

证券研究报告·A股公司深度

商业贸易：若羽臣（003010）——

多品类运营与落地孵化能力强，品牌+品类+渠道持续扩张

分析师：史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

SAC 执证编号：S1440517090002

SFC 中央编号：BPD410

研究助理：周博文

zhou Bowen@csc.com.cn

010-86451380

研究助理：邱季

qiuji@csc.com.cn

010-86451494

发布日期：2020年10月26日

- 公司系电商代运营行业头部企业，业务模式涵盖**线上代运营、渠道分销和品牌策划**。公司成立于2011年，2013年开始战略性切入母婴领域，2015年开始以韩妆为突破口切入化妆品市场。公司高管层均为80后，对消费趋势洞察力强，同时深耕电商行业，从业经历丰富。2015年至2019年，若羽臣的营收从1.87亿9.59亿元，CAGR为50.6%；归母净利润从0.05亿元增长至0.86亿元，CAGR为105%。
- **多品类综合运营能力强**：不同于多数代运营企业的垂直深耕，公司在母婴、保健品和美妆等领域均培育出竞争优势。2019年母婴收入占比40%、美妆个护占比38%、保健品占比16%，三者合计收入占比约94%。
- **国际品牌占比高**：2017-2019年公司合作的国际品牌数量分别为62个、69个和81个，国际品牌数量占比分别为87.32%、89.61%和92.05%，国际品牌收入占比维持90%以上，高于同业。2019年公司合作的前五大国际品牌为美赞臣、美迪惠尔、MOONY、红印、妈咪宝贝。
- **具备“0”到“1”孵化的丰富经验与能力**：对于首次登陆中国电商，尤其是通过电商首次进入中国市场的品牌，公司可助其迅速接入国内电商渠道，深度触达国内消费者，开展针对性营销活动，实现品牌力快速打响。成立至今，公司已成功帮助近20个品牌从0到1落地，代表性品牌如哈罗闪、红印、发之食谱、宜可诚等。
- **全球端到端交付的供应链能力**：公司参与贸易形态覆盖一般贸易、跨境贸易和对内贸易，可为品牌方全面对接报关行、航空、货车以及快递公司第三方垂直服务商，为品牌方节省巨大的时间成本和沟通成本，提供一站式综合解决方案。同时公司凭借出色的IT系统保障，分析并预测热销品类，制定安全库存和有效期管理方案，高效率全球采购与备货。
- **从行业角度看**，代运营行业是电商产业分工细化后的必然产物，2025年电商代运营行业市场规模有望达到3万亿以上，对应未来2020-2025年电商代运营行业规模CAGR=17%。据天猫生态服务商大会，至2022年天猫服务商交易规模将翻两倍，贡献GMV超过5000亿元。
- **投资建议**：预测公司2020-2022年归母净利润分别为1.04、1.28、1.58亿元，首次覆盖，予以“增持”评级。

一、公司概况

二、财务分析

三、竞争优势

四、行业情况

五、总结与盈利预测

一、公司概况

- 业务模式上，公司包括**线上代运营、渠道分销和品牌策划**三种，其中线上代运营为2C业务，以天猫旗舰店为主，包括零售模式和服务费模式，前者为经销业务，后者为纯服务业务；渠道分销为2B业务，面向京东自营、唯品会、天猫超市等分销客户销售货品；品牌策划则类似于广告公司，基于品牌方营销需求，基于单个营销方案或活动提供综合性营销服务。

图：公司主营业务图示



资料来源：招股说明书，中信建投

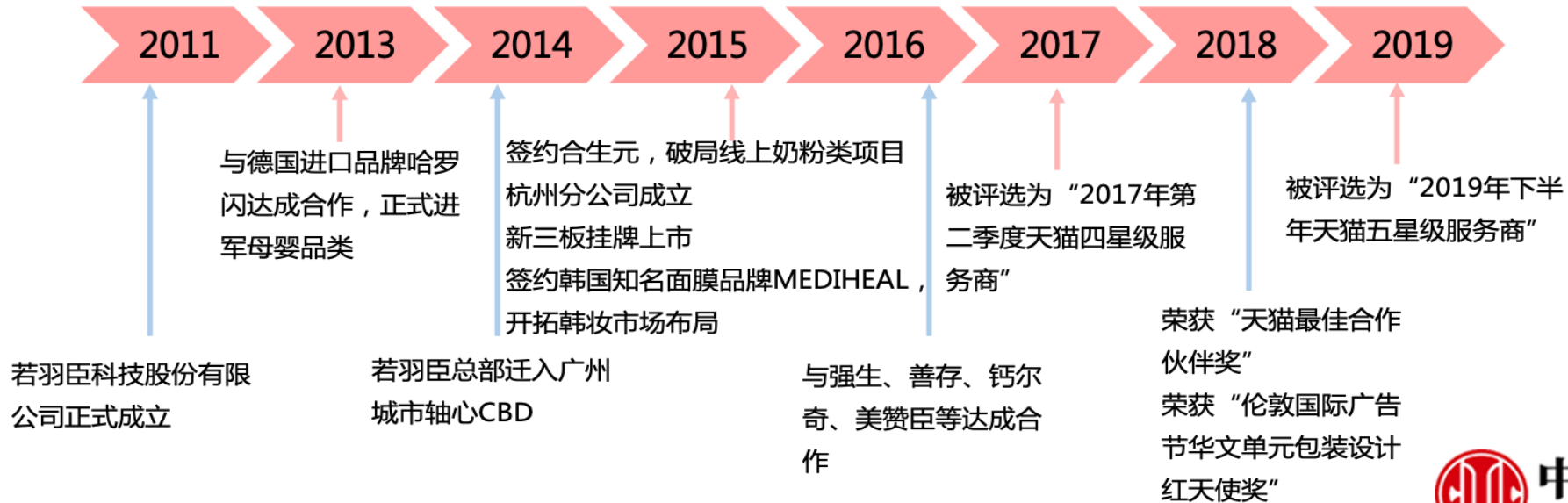
表：公司各业务模式下的盈利模式与服务费收取情况

业务模式		盈利模式	服务费收取情况（如适用）
线上代运营	零售结算	公司先向品牌方或其授权代理商采购货物，后通过第三方电商平台开设的店铺面向终端消费者进行货品销售，盈利来源体现为货品的购销差价。	
	服务费结算	公司一般不向品牌方或其授权代理商采购货物，主要根据客户的不同服务需求向其收取运营服务费，服务费一般采取 固定服务费、提点服务费或两者结合的方式 。	固定服务费、提点服务费、固定服务费+提点服务费三种方式，根据合同约定的周期（通常为月度）收取
渠道分销		公司先向品牌方或其授权代理商采购货物，再销售至分销商，盈利来源为货品的购销差价。	
品牌策划		客户就公司提供的品牌策划服务方案 支付服务费 。	公司一般与客户以品牌策划项目为单位进行合作，对于合同定价，公司首先提出报价，经客户同意并执行后由双方根据确切的活动执行方案确定最终的合同定价。服务合同签订后，公司预收一定比例的服务费（或有），剩余部分在公司向品牌方提交最终服务成果并经品牌方确认后结算

资料来源：招股说明书，中信建投

- 公司成立于2011年，以运营祛痘品牌比度克起家，2013年开始战略性切入母婴领域，先后签约哈罗闪、施巴、宝宝可可丽、合生元等母婴用品品牌。2015年开始与韩国面膜品牌美迪惠尔合作，以韩妆为突破口切入化妆品市场。
- 公司于2015年9月挂牌新三板。2017年10月从新三板退市后冲击A股上市。
- 目前公司为母婴、保健品和美妆个护领先服务商，2017H2、2018H2、2019H1、2019H2均获评天猫五星服务商，2019Q4分行业排名中位列母婴类第四、医药保健类第三。

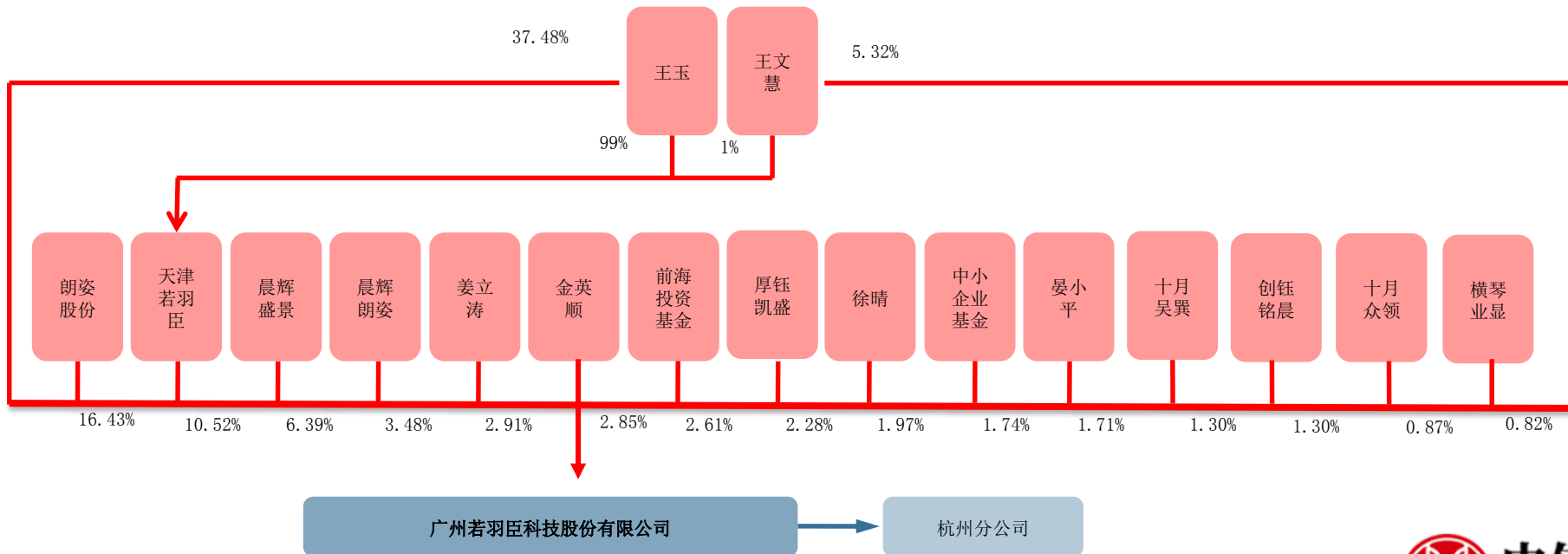
图：公司发展历程图示



资料来源：招股说明书，公司官网，中信建投

- 首次公开发行前，公司控股股东王玉直接持股比例为37.48%；实际控制人为王玉、王文慧夫妇，直接持股比例为42.80%；王玉、王文慧夫妇通过天津若羽臣间接持股比例为10.52%，两人合计直接及间接控制公司的股份比例为53.32%。
- 朗姿股份作为战略投资者，2015年开始以1.1亿元入股20%，现持股16.43%，为第二大股东。
- 其他持股5%以上股东为晨晖盛景。

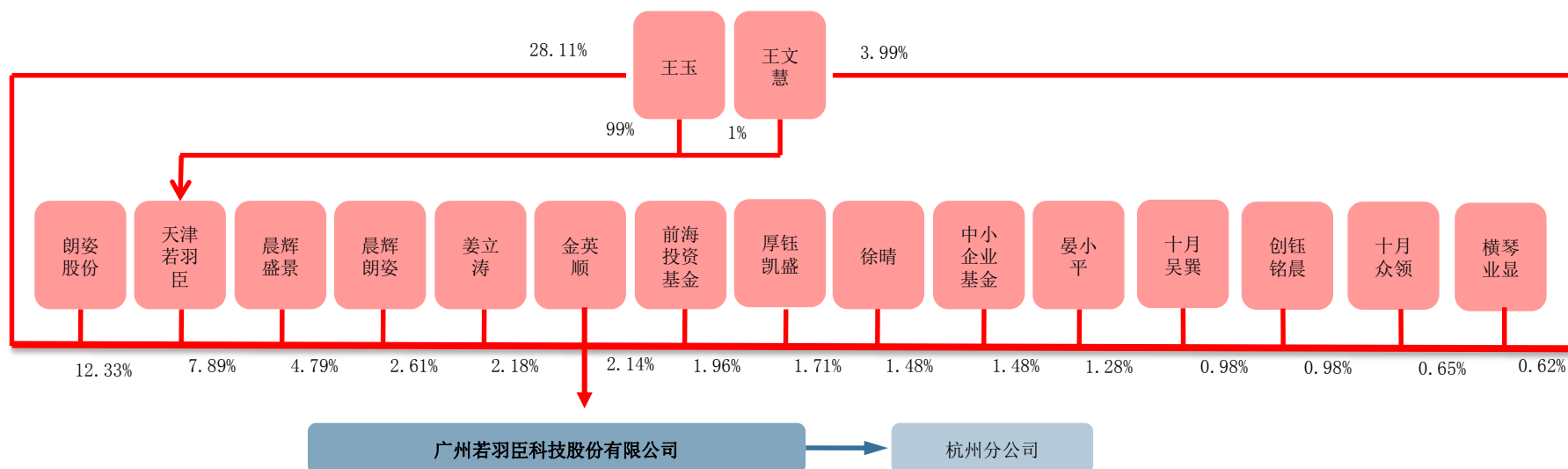
图：IPO前公司股权结构（本次公开发行前）



资料来源：招股说明书，中信建投

- 公司IPO公开发行人股份3043万股，发行价格15.2元/股，共募集资金4.63亿元，扣除发行费用后募集资金净额4.18亿元。
- 本次发行后，王玉、王文慧夫妇合计直接持有公司32.01%的股份，并通过天津若羽臣间接持有公司7.89%股权，两人合计持有公司股份49.9%。

