

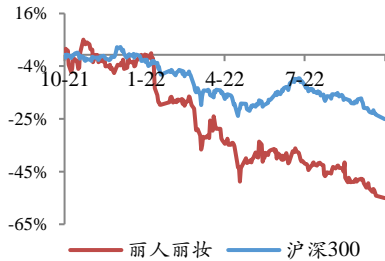
# 头部美妆服务商，深耕与拓展并进

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-10-11

收盘价 (元)	11.14
近 12 个月最高/最低 (元)	26.08/11.14
总股本 (百万股)	402
流通股本 (百万股)	196
流通股比例 (%)	48.80
总市值 (亿元)	45
流通市值 (亿元)	22

### 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师：王洪岩**

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

### 相关报告

## 主要观点：

- 美妆品类与电商服务具备“类充要条件”，头部服务商竞争优势建立**  
 美妆品类线上渗透率较高，且相比于其他品类，更适宜发展电商服务，主要因为：(1) **高复购率**：美妆品类高复购率的特点，使得品牌商注重通过新品上市推广、购物节策划等活动提高消费者黏性，进而对线上运营以及营销策略的要求较高；(2) **高毛利**：美妆品类高毛利能够支撑电商服务较高佣金率。2015~2020 年美妆品类电商渠道渗透率从 28.4% 提升至 45.5%，随着抖音、小红书、拼多多等新兴电商平台兴起，渗透率有望进一步提升，带动美妆品类电商服务商市场规模持续扩大，预计 2025 年达到 3960 亿元 (2021~2025CAGR 为 26.4%)。**头部美妆服务商更具竞争优势**：(1) 头部美妆服务商较早与国际品牌合作，助力品牌抢占市场、提升影响力，对品牌方有充分的了解，获得了品牌方的信任；(2) 电商服务趋于精细化、多元化，头部服务商服务范围从基础运营服务逐步拓展到 IT 服务、仓储物流、营销等核心服务，能够为品牌方提供全链路服务，相比于中小服务商各业务分包，更容易获得品牌方青睐。
- 深耕天猫美妆电商服务，积极拓渠道+拓品类+打造自有品牌**  
 (1) **渠道**：公司以电商零售业务为主，天猫平台营收占比维持在 90% 以上，截至 2022H1 末，公司连续 7 次蝉联天猫六星级运营服务商，运营实力雄厚。随着内容电商、直播电商兴起，公司持续加大对小红书、快手、拼多多等新兴平台投入，截至 2022H1，公司已在抖音等其他平台共开拓了 105 家店铺。2021 年其他平台营收达到 2.82 亿元，2019~2021CAGR 为 876%，其他平台营收占比从 0.1% 提升至 6.8%。  
 (2) **品类**：公司以美妆品类为主，2021 年美妆品类收入占比为 97.5%。截至 2022H1，公司与雪花秀、雅漾、后、施华蔻、芙丽芳丝、奥伦纳素、馥绿德雅等 60 多个品牌达成合作关系，同时逐步向食品、服饰、玩具等品类拓展。  
 (3) **自有品牌**：细分市场不断涌现消费新需求，公司为了补充运营品牌的需求空缺，持续孵化自有品牌，推出美壹堂、玉容初等。
- 投资建议：**  
 短期来看，2022 年上半年疫情反复导致公司供应链、物流受阻，经营承压。公司运营实力扎实，疫情好转后，业绩修复可期；中长期来看，公司积极拓展抖音、小红书等新兴平台，打造自有品牌，拓展食品、服务等品类，有望实现稳定增长。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.62、0.91、1.08 元/股，对应当前股价 PE 分别为 18、12、10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示**  
 局部地区疫情反复；品牌合作变更风险；库存减值风险；行业竞争加剧。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4155	4252	4773	5258
收入同比 (%)	-9.7%	2.3%	12.2%	10.2%
归属母公司净利润	411	248	364	436
净利润同比 (%)	21.0%	-39.5%	46.4%	19.8%
毛利率 (%)	36.5%	33.0%	34.1%	34.6%
ROE (%)	15.3%	8.7%	11.3%	11.9%
每股收益 (元)	1.03	0.62	0.91	1.08
P/E	23.64	18.03	12.31	10.27

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 资深美妆代运营商，市场空间广阔.....	6
2 电商服务空间广阔，头部运营商竞争优势显现.....	10
2.1 电商服务为多方赋能，市场规模持续扩大.....	11
2.2 头部效应凸显，行业集中度提升.....	14
3 天猫平台头部美妆代运营商，数字化降本增效.....	16
3.1 享有大牌美妆客户资源，打造自有品牌.....	19
3.2 以天猫为运营主体，向全平台布局.....	22
3.3 数字化提升运营效率，赋能品牌运营.....	25
盈利预测及投资建议：.....	26
盈利预测.....	26
投资建议.....	27
风险提示：.....	27
财务报表与盈利预测.....	27

## 图表目录

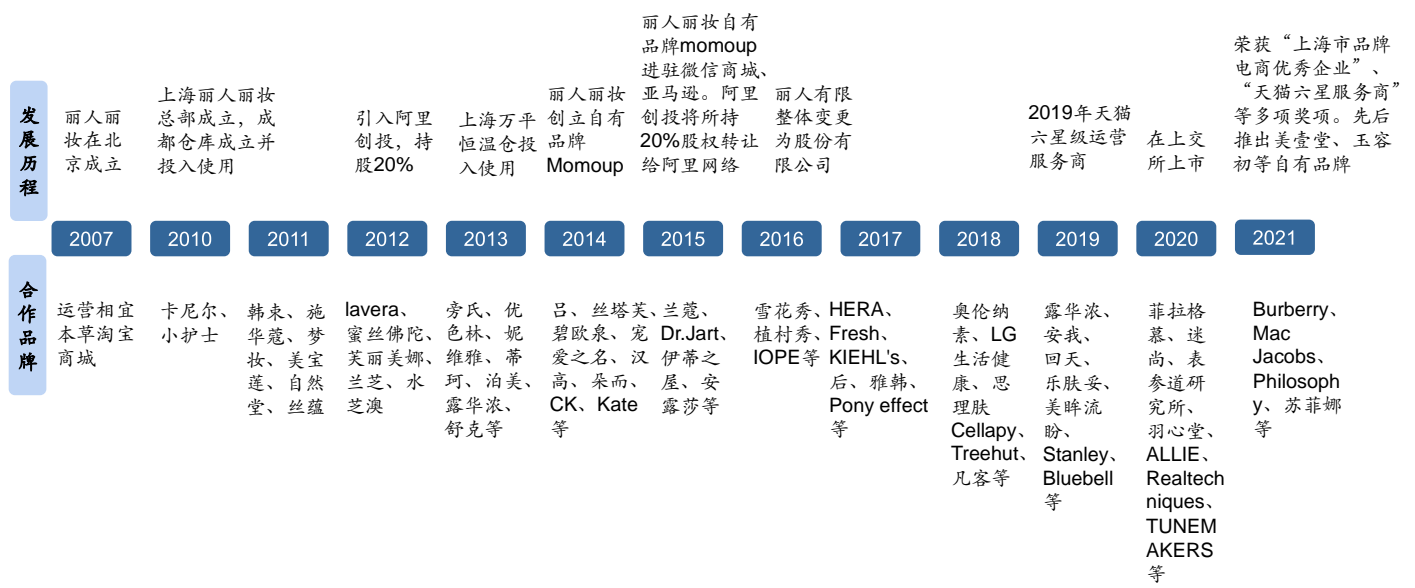
图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构 (截至 2022H1)	7
图表 3 董事会与高管层成员介绍 (截至 2022H1)	7
图表 4 限制性股票激励对象及解锁情况	8
图表 5 股票激励计划公司层面考核目标	8
图表 6 业务部门及个人层面业绩考核要求	9
图表 7 股票激励计划净利润考核目标	9
图表 8 2017-2022H1 公司营收及同比增速	10
图表 9 2017-2022H1 公司归母净利润及同比增速	10
图表 10 2017-2022H1 公司毛利率和净利率	10
图表 11 2017-2022H1 公司费用率	10
图表 12 产业链	11
图表 13 电商服务商赋能	11
图表 14 中国品牌电商服务行业规模	12
图表 15 跨境进口电商规模	12
图表 16 国际品牌需求高于国内品牌	12
图表 17 中国直播电商规模 (亿元)	13
图表 18 中国社交电商规模 (亿元)	13
图表 19 数字化运营	13
图表 20 中国零售美妆市场规模 (亿元)	14
图表 21 各品类对电商服务需求比例及佣金率对比	14
图表 22 美妆品类电商渠道规模及渗透率	14
图表 23 中国美妆电商服务商市场规模 (亿元)	14
图表 24 数字化运营	15
图表 25 头部品牌服务商特点	15
图表 26 中国品牌服务商 CR4GMV 占比	16
图表 27 头部美妆服务商瓜分国际美妆品牌	16
图表 28 公司提供全链路网络零售综合服务	17
图表 29 丽人丽妆业务模式介绍	17
图表 30 2017-2022H1 公司营业收入结构 (按业务)	18
图表 31 中国美妆电商服务商市场规模 (亿元)	18
图表 32 2017-2022H1 同行业可比公司各业务模式占比	19
图表 33 2017-2022H1 公司各业务毛利率情况	19
图表 34 2017-2022H1 可比公司毛利率变化情况	19
图表 35 品牌变动情况	19
图表 36 自有品牌、投资品牌介绍	20
图表 37 美壹堂小绿洲面霜荣获“2021 年度口碑保湿修护面霜”奖	21
图表 38 2017-2022H1 公司与天猫合作情况	22
图表 39 2017-2022H1 公司营业收入结构 (按渠道)	23
图表 40 2017-2022H1 公司各渠道营收及同比增速	23
图表 41 天猫各星级评分标准	23

图表 42 天猫各星级评分标准.....	24
图表 43 公司各平台店铺数量.....	24
图表 44 乐扣乐扣抖音小店.....	25
图表 45 科颜氏小红书旗舰店.....	25
图表 46 公司技术开发的组织体系.....	25
图表 47 数字化赋能.....	26
图表 48 盈利预测.....	26

