

优质化妆品电商深度服务提供商

——壹网壹创 (300792.SZ) 投资价值分析报告

公司深度

◆公司概况：优质化妆品电商深度服务提供商

公司成立于2012年，主营化妆品代运营服务，18年营收及净利分别为10.13、1.63亿元，14~18年复合增速为154.94%、470.80%。业务模式涵盖线上代运营、线上分销及内容服务等，截至目前已合作20+国内外品牌（包含百雀羚、宝洁旗下部分品牌及爱茉莉太平洋旗下部分品牌），其中百雀羚18年营收占比61%。

◆行业概况：电商代运营行业快速发展，竞争升级模式深化

我国化妆品行业获益消费升级快速发展，电商成为化妆品领域成长性最好的渠道，品牌商纷纷布局电商渠道催生化妆品代运营发展。18年我国电商代运营行业市场规模9623亿元，2013~2018年复合增速51.38%。行业格局分散，多数代运营规模体量较小。

代运营向上对接品牌商，向下对接电商平台。在电商发展早期，品牌方电商运营经验较弱、对代运营商依赖性较大，竞争主要集中在站内流量引流，与平台的关系决定流量的获取难易及成本高低；近年国内外化妆品品牌加速布局电商渠道，同时内容营销兴起等站外低成本价值被挖掘，电商运营环境复杂化，对专业代运营商要求提高，服务深化提上日程。

◆公司优势：精细化运营充分分享行业红利，服务深化增强长期竞争力

公司获益行业红利高速增长，对比已（拟）上市可比公司，规模仍有提升空间，成长性处中游，经营质量较优。

公司2012年起家于百雀羚电商代运营，助力百雀羚快速成长为护肤品龙头、市占率从12年的0.8%提升至18年的4.5%，公司自身业绩亦呈现迅速增长。公司代运营业务不断精细化夯实竞争力，同时深化服务内容，参与营销、产品开发等品牌价值塑造环节，短期仍将充分分享行业需求增长红利，长期品牌商逐步提升自主运营比例后仍有望持续保持竞争力。

◆盈利预测与估值

化妆品行业景气，各渠道中电商成长性最高，代运营需求旺盛，公司垂直化妆品领域精细化代运营，有望获益行业机遇，服务内容深化，长期竞争力强。预计19~21年EPS 2.65/3.60/4.70元，考虑行业成长性及景气度，建议给予20年50倍PE，目标价180元，给予“买入”评级。

风险提示：单一品牌集中度较高；品牌方收回线上代运营授权，自主进入电商运营领域。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 704.41 | 1,012.80 | 1,547.15 | 2,219.87 | 2,952.52 |
| 营业收入增长率 | 38.86% | 43.78% | 52.76% | 43.48% | 33.00% |
| 净利润（百万元） | 137.82 | 162.62 | 211.74 | 288.02 | 375.71 |
| 净利润增长率 | 190.47% | 17.99% | 30.21% | 36.03% | 30.44% |
| EPS（元） | 1.72 | 2.03 | 2.65 | 3.60 | 4.70 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 47.77% | 40.65% | 34.61% | 32.01% | 29.46% |
| PE | 91 | 77 | 59 | 44 | 33 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价更新至2019年11月15日

买入（首次）

当前价/目标价：156.71/180元

分析师

李婕（执业证书编号：S0930511010001）

021-52523339

lijie_yis@ebsecn.com

罗晓婷（执业证书编号：S0930519010001）

021-52523673

luoxt@ebsecn.com

范佳璠（执业证书编号：S0930518100002）

021-52523691

fanjiali@ebsecn.com

市场数据

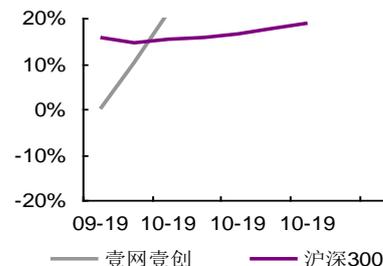
总股本(亿股)：0.80

总市值(亿元)：131

一年最低/最高(元)：45.96/199.96

近3月换手率：117.01%

股价表现



相关研报

全球透明质酸生产龙头，拓展下游成长行业铸全产业链业务矩阵——华熙生物 (688363.SH) 新股定价报告

.....2019-11-06

中高端眼部护理龙头，高端化、精细化趋势下望优先获益——丸美股份 (603983.SH) 新股定价报告

.....2019-07-24

把握行业趋势与机遇，关注长短期竞争要素——化妆品2019年下半年投资策略

.....2019-06-15

渠道库存清理致收入增速放缓，轻装上阵业绩望持续改善——上海家化 (600315.SH) 2019年一季度点评

.....2019-04-27

投资聚焦

关键假设

公司当前有三大业务，分业务来看：1) 线上营销服务近年客单价小幅增长，客单量快速增长，预计未来继续获益化妆品线上红利、公司较强的代运营能力，客单价继续稳步提升、客单量快速增长，19~21 年公司线上营销服务业务收入同增 37.70%、27.50%、22.40%。2) 线上管理品牌数量预计持续增长、单品牌营收继续保持快速增长，19~21 年公司线上管理服务营收同增 45.00%、35.00%、27.78%；3) 线上分销获益新拓客户，预计高速增长，19~21 年线上分销业务营收同增 129.24%、74.99%、57.22%。

低毛利率的线上分销业务高速增长、占比提升，预计毛利率呈下降趋势，19~21 年毛利率分别为 42.36%、42.14%、40.87%；费用率预计将上升。

本文创新之处

本文从行业趋势演进、代运营商面临的上下游环境等多维度分析运营商在长短期所面临的机遇与挑战，进一步揭示出代运营商的核心竞争力。从上而下的分析公司长短期亮点。

- 1) 代运营商向上对接品牌商，向下对接寡头平台，协助品牌进行电商渠道的业务拓展/渠道运营，在产业价值链条上处于相对弱势地位。
- 2) 当前品牌商面对新兴电商渠道、尚未摸清其运作模式，需依赖专业代运营商，短中期该种依赖关系仍在加强，且需求旺盛，专业代运营迎良好成长机遇。长期品牌商在理顺电商运营后或自主运营电商渠道，专业代运营商需要不断延伸产业链、参与品牌价值塑造环节，增强客户粘性及自身护城河，以保持长期竞争力。
- 3) 电商运营环境复杂化（如国内外品牌加速布局电商渠道加剧线上竞争，站外低成本引流新玩法等），使得代运营商的竞争早已从过去的流量为主升级为品牌价值塑造环节。
- 4) 公司代运营精细化运作能力强，先后帮助百雀羚、OLAY 在线上表现大幅改善，相对同业竞争力强，有望充分获益行业成长机遇；同时公司服务内容不断深化，参与品牌营销及产品开发等品牌价值塑造环节，成功打造百雀羚“小雀幸”面膜、协助推出百雀羚第二大品牌三生花等，夯实公司长期竞争力。

股价上涨的催化因素

代运营品牌线上销售表现超预期；新增客户数量超预期。

盈利预测与估值

预计 19~21 年 EPS 为 2.65/3.60/4.70 元。考虑行业成长性及景气度，建议给予 20 年 50 倍 PE，目标价 180 元，给予“买入”评级。

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 公司介绍：优质化妆品电商深度服务提供商 | 6 |
| 1.1、 公司概况：优质化妆品垂直电商代运营商 | 6 |
| 1.2、 运营模式：三大业务深度覆盖电商服务业 | 8 |
| 1.3、 股权结构：股权集中，核心高管激励充分 | 9 |
| 2、 化妆品电商代运营行业：机遇与挑战并存 | 11 |
| 2.1、 行业背景：化妆品行业处成长，电商渠道持续渗透 | 11 |
| 2.2、 行业格局：格局分散、雏形初现 | 14 |
| 2.3、 行业生态：“流量为主”到“竞争全面升级” | 15 |
| 3、 历史财务：获益行业红利快速成长，盈利能力优秀 | 18 |
| 3.1、 财务分析：财务指标总体靓丽 | 18 |
| 3.2、 同业对比：成长仍有空间，经营质量优于同业 | 23 |
| 4、 公司优势：代运营能力出色，充分获益行业机遇 | 26 |
| 4.1、 起家百雀羚电商代运营，焕活国民品牌、建立行业知名度 | 26 |
| 4.2、 精细化代运营能力强，服务内容深化、增强客户粘性、夯实长期竞争力 | 27 |
| 4.3、 品牌资源优质，获益行业快速发展，需求旺盛、发展动力足 | 29 |
| 5、 盈利预测与估值 | 31 |
| 5.1、 关键假设与盈利预测 | 31 |
| 5.2、 相对估值 | 32 |
| 5.3、 绝对估值 | 33 |
| 5.4、 投资建议 | 34 |
| 6、 风险分析 | 34 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：公司发展历程..... | 7 |
| 图 2：品牌线上服务业务流程..... | 9 |
| 图 3：线上分销业务流程..... | 9 |
| 图 4：本次发行前公司股权控制（2019 年 9 月 16 日）..... | 10 |
| 图 5：2006~2018 年我国网民规模和互联网普及率..... | 11 |
| 图 6：2007~2018 年我国网购用户人数..... | 11 |
| 图 7：2011~2018 年我国电商服务业市场规模及增速..... | 11 |
| 图 8：2018 年我国电子商务服务业中交易服务、支撑服务、衍生服务市场规模占比..... | 11 |
| 图 9：2016~2018 我国网络零售中 B2C、C2C 占比..... | 12 |
| 图 10：2013~2018 年我国代运营市场交易规模及增速..... | 12 |
| 图 11：我国化妆品行业零售市场规模及同比增速..... | 12 |
| 图 12：2018 年我国化妆品不同细分品类市场规模（百亿元）及占行业总体比重..... | 13 |
| 图 13：2004~2018 年我国化妆品行业总体及不同细分品类市场规模年均复合增速..... | 13 |
| 图 14：18 年我国化妆品行业不同渠道市场份额（%）..... | 14 |
| 图 15：我国化妆品电商渠道市场规模及增速、渗透率..... | 14 |
| 图 16：18Q3 电商代运营服务商的天猫店铺数量分布..... | 14 |
| 图 17：2018H1 我国互联网零售 B2C 市场交易规模分平台占比..... | 16 |
| 图 18：丽人丽妆股权结构（截止 2019 年 4 月）..... | 17 |
| 图 19：宝尊电商股权结构（截止 2018 年 3 月）..... | 17 |
| 图 20：2012 年中国网络零售主要平台市占率..... | 17 |
| 图 21：2017 年中国网络零售主要平台市占率..... | 17 |
| 图 22：公司 2014~19Q3 营收及同比增速..... | 18 |
| 图 23：公司 2014~19Q3 归母净利及同比增速..... | 18 |
| 图 24：公司 2016~19H1 分业务收入占比..... | 19 |
| 图 25：公司线上服务、线上分销业务营收（亿元）及增速..... | 19 |
| 图 26：公司 2014-19Q1~3 毛利率..... | 19 |
| 图 27：公司 2016~19H1 分业务毛利率..... | 19 |
| 图 28：公司 2016~19H1 线上营销、管理服务毛利率..... | 20 |
| 图 29：公司 2016~19H1 线上管理服务分品类毛利率..... | 20 |
| 图 30：公司 2014~19Q1-3 期间费用率（%）..... | 21 |
| 图 31：公司 2014-19Q1~3 三费率..... | 21 |
| 图 32：公司 2014-19Q1~3 毛利率、净利率（%）..... | 21 |
| 图 33：公司 2016~2018 年存货周转率..... | 22 |
| 图 34：公司 2016~2018 年应收账款周转率..... | 22 |
| 图 35：公司应收账款及一年内应收账款..... | 22 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 36：公司经营性活动现金流量净额及同比增速 | 23 |
| 图 37：2018 年可比公司营收（亿元）对比 | 24 |
| 图 38：2018 年可比公司归母净利（亿元）对比 | 24 |
| 图 39：可比公司营收增速 | 24 |
| 图 30：可比公司净利增速 | 24 |
| 图 41：2018 年可比公司毛利率（%） | 25 |
| 图 42：2018 年可比公司期间费用率（%） | 25 |
| 图 43：2018 年可比公司销售费用率（%） | 25 |
| 图 44：2018 年可比公司净利率（%） | 25 |
| 图 45：2018 年可比公司存货周转率（次） | 25 |
| 图 46：2018 年可比公司应收账款周转率（次） | 25 |
| 图 47：2016~19H1 公司百雀羚业务营收、同比增速、占主营业务比重 | 26 |
| 图 48：2010~2018 年百雀羚品牌在我国护肤品行业市占率（%） | 26 |
| 图 49：公司代运营业务模式 | 27 |
| 图 50：线上营销服务客单价、客单量行业对比 | 28 |
| 图 51：公司为百雀羚、大宝孵化的新品 | 29 |
| 图 52：2016~2018 年公司分业务营收年均复合增速 | 30 |
| | |
| 表 1：公司主营业务简介 | 6 |
| 表 2：2012~2018 年天猫“双 11”美妆品类销售额前十大品牌 | 7 |
| 表 3：公司运营模式介绍 | 8 |
| 表 4：公司本次发行前后股权结构 | 10 |
| 表 5：我国化妆品销售主要渠道 | 13 |
| 表 6：国内部分电商代运营商简介 | 15 |
| 表 7：公司应收账款来源分析 | 22 |
| 表 8：公司前五大客户应收账款余额及占总应收账款余额比重 | 23 |
| 表 9：公司综合代运营能力强、服务内容深化 | 28 |
| 表 10：各项业务每年合作品牌情况 | 30 |
| 表 11：公司盈利预测 | 31 |
| 表 12：海外相关上市公司估值表 | 33 |
| 表 13：化妆品公司估值表 | 33 |

1、公司介绍：优质化妆品电商深度服务提供商

1.1、公司概况：优质化妆品垂直电商代运营商

公司成立于 2012 年,主营业务是为国内外化妆品品牌提供全网各渠道电子商务服务,从品牌形象塑造、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、精准广告投放、CRM 管理到售前售后服务、仓储物流等全链路为品牌提供线上服务,帮助品牌商提升知名度及市场份额。

➤ 业务介绍：垂直化妆品电商运营领域，提供服务、分销及内容等多项组合业务

公司目前开展有三项业务——品牌线上服务、线上分销以及内容服务,垂直于化妆品领域,合作的国内外品牌有百雀羚、三生花、露得清、Olay、雪花秀、兰芝、梦妆、吕等,其中本土护肤龙头品牌百雀羚为公司第一大客户,18 年收入占比 61%。

