

2020 年 10 月 25 日

丽人丽妆 (605136.SH)

美妆代运营龙头上市，品牌资源+技术壁垒双驱成长

■ **丽人丽妆：助力品牌线上渠道价值重塑，优化消费者购物体验。**① 丽人丽妆联结品牌方和终端消费者的重要桥梁：凭借对行业特点、品牌特征及消费习惯的深刻理解，以专业的运作经验、数据分析及精准营销策划能力，在线上开设、运营官方旗舰店，实现产品的在线销售；② **品牌矩阵丰富**：合作的品牌达 65 个，涵盖化妆品、隐形眼镜、食品、美容仪器、服饰，并积极拓展美妆衍生及生活产品品牌。

■ **电商零售为核心业务，规模效应显现驱动盈利能力稳步提升。**① 公司业务分为电商零售业务和品牌营销服务：电商零售业务为经销模式，是公司的核心业务，2019 年收入占比 95.5%，毛利润占比 94.4%；品牌营销服务为收取服务费模式，2019 年收入占比 3.4%，毛利润占比 5.5%；② **收入高速增长，业绩加速释放**：2014-2019 年公司年收入由 7.16 亿元增长至 38.74 亿元，年均营收复合增速 40.19%；同期扣非归母净利润由 0.06 亿元增长至 2.18 亿元，年均复合增速 106.20%。

■ **品牌技术筑护城河，全线融合促新增长。**① **规模优势明显**：丽人丽妆为垂直型化妆品代运营企业之首（2019 年营收规模最大）；② **具备中高端美妆品牌资源优势**：拥有多年积攒的美妆行业经验和众多头部客户资源，中高端品牌销售逐渐放量，已成为公司营收增长的主驱动力；③ **运营效率优秀**：凭借技术优势实现对采购、库存仓储、销售、物流等精细化运营管理，人均创利为同业最高，达 23.69 万元；④ **未来发展新方向**：孵化自有品牌，拓展线下渠道。公司推出自有品牌 momoup，发力美妆工具，向上游延伸，从根源上强化对品牌控制力，也是对电商代运营经营模式的有力补充。同时公司将加快线下体验店建设，为消费者提供美容美发沙龙等增值服务，从而提升消费者购物体验。

■ **合作品牌定位中高端，运营实力在代运营同业中处于领先地位。**① 丽人丽妆合作品牌中高端品牌较多，运营壁垒较高。其覆盖品牌包括法国高端品牌 Sisley，韩国爱茉莉旗下高端品牌雪花秀和赫拉等，消费者黏性及认可度相比平价化妆品更高；② **运营保持领先地位**，受到行业认可：丽人丽妆曾获 2019 年下半年天猫六星运营服务商等奖项，也是阿里巴巴“春雷计划”特许经营服务商；③ **深耕美妆赛道**，市场空间可观：与壹网壹创跨品类拓展运营家电类产品，以及若羽臣主要运营母婴与保健类品牌矩阵不同，丽人丽妆立足美妆赛道。美妆类产品相较于服饰及 3C 类等其他类别产品，毛利率水平较高，同时对于营销

公司深度分析

证券研究报告

投资评级 **买入-A**

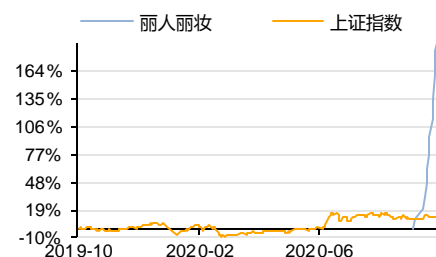
首次评级

6 个月目标价：元
股价 (2020-10-23) 51.51 元

交易数据

总市值 (百万元)	20,604.52
流通市值 (百万元)	2,060.92
总股本 (百万股)	400.01
流通股本 (百万股)	40.01
12 个月价格区间	17.61/51.51 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.7	-2.54	-11.46
绝对收益			

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

推广也具有一定要求，可培育出更大的代运营市场空间。

■ **投资建议：买入-A 投资评级。**我们基于未来公司电商零售业务将保持较快增长的运营假设下，预计公司 2020-2022 年营收为 46.6 亿元/56.0 亿元/68.9 亿元，对应增速+20.2%/+20.3%/+23.0%；对应整净利润为 3.27 亿元/3.90 亿元/4.62 亿元，对应增速+14.3%/+19.4%/+18.3%。

■ **风险提示：**假设与实际不相符风险、品牌续约或拓展不及预期、返利政策变化、存货跌价风险、平台集中度过高

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,614.8	3,874.5	4,657.4	5,603.6	6,892.6
净利润	252.3	286.0	326.9	390.2	461.7
每股收益(元)	0.63	0.71	0.82	0.98	1.15
每股净资产(元)	3.25	3.96	4.87	5.85	7.00

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	81.7	72.0	63.0	52.8	44.6
市净率(倍)	15.9	13.0	10.6	8.8	7.4
净利率	7.0%	7.4%	7.0%	7.0%	6.7%
净资产收益率	19.4%	18.1%	16.8%	16.7%	16.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	51.7%	48.3%	50.6%	83.2%	56.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 丽人丽妆：助力品牌线上渠道价值重塑，优化消费者购物体验	5
1.1. 深耕美妆垂直赛道 10 余年，提供卓越电商代运营服务	5
1.2. 核心财务数据亮眼，规模效应显现驱动盈利能力稳步提升	7
1.3. 管理层多名校背景，获二股东阿里加持	10
2. 消费升级叠加电商东风，美妆赛道未来可期	12
2.1. 互联网零售成消费增长新兴引擎	12
2.2. 化妆品行业未来成长空间广阔	12
2.3. 美妆类电商代运营服务商符合多方需求	13
2.4. 美妆代运营行业壁垒高，头部效应明显	15
3. 品牌技术筑护城河，全线融合促新增长	17
3.1. 具备中高端品牌资源优势，高运营壁垒培育高利润空间	17
3.2. 技术加持，赋能代运营商提高经营效率	19
3.3. 孵化自有品牌，拓展线下渠道	19
4. 财务分析及同业对比：盈利能力卓越+成本费用管控合理+对比同业优势明显	21
4.1. 收入利润增长迅速，电商零售为主要盈利来源	21
4.2. 毛利构成及毛利水平稳定，近年略有提升	21
4.3. 销售费用占比较高，管理费用管控卓越	23
4.4. 相较同业，丽人丽妆人均创造利润最高	25
5. 投资建议：预计 2021 年净利润 3.9 亿元	26
6. 风险提示	27

图表目录

图 1：丽人丽妆发展里程	5
图 2：提升品牌方形象与市场地位，满足消费者购物诉求	6
图 3：2019 年公司主营业务收入构成	7
图 4：2019 年公司主营业务毛利构成	7
图 5：2014-2020H1 营业收入及增速（单位：亿元）	8
图 6：2014-2020H1 归母净利润及增速（单位：亿元）	8
图 7：2014-2020H1 毛利率与净利率水平持续提升	8
图 8：网络零售商在产业链中的位置	9
图 9：公司股权结构	11
图 10：2011-2021 年中国品牌电商服务市场交易规模	12
图 11：2010-2020 年我国美妆与个人护理类目零售额规模及增长率	12
图 12：国内外品牌对于品牌服务商的需求对比分析（2019 年）	14
图 13：天猫在生态服务商大会中提出在未来对于服务商的能力画像	15
图 14：美妆代运营空间广阔	15
图 15：阿里巴巴商业服务生态（广义）交易规模增速情况	16
图 16：活跃服务商数量增长情况	16
图 17：2018 年品牌电商服务行业市场竞争格局	16
图 18：第一梯队 GMV 占比持续增加	16
图 19：2010-2019 年我国美妆行业销售额及市场规模增速（单位：亿元）	18

图 20: 丽人丽妆蝉联淘宝六星服务商.....	18
图 21: 自主品牌 momoup 发展历程.....	20
图 22: 自主品牌 momoup 产品精致, 性价比高.....	20
图 23: 线上线下共同发力三管齐下.....	20
图 24: 2014-2020H1 营业收入及增速 (单位: 亿元)	21
图 25: 2014-2020H1 归母净利润及增速 (单位: 亿元)	21
图 26: 2017-2019 代运营同业营收 (单位: 亿)	21
图 27: 2017-2019 代运营同业净利润 (单位: 亿)	21
图 28: 2013-2019 综合毛利率及分业务毛利率.....	22
图 29: 2013-2019H1 销售净利润率(%).....	22
图 30: 2017-2020H1 代运营同业毛利率	22
图 31: 美妆同业电商零售业务毛利率对比.....	23
图 32: 美妆同业营销运营服务毛利率对比.....	23
图 33: 2014-2020H1 期间费用率.....	24
图 34: 2017-2019 代运营公司期间费用率.....	24
图 35: 2017-2019 代运营公司资产负债率.....	24
图 36: 2017-2019 代运营公司流动比率	25
图 37: 2017-2019 代运营公司速动比率	25
图 38: 丽人丽妆在同业对手中人均创造利润最高 (单位: 万元)	25
表 1: 丽人丽妆品牌合作品牌聚焦美妆+美妆衍生.....	7
表 2: 丽人丽妆主要业务模式.....	8
表 3: 丽人丽妆及其同业概况.....	10
表 4: 各 TP 公司业务模式对比.....	10
表 5: 管理层经验丰富, 背景专业.....	11
表 6: 对标发达地区, 我国化妆品市场发展潜力巨大.....	13
表 7: 丽人丽妆电商零售业务收入增长主要贡献品牌 (单位: 万元)	17
表 8: 丽人丽妆所获荣誉.....	18
表 9: 各公司核心竞争力对比.....	19
表 10: 丽人丽妆 2019-2022 年盈利预测 (单位: 百万)	26

1. 丽人丽妆：助力品牌线上渠道价值重塑，优化消费者购物体验

1.1. 深耕美妆垂直赛道 10 余年，提供卓越电商代运营服务

丽人丽妆率先进入国内化妆品网络零售服务业，紧抓行业红利实现高速发展。丽人丽妆成立于 2007 年，深耕美妆线上零售 10 余年，实现了从萌芽到行业前沿的飞跃，可主要分为以下四个发展阶段：

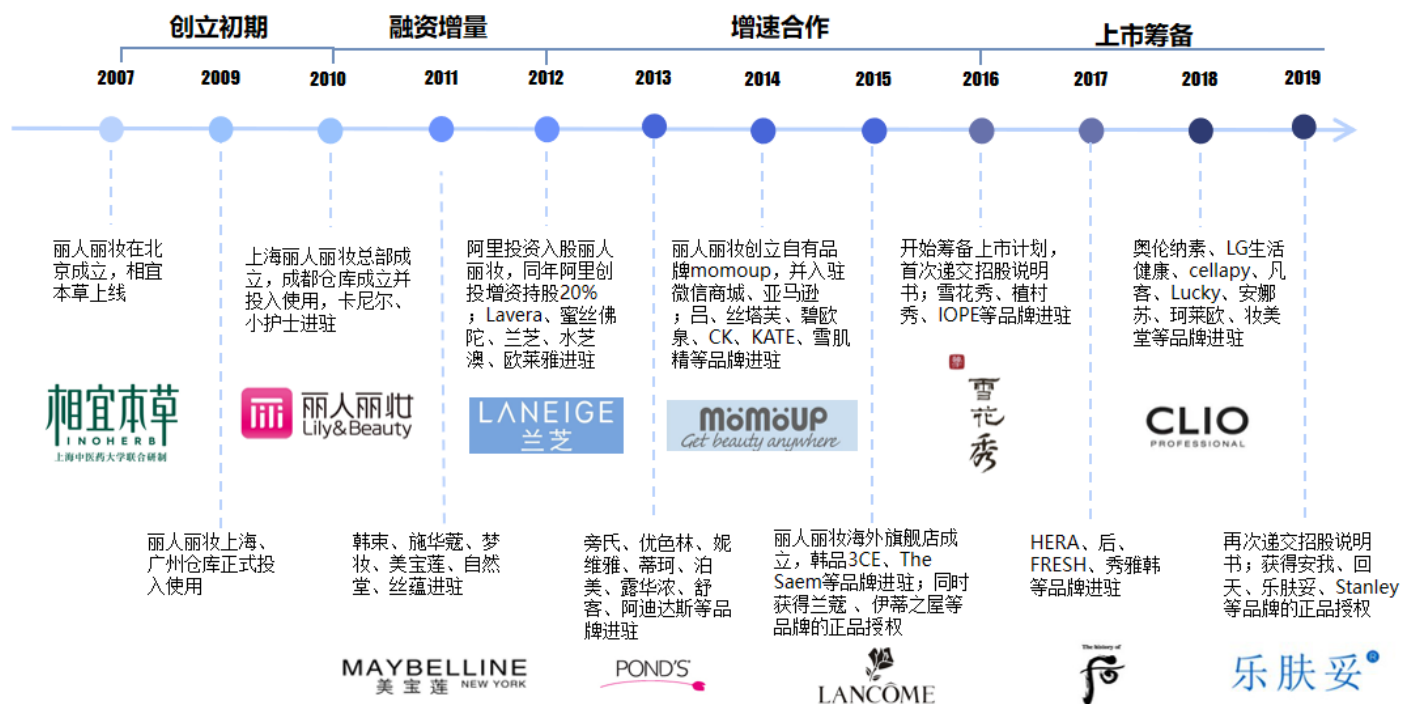
(1) 以相宜本草淘宝商城起步，上海丽人丽妆总部正式成立（2007-2010）：丽人丽妆公司于 2007 年在北京正式成立，旗下运营的相宜本草也于同年上线淘宝。2009 年，丽人丽妆上海、广州仓库正式投入使用。2010 年，上海丽人丽妆总部成立，成都仓库成立并投入使用，卡尼尔、小护士进驻。

