

## 壹网壹创 (300792.SZ)

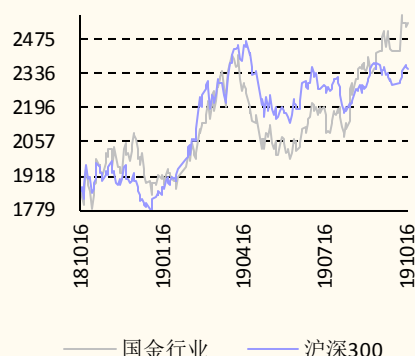
## 化妆品行业

## 新股深度研究

上市定价 (人民币): 38.30-38.30 元  
目标价格 (人民币): 143.00-143.00 元

## 市场数据 (人民币)

|               |         |
|---------------|---------|
| 发行价(元)        | 38.30   |
| 发行 A 股数量(百万股) | 20.00   |
| 总股本(百万股)      | 80.00   |
| 国金化妆品指数       | 2543.62 |
| 沪深 300 指数     | 3922.69 |



## 相关报告

1. 《全球化妆品巨头研究宝典：欧/美/日/韩/中——从产业链拆分...》，2019.9.2

## 壹网壹创：化妆品品牌电商运营龙头—景气行业的弄潮儿，上市或加速发展

## 公司基本情况 (人民币)

| 项目          | 2017    | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 2.30    | 2.71   | 2.64   | 3.59   | 4.69   |
| 每股净资产(元)    | 4.81    | 6.67   | 16.28  | 19.87  | 24.55  |
| 每股经营性现金流(元) | 1.31    | 1.75   | 1.92   | 2.49   | 3.42   |
| 市盈率(倍)      | /       | /      | 44.73  | 32.98  | 25.23  |
| 净利润增长率(%)   | 190.47% | 17.99% | 30.03% | 35.65% | 30.69% |
| 净资产收益率(%)   | 47.77%  | 40.65% | 16.23% | 18.05% | 19.08% |
| 总股本(百万股)    | 60.00   | 60.00  | 80.00  | 80.00  | 80.00  |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 壹网壹创为国内领先的美妆快消品牌电商服务商，近 3 年扣非归母净利润复合增速达 92%：公司成立于 2012 年，以做国货化妆品第 1 品牌百雀羚的线上营销起步，目前业务已发展至品牌线上营销、品牌线上管理、线上分销业务和内容服务四类，并已将百雀羚合作的成功经验复制应用到宝洁、强生、资生堂、爱茉莉太平洋等多个国内外知名美妆快消企业中。2015-2018，公司营收由 2.60 亿元增长至 10.13 亿元，年均复合增速达 57%；扣非归母净利润由 0.21 亿元增长至 1.51 亿元，年均复合增速达 92%。
- 品牌电商服务行业的崛起得益于国内 B2C 电商的兴起，未来深耕美妆品类国际品牌商&国内中小品牌商的头部企业优势显著：品牌电商服务 2018 年市场规模达 1613.4 亿元，未来 3 年年均复合增速预计可达 29%。目前美妆品类（线上运营复杂）和国际品牌商（不熟悉电商运营）&国内中小品牌商（受制于成本和能力）对于品牌电商的服务需求较强。从行业格局来看，随着网购平台逐步规范代运营服务商，行业经营门槛预计将不断提升，未来资源会向龙头品牌电商服务企业集中，上市亦有望加快其发展、加深护城河。
- 通过复盘行业龙头宝尊电商，我们发现业务模式“由重转轻”是带动其实现强劲业绩增长和资本市场表现的关键因素：宝尊电商是国内排名第 1 的品牌电商服务运营商，于 2015 年在纳斯达克上市。2012-2018 年公司业务模式“由重转轻”，带动毛利率、净利率大幅上升，近 3 年 Non-GAAP 归母净利润年均复合增速达到 134%。在强劲的业绩增长带动下，公司市值由 2015 年的 6 亿美金增长至目前的 28 亿美金，在美股资本市场表现优异。
- 公司是品牌电商服务商 A 股第一股，服务收入占比高，盈利及营运能力位于行业领先水平：相较于行业内另两家拟 A 股上市公司丽人丽妆和若羽臣，2018 年，公司产品销售（财报为品牌营销服务+品牌线上分销）收入占比为 76.7%，而丽人丽妆产品销售（财报为电商零售业务）收入占比 92.55%，若羽臣产品销售（财报为零售+渠道分销）收入占比 81.28%。公司在三者中服务收入占比最高，毛利率&净利率&存货周转率均位于行业领先水平。

## 投资建议

- 公司已在美妆快消领域建立起成熟的大品牌电商运营经验，在美妆电商渠道高景气增长和合作品牌的不断开拓下，未来 3 年实现 30%以上的利润复合增速值得期待：2019-2021 年，预计公司归母净利润 2.11、2.87、3.75 亿元，同比+30.03%、35.65%、30.69%。参考美股可比公司估值并考虑到公司在 A 股市场具有稀缺性，我们给予公司 2020 年 40x PE，目标价 143 元，首次覆盖给予买入评级。

## 风险提示

- 电商增速放缓、新品牌拓展不及预期、品牌续约率下降、新兴社交营销冲击

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002  
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人  
jiyunan@aiza.com.cn

## 内容目录

|                                                                   |    |
|-------------------------------------------------------------------|----|
| 1. 壹网壹创：国内领先的美妆快消品牌电商服务商.....                                     | 5  |
| 1.1 美妆快消品牌电商服务商，近 3 年年均扣非归母净利润复合增速 92%...                         | 5  |
| 1.2 业务模式：品牌线上营销、品牌线上管理、线上分销、内容服务 .....                            | 6  |
| 1.3 合作品牌：成功运作百雀羚，目前合作 30 余个知名国内外品牌.....                           | 8  |
| 2. 品牌电商服务行业：得益于 B2C 电商兴起，头部企业优势显著 .....                           | 11 |
| 2.1 B2C 电商交易规模和日渐复杂的电商环境驱动品牌电商服务行业成长..                            | 11 |
| 2.2 品类及品牌商特点：美妆品类电商服务需求比例相对较高，国际和国内中<br>小品牌商电商服务需求较强 .....        | 12 |
| 2.3 行业格局：运营门槛提高，头部电商服务商的竞争优势将更加明显.....                            | 13 |
| 3. 行业标杆：宝尊电商，国内排名第一的品牌电商服务商 .....                                 | 15 |
| 3.1 国内排名第 1 的品牌电商服务运营商，近 3 年 Non-GAAP 归母净利润年<br>均复合增速达到 134%..... | 15 |
| 3.2 业务模式“由重转轻”，带动毛利率、净利率实现大幅上升 .....                              | 16 |
| 3.3 强劲的业绩增长带动下，上市以来实现优异的资本市场表现 .....                              | 19 |
| 4. 同行对比：A 股品牌电商服务商第一股，服务收入占比高，盈利能力位于<br>行业领先水平 .....              | 19 |
| 4.1 业务模式及合作品牌：深耕美妆&日化领域，服务收入占比较高 .....                            | 19 |
| 4.2 盈利能力：服务收入占比较高，毛利率净利率位于领先水平 .....                              | 21 |
| 4.3 营运能力：存货周转率优于同行，应收账款周转符合行业平均水平.....                            | 23 |
| 5. 公司治理及募投项目：阿里背景高管团队，募集资金 6.9 亿元.....                            | 24 |
| 5.1 公司实际控制人为林振宇，具有阿里背景和丰富的电商从业经验 .....                            | 24 |
| 5.2 募集资金：主要用于品牌服务升级建设和综合运营服务中心建设 .....                            | 25 |
| 6. 盈利预测与投资建议.....                                                 | 25 |
| 6.1 关键假设 .....                                                    | 25 |
| 6.2 投资建议 .....                                                    | 26 |
| 7. 风险提示.....                                                      | 27 |

## 图表目录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图表 1：公司发展历程.....                     | 5 |
| 图表 2：2015-1H2019 营收（亿元）及增速.....      | 5 |
| 图表 3：2015-1H2019 扣非归母净利润（亿元）及增速..... | 5 |
| 图表 4：公司各业务介绍.....                    | 6 |
| 图表 5：公司品牌线上管理服务及品牌线上营销服务业务流程.....    | 6 |
| 图表 6：公司线上分销业务流程.....                 | 7 |
| 图表 7：2015-1H2019 公司分业务营收（亿元） .....   | 7 |
| 图表 8：2015-1H2019 公司分业务占主营业务比重 .....  | 7 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 9: 2015-1H2019 公司分业务毛利率.....       | 8  |
| 图表 10: 公司各业务合作品牌（截至招股说明书披露日）.....     | 8  |
| 图表 11: 2015-1H2019 百雀羚对公司营收的贡献率.....  | 9  |
| 图表 12: 2015-1H2019 百雀羚对公司毛利的贡献率.....  | 9  |
| 图表 13: 公司与美妆快消品牌合作案例.....             | 10 |
| 图表 14: 中国品牌电商服务行业发展历程.....            | 11 |
| 图表 15: 中国网购 B2C 市场交易规模（万亿元）及增速.....   | 12 |
| 图表 16: 中国品牌电商服务交易规模（亿元）及增速.....       | 12 |
| 图表 17: 2019 年服务商主要服务品类品牌数量占比.....     | 12 |
| 图表 18: 2019 年 3 种品类电商服务需求对比.....      | 13 |
| 图表 19: 2019 年 3 种品类电商服务佣金率行业均值水平..... | 13 |
| 图表 20: 2019 国内外品牌对品牌服务商的需求比例对比.....   | 13 |
| 图表 21: 2019 国内外品牌对品牌服务商的需求对比分析.....   | 13 |
| 图表 22: 2019 上半年天猫六星服务商.....           | 14 |
| 图表 23: 2019 天猫星级运营商评定维度.....          | 14 |
| 图表 24: 2019 天猫星级运营商相应权益.....          | 14 |
| 图表 25: 宝尊电商发展历程.....                  | 15 |
| 图表 26: 宝尊电商客户涵盖 8 大品类.....            | 15 |
| 图表 27: 宝尊电商 GMV（亿元）及增速.....           | 16 |
| 图表 28: 宝尊电商合作品牌数量.....                | 16 |
| 图表 29: 宝尊电商营业收入（亿元）及增速.....           | 16 |
| 图表 30: 宝尊电商归母净利润（亿元）.....             | 16 |
| 图表 31: 宝尊电商形成服务、代销、经销三类业务模式.....      | 17 |
| 图表 32: 宝尊电商三种业务模式.....                | 17 |
| 图表 33: 宝尊电商经销业务 GMV 占比逐渐降低.....       | 18 |
| 图表 34: 宝尊电商服务收入占比逐渐提高.....            | 18 |
| 图表 35: 宝尊电商毛利率.....                   | 18 |
| 图表 36: 宝尊电商费用率.....                   | 18 |
| 图表 37: 宝尊电商归母净利率.....                 | 18 |
| 图表 38: 宝尊电商上市以来市值（亿美金）表现.....         | 19 |
| 图表 39: 宝尊电商历史市盈率.....                 | 19 |
| 图表 40: 2016-2018 年各公司营收（亿元）.....      | 20 |
| 图表 41: 2016-2018 年各公司扣非归母净利润（亿元）..... | 20 |
| 图表 42: 2016-2018 年壹网壹创分业务收入占比.....    | 20 |
| 图表 43: 2016-2018 年丽人丽妆分业务收入占比.....    | 21 |
| 图表 44: 2016-2018 年若羽臣分业务收入占比.....     | 21 |
| 图表 45: 公司主要合作品牌举例.....                | 21 |
| 图表 46: 2016-2018 各公司毛利率.....          | 22 |
| 图表 47: 2016-2018 各公司净利率.....          | 22 |

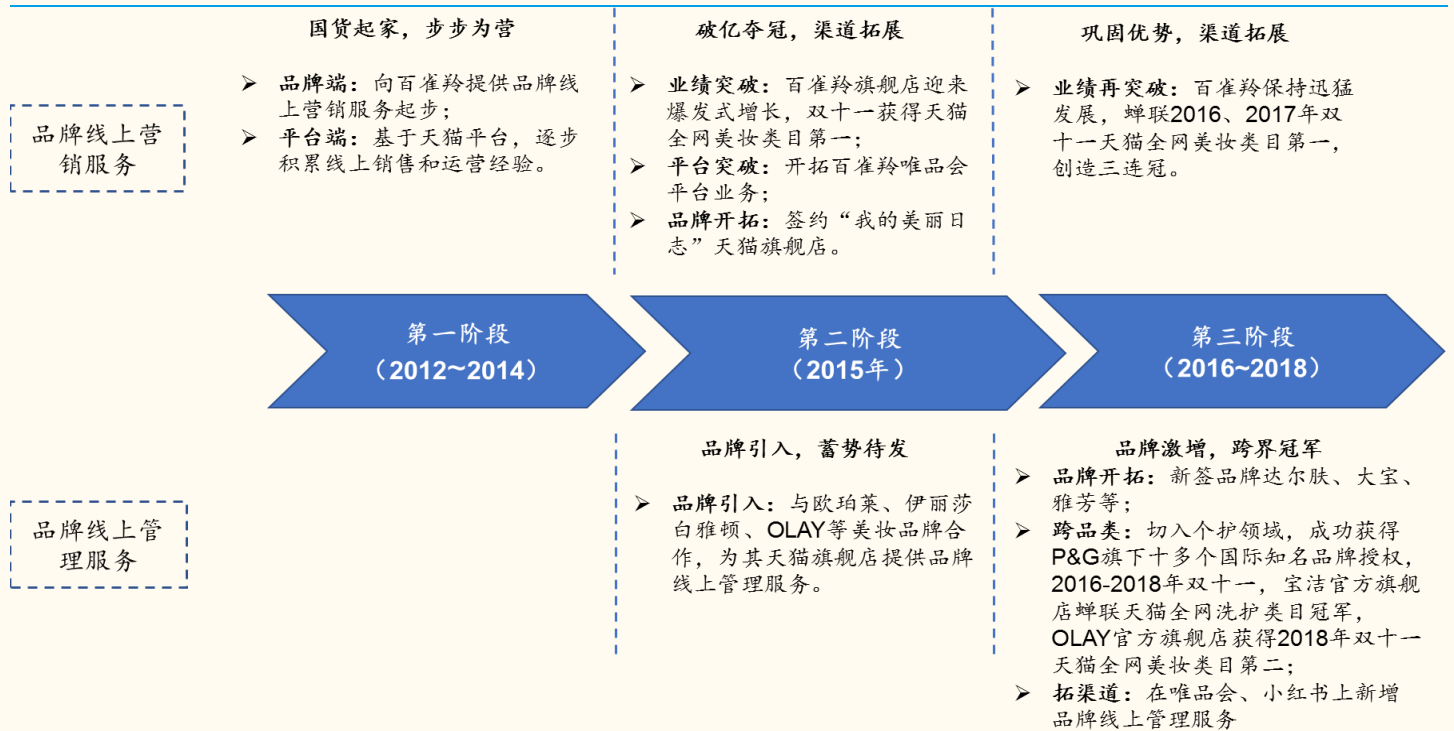
|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 48: 2016-2018 各公司分业务毛利率.....        | 22 |
| 图表 49: 2016-2018 各公司销售费用率.....         | 23 |
| 图表 50: 2016-2018 各公司管理费用率.....         | 23 |
| 图表 51: 2016-2018 各公司存货周转天数.....        | 23 |
| 图表 52: 2016-2018 各公司应收账款周转天数.....      | 23 |
| 图表 53: 公司股权结构（黑色和红色数字分别为发行前后持股比例）..... | 24 |
| 图表 54: 公司管理层.....                      | 24 |
| 图表 55: 壹网壹创募集资金投资去向.....               | 25 |
| 图表 56: 分业务营收预测.....                    | 26 |