# 1 资深美妆代运营商，市场空间广阔

上海丽人丽妆化妆品股份有限公司（后简称“公司”或“丽人丽妆”）前身为北京丽人丽妆，成立于2007年，成立之初主要运营相宜本草淘宝商城，之后逐步拓展美妆品牌，深耕美妆代运营业务。2010~2015年，公司五次增资，引入阿里创投，加速品牌拓展。经过多年发展，公司已经成为美妆头部代运营商，并于2020年成功在上交所上市。截至2022H1，公司与雪花秀、雅漾、后、施华蔻、芙丽芳丝、奥伦纳素、馥绿德雅等60多个品牌达成合作关系。

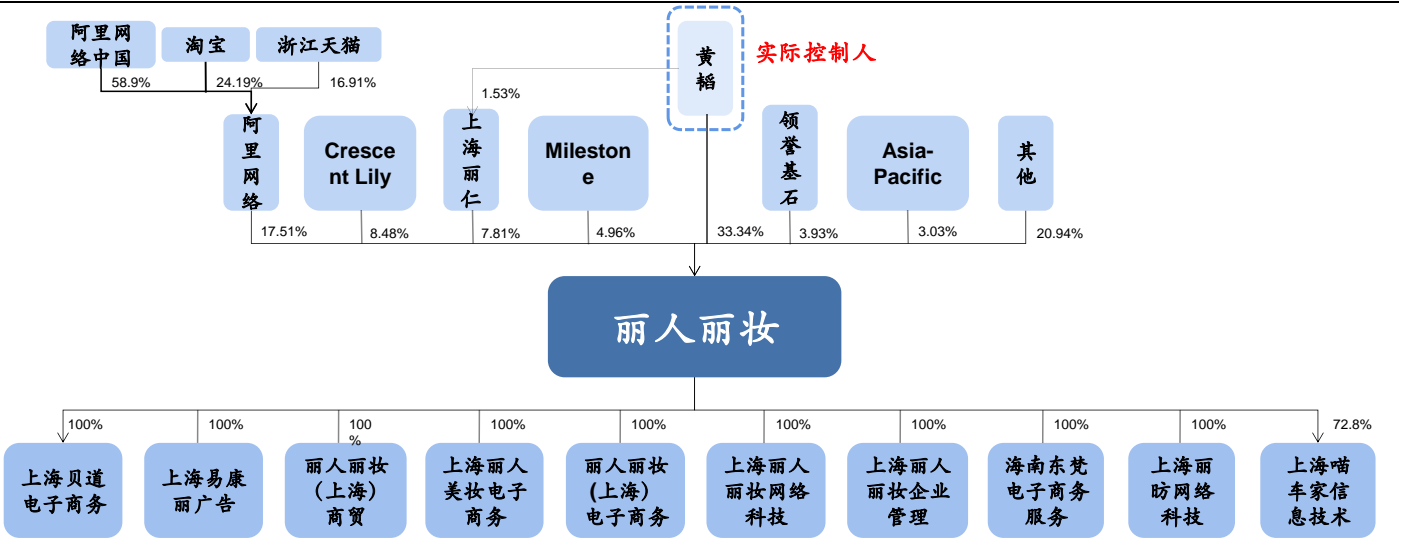
图表 1 公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

**股权结构集中，阿里网络赋能业务发展。**创始人黄韬直接持股33.34%，并通过上海丽仁间接持股0.12%，合计持股达33.46%，为公司实际控制人。第二大股东阿里网络持股17.51%，股权集中，决策高效。公司自成立以来，便以天猫为主要运营平台，从事电商零售业务和品牌营销运营服务。阿里网络能够深刻理解公司的经营模式，利用平台优势助力业务发展。

图表 2 公司股权结构 (截至 2022H1)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

高管团队扎根行业多年，经验丰富。公司总经理兼实际控制人黄韬具有丰富的互联网从业经验，能够敏锐捕捉电商高速发展机遇，开拓电商代运营业务，把握行业发展方向。其他管理层核心成员美妆行业经验丰富，对美妆品牌文化和消费习惯有着深刻的理解，能快速美妆行业渠道、营销、产品趋势等变化快速，助力美妆代运营业务发展。

图表 3 董事会与高管层成员介绍 (截至 2022H1)

姓名	职务	任职时间	履历
黄韬	总经理	2015.7	2000 年 10 月至 2002 年 10 月，担任美国通用无线通信有限公司产品总监，上海公司总经理；2002 年 11 月筹备创立飞拓无限，2003 年 8 月至 2006 年 10 月担任飞拓无限执行董事；2007 年 2 月创立北京丽人丽妆，担任董事长；2010 年 5 月创立丽人有限，2010 年 5 月至 2016 年 3 月担任丽人有限董事长，总经理。2016 年 3 月起担任上海丽人丽妆化妆品股份有限公司董事长，总经理。
黄梅	副总经理	2019.3	2005 年 7 月至 2008 年 9 月任汉理资本高级经理；2008 年 9 月至 2011 年 5 月任阿里巴巴高级投资经理；2012 年 2 月至 2014 年 4 月任上海宝尊电子商务有限公司财务副总裁；2014 年 4 月至 2016 年 3 月任丽人有限董事，副总经理。2016 年 3 月起担任上海丽人丽妆化妆品股份有限公司董事，副总经理。
叶茂	副总经理	2021.3	曾担任美国通用电气公司财务经理、美国富国银行财务总监、上海索朗太阳能科技有限公司 CFO、无锡尚德太阳能电力有限公司财务总监、上海泰格耀阳广告有限公司 CFO、21 世纪中国不动产 CFO。2015 年 11 月起，担任北京上古新锐房地产经纪股份有限公司董事长，2016 年 8 月起，担任曲水上古新锐顾问服务有限公司执行董事。

杜红谱	董事会秘书	2018.6	曾先后担任华晨集团投资部项目经理、经理，金杯汽车股份有限公司董事会秘书；2007年6月至2011年1月任上海汇丽建材股份有限公司董事会秘书；2011年2月至2017年7月任百泰投资集团有限公司董事会秘书兼业务拓展部总经理。2018年6月起担任上海丽人丽妆化妆品股份有限公司董事会秘书，2018年7月起担任上海丽人丽妆化妆品股份有限公司董事。
徐鼎	财务负责人	2022.8	2012年10月至2016年9月任安永(中国)企业咨询有限公司经理；2016年10月起先后担任上海丽人丽妆化妆品股份有限公司审计总监，财务副总裁等职务。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**股权激励机制完善，充分调动员工积极性。**2021年公司针对中高层管理人员及核心技术人员推出限制性股票激励计划，2021~2023上市公司净利润同比增速分别不低于20.0%、12.5%、11.1%。股权激励计划将公司发展与管理层及核心员工利益深度绑定，促进公司化妆品电商零售服务及品牌营销服务进一步发展。股票激励计划考核指标设立完善，针对公司、业务部门及个人层面的考核目标清晰，保证了考核的公正、公开与公平，有利于进一步激发员工积极性。

**图表 4 限制性股票激励对象及解锁情况**

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)	占目前总股本的比例 (%)
董事、高级管理人员	杜红谱 董事、董事会秘书	8	3.96%	0.02%
	李爱丽 财务总监	8	3.96%	0.02%
	合计	16	7.92%	0.04%
中层管理人员、核心技术(业务)人员(共79名)		146	72.28%	0.36%
预留部分		40	19.80%	0.10%
合计		202	100.00%	0.50%

第一个解除限售期				
姓名	职务	已获授的限制性股票数量(万股)	本次可解锁限制性股票数量(万股)	本次解除限售数量占获授限制性股票数量比例 (%)
杜红谱	董事会秘书	8	2.4	30%
中层管理人员、核心技术人员(共67名)		141.5	42.45	30%
合计		149.5	44.85	30

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 5 股票激励计划公司层面考核目标**

解除限售期	解除限售条件	解除限售比例
-------	--------	--------



第一个	以2020年度经审计的净利润为基数,2021年净利润增长率不低于20%。	30%
第二个	以2020年度经审计的净利润为基数,2022年净利润增长率不低于35%。	30%
第三个	以2020年度经审计的净利润为基数,2023年净利润增长率不低于50%。	40%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

注:“净利润”指标是激励成本摊销前并扣除非经常性损益后的净利润。

**图表6 业务部门及个人层面业绩考核要求**

业务部门层面业绩考核要求	
能力指标	包括但不限于转化率、点击率、应收回款等指标的实现情况。
人效指标	要求激励对象所在业务部门的人效相对上一会计年度实现正增长。
个人层面业绩考核要求	
考核内容	包括但不限于转化率、点击率、考勤情况、是否被出具任何公司级违纪罚单等。
考核方法	根据被考核人员与考核人员共同确定的年度工作绩效目标的完成情况确定分值。
考核结果分布与应用	根据考核结果,激励对象的个人绩效差异被细分为三个考核等级:良好(A)、合格(B)、不合格(C),分别对应当年度可解除限售比例为100%、80%、0%。

资料来源:公司公告,华安证券研究所

**图表7 股票激励计划净利润考核目标**

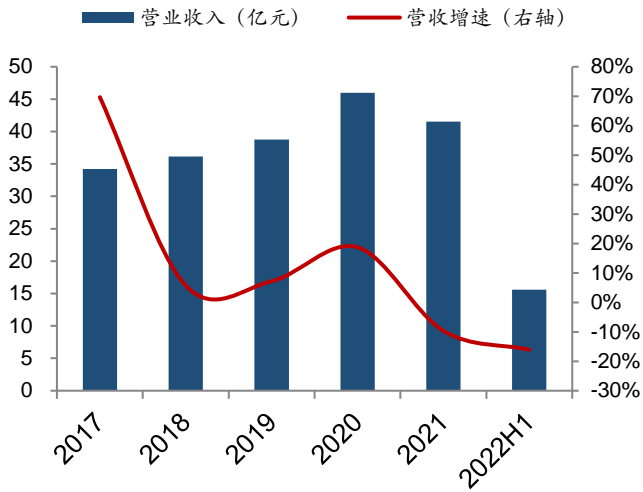
	2020	2021	2022	2023
净利润(亿元)	3.09	3.71	4.17	4.64
增速(%)		20.0%	12.5%	11.1%

