

## 网红经济的核心卡位在哪里？——网红产业链深度解析

### 核心观点:

- 在整个网红产业链条中，参与方包括各类社交平台、网红本身、网红经纪公司、供应链提供商以及最终的电商变现平台。其整个流程可以概括为：网红由于某领域特长成名于各类社交平台，之后逐渐向综合性社交平台汇集；而网红经纪公司签约具有可变现价值的网红，为其提供社交账号运营管理以及对供应链厂商的工作；最终网红所推广的产品通过电商平台进行变现。随着签约网红数增加，其供应链越来越重。
- 网红模式为何会成为新的热点？以服装产业为例，网红的出现其实改善了目前供应链效率较低以及客户精准营销的问题。从供应链端，网红作为意见领袖买手制导购渠道，通过将其自身对时尚潮流的高敏感度对接供应链厂商，向粉丝主动推荐经过筛选的服装款式，提高了供应链生产效率，缓解了库存高、资金周转慢等问题。从零售端，随着品牌商规模扩大导致的开店边际收益下降问题以及各类成本价格的上升，品牌商开始向线上 B2C 电商平台寻找新的渠道销售商品。然而在传统 B2C 电商中心平台搜索品类繁杂且收费日益昂贵的大背景下，网红这种借助社交平台海量流量宣传产品的精准营销模式，极大缓解了品牌商推广产品效率低下的问题，也有望帮助移动社交电商完成又一次交易场所转移。
- 网红本质其实是传统商品寻找的新营销路径，其核心卡位一端掌握在社交平台手中：（1）通过大数据挖掘不同类型的网红，（2）网红帐户的运营管理能力；其核心卡位另一端是高品质快反应的供应链，制造性价比高符合潮流趋势的产品，而这恰恰是传统的品牌服饰企业经过模式调整所擅长的领域。
- 纺织服装板块有望切入网红产业链的上市公司。（1）华斯股份通过其收购微卖与新浪微博的战略合作，背靠 2000 多万具有销售属性的博主，先天性的占据卡位资源优势。（2）柏堡龙拥有强大的设计能力能够持续不断地创造新款服饰，同时自带的服装制造能力能够供应供应链端的强大支撑。（3）商赢环球其核心优势在于其在美国市场多年积淀的丰富的买手制经验以及成熟的下游供应链体系。（4）新民科技其优势则在于其自身作为电商综合服务平台在衔接电商供应链与经销商上的天然技术数据优势。（5）在快时尚消费趋势下，不排除其他品牌服饰介入网红领域。

### 推荐

维持评级

#### 分析师

马莉

(8610) 6656 8489

[mali\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:mali_yj@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130511020012

特此鸣谢:

陈腾曦: (8621) 20252682

[chentengxi@chinastock.com.cn](mailto:chentengxi@chinastock.com.cn)

林骥川: (8621) 68597610

[linjichuan@chinastock.com.cn](mailto:linjichuan@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

## 目录

<b>一、网红产业链包含了什么？</b> .....	<b>2</b>
(一) 网红产业链模式解析 .....	2
(二) 各社交网站培养网红能力差别，新浪微博成为最终变现渠道 .....	5
<b>二、为什么网红店会成为热点？——以服装行业为例</b> .....	<b>7</b>
(一) 网红买手制的购物模式提升供应链效率 .....	7
(二) 网红销售模式有望为品牌商打开吸引客流新通道 .....	8
(三) 网红销售虽然只是销售模式的转变，但有望帮助社交电商平台取代中心电商平台 .....	10
<b>三、网红经济的核心卡位是什么？</b> .....	<b>11</b>
(一) 强大的数据分析能力 .....	11
(二) 网红社交账号的运营维护能力 .....	11
(三) 极强的新品设计能力以及灵活的供应链支持 .....	11
<b>四、纺织服装板块有望切入网红产业链的上市公司</b> .....	<b>12</b>
(一) 华斯股份背靠新浪微博，成功卡位社交移动电商 .....	12
(二) 柏堡龙作为专业设计公司，在设计领域拥有独特优势 .....	14
(三) 商赢环球以成熟买手制供应链管理经验丰富嫁接国内品牌商 .....	18
(四) 新民科技综合电商服务平台为电商提供供应链服务 .....	20
(五) 在快时尚消费趋势下，不排除其他品牌服饰介入网红领域 .....	23

## 一、网红产业链包含了什么？

### (一) 网红产业链模式解析

网红指的是在社交平台上具有一定量的社交资产，并且有能力将这些社交资产变现（变现方式通常包括广告与网红电商）的人。其范围不止于网络上走红的、善于自我营销的美女，网络上以新浪微博为主的各大社交平台上均长期活跃着各类垂直领域的意见领袖或者行业达人，包括游戏、动漫、美食、宠物、时尚、教育、摄影、股票等领域都有一些极具影响力的网红。

图 1：各类网红示例

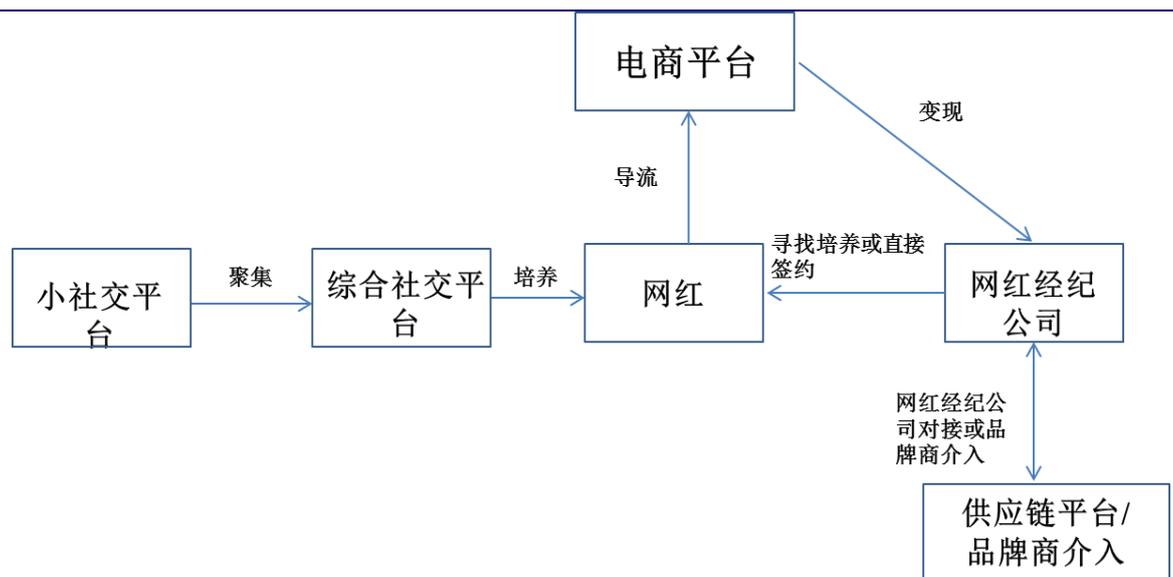
美女网红：例如张大奕	微博内容实例
 <p>张大奕eve V <a href="#">+关注</a> 上海 徐汇区 <a href="http://weibo.com/zhangyie">http://weibo.com/zhangyie</a> 广告模特演员张大奕 关注 964   粉丝 376万   微博 10808</p>	 <p>无论你从别人嘴里听到关于你的各种版本 别慌了脚 优美 气死他们 😡😡😡 1月7日 19:43 来自 奶香淘iPhone 6s</p>
 <p>回忆专用小马甲 V 其他 <a href="http://weibo.com/u/3217179555">http://weibo.com/u/3217179555</a> 微博人气博主 关注 589   粉丝 2344万   微博 9879 简介：愿无岁月可回头</p>	 <p>主银先养了乌龟Aosan，然后家里又来了小柴Senbee，它的问题是，小柴好像越来越觉得自己是只乌龟.....😂 1月24日 22:09 来自 微博 weibo.com</p>
 <p>old先 V 浙江, 杭州 <a href="http://weibo.com/oxian">http://weibo.com/oxian</a> old先, 漫画作者, 代表作品《小丑丹尼》 关注 160   粉丝 335万   微博 372 简介：漫画作者, 作品《小丑丹尼》、《爱的比热容》、画集《old先》。 标签：幕星社 漫画 教育信息：中央美术学院 职业信息：幕星社</p>	 <p>#幕星周刊广告部# 我的一天。 1月16日 20:03 来自 微博 weibo.com</p>