## 1. 壹网壹创：国内领先的美妆快消品牌电商服务商

### 1.1 美妆快消品牌电商服务商，近3年年均扣非归母净利润复合增速92%

- 公司是专注于美妆&快消品领域的电商服务提供商：公司成立于2012年4月，以做国货化妆品第一品牌百雀羚的线上营销服务起步，经过7年发展，目前已成为国内领先、与多家国内外知名美妆品牌合作的电商服务运营商，并于2019年9月在A股创业板上市。作为美妆快消品牌方的重要战略合作伙伴，公司从品牌形象塑造、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、售前售后服务、仓储物流等全链路提供线上服务，帮助品牌方提升知名度与市场份额。

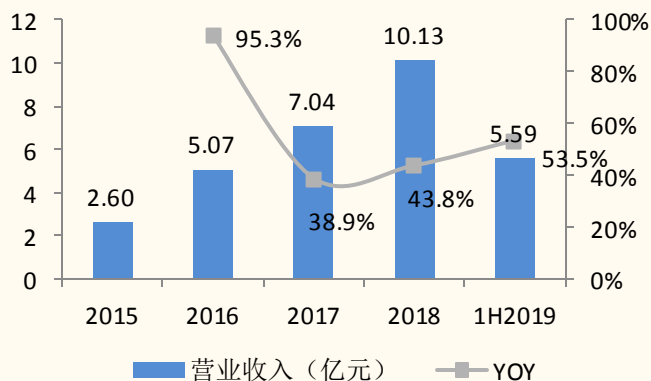
图表1：公司发展历程



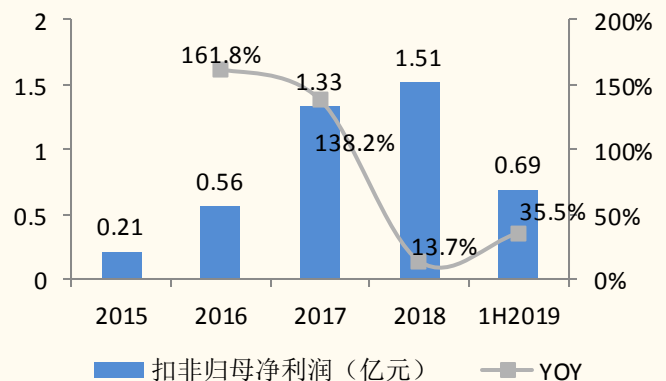
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 2015-2018 公司年均营收复合增速 57%，年均扣非归母净利润复合增速 92%。2015-2018 年，公司营收由 2.60 亿元增长至 10.13 亿元，扣非归母净利润由 0.21 亿元增长至 1.51 亿元。1H2019，公司实现营收 5.59 亿元，同比+53.5%；扣非归母净利润 0.69 亿元，同比+35.5%。

图表2：2015-1H2019 营收（亿元）及增速



图表3：2015-1H2019 扣非归母净利润（亿元）及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

## 1.2 业务模式：品牌线上营销、品牌线上管理、线上分销、内容服务

- 分业务来看，目前公司服务主要包括品牌线上营销服务、品牌线上管理服务、线上分销业务和内容服务四类：①品牌线上营销服务：2018 年营收 6.25 亿元，营收占比 61.76%；②品牌线上管理服务：2018 年营收占比 22.60%，毛利率 65.28%；③线上分销业务：2018 年营收占比 14.96%；④内容服务：于 2018 年开始布局，2018 年营收占比 0.68%。

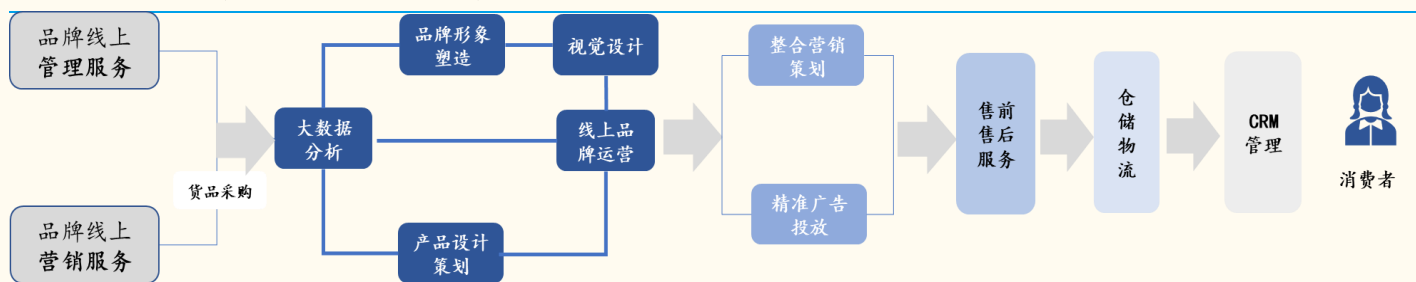
图表 4：公司各业务介绍

| 业务类型     | 业务模式                                                            | 直接客户            | 盈利模式                                  | 2018<br>主营业务<br>收入占比 | 2018<br>主营业务<br>毛利占比 | 2018<br>毛利率 |
|----------|-----------------------------------------------------------------|-----------------|---------------------------------------|----------------------|----------------------|-------------|
| 品牌线上营销服务 | 向品牌方以买断方式采购货品并销售给消费者                                            | 终端消费者           | 线上商品的销售收入与营销成本（包含采购成本及各项营销费用等）的差额     | 61.76%               | 60.35%               | 41.58%      |
| 品牌线上管理服务 | 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         | 品牌方             | 根据线上销售情况和双方约定的比例向品牌方收取服务费用，发生人力、仓配等成本 | 22.60%               | 34.67%               | 65.28%      |
| 线上分销业务   | 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 | B2C 平台/<br>中小卖家 | 线上商品的销售收入与采购成本及各项费用的差额                | 14.96%               | 4.48%                | 12.73%      |
| 内容服务     | 为品牌方提供策划方案，管控执行过程，向其收取服务费                                       | 品牌方             | 内容服务的服务费收入与服务成本（包含对外采购的服务成本及人力成本）的差额  | 0.68%                | 0.51%                | 31.57%      |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所；备注：注：品牌线上营销服务收入主要源自百雀羚品牌，品牌线上管理服务收入主要源自宝洁、OLAY、雅顿、欧珀莱及百雀羚等品牌，线上分销收入主要源自雅顿、百雀羚及爱茉莉公司旗下 6 个品牌等，内容服务收入主要源自大宝、达尔肤、百雀羚等品牌

- ①品牌线上营销服务：指公司为品牌方提供其在天猫、京东、唯品会等第三方平台上的官方直营旗舰店综合运营服务，主要包含货品采购、品牌表达、线上品牌运营、整合营销、新媒体传播、客户服务、仓储物流等。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。公司品牌线上营销服务收入主要来源于百雀羚品牌，2015-2018 年品牌线上营销服务营收由 1.92 亿元提升至 6.25 亿元，毛利率由 32% 逐渐提升至 43%。
- ②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，不包含货品采购环节，公司根据服务效果向品牌方收取服务费用。品牌线上管理服务 2015-2018 年营收由 0.25 亿元提升至 2.29 亿元，毛利率由 73% 下降至 65%。

图表 5：公司品牌线上管理服务及品牌线上营销服务业务流程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **③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。业务流程主要包含了货品采购、品牌表达、线上品牌运营等，利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。公司得到品牌授权，负责百雀羚在唯品会平台、伊丽莎白雅顿在天猫、淘宝平台的线上分销，2018 年获得爱茉莉公司旗下 6 个品牌在唯品会的线上分销业务。线上分销业务 2015-2018 年营收由 0.41 亿元提升至 1.51 亿元，毛利率在 10%-28% 之间波动。
- **2017 年线上分销收入较 2016 年有所下滑，主要原因**为自 2016 年 4 月起，百雀羚品牌在唯品会平台的业务模式转变为品牌线上管理服务，2017 年线上分销收入均源自雅顿品牌。**2018 年起线上分销业务收入大幅上升**主要源自新增爱茉莉旗下相关品牌在唯品会平台的分销收入。

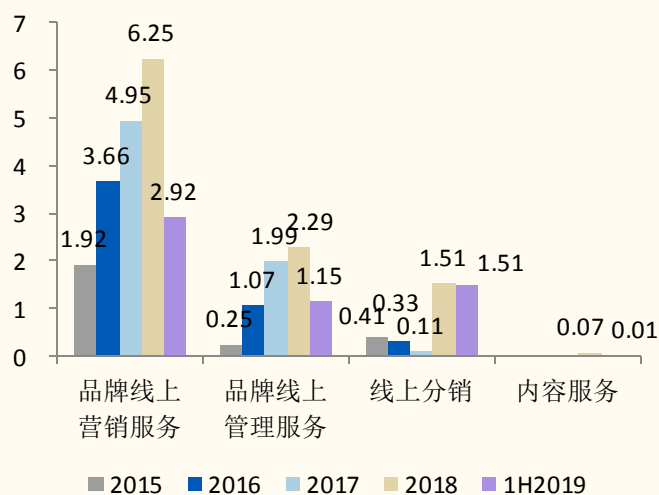
图表 6：公司线上分销业务流程



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

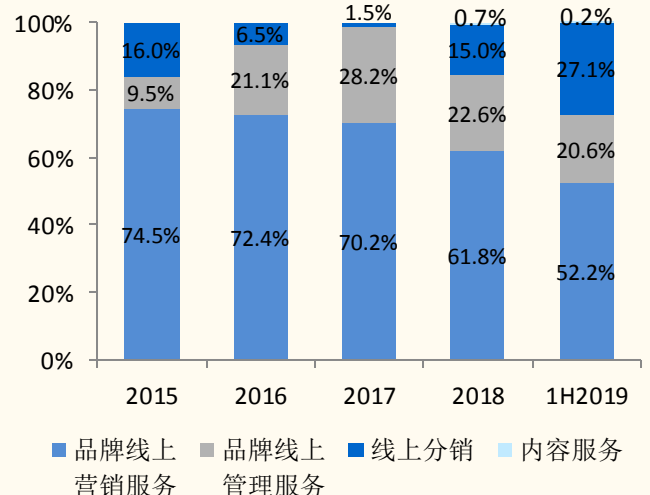
- **④内容服务：**指公司作为专业的电商服务商，具有品牌及消费者的洞察分析能力、创意策划能力、渠道整合和消费者触达能力，能够根据品牌特性与消费者诉求，运用创意营销方案来传达品牌的核心竞争力，并在娱乐渠道（直播平台、短视频平台等）、背书渠道（微信公众号、美妆博客等）、导购渠道（淘宝站内推广等）等多种渠道推广品牌及其产品，最终实现销售和品牌形象的塑造。公司根据与品牌方约定的服务内容，收取服务费。内容服务于 2018 年开始布局，2018/1H2019 分别实现营收 690/99 万元，毛利率分别为 31.6%/30.2%。

图表 7：2015-1H2019 公司分业务营收（亿元）



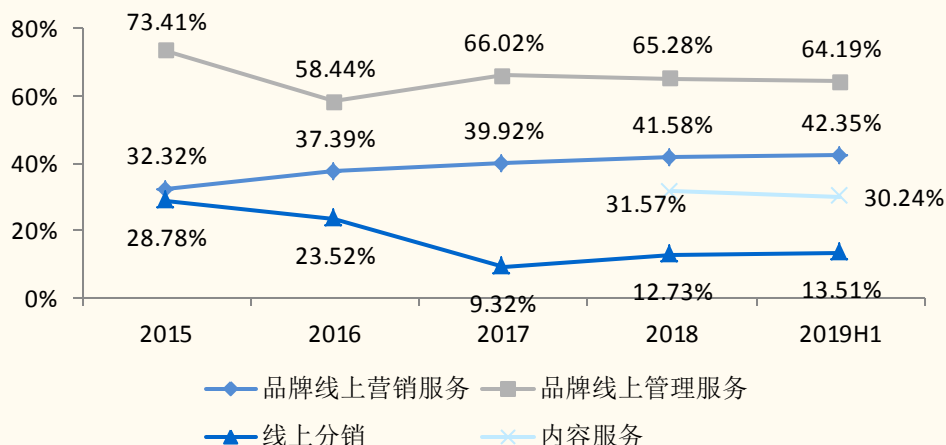
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 8：2015-1H2019 公司分业务占主营业务比重



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 9：2015-1H2019 公司分业务毛利率



来源：公司官网，国金证券研究所

### 1.3 合作品牌：成功运作百雀羚，目前合作 30 余个知名国内外品牌

- 从合作品牌来看，目前公司已与宝洁、强生、百雀羚、资生堂、爱茉莉太平洋等国内外知名企业开展长期深入的电商合作：公司已经合作的品牌包括百雀羚、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、兰芝等，并负责运营 P&G 集团在天猫的宝洁官方旗舰店（涵盖了海飞丝、潘婷、飘柔、护舒宝、舒肤佳、佳洁士、汰渍等十多个品牌）和天猫超市。