资料来源:公司公告,华安证券研究所

注:“净利润”指标是激励成本摊销前并扣除非经常性损益后的净利润。

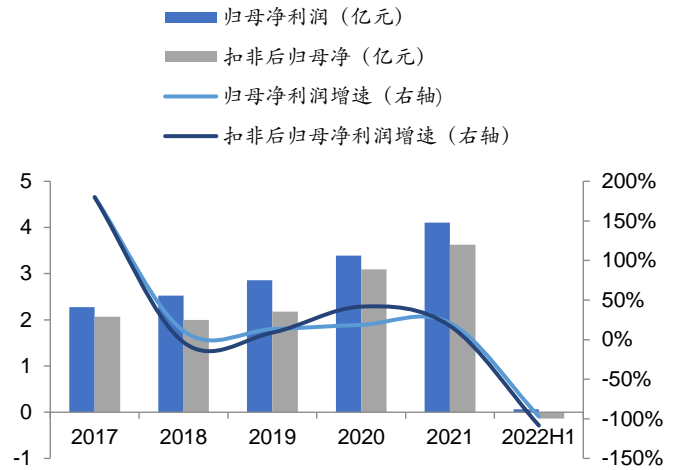
**营收平稳增长,疫情影响下短期承压。**2017~2021年,公司营收CAGR为5.3%,其中2017~2018年,营收增速由69.7%下降至5.7%,主要系公司与欧莱雅集团旗下兰蔻、巴黎欧莱雅、美宝莲等品牌终止合作;2019~2020年,营收增速由7.2%提升至18.7%,主要系化妆品网络零售行业的快速发展和公司市场竞争力的不断扩大。2021年营收增速同比下降9.67%,主要系旁氏、凡士林等品牌由经销模式转为代运营模式所致。2022H1营业收入15.57亿元,同比下降16.1%,主要系疫情影响所致。

图表 8 2017-2022H1 公司营收及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

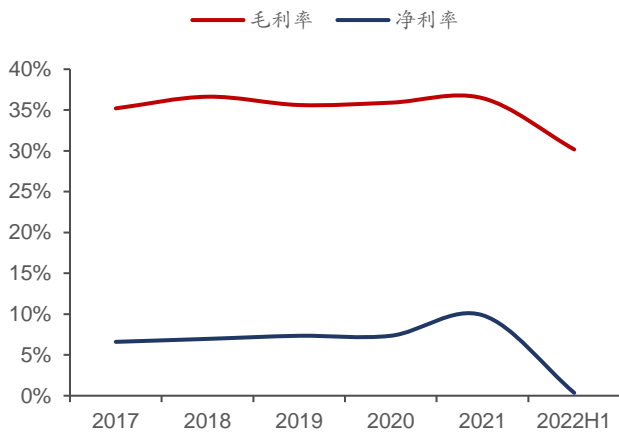
图表 9 2017-2022H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

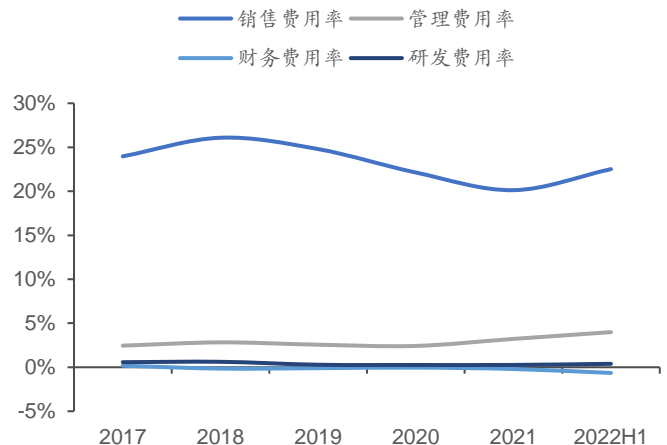
**营销效率提升，盈利能力提升。**2017~2021 年扣非后归母净利润 CAGR 为 15.1% (高于营收 CAGR5.3%)，主要因为：(1) 品牌营销服务占比提升带动毛利率提升；(2) 公司销售费用占期间费用 80%以上，营销投放效率提升，销售费用率下降，带动盈利能力提升，净利率从 6.60%提升到 9.86% (+3.26pct)。2022H1 受上海疫情影响，净利率下降。

图表 10 2017-2022H1 公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 2017-2022H1 公司费用率



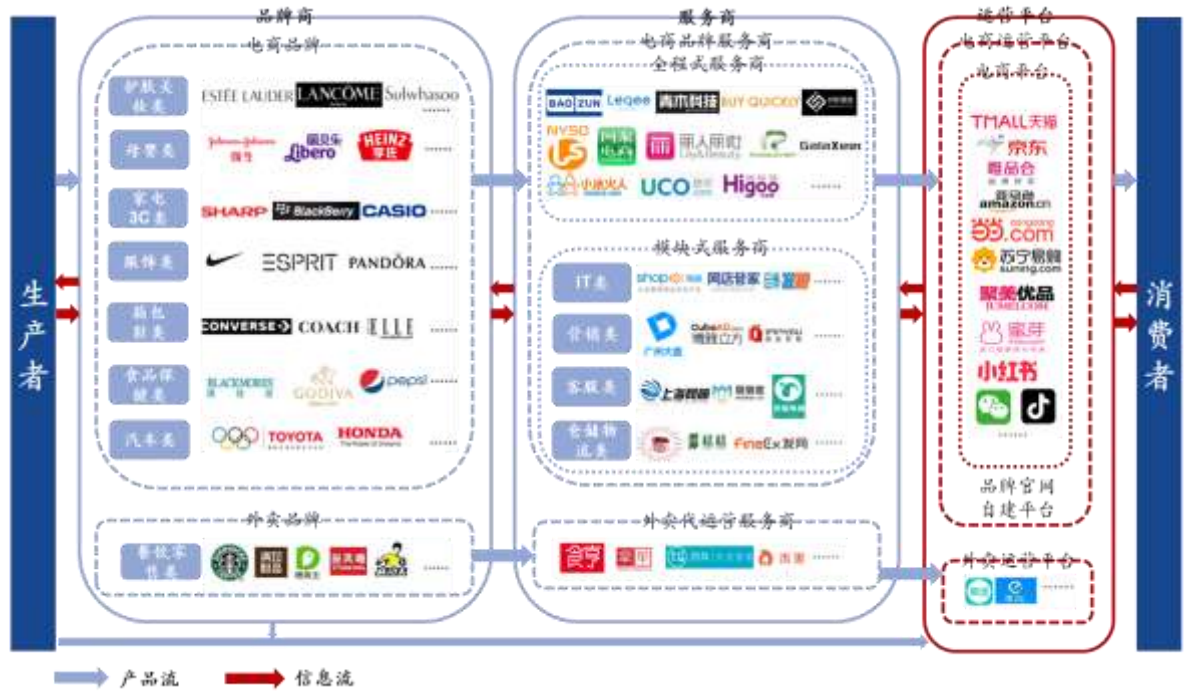
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2 电商服务空间广阔，头部运营商竞争优势显现

## 2.1 电商服务为多方赋能，市场规模持续扩大

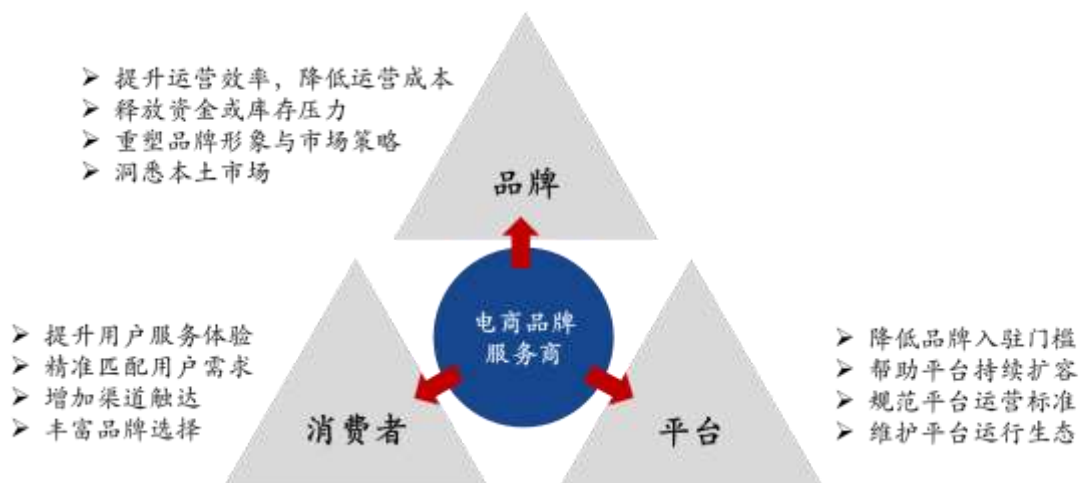
电商服务商连接品牌商和运营平台，为多方赋能。电商品牌服务商，即为品牌提供店铺运营、仓储物流、营销推广等服务的第三方公司，既能够帮助品牌方弥补上述领域的的能力缺口，也能帮助追求 GMV 扩容的电商平台吸引更多品牌入驻，还能洞悉消费者心智，提升消费体验。电商服务商实现了对品牌、平台、消费者同时赋能。

图表 12 产业链



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 13 电商服务商赋能



资料来源：PWC，华安证券研究所

随着跨境电商、直播电商、社交电商等兴起以及数字化技术应用，品牌方面临本土营销、私域营销、全渠道建设等挑战，提高了对电商服务的需求，推动了电商

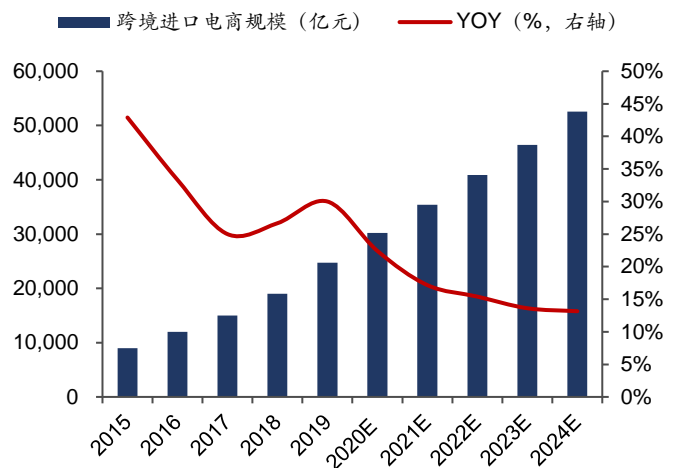
服务市场持续扩容, 2017~2021 电商服务市场规模 CAGR 为 28%, 预计 2022 年市场规模达到 3663 亿元 (+24%)。具体来看:

(1) 跨境进口电商兴起, 增加了国际品牌对电商服务需求。国际品牌对品牌服务商的需求比例达到了 80%~90%, 远高于国内品牌 (20%~30%), 主要因为服务商可以帮助其快速打开中国电商渠道, 实现销量增长的同时进行品牌建设, 提升消费者体验。跨境电商规模快速增长(2015~2019CAGR 为 28.7%), 有望持续扩大(预计 2019~2024CAGR 为 16.5%), 使得国际品牌对服务商需求增加, 推动服务商市场扩容。

图表 14 中国品牌电商服务行业规模



图表 15 跨境进口电商规模



资料来源: 艾媒数据中心, 华安证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

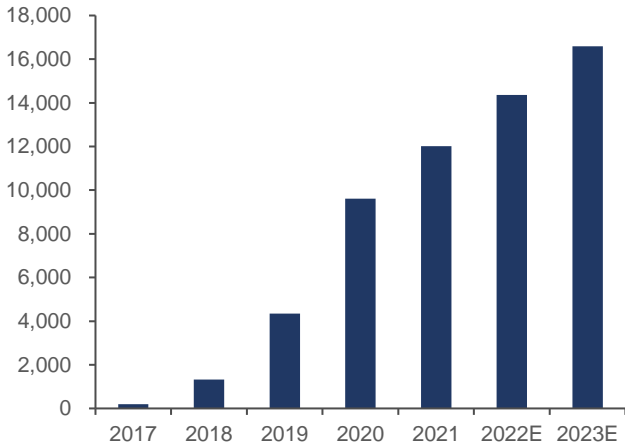
图表 16 国际品牌需求高于国内品牌



资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

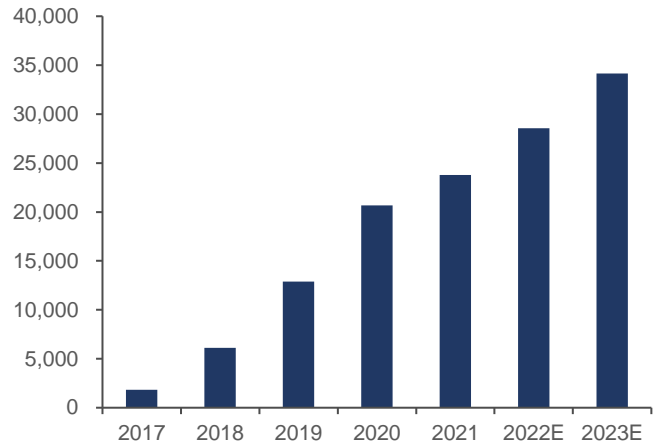
(2) 去中心化、新流量渠道崛起, 品牌方对电商服务需求增加。随着传统电商红利见底, 公域获客成本增加, 直播电商、社交电商兴起 (2017~2021 直播电商、社交电商市场规模 CAGR 分别为 182%、89%), 品牌方着手打造私域流量。流量去中心化的趋势增大了品牌商触达消费者的难度, 对运营精细化、跨渠道运营能力要求提高, 更多的品牌方需要寻求电商服务。

图表 17 中国直播电商规模 (亿元)



资料来源: 艾媒数据中心, 华安证券研究所

图表 18 中国社交电商规模 (亿元)



资料来源: 艾媒数据中心, 华安证券研究所

**(3) 数字化转型, 催生电商服务新需求。** 数字化技术能够优化运营、营销、仓储物流等各环节, 打通供应链, 做到及时响应, 提高服务效率; 高效、规模化的供应链体系最大程度上减少营销、管理等方面的支出, 降低成本; 同时通过 C2B 反向定制商品, 满足消费者需求, 从而重塑供应链价值。品牌方积极布局全链路数字化转型, 催生了电商服务新需求。

图表 19 数字化运营

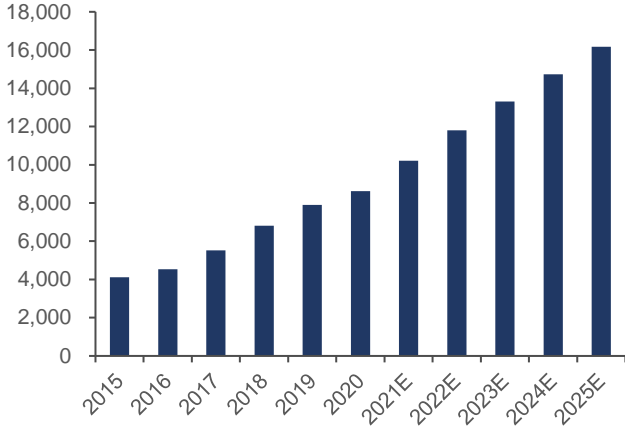


资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

**美妆品类持续高景气, 电商服务需求有望进一步提升。** 根据艾瑞咨询数据, 2015~2020 年中国零售美妆市场 CAGR 为 16.0%, 预计 2021~2025 年 CAGR 为 13.4%, 美妆品类有望维持高景气。由于美妆品类高复购率的特点, 使得品牌商尤其注重提高消费者黏性, 进而对线上运营以及营销策略的要求较高, 叠加美妆品类高毛利能够支撑较高佣金率, 适宜发展电商服务。2015~2020 年美妆品类电商渠道渗透率从 28.4% 提升至 45.5%, 随着抖音、小红书、拼多多等新兴电商平台兴起,

渗透率有望进一步提升，带动美妆品类电商服务商市场规模持续扩大，预计2021~2025CAGR 达到 26.4%。

图表 20 中国零售美妆市场规模 (亿元)



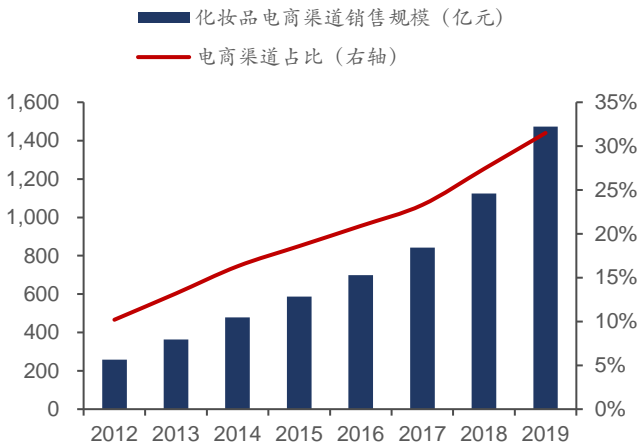
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 21 各品类对电商服务需求比例及佣金率对比



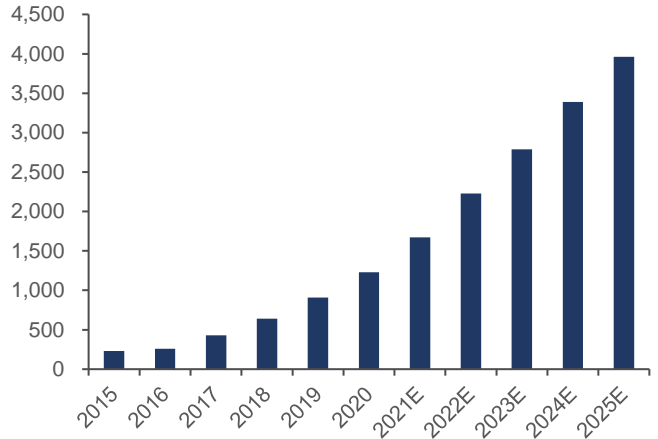
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 22 美妆品类电商渠道规模及渗透率



资料来源：悠可招股说明书，华安证券研究所

图表 23 中国美妆电商服务商市场规模 (亿元)

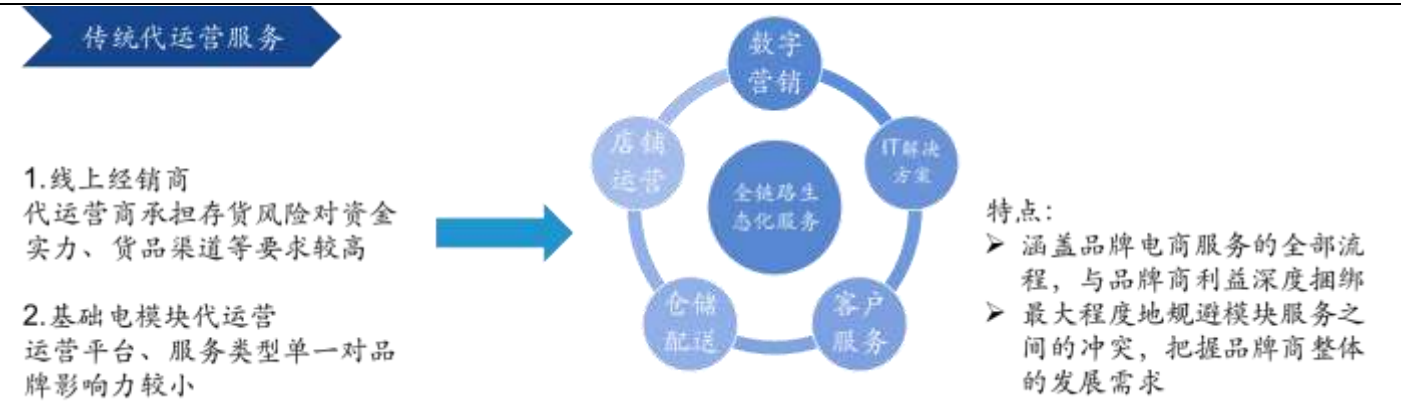


资料来源：悠可招股说明书，华安证券研究所

## 2.2 头部效应凸显，行业集中度提升

品牌方对电商服务要求提高，品牌电商服务类型多元化。服务商早期主要从事运营服务等基础性服务，随着电商去中心化、数字化转型，品牌方对电商精细化运营要求提高，服务商业务范围逐步向 IT 服务、营销服务、仓储物流服务全链路生态化服务拓展，提高竞争优势。