图：IPO后公司股权结构



资料来源：公司公告，中信建投

- 公司实控人王玉、王文慧夫妇分别担任公司董事长兼总经理、董事，公司副总经理何治明、徐晴、梁婕，副总经理兼财务总监与董秘罗志青均为80后，公司高级管理层年富力强，同时深耕电商行业，行业从业经历丰富。

表：公司管理层情况

姓名	职务	出生年份	主要经历
王玉	董事长兼总经理	1985	研究生学历，2011年5月至2015年5月担任若羽臣有限执行董事兼总经理；2015年5月至今担任公司董事长、总经理。
王文慧	董事	1985	本科学历。2011年5月至2015年7月担任若羽臣有限监事；2016年7月至今担任公司员工职业发展高级顾问；2017年5月至今担任公司董事，现兼任天津若羽臣执行事务合伙人。
王建优	董事	1963	博士，1985年7月至1997年8月担任扬州大学教师；2000年11月至2012年9月担任南京栖霞建设股份有限公司董事会秘书兼副总经理；2012年10月至今担任朗姿股份董事会秘书兼副总经理；2018年9月至今担任公司董事。
何治明	董事兼副总经理	1984	2009年3月至2014年10月担任深圳市欧莎世家服饰有限公司COO；2014年10月至2015年10月担任深圳市三刀流信息科技有限公司CEO；2015年12月至2016年11月担任北京灿金数码科技有限公司CEO；2016年11月至今担任公司副总经理；2018年9月至今担任公司董事。
徐晴	董事兼副总经理	1988	研究生学历。自2012年2月至2013年5月担任若羽臣有限项目经理；2013年6月至2014年6月担任若羽臣有限运营经理；2014年7月至2015年3月担任若羽臣有限商务拓展中心总监；2015年4月至2015年7月担任若羽臣有限副总经理；2015年7月至今担任公司董事、副总经理。
梁婕	董事兼副总经理	1982	本科学历。自2006年7月至2015年10月担任上海奥美广告有限公司广州分公司客户群总监；2015年10月至2016年11月为公司员工；2016年11月至今担任公司副总经理；2019年4月至今担任公司董事，现兼任广州大可执行董事、总经理。
罗志青	副总经理、财务负责人、董事会秘书	1983	自2006年9月至2010年7月担任广州联悦信息科技有限公司财务经理；2010年10月至2012年12月担任广州库巴电子科技有限公司华南区财务经理；2012年12月至2015年7月担任若羽臣有限财务经理；2015年7月至今担任公司财务负责人；2017年4月至今担任公司董事会秘书；2018年9月至今担任公司副总经理。

资料来源：招股说明书，中信建投



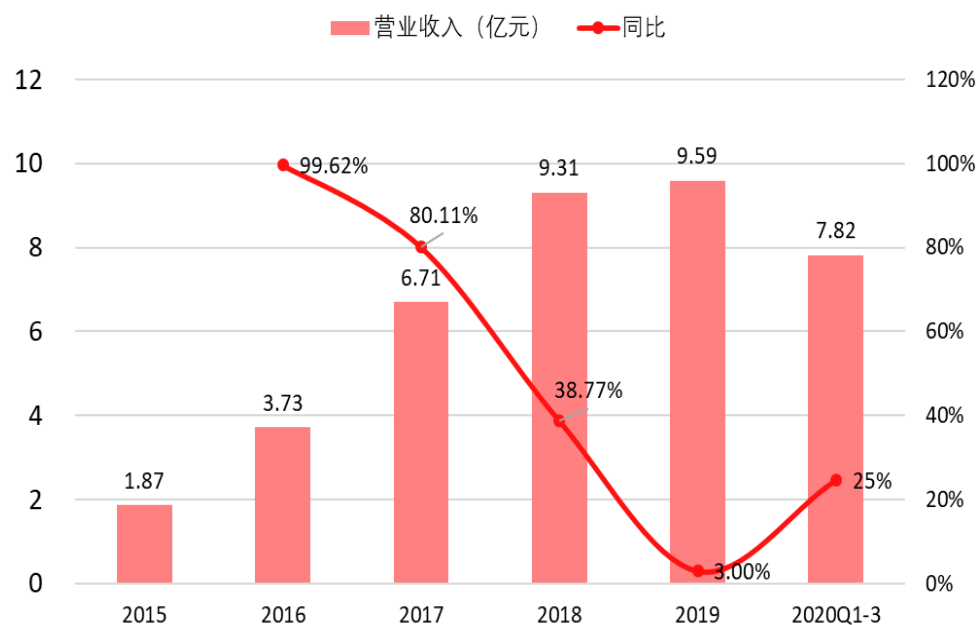
言建投证券

CHINA SECURITIES

二、财务分析

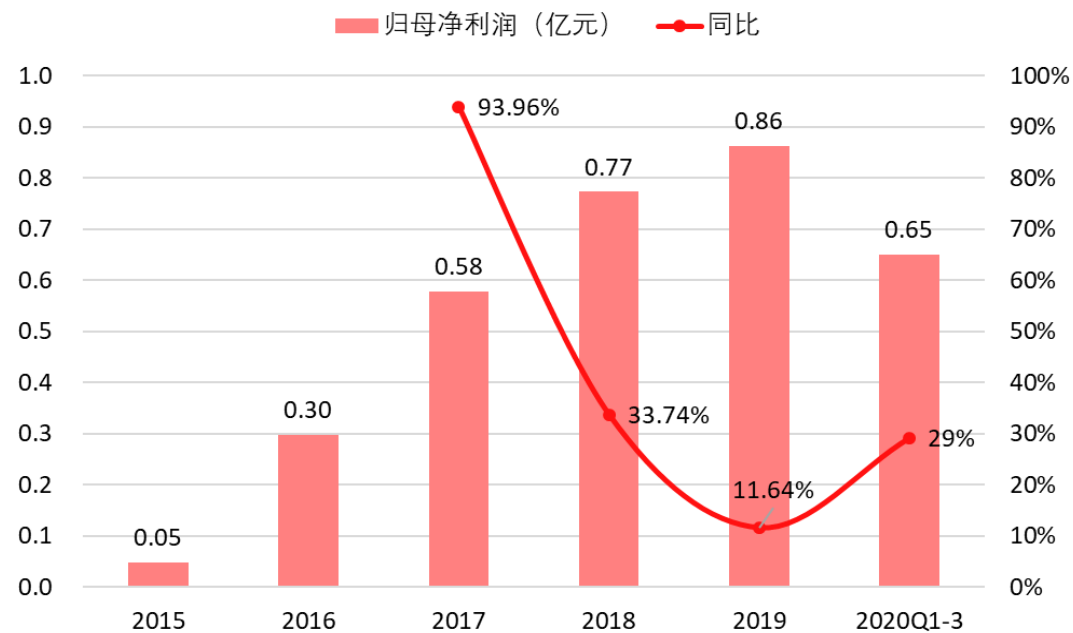
- **营业收入**：2015年至2019年，若羽臣的营收从1.87亿9.59亿元，CAGR为50.6%，2020q前三季度若羽臣实现营收7.82亿元，同比增长25%。
- **归母净利润**：2015年至2019年，若羽臣归母净利润从0.05亿元增长至0.86亿元，CAGR为105%，2020前三季度实现归母净利润0.65亿元，同比增长29%。

图：2016-2020Q1-3营收及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信建投

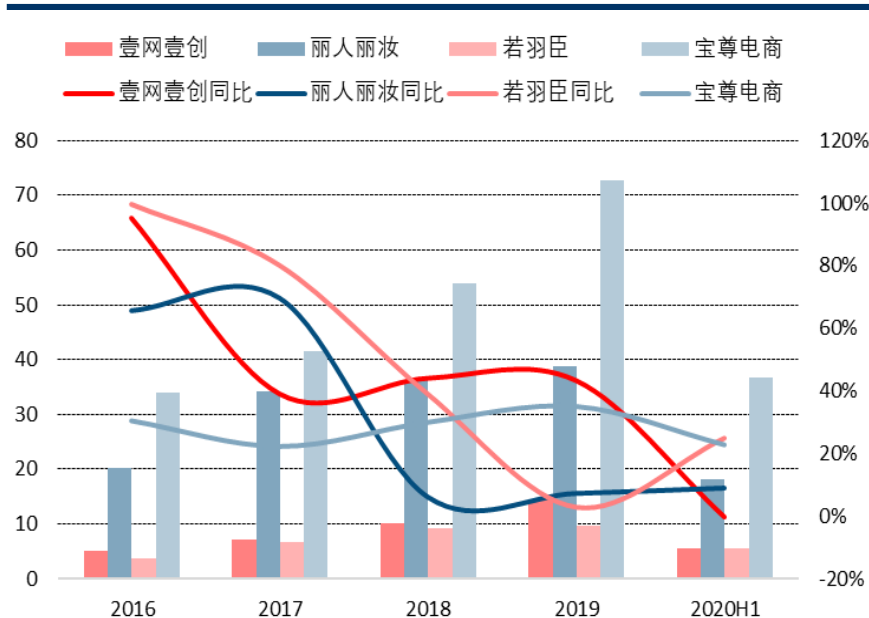
图：2016-2020Q1-3净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信建投

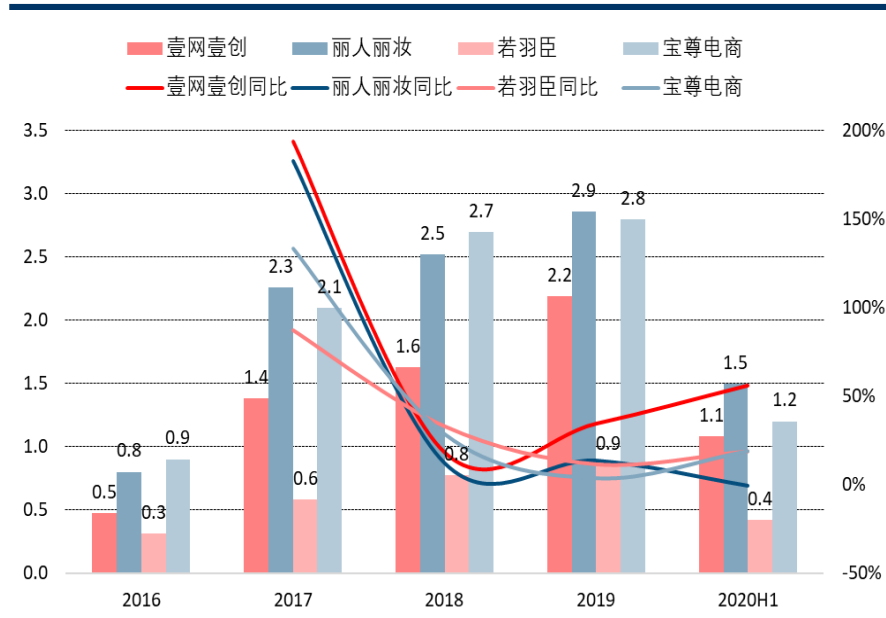
- 营收和净利润规模较小**：2019年壹网壹创、丽人丽妆、宝尊营收规模分别为14.51亿元、38.74亿元和72.78亿元，若羽臣为9.59亿元。壹网壹创、丽人丽妆、宝尊归母净利润分别为2.2、2.9、2.8亿元，若羽臣为0.9亿元。宝尊营收规模业内遥遥领先，丽人丽妆利润规模具有优势，若羽臣收入规模与网创相当，利润规模在可比公司中较小。
- 营收/利润整体涨幅处于可比公司中等**：2016-2019年若羽臣收入/归母净利润CAGR分别为37%/41%，增速在可比公司中处于中等水平。