表 1：公司主营业务简介

| 业务 | | 业务模式 | 盈利模式 | 主要客户 | 18 年营收亿元 (占比) | 18 年毛利率 |
|--------|----------|---|---------|--|---------------|---------|
| 品牌线上服务 | 品牌线上营销服务 | 为品牌商提供线上代运营服务,同时负责采购、销售品牌商品 | 赚取进销货差价 | 百雀羚、三生花、露得清、OTOHA | 6.25 (61.72%) | 41.58% |
| | 品牌线上管理服务 | 为品牌商提供线上代运营服务 | 收取佣金 | 日化客户主要为宝洁,包括宝洁天猫旗舰店、沙宣旗舰店、袋鼠旗舰店、佳洁士旗舰店及宝洁天猫超市等,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 美妆客户:百雀羚、雅顿、欧珀莱、Olay、达尔肤、雅芳、美肤宝、毛戈平、佰草集、芙莉美娜。 | 2.29 (22.58%) | 65.28% |
| 线上分销 | | 公司得到品牌授权,负责品牌在天猫、淘宝、唯品会、天猫超市等平台的分销业务(非多级分销) | 赚取进销货差价 | 百雀羚、伊丽莎白雅顿、露得清、爱茉莉太平洋旗下 6 个品牌(包含兰芝、雪花秀、梦妆、赫妍、艾诺碧、吕等) | 1.51 (14.95%) | 12.73% |
| 内容服务 | | 为品牌方提供某项产品/活动的营销策略方案及落地执行 | 收取服务费 | - | 0.07 (0.68%) | 3.57% |

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

➤ 发展历程：国货起家、优势渐显、快速成长

公司先后经历三个阶段：

- 1) 2012~2014 年——国货起家：公司起家于线上营销服务,早期客户为百雀羚,基于天猫平台逐步积累线上销售和运营经验;
- 2) 2015 年——依托百雀羚逐步拓展国际品牌客户：百雀羚旗舰店迎来迅速增长,“双 11”获得天猫全网美妆类目第一名,线上营销业务新增品牌“我的美丽日记”,管理业务新增“欧珀莱”、“伊丽莎白雅顿”、“OLAY”等美妆品牌;
- 3) 2016 年至今——客户及平台激增：百雀羚多年蝉联“双 11”天猫全网美

妆第一，管理业务品牌客户激增，从美妆切入个护领域、成功获得宝洁旗下十多个知名品牌授权；该时期公司在唯品会、小红书新增品牌线上管理业务。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

➤ **行业地位：线上运营能力出色，合作品牌线上业绩靓丽**

根据生意参谋数据显示，2015~2017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11”天猫全网美妆类目第一名，2018年公司提供品牌线上管理服务的Olay官方旗舰店获得“双11”天猫全网美妆类目第二名，百雀羚旗舰店获得“双11”天猫全网美妆类目第六名、美妆国货类第一名。

2016~2018年公司提供品牌线上管理服务的宝洁官方旗舰店连续三年获得“双11”天猫全网洗护品类目的第一名，出色的销售业绩、跨类目的运营能力为公司在业内积累了良好的口碑。

表 2：2012~2018 年天猫“双11”美妆品类销售额前十大品牌

| 品牌排名 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------|------------|------------|------------|------------|------------|----------------|
| 1 | 雅诗兰黛 | 阿芙 | 百雀羚 | 百雀羚 | 百雀羚 | 百雀羚 | 兰蔻 |
| 2 | 御泥坊 | 美即 | 韩束 | 韩束 | 欧莱雅 | 自然堂 | 玉兰油 |
| 3 | 阿芙 | 御泥坊 | 自然堂 | 自然堂 | SK-II | 兰蔻 | 欧莱雅 |
| 4 | 牛尔 | 欧莱雅 | 玉兰油 | 玉兰油 | 一叶子 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 |
| 5 | 欧莱雅 | 牛尔 | 欧莱雅 | 欧莱雅 | 自然堂 | SK-II | SK-II |
| 6 | 美即 | 百雀羚 | 阿芙 | 阿芙 | 雅诗兰黛 | 玉兰油 | 百雀羚 |
| 7 | 玉兰油 | 玉兰油 | 兰蔻 | 兰蔻 | 韩束 | 欧莱雅 | 自然堂 |
| 8 | 相宜本草 | 膜法世家 | 御泥坊 | 御泥坊 | 佰草集 | 一叶子 | Home-FacialPro |
| 9 | 膜法世家 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 | 玉兰油 | 悦诗风吟 | 薇诺娜 |
| 10 | 兰芝 | 相宜本草 | 膜法世家 | 膜法世家 | 兰蔻 | 资生堂 | 悦诗风吟 |

资料来源：亿邦动力网、光大证券研究所；注：加粗的为公司客户。

1.2、运营模式：三大业务深度覆盖电商服务业

公司作为全网各渠道电子商务服务提供商，三项业务品牌线上服务、线上分销和内容服务的运营模式各有不同。

品牌线上服务：品牌线上服务细分为品牌线上营销服务和品牌线上管理服务。品牌线上管理服务指公司在分析品牌方产品的特点、现状的基础上，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；品牌营销服务除品牌管理服务的职能外，公司还向品牌方采购货品并销售，公司的服务价值体现为线上商品的销售收入与营销成本的差额。

线上分销：线上分销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。这种模式下的利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。

内容服务：内容服务系指公司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、激发销售潜力的服务。公司作为专业的电商服务商，具有品牌及消费者的洞察分析能力、创意策划能力、渠道整合和消费者触达能力，能够根据品牌特性与消费者诉求，运用创意营销方案来传达品牌的核心竞争力，并在娱乐渠道（直播平台、短视频平台等）、内容营销阵地（微信公众号、美妆博客等）、导购渠道（淘宝站内推广等）等多种渠道推广品牌及其产品，最终实现销售和品牌形象的塑造。公司根据与品牌方约定的服务内容，收取服务费。

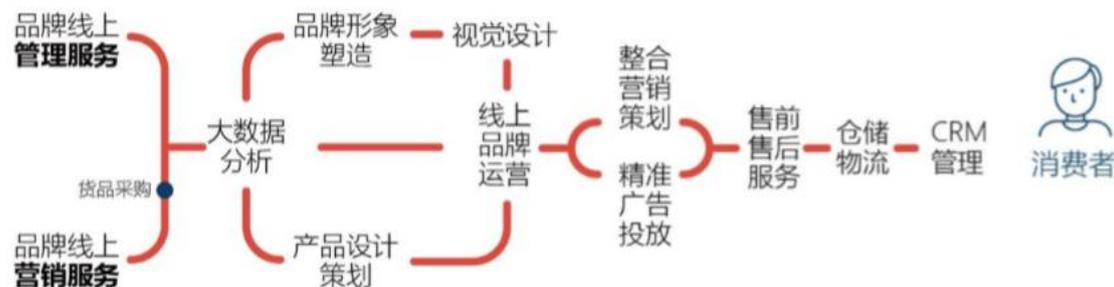
表 3：公司运营模式介绍

| 项目 | | 运营模式介绍 | |
|----------|------|---------------|---|
| 品牌线上营销服务 | 服务模式 | 合作品牌选取 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司通过品牌方邀请、公司业务人员拜访等方式接触新的品牌，在与潜在合作品牌初步接洽后，公司接到品牌招标邀请。 ✓ 随后由专业的策略团队对该品牌的生命周期阶段及市场发展前景展开调研，并结合公司自身情况判断此品牌对公司业务发展的意义，决定是否参加竞标。 ✓ 确认竞标后，公司将进行立项、确定提案负责人，对初步提案进行内部预演并优化，并如期竞标。 |
| | | 内部品牌诊断、外部资源争取 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司根据积累的营销经验和对品牌形象的解读，对品牌定位、目标客群、主推产品等进行分析，基于此制定推广及运营策略和全年的活动节奏方案等。 ✓ 公司将品牌线上运营推广方案向品牌方进行提案，并得到品牌方在市场推广及供应链等多方面的资源支持。 |
| | | 货品采购 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 确立与品牌的合作关系后，公司以货品买断的形式向品牌方进行采购。 ✓ 公司根据以往数据和当期销售计划，对库存的周转进行严格把控，由采购部、业务负责人、财务部、总经理等进行审批后执行。 |
| | | 线上运营方案的执行 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 正式建立合作关系后，公司会为服务品牌配备专业运营团队来开展日常经营，每个团队独立配备项目经理、运营人员、策划人员、设计人员和推广人员等。 ✓ 设计人员将根据前期诊断结果，设计线上呈现的整体页面，优化主打产品界面，突出主力产品卖点，实现页面与用户的良性互动。运营、推广人员将整合淘宝和天猫及站外广告资源，投放品牌产品广告、组织营销活动，并通过爆款塑造提升品牌在平台上的曝光度，获取更多免费流量。 |
| | | 跟踪反馈 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司定期为品牌方提供用户消费数据和营销情况，形成活动改进及品牌支持报告。 ✓ 通过统计旗舰店访客量、销售额、点击率、浏览转化率、新老买家数、客单价等指标，跟踪推广活动前后品牌的运营变化情况，并分析社交网站、淘内广告（钻展、直通车、明星店铺等）和主题营销等方式对定向人群的广告引流效果，来帮助品牌方进行更有针对性广告投放和活动推广。 |
| | | 盈利模式 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司向终端消费者销售产品并赚取差价，公司的服务价值包含在销售收入与营销成本（包括采购成本及各项费用等）的差额中。 ✓ 该种模式下，公司的利润来源于销售收入与销售成本、各项费用的差额。 |

| | | |
|----------|------|---|
| 品牌线上管理服务 | 服务模式 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 在线上管理服务中，公司同样在经过调研后参与品牌方竞标，以此拓展服务品牌。 ✓ 品牌线上管理服务不存在采购环节，内部品牌诊断、外部提案、线上运营方案执行、跟踪反馈等服务环节与品牌线上营销服务基本一致。 |
| | 盈利模式 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司则根据销售结果向品牌方收取服务费盈利。 |
| 线上分销 | 采购模式 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 线上分销模式下，产品的采购根据实际销售情况，以货品买断的形式向品牌方进行采购。 ✓ 公司根据以往数据和当期营销计划，对库存的周转进行严格把控，由采购部、业务负责人、财务部、总经理等进行审批后执行。 |
| | 销售模式 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 线上分销模式下，公司主要客户为天猫、淘宝平台的中小卖家或其他第三方 B2C 平台。 ✓ 对于天猫、淘宝平台的分销商，分销商以货品买断的形式向公司采购货品，并打款至公司账户，公司仓库进行发货，分销商收到货物后进行确认。 ✓ 对于其他第三方 B2C 平台，平台收货后根据合同约定的对账方式，分期与公司核对销售情况，双方核对无误后确认销售收入。 |
| | 盈利模式 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。 |
| 内容服务 | 服务模式 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司作为专业的电商服务商，凭借对品牌及消费者的洞察分析能力、创意策划能力、渠道整合和消费者触达能力，根据品牌特性与消费者诉求，运用创意营销方案来传达品牌的核心竞争力。 ✓ 公司在娱乐渠道（直播平台、短视频平台等）、背书渠道（微信公众号、美妆博客等）、导购渠道（淘宝站内推广等）等多种渠道推广品牌及其产品，最终实现销售和品牌形象的塑造。 |
| | 盈利模式 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司根据与品牌方约定的服务内容，收取服务费。 |

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：品牌线上服务业务流程



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 3：线上分销业务流程



资料来源：公司公告、光大证券研究所

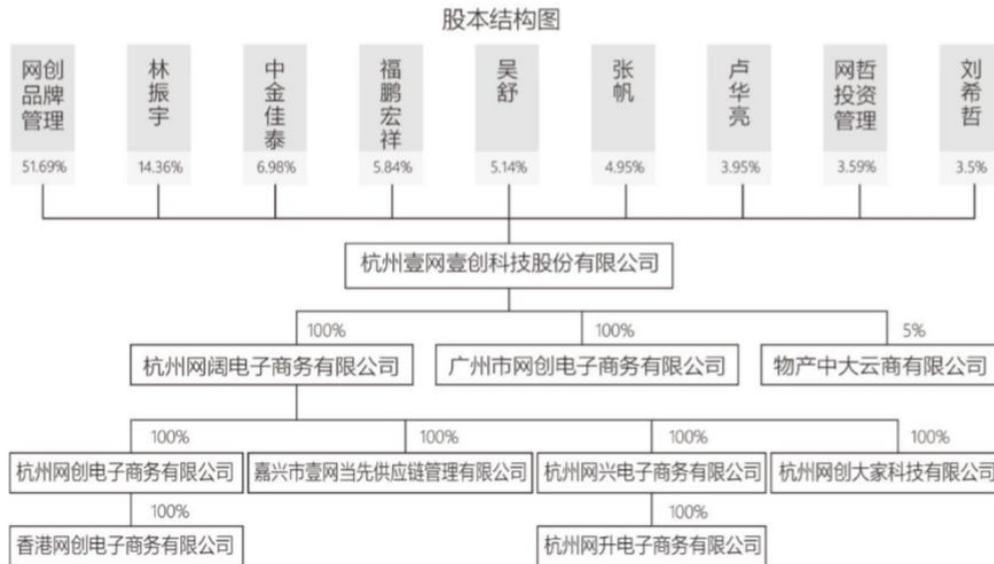
1.3、股权结构：股权集中，核心高管激励充分

壹网壹创于 2016 年 2 月 25 日由杭州奥悦整体变更设立，前身杭州奥悦于 2012 年 4 月 6 日登记设立。

本次发行前，网创品牌管理持股比例为 51.69%，是网创科技的控股股东。公司董事长、总经理林振宇直接持有公司股份比例为 14.36%；通过网创品牌管理间接控制公司 51.69%的股权（林振宇为网创品牌管理控股股东，持有该公司 53.16%的股权），合计控制公司 66.06%的股权，是公司实际控制人。

公司其他核心管理层，如董秘张帆、副总经理卢华亮直接及间接（通过网创品牌管理）持有公司股份。

图 4：本次发行前公司股权结构（截止 2019 年 9 月 16 日）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

本次公开发行 2000 万股股票全部为新股，本次发行前后的股权结构如下表：

表 4：公司本次发行前后股权结构

| 股东名称 | 发行前 | | 发行后 | | 备注 |
|----------------------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|--|
| | 持股数(万股) | 持股比例 | 持股数(万股) | 持股比例 | |
| 杭州网创品牌管理有限公司 | 3,101.67 | 51.69% | 3,101.67 | 38.77% | |
| 林振宇 | 861.84 | 14.36% | 861.84 | 10.77% | 公司董事长、总经理；曾任职阿里巴巴福建区域市场部经理、营销中心市场部经理，后自主创业 |
| 中金佳泰贰期(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙) | 418.82 | 6.98% | 418.82 | 5.24% | |
| 深圳市福鹏宏祥叁号股权投资管理中心(有限合伙) | 350.42 | 5.84% | 350.42 | 4.38% | |
| 吴舒 | 308.18 | 5.14% | 308.18 | 3.85% | |
| 张帆 | 296.80 | 4.95% | 296.80 | 3.71% | 董事、董秘 |
| 卢华亮 | 236.81 | 3.95% | 236.81 | 2.96% | 董事、副总经理 |
| 杭州网哲投资管理合伙企业(有限合伙) | 215.39 | 3.59% | 215.39 | 2.69% | |
| 刘希哲 | 210.07 | 3.50% | 210.07 | 2.63% | |
| 社会公众 | - | - | 2,000.00 | 25.00% | |
| 合计 | 6,000.00 | 100.00% | 8,000.00 | 100.00% | |