(2) 数轮融资迅速增量，进入电商业务扩张阶段（2010-2012）：2010 年起至 2012 年 7 月，丽人丽妆通过 4 轮增资将注册资本从 10 万元增加至 2822.55 万元。阿里于 2012 年投资入股丽人丽妆，同年阿里创投增资持股 20%。

(3) 多家大品牌入驻，自创品牌登上舞台（2012-2016）：截至 2015 年底，丽人丽妆成功与施华蔻、美宝莲、自然堂、兰芝、欧莱雅、妮维雅、泊美、露华浓、阿迪达斯、碧欧泉、CK、KATE、雪肌精、兰蔻、伊蒂之屋等知名大品牌达成合作，协助进行品牌宣传及电商代运营。自创品牌方面，2014 年丽人丽妆创立自有品牌 momoup，并成功进驻微信商城、亚马逊等大流量平台。2015 年，丽人丽妆海外旗舰店成立，韩品 3CE、ReEn 睿嫣、The Saem、berrisom、九朵云等品牌顺利进驻。

(4) 有序进行上市筹备工作，继续深化各品牌合作（2016 年至今）：2016 年 3 月 10 日，公司正式变更为中外合资型股份有限公司，并于同年开始筹备上市计划。截至 2016 年至 2018 年 9 月 29 日，公司两次扩大经营业务，并先后顺利取得了雪花秀、植村秀、后、HERA、珂莱欧、凡客、Lucky、露华浓、回天等品牌的正品授权，如今丽人丽妆已与超过 60 个品牌达成合作关系。2020 年 9 月 29 日，丽人丽妆（605136.SH）正式登陆 A 股。

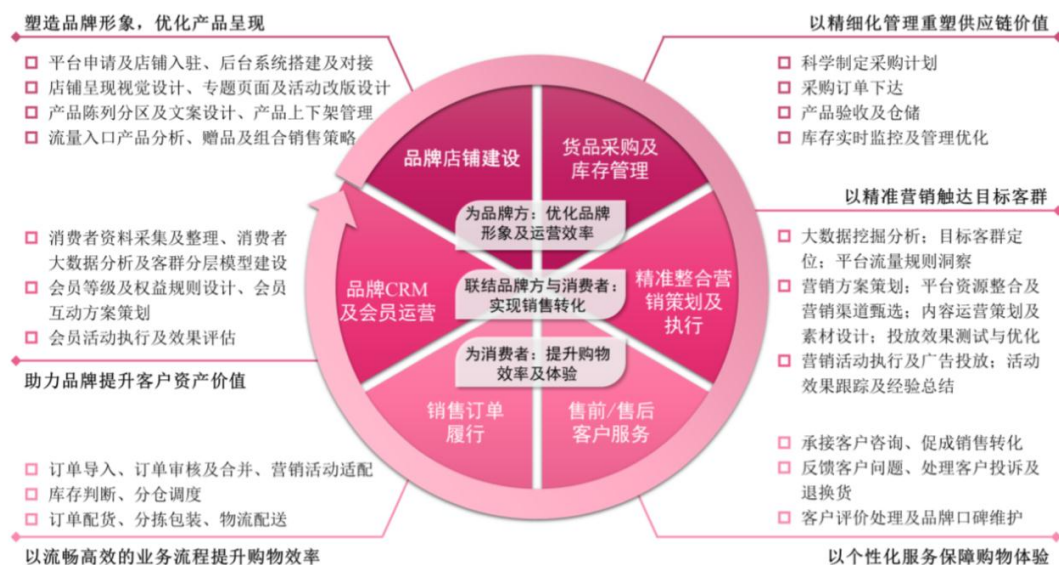
图 1：丽人丽妆发展里程



资料来源：公司官网，公司公告，安信证券研究中心

丽人丽妆是中国知名的线上化妆品营销零售服务商，提供美妆类电商代运营一条龙服务。丽人丽妆已与佳丽宝、爱茉莉太平洋、汉高等国际知名化妆品集团授权合作，获得包括奥伦纳素、后、雪花秀、兰芝、施华蔻等六十多个全球知名品牌在中国的正品授权，主要为化妆品品牌方提供覆盖店铺基础运营、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的全链路网络零售综合服务，从而提高品牌线上零售的运营效率，助力品牌在线上渠道的价值重塑和销售转化，挖掘其市场潜力，提升其品牌形象与市场地位，与品牌方携手共赢；同时，满足消费者对于优质正品和消费升级的诉求，并以个性化服务优化消费者的购物效率和体验。

图 2：提升品牌方形象与市场地位，满足消费者购物诉求



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

截至 2020 年 9 月，公司所主要合作的品牌达 65 个，涵盖化妆品、玩具、隐形眼镜、食品、纸品、美容仪器、服饰、基因检测、保温杯及胶制品品牌。作为美妆类垂直型电商服务商，公司在化妆品领域合作的品牌达 49 个，品牌矩阵不仅覆盖本土及欧美日韩等知名品牌，亦从中高端至开架品牌均有囊括。除此之外，公司还拓展美妆衍生及生活产品品牌，未来扩张可期。

表 1：丽人丽妆品牌合作品牌聚焦美妆+美妆衍生

品类	品牌数量	品牌
日用化妆	49	高档： Sulwhasoo 雪花秀；HERA 赫妍；Schwarzkopf 施华蔻；WHOO 后；OHUI 欧蕙；Kanebo 佳丽宝；ERNOLASZLO 奥伦纳素；OBAGI 欧邦琪；Ryoe 吕；MAYBELLINE 美宝莲；FERRAGAMO 菲拉格慕；VITAYES 唯她雅诗； 中档： benefit 贝玲妃；Revlon 露华浓；Avene 雅漾；LANEIGE 兰芝；freeplus 芙丽芳丝；MAXFACTOR 蜜丝佛陀；L'orealParis 巴黎欧莱雅；KATE 凯朵；LG 生活健康；RENEFURTERER 馥绿德雅；乐肤妥；Clio 珂莱欧；Cellapy 思理肤；Utena 佑天兰；Allie 皀丽；Collgene 可丽金；ETUDEHOUSE 伊蒂之屋；NIVEA 妮维雅；Tunemakers 渡美；Real Techniques； 平价： Vaseline 凡士林；POND'S 旁氏；Klorane 康如；syoss 丝蕴；FRESHLIGHT 斐丝丽；孩儿面；Fa 花牌；光明/蓓泽丝；Theramed/护齿达；BabyMagic 宝贝魔力；peripera 菲丽菲拉；MiseenScene 魅尚萱；Barnangen 芭兰珂；THEFACESHOP 菲诗小铺；Kissme 奇士美；acquaalleroze 艾可致；Onthebody 安宝笛
隐形眼镜	5	SHO-BI 妆美堂；ANNASUI 安娜苏；OLENS 欧朗晴；HYDRON 海昌；miacare 美若康
服饰	1	凡客诚品 Vancle
食品	3	Nutrasis 新维士；Bluebell 宝乐贝儿；enfinitas 蓝臻
玩具	5	hasbro 孩之宝；Transformers 变形金刚；nerf 热火；Play-Doh 培乐多；MylittlePony 小马宝莉
保温杯	1	stanley 史丹利
胶制品	1	回天

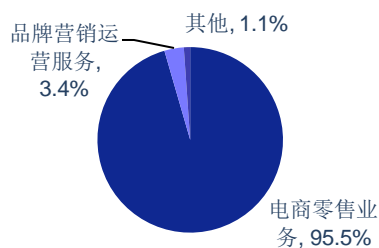
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

1.2. 核心财务数据亮眼，规模效应显现驱动盈利能力稳步提升

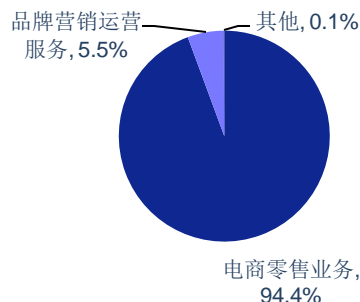
公司作为国内领先的化妆品品牌网络零售服务商，主要从事电商零售业务和品牌营销运营服务。其中，电商零售业务是公司的核心业务，2019 年收入占比 95.5%，毛利润占比 94.4%；品牌营销服务 2019 年收入占比 3.4%，毛利润占比 5.5%。

图 3：2019 年公司主营业务收入构成

■ 电商零售业务 ■ 品牌营销运营服务 ■ 其他


图 4：2019 年公司主营业务毛利构成

■ 电商零售业务 ■ 品牌营销运营服务 ■ 其他



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

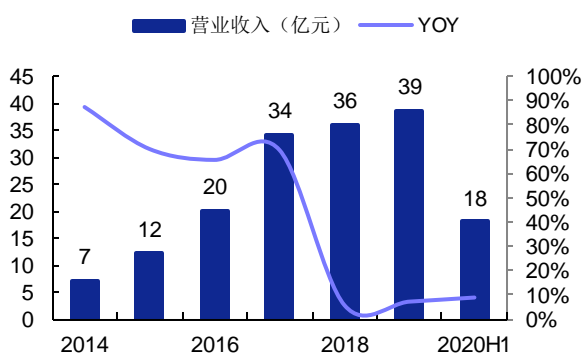
表 2: 丽人丽妆主要业务模式

业务模式	盈利模式	业务内容
电商零售业务	赚取进销差价	销售产品的对象为电商平台的个人消费者。公司主要根据品牌方指导价格, 确定产品面向线上终端消费者的零售价格。消费者在品牌官方旗舰店选中商品并成功下单和付款后, 经过订单审核等操作, 通知仓库进行订单配货、分拣包装, 并交由物流公司派送至消费者。
品牌营销运营服务	收取服务费	客户为品牌方, 双方一般在合同中约定服务费的定价方式。其中, 品牌运营服务费一般包括固定服务费及与销售业绩等挂钩的浮动服务佣金; 品牌营销服务费一般综合考虑品牌成熟度及服务成本, 并与品牌方沟通确定。营销推广服务中, 公司根据品牌方提出的营销推广需求, 与其沟通服务方案后, 完成营销策划及执行落地并反馈营销成果。
其他业务	分销或寄销	分销业务客户为分销商, 公司通过买断产品进销差价盈利; 寄售业务则是为屈臣氏等线下店铺寄售方进行代销, 通过寄售折扣和推广费用进行盈利。

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

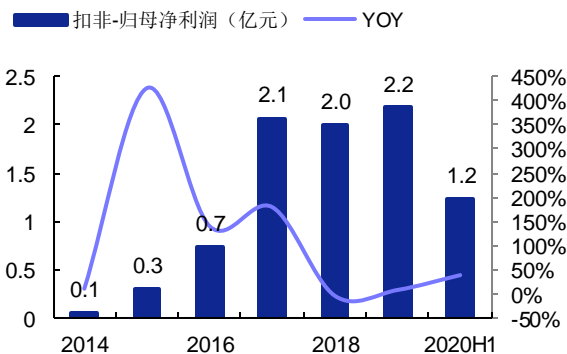
公司财务表现优异, 业务发展迅速。2014-2019 公司年收入由 7.16 亿元增长至 38.74 亿元, 年均营收复合增速 40.19%; 同期扣非归母净利润由 0.06 亿元增长至 2.18 亿元, 年均复合增速 106.20%。同期公司综合毛利率较为稳定, 由 38.2%略降至 35.6%, 净利率由 0.8%提升至 7.34%, 这主要得益于期间费用率控制较好, 尤其是管理费用率下降较为明显。

图 5: 2014-2020H1 营业收入及增速 (单位: 亿元)