图：同行业可比公司的营收对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信建投

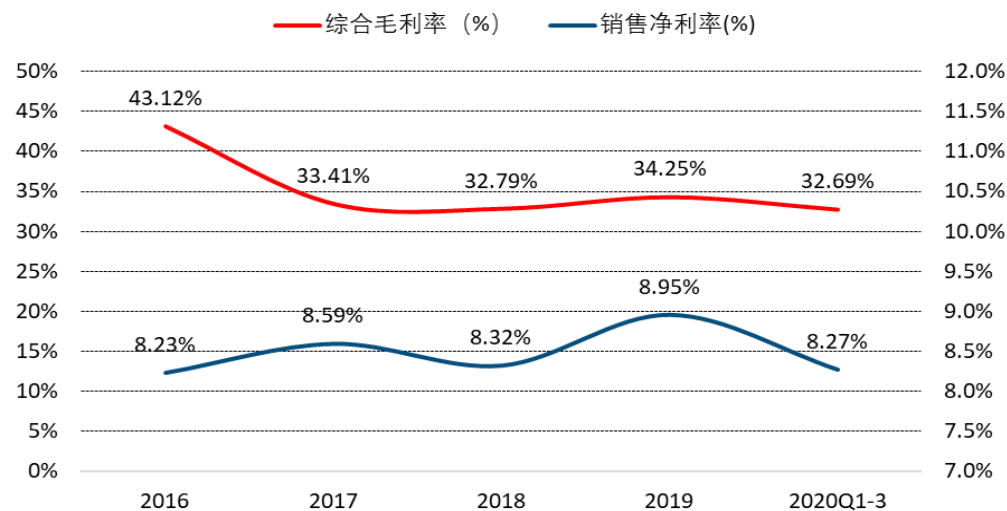
图：同行业可比公司的净利润对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信建投

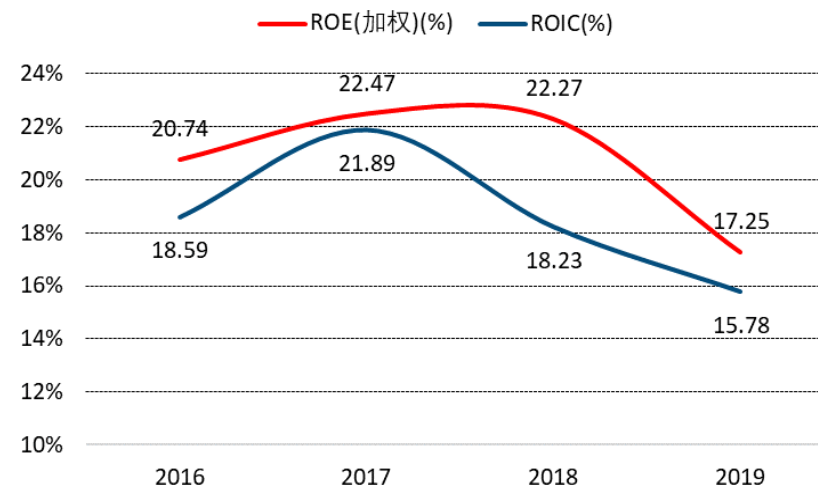
- **毛利率**：2016-2019年公司销售毛利率分别为43.12%、33.41%、32.79%、34.25%，20Q1-3公司销售毛利率为32.69%，公司毛利率波动较大主要受各分项业务占比波动等因素影响。
- **净利率**：2016-2019年公司销售净利率分别为8.23%、8.59%、8.32%、8.95%、7.59%，20H1公司销售净利率8.27%。
- **ROE**：2016-2018年公司ROE分别为20.74%、22.47%、22.27%，17.25%。**ROIC**：公司ROIC分别为18.59%、21.89%、18.23%、15.78%，受2018年公司增资影响，主要受2018、2019年公司增资影响，ROE与ROIC有所下滑，其中2018年ROIC受现金增加带来利息收入增加、投入资本增加较多影响下滑较大

图：2016-2020Q1-3公司综合毛利率与净利率（%）



资料来源：Wind，中信建投

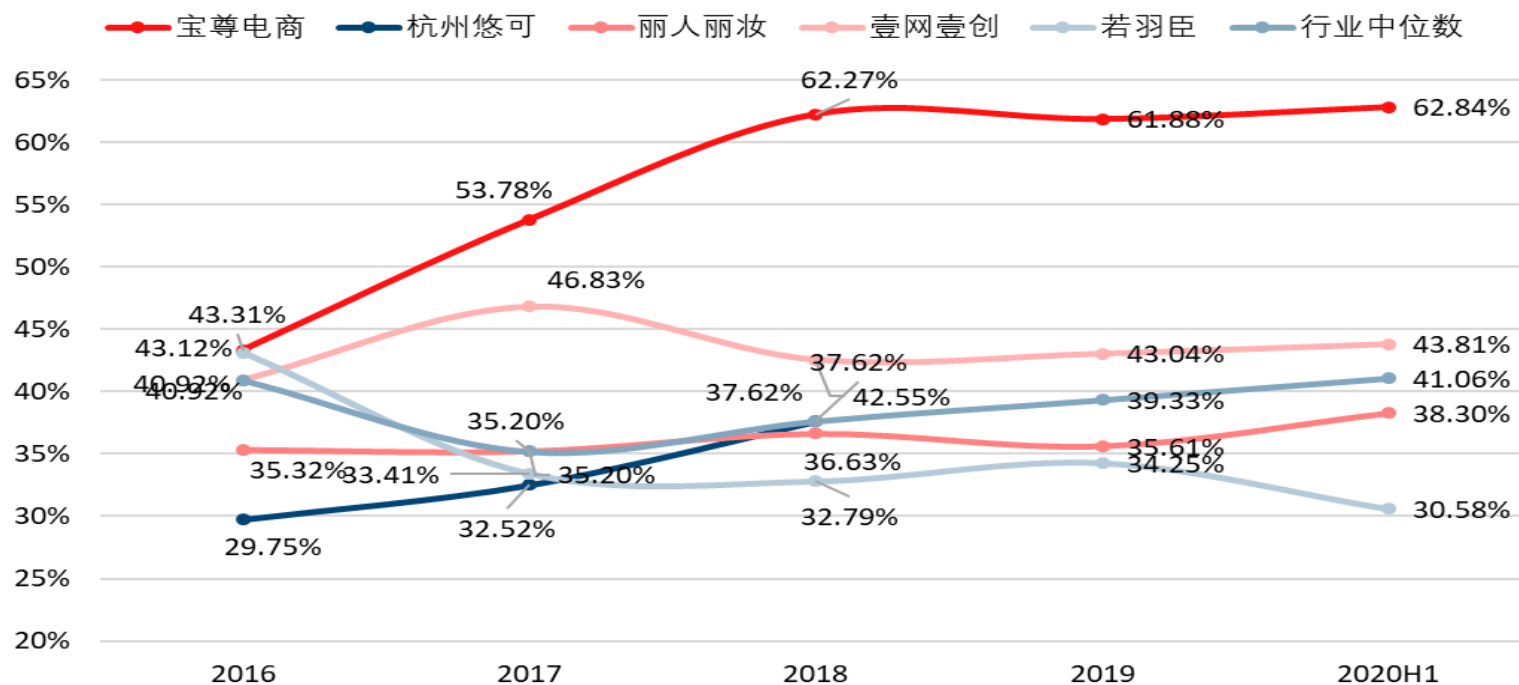
图：2016-2019公司ROE与ROIC



资料来源：Wind，中信建投

- **对比同业，毛利率受经销业务占比高影响**：2016-2019年，若羽臣毛利率分别为43.12%、33.41%、32.79%和34.25%，毛利率较同业低，主要受公司线上经销与分销业务占比较高影响。

图：若羽臣和同行业公司毛利率对比情况



资料来源：Wind，中信建投

- 2017-2019年公司ROE从25.75%降至17.25%，主要受增资影响导致权益乘数从1.45降至1.27，拆分：。
- **销售净利率**：2017年至2019年，销售净利率由8.59%增长至8.95%，基本保持稳定。
- **资产周转率**：2017年至2019年，资产周转率从2.06降至1.51，亦受到注册资本增加影响，资产周转速率随总资产扩大而下降。

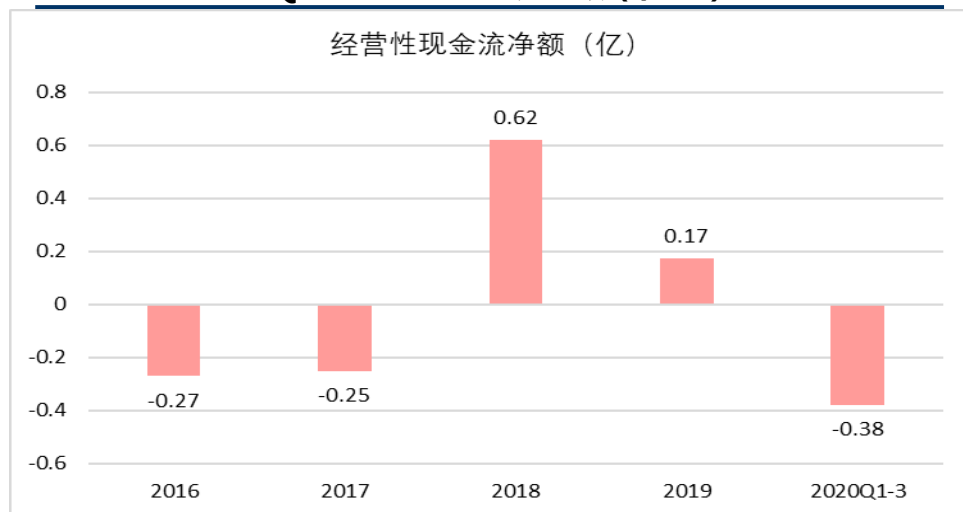
表：若羽臣杜邦分析

	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
报告期	年报	年报	年报
杜邦分析			
净资产收益率 ROE(%)	25.75	20.68	17.25
因素分解：			
销售净利率	8.59	8.32	8.95
净利润/利润总额	85.00	84.49	85.95
利润总额/息税前利润	98.90	98.39	99.88
息税前利润/营业总收入	10.22	10.00	10.42
归属母公司股东的净利润/净利润(%)	100.20	99.85	100.60
权益乘数	1.45	1.39	1.27
资产周转率	2.06	1.80	1.51

资料来源：Wind，中信建投

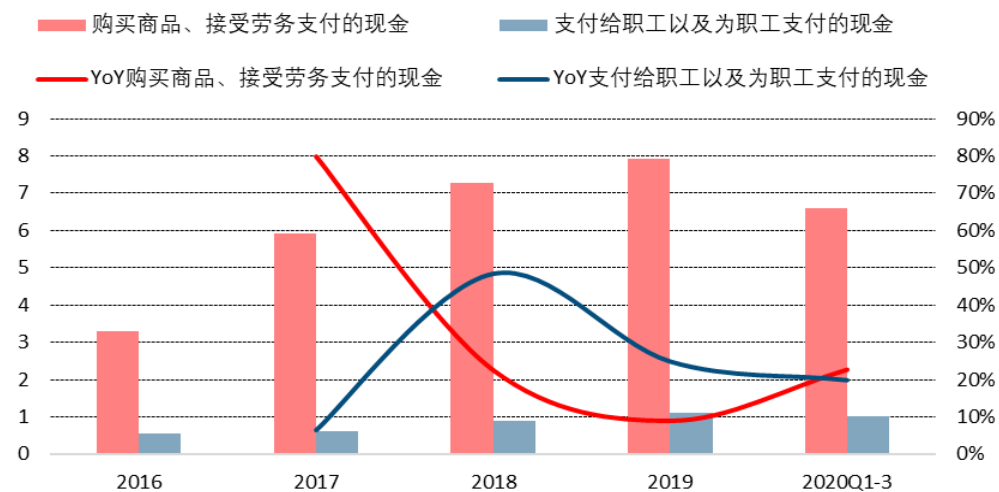
- **经营性现金流净额**：2018年公司经营活动现金净额由负转正为0.62亿元，由于公司代运营-零售、分销业务占比较高对现金需求大，随公司业务持续扩张，2019年公司经营性现金流净额有所降低，但2018、2019年保持正向流入，2020Q1-3现金流为负预计主要受到双十一备货影响。
- 公司经营性现金流支出项目主要集中在购买商品与接受劳务、支付给职工的现金。2016-2019年公司购买商品与接受劳务支出现金从3.29亿增长至7.91亿，CAGR为33.9%；支付给职工的现金从0.56亿增长至1.11亿，CAGR为25.3%。