资料来源：公司公告、光大证券研究所

2、化妆品电商代运营行业：机遇与挑战并存

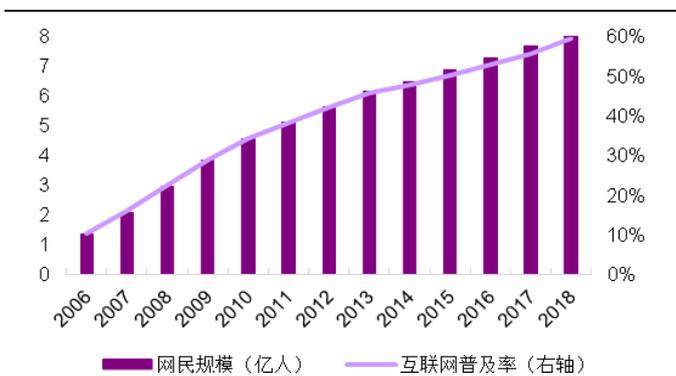
公司垂直于化妆品领域在天猫、淘宝、唯品会、小红书等电商平台上为品牌商提供电商服务。无论其所处的化妆品行业还是电商行业，当前均处于快速发展阶段。

2.1、行业背景：化妆品行业处成长，电商渠道持续渗透

➤ 电商快速发展、网购逐渐普及、B2C 占比提升，电商代运营行业迎发展机遇

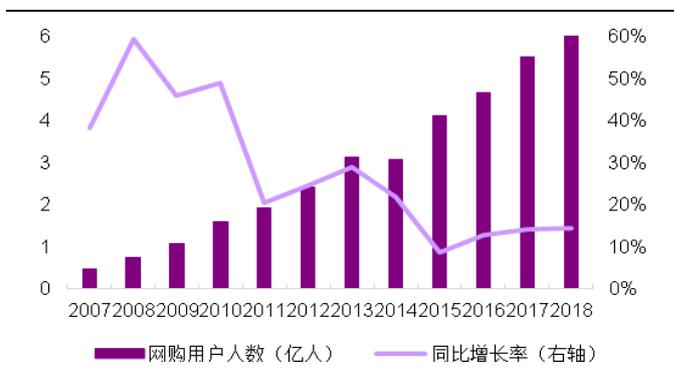
随着我国经济水平的不断提升，互联网相关设施健全与发展，智能手机的普及等，我国网民规模及网购用户人数不断增长。据 CNNIC，2018 年我国网民规模为 8.29 亿人、互联网普及率为 59.6%，网购人数 6.10 亿人。

图 5：2006~2018 年我国网民规模和互联网普及率



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

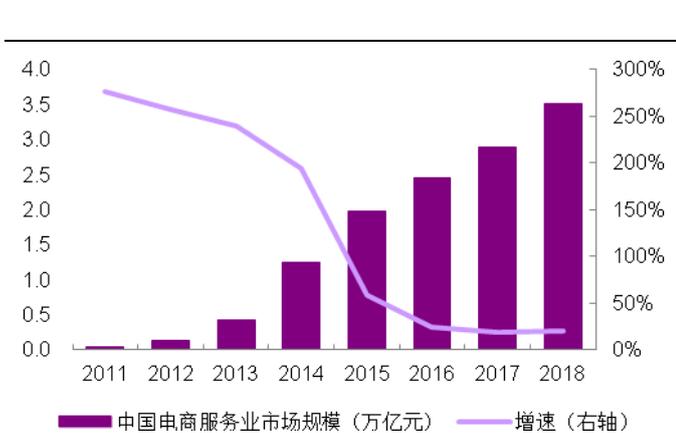
图 6：2007~2018 年我国网购用户人数



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

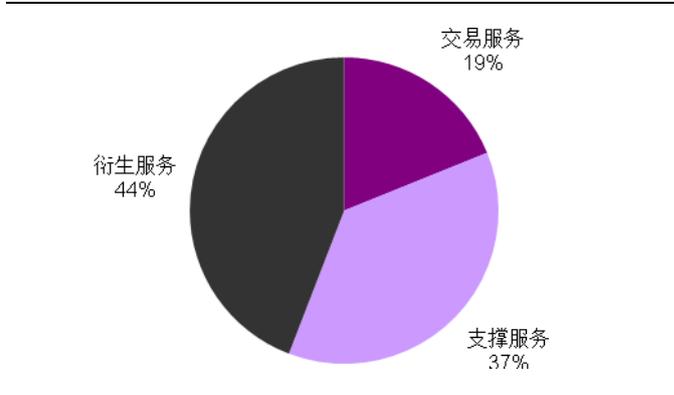
网络零售的快速发展催生了电商服务业的快速发展，其中包含电商交易平台服务业、支撑服务业（如电子支付、物流、信息技术等）、衍生服务业（如代运营、培训、咨询等）。2018 年中国电子商务服务业市场规模为 3.52 万亿元，其中电商交易服务业、支撑服务业、衍生服务业占比分别为 19%、37%、44%。

图 7：2011~2018 年我国电商服务业市场规模及增速



资料来源：《商务部：2018 中国电子商务报告》、光大证券研究所

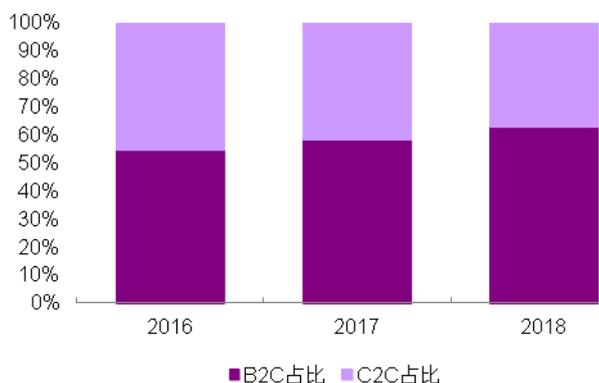
图 8：2018 年我国电子商务服务业中交易服务、支撑服务、衍生服务市场规模占比



资料来源：《商务部：2018 中国电子商务报告》、光大证券研究所

获益于网络零售快速发展、品牌商愈加重视电商渠道、凭借较优质的供应链资源在线上获得良好发展、B2C 占比不断提升，衍生服务中的代运营行业快速发展，2018 年我国电商代运营行业市场规模为 9623 亿元，2013~2018 年年均复合增速在 51.38%。

图 9：2016~2018 我国网络零售中 B2C、C2C 占比



资料来源：《商务部：2018 年中国电子商务报告》、光大证券研究所

图 10：2013~2018 年我国代运营市场交易规模及增速

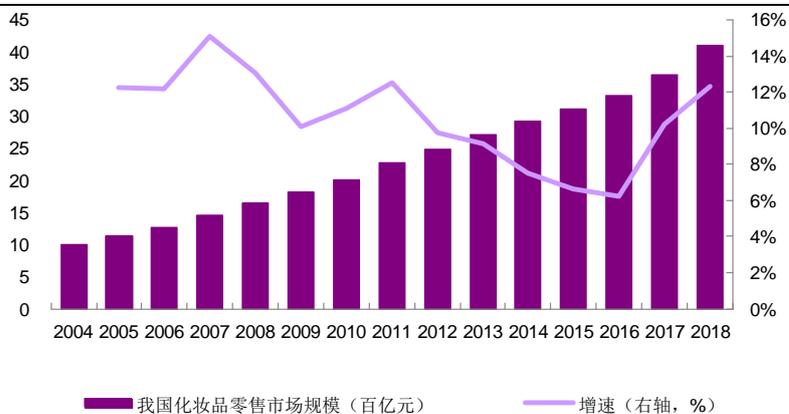


资料来源：《商务部：2018 年中国电子商务报告》、光大证券研究所

➢ 化妆品行业蓬勃发展，电商渠道持续渗透

我国化妆品行业、尤其是护肤、彩妆等美妆品类自 2000 年以来获益四线及以下城市消费升级，进入成长周期。据 Euromonitor，18 年化妆品行业零售市场规模为 4102 亿元，2004~2018 年年均复合增速为 10.56%。

图 11：我国化妆品行业零售市场规模及同比增速

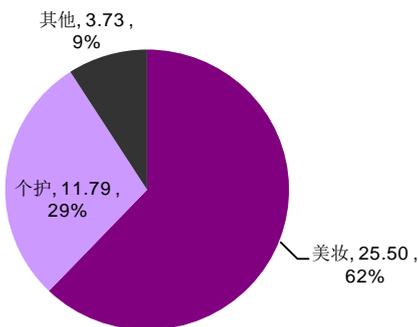


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

分品类来看，美妆（护肤、彩妆等）、个护（洗护发、沐浴用品等）为两大主要品类，2018 年零售规模占行业总体比重分别为 62%、29%，其他品类（男士用、婴童及婴儿用化妆品、香水、防晒等）占比 9%。

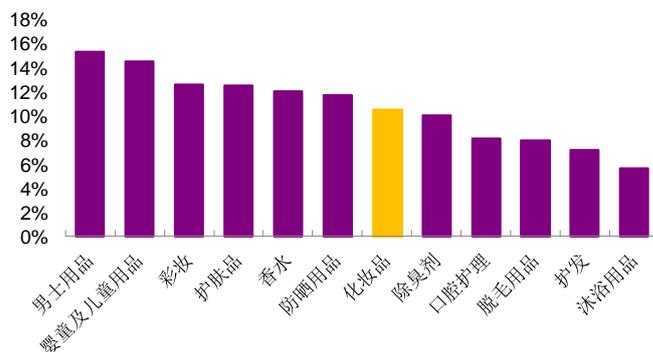
个护、美妆等先后发展于 90 年代、21 世纪初，经过多年发展，个护用品渗透率将近 100%、发展成熟，而美妆渗透率仍待提升、尚处于成长期，美妆行业总体景气度高于个护。

图 12: 2018 年我国化妆品不同细分品类市场规模 (百亿元) 及占行业总体比重



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 13: 2004~2018 年我国化妆品行业总体及不同细分品类市场规模年均复合增速



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

分渠道来看, 化妆品领域不同渠道销售不同定位的品牌, 其中电商渠道销售的品牌定位最为广泛、辐射的客群最广、覆盖我国一线至下线城市。

表 5: 我国化妆品销售主要渠道

| 项目 | 线下渠道 | | | | 线上渠道 |
|------------|---|-------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|---|
| | 超市及大卖场 | 百货商店 | 日化专营店/美妆专卖店 (CS) | 单品牌门店 | B2C、C2C 等 |
| 品牌数量 | 10~60 个 | 20~30 个 | 小于 10 个 | 1 个 | 几乎所有品牌 |
| 产品定位 | 中低端 | 中高端 | 中端 | 中档、高档 | 高中低 |
| 产品价格区间 | 40~300 元 | 200~2000 元 | 40~300 元 | 100 元及以上 | 通常有较大折扣 |
| 服务 | 简单的产品咨询 | 商场品牌专柜的美容导购提供美容咨询服务 | 简单的产品咨询 | 美容导购及产品体验 | 产品以文字介绍为主 |
| 终端设计装修 | 品牌陈列无明显分隔 | 品牌分隔较为明显, 每个柜台代表一个品牌 | 品牌分隔较为明显 | 品牌陈列有序 | - |
| 终端特点 | 中低端产品重要销售渠道, 众多高端国际化妆品品牌逐渐进入该渠道; 进入门槛逐年上升, 一些低档本土品牌面临巨大挑战 | 通过设立专柜树立品牌形象, 竞争激烈, 知名度、销量较低品牌易被淘汰 | 二三线城市及乡镇日化专营店数量众多, 本土品牌占据主导 | 独立门店品牌形象更加突出; 同时门店还可以搭配皮肤测试等服务, 客户体验好 | B2C 平台: 天猫、草莓网、乐蜂网、京东等; C2C 平台: 淘宝、Panli 等; 品牌直营网店: 兰蔻、碧欧泉等; 特卖、团购网站: 聚美优品、高朋等; 海淘等 |
| 主要品牌 | 妮维雅、旁氏、卡尼尔等外资品牌, 相宜本草、丁家宜、大宝等本土品牌 | 欧莱雅、资生堂、娇韵诗、雅诗兰黛、迪奥等外资品牌, 本土品牌如佰草集等 | 珀莱雅、自然堂、丸美、美肤宝等本土品牌 | 欧舒丹、科颜氏、悦诗风吟、老中医、林清轩、美体小铺 | 几乎覆盖所有外资和本土品牌 |
| 2018 年市场份额 | 22.80% | 18.10% | 10.30% | - | 27.40% |

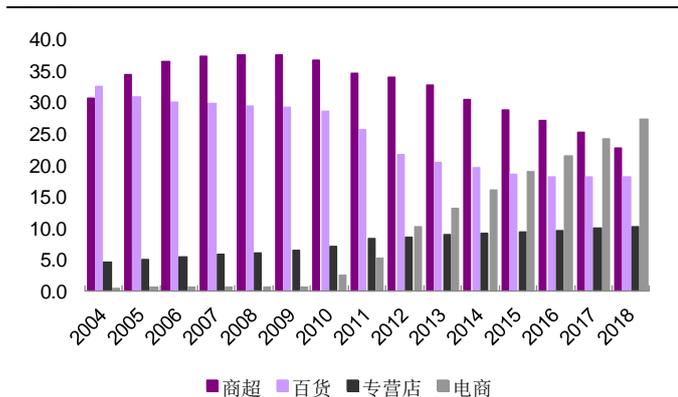
资料来源: 珀莱雅招股书、Euromonitor、光大证券研究所;

注: 1) 专营店市占率不包含药店等;

2) 上述渠道以外, 还有销售员直接销售化妆品予消费者形式, 2018 年该种模式市场份额占比 9.50%。

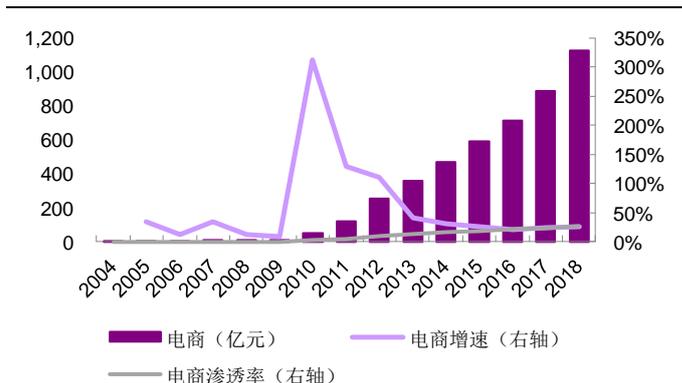
随着行业的成长, 自 2000 年我国化妆品行业先后经历了商超、CS 店、电商等渠道的快速发展, 其中电商渠道是近年成长性最高的渠道。2018 年电商渠道在化妆品领域渗透率为 27.40%, 2013~2018 年化妆品电商行业市场规模年均复合增速为 25.63%, 高于化妆品同期市场规模年均 8.56% 的复合增速。

图 14: 2004-2018 年我国化妆品行业不同渠道市场份额 (%)



