

2019年11月14日

商贸零售

放眼电商服务生态全景，剖析代运营行业挑战与机遇

■电商代运营属于电商服务的一种业务模式，但商业模式牵涉多方，不同代运营商所提供的服务内容差别较大，且在不同环节面临来自相关专业服务企业的竞争。本文基于整个电商服务生态剖析电商代运营行业，拟总结行业特征、绘构竞争环境、辨析面临的挑战及发展机遇。总体而言，电商代运营行业空间广阔、有望乘势化妆品行业高增红利，虽面临一定挑战，但行业集中度提升趋势下龙头具有明显竞争优势。

■随着电商渠道渗透率提升，电商服务市场高速发展，商家付费渗透率持续提升（大型商家付费率 100%/中型商家 99%/小型商家 84%/微型商家 48%），行业规模近 7 年 CAGR 高达 89%。电商服务生态大致分为 IT/数据分析、电商运营、客服、仓储物流、营销五大职能：①一站式代运营服务商：往往依托网店运营为核心职能，向其他业务服务类型进行扩展，以加固规模优势、加深壁垒。②IT 系统/数据分析服务：技术推动行业纵深发展，切入点差异导致竞争相对分散。③营销服务：媒介切换+技术升级，营销方式快速变化。④客服服务低附加值较低，仓储物流服务以重资产树壁垒。从产业链结构来看，品牌商可基于自身禀赋选择：①与一站式代运营服务商合作，整体外包电商业务，代运营商在运营职能之外，可提供 IT/数据分析、客服、仓储物流、营销等服务，亦可选择将低附加值部分业务如客服业务进一步外包；②直接与提供各专业化服务的服务商进行对接，企业内部再行梳理整合；③可自建电商服务体系，使电商服务能力内部化，直接对接电商平台。

■电商代运营行业：运营能力驱动成长引擎，自有仓库及 IT 构筑规模壁垒，赛道空间近千亿，尽享行业高增红利。业务模式：电商代运营业务模式按照销售对象可分为 B2C 和 B2B 模式，B2C 模式又可再分为经销、寄售、服务费等几种模式；从业务性质来看，经销模式和分销模式渠道性质较重，服务费模式则偏重于服务性质，丽人丽妆经销模式占绝大部分比重，渠道性质最强；宝尊电商没有分销模式，经销模式毛利贡献不及 50%，服务性质最重。业务范围：电商代运营行业包括覆盖全品类的综合性公司（如宝尊电商）和覆盖少数品类的垂直型公司（如丽人丽妆，壹网壹创等），多数公司不仅限于单一电商渠道，服务延伸至社交平台、品牌官网、甚至 O2O（如宝尊电商）；行业中多数公司与头部品牌深度绑定，头部品牌贡献大部分营收。核心壁垒：电子商务服务类型已从行业发展初期的基础服务（运营服务、客户服务）拓展至核心服务（IT 服务，营销服务，仓储物流服务），目前行业龙头公司的核心壁垒集中在仓储物流、IT 服务和营销服务等方面；宝尊 IT 及仓储物流实力突出，营销环节是各公司发展重点。

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 300792 壹网壹创 目标价 - 评级 买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -4.48 | -5.09 | -32.88 |
| 绝对收益 | -4.68 | 1.40 | -12.30 |

刘文正 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

杜一帆 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

相关报告

珀莱雅拟与 PRIMA·DERM 成立合资子公司，10 月猪价同比翻倍推动 CPI 超预期 2019-11-10

零售三季报总结：行业增速环比有所回落，必选稳健且边际向好，可选化妆品龙头景气提升 2019-11-03

商社 Q3 持仓分析：社服环比持仓上升、零售下降，继续推荐优质高成长标的 2019-10-27

社零 9 月增速稳健，化妆品加速，继续推荐超市、化妆品、母婴龙头 2019-10-20

聚散之间，看化妆品营销新纪元——写在社交营销序幕拉开的关键时期 2019-09-27

■**规模效应是电商服务行业赖以生存的根本。**①天猫平台对于店铺规模和品牌影响力的要求较高，未达到平台要求的企业将无法在天猫平台开设旗舰店。②规模优势下平台推广效率更高：代运营商平台推广费用率总体低于品牌方，呈现出较明显的规模效应；垂直型（壹网壹创）代运营商较综合型（宝尊电商）代运营商而言，在推广中或有可能实现更高效率。③极限承载能力构筑竞争壁垒：电子商务呈现短期高爆发的销售特征，这对服务商的极限承载能力提出了较高要求。

■**挑战与机遇并存，行业集中度提升趋势下龙头优势明显。**挑战：①部分品牌方自建电商团队，收回电商运营权；②电商获客成本提升，流量来源向社交平台泛化。优势：①电商代运营行业呈现明显头部效应——第一梯队市占率持续提升，2018年第一梯队四家企业GMV比重达32.1%；②行业空间较大，长尾空间广阔——在行业整体高速增长背景下，化妆品企业逐年增多同时，大量外资高端品牌、外资小众品牌正加速进入中国市场。

■**延伸能力圈，上市企业更具规模及资本优势。**①多渠道布局，拓展流量入口：壹网壹创小而美的内容营销服务上线，扩大客户范围同时尝试新媒体引流。②强化高附加值服务环节能力，构筑核心壁垒：壹网壹创募集资金拟建设品牌升级建设项目和综合运营服务中心项目，信息化技术，产品开发和自主创新能力将得到升级；宝尊推动数字化转型，强化自身技术优势；若羽臣将提高自身策划运营水平及信息化水平。③向上游延伸，强化对品牌控制力。目前代运营商主要通过孵化自有品牌、扶持境外中小品牌、与品牌方合资经营等方式强化控制。

■**投资建议：乘势化妆品行业高增长红利，电商代运营行业集中度提升趋势下龙头优势明显。**重点推荐①壹网壹创：营销及运营能力推动公司销售达成结果出色，存量及增量客户双向发力下未来空间广阔；②宝尊电商：行业龙头整合全品类全渠道，技术及数字化能力造就深厚壁垒；③建议关注拟上市企业丽人丽妆、若羽臣等。

■**风险提示：行业竞争加剧风险，单一品牌集中度较高风险，品牌方切入电子商务行业风险，市场需求波动风险。**

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 鸟瞰电商服务生态全景，五大服务类型支撑电商高速发展 | 7 |
| 1.1. 电商服务产业链结构拆解 | 7 |
| 1.2. IT 系统/数据分析：技术推动行业纵深发展，切入点差异导致竞争相对分散 | 8 |
| 1.2.1. 提供物流管理及数据分析产品，订阅及直销模式为主 | 8 |
| 1.2.2. 细分领域众多，竞争格局相对分散 | 10 |
| 1.3. 营销：媒介切换+技术升级，营销方式快速变化 | 12 |
| 1.3.1. 营销媒介由传统渠道向线上切换，电商广告及信息流广告成为互联网广告主流形式 | 12 |
| 1.3.2. 三大梯队参与竞争，行业整体承压 | 14 |
| 1.3.3. 技术升级驱动精准营销，社交电商兴起进一步革新营销方式 | 16 |
| 1.3.3.1. 互联网广告时代，技术升级驱动精准营销 | 16 |
| 1.3.3.2. 社交电商兴起，营销方式快速革新 | 16 |
| 1.4. 客服服务低附加值较低，仓储物流服务以重资产树壁垒 | 19 |
| 1.4.1. 客服：人力密集型服务 | 19 |
| 1.4.2. 仓储物流服务：轻资产模式竞争激烈，重资产模式可树壁垒 | 20 |
| 1.5. 电商服务市场：传统品牌转型驱动行业高速成长，7 年 CAGR89% | 21 |
| 2. 电商代运营行业效率为先，化妆品赛道空间广阔整体高增 | 24 |
| 2.1. 运营能力驱动成长引擎，自有仓库及 IT 构筑规模壁垒 | 24 |
| 2.1.1. 电商运营能力分解 | 24 |
| 2.1.2. 电商代运营 B2C 是主流业务模式 | 25 |
| 2.1.3. 对单品牌普遍依赖较大 | 29 |
| 2.1.4. 自有仓库及 IT 构建壁垒：宝尊 IT 及仓储物流实力突出，营销环节是各公司发展重点 | 31 |
| 2.2. 估算化妆品代运营赛道空间近千亿，尽享行业高增红利 | 33 |
| 2.2.1. 化妆品行业持续高增，国内企业外资品牌逐年增多 | 33 |
| 2.2.2. 目前代运营行业市场空间近千亿，尽享化妆品行业高增长红利 | 33 |
| 2.3. 规模效应是电商服务行业赖以生存的根本 | 36 |
| 2.3.1. 天猫严控入驻商家，设置进入壁垒 | 36 |
| 2.3.2. 规模优势下平台推广效率更高 | 37 |
| 2.3.3. 极限承载能力构筑竞争壁垒 | 38 |
| 3. 挑战与机遇并存，行业集中度提升趋势下龙头优势明显 | 40 |
| 3.1. 部分品牌方自建电商团队，收回电商运营权 | 40 |
| 3.2. 电商获客成本提升，流量来源向社交平台泛化 | 41 |
| 3.3. 头部效应明显，长尾空间广阔 | 42 |
| 3.4. 延伸能力圈，上市企业更具规模及资本优势 | 43 |
| 3.4.1. 多渠道布局，拓展流量入口 | 43 |
| 3.4.2. 强化高附加值服务环节能力，构筑核心壁垒 | 44 |
| 3.4.3. 向上游延伸，强化对品牌控制力 | 44 |
| 4. 核心标的：壹网壹创、宝尊电商、丽人丽妆、若羽臣、杭州悠可 | 46 |
| 4.1. 壹网壹创：高速成长的线上服务提供商，财务数据表现亮眼 | 46 |
| 4.1.1. 快消品线上服务提供商，7 年来品牌渠道不断扩展 | 46 |
| 4.1.2. 营收净利高速增长，费率基本稳定 | 48 |
| 4.1.3. 流量+转化率+客单价三管齐下，销售达成能力出色 | 50 |

| | |
|--|----|
| 4.2. 可比公司对比：营收增速普遍趋稳，业务结构影响盈利及营运能力..... | 53 |
| 4.2.1. 业绩及成长能力：宝尊和丽人丽妆体量较大，若羽臣成长迅速..... | 53 |
| 4.2.2. 盈利能力：毛利率受业务结构影响，宝尊及网创表现优异..... | 54 |
| 4.2.3. 偿债能力：壹网壹创略领先同行业公司..... | 57 |
| 4.2.4. 营运能力：丽人丽妆应收账款周转率高，壹网壹创存货管理能力良好..... | 57 |
| 5. 投资建议..... | 59 |
| 6. 风险提示..... | 61 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：电商服务行业产业链结构..... | 7 |
| 图 2：电商 IT 服务 SaaS 产品上游包括 LaaS 和 PaaS..... | 8 |
| 图 3：2018 年企业级在线软件服务业务垂直型产品分布..... | 9 |
| 图 4：2018 年企业级在线软件服务行业垂直型分布..... | 9 |
| 图 5：物流系统服务流程..... | 9 |
| 图 6：物流管理系统之间的关系..... | 9 |
| 图 7：订阅模式下单个客户现金流情况..... | 10 |
| 图 8：SaaS 的不同收费模式..... | 10 |
| 图 9：电商 IT 服务市场上主要竞争者及特点..... | 11 |
| 图 10：对标欧美，我国 IT 服务市场存在较大提升空间..... | 11 |
| 图 11：2017 年企业级 SaaS 厂商收入占比..... | 11 |
| 图 12：2019 年中国企业级 SaaS 主要公司..... | 12 |
| 图 13：2012-2017 年中国广告业营业额..... | 13 |
| 图 14：2017 年广告营业额占比最高的五大行业排名..... | 13 |
| 图 15：各类型媒介广告营业额（亿元）..... | 13 |
| 图 16：广告刊例花费同比增长率（%）..... | 13 |
| 图 17：2013-2020 年中国不同形式网络广告市场份额..... | 14 |
| 图 18：2013-2017 年中国广告经营单位户数变化..... | 14 |
| 图 19：2017 年以来申万营销指数持续下滑，行业整体承压..... | 15 |
| 图 20：中国移动互联网广告市场规模..... | 16 |
| 图 21：2018 年短视频行业已累计广泛用户基础..... | 17 |
| 图 22：电商评论中，提到小红书相关声量趋势..... | 17 |
| 图 23：2018 年广告主对 KOL 推广和短视频的营销投放意向显著提升..... | 17 |
| 图 24：社交营销产业链..... | 18 |
| 图 25：MCN 机构数量大幅增加..... | 19 |
| 图 26：上海网萌客服可实现较高购买转化率..... | 20 |
| 图 27：百世供应链新型综合物流服务模式..... | 20 |
| 图 28：仓储物流服务外包与自营对比..... | 21 |
| 图 29：在线 B2C 零售额不断攀升（万亿元）..... | 21 |
| 图 30：B2C 交易占比持续扩大..... | 21 |
| 图 31：电商服务提供商数量不断攀升（万家）..... | 22 |
| 图 32：电商服务合同执行金额四年 CAGR 超 30%（亿美元）..... | 23 |
| 图 33：电商衍生服务市场交易规模（亿元）..... | 23 |
| 图 34：2012-2015 年阿里巴巴商业服务生态交易规模加速..... | 23 |
| 图 35：电子商务服务行业营收规模上升（万亿元）..... | 23 |

| | |
|--|----|
| 图 36: 营运能力指标分解..... | 24 |
| 图 37: 营运能力指标分解..... | 25 |
| 图 38: 电商代运营业务模式..... | 26 |
| 图 39: 宝尊电商的主要业务范围..... | 26 |
| 图 40: 若羽臣的主要业务范围..... | 26 |
| 图 41: 可比公司按照业务性质排序..... | 27 |
| 图 42: 丽人丽妆不同模式服务所占比重..... | 28 |
| 图 43: 若羽臣不同模式服务所占比重..... | 28 |
| 图 44: 宝尊电商不同模式服务所占比重..... | 28 |
| 图 45: 宝尊电商不同业务模式..... | 28 |
| 图 46: 杭州悠可买断销售和服务费模式..... | 29 |
| 图 47: 杭州悠可不同模式服务所占比重..... | 29 |
| 图 48: 丽人丽妆零售业务 TOP5 品牌收入增速高于其他..... | 31 |
| 图 49: 若羽臣服务费模式 TOP3 品牌收入增速高于其他..... | 31 |
| 图 50: 壹网壹创百雀羚收入增速低于其他..... | 31 |
| 图 51: 壹网壹创线上管理模式 TOP4 收入增速低于其他..... | 31 |
| 图 52: 2013-2018 年世界各国化妆品市场复合年均增长率..... | 33 |
| 图 53: 化妆品社会消费品零售总额增速持续优于大盘..... | 33 |
| 图 54: 国内外品牌对于品牌服务商的需求对比分析 (2019 年)..... | 34 |
| 图 55: 阿里巴巴无线商业服务生态开放..... | 37 |
| 图 56: 双十一全网销售额及增速..... | 39 |
| 图 57: 天猫双十一交易额及增速..... | 39 |
| 图 58: 阿里巴巴和京东获客成本上升 (元/人)..... | 41 |
| 图 59: 2019 年 1 月抖音日活跃用户突破 2.5 亿..... | 42 |
| 图 60: 社交电商交易额同比增速 50% 以上 (亿元)..... | 42 |
| 图 61: 阿里巴巴商业服务生态 (广义) 交易规模增速情况..... | 42 |
| 图 62: 活跃服务商数量增长情况..... | 42 |
| 图 63: 2018 年品牌电商服务行业市场竞争格局..... | 43 |
| 图 64: 第一梯队 GMV 占比持续增加..... | 43 |
| 图 65: 公司主营业务分类..... | 46 |
| 图 66: 公司股权结构图..... | 48 |
| 图 67: 公司营业收入持续增长 (单位: 亿元)..... | 48 |
| 图 68: 公司净利润保持快增 (单位: 亿元)..... | 48 |
| 图 69: 公司营业收入分业务占比情况..... | 49 |
| 图 70: 百雀羚收入占比情况 (亿元)..... | 49 |
| 图 71: 各项业务毛利率情况..... | 49 |
| 图 72: 公司整体毛利率、净利率情况..... | 49 |
| 图 73: 公司销售费用情况 (单位: 亿元)..... | 50 |
| 图 74: 公司管理费用情况 (单位: 亿元)..... | 50 |
| 图 75: 公司营销代表案例《“头“等大事》..... | 50 |
| 图 76: 公司营销代表案例《四美不开心》..... | 50 |
| 图 77: 公司主要品牌订单转化率..... | 51 |
| 图 78: 线上营销订单数不断上升 (百万张)..... | 51 |
| 图 79: 2017 年 DR.WU 达尔肤官方旗舰店 618 转化率显著提升..... | 51 |
| 图 80: 公司线上营销客单价不断提升 (元/单)..... | 51 |

| | |
|---|----|
| 图 81: 公司通过优化选品组合提升客单价..... | 51 |
| 图 82: 公司主要品牌客单价 (单位: 元) | 52 |
| 图 83: 线上营销前十大产品销售数量不断提升 (百万个/套) | 52 |
| 图 84: 线上营销前十大产品收入持续增长 (亿元) | 52 |
| 图 85: 线上营销品牌方返利金额上升 (百万元) | 53 |
| 图 86: 线上营销毛利率持续提升 | 53 |
| 图 87: 各公司营收对比 (单位: 亿元) | 53 |
| 图 88: 各公司净利润对比 (单位: 亿元) | 53 |
| 图 89: 各公司营收增速对比 | 54 |
| 图 90: 各公司净利润增速对比..... | 54 |
| 图 91: 公司整体毛利率对比 (单位: %) | 54 |
| 图 92: 线上营销服务毛利率对比 (单位: %) | 54 |
| 图 93: 线上管理服务毛利率对比 (单位: %) | 55 |
| 图 94: 线上分销服务毛利率对比 (单位: %) | 55 |
| 图 95: 内容服务业务毛利率对比 (单位: %) | 55 |
| 图 96: 净利率对比..... | 55 |
| 图 97: 期间费用率对比..... | 56 |
| 图 98: 销售费用率对比..... | 56 |
| 图 99: 管理费用率对比..... | 56 |
| 图 100: 流动比率对比 | 57 |
| 图 101: 速动比率对比 | 57 |
| 图 102: 资产负债率对比 (母公司) | 57 |
| 图 103: 应收账款周转率对比 | 58 |
| 图 104: 存货周转率对比..... | 58 |
| | |
| 表 1: 物流管理及数据分析系统主要分类及功能..... | 10 |
| 表 2: 数字营销行业相关上市公司情况 | 15 |
| 表 3: 不同规模商家的付费渗透率 | 22 |
| 表 4: 各公司业务模式对比 | 27 |
| 表 5: 各公司渠道及客户对比..... | 29 |
| 表 6: 各公司核心竞争力对比..... | 32 |
| 表 7: 2018 年市占率前 100 名品牌天猫店铺运营方统计 | 34 |
| 表 8: 天猫入驻规则 | 36 |
| 表 9: 淘宝收费活动定价机制..... | 37 |
| 表 10: 代运营商及品牌方平台推广费用率对比 | 38 |
| 表 11: 2018 年各代运营商人效对比..... | 38 |
| 表 12: 欧莱雅集团电商渠道建设体系 | 40 |
| 表 13: 2017 年至今被品牌收回运营权的天猫旗舰店 | 40 |
| 表 14: 2017 年至今本土品牌天猫旗舰店经营权变更情况 | 41 |
| 表 15: 公司内容服务合作品牌..... | 43 |
| 表 16: 公司不同业务模式..... | 46 |
| 表 17: 公司发展历程 | 47 |
| 表 18: 业务模式特点导致营销收入占比大..... | 49 |
| 表 19: 重点公司盈利预测及估值 (截止 2019/11/13) | 60 |

1. 鸟瞰电商服务生态全景，五大服务类型支撑电商高速发展

1.1. 电商服务产业链结构拆解

电商服务定义：围绕电子商务平台，为企业或个人提供专业化的第三方服务，依托专业分工的优势帮助电商卖家开源节流、降本提效。服务内容包括 IT 系统/数据分析、客服、仓储物流、电商运营、营销服务等一个或多个专业环节，并呈逐渐泛化趋势。服务使用者包括品牌方、供应商、企业卖家、个人卖家等。

我们将电商服务类型大致分为 **IT/数据分析、电商运营、客服、仓储物流、营销** 五个大类，其中**电商运营**是电商服务中极为重要、对运营全局节点对接最多的服务类型。一站式代运营服务商往往依托网店运营为核心职能，向其他业务服务类型进行扩展，以加固规模优势、加深壁垒。

从产业链结构来看，品牌商可基于自身禀赋选择：**①**与一站式代运营服务商合作，整体外包电商业务，代运营商在运营职能之外，可提供 IT/数据分析、客服、仓储物流、营销等服务，亦可选择将低附加值部分业务如客服业务进一步外包；**②**直接与提供各专业化服务的服务商进行对接，企业内部再行梳理整合；**③**可自建电商服务体系，使电商服务能力内部化，直接对接电商平台。

图 1：电商服务行业产业链结构



- ①与一站式代运营服务商合作，整体外包电商业务
②直接对接专业服务提供方
③自建电商服务体系，使电商服务能力内部化，直接对接电商平台

资料来源：安信证券研究中心

1.2. IT 系统/数据分析：技术推动行业纵深发展，切入点差异导致竞争相对分散

1.2.1. 提供物流管理及数据分析产品，订阅及直销模式为主

电商 IT 服务行业商业模式从“卖软件”到“卖服务”，为终端用户提供从前期实施到后期维护的一系列 IT 相关服务。电商 IT 服务主要采用 SaaS 的服务模式，传统软件服务模式需要企业购买服务器等设备，并配备专业技术人员维护，SaaS 为客户隐去所有 IT 相关的部署及流程，为客户提供持续且多样化的服务，使客户可集中精力做好核心业务。

SaaS (Software as service 的缩写，软件即服务) 是指软件提供商向终端客户提供所有网络基础设施及软件、硬件运作平台，并负责所有前期的实施、后期的维护等一系列服务。SaaS 是云服务的重要组成部分，产品上游包括 IaaS (基础设施即服务) 和 PaaS (平台即服务，主要提供运行和开发环境)。

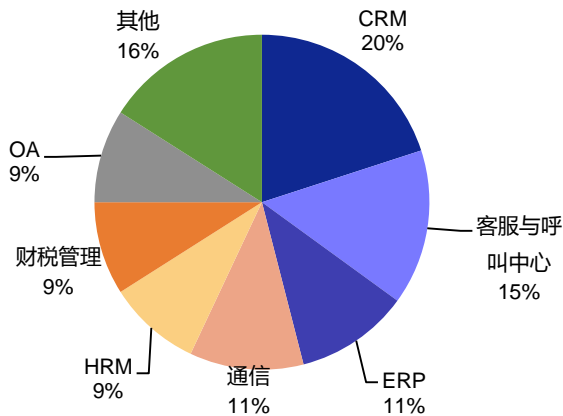
图 2：电商 IT 服务 SaaS 产品上游包括 IaaS 和 PaaS



资料来源：光云科技招股说明书，安信证券研究中心

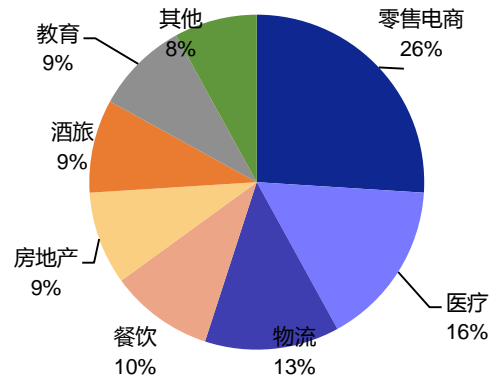
按照服务类型，电商 IT 服务提供商可细分为不同种类。电商 IT 服务提供商可分为业务垂直型和行业垂直型，业务垂直型 IT 服务提供商为不同行业客户提供通用服务，包括 CRM、HRM、ERP 等产品。根据艾瑞咨询 2018 年的数据，企业级在线软件服务提供产品中，CRM 和客服与呼叫中心分别以 20% 和 15% 占比最高。行业垂直型电商 IT 服务提供商只针对电商一个行业提供服务。从 2018 年数据看，零售电商 IT 服务提供商在企业级 SaaS 行业垂直市场中占比 26%，位居首位。

图 3：2018 年企业级在线软件服务业务垂直型产品分布



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 4：2018 年企业级在线软件服务行业垂直型分布



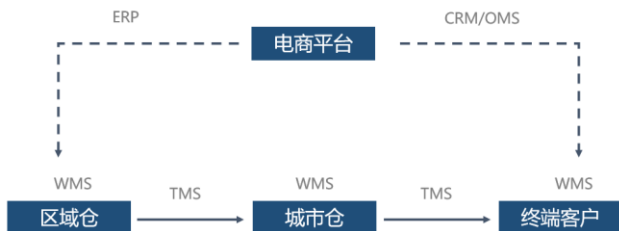
资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

产品主要覆盖物流管理系统及数据分析系统。

① 物流管理系统：主要包括 OMS、WMS、TMS（订单、仓库及运输管理系统），以及 ERP（企业资源计划）和 CRM（客户关系管理）。OMS（Order Management System）即订单管理系统，该系统接受客户订单信息及仓储管理系统 WMS 发来的库存信息，给订单归类并对库存进行配置。WMS（Warehouse Management System）仓库管理系统对企业仓储的货品信息进行详细记录和管理，能有效控制并跟踪仓库业务物流和成本管理全过程。TMS（Transportation Management System）运输管理系统能对车辆、驾驶员、线路等进行全面详细的统计考核。此外，ERP（Enterprise Resource Planning）即企业资源计划，电商 ERP 针对电商行业资源管理特殊需求，包括网店订单信息管理，商品库存信息管理物流信息管理等，通过多平台接口可实现一个后台统一管理多个第三方平台网店。CRM（Customer Relationship Management）即客户关系管理，该系统以客户管理为中心，可根据电商客户购物频次、接触点等不同维度进行数据清洗和规律，对整个电商购物流程进行优化和精准营销、提升用户体验度和二次购买率。

在整个物流系统流程中，客户下单后平台通过 OMS 系统接收订单，同时 CRM 系统收集客户信息，分析客户数据。OMS 系统将订单指令传送到 ERP 和 WMS 系统，ERP 系统统筹资源做出采购补货等规划，WMS 系统接单后进行货物出入库操作，并将指令传至 TMS 系统，TMS 将指令下达车辆进行装车配载，完成订单。