图表 24 数字化运营



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

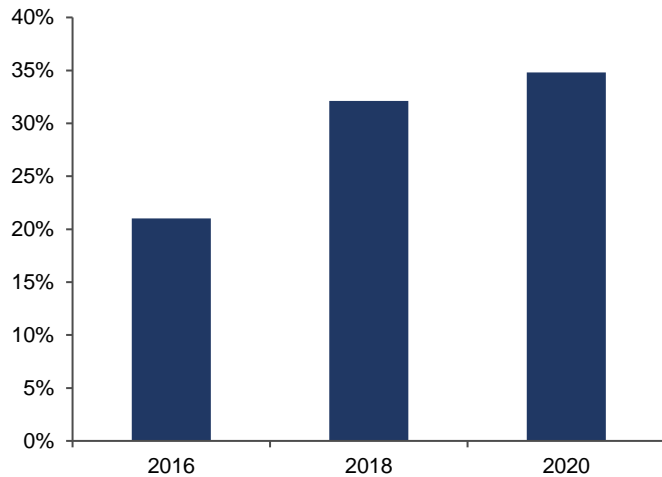
**头部服务商建立竞争优势，提升行业集中度。**行业早期以运营服务等基础性工作为主，由于门槛较低，进入者众多，较为分散。随着电商服务趋于精细化、多元化，头部服务商抓住机遇，较早布局 IT 服务、营销、仓储物流等核心服务，并通过不断扩张规模带来较强的议价能力、较低物流仓储成本以及营销费用，从而建立了竞争优势，更容易获得品牌方青睐，对中小服务商形成了挤压效应，推动行业集中度提升。根据艾瑞数据，CR4GMV 占比从 2016 年的 21% 提升至 2020 年的 34.8%。

图表 25 头部品牌服务商特点

服务商	类型	品类	发展特色
宝尊电商	综合性	全品类（服饰、3C 数码为核心）	全渠道运营，IT 系统、物流仓储能力优势显著
丽人丽妆	垂直型	主营美妆	品牌运营、营销管理，布局仓储物流
若羽臣	垂直型	主营母婴、其次为美妆	品牌运营、营销管理，布局仓储物流
壹网壹创	垂直型	主营美妆	品牌运营、分销、营销策划
上海百秋	垂直型	主营国际鞋履、箱包	品牌营销、跨境电商

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 26 中国品牌服务商 CR4GMV 占比



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

国际美妆品牌客户基本已被头部美妆服务商瓜分。头部美妆服务商凭借先发优势，与国际美妆客户际品牌建立了深厚的联系，并且不断拓展服务边界，提供全链路生态服务，相比于中小代服务商优势显著。未来国际美妆品牌的争夺主要集中在头部服务商之间，或者品牌自身不断成长，进而自主运营。大量中部品牌尚未进入电商渠道，中部品牌自主经营规模效应小、运营效率低，有望成为未来服务商争夺重点。

图表 27 头部美妆服务商瓜分国际美妆品牌

化妆品服务商	2021 天猫服务商排名	公司	品牌	化妆品行业排名
宝尊电商	1	雅诗兰黛	海蓝之谜	3
悠可电商	2		雅诗兰黛	
乐其电商	3	联合利华	AHC	2
		雅诗兰黛	悦木之源、芭比布朗	3
丽人丽妆	5	欧莱雅	美宝莲、科颜氏	1
		联合利华	凡士林、旁氏、炫诗	2
		强生	城野医生	5
		拜尔斯道夫	妮维雅	9
		花王	苏菲娜	10
壹网壹创	6	宝洁	Olay	4
上海联恩		资生堂	蒂珂、泊美	6
		Natura&Co	雅芳	7
		LVMH	路易威登	8

资料来源：天猫，各公司公告，华安证券研究所

### 3 天猫平台头部美妆代运营商，数字化降本增效



丽人丽妆作为国内领先的化妆品网络零售服务商，联结品牌方和终端消费者。公司为品牌方提供全链路网络零售综合服务，覆盖店铺基础运营、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，从而提高品牌线上零售的运营效率，提升消费体验。

图表 28 公司提供全链路网络零售综合服务



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

丽人丽妆业务模式主要分为**电商零售业务**、**品牌营销运营服务**。公司核心业务为电商零售业务，2017~2022H1 年公司电商零售业务占比超过 90%。由于部分合作品牌旁氏、凡士林等从电商零售业务模式转变为品牌营销服务模式，2019~2022H1 电商零售业务占比下降 4.26pct。电商零售模式下主要合作品牌是雪花秀、雅漾、芙丽芳丝等，品牌营销运营服务品牌主要是珂莱欧、后、贝玲妃等。

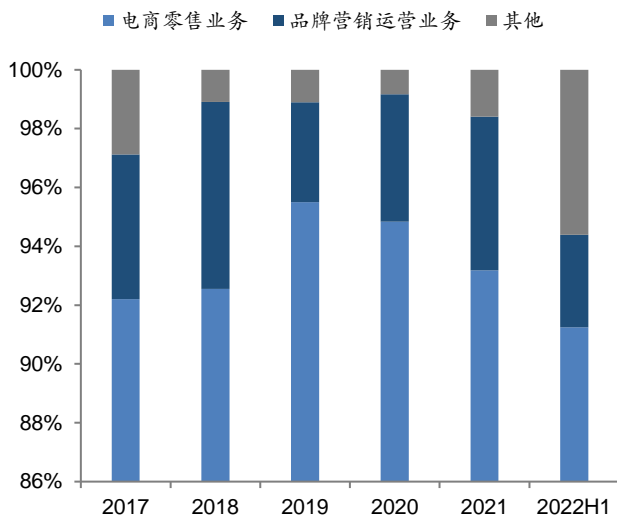
图表 29 丽人丽妆业务模式介绍

业务模式	客户类型	业务介绍	盈利方式
------	------	------	------

电商零售业务	消费者	即经销买断模式，是指公司与化妆品等产品的品牌方签订销售协议，以买断方式向品牌方或其国内总代理采购产品，主要在电商平台开设品牌官方旗舰店，以网络零售的形式把产品销售给终端消费者。	通过销售产品赚取差价的方式获取利润
品牌营销运营服务	品牌方	即代运营服务模式，是指公司接受品牌方的委托，负责建设、运营其线上品牌官方旗舰店；或为品牌方就某项产品或活动提供营销推广服务。	通过收取服务费的方式获取利润
其他业务	线上渠道分销商	公司从品牌方采购单品类货物，向线上分销商销售。	分销价格与成本的差额；
	线下寄售方店铺	公司将产品委托给寄售方、由寄售方通过线下店铺将产品销售给终端消费者。	寄售终端价格与成本的差额

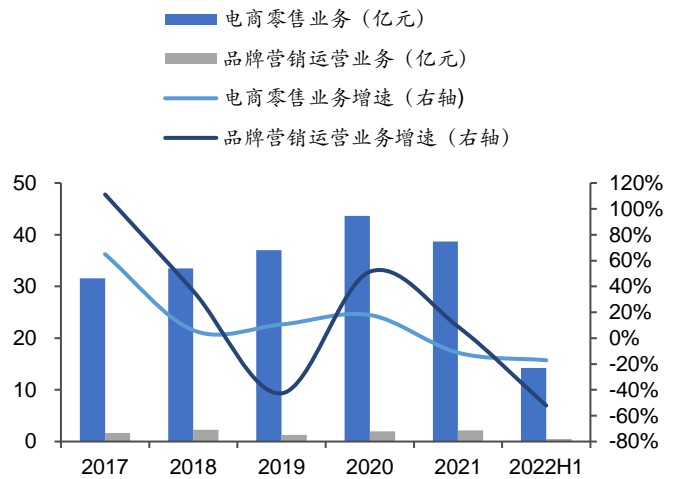
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 30 2017-2022H1 公司营业收入结构（按业务）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

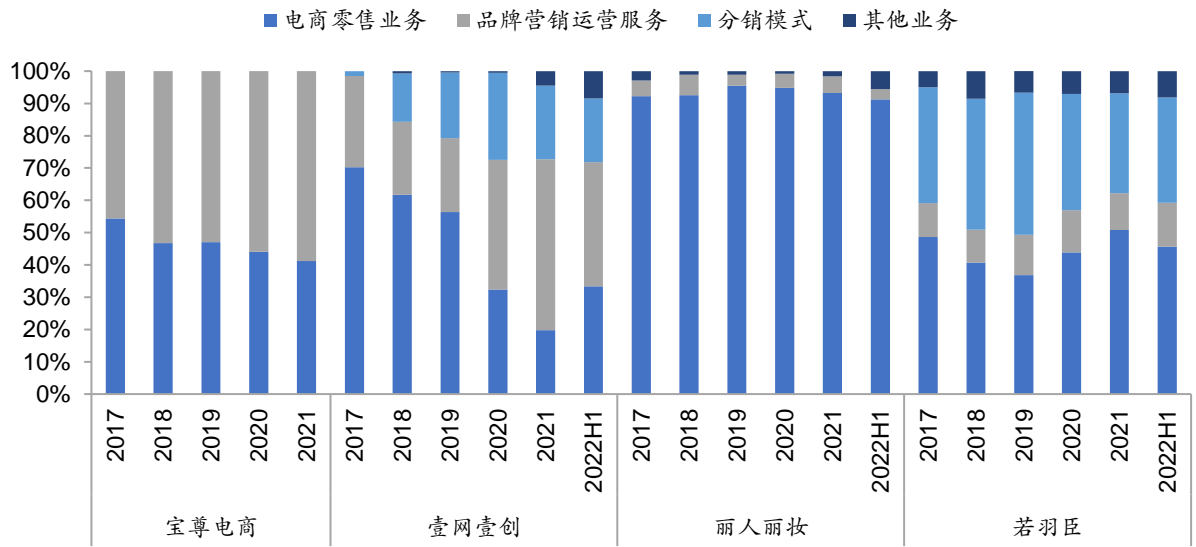
图表 31 中国美妆电商服务商市场规模（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

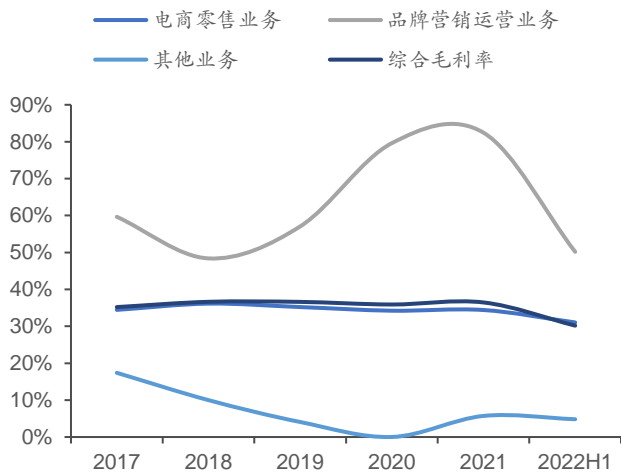
同行业可比公司毛利率不同主要因为业务模式占比不同。电商零售业务以赚取价差方式获利，而品牌营销运营服务主要以收取服务费方式获利，相比之下品牌营销运营服务的毛利率水平较高。宝尊电商和壹网壹创毛利率水平显著高于公司的主要原因是品牌营销运营服务占比较高。

图表 32 2017-2022H1 同行业可比公司各业务模式占比



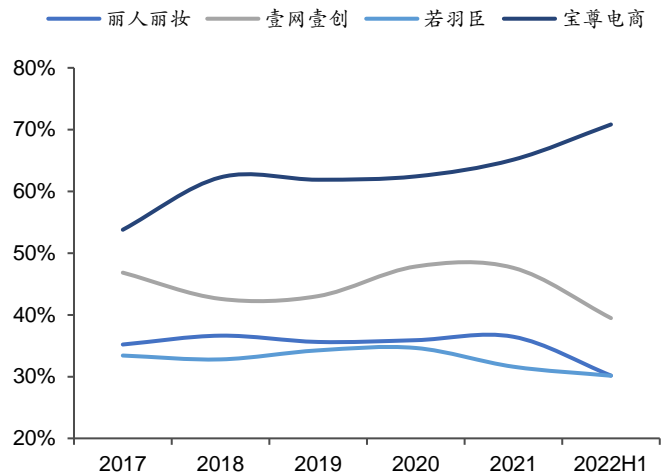
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 33 2017-2022H1 公司各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 2017-2022H1 可比公司毛利率变化情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.1 享有大牌美妆客户资源，打造自有品牌

以美妆、个护品牌为主，逐步向各类领域拓展。截至 2022H1，公司与雪花秀、雅漾、后、施华蔻、芙丽芳丝、奥伦纳素、馥绿德雅等 60 多个品牌达成合作关系。合作的品牌覆盖美妆各细分品类，服务高中低端多个消费群体，此外公司逐步向食品、服饰、玩具等品类拓展。

图表 35 品牌变动情况

年份	业务类型	品牌变动	品牌	数量
2017	电商零售	新增	赫妍、PONY EFFECT、婵真	3
		终止	茉莉蔻、it's skin、芭妮兰	3

品牌营销	新增	后、科颜氏、高夫、贝玲妃、玉泽、贝蜜清、海昌	7
	终止	欧缦丽	1
2018 电商零售	新增	LG 生活健康、奥伦纳素、宝贝魔力、飞利浦、凡客诚品、BeGlow、采祺	7
	终止	兰蔻、巴黎欧莱雅、妮维雅	3
品牌营销	新增	菲诗小铺、佰草集、瑰珀翠、云南白药、珂莱欧、NEWA	6
	终止	丝芙兰、馥蕾诗	2
2019 电商零售	新增	奇士美、孩之宝、皑丽、露华浓、艾可玫、炫诗、新维士、菲丽菲拉、史丹利	9
	终止	Pony effect、梦妆、艾诺碧、吉尔斯图亚特	4
品牌营销	新增	佑天兰、安我、乐肤妥、可丽金	4
	终止	海昌、碧欧泉、植村秀、高夫	4
2020 电商零售	新增	谜尚、美壹堂 (自有)	2
	终止	相宜本草、希思黎	2
品牌营销	新增		0
	终止		0
2021 电商零售	新增	Burberry、Marc Jacobs、Philosophy、苏菲娜、玉容初 (自有)、Exacting (自有)、怪力浴室 (自有)	7
	终止	旁氏、凡士林	2
品牌营销	新增	旁氏、凡士林	2
	终止		0

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

注：2020~2021 仅代表部分品牌

**持续孵化自有品牌，补充运营品牌的需求空缺。**随着消费个性化和多样化，细分市场不断涌现新的消费需求，当合作品牌无法满足时，公司凭借积累的运营和营销经验，孵化自有品牌来填补空白，已先后推出了美壹堂、玉容初等自有品牌。同时，公司积极投资新兴品牌，完善品牌矩阵，发挥协同作用。

**图表 36 自有品牌、投资品牌介绍**

类型	品牌	定位
自有品牌	美壹堂	主打保湿科技及修复，强调温和安全
	玉容初	主打植物养肤成分，针对敏感肌人群
投资品牌	怪力浴室	以领先的益生菌成分、皮肤微生态为核心诉求，定位为 Z 世代，打造 90 后 00 后用户的身体护理品牌
	Exacting	专柜级的高端彩妆及皮肤护理品牌

资料来源：公司公告，华安证券研究所

#### 品牌案例：

**(1) 丽人丽妆于 2020 年创立自有品牌美壹堂：**美壹堂主打保湿科技及修复，强调温和安全，主营面霜、面膜、护手霜等产品。美壹堂目前主推的是复活草系列，其中爆款产品小绿洲面霜，上线 2 个月，单品月销达到 7000 多件，稳坐天猫润肤霜好评榜 Top1，同时还荣获瑞丽潮流大番榜“2021 年度口碑保湿修护面霜”奖。

**以成分和功效为要点在各大平台宣传。**美壹堂邀请行业资深专家进行精研配方，

与对标产品做功效评测，并且与 KOL、消费者进行探讨，并对此进行宣传，满足知乎平台大量“成分党”和“功效党”需求，同时在微信公众号、小红书、抖音、微博等各平台对美壹堂进行宣传和营销，强化消费者对美壹堂“温和”与“功效”特点的认知。

以大单品策略打出声量，提升品牌辨识度。美壹堂主推复活草系列的小绿洲面霜，抓住其温和的特点持续营销。积极参与天猫活动大促，获得曝光度，以单品成绩提高整个品牌的知名度。

图表 37 美壹堂小绿洲面霜荣获“2021 年度口碑保湿修护面霜”奖



资料来源：美壹堂官方旗舰店，华安证券研究所

(2) 韩国 LG 生活健康集团的高端美妆品牌 Whoo: 2006 年进入中国市场后，Whoo 后主要依赖商场专柜渠道销售，2014 年入驻天猫，由于当时“限韩令”政策的外部影响和韩系品牌在中国谨慎营销的内部因素，在中国的高端美妆市场竞争中处于劣势。2016 年以来，丽人丽妆接手运营 Whoo 后天猫旗舰店，Whoo 后品牌高速增长，从 2020 年开始营销成本下降 10%，销售额从 8.7 亿增长到 2020 年的 22 亿，2021 年爆发式增长至 25.6 亿。

**拓新+激活，扩大消费者基础。**公司 2016 年接手运营，将消费者分为“新客”“老客”两个客群：对于新客群，公司通过限定多个标签找到目标人群，进行精准投放，降低营销成本；对于老客群，重视维护，给予老客更多折扣和品牌福利，实现老客的激活。随着私域运营成为主流，公司对私域会员进行更精细化运营，会员总量从 2019 年末的 51 万增长到 2021 年末的 714 万。

**敏锐洞察消费者需求，推出主打产品天气丹水乳套装。**公司通过大数据发现部分消费者从搜索某一美妆单品，转变为搜索护肤品套装，敏锐洞察到消费者需求：①不再满足于简单护肤，而是渴望得到更精致更系统的护肤方法；②希望通过套装给好友、长辈等赠送更体面的礼物。基于上述判断，公司着重推出天气丹水乳套装，在 2021 年双 11 活动中售出 88 万多套，销售额突破 12 亿，占店铺双 11 总销售额的近 90%，连续 3 年位居美妆护肤面部护理套装类目第一。

### 3.2 以天猫为运营主体，向全平台布局

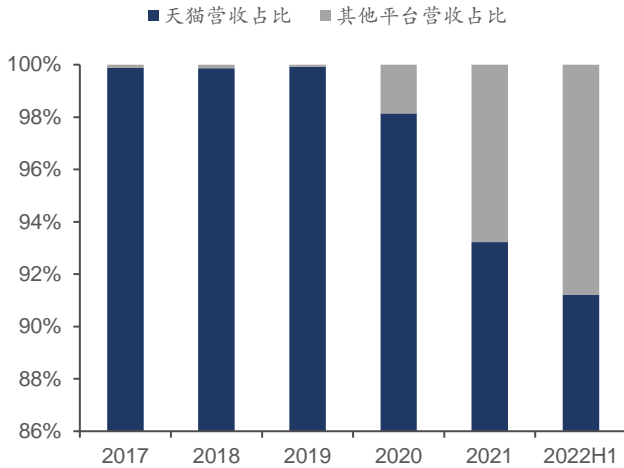
天猫平台为公司核心运营渠道。天猫平台具有庞大的消费者群体，并且提供给店铺丰富的营销工具和数据资源，因此公司选择天猫平台作为主要运营平台，2017~2022H1 天猫平台营收占比维持在 90% 以上。随着内容电商、直播电商兴起，公司持续加大对小红书、快手、拼多多等新兴平台投入，2021 年其他平台营收达到 2.82 亿元，2019~2021CAGR 为 876%，其他平台营收占比从 0.1% 提升至 6.8%。