图：2016-2020Q1-3经营性现金流净额（亿元）



资料来源：Wind，中信建投

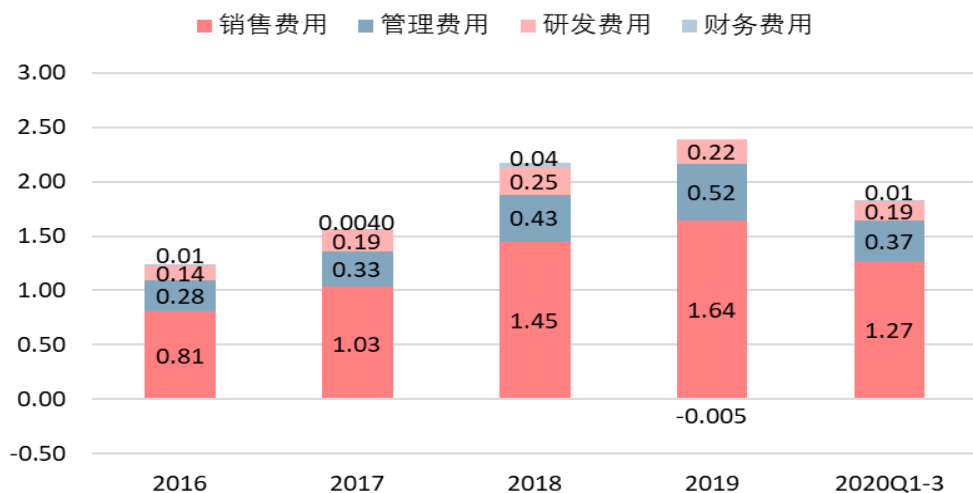
图：2016-2020Q1-3经营性现金流部分项目（亿元）



资料来源：Wind，中信建投

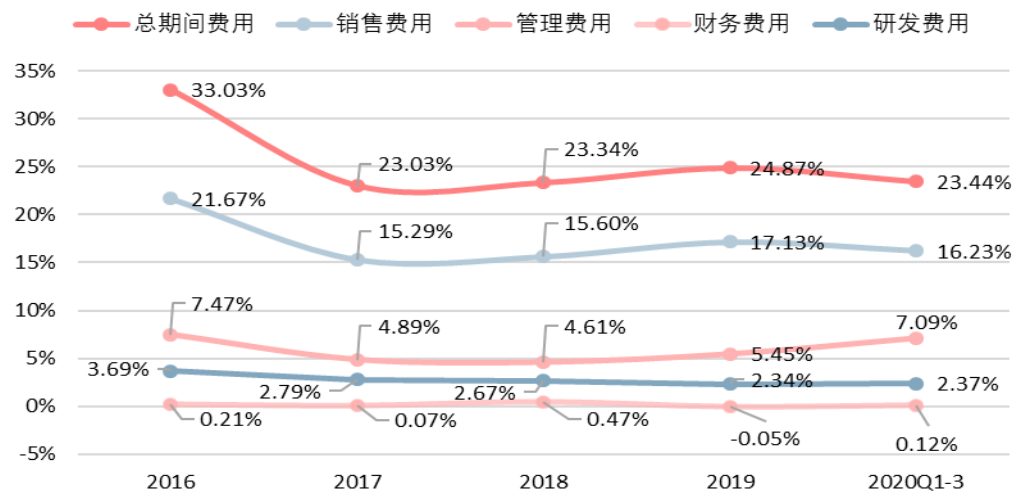
- **期间费用**：2016至2019年由1.23亿元增至2.38亿元，期间费用率则由33.03%降至24.87%，规模效应逐渐显现，2020Q1-3公司期间费用为1.82亿元，期间费用率进一步降为23.44%。
- **销售费用**：2016年至2019年公司销售费用随销售规模呈逐年上升趋势，销售费用率则由2016年的21.67%降至2019年的17.13%，20H1降低至16.23%。
- **管理费用**：管理费用率亦随规模效应而逐渐降低，2019管理费用率上升主要系职工薪酬及中介机构费用增幅较高。
- **研发费用**：研发费用占营业收入2%左右。**财务费用**：占比较低。

图：2016-2020年H1公司各项期间费用（亿元）



资料来源：Wind，中信建投

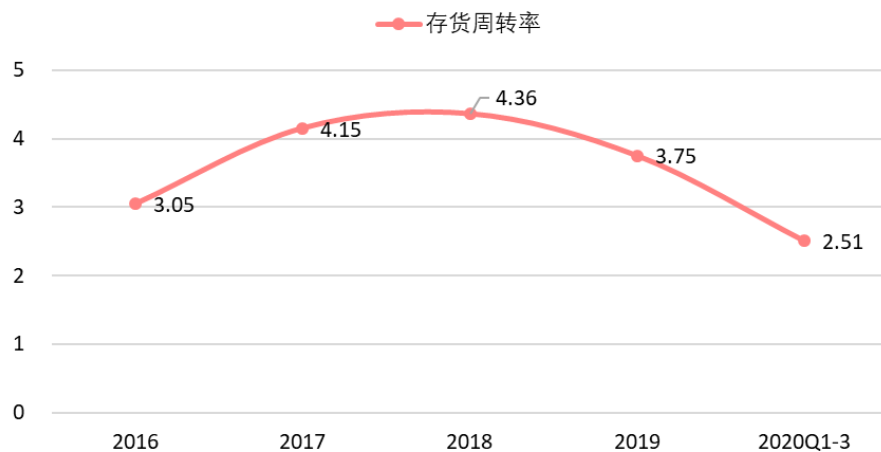
图：若羽臣各项期间费用率情况



18 资料来源：Wind，中信建投

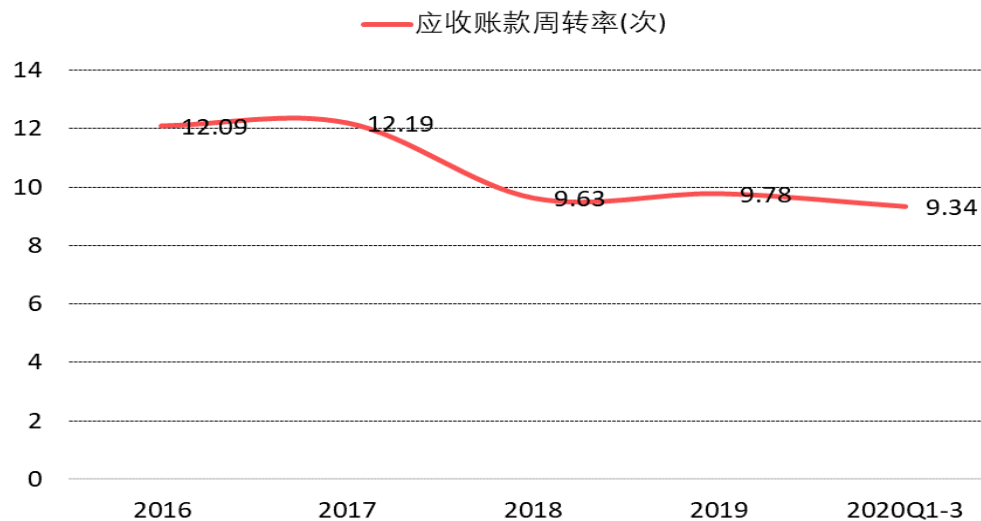
- **存货周转率**：公司存货管理良好，2016年至2018年存货运营效率持续提升，主要原因是随着与主要品牌方的合作加深，公司对采购周期及销售预期掌控力度更强，存货周转率从3.05升至4.36。2019年公司存货周转率有所下降，主要原因系2019年末发出商品金额大幅增长所致。2020Q3存货周转率下降预计主要与双十一备货有关。
- **应收账款周转率**：公司应收账款周转率呈小幅下降趋势，主要原因系公司周转率较高的代运营服务零售结算模式收入占比逐年下降。

图：2016-2020年Q1-3公司存货周转率



资料来源：Wind，中信建投

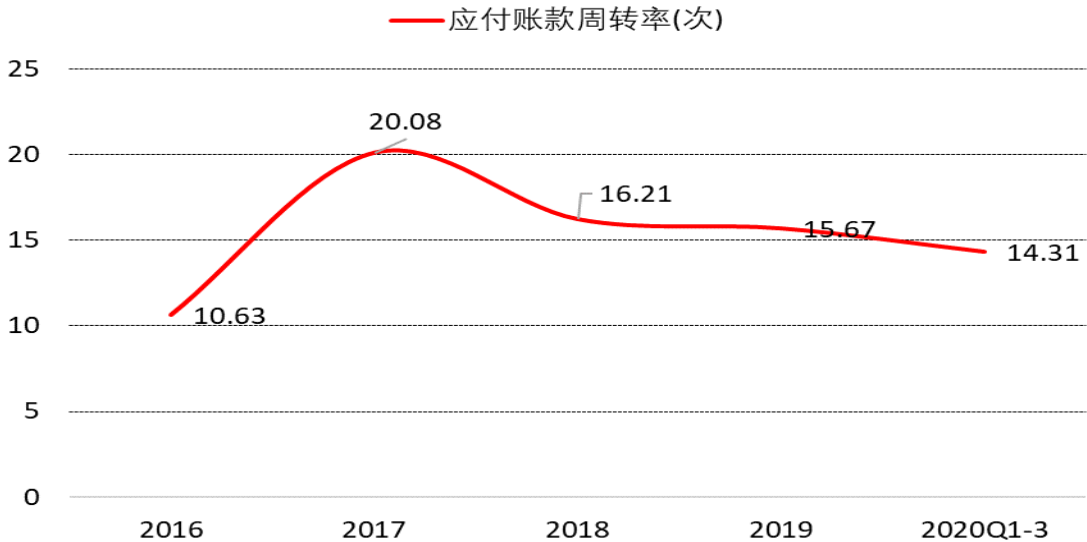
图：2016-2020年Q1-3公司应收账款周转率



资料来源：Wind，中信建投

- **应付周转率**：2017年公司应付账款周转率20.08，随后降至2019年的15.67，公司对上游议价能力逐渐提升。

图：2016-2020年Q1-3公司应付周转率



资料来源：Wind，中信建投

三、竞争优势

- **合作品牌数量方面**，公司合作的品牌数在同业中排名靠前，2016-2019年品牌数分别为64、71、77和88个，截至2020年4月22日，若羽臣共运营103家品牌店铺，其中包括品牌旗舰店95家，品牌旗舰店占比92.23%。2020年1-4月公司新增合作品牌21个，包括特仑苏、蒙牛等。
- **品类方面**，公司主要经营**母婴、美妆个护、保健品**等品类，同时包含家清、家居、汽车、饮品等领域。

图：若羽臣主要合作品牌

	母婴品类	美妆个护品类	保健品品类	其他品类
欧洲 美国	 	 	 	
日本 韩国	 	 		
澳大利亚 新西兰		 	 	
中国		 		

资料来源：招股说明书，中信建投

- 国际品牌方面，2017-2019年公司合作的国际品牌数量分别为62个、69个和81个，国际品牌数量占比分别为87.32%、89.61%和92.05%，国际品牌收入占比维持90%以上，高于同业可比公司壹网壹创与丽人丽妆。2019年公司合作的前五大国际品牌为美赞臣、美迪惠尔、MOONY、红印、妈咪宝贝

表：公司与可比公司国际品牌收入占比情况（%，壹网壹创2019年为上半年数据）

公司名称	2019年	2018年	2017年
若羽臣	91.84%	96.38%	94.60%
壹网壹创	53.28%	38.83%	26.95%
丽人丽妆	69.66%	66.03%	67.46%

资料来源：招股说明书，中信建投

表：公司2019年前十大国际品牌收入情况（占比为线上代运营-零售、线上代运营-服务费、渠道分销模式收入合计除以各品牌前述三类模式收入合计）

序号	品牌	品牌所属国家	线上代运营-零售	线上代运营-服务费	渠道分销	三类收入合计	占比
1	MeadJohnson/美赞臣	美国	11,689.00	971.48	10.36	12,670.85	14.16%
2	Mediheal/美迪惠尔	韩国	6.96	160.79	10,982.50	11,150.25	12.46%
3	MOONY	日本	2.53	-	9,782.29	9,784.82	10.93%
4	REDSEAL/红印	新西兰	2,656.25	-	1,947.49	4,603.74	5.14%
5	MamyPoko/妈咪宝贝	日本	1.51	-	4,425.63	4,427.14	4.95%
6	SOFY/苏菲	日本	10.37	-	4,358.19	4,368.56	4.88%
7	Sanosan/哈罗闪	德国	1,957.59	-	1,822.14	3,779.73	4.22%
8	Centrum/善存	美国	2,431.35	-	1.54	2,432.89	2.72%
9	clinicians/科立纯	新西兰	1,879.79	-	311.10	2,190.89	2.45%
10	caltrate/钙尔奇	美国	1,952.76	-	-	1,952.76	2.18%
	合计		22,588.11	1,132.27	33,641.24	57,361.63	64%

资料来源：招股说明书，中信建投

- 2017-2019年公司分别新增合作品牌23个、24个、42个，截至2020年4月30日，发行人开拓新增品牌签约品牌21个。
- 公司拓展品牌方式主要有四种类型：公司商务拓展中心自主拓新、业内资源方推荐、已合作品牌集团进一步拓新，以及品牌方客户自主联系。

表：公司品牌拓展的四种方式与拓展情况

品牌拓展方式	实现路径	拓展品牌数量		
		2019	2018	2017
公司商务拓展中心自主拓新	基于在母婴、保健品等品类优势和相关标杆品牌，公司商务拓展中心通过主动陌拜与品牌方建立合作关系	17	6	4
业内资源方推荐	发行人合作伙伴（品牌方、分销客户、行业协会、电商平台等）向发行人推荐介绍品牌方客户	6	11	6
已合作品牌集团进一步拓新	由现有已合作品牌方客户，拓展至该品牌所属品牌集团旗下多个品牌；例如2018年，发行人与宝洁旗下Hair Recipe/发之食谱合作，2019年度拓展新增宝洁旗下帮宝适、舒隐、玉兰油、Aussie、汰渍、碧浪、当妮、Febreze/风倍清多个品牌	14	2	5
品牌方客户自主联系 发行人	品牌方主动与公司寻求合作	5	5	8
合计		42	24	23

资料来源：招股说明书，中信建投

- 2017-2019年公司减少品牌数量分别为16、18、31家，公司每年增、减品牌数均较可比公司壹网壹创大，主要公司采用细分子品牌数量进行核算，壹网壹创采用集团性品牌进行核算，因此公司数量变动占比高于壹网壹创。
- 公司减少品牌收入占比较低，主要品牌合作较为稳定，同时新增品牌具有较好成长性。