图 5：物流系统服务流程



资料来源：运联传媒，安信证券研究中心

图 6：物流管理系统之间的关系



资料来源：安信证券研究中心整理

② 数据分析系统：BI 等商业智能和大数据分析系统可依据物流管理等系统收集的大数据进行

行数据整合，分析和挖掘，能快速准确提供报表并提出决策依据，帮助电商企业做出明智的业务经营决策，有助于企业的精细化运营和产品优化。

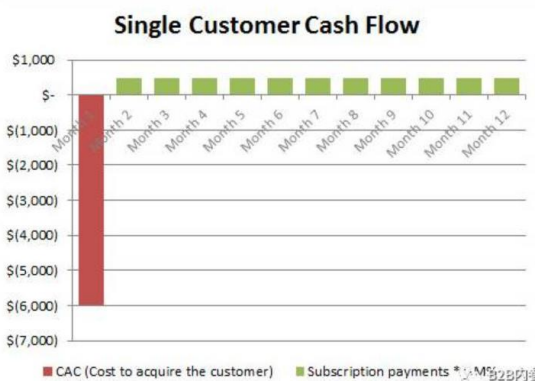
表 1：物流管理及数据分析系统主要分类及功能

| 系统简称 | 中文名称 | 功能 |
|------|--------|--|
| OMS | 订单管理系统 | 该系统接受客户订单信息及仓储管理系统 WMS 发来的库存信息，给订单归类并对库存进行配置 |
| WMS | 仓库管理系统 | 能够按照运作的业务规则和运算法则，对信息、资源、行为、存货和分销运作进行更完美地管理，使其更大化满足有效产出和精确性的要求。 |
| TMS | 运输管理系统 | 该系统对车辆、驾驶员、线路等进行全面详细的统计考核，能大大提高运作效率，降低运输成本 |
| CRM | 客户关系管理 | 以客户管理为中心，可根据客户购买数据分析出客户生命周期，优化电商购物流程并实现精准营销。 |
| ERP | 企业资源计划 | 能有效计划利用人力资源、生产资源、设备资源等来实现企业战略规划。 |
| BI | 商业智能系统 | 指用现代数据仓库技术、线上分析处理技术、数据挖掘和数据展现技术进行数据分析以实现商业价值。 |

资料来源：安信证券研究中心整理

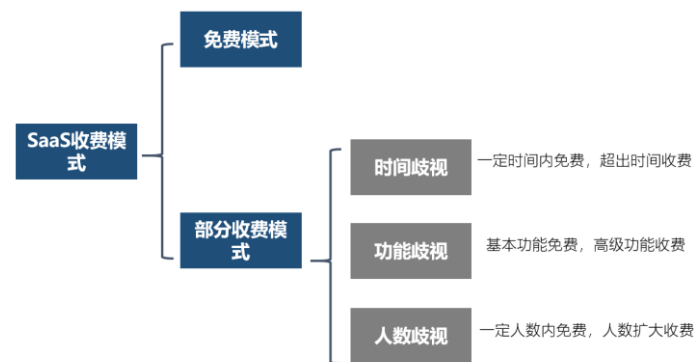
订阅模式为主要商业模式，“免费”是前期开发市场的常见策略。传统管理软件付费模式为买断型，客户需要一次性投入整个项目资金，包括 CRM 管理软件产品以及整个系统的服务器群、网络平台等；而电商 IT 服务提供商所使用的 SaaS 模式通常使用会员付费的订阅模式，降低客户的项目投资风险和资金投入压力。公司在发展前期编程及搭建产品，获得初始用户，收入主要来自于已有客户的保留和继续发展，因收入来源为周期订阅费用，资金流入相对平滑，初期公司获得现金流有限，企业可能面临亏损。随着公司产品得到市场认可，数据增长，新客户不断扩容，收入也随着新客户和新收入不断扩大。许多 SaaS 公司在发展初期会采用部分免费的定价策略来开发市场，针对时间、人数和功能设定收费门槛，来达到提升流量以及获得大量数据和反馈意见的目的。

图 7：订阅模式下单个客户现金流情况



资料来源：B2B 内参，安信证券研究中心

图 8：SaaS 的不同收费模式



资料来源：港粤资本，安信证券研究中心整理

1.2.2. 细分领域众多，竞争格局相对分散

电商 IT 服务市场上主要有新兴创业公司、传统软件厂商和 2C 互联网巨头三类竞争者。随着电子商务的迅速发展，传统软件公司也逐渐向电商 SaaS 行业渗透，如在 ERP 领域，金蝶软件、用友网络均推出了适用于电商领域的金蝶管易 ERP、用友 ERP 等。传统软件厂商从事企业信息化时间最久，客户和业务积累较深厚。2C 互联网巨头如腾讯、美团、阿里、百度，相继进行架构调整，搭建自身企业服务生态，更侧重于平台技术和能力的输出。新型 SaaS 企业在行业内最为活跃，在产品形态等方面不断分化，完善市场发展。

图 9：电商 IT 服务市场上主要竞争者及特点

| 传统软件厂商 | 新型创业公司 | 互联网巨头 |
|---|---|--|
| <p>具备多年业务积累，能够快速实现存量客户转化</p> <p>例如： 金蝶软件：金蝶管易 ERP 用友网络：ERP等</p> | <p>行业内最为活跃，产品形态方面不断分化</p> <p>例如： 光云科技 中国有赞 千米网络科技</p> | <p>云服务产业成熟，尝试搭建自身企业服务生态</p> <p>例如： 京东：京东电商云 腾讯：SaaS加速器</p> |

资料来源：艾瑞咨询，前瞻产业研究院，安信证券研究中心

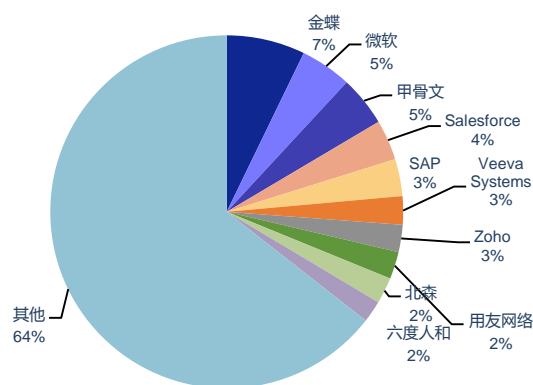
行业相对分散，相比消费级市场，电商 IT 服务所处的企业级市场提升空间更大。由于 SaaS 市场门槛较低，细分领域众多，叠加传统 IT 巨头转型面临业务冲突，导致行业竞争格局较为分散。我国目前消费级市场巨头为腾讯、阿里巴巴和百度，市值约 1 万亿美元，企业级市场尚无市值超过 200 亿美元的企业，对标欧美消费级 CR3 市值 2 万亿美元，企业级 CR3 市值约 4500 亿美元，格局整体较为分散，存在较大提升空间。根据 IDC 报告，2017 年中国企业级 SAAS 厂商中，金蝶营收占比 7.3%，其次是微软和甲骨文，分别占比 4.7%和 4.6%。

图 10：对标欧美，我国 IT 服务市场存在较大提升空间

| 中国市场 | 约14亿人 | 欧美市场 | 约12亿人 |
|---|-------|--|-------|
| <p>消费级 腾讯+阿里巴巴+百度 市值约1万亿美元</p> <p>企业级 尚无市值超过200亿美元的公司</p> | | <p>消费级 Google+Amazon+Facebook 市值约2万亿美元</p> <p>企业级 Oracle+SAP+Salesforce 市值约4500亿美元</p> | |

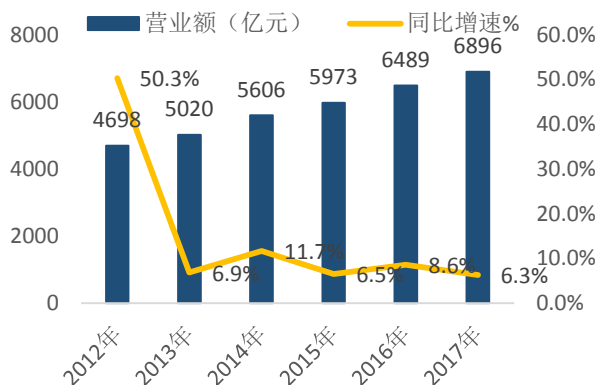
资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 11：2017 年企业级 SaaS 厂商收入占比



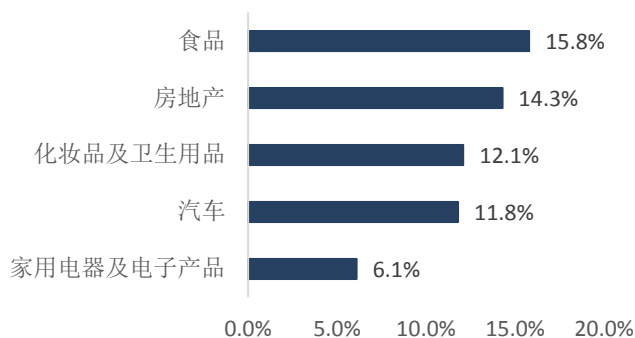
资料来源：IDC，前瞻产业研究院，安信证券研究中心

图 13：2012-2017 年中国广告业营业额



资料来源：国家工商行政管理总局，安信证券研究中心

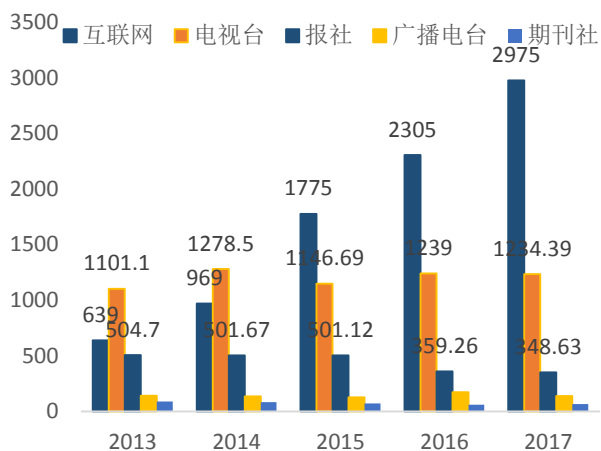
图 14：2017 年广告营业额占比最高的五大行业排名



资料来源：国家工商行政管理总局，安信证券研究中心

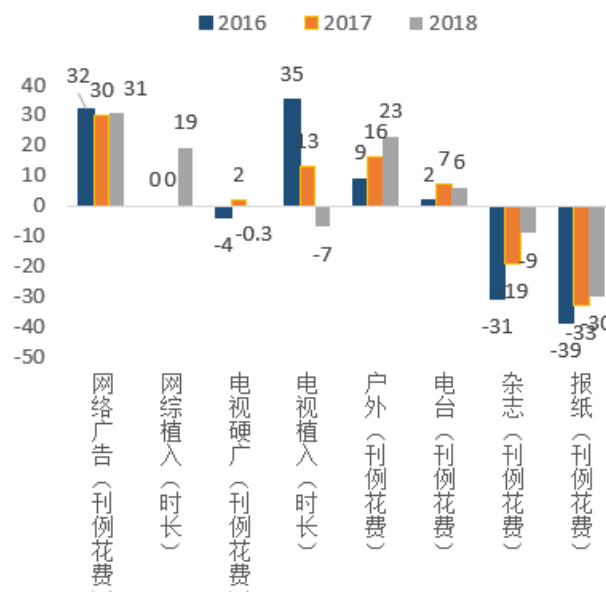
广告媒介可以大致分为互联网、电视台、报社、广播电台、期刊社、户外等，近五年媒介结构发生了较大的变化。互联网广告投放花费在 2015 年超过电视广告投放，成为最主要的广告投放渠道，并且占比持续提升；2017 年互联网广告投放花费占比已达 62.5%，电视广告投放花费占比下降至 25.9%。根据群邑研究，2018 年互联网广告持续快速增长，增速稳定在 30% 左右；而电视广告投放形势依然严峻，硬广刊例花费稳定，2018 年电视植入也开始下滑。

图 15：各类型媒介广告营业额（亿元）



资料来源：国家工商行政管理总局，安信证券研究中心

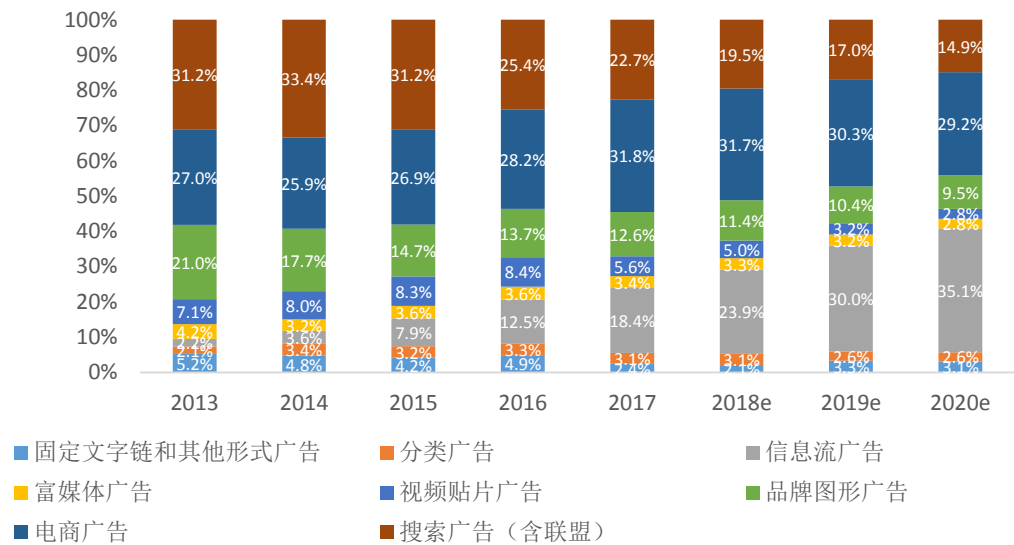
图 16：广告刊例花费同比增长率（%）



资料来源：群邑，安信证券研究中心

互联网广告投放形式主要包括搜索引擎广告、电商广告、垂直行业广告、在线视频广告、门户及资讯广告、社交广告、分类信息广告等。互联网广告增长的驱动力已经经历了“门户及资讯广告→搜索引擎广告→电商广告&社交广告”等几个阶段。根据群邑研究，电商广告及信息流广告正逐步成为网络广告投放主要方式，2018 年，电商广告占比达 29.2%，信息流广告占比高达 35.1%。

图 17: 2013-2020 年中国不同形式网络广告市场份额

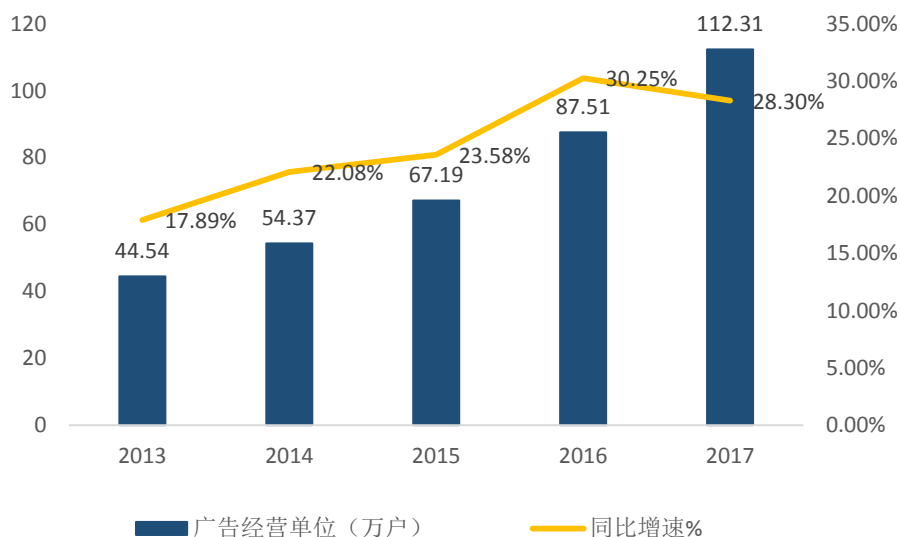


资料来源: 群邑, 安信证券研究中心

1.3.2. 三大梯队参与竞争, 行业整体承压

2017 年广告经营单位 112.31 万户, 同比增长 28.3%, 其中私营企业 80.32 万户, 同比增长 32.4%, 行业参与者仍在高速增长。目前, 我国广告行业的主要竞争者分为三个梯队, 第一梯队为国际 4A 广告公司, 第二梯队为本土领先的大型广告服务机构, 第三梯队为本土中小型广告公司。国际 4A 广告公司以 WPP 集团、宏盟集团、阳狮集团下属的广告公司为主; 本土领先的大型广告服务机构以分众传媒、蓝色光标、华媒控股、省广集团等为代表。

图 18: 2013-2017 年中国广告经营单位户数变化



资料来源: 国家工商行政管理总局, 安信证券研究中心

国际 4A 广告公司与本土广告公司间以及本土广告公司之间还存在着互相代理的合作关系, 通过相互的合作能够实现优势互补。由于我国的媒体种类繁多, 且各类媒体经营分散, 在这种庞大复杂的媒体环境之下, 无论国际广告公司还是大型直接客户, 均需区域性强势广告公

司为其整合区域的媒体资源，以实现采购的规模效应并获得高质量的广告策略、执行以及广告监测评估服务。因而，国际 4A 广告公司与本土广告公司间以及本土广告公司之间还存在着互相代理的合作关系，通过相互的合作能够实现优势互补。

一方面可以实现媒体资源互补：由于不同广告公司拥有优势的媒介资源不同，例如国际 4A 广告公司的优势主要体现在综合服务能力和媒体整合能力，本土广告公司的媒体资源集中在省级卫视及地方电视媒体，因而广告公司之间互相合作，能够共享媒介资源，从而可以为媒介策划提供灵活的空间，更好地实现广告传播的效果。

另一方面可以实现业务内容互补：国际 4A 广告公司客户主要为跨国企业和国际国内知名品牌，往往投放额巨大，广告覆盖面广，其在全国性重要媒介上的投放集中度高，在全国众多二、三线城市的广告投放较为分散，而且广告投放的波段性要求突出。因此，国际 4A 广告公司主要负责为客户制定整体媒介策划，并实施主要的全国性媒介资源的投放，区域性的媒介策略服务包括媒介策划、媒介购买、监测评估等则依靠本土广告公司来实施。

但目前我国大型广告公司存量优势多集中在传统媒介，行业竞争激烈，整体承压。2017 年以来，申万营销指数持续下滑，已经从 6000 点左右下滑至 2700 点左右，从 2018 年年报看，12 家上市公司中，1 家收入下滑、7 家业绩下滑，行业整体承压。

图 19：2017 年以来申万营销指数持续下滑，行业整体承压



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 2：数字营销行业相关上市公司情况

| 股票简称 | 总市值 (亿元) | 2018 年收入 (亿元) | 2018 年利润 (亿元) | 2018 年收入增速 (%) | 2018 年利润增速 (%) | 市盈率 (TTM) |
|------|----------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------|
| 蓝色光标 | 136 | 231 | 3.89 | 51.69 | 74.99 | 22.55 |
| 省广集团 | 50 | 121 | 1.86 | 7.26 | 200.99 | 33.67 |
| 华扬联众 | 37 | 107 | 1.28 | 30.81 | 1.30 | 25.76 |
| 华谊嘉信 | 16 | 34 | -7.69 | -2.50 | -177.51 | -1.84 |
| 佳云科技 | 23 | 56 | -12.51 | 107.31 | -748.13 | -1.83 |
| 天龙集团 | 22 | 80 | -9.06 | 15.88 | -192.40 | -2.35 |
| 利欧股份 | 134 | 123 | -18.60 | 15.87 | -541.50 | -7.42 |
| 麦达数字 | 42 | 10 | -3.70 | 10.64 | -590.55 | -13.46 |
| 数知科技 | 100 | 55 | 6.34 | 98.23 | 30.06 | 17.21 |
| 科达股份 | 66 | 142 | 2.63 | 50.05 | -43.19 | -109.09 |
| 万润科技 | 36 | 46 | -11.34 | 50.45 | -933.09 | -3.16 |

| | | | | | | |
|------|----|----|------|--------|--------|-------|
| 腾信股份 | 26 | 13 | 0.20 | -18.00 | 114.76 | 27.67 |
|------|----|----|------|--------|--------|-------|

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

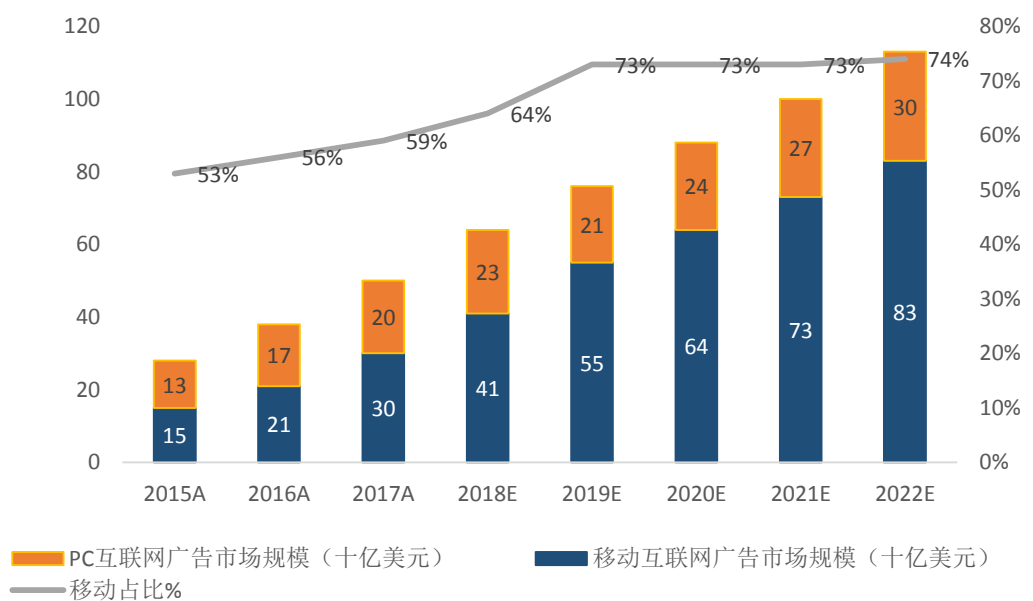
1.3.3. 技术升级驱动精准营销，社交电商兴起进一步革新营销方式

1.3.3.1. 互联网广告时代，技术升级驱动精准营销

在中国整体广告市场增长趋缓的情况下，互联网广告市场增长平稳，且占比逐年增高。由于移动端接入流量的大幅提高，互联网广告逐渐向移动端倾斜。根据 Frost & Sullivan 的数据，2017 年中国互联网广告达到 500 亿美元，其中移动端广告市场规模为 30 亿美元，并将在未来继续贡献强劲增长。

随着技术的成熟，精准营销由于能够更为准确地触达目标群体，已成为越来越多广告主的选择。精准营销模式下，广告主只需提前确定投放成本及目标受众数量，广告的购买流程则由数字平台执行，交易模式从“购买媒体”转变为“购买受众”。根据 Frost & Sullivan 预测，程序化广告（精准营销广告）占我国互联网广告整体规模的比重将从 2017 年的 12% 增长到 2023 年的 23%。

图 20: 中国移动互联网广告市场规模

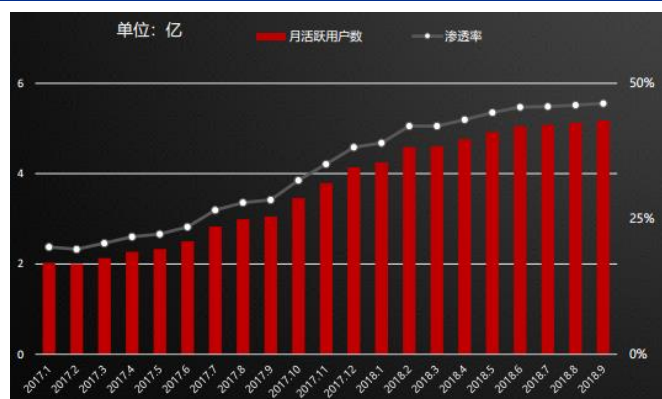


资料来源: Frost&Sullivan, 安信证券研究中心

1.3.3.2. 社交电商兴起，营销方式快速革新

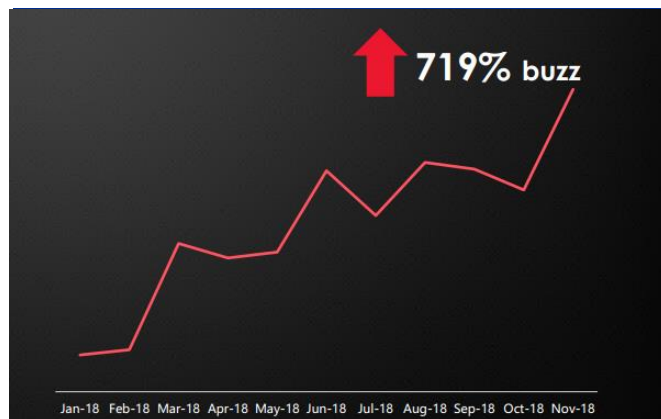
淘宝流量费用持续增长、电商平台获客成本持续提升，传统电商行业竞争日益激烈。而短视频行业经过 2017 年迅猛发展，2018 年在持续高速增长的基础上，已累计起愈 5 亿用户基础，进入精耕细作的发展阶段。此外，其他内容平台对销售的影响能力持续提升，根据 AdMaster 统计，小红书 2018 年 11 月与 2018 年 1 月相比，电商评论中相关声量提升约 719%。基于内容营销对销售显著的促进作用，2018 年广告主对 KOL 推广和短视频的营销投放意向显著提升，社交内容营销流量入口迅速崛起。

图 21: 2018 年短视频行业已累计广泛用户基础



资料来源: AdMaster, 安信证券研究中心

图 22: 电商评论中, 提到小红书相关声量趋势



资料来源: AdMaster, 安信证券研究中心

图 23: 2018 年广告主对 KOL 推广和短视频的营销投放意向显著提升



资料来源: 界面新闻, 安信证券研究中心

社交平台的崛起使营销从中心化内容生产过渡到“众包创意”，品牌商通过跨平台、跨圈层的营销布局推动合作 KOL 联动发声，使新品能够迅速成为大众爆款。在社交营销产业链中，主要包括品牌方、内容生产者、内容平台、电商平台和消费者五大参与方。内容生产者包括品牌商家、MCN、网红/KOL、普通用户等，在品牌商的营销实施中，以与 MCN 机构合作最有效率、最能实现全面布局。

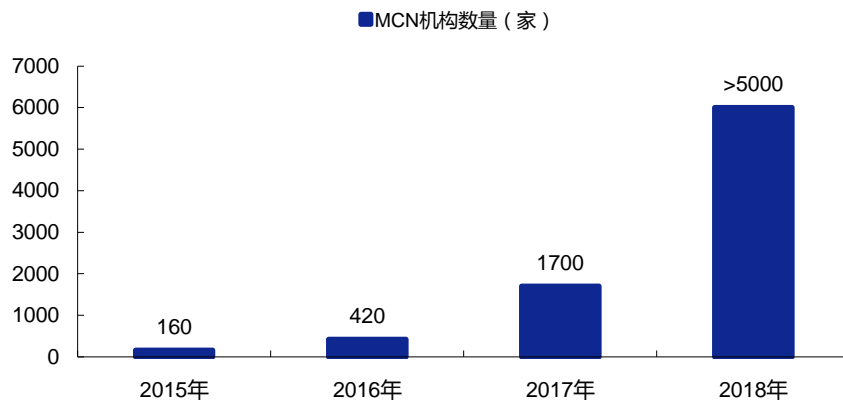
图 24：社交营销产业链



资料来源：安信证券研究中心

MCN（全称 Multi-Channel Network），全称多频道网络，诞生于美国，相当于内容生产者和 YouTube 之间的中介，最初不生产内容，只是将众多力量薄弱的创作者聚合起来建立频道，帮助他们解决推广和变现的问题，最后再以一定的比例与创作者分成；后于中国发展衍生、壮大，职能逐步丰富、分工逐步细化。2012-2013，短视频行业起步，微博、微信等平台生态商业化战略部署；2015-2016，在资本风口下，短视频 PGC 创业浪潮兴起，出现了从单一账号到多账号矩阵的孵化模式，开始进行电商、付费等多种商业尝试；2017-2018，各大平台转型并推出“内容补贴”战略，同时吸引了大批包括直播公会在内的红人机构转型 MCN，在短视频行业高速增长、资本、内容创作者以及流量平台多方面因素影响下，行业迎来井喷式增长；2018-2019，一方面，原有 MCN 强化内部效率与核心竞争力，去除流量红利之后的竞争与发展，会诞生出大的公司；另外一方面，依托新平台崛起，新 MCN 还在不断涌现。

图 25: MCN 机构数量大幅增加



资料来源: 克劳锐, 安信证券研究中心

1.4. 客服服务低附加值较低, 仓储物流服务以重资产树壁垒

1.4.1. 客服: 人力密集型服务

电商客服外包服务主要依托其规模优势为企业提供客服服务。行业壁垒较低、业务模式单一, 目前行业呈规模小、分散、可替代性较高的特点, 是电商服务中附加值较低的业务类型。电商客服业务为人工密集型, 员工经过一段时间培训后即可上岗服务, 主要为商家提供及时客户服务, 同时提高购买转化率。

案例: 上海网萌

上海网萌网络科技有限公司(以下简称网萌), 成立于2011年9月, 公司总部位于上海浦东张江高科技园区。便致力于客服外包行业标准制定, 多年来专注于为电商企业提供客服外包、美工外包、客服培训、管理外包、管理咨询及软件系统等一系列服务的电商客服整体解决方案。网萌网络有一支专业的客服团队, 客服人员具备丰富的网店客服经验, 长期客服经验积累的系统化客服服务流程, 能更有效的为客户提供服务, 第三方客户咨询的角度, 便于为店主培育忠实客户。根据其官网描述, 公司具有以下优势:

- 运营发展: 全区域 3000+ 在线客服坐席骨干客服占比 80%
- 高转化率: 采用 EBSP 管理系统, 服务成本低比自营转化率提高 20%
- 优质服务: 7*16 小时全年无休, 客服稳定满足客户不同程度的需求
- 行业认可: 阿里巴巴五年淘拍档金牌战略企业 ISO 质量管理体系认证企业
- 质检服务: 涵盖客服管理培训多个维度全面实行 EBSP 项目考核

图 26: 上海网萌客服可实现较高购买转化率



资料来源: 上海网萌官网, 安信证券研究中心

1.4.2. 仓储物流服务: 轻资产模式竞争激烈, 重资产模式可树壁垒

电商仓储物流服务主要指商家将其物流相关需求外包给有全程操作能力的物流服务供应商, 物流服务供应商整合后端所有资源为客户提供包括运输、仓储、配送、装卸搬运、信息、包装、流通加工等多环节多模式物流服务。

目前提供电商仓储物流服务的企业以提供物流整合解决方案为主, 流通环节(实际配送、仓储)涉及较少, 因而模式较轻, 行业门槛较低, 属于低附加值服务业态。部分物流企业在拥有自身触达用户的基础配备后, 也开始向供应链上方环节进行扩展, 从而进行自身战略布局; 例如百世供应链拥有直营及加盟云仓共 346 个, 总管理面积为 280 万平方米, 基于高云仓配置比例, 实现了以供应链为核心, 横向拓展多类型物流解决方案, 纵向拓展 B2B 业务和 O2O 业务, 完全满足客户全渠道的线上线下一体化的物流需求。

图 27: 百世供应链新型综合物流服务模式



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

根据盛世云仓的对比, 选择仓储物流服务外包有望为商家降低成本近 53%, 且可提供更有效

精准的物流配送服务，减少商家工作量、精力集中于运维。

图 28：仓储物流服务外包与自营对比

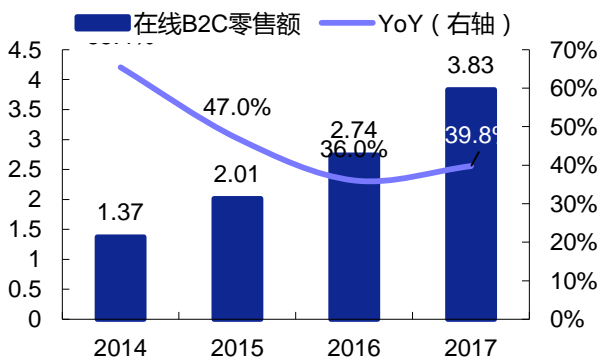


资料来源：盛世云仓官网，安信证券研究中心

1.5. 电商服务市场：传统品牌转型驱动行业高速增长，7年CAGR89%

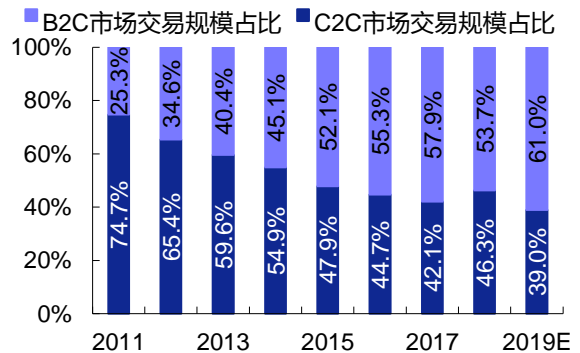
消费升级+线下消费低迷驱动线上 B2C 市场持续扩大，品牌触网意愿强烈。需求方面，我国城镇化率和人均可支配收入不断提高，2018 年我国城镇化率已达 59.6%，居民生活需求也随之向多元化、质量化方向转变，消费结构进一步优化；供给方面，传统零售业线下表现低迷，据《2015 中国连锁百强》数据，2015 年 55%的企业净利润下滑，新开门店同比下降 16%、关闭门店同比上升 39%，品牌触网意愿强烈，2018 年阿里、京东、拼多多、微店四大主流电商平台活跃卖家数量已达 1196.47 万。双方驱动下线上 B2C 交易占比持续扩大，从 2011 年的 5.3%已升至 2018 年的 9.7%，2017 年在线 B2C 零售额已达 3.8 万亿元，同比增长 39.8%。

图 29：在线 B2C 零售额不断攀升（万亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

图 30：B2C 交易占比持续扩大



资料来源：艾瑞咨询，中国产业信息网，安信证券研究中心

商家付费渗透率提升，电商服务提供商数量攀升。传统企业长期耕耘线下，熟悉线下市场，

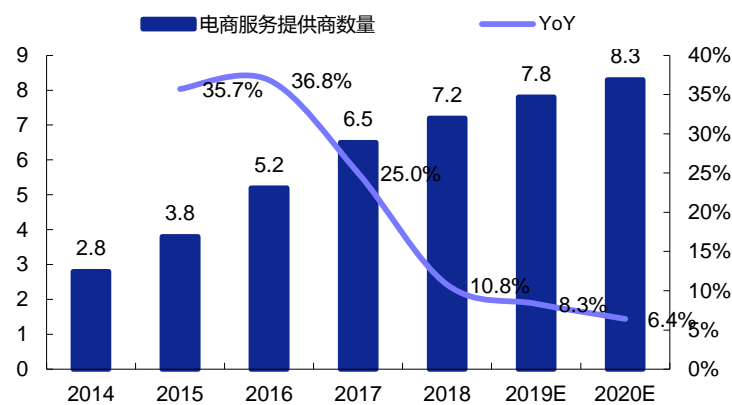
进军电商面临重重困难，主要原因有：1) 电商平台运营规则复杂、多变；2) 线上运营模式与线下市场存在较大差；2) 传统企业主营线下，无暇或暂时无能力顾及线上；3) 受内部资源及业务模式的约束，自主开展电子商务运营成本高、效率低。随着电商商家数量的增长，市场竞争环境日趋激烈，愿意对电商服务付费的优质商家市场优质地位凸显，电商服务市场渗透率上升。根据阿里研究院的数据，中大型商家的付费渗透率可达 99%-100%。电商服务提供商数量不断攀升，2018 年，国内电商服务提供商数量达到 7.2 万家，同比增速为 10.8%，根据电子商务研究中心预测，未来我国电商服务提供商数量将随市场竞争日趋激烈增速放缓，2020 年数量达 8.3 万家。

表 3：不同规模商家的付费渗透率

| 商家规模 | 付费渗透率 |
|------|-------|
| 微型商家 | 48% |
| 小型商家 | 84% |
| 中型商家 | 99% |
| 大型商家 | 100% |

资料来源：阿里研究院，安信证券研究中心

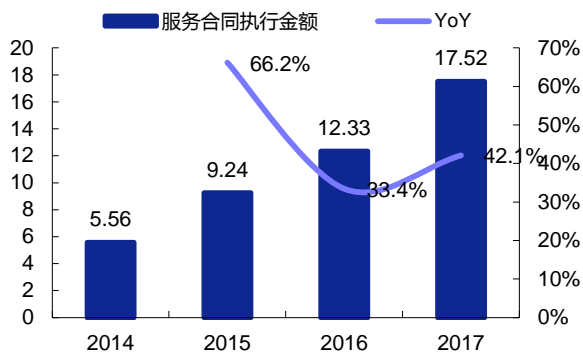
图 31：电商服务提供商数量不断攀升（万家）



资料来源：电子商务研究中心，安信证券研究中心

B2B 商业服务生态随之崛起，电商服务行业高速增长。专业的电商服务公司成为平台商家便捷高效的选择，推动商业服务生态崛起。电商商业服务业属于 B2B，具备该行业稳健特性，根据商务部的数据显示，电子商务平台的服务合同执行金额从 2014 年 5.56 亿美元增长到 2017 年的 17.52 亿美元，CAGR 超过 30%。与此同时，行业市场规模快速扩大，2012-2015 年，阿里巴巴商业服务生态交易规模增速从 61.9% 提升至 78.6%，近年来随着市场发展成熟，增速趋于稳健，根据智研咨询，我国电商服务行业市场规模达 3.52 万亿元，同比增长 20.1%，最近 7 年 CAGR 达 88.9%。

图 32: 电商服务合同执行金额四年 CAGR 超 30%(亿美元)



资料来源:《中国电子商务报告》, 安信证券研究中心

图 33: 电商衍生服务市场交易规模 (亿元)



资料来源: 亿邦动力网, 安信证券研究中心 注: 不包括电商服务平台自身营销服务收入, 以及代销模式的店铺代运营收入。

图 34: 2012-2015 年阿里巴巴商业服务生态交易规模加速



资料来源: 阿里研究院, 安信证券研究中心

图 35: 电子商务服务业营收规模上升 (万亿元)



资料来源: 智研咨询, 安信证券研究中心

2. 电商代运营行业效率为先，化妆品赛道空间广阔整体高增

2.1. 运营能力驱动成长引擎，自有仓库及 IT 构筑规模壁垒

2.1.1. 电商运营能力分解

电商运营一般分为六部分：产品运营（负责产品分析、采购），网站运营（线上购物环境基础维护），活动维护（营销策划），流量运营（推广），客户运营（客户服务和客户关系管理），数据分析（运营支持）。其中重点在于“供应链管理”和“购物体验”的提升。供应链管理是产品层面的规划管理，需要运营人员通过数据去决定销售哪些类别的产品，每个类别需要多少库存，库存周转情况，更考验运营人员对于“商务”的深度理解和自身的运营能力。购物体验是用户对产品在线上的“找”“选”“买”“付款”“用”“售后”所有流程的规划和设计。

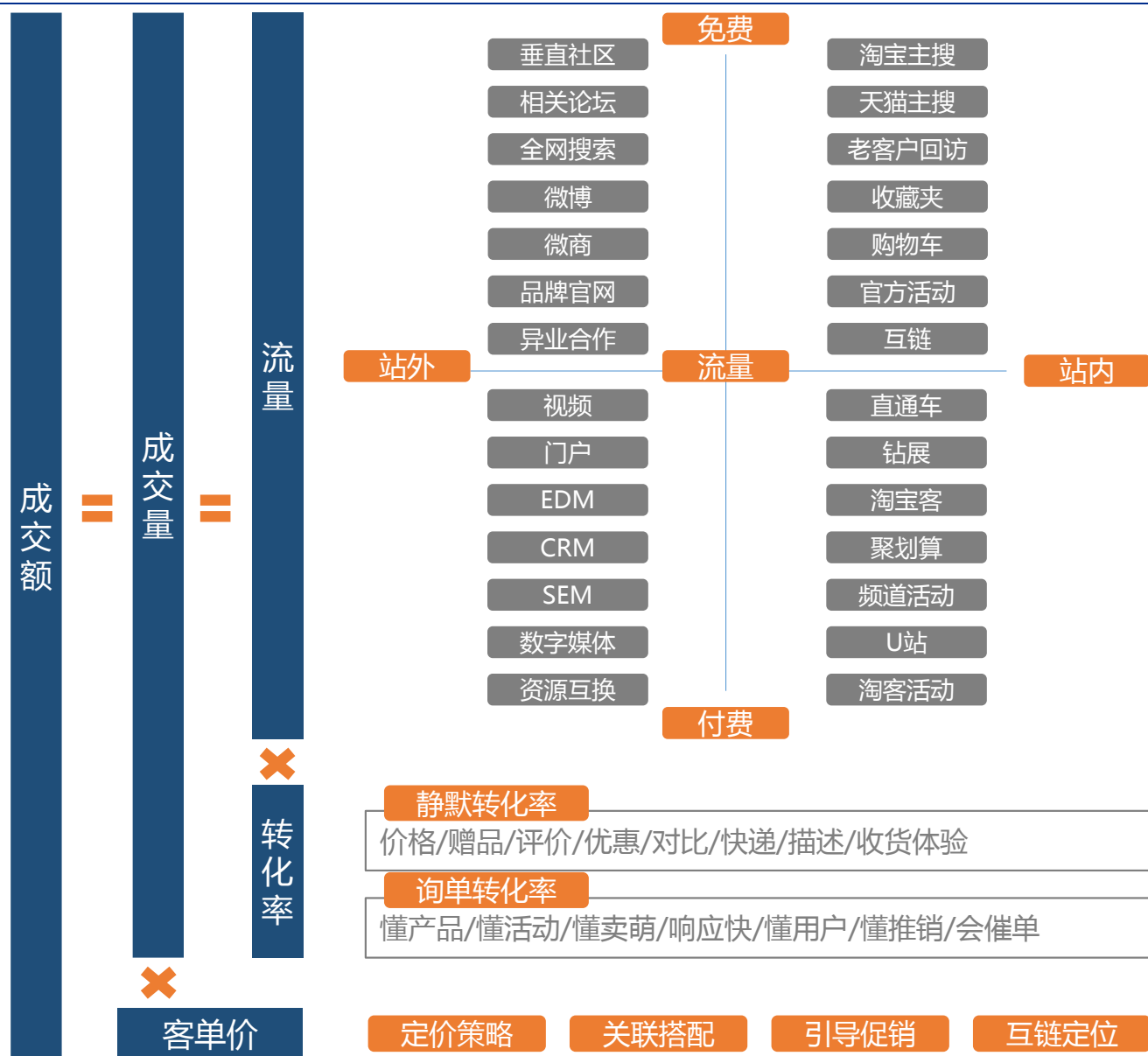
图 36：营运能力指标分解



资料来源：《电商有道，运营有法》，安信证券研究中心

电商运营最重要的衡量指标为成交额。成交额=成交量 X 客单价，成交量=流量 X 转化率。我们可将电商运营衡量指标进行如下拆解，通过指标，可以看到电商运营工作的部分具体内容。

图 37：营运能力指标分解



资料来源：《电商有道，运营有法》，安信证券研究中心

2.1.2. 电商代运营 B2C 是主流业务模式

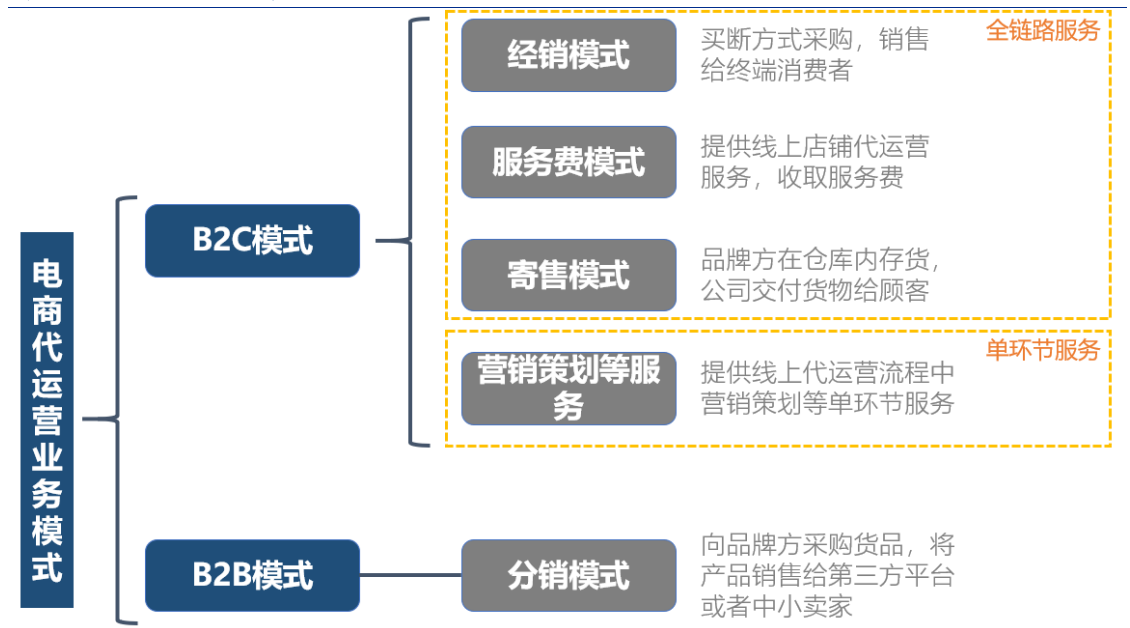
电商代运营业务模式按照销售对象可分为 B2C 和 B2B 模式，B2C 模式又可再分为经销、寄售、服务费等几种模式。

① B2C 模式：1) 经销模式：电商代运营公司以买断方式采购品牌方产品，然后通过其运营的品牌旗舰店或官方商城卖给终端消费者；2) 服务费模式：公司为品牌商提供包含营销、IT 技术、运营等环节在内的一系列线上店铺代运营服务，向品牌方收取服务费；3) 寄售：品牌方在公司仓库里存货，公司将货物交付顾客，不拥有货物所有权；4) 营销策划等单环节服务：公司为品牌方线上店铺运营提供营销策划等单环节服务，收取服务费。
非经销模式下一般确认净收入，盈利来源为固定费用费和佣金分成；经销模式下确认收入为商品销售收入，盈利来源为进货与销货的差价。

② B2B 模式：通常为分销模式，公司向品牌方采购货品，然后将产品销售给第三方平台或

者中小卖家。

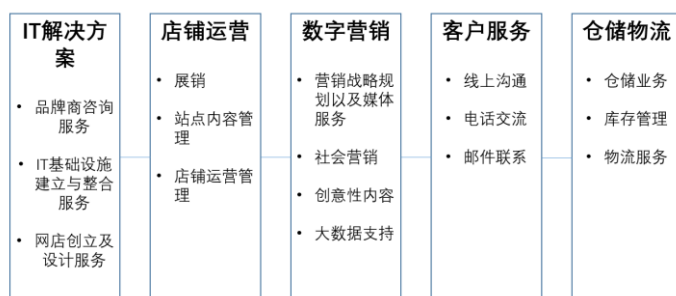
图 38：电商代运营业务模式



资料来源：安信证券研究中心整理

主流代运营商均提供全链路电商线上服务。根据服务体系的完整性，电商线上服务可以分为全链路服务和模块式服务。全链路包含品牌线上服务的全部流程，模块式服务只专注于其中一个或几个环节。宝尊电商、杭州悠可等几家可比公司均提供包括营销推广、店铺运营、仓储物流等环节在内的全链路服务。

图 39：宝尊电商的主要业务范围



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 40：若羽臣的主要业务范围



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

从业务性质来看，按照渠道性质递减，服务性质递增，几家公司排序为丽人丽妆，若羽臣，壹网壹创，杭州悠可和宝尊电商。经销模式和分销模式贡献的收入和利润占比越高，渠道性质越重，反之服务性质越重。丽人丽妆经销模式占绝大部分比重，渠道性质最强；宝尊电商没有分销模式，经销模式毛利贡献不及 50%，服务性质最重。剩余三家企业渠道性质相似，经销和分销贡献毛利在 60%-65% 区间，其中壹网壹创分销模式毛利占比较小仅为 4.5%，经销模式毛利贡献较大，杭州悠可和若羽臣经销及分销毛利占比相近。

图 41：可比公司按照业务性质排序



资料来源：安信证券研究中心整理

表 4：各公司业务模式对比

| 公司名称 | 全链路服务 | | | 单环节服务 | | 其他 | |
|------|-------|-----------|----------|----------|--------|--------|-------|
| | 经销模式 | B2C 服务费模式 | B2B 寄售模式 | B2B 分销模式 | 营销策划服务 | | 仓储物流 |
| 壹网壹创 | 营收占比 | 61.7% | 22.6% | - | 15.0% | 0.7% | 0.1% |
| | 毛利占比 | 60.3% | 34.6% | - | 4.5% | 0.5% | 0.2% |
| 宝尊电商 | 营收占比 | 46.70% | 53.30% | | | | |
| | 毛利占比 | | | | | | |
| 丽人丽妆 | 营收占比 | 92.55% | 6.35% | 0.00% | 1.09% | | - |
| | 毛利占比 | 91.31% | 8.39% | | | | |
| 若羽臣 | 营收占比 | 40.73% | 10.21% | - | 40.55% | 8.51% | - |
| | 毛利占比 | 39.45% | 24.85% | - | 25.57% | 10.13% | - |
| 杭州悠可 | 营收占比 | 38.50% | 18.20% | - | 43.20% | - | 0.10% |
| | 毛利占比 | 38.30% | 38.90% | - | 22.80% | - | 0.00% |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心 注：杭州悠可数据截至 2016Q3，其他品牌截至 2018 年末；黑点代表的收入占比包含于全链路服务费模式中。

B2C 模式为主，B2B 模式为辅，按照 B2B 分销模式毛利占比排序：宝尊<丽人丽妆<壹网壹创<杭州悠可<若羽臣。几家可比公司中，宝尊电商主要为 B2C 业务，没有 B2B 业务；丽人丽妆分销业务处于发展初期，18 年营收占比仅 1.09%；壹网壹创线上分销业务客户为第三方 B2C 平台及天猫、淘宝中小卖家，近年来营收占比呈现扩大态势，2018 年分销营收占比 15.0%，毛利占比 4.5%；若羽臣的业务范围覆盖零售模式，服务费模式和渠道分销模式，除此之外还为公司提供品牌策划服务，其 B2B 渠道分销业务 18 年营收占比 40.55%，毛利占比 25.57%；截至 2016 年 Q3，杭州悠可分销业务营收占比 43.2%，毛利占比 22.8%。

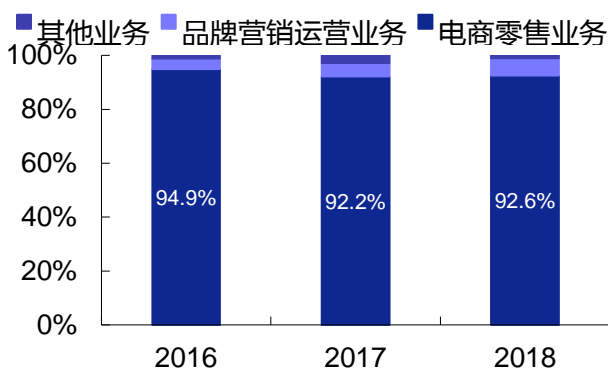
经销模式为主要业务模式，按照 B2C 经销模式毛利占比排序：丽人丽妆>壹网壹创>若羽臣>杭州悠可。壹网壹创和若羽臣内容策划服务收入占比均快速提升，宝尊电商和杭州悠可未来都重点发展轻资产的服务费模式。具体而言：

丽人丽妆：电商零售业务是其核心业务，近三年营收占比 92% 以上。B2C 业务有电商零售业务、品牌营销运营服务和寄售。分销和寄售业务均处于发展初期，电商零售业务是其核心业务，近三年营收占比 92% 以上。电商零售业务即经销模式，以买断方式采购产品，并在电商平台开设品牌官方旗舰店销售给终端消费者，品牌营销运营服务主要提供品牌店铺建设及运营、营销推广、客户服务等全链路或部分环节的网络零售服务。

壹网壹创：经销模式营收占比超 60%，内容服务逐渐发力。分业务看，线上营销业务是公司占比最大的业务板块，2018 年营收占比 61.7%，但近年来随着线上分销和内容服务的逐渐发力，占比呈现下降趋势。线上管理业务是公司第二大业务，2018 年营收占比 22.6%。线上分销业务 17 年营收占比下滑主因百雀羚在唯品会平台上业务模式转变，18 年大幅上升主因新增爱茉莉旗下相关品牌分分销收入。

