

全方位电商服务龙头，迎接“品效合一”新时代

增持（首次）

2019年12月12日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,013	1,531	1,995	2,540
同比（%）	43.78%	51.18%	30.27%	27.34%
归母净利润（百万元）	163	207	285	378
同比（%）	17.99%	27.31%	37.51%	32.92%
每股收益（元/股）	2.71	2.59	3.56	4.73
P/E（倍）	77.4	60.8	44.2	33.3

投资要点

■ **公司核心高管朝气蓬勃，激励充分。**公司创始人、董事长林振宇先生持有公司 31.38% 的股份，其于 05 年开始任职阿里，此后于 12 年创立杭州网创。公司核心管理层均持有公司股份、激励充分。同时核心管理层大多为八零后，保证了公司在迅速变化的市场中保持较快的变革能力。

■ **流量细分时代催生“品效合一”需求，代运营市场表现出高增长和集中度提升两大特点。**(1) 随着移动互联技术和社交媒体的成熟，此前割裂的品牌广告和效果广告正逐步融合，品牌方对广告投放“品效合一”的要求快速提升。在此背景下，同时拥有精细化运营和品牌打造能力的代运营商脱颖而出。(2) 在品牌商需求增长下，代运营市场持续保持高速增长，18 年规模超过 1600 亿；同时，市场向龙头集中趋势明显，根据艾瑞咨询数据市场第一梯队四家代运营公司占据了 30%+ 的市场份额。

■ **我们认为壹网壹创已经具备了出色的数据分析选款能力、丰富的整合营销以及精细化流量运营能力、以及产品开发能力这三大突出核心优势，有能力满足目前品牌商对于长期品牌建设和短期效果转化的双重要求。**

(1) 公司出色的数据分析能力，帮助品牌方更精准地寻找消费群体，并有针对性开发产品，公司成功帮助 Olay 等品牌实现转型；(2) **品牌营销能力上**，由合伙人卢华亮领导的超过 250 人团队凭借出色的创意营销能力，不断在各类平台上用多种方式帮助品牌打造迎合年轻消费者的品牌形象；**运营能力上**，公司在流量采购上具备规模优势，同时多年积累下的广告投放和流量运营经验，都帮助品牌提升广告转化效率。

■ **凭借出色的线上运营能力，公司合作品牌数量稳健增长，业绩快速增长的同时对百雀羚的依赖度下降。**(1) 公司自 12 年开始与百雀羚合作后，凭借着在营销、数据分析和产品开发策划的独特能力，帮助百雀羚旗舰店在 15-17 年连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目第一。公司的百雀羚业务 GMV 从 15 年的 2.5 亿迅速增长至 18 年的 11.4 亿。(2) **随着百雀羚的成功运营**，目前公司已与宝洁、强生、雅顿、资生堂、爱茉莉太平洋等 30 余个国内外知名品牌开展合作。而随着多品牌的快速扩张，公司对百雀羚的依赖度也在逐步下降。

■ **盈利预测与投资评级：**我们认为在品牌商对于具备全面能力的代运营龙头需求持续增长的情况下，公司有望凭借自身的竞争力不断拓展新的代运营行业及品牌，在未来几年保持较高的增速。我们预计 19-21 年收入增速 51%/30%/27%，净利润增速 27%/38%/33% 至 2.1/2.8/3.8 亿，对应 PE61X/44X/33X，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观环境波动；品牌竞争激烈，销售不及预期；新行业、品牌拓展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	157.39
一年最低/最高价	45.96/199.96
市净率(倍)	10.90
流通 A 股市值(百万元)	3147.80

基础数据

每股净资产(元)	14.44
资产负债率(%)	7.57
总股本(百万股)	80.00
流通 A 股(百万股)	20.00

相关研究

内容目录

1. 公司管理层朝气蓬勃，股权激励充分动力十足	4
2. 流量细分时代催生品效合一需求，代运营市场需求旺盛、集中度迅速提升	5
3. 壹网壹创核心优势：精细化运营+丰富整合营销经验，为品牌方提供一站式服务	7
3.1. 数据分析能力突出，帮助品牌商精准定位市场，寻找机会	8
3.2. 品效合一：创意营销能力突出，精细化运营提升转化率	10
3.2.1. 品牌营销：创意营销能力突出	10
3.2.2. 效果营销：高效运营提升转化率	12
3.3. 延伸至产品设计开发领域，为品牌方提供全面服务	12
4. 能力逐步受到各大品牌认可，客户结构多样性提升	13
4.1. 客户结构：合作品牌数量稳步增长，百雀羚占比逐年下降	13
4.2. 销售模式：多种销售模式结合，除老品牌及唯品会外均采取轻资产模式	15
5. 销售费用率出现上升趋势，周转率健康	18
5.1. 销售费用率 19 年有所上升，管理费用率保持稳定	18
5.2. 公司整体周转状态健康	19
6. 盈利预测与投资建议	19
7. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司收入、净利润高速增长 (单位: 百万元)	4
图 2: 壹网壹创股权结构	4
图 3: 壹网壹创高管年龄	5
图 4: 平台广告路径演变	5
图 5: 广告主关系首要关注问题	6
图 6: 电商代运营市场规模	6
图 7: 头部代运营公司发展情况	7
图 8: 壹网壹创业务流程	7
图 9: 公司各官方旗舰店成交总额	8
图 10: 公司运营案例	9
图 11: 公司运营案例	9
图 12: 公司设计资源体系	11
图 13: 公司营销案例	11
图 14: 公司营销案例	11
图 15: 公司流量运营效果	12
图 16: 百雀羚成交总额	13
图 17: 广州宝洁对公司销售收入	13
图 18: 品牌线上服务及线上分销合作品牌情况	13
图 19: 百雀羚成交总额占公司整体比例	14
图 20: 百雀羚收入毛利净利占公司比例	14
图 21: 前五大客户销售收入占比变化情况	15
图 22: 公司合作品牌	15
图 23: 品牌线上服务示意图	16
图 24: 线上分销流程示意图	16
图 25: 按业务拆分公司收入 (单位: 百万元)	16
图 26: 公司毛利率拆分 (单位: 百万元)	17
图 27: 公司销售费用拆分 (单位: 百万元)	18
图 28: 公司费用率拆分 (单位: 百万元)	18
图 29: 公司应收账款	19
图 30: 公司库存情况	19
图 31: 分业务营收预测 (百万元)	20
图 32: 可比公司估值水平比较 (单位: 百万元)	20

1. 公司管理层朝气蓬勃，股权激励充分

壹网壹创作为国内优秀的线上代运营上，目前为包括百雀羚、宝洁、伊丽莎白雅顿、资生堂等 40 余个海内外美妆快消知名品牌提供线上代运营服务。公司营收及净利润在近年快速增长，2016-2018 年公司收入增速分别为 95.3%/38.9%/43.8%，净利润增速分别为 161.8%/190.5%/18%。

图 1：公司收入、净利润高速增长（单位：百万元）

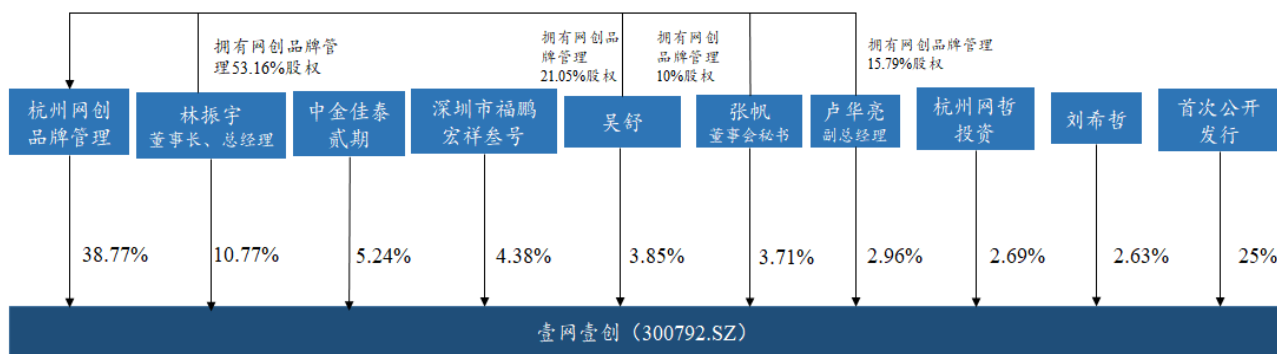
	2014	2015	2016	2017	2018
收入	23.98	259.68	507.28	704.41	1012.80
YOY		983.1%	95.3%	38.9%	43.8%
毛利率	30.0%	35.9%	41.0%	46.8%	42.6%
净利润	0.15	18.12	47.45	137.82	162.62
YOY		11730.9%	161.8%	190.5%	18.0%
净利率	0.6%	7.0%	9.4%	19.6%	16.1%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司核心高管激励充分。公司创始人、董事长林振宇先生直接持有公司 10.77% 股份，并通过杭州网创品牌管理公司间接持有公司 20.61% 股份，合计持有公司 31.38% 的股份，为公司实际持有人。林振宇先生曾于 2005-2007 年担任阿里巴巴福建区域市场部经理，2007-2010 年担任淘宝营销中心市场部经理，2010-2012 年团队领域自主创业，正式创立杭州网创品牌管理有限公司。

此外，公司核心管理层中副总经理卢华亮（共计持有 9.1%）、董事会秘书张帆（共计持有 7.59%）也直接和间接持有上市公司股份，**核心团队激励充分，有利于公司有效管理和长期发展。**

图 2：壹网壹创股权结构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

同时，公司高管团队非常年轻，保证了公司在当前变化较快的代运营市场时刻保持快速变革的能力。

图 3：壹网壹创高管年龄

姓名	职务	出生年份
林振宇	总经理	1983
卢华亮	副总经理	1977
张滨滨	财务负责人	1984
张帆	董事会秘书	1982

数据来源：WIND，东吴证券研究所

2. 流量细分时代催生品效合一需求，代运营市场需求旺盛、集中度迅速提升

在目前移动互联技术快速发展、各类社交媒体不断出现的背景下，此前的品牌广告和效果广告正在快速合并，品效合一的需求不断增长。对于品牌广告主(梳理品牌形象)来说，品牌广告目的在于提升品牌知名度、占据消费者心智，其直接转化效果较难评估。但目前随着流量渠道更多向线上视频、社交媒体等内容媒体转移，更多的内容传播其实已经开始能够被数据监控并观察效果，因此品牌广告主也正在提高其对广告转化效率的要求。

对于效果广告(按照效果付费)主来说，追求短期广告的转化效率可能对销售有着较大的推动作用，但是这也会使得品牌形象在消费者心中出现缺失。阿迪达斯在近期就曾反思过自己过度追求效果投放而忽视了长期品牌建设带来的影响。目前看，随着可供投放内容广告的渠道愈发多样，效果广告主也希望依靠不断出现的内容平台，用新的传播方式提升品牌形象。

图 4：平台广告路径演变



数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

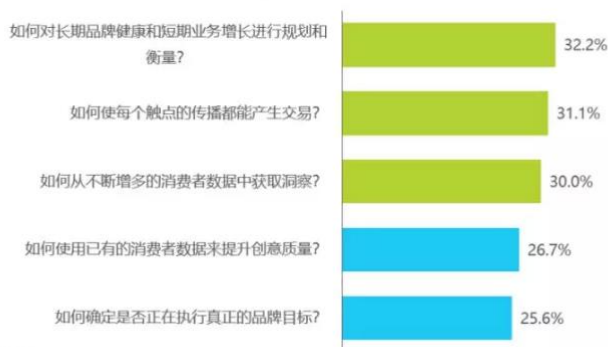
因此，品牌广告和效果广告相融合的广告投放模式正在逐步成为品牌方的新要求。

我们看到当品牌方面面临着产品迭代快、各种新兴内容平台多的市场时，由于自身的广告营销经验和部门架构更多基于传统渠道，越来越多的品牌方开始倾向于将线上的品牌运营权交给熟悉各类新渠道、并同时具备精细化运营和品牌打造双重能力的代运营公司。

根据艾瑞咨询的数据，50%~60%的美妆品牌商有寻求电商服务的需求，20%~30%的服饰品牌有寻求电商服务的需求。

图 5：广告主关系首要关注问题

2019年广告主未来1-2年最关心的品效合一平衡问题TOP5



样本：N=52，艾瑞咨询5月广告主调研。

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

在这样的趋势下，我们一方面看到电商代运营市场快速增长，另一方面行业集中度却在明显地向头部靠拢。我们看到品牌电商服务市场的规模在过去几年快速增长，到18年已经突破1600亿的规模，并持续保持着高速的增长趋势。截止19年1月，天猫运营服务商达到950家。

图 6：电商代运营市场规模

(单位：亿元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
电商 B2C 市场规模	2,236	4,639	8,287	13,701	20,136	27,393	38,284	50,164
YOY		108%	79%	65%	47%	36%	40%	31%
品牌电商服务市场交易规模	59	89	156	262	434	710	1107	1,613
YOY		51%	75%	68%	66%	64%	56%	46%

数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

同时，这种追求长期品牌健康和短期业务增长平衡的新要求，对品牌方代理商的能力提出了更全面的的要求。对于品牌公司在线上的代运营公司而言，其一方面要拥有传统的精细化运营能力，以保证品牌的效果广告有着高效的转化率；另一方面，代运营商也需要逐步具备帮助品牌商进行数据分析、洞察消费趋势、并根据趋势为品牌方提供创造性的线上内容营销方案的能力。代运营商在单纯为品牌方提升广告转化率的职能基础上，又增加了帮助品牌在线上树立整体品牌形象的新使命。

根据艾瑞咨询的数据，在目前近一千家的品牌电商服务市场中，第一梯队的四家公

司占全行业 GMV 达到 32.1%（第一梯队占比从 16 年的 20%+ 上升至 18 年的 32%），第二梯队占比 31.5%，龙头集中趋势明显。同时过去几年来看第一梯队的 GMV 集中度持续处于增长状态。

图 7：头部代运营公司发展情况

(单位：亿元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
宝尊 GMV	14.6	26.2	42.5	67.4	112.6	191.1	294.3
YOY		79.6%	62.1%	58.5%	67.3%	69.7%	54.0%
贡献 GMV 的品牌数	53	61	78	95	122	146	178
每个品牌贡献的 GMV(百万)	30	46	61	75	102	142	182
壹网壹创交易总额				4.7	16.9	33.3	62.2
YOY					303%	98%	87%
百秋电商收入				0.45	0.74	1.63	2.56
YOY					62.5%	121.0%	57.4%
若羽臣收入					3.8	6.7	9.3
YOY					102.7%	78.1%	38.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为在新的流量平台催生出的“品效合一”需求下，同时具备精细化运营及线上品牌打造能力的代运营龙头公司有望凭借更强的能力持续提升市场份额。

3. 壹网壹创核心优势：精细化运营+丰富整合营销经验，为品牌方提供一站式服务

我们认为壹网壹创在多年的互联网运营中积累下了包括出色的数据分析选款能力、丰富的整合营销以及精细化流量运营能力、以及产品开发能力这三大突出核心优势，有能力满足目前品牌商对于长期品牌建设和短期效果转化的双重要求。

公司的业务流程从大数据分析定位开始、通过针对性的品牌营销、高性价比流量的获取再到最后的精细化运营，为客户提供全链路的服务。

图 8：壹网壹创业务流程



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

我们看到公司出色的运营能力，使其帮助一系列具备市场知名度却在新兴消费群体中缺乏消费度的传统品牌重焕生机，包括 OLAY（官方旗舰店 18 年完成 16 年销售的 4.8 倍）、伊丽莎白雅顿（18 年各渠道完成 16 年销售的 4.2 倍）、欧珀莱（官方旗舰店 18 年完成 16 年销售的 1.9 倍）在内的多个国际品牌均在壹网壹创的帮助下在 16 到 18 年获得了高速发展。

图 9：公司各官方旗舰店成交总额

(单位：亿元)	2017	2018	2019H1
公司整体成交总额	33.3	62.2	37.9
百雀羚官方旗舰店	6.97	7.24	2.76
宝洁官方旗舰店	9.15	13.78	7.21
OLAY 官方旗舰店	5.31	12.69	8.97
伊丽莎白雅顿官方旗舰店	2.12	3.19	1.76
欧珀莱官方旗舰店	2.18	2.79	1.15

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.1. 数据分析能力突出，帮助品牌商精准定位市场，寻找机会

公司出色的数据分析能力，帮助品牌方更精准地寻找消费群体、确定产品方向。作为行业中少数拥有阿里数据银行牌照的服务机构，公司在分析挖掘市场数据上积累了充分经验。同时公司也能够针对性地结合品牌各自特性对品牌方提出相关的针对性建议，帮助其在定位消费者、挖掘新产品上找到方向。

我们看到公司运营的品牌并非最顶尖的大牌，更多的成功案例来自具有知名度但在

线上运营遇到瓶颈的品牌。举例来说，公司通过自身的数据分析让 OLAY 品牌出现爆发式增长。在 15 年公司 Olay 开始合作时，其品牌出现一定程度的老化，而壹网壹创根据自身的大数据分析在 15 年得出精华品类蕴藏较大的增长机会。此后壹网壹创与宝洁一起进行了概念发掘、媒体传播方向选择等一系列准备工作，并成功执行了营销和销售工作，而 Olay 品牌也依靠小白瓶精华在近两年获得了飞速增长。

图 10：公司运营案例



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

在海外大牌外，公司也已经展现出了帮助国内传统线下品牌在线上进行重新打造品牌的能力。举例来说，在接触公司之前美肤宝 53% 的客户集中在线下 70-80 后的市场，其产品功效与线上消费者的匹配度较低。公司接手品牌之后，通过大数据分析帮助公司找到了药妆这一增长较快的品类，并为品牌根据线上年轻人偏好及实际需求制定了主打控油功效、针对年轻压力人群的高性价比酵母类产品这一主打品类，推出控油“救星水”产品。

同时，公司通过数据分析，帮助原先客户年龄段定位较高的百雀羚，在线上打造适合年轻消费者的子品牌三生花，并全程参与了三生花的品牌、产品设计研发工作。

图 11：公司运营案例



数据来源：招股说明书，搜狐，东吴证券研究所

3.2. 品效合一：创意营销能力突出，精细化运营提升转化率

在数据分析选定产品和营销方向之后，壹网壹创在营销内容打造以及精细化运营上的双重优势，帮助品牌方用最节约的方式获得最大的品牌流量和曝光度。

3.2.1. 品牌营销：创意营销能力突出

在品牌营销上，公司营销团队针对目标受众，通过对品牌的梳理为其制定能够突出品牌调性、富有内容的创意营销方案，以此最大化地获得高性价比流量。公司能够根据不同品牌各自的品牌策略，为其量身定制合适的产品营销渠道和手段，并通过一系列的内容创作保证品牌在各个渠道上都能获得较高性价比的流量。

公司营销业务的负责人副总经理卢华亮，其自 2002 年至 2010 年在浙江理工大学视觉传达系任教，是该校艺术设计学院最年轻的系主任。卢先生自 2016 年 2 月至今，任杭州壹网壹创科技股份有限公司副总经理兼董事，目前共计持有公司 9.1% 的股权。卢先生带领超过 250 人的营销团队，其无论规模和质量都在行业中具备护城河。

公司有着完善的营销创意和设计资源体系。在这个资源体系中，公司设计师既能看到最近 10 年来所有在双 11 或者是日常各个化妆品品牌所做的营销活动以及相关的数据；也可以复盘每一次广告页面投放的效果数据。同时在这个体系中，公司可以监控 200 多位设计师目前的工作情况保证效率，并且进行各种虚拟案例/IP 联名设计的创意合作。多重的数据和系统支撑保证了公司源源不断的设计创意源泉。

图 12：公司设计资源体系



数据来源：公司调研，东吴证券研究所

在持续不断的创意输出下，网创在中心平台内外都展现出了很强的品牌营销能力。平台营销方面，虽然目前各大平台的流量价格持续提升，但是平台依旧会对优质整合营销方案给予流量支持。公司在平台上通过发起不同节庆、跨界创意等方式来持续满足平台方对新流量需求，进而获得更具有性价比的流量。公司为宝洁设计的《“头”等大事》系列、为美肤宝在京东上的非遗文化联名系列，都显示出公司在内容营销上的创新能力。

图 13：公司营销案例



代表案例：《“头”等大事》

发起方 网创科技
 协作方 宝洁集团、天猫
 上线时间 每月1日

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



数据来源：招股说明书，搜狐，东吴证券研究所

在平台外营销方面，公司凭借出色的内容创意、视频监制、脚本撰写、IP 选择、直播策划、承接页撰写的能力，在一系列新媒体上为品牌进行了多次成功的投放，成功获得了大量平台外流量。著名的案例包括了百雀羚长图《一九三一》以及百雀羚营销广告《四美不开心》。

图 14：公司营销案例



数据来源：招股说明书，搜狐，东吴证券研究所

3.2.2. 效果营销：高效运营提升转化率

公司成熟的精细化运营体系，使其在广告采买和优化广告投放点击效率上已经具备相当经验。首先在流量采买和投放上，一方面由于服务多个品牌方，因此在广告流量采购上有一定的规模优势。同时，公司的广告投放团队长期积累了投放经验和技巧，可以进一步提升投放效果。随着长时间的积累，公司付费推广的聚合优势，逐步转化为可沉淀的资源及经验优势。

同时在流量运营能力上，公司在选品组合、价格带规划、卖点提炼、促销创新、视觉测试等多维度建立了专业化、数据化、流程化的团队和体系。例如：2017年，公司承接的 DR.WU 达尔肤官方旗舰店，通过精细化运营，在接店3个月的情况下店铺“618”转化率及销售额呈现高速增长。公司在 OLAY、伊丽莎白雅顿的钻展点击率也明显高于行业平均水平

图 15：公司流量运营效果



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.3. 延伸至产品设计开发领域，为品牌方提供全面服务

作为行业中为数不多拥有产品开发策划能力的代运营服务公司，公司能够为品牌方提供定制化产品开发服务。公司建立了一套完整的产品定位、策划、开发设计体系，能够有效参与到品牌方产品及营销物料的设计工作中，提供产品定位分析、内容物（成分、香型、色彩、肤感等）选取分析等服务，并配合品牌方进行后段打样跟产，确保设计质量，为线上销售提供更多助力。

举例来说，在百雀羚旗下“三生花”品牌的诞生过程中，公司对该品牌在品牌定位、形象设计等诸多方面进行了大力支持。近年来，公司已经帮助各品牌完成了百余个产品设计项目，超过 500 个物料设计项目，并投入实际应用。

同时公司正在建立产品开发创意中心，希望未来为品牌商提供商品定位策划、设计执行、工艺落地等全方位的服务。

4. 能力逐步受到各大品牌认可，客户结构多样性提升

4.1. 客户结构：合作品牌数量稳步增长，百雀羚占比逐年下降

公司能力不断得到客户认可，合作品牌数量稳健增长。公司自 12 年开始为百雀羚提供品牌线上营销服务之后，凭借着在营销、数据分析和产品开发策划的独特能力，帮助百雀羚在线上迅速放量并协助开发出“三生花”品牌。15-17 年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。公司经营的百雀羚品牌业务 GMV 也从 15 年的 2.5 亿迅速增长至 18 年的 11.4 亿。

图 16：百雀羚成交总额

(单位：亿元)	2015	2016	2017	2018
百雀羚成交总额	2.52	6.77	10.55	11.36
YOY		169%	56%	8%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

百雀羚的高速增长，也让公司逐步获得了海外品牌的认可，公司从 15 年开始经营宝洁旗下的 OLAY 官方旗舰店，此后承接了宝洁的官方旗舰店。公司在承接 OLAY 后通过出色的数据分析能力以及营销宣传能力帮助下，品牌获得飞速增长。OLAY 官方旗舰店在 16 年 GMV 增长 1.6 倍、17 年增长 157%，并在 17 年 618 获得天猫美妆精华类销售第一名、18 年双十一天猫全网美妆类第二名。

出色的成绩下，壹网壹创更是承接了宝洁的官方旗舰店，16-18 年宝洁官方旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网洗护品类目的第一名。公司来自于宝洁的收入也在 16 年至今获得高速增长。

图 17：广州宝洁对公司销售收入

(单位：百万元)	2016	2017	2018	2019H1
广州宝洁销售收入	28.2	70.7	75.8	38.4
YOY		151.0%	7.2%	33.0%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

随着百雀羚和宝洁两大品牌的成功运营，公司逐步吸引了其他知名品牌，18 年公司更是开始了爱茉莉太平洋旗下品牌在唯品会的分销合作。目前公司已与宝洁、强生、百雀羚、伊丽莎白雅顿、资生堂、爱茉莉太平洋等 30 余个国内外知名品牌开展合作，运行平台包括天猫、天猫国际、天猫超市、蘑菇街、小红书、唯品会等平台。

图 18：品牌线上服务及线上分销合作品牌情况

合作期间	合作品牌	运营平台
品牌线上营销服务		
2017 年前	百雀羚、三生花、我的美丽日志	天猫、蘑菇街
2017 年后	露得清	天猫、小红书、天猫国际
品牌线上管理服务		
2017 年前	百雀羚、雅顿、欧珀莱、大宝、沙宣、P&G、OLAY、强生婴儿、朵而、嘉媚乐	唯品会、天猫、小红书
2017 年后	袋鼠、佳洁士、达尔肤、雅芳、美肤宝、毛戈平、杨森、格兰玛弗兰、立白、超威、超威贝贝健、露得清、我的美丽日志、黑人、佰草集、芙丽美娜	天猫、天猫超市、天猫国际、公司官网、唯品会
线上分销		
2017 年前	伊丽莎白雅顿、百雀羚	天猫、淘宝、唯品会、天猫超市
2017 年后	赫妍、兰芝、吕、艾诺碧、梦妆、雪花秀、露得清	唯品会、淘宝、天猫、天猫超市

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

而随着多品牌的快速扩张，公司对百雀羚的依赖度也在逐步下降。

图 19：百雀羚成交总额占公司整体比例

(单位：亿元)	2015	2016	2017	2018
百雀羚成交总额	2.52	6.77	10.55	11.36
YOY		169%	56%	8%
占比	53.77%	40.17%	31.66%	18.25%
公司整体成交总额	4.7	16.9	33.3	62.2
YOY		303%	98%	87%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

与 GMV 类似，我们看到百雀羚占公司的收入、毛利、利润贡献比例也在过去两年出现明显下降。

图 20：百雀羚收入毛利净利占公司比例

(单位：亿元)	2016	2017	2018	2019H1
百雀羚收入	3.84	5.14	6.19	2.61
YOY	81%	56%	20%	13%
占公司收入比	76%	73%	61%	47%
百雀羚毛利额	1.48	2.12	2.6	1.11
YOY	118%	56%	23%	16%
占公司毛利比	71%	64%	60%	51%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

分业务看前五大客户收入贡献占比，1) 品牌线上管理服务业务的前五大客户收入

贡献占比逐年下降。随着合作品牌数量的增加，公司对头部合作品牌的依赖程度逐渐下降，2019H1 前五大客户收入占比 79.82%。

2) 线上分销业务中，唯品会平均收入贡献在 90%左右。除 2017 年公司未与唯品会合作外，其余年份前五大客户收入贡献合计 94%以上。

图 21：前五大客户销售收入占比变化情况

	2015	2017	2018	2019H1
品牌线上管理服务	91.68%	87.08%	83.39%	79.82%
线上分销	94.23%	48.68%	96.03%	96.56%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

同时，我们认为随着公司利用自身在美妆行业中积累的运营能力逐步向其他行业进行扩展，未来公司客户的多样性将进一步得到丰富。

4.2. 销售模式：多种销售模式结合，除老品牌及唯品会外均采取轻资产模式

壹网壹创目前主要有三种业务模式，其中品牌线上营销服务和线上分销模式需要公司买断产品之后销售产品赚取差价；而品牌线上管理服务则为轻资产的收取服务费模式。

1) 品牌线上营销服务：公司以货品采购的形式向品牌采购商品，向消费者销售产品并赚取差价，公司利润来源于销售收入与销售成本、各项费用的差额。目前公司的线上营销服务主要以天猫渠道的百雀羚为主（占比 90%左右）。

2) 品牌线上管理服务：通过公司线上运营方案的执行，帮助品牌将产品销售给终端消费者，公司根据销售结果向品牌方收取服务费盈利。公司 16 年之后合作的大部分非唯品会渠道品牌均用这种轻资产模式进行合作，目前采用该模式的品牌包括了伊丽莎白雅顿、欧珀莱、沙宣、P&G、OLAY、雅芳、佰草集等等。

图 22：公司合作品牌

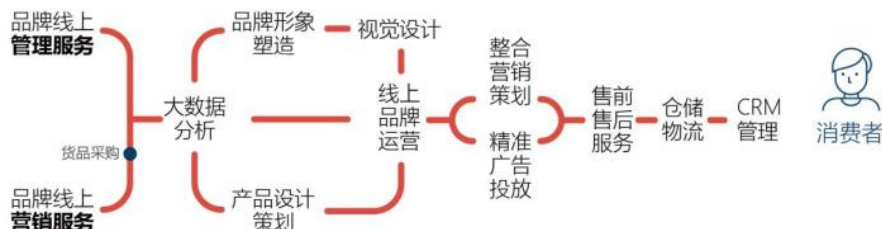


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3) 线上分销分为采购和销售两个步骤，①产品的采购根据实际销售情况，以货品买断/非买断的形式向品牌方进行采购。②公司主要客户为天猫、淘宝平台的中小卖家或

其他第三方 B2C 平台。目前公司采取买断模式的线上分销品牌主要是伊丽莎白雅顿（出售给中小卖家）以及在 18 年新增的爱茉莉太平洋旗下品牌的唯品会渠道。

图 23：品牌线上服务示意图



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24：线上分销流程示意图



数据来源：Wind，东吴证券研究所

品牌线上营销服务依旧占比最大。由于需要买断产品再通过差价销售获得利润，因此(1)**品牌线上营销服务**依旧是公司占比最大的业务模式，19H1 占销售额依旧超过 50%，同时该项业务也一直保持着稳定的增速。其中，百雀羚占到该项业务接近 90% 的销售额。

(2) **品牌线上管理服务**依靠赚取服务费为主，我们看到公司近年来服务的品牌数量稳步增长，同时随着包括宝洁、OLAY、欧珀莱、伊丽莎白雅顿等长期客户的快速增长，该部分业务收入保持增长，收入占比大约在 20% 左右。

近年来公司各项业务均保持较高的发展速度，19H1 品牌线上营销、线上管理业务均保持了 30% 左右的增速，同时在线上分销业务快速增长的带动下（18 年开始与爱茉莉太平洋合作开始为其旗下六大品牌在唯品会提供线上分销业务），公司 19H1 收入增长达到 53.5%。

图 25：按业务拆分公司收入（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019H1
总收入	507.3	704.4	1012.8	559.3
YOY	93.9%	38.9%	43.8%	53.5%
毛利率	41.0%	46.8%	42.6%	39.0%
毛利润	218.1	329.9	431.3	218.3

YOY	133.7%	51.3%	30.7%	44.2%
品牌线上营销服务	366.5	494.7	625.1	291.5
YOY	90.8%	35.0%	26.4%	29.7%
/收入	72.24%	70.22%	61.72%	52.13%
毛利率	37.39%	39.92%	41.58%	42.35%
其中百雀羚收入	335.2	489.2	596.7	251.2
YOY	96.1%	46.0%	22.0%	15.0%
占线上营销服务比	91.46%	98.91%	95.46%	86.16%
品牌线上管理服务	106.7	198.9	228.7	115.1
YOY	335.1%	86.3%	15.0%	29.8%
/收入	21.04%	28.23%	22.58%	20.59%
毛利率	58.44%	66.02%	65.28%	64.19%
品牌数量	10	17	16	16
新品牌数量	4	7	2	3
线上分销	33.0	10.7	151.5	151.3
YOY	-20.2%	-67.8%	1322.1%	209.1%
/收入	6.51%	1.51%	14.95%	27.06%
毛利率	23.52%	9.32%	12.73%	13.51%
其中：买断式	3.6	10.7	151.2	147.9
/收入	0.71%	1.51%	14.93%	26.45%
非买断式	29.4	-	0.3	3.4
/收入	5.80%	0.00%	0.03%	0.61%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

业务模式不同，导致各业务毛利率结算方式有所差异。品牌线上营销模式及线上分销模式中营业成本全部为商品采购成本，该两项业务的人力成本及仓配费用均计入销售费用。而品牌线上管理服务由于为轻资产运作，因此其营业成本主要包括运营人力（占比70%左右）以及仓配成本。

公司的毛利率在17年随着高毛利的品牌线上管理服务占比提升而增长明显，18年开始由于线上分销业务占比提升，毛利率有所下滑。

图 26：公司毛利率拆分（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019H1
整体毛利率	41.0%	46.8%	42.6%	39.0%
品牌线上营销服务				
营业成本	229.5	297.2	365.1	168.1
商品采购成本	229.5	297.2	365.1	168.1
毛利率	37.39%	39.92%	41.58%	42.35%
品牌线上管理服务				
营业成本	30.5	79.4	67.6	44.4
人力成本	32.7	49.6	55.9	30.5
仓配成本	11.7	18.0	23.5	10.7

毛利率	58.44%	66.02%	65.28%	64.19%
线上分销				
营业成本	229.5	297.2	365.1	168.1
商品采购成本	25.3	9.7	132.2	130.9
毛利率	23.52%	9.32%	12.73%	13.51%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

5. 销售费用率出现上升趋势，周转率健康

5.1. 销售费用率 19 年有所上升，管理费用率保持稳定

公司的销售费用主要来自品牌线上营销服务和线上分销两部分业务，品牌线上管理服务的推广费用由品牌方承担，而仓储和运营人力则计入营业成本。

分拆来看，公司推广费用占品牌营销线上收入的比例在 20% 左右，19H1 有较为明显的上升趋势，主要由于在激烈的市场竞争中公司增加了推广引流的费用。

仓储费用及职工薪酬在近年有略微下降的趋势，一方面由于公司开始采取部分外包的方式降低成本，另一方面由于公司收入规模的扩大降低了费用率。

图 27：公司销售费用拆分（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019H1
销售费用	106.1	122.1	190.1	103.2
推广费用	61.88	76.38	117.14	67.17
推广费用/品牌线上营销收入	16.9%	15.4%	18.7%	23.0%
推广引流	45.21	57.57	84.71	49.54
推广引流/品牌线上营销收入	12.3%	11.6%	13.6%	17.0%
平台服务费	16.67	18.81	32.42	17.63
平台服务费/品牌线上营销收入	4.5%	3.8%	5.2%	6.0%
仓储费用	24.62	27.62	41.87	19.6
仓储费用/(品牌线上营销收入+分销收入)	6.2%	5.5%	5.4%	4.4%
职工薪酬	17.49	15.9	27.26	14.84
职工薪酬/(品牌线上营销收入+分销收入)	4.4%	3.1%	3.5%	3.4%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司的管理费用率则基本保持稳定，16 年的大幅上升主要由于股权激励费用所致，扣除股权激励费用，16 年公司管理费用率在 3.8% 左右，持续保持稳定。

从净利率来看，由于收入规模较大、毛利率较低的线上分销业务占比在 18 年之后快速提升，公司净利率有所下滑，但是绝对值依旧保持较快的增长势头。

图 28：公司费用率拆分（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019H1
毛利率	35.7%	41.0%	46.8%	42.6%	39.0%

销售费用	53.1	106.1	122.1	190.1	48.8
销售费用率	20.5%	20.9%	17.3%	18.8%	18.4%
管理费用	10.9	29.5	26.4	32.4	19.0
管理费用率	4.2%	5.8%	3.7%	3.2%	3.4%
净利润	18.1	47.4	137.8	162.6	69.5
YOY		161.8%	190.5%	18.0%	35.7%
净利率	7.0%	9.4%	19.6%	16.1%	12.4%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

5.2. 公司整体周转状态健康

由于存在不同的业务模式，公司的应收账款和库存各自对应不同的业务模式。从应收账款来看，公司的应收账款主要来自品牌线上管理服务及线上分销业务，在品牌线上管理服务上公司的主要客户均是各大品牌商，各大品牌商与公司之间的结算的账期大约在 45-120 天，公司应收账款整体周转速率基本保持稳定。

图 29：公司应收账款

(单位：百万元)	2016	2017	2018	2019H1
品牌线上管理业务应收账款	106.7	198.9	228.7	115.1
品牌线上管理应收账款/收入	52.6%	40.0%	41.6%	33.6%
线上分销应收账款			3.7	9.7
线上分销应收账款/收入			2.5%	3.2%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

库存来看，公司的库存主要来自需要买断产品的品牌线上营销服务及线上分销业务，公司 17 年末与唯品会合作导致整体库存较低，18 年之后库存商品随着与爱茉莉太平洋在唯品会的合作库存大幅上升，但是整体周转还是保持稳定状态。

图 30：公司库存情况

(单位：百万元)	2016	2017	2018	2019H1
库存商品	33.6	22.7	66.6	55.2
库存商品/品牌线上营销服务成本和线上分销成本	13.2%	7.4%	13.4%	9.2%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

我们认为公司各业务均有望保持稳健的收入增速：(1) 品牌线上营销服务业务上，百雀羚预计将保持稳定的增长，新增品牌露得清预计在近两年将保持较高的增速，百雀羚品牌收入占比进一步缩小；

(2) 品牌线上管理服务业务上，随着合作品牌数量的增加及规模效应的显现，我们预计该部分业务将会持续保持 40% 以上的收入增速；

(3) 线上分销业务由于新品牌的加入，19 年预计增速超过 150%，此后有望继续保持较快的发展速度；

我们认为在品牌商对于具备全面能力的代运营龙头需求持续增长的情况下，公司凭借突出的核心竞争力有望依靠新行业、新品牌的拓展，在未来几年保持较高的增速。我们预计 19-21 年收入增速 51%/30%/27%，净利润增速 27%/38%/33% 至 2.1/2.8/3.8 亿，对应 PE61X/44X/33X，首次覆盖给予“增持”评级。

图 31：分业务营收预测（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
收入	1012.8	1531.2	1994.6	2540.0
YOY	43.80%	51.18%	30.27%	27.34%
毛利率	42.60%	39.56%	39.51%	39.99%
品牌线上营销服务	625.07	815.3	973.9	1151.8
YOY	26.37%	30.43%	19.46%	18.26%
毛利率	41.58%	42.00%	42.00%	42.00%
百雀羚	596.72	716.06	844.95	997.04
YOY	21.97%	20.00%	18.00%	18.00%
品牌线上管理服务	228.73	321.6	469.1	670.1
YOY	15.01%	40.63%	45.83%	42.86%
毛利率	65.28%	65.30%	65.00%	65.00%
线上分销	151.45	385.9	541.9	706.4
YOY	1321.63%	154.82%	40.41%	30.35%
毛利率	12.73%	13.00%	13.00%	13.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 32：可比公司估值水平比较（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
丸美股份				
营业收入	1,575.8	1,871.3	2,224.7	2,648.7
YOY	16.5%	18.8%	18.9%	19.1%
归母净利润	415.3	536.3	637.7	746.2
YOY	33.1%	29.1%	18.9%	17.0%
P/E（倍）	61.6	47.7	40.1	34.3
宝尊电商				
营业收入	5,393.04	7,279.67	9,502.92	11,707.38
YOY	30.0%	35.0%	30.5%	23.2%
归母净利润	269.71	378.32	654.56	1,025.68

YOY	29.1%	65.8%	57.7%	54.5%
P/E (倍)	42.4	40.8	23.6	15.0
珀莱雅				
营业收入	2,361.25	3,097.3	4,025.8	5,049.7
YOY	32.4%	31.2%	30.0%	25.4%
归母净利润	287.19	383.7	506.7	642.1
YOY	43.0%	33.6%	32.0%	26.7%
P/E (倍)	61.9	46.3	35.1	27.7
平均 PE	55.3	44.9	32.9	25.7
壹网壹创				
营业收入	1,012.8	1,531.2	1,994.6	2,540.0
YOY	43.8%	51.2%	30.3%	27.3%
归母净利润	162.6	207.0	284.7	378.4
YOY	18.0%	27.3%	37.5%	32.9%
P/E (倍)	77.4	60.8	44.2	33.3

备注：除壹网壹创及丸美股份为东吴证券预测外，其余均为 Wind 一致预测，PE 为 19 年 12 月 11 日市值计算。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

1、化妆品行业零售增速较容易受到宏观经济波动影响，因此若整体经济环境出现大幅度恶化，则会影响公司代运营品牌的终端零售增速；

2、化妆品品牌之间竞争激烈，消费者也较容易在各品牌之间切换，公司所代理品牌存在销售不及预期的风险

3、公司希望依靠自身代运营能力向其他行业和其他品牌进行拓展，但由于各行业和品牌之间存在运营差异，公司存在拓展不及预期的风险

壹网壹创三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	422.0	1,260.9	1,358.3	1,557.2	营业收入	1,012.8	1,531.2	1,994.6	2,540.0
现金	107.0	906.8	942.2	1,038.3	营业成本	581.5	925.4	1,206.5	1,524.3
应收款项	94.3	141.2	143.7	219.1	营业税金及附加	6.1	12.2	16.0	20.3
存货	74.6	99.6	133.7	148.5	销售费用	190.1	295.8	368.2	451.1
其他	87.1	41.0	65.0	64.3	管理费用	32.4	44.4	57.8	73.7
非流动资产	81.3	156.0	229.6	271.3	财务费用	-0.8	-11.3	-23.6	-26.0
可供出售金融资产	10.0	10.0	10.0	10.0	投资净收益	0.0	1.0	1.0	1.0
固定资产	11.9	88.2	161.0	201.8	资产减值损失	1.5	1.7	1.6	2.6
无形资产	0.2	0.6	0.6	0.6	营业利润	202.5	262.9	367.1	492.9
其他	40.3	40.3	40.3	40.3	营业外净收支	14.8	14.9	13.9	12.9
资产总计	503.3	1,416.9	1,587.9	1,828.5	利润总额	217.3	277.9	381.1	505.9
流动负债	103.3	135.3	163.9	215.3	所得税费用	54.7	70.9	96.4	127.5
应付票据及应付账款	21.5	34.5	38.6	53.8	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他应付款项	81.8	100.7	125.3	161.5	归属母公司净利润	162.6	207.0	284.7	378.4
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT	208.9	265.6	362.1	490.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	215.5	270.4	370.4	501.2
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
负债总计	103.3	135.3	163.9	215.3	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	2.71	2.59	3.56	4.730
归属母公司股东权益	400.0	1,281.7	1,424.0	1,613.2	每股净资产(元)	6.67	16.02	17.80	20.16
负债和股东权益总计	503.3	1,416.9	1,587.9	1,828.5	发行在外股份(百万股)	60.0	80.0	80.0	80.0
					ROIC(%)	39.1%	15.4%	19.0%	22.8%
					ROE(%)	40.7%	16.2%	20.0%	23.5%
					毛利率(%)	42.6%	39.6%	39.5%	40.0%
					EBIT Margin(%)	20.6%	17.3%	18.2%	19.3%
					销售净利率(%)	16.1%	13.5%	14.3%	14.9%
					资产负债率(%)	20.5%	9.5%	10.3%	11.8%
					收入增长率(%)	43.8%	51.2%	30.3%	27.3%
					净利润增长率(%)	18.0%	27.3%	37.5%	32.9%
					P/E	77.4	60.8	44.2	33.3
					P/B	31.5	9.8	8.8	7.8
					EV/EBITDA	58.4	46.6	34.0	25.1

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