表：公司合作品牌变动情况

项目	2019	2018	2017
本期品牌数量（个）	88	77	71
本期新增品牌数量（个）	42	24	23
本期净增品牌数量（个）	11	6	7
本期减少品牌数量（个）	31	18	16
减少品牌收入占比（%）	13.68%	10.5%	12.29%
新增品牌数量占比	47.73%	31.17%	32.39%
新增品牌销售收入（万）	10,731.70	15,194.21	9,478.15
新增品牌销售收入占比	11.99%	17.84%	14.87%

资料来源：招股说明书，中信建投

表：壹网壹创与丽人丽妆合作品牌变动情况

	2019	2018	2017
丽人丽妆品牌数量（个）	60	-	-
丽人丽妆新增品牌数量（个）	22	-	-
丽人丽妆减少品牌数量（个）	18	-	-
壹网壹创品牌数量（个）	16	16	17
壹网壹创新增品牌数量（个）	3	4	8
壹网壹创减少品牌数量（个）	3	5	1

资料来源：招股说明书，中信建投

- 公司在母婴、美妆个护和保健品三大品类中均有比例较高的新增持续合作品牌收入贡献。公司由母婴领域切入起步，经过多年积淀深耕，目前已在母婴、保健品和美妆等领域逐渐培育了竞争优势。母婴、美妆、保健品2019年合计收入占比约94%。根据天猫服务商官网2019年一季度电商服务商行业排行榜，公司在医药保健领域排名第一，在母婴用品领域名列前五。在母婴、美妆及保健品领域具有品牌优势。

表：公司2017-2019年新增合作品牌各品类收入情况（万，%）

品类	2017年度		2018年度		2019年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
母婴	1,360.28	14.35%	12,279.09	42.56%	17,074.58	39.72%
美妆个护	3,684.54	38.87%	8,877.59	30.77%	16,447.52	38.26%
保健品	1,080.12	11.40%	4,264.31	14.78%	6,853.83	15.95%
其他	3,353.66	35.38%	3,427.27	11.88%	2,608.22	6.07%
合计	9,478.60	100.00%	28,848.27	100.00%	42,984.14	100.00%

资料来源：招股说明书，中信建投

- 公司主要业务包括线上代运营、渠道分销以及品牌策划，其中线上代运营模式细分为零售模式与服务费模式。

表：若羽臣不同业务模式特征

业务类型	线上代运营业务		渠道分销业务
	零售模式	服务费模式	
是否独家授权	授权方一般授权公司可在特定电商平台通过开设店铺方式进行销售，而店铺运营方一般为单一主体，因此授权具有独家性	授权范围一般为具体店铺，店铺运营方一般为单一主体，因此授权具有独家性	因品牌而异
授权范围	特定电商平台或特定店铺	一般为具体店铺	一般为特定电商平台
商品销售定价原则及调整机制	一般约定最低价格，最低价格以上发行人有定价权	发行人基于电商运营经营提供定价方案建议，最终定价由品牌方确定	一般约定最低价格，最低价格以上发行人有定价权
品牌商的价格影响	通过价格体系管控间接控制价格，但不直接定价	价格最终确定方	通过价格体系管控间接控制价格，但不直接定价
仓储物流	货物自供应商至发行人处物流一般由供应商负责；货物自发行人至消费者处物流一般由发行人负责	一般由授权方负责	货物自供应商至发行人处物流一般由供应商负责；货物自发行人至分销商处物流一般由发行人负责
与品牌方结算模式	先款后货、货到付款或分期付款等多种方式	固定服务费、提点服务费、固定加提点服务费三种	先款后货、货到付款或分期付款等多种方式
授权期限	授权期限一般1-3年		
到期店铺权属约定	由于开设店铺系授权销售方式之一，故若授权终止则相关店铺需关闭或转让至授权方（或其指定的第三方）	授权方或其指定的第三方	一般不涉及具体店铺

资料来源：招股说明书，中信建投

- 公司头部客户往往同时采购公司多种服务，美赞臣同时使用公司的代运营-零售、代运营-服务、渠道分销、品牌策划服务。公司涵盖从代运营、渠道分销、品牌策划的全方位服务能力。

表：若羽臣2019年前十大品牌收入情况（万）

品牌	零售收入	运营服务收入	渠道分销收入	品牌策划收入	小计	占比
MeadJohnson/美赞臣	11,689	971	10	141	12812	13%
Mediheal/美迪惠尔	7	161	10983	-	11150	12%
Moony	3	-	9782	-	9785	10%
Red Seal/红印	2,656	-	1947	-	4604	5%
MamyPoko/妈咪宝贝	2	-	4426	-	4427	5%
Sofy/苏菲	10	-	4358	-	4369	5%
ABC	198	-	3593	-	3791	4%
Sanosan/哈罗闪	1,958	-	1822	-	3780	4%
Free/飞	2,483	-	-	225	2708	3%
Centrum/善存	2,431	-	2	-	2433	3%
其他品牌	13,889	10833	5273	6034	36029	38%
总计	35,326	11965	42195	6401	95887	100%

资料来源：招股说明书，中信建投

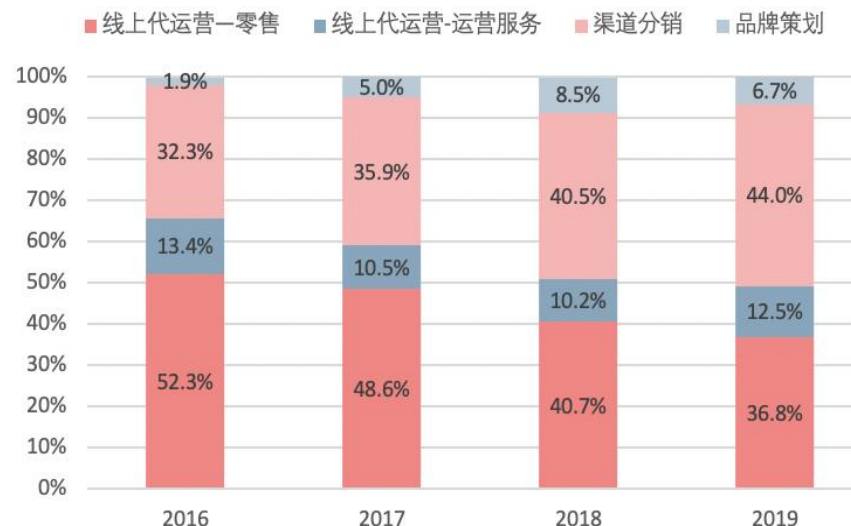
- **线上代运营**：线上代运营总收入由2016年2.45亿元增至4.73亿元，占总收入比例由65.7%降至49.79%，其中经销的零售模式收入由1.95亿元增至3.53亿元，CAGR为21.87%；服务业务收入由0.50亿元增至1.2亿元，CAGR为33.89%。
- **渠道分销**：渠道分销收入由1.20亿元增至4.22亿元，CAGR为52.07%，占总收入比例由32.3%升至44.0%。
- 公司在天猫旗舰店运营中以进货经销为主，而相较同业，公司在天猫旗舰店之外的2B分销业务占比相对较高。

图：若羽臣各业务收入情况（亿元）



资料来源：招股说明书，中信建投

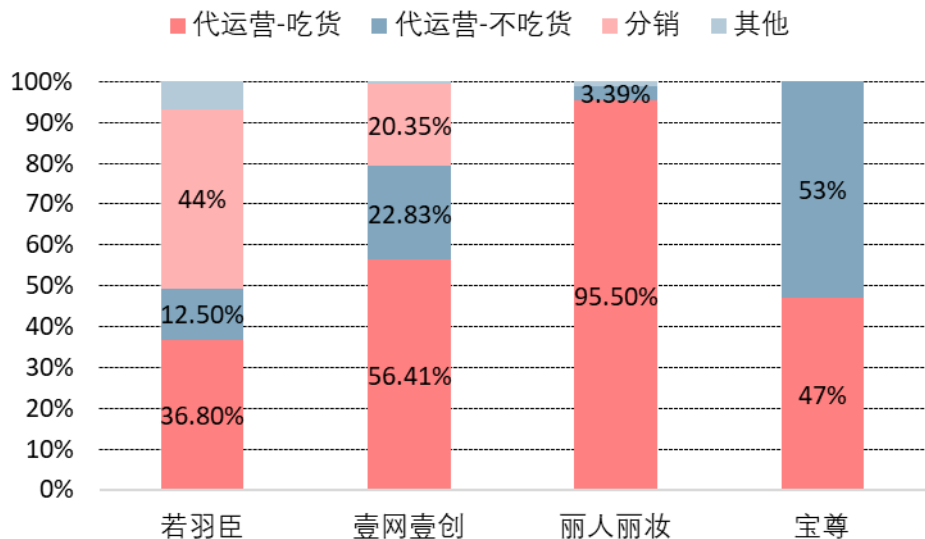
图：若羽臣各业务收入占比



资料来源：招股说明书，中信建投

- **对比同业**，若羽臣分销收入占比较高，2019年公司分销收入占比为44%，体现公司全渠道销售能力优于同业；公司线上代运营（不吃货模式）2019年收入占比为12.5%，低于壹网壹创、高于丽人丽妆。

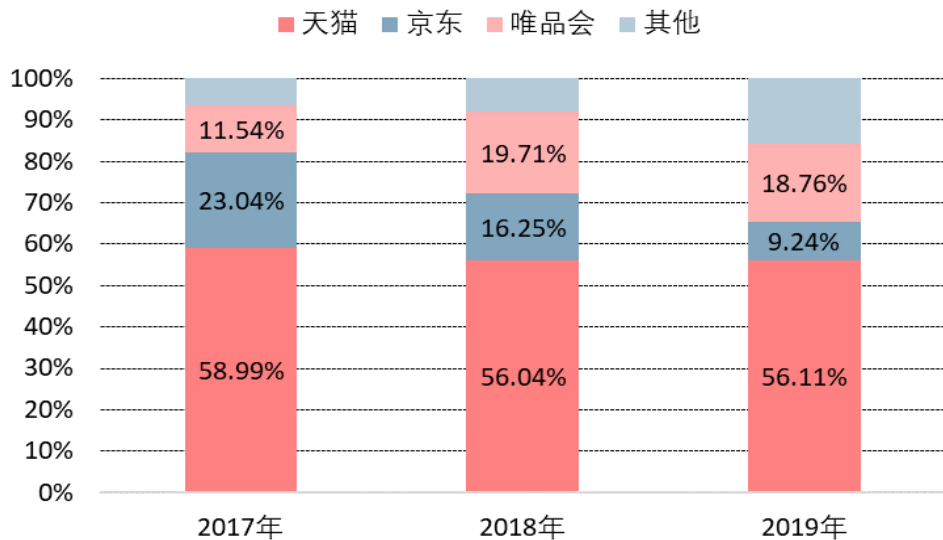
图：代运营公司2019年收入构成情况（%）



资料来源：若羽臣招股说明书，对应公司公告，中信建投
注：宝尊分为经销模式与非经销模式

- **全渠道销售网络**：公司线上电商平台业务覆盖的电商平台由京东商城、唯品会、天猫商城、淘宝等主流电商平台逐步拓展至拼多多、单创、考拉、小红书、洋葱OMALL等新兴社交与内容渠道及跨境电商平台，线上电商平台渠道覆盖范围广泛且亦逐步扩大。
- 与可比公司对比，丽人丽妆2017年至2018年及2019年1-6月各期收入中来自天猫平台收入占比均超过99%；壹网壹创主要收入则来自天猫平台与唯品会平台。

图：若羽臣主要电商平台收入占比情况



资料来源：招股说明书，中信建投

- 2017年5月前，公司采取自有仓库和第三方仓储物流并行的仓储物流管理模式，2017年5月起为充分利用专业仓储物流供应商的成本优势，同时提升发货速度和用户体验，公司将所有仓储物流服务外包给第三方仓储物流服务商，合作方先后有：江苏贝宁仓储有限公司、浙江菜鸟供应链管理有限公司、广州发网供应链管理有限公司、广州顺丰速运有限公司、上海申通易物流有限公司等。