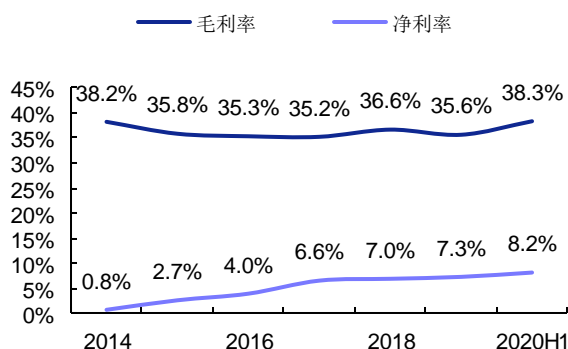
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 6: 2014-2020H1 归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 7: 2014-2020H1 毛利率与净利率水平持续提升

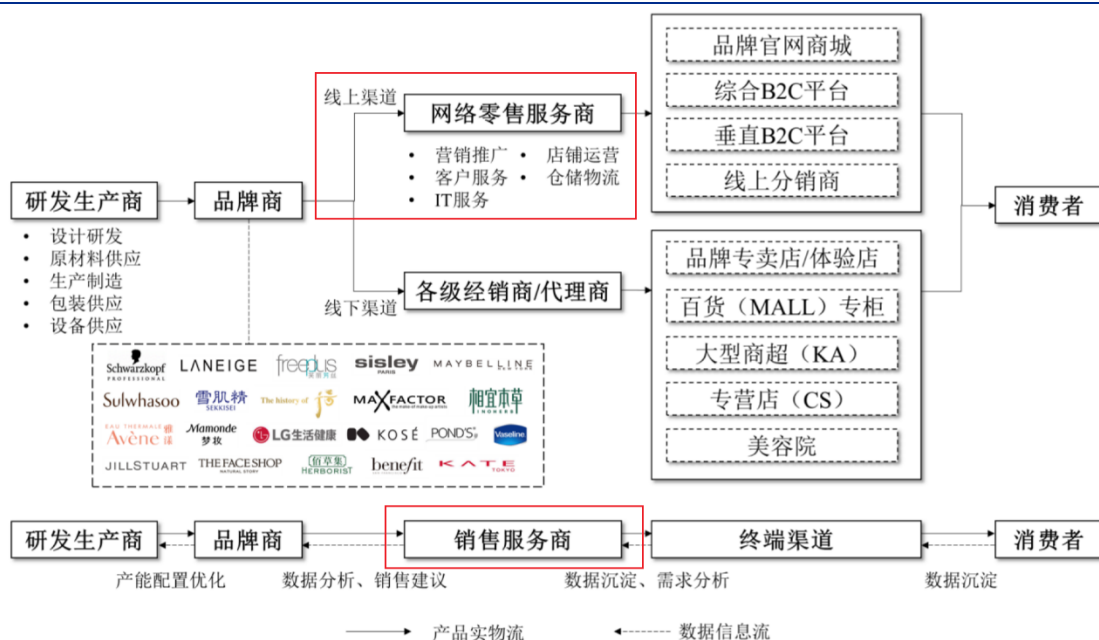


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

电商零售为收入主体, 作为网络零售服务商线上渠道连接了上游品牌方及下游消费者。从上下游产业链来看, 公司作为网络零售服务商, 作为线上渠道连接了上游品牌方及下游消费者。对于上游品牌商而言, 电商代运营服务商提供了包括运营、IT、营销、仓储物流、客户服务等内容的电子商务综合服务, 解决了品牌方传统线下渠道覆盖有限、中间分销代理环节影响

推广效率的产业痛点；而对于下游消费者而言，电商代运营服务商能够迅速把握市场趋势动向并以消费者反馈进行调整，贴合消费者需求，提升产品品质和消费体验。

图 8：网络零售商在产业链中的位置



丽人丽妆的主要同业竞争对手包括壹网壹创、宝尊电商、杭州悠可及若羽臣。其中宝尊电商为综合性电商服务商，覆盖 200 余家品牌及 8 个垂直行业；而壹网壹创、杭州悠可及若羽臣则与丽人丽妆运营模式相近，为垂直型品牌电商服务商，且主要服务于美妆行业。综合型品牌电商服务商与垂直型电商服务商由于其运营模式的不同，经营策略有所差异。对于宝尊电商这样的综合型品牌电商代运营公司来说，其优势在于覆盖品类和行业跨度较大，具有一定规模优势，但同时细分的行业赛道中并不如深耕某一特定垂直型电商代运营服务商理解深入；而垂直型品牌电商代运营服务商则具有品类布局重点明确，深度理解品牌及其产品的特点，具有可垄断某品类市场的优势。

从合作平台来看，丽人丽妆渠道较为单一，其约 99% 的收入来源依靠淘宝及天猫平台，公司已开始布局拼多多等其他电商平台，未来仍需时间培育。宝尊覆盖合作平台范围最广，壹网壹创、若羽臣和杭州悠可次之。宝尊电商服务覆盖天猫、京东、社交电商、品牌官方商城等线上渠道外，同时也有线下渠道补充发力。壹网壹创主要覆盖天猫、京东、唯品会等跨境电商渠道。杭州悠可渠道覆盖了天猫、京东、唯品会、乐蜂网、聚美优品、1 号店、蘑菇街品牌官网等。

表 3：丽人丽妆及其同业概况

	覆盖品类	成立时间	合作品牌数量	平台	主要合作品牌
壹网壹创	美妆、个护	2012	40 余个	天猫、淘宝、唯品会、品牌官网	泡泡玛特、佰草集、黑人牙膏、吉列、艾杜莎、丸美、百雀羚、欧珀莱、伊丽莎白雅顿等
若羽臣	美妆、母婴、个护、保健品	2011	88 个	天猫、京东、唯品会	美赞臣、哈罗闪、尤妮佳、妈咪宝贝、美迪惠尔、苏菲、ABC、善存等
宝尊电商	服饰、食品、医药保健、美妆、家电、运动户外、3C 数码、家具、建材	2007	231 个	天猫、京东、社交电商、品牌官方商城、线下	微软、PHILIPS、NIKE 等
杭州悠可	美妆	2012	40 余个	天猫、京东、唯品会、乐蜂网、聚美优品、1 号店、蘑菇街、品牌官网	雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗、薇姿、理肤泉等
丽人丽妆	美妆	2007	65 个	天猫、淘宝	施华蔻、雅漾、芙丽芳丝、雪花秀、资料来源：安信证券研究中心兰芝、美宝莲、妮维雅等

资料来源：丽人丽妆公司公告，壹网壹创公司公告，若羽臣公司公告，宝尊电商公司公告，安信证券研究中心

电商零售类似于经销模式，丽人丽妆经销模式占绝大部分比重。丽人丽妆 2019 年经销模式占比 95.50%；宝尊电商没有分销模式，经销模式毛利贡献不及 50%。

表 4：各 TP 公司业务模式对比

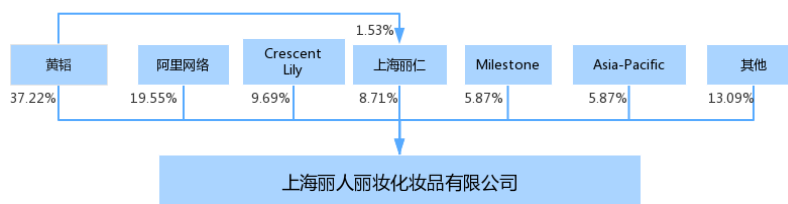
		全链路服务				单环节服务		其他
公司名称				B2C	B2B	营销策划服务	仓储物流	
	经销模式	服务费模式	寄售模式	分销模式				
丽人丽妆	营收占比	95.50%	3.39%	0.00%	1.11%	●		-
	毛利占比	94.43%	5.44%		0.13%	●		
壹网壹创	营收占比	56.41%	22.83%	-	20.35%	0.41%		
	毛利占比	55.69%	37.85%	-	6.46%			
宝尊电商	营收占比	47.02%	52.98%			●	●	
	毛利占比					●	●	
若羽臣	营收占比	36.83%	12.47%	-	40.0%	6.7%		-
	毛利占比	49.3%	16.69%	-	27.5%	6.6%		-
杭州悠可	营收占比	38.50%	18.20%	-	43.20%	-		0.10%
	毛利占比	38.30%	38.90%	-	22.80%	-		0.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：杭州悠可数据截至 2016Q3，其他品牌截至 2019 年末；黑点代表的收入占比包含于全链路服务费模式中。

1.3. 管理层多名校背景，获二股东阿里加持

管理层多名校背景，经验丰富。发行人董事长兼总经理黄韬先生合计持有公司 37.35% 股份，为公司实际控制人；阿里网络持有公司 17.59% 股权。

图 9：公司股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

创始人及总经理黄韬毕业于清华大学自动化专业，曾在美国通用无线通信有限公司任职，在互联网信息技术领域具有丰富经验及专业背景。其他高管均具有优秀的学术背景及深厚的专业管理经验。

表 5：管理层经验丰富，背景专业

管理层	职位	履历
黄韬	董事长、总经理	1973 年出生，1998 年毕业于清华大学自动化专业，获得硕士学位。1998 年 7 月至 2000 年 8 月，任教于清华大学；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 月至今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	董事、副总经理	1980 年出生，；2005 年毕业于复旦大学，经济学硕士学位。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 月至今担任公司董事、副总经理。
杜红谱	董事、董事会秘书	1969 年出生，毕业于上海财经大学，经济学硕士学位。1997 年 7 月至 2007 年 5 月任职于华晨集团，先后任集团投资部项目经理、经理，集团旗下上市公司上海华晨集团股份有限公司（现“上海中华控股股份有限公司”）证券事务代表，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 月至今担任公司董事会秘书，2018 年 7 月至今担任公司董事。
林林	董事	1972 年出生，香港公民；毕业于芝加哥大学，工商管理硕士学位。2001 年 10 月至 2004 年 9 月任摩根士丹利经理；2004 年 9 月至 2008 年 1 月任瑞士信贷上海首席代表；2008 年 1 月至今任海益得凯欣投资咨询（上海）有限公司主管合伙人。2015 年 11 月至今担任公司董事。
胡伟雄	董事	1969 年出生，复旦大学本科学历。2006 年 1 月至 2008 年 3 月担任雅诗兰黛集团品牌销售总监；2008 年 4 月至 2015 年 12 月担任法国路威酩轩集团化妆品事业部品牌总经理；2016 年 1 月至今担任阿里巴巴集团天猫大快消事业部总经理。2018 年 8 月至今担任公司董事。
李爱丽	CFO	1973 年出生，上海财经大学硕士研究生，注册会计师。1998 年 7 月至 2005 年 7 月任上海中远置业有限公司财务经理；2005 年 7 月至 2008 年 4 月任杭州世外桃源度假酒店管理有限公司财务总监；2008 年 4 月至 2009 年 4 月任上海喜来登酒店管理有限公司财务总监；2009 年 4 月至 2010 年 11 月任上海证大喜玛拉雅酒店管理有限公司财务总监；2010 年 11 月至 2014 年 4 月任上海证大房地产有限公司（HK0755）财务部总经理；2014 年 4 月至 2016 年 8 月任上海联美投资有限公司财务总监。2016 年 9 月至今担任公司财务总监。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

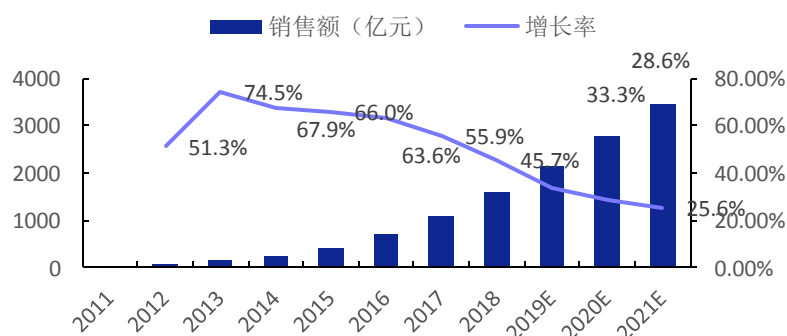
2. 消费升级叠加电商东风，美妆赛道未来可期

2.1. 互联网零售成消费增长新兴引擎

随着网民规模壮大和互联网普及率的提升，互联网零售日益成为消费增长新兴引擎。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）的统计数据，截至 2018 年 12 月，我国网民规模达到 8.29 亿，2008-2018 年网民规模年平均复合增长率为 10.8%；截至 2018 年 12 月，我国互联网普及率达到 59.6%，自 2008 年以来累计提升 37.0%。同时，随着移动网络技术和智能手机的普及，通过手机上网的网民规模不断增大，占整体网民的比例持续上升，为电商消费的迅速发展奠定了基础。

