

日用化学品 II

化妆品深度系列三：电商代运营专题

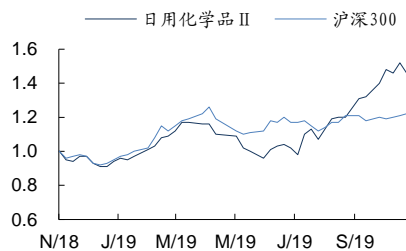
超配

(维持评级)

2019年11月11日

一年该行业与沪深300走势比较

行业专题



相关研究报告:

《化妆品行业专题系列之二：美妆双雄各显千秋，把握红利迈向龙头》——2019-10-21
《海外化妆品企业运营观察：品牌焕新是基石，产品升级是核心，渠道切换是催化》——2019-08-21
《化妆品行业系列专题：夹缝中之蝶变，探寻本土美妆品牌突围之路》——2019-01-22

证券分析师：张峻豪

电话：0755-22940141
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517070001

证券分析师：曾光

电话：0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980511040003

迎接最好的时代，一站式服务助力品牌价值塑造

● 品牌电商服务：从网络商品搬运工到品牌价值塑造者

品牌电商服务主要指为品牌提供电商运营中包括店铺管理、客服、IT、仓储物流、营销等一站式服务。2018年行业规模预计1613.4亿元，5年复合增速57.6%，根据天猫数据，18年平台内品牌服务商贡献营业额1500亿，增速高于大盘增速20%，已成为电商整体增长重要推力。其中美妆品类占比最高，增长也最为突出，随着美妆品牌线上竞争加剧，品牌商不仅对代运营服务需求增加且愿意支付的佣金比例也最高，而当前美妆电商火热的背后也离不开优质服务商的推波助澜。

● 行业发展推动：供给爆发需求裂变，美妆品牌运营服务迎最好时代

从供给角度，国内外美妆品牌电商重视程度不断提升，但企业运营电商过程中由于平台规则的复杂多变以及人才、技术相对缺乏，且传统品牌兼顾线下体系具有难度，因此选择代运营服务将有效降低成本高效布局。从需求角度，下游销售平台多元化带来掌握国内美妆市场的增量客群的契机，同时流量来源越发分散下，服务商通过大数据分析，并高效利用内容营销以社会化传播带动高质流量，在帮助品牌商打造爆品提升品牌力的同时也将提升自身产业链地位及盈利能力。

● 行业格局变化：多维布局铸就壁垒，资本化助力更上一层楼

整体来看，品牌电商服务商行业龙头集中度不断提升，CR4市占率达32.1%，在美妆领域优质服务商通过在资金、技术、人才、新营销模式等领域建立核心竞争力，目前已将大部分优质美妆品牌电商运营资源抢占；而对于品牌方收回运营权的担忧，一方面美妆领域电商运营难度相对更高，且行业需求变化较快，企业切换成本较高；另一方面，未来部分优质服务商通过自身运营实力的提升，在行业横向以及产业纵向均具备一定切入能力，从而能够更好的规避品牌流失风险。整体来看，目前优质企业资本化进程不断加速，登陆资本市场后服务商将具备更为强劲的资金实力进行业务扩张，并为企业带来重要品牌背书。

● 投资建议：迎接最好的时代，一站式服务助力品牌价值塑造

壹网壹创：公司作为A股美妆代运营第一股，具备一定板块稀缺性，有望分享美妆线上大发展红利，同时借助自身长期培养下的内容营销及产品开发能力，深度介入上游品牌环节，未来在优质品牌合作绑定、盈利能力提升以及新品类和品牌的扩张上具备较强看点，预计公司19-21年EPS2.74/3.71/4.84元，对应PE62/46/35倍，给予“增持”评级；**珀莱雅**：公司作为自营电商渠道极为成功的品牌商，其电商事业部一定程度上可被视为一个电商服务商，一方面，电商事业部的强大运营能力助力珀莱雅品牌在近年实现快速成长；另一方面，珀莱雅的多品牌以及围绕电商新生态的投字布局也将持续赋能电商部门的快速发展。维持公司19-21年EPS1.97/2.65/3.35元，对应PE46/34/27倍，维持“买入”。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
603605	珀莱雅	买入	90.81	18,279	1.97	2.64	46.1	34.4
300792	壹网壹创	增持	169.30	13,544	2.74	3.71	61.8	45.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

品牌电商服务 2018 年规模预计 1613.4 亿元，5 年复合增速 57.6%，行业整体增长迅速，且根据天猫数据，18 年平台内品牌服务商贡献营业额 1500 亿，增速高于大盘增速 20%，已成为电商整体增长重要推力。其中美妆品类占比最高，增长也最为突出，当前美妆电商火热的背后也离不开优质服务商的推波助澜。

推荐重点关注：1) 壹网壹创：公司作为 A 股美妆代运营第一股，具备一定板块稀缺性，有望分享美妆线上大发展的红利，同时借助自身长期培养下的内容营销及产品开发能力，深入介入上游品牌环节，未来在优质品牌合作绑定、盈利能力提升以及新品类和品牌的扩张上具备较强看点，预计公司 19-21 年 EPS2.74/3.71/4.84 元，对应 PE62/46/35 倍，给予“增持”评级；**2) 珀莱雅：**公司作为自营电商渠道极为成功的品牌商，从其电商事业部一定程度上可被视为电商服务商，一方面，电商事业部的强大运营能力助力珀莱雅品牌在近年实现快速成长；另一方面，珀莱雅的多品牌以及围绕电商新生态的投字布局也将持续赋能电商部门的快速发展。维持公司 19-21 年 EPS1.97/2.65/3.35 元，对应 PE46/34/27 倍，维持“买入”。

核心假设或逻辑

第一，从供给角度，国内外美妆品牌电商重视程度不断提升，但企业运营电商过程中由于平台规则的复杂多变以及人才、技术相对缺乏，且传统品牌兼顾线下体系具有难度，因此选择代运营服务将有效降低成本并高效布局。

第二，从需求角度，下游销售平台多元化带来掌握国内美妆市场的增量客群的契机，同时流量来源越发分散下，服务商通过大数据分析，并高效利用内容营销以社会化传播带动高质流量，在帮助品牌商打造爆品，提升品牌力的同时也将提升自身产业链地位及盈利能力。

第三，整体来看，品牌电商服务商行业龙头公司集中度不断提升，CR4 市占率达 32.1%，在美妆领域优质服务商通过在资金、技术、人才、新营销模式等领域建立核心竞争力，目前已将大部分优质美妆品牌电商运营资源抢占，行业格局有望持续优化。

与市场预期不同之处

市场普遍担忧品牌方在电商业务做大后收回代运营权导致企业发展受限，目前来看，整体代运营企业与品牌合作较为稳定：一方面美妆领域电商运营难度相对更高，且行业需求变化较快，企业切换成本较高；另一方面，未来部分优质品牌商通过自身运营实力的提升，在行业横向以及产业纵向均具备一定切入能力，从而能够更好的规避品牌流失风险。

股价变化的催化因素

第一，电商行业下沉市场打开，行业增速迅速扩大。

第二，美妆行业持续高景气度，服务商代理品牌增长超预期。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，化妆品行业增长放缓，美妆代运营商依托品牌成长放缓；

第二，电商行业出现政策或商业模式变革，导致代运营服务模式出现变化；美妆品牌商陆续收回代运营权，对企业营收带来重大影响。

内容目录

品牌电商服务：从产品搬运工到价值塑造者	6
品牌电商服务商的角色：从网络商品搬运工到品牌价值塑造者	6
品牌服务商的运营模式：重资产与轻资产模式的权衡	7
行业规模：行业整体高速增长，美妆代运营尤为突出	8
供给爆发需求裂变，美妆品牌运营服务迎来最好时代	11
供给爆发：国内外美妆品牌电商化程度不断加深，重视力度前所未有	11
需求裂变：电商规则复杂多变，流量碎片化提升运营难度	13
行业集中度有望进一步提升，多维布局铸就壁垒	16
与同业的竞争：规模优势助力强者恒强，技术人才强化壁垒	18
与品牌商的博弈：加强自身实力绑定品牌，横向布局分散风险	20
优质企业均已具备突出优势，资本化助力更上一层楼	22
优质公司各有所长，把握行业红利快速发展	22
财务比较：丽人丽妆规模优势突出，壹网壹创盈利能力较强	27
投资建议：关注壹网壹创及珀莱雅	30
壹网壹创：美妆代运营第一股，深耕品牌运营高速增长	30
珀莱雅：电商事业部推动整体快速成长，多元布局赋能线上发展	32
风险提示	33
国信证券投资评级	35
分析师承诺	35
风险提示	35
证券投资咨询业务的说明	35

图表目录

图 1: 化妆品产业链结构示意图	6
图 2: 电商代运营商的职能介绍	7
图 3: 品牌电商服务市场规模	8
图 4: 品牌电商服务在整体电商市场中的渗透率	8
图 5: 商品网上销售额变化情况	8
图 6: B2C 市场增速	8
图 7: 我国日用化妆品电商渠道占比快速提升	9
图 8: 美妆在电商服务中使用比例相对最高	9
图 9: 国际品牌入驻天猫迎来快速增长	11
图 10: 2016 服务商国内、国际服务品牌数量占比 (%)	11
图 11: 美妆消费不断细化	12
图 12: 代运营服务团队年轻化程度较高	12
图 13: 淘宝每月均有大量新规产生	13
图 14: 电商平台多元化	14
图 15: 社交电商新渠道布局方式与传统较为不同	14
图 16: 新时期下营销流量越发碎片化	14
图 17: 利用网红 KOL 进行内容营销变革网购流程	14
图 18: 服务商大数据能力将提升品牌方精细化布局	15
图 19: 品牌电商服务商 CR4 市占率	16
图 20: 2019 年 Q3 美妆相关行业天猫星级运营商排名	17
图 21: 天猫星级服务商权益	17
图 22: 壹网壹创与宝洁合作案例	19
图 23: 宝尊与 NBA 中国品牌合作案例	19
图 24: 竞争加剧美妆品牌集中度下行	20
图 25: 天猫双十一大促对全年 GMV 贡献比例不断提升	20
图 26: 国货美妆品牌大幅增长	21
图 27: 第二届进博会期间美妆展出新品进一步增加	21
图 28: 公司发展历程	23
图 29: 百雀羚对公司营收及业绩比重下降	24
图 30: 公司分业务模式比重	24
图 31: 壹网壹创的创新服务模式	24
图 32: 公司新品开发流程	24
图 33: 公司主要运营成就	25
图 34: 丽人丽妆经销模式占比较高	26
图 35: 公司股权结构图	26
图 36: 若羽臣业务结构分类	26
图 37: 公司旗下品牌一览	26
图 38: 若羽臣国际品牌业务占比	27
图 39: 公司研发费用水平较高	27
图 40: 可比代运营公司营收对比	28
图 41: 可比代运营公司业绩对比	28
图 42: 可比代运营公司毛利率对比	28
图 43: 可比代运营公司期间费用率对比	28
图 44: 可比代运营公司销售费用率对比	29
图 45: 可比代运营公司管理费用率 (含研发) 对比	29
图 46: 可比代运营公司存货周转天数对比	29
图 47: 可比代运营公司现金流情况对比	29
图 48: 公司运营品牌 19 年双十一预售排名前列	30
图 49: 公司与同行品牌数量对比	30
图 50: 公司位列天猫六星服务商	31
图 51: 公司团队年轻化程度较高	31
图 52: 公司事业部制的组织架构	32
图 53: 珀莱雅投资布局示意图	32
表 1: 品牌电商运营商的运营模式分类	7
表 2: 近年国家推动电商平台发展的相关法律法规文件	9

表 3: 不同品类对代运营需求比例及佣金率情况.....	10
表 4: 天猫双十一美妆品牌销售排行榜.....	10
表 5: 部分一线品牌及其线上服务商一览.....	17
表 6: 天猫对品牌服务商星级评判维度.....	18
表 7: 品牌服务商格局情况.....	18
表 8: 天猫对星级品牌服务商规模要求.....	19
表 9: 代运营公司资本化进程一览.....	22
表 10: 公司核心管理人员背景.....	23
表 11: 壹网壹创盈利预测.....	31
表 12: 宝尊电商估值情况.....	32
表 13: 珀莱雅盈利预测.....	33