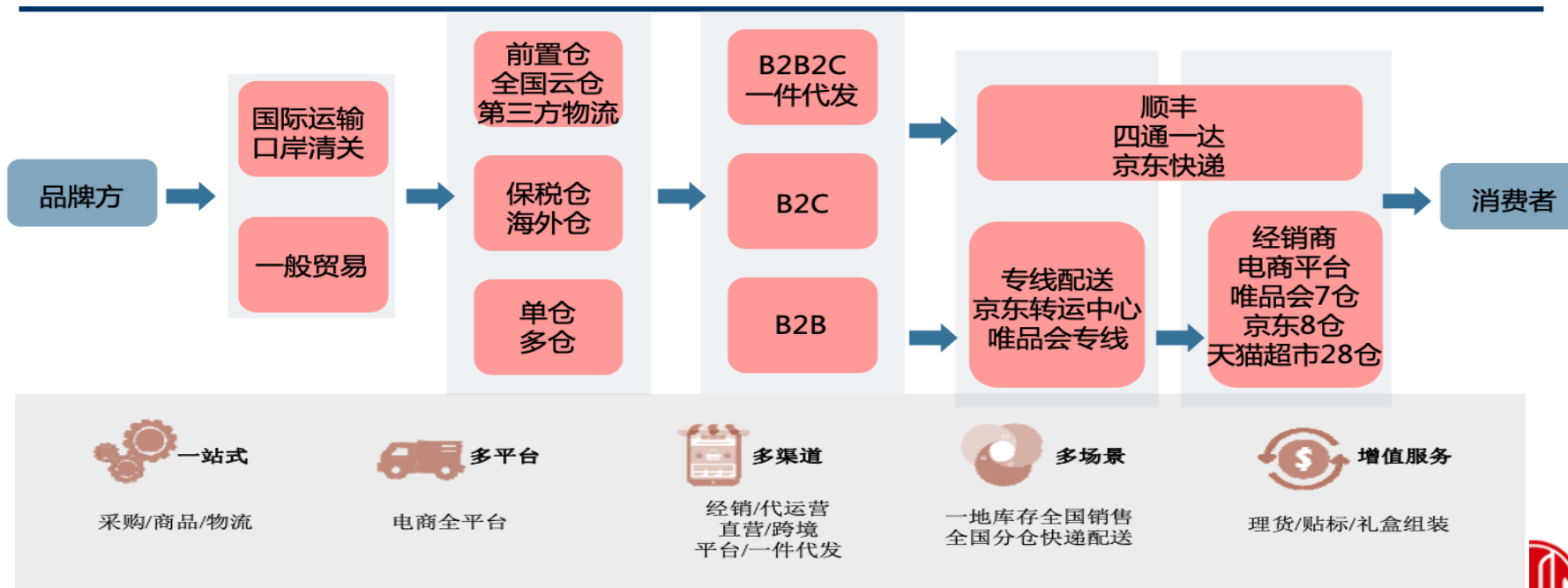
图：2019年公司前五大仓储物流服务商情况

序号	仓储物流服务商	仓库地点	仓库面积 (m ²)	采购额 (万)	服务费具体收取政策
1	广州发网供应链管理有限公司	广东广州	9,000.00	1,778.71	每月10日前根据服务费提供上个月自然月结算单（包含上个自然月内发生的货损赔付金额、保险理赔金额、物流费、快递丢失理赔款、库存差异损失、KPI不达标应扣款等款项明细）
2	浙江菜鸟供应链管理有限公司	浙江宁波、广东广州、日本、香港、河南郑州等，共14仓	仓库较多，无法获得具体面积	1,445.16	商家计费节点以菜鸟系统为准，物流订单在系统中成为“已出库”状态后，菜鸟按照合同约定的计费重量进行计费，并在订单完成后进行扣费。
3	上海申通易物流有限公司	江苏苏州	10,000.00	994.57	双方按月结算。乙方每个自然月结束后3个工作日内提供《结算账单》，甲方收到账单后3个工作日确认，乙方在确认后2个工作日内寄送发票给甲方，甲方收到结算发票3个工作日内付款。
4	深圳市华夏龙供应链管理有限公司	广东广州、四川成都、湖北武汉、天津、江苏苏州等，共5仓	80,000.00	670.76	合作费用按附件价格表执行，双方同意关于下单、对账、日常沟通的电子邮件可以作为结算依据。
5	心怡科技股份有限公司	广东广州	20,000.00	343.68	双方以月结方式进行结算和支付。乙方每月第5个自然日整理上个月的服务费用清单和结算单给甲方，甲方收到后10个工作日内核对，双方对账无误后乙方按照规定开出发票，甲方收到发票后60个自然日内支付。
小计				5,232.88	
占2019年仓储物流费比				85.43%	

资料来源：招股说明书，中信建投

- 公司参与贸易形态多样，覆盖一般贸易、跨境贸易和对内贸易，可为品牌方全面对接报关行、航空、货车以及快递公司等第三方垂直服务商，为品牌方节省巨大的时间成本和沟通成本，提供一站式综合解决方案。
- 凭借出色的IT系统保障，公司可基于消费端及行业大盘波动变化，分析并预测热销品类，制定安全库存和有效期管理方案，高效率全球采购与备货，全流程对接采买、海陆空运输、指定港口接货、备案与清关、商品分拣与组合、仓储物流直至平台上架等一系列商品流转体系，实现全球采购、本地销售的端到端交付。

图：公司端对端交付供应链



- 公司具备优异的品牌孵化能力，在帮助全球优质品牌适应国内市场中能够发挥一定主动性。尤其是首次登陆中国电商，甚至是通过电商首次进入中国市场的品牌，公司帮助品牌迅速接入国内电商渠道，深度触达国内消费者，结合针对性营销活动，实现品牌力快速打响，在优质产品基础上迅速实现电商放量。自成立至今，公司已成功帮助近20个品牌从0到1落地，代表性品牌如哈罗闪、红印、发之食谱、宜可诚等。

表：若羽臣对国际品牌落地中国电商孵化案例

品牌	策划实例
哈罗闪	2013年引入哈罗闪，助力其电商成功爆发，初始店铺月销不足5万元，次年双十一单日销售额642.26万元，成为宝宝洗浴护肤类目第一名。
红印	2017年7月与红印开始合作，此后迅速登陆各大电商平台，通过网易考拉园区内购会、天猫超级大牌日、百万级网红直播、抖音短视频推广等营销，实现品牌全网覆盖，品牌稳居天猫国际进口茶和黑糖品类第一名。
发之食谱	2018年开店运营，凭借小黑盒活动，首月突破600万元。截至2019年5月底，仅10个月内店销已超5000万元。
宜可诚	2017年双十一销售额约535万元，2018年公司操盘后双十一销售额突破1100万元，成功晋升天猫国际羊毛类清洁品类第一名。

资料来源：招股说明书，中信建投

- 公司在快速变化的电商市场中不断完善的多层次服务能力建设，始终保持高水平的服务能力，随着市场结构和流量特点的不断变化，在不同时期公司重点完善的能力亦紧随市场变化而改变。目前公司在短视频电商、直播电商井喷发展的背景下，紧跟电商行业发展趋势建设了短视频电商、直播电商等前沿电商运营能力。

表：公司不同时期的重点建设内容

期间	能力建设内容
2010年至2012年	重点发展商品运营能力，形成了挖掘商品卖点的企划能力、优秀的页面UED设计能力和爆品打造能力。
2013年至2015年	针对流量运营及渠道运营能力提高，发展了搜索流量精细化运营能力、付费流量精细化运营能力、平台活动精细化运营能力和EKA渠道运营能力。
2016年至2017年	着力发展营销驱动及内容运营能力，包括EKA平台大型营销IP高效承接能力、品类及品牌联合营销能力、市场站外内体投放在站内高效承接能力及微淘内容运营能力。
2018年以来	在流量趋势变化的背景下重点建设了消费者运营能力，包括数据银行服务能力、CRM精细化运营能力、私域流量运营能力、公域内容营销能力及社交渠道运营能力，进一步完善了为品牌方多层次的服务能力。
2019年以来	在短视频电商、直播电商井喷发展的背景下，紧跟电商行业发展趋势建设了短视频电商、直播电商等前沿电商运营能力，同时随着电商代运营行业的不断变化及公司能力的不断建设，公司销售渠道亦逐步丰富，从天猫旗舰店向EKA平台、社交电商、社群团购、内容电商及直播电商等多渠道拓展。

资料来源：招股说明书，中信建投



- 公司本次拟公开发行不超过3043万股，募集资金7.17亿元，其中，有2.70亿元用于新品牌孵化培育平台建设项目。此外，代理品牌营销服务一体化建设项目和补充流动资金两大块分别计划投入2.4亿和1亿元。

表：公司募投项目

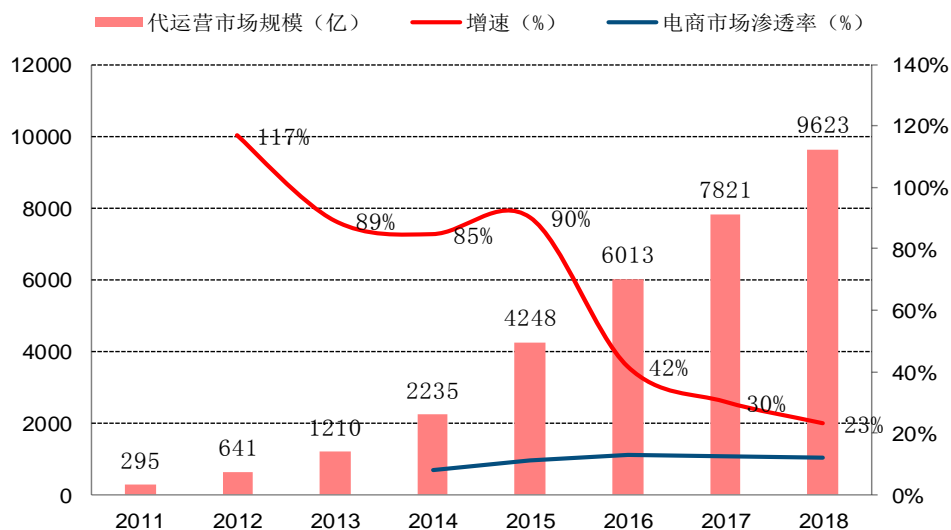
项目名称	资金投入 (亿元)	投资内容
新品牌孵化培育平台建设项目	2.70	主要目标为打造新品牌孵化培育平台，在 母婴、美妆、个护 等优势领域引进国内外新兴品牌
代理品牌营销服务一体化建设项目	2.40	将通过代理更多优质品牌，进一步扩大公司优质代理品牌矩阵规模与价值，并建立 广州、杭州、上海 三地的运营团队，挖掘当地市场机会和提供本地化服务
电商运营配套服务中心建设项目	0.55	以构建 营销展示中心、人才培训中心、摄影摄像中心 为主要内容，为公司主营业务提供配套支持，从而拓展主营业务的持续发展空间。
企业信息化管理系统建设项目	0.52	将进行信息化升级和开发，旨在以信息技术手段全面提升公司的信息交流效率、以数据统计分析辅助经营管理决策，并增强对子公司、品牌中心的管控能力
补充流动资金项目	1.00	-

资料来源：招股说明书，中信建投

四、行业情况

- 代运营行业快速发展，全口径行业规模接近万亿大关。**根据网经社电数宝数据，电商代运营行业交易规模从2011年的295亿快速增长至2018年的9623亿，CAGR为64.5%，预计未来行业交易规模增速维持20%左右；代运营行业在网购市场占比从2014年的8%左右逐步提升至2018年的12%。根据天猫2019生态服务商大会数据，2018年天猫生态内经认证服务商贡献GMV 1500亿，全部服务商贡献GMV占比天猫大盘2万亿GMV的10%以上，服务天猫生态内超过50%的核心品牌。

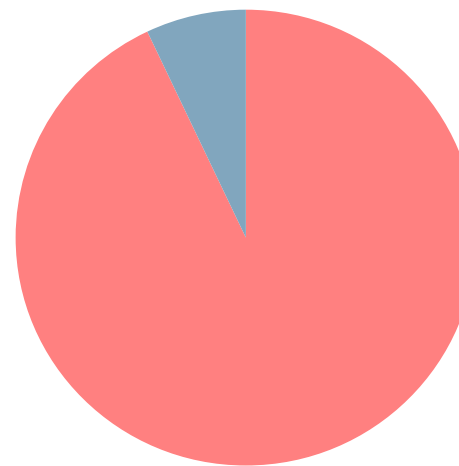
图：电商代运营行业交易规模与增速



资料来源：网经社电数宝，中信建投

图：2018年天猫服务商贡献GMV1500亿

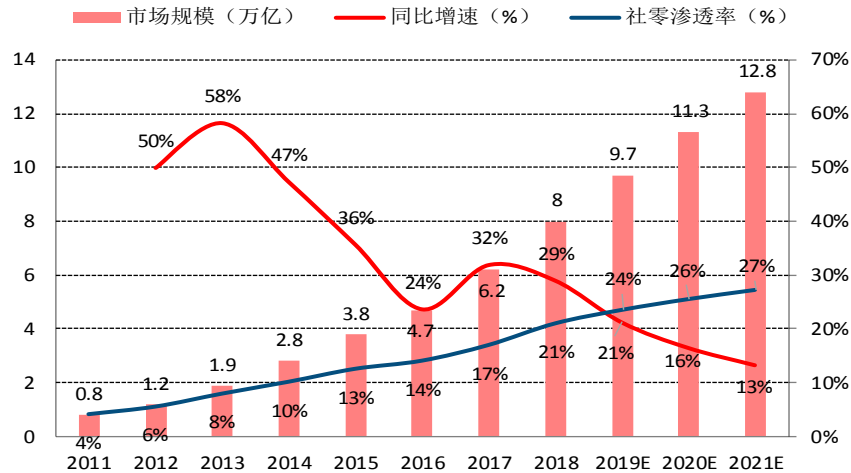
■ FY18天猫大盘GMV ■ 代运营服务商贡献GMV



资料来源：2019天猫生态服务商大会，中信建投

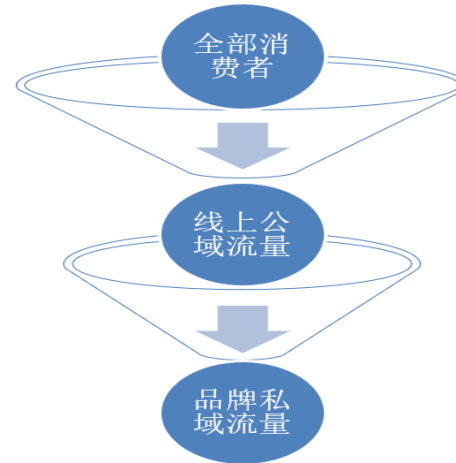
- **驱动一：线上流量放缓，获客成本快速上升，TP深耕消费者运营助力品牌沉淀私域流量**
- 在网购市场规模快速扩大同时，增速亦放缓明显，从2012年的50%逐渐下滑至目前的20%左右。伴随线上流量红利消失，电商拉新成本快速上升。
- 线上大盘流量红利消逝趋势大背景下，品牌方聚焦消费者运营，加速从公域流量沉淀自身私域流量。而多数品牌方长期聚焦设计与生产，对线上消费者运营这一全新领域经验不足，代运营企业可发挥优势，与品牌方优势互补，完成线上消费者运营闭环。