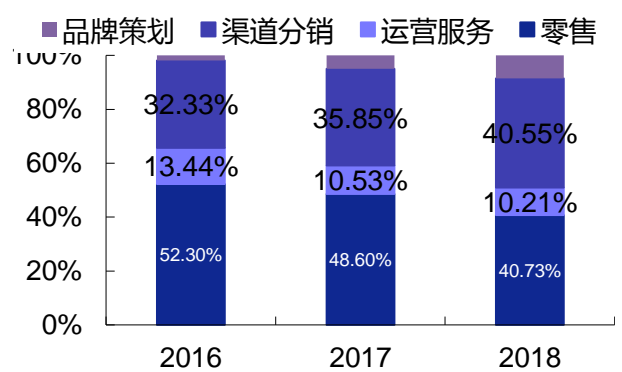
若羽臣：经销模式营收占比 40.7%，品牌策划收入占比快速提升。若羽臣的业务范围覆盖零售模式，服务费模式和渠道分销模式，除此之外还为公司提供品牌策划服务。其中，零售服务和渠道分销是公司最主要的收入来源，2018 年在公司营收中占比分别为 40.7%和 40.6%。随着公司客户在品牌策划方面需求的不断提升，公司在品牌策划方面的收入逐年上升，从 2016 年的 1.9%上升至 8.5%。

图 42：丽人丽妆不同模式服务所占比重



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

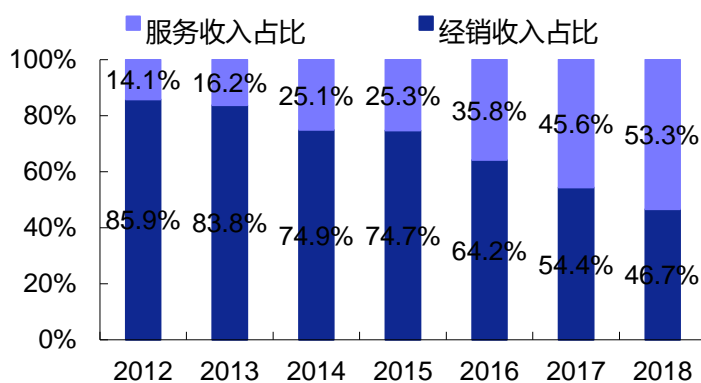
图 43：若羽臣不同模式服务所占比重



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

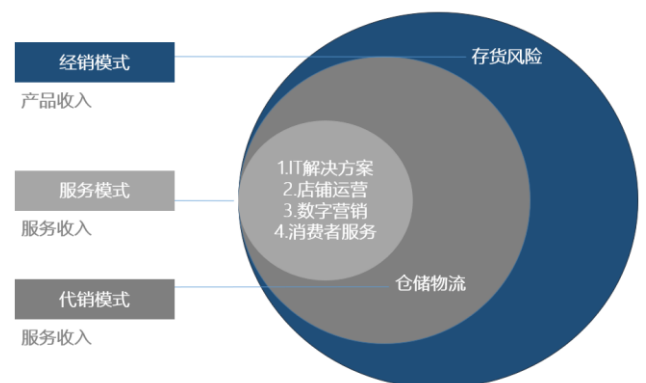
宝尊电商：服务费模式占比不断提升，服务与经销比例基本持平。B2C 业务包含服务费、寄售和经销三种业务模式。服务费模式主要指提供①IT 解决方案；②线上店铺运营；③数字营销；④客户服务其中一项或多项服务并收取服务费。经销模式指从合作伙伴或授权分销商处购买商品，然后通过其运营的品牌旗舰店或官方商城销售给消费者。寄售模式是合作品牌在公司仓库里存货，公司将货物交付给顾客，公司不拥有货物所有权。公司成立之初主要模式为经销模式，近年来重点发展轻资产运营的服务模式，服务模式的收入占比不断提升，2018 年占比 53.3%首次超过经销模式。

图 44：宝尊电商不同模式服务所占比重



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 45：宝尊电商不同业务模式



资料来源：公司数据，安信证券研究中心

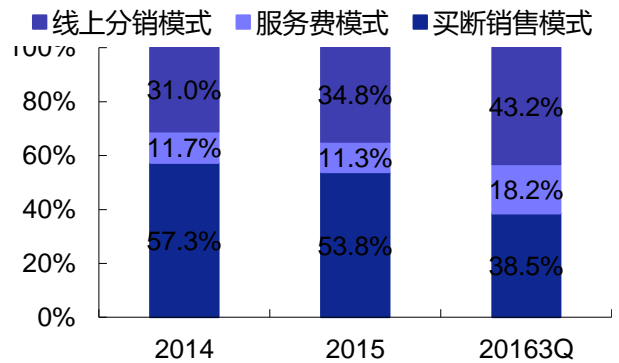
杭州悠可：着重发展服务费模式。杭州悠可的业务模式有线上品牌代运营（包含买断销售模式和服务费模式）和 B2B 线上分销模式。公司为减少资金占用，减轻运营压力，同时顺应行业发展趋势，未来将以服务费模式为主。2014-20163Q，服务费模式营收占比和净利润占 GMV 比例持续提升，从净利润占 GMV 比重看，已从 2014 年的 2.35% 提升至 4.37%。

图 46：杭州悠可买断销售和服务费模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

图 47：杭州悠可不同模式服务所占比重



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1.3. 对单品牌普遍依赖较大

电商代运营行业包括覆盖全品类的综合性公司（如宝尊电商）和覆盖少数品类的垂直型公司（如丽人丽妆，壹网壹创等），多数公司不仅限于单一电商渠道，服务延伸至社交平台、品牌官网、甚至 O2O（如宝尊电商）。行业中多数公司与头部品牌深度绑定，头部品牌贡献大部分营收。

表 5：各公司渠道及客户对比

| 公司名称 | 成立时间 | 类型 | 主要领域 | 运营渠道平台 | 合作品牌数量 | 代表品牌 | 核心品牌 2018 年营收占比 | 品牌特点 |
|------|------------|-----|-------------|-------------------------------|--------|--|---|--------------|
| 壹网壹创 | 2012 年 4 月 | 垂直型 | 化妆品 | 主要为电商平台，也涉及小红书，品牌官网和天猫国际等其他平台 | 37 | 百雀羚，伊丽莎白雅顿，欧珀莱，雅芳等 | 百雀羚品牌占比 61.2%。线上管理业务中，宝洁占比 33.11%，伊丽莎白雅顿占比 20.51%，资生堂占比 15.50%。 | 知名快消品品牌 |
| 宝尊电商 | 2007 年 | 综合型 | 服饰，家电，食品，汽车 | 全渠道，包括电商平台，社交平台，品牌官网和 O2O 等 | 185 | 耐克，匡威，海鸥等 奢侈品牌：蔻驰，Folli Follie 美妆个护：强生，boots，美加净，上海家化 食品：汉堡王，百威，GODIVA，哈根达斯，红牛等 电子：微软，GoPro，华为，诺基亚 汽车：丰田 化妆品：施华蔻，兰芝，雅漾，美宝莲，雪花秀等 57 个品牌 | 第一、第二品牌收入占比 23.6% 和 12.8%，前十品牌收入占比 61.1%。 | 合作商多为各领域龙头企业 |
| 丽人丽妆 | 2010 年 | 垂直型 | 化妆品 | 主要在电商平台（天猫和淘宝） | 67 | 飞利浦，BeGlow，NEWA 妆美堂，安娜苏，欧朗晴等 | 零售业务中美宝莲占比 14.13%，兰蔻占比 13.35%，汉高占比 9.79%。 | 多为国际知名化妆品品牌 |

| | | | | | | | | | |
|------|---------|-----|---------|-------------------------------|------|----------------------------|---|--|------------|
| 若羽臣 | 2011年5月 | 垂直型 | 母婴及美妆个护 | 电商平台、社交和内容渠道和跨境电商三大类10余种销售渠道 | 77 | 服饰、食品 母婴 美妆个护 保健品 | 美赞臣，哈罗闪，康贝等 李施德林，苏菲，美迪惠尔，发之食谱等 Swisse，善存，钙尔奇等 | 服务费模式中，美赞臣占比19.27%，健合占比16.62%，康贝占比8.63%。 | 国际品牌占比不断提升 |
| 杭州悠可 | 2012年7月 | 垂直型 | 中高端化妆品 | 覆盖了天猫、京东、唯品会、聚美优品等各大主流化妆品电商平台 | 近30个 | 化妆品 | 薇姿，雅诗兰黛，倩碧，欧舒丹，娇韵诗等 | | 中高端品牌为主 |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理 注：杭州悠可数据截至2016Q3，其他品牌截至2018年末。

覆盖领域：宝尊覆盖全品类，其他品牌深耕美妆相关领域。根据覆盖品类的多少，电商线上服务可以分为综合型和垂直型。综合型服务覆盖多品类，多行业，垂直型只专注于单一或少数品类。几家可比公司中，宝尊电商为综合型公司，业务范围覆盖服装、电子、电器等全行业，剩余几家为垂直型公司。杭州悠可专注于化妆品垂直领域；壹网壹创主要是化妆品、日化等快消品牌；丽人丽妆合作品牌也主要分布在化妆品领域；若羽臣合作品牌涵盖母婴、美妆个护、保健品等品类。

渠道平台：依据覆盖范围，宝尊处于第一梯队，壹网壹创，若羽臣和杭州悠可处于第二梯队，丽人丽妆渠道较为单一。宝尊电商服务覆盖全渠道，包括电商平台，社交平台，品牌官网和O2O等。壹网壹创营销渠道主要为淘宝、天猫等电商平台，也涉及小红书，品牌官网和天猫国际；若羽臣一方面深耕天猫、京东、唯品会等大型平台的电子商务综合服务，另一方面还针对新兴、小众品牌，战略性地拓展云集、小红书、抖音等新兴社交与内容渠道，此外公司还扎根天猫国际、唯品会国际等跨境电商渠道。杭州悠可渠道覆盖了天猫、京东、唯品会、聚美优品等各大主流化妆品电商平台；丽人丽妆的运营渠道较为单一，主要为天猫和淘宝。

合作品牌：均对头部品牌依赖较大，按品牌数量排序，宝尊电商>若羽臣>丽人丽妆>壹网壹创>杭州悠可。具体而言：

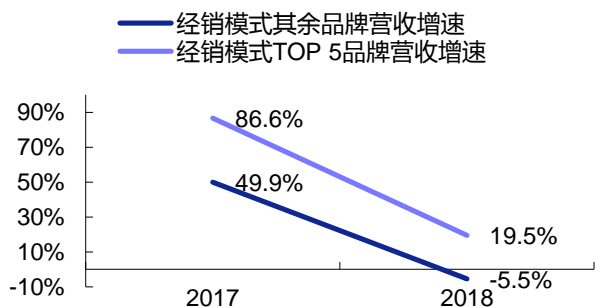
品牌数量上，宝尊电商的合作品牌数量最多。截至2018年末，宝尊电商共有185家合作品牌，覆盖服饰、电子、家居等多品类；壹网壹创合作品牌数量为37个，并逐渐向日化领域拓展；截至2018年末，丽人丽妆主要与67个品牌保持合作关系。2018年若羽臣合作品牌数量为77个，并从国内本土品牌向国际知名品牌不断拓展，16-18年国际品牌占比为76.6%/87.3%/89.6%。截至2016年Q3，杭州悠可代理品牌包括雅诗兰黛、倩碧、薇姿、理肤泉、修丽可、欧舒丹、娇韵诗、THE FACE SHOP、谜尚等近30个品牌，代理品牌多为中高端品牌。

品牌收入分布上，头部品牌贡献各家公司主要收入。2018年，壹网壹创营收中百雀羚品牌贡献收入61.2%，线上管理业务中TOP3品牌（宝洁，伊丽莎白雅顿和资生堂）营收合计占比69.1%；宝尊电商TOP2品牌收入占比分别为23.6%和12.8%，TOP10品牌合计收入占比61.1%；丽人丽妆电商零售业务中TOP3品牌（美宝莲，兰蔻和汉高）营收占该板块业务收入比重为37.2%；若羽臣服务费模式中TOP3（美赞臣、健合和康贝）品牌收入占比合计44.5%。

收入增速方面，丽人丽妆和若羽臣头部品牌收入增速高于非头部品牌，壹网壹创则相反，其主要品牌百雀羚近年来收入增速低于其他品牌，线上管理模式中TOP4品牌收入增速也低于

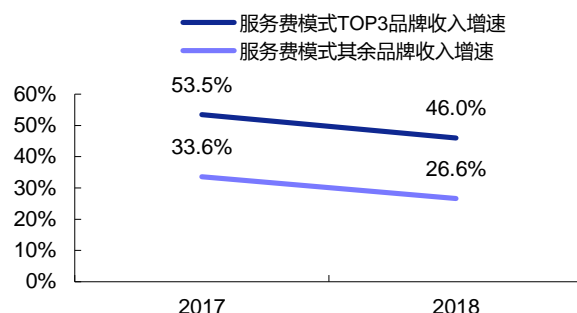
其他品牌。

图 48: 丽人丽妆零售业务 TOP5 品牌收入增速高于其他



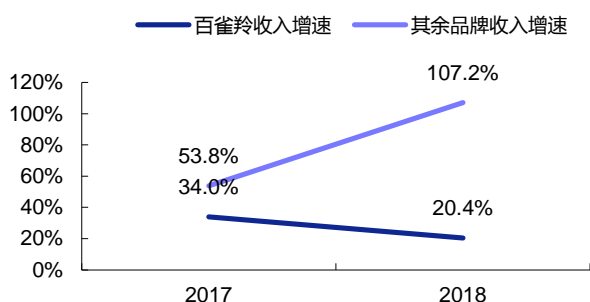
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心 注: top5 品牌以 2018 年数据为准

图 49: 若羽臣服务费模式 TOP3 品牌收入增速高于其他



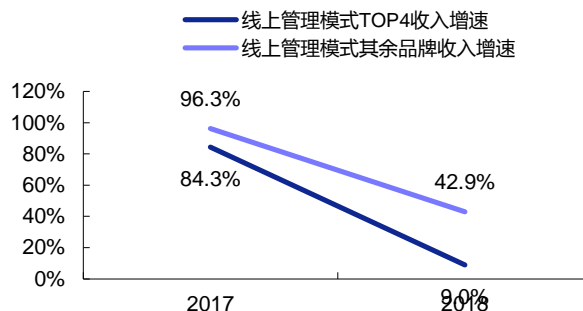
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心 注: top3 品牌以 2018 年数据为准

图 50: 壹网壹创百雀羚收入增速低于其他



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 51: 壹网壹创线上管理模式 TOP4 收入增速低于其他



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心 注: top4 品牌以 2018 年数据为准

2.1.4. 自有仓库及 IT 构建壁垒: 宝尊 IT 及仓储物流实力突出, 营销环节是各公司发展重点

电子商务服务类型已从行业发展初期的基础服务(运营服务、客户服务)拓展至核心服务(IT 服务, 营销服务, 仓储物流服务), 目前行业龙头公司的核心壁垒集中在仓储物流、IT 服务和营销服务等方面。

仓储物流: 大多采用自建+第三方模式, 宝尊电商相关基础设施实力最为雄厚, 丽人丽妆及若羽臣外包为主。截至 2018 年, 宝尊电商在 6 个战略城市运营 11 个总面积达 35 万平方米的自有仓库, 同时也使用 6 个第三方仓库。宝尊电商拥有一个以品牌为中心, 综合运营服务, 目标全渠道的综合智能物流服务体系, 2016 年, 宝尊 E 物流还成为“菜鸟联盟”的一部分。壹网壹创自有+外包双向发力, 17 年下半年启用武汉仓, 18 年新增成都仓、嘉兴仓和宁波仓, 并逐步加大菜鸟等第三方仓库布局; 杭州悠可使用主要在杭州经济开发区海外留学人员创业园内建立仓储物流中心, 并以临时租用其他仓库、接受临时仓储服务的形式进行补充。并采用与第三方物流合作的方式提供物流配送服务; 丽人丽妆除个别自有仓库外, 自 2016 年 5 月起基本采用外包仓进行仓储管理及物流配送。2014 年下半年以来, 在“自有仓与外包仓并行”的仓储管理模式下, 持续推进仓储业务外包化, 与上海发网、心怡科技、汉维仓储、菜鸟供应链等专业仓储物流公司进行合作, 建立起遍布全国的外包仓库网络; 若羽臣 2017 年与上海发网供应链达成业务合作, 将公司仓储物流业务外包。

客服：都拥有自建客服团队，壹网壹创客服业务向外包发展。壹网壹创服务中心下设客服中心，截至 2019H1 客服人员 89 人，2017 年起将百雀羚等部分客服工作外包给专业客服公司，以控制人力成本，客服人员数量呈下降趋势。此外，若羽臣、丽人丽妆、杭州悠可和宝尊电商都有自己的专业客服团队。

IT 系统：宝尊电商和丽人丽妆实力较强，IT 系统布局覆盖订单、仓储、客户关系、企业资源、大数据分析等环节。宝尊电商开发出拥有自主知识产权的官方商城解决方案 NEBULA+、全渠道智能工具驻店宝 (SHOPDOG) 和全整合营销产品驻店猫 (SHOPCAT) 以及宝尊 OMS4.0 电商中台系统和 WMS 仓储管理系统等一系列品牌电商解决方案。其 SCM 系统将 OMS、WMS、BI 商业智能系统和 CRM 客户管理系统统一到一个生态圈中；丽人丽妆负责研发的信息中心有产品需求和数据分析、数据开发、系统开发、商用软件开发和 IT 维护 5 个团队，自主研发了业界领先的 OMS、IMS、WMS 系统，以及 BI 商业智能分析系统、大数据存储处理系统和 CRM 客户忠诚度管理系统。壹网壹创自研 OMS 神盾系统和 WMS 魔方信息管理系统，未来布局乾坤大数据系统增强数据统计分析能力。此外，若羽臣自主开发并取得《若羽臣仓库内部运营管理系统 V1.0》、《若羽臣促销活动信息采集管理系统 V1.0》、《若羽臣订单管理系统 V1.0》、《若羽臣品牌商品推广信息管理系统 V1.0》等多项计算机软件著作权，杭州悠可通过自行开发的 WMS，TMS 系统，结合 OMS 和外购的金蝶 K3ERP 系统形成仓储物流精细化管理系统。

营销投入：都设有专业营销运营部门。宝尊电商数字营销团队超过 100 人，包括电商策略、媒体投放、内容社交、视觉创意和大数据营销 5 大核心部门，为品牌客户实现从策略输出到效果执行的全整合营销服务。其内容社交部门是首批认证服务的 MCN 机构，拥有 50+ 国际品牌电商服务经验；视觉创意部门有 1000 m² 摄影棚及 30+ 视觉摄影团队，大数据营销部门是数据银行首批认证服务商；壹网壹创设有专业创研中心（248 人，数据截至 2018 年末，下同）和运营中心（401 人）可为品牌提供高质量的营销活动并驱动营销方案落地，公司内部拥有完善的电商运营和营销策划人才培养机制，其专业的运营团队为品牌方提供的营销策划方案曾多次获得业内认可；丽人丽妆设有电商运营部和数据运营部分别负责在线营销活动和店铺日常的钻展、直通车、品销宝的站内推广投放等。截至 2018 年末，公司营销团队 122 人，运营团队 523 人；若羽臣前台业务体系有品牌策划中心基于消费者、品牌\货品、平台三方的需求寻找最佳营销解决方案，先期完成营销策划与平台对接并落地平台内外的活动执行，品牌运营中心负责包括统筹品牌营销在内的运营推广工作和包括营销方案制定在内的企划工作。前台业务人员合计为 535 人。

表 6：各公司核心竞争力对比

| | 客服 | 仓库 | 物流 | IT 系统 | | | | | | | 营销投入 | |
|------|----------------|--|-----|-----------|----------|-----|-----|-----|-------|--------------|--------|------------------------|
| | | | | OMS | WMS | TMS | ERP | CRM | BI 系统 | 大数据存储处理系统 | | 其他 |
| 宝尊电商 | 自有 | 自有 (6 地 11 个仓库面积合计 35 万平方米) + 外包 (6 个) | 自建 | 自研 | 自研 | | 自研 | 自研 | 自研 | | 自研 LMS | 数字营销团队超 100 人 |
| 壹网壹创 | 自有 (89 人) + 外包 | 自有 + 外包 | | 自研 (神盾系统) | 自研 + 第三方 | 自研 | | | | (已布局乾坤大数据系统) | | 创研团队 248 人，运营人员 401 人 |
| 丽人丽妆 | 自有 | 自有 + 外包，外包为主 | | 自研 | 自研 | | | 自研 | 自研 | 自研 | 自研 IMS | 营销团队 122 人，运营团队 523 人 |
| 若羽臣 | 自有 | 第三方 | 第三方 | 自研 | 自研 | | | 自研 | | | | 前台业务人员合计为 535 人 (包含商务) |

拓展，品牌策
划和品牌运
营)

| | | | | | | | |
|------|----|------------|-----|-----|----|----|-----------|
| 杭州悠可 | 自有 | 自有+第三方临时补充 | 第三方 | 第三方 | 自研 | 自研 | 第三方(金蝶K3) |
|------|----|------------|-----|-----|----|----|-----------|

资料来源：各公司招股说明书，各公司官网，安信证券研究中心

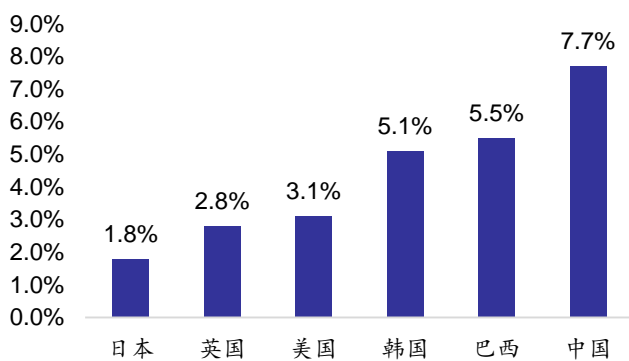
2.2. 估算化妆品代运营赛道空间近千亿，尽享行业高增红利

2.2.1. 化妆品行业持续高增，国内企业外资品牌逐年增多

中国化妆品市场增速最快，至 2018 年已经成为全球第二大化妆品市场。2013-2018 年，中国化妆品市场复合年均增长率为 7.7%，位居全球第一。2017 年以后，化妆品社零增速持续高于社零总额增速，显示出化妆品行业在 2016 年底触底反弹以后进入高速增长阶段以及化妆品行业较强的逆周期属性。

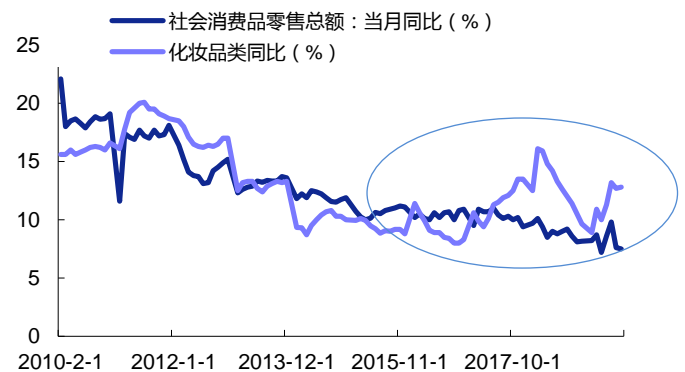
在行业整体高速增长背景下，化妆品企业逐年增多。根据证券时报，国家药品监督管理局副局长江瑛透露，截至 2018 年 10 月，我国持有化妆品生产许可证的生产企业已有 4690 余家，有效的化妆品生产许可批件 18616 件，国产非特殊用途化妆品备案信息已经达到 150 余万件，进口非特殊用途化妆品注册批件 60675 件。化妆品生产经营主体和注册备案数量呈现逐年上升趋势。同时，大量外资高端品牌、外资小众品牌正加速进入中国市场，掘金中国化妆品行业红利。

图 52：2013-2018 年世界各国化妆品市场复合年均增长率



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 53：化妆品社会消费品零售总额增速持续优于大盘



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2.2. 目前代运营行业市场空间近千亿，尽享化妆品行业高增长红利

从品牌商需求来看，国际品牌更倾向于外包服务商进行电商运营，且与服务商的合作稳定性较强，未来国际品牌对于服务商的需求会越来越强；整体来看，国内品牌更倾向于自己组建电商部门开展线上业务，较少把电商业务外包给服务商，但根据自身体量大小不同及所处发展阶段不同，对服务商的需求又呈现出差异化特征。随着市场教育增多，国内中小品牌的外包服务意识在逐渐增强，随着化妆品行业的发展及中小企业增多，中小品牌有望成为服务商带来新的增长点。

根据艾瑞咨询的统计，2019年，约80-90%的国际品牌选择与品牌服务商合作，约20-30%的国内品牌选择与品牌服务商合作，其中中小品牌对品牌服务商更为依赖。

图 54：国内外品牌对于品牌服务商的需求对比分析（2019年）

| | | |
|------|--|---|
| 国际品牌 | <p>倾向于外包服务商，合作稳定性较强。 国际品牌更倾向于寻求服务商进行合作，更能接受外包模式。国际品牌通过外包服务商可以借助专业资源快速打开中国电商渠道，实现销量增长的同时帮助其进行品牌建设，提升消费者体验，为品牌带来更大的溢价能力；同时注重品牌的长期发展，对服务质量要求较高，与服务商合作稳定性较强</p> | <p>国际品牌对品牌服务商的需求比例</p> <p>80-90%</p> |
| | <p>根据品牌所处发展阶段不同，需求呈现差异化的特征。 处于扩张期的大品牌，品牌影响力与竞争力不断上升，有实力有能力自建团队进行电商运营；反之，处于下坡期的大品牌，品牌影响力与竞争力均呈下降态势，会选择与服务商合作，期望服务商助力其电商运营并为品牌进行数据赋能，提升品牌的影响力。</p> | <p>国内品牌对品牌服务商的需求比例</p> <p>20-30%</p> |
| 国内品牌 | <p>受制于成本压力，寻求与服务商合作。 国内中小品牌由于自建电商难以找到合适的人才以及成本高的因素，会考虑与服务商进行合作，借助服务商打通电商渠道，降低品牌的运作成本。</p> | |

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

我们统计了2018年中国护肤品市场市占率前100名（数据来自Euromonitor）的品牌天猫旗舰店经营主体，将其中①未开设天猫旗舰店品牌认定为非官方自营；②天猫旗舰店经营主体与品牌方无明显控制权关系的认定为非官方自营；③开设天猫旗舰店且其经营主体企业与品牌方有控制权关系、或为同一企业的认定为是官方自营。

根据统计，2018年市占率前100名的名牌共占据64.1%市场份额，其中约33.1%为非官方自营；其余31.0%市场份额对应的品牌天猫旗舰店为官方自营，但是其中仍可能大量采用代运营企业的服务，例如雅诗兰黛、欧珀莱等，我们粗略估计其中约一半份额经过代运营企业。综上我们估计市占率前100名的品牌所占有的64.1%市场份额中，约有48.6%的市场份额通过代运营企业获取，占比约75.8%（48.6%/64.1%=75.8%）。根据Euromonitor，2018年中国化妆品及个护行业零售规模达4686亿元人民币；根据国家统计局，2017年线上占比约23%，假设2018年提升至25%，则电商代运营企业对应空间约为888亿元。

表 7：2018年市占率前100名品牌天猫店铺运营方统计

| 排名 | 品牌（企业名称） | 2018年市占率 | 天猫店铺名 | 经营主体（工商资质） | 是否官方自营 |
|----|-----------------|----------|-------------|------------------|--------|
| 1 | 巴黎欧莱雅（巴黎欧莱雅集团） | 3.0 | 欧莱雅官方旗舰店 | 欧莱雅（中国）有限公司苏州分公司 | 是 |
| 2 | 百雀羚（上海沛朝林日化） | 2.4 | 百雀羚旗舰店 | 杭州网阔电子商务有限公司 | 否 |
| 3 | 自然堂（伽蓝（集团）股份） | 1.9 | 自然堂旗舰店 | 伽蓝（集团）股份有限公司 | 是 |
| 4 | 兰蔻（欧莱雅集团） | 1.9 | 兰蔻旗舰店 | 欧莱雅（中国）有限公司 | 是 |
| 5 | 海飞丝（宝洁公司） | 1.8 | 宝洁官方旗舰店 | 北京一商宇洁商贸有限公司 | 否 |
| 6 | 玉兰油（宝洁公司） | 1.8 | olay官方旗舰店 | 北京一商宇洁商贸有限公司 | 否 |
| 7 | 玫琳凯（玫琳凯公司） | 1.8 | 无官方旗舰店 | | 否 |
| 8 | 雅诗兰黛（雅诗兰黛集团） | 1.7 | 雅诗兰黛官方旗舰店 | 雅诗兰黛（上海）商贸有限公司 | 是 |
| 9 | 韩束（上海上美化妆品有限公司） | 1.4 | 韩束官方旗舰店 | 上海韩束化妆品销售服务有限公司 | 是 |
| 10 | 飘柔（宝洁公司） | 1.4 | 宝洁官方旗舰店 | 北京一商宇洁商贸有限公司 | 否 |
| 11 | 黑人牙膏（高露洁棕榄有限公司） | 1.2 | darlie黑人旗舰店 | 杭州网阔电子商务有限公司 | 否 |
| 12 | 迪奥（路易威登集团） | 1.2 | 无官方旗舰店 | | 否 |

| | | | | | |
|----|--------------------|-----|-----------------|---------------------|---|
| 13 | 美宝莲纽约 (欧莱雅集团) | 1.2 | 美宝莲旗舰店 | 欧莱雅 (中国) 有限公司苏州分公司 | 是 |
| 14 | 云南白药 (云南白药集团) | 1.2 | 云南白药牙膏官方旗舰店 | 云南白药集团健康产品有限公司 | 是 |
| 15 | 佳洁士 (宝洁公司) | 1.1 | crest 佳洁士旗舰店 | 北京一商宇洁商贸有限公司 | 否 |
| 16 | 悦诗风吟 (爱茉莉太平洋集团) | 1.1 | Innisfree 官方旗舰店 | 上海联恩贸易发展有限公司 | 否 |
| 17 | 一叶子 (上海上美化妆品有限公司) | 1.1 | 一叶子旗舰店 | 上海一叶子化妆品有限公司 | 是 |
| 18 | 萃雅 (无限极 (中国) 有限公司) | 1.0 | 无官方旗舰店 | | 否 |
| 19 | 高露洁 (高露洁棕榄有限公司) | 1.0 | 高露洁棕榄官方旗舰店 | 上海凯洁电子商务股份有限公司 | 否 |
| 20 | 完美 (完美 (中国) 日用品) | 1.0 | 无官方旗舰店 | | 否 |
| 21 | 珀莱雅 (珀莱雅化妆品) | 1.0 | 珀莱雅官方旗舰店 | 浙江美丽谷电子商务有限公司 | 是 |
| 22 | 欧珀莱 (资生堂集团) | 1.0 | 欧珀莱官方旗舰店 | 资生堂丽源化妆品有限公司 | 是 |
| 23 | 潘婷 (宝洁公司) | 0.9 | 宝洁官方旗舰店 | 北京一商宇洁商贸有限公司 | 否 |
| 24 | 佰草集 (上海家化) | 0.9 | 佰草集官方旗舰店 | 上海家化电子商务有限公司 | 是 |
| 25 | 舒肤佳 (宝洁公司) | 0.9 | 宝洁官方旗舰店 | 北京一商宇洁商贸有限公司 | 否 |
| 26 | 韩后 (韩后化妆品股份有限公司) | 0.8 | hanhoo 韩后旗舰店 | 广州市韩后电子商务有限公司 | 是 |
| 27 | 舒克 (广州薇美姿) | 0.8 | 舒克官方旗舰店 | 广州市赫姆乐贸易有限公司 | 是 |
| 28 | SK-II (宝洁公司) | 0.8 | SK-II 旗舰店 | 北京一商宇洁商贸有限公司 | 否 |
| 29 | 雅姿 (安利集团) | 0.7 | 无官方旗舰店 | | 否 |
| 30 | 御泥坊 (御家汇股份有限公司) | 0.7 | 御泥坊旗舰店 | 湖南御泥坊化妆品有限公司 | 是 |
| 31 | 相宜本草 (上海相宜本草) | 0.7 | 相宜本草官方旗舰店 | 上海丽人丽妆化妆品股份有限公司 | 否 |
| 32 | 清扬 (联合利华集团) | 0.6 | 联合利华官方旗舰店 | 北京一商兰枫叶商业有限公司第一分公司 | 否 |
| 33 | 隆力奇 (江苏隆力奇集团) | 0.6 | 隆力奇旗舰店 | 上海新隆语电子商务有限公司 | 是 |
| 34 | 兰芝 (爱茉莉太平洋集团) | 0.6 | 兰芝官方旗舰店 | 上海丽人丽妆化妆品股份有限公司 | 否 |
| 35 | 水密码 (丹姿集团) | 0.6 | 水密码旗舰店 | 广州市丹美化妆品有限公司 | 是 |
| 36 | 丸美 (广东丸美生物技术) | 0.6 | 丸美旗舰店 | 重庆博多物流有限公司 | 是 |
| 37 | 飞利浦 (荷兰皇家飞利浦电子公司) | 0.6 | 飞利浦官方旗舰店 | 上海宝尊电子商务有限公司 | 否 |
| 38 | 力士 (联合利华集团) | 0.5 | 力士官方旗舰店 | 北京一商兰枫叶商业有限公司第一分公司 | 否 |
| 39 | 资生堂 (资生堂集团) | 0.5 | 资生堂官方旗舰店 | 资生堂 (中国) 投资有限公司 | 是 |
| 40 | 屈臣氏 (自有品牌) | 0.5 | 屈臣氏官方旗舰店 | 武汉屈臣氏个人用品商店昆山第二分公司 | 是 |
| 41 | 香奈儿 (香奈儿公司) | 0.5 | 香奈儿官方旗舰店 | 香奈儿 (中国) 贸易有限公司 | 是 |
| 42 | 圣罗兰 (欧莱雅集团) | 0.5 | 圣罗兰美妆官方旗舰店 | 欧莱雅 (中国) 有限公司广东分公司 | 是 |
| 43 | 美肤宝 (环亚集团) | 0.5 | 美肤宝官方旗舰店 | 广州环亚化妆品科技有限公司 | 是 |
| 44 | 后 (LG 生活健康贸易有限公司) | 0.5 | 后官方旗舰店 | 乐金生活健康贸易 (上海) 有限公司 | 是 |
| 45 | 欧瑞莲 (欧瑞莲化妆品有限公司) | 0.5 | 无官方旗舰店 | | 否 |
| 46 | 中华 (联合利华集团) | 0.5 | 联合利华官方旗舰店 | 北京一商兰枫叶商业有限公司第一分公司 | 否 |
| 47 | 雅漾 (皮尔法伯集团) | 0.5 | 雅漾官方旗舰店 | 丽人丽妆 (上海) 电子商务有限公司 | 否 |
| 48 | 欧莱雅男士专家 (欧莱雅集团) | 0.5 | 欧莱雅男士官方旗舰店 | 欧莱雅 (中国) 有限公司苏州分公司 | 是 |
| 49 | 海蓝之谜 (雅诗兰黛公司) | 0.4 | 海蓝之谜官方旗舰店 | 雅诗兰黛 (上海) 商贸有限公司 | 是 |
| 50 | 科颜氏 (欧莱雅集团) | 0.4 | 科颜氏官方旗舰店 | 欧莱雅 (中国) 有限公司 | 是 |
| 51 | 强生婴儿 (强生公司) | 0.4 | 强生婴儿旗舰店 | 蓝色光标电子商务 (上海) 有限公司 | 否 |
| 52 | 薇诺娜 (昆明贝泰妮生物科技) | 0.4 | 薇诺娜官方旗舰店 | 云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司 | 是 |
| 53 | 卡姿兰 (卡姿兰集团 (香港)) | 0.4 | 卡姿兰官方旗舰店 | 芜湖华穗贸易有限公司 | 否 |
| 54 | 皙之密 (全美世界有限公司) | 0.4 | 无天猫旗舰店 | | 否 |
| 55 | 启初 (上海家化联合股份有限公司) | 0.4 | 启初旗舰店 | 上海家化电子商务有限公司 | 是 |
| 56 | 梦妆 (爱茉莉太平洋集团) | 0.4 | 梦妆官方旗舰店 | 杭州网阔电子商务有限公司 | 否 |
| 57 | 肌肤之钥 (资生堂集团) | 0.4 | 肌肤之钥官方旗舰店 | 资生堂 (中国) 投资有限公司 | 是 |
| 58 | 施华蔻 (汉高股份有限及两合公司) | 0.4 | 施华蔻官方旗舰店 | 上海丽人丽妆化妆品股份有限公司 | 否 |
| 59 | 欧舒丹 (欧舒丹国际) | 0.4 | 欧舒丹官方旗舰店 | 普罗旺斯欧舒丹贸易 (上海) 有限公司 | 是 |
| 60 | 多芬 (联合利华集团) | 0.4 | 联合利华官方旗舰店 | 北京-商兰枫叶商业有限公司第一分公司 | 否 |
| 61 | 魅可 (雅诗兰黛公司) | 0.4 | MAC 魅可官方旗舰店 | 雅诗兰黛 (上海) 贸易有限公司 | 是 |
| 62 | 清扬男士 (联合利华集团) | 0.3 | 联合利华官方旗舰店 | 北京-商兰枫叶商业有限公司第一分公司 | 否 |
| 63 | 姬芮 (资生堂集团) | 0.3 | Za 姬芮官方旗舰店 | 上海联恩贸易发展有限公司 | 否 |
| 64 | 滋源 (环亚集团) | 0.3 | 滋源旗舰店 | 广州环亚化妆品科技有限公司 | 是 |
| 65 | 阿玛尼 (欧莱雅集团) | 0.3 | 阿玛尼美妆官方旗舰店 | 欧莱雅 (中国) 有限公司广东分公司 | 是 |

| | | | | | |
|-----|---------------------|-----|------------------|---------------------|---|
| 66 | 吉列 (宝洁公司) | 0.3 | 吉列官方旗舰店 | 北京-高宇洁商贸有限公司 | 否 |
| 67 | 美素 (伽蓝 (集团) 股份有限公司) | 0.3 | maysu 美素旗舰店 | 伽蓝 (集团) 股份有限公司 | 是 |
| 68 | 茵芙莎 (资生堂集团) | 0.3 | ipsa 茵芙莎旗舰店 | 资生堂 (中国) 投资有限公司 | 是 |
| 69 | 法兰琳卡 (环亚集团) | 0.3 | 无天猫旗舰店 | | 否 |
| 70 | 理肤泉 (欧莱雅集团) | 0.3 | 理肤泉官方旗舰店 | 欧莱雅 (中国) 有限公司 | 是 |
| 71 | 丝蕴 ((汉高股份有限及两合公司) | 0.3 | 无天猫旗舰店 | | 否 |
| 72 | 博朗欧乐 B (宝洁公司) | 0.3 | 无天猫旗舰店 | | 否 |
| 73 | 玛丽黛佳 (上海菲扬) | 0.3 | 玛丽黛佳旗舰店 | 上海震亮化妆品有限公司 | 是 |
| 74 | 冷酸灵 (重庆登康口腔护理) | 0.3 | 冷酸灵旗舰店 | 重庆登康口腔护理用品股份有限公司 | 是 |
| 75 | 沙宣 (宝洁公司) | 0.3 | 沙宣官方旗舰店 | 北京-高宇洁商贸有限公司 | 否 |
| 76 | 如新 (如新集团) | 0.3 | 无天猫旗舰店 | | 否 |
| 77 | 雪花秀 (爱茉莉太平洋集团) | 0.3 | 雪花秀官方旗舰店 | 上海丽人丽妆化妆品股份有限公司 | 否 |
| 78 | 妮维雅男士 (拜尔斯道夫公司) | 0.3 | 无天猫旗舰店 | | 否 |
| 79 | 纪梵希 (路易威登集团) | 0.3 | 纪梵希官方旗舰店 | 路威酩轩香水化妆品 (上海) 有限公司 | 是 |
| 80 | 露得清 (强生公司) | 0.3 | 露得清官方旗舰店 | 杭州网阔电子商务有限公司 | 否 |
| 81 | 蜜丝佛陀 (科蒂集团) | 0.3 | 蜜丝佛陀官方旗舰店 | 上海丽人丽妆化妆品股份有限公司 | 否 |
| 82 | 六神 (上海家化联合股份有限公司) | 0.3 | 六神官方旗舰店 | 上海家化电子商务有限公司 | 是 |
| 83 | 妮维雅 (拜尔斯道夫公司) | 0.3 | nivea 妮维雅官方旗舰店 | 上海博道电子商务有限公司 | 否 |
| 84 | 雅蜜 (安利公司) | 0.3 | 无天猫旗舰店 | | 否 |
| 85 | 娇韵诗 (娇韵诗公司) | 0.3 | 法国娇韵诗官方旗舰店 | 娇韵诗化妆品 (上海) 有限公司 | 是 |
| 86 | 竹盐 (LG 生活健康贸易有限公司) | 0.3 | LG 生活健康旗舰店 | 丽人丽妆 (上海) 电子商务有限公司 | 否 |
| 87 | 高夫 (上海家化联合股份有限公司) | 0.3 | 高夫官方旗舰店 | 上海家化电子商务有限公司 | 是 |
| 88 | 大宝 (强生公司) | 0.2 | 大宝官方旗舰店 | 湖南御强化妆品有限公司 | 否 |
| 89 | 舒蕾 (拜尔斯道夫公司) | 0.2 | 无天猫旗舰店 | | 否 |
| 90 | 娇兰 (路易威登集团) | 0.2 | Guerlain 娇兰官方旗舰店 | 路威酩轩香水化妆品 (上海) 有限公司 | 是 |
| 91 | 贝德玛 (贝德玛化妆品) | 0.2 | 贝德玛旗舰店 | 上海卉博生物科技有限公司 | 否 |
| 92 | 贝亲 (贝亲公司) | 0.2 | 无天猫旗舰店 | | 是 |
| 93 | DHC (DHC 公司) | 0.2 | DHC 蝶翠诗官方旗舰店 | 上海蝶翠诗商业有限公司 | 是 |
| 94 | 薇姿 (欧莱雅集团) | 0.2 | VICHY 薇姿官方旗舰店 | 欧莱雅 (中国) 有限公司 | 是 |
| 95 | 菲诗小铺 (LG 生活健康) | 0.2 | 菲诗小铺官方旗舰店 | 菲诗小铺 (上海) 化妆品销售有限公司 | 是 |
| 96 | 心维雅 (无限极 (中国) 有限公司) | 0.2 | 无天猫旗舰店 | | 否 |
| 97 | 舒适达 (葛兰素史克) | 0.2 | 中美史克官方旗舰店 | 广州健民医药连锁有限公司 | 否 |
| 98 | 希思黎 (希思黎有限公司) | 0.2 | 希思黎官方旗舰店 | 上海丽人丽妆化妆品股份有限公司 | 否 |
| 99 | 曼秀雷敦男士 (乐敦制药株式会社) | 0.2 | 曼秀雷敦男士旗舰店 | 广州市欣拓网络科技有限公司 | 否 |
| 100 | 芳珂 (无添加贸易有限公司) | 0.2 | 无天猫旗舰店 | | 否 |

资料来源: Euromonitor, Wind, 淘宝 APP, 安信证券研究中心

2.3. 规模效应是电商服务行业赖以生存的根本

2.3.1. 天猫严控入驻商家, 设置进入壁垒

天猫平台对于店铺规模和品牌影响力的要求较高, 未达到平台要求的企业将无法在天猫平台开设旗舰店, 这对于规模较小的企业进入该行业形成了一定壁垒。2015年3月起天猫“定向邀请商家品牌入驻”招商新规执行, 入驻卖家严控; 截至2016年1月, 天猫店铺数量共13.66万, 较2015年1月减少千余家。近年来, 天猫逐步建立了有关服务商的入驻准则及流程规范, 根据品牌商的具体需求 (例如公司的品类、区域、资质等) 为其匹配并推荐最合适的服务商, 并且定期对服务商进行考核, 以此作为监督机制。

表 8: 天猫入驻规则

| 天猫入驻规则 | |
|--------|---|
| 品牌 | 天猫枚举的热招品牌; 一定要保证有自己的品牌, 如果不在天猫的品牌制造商范围内, 那就需要增加一个 |

| | |
|-------------|--|
| | 审核程序，这样审核时间就会加长，没有一点点名气的品牌通过的概率可能也会更低，刚注册的品牌那更不能进入。 |
| 企业审核 | 合法登记的企业用户，并且能够提供天猫入驻要求的所有相关文件，不接受个体工商户、非中国大陆企业。天猫的入驻环节，商家必须保证所提供的资料和信息是真实有效的。在审核阶段如果发现存在造假或者虚假的现象，肯定会被驳回。同时还会影响到以后天猫入驻。 |
| 保证金 | (一) 旗舰店、专卖店:持商标注册受理通知书的店铺保证金为人民币 10 万元，持注册商标的店铺保证金为人民币 5 万元; (二) 专营店: 持商标注册受理通知书的店铺保证金为人民币 15 万元，持注册商标的店铺保证金为人民币 10 万元; |

资料来源: 天猫官网, 麦淘网, 安信证券研究中心

阿里巴巴开放无线商业服务生态，具有一定规模的商家可大幅优化销售。2013 年，手机淘宝“微淘”平台就开始向第三方提供开放接口，允许商家、达人、网红、自媒体及第三方开发者通过微淘平台创造与产生内容。2015 年，阿里巴巴开始尝试通过开放手机淘宝等客户端的能力，解决商家在无线引流、店铺装修、营销、互动、会员管理、数据分析等方面的问题。逐步成熟的无线商业服务生态体系为店铺提供了优化销售的可能性。

图 55: 阿里巴巴无线商业服务生态开放



资料来源: 阿里研究院, 安信证券研究中心

2.3.2. 规模优势下平台推广效率更高

淘宝主要推广活动采用竞价模式，随着淘内品牌数增加、竞争更加激烈，平台推广费用率持续提升。阿里巴巴推出的直通车、钻展、品销宝等产品，均为天猫平台上的标准产品，定价依据为阿里巴巴统一确定，定价方式均为竞价模式，所有店铺均可通过网上系统参与竞拍，根据购买时长、展示时间、点击量及展示量等设定竞拍价，根据竞拍成功价支付相应的费用。同时天猫平台会开展如“互动城”等相关促销活动，店铺根据需求参与其中，与阿里巴巴集团签署相关协议，按照协议规定支付相关费用。

表 9: 淘宝收费活动定价机制

| 活动类型 | 定价机制 |
|------|--|
| 钻石展位 | 以下两种方式择其一: (1)按展现收费(CPM): 按照 CPM 竞价收费, 即按照每千次展现收费, 点击不收费。价高者有限展 |

| | |
|------------|---|
| | 现。实际扣费=按照下一名 CPM 结算价格+0.1 |
| 直通车 | (2)按点击收费(CPC): 按照 CPC 竞价收费,即展现免费,点击收费。点击付费投放模式下将“点击出价”折算成“千次展现的价格”。折算后的 CPM 出价与其他商家进行竞争,价格高的优先展示。按点击收费。由商家对选定搜索关键词进行出价,单次点击实际扣费=下一位的出价 X 下一名的质量得分/商家的质量得分+0.01 主要为明星店铺和品牌专区。 |
| 品销宝 | 明星店铺按展现扣费。如无人竞价,则按流量包的起拍价进行扣费;如有人竞价,则流量包的每个词的出价=下一名出价+0.01; 品牌专区为一次性合同,店铺可自行选择是否签约,签约店铺可买断全年品销关键词词包,当年相关关键词词包不再参与品销宝竞价。 |
| 互动城 | 一次性合同,按互动城展示,互动所涉及的软件服务进行固定收费,店铺自行选择后签约。 |

资料来源:丽人丽妆招股说明书,安信证券研究中心

我们基于可得数据,对比分析代运营商和品牌方平台推广投入效率。由于向平台支付的推广费用普遍基于销售额一定比例,我们定义平台推广费用率=平台推广费用/对应实现的销售额 GMV,进而我们通过公开渠道搜集接近口径进行比较。其中:壹网壹创平台推广费用率=平台推广费用/百雀羚成交总额(根据招股书,平台推广费用主要发生于线上营销业务,其中百雀羚占绝大部分);宝尊电商平台推广费用率=支付到阿里巴巴的营销及推广费用/经销 GMV;小狗电商平台推广费用率=广告与宣传、推广费用/收入(广告与宣传、推广费用:平台类推广支出、地面推广支出、品牌传播类支出,其中以平台类推广支出为主);御家汇平台推广费用率=平台推广费用/收入。

根据数据,我们认为:

- ①代运营商平台推广费用率总体低于品牌方,呈现出较明显的规模效应;
- ②平台推广费用总体呈上升趋势;
- ③垂直型(壹网壹创)代运营商较综合型(宝尊电商)代运营商而言,在推广中或有可能实现更高效率。

表 10: 代运营商及品牌方平台推广费用率对比

| 类型 | 企业 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------|--------|--------|--------|
| 代运营商 | 壹网壹创 | 9.13% | 7.24% | 10.31% |
| | 宝尊电商 | 9.71% | 13.40% | 17.85% |
| 品牌方 | 小狗电器 | 21.69% | 17.97% | |
| | 御家汇 | 14.14% | | |

资料来源:各公司招股说明书,安信证券研究中心

对比各代运营商人效水平,垂直型(壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣)代运营商较综合型(宝尊电商)代运营商而言人均收入、人均 GMV、人均毛利及人均净利均普遍较高。

表 11: 2018 年各代运营商人效对比

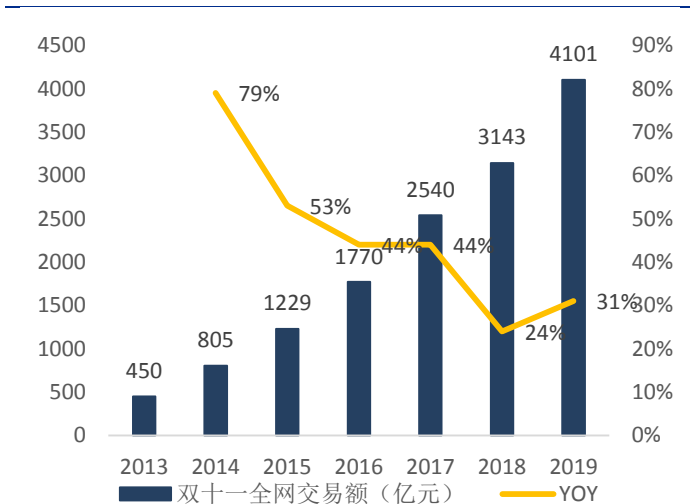
| | 壹网壹创 | 宝尊电商 | 丽人丽妆 | 若羽臣 |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 员工人数 | 896 | 5141 | 1065 | 723 |
| 人均管理费用(万元) | 3.62 | 3.01 | 7.50 | 5.93 |
| 人均收入(万元) | 113.04 | 48.96 | 339.42 | 128.77 |
| 人均 GMV(万元) | 694.66 | 572.38 | - | - |
| 人均毛利(万元) | 48.14 | 9.38 | 124.34 | 42.22 |
| 人均净利(万元) | 18.15 | 5.25 | 23.69 | 10.69 |

资料来源:各公司公告,安信证券研究中心

2.3.3. 极限承载能力构筑竞争壁垒

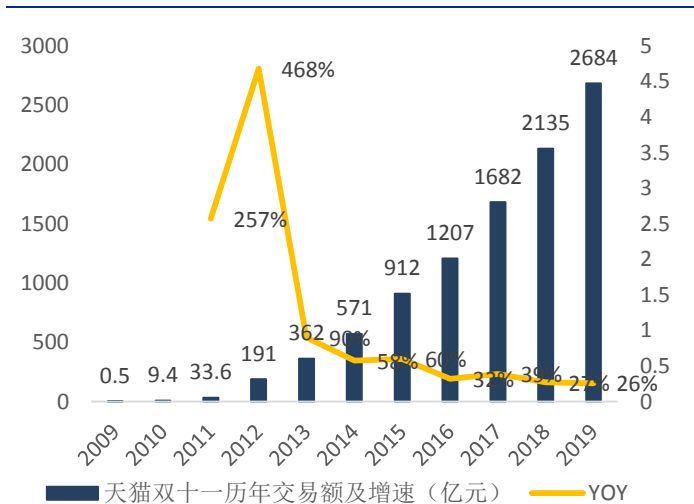
电子商务呈现短期高爆发的销售特征，这对服务商的极限承载能力提出了较高要求。例如，近年来天猫“双十一”当天的销量大于、等于非活动期间 100 天的销量总和，因此服务商在技术、客服、仓储等环节需要承载上百倍的数据量和工作量，尤其考验服务商在网络数据安全、数据实时抓取、软件系统开发、平台对接与管理、信息数据处理、软硬件维护以及存发货管理等方面的技术能力。成熟的服务商可以在大数据、技术系统、团队搭建等方面，通过时间和规模积累转化成竞争优势。行业新进入者，受限于经验、技术、团队等因素，往往承载能力不足，无法在电商渠道的关键销售节点取得良好的销售成绩，可能遭遇消费者投诉、平台降权、客户赔偿、库存积压等问题。

