

龙头电商运营服务商，拓品类、拓品牌、拓渠道拉动高增长

——壹网壹创(300792)公司首次覆盖报告

增持|首次推荐

当前价/目标价：168.08元/178.88元

目标期限：12个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：194.16 / 55.15

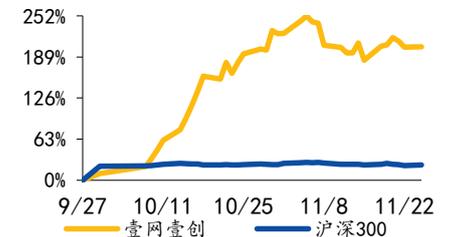
A股流通股(百万股)：20.00

A股总股本(百万股)：80.00

流通市值(百万元)：3361.60

总市值(百万元)：13446.40

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

报告要点：

● 以美妆个护为核心的头部电商服务运营商

壹网壹创是国内领先的垂直型、一站式电子商务服务运营商，专注美妆、个护等快消品类。2012年成立于杭州，以向百雀羚提供线上营销服务起家，2015年、2016年、2017年，公司服务品牌百雀羚旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目的第一名。目前，公司与百雀羚、三生花、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、OLAY、露得清、佰草集等38个品牌达成合作。2018年公司全平台成交额62.2亿，三年复合增速高达136.5%，市占率3.86%。2019年公司被天猫评选为顶级六星运营服务商。

● 行业：下游需求巨大，头部服务商市占率持续提升

平台方面，B2C电商交易规模中高速增长，核心平台天猫未来三年交易规模有望翻倍，带来20000亿以上交易增量。品牌方面，跨境品牌数量激增，传统品牌线上化诉求强劲，电商服务商以链接品牌和平台为核心商业逻辑，潜力空间巨大。2018年电商服务行业规模达到1613.4亿元，5年复合增速60%，行业爆发式增长。目前天猫认证电商服务商933家，其中顶级六星仅9家，CR4 32.1%，行业相对分散，头部企业市占率有望持续提升。

● 壹网壹创：细分赛道优、品类品牌拓展潜力强，数据能力、设计能力、营销能力业内领先

(1) 品类：公司立足美妆赛道，品类成长性好、服务商需求大且能力要求高。未来以美妆人群需求为核心拓品类的打法具备较大潜力。(2) 品牌：与百雀羚和宝洁的成功合作，树立了良好的业内口碑，下游品牌方合作意愿强。(3) 数据优势：运营多个品牌，涉足美妆个护板块，并且是12家天猫官方认证的“品牌数据银行”电商服务商之一，具备较强数据资源和分析能力(4) 设计能力：创意设计业内领先，特别在产品、赠品、物料设计等方面帮助品牌提升客单。(5) 营销能力：具备媲美4A广告公司的营销策划能力并最终落实至销售达成。

● 投资建议与盈利预测

电商服务行业高速增长，公司作为头部企业充分享受行业增长红利。未来围绕拓品类、拓品牌以及拓渠道三大方向，增长潜力巨大。我们预计2019/2020/2021 EPS分别为2.65/3.44/4.49，对应PE分别为63x/49x/37x，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧风险；头部客户流失风险；新品牌拓展不及预期

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	704.41	1012.80	1545.36	2006.69	2541.34
收入同比(%)	38.86	43.78	52.58	29.85	26.64
归母净利润(百万元)	137.82	162.62	212.31	275.02	359.28
归母净利润同比(%)	190.47	17.99	30.56	29.54	30.64
ROE(%)	47.77	40.65	33.57	30.31	28.36
每股收益(元)	1.72	2.03	2.65	3.44	4.49
市盈率(P/E)	97.56	82.69	63.33	48.89	37.43

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

目 录

1、公司介绍：聚焦美妆板块的头部电商服务商	5
2、电商服务行业：下游需求巨大，集中度有望持续提升	10
2.1 B2C 电商规模保持中高速增长，天猫 GMV 三年有望翻倍，下游空间巨大	10
2.2 商业本质是链接品牌方和平台方	12
2.3 头部企业集中度持续提升	15
3、财务分析：盈利能力优异，营运效率良好	18
3.1 营收与净利均高速增长，盈利能力优异	18
3.2 同业比较：盈利能力较强，营运能力稳健	23
4、公司业务：设计营销能力业内领先，拓品类拓品牌可期	26
4.1 赛道选择：布局美妆个护，潜力大、佣金率高，同时未来拓品类可期	27
4.2 品牌：百雀羚、宝洁项目树立业内标杆，规模化优势凸显	30
4.3 核心能力：数据能力、设计能力、营销能力优势突出	34
4.3.1 数据资源丰富，数据赋能品牌运营全流程	34
4.3.2 创意设计以及品牌营销能力业内领先	36
5、估值分析与投资建议	39
6、风险提示	40

图表目录

图 1：壹网壹创发展历程	5
图 2：2015-2019H1 壹网壹创成交总额及同比增速	6
图 3：2017-2019 年双十一壹网壹创成交额及增速	6
图 4：壹网壹创市占率情况	7
图 5：截止 2019 年三季度公司股权结构情况	7
图 6：公司组织架构情况	8
图 7：壹网壹创前、中、后台设置	9
图 8：公司员工专业构成以及学历、年龄分布情况	9
图 9：网上零售交易规模及增速	10
图 10：B2C 及 C2C 占比情况	10
图 11：B2C 电商规模及增速	10
图 12：B2C 平台交易规模占比情况	11
图 13：天猫 GMV 及增速	11
图 14：天猫旗舰店 1.0 到 2.0 升级	12
图 15：品牌电商服务市场规模及增速	12
图 16：国际品牌与国内品牌对于电商服务商需求对比情况	14
图 17：跨境进口零售电商行业市场规模及增速	14
图 18：天猫国际引入进口品牌数	14
图 19：天猫平台对代运营商的等级评价标准	15

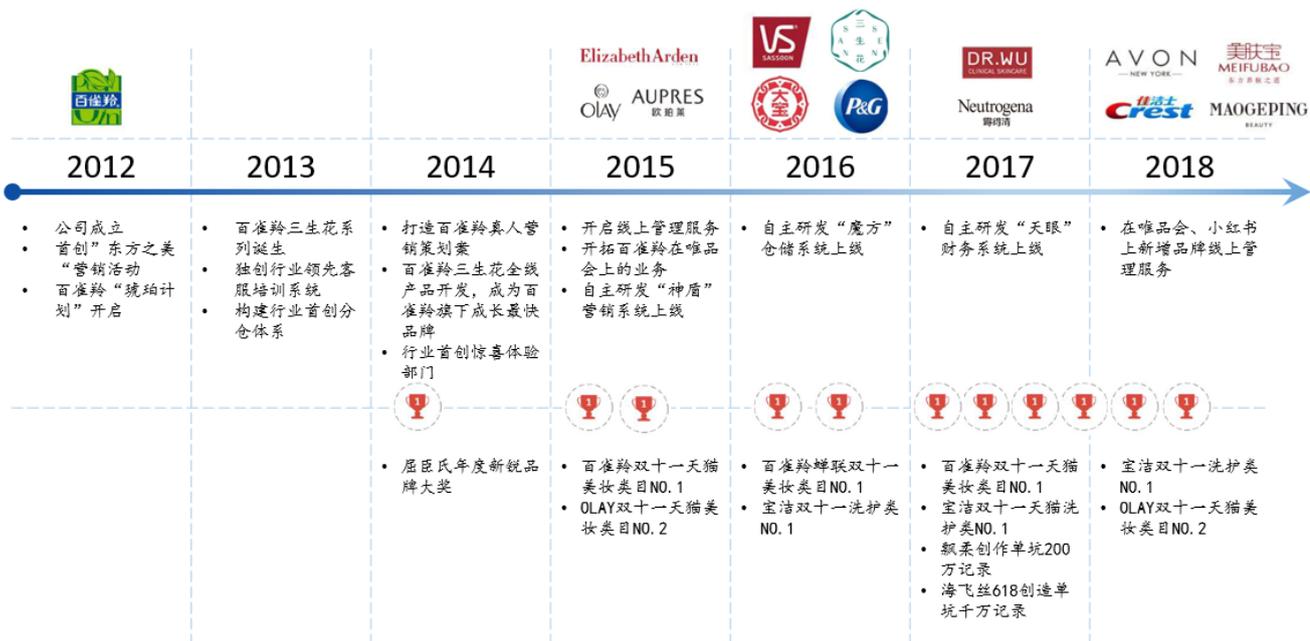
图 20: 天猫服务商星级划分	16
图 21: 2018 年中国品牌电商服务市场竞争格局	16
图 22: 中国品牌电商服务行业第一梯队 GMV 占比	16
图 23: 2016 年-2019 年 1-9 月公司营业收入及增速	18
图 24: 公司各季度收入占比情况	18
图 25: 公司细分业务收入占比变化情况	18
图 26: 雅顿、百雀羚、欧珀莱品牌线上管理服务在唯品会、天猫平台的服务费率	19
图 27: 2016 年-2019 年 1-9 月公司营业成本及增速	20
图 28: 公司细分业务成本占比变化情况	20
图 29: 2016 -2019H1 公司毛利率变化情况	20
图 30: 公司确认的返利总额及占采购金额比重	20
图 31: 2016 -2019H1 公司期间费用率变化情况	21
图 32: 公司销售费用构成情况	21
图 33: 2016 年-2019 年 1-9 月归母净利润及增速	22
图 34: 2016 年-2019 年 1-9 月净利率	22
图 35: 2016 年-2019Q3 月存货情况	23
图 36: 2016 年-2019Q3 应收账款情况	23
图 37: 壹网壹创现金流情况 (单位: 亿元)	23
图 38: 公司经营活动产生现金流占当期净利润比例	23
图 39: 2016-2019H1 同行业公司毛利率比较 (单位: %)	24
图 40: 2016-2019H1 同行业公司净利率比较 (单位: %)	24
图 41: 2017-2019H1 存货周转率同业对比	25
图 42: 2017-2019H1 应收账款周转率同业对比	25
图 43: 电商服务运营商全流程模块	26
图 44: 电商服务运营商分析框架	27
图 45: 2019 双十一期间十大行业同比增速	28
图 46: 电商相对渗透率及变化	28
图 47: 2016 与 2019 电商服务公司服务品牌数量占比	28
图 48: 服务商分行业看规模以及能力对比	29
图 49: 壹网壹创电商品牌运营成效	31
图 50: 2016-2019H1 百雀羚业务收入及占比	31
图 51: 2016 -2019H1 百雀羚 GMV 及其占比	31
图 52: 重点合作品牌成交额及其增长情况	32
图 53: 同业公司合作品牌数	33
图 54: 网创协助百雀羚开发文艺花草系护肤品牌三生花	35
图 55: 一刻系列与三生花面膜系列销量走势	35
图 56: 公司协助品牌方设计孵化的产品	35
图 57: 公司运用大数据新品设计开发流程图	35
图 58: 大宝 SOD 蜜×葫芦娃礼盒套装定价高于日常直接购买产品	36
图 59: 美肤宝-天猫首发五珍礼盒	36
图 60: 雅顿 Yummy Box	36

图 61: 公司钻展点击率与行业比较	37
图 62: 公司定制发起的《“头”等大事》营销活动	38
图 63: 公司为飘柔打造“三天不洗头”挑战活动	38
图 64: 公司为百雀羚策划《四美不开心》的短视频	38
图 65 : 百雀羚《一九三一》漫画广告	38
表 1: 公司主要经营模式及其收入占比情况	6
表 2: 壹网壹创首 IPO 募集资金计划投资项目	9
表 3: 综合型及垂直型品牌电商服务商对比情况	15
表 4: 天猫六星服务商	16
表 5: 公司主要经营模式及其收入占比情况	19
表 6: 公司主要品牌返利政策及返利金额情况	21
表 7: 主要电商代运营公司收入、利润规模比较	24
表 8: 不同品类对于电商服务商需求比例及佣金率情况对比	29
表 9: 2019 第三季度天猫运营服务商大快消部分行业排行榜	30
表 10: 主要电商代运营商承接国产美妆品牌经验	32
表 11: 公司 2016 年至今合作品牌及其变化情况	33
表 12: 壹网壹创与可比公司 2018 年末合作品牌数、员工数、净利润/品牌与净利润/人	34
表 13: 获得天猫品牌数据银行认证的服务商及其行业分类	34
表 14: 淘内广告推广类型及内容	37

1、公司介绍：聚焦美妆板块的头部电商服务商

壹网壹创是国内领先的垂直型、一站式电子商务服务运营商，专注美妆、个护等快消品类。公司2012年成立于杭州，以向百雀羚提供线上营销服务起家，2015年、2016年、2017年，公司服务品牌百雀羚旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目的第一名。出色的销售业绩、优秀的运营能力为公司在业内积累了良好的口碑与声誉。目前，公司与百雀羚、三生花、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、OLAY、宝洁、露得清、雅芳、美肤宝、赫妍、雪花秀、吕、艾诺碧、梦妆、兰芝、佳洁士等多个品牌达成稳定合作关系。2019年公司被天猫评选为顶级六星运营服务商。

图1：壹网壹创发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，国元证券研究中心

公司经营模式主要包括：品牌线上服务、线上分销和内容服务三大板块，其中品牌线上服务为公司最主要的业务，可进一步细分为品牌线上营销服务与品牌线上管理服务。2019H1公司主营业务收入5.59亿元，其中品牌线上营销服务收入占比52.16%，品牌线上管理服务占比20.59%，线上分销业务占比27.07%，内容服务占比0.18%。合作品牌上，线上营销服务的客户主要为百雀羚、三生花和露得清；线上管理服务的客户包括百雀羚、伊丽莎白雅顿、OLAY、宝洁、欧珀莱、佰草集等16个美妆个护品牌，平台涵盖品牌官网、天猫、天猫超市、天猫国际、小红书、唯品会；线上分销业务合作品牌包括伊丽莎白雅顿、露得清和爱茉莉旗下6个美妆品牌。

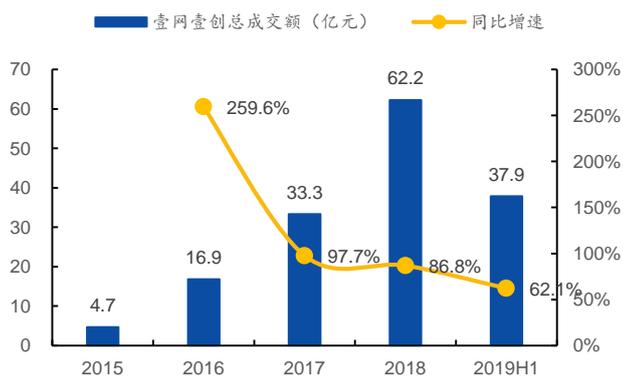
表1：公司主要经营模式及其收入占比情况

业务模式	2019H1 收入占比	销售/服务模式	直接客户类型	主要合作品牌
品牌线上营销服务	52.16%	以买断的方式向品牌方采购货品，并向终端消费者销售	终端消费者	天猫： 百雀羚、三生花、露得清； 其他： 露得清（小红书、天猫国际）、OTOHA（中国大陆境内电商渠道、跨境电商渠道）；
品牌线上管理服务	20.59%	帮助品牌方进行线上店铺运营，根据线上销售情况收取服务费	品牌方	天猫： 欧珀莱、雅顿、OLAY、雅芳、芙莉美娜、宝洁（沙宣、吉列、黑人牙膏、佳洁士、AUSSIE）、毛戈平、美肤宝、DR.WU、佰草集； 天猫超市： 欧珀莱、雅顿、宝洁、黑人牙膏； 唯品会： 雅顿、百雀羚； 其他： 雅顿（小红书、雅顿官网）、DR.WU（天猫国际）； 唯品会： 露得清、爱茉莉太平洋（雪花秀、梦妆、兰芝、
线上分销	27.07%	以买断的方式向品牌方采购货品，并向第三方 B2C 平台或淘宝和天猫中小卖家分销产品	第三方 B2C 平台与中小卖家	吕、赫妍、艾诺碧）； 淘宝、天猫： 露得清、雅顿； 天猫超市： 露得清；
内容服务	0.18%	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	美肤宝、安视优、大宝、毛戈平、丽客、炊大王、百雀羚、达尔肤、韩后

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

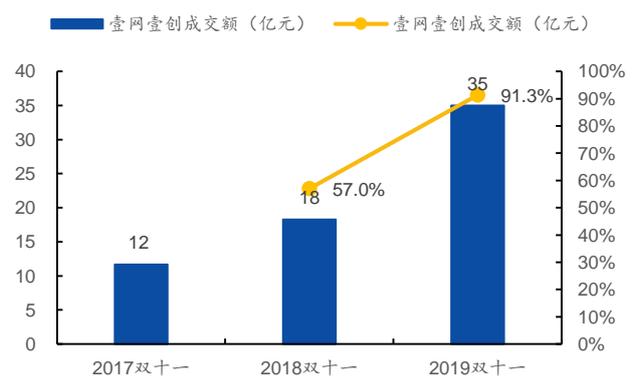
公司近年来迅速扩张，市占率逐年提升，2018 年公司总成交额达到 62.2 亿，三年复合增速 136.5%，市占率增至 3.86%。公司 2018 年、2019H1 平台成交额分别达到 62.2 亿元与 37.9 亿元，同比增速 86.8%与 62.1%。2019 年“双十一”当日，公司实现成交额 35 亿元，增速高达 91.3%（远高于天猫“双十一”25.7%的增速），整体交易规模迅速扩张。

图 2：2015-2019H1 壹网壹创成交总额及同比增速



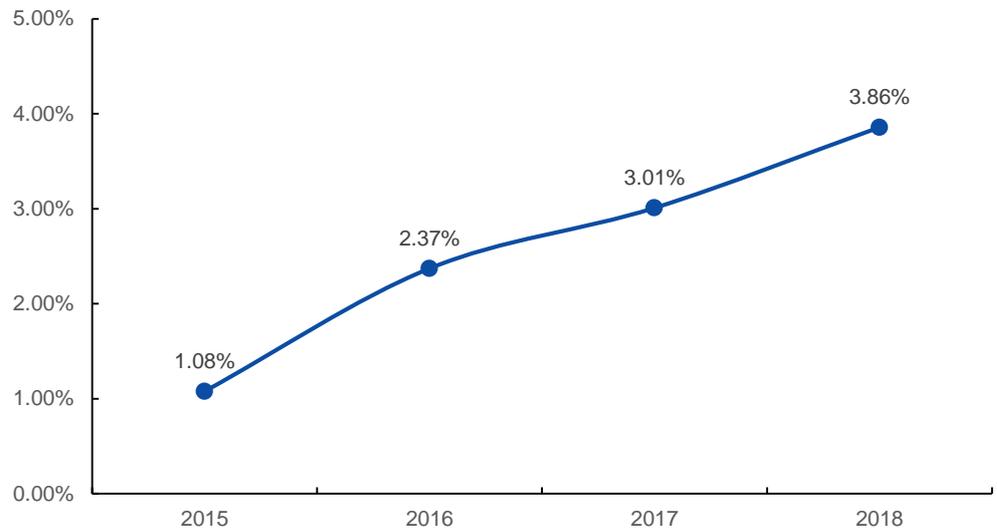
资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

图 3：2017-2019 年双十一壹网壹创成交额及增速



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

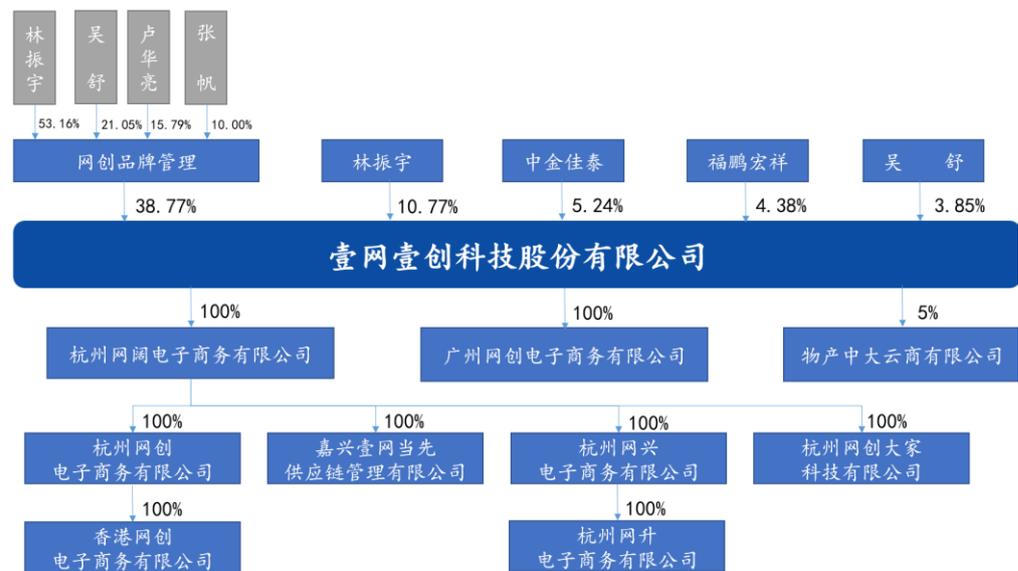
图 4：壹网壹创市占率情况



资料来源：公司公告，艾瑞咨询，国元证券研究中心

股权结构方面，公司实际控制人，公司董事长、总经理林振宇先生直接持股 10.77%，通过网创品牌管理有限公司间接持股 20.61%，合计持股比例 31.38%。公司联合创始人吴舒直接持股 3.85%，通过网创品牌管理有限公司间接持股 8.16%，合计持股 12.01%。公司副总经理兼董事，CBO 卢华亮直接持股 2.96%，间接持股 6.12%，合计持股 9.08%。董事会秘书、执行董事，CHO 张帆直接持股 3.71%，间接持股 3.88%，合计持股 7.58%。目前核心管理层合计持股比例为 48.05%。其余大股东包括中金佳泰（持股 5.24%），福鹏宏祥（持股 4.38%）。

图 5：截止 2019 年三季度报公司股权结构情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

管理层方面，董事长林振宇拥有多年淘系内部工作经验，2005-2007 任阿里巴巴福建区域市场经理；2007 年至 2010 年任淘宝营销中心市场部经理。CBO 卢华亮，2002-2010，任浙江理工大学视觉传达系任教，2002-2011 年任杭州品邦百利总经理，负责公司的创意设计。

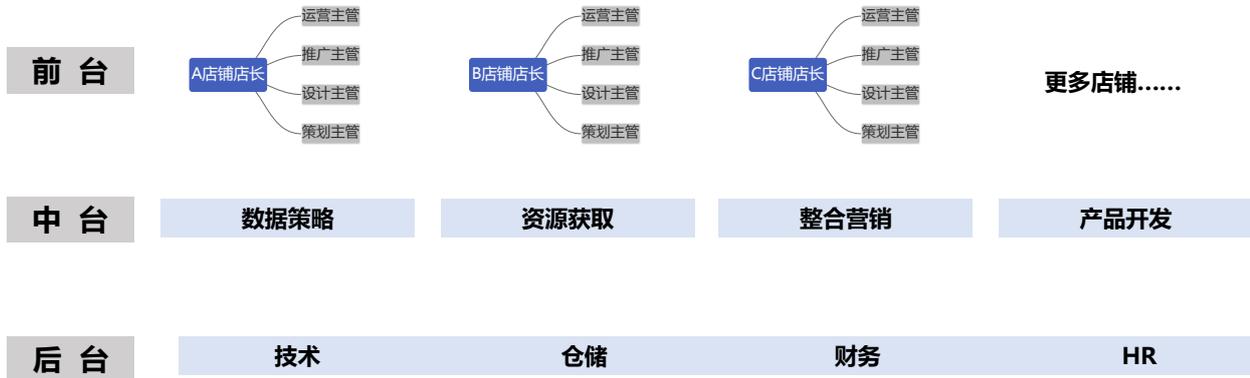
组织架构方面，公司下设创研中心、运营中心、服务中心及其他中后台部门。创研中心涵盖技术部、策划部、设计部、产品开发部、插画部，由副总经理卢华亮负责。运营中心下设六大事业部，以品牌为单位组建运营团队，以业务目标达成作为考核。服务中心涵盖客服中心，和仓储物流中心两块。公司以中台为核心，避免了其他代运营商以前台为核心下出现前台团队流动带来店铺运营权转移的问题。核心的数据策略、资源获取、整合营销和产品开发能力主要由中台承担，人员配置上，中台团队人员配置更为资深。通过不断强化中台能力，一方面保证了团队的相对稳定性，另一方面也提升公司整体的运营效率。

图 6：公司组织架构情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

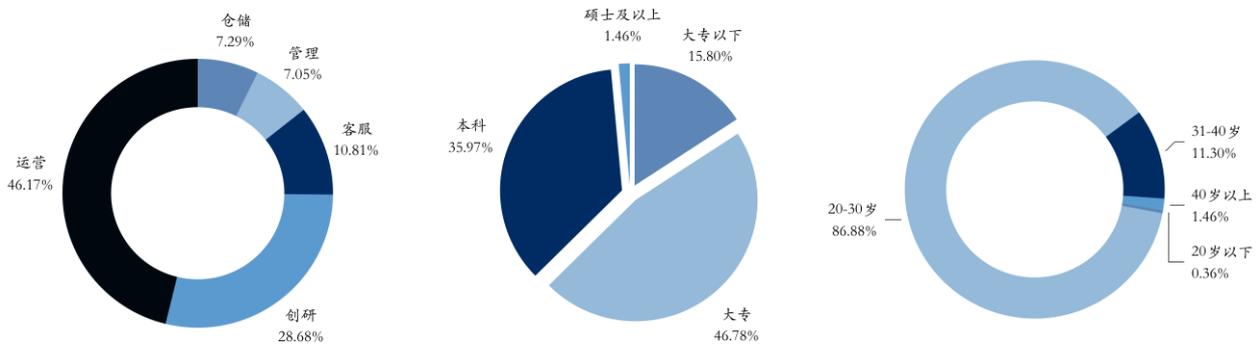
图 7：壹网壹创前、中、后台设置



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

员工结构：截至 2019 年 6 月末，公司及子公司共有在册员工 823 人。公司运营人员占比近一半（46.17%），其次为创研人员（28.68%），公司不断扩大仓储和客服人员的外包比例，从而优化人员结构。整体看，公司团队非常年轻化，20-30 岁员工比例 87%，员工平均年龄 24.5 岁，年轻和专业化的团队帮助公司更好的把握新零售场景以及洞察年轻消费群体。

图 8：公司员工专业构成以及学历、年龄分布情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

公司于 2019 年 9 月 27 日在 A 股上市，此次 IPO 发行 2000 万股，发行价为 38.30 元/股。扣除发行费用后募集资金净额 68,914.79 万元，募集资金计划用于品牌服务升级建设、综合运营服务中心建设及补充流动资金。

表 2：壹网壹创首 IPO 募集资金计划投资项目

项目名称	使用金额（万）	募集资金使用占比	建设期
品牌服务升级建设项目	35,023.87	50.82%	24 个月
综合运营服务中心建设项目	17,302.19	25.11%	24 个月
补充流动资金项目	16,588.73	24.07%	-
合计	68,914.79	100.00%	-

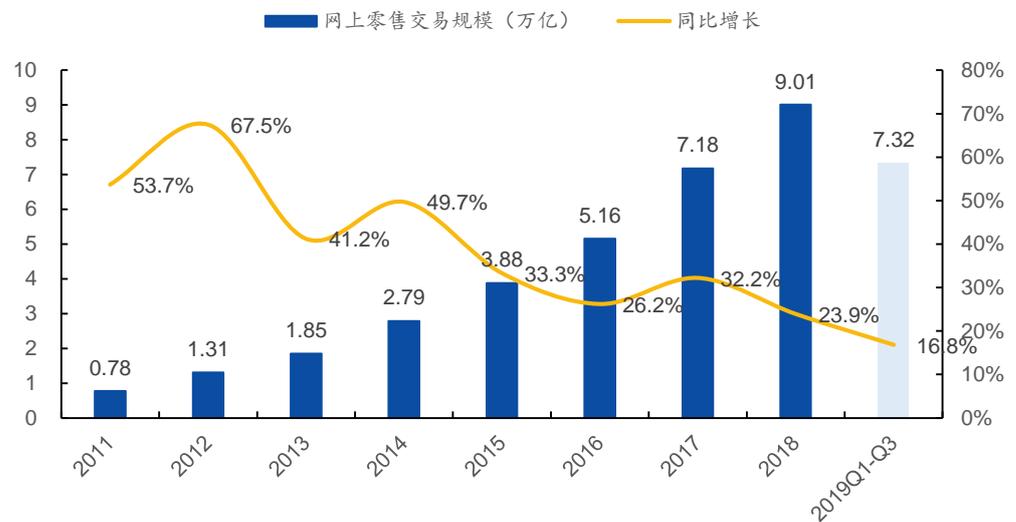
资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

2、电商服务行业：下游需求巨大，集中度有望持续提升

2.1 B2C 电商规模保持中高速增长，天猫 GMV 三年有望翻倍，下游空间巨大

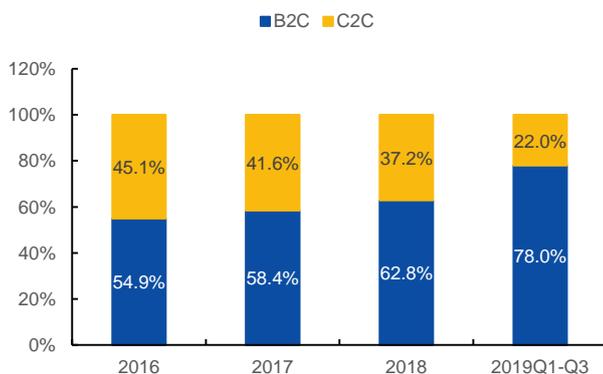
网上零售交易规模中高速增长，B2C 占比持续提升。2018 年网购市场规模达 9.01 万亿元，同比增速 23.9%，2019 年前三季度网上零售规模 7.32 亿元，同比增长 16.8%，大盘整体保持中高速增长。结构上看，B2C 份额持续提升，2019 年前三季度，B2C 占比达 78%，同比增速达 23.4%，高于网络零售整体增速 6.6Pct。

图 9：网上零售交易规模及增速



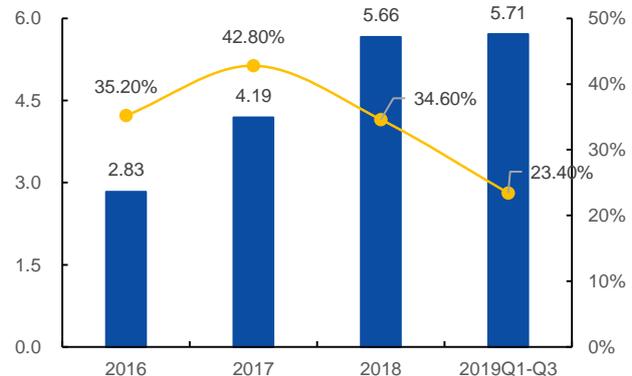
资料来源：商务部，国元证券研究中心

图 10：B2C 及 C2C 占比情况



资料来源：商务大数据，国元证券研究中心

图 11：B2C 电商规模及增速

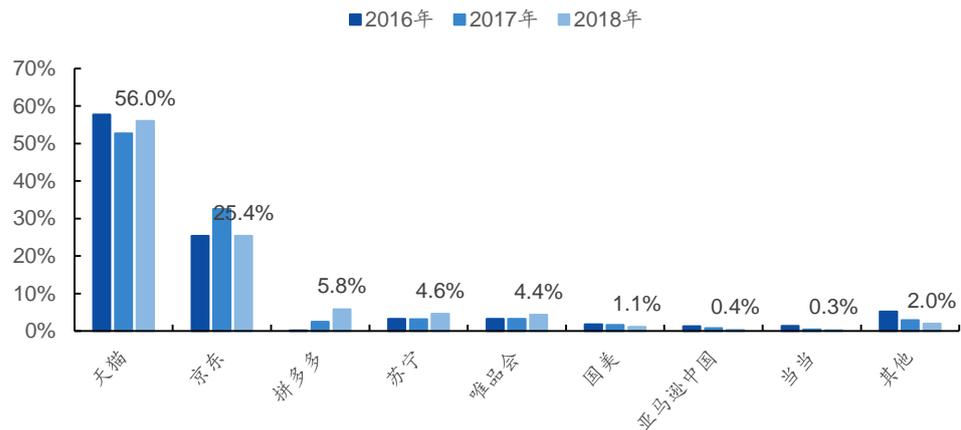


资料来源：商务大数据，国元证券研究中心

从 B2C 平台格局来看：天猫+京东占全市场 8 成以上，拼多多占比持续提升。B2C

平台集中度较高，马太效应凸显，根据中国电子商务研究中心统计，天猫平台龙头地位稳固，2018 年交易规模占比 56%，是品牌电商服务商竞争的核心战场。排在第二的京东占比 25.4%，天猫+京东二者合计超过 80%。其次分别是拼多多（5.80%）、苏宁（4.6%）、唯品会（4.4%），其中第三名拼多多占比提升较快。随着拼多多、小红书等新平台快速崛起，除了天猫核心战场外，多平台运营的价值逐渐凸显。

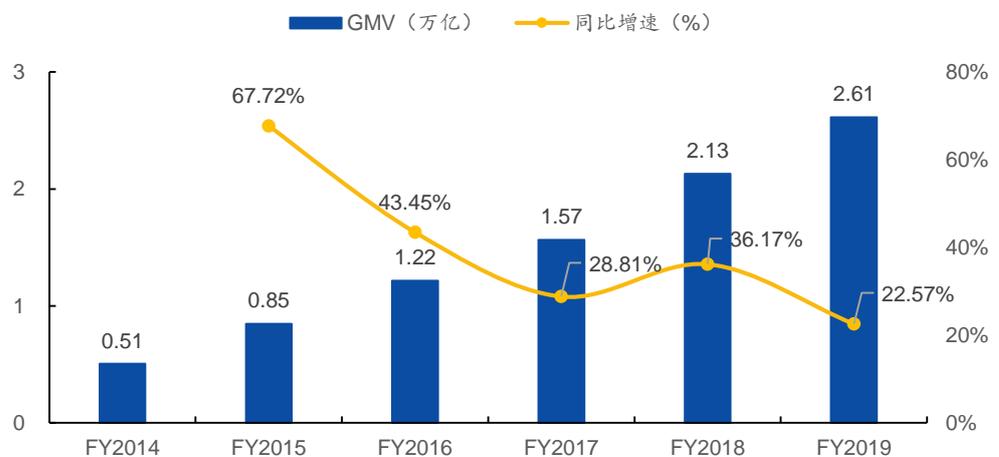
图 12: B2C 平台交易规模占比情况



资料来源：中国电子商务研究中心，国元证券研究中心

天猫未来三年交易规模有望翻倍，带来 20000 亿以上增量，为品牌电商服务市场带来巨大的潜在机会。天猫总裁蒋凡于 2019 年年初发布了天猫三大升级战略：新客战略、新品战略和旗舰店升级战略。并提出未来三年的四个目标，其中包括天猫平台交易规模翻番；全球品牌发布超 1 亿新品，孵化 100 个销售额过 10 亿的新品牌；保持天猫买家数量的持续快速增长；品牌官方旗舰店升级为品牌的消费者运营主阵地。预计天猫交易规模在未来三年将增长超过 20000 亿，给品牌电商服务市场带来巨大潜在机会。

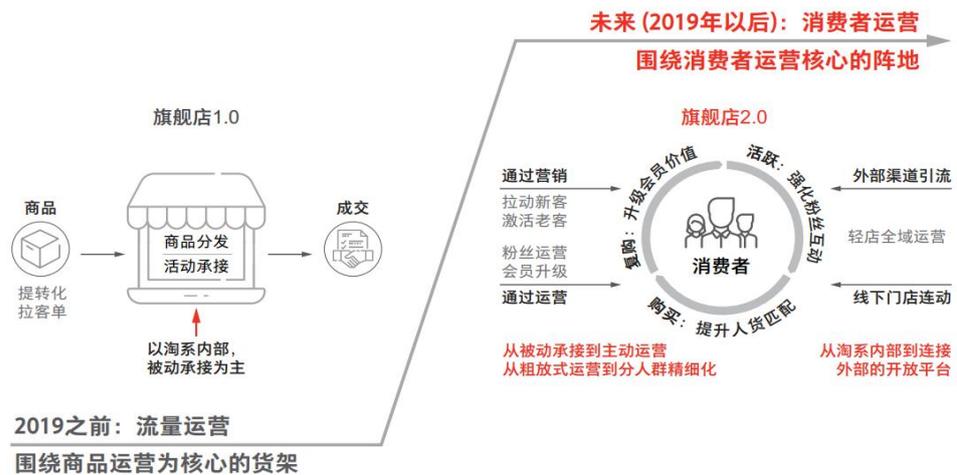
图 13: 天猫 GMV 及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

天猫旗舰店 2.0 战略升级，从“以货为本”到“以人为本”，引领电商服务行业新变化。随着线上化流量红利消失，拉新成本的提高，传统以货为本，对于流量粗放运营方式逐渐失灵。2019 年天猫旗舰店升级了 2.0 策略，引导品牌方围绕消费者运营，向以人为本的新模式进行转变。天猫通过改进旗舰店粉丝和会员运营体系，推动旗舰店“千人千面”功能提升，并试图打通线上线下，连接外部开放平台。新变化下，对于电商服务商的数据能力，私域流量运营能力，内容营销能力，精细化管理能力提出了新的要求也带来新机遇。

图 14：天猫旗舰店 1.0 到 2.0 升级

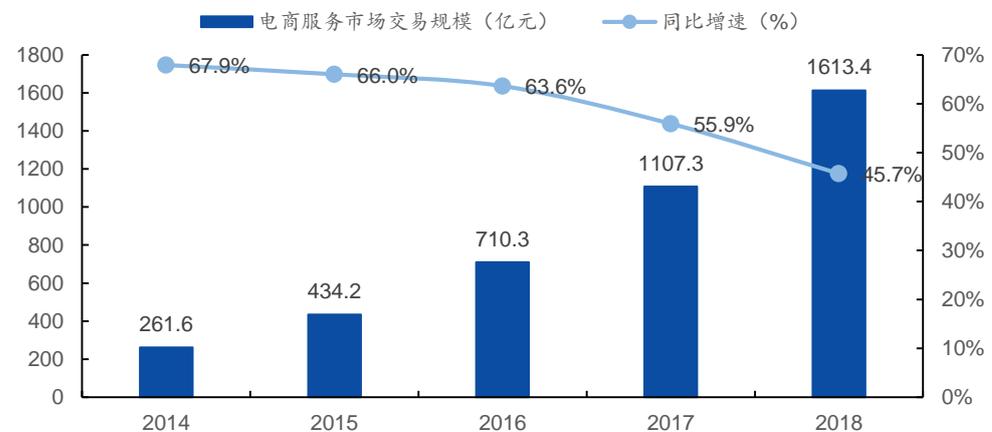


资料来源：贝恩，天猫，国元证券研究中心

2.2 商业本质是链接品牌方和平台方

在以天猫为核心的 B2C 电商快速发展之下，依托于电商平台的电商服务行业也迅速发展。2018 年中国品牌电商服务市场规模达到 1613.4 亿元，同比增长 45.7%，5 年复合增速高达 59.61%。单以天猫平台来看，有服务商服务的品牌 GMV 同比增速较天猫大盘高出近 20%。

图 15：品牌电商服务市场规模及增速及增速



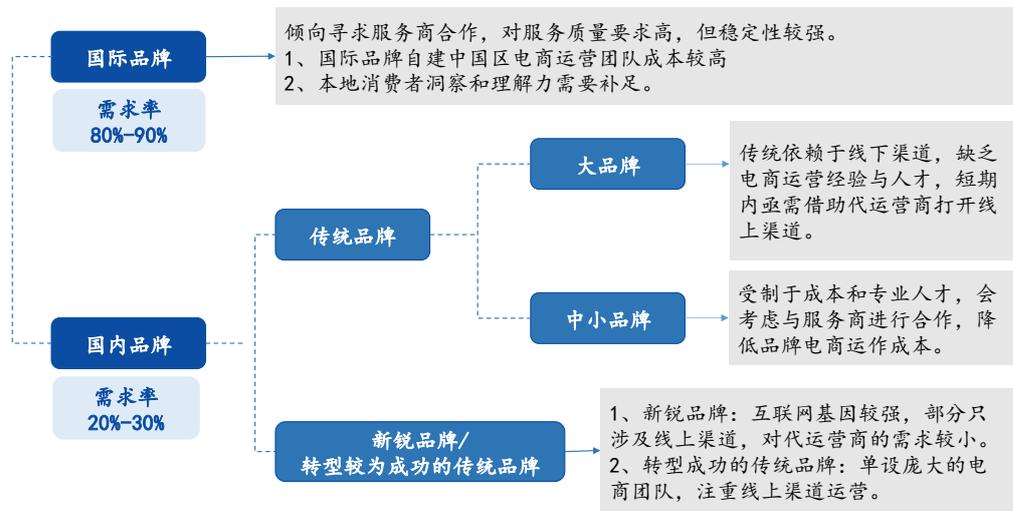
资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

注释：中国品牌电商服务市场是指为品牌商提供综合电商代运营服务的第三方服务市场，包含经销模式和代运营（服务）模式，交易规模含运费和退单费用；服务渠道包含 B2C 平台的品牌旗舰店和少量品牌专卖店，以及品牌官网，不含 B2C 自营、B2C 平台专营店及 C2C 平台；品牌统计范围为传统品牌及部分知名淘品牌，不包括不知名品牌，即品牌范围为具有电商代运营需求或正在使用电商代运营服务的所有品牌。此外，市场规模统计还包括外卖代运营市场交易规模，服务渠道包括主要外卖平台。

品牌电商服务行业本质是链接品牌方和平台，品牌方是否启用服务商核心在成本效率和销售达成率。品牌电商服务商优势在“比平台更懂品牌”、“比品牌更懂平台”，本质是链接品牌方和平台。以美妆服务商为例，传统商业模式下，美妆品牌依托于多个经销商再到众多的零售终端门店从而链接终端消费者，品牌距离消费者的距离较远。品牌方擅长的多是生产研发、经销商管理、传统品牌营销等。而线上模式下，品牌和消费者的中间环节大大缩减，数据体量激增；另一方面线上玩法、站内站外流量、趋势的变化非常快，因而对于数据分析的能力、内容营销的能力、会员精细化管理能力以及趋势变化洞察的能力提出了新要求。对于品牌方而言，做好线上，需要补足大量的缺失能力，而补足这些能力通常短期内难以实现，并且需要的投入巨大人力物力成本，例如头部品牌电商团队，通常人员配置需要达到百人以上，才有可能支撑全网的电商运营。品牌电商服务商的出现帮助品牌快速有效的补充了这一环节的能力不足，成为品牌壮大发展不可或缺的伙伴，也成为平台打造生态重要帮手。基于此，品牌在选择服务商考量我们认为主要基于两方面：1、成本效率。2、销售达成率。

国内外品牌对于电商服务商需求存在一定差异，整体看，国际品牌对于外包电商整体运营服务的需求高于国内。根据艾瑞的数据，2019 年国际品牌对于服务商需求比率达到 80%-90%。同时国外品牌和服务商的合作稳定性较强。国际品牌选择外包服务商的主要出于以下两个原因：1、国际品牌组建国内电商团队成本非常高，外包具有成本优势。2、借助品牌服务商对于本地消费者的洞察和理解，帮助品牌更好在中国落地运营。国内品牌方面，对于品牌服务商的需求比例约在 20%-30%。不同类型的国产品牌对于服务商的需求主要体现在以下方面：1、传统的国货品牌，特别在渠道变革中，处于线上转型较慢、产品老化或下坡期的大品牌，借助电商服务商实现快速转型，补足线上渠道能力不足。2、国产中小品牌，主要受制于成本压力，寻求与服务商的合作。而对于一部分处于具备互联网基因的新锐品牌或转型成功的传统大牌，互联网渠道的能力成为了品牌的核心竞争力，这类企业非常注重线上渠道，通常会选择自建电商运营团队。

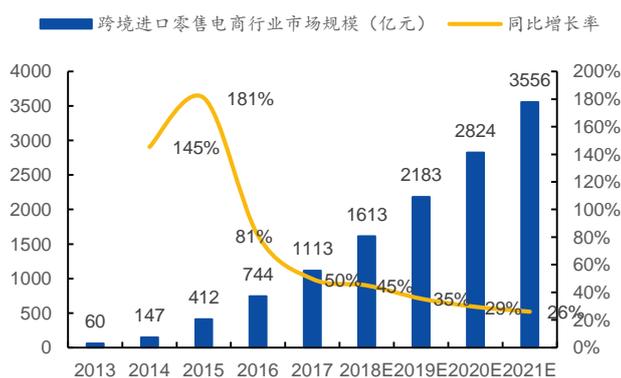
图 16：国际品牌与国内品牌对于电商服务商需求对比情况



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

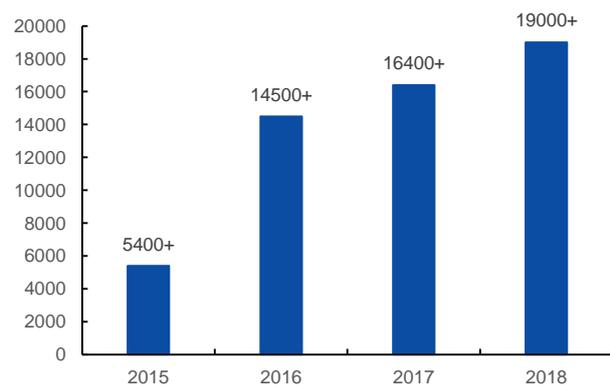
目前来看，跨境进口电商零售行业处于高速增长期，天猫国际每年新引入进口品牌千余个，品牌电商服务行业下游需求持续扩容。2017 年我国跨境进口零售电商行业市场规模为 1113 亿元，同比增速高达 50%，预计到 2021 年达到 3556 亿。天猫国际自 2016 年起加速品牌引入，2018 年引入品牌约 2600 个，新增约 200 个细分品类，引入品牌。同时，许多国际小众品牌也借电商平台迎来爆发式增长，以西班牙品牌 Martiderm 为例，自 2016 年 9 月进入中国后，其主打的安瓶精华于 2017 年爆发，10 个月内就正式成为天猫国际亿元俱乐部成员，并于 2017 年末实现超 2 亿的销售额。小众进口品牌的优质表现会促使越来越多的国际品牌进入中国市场，电商代运营服务需求持续扩张。

图 17：跨境进口零售电商行业市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

图 18：天猫国际引入进口品牌数



资料来源：CBNData，天猫国际，国元证券研究中心

2.3 头部企业集中度持续提升

从服务环节来看电商服务企业分两大类分别是全程式服务商和模块式服务商，其中：全程式服务商包含经销商、服务商、ISV 等。按服务品类来看，主流的电商运营服务商主要分成两个类别，分别为综合型和垂直型。其中综合型品牌电商服务覆盖多个行业和品类，有助于积累丰富的品牌基础；而垂直型品牌电商服务，专注于美妆、服饰等个性化特征较为突出的少数品类，以对重点品类特征的深入理解和对目标消费者的认知，有针对性的开展营销活动。

表3：综合型及垂直型品牌电商服务商对比情况

	综合型	垂直型
优势	覆盖的品类范围较广，有助于积累丰富的品牌基础	行业理解深刻，个性化突出，品类布局重点明确；以优质的服务和专业的营销能力吸引客流，垄断某品类市场；培养消费者的购买习惯
劣势	覆盖品类较多，对品类特性理解不够深入	平衡品类不同品牌上之间的利益较难，无法跨品类获得数据
突破	以丰富的品牌资源吸引客流，利用多个品牌的代理权进行资源整合，相互借力，提高品牌知名度和盈利能力	深度理解品牌及其产品特点，对不同品牌进行合理的市场定位，强化品牌之间的区分度。
典型企业	宝尊、乐其、兴长信达、新七天等	丽人丽妆（美妆）、杭州悠可（美妆）、壹网壹创（美妆）、上海百秋（箱包）、青木科技（服装）等

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

2019 年上半年，天猫认证服务商 933 家，其中根据店铺运营能力、品牌营销能力、消费者运营能力、渠道运营能力、新零售运营能力、数据运营能力和承接店铺规模，天猫评选出星级服务商 366 家。其中六星服务商 9 家（门槛累计成交超 10 亿），五星服务商 37 家（成交门槛值 5 亿），四星 46 家，三星 52 家（门槛值 1 亿），一二星级 222 家（门槛值 1 千万）。对于高星级服务商，天猫给予更多的资源倾斜（数据资源，对接资源）。

图 19：天猫平台对代运营商的等级评价标准



资料来源：天猫，国元证券研究中心

图 20：天猫服务商星级划分



资料来源：天猫，国元证券研究中心

头部运营商主要包括了宝尊电商、凯诘电商、兴长信达、青木科技、丽人丽妆、百秋网络、壹网壹创、碧橙网络、上佰电商。

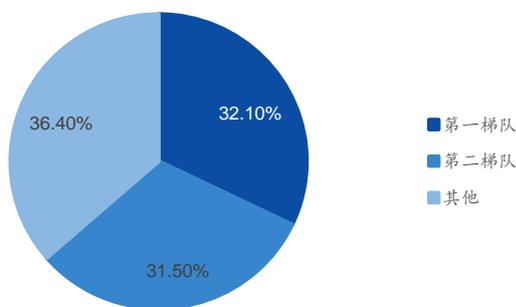
表 4：天猫六星服务商

2016	2017	2018	2019
宝尊电商	宝尊电商	宝尊电商	宝尊电商
乐其电商	乐其电商	凯诘电商	凯诘电商
		兴长信达	兴长信达
		青木科技	青木科技
		碧橙网络	碧橙网络
		上海百秋	百秋网络
		上海联想	壹网壹创
			丽人丽妆
			上佰电商

资料来源：天猫，国元证券研究中心

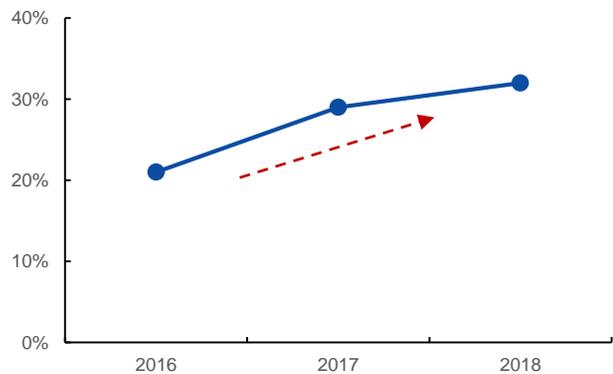
竞争格局上，行业老大宝尊 2018 GMV 294.26 亿，市占率 18.23%，前四的代运营商 GMV 占比 32.1%，行业相对分散，但集中度逐年提升。

图 21：2018 年中国品牌电商服务市场竞争格局



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

图 22：中国品牌电商服务行业第一梯队 GMV 占比



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

注：第一梯队为 GMV 前四的品牌电商服务企业

表 3：2019 上半年天猫六星级运营服务商

公司	成立年份	主要品类	数量	主要合作品牌
凯诘电商	2010	母婴/玩具 (6)	33	纽瑞滋、莫施妈咪、梦想召唤王、HotToys、大王、LEGO
		食品/保健品 (10)		Pocky、milka、麦斯威尔、亿滋、派悦坊、RAPAS、NatureMade
		宠物 (3)		Boehringer Ingelheim、Applaws、皇家宠物食品
		美妆/个护 (8)		Summer's eve、海俪恩、FEELING、雅芳、elmex、安悦、高露洁
		酒店/餐饮/娱乐 (6)		KFC、迪士尼、starwood、万豪国际、万达酒店、优悦会
兴长信达	2000	汽车/油品 (5)	59	奔驰、宝马、宝马MINI、讴歌、道达尔
		家电/家用 (10)		明基、戴森、富士施乐、GE、海尔、科勒
		3C数码 (9)		黑莓、BOSE、富士、Jaybird、罗技、魔声、SONY
		母婴玩具 (6)		妈咪宝贝、迪士尼、LEGO、小蓝羊
		服装饰品 (7)		卡西欧、HUGO BOSS、海鸥表、Vrieti、和玉缘
		居家生活 (2)		LG、MTG
		食品/茶饮 (12)		阿卡特、酒鬼酒、拉蒙、NESPRESSO、品利、糖村、青岛啤酒、徐福记
	其它 (8)	Belkin、BOSCH、工匠社、金史密斯、有道、中融人寿		
青木科技	2011	服饰	27	斯凯奇、ecco、Bershka、G2000、EMPORIO ARMANI、班尼路
丽人丽妆	2007	美妆	76	希思黎、奥伦纳素、雪花秀、兰芝、施华蔻
上海百秋	2011	服饰箱包	28	Maje、Newbalance、TUMI、PANDORA
宝尊电商	2007	服饰 (47)	223	耐克、Calvin Klein、ZARA、I.T、GUESS
		3C数码 (10)		HUAWEI、Microsoft、SAMSUNG、NOKIA、GoPro
		汽车 (12)		MICHELIN、HONDA、Shell、BOSCH、GOODYEAR
		家电 (7)		PHILIPS、Panasonic、OSIM、POVOS
		食品/保健品 (17)		STARBUCKS、Haagen-Dazs、GODIVA、BURGERKING、GNC
		家居建材 (18)		KOHLER、Legrand、TEMPUR、BRAVAT、Dulux
壹网壹创	2012	美妆/个护	38	Jahwa、EVE LOM、POLA、tommee tippee、BORGHESE
		服饰		中国平安、太平洋保险、中国人民保险、浦发银行、国华人寿
		母婴/玩具 (4)		百雀羚、三生花、宝洁系品牌、露得清、雅顿、欧珀莱、佰草集等
碧橙电商	2013	家电/医疗器械 (3)	18+	西门子、林内、欧姆龙
		健康 (6)		Herbalmax、HealthyCare、HACCI、BE-KIND、Zhou Nutrition、
		食品/茶饮 (1)		方裕和
		美妆/个护 (2)		ReFa、海昌
		母婴/玩具 (4)		巧虎、playstation、妮飘、淘气伙伴
上佰电商	2011	汽车配饰 (2)	14+	3M、cybex
		家电家居		小天鹅、美的、暴风TV、西门子、爱奇艺

资料来源：招股说明书，公司官网，国元证券研究中心（*备注：[1]&[2]：根据公司官网及相关报道不完全统计）

3、财务分析：盈利能力优异，营运效率良好

3.1 营收与净利均高速增长，盈利能力优异

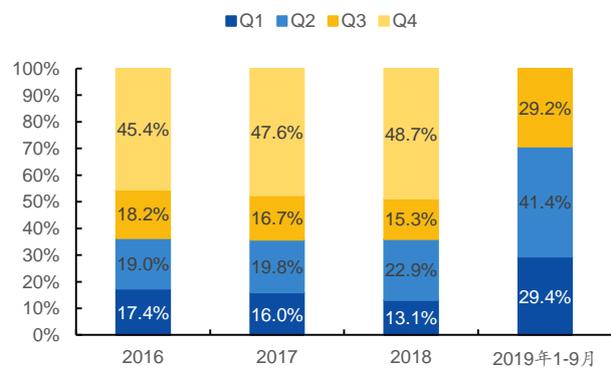
2016-2018 年网创营业收入实现翻倍，复合增速 41.30%，处于高速增长阶段。2018 年公司主营业务收入达 10.13 亿元，同比增长 43.74%，2019 年 1-9 月公司加速扩张，实现收入 7.90 亿元，同比增速提升至 50.61%。

行业存在一定的季节性波动，四季度收入占比通常超过 45%。由于电商平台重视“618”、“双十一”、“双十二”等大促活动，存在集中销售的情况，通常四季度销售收入占比最高，2018 年公司四季度收入占比达到 48.7%。

图 23：2016 年-2019 年 1-9 月公司营业收入及增速



图 24：公司各季度收入占比情况

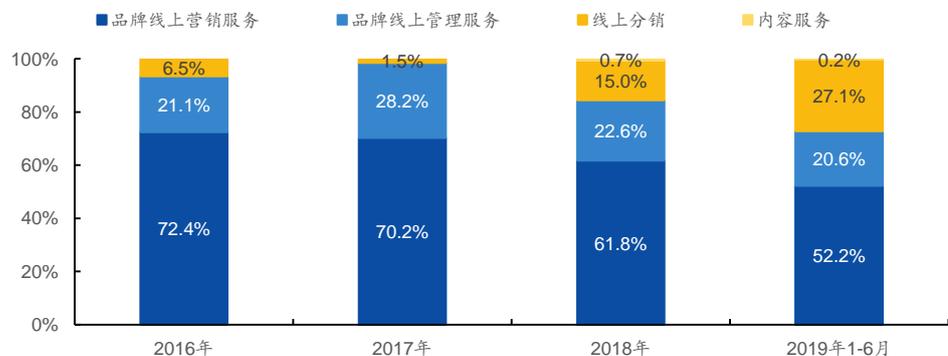


资料来源：wind, 国元证券研究中心

资料来源：招股说明书, 国元证券研究中心

公司业务可细分为品牌线上营销服务、品牌线上管理服务、线上分销和内容服务。2016-2019H1，公司线上分销业务占比显著提升，品牌线上营销服务占比逐年下降，品牌线上管理服务占比先升后降，主要由于 2018 年上半年公司承接爱茉莉太平洋旗下 6 个品牌唯品会平台分销服务，推动线上分销服务占比由 2017 年的 1.5% 大幅提升至 2019H1 的 27.1%。同期品牌线上营销服务与线上管理服务收入虽保持稳定增长，但在收入总基数大幅增长的前提下，占比有所下降。内容服务从 2019 年开始分解至各个店铺，占比逐渐下降。

图 25：公司细分业务收入占比变化情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

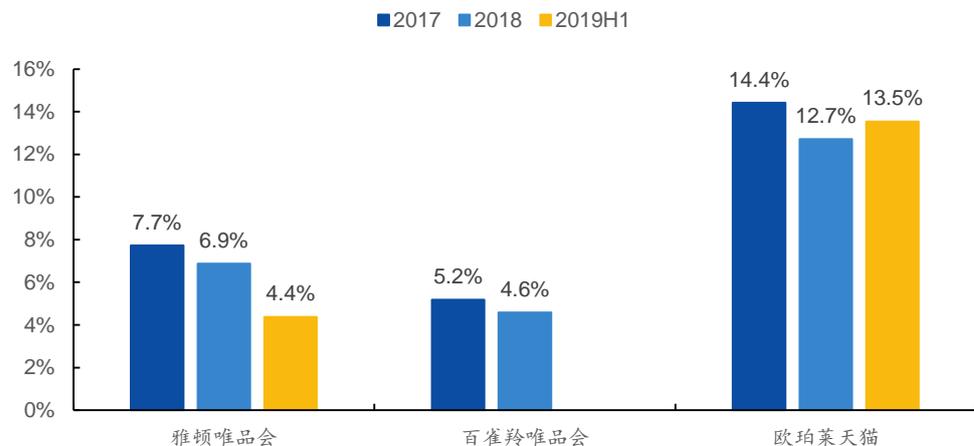
表5：公司主要经营模式及其收入占比情况

业务模式	2019H1 收入占比	2019H1 毛利率	主营收入确认方式	主营业务成本	盈利模式
品牌线上营销服务	52.16%	42.35%	实际销售收入 (消费者点击确认收货且支付宝账户收到款项时确认收入)	商品采购成本 100%	商品购销价差 <u>特点：国货品牌销售价差通常大于国际知名品牌，对应毛利率更高。</u>
品牌线上管理服务	20.59%	64.19%	实际销售额*服务费率 (服务费率 2%-20%，根据品牌特性、品牌方需求而异)	运营团队人力成本 74%，仓配成本 26%，成本较为固定	收取服务费和人力成本之差 <u>特点：毛利率通常美妆>日化。</u>
线上分销	27.07%	13.51%	实际销售收入 (买断式：客户收货后验收合格时确认收入；非买断式：根据双方确认的当期销售清单确认收入)	商品采购成本 100%	商品购销价差 <u>特点：销售价差通常国货品牌>国际知名品牌，对应毛利率更高；风险性非买断式>买断式，毛利率更高。</u>
内容服务	0.18%	30.25%	服务费	推广服务成本 95%，人力成本 5%	盈利模式：服务费-服务成本

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

品牌线上管理服务的收入按照实际销售额*服务费率测算，服务费率一般落在 2-20% 区间。公司通常根据品牌现有规模大小、品牌特性（成长性如何）、品牌需求（是否需要营销创意与产品设计等需求）、人员配置、成本投入等多个维度来确定服务费率，通常，GMV 较大、品牌力较强的品牌对应的服务费率较低，如宝洁服务费率仅为 2-3%；规模中等、有较强成长诉求或焕活需求、有较多创意设计类需求的腰部品牌服务费率较高，如欧珀莱天猫旗舰店 2019H1 平均服务费率约 13.5%。随着品牌方规模与需求的变化，公司会根据人力与资源投入，来调整服务费率。

图 26：雅顿、百雀羚、欧珀莱品牌线上管理服务在唯品会、天猫平台的服务费率



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

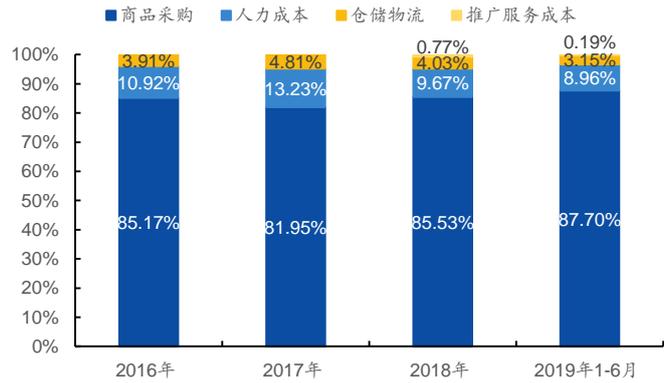
公司主营业务成本结构基本稳定，规模与收入同向快速增长。2018 年主营业务成本 5.81 亿，同比增长 55.27%，增速略快于收入增速，主要由于当年新增分销业务毛利率较低。结构上看，商品采购成本为公司主要成本，占比从 2017 年 81.95% 上升到 2019 年上半年的 87.70%，主要由于商品采购在品牌线上营销和线上分销业务下发生，两类业务近年来规模快速增加所致。此外，人力成本、仓储成本、推广服务成本占比略有下降。

图 27：2016 年-2019 年 1-9 月公司营业成本及增速



资料来源：wind，国元证券研究中心

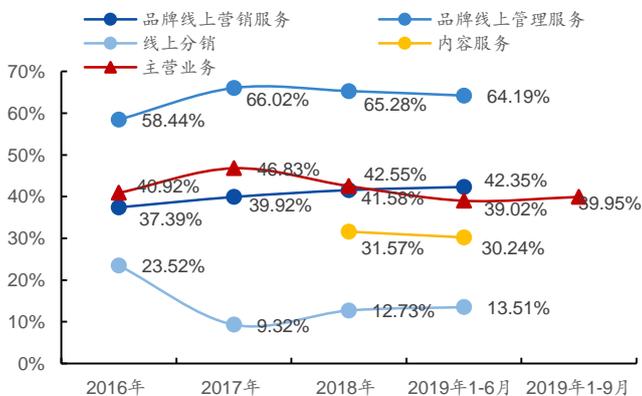
图 28：公司细分业务成本占比变化情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

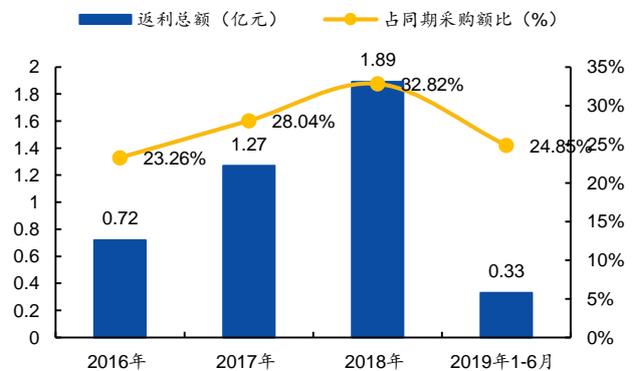
2019 年 1-9 月公司毛利率 39.95%，较 2017、2018 年有明显下降，主要系业务结构变化所致。四种业务中，品牌线上营销业务毛利率稳步攀升，由 2016 年的 37.39% 逐步提升至 2019H1 的 42.35%，品牌方返利的增加是该业务毛利率上升的重要原因之一（品牌返利方式为货返，公司可用返利额度抵扣采购贷款）；品牌线上管理服务以轻资产模式运营，毛利率最高，可达到 65% 左右，其中，美妆品类毛利率略高于日化品类（分别为 68% 和 57%）；线上分销业务因风险较小、后续费用投入较少，毛利率最低，2019H1 仅为 13.51%。2018 年公司承接爱茉莉公司相关品牌在唯品会平台的分销业务，线上分销收入占比大幅提升，而分销业务的低毛利，拉低了公司的主营业务毛利率。

图 29：2016 -2019H1 公司毛利率变化情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图 30：公司确认的返利总额及占采购金额比重



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

2016-2018 年公司确认的返利金额分别为 0.72 亿元、1.27 亿元与 1.89 亿元，占同期采购额比重由 23.26% 提升至 32.82%，返利金额的持续增长对公司品牌线上营销服务毛利率的提升产生积极效果。公司返利主要来自采取经销模式的百雀羚与爱茉莉旗下品牌，百雀羚对于月/季/年度采购均有指标，指标达成后的返利比例高达 10%；爱茉莉对月/季度采购设定目标，按实际采购与目标采购额比率，提供不同比例采购返利。2018 年以前，公司返利主要来源于百雀羚品牌，2019H1 爱茉莉旗下品牌返利占比提升至 8.17%。

表6：公司主要品牌返利政策及返利金额情况

品牌方	返利政策		2018 年返利情况		2019H1 返利情况	
	日常返利	活动返利	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
百雀羚	<p>月/季/年度返利：采购付款指标完成率≥100%的，给予采购付款指标额 10%的返利（滚动累计）</p> <p>*线下经销商返利比例相对则较低：季度回款达标返利 3%，年度出货任务达成再返利 2%，形式均为货返。</p>	<p>公司参与不定期促销活动，百雀羚按活动情况、公司实际折扣情况，给予返利</p>	18,925	98.08%	3,328	91.83%
爱茉莉	<p>月/季度返利：六个品牌有不同的月/季度采购目标，按实际采购与目标采购额比率，提供不同比例采购返利</p>	N/A	370	1.92%	296	8.17%

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

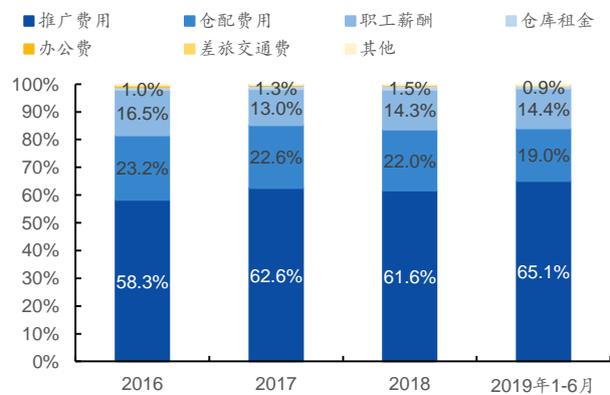
公司期间费相对稳定，2019年1-9月销售费用率与管理费用率均略有提升。公司期间费用中销售费用占比最高通常在17%-20%，其次管理费用率在3%-4%，财务费用率最低。销售费用主要由推广费用（阿里平台推广引流费、平台服务费等）、仓配费用、职工薪酬等构成，其中推广费用占比超60%，主要由线上营销服务产生，2017-2019年1-9月推广费用占比进一步提升，主要系天猫平台服务费-平台佣金费率、淘内推广工具价格提升所致。职工薪酬主要由品牌线上营销服务与线上分销业务产生，近几年占比呈下降趋势，主要由于公司运营效率提升，且部分仓储、客服的业务外包使得成本降低。公司管理费用主要包括职工薪酬、租赁费、折旧及摊销、股权激励费用和办公费，2016年因进行股权激励确认了1037万费用，导致当年管理费用率提升至5.82%，2017年以来基本稳定在3%-4%。

图 31：2016 -2019H1 公司期间费用率变化情况



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究中心

图 32：公司销售费用构成情况



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

2019年1-9月，公司归母净利润0.96亿，同比增长29.38%，维持较快增速。公司在2016年和2017年实现超高速增长，主要由于当期公司签约品牌数量大幅提升，盈利能力逐渐优化，2018年、2019年1-9月公司归母净利润增速放缓至17.99%与29.38%，依然维持稳健增长。公司利润确认具有显著的季节性，由于四季度恰逢电商大促“双十一”，期间销售额大幅增长（双十一当日成交额约占公司全年成交额的30%），但是人员成本、管理费用在各季度波动不大，因此会产生杠杆效应，四季度利润占比通常过半。销售净利率自2018年起呈下滑态势，主要系公司业务结构转变，利润率低的线上分销业务占比提升所致。

图 33：2016 年-2019 年 1-9 月归母净利润及增速



资料来源：wind,国元证券研究中心

图 34：2016 年-2019 年 1-9 月净利率

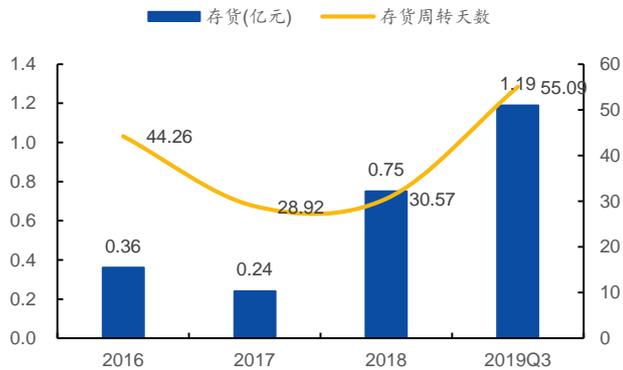


资料来源：wind,国元证券研究中心

公司存货周转天数约为 30 天，在三季度末由于备货双十一有短暂提升。公司存货自 2017 年来呈上升趋势，主要由于公司承接的品牌业务规模不断增大，2019 年 Q3 存货升至 1.19 亿，存货周转天数提升至 55 天，主要系新增线上营销服务业务、三季度末公司为双十一活动备货所致。

公司应收账款周转天数保持在 30 天左右，与公司收款政策相配。公司应收账款主要由品牌线上管理业务产生，线上营销、线上分销都采用先款后货的政策（线上分销中，公司会给予少数平台如唯品会一定信用期，在次月结算），故仅存在少量应收账款。品牌线上管理服务一般按月结算，公司根据与各个品牌方的资质与合作情况，给予 45 -120 天的信用期。

图 35: 2016 年-2019Q3 月存货情况



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

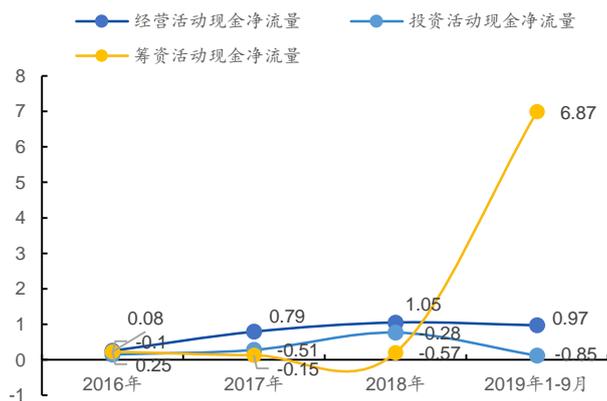
图 36: 2016 年-2019Q3 应收账款情况



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

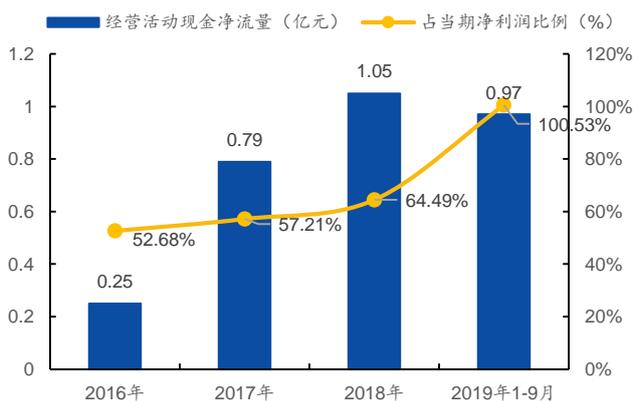
公司现金流健康, 目前账上拥有货币资金 8.05 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额逐年增加, 2016 年-2019 年 1-9 月, 经营活动现金净流量占当期净利润比例从 52.68% 上升到 100.53%, 现金流与净利润匹配程度逐渐优化。

图 37: 壹网壹创现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国元证券研究中心

图 38: 公司经营活动产生现金流占当期净利润比例



资料来源: wind, 国元证券研究中心

3.2 同业比较: 盈利能力较强, 营运能力稳健

壹网壹创可比公司主要包括宝尊电商、丽人丽妆、杭州悠可、若羽臣等。宝尊电商为综合性电商代运营龙头, 覆盖品牌超 200 个, 品类涵盖服装、家电、3C 数码、食品、美妆等, 2018 年收入规模 53.93 亿元, 净利润 2.70 亿元, 在规模上遥遥领先。垂直品类代运营中, 丽人丽妆、杭州悠可、壹网壹创均聚焦美妆板块, 2018 年收入规模分别为 36.15 亿、11.40 亿、10.13 亿元, 其中, 丽人丽妆零售类业务模式占比超过 90%, 收入规模较大; 若羽臣聚焦母婴品类, 2018 年收入 9.31 亿元。公司与杭州悠可、若羽臣规模相当, 但由于聚焦美妆板块、且国货品牌占比高, 整体利润水平最优。

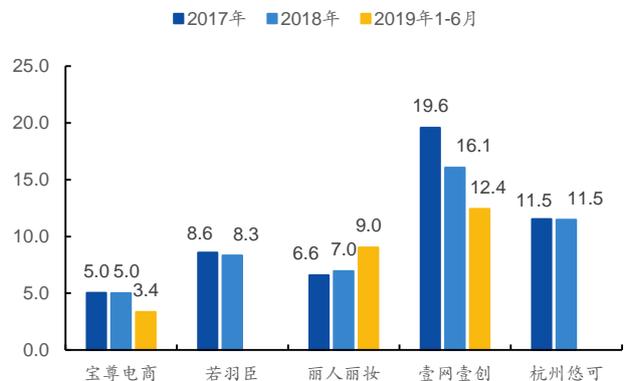
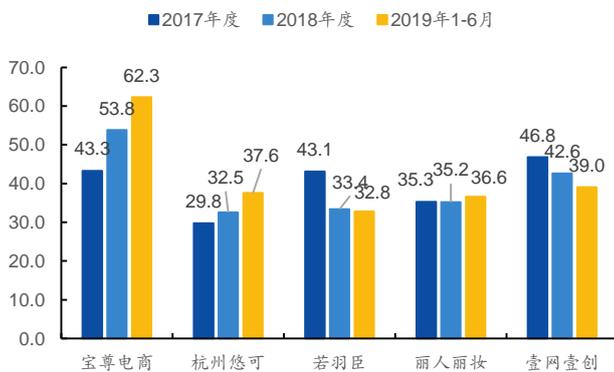
表7：主要电商代运营公司收入、利润规模比较

	2018 营业收入 (亿元)	2018 净利润 (亿元)	2018 资产负债率
宝尊电商	53.93	2.70	45.34%
丽人丽妆	36.15	2.52	38.40%
杭州悠可	11.40	1.31	-
壹网壹创	10.13	1.63	20.53%
若羽臣	9.31	0.77	27.27%

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

盈利能力：由于业务结构差异，公司毛利率与净利率均略高于同行公司。2019H1 公司毛利率为 39.0%，高于可比的垂直类电商服务商，低于综合类平台宝尊电商。垂直类可比公司中，丽人丽妆超过 90%以上收入源自电商零售业务，高于公司营销服务收入占比；若羽臣、杭州悠可分销收入占比高于公司，上述公司低毛利业务占比均较高，导致整体毛利率较低。此外，丽人丽妆、杭州悠可主要客户为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。净利率方面，公司也略高于同行，2019 H1 公司净利率为 12.44%，同期丽人丽妆为 9.0%，宝尊电商为 3.4%。

图 39：2016-2019H1 同行业公司毛利率比较（单位：%） 图 40：2016-2019H1 同行业公司净利率比较（单位：%）

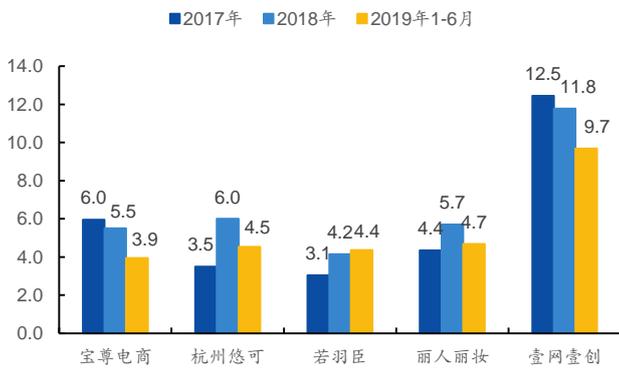


资料来源：招股说明书,国元证券研究中心

资料来源：招股说明书,国元证券研究中心

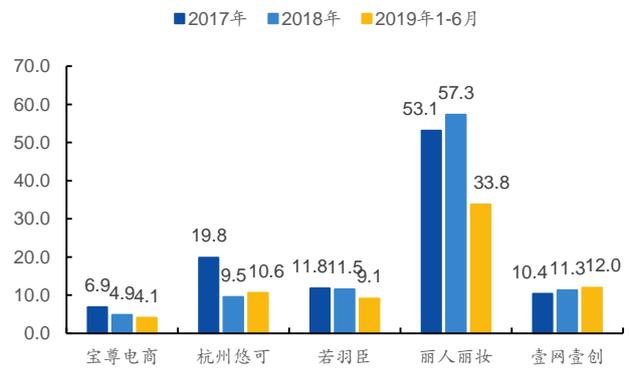
营运能力：公司存货周转周期为 4~5 周，快于行业平均水平；应收账款周转天数数保持在 30 天左右，高于丽人丽妆，低于其他可比公司。从存货周转情况看，近年来公司对存货规模、库龄进行严格的控制，存货周转情况显著优于同行业上市公司。应收账款方面，公司应收账款周转率高于杭州悠可、若羽臣、宝尊电商等，但显著低于丽人丽妆，主要由于各公司业务构成不同。应收账款多由线上管理服务业务产生，这一业务占比高的公司应收账款周转率通常较低，公司线上品牌管理服务收入占比 20.59%，丽人丽妆不足 10%，因此公司应收账款规模相应较高，对应周转率较低。

图 41：2017-2019H1 存货周转率同业对比



资料来源：招股说明书,国元证券研究中心

图 42：2017-2019H1 应收账款周转率同业对比

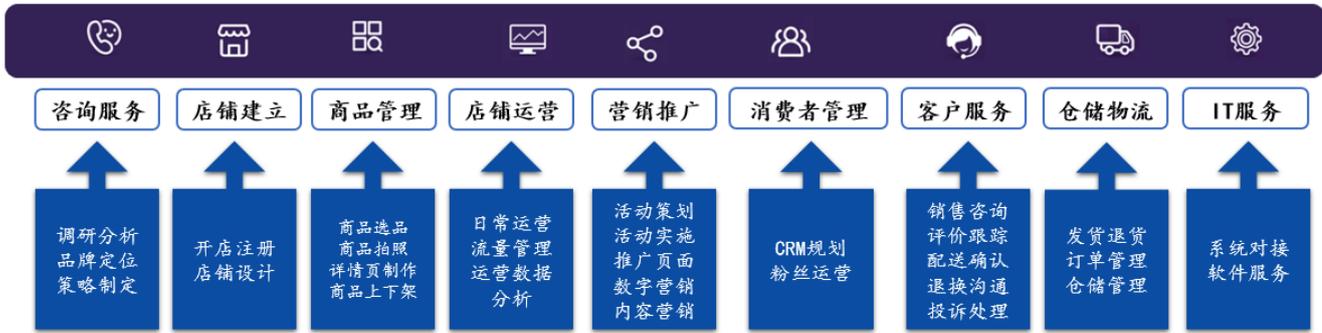


资料来源：招股说明书,国元证券研究中心

4、公司业务：设计营销能力业内领先，拓品类拓品牌可期

一站式的品牌电商服务从前端到后端涵盖的咨询服务、店铺建立、商品管理、店铺运营、营销推广、消费者管理、客户服务仓储物流和IT服务等。

图 43：电商服务运营商全流程模块

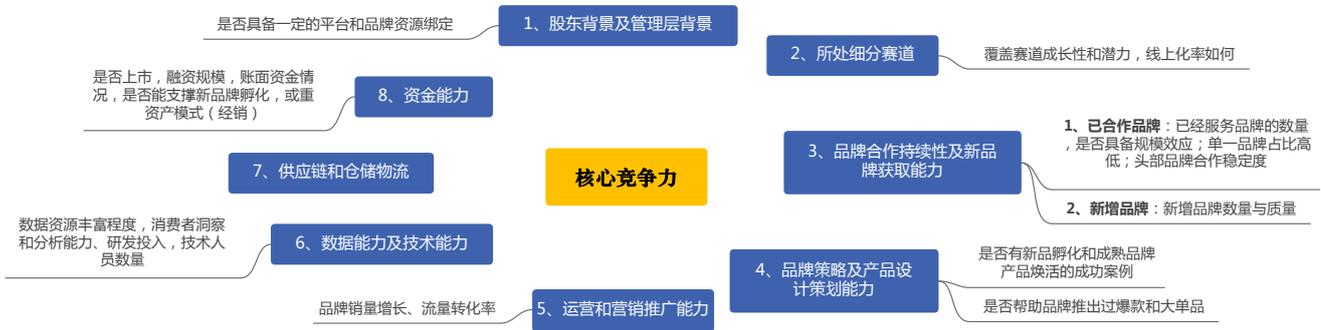


资料来源：天猫，国元证券研究中心

对应整个业务流程我们将代运营商的竞争力总结为以下八点，作为分析电商服务商的框架。(1) **股东背景和管理层背景**：主要关注是否具备平台或品牌端的资源绑定。

(2) **细分赛道**：不同的消费品赛道线上化率、行业成长性以及对于服务商的依赖程度存在差异，所处的细分赛道，以及未来赛道的扩张，将决定公司的利润率水平以及业务规模的天花板。(3) **品牌矩阵**。一方面，已合作品牌的数量、质量、单一品牌占比和稳定性至关重要，决定了公司的基本盘，同时合作数量也为公司整体业务提供了一定的规模效应，从而形成公司自身相对于品牌方独立运营的成本优势。另一方面，公司的核心竞争力体现在拓展新品牌的能力上，每年公司的新增品牌数量和质量，也是公司市场地位的一种体现。(4) **品牌策略和产品设计策划的能力**，这部分竞争力主要在消费者洞察、策略制定、产品设计、物料设计上，具体可以通过以往是否具有爆款打造、新品孵化或者老品牌焕活的成功案例进行论证。(5) **营销推广能力**，具体包括营销策划能力，内容创作能力、公域私域流量运营能力，店铺运营能力等，落实在数据上实则为 ROI、流量转化率以及最终落脚于销售达成率上。(6) **数据能力和技术能力**，我们认为是现阶段的重中之重，也是线上和线下运营的本质区别，线上平台有大量的数据沉淀，以天猫为例，平台提供了多维度的数据和数据分析工具，如何获得更加全面的数据，如何运营数据做产品开发、消费者洞察、消费者管理在现阶段非常关键。具体体现在公司数据量、数据维度、研发投入、技术人员占比等指标上。(7) **供应链和仓储物流能力**。(8) **资金能力**。率先上市融资的企业具备更强的资金优势和更加便捷的融资手段，我们认为服务商未来在和品牌和平台利益绑定方面，有几个方向可以突破，一个是提高在技术、仓储、物流等方向的投入，加厚加宽服务模块的壁垒。二是，通过做更重线上经销的模式，分摊品牌的销售风险。三是，入股部分潜力品牌。这三类模式都对服务商的资金实力提出更高的要求。

图 44：电商服务运营商分析框架



资料来源：国元证券研究中心绘制

如何看待网创的核心竞争力？我们认为主要有三大看点：（1）从品类上看，网创从成立之初就立足于美妆品类，该品类具备增长潜力大且对服务商要求较高的特征，未来美妆赛道高增长+以美妆人群需求为核心拓品类的打法具备较大潜力。（2）拓品牌方面，我们认为品牌方的需求远高于头部优质服务商供给。公司作为天猫六星服务商，通过与百雀羚和宝洁的成功合作，树立了良好的业内口碑，在国货品牌和国际大牌合作上都具备强劲实力，同时品牌焕活的成功案例也颇受业内认可。整体品牌方合作意愿较强，公司拓品牌难度低。（3）具体的运营方面，我们认为公司的优势体现在三方面。一、**数据优势**：公司运营多个品牌涉足美妆个护板块，并且是 12 家天猫官方认证的“品牌数据银行”电商服务商之一，能够对接足够的平台数据资源。二、**设计能力**：公司整体创研团队业内领先，在产品、赠品、物料设计等方面能力非常强，通过 IP 联名、艺术创意，产生文化共鸣，淡化消费者价格敏感度，减少以折扣销售产品，帮助品牌提高产品客单价。三、**营销能力**：公司具备媲美 4A 广告公司的策划能力，且具备最终的销售落地能力。

4.1 赛道选择：布局美妆个护，潜力大、佣金率高，同时未来拓品类可期

壹网壹创从成立之初便垂直聚焦于美妆板块，深耕行业多年，对于美妆个护板块具备极强的专业能力，这一赛道的选择我们非常看好。1、**消费潜力上**，美妆板块从消费额和消费人群两端上具备巨大提升空间，推动整体消费增速的快速增长。美妆消费链条较长，消费者通常沿基础护肤——>进阶护肤/彩妆——>香水的路径升级，整体消费品数提升空间大，消费韧性高，是极具成长潜力消费升级品类。2、**线上渗透率上**，根据凯度给出的电商相对渗透率（线上消费人数/线上线下消费者总人数），彩妆和护肤品电商相对渗透率分别达到了 15%和 11%，位于所有消费品的前列，而在渗透率增速上同样处于前列，为美妆电商服务商提供了巨大的潜在运营规模。因此网创以美妆个护为核心品类，所服务品牌具备较强增长基础。

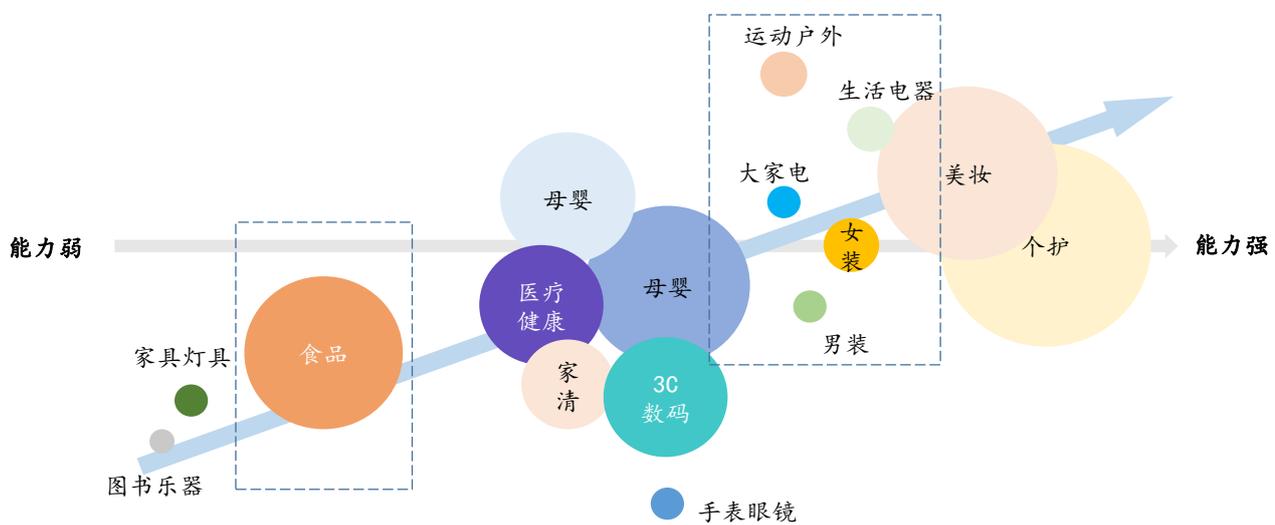
表8：不同品类对于电商服务商需求比例及佣金率情况对比

品类	电商服务需求比例	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，国元证券研究中心

美妆个护行业服务商能力突出，未来向其他品类拓展相对难度低。根据天猫提供的数据，横向比较各类别行业天猫服务商的规模和能力来看，大快消中美妆个护行业服务商能力突出，且整体规模较大。大服饰板块中，服务商实力已处于先进水平，但优质服务商的数量相对较少。而食品、3C 数码等体量较大的行业服务商能力相对较弱。未来从行业和品类拓展上看，美妆个护向下兼容的难度更低。

图 48：服务商分行业看规模以及能力对比



资料来源：天猫，国元证券研究中心（注：气泡大小代表服务商规模大小）

壹网壹创在美妆个护领域已经位于头部位置。就美妆、快消细分领域看，壹网壹创、丽人丽妆、杭州悠可、宝尊电商垄断天猫平台个护、美妆两个板块前四个名次，已经形成较为稳定的头部格局。

表9：2019 第三季度天猫运营服务商大快消部分行业排行榜

子行业	排名	服务商名称	子行业	排名	服务商名称
个护	1	丽人丽妆	家清	1	壹网壹创
	2	杭州悠可		2	华元宠物
	3	壹网壹创		3	麦乐多
	4	宝尊电商		4	龙飞电商
	5	联恩		5	凯淳实业
美容个护服务	1	杭州悠可	美妆	1	杭州悠可
	2	丽人丽妆		2	丽人丽妆
	3	壹网壹创		3	宝尊电商
	4	联恩		4	壹网壹创
	5	鱼米士		5	联恩

资料来源：公司招股说明书，公司官网，国元证券研究中心

壹网壹创未来拓品类可期。在拓展品类上，公司未来计划拓展包括母婴、标品家装、美容仪器、小家电等品类，聚焦现有以美妆客群为核心裂变出来的其他需求。我们认为公司作为六星代运营商，能力和实力毋庸置疑，且多年聚焦于个护美妆这一对于运营、销售、产品策略均要求较高的板块，向下降维拓展其他品类整体难度不大。而品类和品牌拓展上，未来团队的培养和持续复制是核心。

4.2 品牌：百雀羚、宝洁项目树立业内标杆，规模化优势凸显

公司品牌运营经历了两大关键阶段：第一阶段（2012-2014年）为国妆品牌经验积累期，公司通过为百雀羚提供运营服务、联合孵化三生花品牌等经历，积累了丰富的品牌电商运营经验。第二阶段（2015年至今）为规模扩张+国际品牌经验积累期，2015年起公司开始承接OLAY、雅顿、欧珀莱等品牌旗舰店的运营，逐渐扩大品牌矩阵，2016年公司实现品类拓展，与国际快消品巨头宝洁合作，承接旗下海飞丝、舒肤佳、护舒宝等知名日化品牌，并帮助宝洁迅速在电商渠道奠定日化龙头的地位。

图 49：壹网壹创电商品牌运营成效

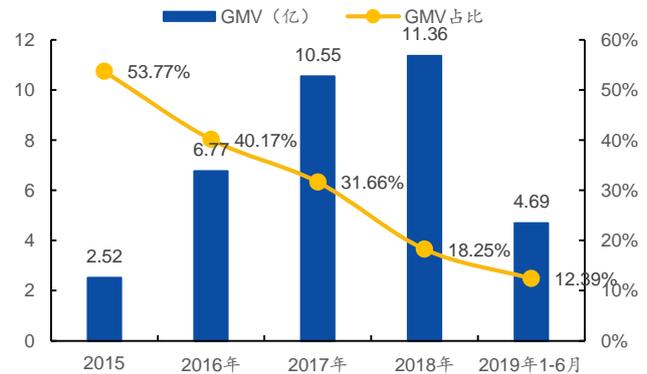
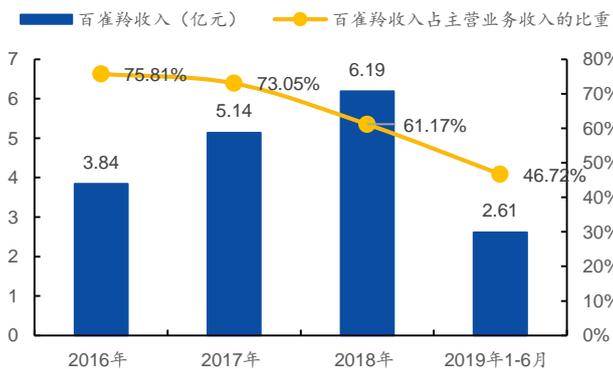


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

整体看，权重品牌合作稳定，单一品牌依赖随业务规模扩张显著降低。公司早期以百雀羚品牌的天猫运营起家，单品牌收入占比较高，但随着近年来业务规模的扩大，百雀羚收入与GMV占比不断下降，至2019H1分别降至46.72%与12.39%，对百雀羚单品牌的依赖程度显著降低。权重品牌的续约问题上，虽然大部运营服务商与品牌合同是一年一签，但我们认为百雀羚、宝洁等重点客户短期内收回代运营权的可能性较小。一方面，网创目前头部客户的销售达成率较高，整体合作良性。另一方面，更换代运营商或者自建电商团队，存在磨合期、探索期，当前互联网电商变化迅速，过渡期可能导致品牌错失行业红利和机会，致使品牌地位或销量下滑。因为我们认为短期内，百雀羚和宝洁这类头部品牌，基于目前良好的销售达成情况，和壹网壹创的合作仍相对稳定。

图 50：2016-2019H1 百雀羚业务收入及占比

图 51：2016-2019H1 百雀羚 GMV 及其占比

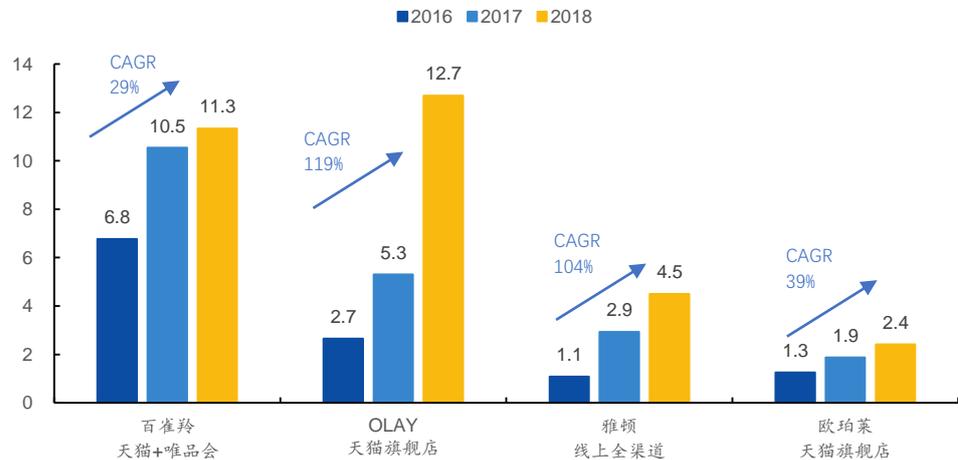


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

2016-2018年，公司重点品牌均实现健康增长，百雀羚在高基数下仍然稳定增长，三年CAGR29%；OLAY成功完成品牌焕活，三年CAGR119%；雅顿乘着国际品牌拓展电商渠道的风口迅速崛起，三年CAGR104%；欧珀莱三年CAGR39%。

图 52：重点合作品牌成交额及其增长情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

与百雀羚和宝洁集团的合作，树立公司品牌合作标杆；公司兼具国货美妆品牌+国际集团的成功运营经验，且具有成功焕活品牌的过往业绩。公司深谙国货品牌运营经验，与可比公司丽人丽妆、杭州悠可、宝尊电商等相比，公司国货美妆服务案例较多，涵盖百雀羚、三生花，至大宝、美肤宝、毛戈平等。同时公司多次有成功的品牌焕活的经验，曾参与百雀羚、OLAY等老化品牌成功焕活的过程，帮助OLAY成功从商超内老化“玉兰油”定位，转变为现在年轻时尚“小白瓶”概念。2019年，处于品牌焕活关键时期的国货品牌佰草集将其代运营权交给网创，也体现出品牌方对公司国货美妆+品牌焕活经验的认可。我们认为壹网壹创与百雀羚的合作，奠定了公司深度赋能国产品牌，焕活品牌，帮助品牌共同成长的工作基调；与宝洁的合作，使公司探索出标准化、流程化的全链路电商运营方法论，为公司后续国际品牌的承接积累了良好的口碑与实力。目前，行业中亟需实现线上增长的品牌数量，远大于优质服务商的数量，公司在拓展品牌特别是美妆类品牌方面优势明显。

表10：主要电商代运营商承接国产美妆品牌经验

电商代运营商	承接国产品牌经验
壹网壹创	百雀羚、三生花、我的美丽日志、毛戈平、大宝、雅芳、佰草集、高夫
丽人丽妆	相宜本草、玉泽
杭州悠可	羽西
宝尊电商	美加净、双妹

资料来源：公司公告，招股说明书，国元证券研究中心

新品牌不断拓展，扩张步伐较为稳健。2016至2019年9月，公司合作品牌数由23个逐步增长至38个，每年品牌增量稳定在4-6个。从品牌流动的角度看，大型集团

与公司合作较为稳定，中小型品牌则流动性较大，如宝洁公司自 2016 年起与公司保持良好合作，并分别与 2018 年与 2019 年将旗下的佳洁士、袋鼠、吉列品牌也交由公司运营，而部分中小型品牌如我的美丽日志、嘉媚乐、格兰玛弗兰、立白等在一年合作期满后出现流失的现象，但由于流失品牌体量相对较小，对公司业务影响有限。

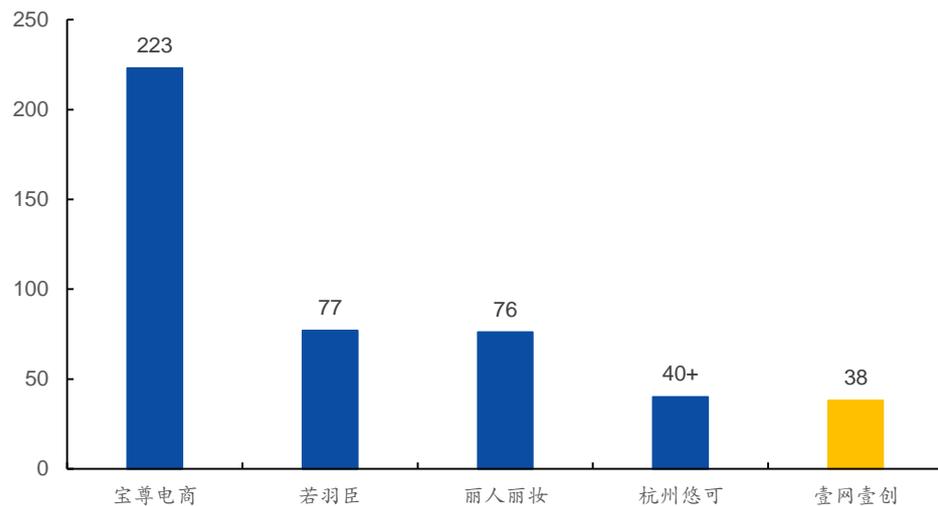
表 11: 公司 2016 年至今合作品牌及其变化情况

年份	合作品牌数	品牌变化情况	品牌名称
2016 年至今持续合作品牌			百雀羚、三生花、雅顿、欧珀莱、大宝、宝洁 (OLAY、沙宣、飘柔、舒肤佳、潘婷、纺必适、护舒宝、丹碧丝、汰渍、欧乐比、碧浪、海飞丝、当尼)
2016 年	23	新增 4 个	宝洁、强生婴儿、大宝、嘉媚乐
2017 年	30	新增 7 个	露得清、达尔肤、雅芳、杨森、格兰玛弗兰、立白、超威、菲诗小铺
		流失 1 个	朵而
2018 年	34	新增 10 个	美肤宝、毛戈平、赫妍、兰芝、吕、艾诺碧、梦妆、雪花秀、袋鼠、佳洁士
		流失 6 个	我的美丽日志、强生婴儿、嘉媚乐、菲诗小铺、立白、超威
2019 年	38	新增 6 个	黑人、佰草集、芙莉美娜、高夫、吉列、魔女工厂
		流失 2 个	格兰玛弗兰、杨森

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

横向比较同行业公司，网创的合作品牌数量不多，但合作程度较深。可比公司中，宝尊电商、丽人丽妆、若羽臣、杭州悠可合作品牌数分别为 212 家、76 家、77 家 40+ 家，均高于网创 (38 个)。但从合作深度与效率上看，壹网壹创单品牌实现的平均净利润最高，表明对单一品牌提供的增量服务更多，合作程度更深；每位员工创造的净利润也较高，表明人均效率较高。正是基于这样的深度合作，壹网壹创可实现对品牌的深度赋能，助力品牌销售额持续增长。

图 53: 同行业公司合作品牌数



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心（宝尊电商取 2019Q3 数据，若羽臣取 2018 年年末数据，丽人丽妆取 2019H1 数据，杭州悠可取官网数据，壹网壹创为公司最新披露数据）

表12：壹网壹创与可比公司 2018 年末合作品牌数、员工数、净利润/品牌与净利润/人

	2018 年服务品牌数	2018 年员工数	净利润(万元)/品牌	净利润(万元)/人
宝尊电商	185	5,141	145.8	5.25
丽人丽妆	67	1,065	375.7	23.63
壹网壹创	34	896	478.3	18.15
若羽臣	77	723	100.5	10.71
杭州悠可	40+	1300+	328.2	10.10

资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

与多个品牌的深度合作也为公司带来规模效应，主要体现在：1) 公司拥有多品牌、多维度的数据资源，在消费者洞察与行业趋势探索方面可能更具前瞻性，可以依靠大数据分析反向赋能品牌方。2) 公司创研中心、数据中心等中后台部门同时服务多个品牌，在人员配置上更加科学高效，可实现人力资源利用的规模效应。3) 公司部分业务采用重存货的经销模式，可依靠过往品牌经验，合理预测未来一段时间所需的备货量，保持合理的存货水平，进而避免占用过多的营运资金。4) 美妆行业销售环节中市场营销费用占比很高，多品牌代运营商积累的营销经验可以在不同品牌间进行应用，同时多品牌在广告采买、外部平台合作上具有集约优势，在营销投放端也具有规模效应。

基于以上壹网壹创品牌合作经历，我们认为网创通过与百雀羚和宝洁的成功合作，树立了良好的业内口碑，在国货品牌和国际大牌合作上都具备强劲实力，同时品牌焕活的成功案例也颇受业内认可。整体品牌方合作意愿较强，美妆品牌合作需求远高于优质服务商供给，公司拓品牌难度低。未来随着品牌数量的增长，公司规模效应将逐步凸显，不断形成正反馈，未来可期。

4.3 核心能力：数据能力、设计能力、营销能力优势突出

4.3.1 数据资源丰富，数据赋能品牌运营全流程

相对于品牌方来说，头部服务商运营同时运营多个品牌，并获得天猫数据银行支撑，整体数据维度更为丰富，目前壹网壹创运营品牌数 38 个，同时公司还是天猫官方认证的“品牌数据银行”34 家认证服务商之一，获得此认证的电商服务商仅有 12 家。

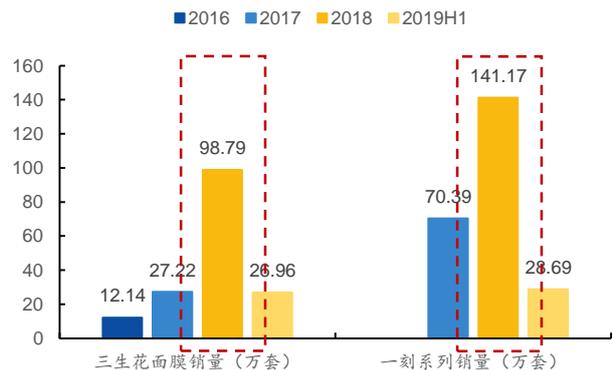
表13：获得天猫品牌数据银行认证的服务商及其行业分类

行业分类	数量	公司名称
电商服务提供商	13	宝尊、壹网壹创、群邑、碧橙、青木、上海古星、乐麦（乐其）、凯诘电商、新七天、雅诺达（能猫）、嗨购科技、百秋电商、上海亚加
大数据营销服务商	12	多准、杭州点燃、安客诚、联世传奇、云积互动、广州大麦、数云、奇致、杭州十禾、日日峰、联蔚
咨询公司	5	点正、意略明、凯度、大宇宙、趋势中科
营销与传播服务公司	3	电通安吉斯、阳狮媒体、欧泰谱
消费者资产管理服务公司	1	美至科技

资料来源：品牌数据银行官网，国元证券研究中心

基于数据分析和论证结果，壹网壹创在**新品开发、选品促销、消费者洞察、竞品分析、趋势布局全方位数据赋能品牌**。例如，在早期与百雀羚的合作中，公司发现百雀羚原有产品线的目标客群年龄相对较高，与电商的主要客群匹配度较低，因此自2013年起协助百雀羚共同打造更加年轻化、适合线上销售的子品牌三生花。期间，公司深度参与三生花全线产品开发，帮助三生花品牌开发补水保湿系列、清爽控油系列、青春紧弹系列等多个系列产品，具体参与环节包括创意开发、外观造型规划、封贴设计、工艺规划、量产监工等。

图 54：网创协助百雀羚开发艺术花草系护肤品牌三生花 图 55：一刻系列与三生花面膜系列销量走势



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

再以小雀幸面膜为例，公司通过数据监测和对市场趋势的预判，发现 60-80 元价格带的面膜品类市场存在巨大的潜力，随后结合数据调研结果和品牌产品特征，向品牌方提出占领该品类市场的产品开发和市场投放全案，并根据品牌需求，与其他九个部门配合其一同完成全案的实施，使得“小雀幸面膜”成为 2018 年双十一预售第一的面膜，共售出 48 万盒，流量转化率高达 35%。2019 年双十一期间，“小雀幸面膜”热度维持，实现了 60 万+的销量。

图 56：公司协助品牌方设计孵化的产品

图 57：公司运用大数据新品设计开发流程图



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

4.3.2 创意设计以及品牌营销能力业内领先

公司与品牌方合作的以销售达成率为核心，这一指标可拆分为： $\text{销售额} = \text{流量} \times \text{转化率} \times \text{客单价}$ 。

(1) 创意设计帮助品牌提升客单价

公司整体创研团队业内领先，在产品、赠品、物料设计等方面能力较强，通过 IP 联名、艺术创意，产生情感共鸣，淡化消费者价格敏感度，减少以折扣销售产品的方式，帮助品牌提高产品客单价。截至 2019H1，公司已协助完成物料设计项目逾五百个。以 2017 年双十一期间的大宝 SOD 蜜 x 葫芦娃礼盒套装为例，该礼盒以 7 个葫芦娃为主题概念，做成音乐盒的形式，里面包含 6 瓶 SOD 蜜（因为有一个葫芦娃隐身的所以不是 7 瓶），兼具趣味性与实用性。礼盒整体售价 129 元，而单瓶 SOD 蜜日常售价 16.9 元/瓶（ $16.9 \times 6 = 101.4$ 元），通过礼盒的方式，在提升产品对年轻消费者吸引力的同时，提升了产品的单价，有效提高了品牌的销售达成能力。

图 58：大宝 SOD 蜜 x 葫芦娃礼盒套装定价高于日常直接购买产品



资料来源：天猫，国元证券研究中心

图 59：美肤宝-天猫首发五珍礼盒



资料来源：天猫，国元证券研究中心

图 60：雅顿 Yummy Box



资料来源：天猫，国元证券研究中心

(2) 流量采买规模化降低流量成本，营销创意提高转化率

流量获取途径可分为淘内（淘宝平台内）与淘外（淘宝平台外）。淘内主要通过投放钻石展位、直通车、品销宝、淘宝客、聚划算等模式获取流量，当前电商平台公域流量成本上行，淘内整合营销与传播、品牌店铺会员管理、私域流量运营重要性逐渐提升。淘外主要包括微信、微博、小红书、抖音、B 站等社交及媒体平台流量，当前淘外新媒体崛起带来流量风口变化，小红书、抖音、快手等平台相继成为新的流量风口，整体流量越来越碎片化，对品牌方与服务商的精细化运营与投放提出了更高的要求。

表14：淘内广告推广类型及内容

推广类型	2019H1 投放费用占收入比重	具体推广方式
钻石展位	2.8%	是淘宝网和天猫的图片类广告位竞价投放平台，依靠图片创意吸引买家点击而获取流量。
直通车	5.4%	是为淘宝网和天猫的卖家用于实现产品精准推广的、按点击付费的效果营销工具，其推广原理是根据产品设置的关键词进行排名展示，按点击进行扣费。
品销宝	4.2%	是为淘宝网和天猫的卖家用于精准推广的、按千次展现计费的营销工具，通过设置品牌流量包、出价系数以及制作推广创意，可完成整个推广操作。当有买家在淘宝网/手机淘宝/UC 浏览器的搜索框中输入特定品牌关键词时，只要出价为第一名，即可在搜索结果页最上方的位置获得展现。
淘宝客	2.5%	是一种按成交计费的推广模式，也指通过推广赚取收益的人。淘宝客从推广专区获取商品代码，任何买家经过其推广（链接、个人网站）进入淘宝卖家店铺完成购买后，就可得到由卖家支付的佣金。
聚划算	0.6%	是阿里巴巴集团旗下的团购网站

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

在淘内付费广告方面，公司具有采购的规模效应，同时通过海量的实操经验，投放效率远超行业平均。由于给多个品牌方提供广告推广服务，公司广告整体投放量远超单一品牌的投放量，可获得规模化的聚合优势，为品牌获得更低的广告采购成本和更多的稀缺优质广告资源。另一方面，公司的广告投放团队可以积累海量的实战操作数据，转化成投放经验和技巧，从而进一步提升投放效果。2018 年双十一期间，公司为 OLAY、雅顿设计的钻石展位点击率分别为行业的 1.49 倍、2.41 倍，远超行业平均。

图 61：公司钻展点击率与行业比较



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

营销推广方面，公司具备媲美 4A 广告公司的策划能力，且具备最终的销售落地能力，通过营销策划提高流量转化率。公司根据线上目标群体对品牌进行基因改造、升级创作，以符合电商渠道的特性。我们认为网创具备媲美 4A 公司的广告营销策划能力，同时拥有 4A 公司不具备的电商运营与销售达成能力，真正做到了品效合一。与

一般代运营商相比，公司深度参与品牌方的营销传播活动，平均每年为每个品牌举办10场以上营销活动。例如，公司为宝洁针对海飞丝、沙宣等护发品牌，定制发起每月1日天猫平台上的《“头”等大事》营销折扣活动，赢得天猫超级品类日主页上的流量入口，为宝洁获取了大量高性价比流量。又如，公司2017年帮助飘柔的新品洗发露打造“三天不洗头”挑战活动，在实现品牌概念传播的同时，吸引消费者积极互动，提升品牌与产品在社交媒体的曝光度，获得更多免费流量，最终这一新品洗发水成功售出13万瓶，MW上新单坑销售额达到290万元。

图 62：公司定制发起的《“头”等大事》营销活动

图 63：公司为飘柔打造“三天不洗头”挑战活动



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

资料来源：搜狐，国元证券研究中心

公司深耕内容营销，具备媒体计划、内容创意、视频监制、脚本撰写、IP 选择、直播策划、承接页撰写的能力，通过新媒体传播，为品牌引入淘外流量。2016年双十一期间，公司为百雀羚策划了“开心就好”的主题，打造《四美不开心》短视频，通过昭君出塞、贵妃醉酒、吕布戏貂蝉、东施效颦等四个剧情反转的故事，成功击破80、90后年轻群体，视频播放量高达5000万次，为百雀羚引入了大量平台外流量，促使店铺达成预售目标，登顶当年双十一美妆榜单。2017年，公司持续为百雀羚输出优质内容，打造出一支长达427厘米的一镜到底的广告《一九三一》，通过漫画的形式讲述了百雀羚品牌的起源，同时传达出品牌“与时间作对”的理念，仅微信平台阅读量就达到3000万，再一次通过优质内容为品牌获取流量。

图 64：公司为百雀羚策划《四美不开心》的短视频

图 65：百雀羚《一九三一》漫画广告



资料来源：国元证券研究中心



资料来源：国元证券研究中心

5、估值分析与投资建议

基本假设：

(1) 品牌线上营销业务：主要包括了百雀羚品牌和其他（露得清和 otohha 等）销售收入。2018 年百雀羚品牌线上营销服务收入为 5.97 亿元，我们预计百雀羚品牌线上营销服务收入增速为 22%/20%/18%。露得清于 2018 年 5 月开始和公司达成线上营销业务合作，公司负责其天猫、小红书、天猫国际的线上营销业务，预计 2019/2020/2021 其他品牌线上业务增速分别为 256%/35%/25%。品牌线上营销业务的毛利率主要受品牌折扣率、返利及促销影响，预计整体毛利率较 2018 年保持稳定，2019/2020/2021 毛利率为 42%。

(2) 品牌线上管理业务。主要有老品牌和新品牌两部分组成，考虑到存量品牌 GMV 的增长以及新增品牌合作，预计 2019/2020/2021 增速分别为 38%/45%/40%，毛利率方面，考虑到美妆品牌毛利率较高，拓展品类后，预计毛利率有所降低，同时新承接跨类目、多品牌大型店铺需要一定磨合期，管理效率相对较低，或将拉低毛利率，我们预计 2019/2020/2021 毛利率分别为 66%/63%/63%。

(3) 线上分销业务。2018 年下半年公司新增爱茉莉集团旗下 6 个品牌线上分销业务，2019 年 4 月公司新增露得清线上分销业务，拉动线上分销板块销售收入高增长，预计 2019/2020/2021，线上分销业务收入增速分别为 163%/35%/30%，毛利率分为 13%/13%/13%。

(4) 销售费用。销售费用-推广费用考虑到平台服务费率上行，以及线上美妆品牌竞争加剧，流量成本上涨，销售费用中推广费用/线上营销费用 2019/2020/2021 比例分别为 23%/24%/25%。销售费用中职工薪酬/（线上营销服务收入+线上分销收入）比重随公司运营经验增长、效率提高和人均创收增长，比例下降至 3%。

基于以上假设，我们预计公司 2019/2020/2021 营业收入分别为 15.45 亿/20.06 亿/25.41 亿，归母净利润分别为 2.12 亿/2.75 亿/3.59 亿，EPS 分别为 2.65/3.44/4.49，对应 PE 分别为 63x/49x/37x，首次覆盖，给予“增持”评级。

6、风险提示

行业竞争加剧风险；头部客户流失风险；新品牌拓展不及预期

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	293.79	422.04	659.02	946.94	1323.02
现金	86.94	106.97	241.79	422.09	675.65
应收账款	75.60	94.33	154.32	198.39	249.67
其他应收款	26.15	36.63	56.96	73.59	93.14
预付账款	14.15	22.44	35.87	47.00	59.18
存货	24.17	74.58	98.95	130.15	169.30
其他流动资产	66.78	87.09	71.13	75.72	76.08
非流动资产	59.43	81.30	67.59	65.61	63.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6.48	11.91	9.92	7.94	5.96
无形资产	0.33	0.21	0.21	0.21	0.21
其他非流动资产	52.62	69.19	57.46	57.46	57.46
资产总计	353.22	503.35	726.62	1012.55	1386.65
流动负债	64.74	103.33	94.24	105.16	119.99
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	12.87	21.54	39.98	48.25	61.88
其他流动负债	51.87	81.79	54.25	56.91	58.11
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	64.74	103.33	94.24	105.16	119.99
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	44.83	44.83	44.83	44.83	44.83
留存收益	183.65	295.27	507.58	782.60	1141.87
归属母公司股东权益	288.48	400.02	632.38	907.39	1266.66
负债和股东权益	353.22	503.35	726.62	1012.55	1386.65

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	78.85	104.87	103.55	178.17	250.55
净利润	137.82	162.62	212.31	275.02	359.28
折旧摊销	3.11	6.61	1.98	1.98	1.98
财务费用	-0.51	-0.82	-1.22	-2.14	-3.02
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-65.58	-66.31	-111.25	-96.70	-107.69
其他经营现金流	4.01	2.77	1.73	0.00	0.00
投资活动现金流	-50.58	-28.13	10.00	0.00	0.00
资本支出	50.60	18.14	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	10.00	-10.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-15.33	-57.01	21.28	2.13	3.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	22.19	0.00	20.00	0.00	0.00
资本公积增加	-20.14	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-17.38	-57.01	1.28	2.13	3.01
现金净增加额	12.95	19.65	134.82	180.30	253.56

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	704.41	1012.80	1545.36	2006.69	2541.34
营业成本	374.49	581.45	936.04	1223.56	1541.86
营业税金及附加	5.02	6.14	9.36	12.16	15.40
营业费用	122.08	190.06	285.13	358.41	442.77
管理费用	26.37	32.39	49.43	64.18	81.28
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-0.51	-0.82	-1.22	-2.14	-3.02
资产减值损失	1.53	1.52	1.52	1.52	1.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	175.43	202.46	265.10	349.01	461.53
营业外收入	9.18	15.48	19.00	19.00	19.00
营业外支出	0.18	0.66	0.42	0.54	0.48
利润总额	184.43	217.28	283.68	367.47	480.05
所得税	46.61	54.67	71.37	92.45	120.77
净利润	137.82	162.62	212.31	275.02	359.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	137.82	162.62	212.31	275.02	359.28
EBITDA	178.04	208.25	265.86	348.85	460.49
EPS (元)	2.30	2.71	2.65	3.44	4.49

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	38.86	43.78	52.58	29.85	26.64
营业利润(%)	159.62	15.41	30.94	31.65	32.24
归属母公司净利润(%)	190.47	17.99	30.56	29.54	30.64
获利能力					
毛利率(%)	46.84	42.59	39.43	39.03	39.33
净利率(%)	19.57	16.06	13.74	13.71	14.14
ROE(%)	47.77	40.65	33.57	30.31	28.36
ROIC(%)	76.53	58.46	53.75	56.17	60.43
偿债能力					
资产负债率(%)	18.33	20.53	12.97	10.39	8.65
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.54	4.08	6.99	9.00	11.03
速动比率	4.16	3.36	5.94	7.77	9.62
营运能力					
总资产周转率	2.40	2.36	2.51	2.31	2.12
应收账款周转率	10.93	11.92	12.43	11.38	11.34
应付账款周转率	20.97	33.79	30.43	27.73	28.00
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.72	2.03	2.65	3.44	4.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.31	1.29	2.23	3.13
每股净资产(最新摊薄)	3.61	5.00	7.90	11.34	15.83
估值比率					
P/E	97.56	82.69	63.33	48.89	37.43
P/B	46.61	33.61	21.26	14.82	10.62
EV/EBITDA	74.64	63.81	49.99	38.09	28.86

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188