资料来源：新浪微博，银河证券研究所

由于网红平民化、廉价以及精准营销的特点，其商业价值正在被逐渐挖掘。相比较于粉丝经济的“漫灌”营销，网红经济由于网红在特定领域的专业性，网红们能够更精准地将产品导向粉丝需求，实现了“精灌”营销，提高了消费转化率。同时，网红又兼具广告或流量费相对较为便宜以及更为平民化的特点，其相较粉丝经济具有独特的优势。

在网红产业链中，主要的成员包括小型社交平台、综合社交平台、网红、网红经纪公司、电商平台以及为网红提供产品的供应链平台或品牌商。

图 2：网红产业链结构



资料来源：网络资料，中国银河证券研究部

**(1) 社交平台。**在整个产业链中，小社交平台由于其在某领域的专业性，往往会有部分在该领域有特殊才能的网友，在回帖互动的过程中逐渐受到其他兴趣相同网友的关注。随着关注人数的逐渐增多，该具有特长的网友逐渐成为小型网红。

图 3: 网红衍生社区



资料来源：网络资料 中国银河证券研究部

然而由于各个具有专业性或功能性的社交网站其日常流量相对有限,为了持续提高自身知名度,其会持续向流量较大的综合性社交平台聚集,并在综合性社交平台上以网红身份长期活跃。

表1: 各社交网站日均IP访问数(统计于2015年1月25日)

新浪微博	1.12亿
天涯	678万
豆瓣	28.5万
BILIBILI视频网	1077万
知乎	1008万

资料来源: Alexa, 中国银河证券研究部

(2) **网红经纪公司**。其运作模式基本为: 1) 寻找签约现有合适网红; 2) 组织专业团队维护网红的社交账号。网红经纪公司需要定期更新吸引粉丝注意的内容以及保持与粉丝的互动维持粘性, 使网红能够吸引粉丝点击相关店铺链接或者关注起网红推广的产品; 3) 组织生产。利用其供应链组织生产能力为网红对接供应链渠道, 将其在网上宣传的产品进行实体生产; 4) 提供相关电商店铺的运营管理。网红经纪公司通过在网店铺销售网红宣传产品的方式将网红社交资产进行变现。

图 4：如涵电商运营模式



资料来源：网络资料，中国银河证券研究部

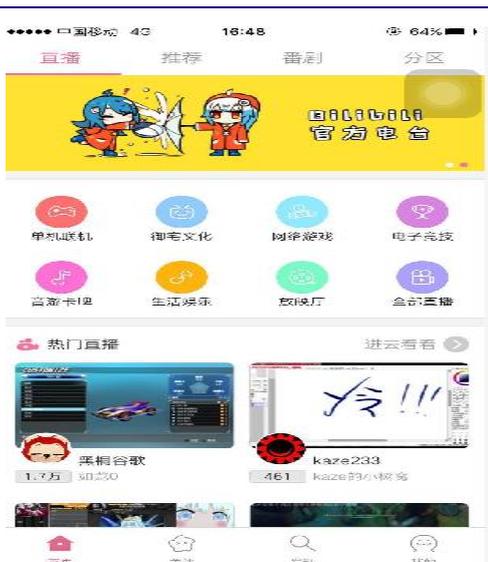
**(3) 供应链生产商或平台。**网红由于其讲究的时尚性和独特性，往往想要寻找到能够灵活应对下游消费者需求，基本上做到随时生产、随时发货的供应商。因此网红经纪公司自身或者其对接供应链的服务平台，需要通过大数据分析以及供应链人脉，为网红对接到能够在具备了一定规模后依旧能够保持快速反应和高品质的供应链。同时，由于这对供应链提出了较高的要求，部分品牌上市公司也想借助自己已有的成熟供应链体系参与到这个环节之中。

## （二）各社交网站培养网红能力差别，新浪微博成为最终变现渠道

各社交网站培养网红各有优劣势。除去规模上普遍局限之外，各个平台在培养网红上均有自己的优劣势：

**1、兴趣及运动旅游类社交网站。**这两类社交网站的优点在于平台用户均对某一领域拥有相同的兴趣爱好，相似的需求容易使粉丝聚集并较快速度地出现网红。但是这类网站的缺点在于某一垂直领域的粉丝数量较为有限，网红规模普遍比较有限。

图 5：豆瓣小组 APP 界面



资料来源：网络资料，中国银河证券研究部

**2、科普类社区网站。**这类社区网站的优点在于网红凭借自身才能及广博的见识，能够持

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

续不断地输出优质内容吸引各类有知识需求的网友,使得其粉丝不仅数量较大且均具有较强粘性。但是这类网站的缺点是,由于文化氛围较重,粉丝普遍比较排斥商业化,同时网红本身可能也有较强的个人价值观,这为其未来的变现增添了更大的难度。

图 6: 知乎 APP 界面



资料来源:网络资料,中国银河证券研究部

**3、视频直播类网站。**这类网站借助目前“宅”文化以及游戏产业的兴起,受到越来越多网友的喜爱;同时在这一类社交网站上成长起来的网红其自身外表及演艺素质也较为优秀,有利于未来的变现。然而这类网站成长起来的网红普遍存在的问题是由于观众较快的口味变化使得网红的生命周期相对较短,而这类网红由于出道时有很大可能被某一形象框定,使得其未来转型也较为艰难。

表 2: 各社交平台培养网红能力及优劣势

平台类型	网红粉丝数量级	平台代表	网红类型	网红代表	优势	劣势
兴趣社交类社区	豆瓣: 5-15万	豆瓣社区和天涯社区	红人属性分布全面,但专业化程度可能不够高。	豆瓣红人张辛苑、张佳玮	平台用户同质性高、兴趣相似度高	1、大部分用户拥有不止一个兴趣,需要在各个兴趣社交类社区之间切换,有损用户体验。 2、各垂直领域用户数量面临天花板约束,网红变现范围有限。
科普问答、经验分享类社区	知乎: 10-20万	知乎网、果壳网	平台上的红人一般是KOL(关键意见领袖),专业化程度高,粉丝忠诚度高。	知乎红人Jennyyy、苏菲	网红通过优质内容的稳定输出不断获得粉丝并保持粉丝粘性	1、知乎等知识型社区主打高质量人生经验的分享,文化氛围比较排斥商业化,核心用户容易因商业化而流失,网红变现较难。 2、此类社区上粉丝数量庞大的KOL往往有较强的个人价值观,涉及到商业广告或营销往往会非常谨慎

运动健身、社交、旅游、美妆时尚等社区网站	各平台差异较大	咕咚APP、Nike Running/穷游网/陌陌APP/美丽说、蘑菇街	平台上的红人专业化程度高，往往深耕于某一垂直领域。	旅游：猫力	平台用户同质性高，兴趣相似度高	难以说服他们进行粉丝变现。UGC（用户原创内容），用户通过去中心化的平台分享个人经验，且受众的需求、偏好比较多样，所以每个细分垂直领域的粉丝数量有限。
视频网站	B站：10-50万	优酷、爱奇艺、哔哩哔哩	平台上的红人口才或形象较好，具备一定的表演水平和视频制作技术，起点较高，容易转行至传媒影视等行业。	“万万没想到”系列导演“叫兽易小星”	视频网站平台培育出的网红往往具有较好的口才或形象，给粉丝留下较好印象，因而容易对粉丝进行变现。	如果平台上的网红不能跳出原有的形象成功进行转型、不断创造出优质作品，便难以维持粉丝粘性。
直播网站	斗鱼直播前十：粉丝数80-200万；前四十：40-200万	YY直播、斗鱼直播平台	直播网站的红人往往口才较好，有比较独特的个人风格。	电竞视频解说网红伍声：开淘宝店，售卖游戏外设等品类，年销售额达到700万。	游戏产业发展、“宅”文化兴起大大推动了游戏直播网红的形成，网红经济潜力越来越大。	直播内容可能比较单调，用户容易产生审美疲劳，因此网红生命周期比较短。