图表 38 2017-2022H1 公司与天猫合作情况

时间	事件
2007	在淘宝商城开展电商零售业务，获得相宜本草品牌淘宝商城经销授权
2011	荣获淘宝商城最给力团队奖，获得在淘宝商城设立并运营蜜丝佛陀品牌旗舰店的授权
2012	荣获天猫合作共赢奖，获得兰芝等品牌天猫商城旗舰店经销授权
2013	获得施华蔻、旁氏等品牌天猫官方旗舰店经销授权
2014	获得吕、凯朵、雪肌精、斐丝丽等品牌天猫官方旗舰店经销授权
2015	获得雅漾、美丽芳丝、凡士林、伊蒂之屋、佳丽宝等品牌天猫官方旗舰店经销授权
2016	荣获 2016 年天猫金妆奖最佳服务拍档，获得雪花秀、希思黎、馥绿德雅、吉尔斯图亚特、康如等品牌天猫旗舰店经销授权
2017	获得赫妍、护齿达等品牌天猫旗舰店经销授权，为后、贝玲妃、高夫、洁云、米娅等品牌天猫旗舰店提供运营服务
2018	荣获天猫金妆奖年度优秀合作伙伴，获得奥伦纳素、LG 生活健康、Beglow、粟祺等品牌天猫旗舰店经销授权，为菲诗小铺、珂莱欧、欧邦琪等品牌天猫旗舰店提供运营服务
2019	荣获天猫金妆奖年度优秀合作伙伴、2019 年上半年天猫六星级运营商、2019 年下半年天猫六星级运营商，获得露华浓、思理肤、艾可玫、孩之宝、史丹利、宝乐贝儿等品牌天猫旗舰店经销授权，为佑天兰、回天、可丽金等品牌天猫旗舰店提供运营服务
2020	荣获 2020 年天猫六星级运营商
2021	荣获 2021 年天猫六星级运营商，获得 Marc Jacobs、Philosophy、苏菲娜、多美滋、锐度、博柏利美等品牌天猫旗舰店经销授权
2022H1	荣获“天猫六星服务商”

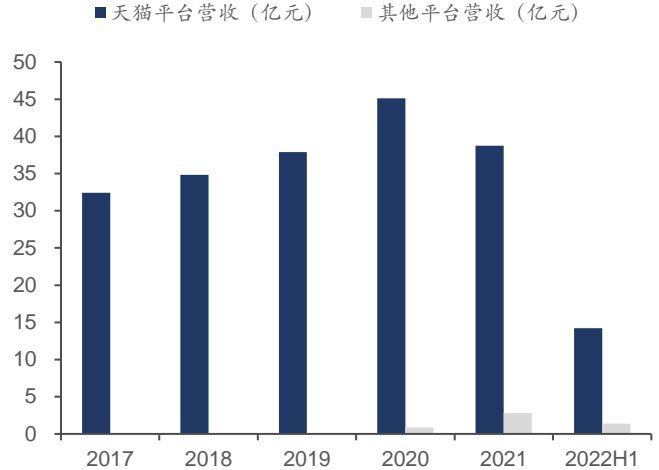
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 2017-2022H1 公司营业收入结构 (按渠道)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 40 2017-2022H1 公司各渠道营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**天猫六星级运营服务商, 实力雄厚。**公司自成立之初便以天猫为主要运营平台, 打造了经验丰富的管理团队, 在店铺运营、营销策划等方面均具备出色的执行能力, 截至 2022H1 公司连续 7 次蝉联天猫六星级运营服务商, 运营实力雄厚。

图表 41 天猫各星级评分标准

### 货品运营健康度

综合反应服务商通对品牌货品的运营能力, 包含数量指标:“新:新品贡献”、“优:超级货品占比”、“准:安全库存货品比”、质量指标:“高:单品AIPL转化”“快:货品履约时效”

### 消费者运营健康度

综合反应服务商对品牌用户的运营能力, 包含FAST:“用户总量”、“用户转化”“超级用户”、“活跃超级用户”;以及在不同场域的表现数据:“可持续运营关系数”“关系价值”“关系加深效率”“场域用户吸引力”

### 品牌心智人群健康度

综合反应服务商对品牌力的影响和运营能力, 主要指标维度包含创新力:“先锋人群浓度及渗透”、“品牌卖点关联度”, 沟通力:“亲密粉丝浓度”、“活跃会员浓度”、“品牌搜索热度”, 价值力:“价位段”、“正价成交占比”、“成交转化率”



### 多元渠道运营健康度

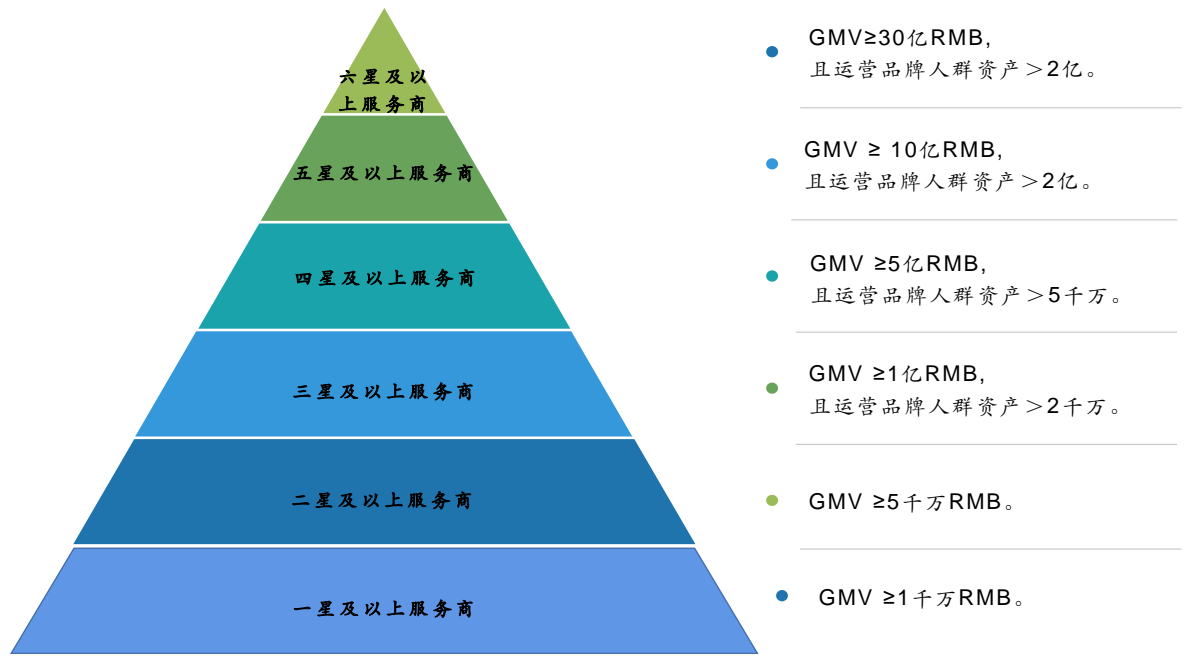
综合反应服务商在阿里经济体为品牌拓展渠道的能力, 重点考察过去12月内在天猫新开设店铺的数量和运营情况

### 消费者体验健康度

综合反应服务商所运营店铺的整体服务能力, 包括客服接待(平均时长、询单转化率)、仓储物流(到货时长、揽收及时率)、售后处理(退款发起率、退款处理时长)、风险控制(纠纷/投诉发起率)能力。

资料来源: 天猫服务商官网, 华安证券研究所

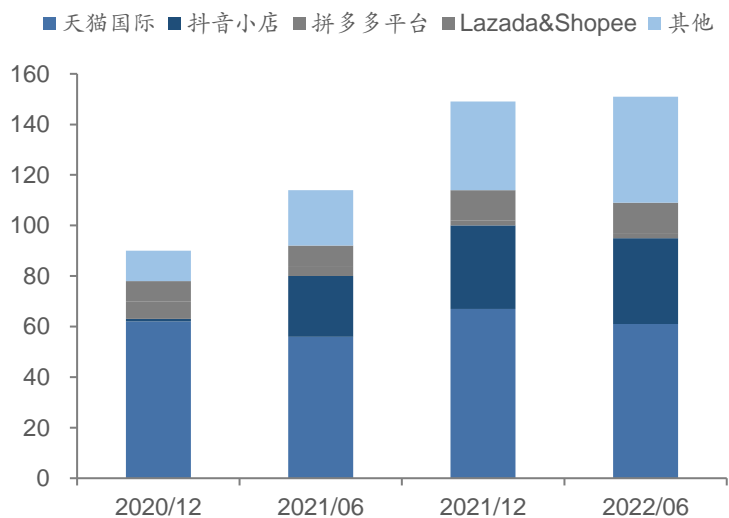
图表 42 天猫各星级评分标准



资料来源：天猫服务商官网，华安证券研究所

**拓展多元化平台，抖音平台店铺数量快速提升。**随着流量红利见顶，以及小红书、抖音、B 站等新兴电商平台渗透率不断提升，KOL 对消费者购买决策影响力越来越大，公司做好天猫站内的承接和转化的同时，积极强化天猫站外的种草能力，布局抖音、拼多多等平台。2021 年公司荣获“抖音电商年度品牌服务商”，截至 2022H1，公司已在抖音平台开拓了包括城野医生、三谷、乐扣乐扣等 34 家店铺。

图表 43 公司各平台店铺数量 (个)



资料来源：公司公告，华安证券研究所



图表 44 乐扣乐扣抖音小店



资料来源：抖音，华安证券研究所

图表 45 科颜氏小红书旗舰店



资料来源：小红书，华安证券研究所

### 3.3 数字化提升运营效率，赋能品牌运营

**数字化重塑供应链，提高运营效率。**公司建立了技术开发团队，持续完善数字化运营系统，自行研发了业界领先的 OMS(订单管理系统)、IMS(库存管理系统)、WMS(仓库管理系统)，能够实现订单安全、快速处理，同时 IT 后台能够链接公司各部门的不同业务环节，进行精细化管理，实现供应链价值重塑，持续提升运营效率，为消费者提供高效购物体验。

比如，根据设置的营销规则精准匹配赠品、小样等个性化、多元化的营销方案；实时监控每个 SKU 商品的库存情况，提示店铺运营团队通过营销策略促进库存消化，提高存货周转率，实现库存的精细化管理；根据历史订单情况持续优化分仓规则设置，在保障安全库存的同时降低库存深度，提升分仓配送效率并有效控制成本。2021 年双 11 大促期间，公司订单最高峰处理量约 300 万单/小时，双 11 大促期间整体订单处理量超 1440 万单。

图表 46 公司技术开发的组织体系

团队	职能
产品需求与数据分析团队	负责针对运营部门对业务系统提出的新增功能需求进行分析。其工作内容包括业务需求梳理与产品原型设计，保证业务需求与系统实施一致性；通过分析前端的业务场景、功能性需求与非功能性需求，制定系统设计原则，优化交互方式、展现框架、帮助文档、约束条件、数据结合、权限管理，编写产品设计文档，对系统的产品可用性与易用性负责。
数据开发团队	负责运营部门的运营数据报表功能开发，以便于和品牌方实现数据对接。其工作内容主要包括信息中心数据库系统的设计与开发工作，提高数据库处理与响应速度，提升数据质量与数据的一致性，负责数据系统容量与负载监测，为业务部门提供稳定、高效、准确的数据环境。
系统开发团队	负责系统开发的项目管理工作，规范产品“开发-测试-部署-发布”流程，建立版本化管理制度，组织需求评审、开发评审、部署评审、运维评审，保证需求、设计、运维、帮助文档质量，通过工时管理、BUG 追踪、代码评审、交叉测试提高代码质量，规范开发过程、提高开发效率

商用软件开发  
团队

运营部门在天猫交易平台可以使用的软件开发，比如会员通（CRM 系统）等。

IT 维护团队

负责对办公系统（OA、财务系统）维护和业务系统（OMS、IMS 等）升级与维护。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**数据分析能力突出，为品牌运营赋能。**公司通过与大量化妆品品牌的合作经验，积累和沉淀了庞大而有效的用户消费数据，并自行研发了 BI 商业智能分析系统、大数据存储处理系统和 CRM 客户忠实度管理系统。公司凭借出色的信息系统和数据挖掘分析能力，为品牌运营提供数据支持及策略建议，为建立品牌的消费者数据资产管理体系，进而提升品牌价值提供有力支持。

图表 47 数字化赋能

### 产品选择和销售策略

- 针对品牌或细分产品的销售额、转化率、客单价等重要指标进行分析，挖掘具有流量入口属性、高利润水平的产品
- 基于对产品销售数据的相关性分析，对关联产品销售预期进行判断，制定产品组合销售、产品交叉推荐策略



### CRM 及会员运营

- 基于对品牌消费者行为数据的沉淀及分析，构建客群分层模型，为会员等级及权益规则设计、会员互动方案策划提供依据
- 通过对复购周期、购买力、客单价等消费者行为数据的分析，为适时介入营销互动、精准定位目标客群、激活既有消费者的复购行为提供建议

### 消费者洞察和精准营销

- 基于对消费数据的挖掘，总结消费习惯及行为特征，从而通过分析消费者画像和标签特征，实现对不同品牌目标客群的精准定位
- 整合运用电商平台站内外各类营销工具及流量资源，制定个性化的营销策略和推广方案敏锐洞察消费者需求及偏好的变化，从而及时优化营销运营策略



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 盈利预测及投资建议：

### 盈利预测

**收入端：**2017~2022H1 年公司电商零售业务占比超过 90%，为公司核心业务，由于部分合作品牌从电商零售业务模式转变为品牌营销服务模式，占比略有下降。随着公司积极拓展抖音、拼多多等新兴电商平台，电商零售业务后续有望保持平稳增长，品牌营销服务有望维持较高增速。

**成本费用端：**公司优化仓储网点建设和库存管理，提高运输效率、降低存货减值损失，成本端有望得到有效控制，同时加强数字化应用，提高运营效率，严控费用。

图表 48 盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	38.74	46.00	41.55	42.52	47.73	52.58
YOY (%)	7.18%	18.72%	-9.67%	2.3%	12.24%	10.16%
成本 (亿元)	24.95	29.48	26.40	28.48	31.45	34.39
YOY (%)	8.91%	18.19%	-10.45%	7.86%	10.43%	9.35%
毛利率 (%)	35.61%	35.90%	36.46%	33.03%	34.11%	34.59%
<b>分业务营收</b>						
电商零售业务	37.00	43.62	38.72	39.56	44.35	48.84
YOY (%)	10.59%	17.90%	-11.25%	2.18%	12.10%	10.13%
品牌营销业务	1.32	1.99	2.17	2.28	2.64	2.96
YOY (%)	-42.71%	51.39%	8.85%	5.00%	16.00%	12.00%
其他业务	0.43	0.38	0.66	0.68	0.74	0.78
YOY (%)	8.32%	-10.48%	73.06%	3.00%	8.00%	5.00%
<b>分业务成本</b>						
电商零售业务	23.97	28.69	25.40	27.42	30.33	33.22
YOY (%)	12.20%	19.71%	-11.50%	8.00%	10.50%	9.50%
品牌营销业务	0.56	0.41	0.38	0.39	0.42	0.44
YOY (%)	-52.33%	-28.12%	-6.28%	3.00%	7.00%	6.00%
其他业务	0.41	0.38	0.63	0.66	0.70	0.72
YOY (%)	15.45%	-6.68%	63.20%	6.00%	5.00%	4.00%
<b>毛利率 (%)</b>						
电商零售业务	35.21%	34.22%	34.41%	30.69%	31.61%	31.99%
品牌营销业务	57.05%	79.61%	82.44%	82.78%	84.11%	84.97%
其他业务	4.08%	0.02%	5.72%	2.97%	5.67%	6.56%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

## 投资建议

短期来看，2022年上半年疫情反复导致公司供应链、物流受阻，经营承压。公司作为天猫美妆头部服务商，疫情好转后，业绩修复可期；中长期来看，公司积极拓展抖音、小红书等新兴平台，打造自有品牌，拓展食品、服务等品类，有望实现稳定增长。我们预计公司2022~2024年EPS分别为0.66、0.89、1.06元/股，对应当前股价PE分别为18、12、10倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示：

**局部地区疫情反复：**局部地区疫情爆发可能导致仓储网点处于封控状态、物流运输暂停，会影响线上交易的正常运行。

**品牌合作变更风险：**公司与大多数品牌方保持较为稳定关系，但也存在部分品牌终止合作，大牌品牌合作的变动可能对公司业绩造成较大波动。

**库存减值风险：**公司以电商零售业务为主，存货规模较大，且主要经营美妆品类，部分产品滞销可能会造成产生较大的减值损失。

**行业竞争加剧：**电商平台流量见顶，竞争加剧，可能导致公司营销费用大幅提升。

## 财务报表与盈利预测

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3121	3392	3703	4338
现金	1160	1580	2065	2650
应收账款	141	142	123	111
其他应收款	370	385	535	460
预付账款	158	142	140	177
存货	1261	1112	810	910
其他流动资产	31	31	31	31
<b>非流动资产</b>	312	342	379	419
长期投资	13	15	21	26
固定资产	34	45	56	63
无形资产	1	2	2	2
其他非流动资产	264	280	300	328
<b>资产总计</b>	3434	3734	4082	4757
<b>流动负债</b>	709	846	832	1072
短期借款	32	48	64	81
应付账款	164	452	139	510
其他流动负债	513	346	629	482
<b>非流动负债</b>	35	35	35	35
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	35	35	35	35
<b>负债合计</b>	744	881	867	1107
少数股东权益	-1	-2	-4	-5
股本	402	402	402	402
资本公积	759	759	759	759
留存收益	1530	1694	2057	2493
归属母公司股东权益	2691	2855	3219	3655
<b>负债和股东权益</b>	3434	3734	4082	4757

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	-134	527	516	620
净利润	410	247	362	434
折旧摊销	14	8	9	10
财务费用	6	3	4	4
投资损失	-1	-3	-2	-2
营运资金变动	-604	271	143	173
其他经营现金流	1056	-24	219	261
<b>投资活动现金流</b>	-147	-36	-43	-48
资本支出	-14	-36	-40	-45
长期投资	-136	-3	-5	-6
其他投资现金流	3	3	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	-31	-71	12	13
短期借款	19	16	16	17
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	2	0	0	0
资本公积增加	41	0	0	0
其他筹资现金流	-92	-87	-4	-4
<b>现金净增加额</b>	-313	420	485	585

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4155	4252	4773	5258
营业成本	2640	2848	3145	3439
营业税金及附加	7	13	15	14
销售费用	836	961	1036	1136
管理费用	123	162	158	168
财务费用	-8	-6	-9	-12
资产减值损失	-60	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	0	0
投资净收益	1	3	2	2
<b>营业利润</b>	544	323	475	570
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	541	323	475	570
所得税	131	76	113	136
<b>净利润</b>	410	247	362	434
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	411	248	364	436
EBITDA	543	322	473	566
EPS (元)	1.03	0.62	0.91	1.08

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-9.7%	2.3%	12.2%	10.2%
营业利润	22.5%	-40.6%	47.2%	19.9%
归属于母公司净利	21.0%	-39.5%	46.4%	19.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	36.5%	33.0%	34.1%	34.6%
净利率 (%)	9.9%	5.8%	7.6%	8.3%
ROE (%)	15.3%	8.7%	11.3%	11.9%
ROIC (%)	14.5%	8.2%	10.6%	11.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	21.7%	23.6%	21.2%	23.3%
净负债比率 (%)	27.7%	30.9%	27.0%	30.3%
流动比率	4.40	4.01	4.45	4.05
速动比率	2.36	2.49	3.27	3.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.27	1.19	1.22	1.19
应收账款周转率	29.38	30.00	36.00	45.00
应付账款周转率	12.39	9.25	10.64	10.61
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.03	0.62	0.91	1.08
每股经营现金流薄)	-0.33	1.31	1.28	1.54
每股净资产	6.69	7.10	8.01	9.09
<b>估值比率</b>				
P/E	23.64	18.03	12.31	10.27
P/B	3.64	1.57	1.39	1.23
EV/EBITDA	16.05	9.28	5.33	3.45

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。