品牌电商服务：从产品搬运工到价值塑造者

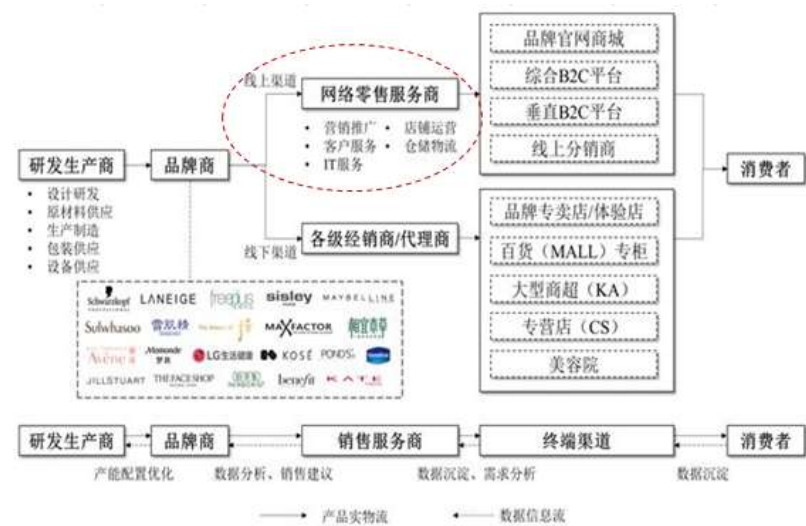
品牌电商服务又被广泛称之为线上代运营服务，我们在本文定义为指在电子商务活动中为品牌提供部分或全部的电商运营外包服务，包括平台店铺管理运营，客户服务管理、IT 软件服务（如 ERP、CRM 系统等）、营销服务、仓储物流服务，因此包括了经销、纯代运营以及单一模块服务输出等形式。品牌电商服务兴起于淘宝、天猫平台，通常被称为 TP 公司（T-mall Partner），但近几年随着其他 B2C 平台逐渐发展壮大，新垂直、社交不断兴起，代运营的服务遍及各大平台。随着电商品牌化的大力推进，电商代运营市场也在快速发展，根据艾瑞咨询数据，2018 年市场规模预计达到 1613.4 亿元，并保持着 45.7% 的高速增长，过去五年保持着 57.59% 的复合增长率。

品牌电商服务商的角色：从网络商品搬运工到品牌价值塑造者

我们从整个化妆品产业链的角色分配来看，线上服务商在产业链中的地位一定程度上与线下链接品牌商及销售终端的经销商类似，但由于线上渠道的固有特征，其具备的职能也更加丰富。

作为网络零售第三方的服务商是联结品牌方和线上销售平台的桥梁。一方面，网络零售服务商与品牌方达成合作，为品牌方提供包括运营、IT、营销、仓储物流、客户服务等内容的电子商务综合服务，解决了品牌方传统线下渠道覆盖有限、中间分销代理环节影响推广效率的产业痛点，在流量成本攀升、行业竞争加剧的市场环境下，以精细化运营实力，提升品牌在线上零售的销售转化和运营效率。另一方面，网络零售服务商也为消费者提供产品零售服务，以丰富的产品类目满足消费品质升级和多元化消费诉求，以个性化服务优化终端消费者的购物体验 and 效率。

图 1： 化妆品产业链结构示意图



资料来源：丽人丽妆招股说明书，国信证券经济研究所整理

从品牌代运营行业产生的初衷来看：是在电子商务崛起的背景下，让涉足线上业务的传统品牌商继续专注其所擅长的产品研发和生产业务，而将电商运营中需要的一系列工作外包给代运营商处理，使得品牌企业运营效率最大化。

因此品牌电商运营最基础职能主要在于 1) 客户服务：对品牌线上消费者售前售后提供服务，提升对消费者满意度及品牌忠诚度；2) 店铺管理：帮助品牌方开店及店铺日常运营，负责与平台沟通等；3) IT 解决方案：提供 ERP 及 CRM 系统等，用以对接客户系统、物流系统等；4) 仓储物流：提供仓库，以

及货品物流配送服务等；总体来看，这些职能的呈现都是基于电商作为一个卖货渠道的角色展开的。

图 2: 电商代运营商的职能介绍



资料来源: 国信证券经济研究所整理

而在新时期下,随着社交电商等新形态的产生,电商还承担了建立消费者沟通,传递品牌价值以及反馈消费者数据的角色,因而服务商也加载了内容营销以及围绕产品开发提供支持的新功能: 1) **新营销服务**: 品牌服务商提供多渠道创意策划、设计制作等方面的服务,为品牌商产品提供流量支持; 2) **品牌咨询**: 品牌服务商通过终端掌握的消费者数据分析,指导品牌定位、选品、设计、改进研发等等,帮助品牌商实现对新品牌进行孵化、成熟品牌重塑,进而能够及时响应终端消费者的需求。

品牌服务商的运营模式: 重资产与轻资产模式的权衡

电商品牌运营商根据不同职能以及品牌商的合作要求,有着不同的运营模式。主要可以分为三种:

1) **经销模式**: 该模式下运营商买断商品,承担库存压力,因而资产较重,收入来自销售差价。运营商对商品有控制权,但由于承担了库存压力资金占用大,因此对供应链管理和资源整合能力提出较高要求。在行业发展初期,由于品牌商对电商渠道运营相对不熟悉或者说不信任的情况下采用的较为普遍。此外,运营商在经销模式下的销售模式除了直接对接消费者以外,也会根据部分品牌要求向淘系中小卖家或 B2C 代销平台进行产品的二次分销。从毛利率水平来看,经销 2C 模式预计在 30%-40%左右,而 2B 的分销则仅为 15%左右。

表 1: 品牌电商运营商的运营模式分类

业务模式	服务模式	直接客户类型	收费模式
经销模式	以买断的形式向品牌方采购货品并进行销售	1、终端消费者 2、淘系中小商家/唯品会或京东等 B2C 代销平台	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
代销模式	提供品牌商线上销售的一整套运营服务	终端消费者	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
服务模式	根据品牌商要求,组织设计、研发或者策划相应的服务解决方案	品牌方	根据合同约定收取服务费

资料来源:国信证券经济研究所整理

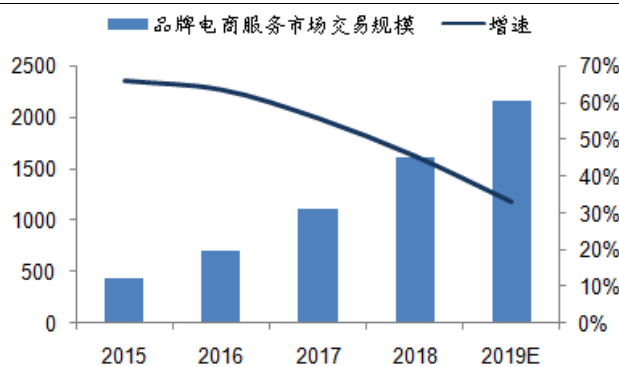
2) **纯代运营销售模式**: 代销模式为品牌商提供 IT 系统、店铺运营、营销推广以及仓储物流等一系列服务,向品牌商收取服务费及销售提成。与经销模式的主要区别在于为轻资产运营,不承担库存压力,纯代运营服务模式毛利率水平较高,平均可达到 60%-70%左右。这一模式也多数服务商后期切换方向。

3) 服务模式: 服务模式主要向品牌商提供数字内容营销、IT 技术系统等根据品牌商具体需求打造的运营服务, 并根据约定的服务费收取费用, 一般包括固定服务费及与销售业绩等挂钩的浮动服务佣金。

行业规模:行业整体高速增长, 美妆代运营尤为突出

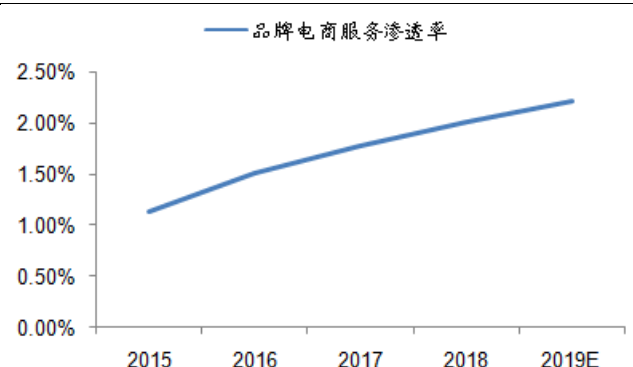
从品牌电商服务行业市场规模情况来看, 近年来, 在政策、网络购物高速增长及消费升级等因素驱动下, 电商代运营市场快速发展, 根据艾瑞咨询数据, 2018 年市场规模预计达到 1613.4 亿元, 并保持着 45.7% 的高速增长, 并且在过去 5 年保持了 57.59% 的复合增长率, 成长性极为突出。但整体上看, 品牌电商服务在电商行业中的渗透率仍相对较低, 未来随着电商行业品牌化品质化发展的持续, 以及代运营企业数量和人才及技术的培育突破, 行业有望得到进一步发展。

图 3: 品牌电商服务市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 4: 品牌电商服务在整体电商市场中的渗透率



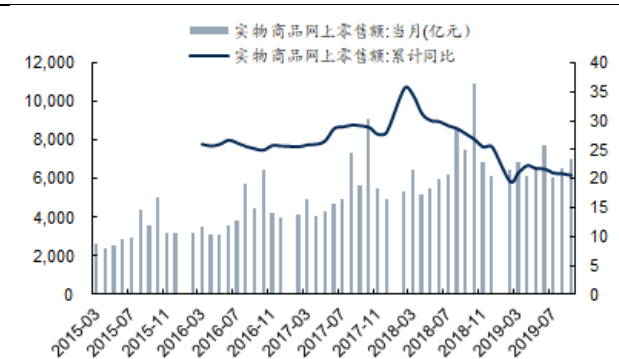
资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

➤ **电商品牌化发展为代运营提供了广阔的发展土壤**

对于整个代运营产业来说, 行业的发展是随着电子商务快速发展壮大而来的。随着电商渗透率的上升, 网络购物市场规模持续扩大, 根据社零数据 2018 年实物商品网上零售额 7.02 万亿元, 增长 25.4%, 渗透率达到 18.4%, 而 2019 年 1-9 月, 继续保持高速增长 20.5% 至 5.78 万亿元, 渗透率提升至 19.5%。

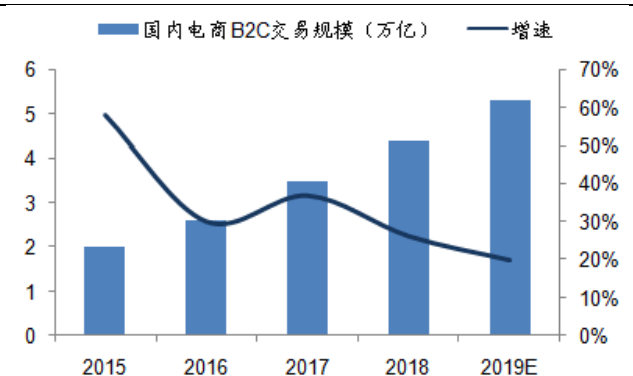
而在代运营所依托的 B2C 电商市场中, 根据艾瑞咨询数据, 2018 年 B2C 电商市场规模高达 4.4 万亿元, 预计 2021 年将突破 7 万亿元, 且自 2015 年以来份额始终明显高于 C2C。B2C 在商品质量、服务体系等方面有更多优势, 未来随着消费者对产品品质及体验的追求不断增强, 将进一步推动 B2C 市场发展。

图 5: 商品网上销售额变化情况



资料来源: 商务部, 国信证券经济研究所整理

图 6: B2C 市场增速



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

同时从政策角度来看, 近年来国家推出多项促进电商市场健康有序发展的法律

法规，特别是今年开始实施的《电商法》进一步规范了国内电商市场运营，有效保障消费者权益，有利于长期规范化运营的 B2C 电商平台发展，在一定程度上也给优质电商代运营商提供了更加良好的发展土壤。

表 2: 近年国家推动电商平台发展的相关法律法规文件

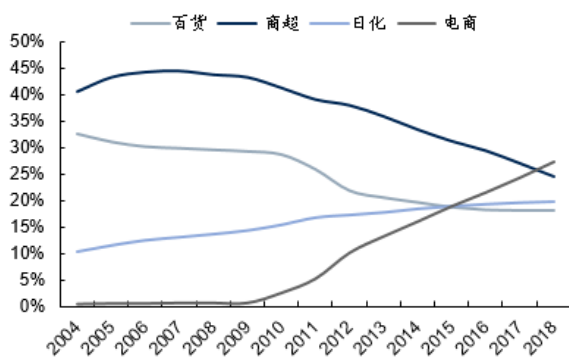
颁布时间	颁布部门	法规或政策名称	与行业相关内容
2016 年	发改委、商务部、中国人民银行、海关总署、国家税务总局、工商总局、质检总局	《关于推动电子商务发展有关工作的通知》	完善电子商务法规政策环境。健全电子商务支撑体系。加强电子商务基础设施和交易保障设施建设。积极培育电子商务服务。深化电子商务应用。
2016 年	商务部、中央网信办、发改委	《电子商务“十三五”发展规划》	确定电子商务“十三五”发展目标：电子商务全面融入国民经济各领域，发展壮大具有世界影响力的电子商务产业，预计 2020 年，电子商务交易额同比“十二五”末翻一番，超过 40 万亿元，网络零售额达到 10 万亿元左右，电子商务相关从业者超过 5,000 万人。
2017 年	中共中央办公厅 国务院办公厅	《关于促进移动互联网健康有序发展的意见》	促进移动互联网基础设施互联互通，大力发展跨境移动电子商务。支持移动互联网企业走出去，鼓励通过多种方式开拓国际市场，加大移动互联网应用、产品、服务海外推广力度。推进电子商务诚信体系建设，营造有利于电子商务创新发展的市场环境，充分发挥电子商务在推动高质量发展、满足人民日益增长的美好生活需要、构建开放型经济方面的重要作用；国家平等对待线上线下商务活动，促进线上线下融合发展；电子商务经营者从事经营活动，应当遵循自愿、平等、公平、诚信的原则，遵守法律和商业道德，公平参与市场竞争，承担产品和服务质量责任，接受政府和社会的监督。
2018 年	全国人大常委会	《中华人民共和国电子商务法》	引导电商平台以数据赋能生产企业，促进个性化设计和柔性化生产，培育定制消费、智能消费、信息消费、时尚消费等商业新模式。扩大电子商务进农村覆盖面，优化快递服务和互联网接入，培训农村电商人才，提高农村电商发展水平。扩大跨境电商零售进口试点城市范围，顺应商品消费升级趋势，抓紧调整扩大跨境电商零售进口商品清单。
2019 年	国务院办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的意见》	对互联网领域的不正当竞争行为进行规制，规定经营者不得对其商品的性能、功能、质量、销售状况、用户评价、曾获荣誉等作虚假或者引人误解的商业宣传，欺骗、误导消费者；经营者不得通过组织虚假交易等方式，帮助其他经营者进行虚假或者引人误解的商业宣传。
2019 年	全国人大常委会	《中华人民共和国反不正当竞争法》	