根据 Euromonitor 的统计数据，截至 2015 年末，我国品牌电商服务交易销售额为 434.2 亿元，而截至 2018 年末该数据达到 1613.4 亿元，复合增长率为 20.62%。根据欧睿咨询估计，2021 年我国品牌电商服务交易销售额有望达到 3473.6 亿元。

图 10：2011-2021 年中国品牌电商服务市场交易规模

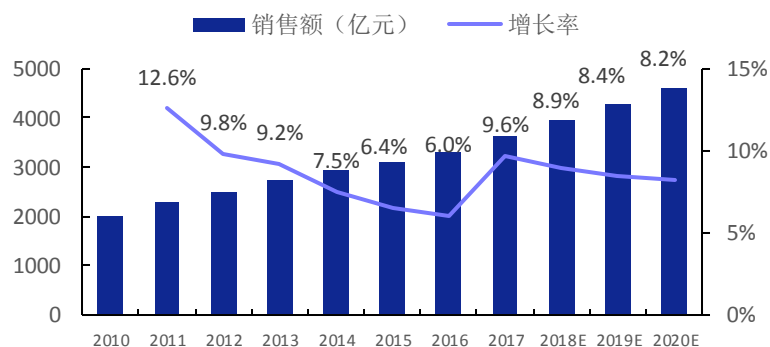


资料来源：Euromonitor，艾瑞咨询，安信证券研究中心整理

2.2. 化妆品行业未来成长空间广阔

Euromonitor 的统计数据表明，我国美妆与个人护理类目零售额规模正在稳步提升，从 2010 年至 2017 年，该类零售额从 2017.7 亿元增长至 3615.6 亿元，复合增长率达 8.69%。据艾瑞咨询预估，2020 年我国美妆与个人护理类目销售额或将达到 4619.8 亿元。

图 11：2010-2020 年我国美妆与个人护理类目零售额规模及增长率



资料来源：Euromonitor，艾瑞咨询，安信证券研究中心整理

对标国外成熟市场，我国人均化妆品消费仍具广阔提升空间。根据 Euromonitor 数据，2018

年中国人均化妆品消费额为 43 美元，仅为美国、日本、韩国等化妆品消费较为成熟的国家人均化妆品消费额的 1/5—1/7 水平。随着我国居民人均可支配收入的增长，居民消费意愿及属性必然发生转变。从国际经验来看，当国民人均 GDP 达到 3000 美元时，国民个体消费已基本超越温饱需求，转而追求更高的生活品质。目前我国国民人均 GDP 已达到 9732 美元，可支配收入和消费支出呈现双增长的态势，当下人们的需求层次已从“吃饱穿暖”等传统消费观念，转向品质消费的新兴消费意识，尤其是当下的年轻消费群体，更为注重具个性化、定制化的品味消费。因此，在消费升级的大背景下，对标欧美及日韩成熟市场，中国人均化妆品消费规模仍然具有极大的提升空间，我国化妆品行业未来成长空间广阔。

表 6：对标发达地区，我国化妆品市场发展潜力巨大

项目名称	中国	美国	日本	韩国
化妆品市场规模排名	2	1	3	9
化妆品市场规模（亿美元）	619.8	893.0	375.8	136.6
2009-2018 年化妆品市场规模 CAGR (%)	9.9%	3.3%	-0.8%	7.9%
人均化妆品消费（美元）	43	273	305	244
其他国家人均化妆品消费/中国（倍）		6.35	7.09	5.67
人均 GDP（美元）	9732	62641	39287	31363
其他国家人均 GDP/中国（倍）		6.44	4.04	3.22
人口数量（万人）	139538.0	32717.0	12653.0	5138.9
其他国家人口数量/中国（倍）				

资料来源：Euromonitor, 国家统计局，世界银行，前瞻产业研究院

2.3. 美妆类电商代运营服务商符合多方需求

美妆品牌无论是代运营佣金率还是代运营服务需求比例均高于其他品类。随着美妆类线上零售的蓬勃发展，品牌方对于电商代运营服务商的需求也日益增加。美妆类产品相较于服饰及 3C 类等其他类别产品，毛利率水平较高，同时对于营销推广也具有一定要求，自然可以培育出更大的代运营市场空间。

1) 从品牌方角度而言，无论是国际还是国内品牌，在当下美妆线上零售崛起的背景下触网意愿极强。尤其对于国际大牌而言，其线下渠道尚未下沉到三四线城市，为避免市场被侵蚀，其触网意愿不言而喻。同时国际大牌核心团队处于海外，对中国区了解有限，但中国市场却是重要增长来源，在本身品牌可以充分引流的情况下，电商代运营服务商恰能满足其对于熟悉中国线上购物环境，且能提供稳定的物流、IT、数据、客服支持的诉求。而对于希望打入中国市场的国外新锐品牌而言，踏入中国市场更多的是试水尝试，而美妆代运营服务商的一站式服务正能满足其搭建国内渠道平台的诉求。对于国内传统品牌而言，形象定位及产品营销正是其普遍具有的弱项及痛点，通过电商代运营服务商的专业包装，为产品和品牌赋能。

国际品牌和中小品牌更愿意与服务商合作。根据艾瑞咨询的统计，2019 年约 80-90% 的国际品牌选择与品牌服务商合作，约 20-30% 的国内品牌选择与品牌服务商合作，其中中小品牌对品牌服务商更为依赖。

图 12：国内外品牌对于品牌服务商的需求对比分析（2019 年）

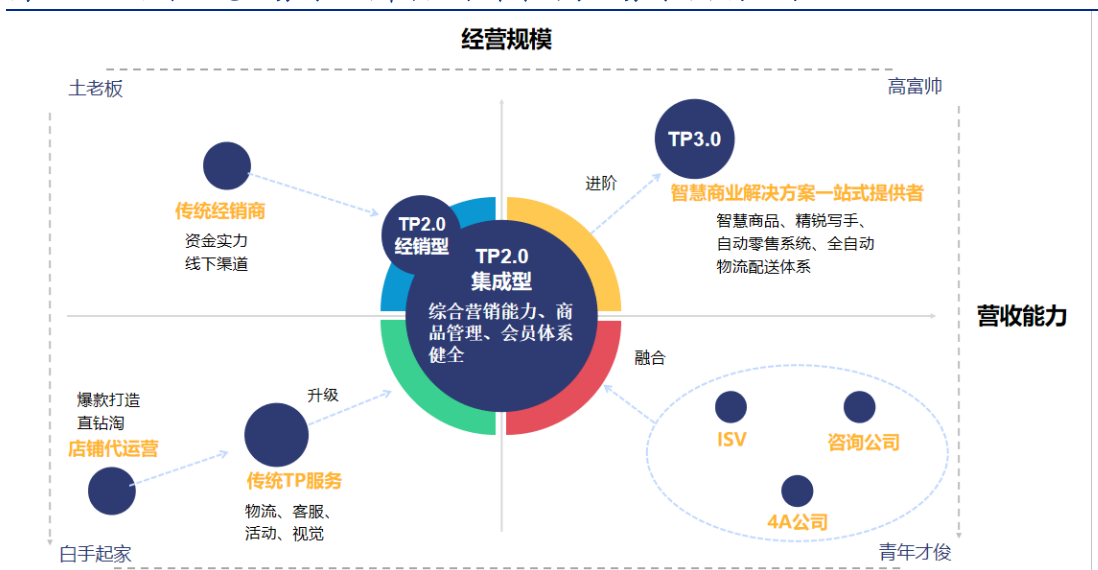
国际品牌	<p>倾向于外包服务商，合作稳定性较强。</p> <p>国际品牌更倾向于寻求服务商进行合作，更能接受外包模式。国际品牌通过外包服务商可以借助专业资源快速打开中国电商渠道，实现销量增长的同时帮助其进行品牌建设，提升消费者体验，为品牌带来更大的溢价能力；同时注重品牌的长期发展，对服务质量要求较高，与服务商合作稳定性较强</p>	<p>国际品牌对品牌服务商的需求比例</p> <p>80-90%</p>
国内品牌	<p>根据品牌所处发展阶段不同，需求呈现差异化的特征。</p> <p>处于扩张期的大品牌，品牌影响力与竞争力不断上升，有实力有能力自建团队进行电商运营；反之，处于下坡期的大品牌，品牌影响力与竞争力均呈下降态势，会选择与服务商合作，期望服务商助力其电商运营并为品牌进行数据赋能，提升品牌的影响力。</p>	<p>国内品牌对品牌服务商的需求比例</p> <p>20-30%</p>
	<p>受制于成本压力，寻求与服务商合作。</p> <p>国内中小品牌由于自建电商难以找到合适的人才以及成本高的因素，会考虑与服务商进行合作，借助服务商打通电商渠道，降低品牌的运营成本。</p>	

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

2) 从消费者角度而言，虽然我国化妆品线上零售发展迅速，但过程中仍然面临法制环境的困境和痛点，代运营服务商可优化客户购物体验。由于许多国际化妆品品牌尚未在三四线城市开设专柜，使得大量潜在消费者购买途径有限，只能选择代购或海淘等方式。而化妆品行业高毛利及信息不对称的特性客观上为假货生产商提供了便利。而无法通过正规线下渠道进行购买的消费者在鱼龙混杂且充斥水货及假货的代购市场中难以辨别产品质量。而美妆代运营服务商有着品牌的正品背书，以专业及规范的产品及服务，深谙消费者网络购物行为特点，通过让顾客产生参与感、关怀感和归属感提升顾客的购物体验。而从未来发展来看，美妆行业长尾市场的趋势不断放大，消费者对于细分产品和个性化服务的需求也在不断上升，专业的代运营服务商能更好进行对层次、多维度的服务与引导，增加消费者粘性，提升消费者满意度。

3) 对于平台而言，服务商可以起到引流提能，释放市场需求的作用。以天猫平台为例，2019 年天猫在生态服务商大会上提出，未来三年天猫服务商规模翻两倍，创造 5000 亿元市场规模，同时天猫建立服务商联盟，拟招募 100 家服务商作为“招商大使”，协助落地 2000 个品牌，扶持新店实现 100 亿 GMV。

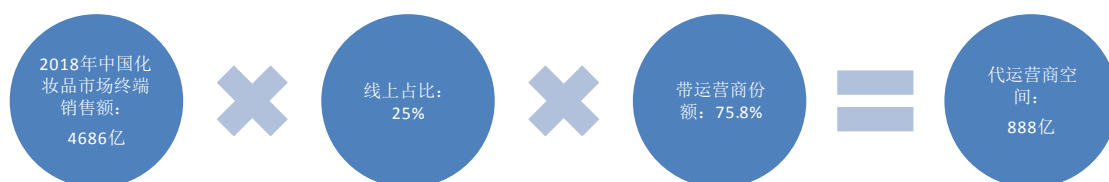
图 13：天猫在生态服务商大会中提出在未来对于服务商的能力画像



资料来源：天猫，安信证券研究中心整理

我们统计了（数据来自 Euromonitor）的品牌天猫旗舰店经营主体，前 100 名的名牌共占据 64.1% 市场份额，其中约 33.1% 为非官方自营；其余 31.0% 市场份额对应的品牌天猫旗舰店为官方自营，但是其中仍可能大量采用代运营企业的服务，例如雅诗兰黛、欧珀莱等，我们粗略估计其中约一半份额经过代运营商。综上我们估计市占率前 100 名的品牌所占有的 64.1% 市场份额中，约有 48.6% 的市场份额通过代运营商获取，占比约 75.8% ($48.6\%/64.1\%=75.8\%$)，假设 2018 年中国化妆品市场终端销售额约 4686 亿元人民币，假设线上占比 25%，代运营商对应空间为 888 亿元 ($4686 \text{ 亿元} \times 25\% \times 75.8\%$)

