

壹网壹创:

精耕化妆品品类, 优享天猫平台红利, 高速
成长的代运营服务商

分析师: 刘欣
执业证号: S0100519030001
电话: 010-85127513
邮箱: liuxin_yj@mszq.com

2019年11月04日

风险提示: 单一品牌集中度高; 电商服务行业竞争格局恶化

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

守 民
正 生
出 在
新 勤



- **国内领先的品牌电商服务商，2018年营收10.2亿，5年复合增速达155%。**公司成立于2012年，发展之初依靠运营百雀羚天猫旗舰店“一战成名”（15年百雀羚线上营销营收1.9亿同比增长1.7亿），并于2015~2017年连续拿下天猫双11美妆类销售额No.1。百雀羚成功后公司乘势签约宝洁/伊丽莎白雅顿/欧珀莱等品牌提供线上服务，驱动公司进一步增长。公司2018年净利润1.6亿，净利率水平近20%。
- **从电商代运营角度看公司：未来将受益行业高速增长和集中度逐渐提高。**2018年电商服务行业规模1613亿元，同比增长46%。天猫作为国内最大B2C平台，规划未来三年天猫生态服务商GMV翻两倍达5000亿，行业有望维持高增。目前电商代运营行业格局分散，No.1宝尊市占率18%，公司市占率4%。公司作为2019年天猫“六星”服务商（9家）之一，历史战绩出色（百雀羚&宝洁双11销售额分别三连冠），预计未来市占率将随精细化运营需求的增长而逐渐提升。
- **从化妆品行业看公司：受益化妆品线上渠道高增长及海外品牌运营需求。**2018年化妆个护线上市场规模达1127亿，同比增长27%。中国日渐壮大的化妆品市场持续吸引着海外品牌的布局，但海外品牌日益高涨的布局需求与不熟悉中国电商市场的现状存在矛盾，在此背景下电商服务商价值凸显。根据艾瑞数据，国际品牌对电商服务商的需求比例在80%~90%，远高于国内品牌的需求比例（20%~30%），预计公司未来业绩增长受益化妆品线上渠道高增及海外品牌广阔运营需求。
- **同行对比看公司：ROE为同行最高，主因净利率和资产周转率均高于同行。**公司2014~2018年平均ROE达46.6%，高ROE的背后主因高资产周转率（14~18年平均2.9，存货周转率行业最高）和高净利率水平（高毛利低费率的“轻资产”管理业务占比高，14~18年平均净利率10.5%）。
- **投资建议与评级：**我们预计2019~2021年公司实现营收14.76/20.16/26.92亿元，同比+45.7%/36.6%/33.6%；归母净利润2.12/2.92/3.95亿元，同比+30.1%/38.0%/35.3%。目前美股可比公司宝尊电商2019年PE在47X，考虑到电商代运营行业未来高增速及公司在A股市场的稀缺性，同时公司客户为化妆品和大快消品类增长迅速，且公司具有高运营效率和ROE水平，给予“推荐”评级。

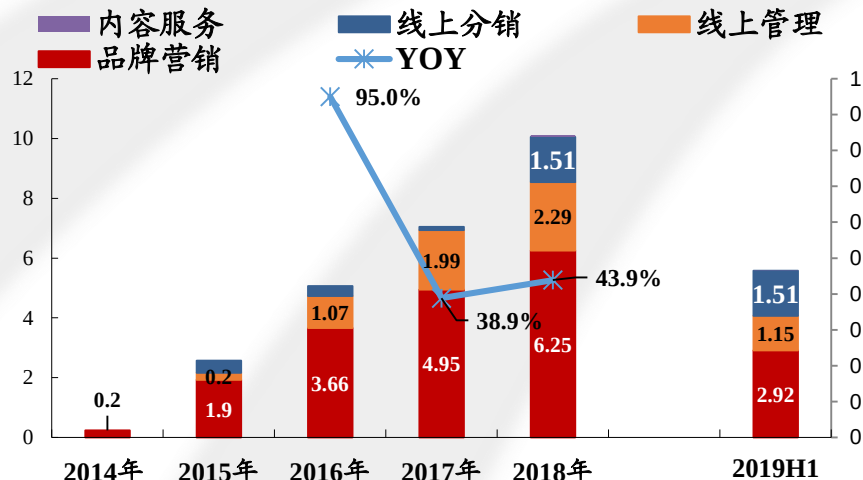
➤ **2018年营收10.2亿，5年复合增速达155%。**公司营收从2014年0.2亿高增至2018年10.1亿，五年间营收高增的主要驱动有三点：

- **线上营销**——深耕重点客户百雀羚。百雀羚旗舰店15~17年GMV爆发式增长；
- **线上管理**——客户拓展与单店运营两手抓。15年开始16年发力，依托客户数量拓展和单店GMV提升实现高增；
- **线上分销**——拿下爱茉莉唯品会分销。公司2018年新增爱茉莉品牌的唯品会分销，贡献近90%分销业务增量；

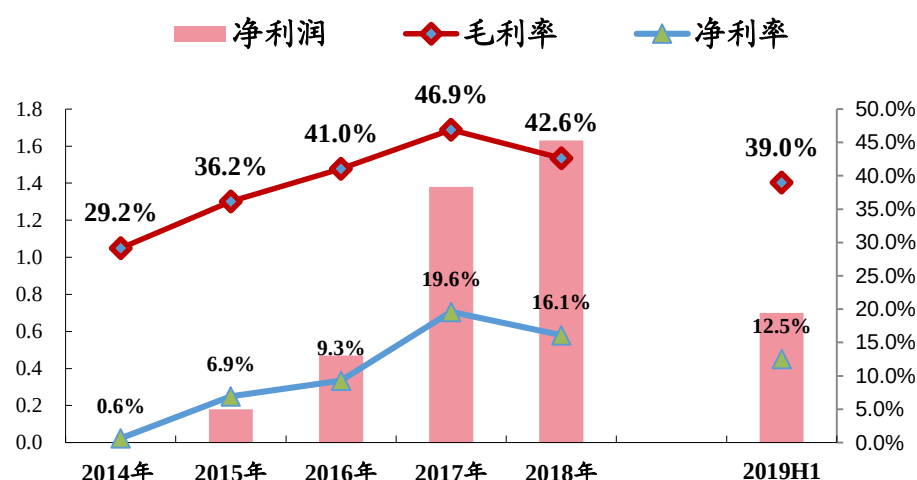
➤ **2018年净利润1.6亿净利率近20%，毛利率提升驱动净利率增长。**公司五年来净利率水平整体不断提升，变化主因毛利率变化驱动，而整体毛利率变化主因业务结构变化所致：

- 2014~2017年公司毛利率由29.2%提升至46.9%，主因毛利率高的线上管理业务占比提高（17年占比28%）；
- 2018年和2019H1毛利率同比略有下滑，主因毛利率偏低的线上分销业务营收占比提高；

● **公司营业收入及营收结构变化趋势**



● **公司净利润及毛利率、净利率变化趋势**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 公司作为一家品牌电商的线上服务公司，行业内主流盈利模式主要有三种：
- **1.品牌线上零售商角色：**业务直接TOC，营业收入即商品税后销售额，营业成本为品牌商采购成本（低折扣保证了采购成本远低于销售收入），公司独立经营线上店铺的推广费和仓配费等均计入销售费用中。
 - **2.品牌线上管理者角色：**负责品牌线上旗舰店的管理和运营，业务TO品牌商，营业收入为管理/服务费（通常为GMV的一定比例），营业成本为运营店铺的人力和仓配成本。
 - **3.分销商角色：**不同于零售商角色，分销客户TOB，主要为第三方平台如唯品会和淘宝天猫的中小卖家。营收为商品税后销售额，营业成本为品牌商采购成本，公司的物流和仓配费计入销售费用。

● 几种不同业务模式介绍

业务模式	采购模式及内容	服务内容	销售/服务模式	直接客户类型	盈利模式/收费模式
品牌线上营销	买断的形式向品牌方采购货品	品牌表达、线上品牌运营等	发行人向终端消费者销售产品	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）
品牌线上管理	——	品牌表达、线上品牌运营等	根据线上销售情况收取服务费	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
线上分销	以买断的形式向品牌方采购货品	品牌表达、线上品牌运营等	发行人向第三方B2C平台分销产品	平台	线上商品的销售收入与采购成本及各项费用的差额
		优化并管理线上渠道	发行人向天猫或淘宝的卖家分销产品	中小卖家	
内容服务	采购相关内容营销推广素材的制作以及在相关网络平台推广等服务	品牌推广服务，提高品牌目标客户触达和转化效率	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

► 公司成立于2012年，业务发展经历三个阶段：

- **2012~2014年：**依托百雀羚起家。公司起步于为百雀羚提供线上营销服务，2014年百雀羚线上营销收入0.2亿。
- **2015年：**百雀羚“一战成名”，继续扩大品牌合作。三年蓄势期后，2015年公司运营的百雀羚旗舰店迎来GMV爆发，15~17三年均实现天猫双11美妆NO.1的佳绩（17年百雀羚线上营销营收近5亿）。同时继续拓展品牌客户，其中提供管理业务的OLAY获得2015年双十一美妆NO.3的成绩。
- **2016年至今：**营销管理两开花，线上分销同时贡献业绩增量。公司16~18年在15年出色成绩的基础上继续稳扎稳打：一方面，宝洁和百雀羚分别在天猫双11洗护和美妆品类实现出色表现；另一方面，不断拓展新客户，驱动业绩持续增长。

● 公司合作品牌所获成绩（营销：百雀羚|服务：宝洁）

2015年双11百雀羚全网美妆类目第一
 2015年双11OLAY全网美妆类目第三
 2016年双11百雀羚全网美妆类目第一
 2016年双11宝洁全网洗护类目第一
 2017年双11百雀羚全网美妆类目第一
 2017年双11宝洁全网洗护类目第一
 2018年双11宝洁全网洗护类目第一
 2018年双11百雀羚全网美妆类目第六，国货第一
 2018年Olay全网美妆类目第二

● 公司发展历程示意图

2012~2014年：百雀羚品牌起家，步步为营

2012年：公司成立
 2013年：三生花系列诞生：首创三生花双11手霜
 资助索马花助学项目
 进行仓库创新，研发自有供应链和仓储系统
 创立行业领先的客服培训体系
 2014年：三生花全线产品开发
 打造真人营销策划案“选择百雀羚，美过黄永灵”
 迁入海宁2000万仓储中心

2015年：百雀羚一战成名，品牌逐步拓展

2015年：雅顿/OLAY/欧珀莱等旗舰店的线上管理服务
 我的美丽日志旗舰店的线上营销服务
 自主研发“神盾”营销系统上线
 品牌全年主题活动“美不虚传”

2016年至今：百雀羚宝洁营销管理两开花，IPO后进入发展新阶段

2016年：沙宣/三生花/大宝/宝洁等旗舰店的线上管理服务
 微电影《四美不开心》上映，播放量近3000万
 自主研发“魔方”仓储系统上线
 2017年：达尔肤/露得清等旗舰店的线上管理服务
 2017年度宝洁钻石合作伙伴
 《1931》长图营销发布，为百雀羚带来亿级品牌传播
 核心员工首次分房分红计划实施
 2018年：雅芳/美肤宝/佳洁士等旗舰店的线上管理服务
 与物产中大集团全面战略合作

资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

➤ 线上营销为基石，线上管理高毛利，线上分销贡献营收增量。公司业务主要分为品牌线上服务（进一步分为线上营销和线上管理业务），线上分销和内容服务三大部分。2019H1营销/管理/分销业务营收占比分别为52.2%/20.6%/27.0%，毛利占比分别为56.6%/33.9%/9.2%。

■ 2018年线上营销营收6.3亿，占比61.7%，毛利率41.6%。线上营销业务即品牌主的线上授权“旗舰店”，公司获得品牌方授权许可后在线上运营店铺，以采购折扣低价获取商品、并销售给终端消费者，盈利模式为终端销售额与品牌方采购额及店铺运营费用之间的差价。

■ 2018年线上管理营收2.3亿，占比22.6%，毛利率65.3%。公司的线上管理业务不直接参与店铺内商品的销售和采购，而是通过提供运营/仓储/物流/客服等服务收取服务费，服务费为单店GMV一定比例，费率通常在20%以内。

■ 2018年线上分销营收1.5亿，占比14.9%，毛利率12.8%。线上分销业务类似线上营销，均要向品牌方采购商品，但不同之处在于线上分销面对的客户为淘宝天猫平台的中小卖家或唯品会这类B2C平台，毛利率比线上营销低。

● 2014~2019H1公司各业务营收及毛利变化趋势

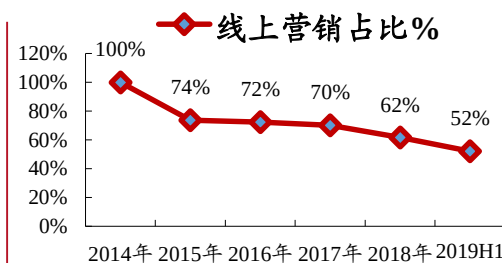
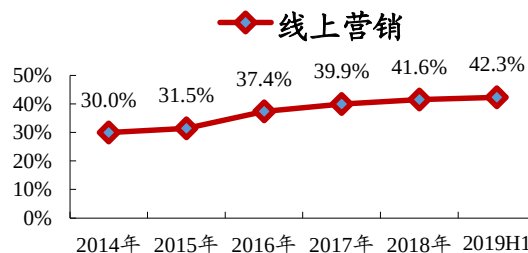
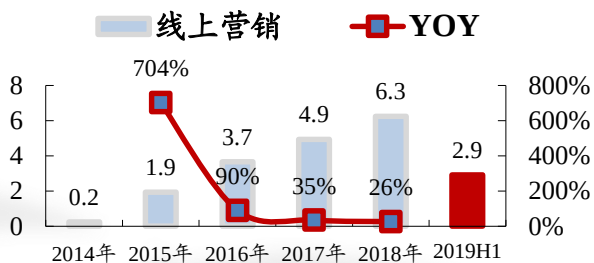
时间（单位：亿元）	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/6/30
营业总收入	0.24	2.6	5.07	7.04	10.13	5.59
品牌线上服务		2.17	4.73	6.94	8.54	4.07
其中：线上营销	0.24	1.93	3.66	4.95	6.25	2.92
其中：线上管理		0.24	1.07	1.99	2.29	1.15
线上分销		0.41	0.33	0.11	1.51	1.51
内容服务					0.07	0.01
线上营销占比%		74.10%	72.28%	70.26%	61.70%	52.15%
线上管理占比%		9.07%	21.05%	28.25%	22.58%	20.59%
线上分销占比%		15.80%	6.50%	1.60%	14.90%	27.00%
毛利	0.07	0.94	2.08	3.3	4.32	2.18
品牌线上服务		0.8	1.99	3.29	4.09	1.98
其中：线上营销	0.07	0.61	1.37	1.97	2.60	1.23
其中：线上管理		0.17	0.62	1.31	1.49	0.74
线上分销		0.12	0.08	0.01	0.19	0.2
内容服务					0.02	0
线上营销占比%		64.48%	65.87%	59.83%	60.17%	56.63%
线上管理占比%		18.16%	29.98%	39.79%	34.56%	33.90%
线上分销占比%		12.77%	3.85%	0.30%	4.40%	9.17%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

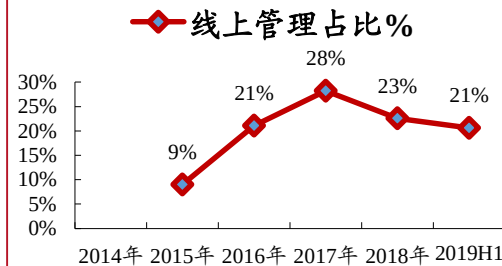
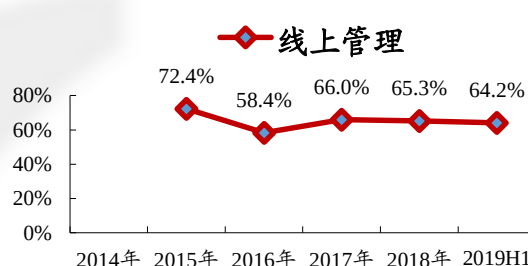
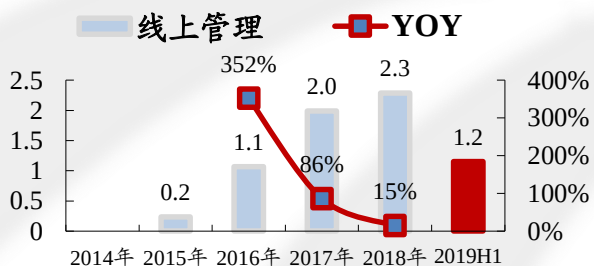
● 2014~2019H1公司各业务营收、占比毛利率变化趋势示意图

业务营业收入（亿元） 毛利率(%)收入结构(%)

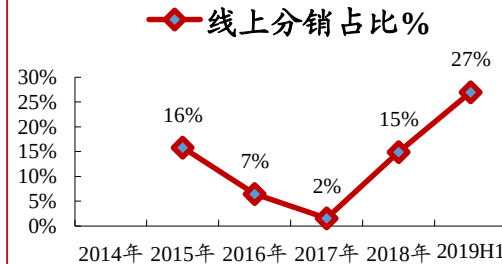
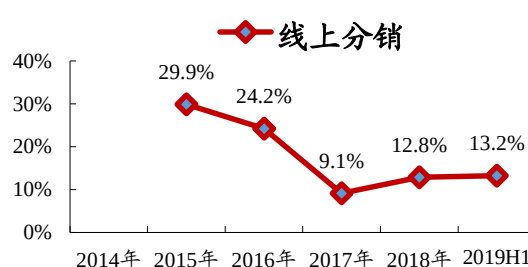
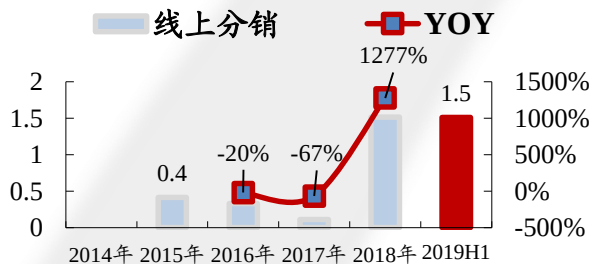
线上——营销



线上——管理



线上——分销



资料来源：公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

2.1

业务介绍之线上营销： 百雀羚线上渠道助推者，公司与品牌共成长



- 百雀羚品牌贡献营收85%以上，积极拓展品牌成效逐渐显现。公司目前线上营销业务运营的品牌主要有百雀羚（2家旗舰店）和露得清（2家旗舰店+小红书），OTOHA品牌尚处开拓期并未开店。百雀羚目前仍是公司营销业务最大客户，驱动公司营销业务实现高增。但随着公司自2018年起对露得清品牌的运营，百雀羚营收占比有所下降，19H1营收占比由95%降至86%。
- 毛利率稳步提升至40%以上，推测主因品牌给予返利增加。公司营销业务营业成本全部为商品采购额，毛利为买卖价差。根据公司披露，百雀羚品牌多年来给予线上经销商的折扣为零售价的五五折。

● 2014~2019H1公司线上营销业务详细拆分

业务(单位:亿元)	品牌	平台	店铺名称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1
线上营销-收入	--	--	--	0.24	1.93	3.66	4.95	6.25	2.92
YOY%	--	--	--		704%	90%	35%	26%	
	百雀羚			0.24	1.93	3.35	4.89	5.97	2.51
	百雀羚占比%			100%	100%	91%	99%	95%	86%
		天猫	百雀羚旗舰店	✓	✓	✓	✓	✓	✓
			蘑菇街百雀羚旗舰店	✓	✓	11月终止			
		天猫	三生花旗舰店			4月开始	✓	✓	✓
	露得清								
		天猫	露得清天猫旗舰店					5月开始	✓
		天猫国际	露得清海外旗舰店					5月开始	✓
		小红书						5月开始	✓
	OTOHA		尚未开店，开拓期						
	我的美丽日记	天猫			✓	✓	3月停止		
线上营销-成本	--	--	--	0.17	1.32	2.29	2.97	3.65	1.68
	百雀羚			0.17		2.07	2.94	3.48	1.45
	百雀羚占比%			100%		90%	99%	95%	86%

资料来源：天猫，公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

- 签约16个品牌覆盖日化和美妆品类，19H1前四大客户贡献营收70%以上。截至19H1公司线上管理业务签约品牌共16家，单品牌收入稳步提升。其中，宝洁集团（含多个品牌）、伊丽莎白雅顿、欧珀莱和百雀羚为公司前四大线上管理客户，合计贡献营收超70%。随着公司客户不断拓展，新品牌逐渐发力，预计未来头部客户营收占比稳步下降。
- 管理业务高毛利低费率，公司利润贡献主力。管理业务为服务费模式，成本主要为人力和仓储成本，目前毛利率稳定在65%左右。与营销业务相比，管理业务不承担宣传推广成本，同时无需备货占用资金，营收占比虽不及25%，但高毛利低费率和高运营效率的特点使其成为利润和高ROE的主力贡献。
- 线上管理费率高高低不一，主要取决于公司与品牌方议价能力。线上管理费收取通常为店铺GMV的一定比例，具体费率由公司与品牌方谈判决定。我们粗略估计¹各品牌客户的服务费率：欧珀莱和雅顿整体服务费率比宝洁集团显著高，宝洁集团整体服务费率略有下滑。

● 2015~2019H1公司线上管理业务拆分

(单位：亿元)	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1
线上管理-收入	0.2	1.1	2.0	2.3	1.2
品牌数量		10	17	16	16
新增数量		6	8	4	3
宝洁集团		0.28	0.71	0.76	0.4
雅顿		0.19	0.36	0.47	0.2
欧珀莱		0.23	0.32	0.36	0.2
百雀羚		0.20	0.25	0.23	0.1
TOP4占比		84.1%	82.3%	79.1%	74.9%
线上管理-成本	0.07	0.44	0.68	0.79	0.41
人力成本		0.33	0.50	0.56	0.30
仓配成本		0.12	0.18	0.23	0.11
线上管理-毛利率	72.4%	58.4%	66.0%	65.3%	64.2%

● 线上管理几大客户的服务费率估算

品牌(单位：亿元)	2017年	2018年	2019年 1-6月
宝洁官方旗舰店	9.15	13.78	7.21
OLAY官方旗舰店	5.31	12.69	8.97
伊丽莎白雅顿官方旗舰店	2.12	3.19	1.76
欧珀莱官方旗舰店	2.18	2.79	1.15
宝洁集团-线上服务	0.71	0.76	0.38
雅顿-线上服务	0.36	0.47	0.22
欧珀莱-线上服务	0.32	0.36	0.16
宝洁-费率%	4.9%	2.9%	2.4%
雅顿-费率%	17.1%	14.7%	12.7%
欧珀莱-费率%	14.5%	12.8%	13.5%

注1：由于宝洁集团和雅顿的店铺总GMV不仅包含天猫旗舰店，因此此处服务费率估算不完全精确，略偏高。

资料来源：天猫，公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

2.2

业务介绍之线上管理：15年起步16年发力，高毛利低费率，成公司利润贡献主力（2）



● 2015~2019H1公司线上管理业务详细拆分

(单位：亿元)	品牌	平台	店铺名称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1
品牌线上管理				0.24	1.07	1.99	2.29	1.15
	宝洁	天猫		0.08	0.28	0.71	0.76	0.38
			OLAY官方旗舰店	√	√	√	√	√
			宝洁官方旗舰店		7月开始	√	√	√
			沙宣官方旗舰店		3月开始	√	√	√
			宝洁天猫超市				2月开始	√
			佳洁士官方旗舰店				9月开始	√
			Aussie旗舰店				5月开始	√
			吉列官方旗舰店					√
	雅顿	多平台		0.04	0.19	0.36	0.47	0.22
			伊丽莎白雅顿官方旗舰店	√	√	√	√	√
			小红书		9月开始	√	√	√
			唯品会			4月开始	√	√
			雅顿官网				7月开始	√
			天猫超市				1月开始	√
	欧珀莱	天猫		0.10	0.23	0.32	0.36	0.16
			欧珀莱官方旗舰店	√	√	√	√	√
	百雀羚	唯品会			0.20	0.25	0.23	0.10
	达尔肤	天猫						
			达尔肤官方旗舰店			3月开始	√	√
			达尔肤海外旗舰店			1月开始	√	√
	雅芳	天猫	雅芳官方旗舰店			12月开始	√	√
	环亚-美肤宝		美肤宝旗舰店				1月开始	√
	毛戈平		毛戈平旗舰店				3月开始	√
	黑人	天猫						
			黑人天猫旗舰店					1月开始
			天猫超市					4月开始
	佰草集		佰草集官方旗舰店					3月开始
	芙莉美娜	天猫	芙莉美娜官方旗舰店					6月开始

资料来源：天猫，公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

2.3

业务拆分之线上分销：18年拿下爱茉莉授权业绩爆发式增长，预计19年营收增速仍达80%以上



- 2018年起线上分销业务爆发式增长，主因爱茉莉唯品会销售收入贡献。公司线上分销业务营收变化与大客户授权合作的起止息息相关。2015~2017年公司线上分销业务收入不断萎缩，主因百雀羚唯品会的分销业务转为管理业务；而2018年后营收高增，主因公司自2018年2月开始拿下爱茉莉集团的唯品会分销权，驱动线上分销整体业务高速增长。公司19H1线上分销营收已达1.5亿与去年全年持平，预估全年营收增速在80%以上。
- 线上分销平台主要有唯品会、天猫超市和淘宝中小卖家，唯品会为主要销售平台。线上分销业务直接TOB，唯品会是公司主要销售平台，营收贡献超90%；淘宝中小卖家为公司第二大销售渠道，营收占比在5%~10%之间。

● 2015~2019H1公司线上管理业务详细拆分

(单位：亿元)	平台	品牌	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1
线上分销-营收			0.41	0.33	0.11	1.51	1.51
	唯品会		0.41	0.29		1.38	1.38
		百雀羚	✓	3月终止			
		爱茉莉：赫妍、梦妆、兰芝、吕、艾诺碧、雪花秀				2月开始	✓
		露得清					4月开始
	淘宝天猫			0.04	0.11	0.14	0.1
		伊丽莎白雅顿		✓	✓	✓	✓
		露得清					4月开始
	天猫超市					0	0.03
		露得清				7月开始	✓
线上分销-成本			0.29	0.25	0.10	1.32	1.31

资料来源：天猫，公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

3.1

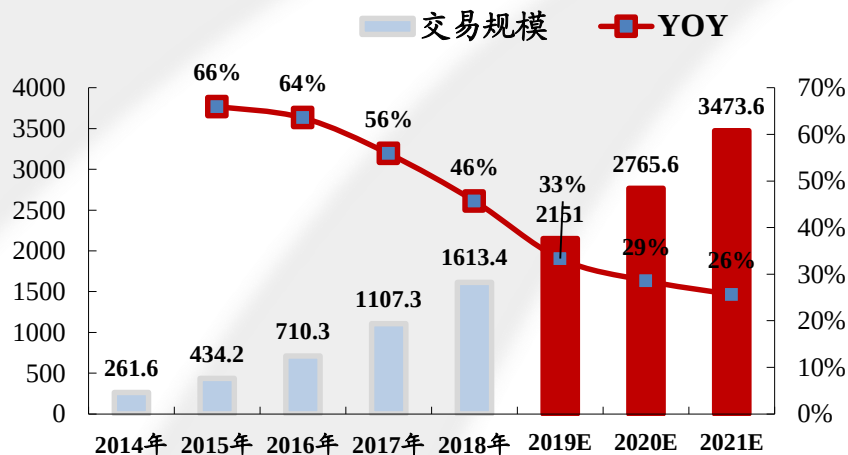
电商服务角度看公司

——受益行业高速增长和集中度不断提高（1）

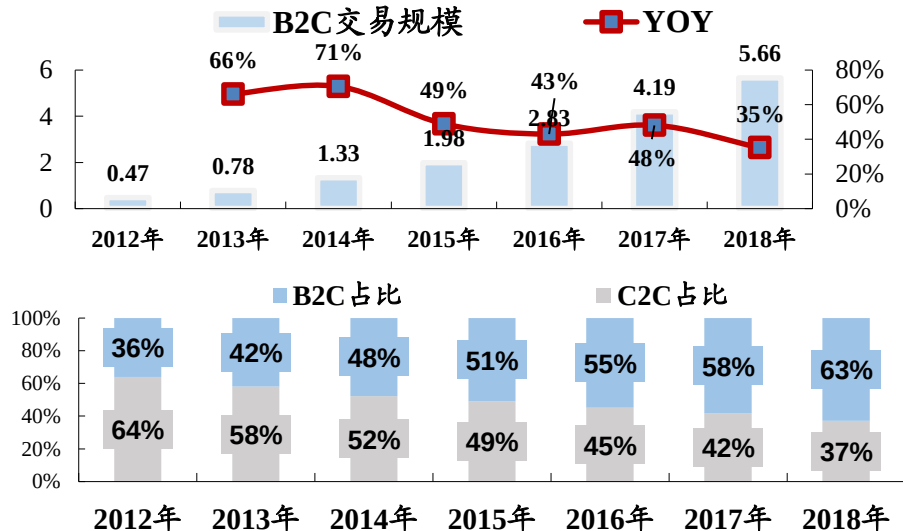


- 2018年中国品牌电商服务市场交易规模达1613.4亿元（艾瑞，YOY+45.7%），天猫作为中国最大的B2C平台，2018年由服务商贡献的GMV仅为1500亿元，占阿里GMV的3%。天猫2019年提出未来三年服务商交易规模翻两倍达5000亿，预计公司未来将搭成行业红利，实现业绩高速增长。
- 电商服务的主要对象是品牌商，我们认为品牌电商服务市场未来增长主要受益于以下两点：
 - ① 消费升级背景下B2C电商交易规模高速增长：我国B2C网络购物市场规模2018年已达5.66万亿元，占中国整体网络购物市场交易规模的62.8%，2018年增速高达34.9%。
 - ② 品牌商对线上运营投入不断增加，同时依靠专业服务商经营线上业务的意愿日益强烈：根据天猫数据，2017年双11服务商运营店铺店均产值是品牌商自营店铺的10倍。根据天猫服务商官网，2018年天猫服务商引入新店平均成交量是大盘新商家近3倍；服务商总成交额同比增长高于大盘近20%。

● 中国品牌电商服务市场交易规模（亿元）



● 中国网络零售B2C市场交易规模（万亿）及B2C占比变化趋势



资料来源：国家统计局、商务部《中国电子商务报告2018》，艾瑞咨询，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

3.1

电商服务角度看公司

——受益行业高速增长和集中度不断提高（2）

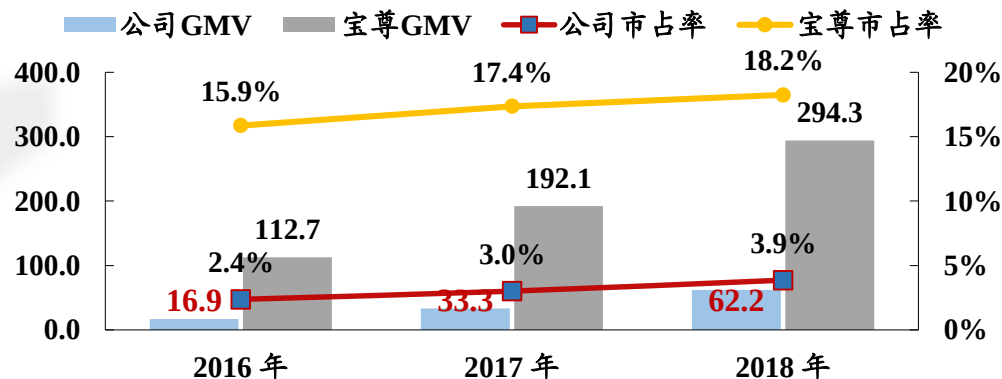


► 行业格局较为分散，No.1宝尊市占率18%，公司目前市占率4%。截至2019年4月，天猫平台共有超1000家服务提供商。按照艾瑞口径，行业龙头宝尊2018年实现总GMV294亿市占率约18%，公司GMV62亿市占率4%，行业整体格局较为分散。随着品牌商对电商服务商要求逐渐提高，头部服务商将依托资金、规模和数据等优势逐渐胜出，公司作为2019年天猫“六星”服务商之一，我们预计未来市占率将持续提高。

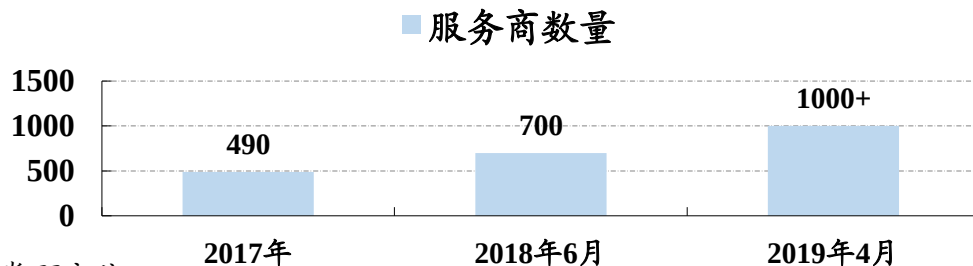
● 2019年天猫“六星”服务商



● 公司与宝尊GMV（亿元）及市占率变化趋势



● 2017~2019年天猫服务商数量（个）变化



资料来源：天猫，宝尊财报，公司公告，艾瑞，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

- **2018年化妆个护行业市场规模超4000亿，线上渗透率持续提升至27.4%。**随着短视频和直播等业态的兴起，中国国民化妆需求在近两年被大量激发，主要体现在：1.人均美妆销售额增加；2.对品牌认知度大幅提升。根据Euromonitor数据，2018年化妆个护线上市场规模达1127亿，渗透率27.4%，2010~2018年复合增速达46.5%。
- **积极布局线上市场与不熟悉中国市场运营规则间存在矛盾，电商服务需求迫切。看需求：**国外化妆品品牌积极布局中国线上渠道。一方面，新品牌供给不断增加：根据天猫数据，19年上半年天猫国际英文招商网站上线一周即收到300+品牌入驻申请，其中化妆品品牌占38%。另一方面，存量品牌线上市场销售额高增：欧莱雅/宝洁/雅诗兰黛等集团电商销售额均实现高增。**看矛盾：**由于大部分国外品牌对国内运营环境缺乏了解，因此更倾向于和电商服务商进行合作，根据艾瑞数据，国际品牌对电商服务商的需求比例在80%~90%，远高于国内品牌的需求比例（20%~30%）。

● **2010~2019年中国化妆个护市场即线上渠道规模及同比增速**

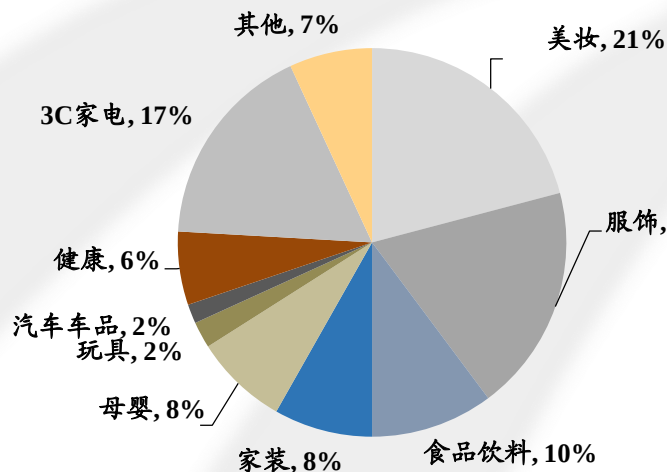
（单位：亿元）	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	9年CAGR
化妆个护市场规模	2019	2272	2494	2723	2926	3121	3316	3656	4105	9.28%
YOY	11.10%	12.50%	9.80%	9.20%	7.50%	6.60%	6.30%	10.20%	12.30%	
线上市场规模	53	120	256	361	472	594	717	891	1127	46.54%
YOY	297.80%	127.40%	112.80%	41.30%	30.60%	25.90%	20.80%	24.20%	26.50%	
占比	2.60%	5.30%	10.20%	13.30%	16.10%	19.00%	21.60%	24.40%	27.40%	

资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

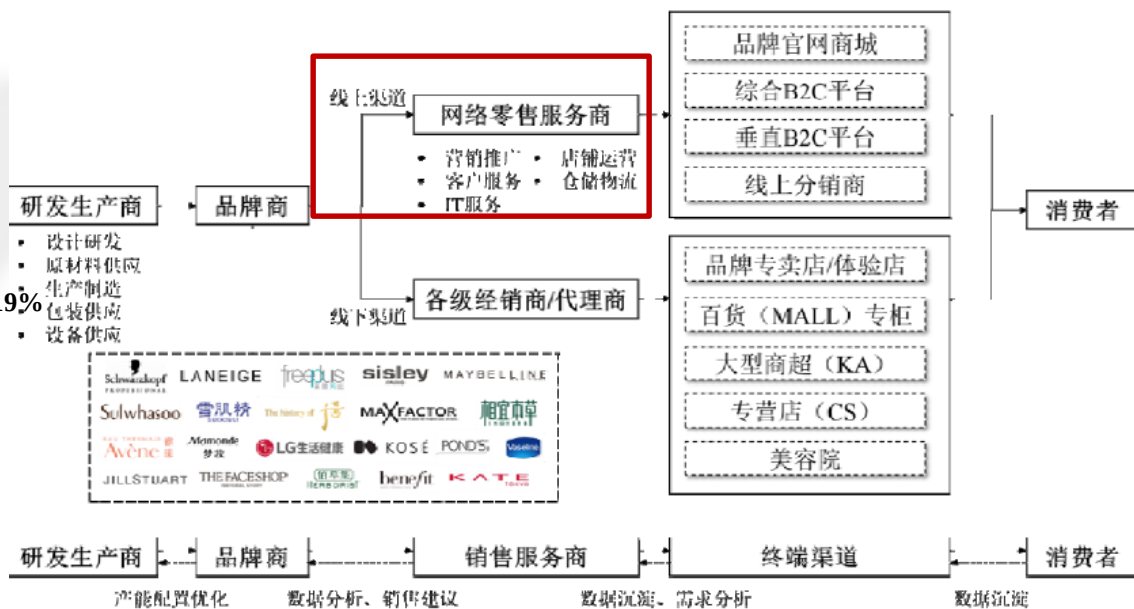
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

► 化妆品冲动消费属性强，线上销售的核心在精准把握消费者需求和突出品牌卖点。化妆品作为典型的冲动消费品，销售核心在于把握消费者需求和突出品牌卖点，因此对于线上渠道销售，运营的重要性和价值相比其他平台更加显著。根据艾瑞数据，美妆品牌在电商服务市场中数量占比最大，16~19年复合增速超100%。

● 服务商主要服务品类品牌数量占比



● 化妆品产业链：电商服务商为线上渠道的重要一环



资料来源：艾瑞，若羽臣招股书，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

4.1 同业分析——相比同业公司ROE最高（1）

➤ ROE水平为同行公司最高，主因净利率（14~18年平均47%）和资产周转率（14~18年平均2.9）高于同业公司。与A股拟上市若羽臣、丽人丽妆和美股上市公司宝尊电商相比，公司ROE水平为同行最高，2014~2018年平均ROE达46.6%，公司高ROE的背后主因高资产周转率（存货周转率行业最高）和高净利率水平。

● 同业公司ROE拆分：公司ROE为同业公司最高

公司	ROE拆分	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	五年平均
壹网壹创	ROE	51.4%	37.0%	36.3%	61.0%	47.2%	46.6%
	净利率	0.6%	7.0%	9.4%	19.6%	16.1%	10.5%
	总资产周转率	3.58	3.59	2.73	2.40	2.36	2.93
	权益乘数	--	1.47	1.42	1.30	1.24	1.36
若羽臣	ROE	73.4%	6.9%	20.6%	25.7%	20.7%	29.5%
	净利率	3.1%	2.6%	8.0%	8.6%	8.3%	6.1%
	总资产周转率	3.41	1.72	1.81	2.06	1.80	2.16
	权益乘数	--	1.54	1.42	1.45	1.39	1.45
宝尊电商	ROE	-15.2%	2.6%	6.2%	12.4%	13.5%	3.9%
	净利率	-3.8%	0.9%	2.6%	5.0%	5.0%	1.9%
	总资产周转率	2.26	1.88	1.59	1.55	1.54	1.77
	权益乘数	--	1.61	1.52	1.58	1.75	1.62
丽人丽妆	ROE	7.3%	8.0%	10.4%	24.4%	21.5%	14.4%
	净利率	0.8%	2.7%	4.0%	6.6%	7.0%	4.2%
	总资产周转率	3.94	2.02	1.82	2.34	1.92	2.41
	权益乘数	--	1.48	1.43	1.57	1.61	1.52

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 同业分析——相比同业公司ROE最高（2）

- 高净利率主因“轻资产”型的管理业务占比高。我们拆分公司与A股待上市的另两家公司的利润结构，公司2014~2018年平均净利率10.5%，高于丽人丽妆和若羽臣4.2%和6.1%的水平。进一步拆分影响净利率的各项业务：各家公司各项业务的毛利率差距较小，但公司销售费用率和管理费用率水平均为行业较低。我们认为公司销售管理费率较低主因公司“轻资产”的管理业务占比高，因此推广和引流等销售费率较低。

壹网壹创	20141231	20151231	20161231	20171231	20181231	5年平均
毛利率	30.0%	35.9%	41.0%	46.8%	42.6%	39.3%
净利率	0.6%	7.0%	9.4%	19.6%	16.1%	10.5%
销售费用率	28%	20%	21%	17%	19%	21.2%
管理费用率	1%	4%	6%	4%	3%	3.5%
所得税率	25%	30%	31%	25%	25%	27.5%
若羽臣	20141231	20151231	20161231	20171231	20181231	5年平均
毛利率	43.5%	47.4%	43.1%	33.4%	32.8%	40.1%
净利率	3.1%	2.6%	8.0%	8.6%	8.3%	6.1%
销售费用率	25%	26%	22%	15%	16%	20.8%
管理费用率	13.1%	16.9%	11.2%	7.7%	7.3%	11.2%
所得税率	29%	42%	16%	15%	16%	23.6%
丽人丽妆	20141231	20151231	20161231	20171231	20181231	5年平均
毛利率	38.2%	35.8%	35.3%	35.2%	36.6%	36.2%
净利率	0.8%	2.7%	4.0%	6.6%	7.0%	4.2%
销售费用率	33%	28%	27%	24%	26%	27.6%
管理费用率	4%	3%	3%	2%	3%	3.1%
所得税率	29%	24%	19%	23%	28%	24.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

5. 盈利预测与评级

核心假设:

- **线上营销:** 公司目前线上营销业务百雀羚品牌贡献营收在85%以上, 我们预计未来随着露得清等新品品牌拓展, 百雀羚占比逐渐降低, 2019~2021年占比分别为85%/75%/70%; 对于百雀羚, 由于目前旗舰店营收基数较高, 我们预计未来增速逐渐放缓, 2019~2021年占比分别为18%/15%/15%。线上营销整体同比增长33%/30%/23%。
- **线上管理:** 公司目前合作品牌共16家, 但头部客户的业务占比仍较高, 我们预计未来随着已签约客户的规模化拓展和客户数量的继续开拓, 目前前四大客户对线上管理业务的营收贡献比例逐渐下降, 2019~2021年分别达65%/50%/40%。同时根据历史增速预测宝洁/雅顿/欧泊莱/百雀羚唯品会业务的未来三年增速, 得到线上管理业务未来三年同比增长37%/44%/37%。
- **线上分销业务:** 受益于公司与爱茉莉品牌唯品会业务的规模化开展, 公司2018年和2019H1线上分销业务实现爆发式增长, 公司19H1分销业务规模与18年持平, 展望全年, 预计线上分销业务同比+120%, 2020-2021年预计线上分销业务同比增长45%/35%。
- **内容服务:** 公司2019年对业务进行调整, 将内容服务团队分解至各个店铺, 主要用于服务现有品牌的内容营销工作, 因此我们预计内容服务业务未来收入占比很低, 可忽略不计。

投资建议:

- 我们预计2019~2021年公司实现营收14.76/20.16/26.92亿元, 同比+45.7%/36.6%/33.6%; 归母净利润2.12/2.92/3.95亿元, 同比+30.1%/38.0%/35.3%。目前美股可比公司宝尊电商2019年PE在47X, 考虑到电商代运营行业未来高增速及公司在A股市场的稀缺性, 同时公司客户为化妆品和大快消品类增长迅速, 且公司具有高运营效率和ROE水平, 给予“推荐”评级。

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

5.盈利预测与评级

时间	(单位: 亿元)	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1	2019年	2020年	2021年
营业总收入		0.2	2.6	5.1	7.0	10.1	5.6	14.8	20.2	26.9
	YOY			94%	39%	44%		46%	37%	34%
品牌线上服务		0.2	2.17	4.73	6.94	8.54	4.1	11.2	14.5	18.2
	线上营销	0.2	1.9	3.7	4.9	6.3	2.9	8.3	10.8	13.3
	YOY		704%	90%	35%	26%		33%	30%	23%
	其中: 百雀羚品牌	0.24	1.93	3.35	4.89	5.97	2.5	7.0	8.1	9.3
	YOY		704%	74%	46%	22%		18%	15%	15%
	百雀羚占比	100%	100%	91%	99%	95%	86%	85%	75%	70%
	线上管理		0.2	1.1	2.0	2.3	1.2	3.1	4.5	7.1
	YOY			352%	86%	15%		37%	44%	57%
	宝洁			0.28	0.71	0.76	0.4	0.8	0.9	0.9
	YOY				151%	7%		7%	7%	7%
	雅顿			0.19	0.36	0.47	0.2	0.6	0.7	0.8
	YOY				96%	29%		25%	20%	15%
	欧珀莱			0.23	0.32	0.36	0.2	0.4	0.5	0.5
	YOY				35%	13%		15%	10%	10%
	百雀羚			0.20	0.25	0.23	0.1	0.2	0.2	0.3
	YOY				28%	-10%		5%	3%	3%
	TOP4占比			84.1%	82.3%	79.1%	74.9%	65%	50%	35%
线上分销			0.4	0.3	0.1	1.5	1.5	3.3	4.8	6.5
	YOY			-20%	-67%	1277%		120%	45%	35%
	中小卖家数量			71	126	127	103			
内容服务						0.07	0.01	0	0	0
营业成本		0.17	1.66	2.99	3.74	5.81	3.41	8.8	11.9	15.3
	毛利率(%)	30.0%	36.5%	41.0%	46.9%	42.6%	39.0%	39.9%	39.8%	39.2%
	品牌线上服务	30.0%	36.9%	42.1%	47.4%	47.9%	48.6%			
	线上营销	30.0%	31.5%	37.4%	39.9%	41.6%	42.3%	42.0%	43.0%	42.0%
	线上管理		72.4%	58.4%	66.0%	65.3%	64.2%	65.0%	66.0%	67.0%
	线上分销		29.9%	24.2%	9.1%	12.8%	13.2%	12.0%	11.0%	10.0%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

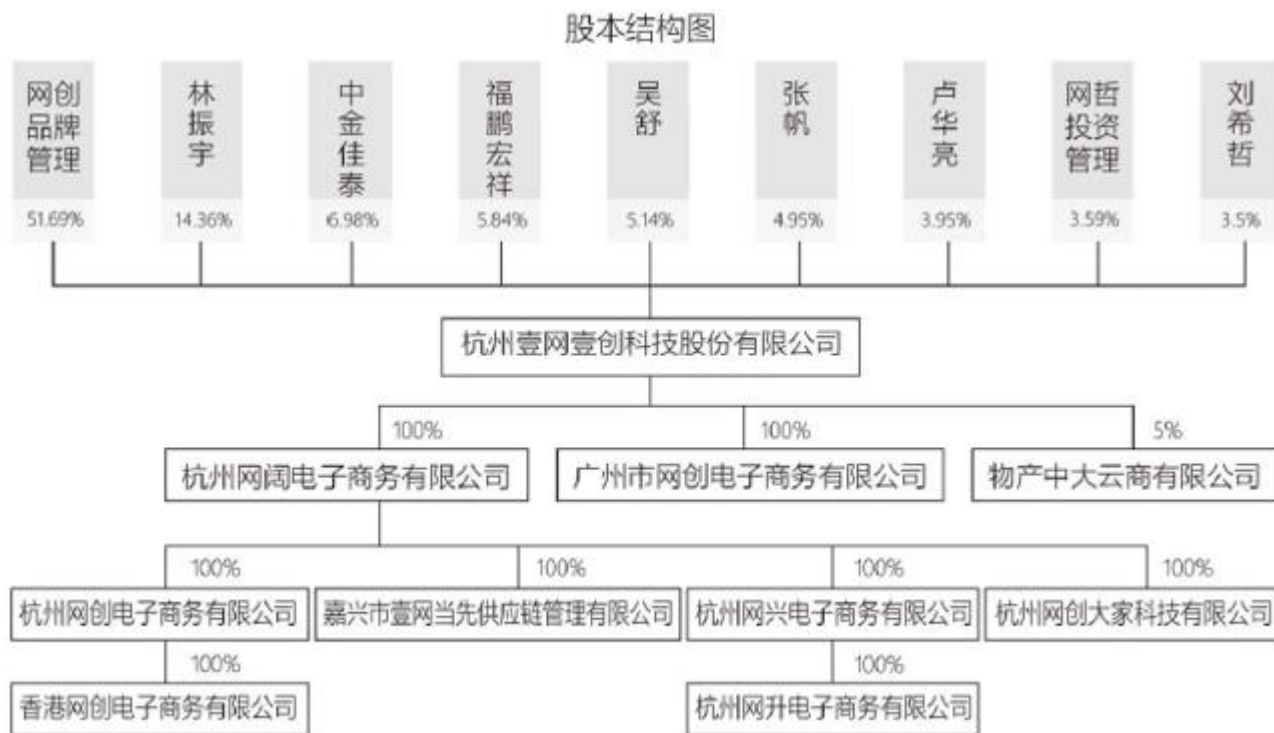
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

6. 风险提示

- 单一品牌集中度较高风险
- 电商服务行业市场竞争加剧风险
- 公司未来客户拓展节奏不及预期

➤ 公司股权结构集中，上市前实控人林振宇共持有公司**66.06%**的股份。实控人林振宇通过直接持有和控制网创品牌管理间接持有公司共66.06%的股份，公司高管团队张帆、卢华亮、吴舒也分别持有公司4.95%、3.95%和5.14%的股份，整体来看股权结构集中，同时核心高管团队持股比例较高，与公司利益密切绑定。

● 公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

➤ **核心管理团队与公司共成长。**公司目前董事9人（独董3人）监事3人高管4人，核心团队均伴随壹网壹创成长多年：董事9人中除三名独董和2名持股5%（IPO前）以上股东所派代表，其余人员均为公司创立时“元老”。董事长林振宇曾于2005年~2010年在阿里市场部任职，后离职创业成立壹网壹创；董秘张帆自2015年开始在网创任职，经验丰富；副总卢华亮专业视觉传达，历任公司多职；董事石中豪12年任网奥策划主管，目前主要负责运营。另外，公司监事及高管均从2012年开始在林振宇实控的相关公司任职，多年来与公司共成长。

● 公司管理层简介

姓名	职务	经历
林振宇	董事长、总经理	2005年~2007年任阿里巴巴福建区域市场部经理；2007~至2010年任淘宝营销中心市场部经理；2010~至2012年自主创业；2012年创立网创，历任杭州网创执行董事，网阔电子执行董事兼总经理等职务，现任壹网壹创董事长兼总经理。同时任广州网创电子执行董事兼总经理，杭州网创监事，物产中大云商董事，壹网当先供应链公司董事，杭州网兴电商执行董事，杭州大家科技执行董事，杭州网升电商执行董事。
张帆	董事、董事会秘书	2012年6月~2017年6月任杭州网兜咨询监事；2015年12月~2017年8月任杭州网创总经理。2016年3月起任壹网壹创董事，2017年8月至今任壹网壹创董事会秘书、杭州网创执行董事。2018年2月至今任杭州鸿昱投资执行董事。
卢华亮	董事、副总经理	2002年~2010年在浙江理工大学视觉传达系任教；2011年5月~2012年4月任杭州网兜执行董事兼总经理；2012年4月~2015年9月，任职杭州奥悦经理；2015年10月~2016年2月，任杭州奥悦副总经理兼董事；2016年2月至今，任杭州壹网壹创副总经理兼董事，同时任杭州鸿昱投资监事，壹网当先供应链监事，杭州网兴电商监事，大家科技监事，网升电商监事。
石中豪	董事	2012年2月~2015年6月，任杭州网奥策划主管；2015年7月至2016年3月，任杭州网阔电商运营总监；2016年3月至今任壹网壹创运营总监；2017年6月至今任壹网壹创董事。
杨杰	董事（福鹏资产代表）	2015年至今任深圳市福鹏资产管理有限公司总经理；2016年3月起任杭州壹网壹创科技股份有限公司董事。
王雷	董事（中金资本代表）	2010年11月至今任中金佳成投资管理有限公司董事总经理；2017年2月起任杭州壹网壹创科技股份有限公司董事。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

公司财务报表数据预测汇总



利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,013	1,476	2,016	2,692
营业成本	581	884	1,199	1,593
营业税金及附加	6	10	13	18
销售费用	190	251	365	483
管理费用	32	47	64	86
研发费用	0	0	0	0
EBIT	203	284	374	513
财务费用	(1)	(3)	(8)	(15)
资产减值损失	2	5	(1)	4
投资收益	0	0	0	0
营业利润	202	283	383	523
营业外收支	15	8	11	11
利润总额	217	291	394	535
所得税	55	79	102	140
净利润	163	212	292	395
归属于母公司净利润	163	212	292	395
EBITDA	209	288	378	517

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	163	212	292	395
折旧和摊销	8	8	3	9
营运资金变动	(66)	(44)	(67)	(75)
经营活动现金流	105	167	218	317
资本开支	18	(8)	(5)	(8)
投资	(10)	0	0	0
投资活动现金流	(28)	8	5	8
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(57)	0	0	0
现金净流量	20	175	222	325

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	107	282	504	829
应收账款及票据	94	160	209	277
预付款项	22	29	44	57
存货	75	95	114	171
其他流动资产	87	87	87	87
流动资产合计	422	699	1034	1506
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	12	15	20	24
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	81	78	80	79
资产合计	503	777	1114	1585
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	22	44	48	67
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	103	166	211	287
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	103	166	211	287
股本	60	80	100	120
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	400	612	904	1299
负债和股东权益合计	503	777	1114	1585

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	43.8%	45.7%	36.6%	33.6%
EBIT增长率	14.9%	40.1%	31.5%	37.1%
净利润增长率	18.0%	30.1%	38.0%	35.3%
盈利能力				
毛利率	42.6%	40.1%	40.5%	40.8%
净利率	16.1%	14.3%	14.5%	14.7%
总资产收益率ROA	32.3%	27.2%	26.2%	24.9%
净资产收益率ROE	40.7%	34.6%	32.3%	30.4%
偿债能力				
流动比率	4.1	4.2	4.9	5.3
速动比率	3.4	3.6	4.4	4.7
现金比率	1.0	1.7	2.4	2.9
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	30.2	31.3	31.5	31.0
存货周转天数	30.6	34.6	31.4	32.2
总资产周转率	2.4	2.3	2.1	2.0
每股指标 (元)				
每股收益	2.7	2.6	2.9	3.3
每股净资产	6.7	7.6	9.0	10.8
每股经营现金流	1.7	2.1	2.2	2.6
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	66.2	67.8	61.5	54.5
PB	26.9	23.5	19.9	16.6
EV/EBITDA	68.1	48.9	36.7	26.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

• 分析师简介

- 刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

评级说明:

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元; 200122

深圳: 广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元; 518001

免责声明:

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。