资料来源：网络资料，中国银河证券研究部

**各社交平台变现均有难点。**在我们列出的五类平台上，虽然各个平台都有各自的优势，但首先受制于各个垂直领域粉丝规模天花板的约束，或是各个平台对广告链接的限制或商业化氛围的差别，抑或没有足够的软件系统（如与微博进行战略合作的微卖）为网红变现提供支持，各大社交平台网红变现并不顺利。

**新浪微博成为各平台网红变现的主要途径。**由于变现的困难，各平台上的网红在获得一定粉丝数量后，逐步将活动中心转移到用户规模最大、且最适合变现的微博上。各网红将自己原先平台上的粉丝引流到微博上，同时吸引更多的粉丝，再通过广告或者电商营销对聚集在新浪微博上的粉丝资源进行变现。

## 二、为什么网红店会成为热点？——以服装行业为例

目前服装产业链的销售端主要分为线下实体销售以及线上销售两部分，而线上销售目前又延伸出了网红店铺这种新型的销售手段。网红的出现其实改善了目前供应链效率较低以及客户精准营销的问题。从供应链和零售两端来看：

### （一）网红买手制的购物模式提升供应链效率

传统服装产业链包括服装设计、组织生产以及服装销售这三部分。在这三个部分中，服装设计和组织生产这两个环节属于整体产业链的制造端。

网红作为意见领袖买手制模式，通过精准营销方式促进我国服装产业链效率提升。我国目前整个服装产业链多数环节通常由品牌商内部化完成。品牌商会负责时尚潮流的市场跟踪以

及产品的设计，并自行联系外包供应链组织产品的生产。各品牌在利用广告打造品牌方面比较成功，但由于在设计、供应链及终端营销管控各方面均难以专业化、存在不同程度的缺失，在不利的冲击下容易陷入销售效率下降、渠道库存巨大、资金周转缓慢的困局。

而网红作为专业领域的意见领袖，其可以利用自己在时尚领域的敏感度、品味以及其背后强大专业的设计团队，将符合潮流趋势且迎合自身粉丝偏好的产品推荐给消费者，这在降低消费者购物难度的同时，提升了供应链效率，缓解了品牌商库存高、资金周转慢的问题。

## （二）网红销售模式有望为品牌商打开吸引客流新通道

在产业链的零售端，线下实体店、淘宝门店、以及新晋的网红店则在运作模式上有着较大区别。

### 一、线下实体店阶段

在线下实体门店上（主要指直营，分销商模式则为分销商主导），品牌商需要负责店铺租赁、店员雇佣、各种品牌推广、以及店铺的最终运营。由此带来的业务支出主要包括店铺租金、广告费用、人工成本、以及其他运营相关开支。

品牌的线下开店模式均有一个从规模经济逐步转向规模不经济的过程。在品牌创立之初，由于品牌商在广告宣传方面从无到有的大量投入带来的客流量，由于低基数效应将使得公司的店铺扩张以及单店销售取得高速增长。但随着公司规模扩张到一定的阶段，由于特定消费群体需求的逐渐饱和或者单一品牌推广边际效用的下降，单纯的线下广告以及开店模式所获得的边际收入将大幅降低，这也使得租金、人员工资等一系列费用在总收入中的占比大幅提升。与此同时，我国过去几年由于房地产价格持续走高带来的租金成本持续上升进一步突出了这一问题。

表 3: 目前直营体系线下门店开店费用率（粗略估计）

租金	25%
推广费用	5%
人工成本	10%-15%
其他杂项开支	10%-15%
总计	50%-60%

资料来源：网络资料，中国银河证券研究部

### 二、线上 B2C 电商阶段

在此大背景下，线下品牌商均要寻找新的品牌推广廉价渠道以获取新的廉价客流，由此形成了以淘宝天猫为首的 B2C 电商的兴起。在初始阶段，由于阿里仍以吸引客流为主，因此淘宝或天猫的引流费用极其低廉，在我国互联网用户数量迅速发展的大背景下，品牌商纷纷入驻淘宝天猫为代表的电商平台，以其低廉的流量费用代替日渐高昂的店铺租金以及广告推广费用。

然而，随着阿里对平台流量变现的逐步开始，淘宝天猫等平台的流量费用也日渐高昂。根据阿里年报，其集团广告服务收入/平台 GMV 的数据从 2012 年的 1.2% 上升至 2015 年的 2.4%。

表 4: 市场服务收入/平台 GMV 数据

阿里巴巴	2012-03-31	2013-03-31	2014-03-31	2015-06-30	2015-09-30
市场服务收入/GMV	1.2%	1.6%	1.8%	2.3%	2.4%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

在天猫平台抽成、平台引流广告费用与日俱增的情况下, 各大品牌广告费用率也逐步上升。如电商品牌韩都衣舍, 其推广费用占总收入的比例已超过 10%, 而其众多子品牌的推广费用大多占总收入的 20%-30%。

表 5: 目前天猫开店费用率 (粗略估计)

天猫抽成	5%
仓储物流成本	10%
网页维护及服装拍摄制作费	5%
推广费用	15%-30%
人工等营运成本	10%-15%
总计	45%-65%

资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

在平台引流费用昂贵且效率低下的情况下, 各品牌商开始寻找新的营销办法。随着越来越多的商家在电商平台开店以及流量费用的日渐高昂, 品牌商所支付的推广费用转化成实际消费的效率极其低下 (比如平台类目繁多, 置顶或搜索功能并不一定能使消费者进入品牌商网上店铺), 目前传统 B2C 电商获得一个实际客户的成本已突破百元。因此各品牌商亟需寻找新的吸引流量手段以代替依托中心平台的引流方式。

### 三、寻找新营销渠道——网红店为其中之一

网红为品牌电商吸引流量提供了新的渠道选择。网红经济作为粉丝经济的平民化表现形式, 能够通过社交平台的海量流量以及精准营销大幅提高转化率。由于粉丝关注的网红均为各自专业领域的达人, 其对网红推销的专业领域产品会更加敏感也更容易接受 (比如游戏达人推荐的游戏硬件会更容易被游戏粉丝接受), 因此提高了消费者的转化率。

同时, 随着社交平台的兴起, 逐渐增长的流量使得在这些平台上成长起来的网红能够辐射的粉丝数量越来越多, 加上网红粉丝消费的高转化率使得品牌服装公司开始试图以网红宣传代替原先的依赖中心平台广告的方式进行宣传。

根据我们粗略估计的费用可以得出, 网红店铺的整体费用大体与线下门店以及目前的线上门店相当。但是, 网红店铺对于供应链效率以及客流吸引效率的提升则更为明显。

表 6: 目前网红店开店费用率 (粗略估计)

天猫抽成	5%
仓储物流成本	10%
网页维护及服装拍摄制作费	5%
人工等营运成本	10%-15%
推广费用	-
网红背后团队	5%-10%
网红分成	5%-20%
总计	40%-60%