图 14：美妆代运营空间广阔



资料来源：安信证券研究中心整理

2.4. 美妆代运营行业壁垒高，头部效应明显

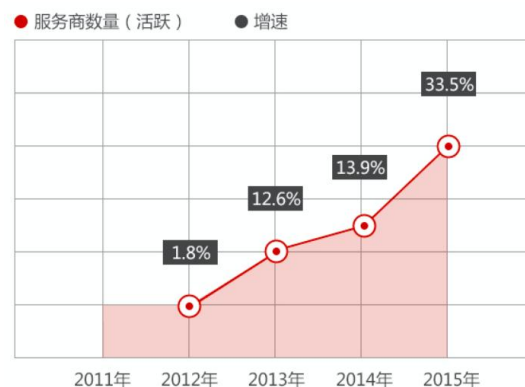
经过 10 余年的发展，代运营行业已经筑成护城河。电商代运营服务行业具有一定的行业壁垒，早期进入代运营行业的服务商已累计十多年经验，代运营服务商的服务类型已从行业发展初期的运营及客户等基础服务逐渐拓展至仓储、IT 服务营销等一条龙服务。规模较大，资金及供应链实力较强的服务商在为品牌提高销量同时，能够不断提升自身影响力，占据优势地位，建立竞争壁垒；规模较小，竞争优势不强的中长尾企业在不能满足品牌方不断发展的服务诉求同时可能面临困境，客户流失至头部服务商，加速出清。根据阿里研究院统计，参与阿里巴巴商业生态的活跃服务商数量增速由 2012 年的 1.8% 提升到 2015 年的 33.5%，并保持了加速增长态势；但相对于阿里巴巴商业服务生态（广义）交易规模 78.6% 的增速、“服务类应用”交易规模 144.5% 的增速，活跃服务商数量增长率仅有 33.5%，一方面，表明市场需求巨大；另一方面，也表示现阶段的优势服务商能够快速抢占市场红利。

图 15：阿里巴巴商业服务生态（广义）交易规模增速情况



资料来源：阿里研究院，安信证券研究中心

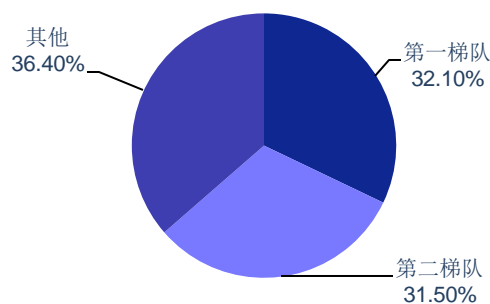
图 16：活跃服务商数量增长情况



资料来源：阿里研究院，安信证券研究中心

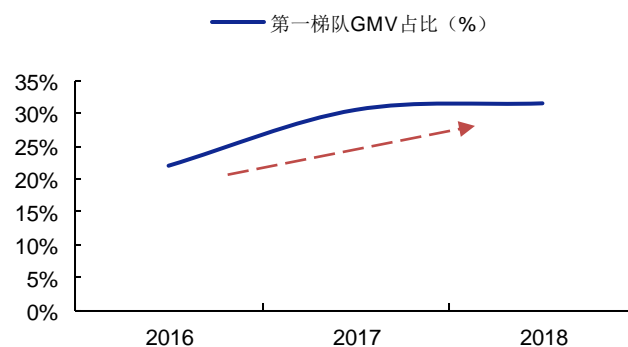
根据艾瑞咨询的数据，2016-2018 年，第一梯队 GMV 在品牌电商服务市场中占比呈现上升趋势，2018 年第一梯队四家企业 GMV 比重达 32.1%。

图 17：2018 年品牌电商服务行业市场竞争格局



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 18：第一梯队 GMV 占比持续增加



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

3. 品牌技术筑护城河，全线融合促新增长

3.1. 具备中高端品牌资源优势，高运营壁垒培育高利润空间

丽人丽妆合作品牌中高端品牌较多，运营壁垒较高。丽人丽妆覆盖品牌中包括法国高端品牌 Sisley，韩国著名化妆品集团爱茉莉（太平洋）株式会社旗下高端品牌雪花秀和赫拉等。高端化妆品前期通常研发投入较大，加之品牌背书，消费者黏性及认可度相比平价化妆品更高，同时消费者也愿意为高端品牌付出相应溢价。因此高端化妆品的品牌方在出于保护品牌形象的考量下，选择合作伙伴时通常更为谨慎，更愿意与具有实力雄厚且具有相关资质经验的合作方共同运营品牌。从运营角度而言，高端品牌运营更为复杂，需要选择目标市场，通过相应的品牌营销策略，贴近消费市场诉求，获得消费者认同。因此高端化妆品品牌方注重提升消费者体验，为品牌带来更大的溢价能力，同时看重品牌的长期发展，对服务质量要求较高，愿意为相应高质量的运营服务进行付费。

丽人丽妆中高端品牌驱动收入保持增长趋势。以电商零售业务为例，韩国高端品牌雪花秀 2018/2019 年收入同比增幅分别为 68.02%/86.90%，日本高端品牌芙丽芳丝 2019 年收入同比增幅达到 93.61%。由于兰蔻在 2019 年终止合作造成年度销售下滑；巴黎欧莱雅在 2019 年与公司达成通过丽人丽妆官方旗舰店经销产品的合作，预计短期内将不再为公司带来收入，公司保持和众多高端品牌合作驱动收入持续增长。从收入贡献来看，2018 年度电商零售业务收入增长主要由兰蔻、巴黎欧莱雅、美宝莲、雪花秀、汉高等品牌带动；2019 年度电商零售业务收入增长主要由美宝莲、汉高、雪花秀、芙丽芳丝、凡士林、希思黎等品牌带动。一方面早期签约品牌经过合作初期的磨合，销售开始逐渐放量，另一方面新签约品牌在公司优秀的品牌营销加持下，收入贡献显著。芙丽芳丝、凡士林、希思黎等品牌收入实现高速增长。

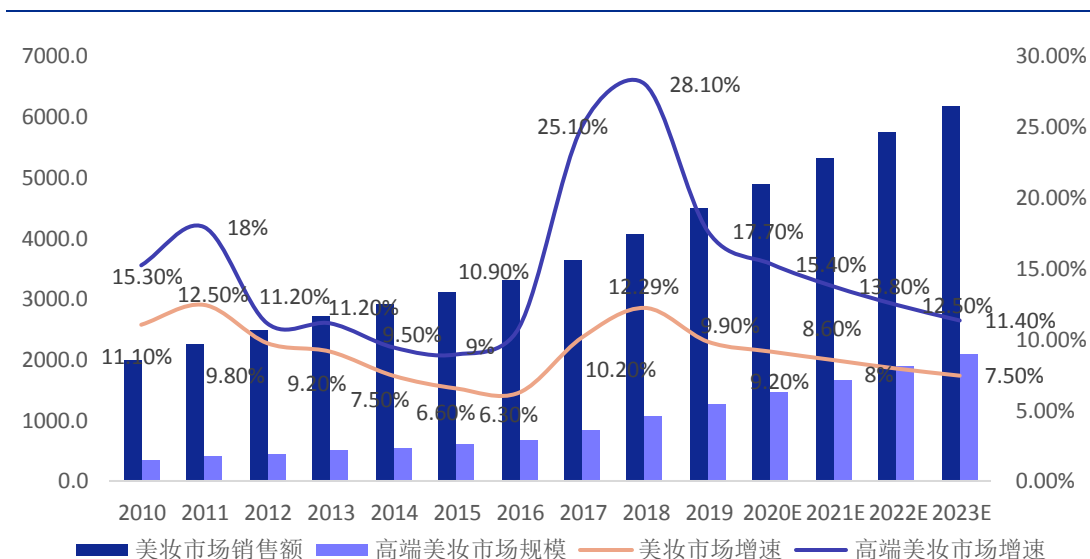
表 7：丽人丽妆电商零售业务收入增长主要贡献品牌（单位：万元）

	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2018 年度	2019 年度
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	同比增幅	同比增幅
兰蔻	56,343.02	16.47%	44,652.54	12.35%			-20.75%	
巴黎欧莱雅	42,353.89	12.38%	13,134.93	3.63%			-68.99%	
雪花秀	13,851.56	4.05%	23,273.35	6.44%	43,497.07	11.23%	68.02%	86.90%
芙丽芳丝			19,896.88	5.50%	38,522.99	9.94%		93.61%
美宝莲	29,159.45	8.53%	47,274.58	13.08%	37,808.36	9.76%	62.12%	-20.02%
兰芝			26,713.30	7.39%	36,541.36	9.43%		36.79%
汉高	24,651.70	7.21%	32,744.52	9.06%	34,797.52	8.98%		6.27%
雅漾	18,679.85	5.46%	20,716.29	5.73%	27,045.95	6.98%	10.90%	30.55%
希思黎					21,405.50	5.52%		
小计	185,039.47	54.10%	228,406.39	63.18%	239,618.75	61.84%	23.44%	4.91%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

据 Euromonitor 最新统计数据，近十年我国化妆品行业市场规模持续提升，从 2010 年的 2017.4 亿元至 2019 年的 4508.1 亿元，GAGR 达 8.37%。其中高端美妆市场近十年 GAGR13.8%，增长速度远超行业平均。由于我国生产力水平的不断提高，科技更新迭代，国民消费升级，2017 年起，高端化妆品市场规模开始迅速扩张，2018 年高端化妆品销售额增长率高达 28.1%，增速超行业平均 15 个百分点。据 Euromonitor 估计，2023 年中国高端化妆品营收额将占行业总额的 34.2%，高端线产品不断抢占市场，所塑造的品牌壁垒将进一步提升丽人丽妆在代运营领域的行业优势。

图 19：2010-2019 年我国美妆行业销售额及市场规模增速（单位：亿元）



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

丽人丽妆代运营服务商中始终保持领先地位，受到行业认可。曾获 2019 年下半年天猫六星运营服务商、2019 年天猫旗舰店 2.0 最佳拍档、2019 年度服务业发展引领奖、天猫金妆奖“2020 年度优秀合作伙伴”、2020 年第一季度天猫消费者运营全链路服务商、2020 年第一季度天猫消费者运营场景服务商等奖项，同时也是阿里巴巴“春雷计划”特许经营服务商。

表 8：丽人丽妆所获荣誉

2019 年下半年天猫六星运营服务商
2019 年天猫旗舰店 2.0 最佳拍档
2019 年度区域经济贡献优秀奖
2019 年度服务业发展引领奖
天猫金妆奖“2020 年度优秀合作伙伴”
2020 年第一季度天猫消费者运营全链路服务商
2020 年第一季度天猫消费者运营场景服务商
2020 年度天猫服饰品牌营销综合型服务商
阿里妈妈营销生态案例大赛铜奖
阿里巴巴“春雷计划”特许经营服务商

资料来源：安信证券研究中心

图 20：丽人丽妆蝉联淘宝六星服务商



资料来源：安信证券研究中心

3.2. 技术加持，赋能代运营商提高经营效率

在管理和科技的加持下，丽人丽妆运营效率卓越。与同业相比，丽人丽妆技术水平相对较高，IT 系统中，OMS、WMS、CRM、BI 系统以及大数据存储处理系统均为自研，与竞争对手相比具有显著的技术优势。

物流仓库方面，丽人丽妆仅有个别自由仓，基本采用外包仓形式进行仓储管理；为了更好地集中精力发展公司优势业务，同时提高发货速度和优化用户体验，自 2014 年下半年以来，公司在“自有仓与外包仓并行”的仓储管理模式，持续推进仓储业务外包化，与上海发网、心怡科技、汉维仓储、菜鸟供应链等专业仓储物流服务商开展合作，建立起遍布全国的外包仓库网络。

表 9：各公司核心竞争力对比

	客服	仓库	物流	IT 系统							营销投入
				OMS	WMS	TMS	ERP	CRM	BI 系统	大数据存储处理系统	
宝尊电商	自有	自有（6 地 11 个仓库面积合计 35 万平米）+外包（6 个）	自建	自研	自研		自研	自研	自研		自研 LMS 数字营销团队超 100 人
壹网壹创	自有（89 人）+外包	自有+外包		自研（神盾系统）	自研+第三方	自研				（已布局乾坤大数据系统）	创研团队 248 人，运营人员 401 人，前台业务人员合计为 535 人（包含商务拓展，品牌策划和品牌运营）
若羽臣	自有	第三方	第三方	自研	自研			自研			
杭州悠可	自有	自有+第三方资料来源：安信证券研究中心临时补充	第三方	第三方	自研	自研	第三方（金蝶 K3）				
丽人丽妆	自有	自有+外包，外包为主		自研	自研			自研	自研	自研	营销团队 101 人，运营团队 471 人

资料来源：各公司招股说明书，各公司官网，安信证券研究中心

3.3. 孵化自有品牌，拓展线下渠道

公司在孵化自有品牌上有所作为，发力美妆工具，向上游延伸，从根源上强化对品牌控制力，也是对电商代运营经营模式的有力补充。丽人丽妆 2015 年推出美妆工具自有品牌 momoup，这也是公司通过终端销售积累了海量的用户反馈和消费数据，切中消费者需求，定位提炼产品卖点，因此 momoup 从品牌调性、包装设计、产品设计、功能设计到选品规划均坚持“萌即是正义”，以 18-25 岁年轻女性为受众群体，确立了打造“美妆界衬手萌物”的品牌愿景。纵观 momoup 已经面世的各款产品中，大多数都拥有自己的原创专利。2015 年，该品牌进驻微信商城和亚马逊，2017 年线下试水。目前 momoup 已拥有较为完整的产品线，涵盖上妆粉扑、分装收纳、清洁工具等产品，2019 年获“最佳口碑美妆用具大奖”。

美妆工具类产品使用周期相对较短，重复购买率相对于化妆品更高。近年来，在 KOL 专业美妆分享的影响下，美妆消费者对于化妆工具的重视也逐渐升高。根据 Vogue 数据，全世界

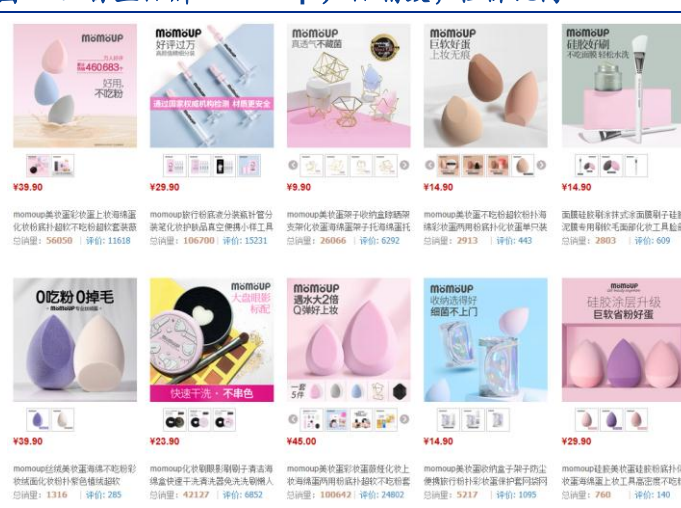
范围内美妆工具的市场空间正在以每年 15% 的速度增长，而时尚网站 Net-a-Porter 所陈列的化妆刷类产品超过 300 余种，其中每组价格在 18 至 450 美元不等。对比之下，momoup 的产品不仅切中了年轻消费者对于产品外观“宠萌”的需求，在保证质量的前提下其 10-40 元的价格也极富有吸引力。未来公司将继续加大对自有品牌的建设与推广力度，针对消费者美妆工具产品使用痛点，将科技、流行元素融入产品布局当中。

图 21：自主品牌 momoup 发展历程



资料来源：momoup 天猫旗舰店，安信证券研究中心

图 22：自主品牌 momoup 产品精致，性价比高



资料来源：momoup 天猫旗舰店，安信证券研究中心

未来公司将以线上代运营渠道作为发力点，进一步拓展至线下场景，助力更多品牌线上线下多渠道消费的有机融合。公司将加快线下体验店建设，为消费者提供肤质测试、化妆指导、以及美容美发沙龙等增值服务，从而提升消费者购物体验，并为线上销售提供更多获客渠道，促进线上线下渠道融合。以韩国品牌 Cellapy(思理肤)为例，2019 年 3 月份丽人丽妆成为 Cellapy 中国区总代，按照丽人丽妆的规划，未来将投入资源来进行 Cellapy 的全域营销，在 Cellapy 品牌布局线上渠道的同时，在线下化妆品店渠道也要进行拓展。同时丽人丽妆还将利用十万级网红探店引流、KOL 网络宣传推广、智慧门店打造、天猫猫标差异定制等策略，助力品牌线下门店。其次，布局三甲医院渠道，并建立医师联盟。丽人丽妆将用三年与 500 家国内三甲医院进行合作，让 Cellapy 品牌成为皮肤科医生官方推荐的品牌。与此同时，将联合相关医生、教授组成医师联盟，在 Cellapy 国内经销商做沙龙活动时，对应区域的医师能够前往现场助阵。

图 23：线上线下共同发力三管齐下



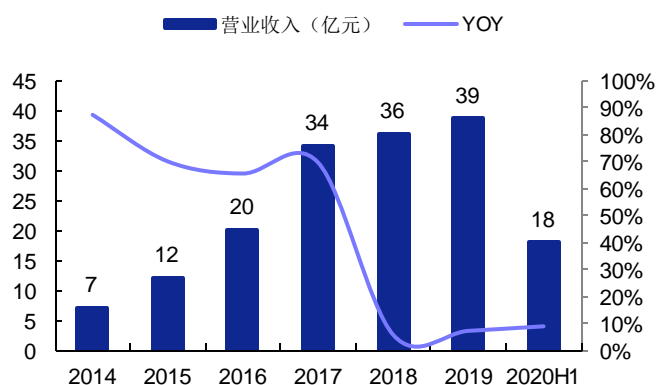
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

4. 财务分析及同业对比：盈利能力卓越+成本费用管控合理+对比同业优势明显

4.1. 收入利润增长迅速，电商零售为主要盈利来源

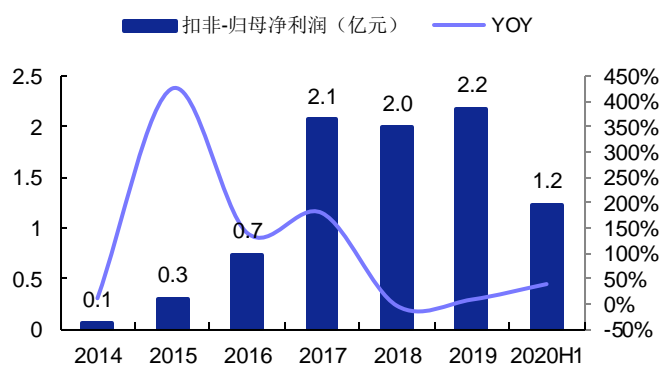
丽人丽妆收入及利润均增长迅速。公司 2020 年上半年收入 18.05 亿元，归母净利润 1.24 亿元；2014-2019 公司年收入由 7.16 亿元增长至 38.74 亿元，2014-2019 年均营收复合增速 40.19%；同期扣非归母净利润由 0.06 亿元增长至 2.18 亿元，年均归母净利润复合增速 106.20%。

图 24：2014-2020H1 营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

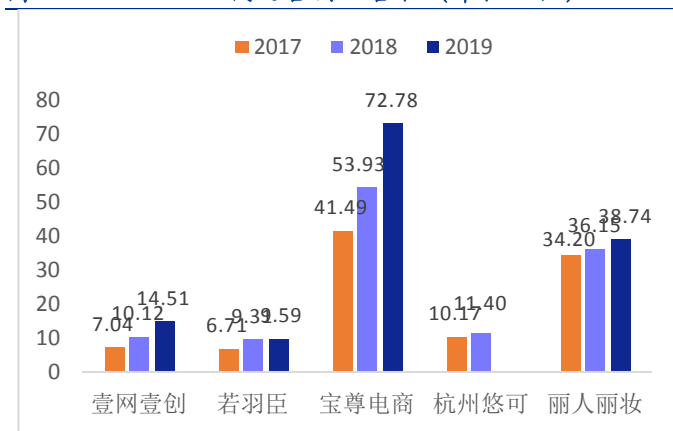
图 25：2014-2020H1 归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

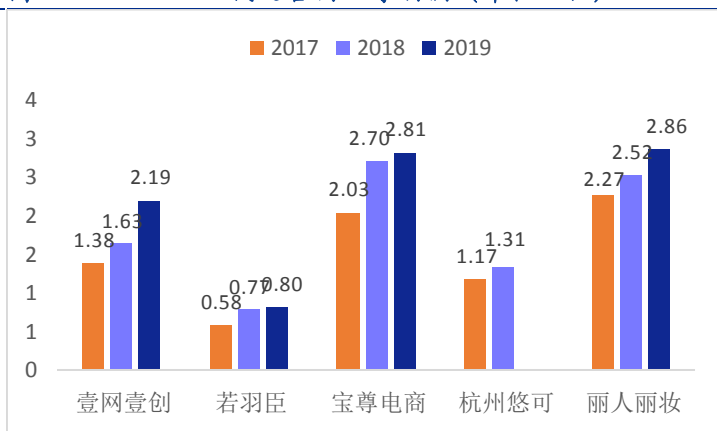
丽人丽妆营收在美妆类同业中占龙头地位。宝尊电商作为综合性电商服务商，覆盖 8 个垂直行业，收入规模遥遥领先于同行，2019 实现营收 72.78 亿元，净利润 2.82 亿。从营收规模上来看，丽人丽妆相比于同样深耕美妆垂直行业的同业公司，优势明显。壹网壹创及若羽臣 2019 年营收分别为 14.51 亿和 9.59 亿，净利润分别为 2.19 亿和 0.8 亿。

图 26：2017-2019 代运营同业营收（单位：亿）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 27：2017-2019 代运营同业净利润（单位：亿）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

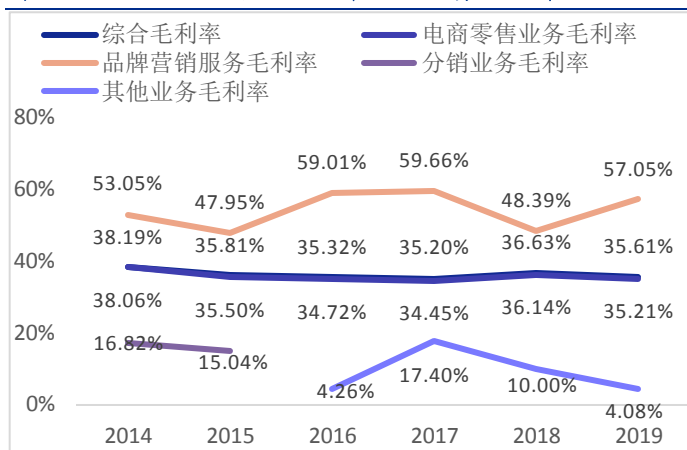
4.2. 毛利构成及毛利水平稳定，近年略有提升

毛利率水平稳定，与电商零售业务分布毛利率相近。从毛利率水平来看，2020 年 H1 综合毛

利率水平为 38.30%，近年来均维持在这一水平且较为稳定。而对于营收贡献最大的电商零售分部毛利率水平与综合毛利率水平相当；品牌营销分部毛利率水平较高，近两年虽然有所下降，但仍然维持在 40% 以上。

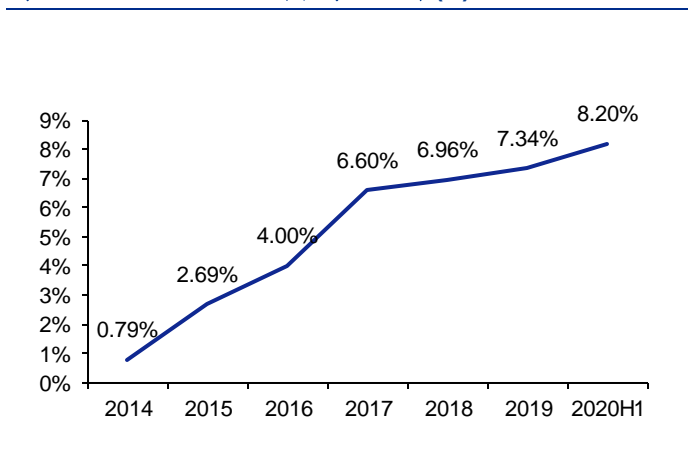
净利率方面，在毛利率水平稳定的情况下，得益于期间费用率稳步下降，公司从 2014 年的 0.79% 稳步提升至 2020H1 的 8.20%，盈利能力提升显著。

图 28：2013-2019 综合毛利率及分业务毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

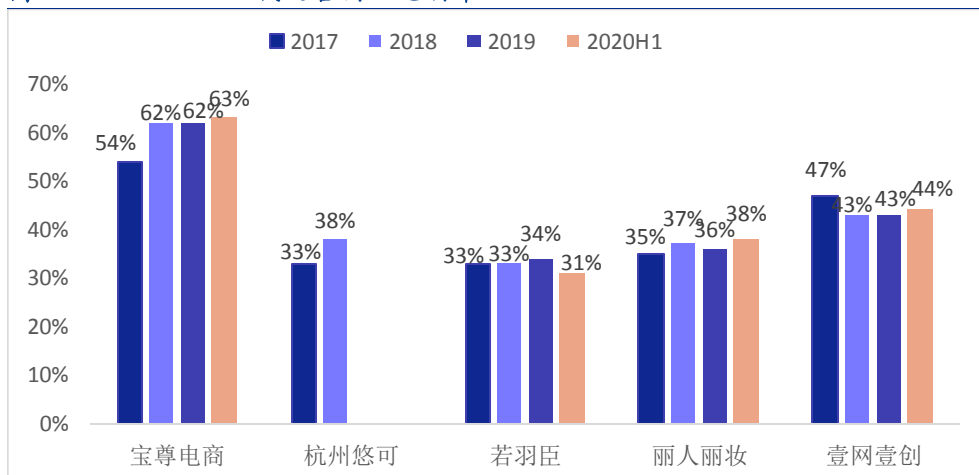
图 29：2013-2019H1 销售净利润率(%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

丽人丽妆毛利水平在同业中处于平均水平，业务模式的不同导致同业毛利率差距。丽人丽妆超过 90% 以上收入源自电商零售业务，远高于公司营销服务收入占比；而可比公司若羽臣、杭州悠可的收入结构中分销收入占比相对较高。从产品线来看，丽人丽妆、杭州悠可主要零售的品牌为国际知名中高端美妆品牌，因品牌方已具有较高的市场地位，其线上品牌运营商的销售差价较小、毛利率较低，而壹网壹创则主要运营品牌百雀羚系传统国货品牌，相对而言销售差价较大、毛利率较高。

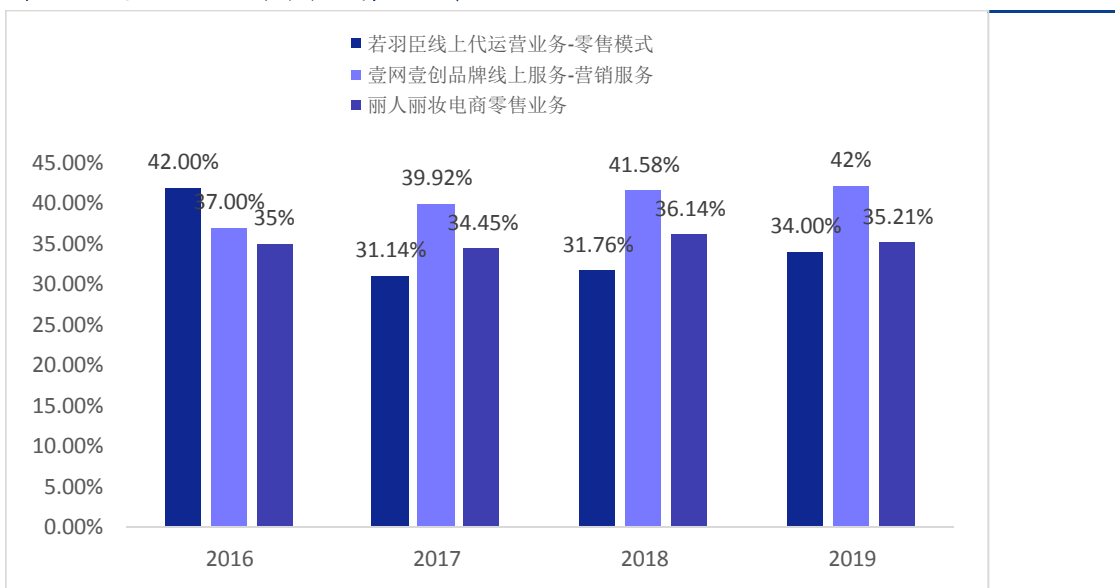
图 30：2017-2020H1 代运营同业毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

丽人丽妆电商零售业务毛利率与可比公司差异不大。2017-2019 年公司电商零售业务毛利率分别为 34.45%、36.14% 和 35.21%。同期可比同业若羽臣线上代运营业务零售模式毛利率变化较大原因主要是由于品牌结构变化及品牌方销售策略调整造成，而壹网壹创品牌线上服务-营销服务毛利率略高则是由于其该项主要雀羚品牌，毛利率水平受单一品牌毛利率水平影响。

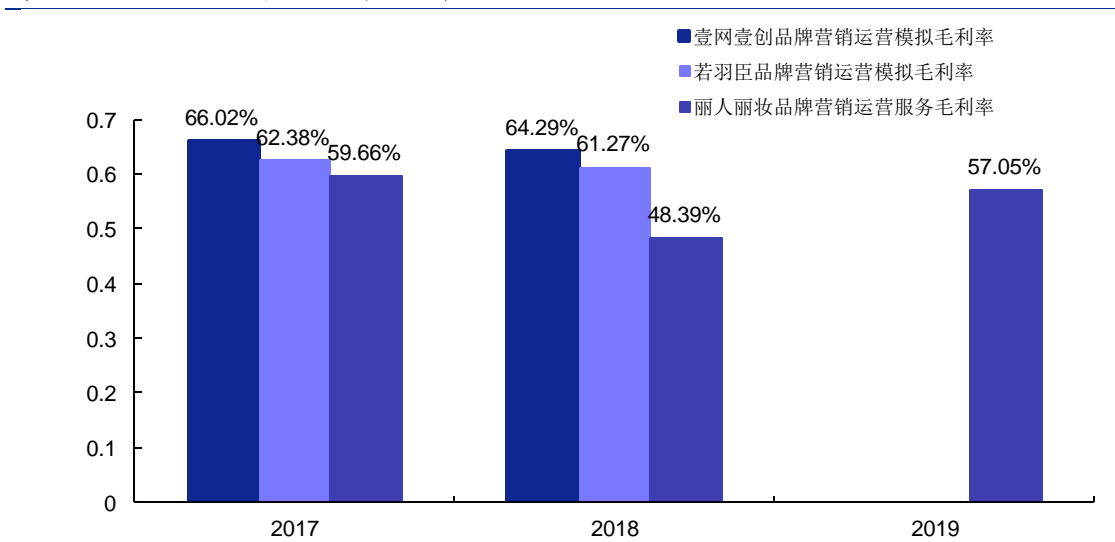
图 31：美妆同业电商零售业务毛利率对比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

丽人丽妆品牌营销运营服务毛利率处于可比公司相关业务毛利率合理区间内。2016-2019 公司品牌营销运营服务毛利率分别为 59.01%、59.66%、48.39%和 57.05%。2018 年，公司品牌营销运营服务毛利率略有下滑主要是由于该公司新增了对部分品牌的营销服务，使得相关人员投入及广告费支出相应增加。

图 32：美妆同业营销运营服务毛利率对比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

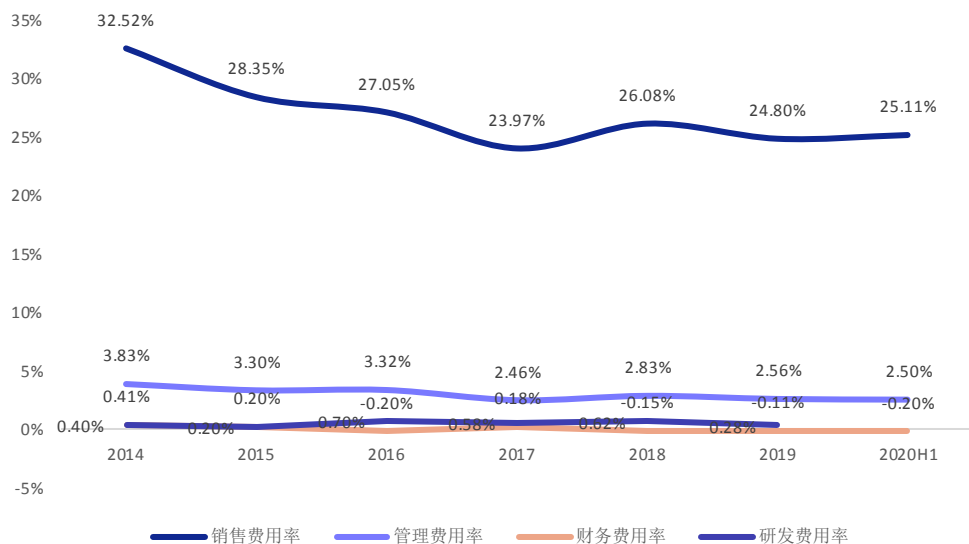
注：壹网壹创、若羽臣品牌营销运营模拟毛利率系将可比公司品牌营销运营服务相关业务模拟合并计算收入和成本后计算出的毛利率

4.3. 销售费用占比较高，管理费用管控卓越

由于公司商业模式特点所决定，销售费用在期间费用中占比始终较高。近几年丽人丽妆的销售费用率稍有下滑，维持在 25%左右水平；公司的销售费用主要为广告费、职工薪酬、平台

运营费、仓储物流费、劳务费和交通差旅费等。而销售费用的增加是随着营业收入的快速增长,支付的平台运营费增加,同时也带动发货量大幅增长,相应的仓储物流费等进一步增加;此外公司积极开拓市场,促进产品的销售,导致发生广告费增加。同时在管理费用的控制上见成效显著,管理费用率水平由 2013 年的 5.4% 下滑至 2020 年 H1 的 2.5%。

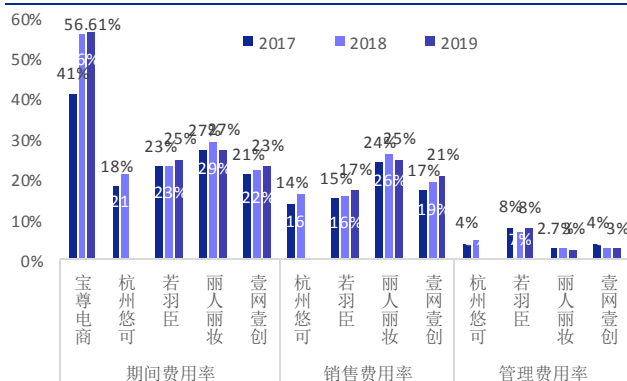
图 33: 2014-2020H1 期间费用率



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

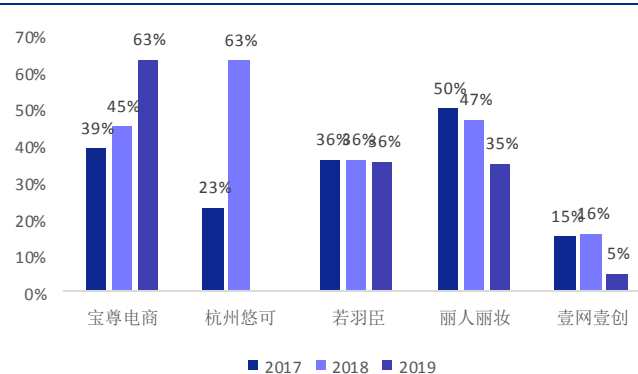
与同行业公司相比, 丽人丽妆的期间费用率及资产结构均处于合理区间。从费用率来看, 公司与同行业可比公司的平均期间费用率比较接近; 销售费用率方面, 丽人丽妆的销售费用率明显高于同业; 但管理费用率优势明显, 近几年均控制在 3% 以下, 这主要由不同公司的业务结构所决定。从业务模式来说, 品牌营销服务费用计入营业成本, 较少发生销售费用。丽人丽妆报告期内 90% 以上收入源自化妆品电商零售业务, 因此整体销售费用率较高; 而杭州悠可、若羽臣报告期内分销收入占比在 30% 以上, 拉低了整体的销售费用率。2016-2019 年, 公司的流动比率、速动比率整体平稳向上, 反映了公司良好的偿债能力。在同业公司波动向上的背景下, 丽人丽妆 2019 年资产负债率较以前年度大幅下降, 主要由于公司业务规模扩大, 增加了流动负债。公司良好的销售回款, 对公司偿债能力提供有力支撑。

图 34: 2017-2019 代运营公司期间费用率



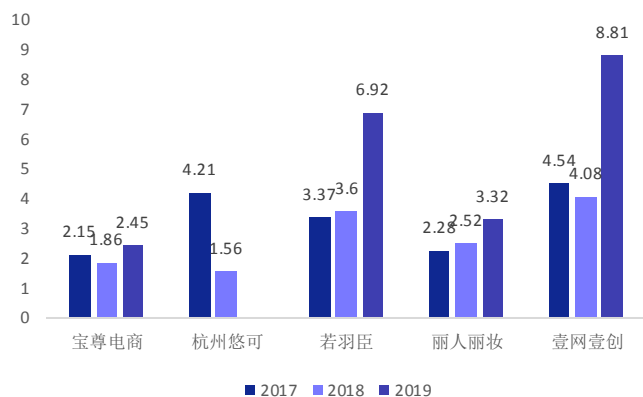
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 35: 2017-2019 代运营公司资产负债率



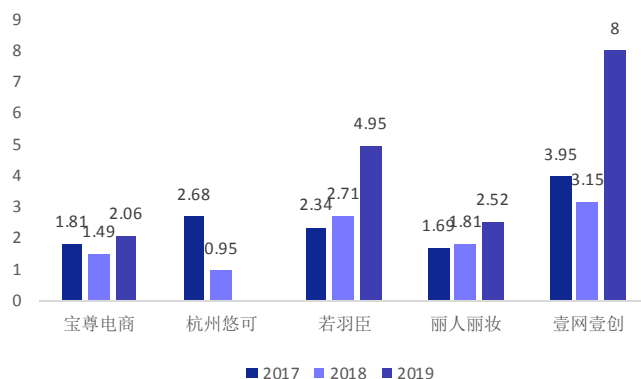
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 36: 2017-2019 代运营公司流动比率



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 37: 2017-2019 代运营公司速动比率

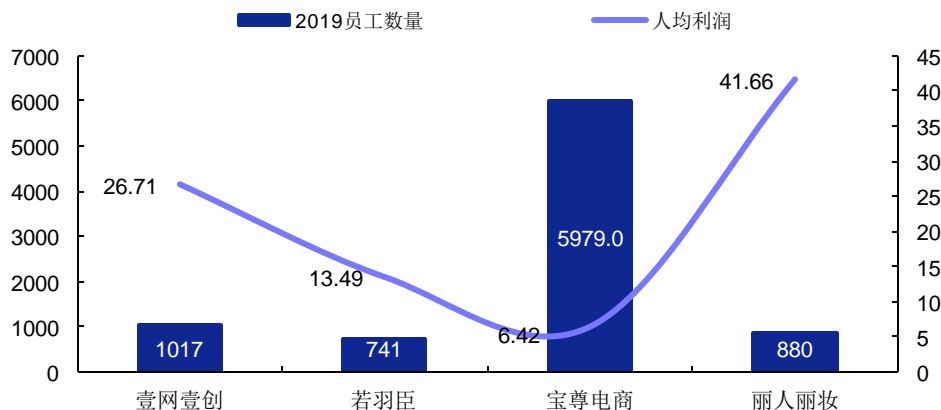


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.4. 相较同业，丽人丽妆人均创造利润最高

丽人丽妆在同业对手中人均创造利润最高，达到 41.66 万元。2019 年丽人丽妆人均利润在同业中排名第一，远高于同业水平壹网壹创 26.71 万元/人，若羽臣 13.49 万元/人，以及宝尊电商 6.42 万元/人的水平，表明其经营效率在同业中拔尖。这主要与丽人丽妆的业务模式有关，通常经销模式所需要的人员相对较少，而丽人丽妆主营业务中经销模式占比较高，同时在仓储方面丽人丽妆使用自用仓与外包仓相结合的方式减少人员投入，加之丽人丽妆优秀的 IT 支持使得其经营效率具有显著优势，因此人均创造利润最高。

图 38: 丽人丽妆在同业对手中人均创造利润最高（单位：万元）



资料来源: 丽人丽妆公司公告, 壹网壹创公司公告, 若羽臣公司公告, 宝尊电商公司公告, 安信证券研究中心

5. 投资建议：预计 2021 年净利润 3.9 亿元

核心逻辑：合作品牌数稳步增加，电商零售业务增长迅速。关键假设：1) 收入假设：① 电商零售业务：合作品牌数稳步增加，2018 年由于受到欧莱雅集团收回部分品牌经营权影响，公司收入、利润增速有所放缓，而 19 年公司新达成合作品牌 22 个，且与妮维雅、露华浓以及欧莱重新达成合作，预计未来三年恢复较快增长；② 品牌营销业务：预计未来三年保持往年增长水平；③ 其他主营业务：其他主营业务主要包括分销及代销业务，规模较小。2019 年分销业务收入占营业收入比例较 2018 年度有所提高，主要系发行人因部分合作品牌变动，协商一致转店后，发行人按照约定将该等品牌剩余存货销售给后续店铺经营方，形成分销收入。而寄售业务部分，公司与屈臣氏自 2016 年 6 月起开始合作，2017 年底结束合作。预计未来该分部增长较小。2) 费用假设：公司期间费用管控合理，各项费率保持稳定。

表 10：丽人丽妆 2019-2022 年盈利预测（单位：百万）

营收（千元）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
化妆品电商零售业务	3,154	3,346	3,700	4,440	5,328	6,554
YOY	64.93%	6.09%	10.59%	20.00%	20.00%	23.00%
品牌营销服务	168	230	132	171	222	278
YOY	111.15%	36.41%	-42.72%	30.00%	30.00%	25.00%
其他主营业务	98	40	43	46	53	61
YOY	310.19%	-59.72%	8.31%	8.00%	15.00%	15.00%
毛利率：电商零售（%）	34.45%	36.14%	35.21%	35.27%	35.54%	35.34%
毛利率：品牌营销（%）	59.66%	48.39%	57.05%	55.03%	53.49%	55.19%
毛利率：其他业务（%）	17.40%	10.00%	4.08%	10.49%	8.19%	7.59%
整体：营收	3,420	3,615	3,874	4,657	5,604	6,893
YOY	69.67%	5.69%	7.18%	20.2%	20.3%	23.0%
整体：毛利率	35.20%	36.63%	35.61%	35.75%	35.99%	35.89%
整体：净利润	227	252	286	327	390	462
YOY	180.2%	11.0%	13.4%	14.3%	19.4%	18.3%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

投资建议：买入-A 投资评级。我们基于未来公司电商零售业务将保持较快增长的运营假设下，预计公司 2020-2022 年营收为 46.6 亿元/56.0 亿元/68.9 亿元，对应增速 +20.2%/+20.3%/+23.0%；对应整净利润为 3.27 亿元/3.90 亿元/4.62 亿元，对应增速 +14.3%/+19.4%/+18.3%，给予公司买入-A 投资评级。

6. 风险提示

- 1) **假设与实际不相符风险：**我们盈利预测核心假设公司未来零售业务增速恢复至 18 年前水平，若实际增速与我们假设不符，将对公司的盈利预测产生影响。
- 2) **品牌续约或拓展不及预期：**电商代运营公司易收到客户持续合作是否稳定的影响。如欧莱雅集团旗下兰蔻、巴黎欧莱雅等品牌因自建销售团队、调整线上销售渠道、市场竞争等原因，双方终止合作；欧莱雅集团旗下美宝莲品牌官方旗舰店于授权到期后终止与公司合作等。如果合作品牌方自建电商，或品牌拓展进展不达预期，也将对公司业务发展带来一定的不利影响。
- 3) **返利政策变化：**品牌返利作为品牌线上营销服务模式的惯例，对于线上服务提供商来说，可以利用返利抵扣货款，减少营业成本，从而提高业务毛利率。如果品牌方返利政策变化，甚至终止合作无法收取返利，公司的盈利能力将受到较大影响。
- 4) **存货跌价风险：**由于化妆品电商零售业务的盈利模式为赚取进销差价，且构成公司的主要盈利来源，存在存货跌价风险。
- 5) **平台集中度过高：**按平台销售来看，2018 年至 2019 年，该公司在天猫平台的营收占到同期总营收的比重已经超过 99%。业务平台过于依赖淘宝，渠道较为单一，而近年来公司已开始布局开拓拼多多等其他线上平台。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,614.8	3,874.5	4,657.4	5,603.6	6,892.6	成长性					
减:营业成本	2,290.6	2,494.7	2,992.5	3,586.8	4,418.7	营业收入增长率	5.7%	7.2%	20.2%	20.3%	23.0%
营业税费	8.6	10.4	18.2	16.7	22.0	营业利润增长率	18.6%	6.1%	14.1%	19.5%	18.3%
销售费用	942.9	960.8	1,146.2	1,401.5	1,722.5	净利润增长率	11.0%	13.4%	14.3%	19.4%	18.3%
管理费用	79.8	88.2	103.3	129.9	165.3	EBITDA 增长率	14.6%	12.3%	11.0%	19.0%	17.5%
研发费用	22.4	11.0	23.0	26.1	28.6	EBIT 增长率	14.7%	12.5%	11.1%	19.3%	18.3%
财务费用	-5.5	-4.1	-9.1	-11.6	-14.0	NOPLAT 增长率	7.2%	14.2%	12.9%	19.3%	18.3%
资产减值损失	23.6	-39.0	3.7	-3.9	-13.1	投资资本增长率	22.3%	7.8%	-27.4%	73.1%	-12.5%
加:公允价值变动收益	-	14.0	-0.1	0.0	0.0	净资产增长率	24.4%	22.0%	22.9%	20.0%	19.7%
投资和汇兑收益	80.4	5.8	38.7	41.7	28.8						
营业利润	345.4	366.6	418.3	499.8	591.4	利润率					
加:营业外净收支	1.9	-0.0	0.9	0.9	0.6	毛利率	36.6%	35.6%	35.7%	36.0%	35.9%
利润总额	347.4	366.6	419.2	500.7	592.0	营业利润率	9.6%	9.5%	9.0%	8.9%	8.6%
减:所得税	95.7	82.1	93.9	112.1	132.6	净利润率	7.0%	7.4%	7.0%	7.0%	6.7%
净利润	252.3	286.0	326.9	390.2	461.7	EBITDA/营业收入	9.2%	9.6%	8.9%	8.8%	8.4%
						EBIT/营业收入	9.1%	9.5%	8.8%	8.7%	8.4%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	0	0	0	0	0
货币资金	678.8	871.8	1,435.8	1,485.2	2,039.0	流动资产周转天数	41	55	42	40	39
交易性金融资产	-	0.1	0.0	0.0	0.1	流动资产周转天数	172	194	191	193	186
应收账款	132.5	83.2	148.3	157.9	209.8	应收账款周转天数	11	10	9	10	10
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	47	51	46	48	48
预付账款	97.3	164.4	69.6	235.0	159.8	总资产周转天数	187	201	196	197	189
存货	579.6	517.3	671.9	822.2	1,024.3	投资资本周转天数	53	56	42	40	39
其他流动资产	550.3	500.7	471.7	507.6	493.3						
可供出售金融资产	2.1	-	0.9	1.0	0.6	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	19.4%	18.1%	16.8%	16.7%	16.5%
长期股权投资	4.9	-	-	-	-	ROA	12.0%	12.8%	11.4%	11.9%	11.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	51.7%	48.3%	50.6%	83.2%	56.9%
固定资产	5.0	4.3	1.7	-0.7	-0.7	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	26.1%	24.8%	24.6%	25.0%	25.0%
无形资产	2.7	1.6	0.6	-	-	管理费用率	2.2%	2.3%	2.2%	2.3%	2.4%
其他非流动资产	50.1	81.4	51.3	57.8	62.3	研发费用率	0.6%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%
资产总额	2,103.3	2,224.9	2,851.9	3,266.0	3,988.5	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	17.5	-	-	-	-	四费/营业收入	28.8%	27.3%	27.1%	27.6%	27.6%
应付账款	418.6	333.6	547.8	533.9	788.3	偿债能力					
应付票据	150.0	68.4	103.6	159.5	162.1	资产负债率	38.4%	29.0%	31.9%	28.6%	30.0%
其他流动负债	221.4	242.1	257.0	240.5	246.8	负债权益比	62.3%	40.7%	46.8%	40.1%	42.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.52	3.32	3.08	3.44	3.28
其他非流动负债	0.2	0.0	0.3	0.2	0.2	速动比率	1.81	2.52	2.34	2.55	2.42
负债总额	807.7	644.2	908.7	934.0	1,197.4	利息保障倍数	-59.59	-90.51	-44.77	-42.20	-41.37
少数股东权益	-2.5	-3.4	-4.9	-6.5	-8.6	分红指标					
股本	360.0	360.0	400.0	400.0	400.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	936.0	1,220.3	1,548.1	1,938.4	2,399.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,295.6	1,580.8	1,943.2	2,332.0	2,791.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	251.7	284.5	326.9	390.2	461.7	EPS(元)	0.63	0.71	0.82	0.98	1.15
加:折旧和摊销	5.9	7.2	3.6	3.1	-	BVPS(元)	3.25	3.96	4.87	5.85	7.00
资产减值准备	23.6	39.0	-	-	-	PE(X)	81.7	72.0	63.0	52.8	44.6
公允价值变动损失	-	-14.0	-0.1	0.0	0.0	PB(X)	15.9	13.0	10.6	8.8	7.4
财务费用	-3.1	0.5	-9.1	-11.6	-14.0	P/FCF	125.8	92.3	41.3	358.0	36.8
投资损失	-80.4	-5.8	-38.7	-41.7	-28.8	P/S	5.7	5.3	4.4	3.7	3.0
少数股东损益	-0.6	-1.5	-1.6	-1.6	-2.2	EV/EBITDA	-	-	46.3	38.8	32.0
营运资金的变动	-610.9	-56.6	198.7	-342.2	94.3	CAGR(%)	15.6%	17.3%	13.0%	15.6%	17.3%
经营活动产生现金流量	-139.4	220.5	479.6	-3.8	511.1	PEG	5.2	4.2	4.9	3.4	2.6
投资活动产生现金流量	228.7	30.0	38.0	41.5	29.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-15.5	4.2	46.3	11.7	13.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
北京联系人	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuqx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034