资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

图 15: 我国化妆品电商渠道市场规模及增速、渗透率

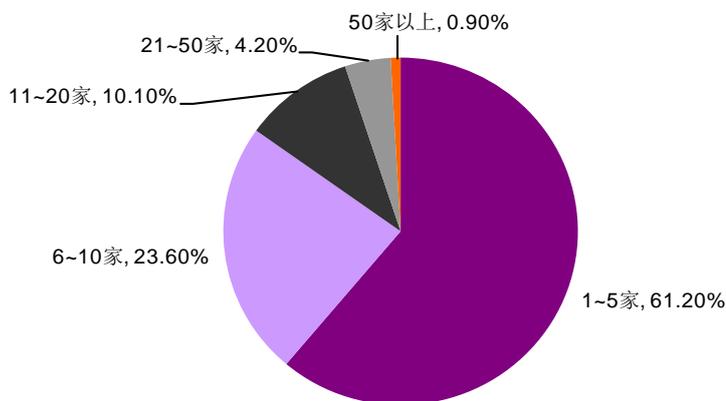


资料来源: Euromonitor、光大证券研究所

2.2、行业格局：格局分散、雏形初现

行业景气、门槛不高吸引大量代运营商入局，行业格局分散。据中国电子商务研究中心，18Q3 61.2%的代运营商服务的天猫店铺数不超过 5 家，代运营商总体规模较小。

图 16: 18Q3 电商代运营商服务的天猫店铺数量分布



资料来源: 中国电子商务研究中心、光大证券研究所

目前行业中已经出现一批初具规模的电商服务提供商，如宝尊电商、丽人丽妆、杭州悠可、若羽臣等，其中按照代运营品类数量，可以分为多品类代运营及单一品类代运营，其中宝尊电商为多品类，美妆领域代运营商有丽人丽妆、杭州悠可、壹网壹创等。

表 6：国内部分电商代运营商简介

| 代运营商 | 品类 | 成立时间 | 合作品牌数量 | 主要合作品牌 | 营收(亿元) | 净利(万元) | 毛利率 | 净利率 | 期间费用率 | 存货占收入比重 | 应收账款及票据占收入比重 | 备注 |
|------|---------------------------|------|------------|---|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------------|-------------------|
| 宝尊电商 | 家居家装、家电、化妆品、食品、快消品、服装、母婴等 | 2006 | 152 | NIKE/CALVIN KLIEN/ZARA/PHILIPS/PANASONIC/上海家化(六神/美加净)/植村秀/碧欧泉 | 53.93 | 2.70 | 60.28% | 3.36% | - | 12.06% | 37.47% | 美股上市 |
| 丽人丽妆 | 美妆 | 2007 | 50+ | sisley/雪花秀/施华蔻/后/相宜本草/高丝/雅漾/芙丽芳丝 | 36.15 | 2.52 | 36.63% | 6.96% | 28.76% | 16.03% | 3.67% | 我国美妆代运营商龙头 |
| 杭州悠可 | 美妆 | 2012 | 40+ | 欧舒丹/雅诗兰黛/倩碧/后(韩国 LG 集团旗下) | - | 1.17 | - | - | - | - | - | 2017 年青岛金王收购、后出售 |
| 壹网壹创 | 美妆 | 2012 | 20+ | 百雀羚/三生花/佰草集/OLAY/沙宣/爱茉莉集团旗下 heral/雪花秀/兰芝 | 10.13 | 1.63 | 39.03% | 12.44% | 21.77% | 7.36% | 9.31% | - |
| 若羽臣 | 美妆、食品 | 2011 | 70+ | 美赞臣/哈罗闪/合生元/美迪惠尔/澳芝曼 | 9.31 | 0.77 | 32.79% | 8.32% | 23.34% | 16.11% | 12.31% | 2015 年朗姿股份增资若羽臣 |
| 百秋网络 | 箱包、服装配饰等 | 2010 | 30 多个 | ELLE/Kipling/DELSEY/PANDORA/TISSOT | - | - | - | - | - | - | - | 2016 年歌力思收购 |
| 礼尚信息 | 母婴 | 2009 | 数十个 | 李宁/北极狐/雅培/安佳/孩之宝 | 4.59 | 0.31 | - | - | - | - | - | 2018 年安正时尚收购 |
| 上海缙嘉 | 美妆 | 2007 | 21 (18 年底) | First Aid Beauty/Redha Beauty/Layered Fragrance/RAFRA | 2.95 | 0.30 | 30.41% | 10.32% | 16.98% | 25.50% | 7.34% | 2018 年拉芳家化拟收购、后终止 |

资料来源：各公司官网、Wind、光大证券研究所

注：上表中的主要财务数据及公司合作品牌数量为 2018 年度数据，其中由于数据的可获得性、上海缙嘉、礼尚信息、杭州悠可数据为 2017 年。

为了保证消费者能享受优质线上消费体验、通过线上营销提升企业产品的知名度和影响力，品牌方更倾向于与行业经验丰富、口碑好的电子商务服务合作。平台为了确保消费者质量及流量销售价值最大化，会对少数核心商家给予 KA (KeyAccount、重要客户) 资质认证，将顾客流量源重点倾斜给 KA 商家。结合平台与品牌核心资源的支持，KA 商家在消费者端将获得较大的竞争优势。因此未来行业有望向当前有一定领先优势的服务商集中。

2.3、行业生态：“流量为主”到“竞争全面升级”

➤ 产业链分析：代运营商的上游品牌商诉求各异，下游电商平台鼓励代运营商发展

代运营商对接上游品牌商的服务需求，同时在电商平台上运营，向下与电商平台沟通。

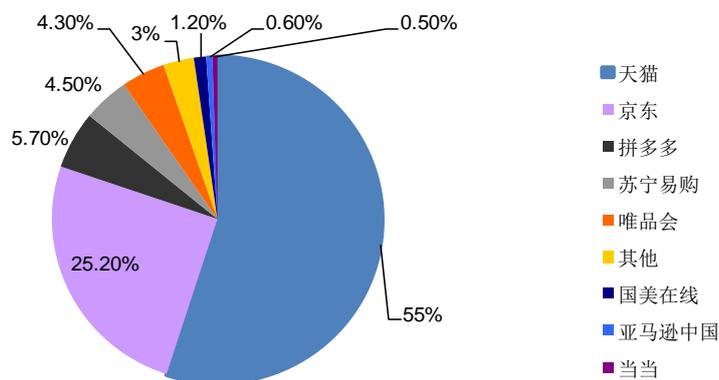
1) 上游品牌商出于品牌自身发展的战略考虑，对线上代运营商要求不同：品牌商线上运营策略主要有直营（自建电商团队）、代运营（外聘电商代运营商）、经销等模式，其中：a) 自建电商团队运营电商旗舰店对公司自身电商团队运营人员素质要求较高；b) 外聘电商代运营商的模式货品仍属于品牌商，电商旗舰店的相关服务由代运营商负责、按照销售额的一定比例用于后者的提成；c) 经销模式较为简单、通常由品牌商以买断的方式销售给线上经销商，再由后者负责在线上渠道的进一步分销。

每一种模式对品牌商在品牌营销、人才队伍、电商运营、货品掌控、账期等不同方面均有优缺点。在当前线上红利逐渐减弱、品牌竞争日趋激烈的背景下，品牌商逐步重视线上运营，纷纷转向直营、代运营等模式。

针对品牌商对线上服务需求的深浅，代运营商的业务范围有所不同。其中较为基础的服务有店铺开设、客户服务等店铺日常运营维护，深度服务包括供应链管理、广告制作与投放、资源获取与整合甚至参与至产品定制与开发等环节。

2) 下游电商平台马太效应显著，天猫、京东等占据主要市场份额。代运营商提供业务环境多为主流电商平台。这些平台一方面希望看到生态繁荣（品牌方及代运营商入驻）、反向促进电商平台的发展，另一方面不希望品牌方、电商平台服务商等一家独大，话语权高过平台。

图 17：2018H1 我国互联网零售 B2C 市场交易规模分平台占比



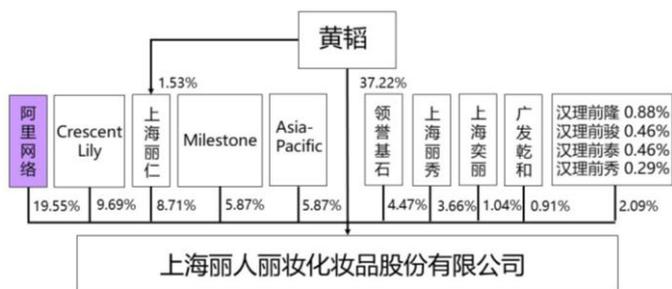
资料来源：中国电子商务研究中心、光大证券研究所

➤ 过去——流量为王：代运营商依靠电商平台关系获取流量

过去品牌商面对新兴渠道电商，运营经验较弱，对代运营商依赖性较大。同时电商平台快速发展，货品销售多依靠站内流量，因此店铺日常运营维护等所需的 IT 系统等搭建门槛较低，获取流量、尤其是低成本的流量对于代运营商至关重要。

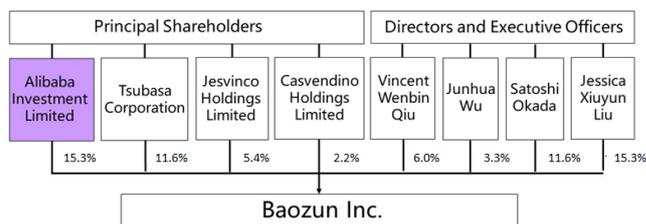
行业龙头宝尊、丽人丽妆等均与阿里存在股权关系，形成强绑定关系。宝尊在阿里系的流量优势体现在：1) 宝尊能获取同业购买不到的流量；2) 在同等条件下，宝尊获取流量的价格比同业更低。3) 在同样价钱下，宝尊能买到更多的流量。

图 18: 丽人丽妆股权结构 (截止 2019 年 4 月)



资料来源: 丽人丽妆招股书、光大证券研究所

图 19: 宝尊电商股权结构 (截止 2019 年 3 月)



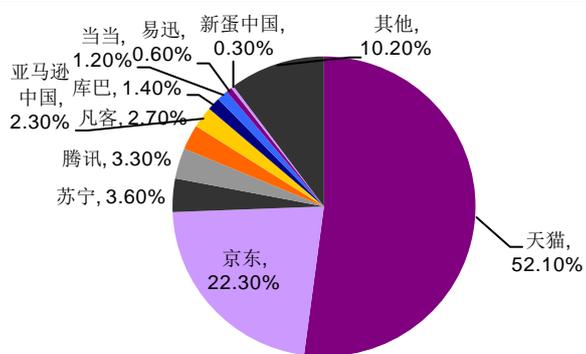
资料来源: 宝尊年报、光大证券研究所

➤ 未来——竞争全面升级: 电商经营环境复杂化, 代运营业务急需深化、拓展

如果说过去品牌商的需求是触网、布局电商渠道, 那么随着当前电商渠道成为化妆品领域为数不多的成长性渠道、国际品牌加速布局电商及本土新锐品牌在电商快速崛起等加剧电商渠道的竞争, 品牌商对于电商渠道的发展已经升级至品牌总体发展的战略高度, 电商渠道不再是简单的销货渠道之一, 而是有必要进行精细化运营的必争之地。因此, 品牌商对于代运营的期待不再是引流、销货、店铺运营, 而是更加主动的基于大数据挖掘电商渠道生态背后消费者喜好、竞品发展、站内外引流, 进而为品牌方的产品开发、营销策划等提供建议。

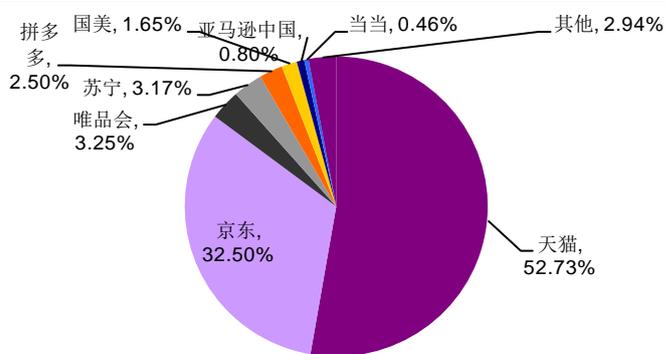
电商渠道重要性凸显的同时其竞争环境也日趋激烈, 本土新锐化妆品品牌不断涌现、快速成长, 在电商渠道占据重要市场份额, 例如完美日记成立仅三年时间已成长为天猫美妆类目前十品牌。平台间的竞争也持续进行中, 并且呈现集中化趋势。我国电商零售市场中天猫、京东等平台占主导, 并且集中度近年提升, 2017 年中国网络零售市场平台 CR2 为 85.23%、较 2012 年提升 10.83PCT, 小平台格局持续变动, 部分平台兴起 (如拼多多、唯品会等)、部分平台市占率下降。

图 20: 2012 年中国网络零售主要平台市占率



资料来源: 中国电子商务研究中心、光大证券研究所

图 21: 2017 年中国网络零售主要平台市占率



资料来源: 中国电子商务研究中心、光大证券研究所

在电商新生态背景下，专业代运营商的业务范围也急需拓展，代运营商提供的服务内容深化才能降低自身的可替代性、夯实对上游品牌商的话语权、对同业的竞争壁垒。

从代运营商内部格局来看，当前行业雏形初现，出现部分掌握优质品牌资源的龙头，例如美妆细分领域的代运营龙头丽人丽妆深度合作爱茉莉太平洋、LG 生活与健康、高丝、联合利华、科蒂、汉高等国内外知名化妆品公司，手握其旗下众多优质国际品牌资源，从个护、护肤、彩妆等实现全面覆盖、产品种类丰富，代运营品牌数量超过 40 个；壹网壹创起家百雀羚代运营，此后合作有宝洁旗下重点个护品牌、韩国第一大化妆品公司爱茉莉太平洋旗下明星品牌，代理品牌超过 20 个。品牌与代运营商合作相对稳定，预计未来有望强者恒强。

此外还有一部分海外小品牌在进入中国电商市场时由于其品牌缺乏一定的知名度，因此其更加看重具有品牌营销/引流的代运营商，例如上海缙嘉凭借旗下合作的网红资源能够提供品牌孵化的服务、主要服务海外小品牌。

3、历史财务：获益行业红利快速成长，盈利能力优秀

3.1、财务分析：财务指标总体靓丽

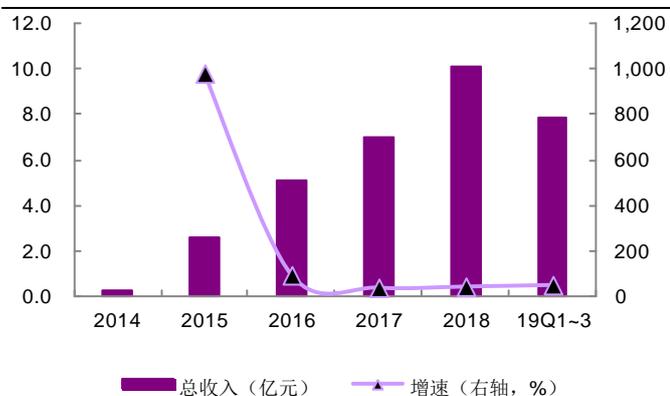
3.1.1、成长：业绩呈现迅速增长

公司业绩保持快速增长，2014~2018 年营收及归母净利润复合增速分别为 154.94%、470.80%，从初创期的几千万规模快速成长为亿级规模，2018 年公司营收及净利规模分别为 10.13、1.63 亿元。

从增速变动来看，公司 2016 年及以前实现迅速增长，近年增速有所放缓，但总体仍保持快速增长。

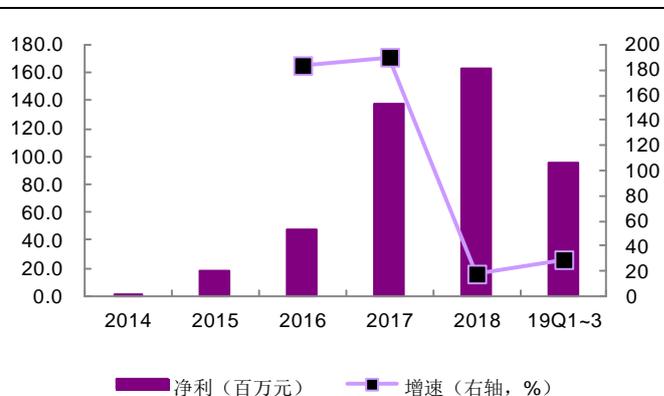
19Q1~3 公司营收及净利分别同比增 50.61%、29.38%。

图 22：公司 2014~19Q3 营收及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 23：公司 2014~19Q3 归母净利润及同比增速

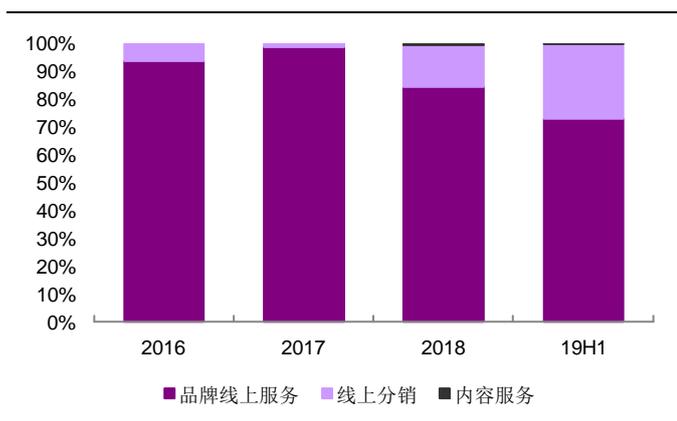


资料来源：Wind、光大证券研究所

分业务来看，公司业务有线上服务、线上分销、内容服务等，其中内容服务是公司 2018 年新增的业务，三项业务 2018 年收入占比分别为 84.30%、14.95%、0.68%。

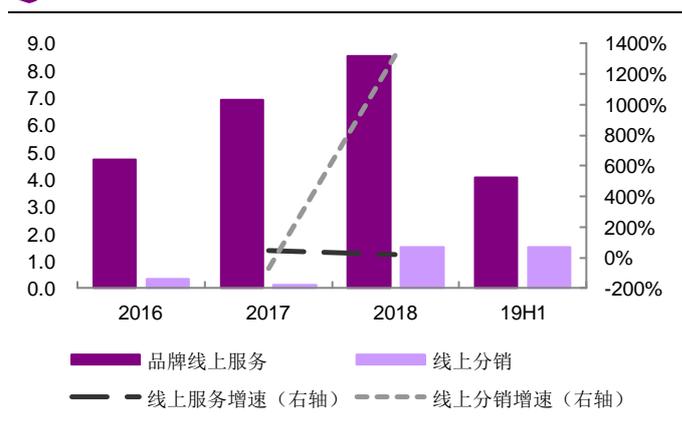
公司第一大业务线上服务近年保持快速增长，2016~2018 年营收年均复合增速为 34.32%；同期线上分销业务大幅增长，收入年均复合增速为 114.13%，占比从 2016 年的 6.51% 提升至 2018 年的 14.95%，其中 2017 年收入占比有所下降主要为自 16 年 4 月百雀羚在唯品会渠道的分销业务模式转变为线上服务模式，2018 年占比提升主要为新增爱茉莉太平洋旗下 6 个品牌。

图 24：公司 2016~19H1 分业务收入占比



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 25：公司线上服务、线上分销业务营收（亿元）及增速



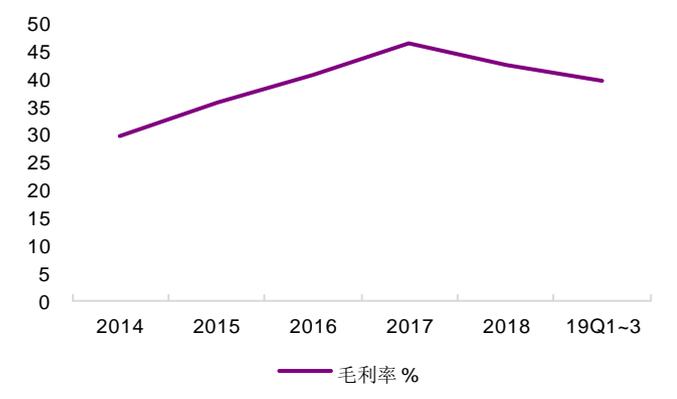
资料来源：Wind、光大证券研究所

3.1.2、盈利：毛利率与净利率近年波动，费用率总体下降

公司 2017 年毛利率提升主要为线上服务毛利率提升以及毛利率较低的线上分销收入占比下降，2018、19Q1~3 毛利率持续下降主要为低毛利率的线上分销业务发展、收入占比提升。

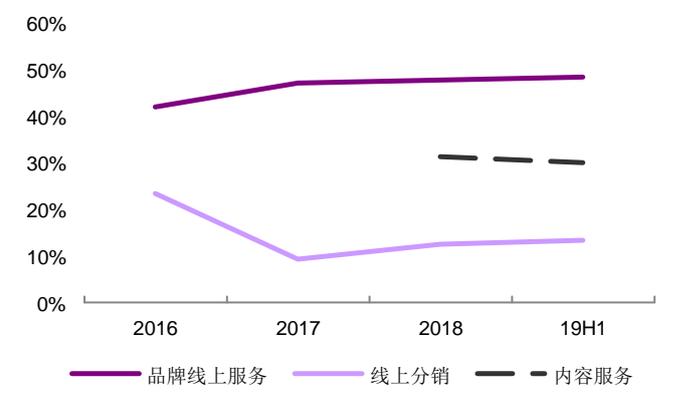
细分业务来看，公司线上服务毛利率总体呈现上升趋势，公司线上分销业务毛利率近年呈现波动，主要受品牌构成、品牌方经营策略、支持力度、分销平台等多因素影响。

图 26：公司 2014-19Q1~3 毛利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 27：公司 2016~19H1 分业务毛利率

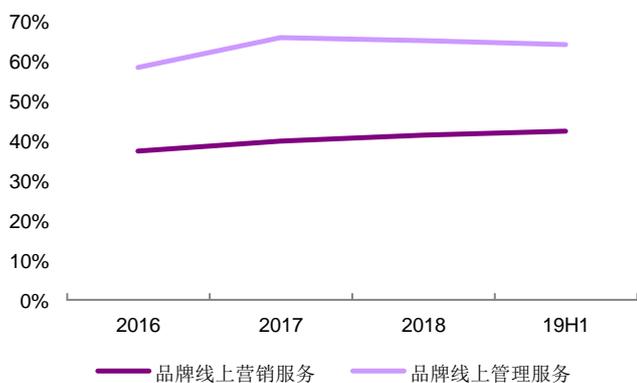


资料来源：Wind、光大证券研究所

具体来看，1) 线上服务业务毛利率进一步可以分为线上营销、管理服务毛利率，其中 a) 线上营销服务毛利率呈现上升趋势，主要为线上销售竞争加剧，公司需加大折扣力度、营销推广投入来达成品牌方的销售目标，品牌方通过返利等形式给予公司补偿。b) 线上管理服务毛利率呈现上升趋势，主要为日化业务为公司新承接快消品类的业务，随着业务模式理顺，日化毛利率不断上升。

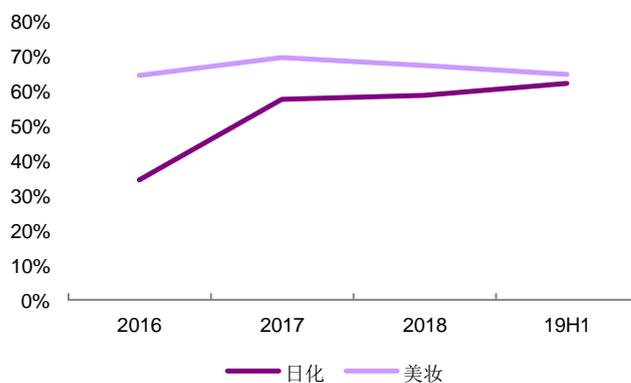
2) 线上分销业务毛利率 17 年下降主要为 16 年 4 月百雀羚由线上分销转变为线上管理，2017 年线上分销业务均为雅顿品牌，其毛利率低于百雀羚（因公司在唯品会分销百雀羚需另行提供店铺运营、引流、营销等服务，雅顿在淘宝、天猫的分销业务主要面向淘宝、天猫的中小卖家、无需提供相关服务），2018 年公司线上代销业务新增爱茉莉太平洋客户，但毛利率仍未恢复至 2016 年的水平主要为公司与爱茉莉太平洋合作采用买断模式、与百雀羚合作采用非买断模式，此外，爱茉莉太平洋旗下的兰芝、雪花秀等品牌均为国际知名美妆品牌、给予公司的毛利率较低。

图 28：公司 2016~19H1 线上营销、管理服务毛利率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 29：公司 2016~19H1 线上管理服务分品类毛利率



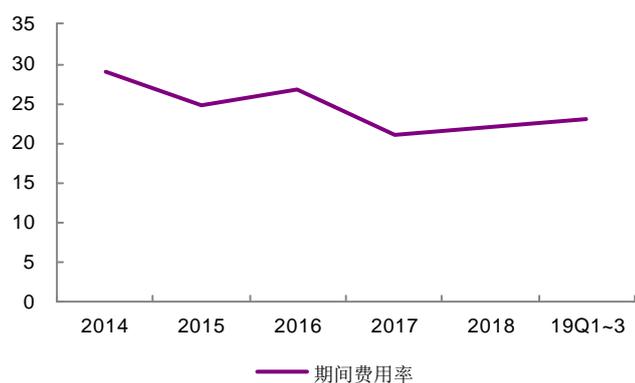
资料来源：Wind、光大证券研究所

公司期间费用率近年总体下降，主要为规模效应凸显、人均产出提升等。2017~19Q3 期间费用率总体保持稳定。其中销售费用率及管理费用率变动趋势与总费用率变动趋势较一致。

1) 销售费用率 2015~2017 年大幅下降主要为收入的大幅增长，2018 年销售费用率有所回升主要为推广费用及职工薪酬增多所致；

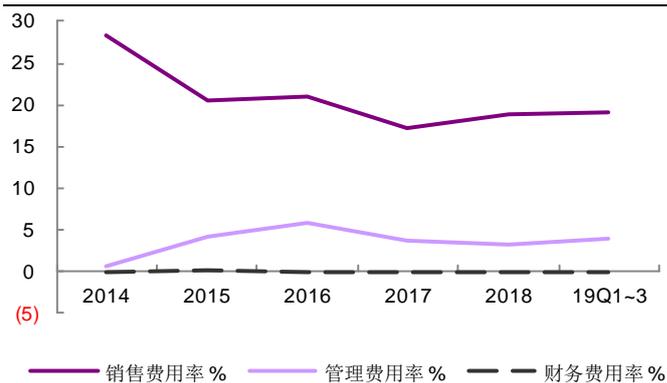
2) 管理费用率在 2016 年以前持续提升主要为公司营业规模增长，职工薪酬、租赁费用、中介费用及办公费用等增多所致，近年公司管理费用率持续降低。

图 30: 公司 2014~19Q1-3 期间费用率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

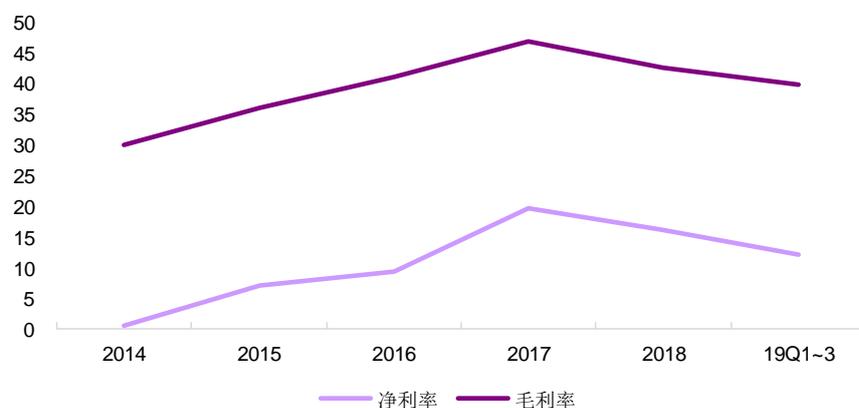
图 31: 公司 2014-19Q1-3 三费率



资料来源: Wind、光大证券研究所

公司净利率近年波动与毛利率总体变动趋势较一致。

图 32: 公司 2014-19Q1-3 毛利率、净利率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所

3.1.3、营运: 营运指标持续改善, 现金流逐步充足

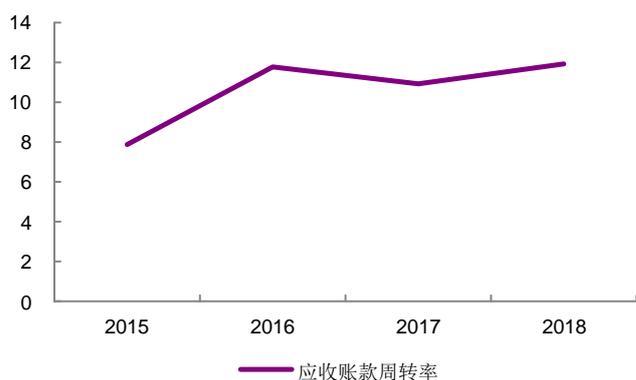
近年公司运营指标持续改善。其中存货周转率 2017 年提升主要为公司加强存货管理以及 2017 年与“我的美丽日记”合作由营销服务转为管理服务, 不再需要采购商品等; 2018 年存货周转率略有放缓主要为提升发货速度、提升用户体验, 增加仓库布局 (提升武汉仓利用率、新增成都仓、嘉兴仓、宁波仓), 露得清在天猫渠道的管理服务转为营销服务、并新增小红书、天猫国际等平台的营销服务, 新增爱茉莉太平洋旗下 6 个品牌在唯品会平台上的分销业务, 对各个品牌进行了一定的备货。

图 33：公司 2016~2018 年存货周转率



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 34：公司 2016~2018 年应收账款周转率

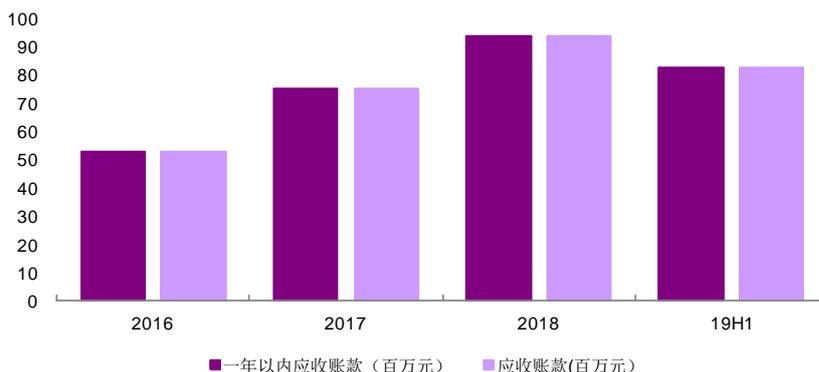


资料来源：Wind、光大证券研究所

应收账款分账龄来看，公司应收账款主要为一年内，主要产生于线上管理服务、少部分来自于线上分销业务，主要来自于宝洁、雅顿、资生堂、强生、百雀羚等品牌方及唯品会。

公司应收账款周转率出现波动主要为业务结构变化。

图 35：公司应收账款及一年内应收账款



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

表 7：公司应收账款来源分析

| 业务类型 | 业务类型 | 收款政策 | 信用期 | 2018 年应收账款占比 |
|--------|----------|---|------------------|--------------|
| 品牌线上服务 | 品牌线上营销服务 | 以天猫平台为主，一般为终端零售客户付款后方才发货 | 无信用期 | 0% |
| | 品牌线上管理服务 | 根据当月、当季及年度的交易流水情况或合同约定，向品牌方收取服务费 | 存一定信用期 | 95.86% |
| 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，收款政策为一般先款后货或次月结算 | 唯品会等平台类客户存在一定信用期 | 3.75% |
| 内容服务 | | 主要面向品牌方，根据业务规模、品牌商资质等给予一定的信用期 | 存在一定的信用期 | 0.39% |

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

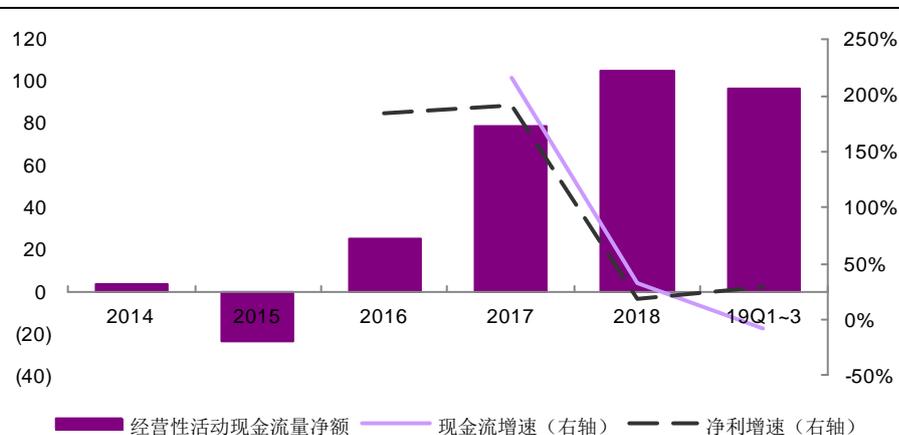
表 8：公司前五大客户应收账款余额及占总应收账款余额比重

| 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | |
|--------|----------------|----------------|--------|----------------|----------------|--------|----------------|----------------|
| 客户 | 应收账款余额 (万元) | 占总应收账款 余额比重 | 客户 | 应收账款余额 (万元) | 占总应收账款 余额比重 | 客户 | 应收账款余额 (万元) | 占总应收账款 余额比重 |
| 广州宝洁 | 2583.94 | 46.04% | 广州宝洁 | 3352.42 | 42.13% | 广州宝洁 | 4264.39 | 42.95% |
| 资生堂丽源 | 1141.43 | 20.34% | 伊丽莎白雅顿 | 1989.93 | 25.01% | 伊丽莎白雅顿 | 2324.45 | 23.41% |
| 伊丽莎白雅顿 | 898.16 | 16.00% | 广州立白 | 662.38 | 8.32% | 资生堂丽源 | 698.91 | 7.04% |
| 上海百雀羚 | 586.21 | 10.45% | 资生堂丽源 | 559.36 | 7.03% | 强生(中国) | 651.74 | 6.56% |
| 强生(中国) | 269 | 4.79% | 强生(中国) | 519.27 | 6.53% | 上海百雀羚 | 564.29 | 5.68% |
| 合计 | 5478.74 | 97.62% | 合计 | 7083.36 | 89.01% | 合计 | 8503.78 | 85.64% |

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

公司近年现金流充足，增速与净利增速总体保持一致，主要为随着公司业务规模的扩大、保持良好的盈利能力以及公司不断加强应收账款回款及库存管理。

图 36：公司经营性活动现金流量净额及同比增速



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

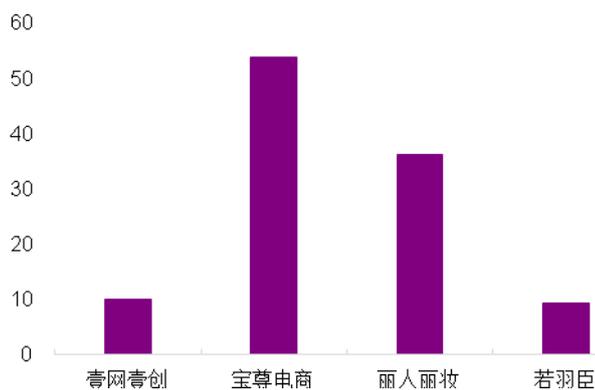
3.2、同业对比：成长仍有空间，经营质量优于同业

3.2.1、规模与成长：规模有提升空间，成长性处中游

公司主营电子商务服务，客户主要集中在国内外美妆、日化品牌。行业内目前上市/拟上市，财务数据公开的公司有宝尊电商、丽人丽妆、杭州悠可、若羽臣等。

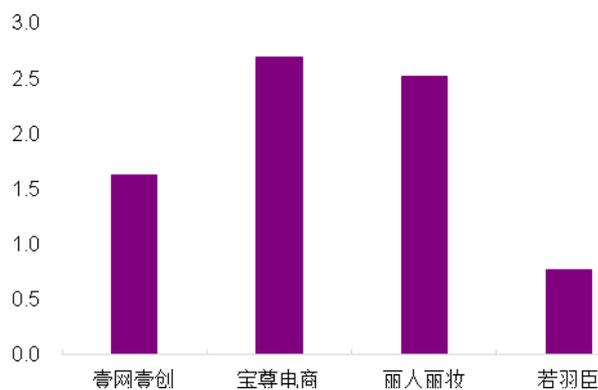
从收入规模看，壹网壹创收入规模低于宝尊电商、丽人丽妆，略高于若羽臣，获益净利率水平较高，公司净利水平与宝尊电商、丽人丽妆等相比，其差距比收入更低。从成长性来看，公司收入与净利增速处于已（拟）上市的可比公司中游水平。

图 37：2018 年可比公司营收（亿元）对比



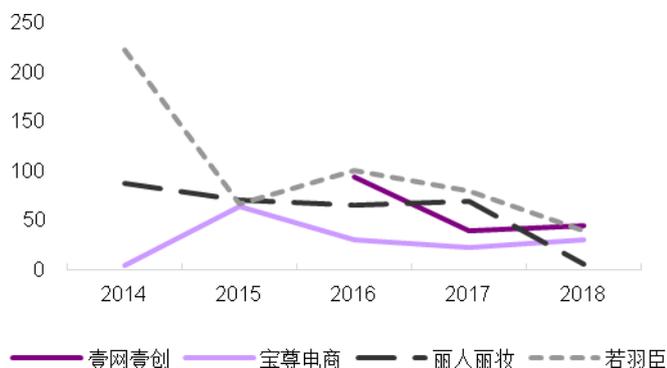
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 38：2018 年可比公司归母净利（亿元）对比



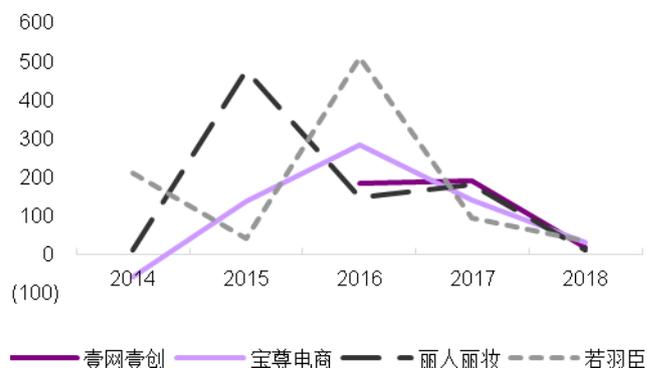
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 39：可比公司营收增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 40：可比公司净利增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

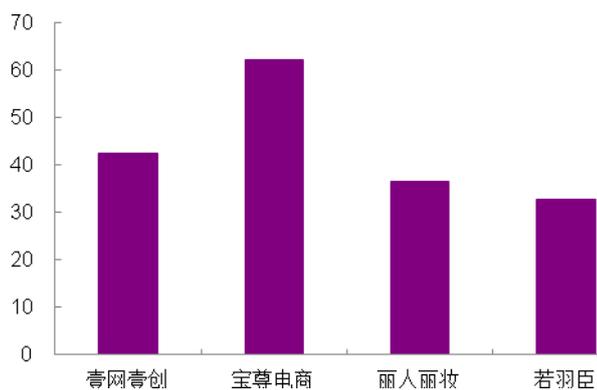
3.2.2、盈利与运营：优于可比已（拟）上市公司

从毛利率角度，公司分销业务对毛利率有所拖累，但由于品牌线上管理服务没有商品采购成本，且主要运营品牌百雀羚销售差价较大，公司总体毛利率略高于已（拟）上市可比公司平均水平。

费用率方面，销售结构、费用构成等差异导致公司期间费用率略低于可比公司，主要是由于销售费用率较低。品牌线上管理服务模式中，经营店铺相关的推广费、仓配费等由品牌方承担或计入成本，不计入销售费用；分销业务由于主要通过唯品会等第三方平台或面向天猫、淘宝中小卖家进行，线下结算，平台、推广费用较少；内容服务业务模式下，营销推广费用计入营业成本，销售费用较低。

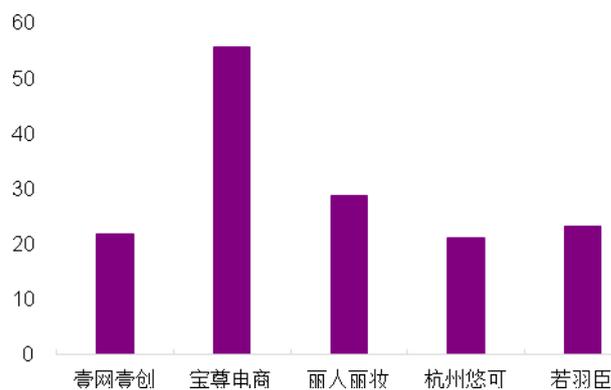
高毛利率叠加低费用率使公司净利率水平处于可比公司中的上游水平。

图 41：2018 年可比公司毛利率 (%)



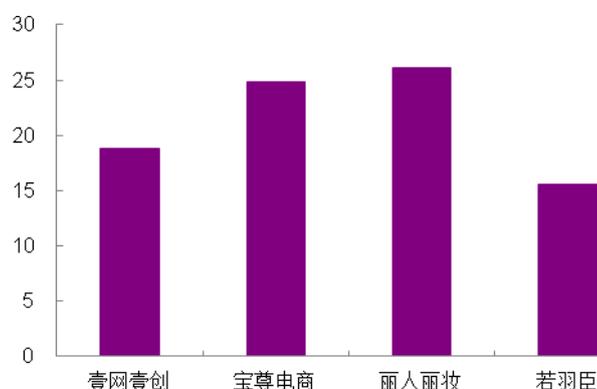
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 42：2018 年可比公司期间费用率 (%)



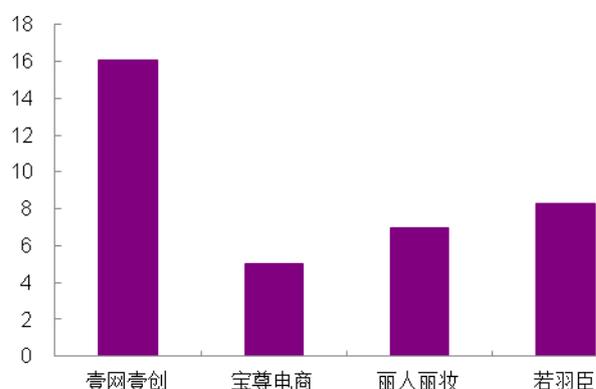
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 43：2018 年可比公司销售费用率 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

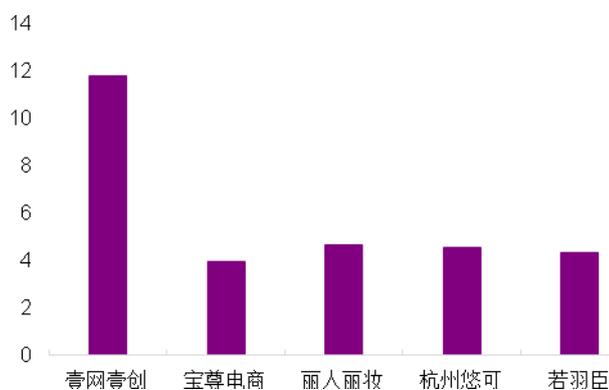
图 44：2018 年可比公司净利率 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

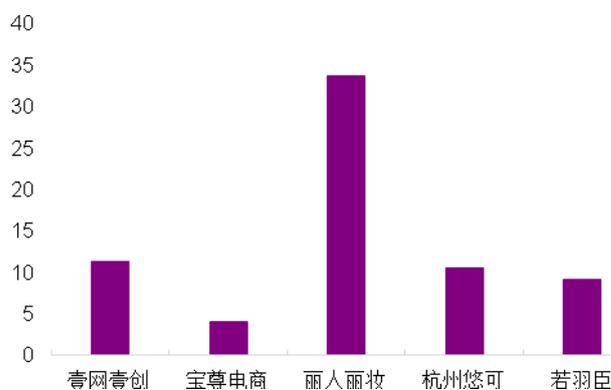
营运指标来看，公司存货周转率高于同行业，应收账款周转率处于中间水平。公司应收账款周转率低于丽人丽妆，主要源自品牌线上管理服务规模较大，应收账款周转率较低；品牌线上营销服务主要面向终端消费者，不存在应收账款。

图 45：2018 年可比公司存货周转率 (次)



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 46：2018 年可比公司应收账款周转率 (次)



资料来源：Wind、光大证券研究所

4、公司优势：代运营能力出色，充分获益行业机遇

4.1、起家百雀羚电商代运营，焕活国民品牌、建立行业知名度

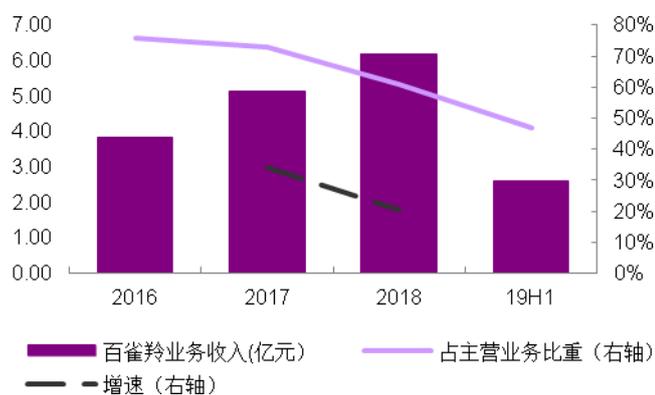
公司自成立以来一直与百雀羚开展合作，2012~2014 年公司收入均来自百雀羚品牌的线上营销服务，2015 年为百雀羚提供唯品会线上分销服务，2016 年唯品会线上分销业务调整为线上管理服务，2018 年为百雀羚新增内容服务业务。目前公司为百雀羚线上最大的经销商。

百雀羚品牌为公司重要客户，目前贡献公司主营业务收入一半以上，并且保持快速增长，2018 年百雀羚业务收入 6.19 亿元、占公司总营收比重为 61.17%，2016~2018 年年均复合增速为 27.01%。

公司与百雀羚的合作关系不是简单的销货关系，公司为百雀羚提供从品牌形象塑造到仓储物流的一站式服务，除常规的电商服务内容之外，公司能够进行产品开发、内容生产、会员管理等特色服务，曾为百雀羚策划长图营销“与时间作对”、视频“四美不开心”等颇具传播度的营销方案使得品牌形象年轻化、焕活品牌。除了品牌营销外，公司还参与产品开发中，为百雀羚成功孵化“小雀幸”系列面膜等。

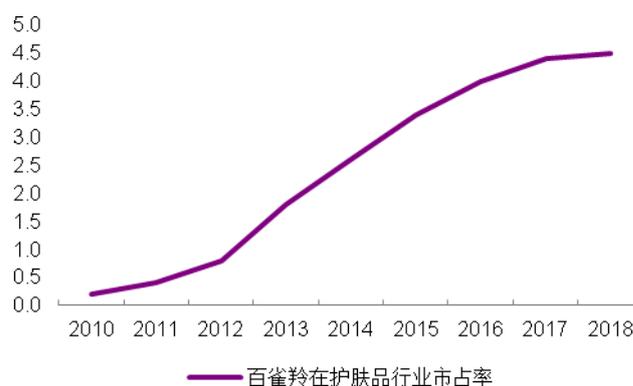
公司与百雀羚相互成就，百雀羚在线上业绩表现靓丽，连续多年蝉联天猫“双11”美妆板块第一名，百雀羚凭借在线上的快速发展，在护肤品行业市占率快速提升，从与公司合作的初期 2012 年在护肤品行业市占率 0.80% 提升至 2018 年的 4.5%（据 Euromonitor）、超越国际品牌欧莱雅成为我国护肤品领域第一大品牌。

图 47：2016~19H1 公司百雀羚业务营收、同比增速、占主营业务比重



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 48：2010~2018 年百雀羚品牌在我国护肤品行业市占率 (%)



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

在主品牌合作成功的基础上，公司进一步参与百雀羚第二大品牌三生花的品牌策划与开发，为三生花品牌的补水保湿系列、清爽控油系列、青春紧弹系列等多个系列产品提供开发服务。目前三生花已从线上拓展至线下屈臣氏等

渠道，发展良好。自合作以来，公司与百雀羚保持了良好的合作关系，公司多次获得品牌方授予的“年度卓越贡献奖”。

在与百雀羚成功合作后，公司逐步在美妆代运营领域建立知名度，为公司后续客户拓展打下良好基础。

4.2、精细化代运营能力强，服务内容深化、增强客户粘性、夯实长期竞争力

公司与品牌共同成长，代运营精细化运作从而实现低成本引流、提升转化率、提高客单价，此外公司还深化服务内容，通过数据沉淀、大数据分析洞察消费需求、参与产品开发，在经营过程持续服务创新、孵化其他个性化定制服务，服务内容持续深化，凸显自身专业性、夯实竞争壁垒。

图 49：公司代运营业务模式



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

➤ 精细化代运营，降本提效

电商销售的实现受到前期引流、转化率、客单价等的影响，公司能深入挖掘品牌文化、丰富产品卖点，在站内外实现高效引流，流量性价比高，降低运营成本。

在转化率方面，公司从选品组合、价格带规划、卖点提炼、促销创新等多维度出发提升品牌的转化率。如公司 2017 年承接达尔肤官方旗舰店，通过精细化运营，在接店仅 3 个月使店铺“618”转化率同比提升 170%、GMV 同比增长 150%。

在客单价方面，公司通过数据分析优化选品组合、设计规划套装产品，有效提升客单价等。如公司为OLAY“双11”升级明星单品-Prox 淡斑精华，将原来的多效系列三件套（单价178元）通过市场洞察、匹配消费升级优化选品结构，通过新媒体营销方案，主推Prox 淡斑精华（单价368元），提升客单价将近200元。

表 9：公司综合代运营能力强、服务内容深化

| 代运营服务 | 说明 |
|--------|--|
| 引流 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司能够深入了解平台方需求，通过挖掘品牌文化，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，降低了营运成本。 ✓ 当前新媒体营销渐成趋势背景下，公司具备媒体计划、内容创意、视频监制、脚本撰写、IP 选择、直播策划、承接页撰写的能力，通过一系列营销活动，成功从平台外引流，引入新的客群。 ✓ 此外，在传统的付费广告领域，公司获得规模化的聚合优势。 |
| 优化转化率 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司建立了成熟的精细运营体系，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。 |
| 提升客单价 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司通过数据分析关联产品优化选品组合，设计规划套装产品，有效提升了客单价。 ✓ 自主研发、设计高质感赠品、物料等，产生文化共鸣，淡化消费价格敏感度，减少折扣销售产品，提高客单价。 |
| 产品孵化 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 公司直面终端消费者，对消费者需求具有较强把控力，具备产品孵化能力，为百雀羚孵化了“小雀幸”系列面膜，为大宝孵化了眼部醒活精华霜等。 |
| 其他深度服务 | <ul style="list-style-type: none"> ✓ 在经营过程中，通过持续的服务创新，公司已孵化出内容制作与传播、多媒体设计与策划、新营销、消费者调研、公益营销与传播等特色服务项目，并且不断创造个性化的增值服务。 |

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 50：线上营销服务客单价、客单量行业对比



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

➤ 深度服务，巩固客户关系，夯实竞争壁垒

在服务内容深化方面，公司深入参与品牌的产品孵化以及其他个性化增值服务、持续拓展业务深度。

- 1) 产品孵化：公司直面终端消费者，对消费者需求具有较强把控力；同时具备产品孵化能力，能协同创作部门、业务部门为品牌方设计改良。例如公司通过品牌核心形象设计、产品策划与推广等一系列工作，为百雀羚孵化了“小雀幸”系列面膜，为大宝孵化了眼部醒活精华霜，拓展了消费人群，产品市场表现良好。

图 51：公司为百雀羚、大宝孵化的新品



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

2) 服务拓展能力：为了保持公司在市场中的竞争力，公司在服务品质和范畴上拥有持续拓展能力。在经营过程中，通过持续的服务创新，公司已孵化出内容制作与传播、多媒体设计与策划、新营销、消费者调研、公益营销与传播等特色服务项目，并且不断创造个性化的增值服务。

➤ 精细化运作助力合作品牌业绩改善显著，深度服务增强长期竞争力

公司具有出色的代运营能力，将百雀羚的成功经验运用至其他品牌，合作品牌业绩持续改善：

- 1) OLAY 2015~2018 年天猫“双 11”美妆类目分别排名第三、第一、第二。
- 2) 2016 年“双 11”宝洁旗舰店获天猫“双 11”洗护类目冠军。
- 3) 2017 年“618”海飞丝、护舒宝、舒肤佳、febreze 同时获得洗发水、卫生巾、汽车香水、沐浴露 4 个品类销量冠军。

当前品牌商面对新兴的电商渠道、尚未摸清其运作模式，需依赖专业代运营商，但长期品牌商在理顺电商渠道运营后或自主运营电商渠道。简单参与电商渠道运营的代运营商将被替代，而公司深度服务品牌方，参与产品开发、品牌营销引流等品牌价值塑造环节，延伸至产业链价值环节，多品牌代运营经验基础上沉淀数据给客户更好的提供专属品牌定制深化服务，增强用户粘性，长期仍均有较强竞争力。

4.3、品牌资源优质，获益行业快速发展，需求旺盛、发展动力足

当前化妆品行业获益消费升级快速增长，电商渠道成为化妆品领域成长性较高的渠道之一，品牌商愈加重视电商渠道的布局，行业迎发展机遇。虽然长期品牌商在逐渐理顺电商渠道运作模式后，或自主运营电商渠道、减少对代运营商的依赖，但近年电商渠道运营环境复杂化，品牌商短期内仍需依赖专业的代运营商服务，且目前大量国际品牌及新锐品牌持续涌现使得代运营需求仍在不断上升，在此情况下，能够提供精细化代运营、参与品牌线上渠道营销、产品开发的专业深度服务提供商，其价值愈加凸显。

公司合作百雀羚、OLAY 的成功案例，为其在化妆品代运营领域打下美誉度与知名度，客户与平台数量不断拓展，目前已经掌握了一批国内外优质个护、美妆品牌资源，未来有望充分获益行业成长及集中度提升、发展动力足。其中：

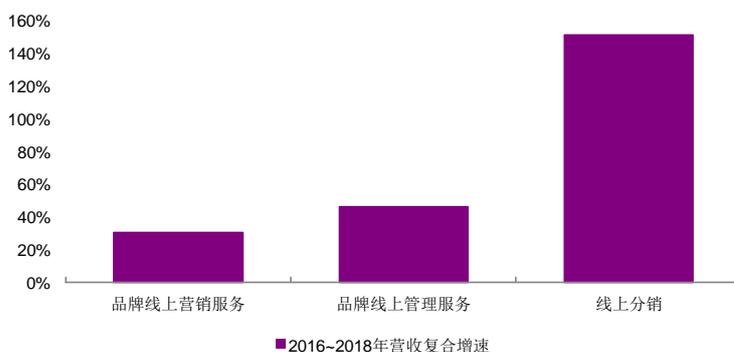
- 1) 品牌方面，分业务来看，线上营销客户先后拓展有百雀羚、三生花、我的美丽日志、2018 年又拓展了露得清等；线上管理客户先后拓展有百雀羚、沙宣、OLAY、美肤宝、毛戈平、佰草集等；线上分销业务客户有雅顿、百雀羚、2018 年新增韩国化妆品巨头爱茉莉太平洋旗下 6 个品牌和强生（中国）旗下露得清的授权。
- 2) 平台方面，2016 年公司在天猫渠道基础上进一步拓展唯品会、小红书等渠道。

表 10：各项业务每年合作品牌情况

| 业务名称 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019H1 |
|--------|--|---|---|--|
| 品牌线上营销 | 百雀羚 三生花 我的美丽日志 | 百雀羚 三生花 我的美丽日志 | 百雀羚 三生花 露得清 | 百雀羚 三生花 露得清 |
| 品牌线上管理 | 百雀羚 雅顿 大宝 沙宣 P&G 欧珀莱 OLAY 强生婴儿 朵而 嘉媚乐 | 百雀羚 雅顿 大宝 沙宣 P&G 欧珀莱 OLAY 强生婴儿 嘉媚乐 达尔肤 雅芳 杨森 格兰玛弗兰 立白 露得清 菲诗小铺 我的美丽日志 | 百雀羚 雅顿 大宝 沙宣 P&G 欧珀莱 OLAY 达尔肤 雅芳 杨森 格兰玛弗兰 露得清 袋鼠(AUSSIE) 佳洁士 美肤宝 毛戈平 黑人 佰草集 毛戈平 | 百雀羚 雅顿 大宝 沙宣 P&G 欧珀莱 OLAY 达尔肤 雅芳 袋鼠(AUSSIE) 佳洁士 美肤宝 毛戈平 黑人 佰草集 芙莉美娜 |
| 线上分销 | 雅顿 百雀羚 | 雅顿 百雀羚 | 雅顿 百雀羚 爱茉莉太平洋 露得清 | 雅顿 百雀羚 爱茉莉太平洋 露得清 |

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

图 52：2016~2018 年公司分业务营收年均复合增速



资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

5、盈利预测与估值

5.1、关键假设与盈利预测

公司当前有三大业务，分业务来看：1) 线上营销服务近年客单价小幅增长，客单量快速增长，预计未来继续获益化妆品线上红利、公司较强的代运营能力，客单价继续稳步提升、客单量快速增长，19~21 年公司线上营销服务业务收入同增 37.70%、32.60%、22.40%。2) 线上管理品牌数量预计持续增长、单品牌营收继续保持快速增长，19~21 年公司线上管理服务营收同增 45.00%、39.50%、27.78%；3) 线上分销获益新拓客户，预计高速增长，19~21 年线上分销业务营收同增 129.24%、74.99%、57.22%。

受低毛利率的线上分销业务高速增长、占比提升影响，预计毛利率呈现下降趋势，19~21 年毛利率分别为 42.36%、42.33%、40.87%；费用率预计未来呈现上升趋势，其中 19~21 年销售费用率为 18.50%、18.60%、18.90%，管理费用率为 3.70%、4.00%、4.10%。

综上，预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 2.65、3.60、4.70 元。

表 11：公司盈利预测

| 收入拆分 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 品牌线上营销服务营收 (百万元) | 494.63 | 625.07 | 860.72 | 1141.32 | 1396.97 |
| YOY | 34.97% | 26.37% | 37.70% | 32.60% | 22.40% |
| 客单量(百万单) | 4.38 | 5.53 | 7.47 | 9.71 | 11.65 |
| YOY | 28.87% | 26.22% | 35.00% | 30.00% | 20.00% |
| 客单价 (元) | 112.85 | 112.99 | 115.25 | 117.55 | 119.91 |
| YOY | 4.73% | 0.12% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| 品牌线上管理服务营收 (百万元) | 198.87 | 228.73 | 331.65 | 462.65 | 591.17 |
| YOY | 86.35% | 15.01% | 45.00% | 39.50% | 27.78% |
| 品牌数量 (个) | 17 | 16 | 16 | 18 | 20 |
| YOY | 70.00% | -5.88% | - | - | - |
| 单个品牌营收 (百万元) | 11.70 | 14.30 | 20.73 | 25.70 | 29.56 |
| YOY | 9.62% | 22.20% | 45.00% | 24.00% | 15.00% |
| 线上分销业务营收 (百万元) | 10.65 | 151.45 | 347.19 | 607.56 | 955.21 |
| YOY | -67.75% | 1321.63% | 129.24% | 74.99% | 57.22% |
| 雅顿-企业客户 | 7.63 | 9.25 | 12.02 | 13.22 | 13.88 |
| YOY | 281.49% | 21.22% | 30.00% | 10.00% | 5.00% |
| 雅顿-个人客户 | 3.03 | 4.33 | 9.10 | 13.64 | 17.74 |
| YOY | 87.87% | 43.13% | 110.00% | 50.00% | 30.00% |
| 爱茉莉 | | 137.60 | 316.47 | 569.65 | 911.44 |
| YOY | | | 130.00% | 80.00% | 60.00% |
| 露得清 | | 0.28 | 9.60 | 11.04 | 12.14 |
| YOY | | | - | 15.00% | 10.00% |
| 内容服务营收 (百万元) | | 6.90 | 7.59 | 8.35 | 9.19 |
| YOY | | | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 总营收 | 704.41 | 1,012.80 | 1,547.15 | 2,219.87 | 2,952.52 |
| YOY | 38.86% | 43.78% | 52.76% | 43.48% | 33.00% |

| | | | | | |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 归母净利润 | 137.82 | 162.62 | 211.74 | 288.02 | 375.71 |
| YOY | 190.47% | 17.99% | 30.21% | 36.03% | 30.44% |
| EPS (摊薄, 元) | 1.72 | 2.03 | 2.65 | 3.60 | 4.70 |

资料来源: Wind、光大证券研究所预测

5.2、相对估值

当前 A 股与公司同样主营电商代运营的上市公司尚未有,在海外上市的有我国本土代运营商宝尊电商,此外电商相关个股还有阿里巴巴、京东、拼多多和唯品会等。

壹网壹创主营化妆品代运营,精细化运作、深度服务品牌商,百雀羚、OLAY 等品牌与公司合作后业绩表现靓丽,公司未来客户不断扩充,成长动力足,存在较高竞争壁垒,未来三年净利复合增速为 32.20%。

参考宝尊电商当前估值水平以及美股、A 股的估值差异,同时考虑壹网壹创主营化妆品电商代运营,分属于化妆品电商领域,该领域获益于化妆品消费升级、电商渠道在化妆品领域持续渗透等成长性较高(电商代运营行业 2013~2018 年年均复合增速在 51.38%),同时行业格局较优(无强势国际代运营公司竞争),建议给予公司高于化妆品品牌商的估值水平,建议给予公司 2020 年 50 倍估值,对应目标价为 180 元。

表 12: 海外相关上市公司估值表

| 公司名称 | 收盘价 | EPS (元 人民币) | | | | PE | | | | 3 年 CAGR | PEG | 市值 |
|-----------------|---------|-------------|--------|-------|-------|-----|-----|-----|-----|----------|------|----------|
| | 元/股 | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E | | 19 年 | (亿元 人民币) |
| 渠道商及代运营商 | | | | | | | | | | | | |
| ulta beauty | 1669.46 | 63.49 | 76.60 | 84.67 | 93.70 | 26 | 22 | 20 | 18 | 13.86% | 1.57 | 982 |
| 莎莎国际 | 1.79 | 0.13 | 0.14 | 0.09 | 0.11 | 14 | 13 | 20 | 16 | -5.06% | - | 55 |
| 宝尊电商 | 313.71 | 5.08 | 7.87 | 11.48 | 15.89 | 62 | 40 | 27 | 20 | 46.24% | 0.86 | 195 |
| 平均 | - | - | - | - | - | 34 | 25 | 22 | 18 | - | - | - |
| 电商 | | | | | | | | | | | | |
| 阿里巴巴 | 1264.75 | 26.66 | 37.52 | 50.28 | 60.99 | 47 | 34 | 25 | 21 | 31.77% | 1.06 | 32929 |
| 京东 | 233.12 | (1.85) | 6.41 | 8.52 | 11.67 | - | 36 | 27 | 20 | - | - | 3389 |
| 拼多多 | 299.35 | (14.55) | (2.82) | 3.57 | 8.56 | - | - | 84 | 35 | - | 0.58 | 3479 |
| 唯品会 | 82.07 | 3.43 | 5.81 | 6.74 | 7.35 | 24 | 14 | 12 | 11 | 28.95% | 0.49 | 548 |
| 平均 | - | - | - | - | - | 36 | 28 | 37 | 22 | - | - | - |

资料来源: Wind、Bloomberg、光大证券研究所;

注: 1) 股价更新至 2019 年 11 月 05 日, 股价及 EPS 均按最新汇率 (11 月 05 日 美元:人民币=7.0385) 换算为人民币; 海外上市公司盈利预测为 Bloomberg 一致预期。

表 13：化妆品公司估值表

| 公司名称 | 收盘价 | EPS (元) | | | | PE | | | | 3年 CAGR | PEG | 市值 (亿元 RMB) |
|-------|-------|---------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|---------|------|-------------------|
| | 元/股 | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E | | 19年 | |
| 美妆品牌商 | | | | | | | | | | | | |
| 上海家化 | 30.56 | 0.81 | 0.93 | 1.05 | 1.28 | 38 | 33 | 29 | 24 | 16.61% | 1.99 | 205 |
| 珀莱雅 | 91.20 | 1.43 | 1.89 | 2.57 | 3.33 | 64 | 48 | 35 | 27 | 32.65% | 1.48 | 184 |
| 丸美股份 | 72.56 | 1.04 | 1.34 | 1.58 | 1.83 | 70 | 54 | 46 | 40 | 21.00% | 2.57 | 291 |
| 华熙生物 | 99.35 | 0.88 | 1.20 | 1.58 | 2.04 | 113 | 83 | 63 | 49 | 32.09% | 2.59 | 477 |
| 平均 | - | - | - | - | - | 71 | 55 | 43 | 35 | - | - | - |

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注：1) 本表收盘价日期为 2019 年 11 月 15 日；

2) 本表中上海家化、珀莱雅、丸美股份、华熙生物等盈利预测为光大证券预测。

5.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 3%；
- 2、β值选取：采用化妆品行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 27.27%。

| 关键性假设 | 数值 |
|-------------|--------|
| 第二阶段年数 | 8 |
| 长期增长率 | 3.00% |
| 无风险利率 Rf | 3.46% |
| β(levered) | 0.71 |
| Rm-Rf | 7.20% |
| Ke(levered) | 8.56% |
| 税率 | 27.27% |
| Kd | 0.00% |
| Vd | 0 |
| 目标资本结构 | 20.00% |
| WACC | 6.72% |

资料来源：光大证券研究所

| FCFF 估值 | 现金流折现值 (百万元) | 价值百分比 |
|----------------|---------------|---------|
| 第一阶段 | 556.94 | 3.77% |
| 第二阶段 | 3234.91 | 21.91% |
| 第三阶段 (终值) | 10973.12 | 74.32% |
| 企业价值 AEV | 14764.97 | 100.00% |
| 加: 非经营性净资产价值 | 0.00 | 0.00% |
| 减: 少数股东权益 (市值) | 0.00 | 0.00% |
| 减: 债务价值 | 0.00 | 0.00% |
| 总股本价值 | 14764.97 | 100.00% |
| 股本 (百万股) | 80.00 | |
| 每股价值 (元) | 184.56 | |
| PE (隐含) | 69.73 | |
| PE (动态) | 59.21 | |

资料来源: 光大证券研究所

敏感性分析

| WACC | 2.00% | 2.50% | 3.00% | 3.50% | 4.00% |
|--------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| 5.72% | 203.49 | 228.04 | 261.63 | 310.38 | 387.54 |
| 6.22% | 176.00 | 193.77 | 217.05 | 248.92 | 295.16 |
| 6.72% | 154.42 | 167.71 | 184.56 | 206.66 | 236.90 |
| 7.22% | 137.06 | 147.24 | 159.85 | 175.85 | 196.82 |
| 7.72% | 122.79 | 130.77 | 140.44 | 152.41 | 167.60 |

资料来源: 光大证券研究所

估值结果汇总

| 估值方法 | 估值结果 | 估值区间 | 敏感度分析区间 |
|------|--------|-----------|------------------|
| FCFF | 184.56 | 123 - 388 | 贴现率±1%, 长期增长率±1% |
| EVA | 175.51 | 124 - 344 | 贴现率±1%, 长期增长率±1% |

资料来源: 光大证券研究所

由上可知, 在绝对估值法下, 公司价格区间为 175.51~184.56 元。

5.4、投资建议

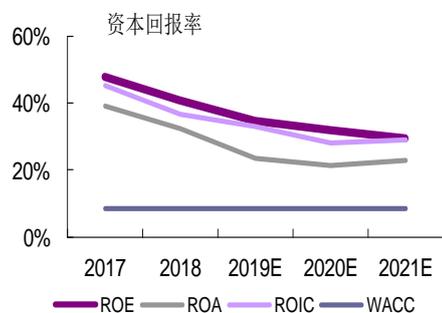
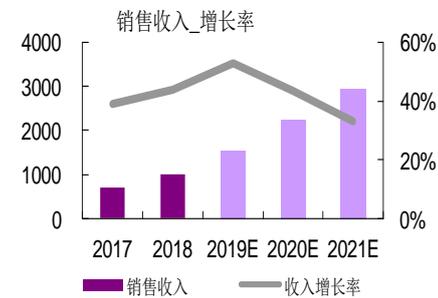
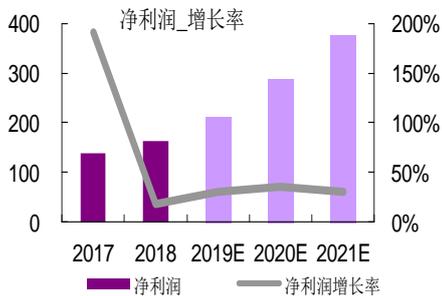
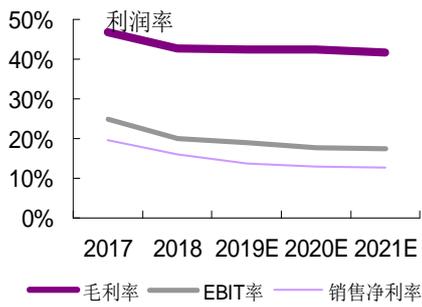
公司为美妆代运营优秀龙头, 背靠化妆品代运营细分领域景气度高, 未来有望持续获益消费升级下化妆品品类持续景气、电商渠道在化妆品领域持续渗透带来行业快速增长, 近年公司品牌数量及质量不断扩充/提升, 品类不断丰富, 发展动力足; 长期来看, 公司品牌营销及销售策划等品牌价值塑造相关能力强, 有望夯实长期竞争力。

综合相对估值法和绝对估值法, 建议给予公司目标价 180 元, 给予“买入”评级。

6、风险分析

- **单一品牌集中度较高:** 公司起家于百雀羚代运营, 虽然近年拓展其他客户, 但对百雀羚单一客户依赖度仍较高, 2018 年百雀羚相关业务营收占比为 61%。

- **品牌方收回线上代运营授权，自主进入电商运营领域：**在电商渠道发展早期，品牌方不熟悉电商运营环境，通常选择代运营商，但随着线上业务的逐步发展成熟，品牌方或收回线上代运营授权。



| 利润表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 704 | 1,013 | 1,547 | 2,220 | 2,953 |
| 营业成本 | 374 | 581 | 892 | 1,280 | 1,721 |
| 折旧和摊销 | 3 | 7 | 9 | 17 | 21 |
| 营业税费 | 5 | 6 | 15 | 22 | 30 |
| 销售费用 | 122 | 190 | 286 | 413 | 558 |
| 管理费用 | 26 | 32 | 57 | 89 | 121 |
| 财务费用 | (1) | -1 | 4 | 7 | 7 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 营业利润 | 175 | 202 | 291 | 389 | 508 |
| 利润总额 | 184 | 217 | 291 | 389 | 508 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 138 | 163 | 212 | 288 | 376 |

| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 353 | 503 | 905 | 1,355 | 1,637 |
| 流动资产 | 294 | 422 | 653 | 951 | 1,244 |
| 货币资金 | 87 | 107 | 193 | 278 | 369 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 76 | 94 | 158 | 205 | 267 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 26 | 37 | 58 | 82 | 108 |
| 存货 | 24 | 75 | 98 | 166 | 190 |
| 可供出售投资 | 0 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 6 | 12 | 137 | 261 | 259 |
| 无形资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总负债 | 65 | 103 | 293 | 455 | 361 |
| 无息负债 | 65 | 103 | 259 | 314 | 325 |
| 有息负债 | 0 | 0 | 34 | 141 | 36 |
| 股东权益 | 288 | 400 | 612 | 900 | 1,275 |
| 股本 | 60 | 60 | 80 | 80 | 80 |
| 公积金 | 55 | 63 | 64 | 65 | 65 |
| 未分配利润 | 173 | 277 | 468 | 755 | 1,131 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 79 | 105 | 233 | 151 | 211 |
| 净利润 | 138 | 163 | 212 | 288 | 376 |
| 折旧摊销 | 3 | 7 | 9 | 17 | 21 |
| 净营运资金增加 | 89 | 108 | 56 | 243 | 283 |
| 其他 | -151 | -173 | -43 | -397 | -469 |
| 投资活动产生现金流 | -51 | -28 | -177 | -166 | -8 |
| 净资本支出 | -51 | -18 | -168 | -168 | -10 |
| 长期投资变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | 0 | -10 | -9 | 2 | 2 |
| 融资活动现金流 | -15 | -57 | 30 | 100 | -111 |
| 股本变化 | 22 | 0 | 20 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 0 | 0 | 34 | 106 | -104 |
| 无息负债变化 | -5 | 39 | 156 | 56 | 10 |
| 净现金流 | 13 | 20 | 86 | 84 | 92 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 38.86% | 43.78% | 52.76% | 43.48% | 33.00% |
| 净利润增长率 | 190.47% | 17.99% | 30.21% | 36.03% | 30.44% |
| EBITDA 增长率 | 162.85% | 16.75% | 45.44% | 35.70% | 30.28% |
| EBIT 增长率 | 161.87% | 15.05% | 45.67% | 34.23% | 30.45% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 91 | 77 | 59 | 44 | 33 |
| PB | 43 | 31 | 20 | 14 | 10 |
| EV/EBITDA | 53 | 45 | 42 | 31 | 24 |
| EV/EBIT | 54 | 47 | 43 | 32 | 24 |
| EV/NOPLAT | 72 | 62 | 59 | 43 | 33 |
| EV/Sales | 13 | 9 | 8 | 6 | 4 |
| EV/IC | 32 | 23 | 19 | 12 | 10 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 46.84% | 42.59% | 42.36% | 42.33% | 41.70% |
| EBITDA 率 | 25.27% | 20.52% | 19.54% | 18.48% | 18.10% |
| EBIT 率 | 24.83% | 19.87% | 18.95% | 17.73% | 17.39% |
| 税前净利润率 | 26.18% | 21.45% | 18.82% | 17.51% | 17.22% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 19.57% | 16.06% | 13.69% | 12.97% | 12.72% |
| ROA | 39.02% | 32.31% | 23.40% | 21.26% | 22.95% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 47.77% | 40.65% | 34.61% | 32.01% | 29.46% |
| 经营性 ROIC | 45.13% | 36.76% | 33.00% | 28.03% | 28.91% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 4.54 | 4.08 | 2.23 | 2.09 | 3.44 |
| 速动比率 | 4.16 | 3.36 | 1.89 | 1.73 | 2.92 |
| 归属母公司权益/有息债务 | - | - | - | - | - |
| 有形资产/有息债务 | - | - | - | - | - |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 1.72 | 2.03 | 2.65 | 3.60 | 4.70 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股经营现金流 | 0.99 | 1.31 | 2.92 | 1.88 | 2.63 |
| 每股自由现金流(FCFF) | -0.06 | 0.41 | 0.03 | -1.00 | 1.46 |
| 每股净资产 | 3.61 | 5.00 | 7.65 | 11.25 | 15.94 |
| 每股销售收入 | 8.81 | 12.66 | 19.34 | 27.75 | 36.91 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

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

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |