

公司研究/首次覆盖

2019年11月13日

社会服务/旅游综合 II

投资评级：增持（首次评级）

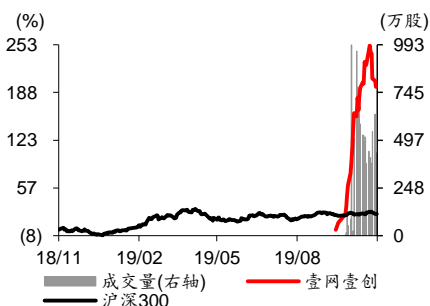
当前价格(元): 162.82
合理价格区间(元): 182.00~185.64

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

美妆电商服务龙头，增长有望提速

壹网壹创(300792)

拓客户/跨品类/酝品牌，美妆电商服务龙头增长有望提速

公司主要为化妆品牌提供全渠道电商运营服务，起步之初主要服务百雀羚，后拓展至宝洁、露得清、佰草集等近 30 个品牌。伴随线上渗透率提升、品牌方电商服务需求升级，电商服务行业仍处增长红利期。美妆为标品品类，高毛利率/高复购率/高客单价，为主要赛道之一。公司通过全链路设计、差异化营销、精细化运营帮助腰部企业实现快速增长，后续有望通过拓展客户、扩张品类、孵化品牌，持续较快增长。预计 19-21 年 EPS2.63/3.64/4.70 元，目标价 182-185.64 元，首次覆盖给予增持评级。

电商服务行业处增长红利期，龙头市占率逐渐提升

伴随品牌方加大电商渗透与数字化转型，专业电商服务需求增加，电商服务行业逐渐进入全渠道管理/精细化运营/生态角色多元阶段。18 年天猫报备服务商贡献 GMV1500 亿，占核心电商 GMV 的比重为 3%，线上渗透率提升、电商服务需求升级有望驱动渗透率持续提升。行业头部效应凸显，品牌建设、流量运营、数据处理等综合能力领先的龙头有望长期制胜。美妆为标品品类，高毛利率/高复购率/高客单价，是电商服务业中占比最大的品类之一，国际大牌/传统国货/新锐小众对电商服务商要求分化，后续腰部传统国货、国际新锐小众有望成需求新增主力。

拓客户、跨品类、酝品牌，上市后增速有望提档

公司核心能力在于已形成前台运营、中台创研、后台服务支持的全产业运作架构，并通过全链路设计、差异化营销、精细化运营帮助腰部企业实现快速增长。目前百雀羚为最大客户，新客户拓展有望接力增长。国货腰部品牌数量较多，品牌运作能力匮乏，国际小众品牌缺乏对国内市场了解，有望成增量客户主力来源；同时，后续在线上行业空间较大、毛利空间充足的行业有望进一步扩张品类；公司曾与百雀羚共创三生花品牌，彰显品牌运作实力，向上游延伸、品牌孵化有助打开长期盈利空间。

拓客户/跨品类/酝品牌，增长有望提速，首次覆盖给予增持评级

公司凭借百雀羚起步，目前合作宝洁、佰草集、雅顿等近 30 个国内外品牌。电商服务行业处增长红利期，美妆为标品品类，高毛利率/高复购率/高客单价，为主要赛道之一。公司已形成前中后台的全产业运作架构，并通过全链路设计、差异化营销、精细化运营的核心优势帮助腰部企业快速增长，后续老客增长、新客拓展、品类扩张、品牌孵化有望打开新空间。预计 19-21 年 EPS2.63/3.64/4.70 元，可比公司 20 年平均 PE37 倍，考虑电商服务市场仍有较大空间，公司品牌运作能力突出，上市后增长有望提速，给予 20 年 50-51 倍 PE，目标价 182-185.64 元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：大客户流失、新客户拓展不顺、平台抽成比例提高。

公司基本资料

总股本 (百万股)	80.00
流通 A 股 (百万股)	20.00
52 周内股价区间 (元)	55.15-194.16
总市值 (百万元)	13,026
总资产 (百万元)	1,250
每股净资产 (元)	14.44

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	704.41	1,013	1,508	2,132	2,852
+/-%	38.86	43.78	48.92	41.38	33.73
归属母公司净利润 (百万元)	137.82	162.62	210.74	291.53	376.32
+/-%	190.47	17.99	29.59	38.34	29.08
EPS (元, 最新摊薄)	1.72	2.03	2.63	3.64	4.70
PE (倍)	94.51	80.10	61.81	44.68	34.61

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资概要	3
主要推荐逻辑	3
与市场不同的观点	3
盈利预测与投资建议	3
催化剂与主要风险	3
快速成长的美妆电商服务龙头	4
首家 IPO 的美妆代运营商	4
规模快速扩张，营运能力优化	5
营销收入最高，大客户较集中	5
整体盈利下滑，期间费率平稳	6
加强业务管理，营运能力优化	8
竞争对手比较，财务指标优秀	8
电商代运营龙头扩张红利期	11
美妆品类最大，服务需求分化	11
格局高度分散，头部逐渐集中	13
拓客户、跨品类、酿品牌，增速提档	15
前中后台流程模式，品牌运作能力突出	15
新客扩容/品类扩张，未来增长有望提速	16
老客增长、新客拓展	16
品类扩张、赛道复制	18
上游延伸、品牌孵化	18
电商背景创始团队，自上而下激励充分	19
盈利预测及投资建议：首次覆盖给予增持评级	20
风险提示	23
PE/PB - Bands	23

投资概要

主要推荐逻辑

公司主要为化妆品牌提供线上品牌运营、整合营销策划等全渠道电商运营服务，起步之初主要服务百雀羚，后逐渐拓展至宝洁、露得清、佰草集等近 30 个品牌。伴随线上渗透率提升、品牌方电商服务需求升级，电商服务行业仍处增长红利期，美妆为标品品类，高毛利率/高复购率/高客单价，为主要赛道之一。公司通过全链路设计、差异化营销、精细化运营帮助腰部企业实现快速增长，客户数量有望不断拓展，后续有望跨品类、孵化自有品牌，持续快速增长。

与市场不同的观点

市场认为公司对百雀羚业绩依赖性较强，单一客户集中度较高。化妆品国际大牌的合作电商服务企业已基本尘埃落定，公司后续缺乏增量客户拓展空间。品牌商议价能力更强，公司长期盈利空间或受挤压。我们认为：

- 1) 百雀羚为公司初创阶段的标杆性服务品牌，公司与百雀羚已保持近 7 年的合作关系，通过提供产品开发、品牌传播、整合营销等一站式服务，助推百雀羚线上业务高速发展，双方建立起长期互利、共生发展的战略合作关系，有望持续共享线上增长红利。基于服务百雀羚建立起的美誉度，公司亦不断拓展雅顿、雪花秀等多个品牌，百雀羚收入占比已从 15 年的 82.3% 下降至 18 年 61.2%，新客户有望不断接力，打造新增长点。
- 2) 我国化妆品行业中腰部传统国货品牌数量众多，但品牌运作能力匮乏、缺少资金建设自有电商团队；国际小众品牌凭借线上渠道发力中国市场，但对本土市场不够熟悉。我们预计腰部传统国货、国际小众新锐将成为公司增量客户主要拓展来源，公司有望凭借对中国本土市场的深入了解及优秀的品牌运作能力争取新客户，实现与品牌方的共同增长。
- 3) 公司核心电商服务能力主要体现在全链路设计、差异化营销、精细化运营，能够帮助品牌实现快速增长，对腰部品牌方具有相对高议价能力。公司曾与百雀羚共创三生花品牌，成功吸引年轻客群、打开新市场，彰显品牌孵化实力，目前公司对三生花以收取佣金为主要盈利模式，品牌资产仍为百雀羚所有。若公司能在自身实力基础上孵化自主品牌并自主运营，盈利能力有望再上台阶。

盈利预测与投资建议

预计公司 19-21 年收入同比增速 49%/41%/34%，归母净利润同比增速 30%/38%/29%，EPS 2.63/3.64/4.70 元。可比公司 20 年平均 PE 37 倍，考虑电商服务市场仍有较大空间，公司品牌运作能力突出，上市后增长有望提速，给予 20 年 50-51 倍 PE，目标价 182-185.64 元，首次覆盖给予增持评级。

催化剂与主要风险

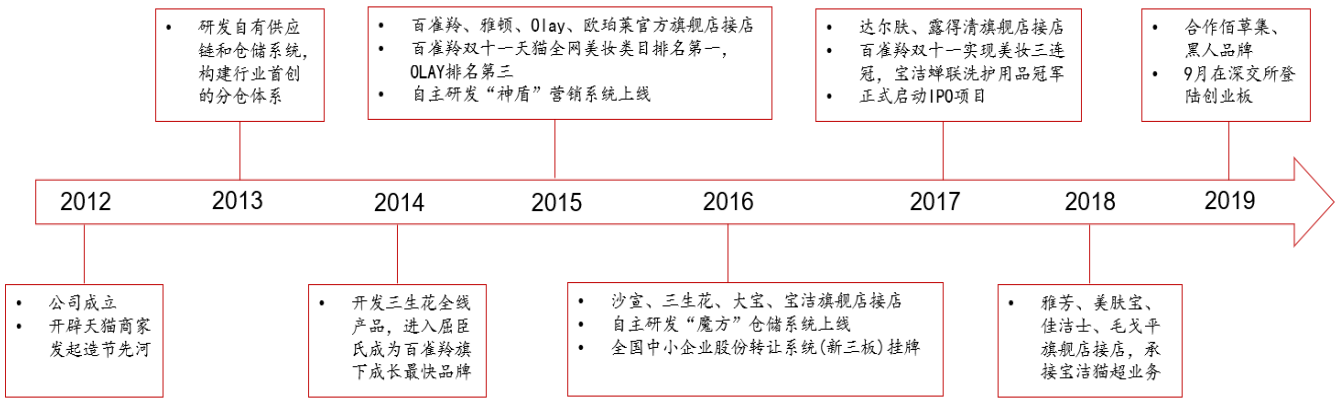
催化剂：新签重要客户、存量品牌运作情况超预期。

风险提示：大客户流失、新客户拓展不顺、客户佣金费率持续下降、电商平台营销推广等费用提升。

快速成长的美妆电商服务龙头 首家 IPO 的美妆代运营商

壹网壹创主要为化妆品品牌商提供品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、视觉设计、大数据分析、线上品牌运营等全网各渠道电子商务服务。公司成立于2012年，初期为国货龙头百雀羚线上营销服务商，目前客户有宝洁、雅顿、佰草集、露得清、欧珀莱等近30个品牌。公司曾于2016年8月挂牌新三板，17年从新三板摘牌，19年9月登陆创业板。公司18年收入10.13亿/+43.78%，归母净利润1.63亿/+17.99%。

图表1：壹网壹创发展历程

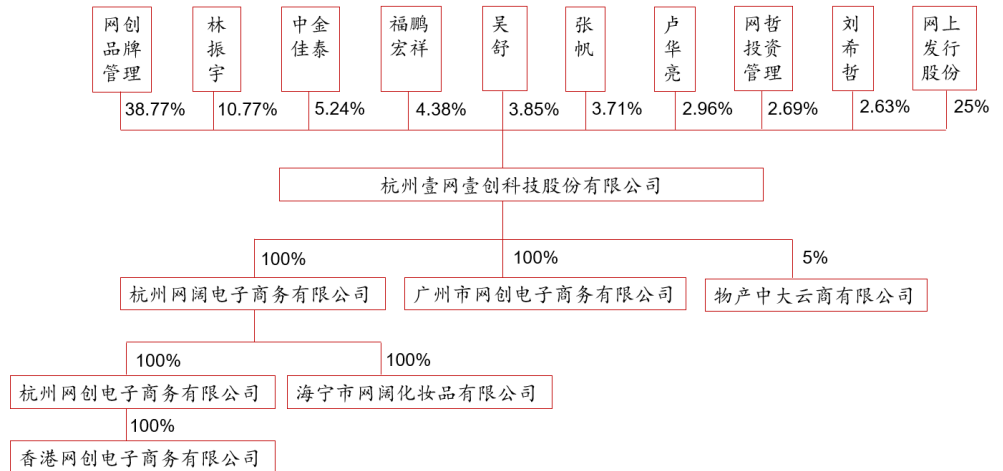


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

创始人林振宇为公司实际控制人，直接和间接持有公司49.54%的股权。壹网壹创创始人林振宇直接持有壹网壹创10.77%股权，通过网创品牌管理间接持有38.77%的股权。16-17年，为激励员工，网哲投资管理进行了若干股权转让，截至19年9月，29名合伙人通过网哲投资间接持有公司2.69%的股份。

本次发行募集资金净额68914.79万元，投向品牌服务升级建设项目、综合运营服务中心建设项目、补充流动资金项目。

图表2：公司股权结构（截至19年9月30日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3: 壹网壹创募资情况表

序号	募集资金投向	投资金额/万元	使用募集资金投入/万元	项目建设期	项目内容
1	品牌服务升级建设项目	35,023.87	35,023.87	2年	主要为建立整合营销升级中心、产品开发中心,并对公司现有的仓储和技术等部门进行整体化升级,以提高公司在品牌和产品的策划、设计、运营、营销等方面的能力,夯实并扩大公司的竞争优势,推进公司的稳健发展
2	综合运营服务中心建设项目	17,302.19	17,302.19	2年	本项目建设的主要内容:一、建立公司综合运营服务中心,实现公司集中办公,提高工作效率;二、建立用户体验测试中心、影像摄制创意中心、UED创意设计中心、品牌孵化中心,形成公司整体创意服务体系。
3	补充流动资金项目	16,588.73	16,588.73	-	补充流动资金
	合计	68,914.79	68,914.79	-	

资料来源:招股说明书,华泰证券研究所

规模快速扩张, 营运能力优化

营销收入最高, 大客户较集中

公司主要经营模式为品牌线上服务、线上分销和内容服务, 不同业务收费和盈利模式如下:

1) 品牌线上服务: 细分为品牌线上管理服务和品牌线上营销服务。

线上管理服务指公司为品牌方量身定制线上运营服务并执行, 公司根据服务效果向品牌方收取服务费用。线上营销服务除品牌管理服务外, 还向品牌方采购货品并销售。

2) 线上分销: 线上分销是指公司获得品牌方分销业务授权, 面向在天猫或淘宝的卖家或其他第三方 B2C 平台分销产品, 公司承担采购、销售推广、物流等成本和费用。

3) 内容服务: 内容服务是指为品牌方就某项产品或活动提供营销策划方案, 并把控方案的落地过程, 帮助品牌方扩大品牌影响力、激发销售潜力, 同时根据与品牌方约定的服务内容, 收取服务费。

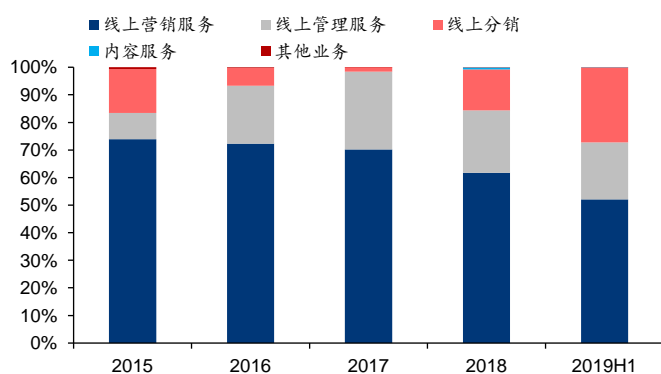
2018年, 线上服务、分销、内容服务收入贡献分别为 85%/15%/0.68%。同时, 公司大客户贡献较为集中, 前五大主要客户(百雀羚、宝洁、资生堂、雅顿、爱茉莉) 18年贡献总收入超过 90%, 但近年来第一大客户百雀羚收入和毛利润占比持续下降。

图表4: 公司各类业务采购、销售、盈利等模式对比

业务模式	是否买断	销售/服务模式	盈利模式/收费模式	19H1 毛利率
线上营销服务	是	2C	销售收入-(采购成本+各项营销费用等)	较高(42.35%)
线上管理服务	否	向品牌方收取服务费	线上销售额*服务费率-人力、仓配等成本	高(64.15%)
线上分销	是	向第三方 B2C 平台分销产品 向天猫或淘宝的中小卖家分销产品	销售收入-(采购成本+各项费用)	低(13.51%)
内容服务	否	为品牌方提供策划方案, 管控执行, 收取服务费	服务费收入-(对外采购的服务成本+人力成本)	适中(30.24%)

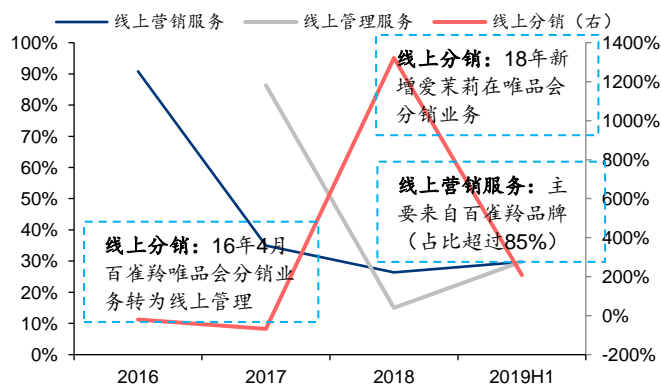
资料来源:招股说明书,华泰证券研究所

图表5: 线上营销/线上管理/分销业务为公司主要收入构成



资料来源:招股说明书,华泰证券研究所

图表6: 公司分项业务收入增速



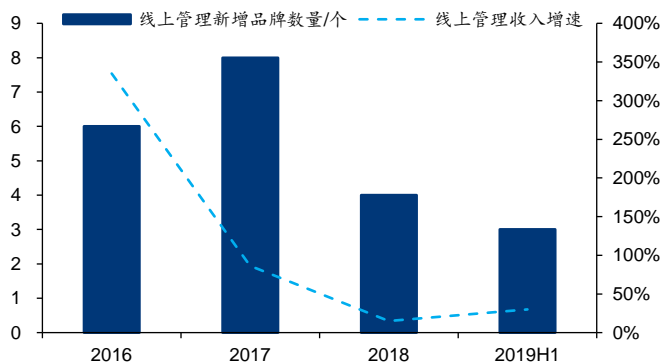
资料来源:招股说明书,华泰证券研究所

图表7：18年公司前五位客户收入占比超过90%

客户	合作模式	2016	2017	2018	2019H1
百雀羚	线上营销服务	75.81%	73.05%	61.17%	46.72%
宝洁	线上管理服务	5.56%	10.04%	7.49%	6.87%
资生堂	线上管理服务	4.63%	4.49%	3.52%	2.78%
伊丽莎白雅顿	线上管理服务	3.66%	5.15%	4.64%	3.99%
爱茉莉	线上分销			13.59%	24.62%
合计		89.66%	92.73%	90.41%	84.97%

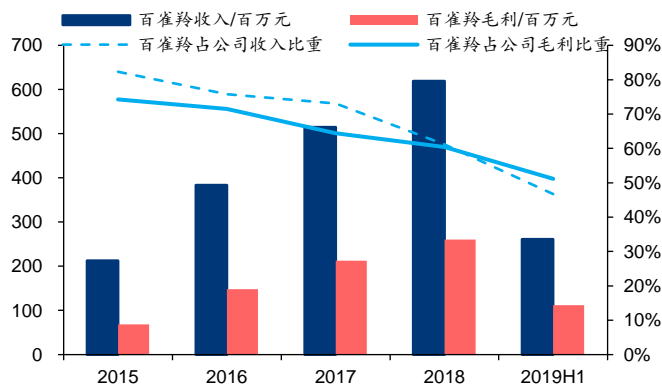
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表8：公司线上管理服务品牌数量不断扩充



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表9：百雀羚为公司贡献收入和毛利比重逐年下降

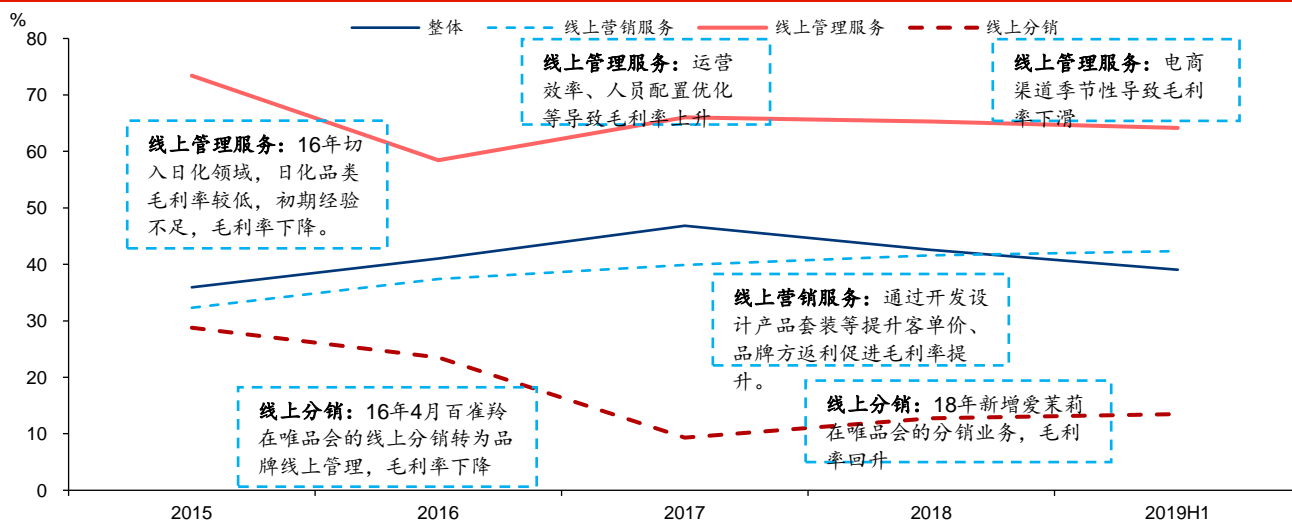


资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

整体盈利下滑，期间费率平稳

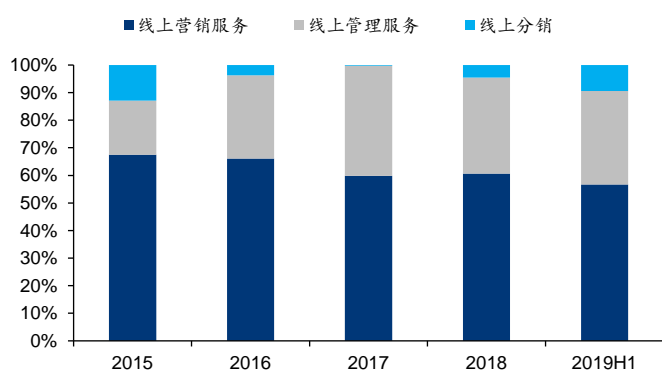
公司16/17年毛利率提升，主要因占比较高的线上营销服务毛利率提升，18/19H1毛利率下滑，主要因18年新增毛利率较低的线上分销业务。线上营销业务毛利率持续提升，主要因客单价提升、品牌方返利增长，16-19H1品牌方返利分别增加公司线上营销服务毛利率15.97%/22.37%/26.20%/20.17%。线上管理业务营业成本中，运营团队人力、仓储物流成本占收入比重分别为25%-30%、10%左右，服务品类毛利率不同、运营效率、人员配置变化等导致毛利率有所波动。线上分销主要成本为商品采购成本，16年4月因百雀羚业务模式转变导致毛利率下降，18年合作爱茉莉，毛利率回升。

图表10：公司整体及分项业务毛利率变化



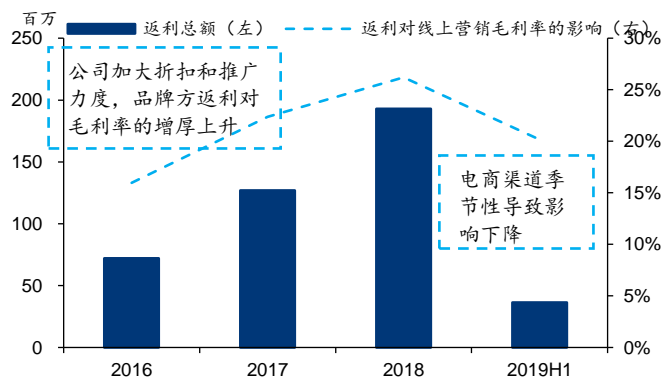
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表11: 公司分项业务毛利构成



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表12: 品牌方返利增厚线上营销业务毛利率

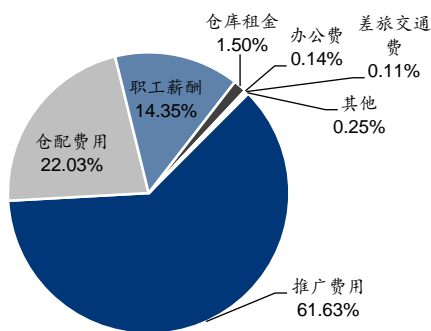


注: 返利对线上营销毛利率的影响用返利总额/线上营销业务收入计算;

资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

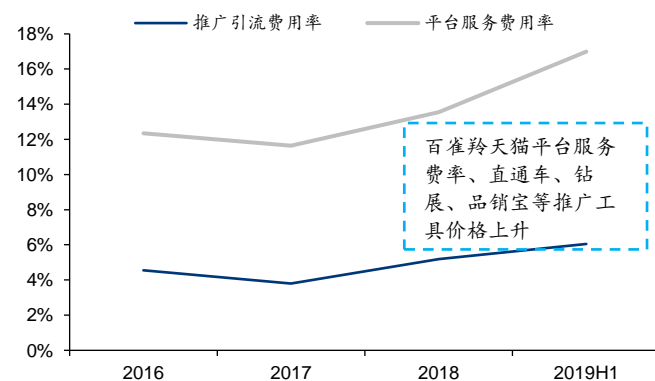
17-19H1 公司期间费用率相对平稳, 销售费用率最高(一般在 17%-19%), 管理费用率(一般在 3%-4%), 财务费用率最低。公司销售费用主要包括推广费用(主要由推广引流费、平台服务费构成)、仓配费用、职工薪酬等, 其中推广费用主要来自线上营销服务业务, 17-19H1 的推广费用率(推广费用/线上营销服务收入)为 15%/19%/23%, 逐渐上升, 主要因天猫平台服务费-平台佣金费率、推广工具价格上升。

图表13: 公司 18 年销售费用明细构成



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

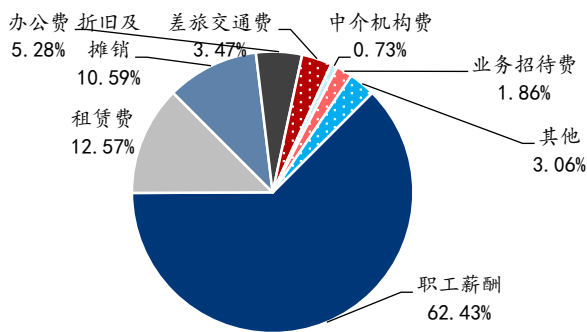
图表14: 公司推广费用两项明细费用率 17 年以来上升



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

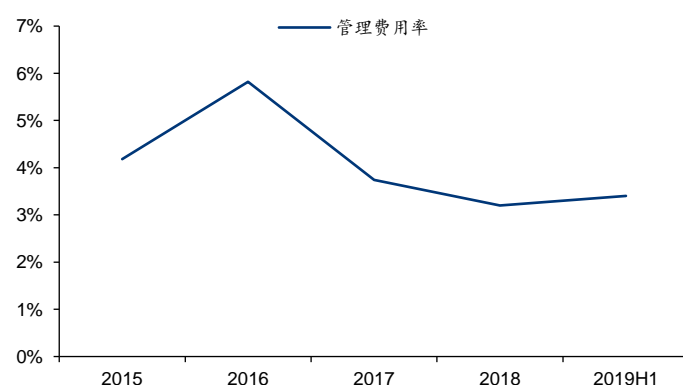
公司管理费用(包含研发费用)主要包括职工薪酬、租赁费、折旧摊销等。16 年因进行股权激励确认 1037 万费用导致当年管理费用率提升, 17 年以来基本稳定在 3.2%-3.7%。

图表15: 公司 18 年管理费用明细构成



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表16: 公司管理费用率 17 年以来较为稳定

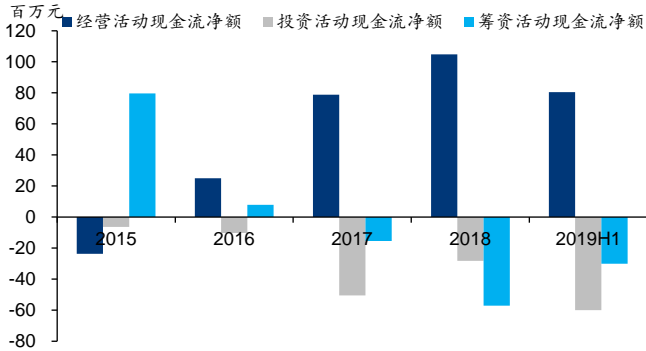


资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

加强业务管理，运营能力优化

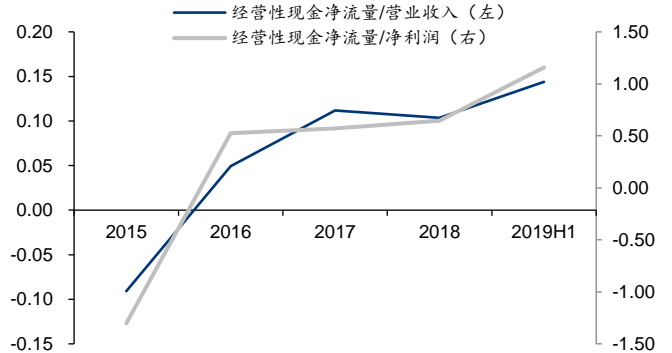
15年公司经营现金流净额为负，低于同期净利润，主要因业务迅速增长，应收款及存货占用资金。16年以来盈利质量持续提高。

图表17：公司16年以来经营现金流净额有所优化



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表18：公司盈利质量持续提高



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

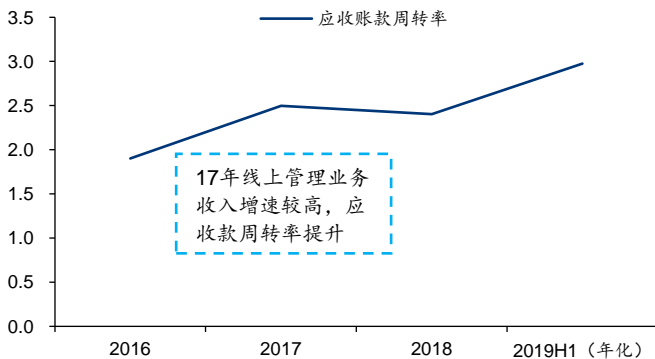
公司应收账款主要由线上管理服务业务产生，主要客户为品牌方；线上营销服务面向终端客户销售产品、先款后货；线上分销业务中主要给予唯品会等平台客户一定信用期，其他淘宝、天猫卖家等均为先款后货，后两项业务应收款较少。公司存货主要为库存商品，截至19年6月底占比超过80%，主要来自线上营销及线上分销业务。17年开始公司加强存货管理，线上营销及分销业务存货周转率有大幅提升。

图表19：公司分业务应收账款账期分析

业务类型	账期模式	账期时间
品牌线上营销服务	以天猫平台为主，面向终端零售者，先款后货；无信用期	0天
品牌线上管理服务	根据当月/季及年度交易流水情况或合同约定，向品牌方收取服务费；存在一定信用期	存在一定账期
线上分销	主要以淘宝、天猫卖家及唯品会等B2C平台业务为主，先款后货或次月结算；账期较短	存在一定信用期
内容服务	主要面向品牌方，根据业务规模、品牌方资质等给予一定的信用期	存在一定账期

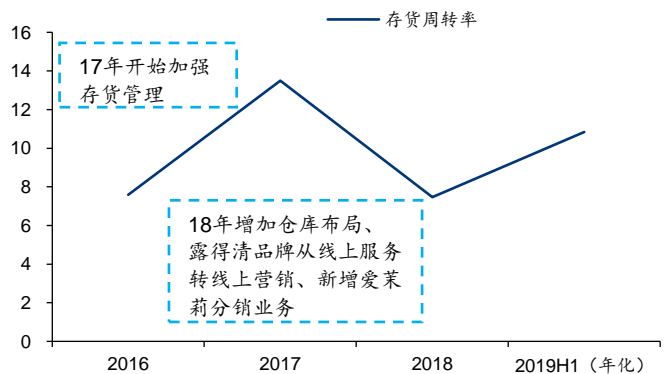
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表20：线上管理业务应收款周转率呈上升趋势



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表21：线上营销及分销业务18年存货周转率下降



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

竞争对手比较，财务指标优秀

我们选取可比公司进行比较：宝尊电商于2015年在纳斯达克上市；丽人丽妆目前尚在IPO排队；杭州悠可曾于2017年被青岛金王收购，2019年由青岛金王以14亿元出售给中信资本；若羽臣为新三板公司；凯诘电商2016年曾在新三板挂牌，2019年7月退市。

图表22: 同行业公司主营产品类、18年收入利润、盈利指标、市值等对比

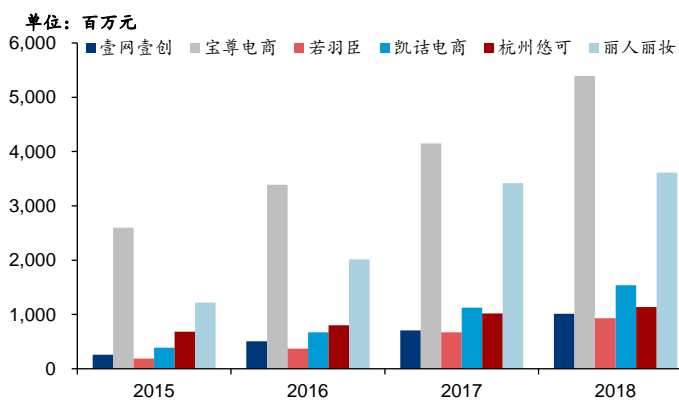
公司	主营产品类	营业收入/亿元			净利润/亿元		净利率		ROE	市值	PE TTM
		收入	yoy	近3年CAGR	净利润	yoy	近3年CAGR				
宝尊电商	3C数码、家电、服饰、家居、汽车	53.93	29.99%	26.12%	2.70	29.13%	76.45%	5.00%	13.53%	28亿美元	59.73
丽人丽妆	美妆	36.15	5.69%	33.91%	2.52	11.53%	76.59%	6.96%	21.54%		
凯诘电商	日化、母婴、保健	15.38	36.86%	51.42%	0.52	135.33%	104.17%	3.39%	30.57%		
杭州悠可	美妆	11.40	12.06%	12.07%	1.31	12.56%	36.52%	11.52%	53.27%		
壹网壹创	美妆、日化	10.13	43.78%	41.30%	1.63	17.99%	85.13%	16.06%	47.23%	130亿元	70.69
若羽臣	母婴、保健	9.31	38.76%	58.08%	0.77	34.40%	58.94%	8.32%	22.27%		

注：市值、PE TTM数据截至2019年11月13日；

资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

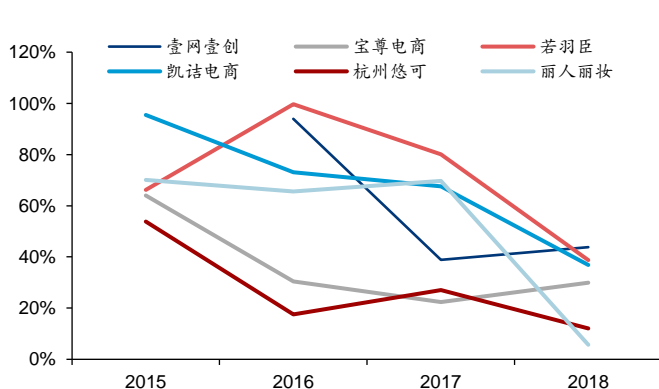
公司近年来收入快速增长，规模逐渐接近同行业中间水平，毛利率、净利率、ROE 在同行业处较高水平，主要因：1) 相比以电商零售业务为主的丽人丽妆、以国际品牌为主要客户的杭州悠可，公司主要客户为国货美妆品牌，线上营销模式下收取的返利以及线上管理模式下的服务费率相对较高，增厚利润；2) 相较宝尊电商（主营服饰、3C、食品保健等）、若羽臣（日化、母婴等），公司主营化妆品类目，行业整体毛利率水平更高。

图表23: 公司收入规模逐渐接近同业中间水平



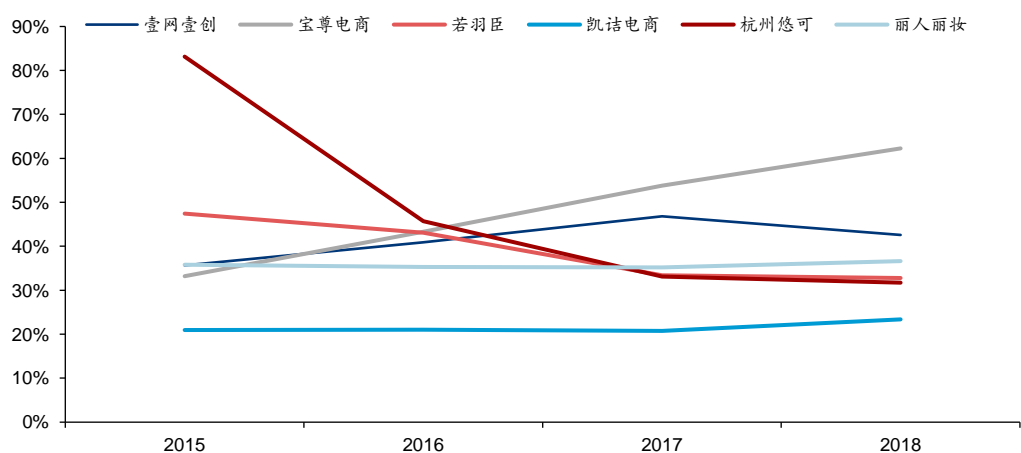
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24: 公司18年收入增速较为突出



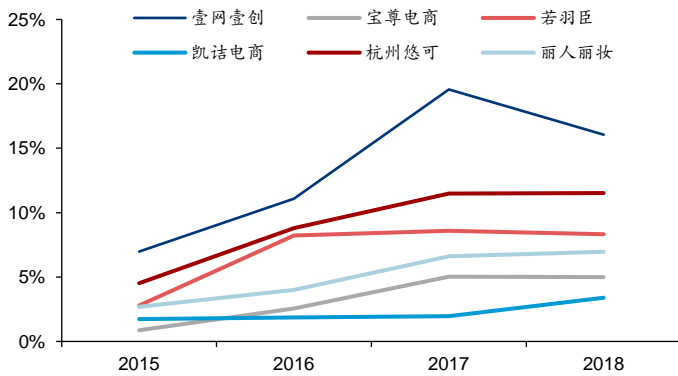
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25: 公司毛利率处同行业中上水平



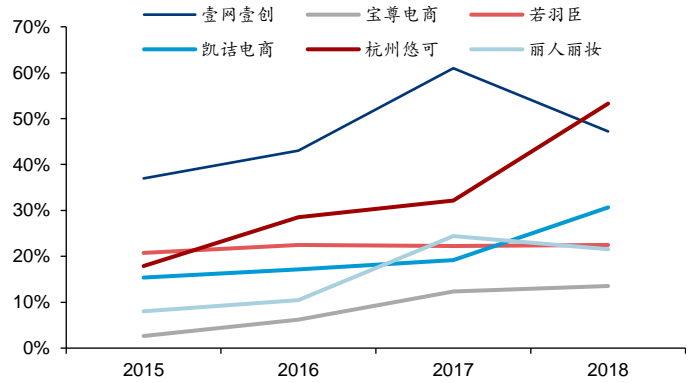
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26: 公司净利率处同行业较高水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 公司ROE处同行业较高水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司存货管理能力在同行业中较为突出, 18年品牌线上营销和线上分销业务的存货周转率为7.47, 高于宝尊电商(3.13)、丽人丽妆(3.56)和若羽臣(3.53)零售、分销等类似业务的存货周转率。公司近年来加强存货管理, 严格控制存货规模及库龄, 存货周转率处同行业较高水平。

应收账款周转率处同行业中上水平, 18年品牌线上管理业务的应收款周转率为2.40, 高于宝尊电商(1.86)、丽人丽妆(2.33)类似业务的应收账款周转率, 公司针对品牌方执行较为严格的信用政策, 回款质量较高。

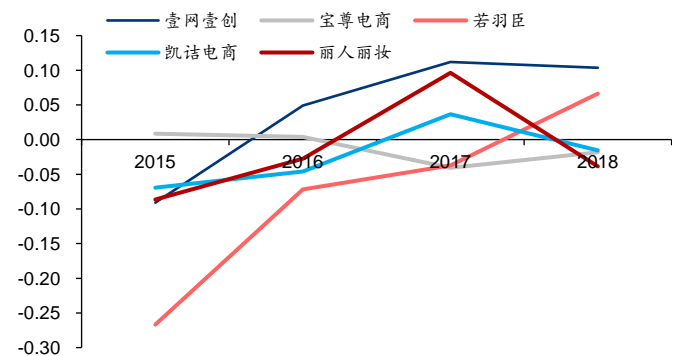
公司电商综合服务能力突出, 并具备全链路设计、整合营销、精细化运营能力, 对客户议价能力相对更高。经营性现金净流量/收入、经营性现金净流量/净利润均处行业较高水平, 彰显较高的盈利质量。

图表28: 公司存货管理能力较为突出, 应收账款周转率处中上水平

公司	指标	对应业务	2016	2017	2018
壹网壹创	应收账款周转率	品牌线上管理	1.90	2.50	2.40
	存货周转率	品牌线上营销和线上分销	7.58	13.50	7.47
宝尊电商	应收账款周转率	服务业务	1.94	1.75	1.86
	存货周转率	商品零售业务	6.16	4.98	3.13
丽人丽妆	应收账款周转率	品牌营销运营	2.21	3.09	2.33
	存货周转率	电商零售	3.12	5.48	3.56
若羽臣	应收账款周转率	线上代运营、渠道分销、品牌策划	11.75	11.51	9.12
	存货周转率	线上代运营零售、渠道分销	2.22	3.15	3.53

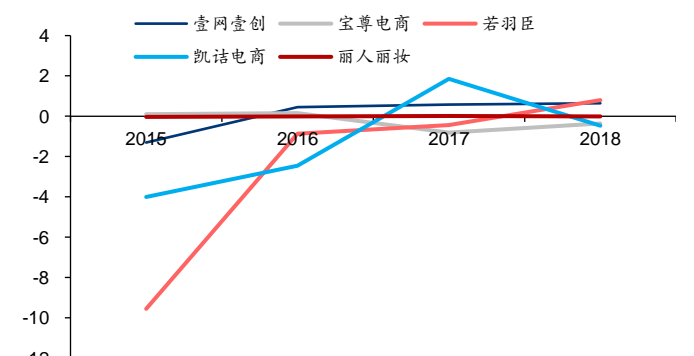
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表29: 公司经营性现金净流量/收入处同业较高水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: 公司经营性现金净流量/净利润处同业较高水平



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

电商代运营龙头扩张红利期

美妆品类最大，服务需求分化

品牌方加大电商渗透、数字化转型产生专业电商服务需求。伴随社会商品零售电商渠道渗透率提升，品牌公司对于IT软件、线上营销、运营、仓储物流服务以及客户服务等需求快速增长。电商服务业伴随电商行业从C2C—B2—全渠道发展转变，角色定位不断升级，目前进入全渠道管理、精细化运营、生态角色多元阶段。

图表31：品牌电商服务产业链



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

品牌方数字化转型过程中，服务商通过提供专业的运营服务，成为品牌增长驱动、转型加速器，与品牌方合作共赢，价值凸显。消费者需求个性化且快速变迁，为更好满足消费者需求，平台不断升级完善规则将成为长期趋势。服务商通过提供全域消费者运营、品类规划创新、内容营销、会员管理等数字化服务，赋能品牌实现消费者运营。专业化的电商代运营服务帮助品牌聚焦自身产品的研发、线下渠道维护、供应链改造升级等。

图表32：品牌电商服务企业为品牌方、消费者创造价值



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

服务商专业能力不断提升。据天猫，2018年天猫服务商引入新品牌843个，服务商代运营店铺的销售增长额相比整体增长额高20%。19年4月天猫发布扶持服务商的计划，包括提升服务商的数字化运营能力、提供线上线下专项技能培训、帮助服务商做更多能力认证，以不断提升服务商专业能力、增加平台成交额。

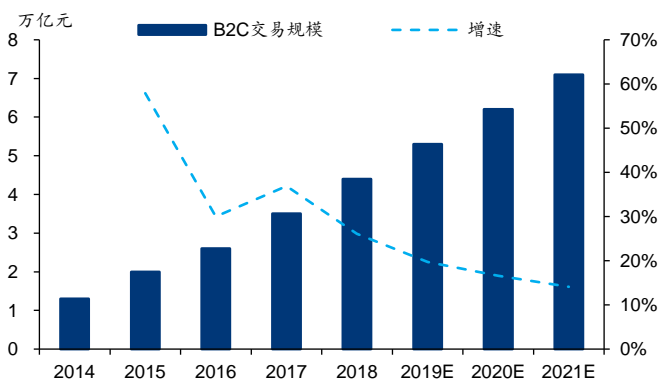
图表33： 服务商与品牌方专业化分工，各司其职

	品牌方	天猫服务商
战略制定	品牌和品类设计	资源整合
视觉设计	详情页设计	VI标准、审核
	商品上新和下架	提供商品信息
运营	促销策划与营销	审核
	销售运营计划	审核
	CRM	审核
	客户服务	检查
物流	仓储物流	管理
数据报告	报表开发	审核
		建议与执行
		策划、设计、分析
		操作，内容优化，搜索优化
		策划，货品准备，活动执行，统计与分析
		策划
		数据收集、分析、忠诚度计划
		售前/售服务，客户数据分析危机处理
		物流系统，API接口，物流数据统计分析
		定期报告

资料来源：天猫，华泰证券研究所

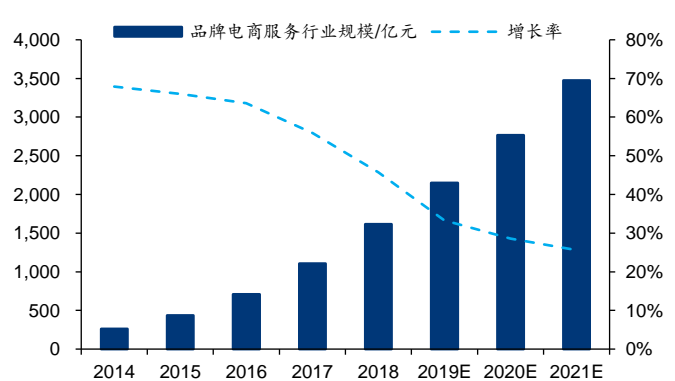
18年中国品牌电商服务市场交易规模1613亿/+45.7%，在B2C线上市场的渗透率为6%。后续品牌商持续提高线上渠道占比、电商服务需求升级有望带动行业增长。美妆品类毛利率高、标品、复购率高、客单价高，是电商服务行业中占比最大的品类之一。18年化妆品线上销售额1123.45亿元/+26.54%，在化妆品销售总额中占比27%，线上美妆已成为电商服务行业的重要驱动。

图表34： 电商B2C交易规模不断扩大，增速放缓



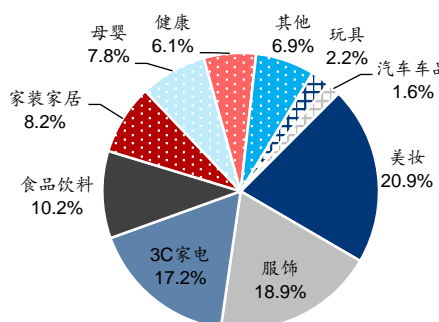
资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

图表35： 品牌电商服务行业规模不断增长



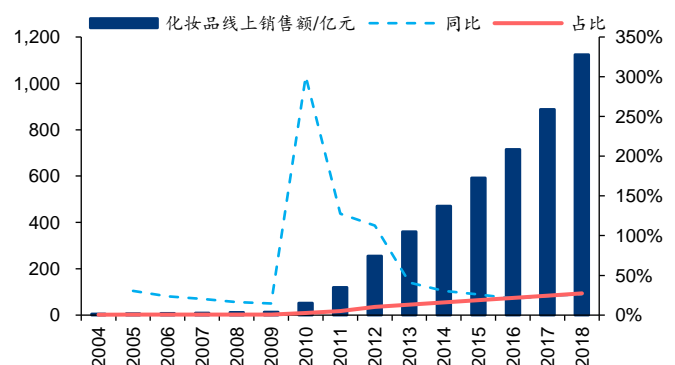
资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

图表36： 2019年服务商主要服务品类品牌数量占比



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券研究所

图表37： 化妆品线上销售额近年维持20%以上增速，占比持续提升



资料来源：欧睿咨询，华泰证券研究所

近年来欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等化妆品集团加速国内布局，如欧莱雅19H1电商渠道增长48.1%，占比达13.2%，中国区线上占比已达35%。国内百雀羚等传统国货也在加大电商渗透，对电商服务需求迅速提升。

国际大牌、传统国货、新锐小众对电商服务商要求分化，后续腰部传统国货、国际小众新锐有望成电商服务需求新增主力。

国际大牌：中国以天猫等平台为主的电商渠道已经成为重要业绩增长引擎。多数外资品牌的中国电商团队主要负责内部管控、资源分配、资金预算、平台对接等方面，而对具体的店铺运营、营销策划、规则把握等等缺乏深度了解；同时中国的电商市场生态、规则体系复杂，较其他海外市场有较大差异，总部组织架构较难完全匹配实际业务需要而较难灵活调整，从而衍生电商服务需求。宝洁、雅诗兰黛、爱茉莉太平洋等均与电商服务商合作。

传统国货：传统渠道增速放缓，电商成发展新驱动。其组织架构、营销体系、渠道策略多适用于线下渠道，线上运营缺乏人才储备、经验积累，多数腰部品牌资金规模实力不足以自建电商团队。丸美、百雀羚、美肤宝、毛戈平等均与电商服务企业合作。

新锐小众：本土品牌多依托社交平台等崛起，产品理念、规划设计、营销策划、流量运营等能力领先，强调消费者数据维护及直接沟通运营，对于线上渠道多为自营，如完美日记、HFP等。国际品牌缺乏对本土市场了解，更多选择电商服务企业合作，如 Sesderma 等。

格局高度分散，头部逐渐集中

电商服务行业竞争格局高度分散，行业集中度有望提升。截止19年4月底，天猫平台认证服务商数量已超过1000家，其中GMV超过20亿的仅有15家，市场较为分散。头部企业规模较大、资金及供应链实力较强，在品牌建设、流量运营、数据处理、仓储物流、服务能力的壁垒将进一步提升，能够满足品牌商多元化需求，行业集中度有望持续提高。

天猫加强生态赋能，逐步完善对代运营商的管理，采用更加严格的评定规则，推动更多品牌向头部服务商集中。19年上半年仅有9家被评为天猫六星服务商（宝尊电商、兴长信达、青木科技、凯诘电商、丽人丽妆、百秋电商、壹网壹创、碧橙电商、上佰电商）。

图表38：已上市/挂牌的电商代运营企业列表

公司	主营产品	主要品牌	业务模式	主要平台	收入利润情况	目前状态
壹网壹创	美妆、日化	百雀羚、雅顿、露得清、欧珀莱、OLAY、P&G	品牌线上营销服务、品牌线上管理服务、线上分销、内容服务	天猫、天猫国际、唯品会等	18年收入3.64亿，净利润0.51亿	19年9月在深交所上市
宝尊电商	家电、服装、食品、家居、餐饮、母婴	Intel、惠普、飞利浦、耐克、哈根达斯、养生堂	产品销售和服务	全渠道，包括天猫、京东、品牌官网等	18年收入53.93亿，净利润2.7亿	美国纳斯达克
丽人丽妆	美妆	施华蔻、相宜本草、兰蔻、雪花秀	电商零售为主、少量营销、分销	天猫	18年收入36.15亿，净利润2.52亿	IPO终止
若羽臣	母婴、美妆、保健品	美赞臣、合生元、康贝	线上代运营和渠道分销为主	天猫、京东、唯品会等	18年收入9.31亿，净利润0.77亿	新三板
小冰火人	家电	海信、康佳、伊利	经销为主，少量代运营	天猫、京东、苏宁易购等	16年收入3.77亿，净利润0.14亿	新三板退市
凯诘电商	日化母婴、食品保健等	亿滋、乐高、高露洁、强生、多美滋等	经销占80%（2018年数据），代运营占20%	天猫、淘宝、京东、网易考拉等	18年收入15.38亿，净利润0.53亿	新三板退市
嗨购科技	食品保健、个护美妆、母婴等	三得利、禧贝、Woolworths	经销占64%（2017年数据）	天猫、嗨购网	17年收入1.04亿，净利润0.12亿	新三板退市
悦为电商	服饰、食品、美妆、家居	南极人、拉夏贝尔、Kesko、毛戈平	经销为主，少量代运营	天猫	18年收入0.38亿，净利润0.17亿	新三板
杭州悠可	美妆	雅诗兰黛、欧舒丹、倩碧	经销、代运营、渠道分销	天猫、唯品会、京东等	18年收入10.17亿，净利润1.17亿	未上市
淘通科技	食品、汽车、美妆、母婴	德芙、乐事、美孚、雀巢	电商咨询、运营、营销	天猫、京东、考拉、唯品会	16年收入2.91亿，净利润1.07亿	新三板退市
网营科技	食品、母婴、美妆	伊利、家乐氏、卡诗	电商运营服务、经销、代理	天猫	15年收入2.05亿，净利润97万	新三板退市

注：杭州悠可数据来自青岛金王公司公告；

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

丽人丽妆、杭州悠可和壹网壹创为美妆电商服务头部企业。目前丽人丽妆规模最大，主要客户为嘉利宝、兰蔻、汉高、雪肌精、兰芝等 60 多个品牌，丽人丽妆以电商零售业务为主，强调正品授权合作。杭州悠可主要服务雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗、欧舒丹等 40 多个国际品牌，品牌自身建设较为成熟，服务商运营执行能力突出。壹网壹创主要服务百雀羚、佰草集、宝洁、雅顿等 30 多个国内外品牌，近年加大轻资产业务转型，上市后资金优势提升，进一步推进品牌运作。

图表39： 各类美妆品牌电商代运营及合作模式

品牌类型	品牌名称	运营商	合作模式	销售收入/百万
国际品牌	兰芝	壹网壹创	线上分销	
		丽人丽妆	电商零售业务	267.13
	雪花秀	壹网壹创	线上分销	
		丽人丽妆	电商零售业务	232.73
	欧莱雅	丽人丽妆	电商零售业务	131.34
		杭州悠可	化妆品销售（零售）	21.46
	伊丽莎白雅顿	壹网壹创	品牌线上管理服务、线上分销	46.93
	露得清	壹网壹创	品牌线上营销服务、线上分销	
	资生堂	壹网壹创	品牌线上管理服务	35.62
	大宝	壹网壹创	品牌线上管理服务	
	P&G	壹网壹创	品牌线上管理服务	75.79
	雅漾	丽人丽妆	电商零售业务	207.16
	美宝莲	丽人丽妆	电商零售业务	472.74
	兰蔻	丽人丽妆	电商零售业务	446.52
	汉高	丽人丽妆	电商零售业务	327.44
	芙丽芳丝	丽人丽妆	电商零售业务	198.97
	雪肌精	丽人丽妆	电商零售业务	102.66
	雅诗兰黛	杭州悠可	化妆品销售（零售）	25.84
	吕	壹网壹创	线上分销	
梦妆	壹网壹创	线上分销		
国内品牌	百雀羚	壹网壹创	品牌线上管理服务以及内容服务	22.54
	艾诺碧	壹网壹创	线上分销	
	相宜本草	丽人丽妆	电商零售业务	139.58
	佰草集	壹网壹创	品牌线上管理服务	

注：壹网壹创和丽人丽妆的品牌销售收入指 2018 年度，杭州悠可指 2015 年度；

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

拓客户、跨品类、酿品牌，增速提档

前中后台流程模式，品牌运作能力突出

成功运作百雀羚、Olay 等知名美妆品牌线上店铺，电商服务综合能力突出。15-17 年，公司提供品牌线上营销服务的百雀羚旗舰店连续三年获得双十一、天猫全网美妆类目的第一名；18 年公司提供品牌线上管理服务的 Olay 官方旗舰店获双十一天猫全网美妆类目第二名（生意参谋数据）。较强的销售业绩、跨类目的运营能力奠定公司良好口碑及声誉。据天猫，壹网壹创为 2019H1 天猫六星级运营服务商之一。

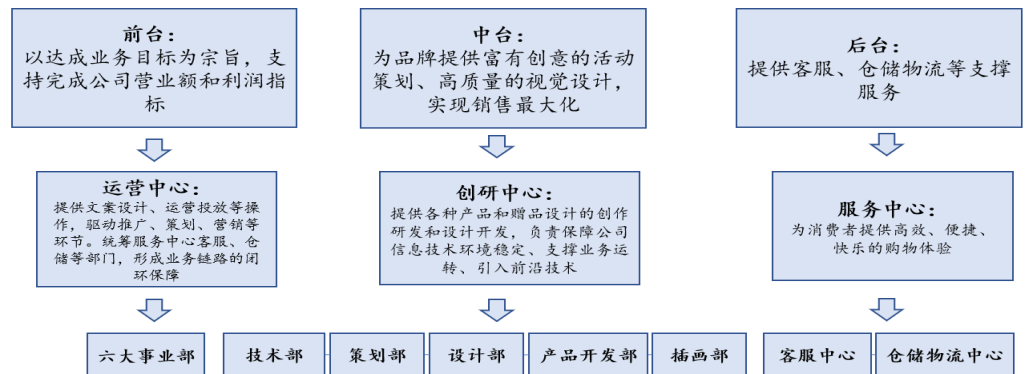
公司核心服务能力体现在全链路设计、差异化营销、精细化运营，帮助腰部企业快速增长。

全链路设计：公司目前已形成前台运营、中台创研、后台服务支持的全产业运作架构，为品牌提供全链路服务，包括品牌诊断&店铺诊断-产品设计开发-视觉打造-销售执行（店铺运营-广告投放-整合营销）-客户服务-支持保障。同时公司拥有多个自主研发的信息系统，如神盾营销、魔方仓储等，为全产业服务提供技术保障。

差异化营销：对于平台内流量，公司能够挖掘品牌文化、丰富产品卖点、整合媒介资源、创造可传播内容，从而获取大量的高性价比流量，降低营运成本。针对平台外流量，公司具备媒体计划、内容创意、视频监制、IP 选择、直播策划等能力，能够通过一系列营销活动从平台外引入新的客群。

精细化运营：在优化转化率方面，公司建立了成熟的精细化运营体系。在选品组合、价格带规划、卖点提炼、促销创新、视觉测试等多维度建立了专业化、数据化、流程化的团队和体系，为所经营的品牌销售达成提供转化率保障。

图表40：公司已形成前台运营、中台创研、后台仓储物流的全产业运作架构



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

凭借多重服务优势，公司成功打造了百雀羚、OLAY 等多个品牌运作案例：

多元化营销助力百雀羚引流。2016 年双十一，公司为百雀羚拍摄《四美不开心》视频，播放量超 5000 万次，有效促使旗舰店达成预售目标。2017 年双十一，公司服务百雀羚联合洛天依举办大规模的“破次元”跨界活动，为产品打造视觉效果，在站外传播上也收获现象级流量，有效助力百雀羚斩获双十一美妆类三连冠。

品牌服务助推 OLAY 年轻化升级。2015 年公司与 OLAY 合作，当时正值品牌发展瓶颈、老化严重。公司承接后为其量身提供一系列服务，例如 19 年启动 618 年中大促，在全媒体传播“无惧夏日，我爱小白瓶”宣言，6 月 1 日当天光感小白瓶前 30 分钟销量突破 10 万瓶。8 月 13 日策划天猫小黑盒超级新品日，邀请阿云嘎、郑云龙、刘也、焉栩嘉四大明星联合造势，并在站内外配合宣传相关话题，新品超 A 瓶精华/眼霜斩获当日抗皱精华/眼霜类销量第一。在公司策划运营下，OLAY 品牌在天猫平台活动中表现亮眼，年轻化转型较为成功。

此外，公司还为佰草集、雅顿、欧珀莱、雅芳、露得清等其他多个品牌提供设计、策划、营销、形象塑造等各项电商服务，帮助品牌打造爆品、引入流量、提高品牌知名度。

图表41： 公司为百雀羚、OLAY 品牌提供各种营销策划方案



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

新客扩容/品类扩张，未来增长有望提速 老客增长、新客拓展

公司收入端增长来自于品牌数量和客户 GMV 的增长。

伴随公司服务运营能力逐渐成熟，公司积极以轻资产模式拓展合作品牌数量，16-19H1 品牌线上管理业务新增品牌数量分别为 6/8/4/3 个。截至 19 年 6 月底合作品牌数量近 30 个，包括百雀羚、三生花、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、OLAY、DR.WU、沙宣、露得清、雅芳、美肤宝、赫妍、雪花秀、吕、艾诺碧、梦妆、兰芝、宝洁等。品牌客户线上销售占比仍有较大提升空间，GMV 保持快速增长的趋势，持续驱动公司收入高增长。

对比行业龙头宝尊电商，截至 19 年 6 月底客户数量达 212 家，平均单用户贡献 GMV 1.82 亿。公司 18 年平均单用户贡献 GMV 约 2.07 亿，剔除百雀羚（11.36 亿）后单用户平均贡献 1.75 亿，仍有一定提升空间。

近几年拓展的收入贡献较大的客户包括：

16 年与宝洁合作，宝洁成为线上管理业务的第一大客户；18 年公司承接爱茉莉旗下 6 个品牌（赫妍、雪花秀、吕、艾诺碧、梦妆、兰芝）的线上分销服务，18-19H1 爱茉莉为线上分销业务贡献主要收入；19 年与佰草集合作，据淘数据，佰草集天猫旗舰店年 GMV3 亿左右，有望为公司贡献新增量。

图表42： 公司各项业务主要品牌收入贡献及新增品牌情况

业务	项目	2016	2017	2018	2019H1
品牌线上营销收入/百万	品牌线上营销收入/百万	366.48	494.65	625.07	291.54
	收入同比	-	34.97%	26.37%	29.73%
	百雀羚收入占比	91.46%	98.91%	95.46%	86.16%
品牌线上管理收入/百万	品牌线上管理收入/百万	106.72	198.87	228.73	115.12
	收入同比	-	86.35%	15.01%	29.81%
	新增品牌数量	6	8	4	3
	主要新增品牌	宝洁、大宝、嘉媚乐、DR.WU、露得清、毛戈平、美肤宝、黑人、佰草集、强生婴儿、沙宣立白、超威、雅芳 AUSSIE、佳洁士 茉莉美娜			
	新增品牌销售收入/百万	46.37	27.32	19.77	6.8
	新增品牌销售收入占比	43.45%	13.74%	8.64%	5.90%
	宝洁收入占比	26.26%	35.52%	33.11%	33.33%
	伊丽莎白雅顿收入占比	17.17%	18.23%	20.51%	19.36%
	欧珀莱收入占比	21.77%	15.84%	15.50%	13.48%
	强生收入占比	-	4.85%	5.47%	-
线上分销	收入/百万	33.03	10.65	151.45	151.22
	收入同比	-	-67.75%	1321.63%	209.15%
	爱茉莉收入/百万	-	-	137.60	137.67
	爱茉莉收入占比	-	-	90.85%	90.98%

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

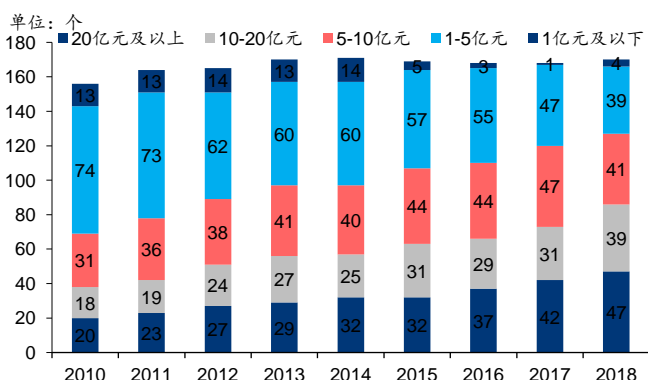
图表43： 公司目前合作的品牌

服务模式	品牌（开始合作时间）
品牌线上营销	百雀羚（2012年）、三生花（2016年）、露得清（2018年）
品牌线上管理	百雀羚（2016年）、雅顿（2015年）、沙宣（2016年）、欧珀莱（2015年）、P&G（2016年）、OLAY（2015年）、达尔肤（2017年）、雅芳（2017年）、美肤宝（2018年）、毛戈平（2018年）、AUSSIE（2018年）、佳洁士（2018年）、黑人（2019年）、佰草集（2019年）、茉莉美娜（2019年）
线上分销	雅顿（2016年）、露得清（2018年）、赫妍（2018年）、兰芝（2018年）、吕（2018年）、艾诺碧（2018年）、雪花秀（2018年）、梦妆（2018年）

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

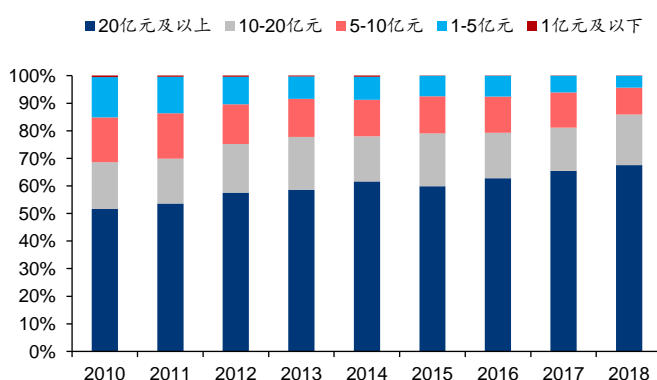
腰部品牌电商渠道空间较高，但多数凭借线下渠道起家，线上运作能力不足，国际小众品牌凭借线上渠道发力中国市场，但对本土市场缺乏了解。后续国货腰部及进口小众品牌增加对电商服务需求，有助于公司拓展合作新品牌。据欧睿数据，18年国内化妆品市场销售额体量在1-5亿/5-10亿/10-20亿的品牌个数分别为39/41/39个，占比为23%/24%/23%，品牌数量众多，销售额规模合计分别为132.55/300.78/564.24亿元，若按平均27%的线上渗透率和10%的服务费率，估计服务费收入可达3.58/8.12/15.23亿元。

图表44： 化妆品销售额体量处中间水平的腰部/小众品牌数量众多



资料来源：欧睿数据，华泰证券研究所

图表45： 不同体量的化妆品品牌合计销售额占比

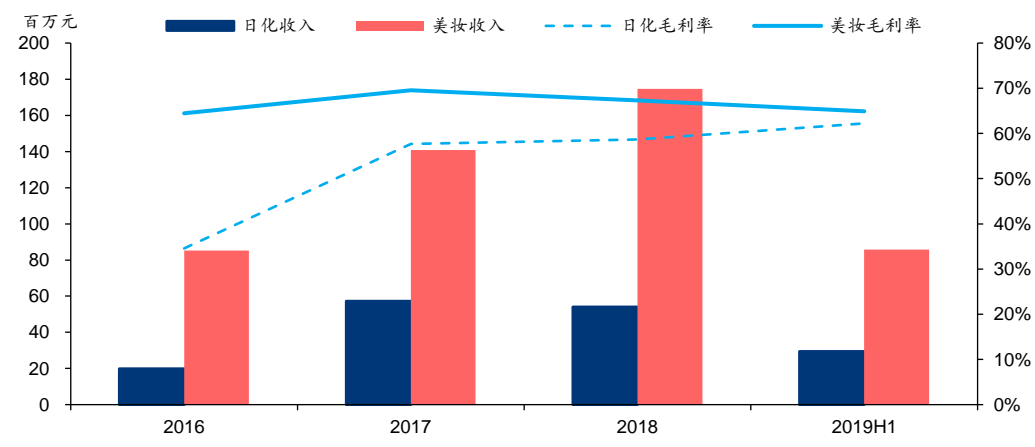


资料来源：欧睿数据，华泰证券研究所

品类扩张、赛道复制

公司已在美妆类目积累较成熟的运营经验，考虑美妆行业精细化运营、创意营销要求更高，公司向其他类目降维复制成功概率较大，从而实现跨品类扩张。公司目前已通过线上管理服务模式为宝洁的宝洁天猫旗舰店、沙宣旗舰店、袋鼠旗舰店、佳洁士旗舰店及宝洁天猫超市等提供运营服务，包括海飞丝、潘婷、飘柔、护舒宝、舒肤佳、佳洁士、汰渍等十多个品牌。16年及之前因公司日化类品牌管理经验不足，毛利率较低（16年为34.56%），伴随经营效率提高、旗舰店管理逐步步入正轨，公司线上管理业务日化毛利率稳步提升，美妆向日化类目扩张初见成效。

图表46：伴随经验成熟、运营效率提升，公司线上管理业务的日化行业毛利率稳步提升



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

参照龙头宝尊已在服饰、3C、汽车、家电、食品保健、家居建材、美妆快消、互联网金融8个垂直行业实现全面布局，我们认为公司后续在线上行业空间较大、毛利空间充足的行业有望进一步扩张品类。据前瞻产业研究院数据，18年我国母婴、服装、家电行业市场规模分别约为3.02/2.53/1.62万亿，线上渠道渗透率分别为16%/37%/36%，行业空间较大。且伴随消费升级，对电商服务行业需求较高。公司在美妆领域运营管理经验丰富，后续若跨品类扩张具有一定优势，有望打开新空间。

图表47：18年各品类市场规模、渗透率及估算服务费空间

品类	市场规模/亿元	线上渠道渗透率	佣金率	估算服务费空间
家居建材	48,000	2.79%	10%-15%	133.92-200.88 亿元
汽车	38,948	0.77%	10%-15%	30-44.98 亿元
母婴	30,200	15.98%	10%-15%	482.6-723.89 亿元
服装	25,320	36.90%	10%-15%	934.3-1401.45 亿元
家电	16,239	35.50%	2%-10%	115.3-576.5 亿元
休闲食品	10,297	6.03%	10%-15%	62.09-93.14 亿元

资料来源：艾瑞咨询，前瞻产业研究院，华泰证券研究所

上游延伸、品牌孵化

公司曾与百雀羚共创三生花品牌，成功吸引年轻客群、打开新市场，彰显品牌孵化实力，若公司后续能在自身实力基础上孵化自主品牌并自主运营，盈利能力有望再上台阶。公司与百雀羚合作后通过数据模型的分析 and 精准的市场研判，为百雀羚设计研发出了一款折后79元的手霜产品，重新取名为“三生花”，精准定位线上喜欢国潮的年轻客群。在公司精细化运作下，三生花已从初期线上延伸至线下进行全方位布局，并进入屈臣氏销售。18年三生花面膜/护手霜系列产品贡献收入5,569.44/897.5万元，占品牌线上营销服务收入的8.91%/1.44%。

文创品类行业空间大、营销价值高、平台支持力度强，与公司积累的年轻消费者群体、营销创作能力天然契合。公司未来计划成立整合营销创意中心，在品牌广告策划服务的基础上，通过创意衍生出与品牌相关的一系列文创产品，并进行线上线下联动销售，以服务各

品牌线。天猫平台亦大力支持文创品类，19年8月发布“天猫新文创2.0计划”：未来3年，让全球博物馆的“镇馆之宝”都上天猫，并与1万个品牌进行跨界合作，另外通过引进全球文化机构、推出“传承先锋官”、培育文创设计师等孵化文创产品。参考故宫文创17年收入15亿元/+50%，16年年底文创产品已达9000多种。后续公司借助平台支持，在自有品牌孵化、文创IP合作、衍生品开发等方面具有较大潜力。

电商背景创始团队，自上而下激励充分

主要创始人具有电商行业背景，团队稳定，利益绑定密切。主要创始人林振宇曾就职于阿里巴巴，从事市场、营销方面工作，在电商行业具有丰富的从业经验。副总经理卢华亮曾就读于艺术与设计学院，擅长营销、设计，目前主要负责活动策划、视觉设计、产品开发等工作。截至19年9月30日，林振宇/卢华亮直接持股比例为10.77%/2.96%，并且通过网创品牌管理间接持有公司20.61%/6.12%的股份，利益绑定较为密切。

公司实施房产奖励计划，以吸引和稳定骨干员工、核心业务人才。16年12月，公司购置杭州市经济技术开发区宝龙商业中心房屋17套。18年5月，再次购入观澜时代国际花园金隅金座住宅16套。同时，公司与部分骨干员工签订《员工房屋激励协议书》，约定受激励的员工可享有该房屋使用权，且在达到约定条件后将获赠上述房屋，约定条件主要包括固定时间内未终止劳动关系且每年均完成公司的业绩考核。公司通过该计划保证经营管理骨干、核心业务人才团队的稳定性和积极性。截至19年6月底，上述房产已有19套激励给员工，另有14套尚未确定激励对象。

图表48：公司目前高管团队

姓名	职务	背景	18年薪酬/万元	直接持股比例	间接持股比例
林振宇	董事长、总经理	2003年至2005年任中国联通(厦门)分公司市场部主管，2005年至2007年任阿里巴巴(中国)有限公司福建区域市场部经理，2007年至2010年任淘宝(中国)有限公司营销中心市场部经理，2010年开始自主创业。	92.38	10.77%	20.61%
卢华亮	副总经理	2002年至2011年任杭州品邦百利广告有限公司总经理。	89.46	2.96%	6.12%
张帆	董事会秘书	2004年至2008年任东阳华磊针织制衣有限公司总经理。	85.98	3.71%	5.09%
张滨滨	财务负责人	2007年7月至2009年8月任立信会计师事务所杭州分所审计员，2009年9月至2017年4月任中汇会计师事务所(特殊普通合伙)经理、高级经理。	96.54	-	-

注：持股比例截至19年9月30日；

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

运营与创研人员占比最高，员工结构较为年轻。截至19年6月底，公司运营/创研人员占员工总数比例分别为46%/29%，有助于为公司拓展合作品牌、渠道平台以及技术研发等提供人力支持。员工结构较为年轻，20-30岁员工占比接近87%。

年轻化团队奠定公司活泼自由的企业文化。据公司官网，截至2019年10月，全体员工平均年龄仅为24.5岁，公司内部用轻松活泼的动漫“花名”沟通，体现热情活泼、年轻自由的企业文化。

图表49：公司运营及创研员工占比最高，员工结构较为年轻(截至19年6月底)

员工专业	员工人数	占员工总数比例
仓储人员	60	7.29%
管理人员	58	7.05%
客服人员	89	10.81%
创研人员	236	28.68%
运营人员	380	46.17%
员工年龄		
20岁以下	3	0.36%
20-30岁	715	86.88%
31-40岁	93	11.30%
40岁以上	12	1.46%
合计	823	

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

盈利预测及投资建议：首次覆盖给予增持评级

我们预计 19-21 年公司收入分别为 15.08/21.32/28.52 亿元，同比增速 48.92%/41.38%/33.73%，归母净利润分别为 2.11/2.92/3.76 亿元，同比增速 29.59%/38.34%/29.08%，核心假设如下：

1) 分业务来看，公司收入主要来自品牌线上营销服务、品牌线上管理服务和线上分销业务，18 年收入占比分别为 61.76%/22.60%/14.96%。近年伴随公司品牌拓展、运营管理能力不断成熟，公司加大投入轻资产业务，品牌线上管理服务快速发展，占比逐渐提升，经销模式业务增长有所放缓。

品牌线上营销服务：主要客户为百雀羚，16-18 年为品牌线上营销服务业务贡献的收入占比分别为 91.46%/98.91%/95.46%。17/18 年品牌线上营销服务收入增长 34.97%/26.37%，增速较高，主要因公司大力投入推广引流、加强品牌建设，凭借平台渠道优势、精细化运营、营销策划等促进品牌销售。

订单数方面，17/18 年订单数同比增长 28.87%/26.21%，19 年公司继续大力投入百雀羚品牌建设与产品营销，预计订单数高速增长，同比增速 30%，考虑后续公司加强轻资产业务转型，对经销业务投入力度将有所减少，预计订单数量增长有所放缓，20/21 年同比增速分别为 25%/23%。客单价方面，公司近年通过开发设计套装产品、加大推广引流、品牌传播力度等措施提升客单价，17/18 年客单价同比增长 4.73%/0.12%，18 年增幅较低主要因当年双十一主推售价较低的面膜产品，后续公司将继续投入资源加强品牌建设，提高产品溢价，客单价继续上升，预计 19-21 年客单价保持 2%的同比增速。综合预计品牌线上营销服务 19-21 年收入同比增速分别为 32.60%/27.50%/25.46%。

毛利率层面，受益客单价提升、百雀羚品牌返利增长，毛利率稳步提升，16-18 年品牌线上营销服务毛利率分别为 37.39%/39.92%/41.58%，考虑百雀羚为品牌线上营销服务主要客户，与公司已保持长达七年的合作关系，客户粘性较强，预计后续毛利率将保持相对稳定，19-21 年毛利率分别为 41%/41%/41%。

品牌线上管理服务：为轻资产模式，公司以实现的成交商品总额，按一定的佣金率向品牌方收取服务费。17/18 年收入增长 86.35%/15.01%，17 年增幅较大主要因 16 年下半年开始合作宝洁。公司不断增加合作品牌和授权平台数量，基于用户消费数据优化运营策略和营销策划，促进产品销售，收入保持较高增速。

品牌线上管理服务收入来源包括老客户和新增客户。老客户方面，18 年公司针对合作较久的百雀羚、雅顿收取 5%-7%的佣金，考虑线上管理服务的多数品牌合作时间不长，公司收取佣金率更高，假设 18 年存量客户佣金率为 10%，估算老客户 18 年 GMV 约为 22.87 亿元。考虑公司未来将集中更多资源发展轻资产业务，不断拓展运营渠道，帮助品牌改进产品开发策略、优化产品组合，预计 GMV 保持较高增速，19-21 年同比增速将分别为 55%/60%/50%。伴随合作时间加长，预计老客户佣金率将有所下降，19-21 年分别为 9.7%/9.5%/9.3%。综合预计老客户 19-21 年收入同比增速分别为 50.35%/56.70%/46.84%。

新增客户方面，16-19H1 年公司新增品牌数量分别为 6/8/4/3 个，上市后伴随知名度提升、资金实力增强，公司将加速拓展新客户，预计 19-21 年将新增品牌 4/10/10 个。公司对新增客户议价力较强，新增客户佣金率相比老客户更高，假设新增客户佣金率 15%，估算 18 年新增客户 GMV 1.32 亿元，平均新增客户 GMV 为 0.33 亿，后续伴随公司品牌运作能力不断提升，预计新增客户规模体量将不断增加，19-21 年平均新增客户平均 GMV 将保持 20%增速，分别为 0.40/0.48/0.58 亿元，增量客户 GMV 合计分别为 1.60/4.80/5.76 亿元。根据 15%的佣金率，预计新增客户 19-21 年收入分别为 0.24/0.72/0.86 亿元，我们预计 20 年受益上市后公司知名度提升，合作新品牌数量将有明显增长，带动新客户贡献收入明显增加。综合预计品牌线上管理服务 19-21 年收入增速分别为 60.84%/66.05%/43.68%。

毛利率层面，16-18年毛利率分别为58.44%/66.02%/65.28%，16年毛利率较低主要因当年新增日化品类，跨类目管理经验较为缺乏，运营配置投入较高，之后经验积累、经营效率提高，毛利率出现较大提升，预计19年毛利率继续提高至67%。后续伴随公司拓展合作品牌和渠道数量，加大人员、运营配置投入力度，预计毛利率有所下滑，20/21年毛利率为66%/65%。

线上分销：收入波动较大，17年大幅下降主要因16年4月起百雀羚在唯品会的业务模式由线上分销转为品牌线上管理服务，18年新增爱茉莉旗下六个品牌在唯品会的线上分销业务，收入大幅增长，占比达14.96%。考虑18年新增品牌影响，预计19年收入将增长100%，之后增速将逐年放缓，预计20/21年收入分别增长50%/40%。

毛利率层面，17年因百雀羚业务模式转变，毛利率大幅下降，18年合作爱茉莉导致毛利率有所回升。预计公司后续对线上分销业务的拓展力度将有所减少，19-21年毛利率为12.70%/12.30%/12.10%。

内容服务：为18年新增业务，目前占比较低（18年收入占比0.69%），预计19-21年收入同比增速分别为25%/20%/15%，非公司重点发展业务，增速将逐年放缓。

毛利率层面，18年内容业务毛利率31.57%，预计因平台线上流量成本逐渐提升，该项业务毛利率将不断下降，19-21年毛利率分别为31.57%/29.00%/27.00%。

2) 公司销售费用主要来自品牌线上营销服务，主要包括推广引流费、平台服务费，17年以来因天猫平台佣金费率以及线上推广成本抬升，销售费用率提升，17/18年分别为17.33%/18.77%，后续伴随平台流量成本继续上升，以及公司加大线上营销推广投入，预计推广引流/平台服务费用19-21年同比增加60%/50%/40%，销售费用率19-21年分别为19.96%/20.97%/21.37%，继续提升。管理费用率水平较低，伴随公司逐渐积累管理经验、优化运营配置，预计管理费用率将有所优化，19-21年分别为3.50%/3.29%/3.19%。财务费用率将保持相对稳定，预计19-21年分别为-0.08%/-0.07%/-0.06%。

图表50: 分项业务收入及毛利率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
品牌线上营销服务						
收入/百万	366.48	494.65	625.07	828.85	1,056.78	1,325.83
yoy		34.97%	26.37%	32.60%	27.50%	25.46%
订单数/万张	340.12	438.31	553.21	719.17	898.97	1,105.73
yoy		28.87%	26.21%	30.00%	25.00%	23.00%
客单价(元/单)	107.75	112.85	112.99	115.25	117.55	119.91
yoy		4.73%	0.12%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	37.39%	39.92%	41.58%	41.00%	41.00%	41.00%
品牌线上管理服务						
收入/百万	106.72	198.87	228.73	367.89	610.88	877.70
yoy		86.35%	15.01%	60.84%	66.05%	43.68%
整体 GMV/百万			2,287.25	3,705.24	6,152.38	9,084.57
yoy				62.00%	66.05%	47.66%
整体佣金率				9.93%	9.93%	9.66%
老客户						
收入/百万	60.35	171.55	228.73	343.89	538.88	791.30
yoy		184.27%	33.33%	50.35%	56.70%	46.84%
GMV/百万			2,287.25	3,545.24	5,672.38	8,508.57
yoy				55.00%	60.00%	50.00%
佣金率			10.00%	9.70%	9.50%	9.30%
新增客户						
收入/百万	46.37	27.32	19.77	24.00	72.00	86.40
yoy		-41.08%	-27.64%	21.40%	200.00%	20.00%
增量 GMV/百万	309.13	182.13	131.80	160.00	480.00	576.00
新增品牌数量/个	6	8	4	4	10	10
平均新增品牌 GMV(估计值)/百万	51.52	22.77	32.95	40.00	48.00	57.60
佣金率			15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	58.44%	66.02%	65.28%	67.00%	66.00%	65.00%
线上分销						
收入/百万	33.03	10.65	151.45	302.91	454.36	636.10
yoy		-67.75%	1321.63%	100.00%	50.00%	40.00%
毛利率	23.52%	9.32%	12.73%	12.70%	12.30%	12.10%
内容服务						
收入/百万			6.90	8.63	10.35	11.90
yoy				25.00%	20.00%	15.00%
毛利率			31.57%	31.57%	29.00%	27.00%
合计						
收入/百万	507.28	704.41	1,012.80	1,508.27	2,132.37	2,851.54
yoy		38.86%	43.78%	48.92%	41.38%	33.73%
毛利率	41.02%	46.84%	42.59%	41.60%	41.99%	41.88%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表51: 各项费用率及净利润预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	20.92%	17.33%	18.77%	19.96%	20.97%	21.37%
管理费用率	5.82%	3.74%	3.20%	3.50%	3.29%	3.19%
财务费用率	-0.03%	-0.07%	-0.08%	-0.08%	-0.07%	-0.06%
期间费用率	26.71%	21.00%	21.88%	23.39%	24.19%	24.50%
所得税率	31.39%	25.27%	25.16%	25.00%	25.00%	25.00%
归母净利润/百万	47.45	137.82	162.62	210.74	291.53	376.32
yoy		190.47%	17.99%	29.59%	38.34%	29.08%

注: 管理费用包含研发费用;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表52: 销售费用主要明细预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
推广引流费/百万	45.21	57.57	84.71	135.54	203.32	284.64
yoy		27.33%	47.16%	60.00%	50.00%	40.00%
平台服务费/百万	16.67	18.81	32.42	51.87	77.81	108.93
yoy		12.83%	72.32%	60.00%	50.00%	40.00%
仓配费用/百万	24.62	27.62	41.87	66.99	100.48	130.62
yoy		12.21%	51.56%	60.00%	50.00%	30.00%
职工薪酬/百万	17.49	15.90	27.26	40.90	57.26	74.43
yoy		-9.12%	71.49%	50.00%	40.00%	30.00%
销售费用合计/百万	106.14	122.08	190.06	301.03	447.16	609.36
yoy		15.02%	55.68%	58.39%	48.54%	36.27%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

预计公司 19-21 年收入同比增速 49%/41%/34%，归母净利润同比增速 30%/38%/29%，EPS2.63/3.64/4.70 元。公司为首家上市的电商服务企业，标的稀缺，考虑其主要服务美妆品牌，未来发展、增长趋势与化妆品行业存在较强相关性，我们选取已上市的美妆企业丸美股份、珀莱雅、上海家化作为可比公司，上述企业 20 年平均 PE37 倍，考虑单一化妆品企业可能存在竞争加剧、增长趋缓的风险，而电商服务市场仍有较大空间，公司营销创意、品牌运作能力突出，可通过客户拓展/品类扩张/品牌孵化不断打造新增长点，给予 20 年 50-51 倍 PE，目标价 182-185.64 元，首次覆盖给予增持评级。

图表53: 可比公司估值(截至 19 年 11 月 13 日)

证券代码	证券简称	总市值/亿元	PE TTM	预测 2019PE	预测 2020PE
603983.SH	丸美股份	293.53	54.51	55.47	46.79
603605.SH	珀莱雅	177.43	51.37	46.71	35.37
600315.SH	上海家化	207.15	33.04	32.80	30.25
	平均值	226.04	46.31	44.99	37.47

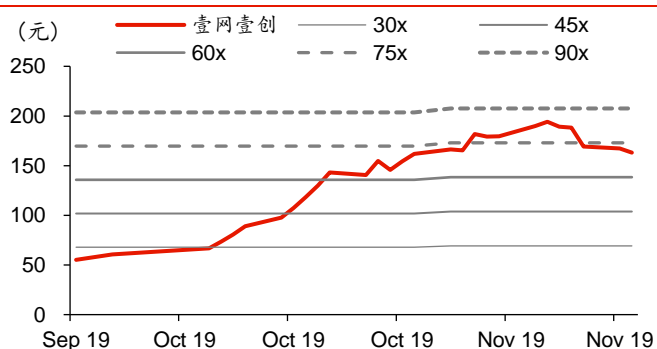
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1) **大客户流失**。公司与第一大客户百雀羚的合同为一年一签，存在合作不再持续风险。若百雀羚自行开展电商渠道业务，或与其他电商代运营企业开展合作，将会对公司业绩产生不利影响；2) **新客户拓展不顺**。公司未来将通过新增合作品牌、扩展日化美妆之外的品类实现增长，行业环境变化、竞争加剧、品牌方对代运营商需求减少等原因会导致公司新客户拓展不及预期，从而影响公司业绩；3) **平台抽成比例提高**。公司销售费用主要包括品牌线上营销服务的推广引流、平台服务等，后续若电商平台针对代运营商的抽成比例提高，会导致公司销售费用率增加，影响公司业绩和盈利能力。

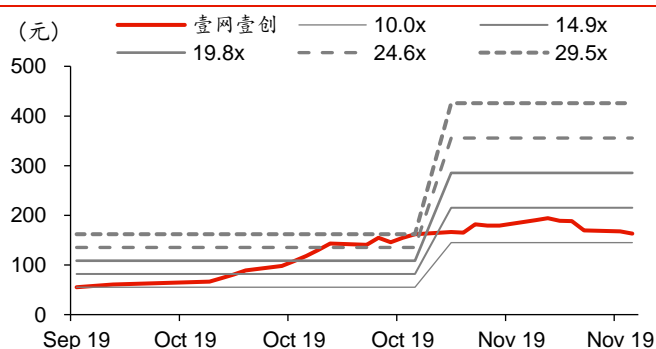
PE/PB - Bands

图表54: 壹网壹创历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表55: 壹网壹创历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	293.79	422.04	1,220	1,311	1,643
现金	86.94	106.97	603.32	533.00	680.54
应收账款	75.60	94.33	150.83	213.24	285.15
其他应收账款	26.15	36.63	52.79	74.63	99.80
预付账款	14.15	22.44	35.23	49.48	66.29
存货	24.17	74.58	105.69	148.44	198.87
其他流动资产	66.78	87.09	272.00	292.00	312.00
非流动资产	59.43	81.30	185.21	402.20	461.25
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	6.48	11.91	124.51	340.05	397.70
无形资产	0.33	0.21	0.51	0.81	1.11
其他非流动资产	52.62	69.19	60.18	61.34	62.44
资产总计	353.22	503.35	1,405	1,713	2,104
流动负债	64.74	103.33	105.07	121.48	136.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	12.87	21.54	32.64	45.84	61.41
其他流动负债	51.87	81.79	72.44	75.64	74.67
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	64.74	103.33	105.07	121.48	136.07
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	44.83	44.83	713.98	713.98	713.98
留存公积	183.65	295.27	506.01	797.54	1,174
归属母公司股东权益	288.48	400.02	1,300	1,592	1,968
负债和股东权益	353.22	503.35	1,405	1,713	2,104

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	78.85	104.87	76.92	171.66	262.93
净利润	137.82	162.62	210.74	291.53	376.32
折旧摊销	3.11	6.61	17.60	49.66	82.56
财务费用	(0.51)	(0.82)	(14.70)	(23.52)	(25.12)
投资损失	0.00	0.00	(1.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(65.58)	(66.31)	(135.84)	(145.97)	(170.85)
其他经营现金	4.01	2.77	0.12	(0.04)	0.01
投资活动现金	(50.58)	(28.13)	(284.50)	(265.50)	(140.50)
资本支出	50.60	18.14	125.00	260.00	135.00
长期投资	0.00	10.00	(10.00)	0.00	0.00
其他投资现金	0.02	0.01	(169.50)	(5.50)	(5.50)
筹资活动现金	(15.33)	(57.01)	703.93	23.52	25.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	22.19	0.00	20.00	0.00	0.00
资本公积增加	(20.14)	0.00	669.15	0.00	0.00
其他筹资现金	(17.38)	(57.01)	14.79	23.52	25.12
现金净增加额	12.95	19.65	496.35	(70.32)	147.54

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	704.41	1,013	1,508	2,132	2,852
营业成本	374.49	581.45	880.76	1,237	1,657
营业税金及附加	5.02	6.14	9.14	12.92	17.27
营业费用	122.08	190.06	301.03	447.16	609.36
管理费用	26.37	32.39	52.85	70.08	91.01
财务费用	(0.51)	(0.82)	(14.70)	(23.52)	(25.12)
资产减值损失	1.53	1.52	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00
营业利润	175.43	202.46	280.99	388.71	501.76
营业外收入	9.18	15.48	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.18	0.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	184.43	217.28	280.99	388.71	501.76
所得税	46.61	54.67	70.25	97.18	125.44
净利润	137.82	162.62	210.74	291.53	376.32
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	137.82	162.62	210.74	291.53	376.32
EBITDA	178.04	208.25	283.88	414.85	559.20
EPS (元, 基本)	2.30	2.71	2.63	3.64	4.70

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	38.86	43.78	48.92	41.38	33.73
营业利润	159.62	15.41	38.79	38.34	29.08
归属母公司净利润	190.47	17.99	29.59	38.34	29.08
获利能力 (%)					
毛利率	46.84	42.59	41.60	41.99	41.88
净利率	19.57	16.06	13.97	13.67	13.20
ROE	47.77	40.65	16.21	18.32	19.12
ROIC	76.53	58.46	39.31	31.45	32.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.33	20.53	7.48	7.09	6.47
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	4.54	4.08	11.61	10.79	12.07
速动比率	4.16	3.36	10.60	9.57	10.61
营运能力					
总资产周转率	2.40	2.36	1.58	1.37	1.49
应收账款周转率	10.93	11.92	12.30	11.71	11.44
应付账款周转率	20.97	33.79	32.51	31.53	30.91
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.72	2.03	2.63	3.64	4.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.31	0.96	2.15	3.29
每股净资产(最新摊薄)	3.61	5.00	16.25	19.89	24.60
估值比率					
PE (倍)	94.51	80.10	61.81	44.68	34.61
PB (倍)	45.15	32.56	10.02	8.18	6.62
EV_EBITDA (倍)	72.28	61.79	45.33	31.02	23.01

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com