太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2019-11-19

公司动态跟踪报告

买入/首次

壹网壹创(300792)

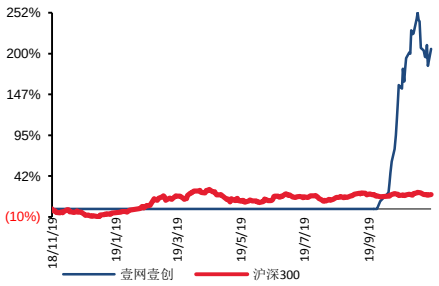
目标价：180

昨收盘：169.50

新消费&新零售

客户拓展+品类拓展，未来成长可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	80/20
总市值/流通(百万元)	13,486/3,372
12 个月最高/最低(元)	194.16/55.15

相关研究报告：

证券分析师：陈天蛟

电话：021-61376584

E-MAIL：chentj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110002

壹网壹创：致力于提供个性化一揽子服务的品牌电商服务商。公司当前主营业务涵盖线上营销服务、线上管理服务、线上分销服务三大成熟业务模式。公司的发展从 2012 年获取代理权为百雀羚在天猫平台上提供线上营销服务起步开始，2016 年 2 月 25 日公司整体变更成立杭州壹网壹创科技股份有限公司完成股份转制，现在已经发展成在 4 大平台渠道为 20 余个品牌提供全方位线上营销、管理、分销服务的综合、资深、前端品牌电商服务商。

行业脱离早起粗狂发展，但仍处于高速成长期：中国品牌电商服务行业的发展经过了早期价格阶段、品牌阶段的基础运营服务，逐渐转向品质阶段的核心内容服务。品牌电商服务业早期属于蓝海，获取代理权和提供基础运营服务就可实现快速发展。但随着品牌商对电商服务的要求越来越细致，消费者对品质需求与个性化消费追求不断增强，新兴电商渠道迅速发展，品牌电商服务多元化是必然趋势

创意营销精细运营，公司核心竞争力突出。公司通过“四美不开心”、“陪你与时间作对”等自媒体创意营销方案赚取千万流量，配合精细化运营体系，在 2015-2018 年间多次助力各大品牌商取得天猫双十一相关类目销售冠亚军，赢得各大品牌青睐。上市后自身资本约束放宽，将扩建团队进一步拓展合作品牌商和增加运营合作深度，业务较快扩张可以预期。

估值和投资建议：我们看好品牌电商服务商行业未来的发展，且认为行业未来将继续保持较高的增速，行业集中度将逐渐提升，目前壹网壹创目前深耕化妆品行业品牌代运营，未来主要驱动力来自于拓展行业内更多客户，以及其他行业的客户，我们看好能提供差异化服务的壹网壹创未来可以拓展更多的客户，我们预计公司 2019-2020 年净利润分别为 2.14 和 2.93 亿元，当前股价对应公司 19-20 年 PE 分别为 63 和 46 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险：居民消费意愿下降、行业景气程度下降、大客户风险

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1013	1503	2054	2683
(+/-%)	43.89	48.37	36.66	30.62
净利润(百万元)	163	214	293	386
(+/-%)	17.99	31.45	37.25	31.51
摊薄每股收益(元)	2.71	2.67	3.67	4.82
市盈率(PE)	0.00	63.09	45.97	34.96

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 壹网壹创：致力于提供个性化一揽子服务的品牌电商服务商 3
二、 品牌商愈发重视线上运营，服务商集中度逐渐提升 5
三、 内容+差异化营销构筑差异化竞争实力 8
四、 盈利能力相对稳健，期间费用率稳中有降 10
五、 估值和投资建议 11
六、 投资风险 11

一、 壹网壹创：致力于提供个性化一揽子服务的品牌电商服务商

公司当前主营业务涵盖线上营销服务、线上管理服务、线上分销服务三大成熟业务模式。公司的发展从 2012 年获取代理权为百雀羚在天猫平台上提供线上营销服务起步开始， 2016 年 2 月 25 日公司整体变更成立杭州壹网壹创科技股份有限公司完成股份转制，现在已经发展成在 4 大平台渠道为 20 余个品牌提供全方位线上营销、管理、分销服务的综合、资深、前端品牌电商服务商。

从商业模式上来说，目前公司主要由线上营销服务、线上管理服务和线上分销业务三大部分组成，其中线上营销服务是公司早期核心业务，同时也是如今最为成熟的业务分部；在该模式下公司以协议折扣买断品牌商品，运营该品牌在电商平台上的官方直营旗舰店，独立负责商品采购、仓储、推广、营销及配送业务，服务价值体现为销售收入与成本的差额；目前服务对象有百雀羚、三生花的天猫平台，露得清、OTOHA 的全渠道等。

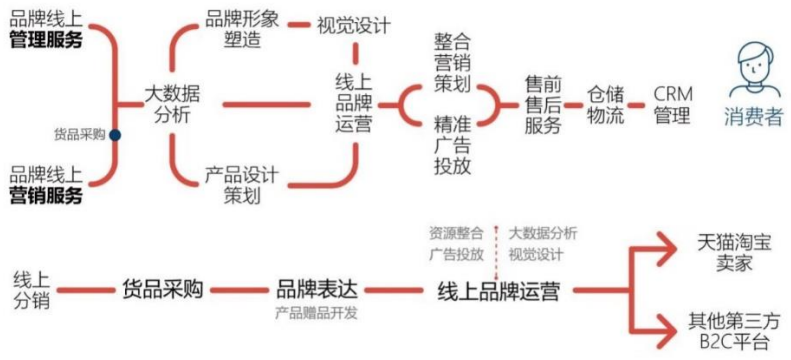
线上管理服务是公司当下关键业务且是公司未来主推的业务模式，该模式下公司分析品牌方产品的特点、现状，为其定制线上运营服务并执行，而不参与商品采购、仓储、配送等环节，服务价值主要体现在向品牌方收取以 GMV 为基础的服务费；目前业务有百雀羚的唯品会平台，伊丽莎白雅顿、欧珀莱的全渠道等。

线上分销业务是主要是公司针对唯品会平台、淘宝卖家等商家独立运营要求和品牌方拓宽电商渠道需求开展的一项适应性业务，是公司业绩与利润的重要补充；该业务模式下，公司获得品牌方分销业务授权，公司独立采购并向淘宝卖家或其他第三方 B2C 平台分销产品，服务价值体现为销售收入与销售成本的差额；目前服务对象有伊丽莎白雅顿的天猫平台、爱茉莉旗下品牌的唯品会平台等。

图表 1：壹网壹创主要业务模式及服务内容介绍

资料来源：公告，太平洋研究院整理

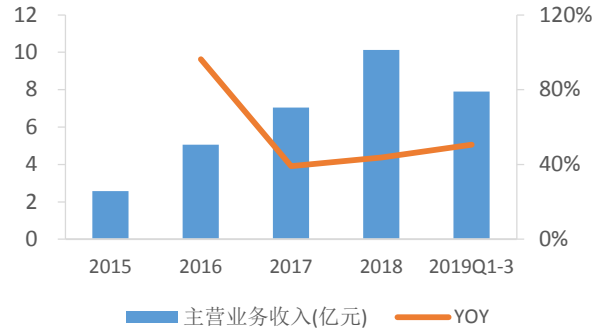
图表 2：线上服务与线上分销的业务流程



资料来源：公告，太平洋研究院整理

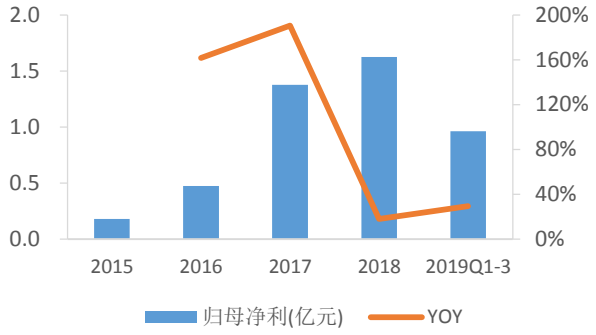
近五年公司总体处于创业阶段的快速扩张期，主营业务收入和归母净利润保持快速增长。2015-2018 年和 2019Q1-3 的主营业务收入分别为 2.58/5.06/7.04/10.12/7.90 亿元，同比增速分别为 96.23%/39.10%/43.74%/50.61%。同期归母净利润分别为 0.18/0.47/1.38/1.63/0.96 亿元，同比增速分别为 161.80%/190.47%/17.99%/29.38%。2015-2018 公司主营业务收入和归母净利润的复合增长率分别为 57.72%和 107.80%。

图表 3：公司主营业务收入和增速



资料来源：公告，太平洋研究院整理

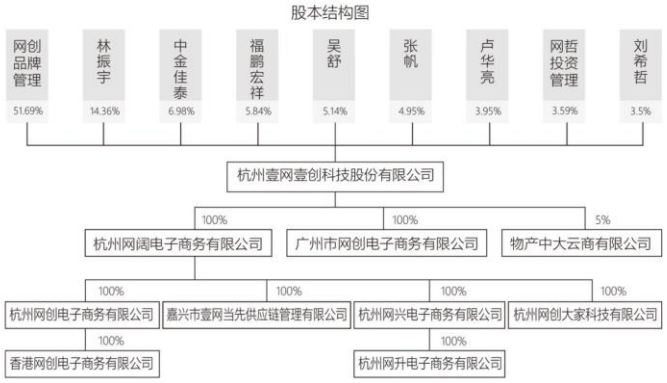
图表 4：公司归母净利和增速



资料来源：公告，太平洋研究院整理

公司 2019 年 9 月公开发行人民币普通股（A 股）2000 万股，发行价为 38.3 元。在首次公开发行后，公司总股本为 8000 万股，前五大股东为杭州网创品牌管理有限公司（持股 38.77%），林振宇(持股 10.77%)，中金佳泰贰期(持股 5.24%)，福鹏宏祥叁号(持股 4.38%)，吴舒(持股 3.85%)。其中林振宇通过控制杭州网创品牌管理有限公司合计控制公司 49.54%的股份，为公司实际控制人。

图表 5：2019 年壹网壹创上市前股权结构图



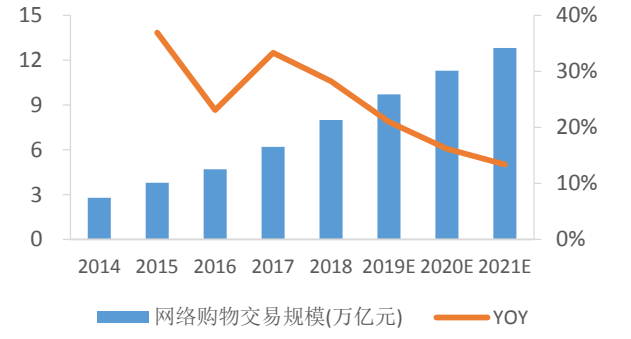
资料来源：公告，太平洋研究院整理

二、 品牌商愈发重视线上运营，服务商集中度逐渐提升

（一）行业产生的背景:品牌商愈发重视线上运营

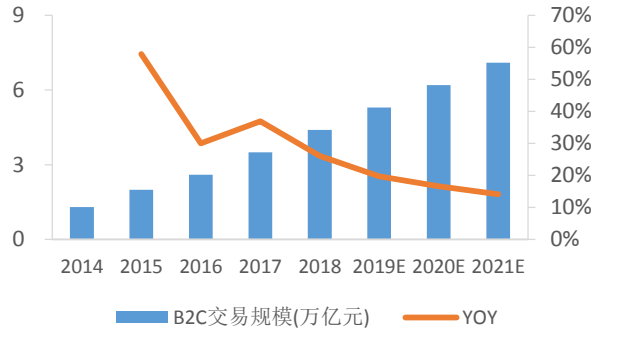
受益于消费升级，电商品牌化趋势非常明显，2014-2018 年电子商务领域 2C 市场保持高速增长，复合增长率高达 30.27%。根据艾瑞咨询的研究报告，2018 年 B2C 市场规模高达 4.4 万亿元，预计 2021 年有望突破 7 万亿，B2C 在网络购物市场份额也从 2014 年的 45.1%不断提升至 2018 年的 55.5%

图表 6：2014-2021 年网购规模及 YOY 增长



资料来源：艾瑞咨询，太平洋研究院整理

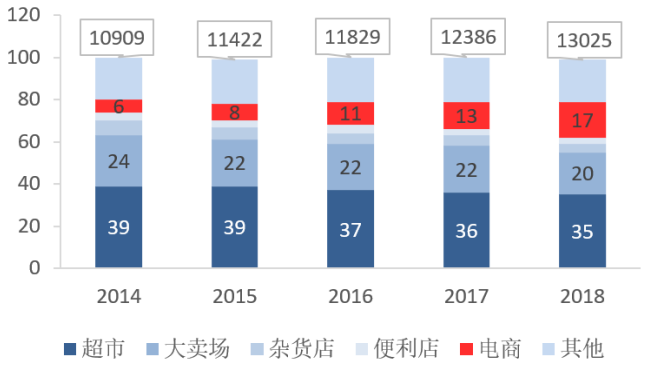
图表 7：2014-2021 年 B2C 规模及 YOY 增长



资料来源：艾瑞咨询，太平洋研究院整理

从快消品行业来看，电商渠道持续高速增长，渗透率稳步提高，特别在美妆、母婴等不分品类，电商已经成为核心销售渠道。根据贝恩咨询的数据，快消品行业的电商销售额占比已经从 2014 年的 6%上升至 2018 年的 17%。因此，越来越多的消费品公司将电商作为重中之重的销售渠道，拓展电子商务业务因此成为其刚性需求。

图表 8：2014-2018 年分渠道快消品销售额占比



资料来源：贝恩咨询，太平洋研究院整理

就所处的发展阶段来说，寻找代运营服务的品牌商主要可以分为以下三类：(1)希望进一步扩张销售额的线下龙头品牌商；(2)希望通过电子商务实现转型的线下竞争劣势品牌商；(3)希望深度打入中国市场的国外品牌商。但无论任何一类企业，基于中国特色互联网生态的平台 B2C 运营及营销业务与其成熟的线下经营模式，存在本质性的差异。而早期在 2C 市场从事运营的团队相对更加熟悉市场和更具备专业能力。基于这一背景，品牌电商服务业应运而生。

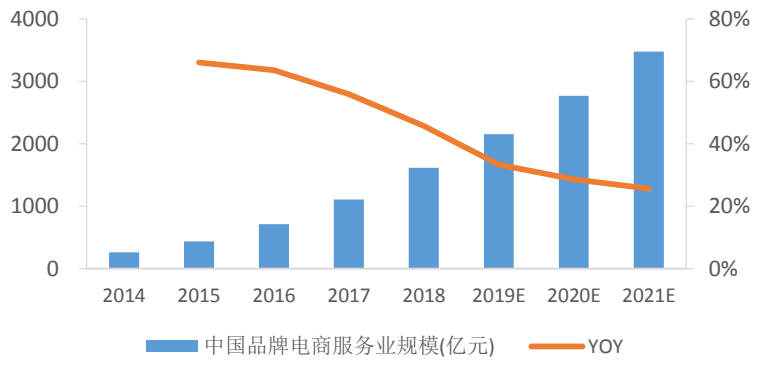
总体来说，品牌电商服务商帮助品牌商解决了以下 3 个问题：(1)传统品牌商自营难以获取客流并实现销售转化的问题；(2)传统品牌商难以较低营销成本实现品牌形象塑造、转型、推广的问题；(3)国外品牌商难以深度打入中国市场的问题。

（二）品牌电商服务行业快速增长，集中度稳步提升

品牌电商服务行业发展，起步时间略滞后于 B2C 市场发展，市场规模从 2014 年 261.6 亿发展到 2018 年的 1613.4 亿，过去 5 年保持高速增长，复合增长率为 57.59%。

展望未来，我们认为行业会继续保持较高的增长速度。一方面，历年品牌电商服务对于品牌商线上业绩的显著提升形成了良好的口碑效应，使得越来越多品牌商选择与电商服务商合作代理，业务范围横向扩张。另一方面，凭借长期服务形成的专业洞察力和 C 端大数据转化能力，使得其服务内容延伸到品牌形象塑造、产品设计决策等前端环节，实现业务范围纵向扩张。

图表 9：2014-2021 年中国品牌电商服务市场交易规模



资料来源：艾瑞咨询，太平洋研究院整理

中国品牌电商服务行业的发展经过了早期价格阶段、品牌阶段的基础运营服务，逐渐转向品质阶段的核心内容服务。品牌电商服务业早期属于蓝海，获取代理权和提供基础运营服务就可实现快速发展。但随着品牌商对电商服务的要求越来越细致，消费者对品质需求与个性化消费追求不断增强，新兴电商渠道迅速发展，品牌电商服务多元化是必然趋势。

一方面重视 IT、营销和仓储物流等核心服务的发展，尽可能拓展数据分析等增值服务来加强服务的精细化运营程度，增强自身的不可替代性和服务价值，实现运营内容的精细化和技术化。另一方面，前端服务商通过规模优势积累了大量 C 端数据，引进大数据、云计算等技术，凭借其团队对线上市场专业洞察和分析能力，形成了相比品牌商自身有更好的数据转化能力。凭借这一优势，服务商逐渐将业务衍生到品牌商的品牌形象塑造推广、爆款产品的设计决策等环节，进一步提升其服务的质量和不可替代性。

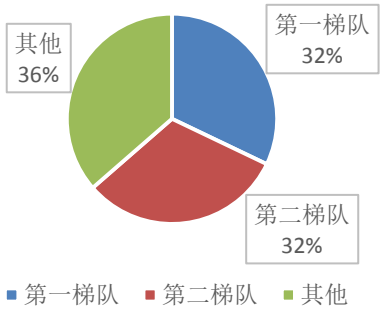
图表 10：品牌电商服务主要类型及内容

资料来源：艾瑞咨询，太平洋研究院整理

品质化运营是必然趋势，因此具备较大市场份额、具备大规模专业团队、具备大数据、云计算等技术引进应用能力的头部服务商可以进一步拓展业务规模，攫取市场份额。总体来说，我们认为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

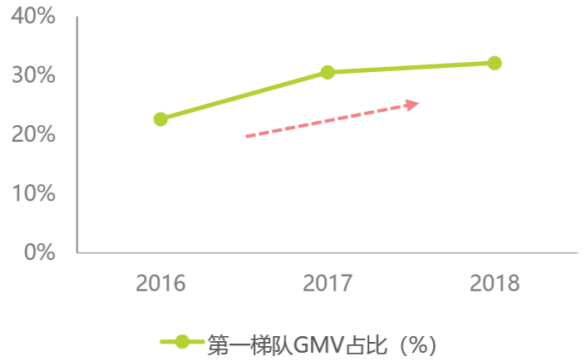
化、竞争优势不强的服务商将被淘汰或并购，行业集中度将进一步提升。

图表 11：2018 年中国品牌电商服务市场 GMV 占比



资料来源：艾瑞咨询，太平洋研究院整理

图表 12：第一梯队 GMV 占比变化



资料来源：艾瑞咨询，太平洋研究院整理

三、 内容+差异化营销构筑差异化竞争实力

（一）天猫美妆类目唯二六星服务商之一，已获众多大牌青睐

在天猫这个美妆洗护领域的线上主战场上，网创一次又一次证明了自己。公司帮助百雀羚在 2015-2017 年连续三年取得双十一天猫全网美妆类目销售第一，实现三连冠；帮助宝洁官方旗舰店在 2016-2018 年连续三年取得双十一天猫全网洗护类目销售第一，实现三联冠；帮助 OLAY 官方旗舰店获得 2018 年双十一天猫全网美妆类目第二。卓越的业绩表现让越来越多的大牌着手考虑与公司开展合作。

天猫自身为推动平台规范化运转，提升 TP 运营商整体素质，实行逐级认证评定的传统由来已久。其中，要想获得顶级“天猫六星级服务商”认证，服务商需要在运营能力、品牌 BD 能力、服务评价、发展潜力 4 个方面共计 21 项指标上均达到其严苛的标准，艰难程度可想而知。目前天猫全网美妆类目的“六星级服务商”仅有两家，而网创就是其中之一。

2019 年起，天猫品牌数据银行开始面向服务商部分开放，网创就是牌照申请试点服务商之一，这不仅体现天猫对于网创作为服务商的资质和能力的认可，庞大 C 端数据库的提前获取使用更将助力公司在精细化运营竞争中占得先机。

（二）玩转新媒体，流量突围后精细化运营

随着各类大牌悉数切入 B2C 市场，平台流量竞争愈发激烈和成本高昂。尽管如此，网创依然玩出了新花样。2016 年天猫“双十一”前，网创创作并协助拍摄了营销广告“四美不开心”，视频播放超 5000 万次，助力百雀羚一举夺得天猫双十一美妆类目全网销售第一；2017 年母亲节期间，以 17 万预算做出了长图营销文案“陪你与时间作对”，7 天阅读量过 8000 万，站外关注过 3000

万；以及“关爱聋哑人”专项公益活动营销等等。公司在平台流量日趋饱和的处境下，凭借行业领先的创意团队，为品牌商设计出各类引爆流量的自媒体营销文案，一次又一次帮助品牌攫取了千万量级的站外流量。

图表 13：营销案例《“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：公告，太平洋研究院整理

图表 14：营销案例《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：公告，太平洋研究院整理

（三）产业链上游突围，产品开发试点开花

网创在丰富的运营经验基础上，以 C 端数据为依据，分析消费的不同价位缺口和个性化需求，协助品牌商进行产品和品牌设计，协助大宝孵化了大宝眼霜等缺口产品，协助百雀羚创立了“三生花”、“小雀幸”等缺口品牌，并取得了刮目相看的整合营销成果。

以三生花品牌的创立和发展为例。2012 年前后国货、天然、素颜、文艺、清新等个性化消费热点开始出现，而市场相对空白。网创抓住这一契机，结合百雀羚“百年国货、天然草本”的市场印象，设计创意并协助其孵化了一个面向 20-35 岁年轻消费者、以“文艺花草”为目标形象的中高端国产护肤品牌“三生花”。第一款主打产品“三生花”护手霜套装，推出当年双十一销量就超越了手霜大牌欧舒丹。随后陆续推出的花草面膜系列产品、控油水乳系列产品、清肌洁面系列产品，不仅为百雀羚打入了中高端消费市场，更为其打开了原本无法进入的屈臣氏等专业线下渠道。在线上品牌整合营销推广帮助下，三生花仅 2018 年一年的线下销售额就达到了 20 亿元。

从产业链的末端营销，一举打到前端品牌搭建宣传，产品设计推广，加上整合运营，并且取得了这么优秀的业绩，国内没有第二家能与之媲美的品牌电商服务商。

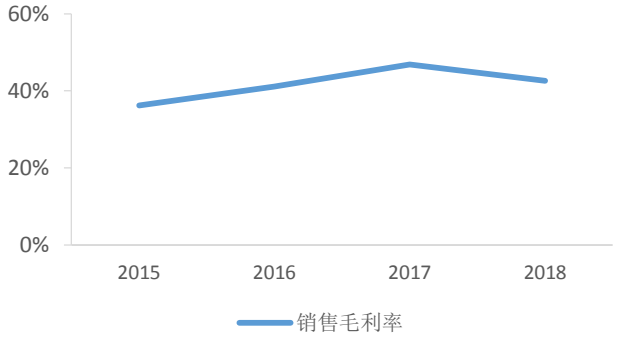
图表 15：壹网壹创产品孵化代表

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、 盈利能力相对稳健，期间费用率稳中有降

近四年公司销售毛利率整体稳中有升。2015-2018 年，公司销售毛利率水平分别为 36.18%/41.11%/46.85%/42.62%，出现增长的主要原因是公司各项业务的毛利率均出现不同程度增长，进而带动整体毛利率上升；2018 年毛利率出现下降主要是由于公司承接爱茉莉公司相关品牌在唯品会平台的分销业务，低毛利率的分销业务占营业收入比重上升，带动整体毛利率下降。

图表 16：2015-2018 年销售毛利率

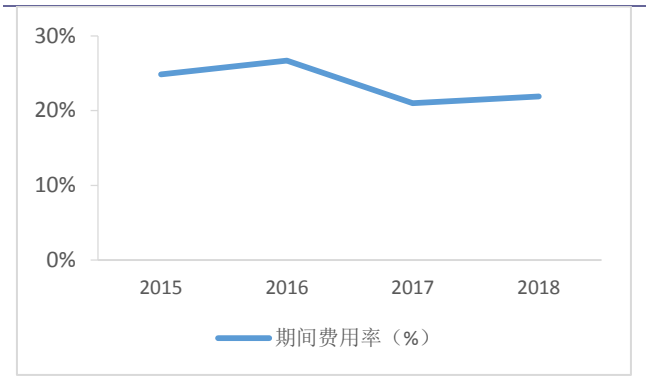


资料来源：公告，太平洋研究院整理

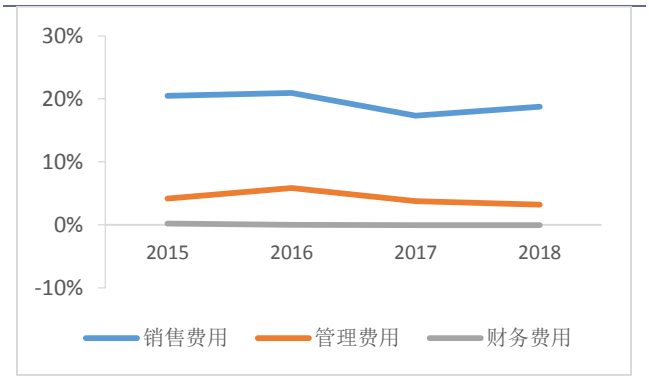
2015-2018 年间公司的期间费用率分别为 24.85%/26.71%/21.00%/21.88%，总体呈现小幅下降趋势。其中：2015-2018 年销售费用率分别为 20.45%/20.92%/17.33%/18.77%，总体保持稳定，原因是销售费用主要包括平台服务费、推广引流费、仓配费用和职工薪酬，这些费用均与业务规模高度相关。2015-2018 年管理费用率分别为 4.18%/5.82%/3.74%/3.20%，总体保持稳定，原因是管理费用主要包括职工薪酬、租赁费、折旧摊销，这些费用随公司业务规模增长而快速增长；2016 年管理费用较高的原因是当年为部分高管和员工实行股权激励，确认 1036.88 万元的股权激励费用。2015-2018 年公司财务费用率分别为 0.21%/-0.03%/-0.07%/-0.08%，总体水平低，主要原因是公司未借入有息负债，小额差异是手续费、息差等因素导致。

图表 17：2015-2018 年期间费用率

图表 18：2015-2018 年期间费用率



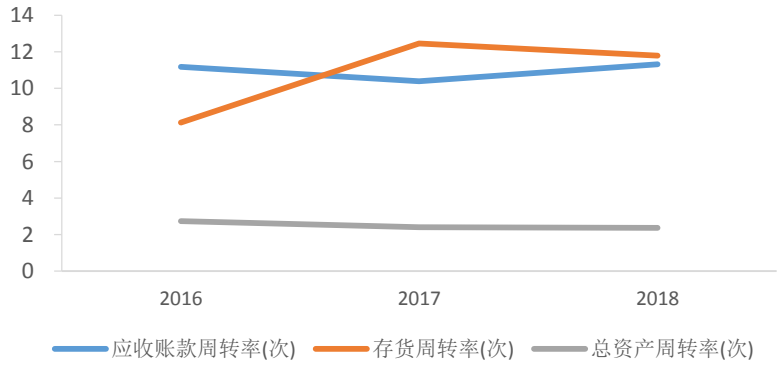
资料来源：Wind，太平洋研究院整理



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

近三年公司各项营运指标总体保持稳定。2016-2018 年公司存货周转率分别为 8.13/12.45/11.78，总体呈上升趋势，主要原因是随着与品牌商合作深入，公司在商品采购仓储配送上话语权加强，存货存量增加速度慢于收入增长速度；2016-2018 年公司应收账款周转率分别为 11.17/10.38/11.32，总体保持稳定。

图表 19：2016-2018 年应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率



资料来源：公告，太平洋研究院整理

五、 估值和投资建议

我们看好品牌电商服务商行业未来的发展，且认为行业未来将继续保持较高的增速，行业集中度将逐渐提升，目前壹网壹创目前深耕化妆品行业品牌代运营，未来主要驱动力来自于拓展行业内更多客户，以及其他行业的客户，我们看好能提供差异化服务的壹网壹创未来可以拓展更多的客户，我们预计公司 2019-2020 年净利润分别为 2.14 和 2.93 亿元，当前股价对应公司 19-20 年 PE 分别为 63 和 46 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

六、 投资风险

居民消费意愿下降、行业景气程度下降、大客户风险

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。