资料来源:壹网壹创招股说明书, 国信证券经济研究所整理

化妆品电商代运营在行业中需求最为突出，且收费水平相对较高

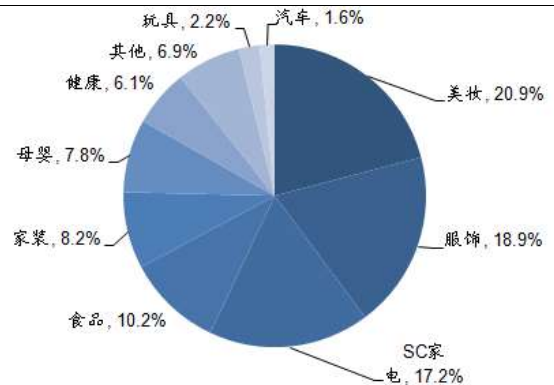
对于化妆品电商代运营行业而言，其增速相对代运营行业整体增长表现更快，其背后的推动力一方面是美妆网购市场这几年的快速增长，即美妆市场整体快速增长的同时，线上渗透率也在快速提升：根据 CBNDData 数据显示，八成美妆个护品牌在中国线上渠道规模占比已超过 10%。从欧睿数据也可以看到，日化市场线上占比近年来不断快速提升，已经成为日化市场占比第一的渠道。

图 7: 我国日用化妆品电商渠道占比快速提升



资料来源: 欧睿数据, 国信证券经济研究所整理

图 8: 美妆在电商服务中使用比例相对最高



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

同时，各大品类中，美妆由于其个性化程度较高，消费者需求变化较快，导致品类线上运营特点较为复杂，且要求的运营技巧多，因此相关品牌使用专业电商代运营外包服务也最为普遍。根据艾瑞咨询统计，美妆、服饰和 3C 家电品类对品牌电商服务的需求比例相对较高。其中美妆产品又是其中相对最高的。且随着近年来线下美妆品牌商对电商渠道重视力度的加大以及流量运营复杂程度的加深，使得其不仅使用比例较高，平均佣金率也是相对最高的。

表 3: 不同品类对代运营需求比例及佣金率情况

品类	对代运营需求比例	代运营平均佣金率
美妆	50%-60%	15%-20%
服饰	20%-30%	10%-15%
3C 家电	10%-20%	2%-10%

资料来源:艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

此外, 伴随居民美妆消费习惯的改变, 特别是在低线市场以及年轻化趋势下渗透率和客单价快速提升。这也与目前电商平台的年轻化以及挖掘下沉市场的战略较为一致, 由此带来的需求爆发式增长为美妆线上代运营行业发展提供了强劲驱动力。

➤ 美妆线上格局突变, 代运营商助力一线品牌实现降维打击

伴随美妆电商的快速发展, 品牌格局也在发现变化, 国际一线品牌近年来已经在电商渠道反超国产品牌位居前列, 今年天猫双十一预售榜单中, 前十全部为国际品牌。整体来看, 国际品牌自身的品牌力及产品力远优于此前占据电商销售前列的国产淘品牌, 但是由于对线上的玩法的不熟悉以及低价渠道对品牌力冲击的担忧, 导致其电商销售迟迟未能打开局面, 但在借力国内代运营商后, 通过与时俱进的内容营销以及电商规则的应用, 近年来快速的打开了市场, 目前我们看到, 排名前列的国际品牌中均有国内优质品牌服务商作为推手。

表 4: 天猫双十一美妆品牌销售排行榜

2015	2016	2017	2018	2019
百雀羚	百雀羚	百雀羚	玉兰油	雅诗兰黛
韩束	欧莱雅	自然堂	兰蔻	欧莱雅
自然堂	SK-II	玉兰油	欧莱雅	玉兰油
玉兰油	一叶子	欧莱雅	SK-II	兰蔻
欧莱雅	自然堂	雅诗兰黛	雅诗兰黛	SK-II
阿芙	雅诗兰黛	兰蔻	百雀羚	后
兰蔻	韩束	SK-II	自然堂	伊丽莎白雅顿
御泥坊	佰草集	一叶子	Home Facial	资生堂
雅诗兰黛	玉兰油	悦诗风吟	资生堂	海蓝之谜
膜法世家 1908	兰蔻	御泥坊	薇诺娜	赫莲娜

资料来源:亿邦动力网, 国信证券经济研究所整理

注: 2019 年为预售榜单

供给爆发需求裂变，美妆品牌运营服务迎来最好时代

整体来看，中国电商行业已经从最初的低价，到品牌化再到如今的个性化和品质化发展阶段。而在整体电商行业不断进阶的过程中，品牌服务商也逐步承担了更加重要的角色，对于电商整体增长贡献越来越巨大：根据天猫官方数据显示，**2018年平台内品牌服务商贡献营业额1500亿，增速高于大盘增速20%，由服务商引进的新品牌843个，成交额是大盘新商家的3倍。**

一方面，随着消费者需求变化越来越快，品牌商对消费者需求定位难度加大，需要服务商通过数据分析以及活动策划，帮助品牌产品更好的满足终端消费者的需求；另一方面，新兴电商渠道迅速发展，流量传播愈发分散，增大了品牌对消费者触达难度，也因此需要服务商帮助更好的获取多渠道流量。这些变化特点在线上美妆行业体现最为突出。

供给爆发：国内外美妆品牌电商化程度不断加深，重视力度前所未有

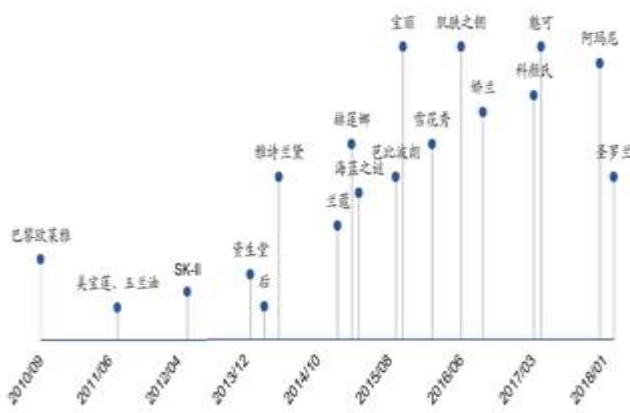
从美妆品牌商需求来看，电商渠道毋庸置疑已经成为企业最重要的发展推动力。目前来看，布局电商的美妆企业整体可以分为三股势力：

1) 国际大牌在2015年前后大举布局以天猫为主的电商平台。这个过程中多数公司均采用了代运营方式切入电商，借助专业资源快速打开中国电商渠道，并改变营销打法适应年轻化的市场，近年重回高速增长。但国际品牌较为注重品牌的长期发展，对选择代运营企业的服务质量要求较高。

2) 线下起家的本土品牌也在积极发力电商。线下本土品牌自身已具备一定品牌力和产品力，在线下传统增长遇到天花板之际，借由电商帮助其触及更多目标消费者，线上销售额迎来爆发。本土传统品牌目前虽有如珀莱雅，自然堂等自建电商团队布局的企业，**但多数传统企业由于自身对电商运营的不熟悉以及出于降低运营成本的考虑，仍主要通过代运营企业进行布局。**

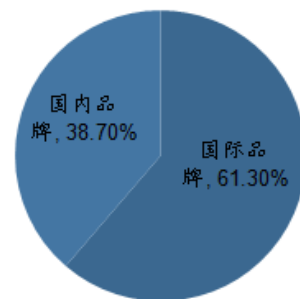
3) 大量的国产新锐品牌在电商渠道实现了爆发式增长。这些品牌通过差异化的产品概念以及超前的营销意识，借助平台的流量扶持取得了快速的增长；这类企业虽多为自营但与代运营行业也有着千丝万缕的联系，部分新锐品牌公司的创始团队往往就是代运营企业出身，熟知电商运营规则及各类打法，也借由此前积累的资源与平台之间保持着紧密的合作关系。

图 9：国际品牌入驻天猫迎来快速增长



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 10：2016 服务商国内、国际服务品牌数量占比 (%)



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

无论传统本土品牌商还是国外品牌商进入国内电商渠道后，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，因此需要借助品牌服务商的专

业运营帮助其打开线上渠道。

➤ 电商爆发加剧美妆行业竞争激烈，理念层出不穷缩短品牌的生命周期

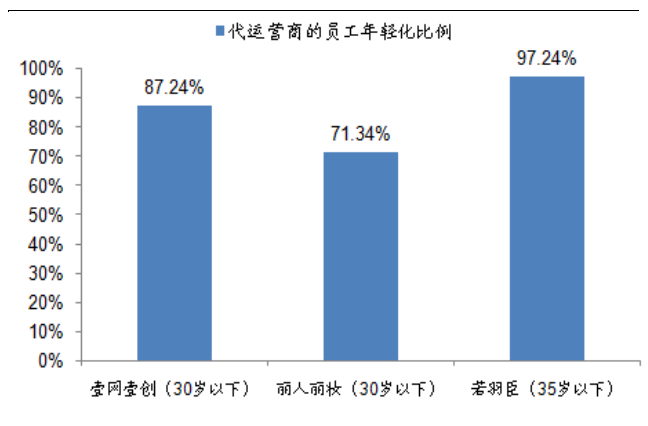
电商渠道的爆发给化妆品企业带来了新的增长来源点，但是大量品牌的集中涌入也加剧了行业的竞争激烈程度。因此美妆品牌商们在电商运营中需要更大的投入力度和精力成本。电商渠道的发展也给大量优秀新兴品牌的曝光机会，给品牌理念的推陈出新上提供了空间，这在刺激了年轻消费者消费频次提升的同时，也由于个性化消费习惯的养成降低了对单一品牌的忠诚度和生命周期。因此企业依靠单一产品难以维持长期增长趋势，品牌需要不断推陈出新。这个过程中无形之间加大了品牌商无论是老品牌维护还是新品牌培育发展的难度，也增加了单一品牌企业运营的成本，因此选择将电商运营交给专业优质的服务商进行一站式运营管理，在当前时期显得越发实际和经济。

图 11：美妆消费不断细化



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 12：代运营服务团队年轻化程度较高



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

➤ 年轻化的人才相对较为短缺，前期培育成本相对较高

一方面由于电商行业整体变革速度较快，而传统品牌的线下运营相关经验很难复制到线上运营之中；另一方面由于美妆行业近年来的年轻化趋势明显，消费新概念推陈出新速度较快，因此团队也需要以年轻化为主。

能够在新时期下不断抓取并理解用户需求的美妆电商运营人才现阶段较为短缺，传统品牌商自己进行培养或招募人才的成本相对较高，因而也进一步催生了对于专业品牌电商服务的需求。

➤ 电商对线下传统渠道冲击较为明显，传统品牌兼顾线下体系具有难度

一方面，传统线下渠道无论是 CS 还是百货及商超渠道，在电商的冲击下暴露出了诸如网点存活率低、单店产出下降、渠道执行效率低等问题，随着电商渠道在低线城市渗透率的提升，冲击力度也愈发加大。另一方面，部分品牌的线上的过度低价促销行为也造成了品牌价格体系的混乱，损害了线下经销商及终端门店的利益，进一步冲击了传统渠道。因此，品牌商们在重视电商的同时也需要兼顾线下渠道的利益诉求，在电商运营经验不成熟的情况下，如果无法做到线上线下的平衡发展，很有可能造成两头都失利的局面。因此借助专业代运营服务则成了很多品牌的现实考虑。

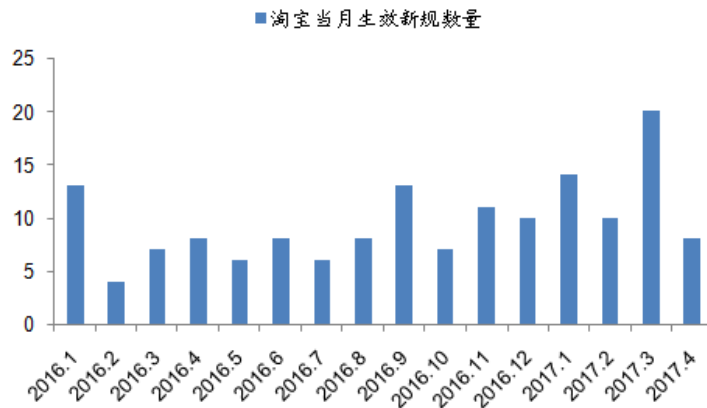
需求裂变：电商规则复杂多变，流量碎片化提升运营难度

市场动态变化加快，多元电商渠道不断兴起，进一步加大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，同时新品牌孵化难度也在不断加大。因此品牌方对于服务商的需求也正在升级和裂变，更多的需求意味着更多的服务模式和收费项目，建立起相关核心能力的服务商将具备一定议价能力。

➤ 快速发展中的电商平台运营规则复杂多变

品牌商能否在电商平台上取得良好的运营效果很大程度上取决于对电商平台规则的把握和熟练应用，包括招商开店、运营规范、流量营销、售后管理等等。首先电商平台很多机制/规则本身就是相对比较繁琐的，而近年来随着电商平台的快速发展，涉及领域的扩大以及新技术和模式的不断出现，相应的规则变化进一步加速，平台几乎每个月都会有一些新的规则或者新的变化出现。这就导致品牌商必须花较多的时间去研究并适应新的运营规则，将耗费大量人力物力，但如果不及时了解，又将无法有效利用规则来促进品牌发展。因此，将电商运营外包给专业的服务商操作相对更为经济。

图 13：淘宝每月均有大量新规产生



资料来源：淘宝官网，国信证券经济研究所整理

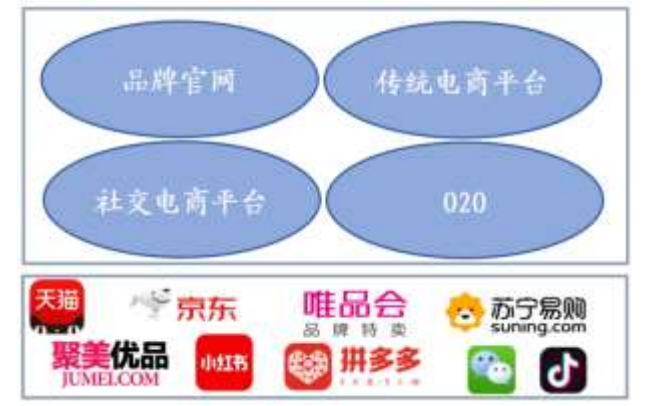
➤ 购物平台多元化，多渠道运营需更大成本

以淘宝、天猫、京东为主的主流平台不再是新一代客群的唯一线上渠道，近年来电商交易的平台越来越丰富，拼多多等新兴社交电商平台也在快速成长，在某些领域的成交水平一定程度上已经赶上了传统电商平台。这部分基于强关系的社交电商通过微信、小红书、抖音等渠道本身的社交属性达成裂变式传播的效果，以较低的成本延长产品的生命周期以及活跃度。

对于品牌商来说，一方面，这部分平台在年轻人受众广泛，因此通过布局新兴平台意味着能与年轻人建立更加深厚联系，也就掌握了目前国内美妆市场的增量客群。另一方面，分散平台布局，不再过于依赖单一渠道平台也能够最大程度的分散经营风险。

但这些平台上一整套运营打法也与传统电商有着较大差异。自身布局难度和成本相对较大，而优质服务商通常在能够稳住原有运营渠道的基础上，通过不断加快多元布局已经具备能够为品牌抢占多维度流量入口，提供多渠道营销方案的实力。

图 14: 电商平台多元化



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 15: 社交电商新渠道布局方式与传统较为不同



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

➤ 营销流量碎片化, 新媒介运用不当将提高成本

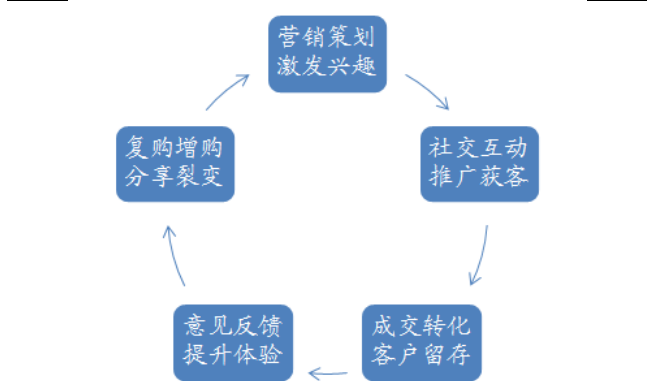
进入新媒体时代, 随着传播流量入口的更加碎片化, 美妆营销格局进一步发生变化, 正在向社交媒体为主的传播方式演进。对于品牌企业而言, 一方面社交媒体媒介符合当下社会化传播带来高质流量的趋势, 另一方面社交媒体进入门槛较低, 资金量需求不大, 只要玩法合理运用得当, 在同等条件给了本土品牌提供更好的曝光机会。此外, 由于新的流量来源主要来自传统电商平台之外, 对于平台而言也愿意给予站外流量占比较大的品牌一定支持, 吸引客群的留存。

图 16: 新时期下营销流量越发碎片化



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 17: 利用网红 KOL 进行内容营销变革网购流程



资料来源: 国信证券经济研究所整理

但流量来源越来越分散, 也会导致消费者分布不集中, 也增大品牌对于消费者需求定位的难度。而通过借助专业服务商来布局, 利用一套成熟的运营体系给品牌商的电商销售带来良性循环, 在解决流量分散问题的同时, 也可以利用好新营销红利, 在低成本营销的同时快速实现销售的达成。

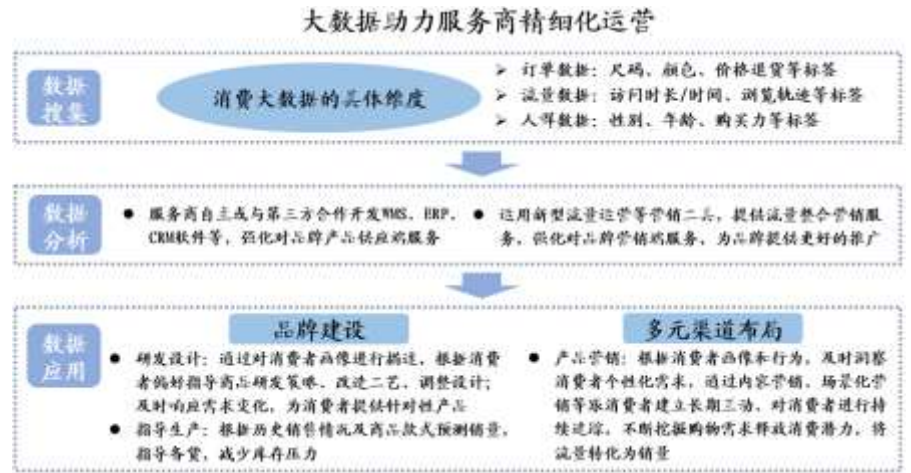
➤ 大数据挖掘需求, 助力品牌商精细化运营

品牌布局电商后的一大重要益处在于, 通过电商渠道可以有效帮助品牌方和消费者建立直接沟通, 帮助品牌商充分挖掘客户需求变化, 在后续精准营销以及产品研发环节提供支持。简而言之, 电商是一个有数据的渠道, 借助电商销售大数据, 可以有效助力品牌商围绕消费者需求开展全品类、全链路、全渠道的快速发展。

而专业的电商服务商, 通常具备较强的数字化工具应用能力, 并在网络数据挖掘、消费者需求分析、线上营销整合方面具有丰富的行业经验, 能够提升企业产品的知名度和影响力, 更多的传统企业主动选择利用电商渠道进行业务延伸

或升级转型：一方面通过建立与消费者直接联系的过程中，了解用户的偏好习惯特征，在后续营销过程中有所侧重，更好的提升营销效果；另一方面，在积累的足够多用户消费数据后，可以通过大数据分析未来需求变化趋势，在产品的研发设计层面反馈给品牌商进行提前布局。

图 18: 服务商大数据能力将提升品牌方精细化布局



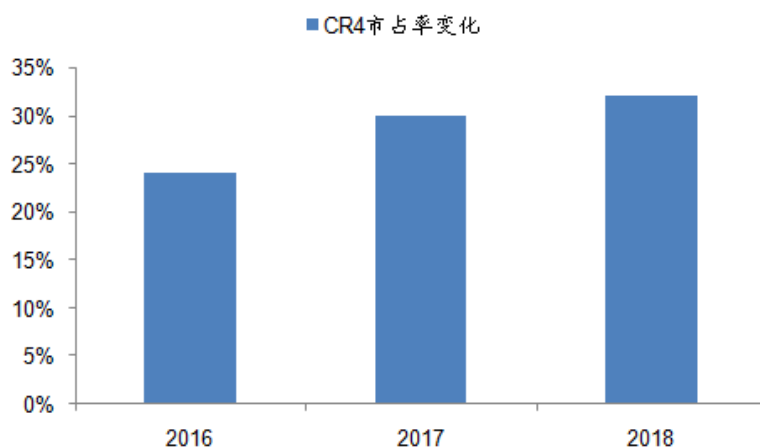
资料来源:艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

行业集中度有望进一步提升，多维布局铸就壁垒

整体来看，品牌电商服务商行业进入门槛不高，如前文所述，在满足多数品牌商对于代运营服务基础需求的店铺管理和客户服务职能下，代运营业务更多的是一种劳动力密集型产业，了解一定电商规则具备一定运营经验，同时前期积累过一定客户资源的小型创业团队都可以承担这一角色，因此电商代运营行业整体来看进入壁垒相对不高。但做大做强企业又相对较少，据天猫官方数据统计，服务店铺总数超过 50 家的电商代运营公司只有 3 家，超过 80% 的电商代运营公司代理的店铺总数不超过 10 家。

优质服务商企业在后续经营发展中，通过在资金、技术、人才、新营销模式等领域建立核心竞争力，同时快速扩大规模优势，逐步建立起了业务壁垒，并成长为行业龙头。而随着品牌电商行业的快速迭代发展，对于代运营商提出的要求也越来越高，行业集中度近年来也在不断提高。根据艾瑞咨询数据，2018 年品牌电商服务商 GR4 的 GMV 在市场中比重已经达到 32.1%。未来头部企业将继续拉开与行业内其他公司的距离，行业整合态势加剧，一些尚未形成规模化、竞争优势不强的服务商将逐步丢失客户被淘汰。

图 19: 品牌电商服务商 CR4 市占率



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

➤ 美妆代运营格局初现，优质品牌几近瓜分

在经历了多年发展之后，目前大部分优质美妆品牌在电商渠道的运营资源基本已被抢占，而我们在前文提到，一线品牌通过对于服务商的管理能力，资金规模等各项要求较高，能够长期稳定服务一线大牌的服务商均是运营实力强劲且得到平台方和品牌商的认可。

表 5: 部分一线品牌及其线上服务商一览

地区	美妆集团	美妆品牌	代运营商	
欧美	雅诗兰黛	雅诗兰黛	杭州悠可	
		倩碧	杭州悠可	
		海蓝之谜	乐其电商	
		悦木之源	乐其电商	
		美宝莲	丽人丽妆	
	欧莱雅	旁氏	丽人丽妆	
		联合利华	伊丽莎白雅顿	壹网壹创
	日韩	宝洁	OLAY	壹网壹创
			宝洁旗下洗护沐品牌	壹网壹创
		强生	强生婴儿	水羊国际
城野医生			水羊国际	
爱茉莉太平洋		兰芝	丽人丽妆	
国产品牌	LG	雪花秀	丽人丽妆	
		悦风诗吟	上海联恩	
		LG 生活健康	丽人丽妆	
	资生堂	欧珀莱	壹网壹创	
		花王	碧柔	上海联恩
	相宜本草	相宜本草	丽人丽妆	
		百雀羚	百雀羚	壹网壹创
佰草集	佰草集	壹网壹创		

资料来源:公司公告, 企业官网, 国信证券经济研究所整理
注: 部分品牌因销售平台及代理模式不同存在服务商重合

➤ 平台对优质服务商标准化分类, 星级服务商将享有更多平台支持

品牌电商渠道的多元发展迅速, 但在美妆领域天猫仍然是品牌商的最主要销售平台, 据 CBNDATA 数据, 天猫美妆占据化妆品电商 70%以上份额。而作为最成熟的电商平台, 天猫对于品牌服务商有着极为严格和合理的管理分类。近年来, 天猫对于代运营企业也加强了生态赋能, 助力 TP 转型升级为 TEP, 即成为智能商业背景下的一站式解决方案提供者, 并对平台内代运营企业进行定期考核评估, 2018 年平台认证服务商约 1000 家, 其中星级服务商 310 家。目前品牌与阿里建立合作的时候, 通常阿里就会根据相关数据信息优先推荐适合的代运营商。因此越优质的服务商将越能够得到平台给予的支持力度, 在后续发展中得到正回馈。

图 20: 2019 年 Q3 美妆相关行业天猫星级运营商排名

部分行业	排名	服务商名称
个护	1	上海丽人丽妆化妆品股份有限公司
	2	杭州悠可化妆品有限公司
	3	杭州网商电子商务有限公司
	4	上海壹尊电子商务有限公司
	5	上海联恩贸易发展有限公司
美妆个护服务	1	杭州悠可化妆品有限公司
	2	上海丽人丽妆化妆品股份有限公司
	3	杭州网商电子商务有限公司
	4	上海联恩贸易发展有限公司
	5	南京鱼米士通讯科技有限公司
美妆	1	杭州悠可化妆品有限公司
	2	上海丽人丽妆化妆品股份有限公司
	3	上海壹尊电子商务有限公司
	4	杭州网商电子商务有限公司
	5	上海联恩贸易发展有限公司

资料来源: 天猫运营商官网, 国信证券经济研究所整理

图 21: 天猫星级服务商权益

平台权益	星级					
	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	√	√	√	√	√	√
特权公示			√	√	√	√
新品牌推荐			√	√	√	√
专属品牌培训				√	√	√
重点品牌推荐					√	√
专人客服支持					√	√

资料来源: 天猫运营商官网, 国信证券经济研究所整理

目前天猫主要从店铺运营、品牌营销、消费者运营、渠道运营、新零售运营、数据运营、承接店铺规模 7 个维护对服务商进行考核评定, 一定程度也可以作为对服务商能力的综合评价的维度参考。

表 6: 天猫对品牌服务商星级评判维度

考核维度	内容
店铺运营能力	包括引流、承流、商品能力, 店铺效率, 服务能力等
品牌营销能力	综合反映 TEP 在阿里渠道的品牌运营能力, 包含阿里妈妈、聚划算、内容等多渠道的投放效果评估
消费者运营能力	包括消费者人群总量、消费者关系递进率(历程中从认知到产生兴趣再到购买, 并成为忠诚客户的阶段转化率、会员/粉丝用户数、会员粉丝活跃度, 四个方面能力评估)
渠道运营能力	综合反映 TEP 在天猫国际、LAZADA 等各渠道的品牌运营能力
新零售运营能力	帮助品牌开设 ISTORE 店铺, 拓展新零售业务的能力
数据运营能力	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数
承接店铺规模	考核期内所服务店铺的数量, 以及店铺的成交规模

资料来源: 天猫运营服务商官网, 国信证券经济研究所整理

与同业的竞争: 规模优势助力强者恒强, 技术人才强化壁垒

目前来看, 成熟的服务商逐步可以在大数据、技术系统、团队搭建等方面通过时间和规模积累转化成竞争优势。中小服务商则受限于经验、技术、团队等因素, 往往承载能力不足, 无法在电商渠道的关键销售节点取得良好的销售成绩, 可能遭遇消费者投诉、平台降权、客户赔偿、库存积压等问题。因此长期来看, 头部服务商竞争优势将越发突出, 而腰部或长尾服务商必须具体一定的差异化服务特质, 并不断提升服务能力, 才能够避免客户流失向头部服务商。

表 7: 品牌服务商格局情况

服务地位	优势	趋势
头部	规模、资金及供应链, 满足品牌多元化需求	长期来看头部服务商竞争优势将更加明显
要不	提供具有竞争力的差异化服务	必须不断加强服务能力才能避免客户流失
长尾	成本优势灵活	利用自身灵活性, 通过服务细分化把握中小长尾客户
新入局者	特定新兴模块如营销、数据等建立技术壁垒的及差异化优势	对特定技术要求较高的特定领域中具备操作优势的仍有切入机会

资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

➤ 规模化发展是必经之路, 规模效应下有望实现强者恒强

1) 首先规模优势下能够显著提升公司的抗风险能力, 以及上下游议价能力。化妆品行业需求变化十分迅速, 竞争格局也相对复杂, 品牌生命周期近年来也呈现不断缩短的迹象, 对于服务商来说, 只有不断提升运营实力, 增加品牌代理数量, 扩大经营规模, 才能在瞬息万变的国内美妆行业发展中生存下来。同时, **规模优势能带来对品牌方和供应商的议价能力。**产品采购成本将随采购规模的增长而降低, 在销售网络维护等方面的投入成本也将随着经营规模的扩大和集中运营管理而摊薄。

2) 有效抵御营销流量费用上升的冲击。化妆品销售环节中市场营销费用占比很高, 同时许多化妆品产品之间具有互补作用。如果网络零售服务商与众多化妆品品牌方签订了授权销售合约, 就可以发挥品牌之间的协同效应, 减少营销费用的投入, 从而提高产品销售净利润水平, 增强盈利能力。而对新进入者或者规模较小的化妆品服务商来说, 其采购成本、运营成本和营销成本很难在短时间下降, 自身抗风险的能力不强, 在市场竞争中很难取得有利地位。

3) 提升对人才的吸引力。具备一定品牌规模以及资金实力的企业, 能够给予专业人才更具前景同时也更为稳定的职业发展, 并且能够提供更优厚的待遇条件。现阶段的代运营服务对具备丰富电商运营经验的专业团队提出了更高的要求, 相关人员需要掌握包括大数据分析、行业及品牌消费洞察、线上店铺运营管理、市场营销策划等多方面的复合技能, 这类人才整体较为稀缺, 而中小服务商没有足够的规模及实力吸引人才的加盟, 也将长期缺乏人才和技术累积。

整体来看, 目前从平台角度来看, 天猫平台对于服务商运营的店铺规模和品牌影响力的要求也在有所提高, 未达到平台要求的企业将无法在天猫平台开设旗

旗舰店，这也对规模较小的企业进入该行业形成了一定壁垒。并且在评定服务商星级服务的过程中也同样设置了成交额的门槛。

表 8: 天猫对星级品牌服务商规模要求

星级	门槛
六星级	统计期内成交额大于等于 10 亿元
五星级	统计期内成交额大于等于 5 亿元
三星级	统计期内成交额大于等于 1 亿元
一星级	统计期内成交额大于等于 1 千万元

资料来源:天猫服务商官网, 国信证券经济研究所整理

➤ 经销模式下对服务商资金实力以及供应链管理要求较高

我们在前文介绍过, 经销模式目前在品牌电商服务业务中仍是相对普遍的形式, 服务商需要从品牌方或其总代理采购产品并在电商平台进行销售, 在此过程中需承担商品采购、仓储物流、店铺运营及营销推广等环节的资金成本, 因此对其资金实力提出了较高的要求。

1) 首先, 是否具备经长期验证的良好资金实力也是很多品牌方选择服务商合作伙伴的重要考虑因素。特别是在布局京东、唯品会等代销平台过程中, 能够帮助品牌商承接账期将是极为符合品牌商及时回笼资金的需求。而中小新进入者很难在一开始就具备充足的资金运作经验和资金实力, 难以保证在经销模式下品牌线上的正常运营, 因此也构成进入化妆品网络零售服务行业的壁垒之一。

2) 成功的网络零售服务商需要很强的供应链管理。由于承担品牌商库存, 服务商需要能够预测未来一段时间所需的备货量, 并且与供应商建立良好的供货关系, 能够在商品短缺时及时补货, 在店铺经营的过程中保持合理的存货水平, 进而避免占用过多的营运资金。

➤ 新营销时期下, 成功品牌合作案例的积累将带来背书效应

在当前电商渠道内容营销崛起下, 进一步打破了营销与销售的边界, 服务商也需要承担营销的任务, 从而能更好的提升销售达成率。优质企业经过在化妆品电商领域的多年深耕, 在这方面已经具备了丰富的经验和较强业务能力, 可以敏锐地抓住消费者偏好, 设计产品组合和定价策略, 策划营销活动, 以达到营销效果的最大化。

图 22: 壹网壹创与宝洁合作案例

代表案例:《“头”等大事》

发起方 网创科技
 协作方 宝洁集团、天猫
 上线时间 每月 1 日

代表价值 创造性地发起了个护类目的月度节庆, 行业内为数不多的能主动为平台造节的公司

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 23: 宝尊与 NBA 中国品牌合作案例

运营效果:

- 活动期间消费者流量是平时流量的 20 倍
- 活动当天的 ROI 为 23: 1
- 活动期间销量是美国 NBA 官网的 2 倍

资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

与知名品牌的长期成功合作, 也将给服务商带来背书效应, 吸引更多的高质量品牌方前来寻求合作。而中小服务商或是新进入者积累相关经验需要付出更多的时间和金钱成本, 而新进入者很难在短时间内达到或赶超业内领先企业, 获得知名品牌方授权认可的难度较大, 从而一定程度上也形成了行业壁垒。

与品牌商的博弈：加强自身实力绑定品牌，横向布局分散风险

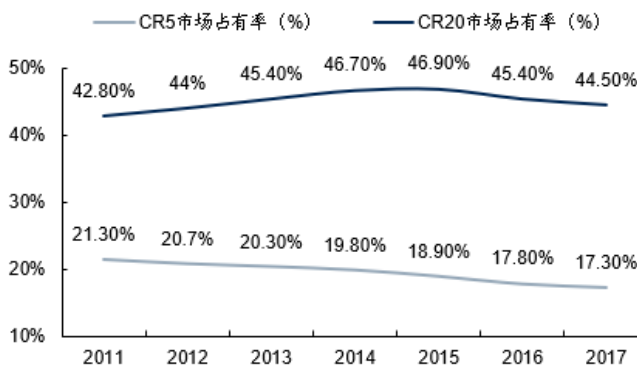
品牌电商服务商作为品牌与电商平台的中间环节，由于不具备对产业链核心要素产品的掌控，因此市场普遍担忧在品牌电商业务做大之后，存在收回代运营权的可能，而在去年也出现了欧莱雅收回店铺直营的情况。但整体来看，代运营业务发展至今，多数美妆品牌在布局电商的环节中仍是以代运营形式居多，欧莱雅收回直营也并非由自建团队运营，而以收购国内代运营机构的形式布局。我们认为一方面美妆领域电商运营难度相对更高，且行业竞争激烈，需要专业团队在较低运营成本的基础上进行稳定布局；另一方面，未来部分优质品牌商通过自身发展下运营实力的提升，在行业横向以及产业纵向均具备一定切入能力，从而能够更好的规避品牌流失风险。

➤ 品牌收回及切换服务商成本较高，需要专业人做专业事

1) 行业竞争加剧背景下，切换电商运营团队的机会成本越发高昂。

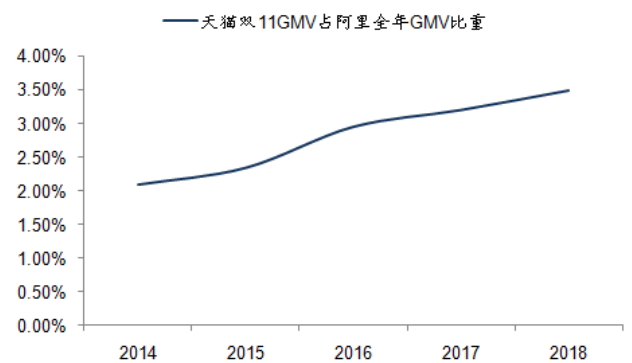
对于大品牌来说，虽然随着品牌规模的扩大，以及旗下品牌数量的增加，确实具备自营的动力和成本规避的实力。但体量越大切换过程中涉及的人力、物力以及系统、技术对接复杂程度也越高，**通常需要半年左右的时间完成服务商切换，而在当前化妆品市场变化趋势不断加快，竞争环境加剧的情况下，切换服务商带来的渠道动荡对于品牌商来说机会成本越来越高。**再考虑此前建立起的系统使用习惯和配合默契度等因素，导致当前时期大品牌收回品牌代运营权的极为少数。因此，虽然目前我们看到品牌方基本均设有电商部门，但其主要职责在于是打通公司内部信息系统环节，以及与服务商能够形成高度配合。

图 24：竞争加剧美妆品牌集中度下行



资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

图 25：天猫双十一大促对全年 GMV 贡献比例不断提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2) 大促带来的短期高爆发特征使得设置常规电商团队显得相对不经济。电子商务呈现短期高爆发的销售特征，这对运营电商过程中的极限承载能力提出了较高要求。如近年来天猫双 11 当天 GMV 占全年 GMV 的比例越来越高，销售爆发的当天服务商在技术、客服、仓储等环节需要承载相较于日常时期上百倍的数据量和工作量，尤其考验电商运营团队在网络数据安全、数据实时抓取、软件系统开发、平台对接与管理、信息数据处理、软硬件维护以及存发货管理等方面的技术能力。

因此对于大量的单一品牌商来说，简单设置维系日常运营的电商团队在大促期间面临的压力和运营难度极大，但设置高标准的运营团队和技术支持，在日常运营中又显得不太经济。因此选择外包服务的服务商仍是最好的选择。

➤ 扩大中小品牌，降低对大品牌的依赖度

长期来看，对于服务商而言，扩大服务品牌的数量，或者横向切入更多服务行业，是有效规避过度依赖少数单一品牌带来业务风险的最直接手段。目前来看，

国内外美妆品牌的百花齐放也为服务商扩大品牌覆盖面提供了契机:

1) 随着对外开发力度的不断加大, 国际二线美妆品牌入华数量将进一步上升, 特别是在进博会后, 外资新品牌进入国内市场的报批流程大幅缩短, 而这部分品牌本身在产品以及品牌沉淀方面具备较强优势, 只是在国内市场知名度相对不高, 而通过服务商的营销包装及渠道放量可以快速打开市场。

2) 国内中小品牌快速发展, 也给了服务商更多的选择。对于国内中小品牌来说, 由于自建电商在人力、资金等方面成本相对较高, 且由于品牌规模以及数量过小, 对于平台方没有议价能力, 不具备规模化的效益。因此, 在快速发展时期通常都会选择服务商进行电商布局。

图 26: 国货美妆品牌大幅增长



资料来源: 亿邦动力网、国信证券经济研究所整理

图 27: 第二届进博会期间美妆展展新品进一步增加



资料来源: 品观网、国信证券经济研究所整理

因此优质服务商近年来加大了新品牌合作力度。以宝尊为例, 公司今年 Q2 新增品牌 GMV 的占整个 GMV 的比重在 10% 左右, 较去年同期提升 5 pct 以上。

➤ 向上游深度切入品牌开发环节, 提升自身在产品链条中重要性

新时期随着渠道与品牌之间的融合, 也给了优质品牌服务商向上有切入品牌运营体系的契机。一方面, 服务商可以通过为品牌方策划营销宣传活动拓展市场与推广新产品, 也具备了向品牌方收取额外推广费用的议价能力; 另一方面, 通过体系化的运营深耕, 部分服务商已经具备了产品孵化、开发能力和服务拓展能力, 有望助力品牌方新品研发及整个产品体系持续迭代, 进一步的提升自身在产业链中的地位。

例如壹网壹创与百雀羚除购销关系外, 还签订了《产品设计合同书》等协议, 就产品开发开展了深度合作。为三生花品牌补水保湿系列、清爽控油系列、青春紧弹系列等多个系列产品提供开发服务包括: 1) 创意开发环节: 提供升级创意方案及落地执行方向; 2) 具体设计环节: 包括外观造型规划、工艺规划、量产监工等工作; 3) 设计服务环节: 包括升级规划设计、封贴设计等设计服务工作。而目前三生花系列不仅在电商渠道, 在屈臣氏以及百货商超等线下渠道也取得极为靓丽销量水平。

优质企业均已具备突出优势，资本化助力更上一层楼

如我们前面分析的，代运营行业发展十多年来，已经逐步走出了多家优质企业，包括在美妆细分领域运营能力较强的丽人丽妆、杭州悠可及壹网壹创，母婴日化等方向的若羽臣，综合实力强劲的宝尊电商，以及时尚品类能力出众的百秋电商等。而在这些企业在经历规模的快速积累后，也于近年开启了开启资本化进程，通过独立 IPO，或是通过被收购登陆了资本市场。而在资本助力下有望得到进一步跨越式发展。

表 9：代运营公司资本化进程一览

公司名称	成立时间	运营方向	上市时间/所在市场	上市地位/上市进度	重要股东及融资信息
壹网壹创	2012	美妆	2019/创业板	独立 IPO	上市募集资金 7.66 亿元
丽人丽妆	2007	美妆	拟上市	16 年 IPO 被否，19 年再次申请中	阿里网络持有 19.55%，第二大股东
若羽臣	2011	母婴、日化、食品	拟上市	17 年独立 IPO 被否，19 年再次申请中	A 股女装上市企业朗姿股份持股 16.43%，第二大股东
宝尊电商	2007	综合	2015/美国纳斯达克	独立 IPO	上市时阿里巴巴持有 15.6% 股份为最大股东，投票权 9.1%
杭州悠可	2012	美妆	2013/深交所	原青岛金王全资子公司，后出售中信资本	青岛金王两次分别出资 1.5 亿、6.8 亿实现全资控股，中信资本以 14 亿全资收购
百秋电商	2011	国际时尚品牌	2016/上交所	歌力思控股孙公司 (75%)	歌力思以 2.8 亿元收购百秋网络 75% 的股份
优壹电商	2011	母婴	2016/深交所	跨境通全资子公司	跨境通以现金 6.3 亿、股份对价 11.6 亿收购
尚展电商	2010	综合	2018/上交所	安正时尚控股公司 (70%)	安正时尚以 3.6 亿收购 70% 股份

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理

在资本助力下，服务商将具备更为强劲的资金实力进行业务扩张，全面提升公司的运营能力、设计能力、品牌服务能力，**并进而提升公司的项目承接能力，扩大公司业务范围**。其次，上市将为企业带来重要品牌背书，提升市场对公司的认知度，吸引更多品牌方前来合作。并且，在整体相关人才仍较稀缺的背景下，上市企业未来可综合运用股权激励等方式更好的吸引优质人才的加盟。

优质公司各有所长，把握行业红利快速发展

我们从目前国内已上市或准备上市的美妆日化类电商代运营公司来看，壹网壹创、丽人丽妆以及若羽臣三家公司在业务方向和发展历程上较为接近，同时三者又在具体经营模式以及核心优势上存在一定差异。

➤ 壹网壹创：美妆代运营第一股，具备较强品牌运营能力

壹网壹创公司在发展之初主要依托百雀羚电商业务支撑，但经过多年的发展和积淀，已经成为国内领先的电子商务服务商。公司 2019 年前三季度实现营收 7.9 亿元，同增 50.6%，近三年营收复合增速达到 57.35%。根据生意参谋数据显示，2015-2017，公司提供品牌线上营销服务的百雀羚旗舰店连续三年获得双 11 天猫全网美妆类目的第一，2018 年，公司提供品牌线上管理服务的 Olay 获得“双十一”天猫全网美妆类目的第二，百雀羚旗舰店获得国货类第一。目前公司已与百雀羚、三生花、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、OLAY 等多个快消品品牌达成稳定合作关系，与品牌方建立了良好的合作关系。

图 28: 公司发展历程



资料来源:招股说明书, 国信证券经济研究所整理

高管具备较强电商运营经验, 人才激励机制充沛

从公司管理层情况来看, 公司高管均具备较强的电商运营经验, 创始人林振宇 2005 年至 2007 年任阿里巴巴(中国)有限公司福建区域市场部经理; 2007 年至 2010 年任淘宝(中国)有限公司营销中心市场部经理, 熟知电商运营规则, 并拥有丰富的电商管理以及运营经验。而对于核心人才激励上, 不仅多位核心高管在上市前就有持股, 从而得到深入绑定, 同时公司为了更好地吸引和稳定核心业务人才, 推行了安居计划, 购置杭州市内房屋, 用于激励满足工作年限以及业绩考核标准的员工。

表 10: 公司核心管理人员背景

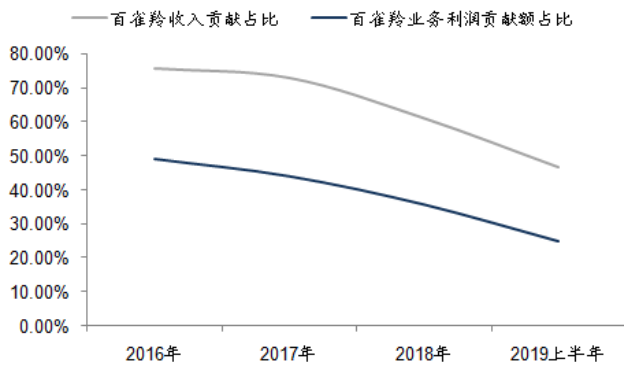
姓名	职务	履历
林振宇	董事长、总经理	曾任淘宝(中国)营销中心市场部经理
卢华亮	董事, 副总经理	曾任杭州品邦百利广告有限公司总经理
张帆	董事, 董事会秘书	曾任东阳华磊针织制衣有限公司总经理

资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司经销模式占比最高但呈现下降趋势, 目前业务已脱离对百雀羚依赖

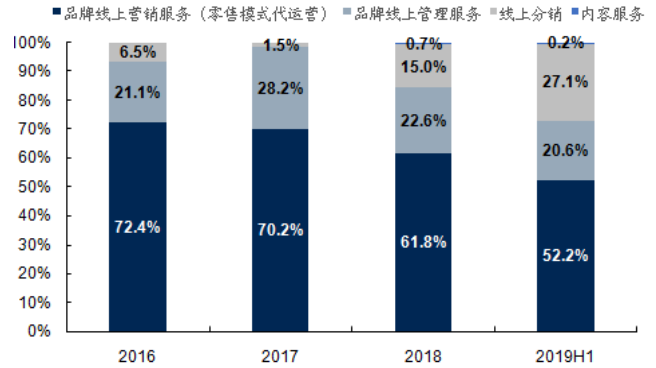
公司的经营模式包括品牌线上营销服务, 即需要买断货品, 赚取差额的经销模式, 2019H 占比 52.13%, 但近年来呈现下降趋势; 相对轻资产的品牌线上管理服务目前占比 20.59%; 而 B2B 的分销模式由于新签品牌影响占比升至 27.06%, 此外公司还提供了内容营销服务, 占比 0.18%。

图 29: 百雀羚对公司营收及业绩比重下降



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 30: 公司分业务模式比重



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从品牌贡献来看, 虽然公司发展之初离不开百雀羚品牌业务的支撑, 公司与百雀羚已保持近 7 年的合作关系, 实现了百雀羚线上业务 (天猫、唯品会渠道) 的高速发展, 双方建立起了长期互利、共生发展的战略合作关系, 百雀羚在公司收入占比一度达到八成左右, 但公司近年来通过品牌多元化的发展, 公司对于百雀羚的依赖度已经大幅降低。2019 年上半年公司百雀羚品牌产生收入占比已经降至 46.72%, 利润占比更是降至 25.12%。通过品牌多元化发展, 在取得更快的规模成长的同时也降低了对单一品牌的依赖度较高带来的风险。

具备业内领先的产品开发能力, 以及整合营销实力

与同行业相比, 公司除了能够为品牌提供传统的店铺运营, 仓储物流, 线上管理等职能以外, 通过较强品牌运营能力积累, 公司还能提供包括整合营销以及产品设计在内的能够帮助品牌方扩大品牌影响力的特色服务内容。在公司的新品开发流程下, 每年完成超过 200 个以上新品以及 500 个以上赠品开发; 同时整合营销中也打造出包括“百雀羚 1931”、“宝洁挑战三天不洗头”等经典案例。

图 31: 壹网壹创的创新服务模式



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 32: 公司新品开发流程



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

丽人丽妆: 美妆代运营霸主, 以经销模式为主

丽人丽妆于 2010 年 5 月成立, 2012 年阿里战略入股, 目前正在二次冲击上市。公司在业内深耕十余年, 公司运营的“相宜本草官方旗舰店”是第一家入驻天猫平台的授权美妆品牌官方旗舰店, 对电商美妆市场提供了积极推动和标杆作用。2018 年实现营收 36.15 亿元, 同增 5.69%, 2016 年度至 2018 年度年平均复合增长率达到 33.91%。公司运营的施华蔻、美宝莲、雪花秀、兰芝、后、芙丽芳丝品牌等官方旗舰店在 2018 年天猫“双十一”期间均实现过亿交易额。根据艾瑞咨询统计, 丽人丽妆天猫品牌美妆服务商 GMV 市占率 2016 为 17.6%,

位居行业第一。

图 33: 公司主要运营成就



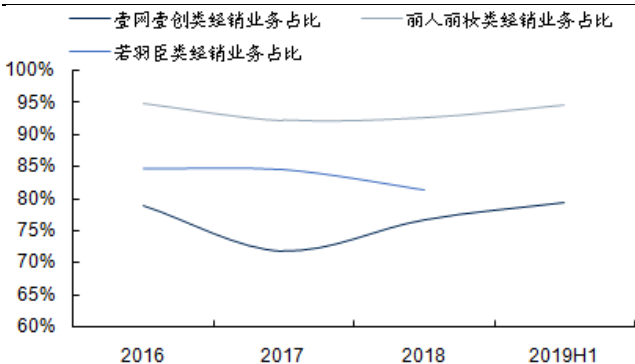
资料来源:招股说明书, 国信证券经济研究所整理

美妆品牌合作数量业内领先, 销售模式以经销为主

丽人丽妆深耕美妆代运营多年, 有着较强的运营能力, 目前已经与超过 60 个国内外知名化妆品品牌保持合作关系。长期来看, 公司与品牌间保持了较为稳定的合作关系, 但近年也受到了部分品牌调整合作方式的影响, 去年巴黎欧莱雅、兰蔻将代理范围由天猫欧莱雅官方旗舰店转移到了天猫丽人丽妆官方旗舰店。同时妮维雅将合作平台由天猫调整为拼多多。但长期来看, 随着美妆品牌电商化趋势的延续, 公司凭借较强的运营能力, 预计未来公司品牌签约数量在原有基础上仍将有进一步增加。

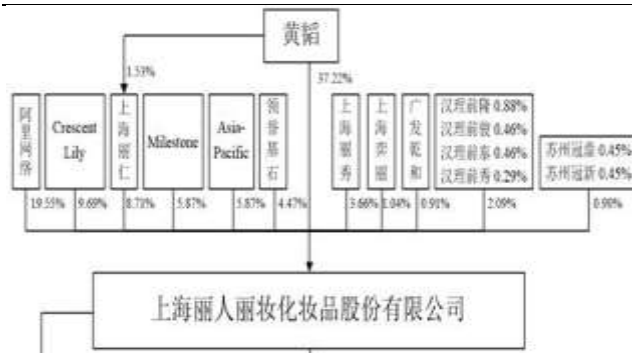
丽人丽妆电商零售业务为主, 2019 年上半年占比达到 94.50%, 这一模式就是我们所定义的经销模式, 需要买断方式向品牌方或其国内总代理采购产品后进行网络销售并赚取价差, 由于经销模式下服务商需承担存货及销售账期, 对于品牌商来说这一模式有较大吸引力, 对于服务商来说如果没有一定的资金技术及管理实力将无法满足品牌方需求, 这一定程度上也反映了公司规模优势下树立的壁垒。

图 34: 丽人丽妆经销模式占比较高



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 35: 公司股权结构图



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

高管具有技术背景 IT 实力过硬, 第二大股东为阿里系企业

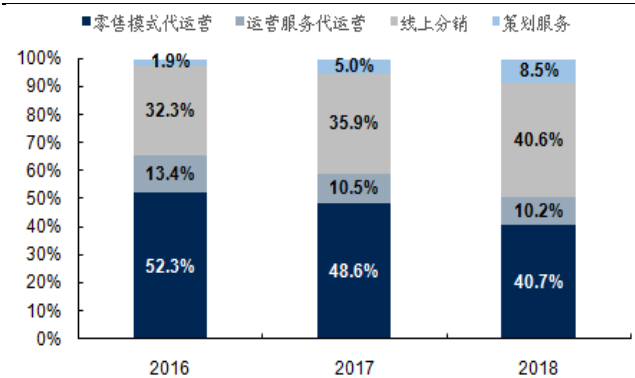
公司具备专业的 IT 研发及应用落地能力, 创始人及总经理黄韬毕业于清华大学自动化专业, 曾在美国通用无线通信有限公司任职, 在互联网信息技术领域具有丰富经验及专业背景。截至 2019 年 6 月 30 日, 公司拥有 40 项计算机软件著作权, 专注于系统开发的全资子公司丽人网络(原上海梵丽)拥有高新技术企业资质。公司自行研发了业界领先的 OMS、IMS、WMS, 能够实现订单快速拉取及处理, 保证发货及物流效率, 并有效控制成本。此外, 公司第二大股东为阿里网络, 隶属于阿里巴巴子公司, 目前持股 19.55%, 背靠阿里平台, 公司未来有望在平台资源以及网络技术上得到更大的支持。

若羽臣: 母婴领域突出, 国际品牌贡献较大

若羽臣成立于 2011 年 5 月, 2013 年战略性切入母婴领域的电子商务服务领域, 之后顺应行业增长, 向美妆、个护、保健品等快消品拓展。2015 年在新三板挂牌, A 股女装上市企业朗姿股份成为公司第二大股东; 2017 年新三板摘牌, 目前正冲击 A 股 IPO。公司 2018 年实现营收 9.31 亿元, 同增 38.76%, 过去三年复合增速高达 70.75%。公司业务模式主要以经销模式下的代运营服务为主, 占比超过 50%。

2016 年至 2018 年, 公司合作品牌数量分别为 64 个、71 个和 77 个, 数量不断增长, 涵盖母婴、美妆个护、保健品等多个品类, 包括美国奶粉品牌美赞臣, 日本个护品牌苏菲、韩国美妆护肤品牌美迪惠尔、宝洁旗下护发品牌发之食谱, 以及澳大利亚保健品品牌 Swisse、惠氏旗下保健品品牌善存和钙尔奇等。

图 36: 若羽臣业务结构分类



资料来源: 亿邦动力网、国信证券经济研究所整理

图 37: 公司旗下品牌一览



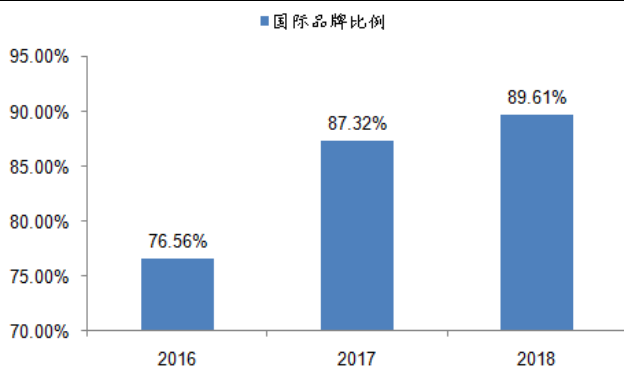
资料来源: 品观网、国信证券经济研究所整理

跨境业务表现出众，国际品牌受认可度高

公司从国内本土品牌向国际知名品牌不断拓展，最新报告期公司国际品牌占比分别为**76.56%、87.32%和 89.61%**。此外，公司合作品牌来自于世界多个国家，尤其在澳新地区具备独特优势，主要澳新地区合作品牌包括 Swisse、红印 (Red Seal)、宜可诚 (Eco Store) 等。来自世界各国的知名品牌方为公司的未来发展起到了良好的客群示范作用。随着贸易战缓和，政府进一步加大开放力度，将为公司引入更多优质品牌带来利好。

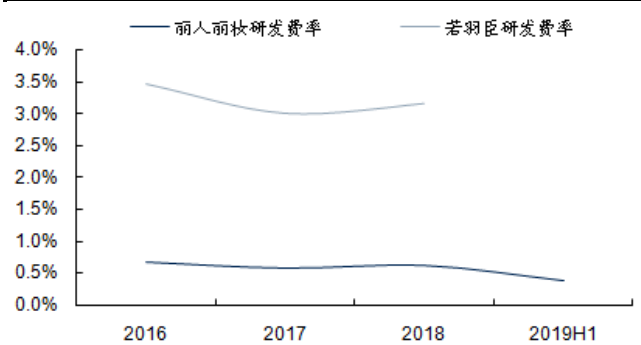
总体来看，公司一直致力于提升海外品牌在中国的竞争力，相较于一般贸易服务商，公司参与贸易形态多样，覆盖一般贸易、跨境贸易和对内贸易，可为品牌方全面对接报关行、航空、货车以及快递公司等第三方垂直服务商，为国际品牌方节省巨大的时间成本和沟通成本，提供一站式综合解决方案。公司自成立至今已成功帮助近 20 个品牌实现从“0”到“1”的养成。

图 38: 若羽臣国际品牌业务占比



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 39: 公司研发费用水平较高



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

此外，若羽臣在研发上不断加大投入，包括仓库内部运营管理、促销活动信息采集、物流管理、电商自动化结算、订单管理、推广信息管理、商品效期管理、APP 开发、CRM 客户管理、移动办公、实时经营数据统计及大数据营销分析等方面，取得近 30 项软件著作权。研发费用率也处于业内较高水平。

财务比较：丽人丽妆规模优势突出，壹网壹创盈利能力较强

➤ **营收及业绩：丽人丽妆规模出众，壹网壹创成长突出**

营收方面，首先就收入规模而言丽人丽妆远高于其余两家公司，18 年全年达到 36.2 亿元，接近四倍于其余两家公司，而壹网壹创与若羽臣收入相近，18 年皆在 10 亿左右水平。在营收增速方面，壹网壹创在 17/18 连续两年均保持 40% 左右高增速，18 年更有所提速，主要系在线上分销业务在爱茉莉旗下相关品牌在唯品会收入大增背景下增速爆发，占比由 1.5% 提升至 15%，但也一定程度影响了盈利能力；若羽臣 18 年前在合作品牌数量大幅扩张下增速相对最高，18 年高基数下有所放缓；丽人丽妆，18 年大幅降速至 5.7%，主要系其部分品牌合作方式变化影响。

图 40: 可比代运营公司营收对比



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 41: 可比代运营公司业绩对比

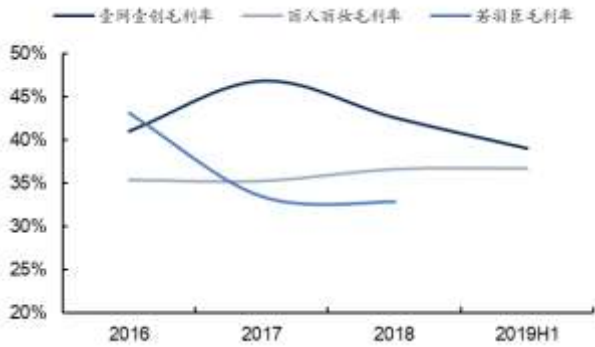


资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

盈利能力和壹网壹创盈利能力相对最强

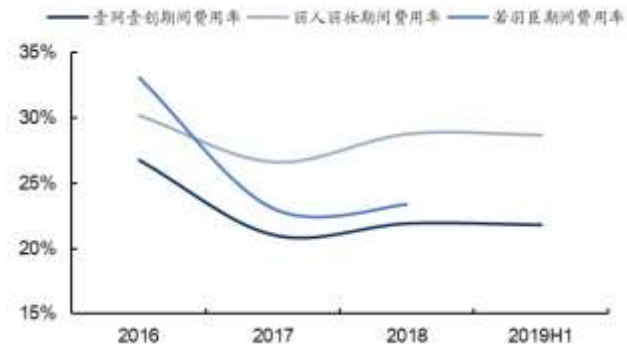
毛利率方面, 各公司存在一定的差异, 主要与各自的业务模式占比有关, 同时也与企业与品牌之间的议价能力相关。就 18 年来看, 壹网壹创毛利率达到 42.6% 为三家最高, 丽人丽妆为 36.6%, 而若羽臣为 32.8%; 壹网壹创的纯管理服务模式代运营业务占比最高, 基本在 20% 以上相对稳定, 但今年在分销业务扩大情况下, 毛利率下降明显, 这也是公司业绩增速低于营收增速的主要原因; 丽人丽妆, 基本以零售模式代运营业务为主导, 相对毛利率较低; 若羽臣涉足多个品牌领域, 16 年时整体毛利率最高, 但随着其他模式发展下纯代运营业务占比持续下降, 以及分销类业务在快速增长的同时因母婴洗护市场竞争而毛利率逐年降低, 因此整体来看目前毛利率水平最低。

图 42: 可比代运营公司毛利率对比



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

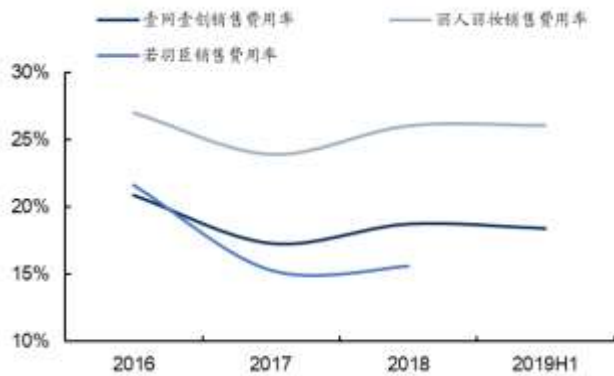
图 43: 可比代运营公司期间费用率对比



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

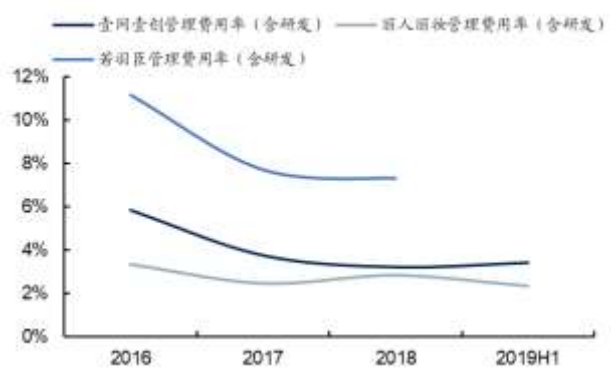
2) 从期间费用的角度具体分析, 销售费用率对各公司而言占比最大, 其差异同样与业务模式结构有较大关联, 同时管理费用率也存在一定影响。目前, 丽人丽妆期间费用率达到 28.8% 相对最高, 若羽臣与壹网壹创期间费用率接近, 分别为 23.3% 和 21.9%。整体来看, 三者在近两年来销售费用率均呈现上升趋势, 反映了美妆互联网在竞争加剧下获客成本进一步提升的态势。

图 44: 可比代运营公司销售费用率对比



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 45: 可比代运营公司管理费用率(含研发)对比



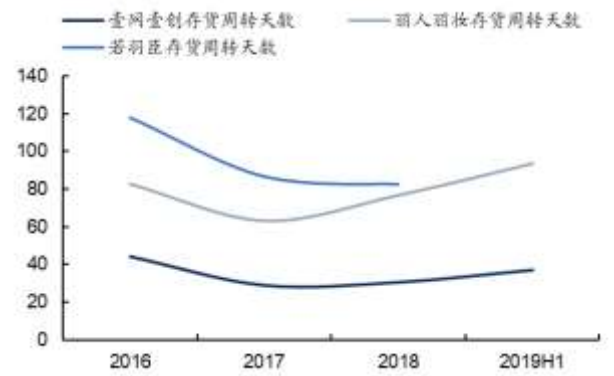
资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

运营能力及经营现金流情况

营运能力方面, 从**存货周转**角度来看, 壹网壹创存货周转天数水平最低, 18 年仅 30.6 天, 大幅低于其余两家公司, 而若羽臣和丽人丽妆存货周转天数分别达到 82.6 和 76.8 天。各家差异的原因除反应存货管理能力之外, 同样与**业务模式结构**有关, 纯管理服务模式的代运营和内容策划服务业务均不产生存货, 在此影响下前者占比较高的壹网壹创存货周转水平较低。

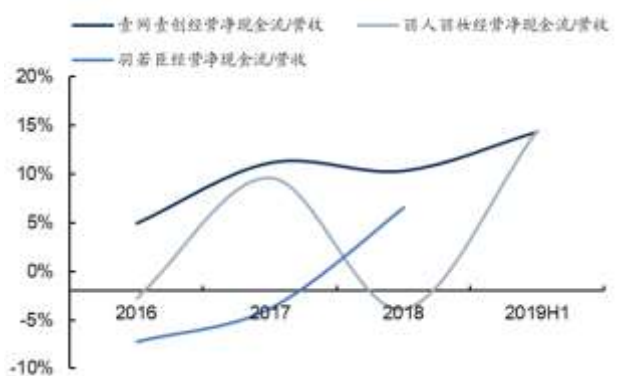
从**应收账款周转**角度来看, 丽人丽妆应收账款周转天数最低, 18 年仅 10.7 天, 主要系零售模式代运营业务面向终端客户, 几乎没有在应收账款, 相比之下壹网壹创和若羽臣的分销业务下 B 端客户业务较多, 因此应收账款周转天数较高, 分别为 31.8 和 39.5 天。

图 46: 可比代运营公司存货周转天数对比



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 47: 可比代运营公司现金流情况对比



资料来源: 招股说明书、国信证券经济研究所整理

经营现金流方面, 壹网壹创最为稳健, 18 年经营净现金流/营收为 10.4%, 保稳中有升态势。丽人丽妆经营净现金流/营收在近期产生较大波动, 主要系 18 年缴纳归属 17 年的税金 1.66 亿元影响, 从纯经营角度来讲仍然稳定。若羽臣 17 年之前因业务规模快速扩张对营运资金方面的现金投入较大, 后期加强了应收账款和采购管理, 经营净现金流情况明显改善。

投资建议：关注壹网壹创及珀莱雅

壹网壹创：美妆代运营第一股，深耕品牌运营高速成长

公司作为 A 股美妆代运营第一股，具备一定板块稀缺性，整体有望充分分享美妆线上大发展的红利，同时借助自身长期培养下的内容营销及产品开发能力，深入介入上游品牌环节，未来在品牌合作绑定、盈利能力提升以及新品类和品牌的扩张上具备较强看点。

充分分享行业红利，品牌品类扩张空间仍大

1) 行业景气度高，公司有望充分把握红利高成长。目前化妆品行业景气度持续上行，而电商又是推动行业高增长的主要渠道，公司身处高景气度行业中的高景气渠道，有望充分分享行业红利高成长。目前公司代运营品牌 *olay* 和雅顿位列天猫美妆预售榜单第三名和第七名，整体表现极为优异。

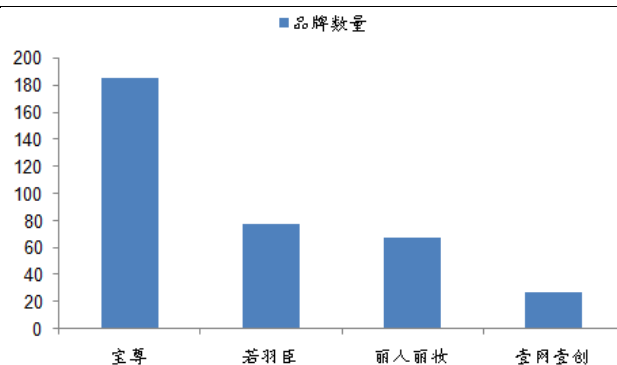
2) 行业前景广阔，公司品牌和品类拓展有望加速。在行业快速发展且渗透率仍较低的情况下，随着美妆及快消品品牌不断加大线上投入，公司作为头部服务商未来进一步扩品牌及扩品类空间极大。目前公司服务品牌数量与同行相比较低，但所运营的行业及运营方式难度不低，未来横向拓展中小美妆品牌，以及其他标品、快消品行业预计将较为顺利。

图 48: 公司运营品牌 19 年双十一预售排名前列



资料来源：亿邦动力网，国信证券经济研究所整理

图 49: 公司与同行品牌数量对比



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

具备向上游品牌运营切入能力，团队年轻化程度较高

1) 多年积累具备向上游切入品牌运营端能力，强化品牌绑定且盈利水平较高。公司作为天猫六星服务商，本身运营能力已得到平台方认可。在与百雀羚七年合作过程中，具备了一定帮助品牌方重塑品牌的能力，这也是公司区别于普通代运营商的核心优势。公司一方面具备阿里网银牌照，拥有大数据量化能力，能够找到品牌痛点后，并利用内容营销以及产品设计能力，打造“爆品”，提升品牌影响力，未来有望系统化的复制到其他合作品牌中。这既是公司过去多年“掉单率”处于行业低位的原因，同时也是未来向更多品牌品类合作扩张的基础。

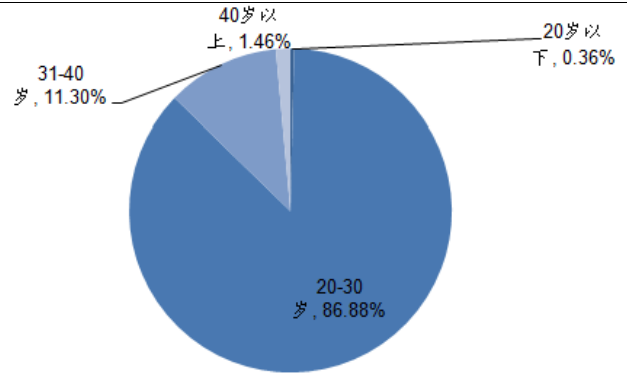
2) 公司团队整体年轻化程度较高。在美妆电商以年轻群体占据主流的背景下，年轻化的团队相对而言更为理解消费者的需求变化。目前公司员工平均年龄约为二十五岁左右。并且公司通过具有吸引力的薪资水平以及房产激励等方式有力绑定团队，未来随着上市成功不排除进一步通过资本方式激励员工。

图 50: 公司位列天猫六星服务商



资料来源: 天猫运营官网, 国信证券经济研究所整理

图 51: 公司团队年轻化程度较高



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

盈利预测及估值建议:

我们对收入主要做出以下假设:

- 1) **线上营销服务:** 预计占比较大的百雀羚业务保持稳定增长, 19-21 年增速分别为 28%、23%、18%, 同时新增品牌快速放量, 整体预计 19-21 年增速分别为 35%、30%、25%;
- 2) **线上管理服务:** 在公司目前代理的优质国际品牌快速增长下有望维持高增长, 新进入品牌有望逐步贡献增量, 预计 19-21 年增速分别为 40%、35%、30%;
- 3) **线上分销业务:** 今年在新增爱茉莉太平洋旗下品牌后有希望呈现爆发式增长, 之后通过存量品牌运营仍有望维持较高增速, 预计 19-21 年增速分别为 125%、45%、35%;
- 4) **内容营销收入:** 整体收入贡献占比较低, 预计增长平稳, 19-21 年增速分别为 35%、30%、25%;

我们对利润率做出以下假设:

- 1) **毛利率:** 整体各业务毛利率预计在互联网美妆竞争加剧获客成本增加背景下有所提升, 同时分销业务占比提升对今年毛利率水平影响较大;
 - 2) **费用率:** 销售费用预计在竞争加剧下略有上升, 管理费用随规模扩大小幅下降;
- 综合考虑, 我们预计公司 19-21 年 EPS2.74/3.71/4.84 元, 对应 PE62/46/35 倍。

表 11: 壹网壹创盈利预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,013	1,513	2,049	2,654
(+/-%)	43.8%	49.4%	35.4%	29.5%
净利润(百万元)	163	219.15	296.91	386.85
(+/-%)	18.0%	34.8%	35.5%	30.3%
摊薄每股收益(元)	2.03	2.74	3.71	4.84
EBITMargin	20.0%	18.5%	18.6%	18.7%
净资产收益率(ROE)	40.7%	39.6%	39.0%	37.5%
市盈率(PE)	83.3	61.8	45.6	35.0
EV/EBITDA	66.8	48.7	35.8	27.6
市净率(PB)	33.86	24.47	17.79	13.12

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

公司作为 A 股美妆代运营第一股, 具备一定板块稀缺性, 根据万得一致预期, 与公司同为代运营业务的美股上市企业宝尊电商, 今明两年估值分别为 43/26 倍, 考虑跨市场估值差异, 以及壹网壹创业务处于行业景气度相对更高的化妆品行业中, 并且公司具备极强的品牌及品类扩张预期, 应享有一定溢价, 且短期在 Q4 美妆电商销售旺季下, 股价具备一定弹性空间, 首予“增持”评级。

表 12: 宝尊电商估值情况

指标	2019E	2020E	2021E
EPS	2.30	3.79	5.85
PE	43.02	26.11	16.92

资料来源:万得一致预期, 国信证券经济研究所整理

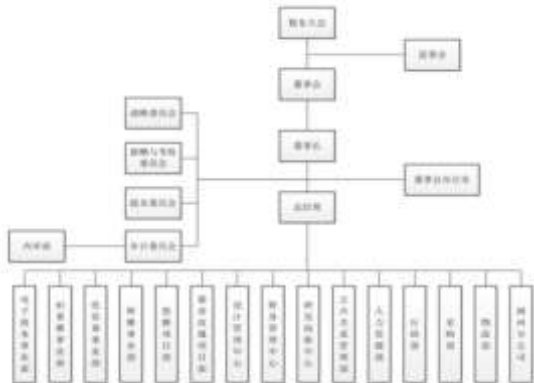
珀莱雅: 电商事业部推动整体快速成长, 多元布局赋能线上发展

我们之所以在这里提示珀莱雅的投资机会, 主要在于公司作为自营电商渠道极为成功的品牌商, 从其电商事业部发展过程来看, 一定程度上可以被视为一个单独的电商代运营公司, 只是区别在于其主要服务于珀莱雅体系内品牌。公司前三季度电商增长 60%, 占比已达 50%, 发展迅速。一方面, 电商事业部的强大运营能力助力珀莱雅品牌在近年实现快速成长; 另一方面, 珀莱雅的多品牌以及围绕电商新生态的投字布局也为电商部门的快速发展提供了充足的弹药。

➤ **公司内部平台化的管理支持电商成长, 激励充分绑定核心团队**

公司目前以事业部负责制支持各业务单元的独立运营, 有效提高运营效率, 降低管理成本。并且利用组织平台化支持生态化增长, 整合完善研发、生产、供应、人力、财务、营销等内部服务平台资源, 实现最大化资源共享。而电商部门作为独立事业部, 实施单独考核运营的同时也能够得到公司作为上市企业的背书支持, 整体团队发展迅速, 成员多数来自于知名 TP 公司, 且超过一半为 85 后或 90 后, 年轻化特征突出, 并且公司通过股权激励等方式实现了对团队的深入绑定。

图 52: 公司事业部制的组织架构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 53: 珀莱雅投资布局示意图



资料来源: 国信证券经济研究所整理

➤ **多元化布局主力电商持续增长, 内容营销实力突出**

公司在上市后借力资本有望打造大美妆生态圈, 充分赋能线上发展。一是, 通过线上多品牌多品类布局, 特别是彩妆品类的布局, 实现电商渠道中的品牌迭代增长; 二是, 不断开拓线上新渠道, 包括跨境电商等; 三是, 通过社交营销领域的投资布局进一步对社交电商领域进行优势强化, 目前来看, 公司在社交营销领域在国产传统品牌当中已经是处于前列。

➤ **投资建议: 电商助力快速增长, 外延预期不断强化, 维持“买入”**

综合来看, 公司在提出第四个五年计划后(年轻化、国际化、平台化、生态化), 一方面公司作为自主运营电商渠道最为成功的本土美妆企业, 将借助电商大数据, 继续紧紧围绕定位客群打造新品, 实现品类迭代成长, 并借力新媒体及头部 KOL, 围绕产品特征挖掘卖点, 紧紧把握社交电商新红利; 另一方面, 多品牌多品类布局不断深化。未来公司准备继续引进合伙制企业, 一是布局与主品牌差异化定位及品类补充标的, 包括高功能性护肤以及彩妆等品类; 二是布局

为品牌发展赋能的新兴内容营销企业，整体来看，外延预期持续强化。

我们维持公司 19-21 年 EPS1.97/2.65/3.35 元，对应 PE46/34/27 倍，公司今明两年动态估值水平与板块内可比公司相当，但基本面成长性相对突出。整体来看，公司身处大众美妆优质赛道，借助较强的渠道执行力有望分享美妆渗透率提升红利，且在多品牌布局下具备较强外延预期，维持“买入”评级。

表 13: 珀莱雅盈利预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,361	3,099	4,006	4,968
(+/-%)	32.4%	31.3%	29.2%	24.0%
净利润(百万元)	287	397	531	670
(+/-%)	43.0%	38.2%	33.8%	26.2%
摊薄每股收益(元)	1.43	1.97	2.64	3.33
EBITMargin	18.2%	15.2%	15.7%	15.7%
净资产收益率(ROE)	17.0%	19.9%	22.2%	23.2%
市盈率(PE)	53.6	46.1	34.4	27.3
EV/EBITDA	29.8	35.1	26.5	21.7
市净率(PB)	7.47	8.89	7.41	6.13

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

- 第一， 化妆品行业增长放缓，美妆代运营商依托品牌成长放缓；
- 第二， 电商行业出现政策或商业模式变革，导致代运营服务出现变化；
- 第三， 美妆品牌商陆续收回代运营权，对企业营收带来重大影响。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
603605	珀莱雅	买入	90.81	1.43	1.97	2.64	53.6	46.1	34.4	10.8
603983	丸美股份	增持	69.97	1.15	1.45	1.67	55.4	44.0	38.3	20.4
600315	上海家化	买入	32.24	0.81	0.96	1.08	39.8	33.6	29.9	3.7
300792	壹网壹创	增持	169.30	2.03	2.74	3.71	83.3	61.8	45.6	33.9

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032