资料来源: 网络资料, 中国银河证券研究部

注: Lin 家一个网红的背后支持运营团队的费用支出达到 100 万; 若以如涵公布的数据计算, 其公司旗

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

下有 50 名网红，公司一年销售额接近 5 亿，可粗略得出网红背后团队费用率为 5000 万/5 亿=10%

### （三）网红销售虽然只是销售模式的转变，但有望帮助社交电商平台取代中心电商平台

网红销售只是品牌商重新寻找高效率的营销方式。根据前文，由于线下扩张以及淘宝为代表的电商平台导流的效率逐渐下降，品牌商正在重新寻找新的高效率导流方式。网红利用自身在社交网络积累的大量社交资产以及其精准营销的买手制意见领袖导购方式大大提升了其宣传的有效性，这是品牌商找到的一种推广宣传自身产品的全新方式。

图 7: 张大奕淘宝店截图



图 8: 钱夫人淘宝店截图



资料来源：网络资料，中国银河证券研究部

虽然网红销售本身仍只是一种销售方式，但其有望将线上交易场所从中心电商平台转移至社交电商平台。虽然网红销售只是品牌商又一次销售渠道的改变，但是由于身处互联网社交平台这一独特性，使其成为移动社交电商 B2C2c 变现的一个缩影。随着品牌商将交易转向网红，网红所依托的社交平台将吸引越来越多的顾客浏览、产生更多的产品展示。移动社交电商通过无缝对接社交平台的方式将迎来更多的产品交易。

随着越来的顾客流量开始由网红社交账号导入，越来越多的支付交易通过可直接对接社交平台的移动社交电商完成，传统 B2C 电商的中心平台搜索推送功能将被大大削弱。因而借助网红所吸引的大量流量以及高效率营销能力，移动社交电商有望通过社交网站承载越来越多的交易功能，从而实现互联网购物的去中心化。

### 三、网红经济的核心卡位是什么？

如上文所述，网红本质其实是传统商品寻找的新营销路径，其核心卡位一端掌握在社交平台手中：（1）通过大数据挖掘不同类型的网红，（2）网红账户的运营管理能力；其核心卡位另一端是高品质快反应的供应链，制造性价比高符合潮流趋势的产品，而这恰恰是传统的品牌服饰企业经过模式调整所擅长的领域。

#### （一）强大的数据分析能力

为了寻找合适的网红为产品代言，网红经纪公司需要极强的大数据分析能力。一方面，网红经纪公司需要能够根据微博粉丝数据快速定位潜在签约网红其粉丝的类型、质量、活跃时间、转化率等等以确定该网红是否具有经济价值；另一方面也需要根据粉丝的回复率、点赞率以及回复内容的关键词提取来预测网红发布的商品是否能够热销，以销定产，避免出现产能过剩或者供不应求的情况。

目前的网红经纪公司大部分都签约已有一定社交资产的网络红人，虽然这些公司也具有一定的数据分析和搜索能力，但随着旗下网红规模的不断扩大，其在大数据方面的技术以及资金实力将逐渐成为进一步发展的桎梏。与此同时，网红的许多核心数据均掌握在社交平台手中，社交平台对这一数据的开放以及应用程度也将成为各网红经纪公司寻找网红及网红热销产品成功与否的关键。

#### （二）网红社交账号的运营维护能力

网红社交账号的运营对粉丝粘性的维护至关重要。在与网红签约之后，网红孵化公司就会全面接管网红的个人社交账号。网红在社交网络上发布的大部分内容都将由网红孵化公司决定。各家公司都有专门的微博运营团队。网红经纪公司需要时刻保证网红与粉丝互动内容的质量以及频率，始终维持住粉丝粘性。与数据分析能力一样，随着网红规模的逐渐扩大，网红经纪公司在网红账号运营维护上的能力也同样受到资金、技术、以及人员的制约。

#### （三）极强的新品设计能力以及灵活的供应链支持

根据前文所述，网红销售仅仅是品牌商新的销售渠道，因此最终网红经济的比拼还是会落到产品的性价比本身。这就回到了传统服装企业擅长的供应链整合和打造上：

（1）随着网红规模的增长，网红经纪公司自行设计能力就会力不从心。网红的本质是意见领袖买手制的导购模式，网红本身虽然有极强的时尚敏感度，但是需要源源不断的新款为其提供支持。虽然网红经纪公司均拥有完整的设计团队，但随着网红规模的增长，时尚潮流的加快变化以及国内人力资源成本的不断上升，网红经纪公司设计团队能力的局限将逐步暴露。网红想要持续为粉丝提供具有时尚度的新款服饰，背后就必须有一个强大的设计生产体系为其源源不断提供可供选择的新品。

（2）由于网红店铺采用上新闪购+预售的模式，其对供应链的快速反应以及补单能力有极高的要求。

首先，网红店铺采取的盈利模式需要自身具备紧追时尚热点和小批量快速反应链的能力，能否降低从设计到生产的时间间隔，是网红店铺生存和发展的关键。一个款式畅销与否，不

仅需要设计师准确把握消费者心理，抓住时尚热点，还需要“快人一步”地实现从设计到生产到上新的过程。

其次，网红店铺往往采取饥饿营销的手段，对补单能力要求极高。在销售和备货方式上，网红店采取少量现货限量发售、后期预售翻单方式，根据预售情况以销定产。因此，网红的销售模式对补单的要求较高，补单规模通常在初期备货的两倍以上，而换季窗口和用户容忍时间上限最多 20 天，这使得供应链压力巨大。同时，客服、发货、售后等系统也得适应这种潮汐式的运营节奏，上新时非常忙，服务质量下降；上新后资源冗余，造成浪费。

虽然优秀淘宝商家演变而成的各家网红孵化公司（莉家、榴莲家、Lin 家）都能够通过自身原有的在供应链端对接产品制造商的优势，且在与小生产商谈判时拥有比较强的议价能力。但是随着网红规模的逐渐扩大，对供应链需求的扩大会使得网红经纪公司越来越难满足上述对供应链反应速度的要求。去年大规模签约网红的一些店铺，评分都有不同程度下降，销售额的急剧扩展之下是用户体验的消耗。对于粉丝经济来说，损失客户的成本极高。

## 四、纺织服装板块有望切入网红产业链的上市公司

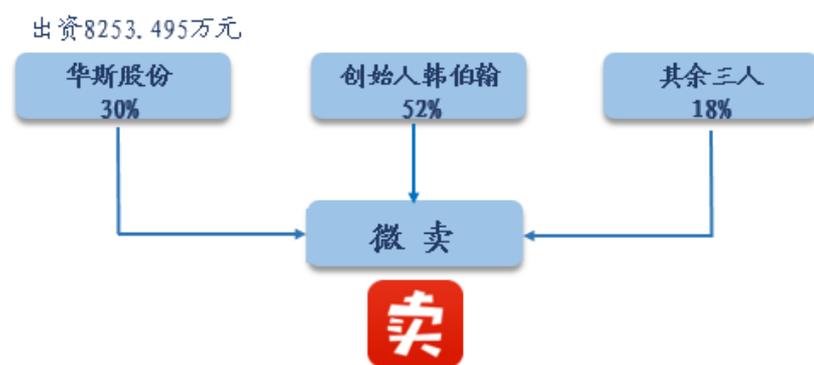
上市公司由于其在资金、人力等规模上的先天优势，其能够完美解决网红经纪公司在其旗下网红数量增长之后，遇到的产品设计、供应链供货以及电商平台运营方面的问题。

### （一）华斯股份背靠新浪微博，成功卡位社交移动电商

#### 一、入股微卖，合作微博，卡位移动社交电商平台

华斯股份于 15 年 5 月斥资 8253 万元收购优舍科技（“微卖”运营主体）30% 股权。“微卖”是基于全网移动社交媒体的电商平台，14 年 8 月上线，2015 年一季度平均日均交易额 120 万、日均活跃用户 25 万；未来商业模式在于交易分成，覆盖多个重点垂直行业。

