%	22.58%	22.83%	40.14%	54.35%
线上分销			33.03	10.65	151.45	295.20	350.63	99.17
YOY				-67.75%	1321.63%	94.91%	18.78%	-19.93%
占比			6.51%	1.51%	14.95%	20.35%	27.00%	20.39%
销售费用	6.81	53.12	106.14	122.08	190.06	303.17	145.38	36.02
销售费用率	28.40%	20.45%	20.92%	17.33%	18.77%	20.90%	11.20%	7.40%
管理费用	0.16	10.86	29.50	26.37	32.39	39.34	50.44	34.15
管理费用率	0.66%	4.18%	5.82%	3.74%	3.20%	2.71%	3.88%	7.02%
研发费用			-	-	-	3.10	13.76	10.09
研发费用率			0.00%	0.00%	0.00%	0.21%	1.06%	2.07%
财务费用	-	0.55	-0.15	-0.51	-0.82	-5.98	-21.85	-8.74
财务费用率	0.00%	0.21%	-0.03%	-0.07%	-0.08%	-0.41%	-1.68%	-1.80%
净利润	0.15	18.12	47.45	137.82	162.62	219.05	345.39	138.54
归母净利润	0.15	18.12	47.45	137.82	162.62	219.05	310.06	126.50
YOY		11730.90%	161.80%	190.47%	17.99%	34.71%	41.54%	16.66%
归母净利率	0.01	0.07	0.09	0.20	0.16	0.15	0.24	0.26
应收账款	-	32.99	53.31	75.60	94.33	176.29	202.39	205.66
存货	0.14	37.56	36.01	24.17	74.58	116.15	84.29	104.74
经营性现金流量	3.58	-23.61	25.00	78.85	104.87	146.90	438.50	-61.32
投资性现金流量	-4.34	-6.25	-10.18	-50.58	-28.13	-86.04	-574.78	85.98
筹资性现金流量	-	79.71	7.82	-15.33	-57.01	659.70	-58.03	-75.16
现金增加额	-0.76	49.86	22.63	12.95	19.65	720.60	-196.16	-50.50

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（百雀羚21Q2起模式的调整不影响报表）

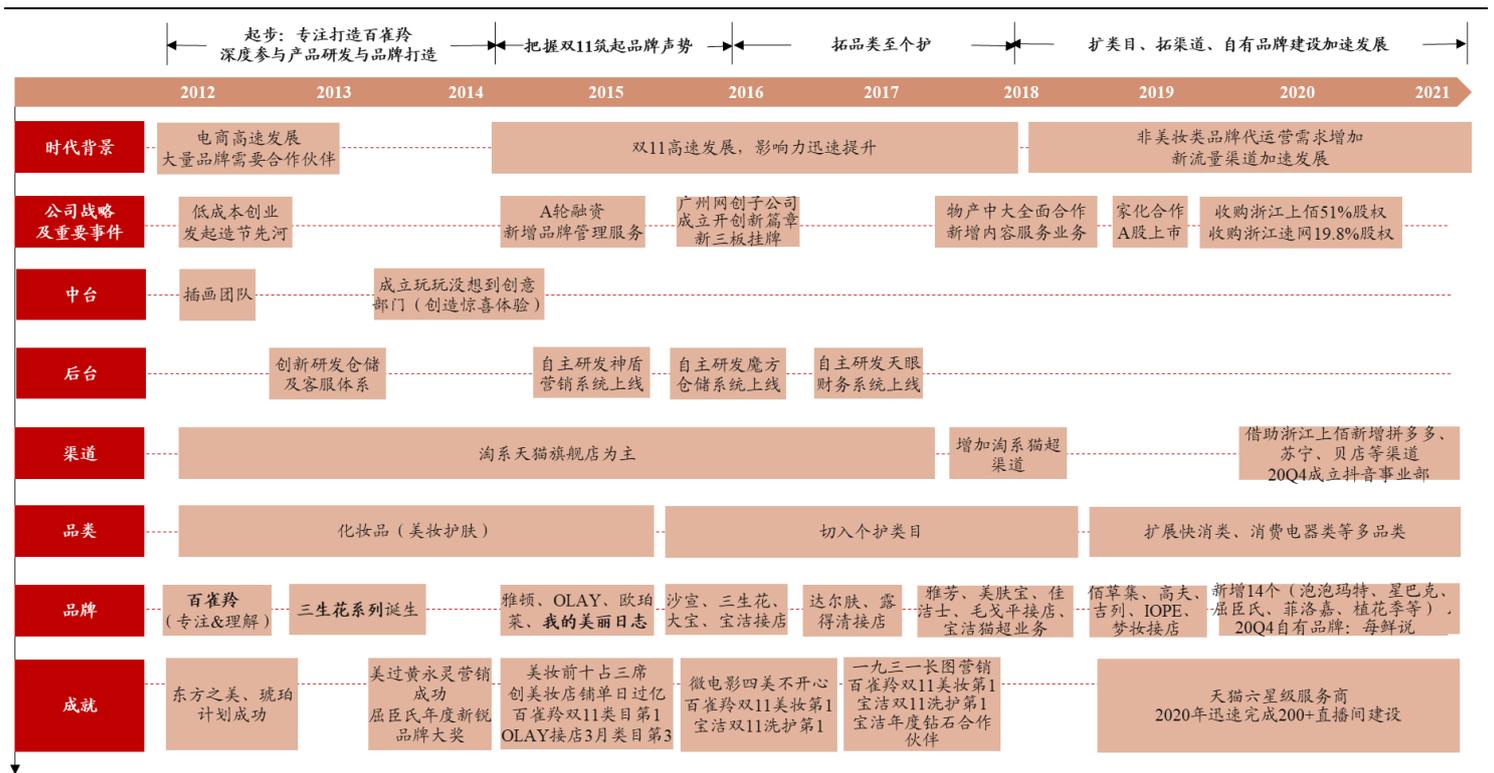
1.1. 发展历程：操盘国货起家积蓄势能，拓展品牌渠道大展宏图

2012-2014 年公司启航，积累经验：乘电商发展红利之风，以线上营销服务起家，操盘百雀羚华丽变身，在此阶段专注做深单一品牌，积累深刻而宝贵的一站式品牌服务经验。公司通过开发新品、国风重塑、造节、内容营销打爆、双 11 冲量造势等一系列手段，让国货老品牌百雀羚在电商平台“老树开新花”。其为百雀羚量身设计了“三生花”系列产品，在产品名称、产品内容物、包装设计等方面进行主导并与品牌共创，推进产品进驻屈臣氏渠道，年营业额过 20 亿。在公司对国货复兴的助推下，百雀羚品牌知名度和影响力提升，业绩爆发式增长，2015 年起多年蝉联“双十一”天猫美妆类目销售额榜首。

2015 年扩展蓄势，丰富服务：开启品牌拓展，并引入了品牌线上管理服务模式。2015 年，公司与雅顿、欧珀莱、Olay 等品牌合作，为其天猫旗舰店提供品牌线上管理服务，其中 Olay 运营 3 月即实现“双十一”天猫全网美妆类目第三，成绩瞩目。渠道扩展方面，公司开拓了百雀羚在唯品会平台的业务。

2016-2018 年巩固优势，积极跨界：公司进一步切入个护领域，开启品类拓展。期间签约 30 个左右国内外知名美妆及日化品牌。公司成功获得宝洁集团齐下十多个品牌的授权，2017 年合作品牌飘柔创造单坑 200 万记录、海飞丝创造单坑千万记录；2016-2018 “双十一”宝洁旗舰店蝉联洗护用品行业第一。公司在广告圈、营销圈也崭露头角，曾获广告片的金狮奖。

图 1：公司发展历程



资料来源：浙商证券研究所

2019 年至今加速发展，拥抱变化：基于强大的组织与人才优势，公司通过收购和战略合作等方式，谋求更多品类拓展和多渠道建设，并尝试建立新消费品牌领域自有品牌。2019 年，公司于 A 股上市，成为 A 股第一家电商代运营公司，在同行跑道上脱颖而出，也使公司的发展加足马力。品牌数量上，2020 年新增品牌 10 个，2021H1 新增品牌 17 个；品牌类目上，公司内生拓展结合外延并购，新签约泡泡玛特、星巴克等新品牌，收购浙江上佰以扩展消费电器品类，所涉足的领域逐渐横跨美妆、个护、潮玩、视频、家电等

行业。平台渠道上，继天猫、唯品会、小红书后，公司于2019年与京东开展合作；2020Q4布局抖音内容电商，向电商全域服务迈进。此外，公司开启自有品牌建设，从品牌服务商跨向品牌管理商，首个自有品牌“每鲜说”于2021年3月在天猫首发上线，短短几月即荣登“618”天猫狂欢日美食轻食代餐类排名Top3。

1.2. 业务模式：品牌线上服务占比七成，轻资产转型加速共赢

公司的主要业务模式为品牌线上管理服务（包括品牌线上营销服务、品牌线上管理服务）和线上分销。三种业务模式以不同的服务内容和收费方式，全方位满足品牌的多元需求。具体而言：1）品牌线上管理服务通过分析品牌方产品的特点和现状，为品牌方量身定制和执行一系列服务，包括品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划等，向服务方收取服务费；2）品牌线上营销服务除了承担品牌管理服务的职能，还向品牌方采购货品并销售给终端消费者，赚取销售收入与采购成本及各项费用的差额；3）线上分销指公司获得品牌方分销业务授权，将产品销售给天猫、淘宝等平台的中小卖家或其他B2C平台，赚取销售收入与采购成本及各项费用的差额。

表 2：壹网壹创主要业务模式

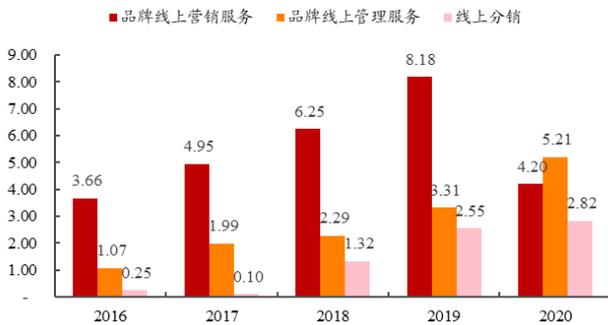
业务模式	品牌线上服务		线上分销业务
	品牌线上营销服务	品牌线上管理服务	
服务模式	为品牌方提供其在第三方平台上官方直营旗舰店的综合运营服务；以买断的形式向品牌方采购货品，向终端消费者销售产品	为品牌方提供其在第三方平台上官方直营旗舰店的综合运营服务	以买断的形式向品牌方采购货品，向天猫、淘宝等平台的中小卖家或其他第三方B2C平台分销产品
收入	销售收入	服务费（根据销售成果和约定比例）	销售收入
业务流程			
代表性品牌	艾杜纱	宝洁旗下多个品牌，百雀羚，伊丽莎白雅顿，欧珀莱等	黑人、艾杜纱

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从营收表现看，公司业务向轻资产转型趋势明显。2020年，品牌线上营销服务、品牌线上管理服务、线上分销三项主要业务分别实现营收4.20/5.21/3.51亿元，同比2019年分别变动-48.64%/+57.34%/+18.78%。结构占比方面，2020年品牌线上营销服务、品牌线上管理服务、线上分销实现的营收分别占总营收的32%/40%/27%，同比2019年分别变动-42.62%/+75.78%/+32.71%。品牌线上服务一直保持着超过七成的占比，其中，品牌线

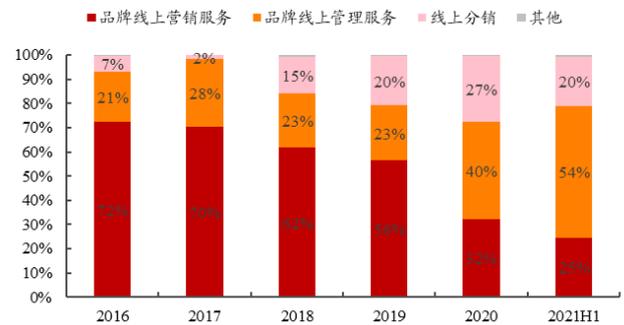
上营销服务的占比逐年下降，至 2021H1 已降至 25%，而品牌线上管理服务越来越成为三大业务模式的主力，2021H1 所贡献的营业收入已过半。

图 2：公司 2016-2020 年三种业务模式营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：公司 2016-2021H1 营业收入结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

品牌重塑与流量运营环节服务溢价最高，是助力品牌从 1 到 10 的关键。专业的人做专业的事，公司在该环节具备强优势，因此聚焦核心品牌运营环节的品牌线上管理服务已成为公司业务发展的新重心。公司近两年新签的品牌大多数采用品牌线上管理模式；2020 年 10 月起，公司与百雀羚在天猫平台的合作模式从品牌线上营销模式转换为品牌线上管理服务模式，此后，百雀羚又逐渐收回了京东、天猫超市、唯品会业务转为自营。这些举措使公司更高效地利用内外部资源，在市场洞察、品牌营销等专业能力建设上加大力度，聚焦核心能力深化壁垒，在擅长领域将服务做深做精，提高自身和品牌整体效率。

从盈利表现看，向轻资产业务的模式转换进一步增强了公司盈利能力。2021H1，品牌线上管理服务、品牌线上营销服务和线上分销业务的毛利率分别为 62.25%、41.57% 和 24.14%，品牌线上管理服务毛利率明显最高，这主要是因为线上营销和分销的资产较重，而轻资产的线上管理模式不需要承担推广和仓储物流费用。上述业务重心的转移，降低 2021H1 公司整体销售费用率至 7.40%（同比-6.86pcts），拉高公司整体毛利率至 59.11%（同比+21.41pcts），拉高公司整体净利率至 28.48%（同比+8.17pcts）。

1.3. 管理架构：董事长阿里系背景赋能组织升级，高管各有所长分工明晰

董事长林振宇（叮当）拥有 5 年的阿里系工作经验，2005 年开始先后担任阿里巴巴福建区市场部经理、淘宝营销中心市场部经理，并且是阿里巴巴旗下广告营销子公司阿里妈妈 6 位创始人之一。2010-2012 年在团购领域自主创业，2012 年创立壹网壹创。阿里系的工作背景让林振宇深谙线上零售之道，铸造公司的差异化优势。

除林振宇外，其他几位联合创始人——首席品牌官&副总卢华亮（三藏）、首席技术官&副总吴舒（蒙奇奇）、董秘张帆（麦兜）及其他高管任职稳定、各有所长、分工明晰。首席品牌官卢华亮为视觉传达系副教授出身；CTO&副总经理吴舒毕业于北京大学，为技术背景出身，也是资深运营专家；CEO 邓旭曾任强生消费品中国总裁，曾管理强生 26 个品牌，助力公司往品牌服务商向品牌管理商方向转型。

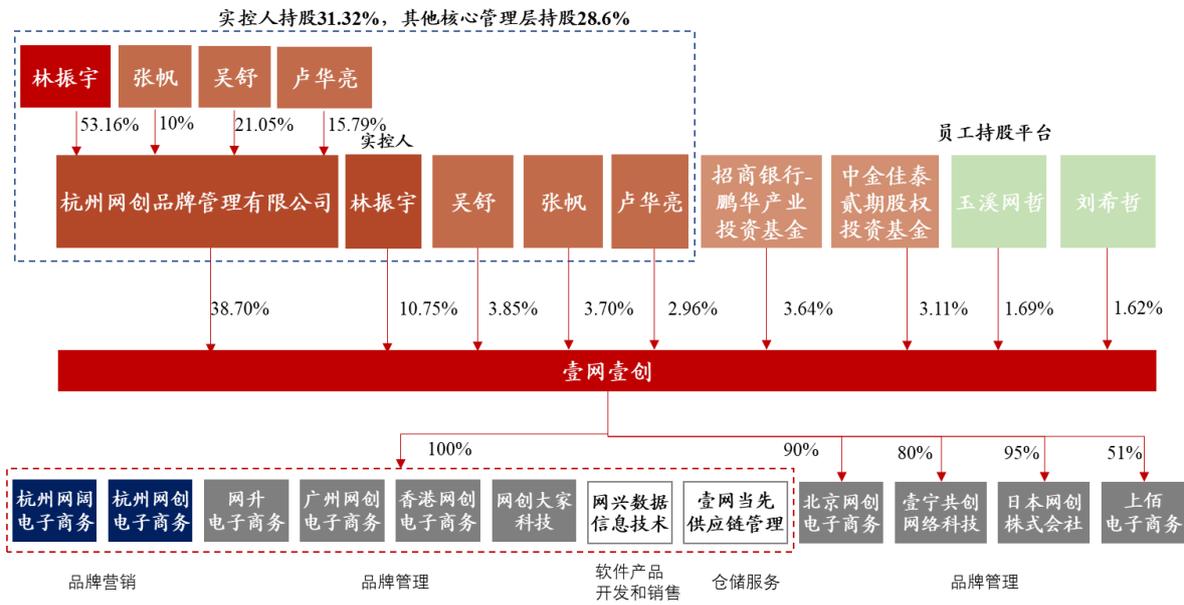
人才梯队初步建立之后，林振宇得以充分放权、核心专注于组织机制的升级迭代和更长远的人才体系的建设。目前公司具备极强的组织稳定性和高效率，且能够吸引同业及品牌方优秀人才，前中后台高效运行，业务可延伸性和业绩确定性强。

表 3：公司董事会和高级管理人员（截至 2020 年报）

姓名	职位	出生年份	背景
林振宇 (叮当)	公司创始人 董事长、总经理、	1983	2005-2007 年任阿里巴巴(中国)有限公司福建区域市场部经理; 2007-2010 年任淘宝(中国)有限公司营销中心市场部经理; 2010-2012 年团购领域自主创业;2012 年创立壹网壹创
卢华亮 (三藏)	联合创始人 董事、副总经理 (首席品牌官)	1977	2002-2010 年在浙江理工大学视觉传达系任教; 2002-2011 年任杭州品邦百利广告有限公司总经理 2011.5-2012.04 任杭州网兜企业管理执行董事兼总经理; 2012.04-2016.02 历任杭州奥悦贸易经理、副总经理兼董事; 2016.02 至今,任壹网壹创副总经理兼董事
张帆 (麦兜)	联合创始人 董事、董事会秘书	1982	2004-2008 年任东阳华磊针织制衣有限公司总经理; 2012.06-2017.06 任杭州网兜企业管理咨询监事 2015.12-2017.08 任杭州网创品牌管理有限公司总经理 2017.08 至今任壹网壹创董事会秘书, 杭州网创品牌管理执行董事 2018.02 至今任杭州鸿昱投资管理有限公司执行董事.
吴舒 (蒙奇奇)	联合创始人 副总经理 (首席技术官)	1982	毕业于北京大学 2007-2009 年任杭州拓志科技有限公司 CEO; 2012-2015.11 任职杭州网创品牌管理有限公司总监; 2012.03-2015.11 任杭州网奥电子商务总监兼监事; 2016.02-2017.06 任壹网壹创副总经理兼董事, 2019.11 至今任壹网壹创 CTO.
王雷	董事	1976	2000.06-2004.09 中国国金金融股份有限公司经理; 2006.10-2009.12 渣打直接投资有限公司副董事; 2009.12-2010.10 中国国际金融股份有限公司执行总经理; 2010.11 至今任中金佳成投资管理有限公司董事总经理。
石中豪	董事 (运营总监)	1989	2015-2016 年任杭州网阔电子商务运营总监; 2016 年至今任壹网壹创运营总监
徐斌毅	董事	1971	2014-2017 年任浙江物产电子商务有限公司执行董事、董事长; 2017 年至今任物产中大云商有限公司董事长
邓旭	董事, CEO	1978	2007.09-2009.01 百思买中国价格策略经理; 2009.02-2015.10 Tesco 乐购中国区市场总监; 2015.12-2019.10 强生消费品战略情报总监及城野医生中国总经理; 2017.08-2018.10 销售副总裁;2018.11-2019.07 美妆事业部总经理; 2019.08-2021.01 强生消费品中国区总裁; 2021.03 至今壹网壹创 CEO.
郑苏法	董事	1973	2010.12-2013.12 浙江工商大学法学院党委书记,副院长; 2013.12-2019.12 浙江工商大学环境科学与工程学院党委书记,副院长; 2019.12 至今浙江工商大学体育工作部主任。
冯积儒	副总经理	1981	2005-2011 年就职于美的集团市场部 2012 年创立上佰电子商务,2012 年至今担任上佰电子商务执行董事,总经理.
周维	财务总监	1984	2005-2011 年任浙江南大投资有限公司财务经理; 2011-2013 年任商源集团财务经理; 2013-2015 年任杭州天宇四季风情大酒店有限公司财务经理; 2015 年加入公司, 先后担任杭州奥悦贸易、壹网壹创财务总监

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：公司股权结构：以创始人和高管为主



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4. 股权结构：管理层利益绑定较深，高管稳定且动力充足

公司控制权并非高度集中于实际控制人，而是分散于核心管理层中。截至 2020 年年报，公司实际控制人、创始人及董事长林振宇直接持股 10.75%，通过杭州网创品牌管理公司间接持股 20.57%，合计持股 31.32%，股权比例相对不高。

公司核心管理层多为公司前十大股东，管理层利益与公司业绩深度绑定。吴舒（副总经理）、卢华亮（董事、副总经理）、张帆（董事、董事会秘书）直接和间接合计持股 12.00%/9.07%/7.57%。高管持股比例高，股权激励足，有益于调动管理层团队的积极性和维持其稳定性。

2. 核心优势：“组织人才、用户理解及创意服务、中台标准化”

塑造壁垒

2.1. 核心竞争力一：年轻团队“动漫文化”充满活力，核心人才稳定

公司文化年轻，更懂合作品牌的核心客群。林振宇花名“叮当”，叮当即为漫画中的机器猫。不同于阿里用武侠人名作为花名，壹网壹创则采用动漫作品人物作为花名，动漫文化比江湖气息浓厚的武侠文化更显轻松活泼。公司年轻人员占比高，90 后超 80%，与年轻化的核心客群（百雀羚、泡泡玛特、星巴克、屈臣氏、每鲜说，核心客群都集中在 20 至 35 岁的年轻群体）相对应。员工年轻化，意味着能够在理解新零售场景中消费群体的偏好上，更容易产生共情。

“机器猫的口袋里永远有更多保障，帮助它和周围的朋友实现梦想。”动漫里的理想也是林振宇及其团队理想、壹网壹创的理想。在品牌服务中，公司也努力帮助企业实现品牌形象的重塑和销售的达成，例如，为百雀羚、美肤宝等品牌老化、遭遇发展瓶颈的品牌提供了定制化产品和品牌服务，使得品牌重新焕发了活力。

员工激励高、人才稳定，M4 以上核心管理团队保有率高，并有较高的人才回流。

在公司人才梯队建立、业务稳健发展背景下，叮当得以长期专注于组织人才的研究和实践，建立了自己一套组织激励机制的方法论，找到优秀的人，让团队自己跑起来，根据人员位置重要性和承担的责任，给予科学的股权激励。

表 4：最新一期股权激励方案

发布日期	2020 年 1 月 22 日
授予股份	19.48 万，0.25%
授予对象	中层管理人员、核心技术（业务）人员
授予对象（数量）	17 人 占比 1.56%
重点激励对象	资深运营经理姚如燕与运营总监陈国鑫各 2 万股。
解锁条件 （利润指标）	以 19 年净利润（2.19 亿）为基数，20/21/22/23 年净利润增长率不低于 30%/65%/100%/135% 对应净利润不低于 2.85/3.61/4.38/5.15 亿 yoy30%/27%/21%/17%
总摊销费用	约 1,440 万
摊销情况	20/21/22/23/24 年 770/411/220/97/5 万

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司曾于 2016、2017 年通过员工持股平台网哲投资管理进行 2 次股权激励。2016 年 12 月，股东张帆将其所持有的网哲投资管理 147.46 万份额以 1.83 元/份额的价格转让给受激励员工。2017 年 4 月，股东张帆、汤勇等将所持有的网哲投资管理 57.76 万份额以 1.83 元/份额的价格转让给受激励员工。

公司推行了安居计划，于 2016 年和 2018 年合计购置房屋 33 套，并与部分骨干员工签订《员工房屋激励协议书》，约定受激励的员工可享有该房屋的使用权，且在达到《激励协议书》约定的条件后，将获赠上述房屋。截至 2020 年年报，上述房产已有 18 套房产激励给员工，15 套房产尚未确定激励对象。

公司 2020 年推出上市后第一期限限制性股权激励，核心激励中层员工。授予 19.48 万股，占总股本的 0.25%，其中资深运营经理姚如燕与运营总监陈国鑫各 2 万股。

2.2. 核心竞争力二：特色创意模块提升品牌价值，精准用户洞察强化服务壁垒

服务内容方面，公司的服务体系以创意模块为先导，创研人员超过 300 人，保障服务持续高质量输出，实现价值创造。公司的创意模块使得为品牌提供的服务不仅限于简单的经销或代销，而是紧紧围绕品牌特征，为品牌商定位市场、塑造形象、设计产品、整合营销、开展传播，从而帮助品牌差异化突围，获取流量、提高转化率、提升客单价，促进销售目标的达成。

图 5：公司提供多模块品牌线上服务



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

表 5：公司品牌线上创意模块服务

服务	内容
品牌形象塑造	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。
产品设计策划	从选品、成份、工艺、视觉设计、工业设计等环节切入，根据品牌定位，结合目标消费者的需求，帮助品牌方开发具有竞争力的商品。
视觉设计	在电子商务平台，针对目标消费者特点，以产品销售和品牌形象表达为目的，进行用户体验设计，以达到吸引消费者、促进点击和购买的目的。
整合营销	针对目标受众，有计划和节奏地通过创造性活动策划，最大化整合社交媒体和平台流量，使其同一时间引发参与，以完成销售目标。
新媒体传播	通过媒体计划、内容创意、视频监制、脚本撰写、IP 选择、直播策划、承接页撰写等工作，基于社交媒体创作能够二次传播的内容，获取流量。

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

公司极具创意的产品设计、整合营销、新媒体传播让品牌产品在潮流的更迭中突显特色、吸引流量，这在与百雀羚的合作中可见一斑。公司帮助百雀羚一改老旧的形象，变身护肤品届“国潮”。产品上，公司在合作早期就参与到百雀羚的产品研发环节，通过大数据分析，为百雀羚设计研发了“三生花”系列良品，打开年轻客群的“国潮市场”。包装设计上，插画团队为百雀羚设计的包装一直沿用国潮风；元素跨界的尝试带来了更多爆款，与故宫合作推出的宫廷限量“雀鸟缠枝美什件”礼盒和“肌初赋活燕来胜”礼盒，因富含东方美的特征迅速出圈。广告传播上，公司为百雀羚策划的鬼畜广告《四美不开心》获得了超5000万播放量，母亲节的《1931长图》讲述了百雀羚的品牌起源，传递与时间对抗的主旨，曝光量超过8000万次。2020年3月，百雀羚携手“古代四大美人”缔造国风文化之美，将四大美人元素与江南纸雕工艺相融，幻化成古香古韵的“四美礼盒”，首次运用“IP盲盒”概念，融东方文化与现代美学于一体，掀起全网的收藏热潮。

图 6：公司创意服务成果案例



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

近期，其他品牌及在快消潮玩等领域，比如，淘宝“99大促”中，公司为黑人牙膏策划主题“9耀开趴”，提高消费者预售开抢理念；广告设计结合礼盒、彩带等元素，制造开始派对的惊喜感；蓝紫配色匹配星耀白牙膏的定位，其在大促中也成功成为全网牙膏类目第一。9月16日，泡泡玛特“天猫超品日”以“天生好玩”为主题，寓意万物皆可收藏，拒绝在琐碎的生活中被同化。活动期间累计成交4237万，斩获天猫玩具大类超级品牌日历史成交量第一的战绩。

图 7：公司其他创意服务成果案例



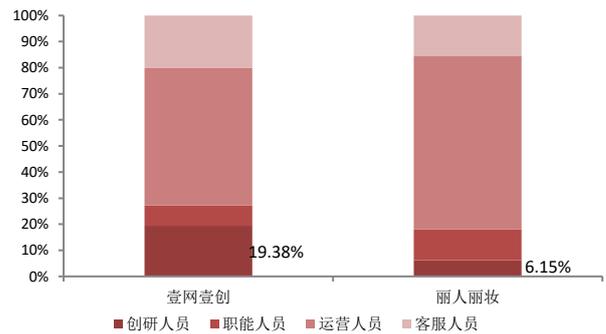
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 8：公司创研中心下设五部门



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 9：创研人员比例明显高于同类公司



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

创意模块的服务通过优化产品组合、设计套装产品、开发赠品，淡化消费者的价格敏感度，以提升客单价、流量、转化率等方式为品牌提升销售。例如在 Olay 的代运营中，通过市场洞察，匹配消费升级优化选品结构，其明星单品“ProX 淡斑精华”提升了近 200 元客单价。

这些服务的输出离不开对用户的精准洞察，公司专注于面向年轻客群的品牌运营，日积月累下具备对目标客群的精准洞察力和运营效率。线上零售的消费者具有年轻化、个性化的特征，公司凭借针对年轻化群体的多年美妆运营经验（如百雀羚系列品牌的孵化）深化了对年轻客群的独特理解，对目标客群的深入理解有利于公司快速高效复刻成功经验至新品牌的孵化运营。公司目前新拓展的泡泡玛特、星巴克和屈臣氏等品牌，以及 2021 年发展起来的自有品牌每鲜说，核心客群都集中在 20 至 35 岁的年轻群体。媒介变迁，人性和消费心理总是相似，集中而深入的客群定位有助于持续增强服务的差异化和专业化。

表 6：合作品牌与核心客群

合作品牌	核心客群
百雀羚	25-45 岁年龄段女性消费者
OLAY	18-25 岁年轻女性
毛戈平	26-35 岁消费者
佰草集	20-35 岁的城市白领女性
屈臣氏	18-35 岁时尚女性
菲洛嘉	35 岁以下精致女性
星巴克	都市白领族群
泡泡玛特	新锐白领、精致妈妈和 Z 世代
每鲜说	超一线城市，22-35 岁的精致白领女性

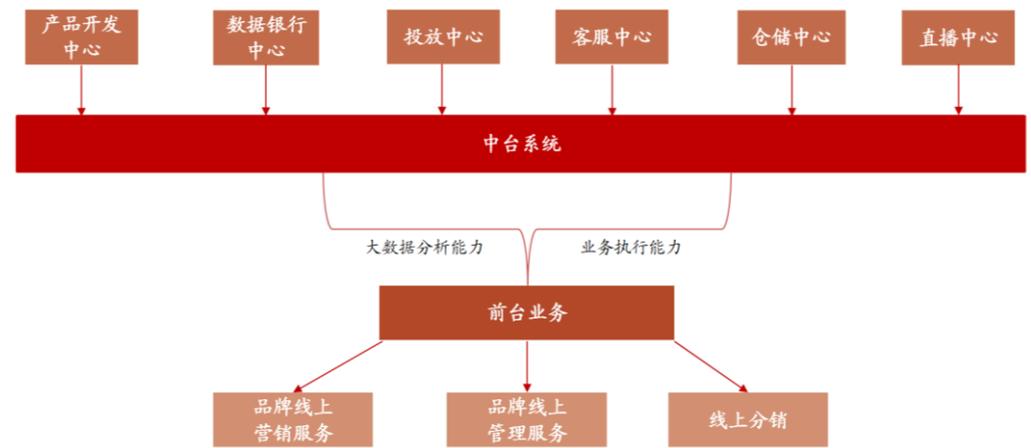
资料来源：公司公告，公开资料整理，浙商证券研究所

2.3. 核心竞争力三：中台数字化、标准化，品牌服务可复制性强，运营规模化效率高

公司的中台系统已经发展了近五年，在数字化&自动化方面，公司在 2015-2017 年开始先后自主创新研发了神盾营销系统、魔方仓储系统上线、天眼财务系统等。已拥有哈雷数据 BI、宝标预售监控、RPA 自动化、朱雀售后工单、星途团队协作五大自动化工具。

目前产品开发中心、数据银行中心、投放中心、客服中心、仓储中心、直播中心都已中台化。中台的数据和业务执行能力，不仅能帮助公司实现多品牌、跨品类的扩张，更能够在多种新业务模式下赋能前台，为新业务平稳发展和高速增长提供强有力支撑。

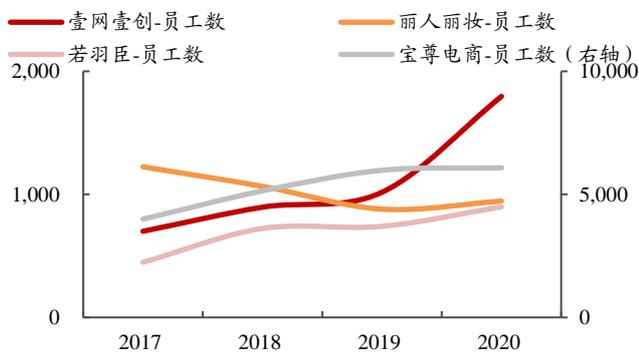
图 10：成熟中台系统赋能前台



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

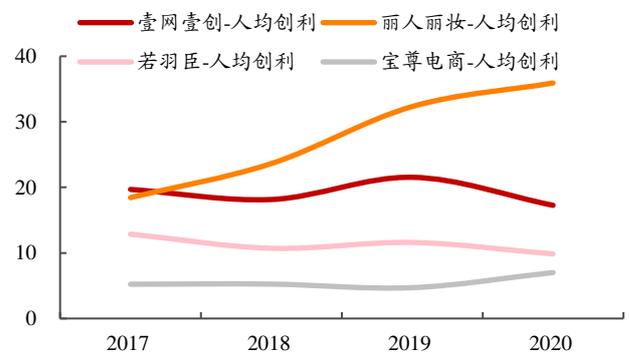
具体来看，强大的中台系统使得业务全流程数字化、业务操作标准化，公司的某一品牌的运营经验可以快速地得到复用；进而使公司拥有了不亚于一般大型品牌管理集团的多品牌管理能力，为多品类品牌的快速增长提供中台管理支撑。在拥有中台大数据分析能力的条件下，公司能够对不同品类的增长趋势、增长驱动力以及业绩实现方式做出精准市场判断，形成自己独特的数据优势和品类洞察，并就此进行合适的品类扩张。出色的数据能力能将感性设计细节拆解为量化直观的数据建模。具体体现为公司的人效处于行业前列，公司服务品牌的营销质量和起量均表现优异，并吸引更多的签约品牌。

图 11：壹网壹创员工数大幅增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：壹网壹创人效位居行业前列 (单位：万元)



资料来源：公司公告浙商证券研究所

公司 2019 年 IPO 募资投资品牌服务升级建设项目和综合运营服务中心建设项目以进一步升级中台系统：前者通过建设产品开发中心、整合营销创意中心，以及对公司仓储和技术水平进行整体升级；后者通过建设用户体验测试中心、影像设置创意中心和品牌孵化中心等形成覆盖公司各方面的创意服务体系，引入关键设备。项目已基本建设完成。

中台建设成效显著，2021H1 公司结合机器学习、人工智能和自动化工具等打造新一代品牌运营数智化能力，提升运营效率约 30%；完善仓配网络化布局，与区域物流合作共建，物流时效提升 15%+。

表 7：IPO 募集资金投向

	募集资金投向	总投资金额 (亿元)	使用募集资金投入 (亿元)	占比
1	品牌服务升级建设项目	3.50	3.50	50.82%
2	综合运营服务中心建设项目	1.73	1.73	25.11%
3	补充流动资金项目	1.66	1.66	24.07%
	合计	6.89	6.89	100.00%

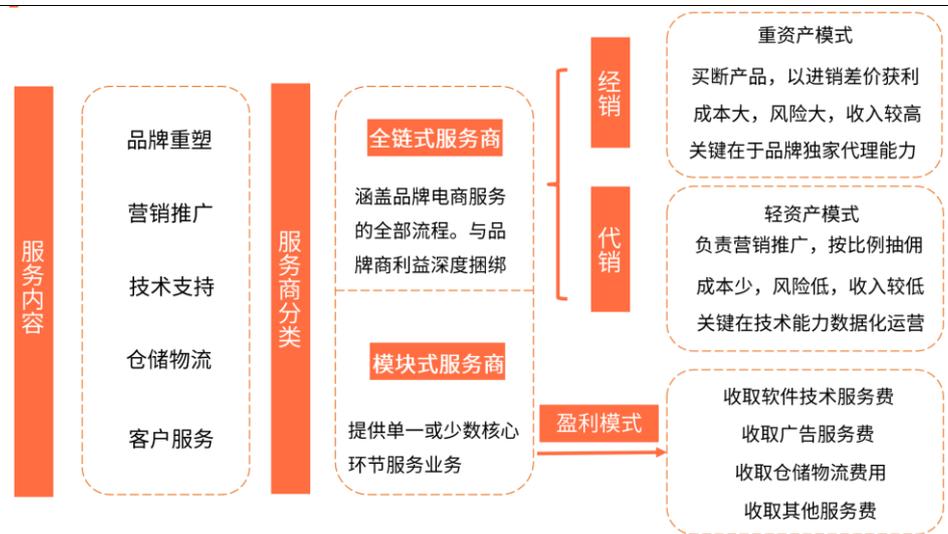
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

全链路工具箱：细分环节服务，各业务模块独立化、专业化服务客户。

公司成熟的中台系统优势在于集合了多种具有共性、技术含量高的工作，有利于充分发挥公司专长，提高服务效益。相较于传统电商代运营为品牌方提供的全链路运营服务，公司更倾向于对服务进行板块细分，并向品牌方提供单元化的板块服务。前台最直接地进行运营操作，致力于业绩的达成，而中台才是公司最关键的能量输出基地，由一群更资深的团队致力于输出核心的产品和营销创意。因此，这样的运行方式可以突破单一前台、单一团队提供服务的视野局限和能力局限，取各部门所长，在提升服务质量的同时做到成本可控。

公司已经在提供单一或者核心环节的服务业务，并收取相应软件技术服务费、广告服务、仓储物流费用和其他服务费。针对每个板块，公司会单独运营并加以推广以抢占市场份额，力求将服务深化细化，以专业化态度最大程度满足客户需求。

图 13：中国品牌电商服务商分类及商业模式



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

3. 未来看点：组织+人才+中台赋能，打造品牌成长加速器

3.1. 综合品牌服务商：走出大客户桎梏，多品牌多品类如期推进

公司的代运营服务深耕美妆行业，所积累的大量品牌创意设计、策划、引流、营销等经验可沿用至其他品类，实现降维打击。美妆品类运营竞争激烈、富有挑战，产品迭代快速，营销规则复杂；长期的沉淀使得公司对美妆类目的综合服务能力已成功得到市场的认可。基于已有营销优势，公司在向其他品牌和品类的扩张过程中，很多在美妆品牌运营中应用过的营销场景、IP 打造思路以及具体业务操作方法，复刻到其他品类时也能够取得很好的效果。

近几年，公司已经在品牌上稳定积累、品类上积极跨界，品牌和品类的加速扩展未来可期。品牌数量方面，老客户保持稳定，新客户不断引入。根据 2021H1 半年报数据，存量品牌（宝洁、雅顿、欧珀莱等）基本已续约，同时新签约品牌 17 个，即将签约品牌 21 个，大量品牌的引入也使公司对头部大客户的依赖逐渐降低。品类方面，跨界品牌业绩可观，公司 2020 年新拓展的食品潮玩品类实现了近 6 亿的 GMV，2021 年食品潮玩品类 Q1 同比增长 236%，泡泡玛特超品日成交额 0.94 亿，15,000 套盲盒上架秒空。

内生扩张之外，公司还通过收购浙江上佰扩展了多品类多平台的战略版图。浙江上佰同为知名的代运营服务商，专注于消费电子领域，主要客户为美的、小天鹅、西门子、松下等家电家居头部品牌，覆盖了淘宝、天猫、京东、拼多多、苏宁易购等平台渠道。壹网壹创并购浙江上佰，扩展了家电品类，并新增了拼多多、苏宁易购、贝店等平台，从而扩展了多品类多平台的战略合作版图，通过产业链整合巩固了行业地位。

2020年，浙江上佰净利润7331万元，同比2019年增加81.63%，网创赋能成效显著。2021年7月21日，壹网壹创披露重组预案，拟收购浙江上佰剩余49%股权，进一步增强对浙江上佰的控制，巩固自身在行业的竞争力。

表 8：浙江上佰业绩表现（单位：万元）

	2019	2020	21H1
营业收入	17,890.38	16,432.59	10,960.12
YoY		-8.15%	
净利润	3,937.60	7,330.55	2,780.69
YoY		86.17%	
净利率	22.01%	44.61%	25.37%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 14：上佰业务版图

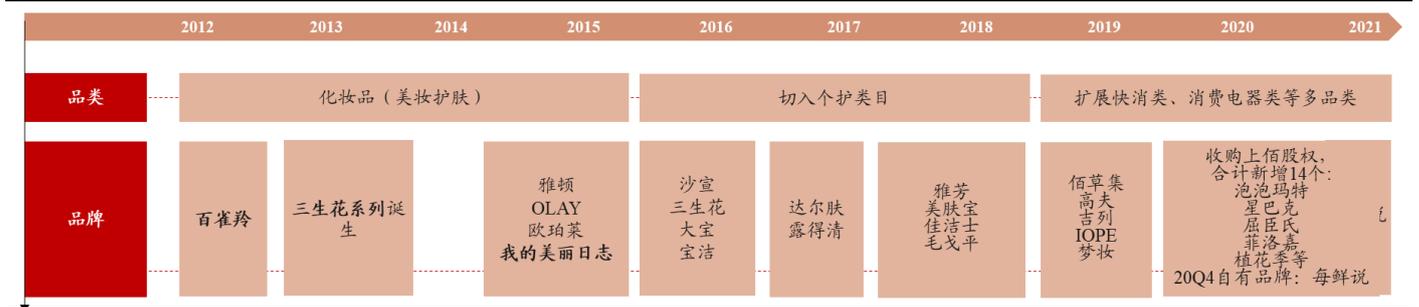


资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

除了这些现有的成绩证明了公司的在品牌品类拓展上的心力和能力，团队实力的增厚也为加速拓展添砖加瓦。今年新上任的CEO邓旭曾有从零打造城野医生的经验，且在过往的过程中展现出敏锐的市场洞察力和业务开拓精神；邓旭加入壹网壹创后，公司也会选择国外有对应产品力的品牌，并基于公司自身对品牌力的打造和与消费者沟通的常用做法及成功经验，加快跨境品牌的业务布局。

加快品牌引进的“新增长”计划和加速扩充品类的“新机遇”计划均是公司上市之初提出的“五新计划”之一，公司未来有望进一步在品牌品类上拓展，已积累的经验有能力也有宽广的复刻+优化的空间。在多品牌多品类的运营过程中，公司也能够高效地建立新品类品牌运营管理的经验，形成更强的行业洞察力和市场敏锐度，扩充工具箱的适用场景，为公司进阶充分赋能。

图 15: 多品牌及多品类延伸进程



资料来源: 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

图 16: 公司上市时品牌多集中于美妆个护



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

图 17: 公司近两年签约新类目品牌



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2. 全域品牌服务商: 依托新品牌及规模优势, 高效跑通抖音模型

渠道环境的分散和多样化凸显服务商的全域服务价值, 也为服务商带来新的利润增长点。对于平台方, 其生态的构建离不开电商服务商的积极运营; 对于品牌方, 渠道环境的变化意味着消费者了解品牌和进行消费的方式增多, 品牌对消费者的精准触达面临更多的机遇和挑战, 由此也会更加寻求和服务商的合作。对于服务商, 加码新兴平台, 切入内容电商、社交电商等新领域, 是获取流量增量、为自身带来成长新曲线的重要途径。

公司作为渠道建设经验丰富的服务商, 在新平台的布局中优势明显, 有望在利用原有能力的基础上协同新品牌大规模投放和快速试错, 高效跑通抖音等新渠道。

3.2.1. 电商服务商: 构建新渠道生态价值凸显, 提供全域性服务适应变化

电商服务商衍生于淘系电商, 并发展成为淘系电商整个生态体系中的重要角色。自 2009 年阿里服务市场开放、引入许多服务商入驻, 并提供大量的扶持措施, 电商服务商逐渐形成市场。随着行业发展, 各类服务商的触角伸向电商业务的各个环节, 覆盖上游的供应链整合、下游的推广营销、售后服务、后台的软件支持等。在局部或全链路突破品牌自有团队的局限性, 吸引流量、促进转化、优化运营; 在促进品牌方的 GMV 达成的

同时，提升消费者的购物体验，推动淘系电商乃至阿里生态多赢有序发展，以丰富的参与角色、复杂的供需链条、高效的信息流转获得远超其他类平台的影响力。

图 18：阿里服务商体系



资料来源：浙商证券研究所

复盘业绩表现发现，新的渠道崛起时，品牌商往往再进行投入和试错，此时，服务商的业绩往往优于品牌商。

表 9：在渠道快速发展过程中，服务商的业绩表现可能优于大多数品牌商

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营收增速								
上海家化	12%	19%	10%	-9%	22%	10%	6%	-7%
珀莱雅		22%	-5%	-1%	10%	32%	32%	20%
水羊股份			78%	52%	41%	36%	7%	54%
壹网壹创			983%	95%	39%	44%	43%	-10%
丽人丽妆		87%	70%	66%	70%	6%	7%	19%
宝尊电商	59%	4%	64%	30%	22%	30%	35%	22%
归母净利润增速								
上海家化	29%	12%	146%	-90%	80%	39%	3%	-23%
珀莱雅		-11%	-9%	7%	31%	43%	37%	21%
水羊股份			45%	39%	115%	-18%	-79%	415%
壹网壹创				162%	190%	18%	35%	42%
丽人丽妆		12%	476%	148%	180%	11%	13%	19%
宝尊电商	--	--	转正	283%	141%	29%	4%	51%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

新渠道的不断兴起为电商服务商提供了新的业绩增长曲线。2020年起抖音加强电商布局，开启电商消费新生态。抖音定位“兴趣电商”，“人找货”特征明显，核心价值体现于所呈现的内容能够触达用户兴趣点、激发消费的欲望，从而带来新流量、新转化和新沉淀。

电商代运营服务商布局抖音渠道，对于抖音生态的各个参与方来说有望多方共赢。

- 对于抖音来说，服务商的进入和发展加速整个生态的繁荣，其连接品牌商、店铺、抖音红人、抖音用户，成为整个电商生态中枢纽性质的参与者，也是帮助抖音实现 2021 年 8000 亿 GMV 不可或缺的角色。
- 对于品牌方来说，渠道分化和消费升级更加强调精准触达消费者的重要性，而传统的品牌方可能不具备专业的技术、人才和经验，因而更加依赖服务商专业化的价值输出，例如人设打造、直播策划、红人合作、人货撮合、流量管理等，从而充分发挥抖音平台的内容和流量优势，提升品牌知名度和销货量。

- 对于消费者来说，购物体验得到加强，包括更精准的推送、更多元的产品选择和更强的体验感。
- 对于服务商自身来说，切入抖音渠道为其带来极具潜力的利润增长点：一方面，抖音巨大的用户基数和强大的推荐技术拓宽了服务商原有的流量和生意边界；另一方面，服务商在提供传统服务之外，有更多的机会通过专业壁垒抬高服务的附加值。因此，对电商零售理解透彻、对内容营销能力专精的服务商有望享受新的成长曲线。

图 19：抖音电商迅速崛起



资料来源：2021 抖音电商生态发展报告，浙商证券研究所

图 20：抖音电商生态中商家服务商扮演重要角色



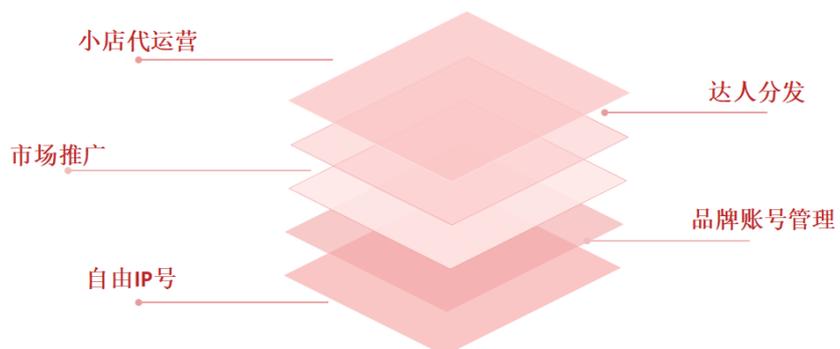
资料来源：2021 抖音电商生态发展报告，浙商证券研究所

3.2.2. 跨渠道能力有共通，协同新品牌大规模投放和快速试错，高效跑通新渠道

回顾历史，公司对阿里平台理解和模型跑通，建立在大体量 GMV 背后的大规模投放和反复试错的基础上，在运营实践中积累数据、经验和在平台的话语权。

展望未来，布局抖音也将经历相似的过程，公司有望得益于较强的资源优势，通过承接新品牌、大规模投放和快速试错，快速跑通模型，建立在抖音渠道的影响力。

图 21：抖音服务商主要业务



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

抖音服务商对于内容能力、分发能力、自播能力及现有资源基础的要求更强。

1) 内容、分发、自播能力: 抖音“兴趣电商”“内容电商”的定位强调了聚焦内容和场景的运营,要求服务商除了拥有传统的能力,更要对内容有深度的了解(如商家直播内容),能将内容和产品精准结合;熟悉抖音的推荐分发逻辑,尽快找到产品的目标核心客群。因此,拥有内容能力、分发能力、小店自播能力的服务商更能获得高利润率。

2) 资源基础优势: 抖音曾提出“有质量的 GMV 才是核心目标”,商家的大规模、高质量投放更易获得平台方的重视和扶持,因此对服务商现有资源数量和质量有一定要求。

公司具备丰富的品牌资源、人才资源、技术资源和资本,进入抖音新平台优势显著。

1) 内容、分发和自播能力优势: 人才梯队建设成效显著,目前公司拥有充足的全域电商人才储备,在品牌塑造传播、产品设计开发、客户定位引导等方面专业深厚。同时,得益于优秀的系统管控能力和中台技术算法复制能力,不管是在技术支撑上还是运营实践上,布局抖音都不是从零起步的过程,有利于实现高效益。

2) 资源基础优势: 公司与大量品牌稳定合作,品牌业绩发展稳定,扩展势头良好。因此,公司有望在建设初就投入 GMV 高的优质品牌业务,满足抖音电商对 GMV 量和质的追求;同时在付费广告推广方面,由于获得了规模化的聚合优势,大规模的投放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,也使得公司可以积累海量的实战操作数据,转化成投放经验和技巧。

目前,公司的大力布局和投入展现了深耕新平台的战略和决心。公司于 2020Q4 成立抖音事业部,计划搭建品效合一的服务体系,通过标准化快速复制,完成 200+直播间建设。2020 全年,公司在 IT 自动化建设、自有品牌孵化和抖音内容电商建设三方面合计投入约 1500 万元;2020 年度定增募集说明书中,内容电商项目拟募资 4.28 亿,拟通过该项目购置先进的视频制作及网络直播设备,招募优秀的视频制作和直播电商领域人才,利用公司在电子商务服务行业多年的经验积累,为合作品牌方提供内容电商服务,增加优势壁垒,增加与品牌方合作粘性:

1) 线上店铺直播: 在电商平台直播宣传、直播策划、直播实施、直播倒流、客服承接等一系列店铺直播服务;

2) 视频平台代运营: 组建专业的视频平台代运营团队,为合作品牌方提供从账号定位、视频策划、视频拍摄、视频剪辑、运营发布、货品分销服务等一站式服务;

3) IP 号打造: 基于对平台用户的研究和营销推广经验,培养一批合适的达人主播和艺人;通过视频、软文、粉丝互动等新型营销方式,对达人主播和艺人进行多平台、全方位的营销和推广,并形成 KOL IP;根据 KOL 形象定位,对接品牌资源,通过推广、代言和直播分佣等多种形式实现 IP 的流量变现。

表 10: 2020 年度向特定对象发行股票募集资金投向

	募集资金投向	总投资金额(亿元)	募集资金拟投入金额(亿元)	占募集资金比例
1	内容电商项目	4.28	4.28	47.76%
2	仓储物流项目	0.93	0.93	10.40%
3	研发中心及信息化建设项目	1.62	1.22	13.59%
4	补充流动资金	2.53	2.53	28.26%
	合计	9.36	8.95	100.00%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

通过已有渠道经验的复用和对内容场景的专业运营，公司在抖音的布局已入佳境。公司快速完成抖音的模式探索、组织搭建和初步迭代，2021Q1 成为首批抖音服务商之一，2021H1 基本实现收支平衡。在运营模式上，公司聚焦抖音特色，快速开展店铺代播、达人分发业务，通过短视频、达人分发等开展对消费者的认知教育，通过店铺自播等实现销量的达成。2021H1，公司在抖音签约了约 15 个品牌，其中伊丽莎白雅顿开播一个月即实现客单价 800+元，从 0 粉丝开始运营的菲洛嘉 2 周后取得成交额的爆发。抖音平台的建设与品牌拓展工作相辅相成，公司一方面继续深耕“老本行”美妆个护，运营 GMV 规模高的美妆个护品牌（如相宜本草、露华浓、高姿等）；另一方面积极扩充新锐品牌和大集团下的品牌（如双汇、舒蕾、蒙牛等），将抖音平台作为新锐品牌拉新、种草、品宣的主阵地；此外，公司重视体验性要求更高的珠宝、服装等趋势品类，有望在高 GMV 兼高增长的阵地挖掘潜力。

在抖音电商的崛起和自身能力的支持下，公司未来有望快速获取抖音等新平台的增量，提高盈利水平，增强竞争实力。

3.3. 品牌成长加速器：瞄准年轻女性客群，体系化输出赋能新品牌

公司通过自有品牌的探索，逐渐从品牌服务商向品牌管理商转变。成熟的代运营业务为公司自有品牌的发展奠定了良好的基础，公司在以下方面的成熟使这一转变可行性强、效率高：

1) 精准洞察研判的能力：公司拥有强大的电商平台和社媒的数据资源、成熟的数据分析模型，也积累了深刻的用户洞察和市场研判，有利于探索市场需求、挖掘优质机会。

2) 全链路线上营销和强大的中后台支持：公司积累了深厚的全链路线上营销能力和经验。丰富的营销经验，意味着公司知道在各个环节应该如何引入流量、促进转化、提高客单价；强大的大数据分析能力，意味着公司能够通过数据分析引导产品开发、市场推广的决策与应用；专业的爆品孵化能力，意味着即便自有品牌初期不被人知晓，公司也有能力打开消费者对于产品和品牌的心智，打造爆款，获得市场的青睐。公司将业务模块中台化、标准化。公司中后台负责输出核心的创研方案，保障公司的信息技术环境稳定，提供支持性服务，支撑业务运转；强大的中后台和数据库保证了公司的组织优势。

3) 组织人才和沉淀的方法论：公司核心人才行业背景强，以叮当等人为核心的管理团队具有阿里及 4A，创业的经历又使叮当摸索出创业团队在不同阶段的组织管理方法论。应用于孵化自有品牌，公司目前的方式是寻找品牌主理人，并与其分工合作，前者主要负责产品创新、供应链相关的工作，公司聚焦产品设计、广告投放、仓储、客服等中后台能力输出，助力新消费品品牌的快速发展。随着业务的长期发展，叮当及其管理团队的经验和理念将更大程度地释放价值。

目前公司打造品牌成长加速器的代表性案例有每鲜说、植物教授。

表 11：公司代表性加速品牌成长案例

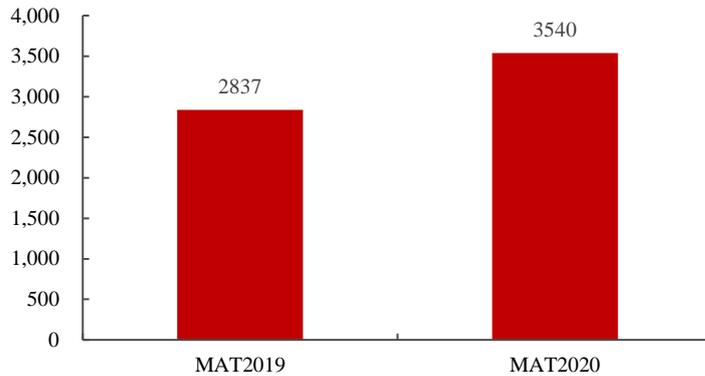
时间	主要参与方	品牌特色	品牌成果
每鲜说	创始人背冯秋婉，原宝洁 Olay 原总监	主打健康轻食品牌，新品类“思慕雪”	在“618” 晋升为轻食前三，突破 GMV1000 万元
植物教授	创始人赵相军，曾任职于宝洁、蒙牛	聚焦植物蛋白食品赛道，以“控卡”产品首先切入市场，饺子产品 20H2 上市	以 D2C 模式在抖音、天猫、小红书等平台售卖，已累积近 20 万用户

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

以**每鲜说**为例。每鲜说是公司在基于各个电商销售平台以及社媒的数据来洞察研判品类趋势过程中找到的潜力赛道，成立于 2020 年 12 月，并于 2021 年 3 月上市。

每鲜说定位代餐市场，行业规模迈向千亿，目标客户与公司核心服务客群类似。在工作生活节奏变快、健康需求年轻化的背景下，代餐产品应运而生，中国代餐市场也迅速发展。根据天猫美食数据，近两年线上代餐行业整体市场规模连年保持超过 15% 的增长。据艾媒预测，2022 年中国代餐市场有望超过 1300 亿。代餐市场规模的高增速吸引众多品牌入局，不仅有传统老牌食品、饮料集团，也有众多获得资本青睐的初创企业。但目前整个市场还处于发展的早期阶段，尚未有明显的领先、市场占有率极高的品牌。

图 22：MAT2019-2020 线上新增代餐品牌数量



资料来源：CBNData 消费大数据，浙商证券研究所

每鲜说瞄准精致悦己客群，主打健康轻食品牌，专注于轻食新品类“思慕雪”在中国的研发推广。“思慕雪”即将各式蔬果混合牛奶酸奶打碎，铺上水果块和坚果，是一种原料纯天然、营养丰富且热量较低的代餐产品；其颜值高、功能齐、食用仪式感强等产品特点，都满足了消费者的健康需求、社交与悦己需求，在中国年轻消费群体中拥有广阔的市场。每鲜说定位的客户群体为年轻且追求精神悦己需求的群体，核心客群为超一线城市、22-35 岁的精致白领女性。

图 23：每鲜说核心产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司过往积累的能力和经验的每鲜说打造了强大的竞争力。

1) 产品设计方面，每鲜说由壹网壹创的创意设计部门设计，把美妆个护等产品设计的思路应用在每鲜说食品包装上，给消费者带来视觉的享受。

2) 品牌形象打造方面，团队结合品牌特点打造专属的“OHO!” IP 形象，增添了品牌的年轻活力气质。

3) 广告投放和销售渠道方面, 团队熟悉不同渠道的投放方式和关键打法, 为每鲜说创造了多样化的推广销售路径, 目前主要的线上渠道包括: 1) 以天猫渠道为主, 与头部KOL 进行战略合作, 产品上市首月登陆薇娅直播间, 单月售卖 20 万盒; 2) 以小红书作为宣传主阵地, 精准捕捉核心客群的种草热情, 铺设大量种草帖, 3 月 25 日参与 REDBOX 活动获 800+ 万次曝光; 在小红书平台与流量明星尹正合作, 直播带货; 3) 在腾讯系维护私域流量, 目前通过腾讯私域累积数万粉丝; 4) 布局抖音, 通过头部博主和自有账号开展宣传。

就此, 每鲜说迅速蹿红, 成为新一代爆款代餐热品, 上市首月就实现了 400 万的 GMV, 远超出同类产品同期表现或新锐品牌在上市首月表现; “618” 荣登天猫轻食品类前三, 突破 GMV1000 万元。

以每鲜说为突破的起点, 借力于壹网壹创的母体资源和外部合作, 壹网壹创有望洞察并切入更多蓝海, 孵化更多自有品牌, 建立起自己的品牌矩阵。

4. 公司估值与投资建议

4.1. 盈利预测

公司历经长久的能力积累, 将逐步通过规模化的业务开拓释放势能。整体来看, 公司营收主要可以拆分为三个部分, 品牌线上营销服务、品牌线上管理服务、线上分销业务。整体我们预计营业收入 21-23 年增速分别为 20.00%/21.78%/24.97%, 受品牌线上管理服务占比提升的影响, 综合毛利率预计有所提升, 21-23 年分别为 49.26%/51.73%/53.01%。

表 12: 壹网壹创业务分拆表 (单位: 百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,012.80	1,450.82	1298.59	1558.34	1897.76	2371.63
YoY	43.78%	43.25%	-10.49%	20.00%	21.78%	24.97%
毛利率	42.59%	43.04%	47.83%	49.26%	51.73%	53.01%
一、品牌线上营销服务	625.07	818.36	420.27	315.20	346.72	416.07
YoY	26.37%	30.92%	-48.64%	-25.00%	10.00%	20.00%
毛利率	41.58%	42.20%	48.18%	48.00%	49.50%	50.00%
二、品牌线上管理服务	228.73	331.27	521.20	850.00	1137.50	1480.00
YoY	15.01%	44.83%	57.33%	63.09%	33.82%	30.11%
毛利率	65.28%	70.84%	66.69%	63.00%	63.00%	63.00%
三、线上分销	151.45	295.20	350.63	385.69	404.98	465.72
YoY	1321.63%	94.91%	18.78%	10.00%	5.00%	15.00%
毛利率	12.73%	13.57%	19.56%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: 浙商证券研究所

1) 品牌线上营销服务: 目前公司主要的营销服务品牌为艾杜纱, 历史上公司主要的线上营销服务客户为百雀羚, 百雀羚 2020 年以来逐步转为品牌管理模式, 21Q2 开始已经无线上营销服务计入。故预计今年线上营销服务同比减少约 25%。因为 21Q1 还有部分百雀羚影响, 故预计 2022 年增速保守预计 10%, 2023 年该模式服务增速回到 20%, 贴近预估艾杜纱品牌 GMV 的正常增速。

2) 品牌线上管理服务: 公司新设 BD 部门, 加快承接新品类&新品牌, 服务模式主要为品牌管理服务模式, 上半年公司新接品牌新签品牌包括博世生活、泸州老窖、金霸王、高露洁、旗帜等知名品牌, 预计三季度开店店铺正式接手运营、逐步开始走向正轨,

抖音渠道预计下半年开始实现盈利。整体来看，预计公司 21H1 和 2022 年业绩增量开始逐步释放。正式纳入正常经营的品牌数增速预计 21-23 年的增速分别约 60%/30%/20%、单品牌的平均贡献服务费收入综合百雀羚转模式和新接部分小品牌来看，21 年有下降，但随着品牌逐渐发展，23 年开始平均来看有增长，整体预计品牌线上管理服务营收增长 63.09%/33.82%/30.11%。

3) 线上分销业务：公司目前进行了部分分销品牌的更新，从一些相对低毛利的品牌转向一些高毛利的品牌，预计 21 年主要为品牌的切换期，这些品牌陆续进入和陆续退出，预计 22 年品牌切换完成，故该业务增速相对较低，23 年恢复正常增长。

4.2. 估值分析

我们认为壹网壹创应该被定义为卡位趋势品类的品牌运营服务商+品牌管理商，品牌运营服务商和品牌管理商的市场相对稳定发展、服务模式相对成熟，企业利润率相对稳定，因此我们从 PE 角度看壹网壹创估值与其他品牌运营服务商及品牌管理商比较，我们发现：

1) 市场对于品牌管理商的估值普遍是高于品牌运营商的，市场多给予业绩稳定性较强的公司以比较高的估值，比如珀莱雅和上海家化估值高于丽人丽妆等；代运营企业 20-25X 的估值，而给予高成长赛道下的品牌商 40X 以上估值。

2) 市场给予相对高增速成长赛道的公司以相对高的估值，比如宝尊电商服装品类占比较高，其估值低于丽人丽妆和若羽臣；水羊股份一部分由于代运营业务估值是自有品牌业务估值，另一方面受限于市场担忧面膜市场低增速及面膜这一护肤市场可能受到医美功能性产品冲击，故水羊股份估值明显低于珀莱雅和上海家化。

3) 市场给予业绩确定性、稳定性更高的公司给予更高的估值，珀莱雅业绩稳定性较强，18 年以来一直都是 20% 以上的业绩增速，故其估值高于水羊和上海家化。

表 13：可比公司估值比较 (PE)

上市公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润 YOY				PE				
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
品牌运营	丽人丽妆	99	3.39	4.12	4.73	5.38	19%	21%	15%	14%	29.1	24.0	20.9	18.4
品牌运营	宝尊电商	101	4.26	4.93	7.92	11.44	51%	16%	61%	44%	23.6	20.4	12.7	8.8
品牌运营	若羽臣	25	0.89	1.10	1.35	1.60	3%	24%	23%	19%	28.7	23.2	18.9	15.9
品牌运营	凯淳股份	31	0.85				27%				37.1			
品牌管理	水羊股份	78	1.40	2.42	3.80	5.85	415%	72%	57%	54%	55.6	32.2	20.5	13.3
品牌管理	珀莱雅	385	4.76	5.91	7.32	9.01	21%	24%	24%	23%	80.9	65.2	52.6	42.7
品牌管理	上海家化	300	4.30	5.27	8.03	10.82	-23%	23%	52%	35%	69.7	56.8	37.3	27.7
平均值										46.4	37.0	27.2	21.1	
	壹网壹创	145	3.10	4.07	5.38	6.99	42%	31%	32%	30%	46.9	35.7	27.1	20.8

数据来源：Wind 一致预期、浙商证券研究所预测

首先，壹网壹创从创立之初就不仅仅是品牌运营服务商，和百雀羚的合作伊始即深度参与到产品研发设计、品牌塑造等核心价值环节，深度服务品牌，定位品牌成长加速器，壹网壹创具备品牌管理商的优秀能力，故其合理估值应当高于品牌运营服务商。

其次，壹网壹创卡位趋势品类，快速拓展除美妆个护以外的趋势性品类（潮玩、餐饮、家电等）、多个优质品牌（泡泡玛特、星巴克、丽芝士、美的、西门子等），公司保持与趋势赛道优秀品牌的共同成长。

另外，壹网壹创业绩确定性和稳定性高，公司目前百雀羚模式转换完全消化，且新接品牌陆续开始步入正常经营，预计 21-23 年归母净利增速均在 30%+以上，对比其他品牌运营服务商和品牌管理商，呈现着极高的业绩确定性、稳定性和高成长性。

目前公司 21/22/23 年对应的估值分别为 35.7X/27.1X/20.8X，更多体现了品牌运营服务商的估值，而没有体现品牌管理商的估值。我们认为网创在品牌塑造的高价值环节服务能力更强，具备强品牌管理商属性，应当给予品牌管理商、高成长赛道及高业绩稳定性和成长性的估值溢价，对应 22 年合理估值应当在 30-35X。

4.3. 投资建议

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 15.58、18.98、23.72 亿元，同比增长 20.0%、21.8%、25.0%，实现归母净利润 4.07、5.38、6.99 亿元，同比增长 31.4%、32.0%和 30.0%，对应 EPS 为 1.84、2.42、3.15 元。现价对应 PE 为 35.7、27.1、20.8 倍，我们认为网创在品牌塑造的高价值环节服务能力更强，具备强品牌管理商属性，并逐步走向卡位趋势品类的品牌管理商，应当给予品牌管理商、高成长赛道及高业绩稳定性和成长性的估值溢价，对应 22 年合理估值应当在 30-35X。给予相对保守估值 30X，那么归母净利未来三年预计复合增速 30%的情况下，仍然拥有充分上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：公司盈利预测（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,299	1,558	1,898	2,372
YoY	-10.5%	20.0%	21.8%	25.0%
归母净利润	310	407	538	699
YoY	41.5%	31.4%	32.0%	30.0%
EPS（元/股）	2.15	1.84	2.42	3.15
P/E（倍）	46.9	35.7	27.1	20.8

资料来源：浙商证券研究所

5. 风险提示

1、疫情对消费的影响：公司代运营品牌的销售受到居民消费力的影响较大，在疫情反复情况下，居民消费能力易受影响，品牌销售可能会不及预期；

2、竞争加剧：如果未来跨行业进入者增加、其他同业竞争者采取相似战略，预计市场竞争加剧，公司发展不及预期；

3、新品牌拓展不及预期：公司更多发力加速新品牌的成长，如果产品、团队、营销等出现风险因素，可能导致新品牌发展不及预期，及影响后续品牌拓展。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,271	1,125	1,184	1,406	营业收入	1,299	1,558	1,898	2,372
现金	632	502	562	681	营业成本	677	791	916	1,115
交易性金融资产	227	30	0	0	营业税金及附加	23	25	26	29
应收账款	202	243	263	330	营业费用	145	121	131	155
其它应收款	59	149	149	148	管理费用	50	84	97	117
预付账款	30	75	78	94	研发费用	14	25	28	33
存货	84	87	87	104	财务费用	(22)	(20)	(10)	(3)
其他	37	40	45	50	资产减值损失	(2)	(0)	(1)	(1)
非流动资产	743	1,015	1,287	1,515	公允价值变动损益	9	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	3	20	40	60
长期投资	128	281	465	685	其他经营收益	13	20	40	60
固定资产	105	129	432	432	营业利润	432	556	738	968
无形资产	35	40	45	50	营业外收支	11	10	10	10
在建工程	114	220	0	0	利润总额	443	566	748	978
其他	361	345	345	348	所得税	97	125	168	230
资产总计	2,014	2,139	2,471	2,921	净利润	345	442	579	748
流动负债	421	392	455	555	少数股东损益	35	34	42	49
短期借款	8	15	15	15	归属母公司净利润	310	407	538	699
应付款项	90	68	73	87	EBITDA	438	586	777	1,023
预收账款	1	0	1	0	EPS (最新摊薄)	2.15	1.84	2.42	3.15
其他	322	309	366	454	主要财务比率				
非流动负债	9	9	9	9		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	9	9	9	9	营业收入	-10.5%	20.0%	21.8%	25.0%
负债合计	430	401	463	564	营业利润	59.1%	28.7%	32.6%	31.3%
少数股东权益	72	44	58	75	归属母公司净利润	41.5%	31.4%	32.0%	30.0%
归属母公司股东权益	1,513	1,695	1,950	2,282	获利能力				
负债和股东权益	2,014	2,139	2,471	2,921	毛利率	47.8%	49.3%	51.7%	53.0%
					净利率	23.9%	26.1%	28.3%	29.5%
					ROE	19.6%	23.4%	26.8%	29.7%
					ROIC	20.9%	25.2%	29.1%	32.0%
					偿债能力				
					资产负债率	21.3%	18.7%	18.8%	19.3%
					净负债比率	27.1%	23.0%	23.1%	23.9%
					流动比率	3.0	2.9	2.6	2.5
					速动比率	2.7	2.5	2.2	2.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
					应收帐款周转率	89.7	68.4	72.6	86.7
					应付帐款周转率	6.9	7.0	7.5	8.0
					每股指标(元)				
					每股收益	2.15	1.84	2.42	3.15
					每股经营现金	3.04	1.03	2.67	3.27
					每股净资产	10.49	7.64	8.79	10.29
					估值比率				
					P/E	46.9	35.7	27.1	20.8
					P/B	9.6	8.6	7.5	6.4
					EV/EBITDA	33.2	24.8	18.7	14.2

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	438	228	592	724
净利润	345	442	579	748
折旧摊销	13	23	24	38
财务费用	0	(20)	(10)	(3)
投资损失	(3)	(20)	(40)	(60)
营运资金变动	88	(197)	39	2
其它	(5)	1	(0)	(1)
投资活动现金流	(575)	(203)	(328)	(336)
资本支出	91	38	332	43
长期投资	126	165	(3)	295
其他	357	0	(1)	(1)
筹资活动现金流	(58)	(155)	(204)	(269)
短期借款	8	15	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他	(66)	(170)	(219)	(284)
现金净增加额	(196)	(130)	60	119

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>