图 56：双十一全网销售额及增速



资料来源：星图数据，安信证券研究中心

图 57：天猫双十一交易额及增速



资料来源：星图数据，安信证券研究中心

3. 挑战与机遇并存，行业集中度提升趋势下龙头优势明显

3.1. 部分品牌方自建电商团队，收回电商运营权

国际品牌在进入中国市场初期往往对第三方服务需求较大，通过与代运营商合作可以迅速打开市场、了解消费群体、并且在一定程度上转嫁市场开发风险。但随着中国化妆品市场持续高速增长，中国市场成为多数国际化妆品集团主要增量来源，地位愈发重要；经历一段时间培养期后，国际品牌有可能在中国区域自建团队进行运营。

2018年4月，欧莱雅集团旗下植村秀天猫官方旗舰店运营方由丽人丽妆变更为欧莱雅；2019年4月，薇姿天猫官方旗舰店由杭州悠可变更为欧莱雅，2019年7月美宝莲天猫官方旗舰店运营方由丽人丽妆变更为欧莱雅。欧莱雅集团旗下主要品牌的天猫旗舰店将悉数收归集团自营。

面临电商渠道迅速增长的趋势，欧莱雅加速推进数字化转型历时已久。2011-2015的4年时间内，欧莱雅雇佣了700名数字化专家，至2015年扩充至1,000人，迅速扩大人才队伍。2013年收购美即面膜同时，欧莱雅集团已经拥有了一支成熟的电商运营团队——美即集团旗下的广州百库。截至2018年底，欧莱雅集团已建立了拥有22,000数字化人才和超过2,000位数字化专家的数字化团队。2018年，公司的媒体投放中，43%投放在数字化渠道（2015年以前为16%，2015年为25%），其中，3/4为精准营销投放，有效提升营销效率。从效果来看，基于大数据和千人千面精准营销，欧莱雅中国广告投放的点开率比市场平均水平高50-100%。

表 12：欧莱雅集团电商渠道建设体系

| | 品牌自营官网 | 平台型电商旗舰店 | 垂直类聚合型电商 | 社交电商 |
|------|---|--|--------------------------|---------------------|
| 代表站点 | 集团官网、品牌官网 | 品牌天猫旗舰店 | 丝芙兰官网、小红书 | 品牌微信小程序 |
| 运载体系 | 品牌商开设独立网站 | 电商平台开设独立旗舰店 | 线上零售商网站 | 社交软件 |
| 运营模式 | 品牌独立运营 | 品牌商运营，电商提供运营支持 | 零售商运营，品牌商通过定期会议确认产品发布 | 微信提供平台支持，电商企业负责电商运营 |
| 购买条件 | 品牌会员 | 电商账号 | 零售商会员 | 社交软件用户&小程序会员 |
| 优势 | 品牌方对网站内容掌控力强；可以建立CRM，获取更全面用户信息，精准销售；品牌方与消费者深度互动 | 网站本身有主题推广活动，为品牌旗舰店带来免费高质量流量；强大后台开发团队，完善支付下单购物体验；新客获取成本较低；品牌直营保证品牌形象与服务 | 结合平台客群，吸引精准用户群；网站本身有一定流量 | 自带流量；可以与消费者建立深度互动 |
| 劣势 | 推广运营开发成本较高；支付下单流程体验不如第三方电商；流量不及第三方电商 | 管控相对困难，容易被平台主题活动牵着走；CRM只有部分平台会共享给品牌方；难以与消费者展开深度互动 | 用户购买习惯无法共享给品牌方；品牌整体形象推广难 | 品牌形象推广较难 |

资料来源：胖鲸智库，安信证券研究中心

外资品牌收回天猫旗舰店运营权。根据青眼统计，目前拥有“官方直销”标识的天猫旗舰店共有281家，其中，在过去的两年中，共有10家天猫旗舰店的运营权被品牌收回。

表 13：2017年至今被品牌收回运营权的天猫旗舰店

| 时间 | 品牌 | 原运营 | 现运营 |
|------------|--------|-------|------|
| 2017年7月27日 | 我的美丽日记 | 壹网壹创 | 统一集团 |
| 2017年8月17日 | 美迪惠尔 | 金易利源 | 美迪惠尔 |
| 2017年9月4日 | 丽得姿 | 湖南汇美丽 | 丽得姿 |
| 2018年4月23日 | 森田 | 上海乔杉 | 森田 |

| | | | |
|-------------|-----|-------|------|
| 2018年4月28日 | 植村秀 | 丽人丽妆 | 欧莱雅 |
| 2018年11月13日 | 玫珂菲 | 上海联恩 | LVMH |
| 2019年1月28日 | 茵芙纱 | 杭州思珀特 | 资深堂 |
| 2019年4月17日 | 薇姿 | 杭州悠可 | 欧莱雅 |
| 2019年6月21日 | 三生花 | 壹网壹创 | 百雀羚 |
| 2019年7月16日 | 美宝莲 | 丽人丽妆 | 欧莱雅 |

资料来源：青眼，安信证券研究中心

本土品牌纷纷成立电子商务子公司加码线上运营。对于本土品牌来说，品牌旗舰店的经营权也在发生变化。在过去两年中，包括林清轩、珀莱雅、卡姿兰在内的品牌天猫旗舰店均被集团交由电子商务子公司运营。而线上营销和旗舰店运营更是WIS、HFP、薇诺娜等互联网品牌的强项。

表 14：2017 年至今本土品牌天猫旗舰店经营权变更情况

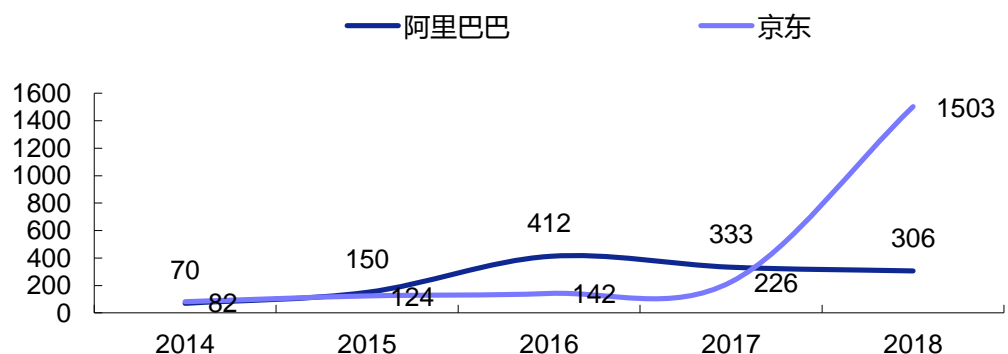
| 时间 | 品牌 | 原运营方 | 变更后 |
|-------------|-------|---------------|---------------|
| 2017年11月21日 | 林清轩 | 上海清轩生物科技有限公司 | 上海柒渊电子商务有限公司 |
| 2018年2月7日 | 卡姿兰 | 广州曼以宝科技有限公司 | 芜湖华穗贸易有限公司 |
| 2018年2月8日 | 凯芙兰 | 广州曼以宝科技有限公司 | 芜湖华穗贸易有限公司 |
| 2018年12月13日 | 韩雅 | 韩雅（杭州）化妆品有限公司 | 湖州创代电子商务有限公司 |
| 2019年2月11日 | 法兰琳卡 | 广州环亚化妆品科技有限公司 | 广州环亚电子商务有限公司 |
| 2019年2月21日 | 美肤宝 | 广州环亚化妆品科技有限公司 | 广州环亚电子商务有限公司 |
| 2019年4月28日 | 珀莱雅 | 杭州珀莱雅贸易有限公司 | 浙江美丽谷电子商务有限公司 |
| 2019年6月28日 | 马应龙八宝 | 马应龙药业集团股份有限公司 | 武汉马应龙大健康有限公司 |

资料来源：青眼，安信证券研究中心

3.2. 电商获客成本提升，流量来源向社交平台泛化

经过十余年的高速发展，近年来互联网行业发展速度放缓，2018 年我国网购用户的同比增速已从 2008 年高点的 59.4% 下降至 14.4%，同年全国网上零售额增速也从 2012 年的 68% 放缓至 23.9%。电商平台流量红利随之褪去，京东和阿里巴巴的获客成本已显著提升，2018 年分别为 1503 元/人和 306 元/人，2014 年仅为 82 元/人和 70 元/人。与此同时社交平台迎来高速增长，2014 年至今社交电商交易额保持 50% 以上的同比增速，短视频行业经过 2017 年迅猛发展，2018 年在持续高速增长的基础上，已累计起愈 5 亿用户基础、进入精耕细作的发展阶段。此外，其他内容平台对销售的影响能力持续提升，根据 AdMaster 统计，小红书 2018 年 11 月与 2018 年 1 月相比，电商评论中相关声量提升约 719%。

图 58：阿里巴巴和京东获客成本上升（元/人）



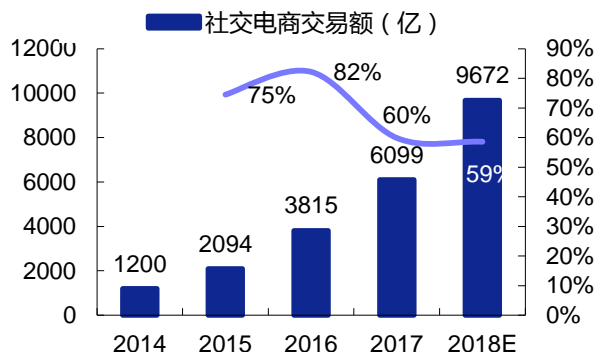
资料来源：各公司公告，安信证券研究中心 注：获客成本计算为当年销售费用/当年新增活跃消费用户数

图 59：2019 年 1 月抖音日活跃用户突破 2.5 亿



资料来源：中国经济网，安信证券研究中心

图 60：社交电商交易额同比增速 50% 以上 (亿元)



资料来源：Frost&Sullivan，安信证券研究中心

3.3. 头部效应明显，长尾空间广阔

电商代运营行业呈现明显头部效应。规模较大，资金及供应链实力较强的服务商在为品牌提高销量同时，能够不断提升自身影响力，占据优势地位，建立竞争壁垒；规模较小，竞争优势不强的中长尾企业在不能满足品牌方不断发展的服务诉求同时可能面临困境，客户流失至头部服务商，加速出清。根据阿里研究院统计，参与阿里巴巴商业生态的活跃服务商数量增速由 2012 年的 1.8% 提升到 2015 年的 33.5%，并保持了加速增长态势；但相对于阿里巴巴商业服务生态（广义）交易规模 78.6% 的增速、“服务类应用”交易规模 144.5% 的增速，活跃服务商数量增长率仅有 33.5%，一方面，表明市场需求巨大；另一方面，也表示现阶段的优势服务商能够快速抢占市场红利。

图 61：阿里巴巴商业服务生态（广义）交易规模增速情况



资料来源：阿里研究院，安信证券研究中心

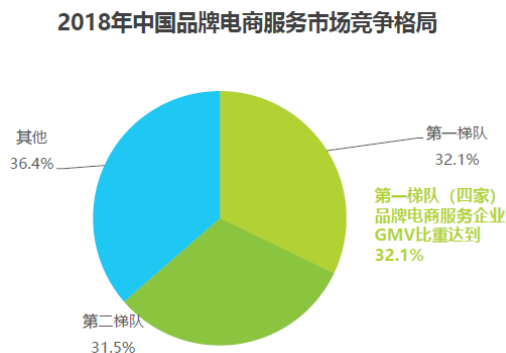
图 62：活跃服务商数量增长情况



资料来源：阿里研究院，安信证券研究中心

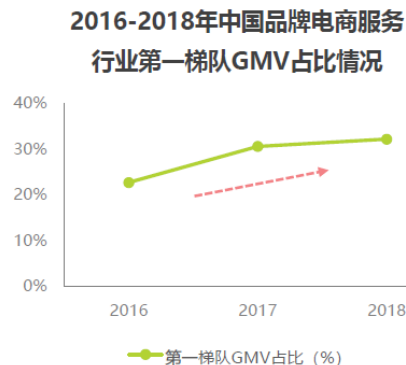
根据艾瑞咨询的数据，2016-2018 年，第一梯队 GMV 在品牌电商服务市场中占比呈现上升趋势，2018 年第一梯队四家企业 GMV 比重达 32.1%。

图 63：2018 年品牌电商服务行业市场竞争格局



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 64：第一梯队 GMV 占比持续增加



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

行业空间较大，长尾空间广阔。根据艾瑞咨询的统计，2019 年，约 80-90%的国际品牌选择与品牌服务商合作，约 20-30%的国内品牌选择与品牌服务商合作，其中中小品牌对品牌服务商更为依赖；如前文所述，我们测算估计 2018 年市占率前 100 名的品牌所占有的 64.1% 市场份额中，约有 48.6% 的市场份额通过代运营商获取，代运营商经手的市场份额约 76% ($48.6\%/64.1\%=75.8\%$)。且在行业整体高速增长背景下，化妆品企业逐年增多。根据证券时报，国家药品监督管理局副局长颜江瑛透露，截至 2018 年 10 月，我国持有化妆品生产许可证的生产企业已有 4690 余家，有效的化妆品生产许可批件 18616 件，国产非特殊用途化妆品备案信息已经达到 150 余万件，进口非特殊用途化妆品注册批件 60675 件。化妆品生产经营主体和注册备案数量呈现逐年上升趋势。同时，大量外资高端品牌、外资小众品牌正加速进入中国市场，掘金中国化妆品行业红利。化妆品企业数量的增长进一步为代运营行业提供广阔发展空间。

3.4. 延伸能力圈，上市企业更具规模及资本优势

3.4.1. 多渠道布局，拓展流量入口

壹网壹创小而美的内容营销服务上线，扩大客户范围同时尝试新媒体引流。2018 年，公司新上线内容服务业务。内容服务业务主要指公司为品牌方提供策划方案，管控执行过程，并向品牌商收取服务费的业务模式。公司向供应商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，内部员工策划、制定方案，委托外部第三方供应商具体执行。2018 年已实现营收 6.9 百万元，占比 0.68%。

与公司其他业务板块“一站式”服务相比，内容服务只聚焦于业务链条的一个环节，呈现“小”的特点。公司原先一站式业务板块下因考虑最终销售效果，潜在合作对象有限，聚焦营销推广环节实际上扩大了公司潜在客户范围，有助于公司与更多品牌商产生合作关系，同时公司在业务推广过程中会首先向现有品牌方客户推广，有利于增加与现有品牌商合作粘性。业务上线以来，公司已与美肤宝、安视优等 9 家品牌合作，合作品牌呈现出与原有品牌重叠以及下沉的特征。

表 15：公司内容服务合作品牌

| 合作品牌 | 品牌所属公司（客户） |
|------|--------------|
| 美肤宝 | 广州环亚化妆品科技公司 |
| 安视优 | 强生（中国）投资有限公司 |
| 大宝 | 强生（中国）投资有限公司 |

| | |
|-----|-----------------|
| 毛戈平 | 毛戈平化妆品股份有限公司 |
| 丽客 | 上海丽客化妆品有限公司 |
| 炊大王 | 浙江炊大王炊具有限公司 |
| 百雀羚 | 上海百雀羚日用化学有限公司 |
| 达尔肤 | 天钰（上海）化妆品贸易有限公司 |
| 韩后 | 广州市韩后电子商务有限公司 |

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

内容营销与目标受众建立起更加长期的关系，允许用户参与、消费和分享品牌信息，在社交平台能够进行快速传播，有效获得平台外流量。公司具备品牌及消费者的洞察分析能力、创意策划能力、渠道整合和消费者触达能力，能够根据品牌特性及消费者诉求运用创意营销方案传达品牌核心竞争力，并在娱乐渠道（直播平台、短视频平台等）、背书渠道（微信公众号，美妆博客等）、导购渠道（淘宝站内推广）等多种渠道推广品牌及产品，从平台外引流，引入新的客群。

3.4.2. 强化高附加值服务环节能力，构筑核心壁垒

壹网壹创募集资金拟建设品牌升级建设项目和综合运营服务中心项目，信息化技术，产品开发和自主创新能力将得到升级。品牌升级服务项目是公司现有业务的扩张，通过加大系统研发投入，升级现有的仓储和信息化技术，可进一步完善公司现有信息化系统体系。通过建立产品开发创意中心和整合营销创意中心，可有效拓展公司现有的服务产品线，并在策划、开发和营销等方面提供更多类型的深入服务。综合运营服务中心项目将通过用户体验测试中心、影像摄制创意中心、UED 创意设计中心、品牌孵化中心的建设，形成覆盖公司各方面的创意服务体系。能够从用户体验、创意设计方面为品牌方提供定制化、专门化和精准化的高附加值电子商务服务，加强与品牌方的合作粘性。

宝尊推动数字化转型，强化自身技术优势。宝尊试图从“纯运营服务”驱动跃升为“科技服务+电商服务”双引擎驱动的新型电商解决方案公司。2017 年公司成立数字营销独立团队，并成立技术与创新中心，聚焦技术创新在商业领域的应用。2018 年双十一，公司内部投入使用 ROSS 运营自动化平台，将运营经验沉淀为覆盖多电商渠道、支持全品类商品、服务全电商运营流程的自动化产品簇。未来公司一方面将用更加标准化的产品为中小型客户提供 SaaS 化的技术和数据服务，另一方面将通过新技术的运用改进内部业务流程。公司还将战略布局云计算、电商云生态、宝尊大脑和大数据平台四大科技创新方向。

若羽臣将提高自身策划运营水平及信息化水平。公司未来将在进一步提高品牌策划和精细化运营水平基础上，结合终端消费者需求，提供更加丰富的策划运营服务。公司将通过优化店铺终端动线规划和视觉效果、定制化开发销售赠品、积极参与平台营销活动等方式提高消费者浏览次数和终端消费体验、提升品牌形象和热度、加强品牌与电商平台的合作紧密度，为品牌方和消费者提供更加优质的服务。同时将深耕线上消费决策链上各个环节，运用更多信息化管理工具，优化公司的信息化运营能力。公司将建设智能商业模块，对接外部物流、电商平台等第三方数据，充分掌握实时市场及运营大数据，为公司电子商务综合服务业务的数据化运营能力和精准化营销能力提供基础保障。同时升级迭代财务管理、客户关系管理、供应链管理、订单管理、仓储管理、人力资源管理、协同办公等信息系统功能模块，提升公司整体信息化管理水平。

3.4.3. 向上游延伸，强化对品牌控制力

向上游延伸，从根源上强化对品牌控制力，是代运营商增强与品牌议价权的重要方式，目前

主要通过孵化自有品牌、扶持境外中小品牌、与品牌方合资经营等方式强化控制。

2014年，丽人丽妆即推出自有品牌momoup。品牌以18-25岁年轻女性为受众群体，确立了打造“美妆界衬手萌物”的品牌愿景；2015年，该品牌进驻微信商城和亚马逊，2017年线下试水。目前momoup已拥有较为完整的产品线，涵盖上妆粉扑、分装收纳、清洁工具等产品，2019年获“最佳口碑美妆用具大奖”。公司未来将继续加大对自有品牌的建设与推广力度，针对消费者美妆工具产品使用痛点，将科技、流行元素融入产品布局当中。

丽人丽妆合作韩国品牌Cellapy，计划打通线上、线下渠道。2019年3月，丽人丽妆成为韩国医药化妆品品牌Cellapy的中国区总代。公司计划将自身优势和Cellapy相结合，先通过线上提高品牌知名度，然后把Cellapy逐步从线上渗透到全国线下市场进行销售，再从全国消费者中产生一批需要医美服务的客户，导入专业线，实现线上线下相融合。院线渠道方面，公司预计2019年覆盖200家全国三甲医院；在CS渠道计划2019年签约20家战略合作商，到2021年打造出超10000家这样的门店，还打算陆续进驻电视购物、免税店和百货店等渠道。

2019年4月29日，宝尊电商与立白集团合资成立电商运营公司，将品牌与代运营商的合作向更深入推进。立白集团旗下全资子公司广州立壹科技创新投资有限公司与宝尊电商联合成立宝立公司，携手探索日化、快消品在线上渠道的运营推广，致力于打造国内领先的面向日化、快消品行业的电商运营及数字化推广平台。宝立公司的切入，有望凭借宝尊和立白两大巨头在日化、快消品领域积攒的市场运营经验、线上线下的消费大数据交叉分析、IT技术协同、双方物流仓储无缝对接等能力，助力平台创业者在产品创新、精细化运营、高效配送、售后服务等全通路商业节点实现数字化重构，提升用户体验，降低企业成本。

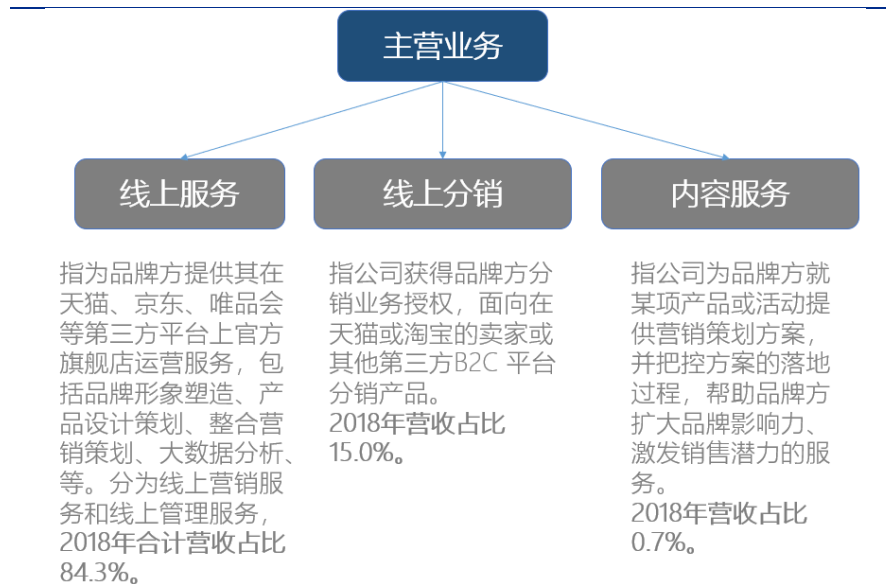
4. 核心标的：壹网壹创、宝尊电商、丽人丽妆、若羽臣、杭州悠可

4.1. 壹网壹创：高速成长的线上服务提供商，财务数据表现亮眼

4.1.1. 快消品线上服务提供商，7年来品牌渠道不断扩展

致力于快消品品牌线上代运营，线上服务是其核心业务。壹网壹创为品牌线上运营公司，主要为国内外知名快消品品牌提供全网各渠道电子商务服务。作为品牌商的战略合作伙伴，从品牌形象塑造、产品设计策划等方面为品牌提供线上服务，帮助各品牌提高知名度和市场份额。公司主营业务分为线上服务、线上分销和内容服务三大板块，其中线上服务是公司最主要的业务，2018年营收占比84.3%，线上分销和内容服务板块18年营收占比分别为15.0%和0.7%。

图 65：公司主营业务分类



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司线上服务可细分为线上营销服务和线上管理服务。线上管理服务指在分析品牌方产品特点、现状的基础上，为品牌方量身定做线上运营服务并执行，根据服务效果收取服务费用，合作品牌主要有百雀羚、伊丽莎白雅顿、欧珀莱等16个品牌；线上营销服务在线上管理服务的基础上，多了采购物品的环节，服务价值体现为线上商品销售收入与营销成本的差额，目前合作品牌主要有百雀羚、三生花、露得清和OTOHA；线上分销指公司获得品牌方分销业务授权，面向天猫或者淘宝的卖家或其他第三方B2C平台分销产品；内容服务主要为品牌方就某项产品或活动提供营销策划方案并把控落地。

表 16：公司不同业务模式

| 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 |
|----------|----------------|--------------|---------------|--------|---------------------------------------|
| 品牌线上营销服务 | 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 |
| 品牌线上管理服务 | | 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 销服务 | 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 优化并管理线上渠道 | 发行人向第三方B2C平台分销产品 发行人向天猫或淘宝的卖家分销产品 | 平台 中小卖家 | 线上商品的销售收入与采购成本及各项费用的差额 |
| 内容服 务 | 向供应商采购相关内容营销推广素材的制作以及在相关内容平台推广等服务 | 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 |

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

国货起家，7年来品牌品类和渠道不断拓展。公司成立于2012年，自设立以来秉承“让消费者更简单、更有趣、更快乐”的使命，专注于电子商务服务行业。从向百雀羚提供品牌线上营销服务起步，逐步积累起线上销售和运营的经验。2015年迎来业绩突破，百雀羚旗舰店双十一获得天猫全网美妆类目第一。同时公司与欧珀莱、雅顿、OLAY等美妆品牌合作。2016-2018，百雀羚继续保持迅猛发展势头，蝉联2016、2017双十一天猫全网美妆类目第一，并新签达尔肤、大宝等品牌，并跨品类切入个护领域，2016-2018年双十一宝洁官方旗舰店蝉联天猫全网洗护类目冠军。2019年，公司在科创板上市。

表 17：公司发展历程

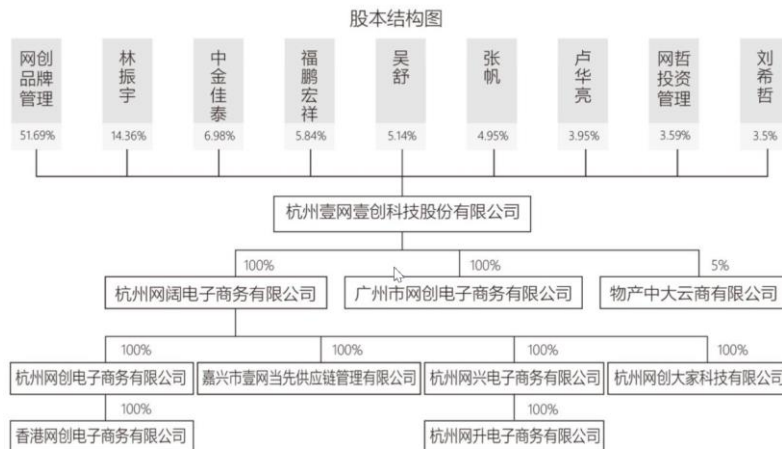
| 年份 | 事件 |
|-------------|--|
| 2012 | 杭州壹网壹创科技股份有限公司成立 百雀羚品牌“琥珀计划”开启 |
| 2013 | 三生花系列诞生：行业首创的双十一专供三生花面霜 独创行业领先的客服培训体系 进行仓库创新，研发自有供应链和仓储系统，构建行业首创的分仓体系 |
| 2014 | 打造真人营销策划案“选择百雀羚，美过黄永灵”。 构建开发三生花全线产品，并进入屈臣氏成为百雀羚旗下成长最快品牌。2014万万没想到部门成立：行业首创专为消费者创造惊喜体验的部门，引领电商惊喜营销新模式。 获得屈臣氏年度新锐品牌大奖。 迁入海宁2000万仓储中心。 |
| 2015 | 双11 OLAY 天猫全网美妆类目第三；百雀羚官方旗舰店双十一当日GMV突破亿元，创化妆品行业单日单店世界纪录；OLAY官方旗舰店接店三月。列天猫美妆类目第三。 自主研发“神盾”营销系统上线 百雀羚、雅顿、OLAY、欧珀莱官方旗舰店接店，首创欧珀莱、雅顿电影营销 |
| 2016 | 沙宣、三生花、大包、宝洁官方旗舰店接店 股份制改革，成立广州全资子公司，并于新三板挂牌 百雀羚蝉联双十一美妆类目 No.1；宝洁双十一洗护类 No.1 自主研发“魔方”仓储系统上线 |
| 2017 | 达尔肤、露得清旗舰店接店 双11百雀羚蝉联天猫美妆类目三连冠；宝洁洗护类目双连冠；飘柔创造单坑200万记录；海飞丝618创造单坑千万记录。 广州公司搬迁至广州创意集中地红砖厂开启双和发展模式，并自购东部商务中心创研基地。 自主研发“天眼”财务系统上线 |
| 2018 | 雅芳、美肤宝、三生花、佳洁士、毛戈平旗舰店接店 与物产中大集团建立全面战略合作，获得政府供地22亩 |
| 2019 | 创业板上市 |

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

股权结构集中，实控人为林振宇。公司实际控制人为公司创始人、董事长和总经理林振宇先生，直接持股14.36%，通过网创品牌管理间接持股51.69%，合计持股66.06%，股权结构较为集中。此外，公司高管张帆和卢华亮也持有一定比例公司股份。张帆为公司董事及董秘，

直接持股 4.95%，卢华亮为公司董事兼副总经理，直接持股 3.95%。

图 66：公司股权结构图

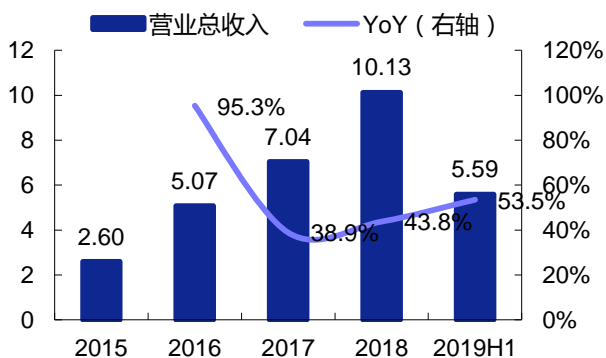


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.1.2. 营收净利高速增长，费率基本稳定

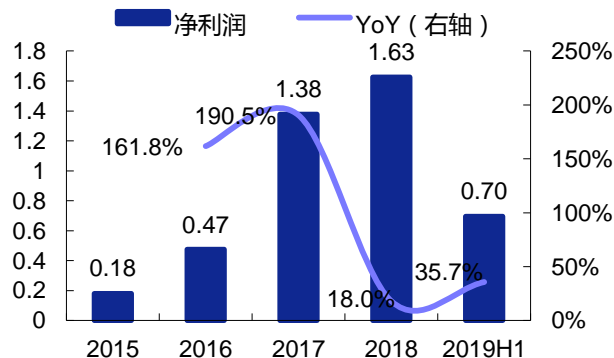
营收、净利保持高速稳定增长。2015 年至今，公司营业收入保持高速增长，2015-2018 年三年 CAGR 达 57.4%，2018 年公司营收 10.13 亿元，同比增长 53.5%；公司净利润同样保持强劲增长势头，2015-2018 年三年 CAGR108.4%，2018 年实现净利润 1.63 亿元，同比增长 18%。

图 67：公司营业收入持续增长（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 68：公司净利润保持快增（单位：亿元）



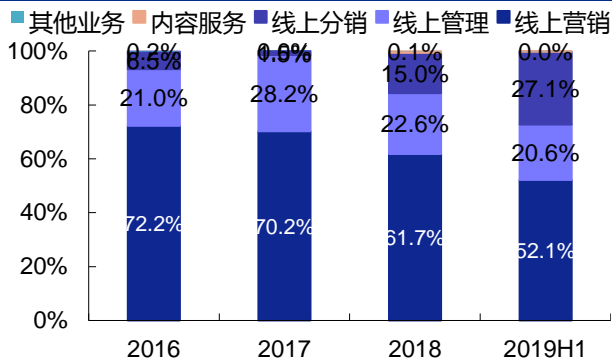
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

线上营销占比最大，百雀羚占比高与收入确认方法有关。分业务看，线上营销业务是公司占比最大的业务板块，2018 年营收占比 61.7%，但近年来随着线上分销和内容服务的逐渐发力，占比呈现下降趋势。线上管理业务是公司第二大业务，2018 年营收占比 22.6%。线上分销业务 17 年营收占比下滑主因百雀羚在唯品会平台上业务模式转变，18 年大幅上升主因新增爱茉莉旗下相关品牌分销收入。

百雀羚是公司成立以来的标杆业务品牌，营收占比较高与公司不同业务模式收入确认方法不同有关。品牌线上营销服务中向品牌商采购产品销售给终端消费者，收入为产品销售收入；线上管理业务中公司以实现的商品成交总额按一定比例向品牌商收取服务费，收入为服务费收入，百雀羚品牌以线上营销为主，业务模式天然特点导致收入占总体收入比重较大。2018 年百雀羚实际成交额占总成交额的比重为 18.3%。2016 年以来，随着公司合作品牌数量不

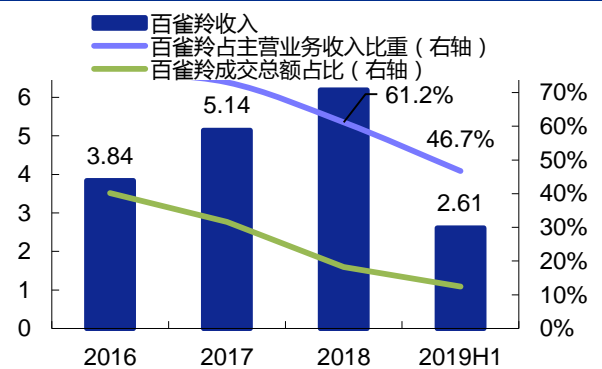
断扩大，百雀羚业务占比逐渐下降。

图 69：公司营业收入分业务占比情况



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 70：百雀羚收入占比情况（亿元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 18：业务模式特点导致营销收入占比大

| 业务模式 | 提供的服务 | 利润来源 |
|------|------------|------------|
| 服务模式 | 1) IT 技术服务 | 固定服务费和佣金分成 |
| | 2) 店铺运营 | |
| | 3) 数字营销 | |
| | 4) 客户服务 | |
| | 5) 仓储物流 | |
| 经销模式 | 1) IT 技术服务 | 进价与售价之前的差价 |
| | 2) 店铺运营 | |
| | 3) 数字营销 | |
| | 4) 客户服务 | |
| | 5) 仓储物流 | |
| | 6) 承担商品库存 | |

资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

业务结构变动致毛利率小幅波动，线上服务毛利率较高。分业务看，2018 年线上管理服务毛利率最高为 65.3%，其次是线上管理业务（毛利率 41.6%），内容服务（毛利率 31.6%）和线上分销业务（毛利率 12.7%）。整体毛利率看，2017 年毛利率上升较大主因营销服务毛利率上升以及毛利率较高的管理服务占比提升所致，2018 年毛利率小幅下降 3.6pct 至 39%，主因承接爱茉莉旗下分销业务，分销业务毛利率较低。

图 71：各项业务毛利率情况

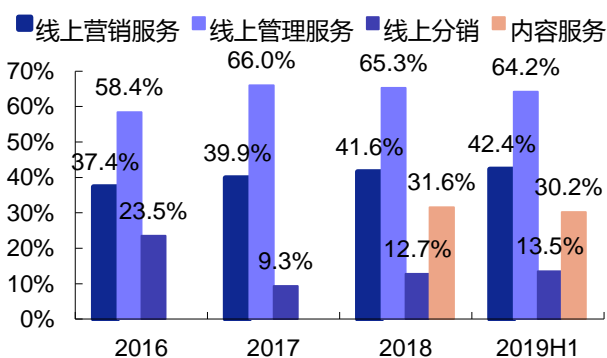
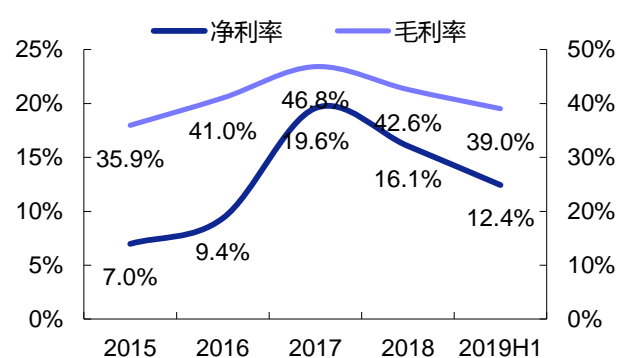


图 72：公司整体毛利率、净利率情况

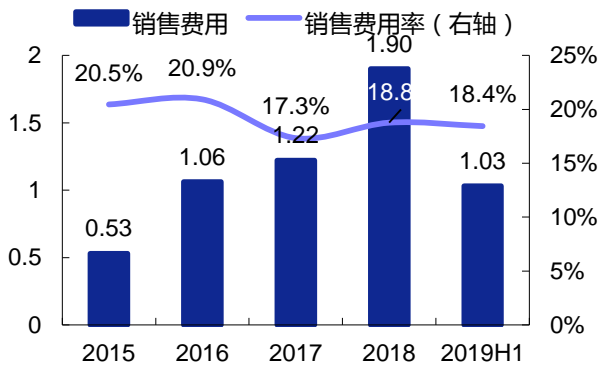


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

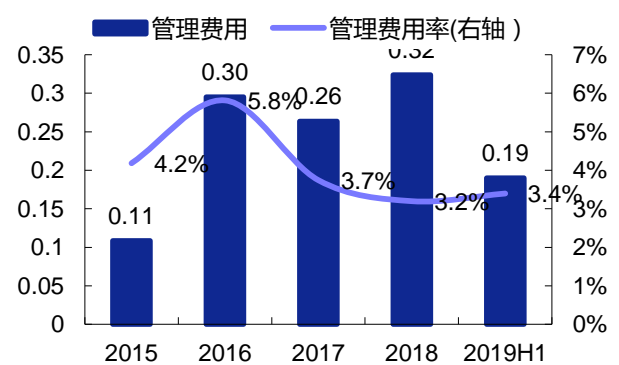
2017 年以来销售、管理费用率基本稳定。2017 年至今公司销售费用率保持 18%左右。公司销售费用中最主要的构成因素为推广费用，推广费用的小幅波动一方面由于天猫平台佣金率的变动，另一方面 2018 年起直通车等推广工具的价格呈现上升趋势。2018 年管理费用率为 3.2%，2016、2017 年管理费用率较高主因产生为激励员工产生股份支付费用 10.37、2.05 百万元。

图 73：公司销售费用情况（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 74：公司管理费用情况（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.1.3. 流量+转化率+客单价三管齐下，销售达成能力出色

营销传播及广告推广能力出色，流量获取能力强。营销与传播方面，电商平台具有种类繁多，规则复杂的免费流量，平台会对具有优质整合营销方案的品牌以流量支持。公司具备丰富的整合营销经验，能够深入了解平台方需求，获取大量高性价比流量，同时公司还可通过一系列营销活动从平台外引流。其代表案例《四美不开心》在 2016 年双十一期间发布，视频播放超过 5000 万次，促使店铺预售目标达成；并创造性发起了个护类月度节庆，成为行业内为数不多能为平台造节的公司。广告推广方面，公司通过规模化的聚合优势和资源和经验优势进一步提升投放效果。从 2018 年双十一钻展点击率看，Olay 官方旗舰店钻展点击率为行业均值的 1.49 倍，伊丽莎白雅顿官方旗舰店钻展点击率是行业均值的 2.41 倍。

图 75：公司营销代表案例《“头”等大事》



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月度节庆，行业内为数不多的能主动为平台造节的公司

图 76：公司营销代表案例《四美不开心》



代表案例：《四美不开心》

发起方 网创科技
 协作方 百雀羚品牌、拍摄公司
 发布时间 2016 年“双十一”

代表价值 视频播放超过 5000 万次，促使店铺预售目标达成。

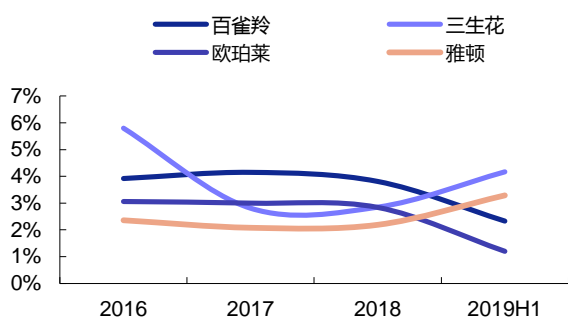
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

利用数据挖掘精细化运营，客户转化率表现优秀。公司具备强大的数据挖掘能力和资源整合

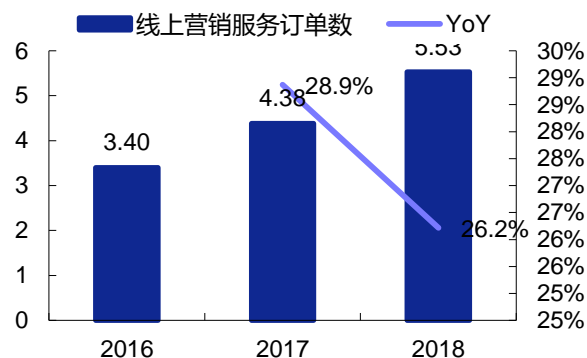
营销能力，能够对消费者购买行为数据进行积累，有效挖掘各类渠道的赢利点，将消费者行为习惯、心理需求和品牌产品有机结合，为品牌方提供更加准确的客户定位和产品营销策略，并为消费者提供个性化的商品推荐和优质的客户服务。公司在选品组合、价格带规划、卖点提炼、促销创新和视觉测试等多维度建立起专业化、数据化、流程化的团队和体系，为所经营的品牌销售达成提供转化率和保障。16年-19H1，公司经营的主要品牌转化率基本稳定，其中三生花和雅顿转化率提升表现亮眼，三生花从2017年的2.81%提升至4.17%，同期雅顿从2.08%提升至3.29%（根据SmartInsights，全球电子商务平均转化率在2%-3%）。2017年，公司承接的DR.WU达尔肤官方旗舰店接店仅3个月店铺“618”转化率同比提升170%，GMV同比增长150%。

图 77：公司主要品牌订单转化率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 78：线上营销订单数不断上升（百万张）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 79：2017 年 DR.WU 达尔肤官方旗舰店 618 转化率显著提升

DR.WU达尔肤官方旗舰店

↑ 转化率同比提升
170%

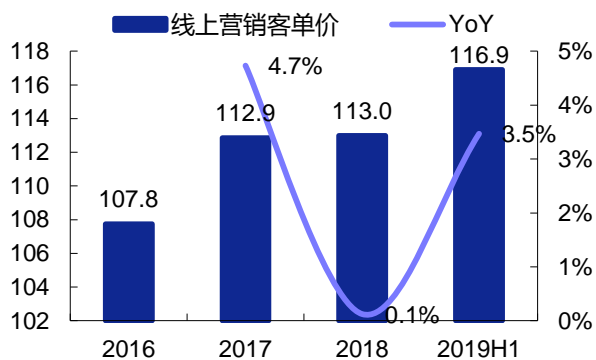
↑ GMV同比增长
150%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

优化选品+开发赠品，有效提升客单价。公司一方面通过数据分析关联产品，优化选品组合，设计规划套装产品；另一方面公司自主研发、设计高价值感的赠品、物料等，产生文化共鸣，淡化消费者价格敏感度，减少销售折扣产品。叠加公司将更多的资源和精力投入活动推广、品牌传播等方面，吸引更多优质客户了解、使用品牌产品，提高产品溢价能力，有效提升客单价。2016年-19H1公司客单价从107.8元/单持续提升至116.9元/单，19H1同比增速3.5%。主要品牌百雀羚、三生花和雅顿客单价均保持持续增长。2017年双十一对Olay品牌，通过匹配消费升级优化选品结构，客单价提升仅200元。

图 80：公司线上营销客单价不断提升（元/单）

图 81：公司通过优化选品组合提升客单价



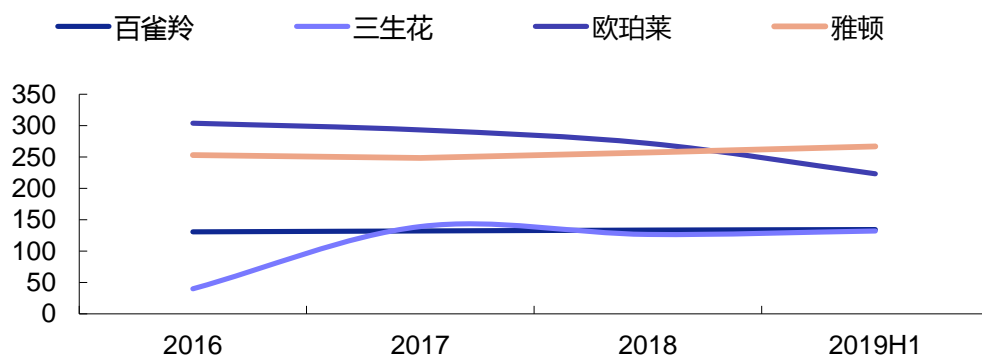
项目名称：Olay双11 升级明星单品-ProX淡斑精华

创作承接 / 网创科技 委托品牌 / Olay品牌 爆发时间 / 2017年双十一
代表价值 / 原来：多效系列三件套（单价：178），现在：ProX淡斑精华（单价：368）
通过市场调研，匹配消费升级优化选品结构，提升了近200元客单价

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 82：公司主要品牌客单价（单位：元）

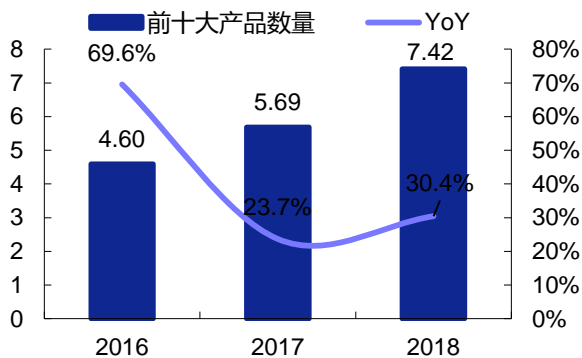


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

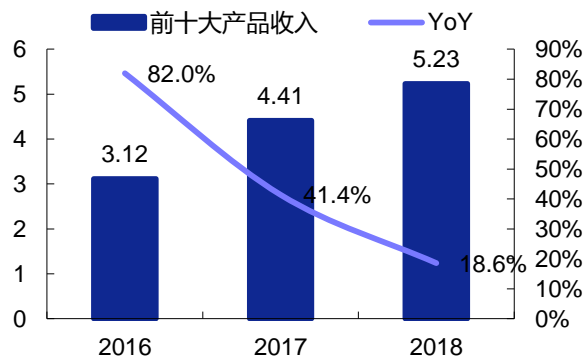
旗下主要品牌及产品销售数据表现出色，收入与毛利率双升。2015-2017年，公司提供品牌线上营销服务的百雀羚旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目第一；2018年，公司提供线上管理服务的Olay旗舰店获得“双十一”天猫全网美妆类目第二名，百雀羚旗舰店获得“双十一”天猫美妆类目国货类第一名；2016-2018年，公司提供线上品牌管理服务的宝洁官方旗舰店连续三年获得双十一天猫全网洗护类目第一名。从产品看，公司线上营销前十大产品销售数量和收入持续增长，2018年销售数量7.42百万个/套，同比增长30.4%，销售收入5.23亿元，同比增长18.6%。优秀销售数据下，品牌方给公司的返利金额持续增长，2018年取得返利金额1.89亿元，同比增长49.1%，返利金额持续增长对公司线上营销毛利率增长也起了积极作用，16年-19H1从37.4%提升至42.4%。

图 83：线上营销前十大产品销售数量不断提升（百万个/套）

图 84：线上营销前十大产品收入持续增长（亿元）



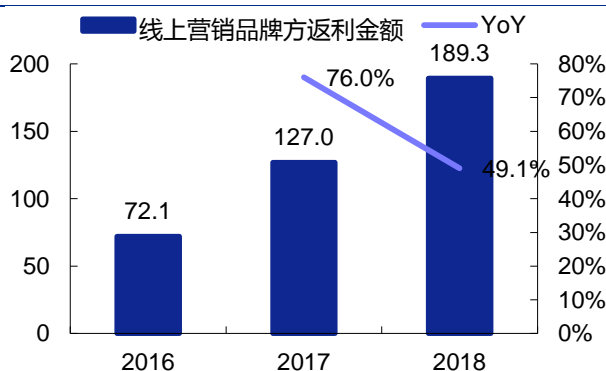
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心



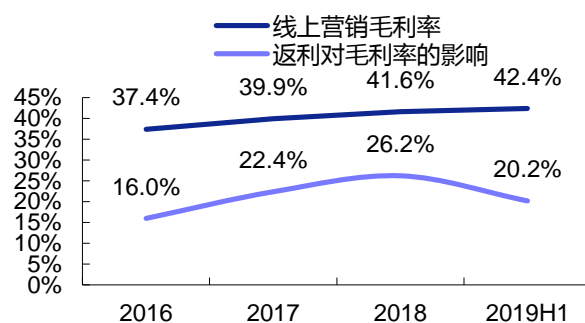
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 85: 线上营销品牌方返利金额上升 (百万元)

图 86: 线上营销毛利率持续提升



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

4.2. 可比公司对比: 营收增速普遍趋稳, 业务结构影响盈利及营运能力

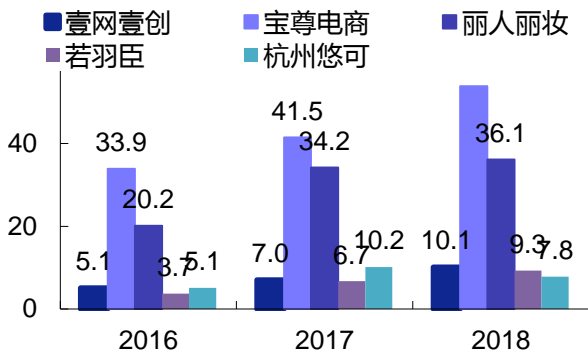
4.2.1. 业绩及成长能力: 宝尊和丽人丽妆体量较大, 若羽臣成长迅速

营收方面, 宝尊和丽人丽妆的营收规模最大, 2018 年分别为 53.9 和 36.1 亿元, 壹网壹创、若羽臣和杭州悠可体量相近, 2018 年营收在 10 亿元左右。从营收增速看, 2016-2018 年各公司的营收增速都呈现减速状态, 其中若羽臣的增速始终保持在几家公司中较高水平, 2016 及 2017 年增速分别为 99.7%和 80.1%, 增速领先, 2018 年增速 38.8%排名第二。2018 年壹网壹创营收增速最高, 为 43.8%。杭州悠可的增速下降趋势最为明显, 18Q3 营收增速 -23.1%/-122pct。

净利润方面, 宝尊电商和丽人丽妆净利润规模领先, 虽然 2018 年宝尊电商营收体量高出丽人丽妆近 50%, 但二者净利润规模相差不大, 2018 年净利润分别为 2.7 亿元和 2.5 亿元。其次是壹网壹创 (2018 年净利润 1.6 亿元)。从净利增速看, 16-18 年整体净利润增速呈现下降态势, 2018 年若羽臣增速最高 (34.3%), 其次是宝尊电商 (29.1%)、壹网壹创 (18.0%) 和丽人丽妆 (11.5%), 杭州悠可 18Q3 净利润增速为负。

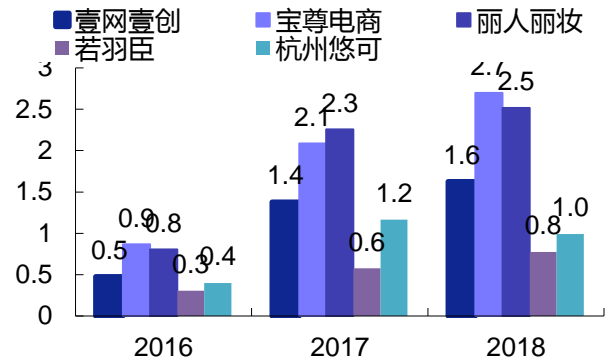
图 87: 各公司营收对比 (单位: 亿元)

图 88: 各公司净利润对比 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 安信证券研究中心

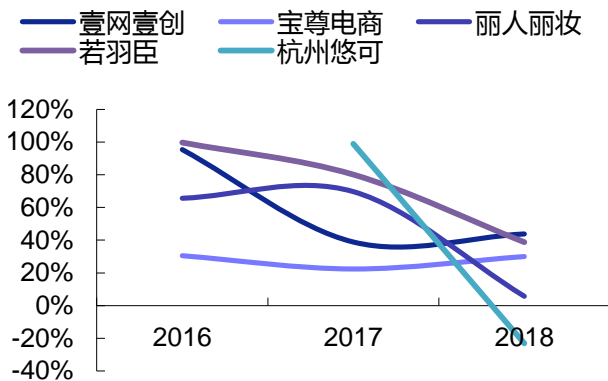
注: 杭州悠可的数据为当年前三季度数据, 其余品牌为全年数据。



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 安信证券研究中心

注: 杭州悠可的数据为当年前三季度数据, 其余品牌为全年数据。

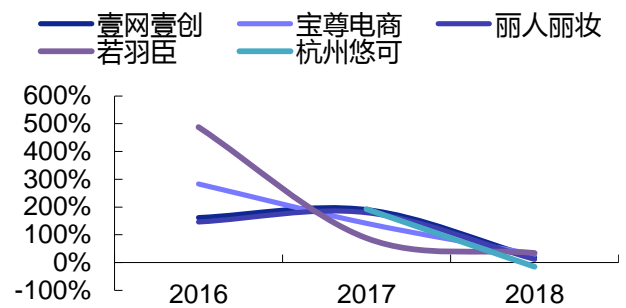
图 89: 各公司营收增速对比



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 安信证券研究中心

注: 杭州悠可的数据为当年前三季度数据, 其余品牌为全年数据。

图 90: 各公司净利润增速对比



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 安信证券研究中心

注: 杭州悠可的数据为当年前三季度数据, 其余品牌为全年数据。

4.2.2. 盈利能力: 毛利率受业务结构影响, 宝尊及网创表现优异

毛利率方面, 宝尊电商毛利率优势明显, 2018 年毛利率达 62.3%, 远高于加权平均值 42.3%, 壹网壹创 (毛利率 42.6%) 略高于加权平均值。毛利率差异主要源于业务结构: 服务费模式没有商品采购成本, 毛利率较高, 分销业务面向第三方 B2C 平台和中小卖家, 毛利率较低。宝尊电商 2018 年毛利率较高的服务费模式占比最大 (53.3%) 且快速提升, 壹网壹创线上分销业务占比较低, 带动整体毛利率较高, 丽人丽妆超过 90% 收入来自经销模式, 若羽臣和杭州悠可分销收入占比较高, 因此毛利率相对较低。

图 91: 公司整体毛利率对比 (单位: %)

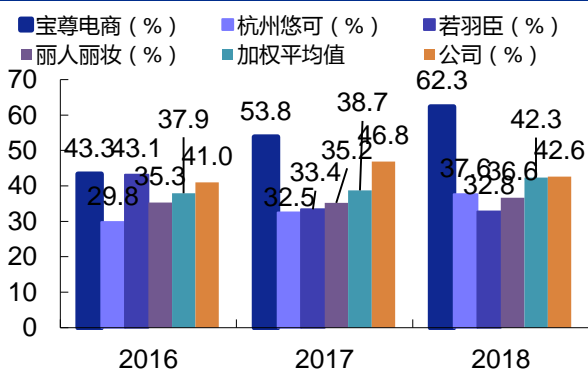
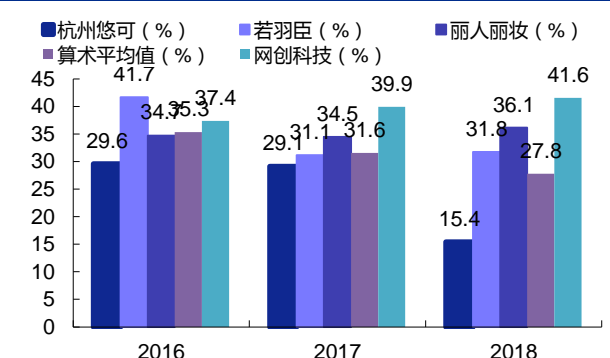


图 92: 线上营销服务毛利率对比 (单位: %)



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

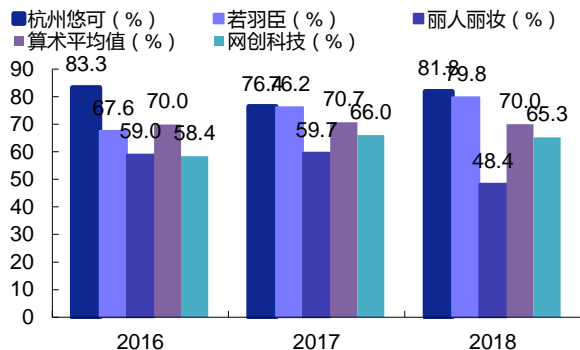
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

线上营销业务毛利率方面，壹网壹创毛利率持续提升，2017-2018 年毛利率高于其他品牌。主因丽人丽妆和杭州悠可主要零售国际知名中高端美妆品牌，因品牌方已具有较高的市场地位，其线上品牌运营商的销售差价较小、毛利率较低，而公司主要运营品牌百雀羚系传统国货品牌，相对而言销售差价较大、毛利率较高，叠加公司百雀羚表现优异带动和客单价提升带动毛利率，公司毛利率较高。2017 年、2018 年若羽臣该类业务毛利率较 2016 年出现下滑，主要系：1) 其 2016 年 8 月引入国际知名奶粉品牌美赞臣，该品牌毛利率较低；2) 部分品牌因品牌方销售策略调整导致毛利率较 2016 年有所下降，如哈罗闪、Free 等品牌。

线上管理毛利率方面，壹网壹创毛利率相对较低，2018 年为 65.3%，低于平均值 70.0%，主因公司 2016 年开始承接日化类品牌线上管理业务，美妆的销售较依赖于大量的市场推广活动，美妆类品牌方对品牌服务企业的投入意愿高于其他品类，使得美妆类品牌线上管理服务的毛利率高于日化类。

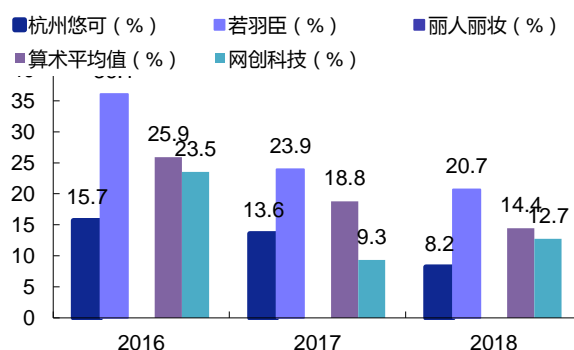
线上分销毛利率方面，若羽臣线上分销毛利率较高，主因若羽臣分销收入占比相对较高，分销客户主要为京东自营、唯品会等电商客户，对于电商平台客户，若羽臣可根据平台客户需求提供不同程度的运营支持服务，包括品牌定位、店铺运营等提升毛利率。杭州悠可和壹网壹创毛利率较低（18 年分别为 8.2%和 12.7%，平均值为 14.4%），主因国际知名品牌出于自身定位考虑给予线上运营商分销业务毛利率较低，杭州悠可的薇姿、理肤泉等品牌，壹网壹创的雅顿、爱茉莉等品牌都出现该种情况。

图 93：线上管理服务毛利率对比（单位：%）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 94：线上分销服务毛利率对比（单位：%）



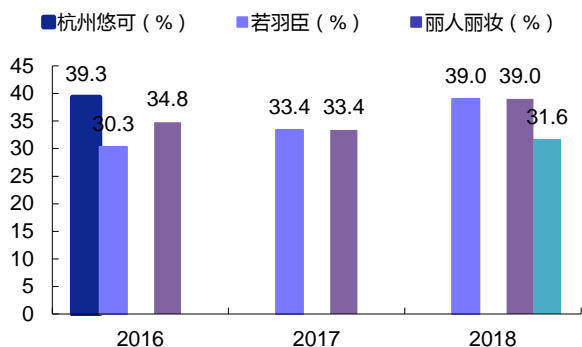
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

内容服务毛利率方面，几家公司毛利率相差不大，整体而言，同行业可比公司的毛利率受到各公司主营业务结构的不同，存在一定差异。此外，品牌方市场定位，以及不同品牌对电商服务企业的服务需求、内容等不同，也会对电商服务企业的盈利造成较大的影响。

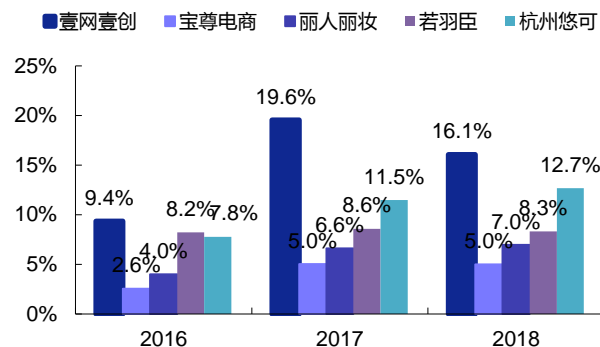
净利率方面，宝尊电商为纳斯达克上市公司，财务信息披露方式与国内差异，此处比较以营业开支占营收比例为依据，与其他公司口径不同，因此净利率和期间费用率不具备可比性。剩余几家公司中，壹网壹创的净利率较高，主因这几家公司中壹网壹创毛利率较高以及期间费用率较低。

图 95：内容服务业务毛利率对比（单位：%）

图 96：净利率对比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

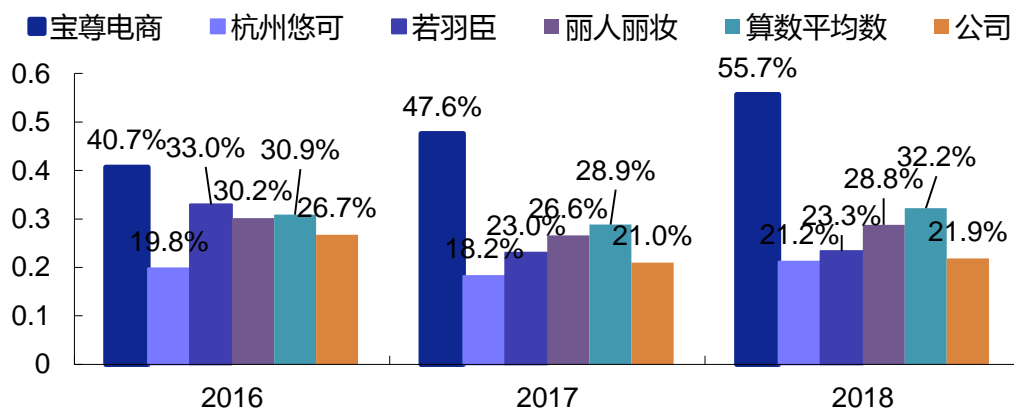


资料来源：Wind，安信证券研究中心

期间费用率方面，若羽臣管理费用率较高（7.3%），壹网壹创、杭州悠可和丽人丽妆管理费用率接近（分别为 3.2%，5.3%和 2.8%），属于行业中间水平。若羽臣管理费用率较高主因 16-18 年研发投入占营收比重较高，分别为 3.69%，2.79%和 2.67%。

壹网壹创销售费用率（18.8%）低于丽人丽妆（26.1%），高于杭州悠可（16.1%）和若羽臣（15.6%），主要与公司的业务结构有关。经销和分销模式中，职工薪酬、推广费用和仓配费用等都在销售费用里体现，而服务费模式与经营店铺相关的推广费用和仓配费等都由品牌商自行承担，因此服务费模式期间费用率远低于经销和分销模式。分销模式因主要通过唯品会等第三方平台或者面向天猫、淘宝中小卖家进行，线下结算，通常较少发生平台、推广费用，期间费用率比经销模式更低。丽人丽妆 16-18 年 90% 以上收入来自经销模式，因此整体销售费用率较高，而同期杭州悠可分销收入占比 30% 以上，拉低整体销售费用率。

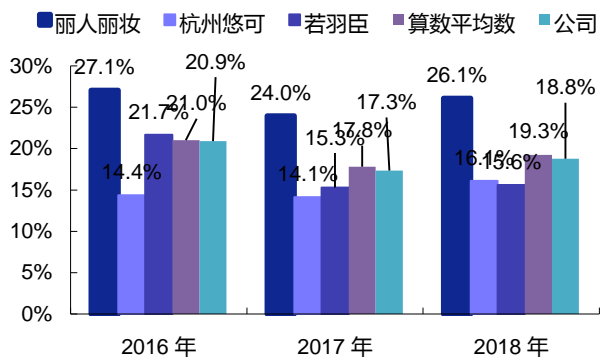
图 97：期间费用率对比



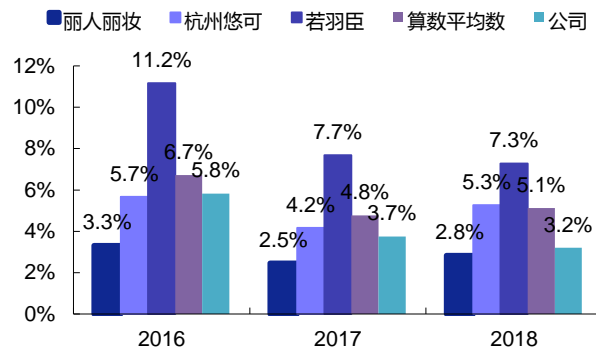
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 98：销售费用率对比

图 99：管理费用率对比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

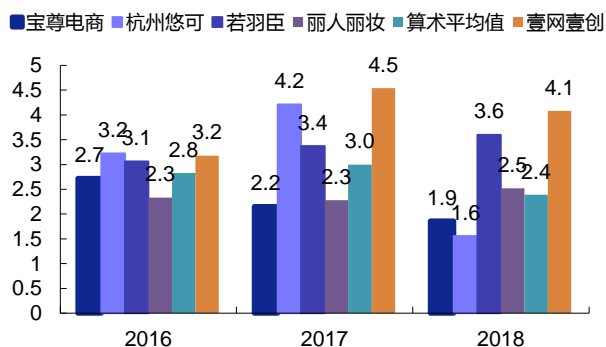


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.2.3. 偿债能力：壹网壹创略领先同行业公司

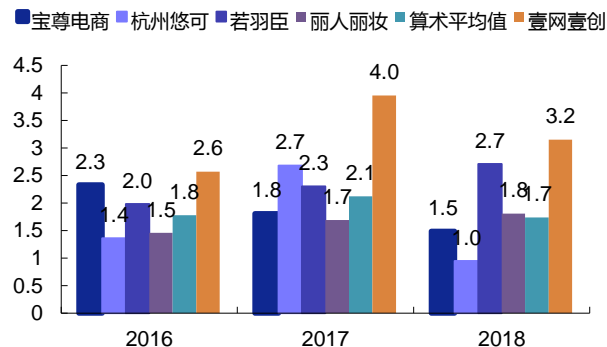
偿债能力方面，行业可比公司均处于行业合理水平，偿债能力较好。壹网壹创的流动比率和速动比率略领先于其他可比公司，整体而言，较低的资产负债率经营是行业内各公司的普遍特点。

图 100：流动比率对比



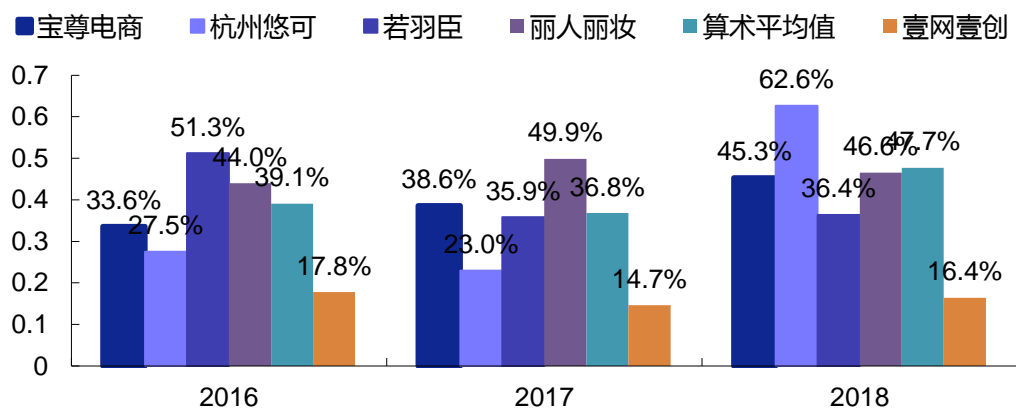
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 101：速动比率对比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 102：资产负债率对比（母公司）

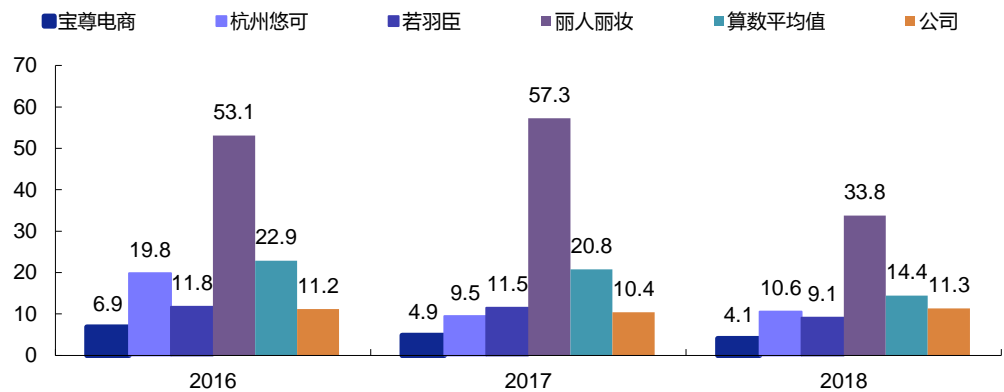


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.2.4. 营运能力：丽人丽妆应收账款周转率高，壹网壹创存货管理能力良好

应收账款周转率方面，丽人丽妆应收账款周转率明显高于同行业其他公司，2018年应收账款周转率为33.8，几家公司算数平均值为14.4，这主要由于收入结构和经营模式的差异所致。经销模式主要面向终端消费者，不存在应收账款，应收账款主要源自服务费业务。相比其他公司，丽人丽妆经销模式占比高，因此应收账款周转率较高。

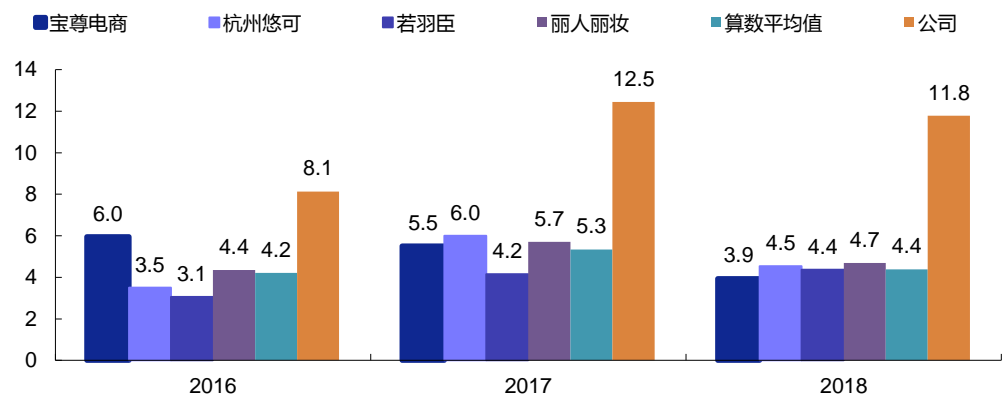
图 103：应收账款周转率对比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

存货周转率方面，壹网壹创表现优于其他公司，2018年存货周转率11.8，其他公司存货周转率相近，算数平均值为11.4。主因壹网壹创对存货规模、库龄进行了严格的控制，努力提升公司经营效率和资产周转能力，为股东创造良好的经济效益。

图 104：存货周转率对比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

5. 投资建议

随着电商渠道渗透率提升，电商服务市场高速发展，商家付费渗透率持续提升（大型商家付费率100%/中型商家99%/小型商家84%/微型商家48%），行业规模近7年CAGR高达89%。电商服务生态大致分为IT/数据分析、电商运营、客服、仓储物流、营销五大职能：①一站式代运营服务商：往往依托网店运营为核心职能，向其他业务服务类型进行扩展，以加固规模优势、加深壁垒。②IT系统/数据分析服务：技术推动行业纵深发展，切入点差异导致竞争相对分散。③营销服务：媒介切换+技术升级，营销方式快速变化。④客服服务低附加值较低，仓储物流服务以重资产树壁垒。从产业链结构来看，品牌商可基于自身禀赋选择：①与一站式代运营服务商合作，整体外包电商业务，代运营在运营职能之外，可提供IT/数据分析、客服、仓储物流、营销等服务，亦可选择将低附加值部分业务如客服业务进一步外包；②直接与提供各专业化服务的服务商进行对接，企业内部再行梳理整合；③可自建电商服务体系，使电商服务能力内部化，直接对接电商平台。

电商代运营行业：运营能力驱动成长引擎，自有仓库及IT构筑规模壁垒，赛道空间近千亿，尽享行业高增红利。业务模式：电商代运营业务模式按照销售对象可分为B2C和B2B模式，B2C模式又可再分为经销、寄售、服务费等几种模式；从业务性质来看，经销模式和分销模式渠道性质较重，服务费模式则偏重于服务性质，丽人丽妆经销模式占绝大部分比重，渠道性质最强；宝尊电商没有分销模式，经销模式毛利贡献不及50%，服务性质最重。业务范围：电商代运营行业包括覆盖全品类的综合性公司（如宝尊电商）和覆盖少数品类的垂直型公司（如丽人丽妆，壹网壹创等），多数公司不仅限于单一电商渠道，服务延伸至社交平台、品牌官网、甚至O2O（如宝尊电商）；行业中多数公司与头部品牌深度绑定，头部品牌贡献大部分营收。核心壁垒：电子商务服务类型已从行业发展初期的基础服务（运营服务、客户服务）拓展至核心服务（IT服务，营销服务，仓储物流服务），目前行业龙头公司的核心壁垒集中在仓储物流、IT服务和营销服务等方面；宝尊IT及仓储物流实力突出，营销环节是各公司发展重点。

规模效应是电商服务行业赖以生存的根本。①天猫平台对于店铺规模和品牌影响力的要求较高，未达到平台要求的企业将无法在天猫平台开设旗舰店。②规模优势下平台推广效率更高：代运营平台推广费用率总体低于品牌方，呈现出较明显的规模效应；垂直型（壹网壹创）代运营商较综合型（宝尊电商）代运营而言，在推广中或有可能实现更高效率。③极限承载能力构筑竞争壁垒：电子商务呈现短期高爆发的销售特征，这对服务商的极限承载能力提出了较高要求。

挑战与机遇并存，行业集中度提升趋势下龙头优势明显。挑战：①部分品牌方自建电商团队，收回电商运营权；②电商获客成本提升，流量来源向社交平台泛化。优势：①电商代运营行业呈现明显头部效应——第一梯队市占率持续提升，2018年第一梯队四家企业GMV比重达32.1%；②行业空间较大，长尾空间广阔——在行业整体高速增长的背景下，化妆品企业逐年增多同时，大量外资高端品牌、外资小众品牌正加速进入中国市场。延伸能力圈，上市企业更具规模及资本优势。①多渠道布局，拓展流量入口：壹网壹创小而美的内容营销服务上线，扩大客户范围同时尝试新媒体引流。②强化高附加值服务环节能力，构筑核心壁垒：壹网壹创募集资金拟建设品牌升级建设项目和综合运营服务中心项目，信息化技术，产品开发和自主创新能力将得到升级；宝尊推动数字化转型，强化自身技术优势；若羽臣将提高自身策划运营水平及信息化水平。③向上游延伸，强化对品牌控制力。目前代运营主要通过孵化自有品牌、扶持境外中小品牌、与品牌方合资经营等方式强化控制。

投资建议：乘势化妆品行业高增长红利，电商代运营行业集中度提升趋势下龙头优势明显。重点推荐①壹网壹创：营销及运营能力推动公司销售达成结果出色，存量及增量客户双向发力下未来空间广阔；②宝尊电商：行业龙头整合全品类全渠道，技术及数字化能力造就深厚壁垒；③建议关注拟上市企业丽人丽妆、若羽臣等。

表 19：重点公司盈利预测及估值（截止 2019/11/13）

| 股票代码 | 股票简称 | 总市值 (亿元) | 最新收盘价 (原始币种) | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|-------------|-----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | | | | 18A | 19E | 20E | 18A | 19E | 20E |
| 300792.SZ | 壹网壹创 | 130.26 | 165.3 | 2.71 | 2.67 | 3.49 | - | 61.06 | 46.68 |
| BZUN.O | 宝尊电商 | 194.04 | 44.50 | 1.50 | 2.29 | 3.76 | 42.43 | 45.27 | 27.58 |

资料来源：Wind，安信证券研究中心

*盈利预测为 Wind 一致预期

6. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险

目前品牌电子商务服务行业蓬勃发展，而行业内尚未形成相应的定价标准，不排除同行业公司为了争取客户资源降低收费标准，导致市场竞争加剧的可能性。公司品牌线上服务业务发展较早，具有一定的客户资源和精细化运营优势，但是过度的市场竞争会影响公司的议价能力，从而影响盈利能力。

2) 单一品牌集中度较高风险

公司不断增加新品类、新品牌客户，百雀羚对公司利润的贡献率呈逐年下降趋势，但业务占比仍相对较高。若百雀羚拟自行开展电子商务业务，或与同行业其他电子商务服务商开展合作，或百雀羚的经营状况出现不利变化，则公司存在收入下降或合作关系终止的风险，将会对公司的经营活动和财务状况产生重大不利影响。

3) 品牌方切入电子商务行业风险

随着 O2O、全渠道的兴起，品牌方开始重视线上和线下的协同，不排除传统品牌方自主掌握电商服务技术或手段的可能性。尽管线上业务长期存在大数据分析、精准广告投放、CRM 管理等一系列的专业度壁垒，但若公司的服务板块不能持续拓展，服务能力不能继续提升，品牌方或将采取自主经营的模式，这可能导致公司业务量下滑，盈利能力下降。

4) 市场需求波动风险

公司的发展有赖于我国快消品电子商务零售市场的快速发展。如果未来我国宏观经济不景气，居民人均可支配收入降低、购买力下滑，将导致快消品需求的波动，致使行业整体增速减缓，影响公司经营业绩。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn |
| | 苏梦 | 021-35082790 | sumeng@essence.com.cn |
| | 孙红 | 18221132911 | sunhong1@essence.com.cn |
| | 秦紫涵 | 021-35082799 | qinzh1@essence.com.cn |
| | 王银银 | 021-35082985 | wangyy4@essence.com.cn |
| | 陈盈怡 | 021-35082737 | chenyy6@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 姜东亚 | 010-83321351 | jiangdy@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn |
| | 王帅 | 010-83321351 | wangshuai1@essence.com.cn |
| | 曹琰 | 15810388900 | caoyan1@essence.com.cn |
| | 夏坤 | 15210845461 | xiakun@essence.com.cn |
| | 袁进 | 010-83321345 | yuanjin@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn |
| | 聂欣 | 0755-23919631 | niexin1@essence.com.cn |
| | 杨萍 | 13723434033 | yangping1@essence.com.cn |
| | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn |
| | 黄秋琪 | 0755-23987069 | huangqq@essence.com.cn |
| | 王红彦 | 0755-82714067 | wanghy8@essence.com.cn |
| | 黎欢 | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034