图表 10：公司各业务合作品牌（截至招股说明书披露日）

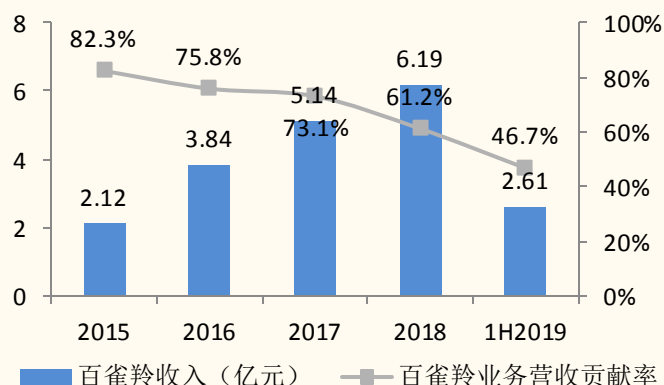
|          | 序号 | 合作品牌      | 运行平台                        |
|----------|----|-----------|-----------------------------|
| 品牌线上营销服务 | 1  | 百雀羚       | 天猫                          |
|          | 2  | 三生花       | 天猫                          |
|          | 3  | 露得清       | 天猫                          |
|          |    |           | 小红书                         |
|          |    |           | 天猫国际                        |
| 品牌线上管理服务 | 4  | OTOHA     | 大陆境内电商渠道、跨境电商渠道的销售、推广及分销商拓展 |
|          | 1  | 百雀羚       | 唯品会                         |
|          | 2  | 伊丽莎白雅顿    | 天猫                          |
|          |    |           | 天猫超市                        |
|          |    |           | 小红书                         |
|          |    |           | 唯品会                         |
|          |    |           | 雅顿官网                        |
|          | 3  | 欧珀莱       | 天猫                          |
|          |    |           | 天猫超市                        |
|          | 4  | 沙宣        | 天猫                          |
|          | 5  | P&G       | 天猫                          |
|          | 6  | OLAY      | 天猫超                         |
|          |    |           | 天猫                          |
|          | 7  | DR.WU/达尔肤 | 天猫                          |
|          |    |           | 天猫国际                        |
|          | 8  | 雅芳        | 天猫                          |
|          | 9  | 美肤宝       | 天猫                          |
|          | 10 | 毛戈平       | 天猫                          |
|          | 11 | AUSSIE    | 天猫                          |
|          | 12 | 佳洁士       | 天                           |
|          | 13 | 黑人        | 天猫                          |

|      |    |        |                      |
|------|----|--------|----------------------|
|      |    |        | 天猫超市                 |
|      | 14 | 佰草集    | 天猫                   |
|      | 15 | 芙莉美娜   | 天猫                   |
|      | 16 | 吉列     | 天猫                   |
| 线上分销 | 1  | 伊丽莎白雅顿 | 淘宝、天猫                |
|      | 2  | 赫妍     | 唯品会                  |
|      | 3  | 兰芝     |                      |
|      | 4  | 吕      |                      |
|      | 5  | 艾诺碧    |                      |
|      | 6  | 梦妆     |                      |
|      | 7  | 雪花秀    |                      |
|      | 8  | 露得清    | 天猫超市<br>唯品会<br>淘宝、天猫 |
| 内容服务 | 1  | 美肤宝    | -                    |
|      | 2  | 安视优    | -                    |
|      | 3  | 大宝     | -                    |
|      | 4  | 毛戈平    | -                    |
|      | 5  | 丽客     | -                    |
|      | 6  | 炊大王    | -                    |
|      | 7  | 百雀羚    | -                    |
|      | 8  | 达尔肤    | -                    |
|      | 9  | 韩后     | -                    |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

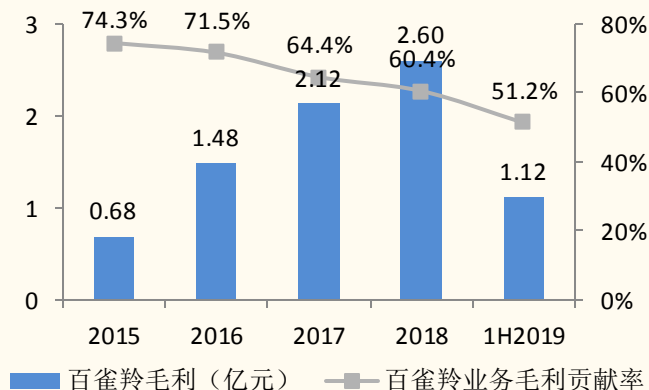
- **百雀羚是公司业务发展初期的标杆品牌：**公司自成立以来一直与百雀羚合作，2012年至2014年，公司营业收入均来自百雀羚的品牌线上营销服务收入，并在2015-2017实现百雀羚旗舰店连续获得“双11”天猫全网美妆类目第一名。2015年以来，公司与百雀羚扩展了合作形式，在唯品会为百雀羚提供线上分销服务，2016年3月，经协商，唯品会的合作模式由线上分销转为品牌线上管理服务。2016年，公司为百雀羚量身设计了“三生花”系列产品。该系列除了在线上受到用户的欢迎外，逐渐由一个单品衍生成了一个子品牌，甚至还进入屈臣氏等线下渠道，也成为品牌方六年来增长最快速的子品牌。2018年公司还向百雀羚提供了内容服务业务。
- **目前公司对百雀羚的依赖度已逐渐降低：**2015-2018年，百雀羚品牌为公司贡献的营收占比由82.3%降低至61.2%，毛利贡献占比由74.3%降低至60.4%。我们认为，随着公司下游品牌客户群的拓展，公司对百雀羚的依赖有望持续降低。

图表 11：2015-1H2019 百雀羚对公司营收的贡献率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 12：2015-1H2019 百雀羚对公司毛利的贡献率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **百雀羚业务的成功运作为公司树立了行业知名度，从而能够不断拓展新的合作品牌：**随着百雀羚业务的成功运作，公司已经形成了精准的产品设计策划服务、一站式线上数据分析与应用服务、定制化会员服务和匹配精细化营销的仓储信息服务能力。
- **精准的产品设计策划服务：**针对品牌方对线上市场的拓展和面向年轻消费者的需求，公司除为品牌方提供基础服务外，还提供产品设计策划服务，以配合快速多变的在线销售环境需求，提供及时性的共创及后援支持。公司参与品牌方产品及营销物料的设计工作，提供产品定位分析、内容物（成分、香型、色彩、肤感等）选取分析等服务，并配合品牌方进行后段打样、跟产，确保设计质量，为线上销售提供更多助力。报告期内，公司帮助各品牌完成了产品设计项目百余个，物料设计项目逾五百个，并投入实际应用。
- **一站式线上数据分析与应用服务：**线上销售最大的特点是通过数据收集和分析，寻找更为精准的消费群体，从而提高销售效率。公司具有丰富的营销经验和大数据分析能力，能从销售情况出发挖掘并整理得出市场实时数据，通过分析产出报告并反馈给品牌，引导品牌产品开发和市场推广的决策与应用，实现数据分析到决策和应用的一站式服务。
- **定制化会员服务：**线上消费者具有年轻化和个性化的特征，提供更为个性化的会员服务，可提高品牌的消费者美誉度及忠诚度。公司除为品牌方提供基础的会员维护外，还建立了定制化的会员服务体系。公司成立了用户体验部，为品牌会员提供定制化的赠品。公司从客服端发掘独特的消费者需求，收集并汇总至用户体验部，经过精心策划为会员提供个性化用户体验。
- **匹配精细化营销的仓储信息服务：**公司在仓储服务中，除了有自研的适于电商的仓储系统完成产品入仓、保管、发货等工作之外，还可通过独立研发的 OMS 神盾系统，响应运营端更为精细化的促销政策，满足线上客户多样化的需求。神盾系统经过不断改进，已经可以支持不同消费者实现个性化的营销策略。
- **深厚的品牌运作经验助力在其他品牌中复制应用：**近年来，公司扩展了 P&G、强生、爱茉莉、资生堂等知名快消品集团旗下品牌的电商服务业务，取得了较好的成绩。2018 年，公司提供品牌线上管理服务的 Olay 官方旗舰店获得“双十一”天猫全网美妆类目第二名。

图表 13：公司与美妆快消品牌合作案例



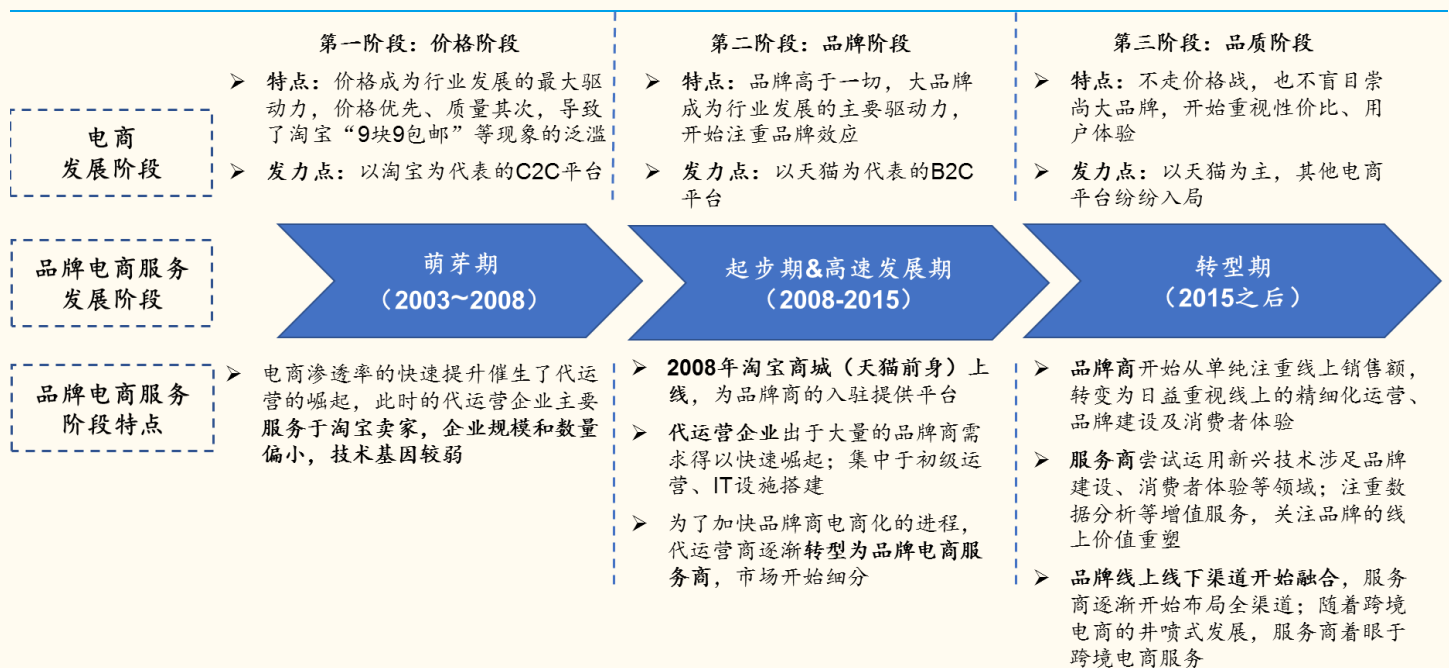
来源：公司官网，国金证券研究所

## 2. 品牌电商服务行业：得益于 B2C 电商兴起，头部企业优势显著

### 2.1 B2C 电商交易规模和日渐复杂的电商环境驱动品牌电商服务行业成长

- 在品牌商布局线上渠道的强烈诉求和电商经营数据庞大且变化较快的驱动下，品牌电商服务行业在国内市场日渐壮大：一方面，传统品牌商与国外品牌商进入中国电商渠道，在产品供应端与营销端都面临着与传统线下渠道完全不同的问题，需要借助电商专业运营帮助其打开线上渠道。另一方面，市场动态变化加快，多元电商渠道不断兴起，进一步加大了品牌建设难度和销售压力，成熟品牌面临销售持续性增长与影响力不断扩大的压力，新品牌孵化难度也在不断加大，品牌商对专业电商运营的诉求亦日渐增强。
- 品牌电商服务行业在国内的发展历经了三个阶段，与电商行业的发展历程大致吻合：①萌芽期（2003-2008 年）：电商代运营崛起于以淘宝网为代表的 C2C 平台；②起步期&高速发展期（2008-2015 年）：天猫上线，越来越多的品牌商开始拓展电商渠道，电商代运营市场开始扩大；随着电商体量及 B2C 市场份额的逐步提高，代运营开始转型为电商服务；服务商数量快速增加，行业加速整合。③转型期（2015 年以后）：品牌商开始注重品质及用户体验，品牌电商服务行业开始重视发展新技术，逐步从简单的人力、劳务输出模式转为规模型、人才技术密集型模式，部分资质优秀的服务商通过上市或被收购的方式获得持续融资的能力。

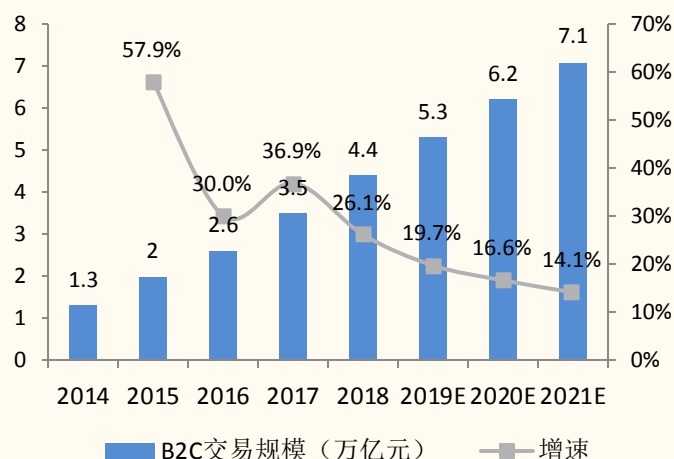
图表 14：中国品牌电商服务行业发展历程



来源：iResearch，国金证券研究所

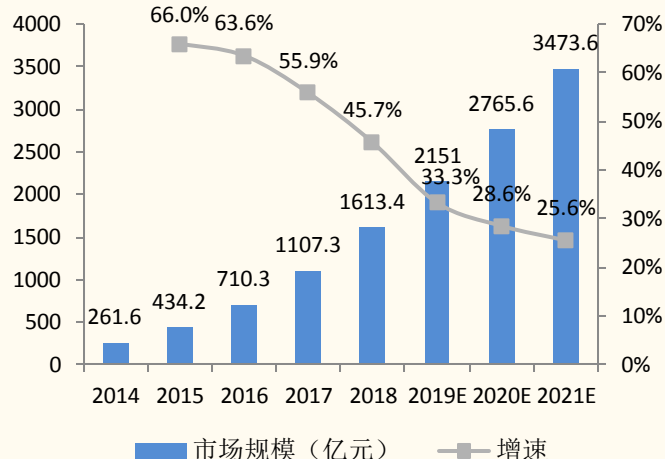
- 2018 年，国内品牌电商服务市场规模达到 1613.4 亿元，同比+45.7%；根据 iResearch 数据，2018 年 B2C 电商市场规模高达 4.4 万亿元，预计 2021 年将突破 7 万亿元。2018 年 B2C 在网络购物的市场份额达到 55.5%，自 2015 年 B2C 占比首次超过 C2C 后，其市场份额始终明显高于 C2C。与此同时，国内品牌电商服务行业从 2014 年的 262 亿元成长为 2018 年的 1613 亿元，市场规模预计在 2021 年达到 3474 亿元。
- 在产品供应端，品牌服务商通过建立成熟的品牌建设体系，对新品牌进行孵化，实现成熟品牌持续迭代，并根据消费者的大数据指导品牌选品、设计、改造工艺水平、预测销量等，进而能够及时响应终端消费者的需求。在产品营销端，品牌服务商通过多元销售渠道布局，帮助品牌商获取多维度流量，同时提高多渠道创意策划、设计制作等方面的能力，为品牌商打造多渠道营销方案。

图表 15：中国网购 B2C 市场交易规模（万亿元）及增速



来源：iResearch，国金证券研究所

图表 16：中国品牌电商服务交易规模（亿元）及增速

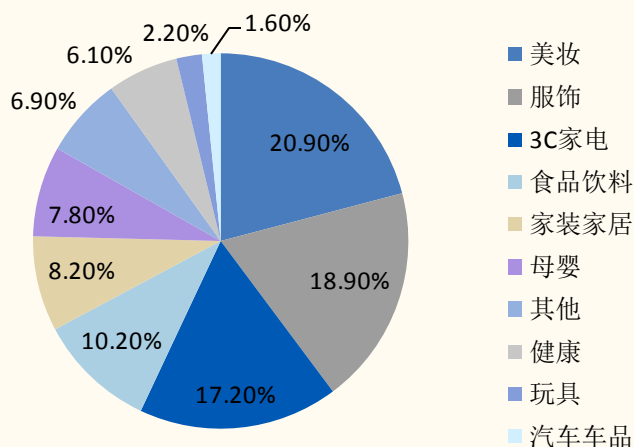


来源：iResearch，国金证券研究所

## 2.2 品类及品牌商特点：美妆品类电商服务需求比例相对较高，国际和国内中小品牌商电商服务需求较强

- 从品类角度来看，美妆、服饰和 3C 家电品类的服务品牌数量占比位居前三：根据 iResearch 数据，美妆品类作为消费升级的重点品类，在电商服务市场中占比最大，为 20.9%。此外，服饰、3C 家电、食品饮料、家装家居为占比较大的其他品类，分别为 18.9%、17.2%、10.2%、8.2%。

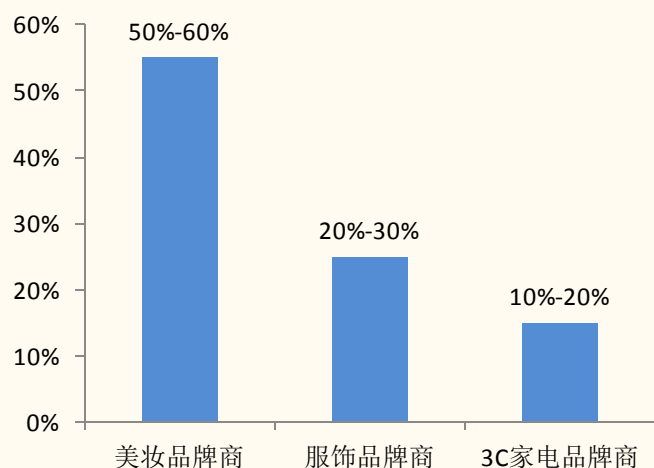
图表 17：2019 年服务商主要服务品类品牌数量占比



来源：iResearch，国金证券研究所

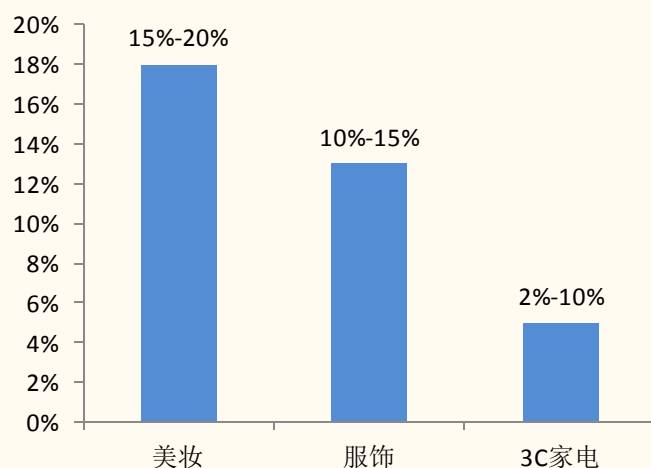
- 美妆品类对品牌电商服务需求比例相对较高且佣金比例较高：根据 iResearch 数据，2019 年，美妆品类品牌的电商服务需求比例为 50%-60%，高于服饰（20%-30%）和 3C 家电（10%-20%），美妆品类电商服务佣金率行业平均水平为 15%-20%，也高于服饰（10%-15%）和 3C 家电（2%-10%）。美妆品类线上运营特点复杂，要求的运营技巧多，产品复购率较高，尤其在双十一、双十二等营销大促期间线上销量激增，因此使用电商服务较为普遍且行业佣金率平均水平较高。

图表 18：2019 年 3 种品类电商服务需求对比



来源：iResearch，国金证券研究所

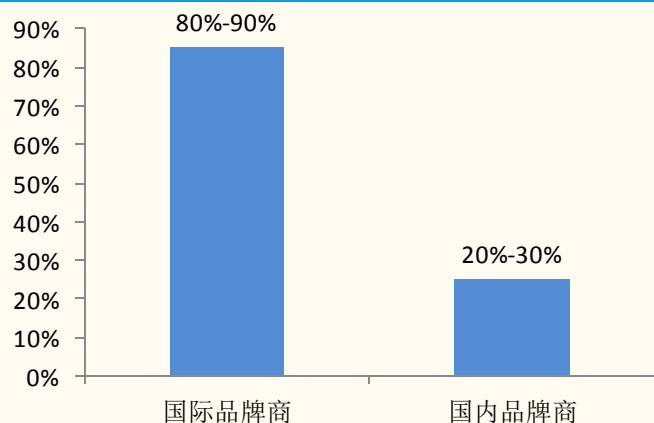
图表 19：2019 年 3 种品类电商服务佣金率行业均值水平



来源：iResearch，国金证券研究所

- 从品牌商需求来看，国际品牌商和国内中小品牌商对电商运营服务的需求较强：根据 iResearch 数据，国际品牌更倾向于外包服务商进行电商运营，且与服务商的合作稳定性较强；国内大品牌更倾向于自己组建电商部门开展线上业务，较少把电商业务外包给服务商；国内中小品牌受制于成本压力和运营能力，倾向于选择与电商服务商合作。

图表 20：2019 国内外品牌对品牌服务商的需求比例对比



来源：iResearch，国金证券研究所

图表 21：2019 国内外品牌对品牌服务商的需求对比分析

| 品牌类型   | 电商服务需求                                        |
|--------|-----------------------------------------------|
| 国际品牌   | 倾向于外包服务商，合作稳定性较强                              |
| 国内大品牌  | 根据品牌所处发展阶段不同，需求呈现差异化的特征。扩张期的大品牌有实力有能力自建团队电商运营 |
| 国内中小品牌 | 受制于成本压力，寻求与服务商合作                              |

来源：iResearch，国金证券研究所

## 2.3 行业格局：运营门槛提高，头部电商服务商的竞争优势将更加明显

- 从行业格局来看，随着网购平台逐步规范代运营服务商，未来资源会向龙头品牌电商服务企业集中：以天猫为例，2018 年平台认证服务商 1000 家，星级服务商 310 家，天猫制定了完善的电商代运营准入、评级等制度，对代运营企业提出了较高的要求，促使客户向大企业集中。从天猫公布的 2019 年上半年天猫星级运营服务商来看，被其评为“6 星服务商”的代运营公司一共仅有 9 家，壹网壹创位列其中。我们认为，头部服务商的规模、数据积累、资金及供应链优势突出，具备较强的品牌建设能力、多元渠道布局能力，为品牌提升销量的同时，能够不断提升品牌影响力，满足品牌多元化的需求，未来头部电商服务商的竞争优势将更加明显。

图表 22：2019 上半年天猫六星服务商



来源：天猫，国金证券研究所

图表 23：2019 天猫星级运营商评定维度

| 评定维度<br>ASSESSMENT DIMENSION                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>天猫运营服务商的能力评估，将对“店铺运营能力”、“品牌营销能力”、“消费者运营能力”、“渠道运营能力”、“新零售运营能力”、“数据运营能力”等六个能力维度及“承接店铺规模”进行综合能力评估。其中：</p> <p><b>■ 店铺运营能力：</b><br/>综合反应 TEP 所服务店铺运营能力。包括店铺“引流能力、承接能力、商品能力、店铺效率、服务能力”等维度。</p> <p><b>■ 品牌营销能力：</b><br/>综合反应 TEP 在阿里各渠道上的品牌运营能力，包含阿里妈妈、聚划算、内容等多渠道的投放效果评估。</p> <p><b>■ 消费者运营能力：</b><br/>综合反应 TEP 对品牌的消费者资产运营能力，包含“消费者人群总量”、“消费者关系递进率（历程中从认知，到产生兴趣，再到购买，并成为忠诚用户各个阶段转化率）”、“会员/粉丝用户数”、“会员/粉丝用户的活跃度”四个方面的能力评估。</p> <p><b>■ 渠道运营能力：</b><br/>综合反应 TEP 在天猫国际、LAZADA 等各渠道的品牌运营能力。</p> <p><b>■ 新零售运营能力：</b><br/>帮助品牌开设 ISTORE 店铺，拓展新零售业务的能力。</p> <p><b>■ 数据运营能力：</b><br/>成交数据银行认证服务商、获得“数据服务”培训结业证、公司通过数据银行个人认证人员数量等。</p> <p><b>■ 承接店铺规模：</b><br/>考核期内所服务店铺数及店铺成交规模。</p> |

来源：天猫，国金证券研究所

图表 24：2019 天猫星级运营商相应权益

| 星级<br>平台权益 | 一星 | 二星 | 三星 | 四星 | 五星 | 六星 |
|------------|----|----|----|----|----|----|
| 星级背书       | √  | √  | √  | √  | √  | √  |
| 平台透出       | √  | √  | √  | √  | √  | √  |
| 天猫店铺主体变更   | √  | √  | √  | √  | √  | √  |
| 榜单公示       |    |    | √  | √  | √  | √  |
| 新品牌推荐      |    |    | √  | √  | √  | √  |
| 专属赋能培训     |    |    |    | √  | √  | √  |
| 重点品牌推荐     |    |    |    |    | √  | √  |
| 专人服务支持     |    |    |    |    | √  | √  |

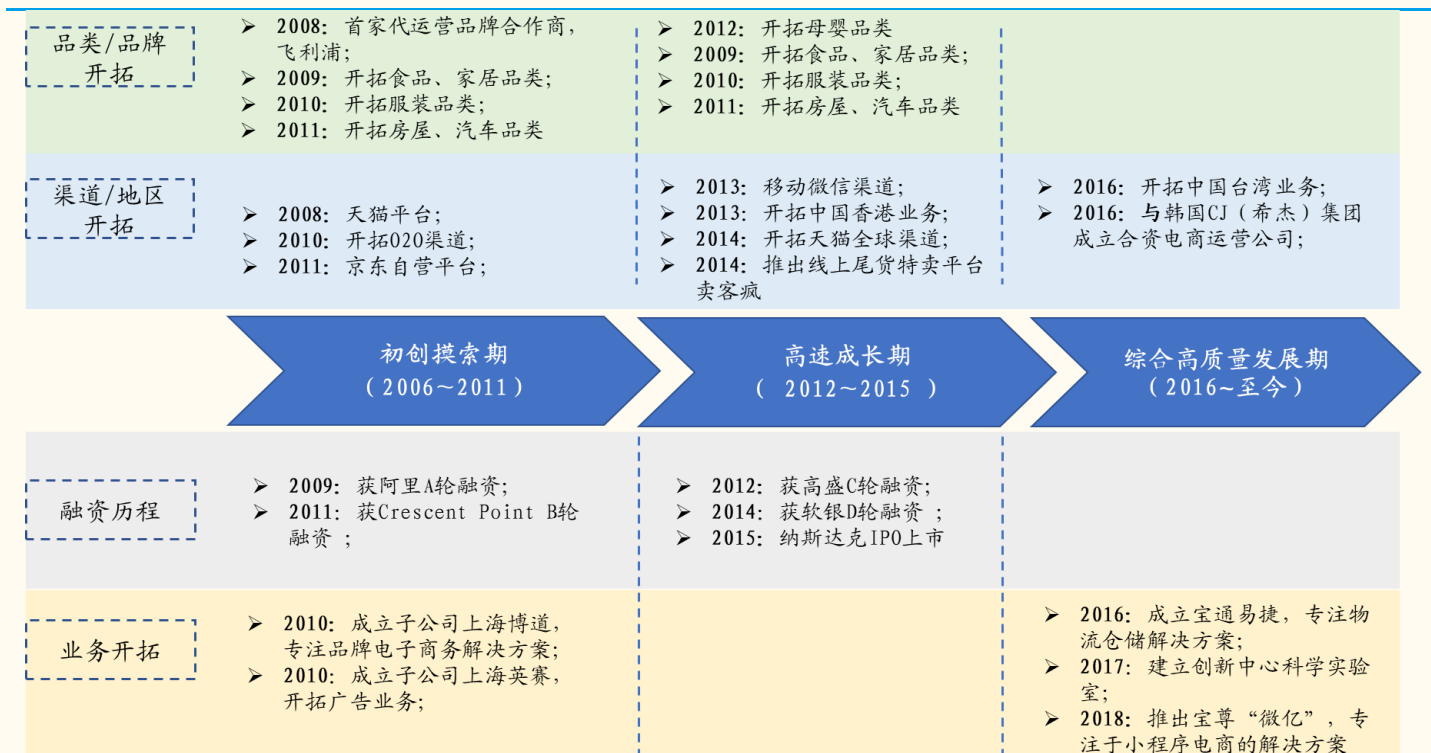
来源：天猫，国金证券研究所

### 3. 行业标杆：宝尊电商，国内排名第一的品牌电商服务商

#### 3.1 国内排名第 1 的品牌电商服务运营商，近 3 年 Non-GAAP 归母净利润年均复合增速达到 134%

- 宝尊电商是国内排名第 1 的品牌电商服务运营商，于 2015 年在美国纳斯达克上市：公司于 2006 年成立，目前提供店铺运营、数字营销、IT 解决方案、仓储配送、客户服务等 5 大服务。服务渠道覆盖品牌官方商城，线上购物平台天猫与京东以及社交移动商城，线下智能门店等。公司于 2010 年获阿里 A 轮融资，于 2015 年 5 月在纳斯达克上市。

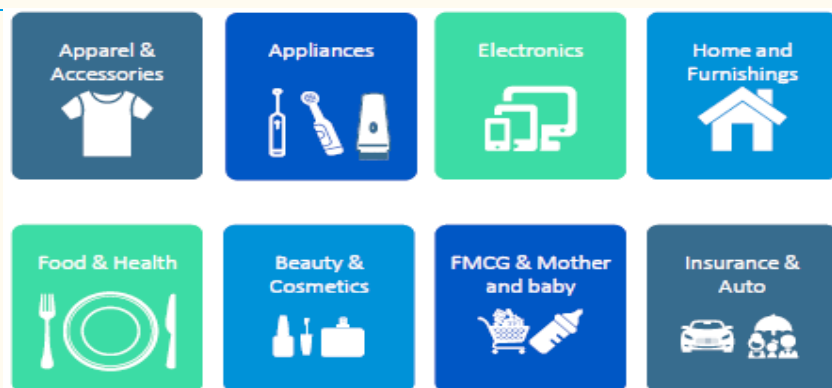
图表 25：宝尊电商发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

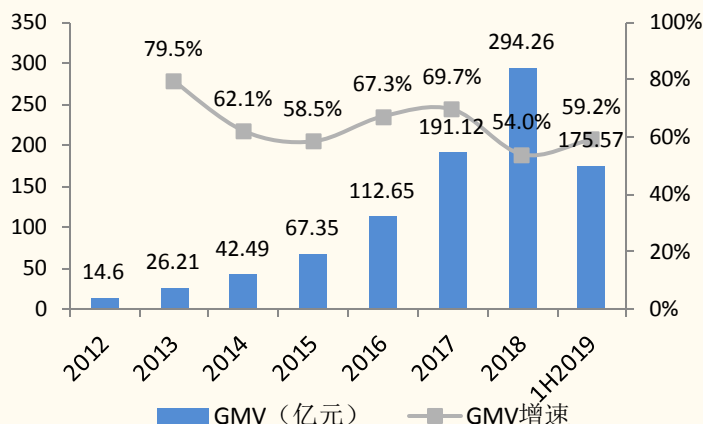
- 2012-2018 年，宝尊电商 GMV 由 14.6 亿元增长至 294.26 亿元，年均复合增速达到 65%，合作品牌由 56 家增长至 180+家：公司服务品类覆盖服装、电器、电子产品、食品、美妆、母婴等 8 大品类，合作的品牌包括 Nike, Philips, Microsoft, Coach, Burberry, Zara 以及 Haagen-Dazs 等国内外知名品牌商。

图表 26：宝尊电商客户涵盖 8 大品类



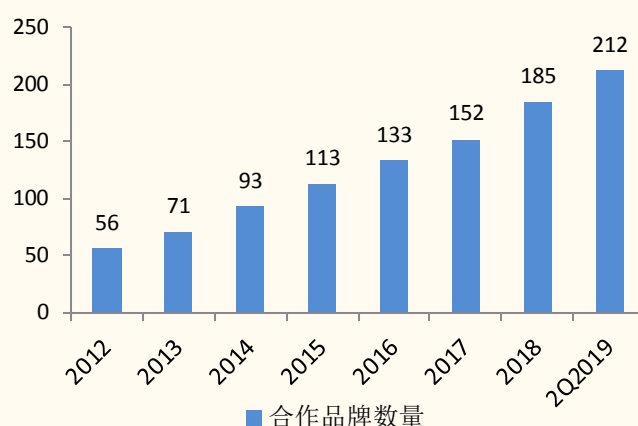
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：宝尊电商 GMV（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

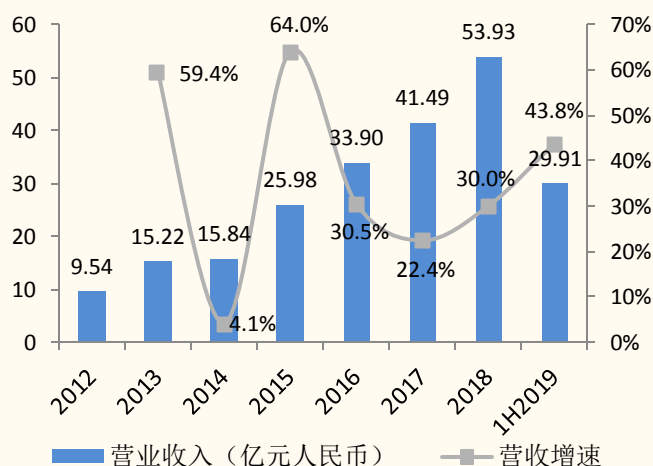
图表 28：宝尊电商合作品牌数量



来源：公司公告，国金证券研究所

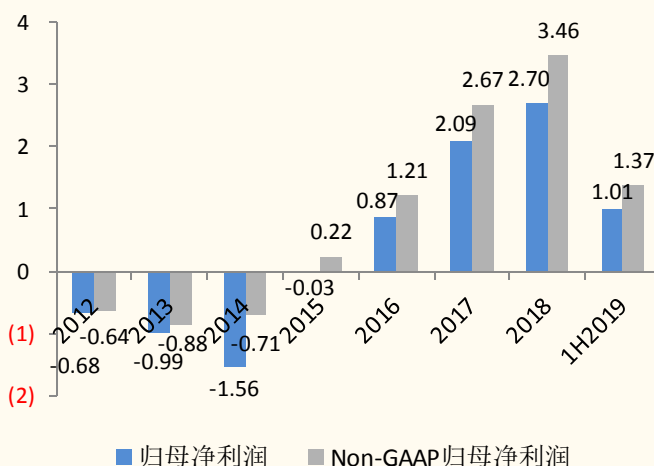
- 上市以来，宝尊电商 Non-GAAP 归母净利润实现强劲增长：2012-2018 年，宝尊电商收入由 9.54 亿元增长至 53.93 亿元，年均复合增速为 33%；Non-GAAP 归母净利润自 2015 年首次由负转正，2015-2018 年由 0.22 亿元增长至 3.46 亿元，年均复合增速达到 134%。1H2019，公司 Non-GAAP 归母净利润实现 1.37 亿元，同比+53%。

图表 29：宝尊电商营业收入（亿元）及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：宝尊电商归母净利润（亿元）

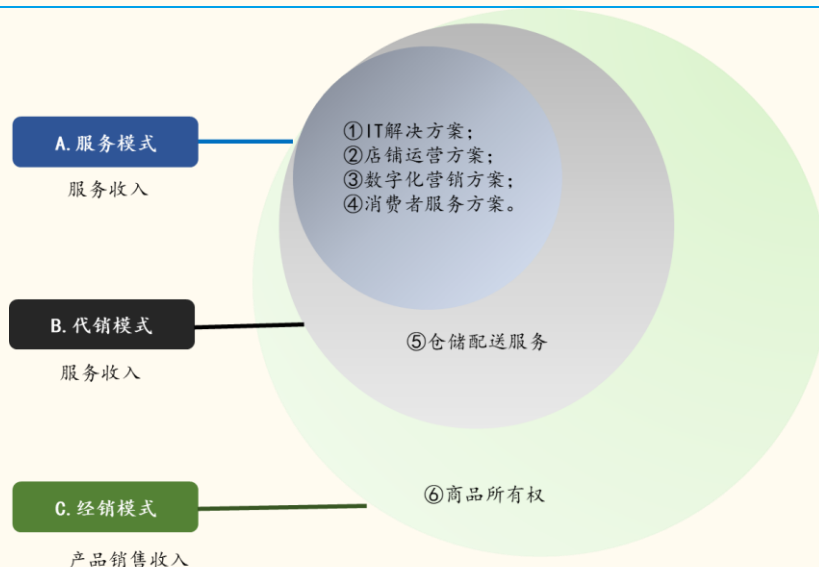


来源：公司公告，国金证券研究所；备注：Non-GAAP 归母净利润不包括股权激励费用和因收购业务而产生的无形资产摊销

### 3.2 业务模式“由重转轻”，带动毛利率、净利率实现大幅上升

- 宝尊电商的商业模式分为经销模式、服务模式和代销模式三类。目前公司已经形成无缝衔接的全渠道品牌服务、技术驱动的品牌运营、数据驱动的高效的数字营销能力和强大的仓储和配送基础设施四大核心竞争力。
- **经销模式**：直接面向终端消费者，以商品的进销差价作为利润来源。
- **服务模式**：通过向品牌方提供 IT 解决方案、数字化营销方案、消费者管理服务方案等服务，按照佣金比例获取服务收入。
- **代销模式**：在服务模式的基础上，获得品牌方代销授权，承担仓储、物流配送等服务，不拥有商品所有权，按照佣金比例获取服务收入。

图表 31：宝尊电商形成服务、代销、经销三类业务模式



来源：公司公告，国金证券研究所

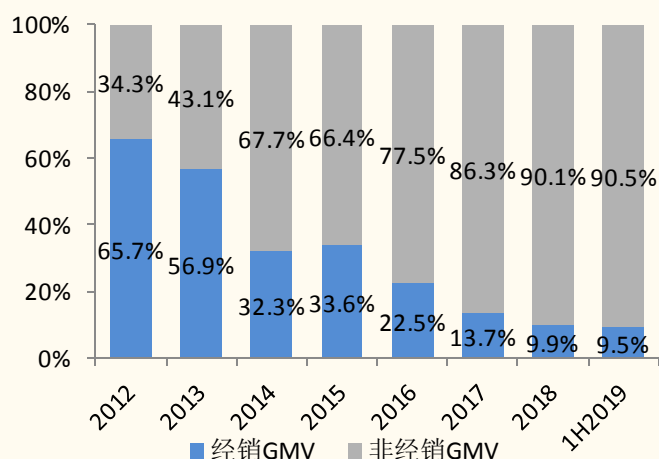
图表 32：宝尊电商三种业务模式

| 业务类型 | 业务模式                                                         | 直接客户类型 | 盈利模式                                     | 收入形式 | 2018   | 2018   | 2018   |
|------|--------------------------------------------------------------|--------|------------------------------------------|------|--------|--------|--------|
|      |                                                              |        |                                          |      | 收入占比   | GMV 占比 | 营收增速   |
| 经销模式 | 向品牌方以买断方式采购货品并销售给消费者                                         | 终端消费者  | 线上商品的销售收入与营销成本（包含采购成本及各项营销费用、物流履约成本等）的差额 | 产品收入 | 46.70% | 9.90%  | 11.50% |
| 服务模式 | 向品牌方提供①IT解决方案；②店铺运营方案；③数字化营销方案；④消费者服务方案等的服务，根据服务效果向品牌方收取服务费用 | 品牌方    | 根据线上销售情况和双方约定的比例向品牌方收取服务费用               | 服务收入 | 53.30% | 90.10% | 52.10% |
| 代销模式 | 在服务模式的基础上，获得品牌方代销业务授权，面向终端消费者代销产品，公司承担物流配送成本和费用，不拥有商品所有权     | 品牌方    | 根据线上销售情况和双方约定的比例向品牌方收取服务费用               | 服务收入 |        |        |        |

来源：公司公告，国金证券研究所

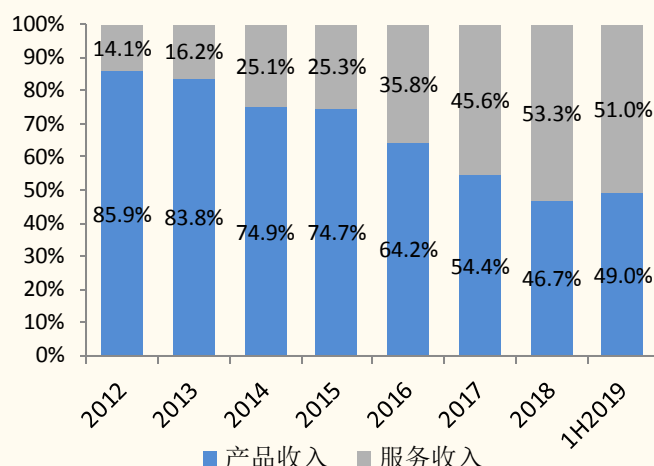
- 近年来，宝尊电商业务模式“由重转轻”，带动毛利率、Non-GAAP 归母净利润率实现大幅上升：2012-2018 年，公司经销模式 GMV 占比由 65.7% 逐渐下降至 9.9%，产品销售收入占比由 85.9% 下降 46.7%，服务收入占比由 14.1% 提升至 53.3%，表明公司营收来源逐渐由以经销模式为主的“较重”的产品销售收入转为以服务模式和代销模式为主的“较轻”的服务收入。由于服务模式毛利率相较于经销模式较高，公司毛利率由 15.34% 提升至 62.27%，Non-GAAP 归母净利润率由 -6.7% 上升至 6.4%。

图表 33：宝尊电商经销业务GMV 占比逐渐降低



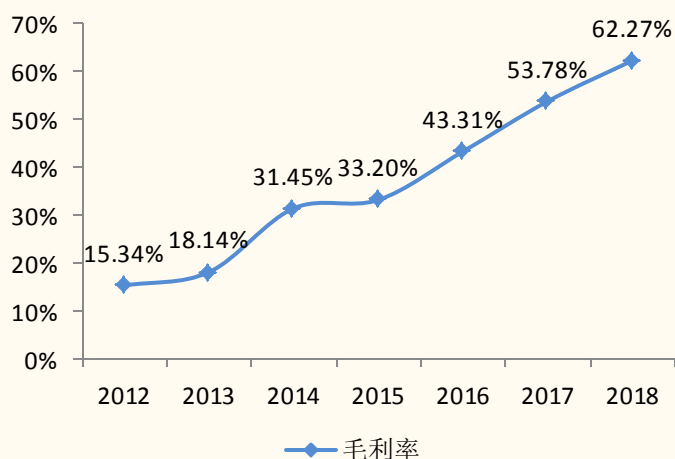
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：宝尊电商服务收入占比逐渐提高



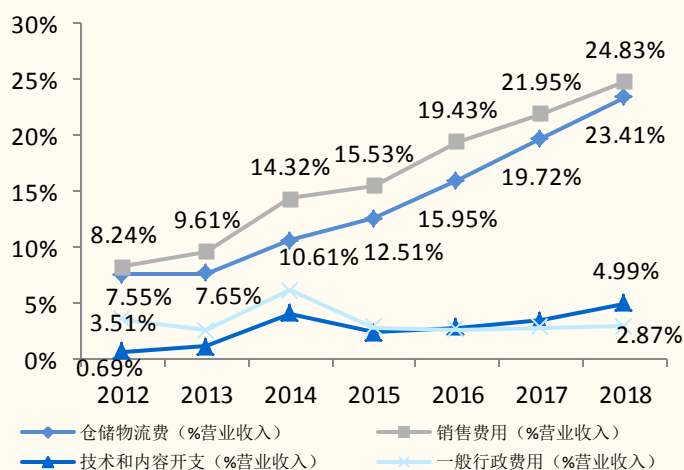
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：宝尊电商毛利率



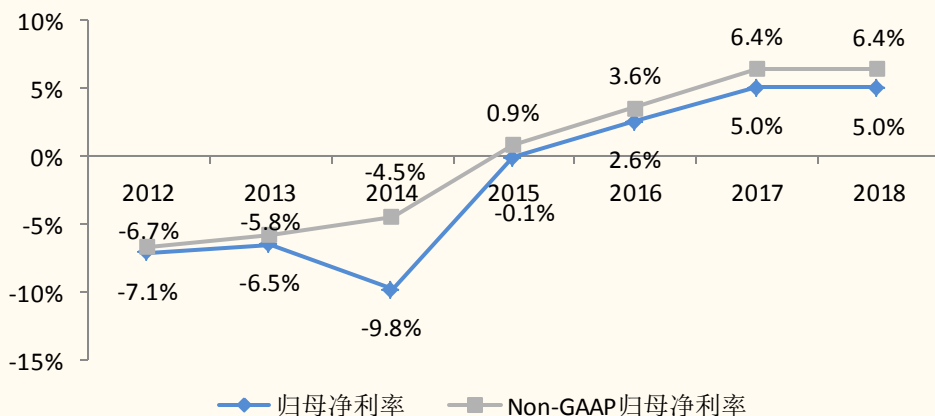
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：宝尊电商费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：宝尊电商归母净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.3 强劲的业绩增长带动下，上市以来实现优异的资本市场表现

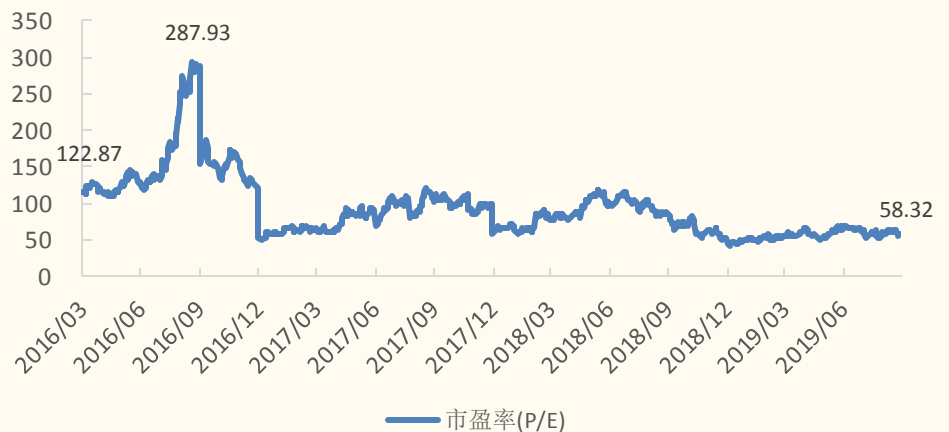
- 在强劲的业绩增长带动下，宝尊电商市值由 2015 年的 6 亿美金增长至 2019 年的 28 亿美金：2015 年上市至今，在业务模式由重转轻、规模化效应显现的带动下，公司成功扭亏为盈并实现强劲的业绩增长，市值也增长了 3.5 倍。

图表 38：宝尊电商上市以来市值（亿美金）表现



来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：股票市值数据日期截至 2019 年 9 月 27 日

图表 39：宝尊电商历史市盈率



来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：市盈率数据日期截至 2019 年 9 月 27 日

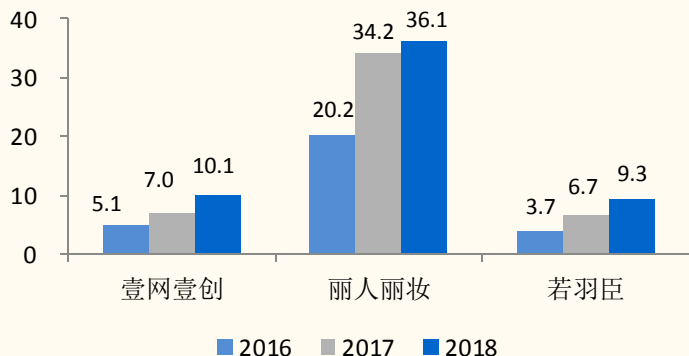
## 4. 同行对比：A 股品牌电商服务商第一股，服务收入占比高，盈利能力位于行业领先水平

### 4.1 业务模式及合作品牌：深耕美妆&日化领域，服务收入占比较高

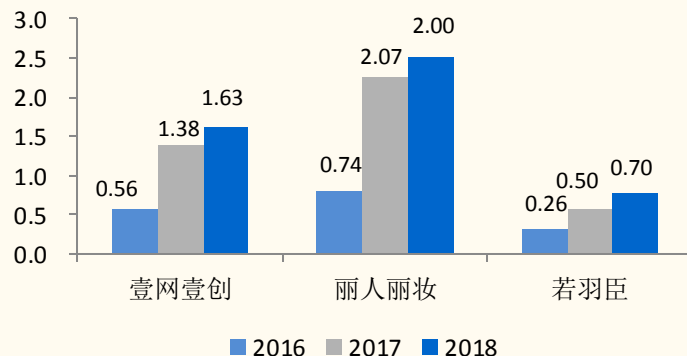
- 公司为 A 股电商品牌服务商第一股，目前行业另有两家拟上市 A 股的公司丽人丽妆和若羽臣。壹网壹创董事长林振宇从 2005 年起在阿里担任市场部经理，在电商市场具有较为丰富的经验，2012 年创立公司。丽人丽妆董事长黄韬理工科背景，曾创立飞拓无限开展无线互联网广告营销，2007 年从事化妆品零售电子商务，2010 年创办丽人丽妆。若羽臣董事长王玉 2011 年创立公司，从母婴用品切入，逐步拓展到美妆、保健等领域。
- 从营收规模来看：丽人丽妆主要从事化妆品零售业务，体量最大；从利润规模来看，得益于利润率较高的服务收入占比较高，公司利润体量处于行

业中上水平。2016-2018 年，壹网壹创收入由 5.1 亿元增长至 10.1 亿元，年均复合增速为 41.3%；扣非归母净利润由 0.56 亿元增长至 1.63 亿元，年均复合增速为 64.6%。丽人丽妆收入由 20.2 亿元增长至 36.1 亿元，年均复合增速为 33.9%；扣非归母净利润由 0.74 亿元增长至 2.00 亿元，年均复合增速为 64.6%。若羽臣收入由 3.7 亿元增长至 9.3 亿元，年均复合增速为 58.1%；扣非归母净利润由 0.26 亿元增长至 0.70 亿元，年均复合增速为 63.6%。

图表 40：2016-2018 年各公司营收（亿元）



图表 41：2016-2018 年各公司扣非归母净利润（亿元）

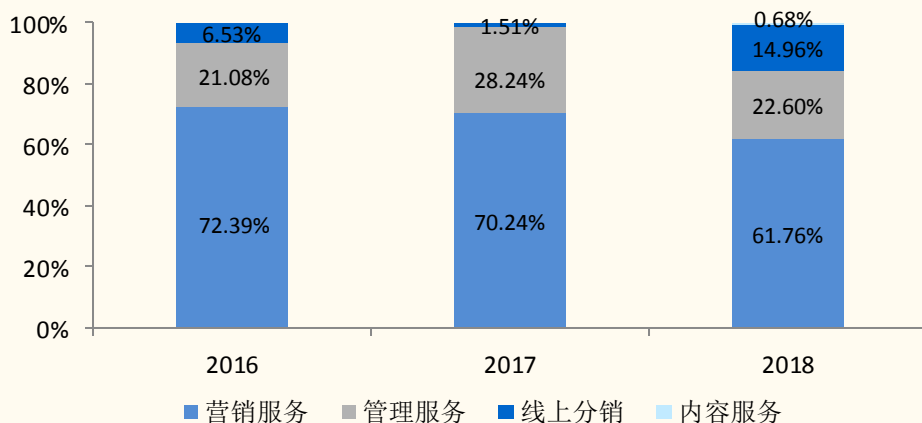


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

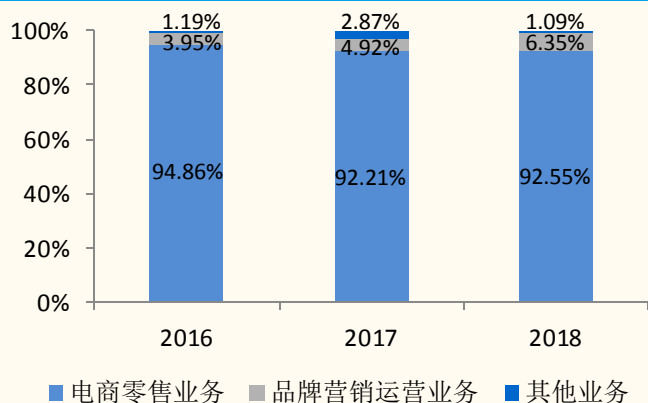
- 目前三家公司业务侧重点有所不同，壹网壹创是服务收入占比最高的公司：由于经销业务和分销业务的盈利来源均为进销价差，我们将其定义为产品销售的业务模式，将不涉及采购产品定义为提供服务的业务模式。
- 2018 年，对于壹网壹创，产品销售业务模式（财报口径为品牌营销服务+品牌线上分销）收入占比为 76.7%，提供服务模式收入占比为 23.3%。对于丽人丽妆，产品销售业务模式（财报口径为电商零售业务）收入占比为 92.55%。对于若羽臣，产品销售业务模式（财报口径为零售+渠道分销）收入占比为 81.28%。可以看到，目前壹网壹创是三者中服务收入占比最高的公司，这也意味着壹网壹创在“由重转轻”的盈利模式转变之路上较为领先。

图表 42：2016-2018 年壹网壹创分业务收入占比



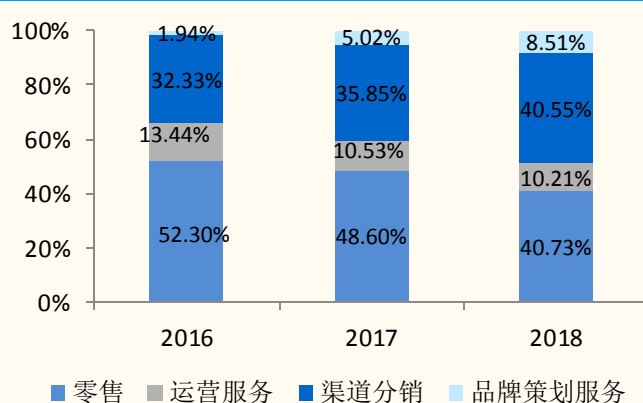
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 43：2016-2018 年丽人丽妆分业务收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 44：2016-2018 年若羽臣分业务收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 在品牌合作方面：壹网壹创的合作品牌覆盖美妆和日化类，主要合作品牌 25 家，其中美妆类为其主力合作品牌。丽人丽妆合作品牌覆盖美妆、纸品、服饰、食品等，主要合作品牌数 67 家，其中绝大多数为美妆类。若羽臣覆盖母婴、美妆、保健等品类，合作的主要品牌 45 家，母婴保健品类占比较高。

图表 45：公司主要合作品牌举例

| 公司   | 品类    | 主要合作品牌   |          |          |          |            |               |                |           |
|------|-------|----------|----------|----------|----------|------------|---------------|----------------|-----------|
| 壹网壹创 | 美妆类   | 百雀羚      | 毛戈平      | OTABA    | 赫妍       | OLAY       | 艾诺碧           | 美肤宝            | 雅芳        |
|      |       | 三生花      | 佰草集      | 伊丽莎白雅顿   | 兰芝       | 达尔肤        | 雪花秀           | 梦妆             | 吕         |
|      |       | 露得清      | 芙莉美娜     | 欧珀莱      |          |            |               |                |           |
| 丽人丽妆 | 日化类   | 沙宣       | 佳洁士      | P&G      | 黑人       | AUSSIE     | 吉列            |                |           |
|      | 美妆类   | 施华蔻      | 雪肌精      | 旁氏       | 康如       | 润肌精        | 奥伦纳素          | 思理肤            | 玉泽        |
|      |       | 兰芝       | 蜜丝佛陀     | 吕        | 丝蕴       | 纯肌粹        | 婵真            | 芭兰珂            | 贝蜜清       |
|      |       | 雅漾       | 希思黎      | LG 生活健康  | 斐丝丽      | 清肌晶        | PONY EFFECT   | 后              | 瑰珀翠       |
|      |       | 美宝莲      | 凡士林      | 馥绿德雅     | 孩儿面      | 莱菲         | 安露莎           | 菲诗小铺           | 欧蕙        |
|      |       | 雪花秀      | 梦妆       | 赫妍       | 花牌       | 娜蔻         | 宝贝魔力          | 贝玲妃            | 苏秘 SUM37° |
|      |       | 美丽芳丝     | 伊蒂之屋     | 艾诺碧      | 光明蓓泽丝    | 快乐沐浴天      | 魅尚莹           | 高夫             | 锐度        |
|      |       | 相宜本草     | 凯朵       | 吉尔·斯图亚特  | 护齿达      | 佳丽宝        | 树上小屋          | 佰草集            | 珂莱欧       |
|      | 美容仪器  | 飞利浦      | BeGlow   | NEWA     |          |            |               |                |           |
|      | 隐形眼镜  | 妆美堂      | 安娜苏      | 欧朗晴      |          |            |               |                |           |
|      | 纸品    | 洁云       | 米娅       |          |          |            |               |                |           |
|      | 服饰    | 凡客诚品     |          |          |          |            |               |                |           |
|      | 食品    | 栗祺       |          |          |          |            |               |                |           |
| 若羽臣  | 母婴品类  | 美赞臣      | 强生       | ergobaby | B.       | 膳魔师        | combi         | Sanita U-ZA    | b. box    |
|      |       | 哈罗闪      | munchkin | 丽贝乐      | 蓝臻       | 帮宝适        | Moony         | 妈咪宝贝           | 合生元       |
|      | 美妆个护类 | 李施德林     | LYNX     | 思亲肤      | 肌美精      | 舒蔻         | HOLIKA HOLIKA | G&M            | 洁婷        |
|      |       | o.b.     | 炫诗       | 美迪惠尔     | 苏菲       | THREE      | Hair Recipe   | ecostore       | free      |
|      | 保健品类  | 爱乐维      | 善存       | Caltrate | FLOREVE  | FatBalster | Swisse        | Esthe Pro Labo |           |
|      | 其他品类  | PLANTERS | 铁达时      | Dermatix | red seal |            |               |                |           |

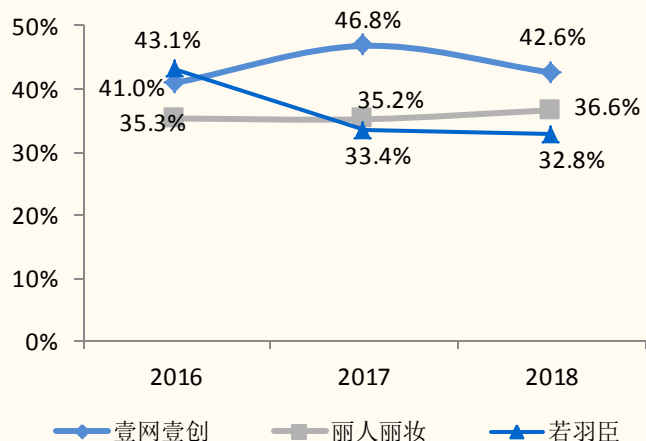
来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.2 盈利能力：服务收入占比较高，毛利率净利率位于领先水平

- 相同业务模式的毛利率水平相当，公司之间综合毛利率差异主要来自于不同的业务结构：2016-2018，壹网壹创的毛利率分别为 41.0%、46.8%、42.6%；丽人丽妆的毛利率分别为 35.3%、35.2%、36.6%；若羽臣的毛利

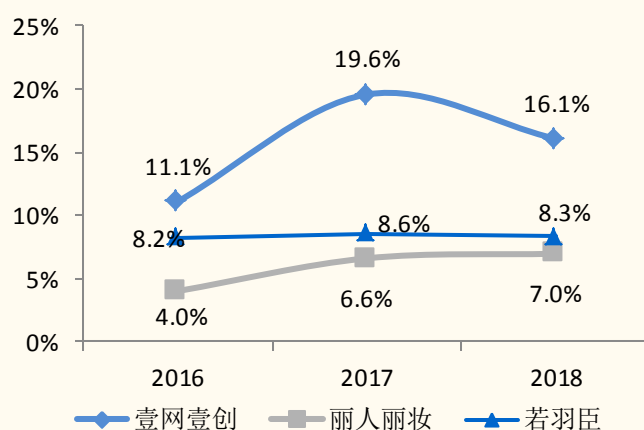
率分别为 43.1%、33.4%、32.8%。公司之间毛利率差异主要是各自业务结构不同，相同业务模式中，公司之间的毛利率水平相当。例如三家公司的线上营销服务毛利率在 30%-40%，线上管理业务毛利率在 60%左右，而线上分销业务毛利率在 10%-30%，内容服务毛利率在 30%-40%。

图表 46：2016-2018 各公司毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47：2016-2018 各公司净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：2016-2018 各公司分业务毛利率

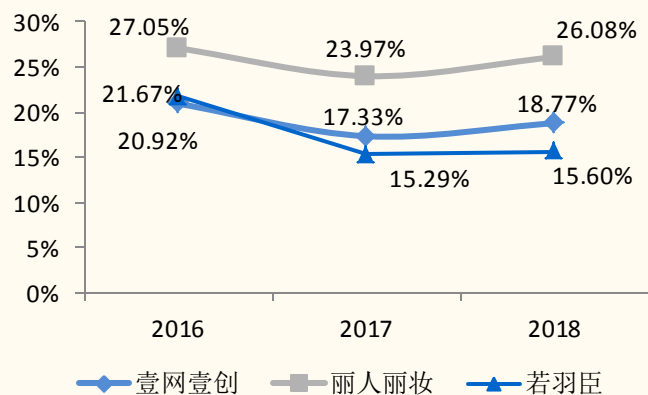
|        |      | 2016  | 2017  | 2018  |
|--------|------|-------|-------|-------|
| 线上营销服务 | 壹网壹创 | 37.4% | 39.9% | 41.6% |
|        | 丽人丽妆 | 34.7% | 34.5% | 36.1% |
|        | 若羽臣  | 41.7% | 31.1% | 31.8% |
| 线上管理服务 | 壹网壹创 | 58.4% | 66.0% | 65.3% |
|        | 丽人丽妆 | 59.0% | 59.7% | 48.4% |
|        | 若羽臣  | 67.6% | 76.2% | 79.8% |
| 线上分销   | 壹网壹创 | 23.5% | 9.3%  | 12.7% |
|        | 丽人丽妆 | /     | /     | /     |
|        | 若羽臣  | 36.1% | 23.9% | 20.7% |
| 内容服务   | 壹网壹创 | /     | /     | 31.6% |
|        | 丽人丽妆 | /     | /     | /     |
|        | 若羽臣  | 30.3% | 33.4% | 39.0% |

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司销售及管理费用率位于行业内中间水平：**公司间不同的业务结构影响期间费用率水平，通常各业务的销售费用率：线上管理<分销<线上营销。
  - 在品牌线上营销和线上分销模式中，与经营店铺相关的职工薪酬、推广费用和仓配费用等费用集中在销售费用中体现；
  - 而品牌线上管理模式中，与经营店铺相关的推广费用由品牌方自行承担，仓配费等由品牌方承担或计入成本，均不计入销售费用。
  - 分销业务由于主要通过唯品会等第三方平台或者面向天猫、淘宝中小卖家进行，线下结算，通常较少发生平台、推广费用，期间费用率低于品牌线上营销服务。
  - 内容服务业务营销推广费用计入营业成本，亦较少发生销售费用。

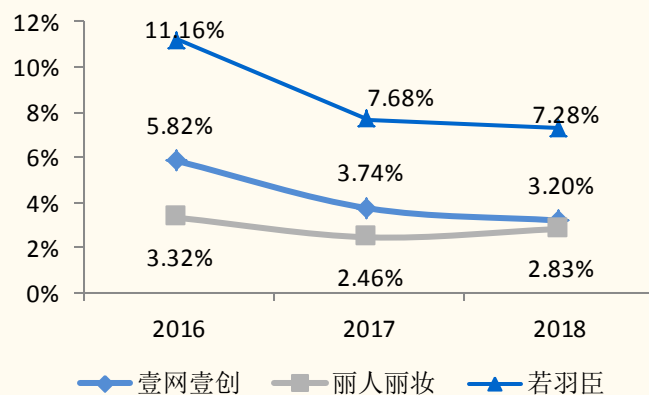
- 丽人丽妆 90%以上收入来源于电商零售，因此销售费用率较高；若羽臣的分销业务占比在 30%以上，拉低了整体的销售费用率。管理费用率中，壹网壹创与丽人丽妆较为接近，若羽臣较高，系其研发投入较高。

图表 49：2016-2018 各公司销售费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 50：2016-2018 各公司管理费用率

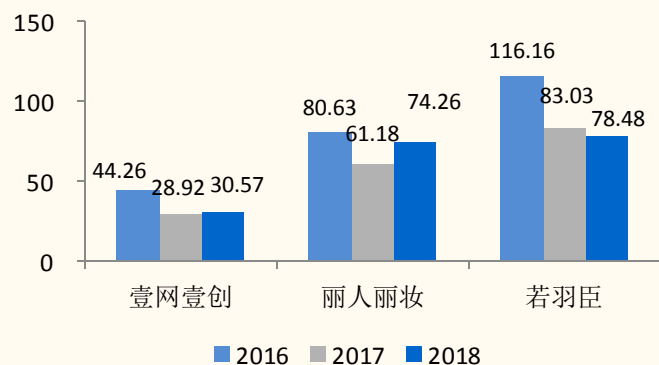


来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.3 营运能力：存货周转率优于同行，应收账款周转符合行业平均水平

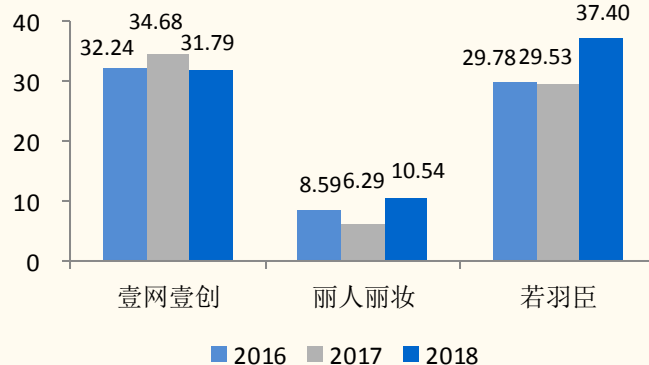
- 公司存货周转率优于同行，应收账款周转符合行业平均水平：2016-2018 年，公司存货周转率均优于同行，反应出公司良好的存货管理能力和对存货规模、库龄的严格控制。公司应收账款周转天数在 30 天左右，符合行业平均水平但高于丽人丽妆，主要原因为丽人丽妆的电商零售占比达 90%以上，主要面向终端消费者。

图表 51：2016-2018 各公司存货周转天数



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 52：2016-2018 各公司应收账款周转天数



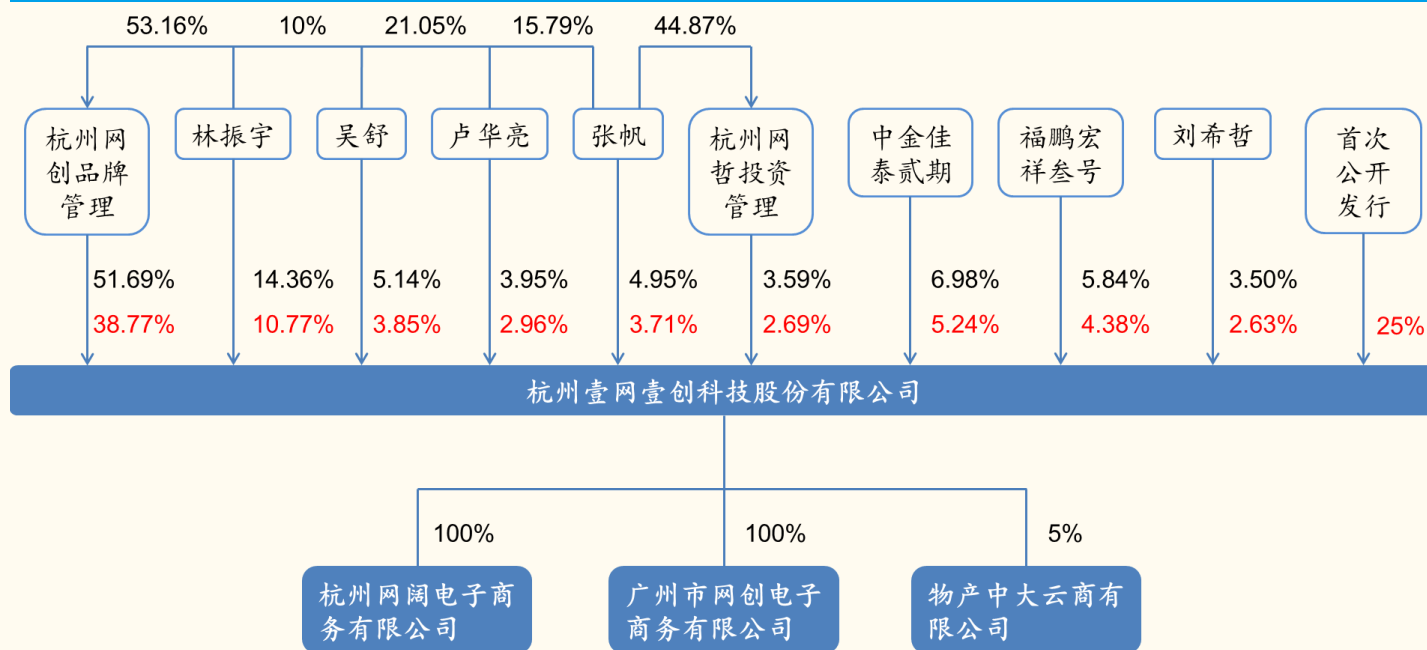
来源：公司公告，国金证券研究所

## 5. 公司治理及募投项目：阿里背景高管团队，募集资金 6.9 亿元

### 5.1 公司实际控制人为林振宇，具有阿里背景和丰富的电商从业经验

- 公司实际控制人是林振宇，股权较为集中：上市前，林振宇对壹网壹创直接持股比例为 14.36%，通过网创品牌管理间接控制公司 51.69%股份，合计控制公司 66.06%的股份，是公司实际控制人，任公司董事长、总经理。上市发行 25%股份，发行后林振宇合计控制公司 49.54%的股权。

图表 53：公司股权结构（黑色和红色数字分别为发行前后持股比例）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司管理层由林振宇任董事长与总经理，卢华亮任副总经理，张帆任董秘，张滨滨为财务负责人。公司总经理林振宇 2005-2007 年任阿里巴巴（中国）有限公司福建区域市场部经理；2007-2010 年任淘宝（中国）有限公司营销中心市场部经理，2012 年从阿里离职两年后，拿下了百雀羚在淘宝电商平台的销售代理权，开始了壹网壹创的业务经营。总经理林振宇、卢华亮均从公司创立初便任高管，具有较为丰富的行业经验。

图表 54：公司管理层

| 姓名  | 性别 | 职务       | 经历                                                                                                                          |
|-----|----|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 林振宇 | 男  | 董事长、总经理  | 2005-2007 年任阿里巴巴（中国）有限公司福建区域市场部经理；2007-2010 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，2012 年担任杭州网创品牌管理公司执行董事，并自 2016 年起任公司董事长兼总经理。 |
| 张帆  | 女  | 董事、董事会秘书 | 2004 年任东阳华磊针织制衣公司总经理，2015-2017 年任网创品牌管理公司总经理，2017 年起任公司董秘。                                                                  |
| 卢华亮 | 男  | 董事、副总经理  | 2002 年起先后在品邦百利广告公司、网兜企业管理咨询公司任总经理，奥悦贸易有限公司任副总经理，2016 年起任公司副总经理。                                                             |
| 张滨滨 | 男  | 财务负责人    | 2007 年曾先后任职于立信会计师事务所审计员、中汇会计师事务所高级经理，2017 年起任公司财务负责人。                                                                       |

来源：公司公告，国金证券研究所

## 5.2 募集资金：主要用于品牌服务升级建设和综合运营服务中心建设

- 公司此次公开发行 2000 万股，募集资金 6.89 亿元，占发行后总股本比例为 25%。募集资金将主要用于品牌服务升级建设、综合运营服务中心建设、补充流动资金等项目。投资项目旨在扩张公司现有业务、提升公司运营、设计、品牌服务等能力，以提升行业竞争力。

图表 55：壹网壹创募集资金投资去向

| 项目名称         | 使用募集资金投入（亿元） | 募集资金使用占比 | 建设期 |
|--------------|--------------|----------|-----|
| 品牌服务升级建设项目   | 3.50         | 50.82%   | 2 年 |
| 综合运营服务中心建设项目 | 1.73         | 25.11%   | 2 年 |
| 补充流动资金项目     | 1.66         | 24.07%   | -   |
| 合计           | 6.89         | 100.00%  |     |

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **品牌服务升级建设项目：**是公司现有业务的扩张。公司深化现有的服务链，为品牌方提供更细致的“一站式”服务，提升客户体验及公司整体运作效率。项目预计总投资 3.5 亿元，税后内部收益率 16.10%，税后投资回收期 6.65 年。
- **综合运营服务中心建设项目：**通过建立公司综合运营服务中心、建立用户体验测试中心、影像设置创意中心、UED 创意设计中心、品牌孵化中心等，旨在全面提升公司的运营及品牌服务能力。项目预计投资 1.73 亿元，选址于杭州东部国际商务中心。
- **补充流动资金项目：**公司拟使用本次募集资金的 1.66 亿元补充流动资金，随着公司经营规模不断扩大，与主营业务相关的投入增长较快，对营运资金方面的需求也不断增加。公司与主营业务相关的营运资金将存放于专项账户集中管理。

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1 关键假设

- **①品牌线上营销服务：**预计 2019-2021 年，百雀羚业务持续稳健增长 18%、18%和 15%，同时其他新品牌扩张有序，带动整个品牌线上营销服务业务同比增长 26.3%、32.3%和 24.2%。
- **②品牌线上管理服务：**预计 2019-2021 年，公司合作品牌数分别达到 17、21 和 26 个，单个品牌贡献收入分别增长 20%、20%和 18%，在合作品牌数扩大和合作黏性加大服务加深带动下，品牌线上管理服务分别增长 27.5%、48.2%、46.1%。
- **③线上分销业务：**2019 年，得益于公司与爱茉莉太平洋旗下多个品牌分销业务的规模化开展，公司线上分销业务有望同比+199.7%。2020-2021 年，预计线上分销业务同比+50%和 45%。
- **④内容服务业务：**2018 年公司新拓展业务，目前营收体量较小，2019-2021 年预计分别增长 5%、15%和 15%。