图：我国网购市场规模增速逐渐放缓



资料来源: CNNIC, 统计局, 中信建投

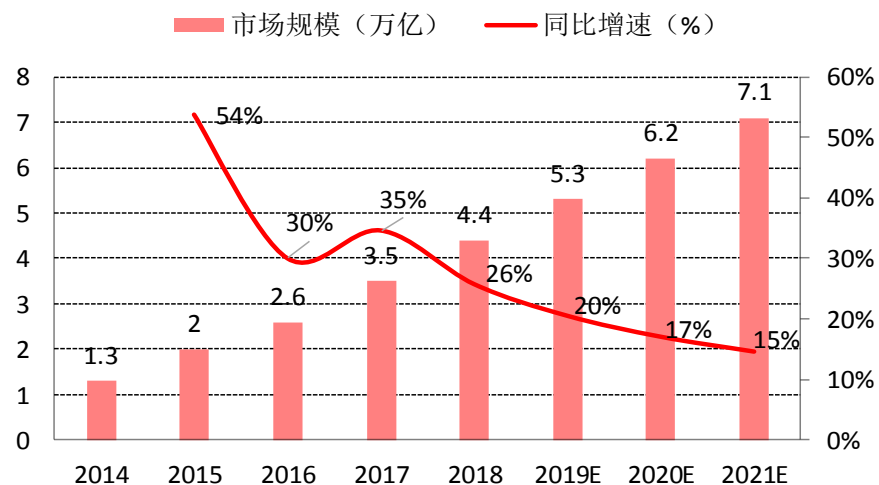
图：私域流量沉淀漏斗



资料来源: 中信建投

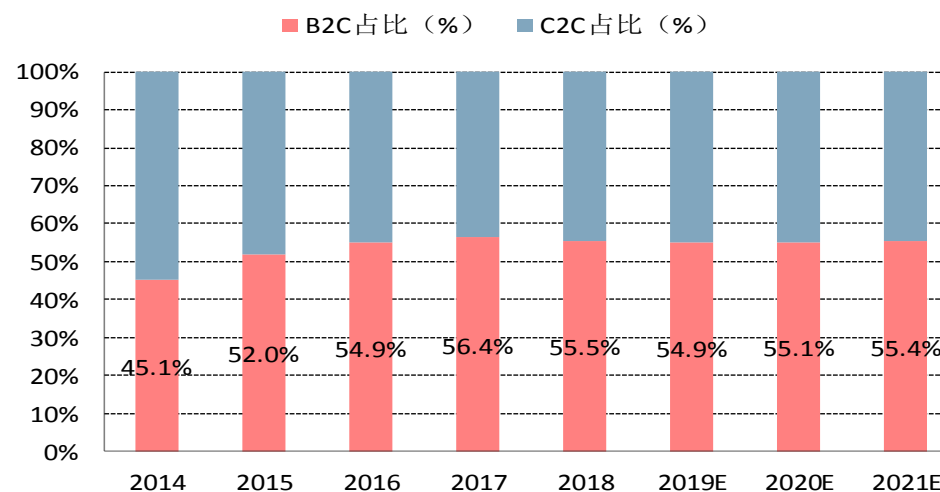
- **驱动二：B2C电商规模持续扩大，品牌方加速触网，品牌运营需求强烈**
- 2008年起，以天猫为代表的B2C电商迅速发展，品牌方加速触网，催生大量品牌运营需求。
- 随品牌方线上销售规模的持续扩大，线上新场景、新媒介、新流量对品牌运营提出新要求，品牌运营需要针对线上消费特点进行全面革新。而品牌方自建线上品牌运营团队亦面临投入高、管理陌生、风险大等痛点，代运营企业可凭借其长期深耕行业、深入洞察线上消费者、了解电商运营规则的特性，为品牌方提供全链路的品牌运营服务。

图：我国B2C电商规模与增速（万亿，%）



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

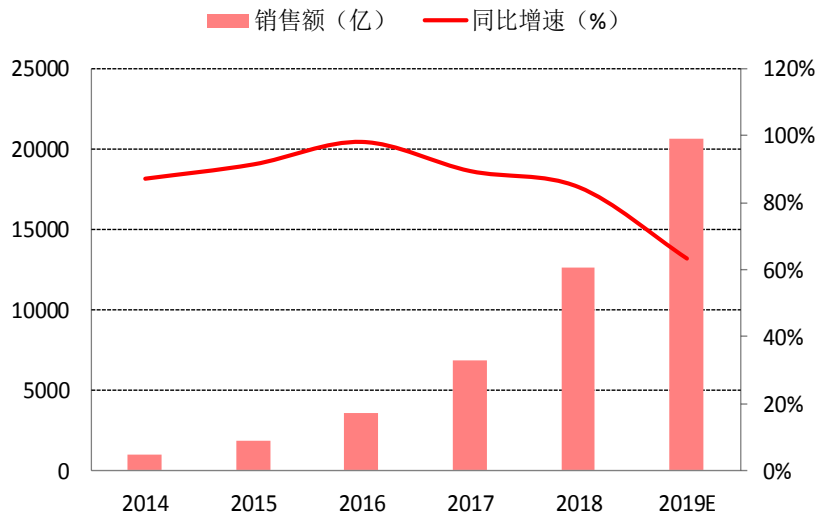
图：我国B2C/C2C电商规模占比（%）



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

- **驱动三：社交电商快速兴起，新营销迅速迭代，要求更高消费者洞察力**
- 2010年以前纸媒、电视等传统媒体占据绝对优势地位。2010年之后新媒体不断涌现，并借助社交特性，以内容与互动为特征将营销方式从“人找货”向“货找人”转变，背后是电商从产品思维向用户思维的转变。拼购、KOL内容营销、直播小视频等营销方式，在消费者产生需求之前完成对消费者的截留。根据创奇社交电商研究中心数据，2014-2018年，我国社交电商市场规模从950亿增长至1.26万亿，CAGR为91%。

图：我国社交电商规模与增速（亿，%）



资料来源：创奇社交电商研究中心，中信建投

图：阿里妈妈旗下营销产品



资料来源：阿里妈妈网站，中信建投

- **驱动三：社交电商快速兴起，新营销迅速迭代，要求更高消费者洞察力**
- 在社交电商快速发展趋势下，种草帖、主播带货、小视频、社交拼团均可成为品牌营销的重要阵地，营销手段多元的同时，对于精准营销的要求进一步提升，平台方亦提供大量营销辅助工具，营销玩法快速迭代升级。身处品牌运营第一线、消费者洞察力强的TP，可为品牌方提供全面的社媒营销方案，大幅提升品牌方营销效果

图：我国B2C电商规模与增速（万亿，%）

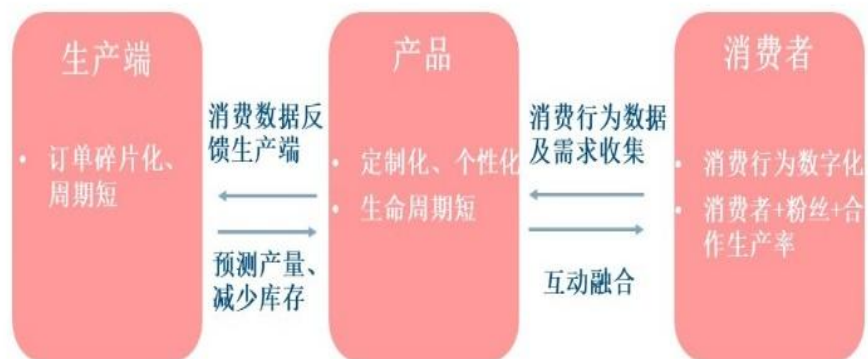
	导购型	直播/小视频型	内容型	拼团型
运营模式	以平台为依托，以熟人社交为纽带，通过社区小B触达用户	网红KOL在短视频直播过程中向粉丝群推荐商品并销售	销售商创作内容触发消费者体验及购买	通过特色、低价商品吸引社交流量参与拼团、砍价消费
核心价值	小B管理、社区团购	粉丝运营、IP打造、优质创意	内容营销	公会社群
发展优势	中间环节少物流成本低；依靠微信红利获客成本低；推介方式利于推动C2M发展	粉丝实时互动打造消费场景；粉丝群体传播与媒体大众传播融合	内容聚集具备认同感的消费者；专业买手为用户降低商品筛选成本与时间成本	低价与下沉市场拓展；社交拉新用户留存率高；直接面向终端消费者，薄利多销
潜在隐患	高频生鲜产品为主，经营利润不高；本地化企业规模效应弱；小B管理难度大	网红管理、平台供应链管理、内容质量管理难度大；产品质量与售后服务难保证	平台供应链管理难度大；产品质量与售后服务难保证；电商运营环节仍需加强	低价产品假冒伪劣问题频出，平台美誉度下降
代表案例	贝店	抖音	小红书	拼多多
用户画像	“人人都是KOL”、82%为女性用户、20-50岁用户占比超过60%；下沉县城	“全年龄”、60%为女性用户、25-30岁用户占比超过40%；一二线城市	“笔记种草爱购物”、78%为女性用户、25岁以下用户占比超过50%；一二线城市	“价格敏感非典型”、超60%为女性用户、31岁以上用户占比近80%；三四线城市

资料来源：创奇社交电商研究中心，中信建投



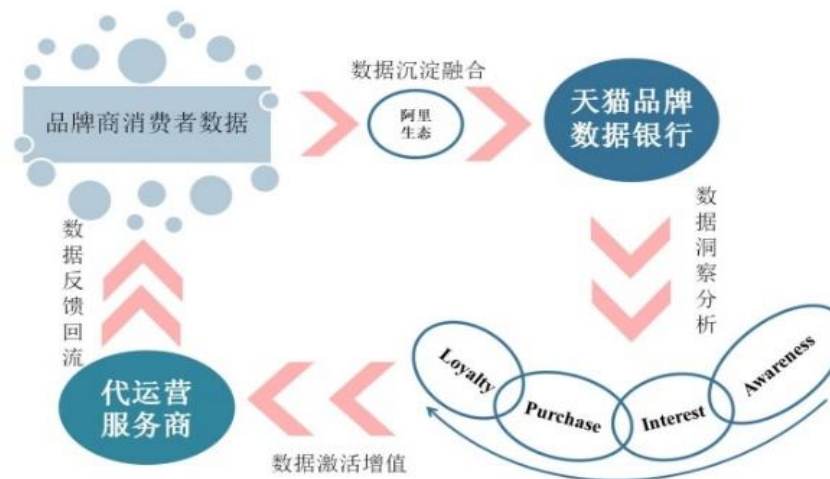
- **驱动四：大数据全链路提效，C2M模式对销售端数字化水平要求更高**
- 零售端数字化水平提升，数字技术的应用驱动品牌实现精准的消费洞察以及运营效率的提升。数字化基础设施让开展了线上电商业务的品牌商初步积累了技术应用实践和数据资产。
- 数字化趋势赋能零售端同时，亦不断向上游制造端延伸，新零售的下半场将围绕“新制造”展开。在“新制造”下，人货场多方数据实现端到端的对接和打通，供应链有望大幅缩短，制造企业在规模生产的同时实现按需定制。制造业将与服务业高度结合。

图：C2M模式下供应链效率大为提升



资料来源：中信建投

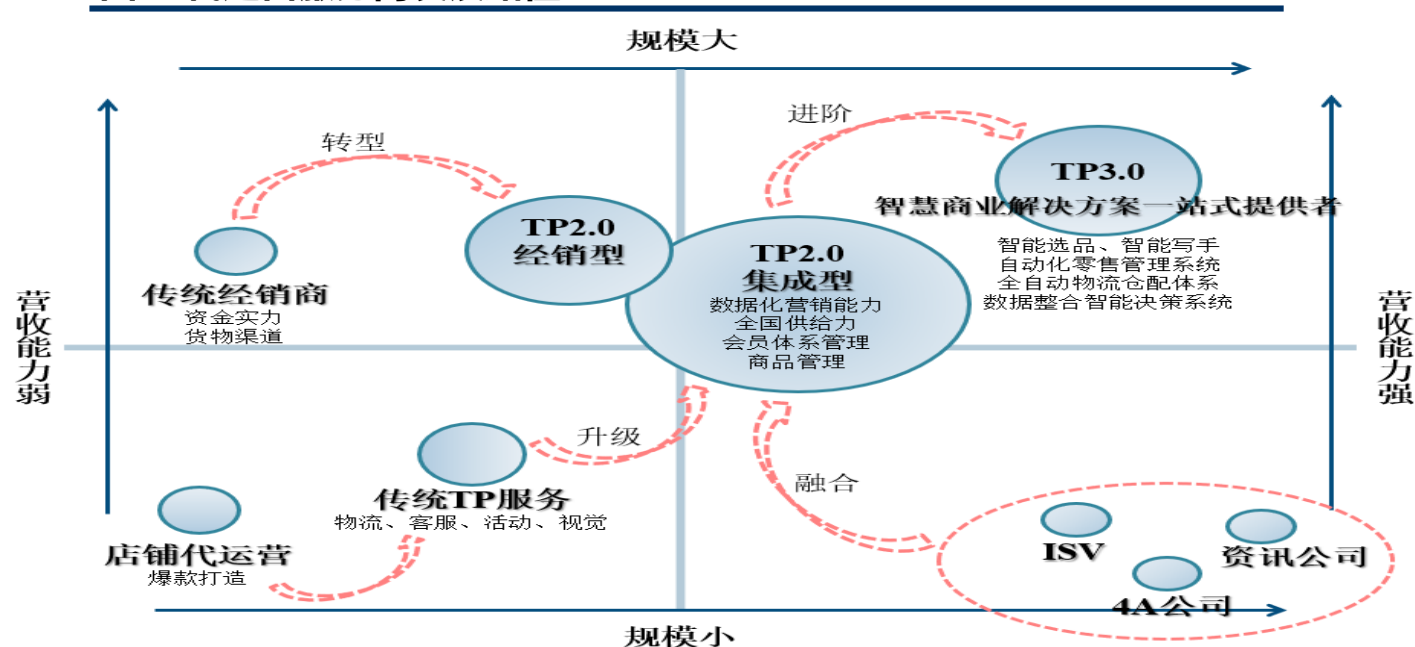
图：天猫品牌数据银行运行模式



资料来源：天猫官方网站，中信建投

- 预计四大驱动因素推动代运营行业快速发展，2025年行业规模有望达3万亿。
- 假设未来几年我国网购市场规模年化复合增速13%，2025年电商代运营行业渗透率提升至15%，则代运营行业市场规模有望达到3万亿以上，对应未来2020-2025年电商代运营行业规模CAGR=17%。据天猫生态服务商大会，至2022年天猫服务商交易规模将翻两倍，贡献GMV超过5000亿元。
- 在TP行业快速增长的同时，头部TP商也将持续迭代升级，伴随专业化能力的提升、全渠道运营的拓展、品牌化趋势的增强，成长为智慧商业解决方案一站式提供者。

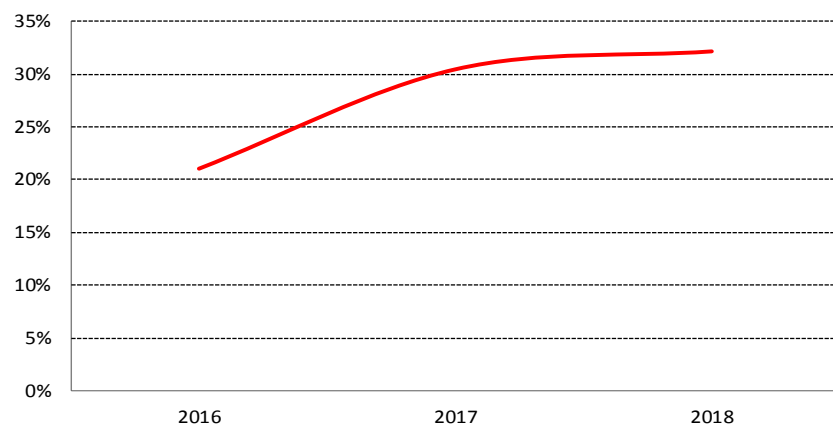
图：代运营服务商发展路径



资料来源：2019天猫生态服务商大会，中信建投

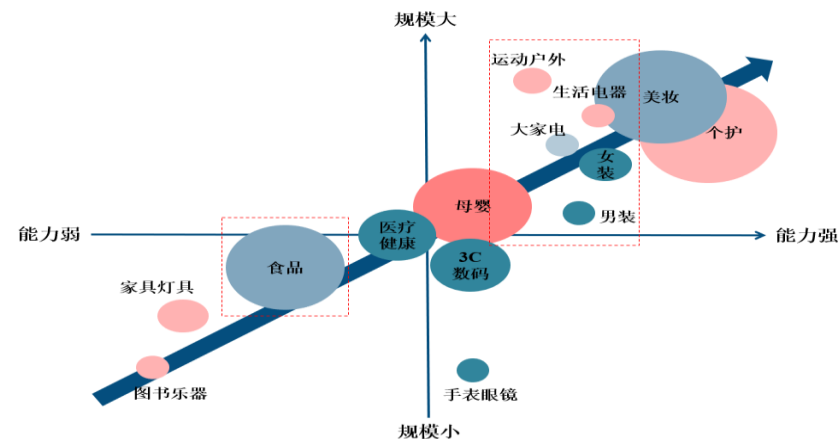
- **头部效应愈发凸显，行业集中度有望持续提升。** 电商代运营服务商由劳动力驱动向技术+劳动力双驱动转变，规模、资金、供应链占优势的服务商强势崛起，行业壁垒逐渐建立，集中度提升。**分品类看**，代运营服务商主要服务品牌集中于美妆/服饰/3C家电三大品类。根据天猫生态服务商大会资料，美妆个护行业服务商能力尤为突出；服饰行业中服务商能力已处于先进水平，但优质服务商数量仍有扩充空间；部分体量较大的行业服务商能力较弱，例如食品、3C数码等。
- **扩品类与专业市场垂直细分趋势共存，当前TP企业形成“一全多专”格局：**代运营龙头企业宝尊实行品类运营优势领先，横跨多类目取得第一名。其他头部代运营企业多深耕垂直细分市场，依靠专业化精细化的市场洞察和业内信誉取得优势。**目前代运营服务商行业内全品类扩张战略与专业市场垂直细分战略趋势共存。**

图：品牌电商服务商第一梯队（前四家）GMV占比



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

图：天猫服务商各品类服务能力与服务商数量



资料来源：天猫官方网站，中信建投

表：美妆/服饰/3C家电品类对比

品类	行业特点	2018年规模占比	电商服务佣金率	对TP需求比例
美妆	美妆品类复购率高、消费者运营至关重要，线上营销技巧多、特点复杂，因此对代运营服务需求高、佣金率高	20.9%	15%-20%	50%-60%
服饰	服饰一年多次换季，对售前、售中、售后客服需求大，因此服饰品类对电商代运营需求较大，佣金率适中。	18.9%	10%-15%	20%-30%
3C家电	3C家电产品标准化程度高，对电商代运营服务需求与佣金率较低，但因其客单价高、行业交易规模大，对应3C家电品类代运营市场规模大。	17.2%	2%-10%	10%-20%

资料来源：艾瑞咨询，中信建投

五、总结与盈利预测

- 公司作为电商代运营行业的头部公司，品牌合作数量多，国际品牌占比领先，同时具备多品类综合运营优势与从“0”到“1”的孵化能力。公司在多个电商平台具备强大的分销能力，同时内容营销服务收入占比较高。未来公司品牌、渠道、品类持续扩张，成长空间值得期待。
- 从行业角度看，代运营行业是电商产业分工细化后的必然产物，2025年电商代运营行业市场规模有望达到3万亿以上，对应未来2020-2025年电商代运营行业规模CAGR=17%。据天猫生态服务商大会，至2022年天猫服务商交易规模将翻两倍，贡献GMV超过5000亿元。
- 预测公司2020-2022年归母净利润分别为1.04、1.28、1.58亿元，首次覆盖，予以“增持”评级。

表：盈利预测（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	959	1,244	1,638	2,120
增长率(%)	3.0	29.7	31.7	29.4
净利润(百万元)	86	104	128	158
增长率(%)	11.7	20.1	23.6	23.6
毛利率(%)	34.3	34.0	33.7	33.5
净利率(%)	9.0	8.3	7.8	7.5
ROE(%)	15.6	9.3	10.3	11.3
EPS(摊薄/元)	0.95	0.85	1.05	1.30
P/E(倍)	50.2	55.8	45.1	36.5
P/B(倍)	8.0	5.2	4.7	4.1

资料来源：Wind，中信建投

表：盈利预测（百万元）

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	607	1176	1293	1481
现金	215	721	717	772
应收票据及应收账款合计	81	126	108	195
其他应收款	27	42	44	67
预付账款	96	69	149	134
存货	173	200	253	289
其他流动资产	14	18	22	24
非流动资产	34	47	64	81
长期投资	7	15	22	29
固定资产	3	7	16	25
无形资产	8	9	10	12
其他非流动资产	17	16	16	16
资产总计	642	1223	1357	1563
流动负债	88	147	140	198
短期借款	10	24	28	35
应付票据及应付账款合计	30	62	53	88
其他流动负债	48	61	59	74
非流动负债	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	91	150	143	201
少数股东权益	7	6	6	6
股本	91	122	122	122
资本公积	225	657	657	657
留存收益	228	321	436	578
归属母公司股东权益	544	1066	1208	1356
负债和股东权益	642	1223	1357	1563

资料来源：Wind，中信建投

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	959	1244	1638	2120
营业成本	630	821	1086	1409
营业税金及附加	2	3	5	6
销售费用	164	216	285	367
管理费用	52	70	95	123
研发费用	22	26	34	45
财务费用	-0	-5	-8	-7
资产减值损失	2	-1	-3	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
其他收益	6	6	7	7
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	100	121	150	185
营业外收入	0	2	1	1
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	100	122	150	186
所得税	14	18	23	28
净利润	86	103	128	158
少数股东损益	-1	-0	-0	-0
归属母公司净利润	86	104	128	158
EBITDA	99	117	144	182
EPS（元）	0.95	0.85	1.05	1.30



表：盈利预测（百万元）

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	17	38	4	63	
净利润	86	103	128	158	
折旧摊销	2	1	3	6	
财务费用	-0	-5	-8	-7	
投资损失	-1	-1	-1	-1	
经营性应收项目的减少	-21	-17	-62	-71	
经营性应付项目的增加	-25	-16	-2	15	
其他经营现金流	-48	-43	-57	-21	
投资活动现金流	8	-13	-19	-22	
资本支出	4	19	14	17	
长期投资	22	-7	-7	-7	
其他投资现金流	34	-1	-13	-13	
筹资活动现金流	-55	481	12	14	
短期借款	-61	14	4	7	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	30	0	0	
资本公积增加	0	432	0	0	
其他筹资现金流	6	5	8	7	
现金净增加额	-30	507	-4	55	

资料来源: Wind, 中信建投

主要财务比率					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
成长能力					
营业收入(%)	3.0	29.7	31.7	29.4	
营业利润(%)	9.2	20.6	24.5	23.5	
归属于母公司净利润(%)	11.7	20.1	23.6	23.6	
获利能力					
毛利率(%)	34.3	34.0	33.7	33.5	
净利率(%)	9.0	8.3	7.8	7.5	
ROE(%)	15.6	9.3	10.3	11.3	
ROIC(%)	25.2	24.7	22.8	23.8	
偿债能力					
资产负债率(%)	14.2	12.3	10.5	12.9	
净负债比率(%)	-37.2	-62.4	-55.4	-52.6	
流动比率	6.9	8.0	9.3	7.5	
速动比率	4.9	6.6	7.4	6.0	
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.5	
应收账款周转率	9.8	0.0	0.0	0.0	
应付账款周转率	15.7	0.0	0.0	0.0	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.95	0.85	1.05	1.30	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.32	0.03	0.52	
每股净资产(最新摊薄)	5.96	9.12	10.17	11.47	
估值比率					
P/E	50.2	55.8	45.1	36.5	
P/B	8.0	5.2	4.7	4.1	
EV/EBITDA	56.4	43.5	35.3	27.7	

- 行业竞争加剧
- 居民消费边际倾向下降
- 主要电商平台规则变动
- 品牌、平台拓展不及预期
- 客户流失风险

史琨：2015-2017年在东兴证券从事商贸零售行业研究，2017年7月加入中信建投证券，拥有4年商贸零售和2年纺织服装行业研究经验。

研究助理

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：杨洁
邮箱：yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大
厦北塔22楼2201室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B
座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：陈培楷
邮箱：chenpeikai@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk