

评级: 买入(维持)

市场价格: 169.30

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

分析师: 邓欣

执业证书编号: S0740518070004

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

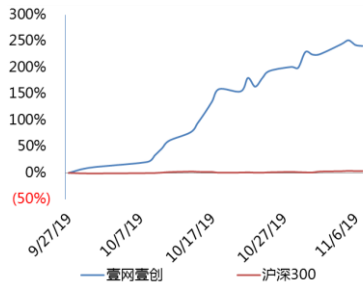
研究助理: 龙凌波

Email: longlb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	8000
流通股本(百万股)	2000
市价(元)	169.30
市值(百万元)	13,544
流通市值(百万元)	33,86

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	704	1,013	1,486	2,043	2,683
增长率 yoy%	38.86%	43.78%	46.71%	37.50%	31.31%
净利润	138	163	210	281	389
增长率 yoy%	190.47%	17.99%	28.88%	33.89%	38.65%
每股收益(元)	1.72	2.03	2.62	3.51	4.86
每股现金流量	0.99	1.31	2.22	2.86	4.36
净资产收益率	47.77%	40.65%	33.28%	30.83%	29.94%
P/E	98.27	83.29	64.63	48.27	34.81
PEG	3.67	2.47	1.01	1.80	1.03
P/B	46.95	33.86	21.51	14.88	10.42

投资要点

- **电商代运营景气度高, 头部服务商竞争优势持续增强。**B2C 电商渗透率持续提升, 传统品牌“触电”需求加强, 2018 年中国品牌电商代运营市场规模达 1,613 亿元, 预计未来三年仍将保持 25%+ 的增速。从行业格局来看, 线上运营环境复杂, 市场呈现出专业化、精细化趋势, 龙头企业品牌运营经验深厚、供应链/渠道资源丰富, 市占率有望进一步提升。从公司投资框架分析: 品类和价值链决定公司增长天花板, 美妆/服饰/3C 品类代运营需求大, 具备专业/跨品类运营能力和完整服务价值链的公司发展空间较大; 电商销售能力、品牌资源、渠道关系等是决定公司盈利能力的关键因素, 服务性收入占比较高、盈利稳健的公司更具投资价值。
- **宝尊电商: 全品类运营打造规模壁垒, 逐步转型轻资产服务模式, 盈利进入上升通道。**宝尊是国内全品类/全价值链覆盖的电商代运营龙头, 主营服饰 3C 等八大品类, 国际大牌资源丰富, 连续四年蝉联天猫六星级服务商, 在全渠道品牌运营和数字化升级方面与第一大股东阿里达成深度合作。2018 年宝尊合作品牌销售规模为 294 亿元, 市占率达 18.2%, 稳居行业第一。近年来公司转变发展思路, 减少经销模式合作, 服务收入占比快速提升, 逐步扭亏为盈, 2018 年 Non-GAAP 净利润同比增长 29.4%, 净利率达 6.4%。整体来看, 公司轻资产的业务模式趋于稳定, 规模效益将逐步释放, 盈利有望进入上升通道。
- **美妆代运营市场红利大, 壹网壹创盈利能力出色, 有望延续稳健增长。**化妆品是消费升级优势品类, 电商渠道占比最高, 美妆电商代运营行业正迎来蓬勃发展。壹网壹创自 2012 年起深耕美妆代运营市场, 品牌运营经验丰富, 供应链管理效率高, 凭借百雀羚旗舰店“双十一”三连冠一战成名, 精细化、专业化的代运营能力得到市场认可。2019 年公司成功跻身天猫六星级服务商, 有望获得平台方流量支持, 合作品牌资源将稳步拓展。美妆品类线上运营复杂, 公司已经建立起专业壁垒, 市占率有望持续提升; 营收结构持续优化, 服务性收入占比高, 百雀羚单品牌影响逐步减弱, 19H1 净利率达 12.5%, 盈利能力大幅领先同行。
- **盈利预测与投资建议: 美妆代运营行业景气, 公司品牌合作规模和盈利有望实现稳健增长, 维持“买入”评级。**百雀羚品牌合作关系稳定, 收入仍将保持稳健增长, 新品牌合作规模快速起量, 预计 2019-2021 年实现营业收入 14.86/20.43/26.83 亿元, 同比增长 46.7%/37.5%/31.3%; 实现归母净利润 2.10/2.81/3.89 亿元, 同比增长 28.9%/33.9%/38.7%。对标龙头宝尊电商 56XPE, 壹网壹创 2020 年目标市值约 157 亿元。
- **风险提示事件: (1) 行业竞争加剧影响公司议价能力, 服务费率持续下滑; (2) 百雀羚品牌合作协议不可持续, 新品牌拓展不及预期; (3) 电商销售波动加剧, 销售费率大幅提升; (4) 销售增速放缓, 返点金额大幅减少, 公司盈利能力下滑。**

内容目录

电商代运营行业格局及投资框架	- 5 -
电商代运营行业格局	- 5 -
电商代运营公司投资框架	- 7 -
宝尊电商：全品类/全价值链覆盖的电商代运营龙头	- 8 -
市场空间：服饰 3C 电商渗透率高，代运营市场空间较大	- 8 -
经营优势：多品类全产业链经营，品牌/渠道资源丰富	- 9 -
盈利能力：业务重心由经销转向服务，盈利进入上升通道	- 11 -
小结：全品类代运营龙头，竞争优势持续释放	- 13 -
壹网壹创：美妆代运营行业首家 A 股上市公司	- 14 -
市场空间：受益于消费升级，美妆代运营市场潜力较大	- 14 -
经营优势：专业化能力出色，百雀羚品牌运营一战成名	- 15 -
盈利能力：业绩快速增长，盈利优于同行	- 20 -
盈利预测与估值	- 25 -
盈利预测	- 25 -
投资建议	- 26 -
风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1：电商代运营市场规模稳健增长	- 5 -
图表 2：2018 年电商服务商数量达 7.2 万家	- 5 -
图表 3：美妆、服饰、3C 家电品类是电商代运营主角	- 5 -
图表 4：2018 年头部服务商 GMV 占比达 32.1%	- 5 -
图表 5：电商服务主要业务模式	- 6 -
图表 6：行业主流代运营企业情况	- 6 -
图表 7：电商代运营行业公司投资框架	- 7 -
图表 8：服饰鞋履网购规模快速增长	- 8 -
图表 9：消费电子网购规模平稳增长	- 8 -
图表 10：宝尊 GMV 持续快速增长	- 9 -
图表 11：宝尊市场份额稳步提升	- 9 -
图表 12：单品牌运营规模稳步提升	- 10 -
图表 13：提供全链路仓储物流服务	- 10 -
图表 14：仓储面积快速增加	- 10 -
图表 15：物流订单处理能力稳步提升	- 10 -
图表 16：合作品牌数量达 212 个	- 10 -
图表 17：合作品牌涵盖 8 大品类	- 10 -

图表 18: 天猫六星级服务商名单.....	- 11 -
图表 19: 宝尊电商股权结构.....	- 11 -
图表 20: GMV 结构变化.....	- 12 -
图表 21: 货币化率逐步降低.....	- 12 -
图表 22: 收入逐渐从商品经销转为服务模式.....	- 12 -
图表 23: 收入结构变化.....	- 12 -
图表 24: 毛利率快速提升.....	- 12 -
图表 25: 经销收入减少推动经营费率上升.....	- 12 -
图表 26: 盈利能力逐步改善.....	- 13 -
图表 27: 服务类应收账款增加拖累现金流.....	- 13 -
图表 28: 宝尊电商核心数据预测.....	- 13 -
图表 29: 电商成为美妆个护销售第一大渠道.....	- 14 -
图表 30: 美妆个护网购市场规模快速增长.....	- 14 -
图表 31: 壹网壹创 GMV 持续快速增长.....	- 15 -
图表 32: 壹网壹创市场份额持续提升.....	- 15 -
图表 33: 推广引流费率持续提升.....	- 16 -
图表 34: 终端用户数量快速增长.....	- 16 -
图表 35: 分品牌用户转化率.....	- 16 -
图表 36: 客单价/客单毛利率稳步提升.....	- 16 -
图表 37: 及时反馈市场需求, 帮助品牌孵化新产品.....	- 16 -
图表 38: 自建信息系统, 提供全产业链技术支持.....	- 17 -
图表 39: 电商销售集中在二、四季度.....	- 17 -
图表 40: 壹网壹创存货周转效率优.....	- 17 -
图表 41: C 端订单数量快速增长.....	- 18 -
图表 42: 仓储物流费率优化.....	- 18 -
图表 43: 壹网壹创合作品牌数量较少.....	- 18 -
图表 44: 百雀羚单品牌对公司业绩影响逐渐减弱.....	- 18 -
图表 45: 百雀羚销售额增长持续放缓.....	- 19 -
图表 46: 线上管理业务新增品牌数量及销售情况.....	- 19 -
图表 47: 品牌线上营销服务: 百雀羚与露得清毛利率相近.....	- 19 -
图表 48: 品牌线上管理服务: 百雀羚毛利率低于雅顿.....	- 19 -
图表 49: 平台服务费率提高.....	- 20 -
图表 50: 服务费率提高主要来源于佣金增长.....	- 20 -
图表 51: 货币化率对比.....	- 21 -
图表 52: 收入结构对比.....	- 21 -

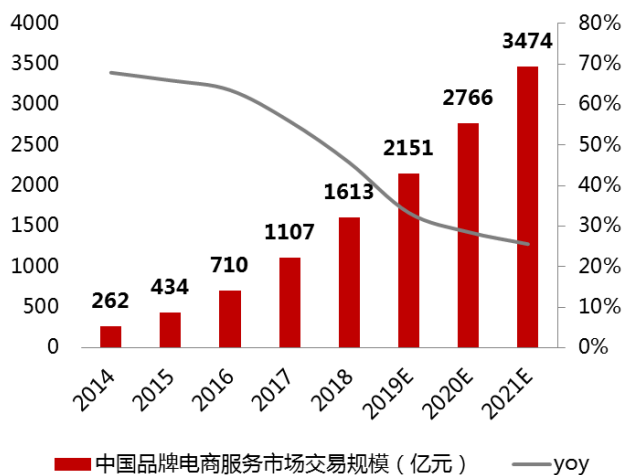
图表 53: 营业收入增长强劲	- 21 -
图表 54: 线上分销收入占比提升	- 21 -
图表 55: 毛利率高于其他美妆代运营企业	- 22 -
图表 56: 品牌线上营销服务毛利率优于同行	- 22 -
图表 57: 品牌线上管理服务毛利率低于行业平均	- 22 -
图表 58: 线上分销服务毛利率低于行业平均	- 22 -
图表 59: 返利金额持续增长	- 22 -
图表 60: 返利对公司毛利率的影响较大	- 22 -
图表 61: 销售费用率与行业平均数相近	- 23 -
图表 62: 管理研发费用率低于行业平均	- 23 -
图表 63: 19H1 归母净利润同比增长 37.25%	- 23 -
图表 64: 净利率水平优于同行	- 23 -
图表 65: 百雀羚线上营销服务占比高, 净利率较低	- 24 -
图表 66: 剔除百雀羚业务后公司盈利能力良好	- 24 -
图表 67: 品牌线上管理服务应收账款占收入比重高	- 24 -
图表 68: 现金流表现较健康	- 24 -
图表 69: 壹网壹创盈利预测	- 25 -
图表 70: 宝尊电商市盈率表现	- 26 -
图表 71: 壹网壹创财务预测三张表	- 27 -

电商代运营行业格局及投资框架

电商代运营行业格局

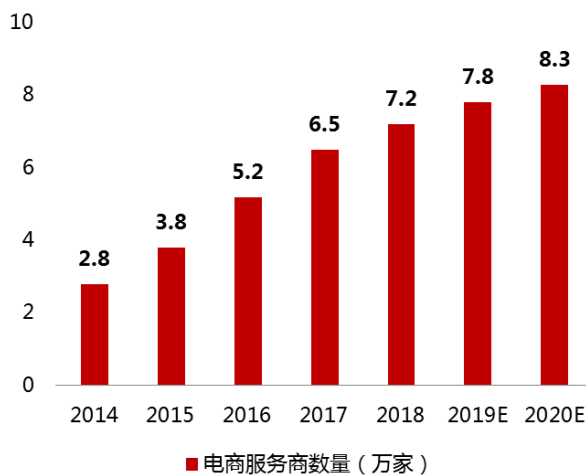
- **行业规模快速增长, 电商服务商阵容庞大。**2008 年国内 B2C 电商兴起, 线上零售渗透率快速提升, 传统品牌“触电”需求增加。由于线上选品、营销、物流等环节与线下差异较大, 品牌商普遍面临着供应链能力和电商基础设施建设不足的难题, 电商代运营服务应运而生, 2018 年中国品牌电商代运营市场规模达 1,613 亿元, 同比增长 45.7%, 领先电商大盘增长。
- 电商服务商提供专业的线上运营服务, 帮助品牌商快速打开线上销售渠道。社交、短视频电商等新兴平台的涌现增加了线上渠道的复杂性, 消费升级趋势下终端消费者需求也日渐个性化、多元化, 电商代运营服务市场呈现精细化、专业化趋势。据统计, 2018 年电商服务商数量达 7.2 万家, 其中 5.6 万家服务商集中在阿里平台。

图表 1: 电商代运营市场规模稳健增长



来源: 艾瑞咨询 中泰证券研究所

图表 2: 2018 年电商服务商数量达 7.2 万家



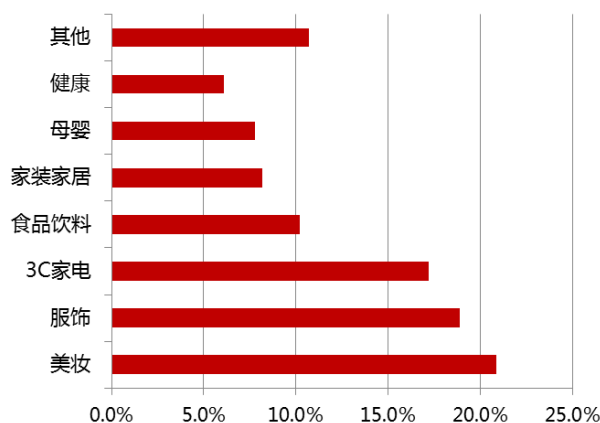
来源: 亿邦动力网 中泰证券研究所

- **服饰美妆 3C 品类需求大, 头部服务商优势突出。**电商代运营服务渗透率较高的品类普遍具有高客单价、高毛利率、高复购率的特点。艾瑞咨询预计 2019 年电商代运营市场中美妆/服饰/3C 家电品类品牌数量占比分别为 20.9%/18.9%/17.2%。其中, 美妆/服饰消费需求偏个性化, 线上运营更为复杂, 美妆品牌商对电商服务的需求比例超过 50%; 另一方面, 美妆/服饰品类国际品牌占比高, 国际品牌缺乏对国内市场的深入了解, 对电商服务的需求比例超过 80%, 因此美妆品类佣金率最高 (艾瑞咨询数据)。2019 年美妆品类电商服务佣金率约 15%-20%, 服饰品类约 10%-15%, 3C 家电品类约 2%-10%, 美妆和服饰品类孕育头部服务商的可能性较大。
- 电商代运营龙头企业在品牌运营、供应链支持和渠道资源上积累了较强的规模壁垒, 行业马太效应显著。2018 年四家头部品牌服务商 GMV 占比达 32.1%, 龙头市占率有望进一步提升。

图表 3: 美妆、服饰、3C 家电品类是电商代运营主角

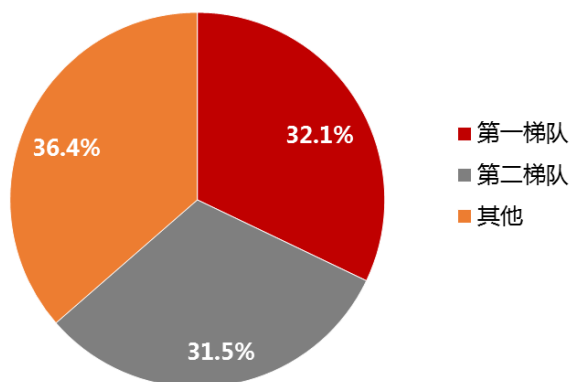
图表 4: 2018 年头部服务商 GMV 占比达 32.1%

2019年服务商主要服务品类品牌数量占比



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

2018年品牌服务商GMV占比



来源：艾瑞咨询 中泰证券研究所

- 服务形式多样化，全品类全服务链运营优势更大。** 电商服务业务模式按照服务链条完整度和资本投入从高到低分别为商品经销、商品分销、代运营服务和品牌营销策划业务。从竞争格局来看，细分服务环节难以形成专业性壁垒，全链路代运营服务商的竞争优势更大。宝尊电商作为行业龙头，提供多品类全产业链代运营服务，市场份额大幅领先，规模优势显著，盈利逐渐进入上升通道。壹网壹创深耕美妆品类，成功跻身代运营行业首家A股上市公司，盈利能力强，在上市效应下合作品牌资源和市场份额有望进一步提升。

图表 5: 电商服务主要业务模式

业务模式	采购模式	服务内容	销售模式	直接客户	盈利模式	财务表现
商品经销	向品牌方采购货品，以买断为主	品牌营销、旗舰店运营、货品零售、仓储物流服务等	C端产品零售	终端消费者	产品销售收入减去采购成本、营销/物流费用等	货币化率高 毛利率较低
商品分销	向品牌方采购货品，以买断为主	品牌营销、货品分销、渠道授权管理等	B端产品分销	电商平台及线上中小卖家	产品销售收入减去采购成本、营销费用等	货币化率较高 毛利率低
代运营服务	/	品牌营销、旗舰店运营、仓储物流服务等	B端服务费	品牌方	服务收入减去营销费用、物流费用等	货币化率低 毛利率较高
品牌营销	向供应商采购内容素材以及营销推广服务	提供营销策划方案和品牌推广服务	B端服务费	品牌方	服务收入减去内容采购成本等	货币化率低 毛利率高

来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 6: 行业主流代运营企业情况

	宝尊电商	若羽臣	丽人丽妆	杭州悠可	壹网壹创
服务范围	全品类全链路 电商代运营服务	多品类全链路 电商代运营服务	单品类全链路 电商代运营服务	单品类全链路 电商代运营服务	单品类全链路 电商代运营服务
主营产品	服饰、美妆、3C、 食品、建材、家电、 汽车、互联网金融等	母婴、保健品、 美妆个护等	美妆	美妆	美妆、日化
2018年GMV -测算市占率	294.26亿元 18.2%	/	/	/	62.24亿元 3.9%
2018年收入 -产品销售收入占比	53.93亿元 47%	9.31亿元 81%	36.15亿元 93%	11.39亿元 /	10.13亿元 77%
2018年净利润 -净利率	3.46亿元 6.4%	0.77亿元 8.3%	2.52亿元 7.0%	1.31亿元 11.5%	1.63亿元 16.1%
合作品牌数量	212	77	67	40+	24
合作品牌列举	耐克、古驰、华为、 POLA、植村秀、 科勒、松下电器等	美赞臣、哈罗闪、 美迪惠尔、 SWISSE等	相宜本草、 WHOO后、美 宝莲、雪肌精等	雅诗兰黛、倩碧、 娇韵诗、修丽可、 欧舒丹等	百雀羚、伊丽莎 白雅顿、OLAY、 爱茉莉太平洋等

来源：公司官网 招股说明书 中泰证券研究所

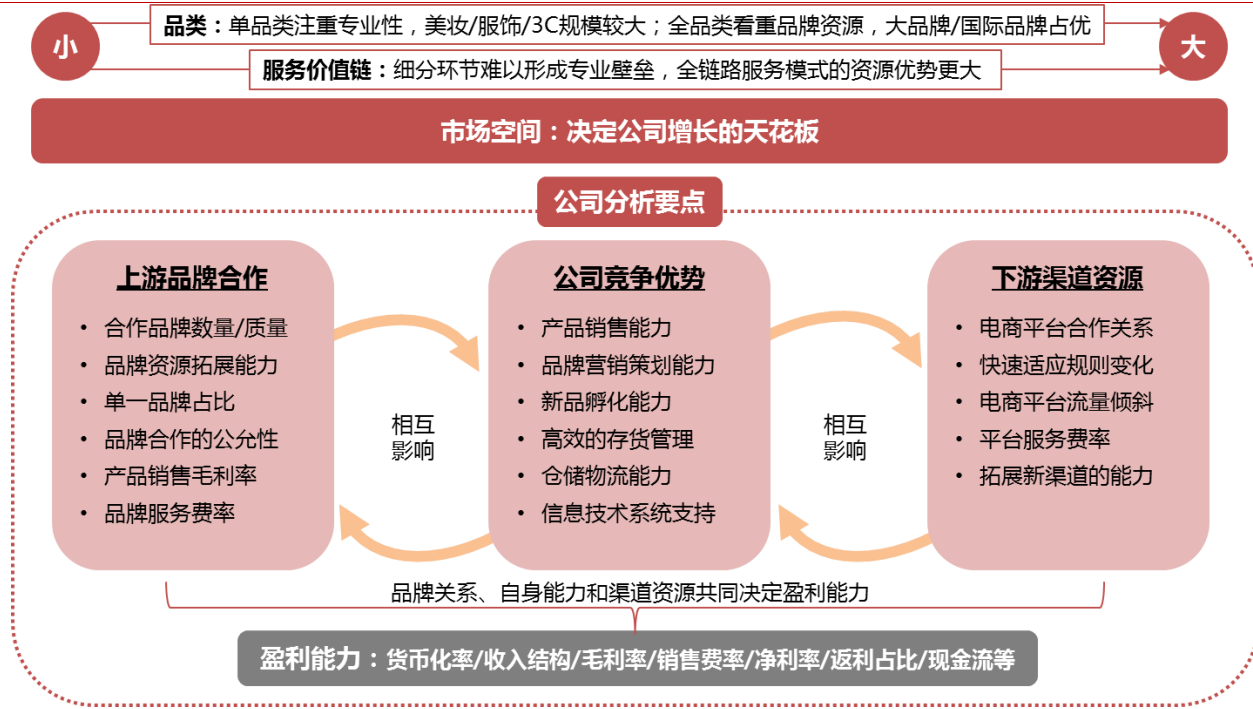
电商代运营公司投资框架

- 我们认为，可以从几个角度分析一家电商代运营企业的投资价值。

首先从品类和价值链两个角度对公司市场空间进行分析：（1）**品类：**单品类代运营注重专业性，美妆、服饰、3C 品类的服务需求大，母婴、健康等品类规模较小，具有一定的增长潜力；多品类代运营注重品牌影响力，国际大牌资源丰富的企业自然流量高，销售规模更大。（2）**服务价值链：**细分服务环节难以形成专业性壁垒，提供全价值链服务可以共享电商基础设施，提升规模效率。

其次从公司运营能力、品牌资源、渠道关系、盈利能力等四个角度对公司价值进行分析：（1）**品牌运营能力：**电商销售具有明显的季节性特征，要求服务商在销售旺季能够实现高效运营管理，可以从营销策划、存货管理、仓储物流等角度分析公司自身的竞争优势；（2）**品牌资源：**品牌资源直接影响公司业务规模和盈利基础；合作品牌数量多、国际品牌占比高、单品牌占比小、品牌关系稳定的企业优势更大；（3）**渠道关系：**电商渠道日渐多元化，销售竞争更为激烈，经营不确定性增加，能够快速响应平台规则变化、获得平台流量支持且在多个渠道拥有销售能力的企业更优。（4）**盈利能力：**从经销/服务收入占比、返利对毛利率影响、净利率水平和现金流是否充足等角度进行分析。

图表 7：电商代运营行业公司投资框架



来源：中泰证券研究所

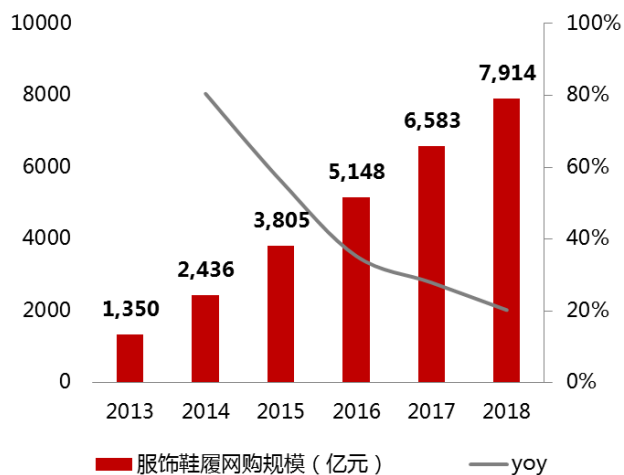
宝尊电商：全品类/全价值链覆盖的电商代运营龙头

市场空间：服饰 3C 电商渗透率高，代运营市场空间较大

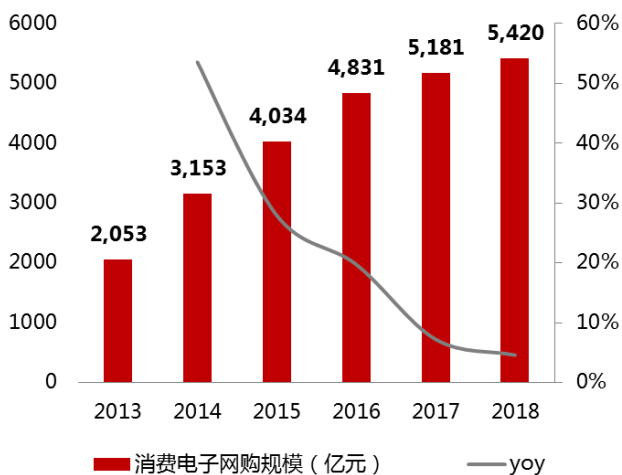
- **服饰 3C 占比高，市场空间较大。**据 Euromonitor 统计，2018 年服饰鞋履行业电商渗透率达 31.8%，电商消费规模达 7,914 亿元，同比增长 20.2%；其中，运动鞋服品类线上渠道占比为 36.6%，电商销售规模达 969 亿元，同比增长 36.7%，增速大幅领先其他细分品类。2018 年消费电子电商渗透率达 44.8%，成为该品类第一大零售渠道，消费电子网购规模达 5,420 亿元，同比增长 4.6%。
- **宝尊电商代理品牌中，服饰占比过半，3C 品类其次。**2018 年宝尊电商合作品牌总 GMV 达 294 亿元，同比增长 54%。作为行业最大龙头，宝尊电商市场份额稳步提升，测算 2018 年市占率达 18.2%，市场天花板较高，市占率提升空间依然较大。

图表 8：服饰鞋履网购规模快速增长

图表 9：消费电子网购规模平稳增长

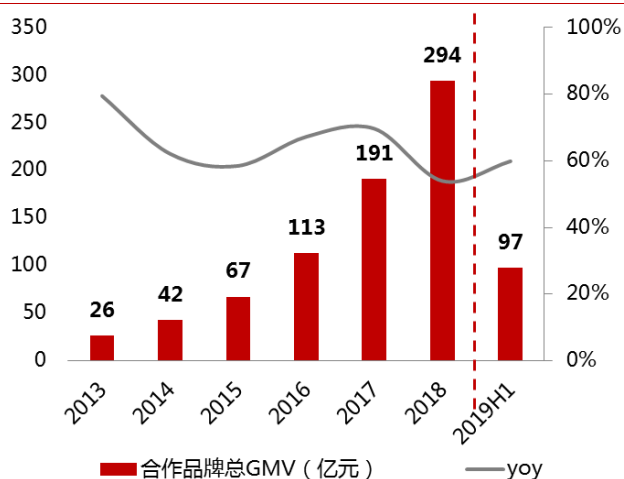


来源: Euromonitor 中泰证券研究所



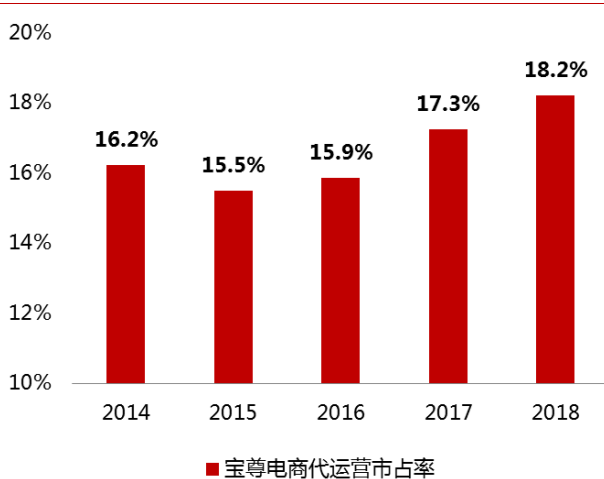
来源: Euromonitor 中泰证券研究所

图表 10: 宝尊 GMV 持续快速增长



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 11: 宝尊市场份额稳步提升



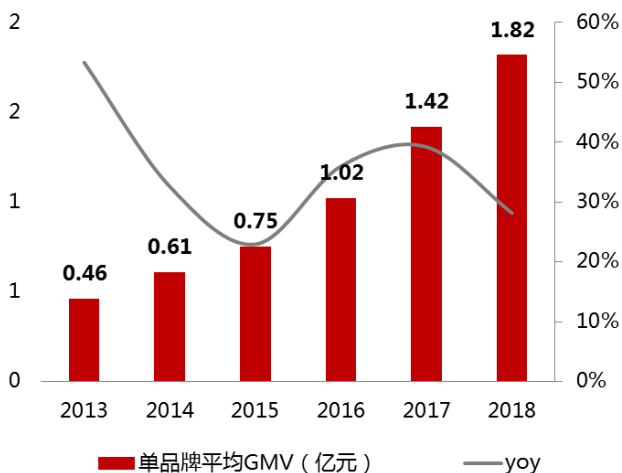
来源: 公司公告 中泰证券研究所

经营优势: 多品类全产业链经营, 品牌/渠道资源丰富

- 电商运营经验丰富, 自建物流提升效率。**宝尊电商代运营服务经验超过 10 年, 品牌运营能力出色, 合作品牌销售规模稳健增长, 2018 年宝尊单品牌平均 GMV 达 1.82 亿元, 同比增长 28.2%。为满足双十一等大型电商促销节的密集发货需求, 宝尊设立子公司宝通易捷, 为 8 大领域超 100 家国际知名品牌提供整体供应链服务; 自主研发的 WMS/TMS 仓储运输管理系统运行稳定高效, 订单及时处理率和准点发货率均高于 99.5%, 库存精准度超过 99.95%, 广泛应用于品牌供应链体系并得到了品牌的高度认可。
- 2018 年宝尊仓储面积达 34.97 万平方米, 同比增长 25.7%, 其中自有仓储面积为 23.15 万平方米, 占比达 66.2%。**宝通永鼎仓库为全国首批电商自动化仓; 占地近 5 万平方米的宝通魔方自动化物流中心运用智能机器人、传送及分拣系统, 日处理 B2C 订单超过 30 万件。2018 年宝尊物流处理订单量达 4,170 万单, 双十一期间处理订单 1,500 件, 占全年

订单比重达 36%，物流峰值运营能力得到验证。

图表 12: 单品牌运营规模稳步提升



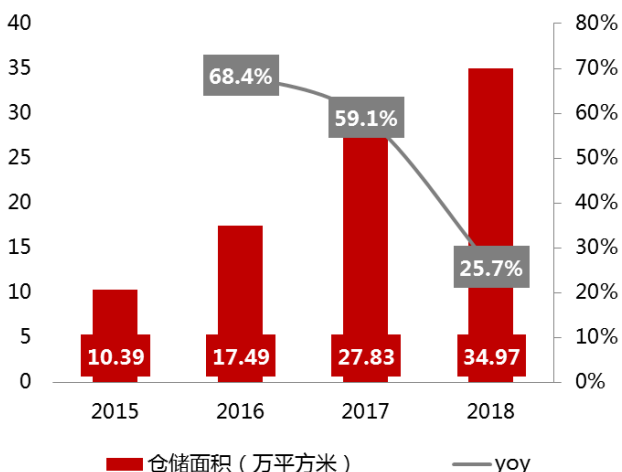
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 13: 提供全链路仓储物流服务



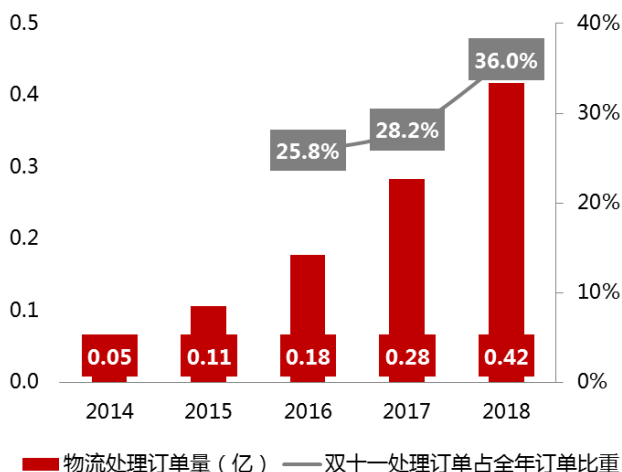
来源: 公司官网 中泰证券研究所

图表 14: 仓储面积快速增加



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 15: 物流订单处理能力稳步提升

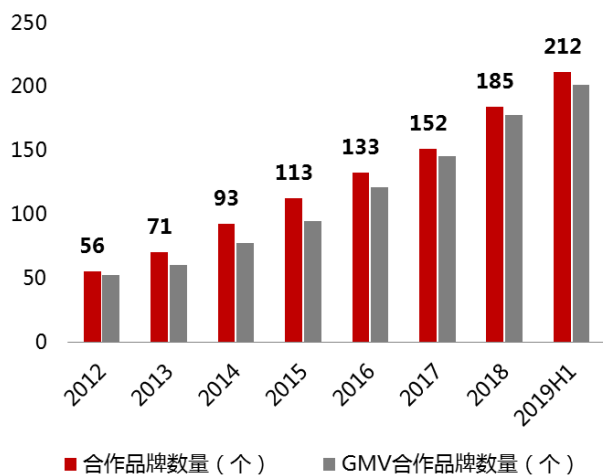


来源: 公司公告 中泰证券研究所

- **品牌资源丰富, 国际大牌占比高。**宝尊是阿里平台最大的代运营服务商, 合作品牌资源丰富, 2019 年上半年宝尊提供天猫旗舰店运营和渠道管理服务的品牌数量达 212 个, 其中 10 个品牌仅收取固定费用, 收入不与 GMV 增长挂钩。宝尊服务覆盖服饰、3C 数码、汽车、家电、食品保健品、家居建材、美妆快消、互联金融 8 大领域, 合作品牌包括 Nike、Burberry、Microsoft、华为、星巴克、POLA、上海家化等国内外知名品牌商。

图表 16: 合作品牌数量达 212 个

图表 17: 合作品牌涵盖 8 大品类



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

- **阿里为第一大股东，渠道竞争优势显著。**阿里巴巴是宝尊第一大股东，持股比例达 15.3%，投票权为 9%。自 2016 年起，宝尊连续四年蝉联天猫代运营服务领域最高荣誉“六星级服务商”；今年也顺应天猫平台发展趋势，协助合作品牌升级到 2.0 版本天猫旗舰店，渠道资源丰富。宝尊业务覆盖品牌官方商城、天猫/京东等电商平台及社交移动商城、线下智能门店，构建全渠道经营框架，帮助品牌实现全渠道店站管理、跨渠道零售运营、库存整合以及贸易结算，成为**全渠道解决方案的领先者**。2017 年阿里提出 Uni-Marketing 全域营销概念并发布品牌数据银行作为该理论落地的底层中枢，宝尊成为首批 8 家数据银行合作服务商之一，将助力品牌实现全渠道数字化升级，品牌运营优势有望持续增强。

图表 18：天猫六星级服务商名单

2016	2017	2018	2019H1
宝尊电商	宝尊电商	宝尊电商	宝尊电商
乐其电商	乐其电商	凯诘电商	凯诘电商
		兴长信达	兴长信达
		青木科技	青木科技
		碧橙电商	碧橙电商
		百秋网络	百秋网络
		上海联恩	壹网壹创
			上佰电商
			丽人丽妆

来源：天猫 中泰证券研究所

图表 19：宝尊电商股权结构

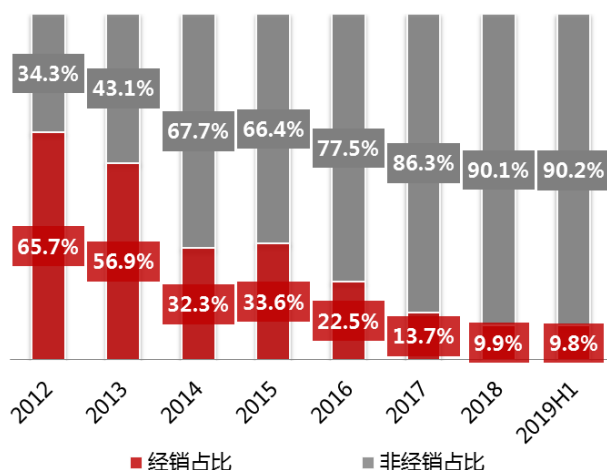
股东名称	持股比例	投票比例
刘秀云 (阿里)	15.3%	9.0%
Tsubasa Corporation (软银)	11.6%	6.8%
仇文彬 (创始人)	6.0%	32.4%
Federated Investors	5.8%	3.4%
Franklin Resources	5.3%	3.2%
Junhua Wu (CGO)	3.3%	13.8%

来源：公司公告 中泰证券研究所

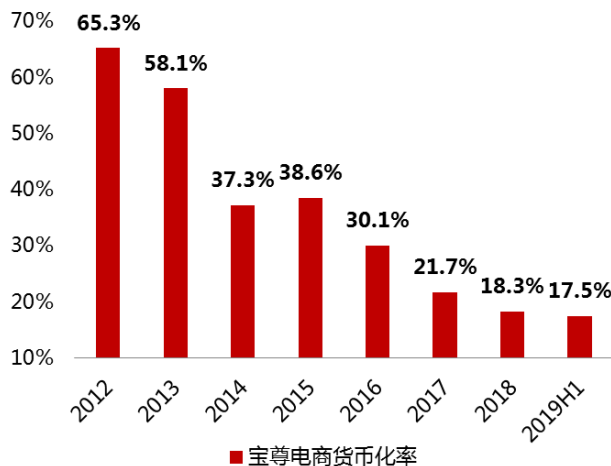
盈利能力：业务重心由经销转向服务，盈利进入上升通道

- **货币化率逐步降低，服务收入占比提升。**近年来宝尊业务重心逐渐从重资产的商品经销模式转型为轻资产的代运营服务和代销服务模式，货币化率持续降低。2019H1 宝尊经销业务 GMV 达 9.51 亿元，同比增长

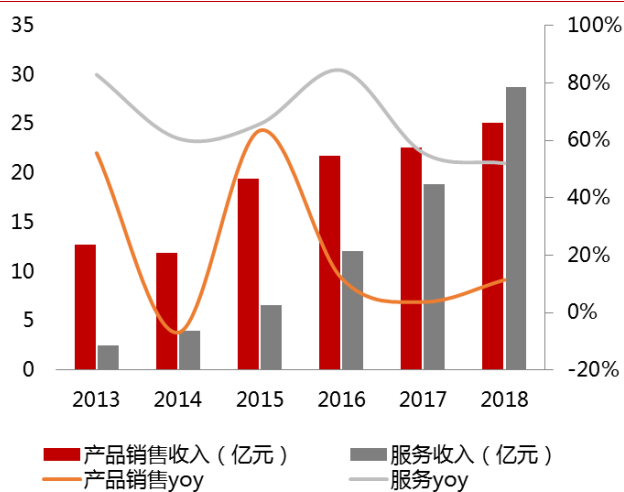
42.8%，占比逐步减少至 9.8%；非经销 GMV 达 87.74 亿元，同比增长 62.0%。2019 上半年货币化率为 17.5%，其中商品经销货币化率为 89.2%，非经销货币化率仅 9.7%。2019H1 宝尊实现营业收入 17.04 亿元，同比增长 47%；其中，产品销售收入为 8.49 亿元，同比增长 47.2%，服务收入为 8.55 亿元，同比增长 46.9%，占比近 50%。

图表 20: GMV 结构变化


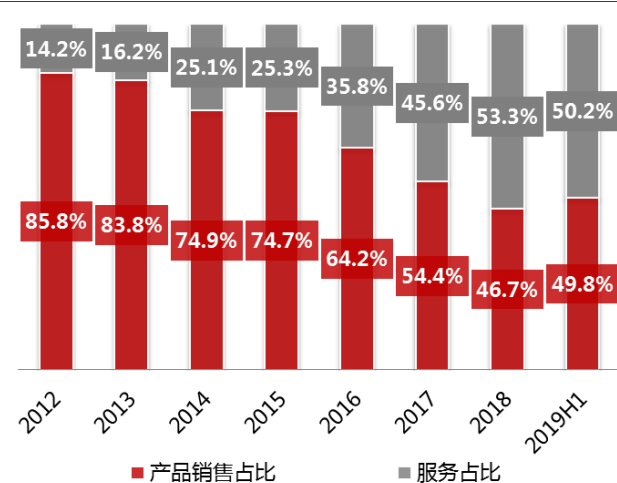
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 21: 货币化率逐步降低


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 22: 收入逐渐从商品经销转为服务模式


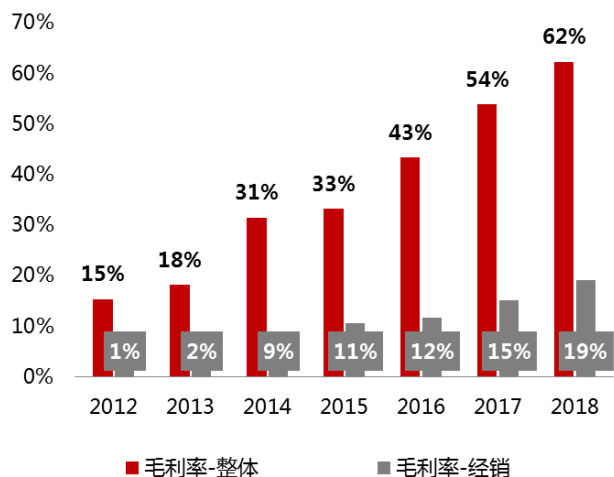
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 23: 收入结构变化


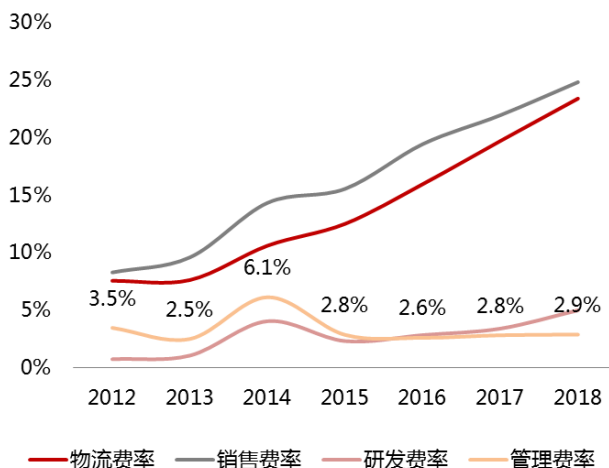
来源：公司公告 中泰证券研究所

- 毛利率/费用率同步提升。**据测算，2018 年宝尊综合毛利率为 62.3%，其中经销模式毛利率约 19.1%，毛利率高的服务收入占比提升推动公司综合毛利率快速提升。由于货币化率下滑，收入端规模效应减少，宝尊物流和销售费率持续提升，2018 年物流/销售/研发费率分别为 23.4%/24.8%/5.0%；管理费率为 2.9%，同比保持平稳，管理效率持续优化。

图表 24: 毛利率快速提升
图表 25: 经销收入减少推动经营费率上升



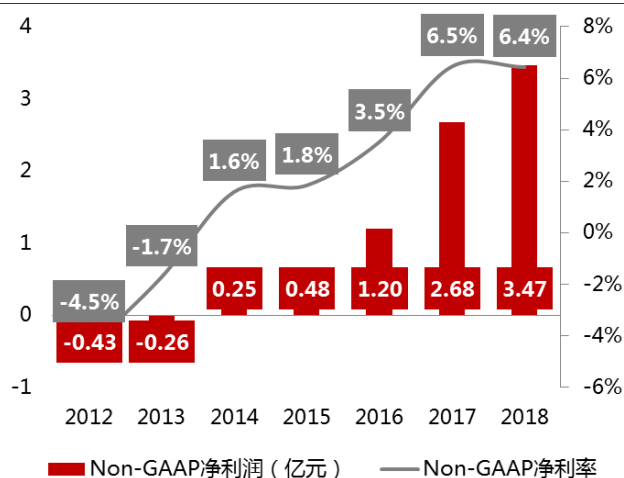
来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

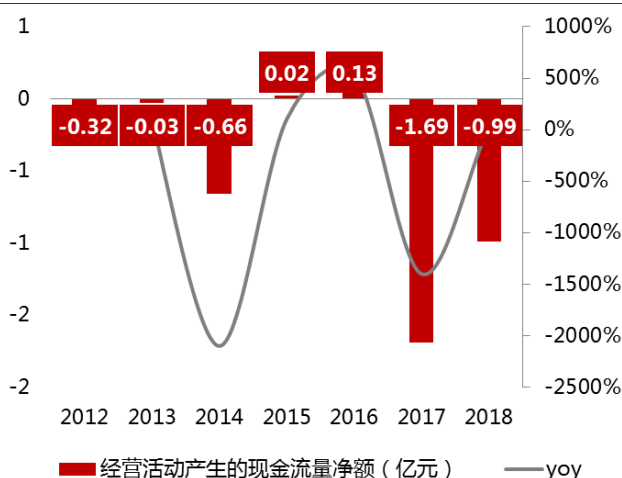
- **盈利能力稳步提升，应收账款拖累现金流。**轻资产模式下，宝尊经营效率持续提升，盈利能力逐渐改善，2018 年实现 Non-GAAP 净利润 3.47 亿元，同比增长 29.4%，Non-GAAP 净利率达 6.4%。由于服务收入中应收账款占比较高，公司现金流持续增压，2018 年经营现金流为-0.99 亿元，同比增长 41.4%，2019 全年经营现金流有望实现转正。

图表 26：盈利能力逐步改善



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 27：服务类应收账款增加拖累现金流



来源：公司公告 中泰证券研究所

小结：全品类代运营龙头，竞争优势持续释放

- 宝尊电商全品类全产业链经营优势显著，电商运营能力出色，品牌和渠道资源丰富，龙头效应持续释放，未来市占率有望持续稳步提升。由于经销模式的货币化率较高，预计经销 GMV 占比将保持平稳；宝尊持续巩固服饰品类品牌合作优势，同时战略性减少佣金率较低的 3C 品类合作，预计货币化率下滑趋势持续放缓。整体来看，公司轻资产的业务模式趋于稳定，规模效益将逐步释放，盈利有望进入上升通道。

图表 28：宝尊电商核心数据预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市占率	17.3%	18.2%	18.9%	19.5%	20.0%
GMV (亿元)	191.12	294.26	406.54	539.29	694.72
yoy	69.7%	54.0%	38.2%	32.7%	28.8%
经销GMV (亿元)	26.20	29.02	39.84	52.31	66.69
yoy	3.4%	10.8%	37.3%	31.3%	27.5%
非经销GMV (亿元)	164.92	265.24	367.51	366.70	486.98
yoy	88.9%	60.8%	38.6%	38.3%	32.8%
货币化率	21.7%	18.3%	17.5%	17.1%	16.9%
营业收入 (亿元)	41.49	53.93	71.33	92.26	117.69
yoy	22.4%	30.0%	32.3%	29.3%	27.6%
经销	22.58	25.17	34.66	45.51	58.02
yoy	3.8%	11.5%	37.7%	31.3%	27.5%
非经销	18.91	28.76	36.67	46.75	59.66
yoy	55.8%	52.1%	27.5%	27.5%	27.6%

来源：公司公告 中泰证券研究所

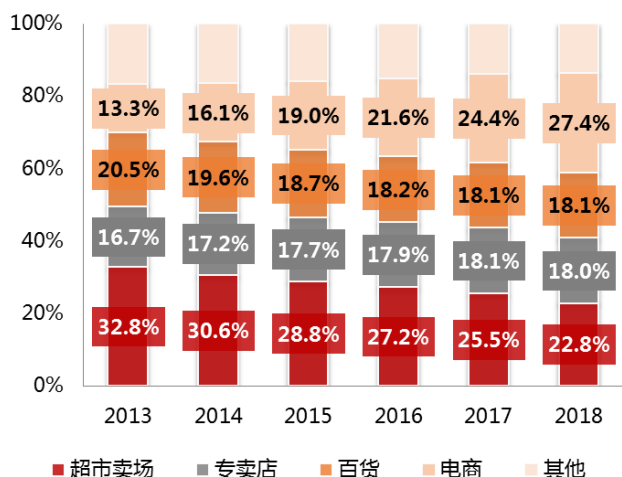
壹网壹创：美妆代运营行业首家 A 股上市公司

市场空间：受益于消费升级，美妆代运营市场潜力较大

- 美妆代运营专业性要求高，壹网壹创实现快速增长。在消费升级趋势下，美妆个护销售规模实现快速增长，化妆品电商渗透率持续提升。据 Euromonitor 的数据，2018 年美妆个护产品电商销售占比达 27.4%，成为第一大零售渠道。2018 年美妆个护网购市场规模达 1,125 亿元，同比增长 26.1%。
- 化妆品对专业化、精细化运营能力的要求高，服务商需要从打造爆款单品、优化套装选品、孵化新品、差异化营销策划等多个角度提升产品销售，因此化妆品运营经验丰富的细分领域龙头更具竞争优势。壹网壹创自 2012 年起深耕美妆代运营市场，代理品牌销售规模实现快速增长，2019 上半年 GMV 达 37.9 亿元，同比增长 62%；2018 年壹网壹创代理品牌 GMV 在美妆个护网购市场占比达 5.5%，细分市场市占率稳健提升；从全品类的角度来看，相比宝尊电商 18.2% 的市场份额，壹网壹创市占率提升的空间仍然较大。

图表 29：电商成为美妆个护销售第一大渠道

图表 30：美妆个护网购市场规模快速增长

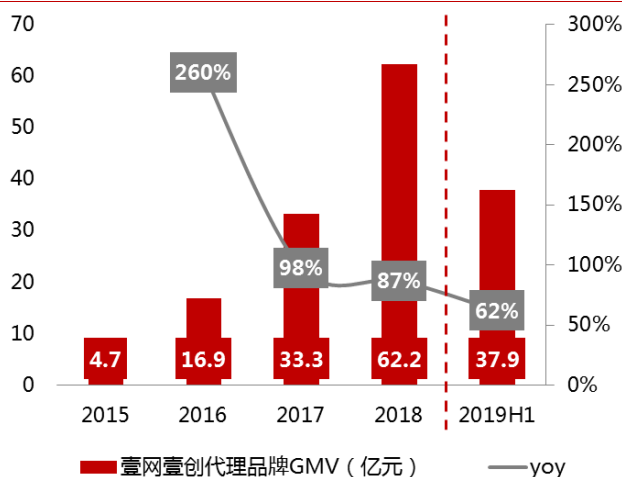


来源: Euromonitor 中泰证券研究所



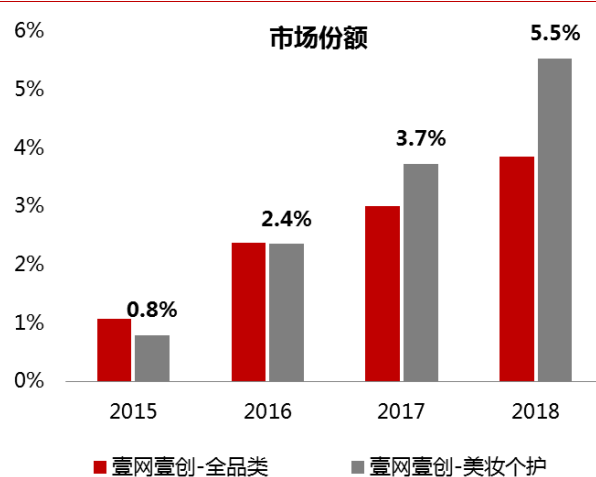
来源: Euromonitor 中泰证券研究所

图表 31: 壹网壹创 GMV 持续快速增长



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 32: 壹网壹创市场份额持续提升



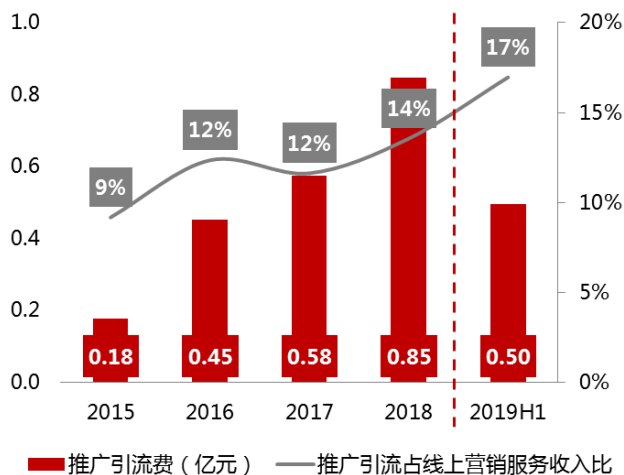
来源: 公司公告 中泰证券研究所

经营优势: 专业化能力出色, 百雀羚品牌运营一战成名

- 销售达成能力强, 客单盈利稳健提升。**营销推广是电商代运营服务的核心, 成本主要在于流量获取, 用于向电商平台购买钻展、直通车、明星店铺等引流推广服务。2019 上半年壹网壹创推广引流费为 4,954 万元, 同比增长 51.7%, 占线上营销服务收入的比重持续提升至 17%。公司引流效果优, 2018 年双十一促销节期间 Olay/伊丽莎白雅顿官方旗舰店钻展点击率为行业均值的 1.49/2.41 倍, 有效推动用户增长, 2018 年公司终端用户数达 413.20 万人, 同比增长 33%。
- 公司在选品组合、价格带规划、卖点提炼、促销创新、视觉测试等多维度建立了专业化、数据化、流程化的团队和体系, 通过精细化运营提升订单转化率。**2017 年公司承接 DR.WU 达尔肤官方旗舰店 618 期间转化率同比提升 170%, GMV 同比增长 150%。从全年情况来看, 2018 年百雀羚/三生花/欧珀莱/雅顿订单转化率为 3.81%/2.85%/2.84%/2.19%, 同比保持平稳。另一方面, 公司通过数据分析优化套装选品和赠品设计,

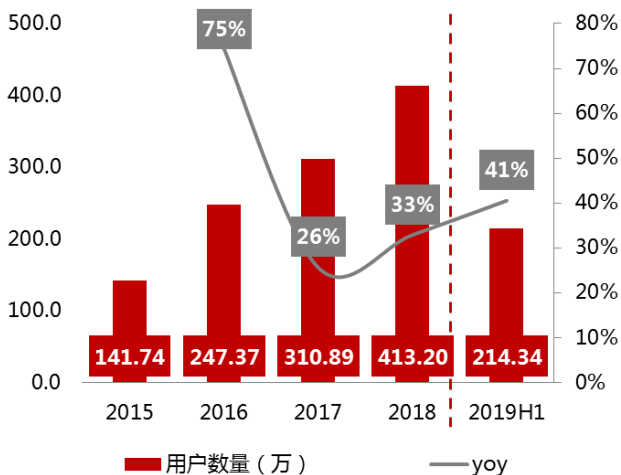
有效淡化消费者价格敏感度，推动客单价提升。2017年双十一期间公司将原有的多效系列三件套升级为明星单品 Olay 淡斑精华，客单价提高近200元。2019年上半年公司客单价为116.91元/单，客单毛利率稳步提升至42.3%。

图表 33: 推广引流费率持续提升



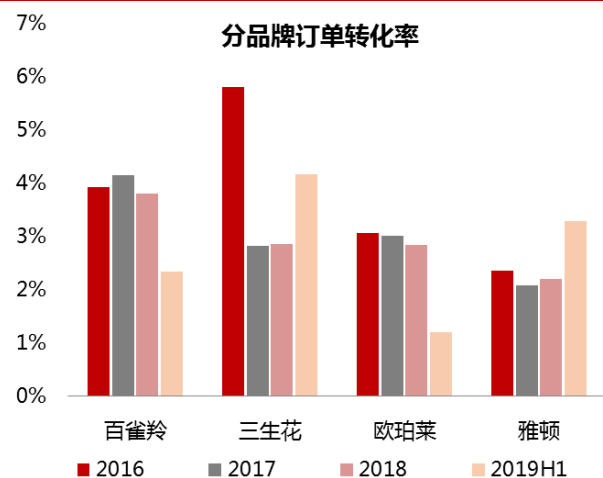
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 34: 终端用户数量快速增长



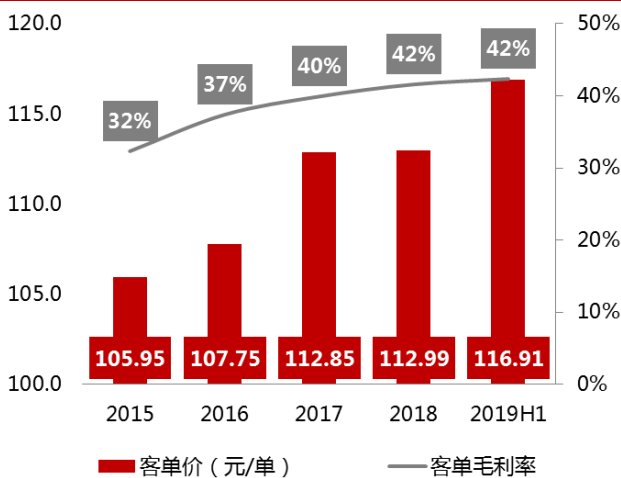
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 35: 分品牌用户转化率



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 36: 客单价/客单毛利率稳步提升



来源: 公司公告 中泰证券研究所

- **新品孵化能力出色。**公司通过终端销售积累了海量的用户反馈和消费数据，可以高效把控消费者需求，协同品牌方对产品进行设计和改良，并根据新品定位提炼产品卖点、制定相应的整合营销方案。前期打造的百雀羚小雀幸系列面膜和大宝眼部醒活精华霜销售表现良好，有效帮助品牌商拓展了消费客群。

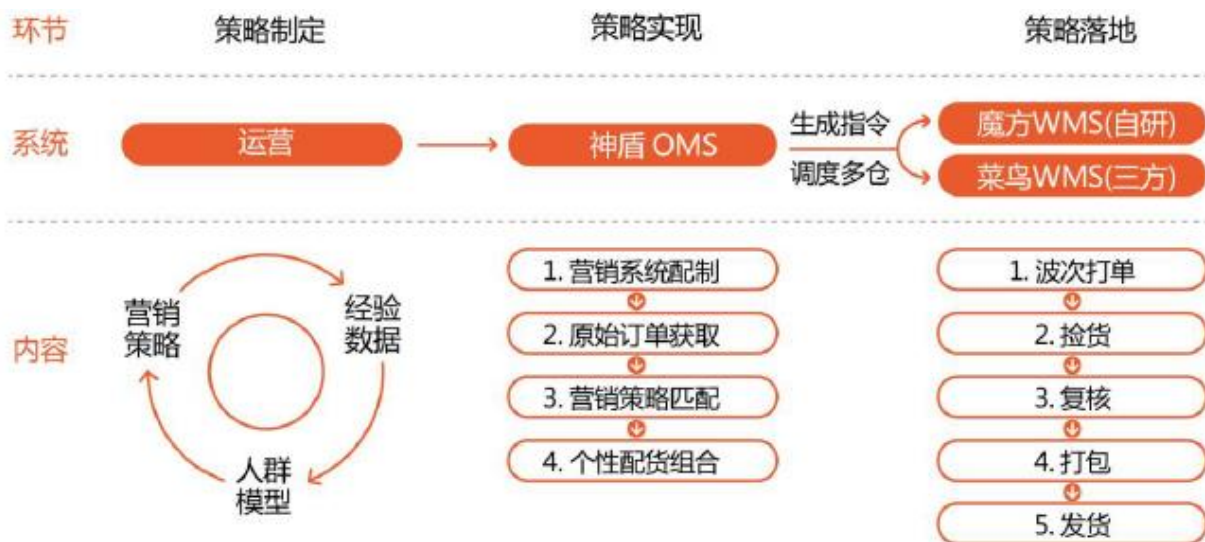
图表 37: 及时反馈市场需求，帮助品牌孵化新产品



来源：公司公告 中泰证券研究所

- **自建供应链提高效率，存货管理能力出色。**公司拥有神盾营销管理、魔方仓储管理等多个自主研发的信息系统，为品牌商提供全产业链技术支持。从营销的角度来看，自有系统积累的会员数据有效提升广告投放和用户管理效率。从存货管理的角度来看，公司对存货规模、库龄进行了严格的控制，2018年公司存货周转率为11.78，存货管理能力显著优于美妆代运营行业平均水平。从物流支持的角度来看，公司销售集中在二、四季度电商销售旺季，C端订单量仍在快速增长，对物流峰值运营能力的要求高，公司自有物流显著提升了仓配效率，2019H1 仓储物流费率持续优化至3.67%。

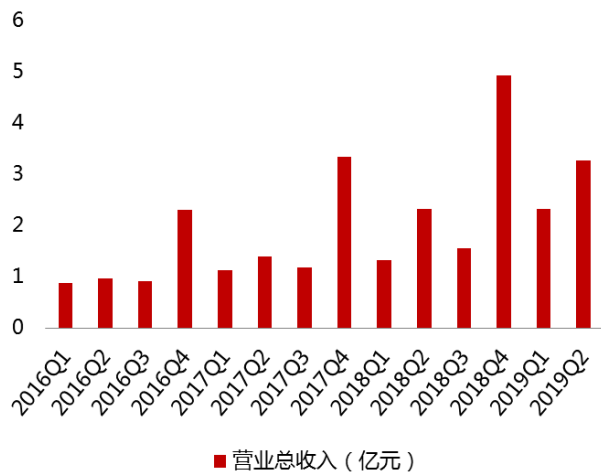
图表 38：自建信息系统，提供全产业链技术支持



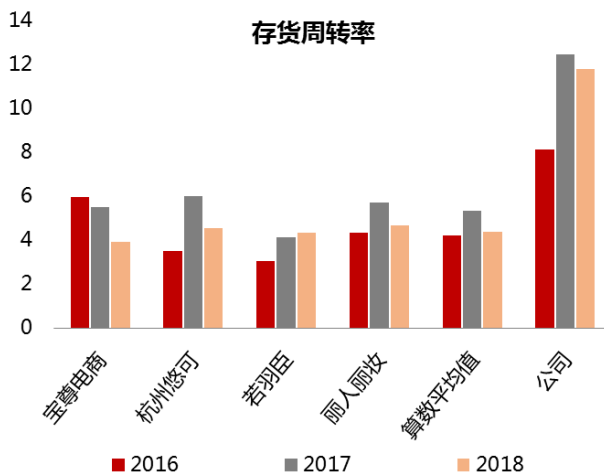
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 39：电商销售集中在二、四季度

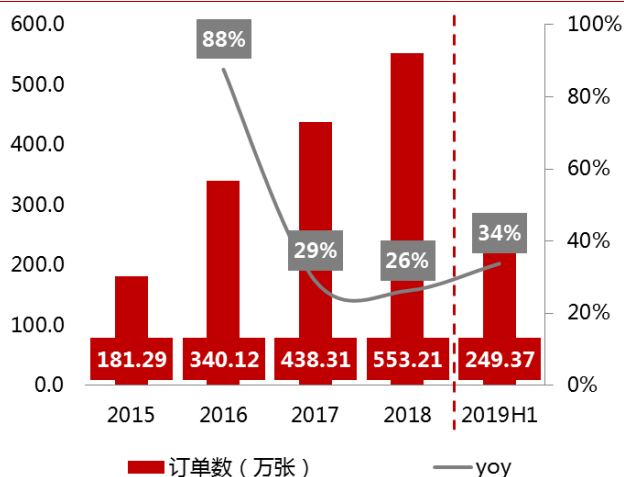
图表 40：壹网壹创存货周转效率高



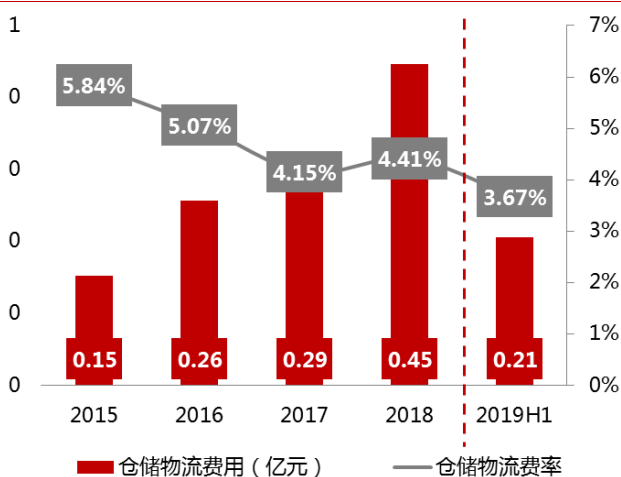
来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 41: C 端订单数量快速增长


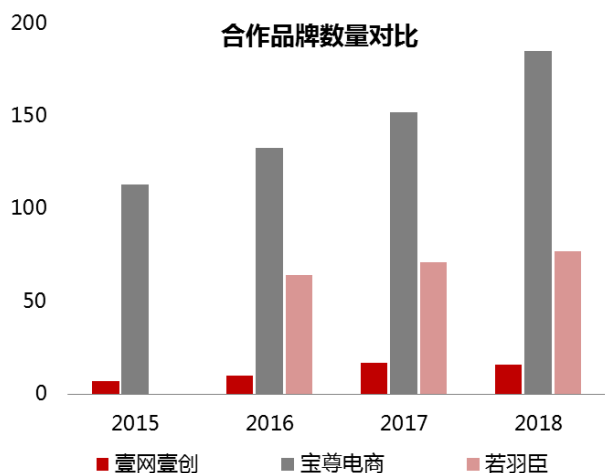
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 42: 仓储物流费率优化


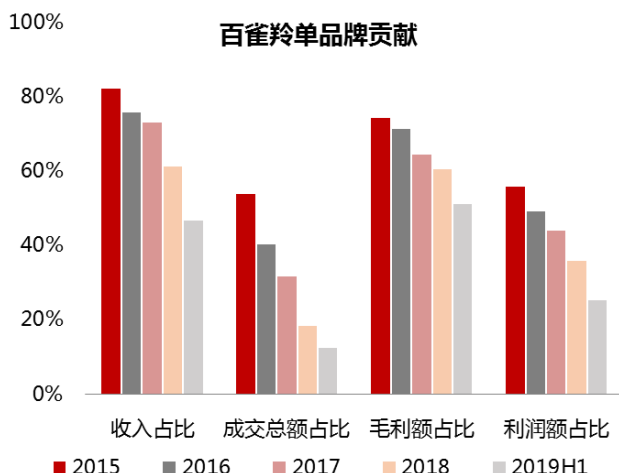
来源：公司公告 中泰证券研究所

- **合作品牌数量较少，百雀羚单品牌占比高。**2018 年壹网壹创合作品牌数量为 24 家，与若羽臣/宝尊电商相比品牌资源相对较少。公司与百雀羚品牌合作近 7 年，2019 上半年，百雀羚单品牌 GMV 达 4.69 亿元，同比减少 8.86%，占成交总额比重为 12.39%；百雀羚品牌实现收入 261 亿元，同比增长 12.55%，占比达 46.72%；百雀羚单品牌毛利额/净利润额占比为 51.16%/25.12%，对公司业绩的影响较大，但正在逐渐减弱。
- **由于单一品牌占比较高存在经营风险，且百雀羚品牌运营步入成熟期，GMV 增长放缓，公司逐步加大品牌拓展力度，巩固经营优势。**2019 年上半年，品牌线上管理业务新增合作品牌 3 家，新增品牌销售收入占比为 5.9%。

图表 43: 壹网壹创合作品牌数量较少
图表 44: 百雀羚单品牌对公司业绩影响逐渐减弱



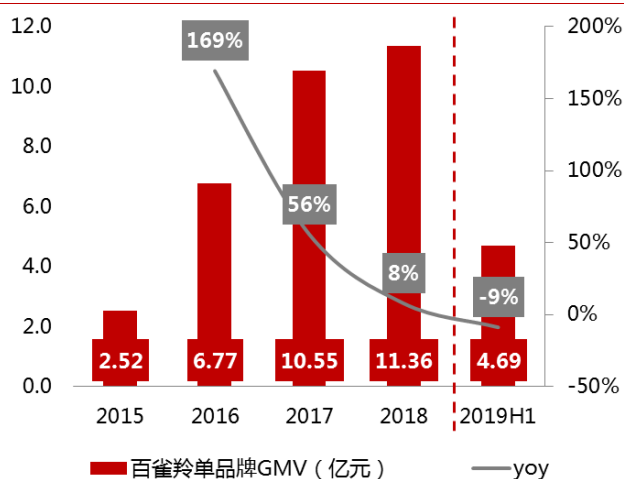
来源: 公司公告 中泰证券研究所



来源: 公司公告 中泰证券研究所

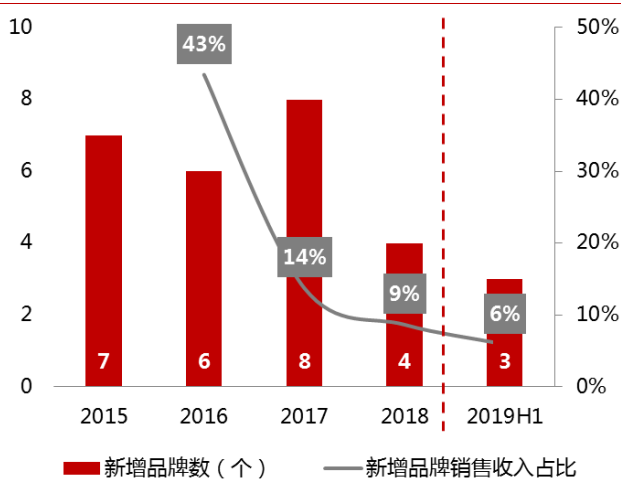
- 百雀羚品牌运营已步入成熟期, GMV 增长放缓, 品牌商也开始自建电商运营部门。百雀羚代运营服务协议为一年一签, 单一品牌占比较高的模式存在一定的经营风险, 因此公司逐步加大品牌拓展力度, 巩固经营优势。2019 年上半年, 品牌线上管理业务新增合作品牌 3 家, 新增品牌销售收入占比为 5.9%。在品牌扩充过程中, 品牌线上管理服务费率持续下滑, 2017/2018 年, 雅顿唯品会服务费率为 7.73%/6.88%, 百雀羚服务费率为 5.19%/4.59%。
- 从品牌合作的公允性来看: 品牌线上营销服务中, 百雀羚品牌采用高采购折扣高返利政策, 露得清品牌采用低折扣低返利政策, 品牌合作毛利率并无明显差异; 品牌线上管理服务中, 雅顿唯品会业务成本稳定, 毛利率优于百雀羚。

图表 45: 百雀羚销售额增长持续放缓



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 46: 线上管理业务新增品牌数量及销售情况



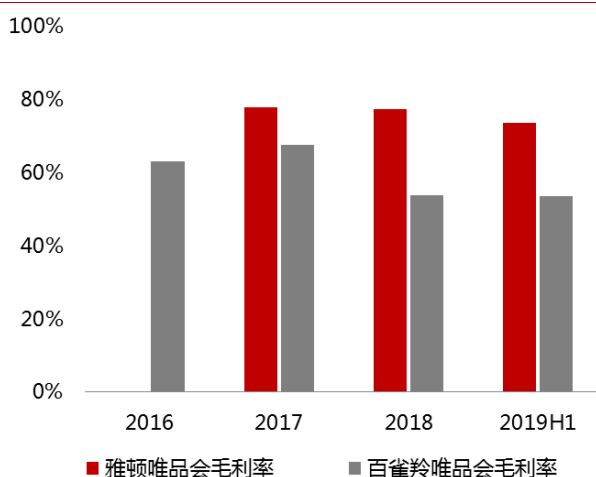
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 47: 品牌线上营销服务: 百雀羚与露得清毛利率相近

图表 48: 品牌线上管理服务: 百雀羚毛利率低于雅顿

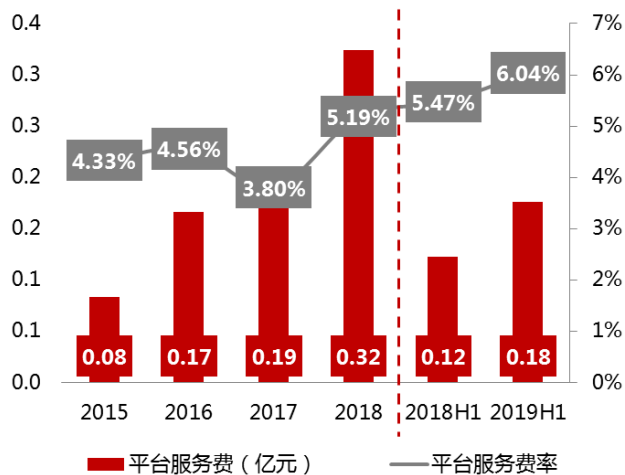
	2016	2017	2018	2019H1
百雀羚采购折扣	市场价 55折	市场价 55折	市场价 55折	市场价 55折
百雀羚毛利率	38.34%	39.94%	41.66%	42.30%
露得清采购折扣	/	/	市场价 35折	市场价 35折
露得清毛利率	/	/	39.88%	42.68%

来源：公司公告 中泰证券研究所

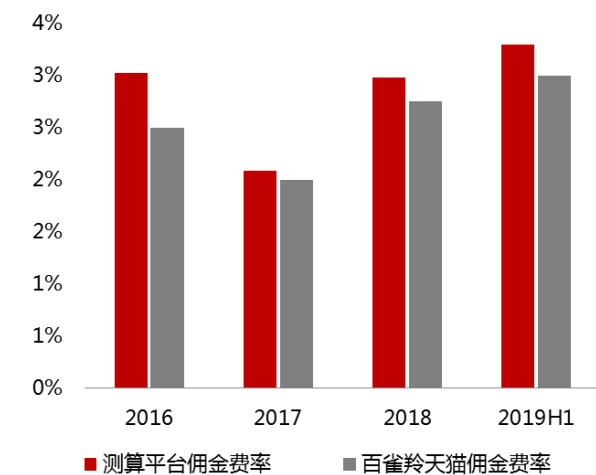


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 渠道费率持续提高，有望得到天猫流量支持。**2019年上半年壹网壹创平台服务费达1,763万元，同比增长43.28%，平台服务费率持续提高至6.04%；其中，平台佣金费为964万元，测算平台佣金费率/百雀羚天猫佣金费率为3.3%/3.0%，渠道成本持续增加。2019年天猫生态服务商大会中，壹网壹创成功跻身天猫六星级服务商，品牌运营能力得到平台认可。未来三年天猫服务商交易规模将达到5,000亿元，天猫将扶持50家10亿规模级服务商，同时开放2,000家品牌招商名额，公司有望受益于平台的流量支持。

图表 49：平台服务费率提高


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 50：服务费率提高主要来源于佣金增长


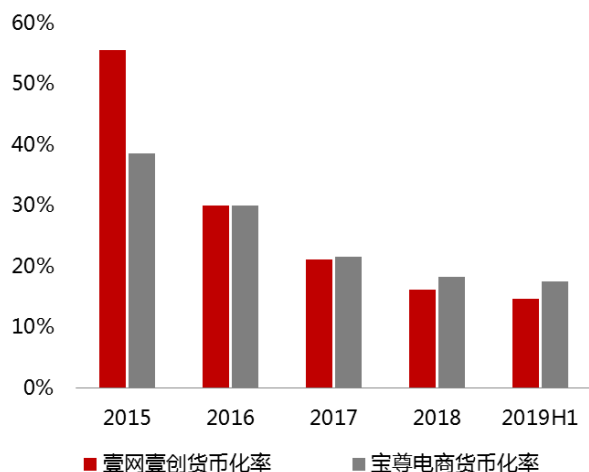
来源：公司公告 中泰证券研究所

盈利能力：业绩快速增长，盈利优于同行

- 销售结构较优，营收增长强劲。**2017年公司加速开拓新品牌合作，线上管理服务收入同比增长86%；2018年新增爱茉莉太平洋旗下6个品牌在唯品会平台的分销业务，线上分销收入大幅增长。由于线上分销和管理服务货币化率较低，2019年上半年公司货币化率逐步下滑至14.75%。

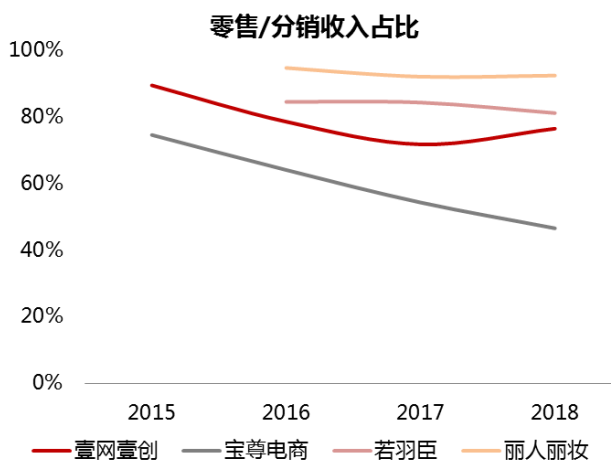
从电商代运营行业整体情况来看，经销/分销模式普遍占比较高，2018年公司品牌线上营销服务/线上分销收入占比为61.7%/14.9%，相比若羽臣、丽人丽妆等美妆快消费品类代运营公司，服务性收入占比更高，营收结构较优。2019上半年公司实现营业收入5.59亿元，同比增长53.51%，其中线上分销收入1.51亿元，同比增长208.16%，线上分销收入占比持续提升至27.01%。

图表 51: 货币化率对比



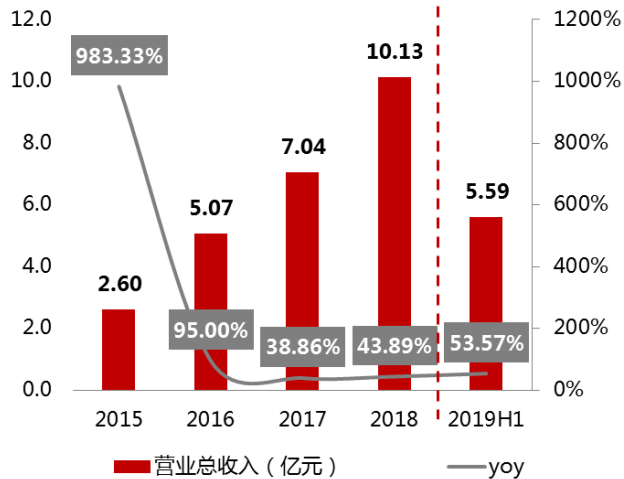
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 52: 收入结构对比



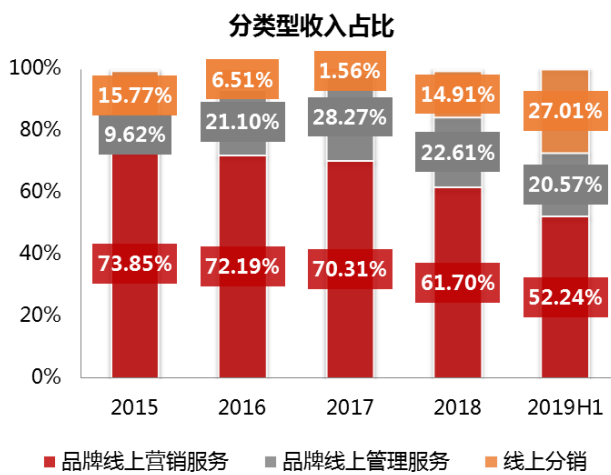
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 53: 营业收入增长强劲



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 54: 线上分销收入占比提升

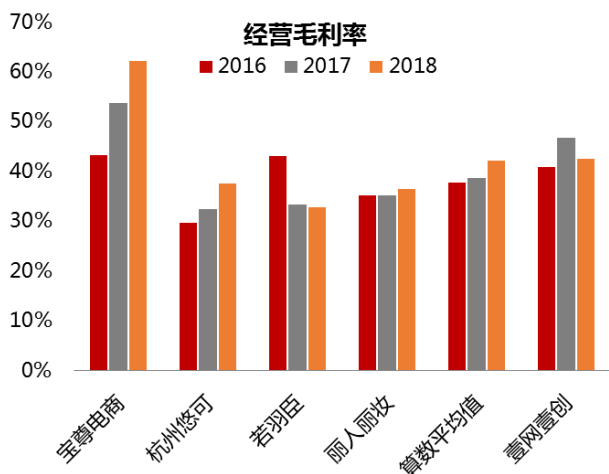


来源：公司公告 中泰证券研究所

- **综合毛利率优于同行。**2018 年公司经营毛利率为 42.59%，高于可比公司平均水平。分业务来看，2018 年品牌线上营销毛利率为 41.58%，显著优于可比公司，主要是因为公司与百雀羚合作稳定，客单价稳步提升，国货品牌相对国际品牌也具备线上渠道销售差价较大、毛利率较高的特点。2018 年品牌线上管理毛利率为 65.28%，略低于行业平均水平，2016 年公司开始承接日化类品牌管理服务，超配运营团队进行跨品类店铺运营，管理效率较低，目前公司已经度过日化品类运营磨合期，宝洁旗下店铺销售额同比大幅提升，2019 年上半年美妆/日化品类毛利率为 64.87%/62.22%，同比稳步回升。2018 年公司线上分销毛利率为 12.73%，

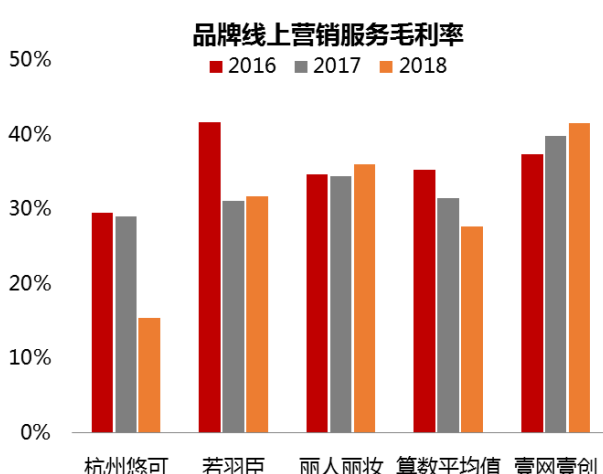
同比提高 3%+, 同期若羽臣和杭州悠可线上分销毛利率较 2017 年均呈现下滑趋势。

图表 55: 毛利率高于其他美妆代运营企业



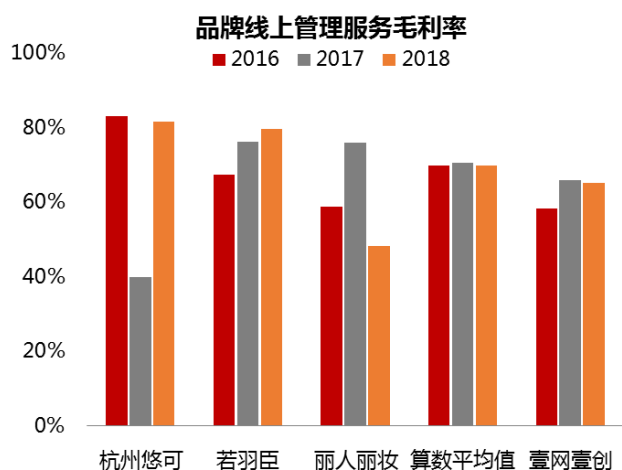
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 56: 品牌线上营销服务毛利率优于同行



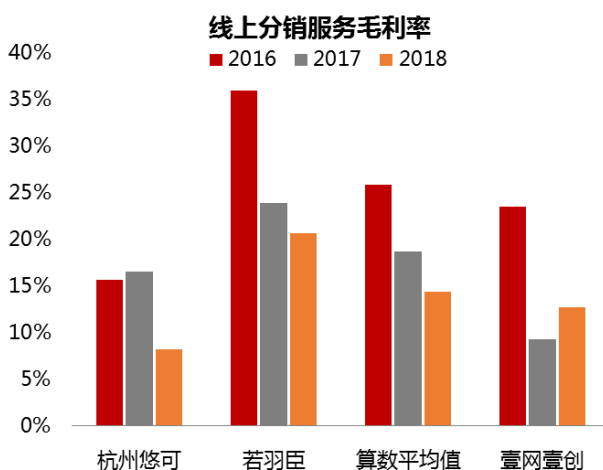
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 57: 品牌线上管理服务毛利率低于行业平均



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 58: 线上分销服务毛利率低于行业平均

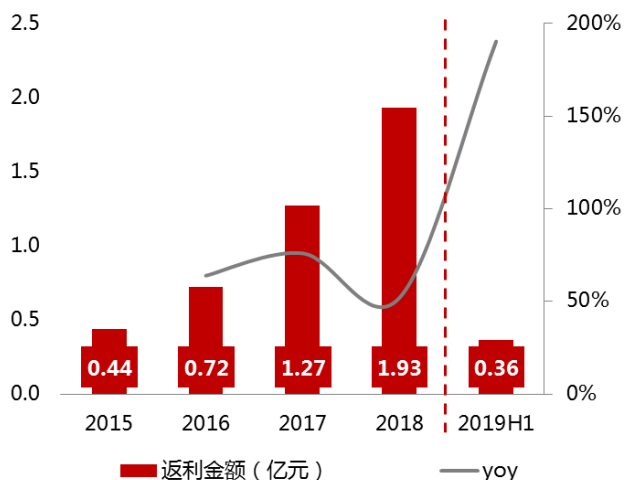


来源: 公司公告 中泰证券研究所

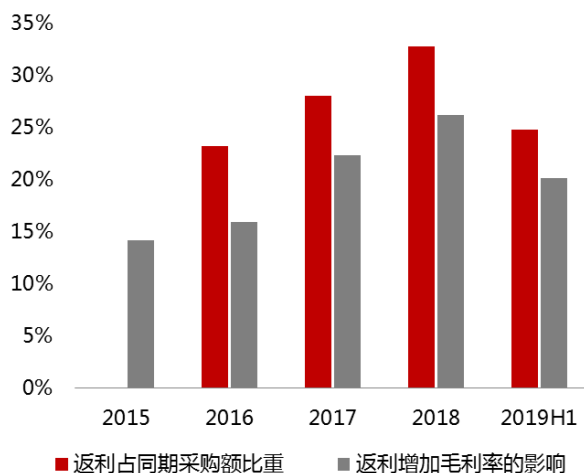
- **品牌商返利对公司毛利率的影响较大。**线上销售竞争激烈, 商品折扣和营销投入力度大, 因此品牌方普遍采用返利政策补贴代运营服务商, 激励公司按质按量完成销售增长目标。据公司招股说明书披露, 返利模式分为日常返利和活动返利, 当销售额目标完成 100%以上之后, 可提取实际销售额的 10%作为日常返利; 双十一促销节和品牌方不定期的促销活动返利金额通过具体协议拟定和兑现。
- 返利主要以货返形式兑现, 根据品牌方确认的返利金额提取等值商品, 减少公司采购成本, 提升公司毛利率。2019 年上半年公司返利金额共计 0.36 亿元, 同比增长 190.4%, 占当期采购额比重为 24.85%, 对增加毛利率的影响为 20.17%, 品牌商返利对公司毛利率的影响持续扩大。

图表 59: 返利金额持续增长

图表 60: 返利对公司毛利率的影响较大

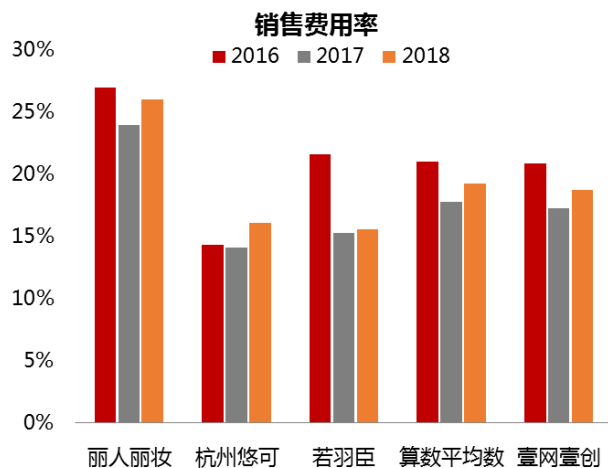


来源：公司公告 中泰证券研究所

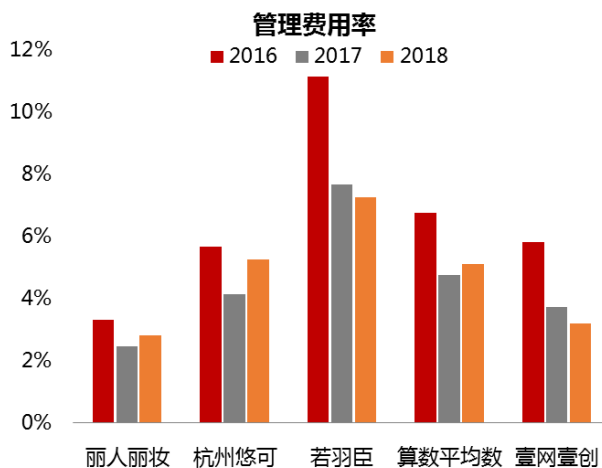


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 经营效率高，盈利能力较强。**销售费用主要包括推广引流、仓储物流、职工薪酬等,2018年公司销售费用率为18.77%,与行业平均水平相近,同比均小幅提升;丽人丽妆销售费率较高主要是因为线上零售收入占比超过90%,需要承担更多推广和仓配费用的影响。2018年公司管理费用率为3.2%,低于行业平均,经营效率更优。盈利端来看,2018年壹网壹创/若羽臣/丽人丽妆净利率分别为16.06%/8.32%/6.96%,盈利能力大幅领先同行。2019上半年公司实现归母净利润0.7亿元,同比增长35.75%,销售净利率为12.44%,盈利保持稳健。

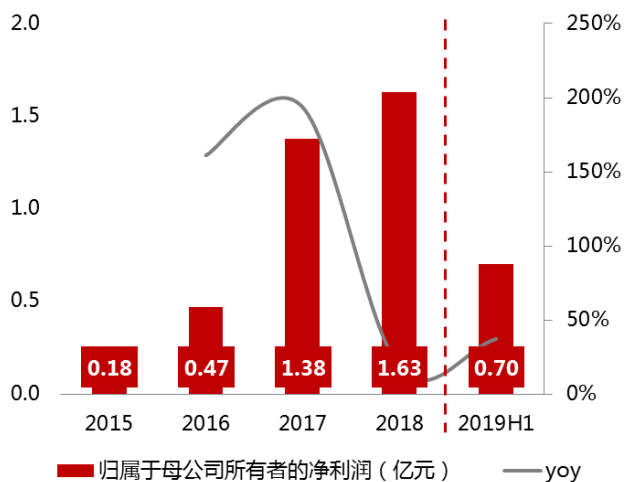
图表 61: 销售费用率与行业平均数相近


来源：公司公告 中泰证券研究所

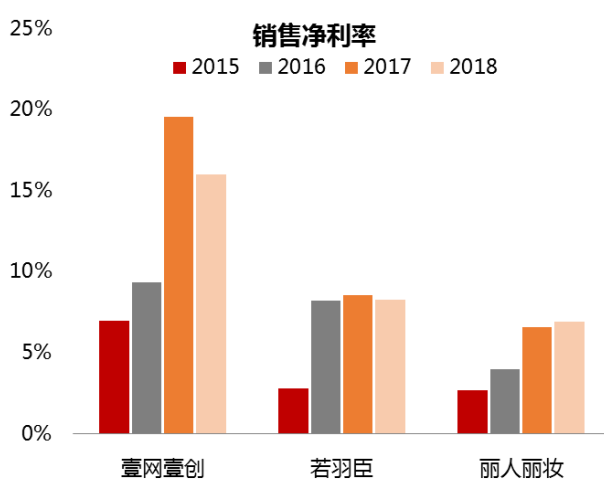
图表 62: 管理研发费用率低于行业平均


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 63: 19H1 归母净利润同比增长 37.25%
图表 64: 净利率水平优于同行



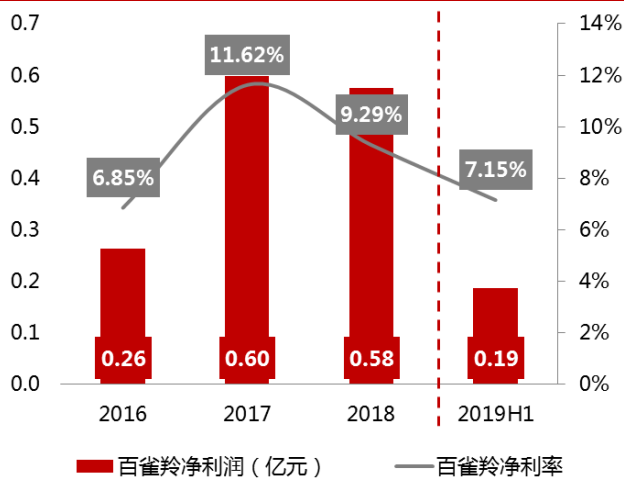
来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

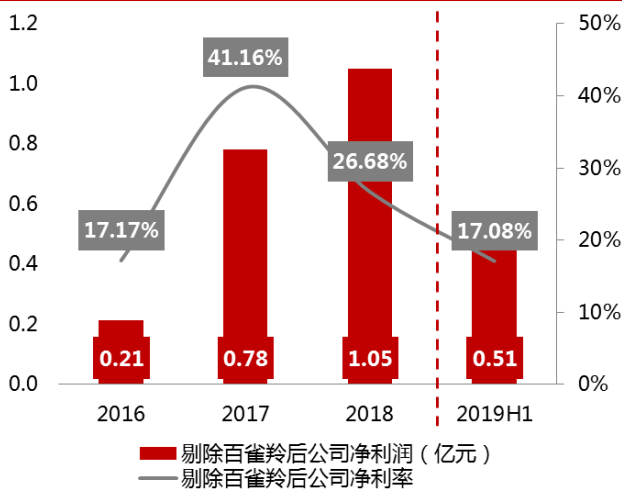
- **剔除百雀羚业务后盈利能力更优。**按照成交总额摊销费用，对公司净利润进行拆分，2019年上半年百雀羚单品牌净利润为0.19亿元，净利率为7.15%；剔除百雀羚业务的影响后，19H1公司净利润为0.51亿元，净利率达17.08%。整体来看，公司在不考虑百雀羚单品牌影响的前提下仍然保持了较强的盈利能力。

图表 65：百雀羚线上营销服务占比高，净利率较低



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 66：剔除百雀羚业务后公司盈利能力良好

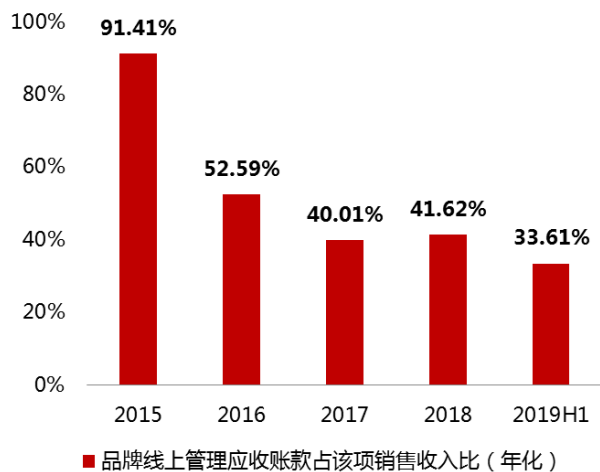


来源：公司公告 中泰证券研究所

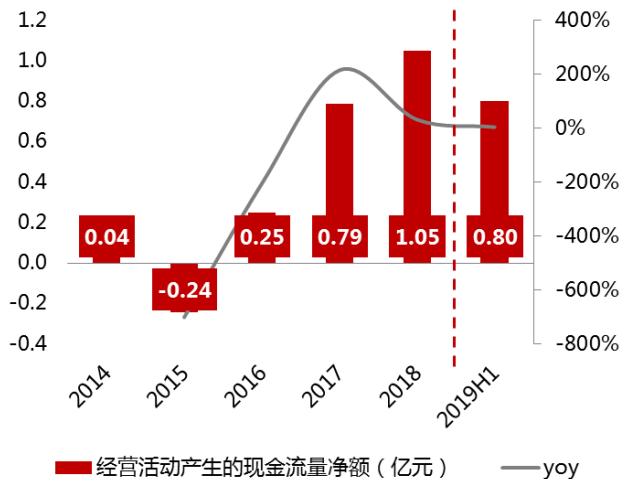
- **服务类应收账款占比高，现金流较为健康。**品牌线上管理服务一般按月结算，根据品牌方资质和合作情况给予不同品牌 45-120 天的信用期；双十一、双十二等营销活动影响下，部分品牌存在按年结算服务费的情况，因此四季度服务费金额较高，2018 年底公司信用期内应收账款余额占 Q4 收入比重为 88.04%。2019 上半年品牌线上管理业务的应收账款占该销售收入的年化比重为 33.61%，呈现下降趋势；同期经营活动现金流为 0.8 亿元，同比增长 5%，整体表现良好。

图表 67：品牌线上管理服务应收账款占收入比重高

图表 68：现金流表现较健康



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 品牌线上服务:** (1) 品牌线上营销服务中, 预计百雀羚品牌保持稳健增长, 新品牌占比持续提升, 整体线上营销服务收入同比增长 32.7%/30.2%/30.0%。(2) 品牌线上管理服务合作品牌数稳步增加, 预计同比增长 49.9%/44.0%/40.0%。
- 线上分销业务:** 2018 年公司开始与爱茉莉太平洋旗下 6 个品牌进行合作, 2019 年线上分销业务规模仍将保持高速增长, 预计 2019-2021 年线上分销收入同比增长 100.7%/50.0%/25.0%。
- 内容服务业务:** 内容服务业务仍处于起步期, 规模较小, 预计 2019-2021 年内容服务收入同比增长 50.0%/40.0%/30.0%。

图表 69: 壹网壹创盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (亿元)	7.04	10.13	14.86	20.43	26.83
yoy	38.9%	43.9%	46.7%	37.5%	31.3%
品牌线上服务	6.94	8.54	11.73	15.74	20.96
yoy	46.7%	23.1%	37.3%	34.2%	33.1%
品牌线上营销服务	4.95	6.25	8.30	10.80	14.04
yoy	35.2%	26.3%	32.7%	30.2%	30.0%
品牌线上管理服务	1.99	2.29	3.43	4.94	6.92
yoy	86.0%	15.1%	49.9%	44.0%	40.0%
线上分销	0.11	1.51	3.03	4.55	5.68
yoy	-66.7%	1272.7%	100.7%	50.0%	25.0%
内容服务		0.07	0.10	0.14	0.19
yoy			50.0%	40.0%	30.0%
净利润 (亿元)	1.38	1.63	2.10	2.81	3.89
yoy	190.47%	17.99%	28.88%	33.89%	38.65%

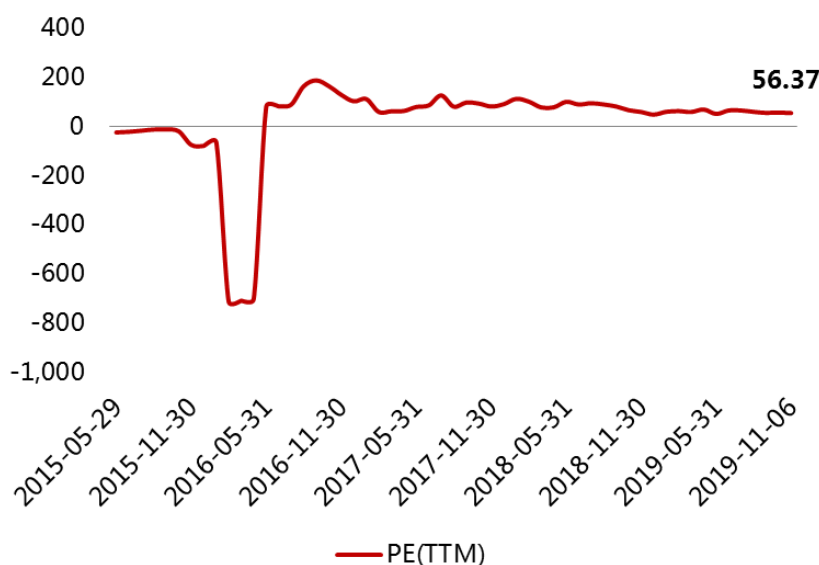
来源：公司公告 中泰证券研究所

投资建议

- 美妆代运营行业红利大，电商运营经验丰富，龙头企业市占率将进一步提升，公司品牌合作规模和盈利有望实现稳健增长，维持“买入”评级。**

化妆品是消费升级优势品类，电商已经成为美妆个护第一大销售渠道，美妆电商代运营行业景气度依然较高。美妆品类线上运营复杂，行业准入门槛将持续提高，龙头企业有望建立起竞争壁垒，市场份额将稳步提高。公司凭借百雀羚一战成名，精细化、专业化的品牌运营能力得到市场认可，供应链管理效率持续提升。2019年公司成功跻身天猫六星级服务商，有望获得平台方流量支持，合作品牌资源将稳步拓展。公司服务收入占比高，盈利能力大幅领先同行，经营优势较大。预计2019-2021年实现营业收入14.86/20.43/26.83亿元，同比增长46.7%/37.5%/31.3%；实现归母净利润2.10/2.81/3.89亿元，同比增长28.9%/33.9%/38.7%。对标龙头宝尊电商56XPE，壹网壹创2020年目标市值约157亿元。

图表 70: 宝尊电商市盈率表现



来源: Wind 中泰证券研究所

风险提示

- (1) 行业竞争加剧影响公司议价能力，服务费率持续下滑；**
- (2) 百雀羚品牌合作协议不可持续，新品牌拓展不及预期；**
- (3) 电商销售波动加剧，销售费率大幅提升；**
- (4) 销售增速放缓，返点金额大幅减少，公司盈利能力下滑。**

图表 71: 壹网壹创财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	704	1,013	1,486	2,043	2,683
增长率	38.9%	43.8%	46.7%	37.5%	31.3%
营业成本	-374	-581	-870	-1,203	-1,562
% 销售收入	53.2%	57.4%	58.6%	58.9%	58.2%
毛利	330	431	616	840	1,121
% 销售收入	46.8%	42.6%	41.4%	41.1%	41.8%
营业税金及附加	-5	-6	-9	-13	-17
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
营业费用	-122	-190	-267	-368	-483
% 销售收入	17.3%	18.8%	18.0%	18.0%	18.0%
管理费用	-26	-32	-40	-55	-72
% 销售收入	3.7%	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	176	203	299	404	549
% 销售收入	25.0%	20.0%	20.2%	19.8%	20.5%
财务费用	1	1	-20	-30	-30
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	1.3%	1.5%	1.1%
资产减值损失	2	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	178	205	279	374	519
营业利润率	25.3%	20.3%	18.8%	18.3%	19.3%
营业外收支	9	15	0	0	0
税前利润	187	220	279	374	519
利润率	26.6%	21.7%	18.8%	18.3%	19.3%
所得税	-47	-55	-70	-94	-130
所得税率	24.9%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	138	163	210	281	389
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	138	163	210	281	389
净利率	19.6%	16.1%	14.1%	13.7%	14.5%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	87	107	225	363	632
应收款项	102	131	224	264	377
存货	24	75	69	130	129
其他流动资产	81	110	116	129	137
流动资产	294	422	634	886	1,274
% 总资产	83.2%	83.8%	82.8%	83.2%	85.5%
长期投资	0	10	10	10	10
固定资产	6	12	39	63	85
% 总资产	1.8%	2.4%	5.0%	5.9%	5.7%
无形资产	0	0	0	0	0
非流动资产	59	81	132	179	216
% 总资产	16.8%	16.2%	17.2%	16.8%	14.5%
资产总计	353	503	765	1,065	1,490
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	25	51	84	103	139
其他流动负债	40	52	52	52	52
流动负债	65	103	135	155	191
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
负债	65	103	135	155	191
普通股股东权益	288	400	630	910	1,299
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	353	503	765	1,065	1,490

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	1.72	2.03	2.62	3.51	4.86
每股净资产 (元)	3.61	5.00	7.87	11.38	16.24
每股经营现金净流 (元)	0.99	1.31	2.22	2.86	4.36
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	47.77%	40.65%	33.28%	30.83%	29.94%
总资产收益率	39.02%	32.31%	27.39%	26.34%	26.10%
投入资本收益率	162.96%	101.33%	100.32%	88.58%	83.94%
增长率					
营业总收入增长率	38.86%	43.78%	46.71%	37.50%	31.31%
EBIT增长率	159.44%	15.05%	48.80%	34.97%	35.78%
净利润增长率	190.47%	17.99%	28.88%	33.89%	38.65%
总资产增长率	51.44%	42.50%	52.00%	39.22%	39.92%
资产管理能力					
应收账款周转天数	44.6	41.4	43.0	43.0	43.0
存货周转天数	15.4	17.6	17.4	17.5	17.3
应付账款周转天数	17.2	10.7	13.9	13.9	13.9
固定资产周转天数	2.3	3.3	6.1	8.9	9.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-37.08%	-56.12%	-57.68%	-69.42%	#REF!
EBIT利息保障倍数	-343.6	-244.7	15.0	13.5	18.3
资产负债率	18.33%	20.53%	17.70%	14.54%	12.82%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	138	163	210	281	389
加: 折旧和摊销	3	7	3	6	8
资产减值准备	2	2	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	1	20	30	30
投资收益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-122	-75	-56	-88	-79
经营活动现金净流	79	105	177	229	349
固定资本投资	-4	-5	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-51	-28	-60	-60	-50
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-15	-57	0	-30	-30
筹资活动现金净流	-15	-57	0	-30	-30
现金净流量	13	20	118	139	269

来源: 公司公告 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。