图 9：微卖股权结构

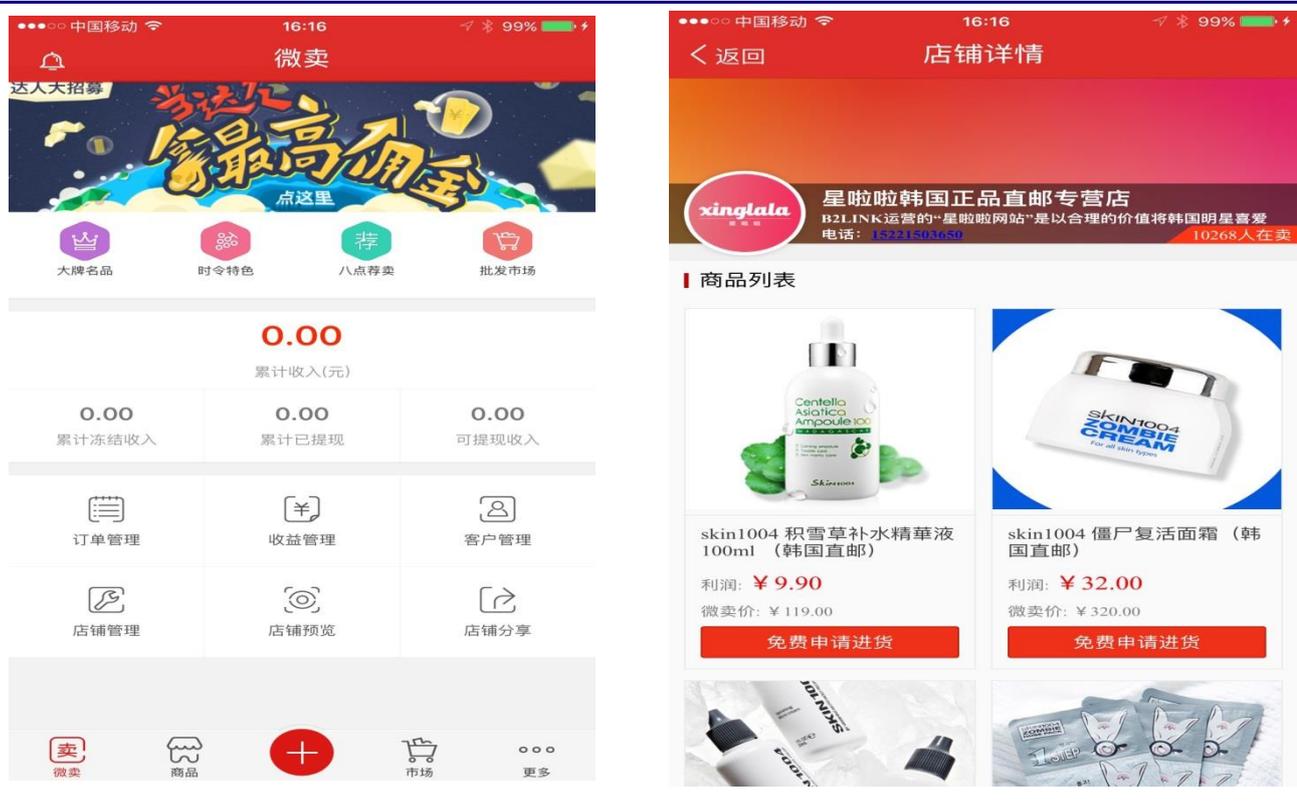


资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

微卖是一个基于全网移动社交媒体的电商平台（电商 3.0）。其改良了传统电商（电商 2.0）需通过对接平台获得流量从而成本高企的固有缺陷，通过跳过中心平台、利用社交媒体人脉资源直接对接潜在客户的方式大大节省了商户的流量成本。由于淘宝、京东等流量平台的强势，目前传统 B2C 电商（电商 2.0）从以上流量平台获取实际客户的平均成本已超过 100 元，高额的流量成本限制了小型电商的生存空间。而微卖等移动社交电商（电商 3.0）通过建立平

台将淘宝卖家的商品信息通过每个网民自己包括微信、微博在内的社交工具向自己的朋友发圈宣传，完成了近乎零成本的导流。与传统电商平台强调流量及供应链不同，“微卖”优势在于社交媒体中的每个普通人可以利用自己的人脉，通过其社交媒体实现精准销售/粉丝销售，从而将传统电商培养的商户资源通过多种社交媒体，以 C2C、B2C2c 等方式实现对不同个体的精准营销。

图 10: 微卖应用场景



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

微卖的核心竞争力来自于其与新浪微博共同开发的特殊 B2C2c 商业模式。B 端为来自京东淘宝等传统电商的供应商，大 C 端为社交平台网红，小 c 端为终端用户群体。B 是由微卖运营团队筛选出来的来自淘宝京东的供应商，大 C 是在开放平台中活跃的网络红人，他们都拥有大量粉丝群。

微卖通过与微博共同开发的“达人通”等形式将供应商与这些网红形成对接，并通过分成激励等方式鼓励网红为商家产品在网络上进行宣传。由于这些网红的粉丝群都是有着相同兴趣爱好的用户，他们更容易受到基于相同社交圈和社交爱好关注的网红大 V 们的影响而形成消费。微卖通过这些大 C 将产品信息传递给以普通消费者为代表的小 c，由小 c 借助自有的社交圈进行产品的进一步推广，充分开发粉丝经济和社交圈人脉，使得产品销售量得到快速增长。同时由于新浪微博与微卖的战略合作，微卖在该商业模式上拥有很强的核心竞争力。

图 11: 网红微卖小店



资料来源：网络资料，中国银河证券研究部

微卖7月初与新浪微博达成战略合作协议，正式将新浪微博作为依托主体。在与新浪微博达成的战略合作协议中约定，新浪微博在社交电商平台的搭建和运营方面与微卖合作，利用微卖所提供的技术以及运营服务为用户提供相应的电商服务；而微卖在在微博类社交平台中，将只与新浪微博进行合作。这一战略合作宣告微卖将成为新浪微博电商平台的代表，微卖作为社交电商代表平台的期权价值得到有效提升。由此“微卖”正式成为微博第一社交电商（阿里持有微博31.4%的股权以及18%的投票权）。

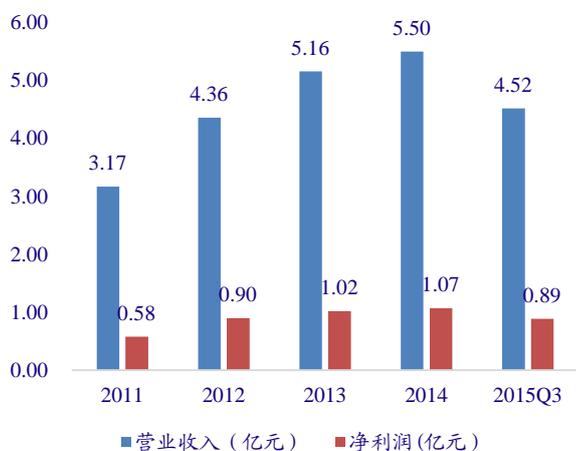
华斯有望借助微卖及新浪微博2000多万意见领袖的变现价值，大幅提升公司自身价值。虽然网红经济面临诸多挑战，但是华斯股份有望借助其微卖移动电商平台以及微卖与新浪微博在移动电商领域的战略合作，充分利用网红等网络意见领袖巨大的商业变现价值，大幅提升公司自身价值。

## （二）柏堡龙作为专业设计公司，在设计领域拥有独特优势

### 一、国内首家服装设计上市公司，大股权集中

柏堡龙成立于2006年，于2015年6月上市，是一家专注于服装设计，同时根据客户要求对公司设计款式提供配套组织生产服务的设计服务企业。公司是国内首家服装设计业上市企业，其规模和设计品牌实力均处于行业领先地位。公司2015前三季度实现营业收入4.52亿元，净利润0.89亿元；2014年实现营业收入5.5亿元，净利润1.07亿元；公司目前市值59.74亿元。

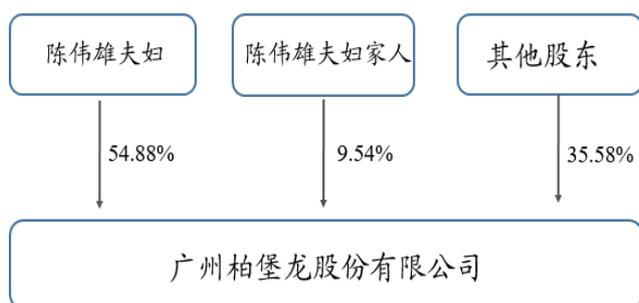
图 12: 柏堡龙营业收入和利润稳定增长



资料来源: WIND 中国银河证券研究部

**公司大股东股权集中。**目前公司实际控制人陈伟雄夫妇及其家人控制公司接近 65% 的股份。

图 13: 柏堡龙股权结构图



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

## 二、公司主营服装设计，同时为公司设计的服装提供外包生产

**设计业务作为公司的核心业务，是公司利润的主要来源。**设计环节约占服装产业价值链中利润分配结构的 40%，柏堡龙作为国内服装设计产业领头羊，主要业务定位于产业价值链中附加值较高的设计环节。虽然设计业务收入只占公司总收入的 20% 左右，但由于设计业务的高毛利率（接近 90%），设计业务贡献毛利润占主营业务毛利比接近 70%。

**组织生产业务是设计业务的延伸，完全服务于设计业务。**2011-2013 年，公司提供后续组织生产服务的设计款数占比为 68.35%、78.42% 和 84.48%；虽然公司组织生产业务的收入占比超过公司总收入的 75%，但其属于配套业务，附加值低，生产服务的毛利率保持在 12% 左右。

表 7: 柏堡龙 2012-2015Q2 营业收入与毛利率表

	2012	2013	2014	2015Q2
<b>设计收入(万元)</b>	<b>12429.45</b>	<b>11385.86</b>	<b>10484.37</b>	<b>6,705.01</b>
占总收入比	22.60%	22.07%	24.03%	21.72%
毛利率	87.67%	87.41%	87.89%	89.31%
毛利润占比	68.07%	65.92%	66.58%	66.14%
<b>组织生产收入(万元)</b>	<b>42557.20</b>	<b>40194.32</b>	<b>33096.83</b>	<b>24159.26</b>
占总收入比	77.40%	77.93%	75.85%	78.28%
毛利率	12.97%	12.80%	12.89%	12.68%
毛利润占比	31.79%	34.08%	33.42%	33.86%
<b>营业收入(万元)</b>	<b>10484.37</b>	<b>51580.18</b>	<b>43632.48</b>	<b>30,864.27</b>
总毛利率	30.95%	29.27%	29.84%	29.33%

资料来源: WIND、银河证券研究部。

### 三、公司拥有高水准设计能力和配套的生产能力

#### 1、公司设计能力出众

柏堡龙核心竞争力是设计能力。公司作为专业的服装设计企业，长期为包括匹克、特步、虎都、富贵鸟等 100 多个品牌客户服务。公司在服装设计上的核心竞争力包括了：

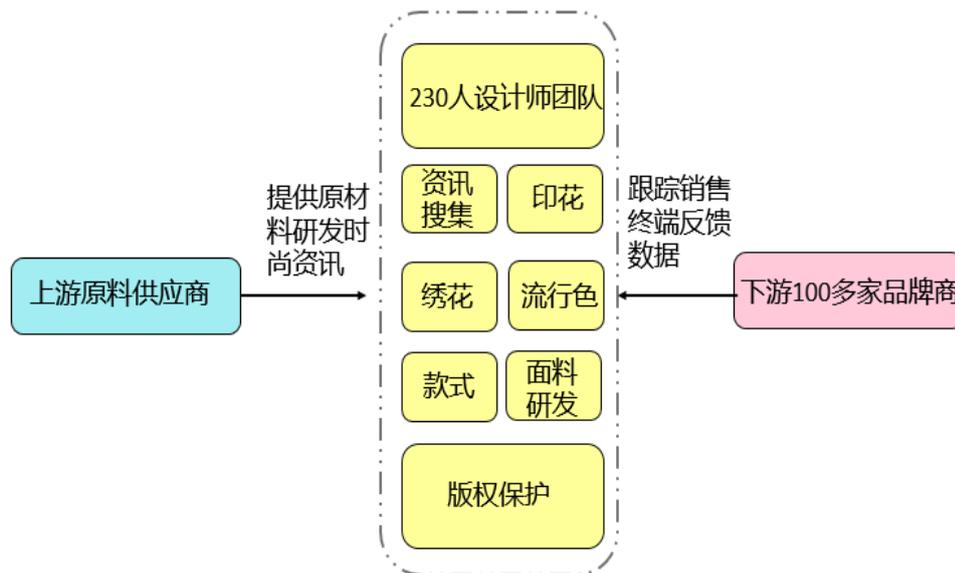
(1) 专业庞大的设计师团队。公司建立了 230 人专业设计师团队，设计师能从各地不同渠道获取设计灵感，准确把握时尚潮流的趋势；

(2) 协同上下游全面搜集数据。公司利用其自身在设计 and 生产端的卡位，一方面通过跟踪品牌客户销售终端的反馈，另一方面组织生产业务时与原材料厂商密切合作，多渠道全面收集设计创意资讯；

(3) 设计模块具有专业分工优势。公司设计体系分为资讯搜集、印花、绣花、流行色、款式、面料研发、和整合等模块的设计小组，分工合作提升效率和丰富性。

(4) 量贩顾问式设计销售模式优势。公司已形成规模化设计能力，2012 年、2013 年和 2014 年分别开发出 6012 款、7518 款、7871 款服装设计，设计能力规模化强化了量贩顾问式的设计服务提供模式。

图 14: 柏堡龙协同上下游，保持高水准设计能力



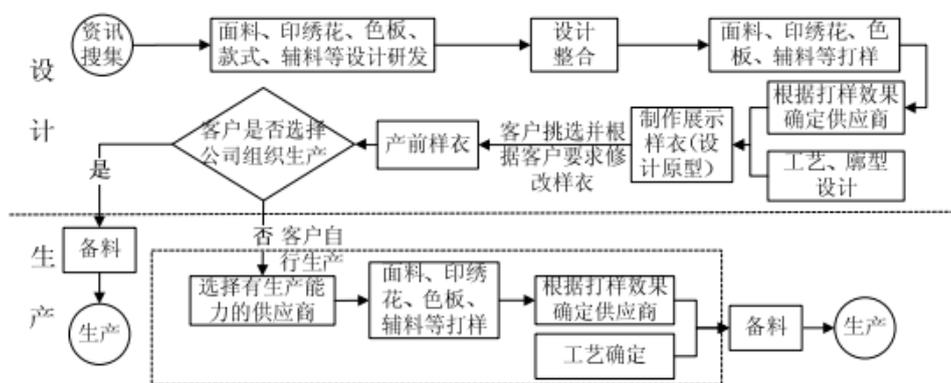
资料来源：公司公告，银河证券研究部

## 2、公司拥有与生产能力相配套的自有生产体系

公司纵向整合产业链，能够在其设计款式被购买后根据客户需要提供配套的生产服务。

公司采取设计为先导，生产为辅助的运营模式使其能够整合从设计到成品的服装前端价值链。通过协同设计和生产业务：(1) 使其在组织生产业务中积累的经验能向设计业务反馈，使得设计业务更具可行性，提高公司制版打样的能力；(2) 通过组织生产服务，公司与面料供应商和外协厂商建立了良好合作关系，有利于缩短新面料和技术的工艺周期，降低研发成本；(3) 公司“快速化、一体化”的运作模式，既帮客户节约前导时间，有效缩短新品上市的时间，提高商业价值，减少存货风险、生产成本和折扣促销力度。

图 15: 柏堡龙设计生产一体化服务



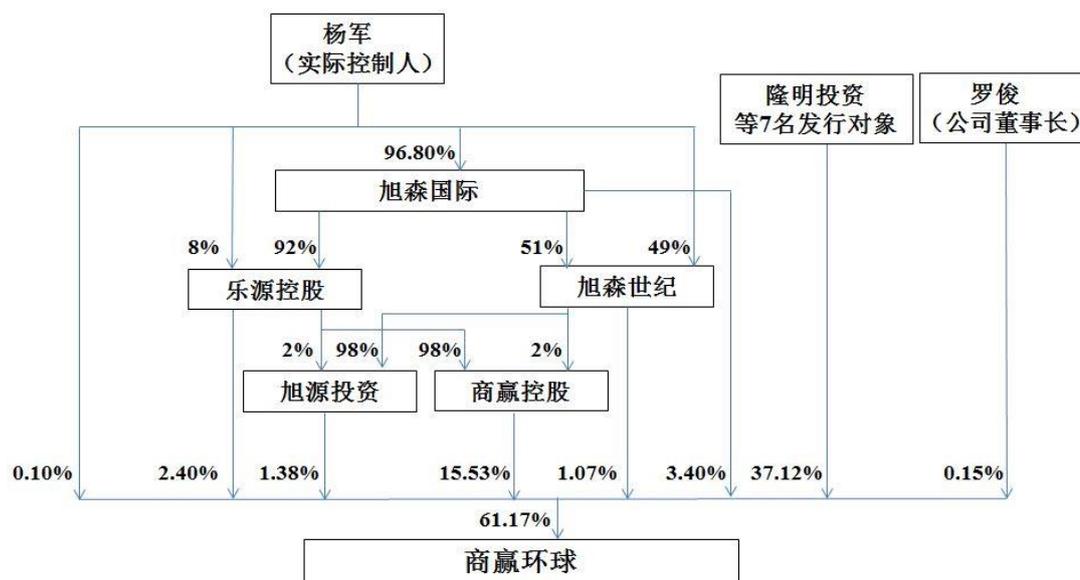
资料来源：公司公告，银河证券研究部

### (三) 商赢环球以成熟买手制供应链管理经验嫁接国内品牌商

#### 一、定增参与方锁定三年，定增后限售股份比例增至 61.17%

公司本次定增计划向商赢控股、旭森国际、旭源投资、隆明投资等 10 名对象以 10.41 元/股价格非公开发行不超过 2.7 亿股（发行后总股本升至 4.7 亿），募资 28.10 亿元，锁定期自发行结束起 36 个月。发行完成后各发行对象预计占公司股本比重如下：

图 16: 商赢环球定增后股权结构图



数据来源：公司公告、银河证券研究部

本次增发完成后，公司股本将由 2.00 亿股增至 4.70 亿股，杨军共持有 23.90% 股权，仍为公司的实际控制人。同时，除商赢控股、旭森国际、旭源投资外，隆明投资等 7 名发行对象合计将占公司发行后股本 37.12%。另外，2016 年 1 月 5 日公司董事长罗俊通过二级市场增持公司股本 68.55 万股，预计占发行后股本 0.15%。公司定增完成后合计限售股比例将增至 61.17%。

#### 二、定增收购主体环球星光简介：

本次募资不超过 28.10 亿元（扣除发行费用后净额 27.40 亿元），将用于投向以下项目：

表 8: 商赢环球定增募集资金投向

项目名称	项目总投资（亿元）	拟投入募集资金
1 收购环球星光的 95% 股权	18.80	18.80
2 环球星光品牌推广项目	1.00	1.00
3 环球星光美国物流基地项目	1.23	1.23
4 补充流动资金	6.37	6.37
合计	27.40	27.40

资料来源：公司公告、银河证券研究部

环球星光集服装研发、设计、生产和销售于一体，在同一集团公司中用纵向一体化方式整合了品牌设计企业、生产型企业和供应链管理企业。其商业整合模式能产生较大的协同效应：

在产业链方面，通过有效的供应链管理，环球星光将自有品牌在不同地区进行垂直整合，提供由产品设计至生产物流的一站式运营，可降低相应的成本；

在销售方面，环球星光依靠现代化的管理模式，使得企业库存相对较低，销售效率较高；

在资金周转方面，受益于美国成熟的商业环境，环球星光在美国销售形成的应收账款绝大多数通过金融机构的保理业务快速回收资金，提高资金使用效率的同时降低了坏账风险。

## (2) 环球星光子公司业务介绍：8家子公司布局三大模块

环球星光由8家子公司组成，8家子公司分属品牌服装、高级运动服饰生产、供应链管理三大板块：

表9：环球星光子公司业务分布

编号	业务板块	所属部门	子公司	业务内容
1	品牌服装	Oneworld/Unger	Oneworld Apparel US	设计并在美欧销售自有品牌女装 Oneworld、Live and Let Live、Identity、Unity 同时为客户提供设计和产品加工服务
2			Unger Fabrik	设计并在美欧销售自有品牌少女服装 Band of Gypsies、Rules of Etiquette、Wearvers
3	高级运动服饰生产	APS	Apparel Production Services Global	负责取得订单并进行供应链管理，主要客户为 UA
4			APS, El Salvador S.A. de C.V.	主要为美国高端运动服饰品牌进行代工
5	供应链管理	香港星光集团	星盈亚洲有限公司	为美国服装厂商提供 OEM 服务并进行供应链管理
6			东志企业有限公司	面料贸易销售
7			钻龙时装有限公司	为集团内部 Oneworld/Unger 公司提供供应链管理服务
8			星晖置业有限公司	房产租赁企业

资料来源：公司公告，银河证券研究部

观察 2014 年 8 家子公司收入和利润情况，环球星光 60% 以上收入来自品牌服装端，而净利润的 40% 由供应链管理模块贡献，同时净利润率最高的子公司是为美国品牌服装端提供供应链管理的钻龙时装，可见公司供应链管理水平的提升。

表 10：环球星光子公司 2014 年收入、利润情况及比重

(注：因存在内部抵消故此处合计与环球星光合并报表数字有出入)

2014 年		主营业务收入 (亿元)	占比 (%)	净利润 (万元)	占比 (%)	净利润率 (%)
品牌服装	Oneworld Apparel US	5.84	30.24%	1,820	16.49%	3.12%
	Unger Fabrik	5.81	30.09%	641	5.81%	1.10%
高级运动服饰生产	Apparel Production Services Global	3.24	16.78%	3,267	29.60%	10.08%
	APS, El Salvador S.A. de C.V.	0.48	2.48%	754	6.84%	15.73%
供应链管理	星盈亚洲有限公司	2.32	12.01%	1,271	11.52%	5.48%
	东志企业有限公司	1.21	6.27%	1,132	10.26%	9.35%
	钻龙时装有限公司	0.39	2.03%	2,198	19.92%	55.96%
	星晖置业有限公司	0.02	0.09%	-48	-0.44%	-26.82%

合计	19.31	100.00%	11,037	100.00%	5.72%
----	-------	---------	--------	---------	-------

资料来源：公司公告，银河证券研究部

2014 年环球星光主营业务收入达到 16.6 亿人民币，其中成衣销售收入占 93.28%，主营业务毛利率水平在 31.28%，净利润为 1.23 亿人民币。除 2014 年收购 APS 以后新增客户 Under Armour 以外，前三大客户基本保持稳定，分别是 Target、Macy's、Kohl's。此三大客户报告期内销售收入占比分别保持在平均 15%、12%、10%左右的水平。

### 三、商赢环球模式优势

#### (1) 丰富买手制经验

环球星光在为买手制服务方面拥有丰富经验。美国的各大零售商场与产品供应商之间采取买断的销售模式，各连锁商场根据自身定位采购符合自身风格的产品进行销售，采购频率较高，因而对供应商的研发设计、生产计划及供应链管理等提出了更高要求（环球星光每月均需要向客户付款、与客户确认订单、并组织供应链进行供货）。环球星光凭借其在此商业模式下十余年的经营历程（Orient Gate 成立于 1999 年、Unger Fabrik 成立于 1998 年），在品牌管理、研发设计和供应链管理方面积累了丰富的运作经验，其客户均为业内知名零售企业（Nordstrom、Macy's、Topshop、Target、Under Armour 及 JCPenney 等）。

经过美国买手制考验的供应链设计能力。公司设计部门利用与美国买手制的合作积累的经营，能够充分满足国内品牌商的需求，同时通过数据分析进行自主、专业化的设计、选款与上架销售，并根据销售数据灵活调整选款策略、决定是否进行补款，从而提高产品开发效率，有助于品牌商形成定位清晰的风格，保证稳定的质量，提高消费者粘性。

#### (2) 引进美国成熟供应链模式

经过多年深耕美国市场，环球星光已打造出能够快速反应且盈利能力较强的供应链。环球星光的供应链管理团队（主要负责控制产品质量和及时交货，从而实现产品的最终销售）能够通过压缩产品成本，减少空运费，降低取消订货和产品质量问题发生的频率等方式增加企业的净利润。

环球星光可以将其先进的供应链管理模式的引入国内，帮助其对接的品牌商在质量、性价比、货期和款式等方面取得较好的平衡，最大程度地减少库存，能够有效解决品牌商在供应链管理方面的问题，提升供应链的反应速度和弹性，降低供应链管理成本，提高毛利率。

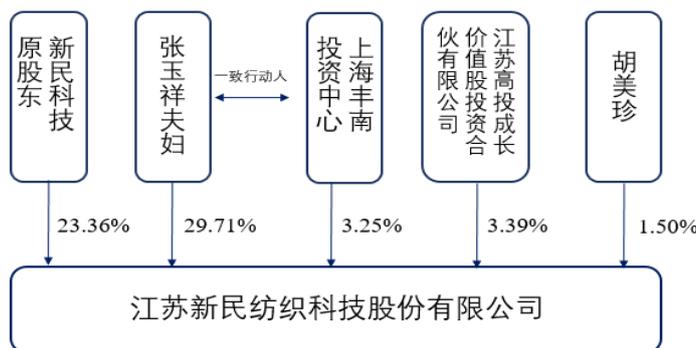
## (四) 新民科技综合电商服务平台为电商提供供应链服务

### 一、南极电商借壳上市

新民科技于 2015 年 8 月公布交易草案，公司向张玉祥、江苏高投及胡美珍出售除约定资产、约定负债以外的全部资产、负债和业务，交易作价 2.44 亿元。新民科技以 8.05 元/股的价格，向南极电商全体股东张玉祥、朱雪莲、胡美珍、上海丰南投资、江苏高投非公开发行 29115.83 万股，购买其持有的南极电商 100% 股权，南极电商作价为 23.44 亿元。

借壳完成后，公司实际控制人及其一种行动人持有公司股权比例 32.96%。张玉祥夫妇及上海丰南投资承诺 2015 年度、2016 年度及 2017 年度承诺净利润分别不低于 1.5 亿元、2.3 亿元和 3.2 亿元。

图 17: 新民科技股东结构图



资料来源：公司公告，银河证券研究部

## 二、南极电商商业模式介绍

### 1、公司业务和盈利模式

南极电商是经营货品销售业务的现代综合服务商，其主要以南极电商生态综合服务平台为基础向千万家小微电商及供应商提供品牌授权服务、电商生态综合服务、柔性供应链园区服务、专业增值服务和货品销售业务。

#### 南极电商的三种主要业务和盈利模式：

##### (1) 品牌授权服务

针对“南极人”品牌的经营，其品牌授权主要体现在两个方面：(1) 授权供应商使用“南极人”的商标及其辅料、生产并销售“南极人”品牌的产品；(2) 授权经销商和分销商在授权期限和授权场所内，进行被授权产品类目的销售活动。

南极人向供应商和品牌使用商收费。通过品牌授权使合格的供应商和经销商进入电商生态综合服务体系，当被授权方向南极电商采购“商标及其辅料”或接受其服务时，南极电商向其收取标牌使用费、品牌服务费等服务费用。

##### (2) 电商生态综合服务平台

南极电商生态综合服务平台以数据为基础，将供应商、经销商、服务平台进行融合，为客户提供从产品研发、大数据分析到视觉展示、流量推广在内的一体化服务。平台的主要服务内容包括：供应商端的产品研发及相关服务、品质管控、供应链整合服务、大数据分析服务，以及经销商端的视觉展示、流量推广、用户体验、活动策划、客户关系管理及战略咨询等服务。

##### (3) 柔性供应链园区服务

柔性供应链园区力争将传统以经销商需求为核心的刚性供应链变为以用户需求为中心的柔性供应链。柔性供应链园区利用大数据系统平台整合产品流、数据流、信息流、物流、资金流、服务流，对供应链进行有效重构，力争打造没有坏账的供应商以及没有库存的经销商。

柔性供应链通过向供应商提供相应的大数据分析，根据数据分析结果制定优化方案，为供应商提供仓储物流管理、支付模式优化等服务，帮助供应商降低潜在的坏账风险；向经销商提供商品代发、增值服务、售后服务等，帮助经销商降低潜在的库存积压、资金周转不

畅的风险。

南极人电商也服务于“南极人”品牌体系外的多个品牌，通过园区平台服务费，包括向客户提供仓储系统的存储保管、货品打包、配送、物流代理等服务而收取的仓管物流服务费和向客户提供销售帮助、产品招商、促销活动等服务而收取的代销服务费等获取盈利。

**表 11: 新民科技 2012-2015Q3 营业收入与利润**

	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-6 月
营业总收入	23,368.16	27,974.19	27,352.09	11,406.16
营业利润	4,632.16	9,764.63	8,369.40	4,318.99
YOY		111%	-14%	
净利润	3,181.00	8,008.99	6,648.56	3,279.19
YOY		152%	-17%	
归属于母公司所有者的净利润	3,181.00	8,008.99	6,650.09	3,321.65

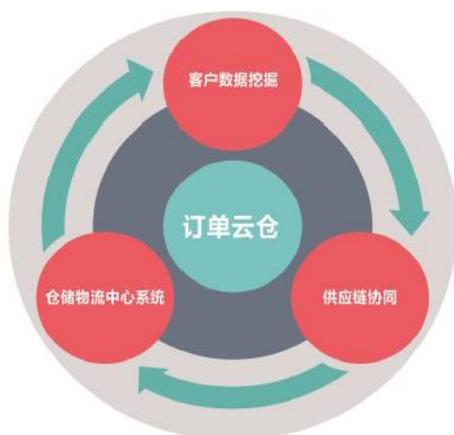
资料来源: WIND、银河证券研究部

### 三、新民科技电商综合服务平台为电商提供供应链解决方案

首先，电商综合服务平台帮助电商充分利用其上游闲散生产力，解决供应链痛点。南极电商作为连接供给侧和需求端的中间平台，通过电商生态综合服务平台和柔性供应链园区服务，打通了“共享经济”的两端。将上游供给侧的过剩产能转让给下游未满足需求的淘宝店和微店。

其次，南极电商的柔性供应链能够帮助上下游商家进行需求的匹配。南极电商作为整个运营体系的核心，形成供应链信息、物流信息、客户信息和订单信息的及时传达转化。将上游无法及时消化的过剩产能体现在不断更新的信息流中，为下游经销商所接收；将下游旺盛的订单需求体现在订单信息中，供应商动态调整库存和生产计划，最终实现上下游的供需互补。

**图 18: 柔性供应链示意图**



资料来源: 公司公告、银河证券研究部

## （五）在快时尚消费趋势下，不排除其他品牌服饰介入网红领域

在社会潮流带动的快时尚消费背景下，随着越来越多的传统品牌商意识到网红销售模式对供应链效率的提升以及客流吸引的作用后，不排除这些品牌商会将自己所擅长的供应链管理与组织植入网红经济，开启新的运营模式。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马莉 纺织服装行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

北京地区：高兴 010-83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)

北京地区：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)