**图表 56：分业务营收预测**

| 单位：百万元    | 2015   | 2016   | 2017   | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| ①品牌线上营销服务 | 192.07 | 366.48 | 494.65 | 625.07  | 789.17  | 1043.48 | 1295.68 |
| yoy       |        | 90.8%  | 35.0%  | 26.4%   | 26.3%   | 32.2%   | 24.2%   |
| 百雀羚       | 170.93 | 335.19 | 489.24 | 596.72  | 704.13  | 830.87  | 955.50  |
| yoy       |        | 96.1%  | 46.0%  | 22.0%   | 18%     | 18%     | 15%     |
| 其他品牌      | 21.14  | 31.29  | 5.41   | 28.35   | 85.05   | 212.61  | 340.18  |
| yoy       |        | 48.0%  | -82.7% | 424.4%  | 200%    | 150%    | 60%     |
| ②品牌线上管理服务 | 24.53  | 106.72 | 198.87 | 228.72  | 291.62  | 432.29  | 631.56  |
| yoy       |        | 335.0% | 86.4%  | 15.0%   | 27.5%   | 48.2%   | 46.1%   |
| 合作品牌数（个）  | 7      | 10     | 17     | 16      | 17      | 21      | 26      |
| yoy       |        | 42.9%  | 70.0%  | -5.9%   | 6.3%    | 23.5%   | 23.8%   |
| 单个品牌贡献收入  | 3.50   | 10.67  | 11.70  | 14.30   | 17.15   | 20.59   | 24.29   |
| yoy       |        | 204.5% | 9.6%   | 22.2%   | 20%     | 20%     | 18%     |
| ③线上分销     | 41.38  | 33.03  | 10.65  | 151.45  | 453.96  | 680.93  | 987.36  |
| yoy       |        | -20.2% | -67.7% | 1321.6% | 199.7%  | 50%     | 45%     |
| 雅顿        | 0.00   | 3.61   | 10.65  | 13.58   | 26.38   |         |         |
| 爱茉莉       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 137.60  | 413.02  |         |         |
| 露得清       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.28    | 14.55   |         |         |
| 百雀羚       | 41.38  | 29.42  | 0.00   | 0.00    | 0.00    |         |         |
| ④内容服务     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 6.90    | 7.25    | 8.33    | 9.58    |
| yoy       |        |        |        |         | 5%      | 15%     | 15%     |
| 主营业务收入    | 257.98 | 506.23 | 704.17 | 1012.15 | 1542.00 | 2165.04 | 2924.18 |
| yoy       |        | 96.2%  | 39.1%  | 43.7%   | 52.3%   | 40.4%   | 35.1%   |
| 其他业务收入    | 1.70   | 1.05   | 0.23   | 0.65    | 0.65    | 0.65    | 0.65    |
| yoy       |        | -38.1% | -77.8% | 177.6%  | 0%      | 0%      | 0%      |
| 营业收入      | 259.68 | 507.28 | 704.41 | 1012.80 | 1542.65 | 2165.69 | 2924.83 |
| yoy       |        | 95.3%  | 38.9%  | 43.8%   | 52.3%   | 40.4%   | 35.1%   |

来源：公司公告，国金证券研究所

## 6.2 投资建议

- **壹网壹创为国内领先的美妆快消品牌电商服务商，近 3 年扣非归母净利润复合增速达 92%：**公司成立于 2012 年，以做国货化妆品第 1 品牌百雀羚的线上营销起步，目前业务已发展至品牌线上营销、品牌线上管理、线上分销业务和内容服务四类，并已将与百雀羚合作的成功经验复制应用到宝洁、强生、资生堂、爱茉莉太平洋等多个国内外知名美妆快消企业中。2015-2018，公司营收由 2.60 亿元增长至 10.13 亿元，年均复合增速达 57%；扣非归母净利润由 0.21 亿元增长至 1.51 亿元，年均复合增速达 92%。
- **品牌电商服务行业的崛起得益于国内 B2C 电商的兴起，未来深耕美妆品类国际品牌商&国内中小品牌商的头部企业优势显著：**在传统品牌商布局线上渠道的强烈诉求和电商经营数据多且变化快的痛点驱动下，品牌电商服务 2018 年市场规模达 1613.4 亿元，未来 3 年年均复合增速预计可达 29%。目前美妆品类（线上运营复杂）和国际品牌商（不熟悉电商运营）&国内中小品牌商（受制于成本和能力）对于品牌电商的服务需求较强。从行业格局来看，随着网购平台逐步规范代运营服务商，行业经营门槛预计将不断提升，未来资源会向龙头品牌电商服务企业集中。

- 通过复盘行业龙头宝尊电商，我们发现业务模式“由重转轻”是带动其实现强劲业绩增长和资本市场表现的关键因素：宝尊电商是国内排名第 1 的品牌电商服务运营商，于 2015 年在纳斯达克上市。2012-2018 年公司业务模式“由重转轻”，带动毛利率、净利率大幅上升，近 3 年 Non-GAAP 归母净利润年均复合增速达到 134%。在强劲的业绩增长带动下，公司市值由 2015 年的 6 亿美金增长至目前的 28 亿美金，在美股资本市场表现优异。
- 公司是品牌电商服务商 A 股第一股，服务收入占比高，盈利及营运能力位于行业领先水平：相较行业内另两家拟 A 股上市公司丽人丽妆和若羽臣，2018 年，公司产品销售（财报为品牌营销服务+品牌线上分销）收入占比为 76.7%，服务模式收入占比为 23.3%；而丽人丽妆产品销售（财报为电商零售业务）收入占比 92.55%，若羽臣产品销售（财报为零售+渠道分销）收入占比 81.28%。公司在三者中服务收入占比最高，在“由重转轻”的转变之路上较为领先，毛利率&净利率&存货周转率均位于行业领先水平。
- 公司已经在美妆快消领域建立起成熟的大品牌电商运营经营，展望未来，在美妆电商渠道高景气度增长和公司合作品牌的不断开拓下，公司未来 3 年实现 30%以上的利润复合增速值得期待：2019-2021 年，我们预计公司实现营收 15.43、21.66、29.25，同比+52.3%、40.4%、35.1%；归母净利润 2.11、2.87、3.75 亿元，同比+30.03%、35.65%、30.69%。参考美股可比公司宝尊电商 PE（2019-2021 年分别为 45x、28x、18x），并考虑到公司在 A 股市场具有稀缺性，我们给予公司 2020 年 40x PE，目标价 143 元，首次覆盖给予买入评级。

## 7. 风险提示

- 电商消费增速放缓
- 新品牌合作拓展不及预期
- 品牌续约率出现下降
- 新兴社交媒体营销方式冲击

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                   | 2016       | 2017       | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>主营业务收入</b>     | <b>507</b> | <b>704</b> | <b>1,013</b> | <b>1,543</b> | <b>2,166</b> | <b>2,925</b> |
| 增长率               |            | 38.9%      | 43.8%        | 52.3%        | 40.4%        | 35.1%        |
| 主营业务成本            | -299       | -374       | -581         | -940         | -1,326       | -1,799       |
| %销售收入             | 59.0%      | 53.2%      | 57.4%        | 60.9%        | 61.2%        | 61.5%        |
| 毛利                | 208        | 330        | 431          | 603          | 839          | 1,126        |
| %销售收入             | 41.0%      | 46.8%      | 42.6%        | 39.1%        | 38.8%        | 38.5%        |
| 营业税金及附加           | -4         | -5         | -6           | -9           | -13          | -18          |
| %销售收入             | 0.7%       | 0.7%       | 0.6%         | 0.6%         | 0.6%         | 0.6%         |
| 销售费用              | -106       | -122       | -190         | -287         | -403         | -544         |
| %销售收入             | 20.9%      | 17.3%      | 18.8%        | 18.6%        | 18.6%        | 18.6%        |
| 管理费用              | -30        | -26        | -32          | -49          | -76          | -102         |
| %销售收入             | 5.8%       | 3.7%       | 3.2%         | 3.2%         | 3.5%         | 3.5%         |
| 研发费用              | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %销售收入             | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 息税前利润 (EBIT)      | 69         | 176        | 203          | 257          | 348          | 462          |
| %销售收入             | 13.6%      | 25.0%      | 20.0%        | 16.7%        | 16.1%        | 15.8%        |
| 财务费用              | 0          | 1          | 1            | 10           | 20           | 24           |
| %销售收入             | 0.0%       | -0.1%      | -0.1%        | -0.7%        | -0.9%        | -0.8%        |
| 资产减值损失            | -2         | -2         | -2           | -1           | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益              | 1          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %税前利润             | 0.9%       | 0.0%       | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 营业利润              | 68         | 175        | 202          | 267          | 368          | 485          |
| 营业利润率             | 13.3%      | 24.9%      | 20.0%        | 17.3%        | 17.0%        | 16.6%        |
| 营业外收支             | 2          | 9          | 15           | 15           | 15           | 15           |
| 税前利润              | 69         | 184        | 217          | 282          | 382          | 500          |
| 利润率               | 13.6%      | 26.2%      | 21.5%        | 18.3%        | 17.7%        | 17.1%        |
| 所得税               | -22        | -47        | -55          | -70          | -96          | -125         |
| 所得税率              | 31.4%      | 25.3%      | 25.2%        | 25.0%        | 25.0%        | 25.0%        |
| 净利润               | 47         | 138        | 163          | 211          | 287          | 375          |
| 少数股东损益            | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>47</b>  | <b>138</b> | <b>163</b>   | <b>211</b>   | <b>287</b>   | <b>375</b>   |
| 净利率               | 9.4%       | 19.6%      | 16.1%        | 13.7%        | 13.2%        | 12.8%        |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2016       | 2017       | 2018       | 2019E      | 2020E      | 2021E      |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 净利润             | 47         | 138        | 163        | 211        | 287        | 375        |
| 少数股东损益          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 非现金支出           | 3          | 5          | 8          | 7          | 9          | 13         |
| 非经营收益           | -1         | 0          | 0          | -15        | -15        | -15        |
| 营运资金变动          | -24        | -64        | -66        | -49        | -82        | -100       |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>25</b>  | <b>79</b>  | <b>105</b> | <b>154</b> | <b>199</b> | <b>273</b> |
| 资本开支            | -11        | -51        | -18        | -55        | -65        | -65        |
| 投资              | 0          | 0          | -10        | 0          | 0          | 0          |
| 其他              | 1          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-10</b> | <b>-51</b> | <b>-28</b> | <b>-55</b> | <b>-65</b> | <b>-65</b> |
| 股权募资            | 8          | 0          | 0          | 691        | 0          | 0          |
| 债权募资            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 其他              | 0          | -15        | -57        | 0          | 0          | 0          |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>8</b>   | <b>-15</b> | <b>-57</b> | <b>691</b> | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| <b>现金净流量</b>    | <b>23</b>  | <b>13</b>  | <b>20</b>  | <b>790</b> | <b>134</b> | <b>208</b> |

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2016       | 2017       | 2018       | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金            | 74         | 87         | 107        | 897          | 1,031        | 1,239        |
| 应收账款            | 73         | 102        | 131        | 173          | 243          | 329          |
| 存货              | 36         | 24         | 75         | 82           | 115          | 156          |
| 其他流动资产          | 38         | 81         | 110        | 128          | 155          | 186          |
| 流动资产            | 221        | 294        | 422        | 1,280        | 1,545        | 1,910        |
| %总资产            | 94.8%      | 83.2%      | 83.8%      | 89.8%        | 87.7%        | 87.1%        |
| 长期投资            | 0          | 0          | 10         | 10           | 10           | 10           |
| 固定资产            | 3          | 6          | 12         | 69           | 135          | 197          |
| %总资产            | 1.2%       | 1.8%       | 2.4%       | 4.9%         | 7.6%         | 9.0%         |
| 无形资产            | 2          | 11         | 17         | 24           | 30           | 34           |
| 非流动资产           | 12         | 59         | 81         | 145          | 216          | 283          |
| %总资产            | 5.2%       | 16.8%      | 16.2%      | 10.2%        | 12.3%        | 12.9%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>233</b> | <b>353</b> | <b>503</b> | <b>1,426</b> | <b>1,761</b> | <b>2,194</b> |
| 短期借款            | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项            | 42         | 25         | 51         | 62           | 87           | 118          |
| 其他流动负债          | 27         | 40         | 52         | 61           | 84           | 112          |
| 流动负债            | 70         | 65         | 103        | 123          | 171          | 229          |
| 长期贷款            | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债</b>       | <b>70</b>  | <b>65</b>  | <b>103</b> | <b>123</b>   | <b>171</b>   | <b>229</b>   |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>164</b> | <b>288</b> | <b>400</b> | <b>1,303</b> | <b>1,589</b> | <b>1,964</b> |
| 其中：股本           | 38         | 60         | 60         | 80           | 80           | 80           |
| 未分配利润           | 58         | 173        | 277        | 489          | 776          | 1,150        |
| 少数股东权益          | 0          | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>233</b> | <b>353</b> | <b>503</b> | <b>1,426</b> | <b>1,761</b> | <b>2,194</b> |

**比率分析**

|               | 2016    | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 1.255   | 2.297   | 2.710   | 2.643   | 3.585   | 4.686   |
| 每股净资产         | 4.328   | 4.808   | 6.667   | 16.283  | 19.868  | 24.554  |
| 每股经营现金净流      | 0.661   | 1.314   | 1.748   | 1.925   | 2.493   | 3.417   |
| 每股股利          | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 29.00%  | 47.77%  | 40.65%  | 16.23%  | 18.05%  | 19.08%  |
| 总资产收益率        | 20.34%  | 39.02%  | 32.31%  | 14.83%  | 16.29%  | 17.09%  |
| 投入资本收益率       | 28.86%  | 45.71%  | 37.94%  | 14.81%  | 16.40%  | 17.62%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 95.35%  | 38.86%  | 43.78%  | 52.32%  | 40.39%  | 35.05%  |
| EBIT增长率       | 140.27% | 156.34% | 14.92%  | 26.82%  | 35.18%  | 32.77%  |
| 净利润增长率        | 161.80% | 190.47% | 17.99%  | 30.03%  | 35.65%  | 30.69%  |
| 总资产增长率        | 69.21%  | 51.44%  | 42.50%  | 183.21% | 23.52%  | 24.59%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 31.0    | 33.4    | 30.6    | 30.0    | 30.0    | 30.0    |
| 存货周转天数        | 44.9    | 29.3    | 31.0    | 32.0    | 32.0    | 32.0    |
| 应付账款周转天数      | 28.4    | 17.4    | 10.8    | 11.0    | 11.0    | 11.0    |
| 固定资产周转天数      | 1.9     | 3.4     | 4.3     | 4.6     | 5.8     | 5.8     |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -45.27% | -30.14% | -26.74% | -68.86% | -64.88% | -63.09% |
| EBIT利息保障倍数    | -449.9  | -346.6  | -246.6  | -24.7   | -17.4   | -19.6   |
| 资产负债率         | 29.86%  | 18.33%  | 20.53%  | 8.62%   | 9.73%   | 10.46%  |

**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；

目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；

询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH