

消费升级与娱乐研究中心

丽人丽妆 (605136.SH) 买入 (首次评级)

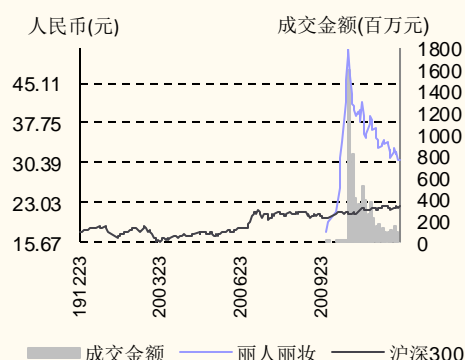
公司深度研究

市场价格 (人民币): 28.06 元

目标价格 (人民币): 33.95 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.00
已上市流通 A 股(亿股)	.40
总市值(亿元)	112.24
年内股价最高最低(元)	51.51/17.61
沪深 300 指数	5007
上证指数	3382



公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,615	3,874	4,453	5,331	6,381
营业收入增长率	5.69%	7.18%	14.94%	19.70%	19.69%
归母净利润(百万元)	252	286	326	389	467
归母净利润增长率	11.04%	13.36%	13.89%	19.42%	19.93%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.79	0.81	0.97	1.17
每股经营性现金流净额	-0.52	0.41	0.70	0.35	0.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.44%	18.05%	14.40%	15.59%	16.81%
P/E	N/A	N/A	37.85	31.70	26.43
P/B	N/A	N/A	5.45	4.94	4.44

来源: 公司年报, 国金证券研究所

投资逻辑

- **资深化妆品电商服务商:** 2010 年成立, 以天猫平台、零售模式为主, 客户以国际化妆品公司为主, 如欧莱雅集团 (18 年以来逐步终止合作)、汉高集团、爱茉莉太平洋等, 截止 19 年底合作 60+ 品牌客户。17 年以前公司业绩保持高速增长, 18 年以来业绩增速放缓, 主要受到欧莱雅集团、汉高、上海家化、相宜本草等客户合作关系终止影响。对比同业, 盈利性居中游, 重零售模式下现金流大、回款快速。2020 年 10 月公司公开发行新股 4001 万股, 募集 4.20 亿元投向品牌推广与渠道建设 (1.98 亿元)、数据中心建设及信息系统升级、综合服务中心建设、补充流动资金项目等。
- **行业高景气, 集中度提升:** 19 年电商代运营 1.14 万亿元, 15~19 年复合增 27.9%, 其中美妆复合增 100%+。零售、服务两大模式为主, 零售模式由代运营商买断货品 (国际美妆品牌出货 5~7 折, 品牌越小/采购规模越大, 折扣越低)、营销推广销售, 资金占用多、承担库存, 收入规模大、毛利/净利率较低; 服务模式收佣金 (美妆佣金率 15~20%), 收入规模小、毛利/净利率较高。大平台天猫培育头部代运营商, 如宝尊、丽人丽妆、网创等, 年成交额超 10 亿元, 18 年 CR4 32%, 集中于天猫, 集中度提升。
- **电商驱动品牌触网, 品牌诉求主导代运营发展:** 随着电商重要性提升, 品牌触网意愿增强, 品牌初期缺乏运营经验, 需依托专业代运营商, 成长期品牌多追求销量, 偏好零售模式、给予代运营商高折扣、高返利, 品牌发展成熟后追求稳健增长, 给予代运营商低折扣、低返利; 待自主运营能力提升后, 品牌或从零售转为服务模式, 甚至转为自主运营。当前 80~90% 国际品牌、20~30% 国产品牌有代运营需求。
- **龙头地位稳固, 优先获益行业集中度提升, 分享新品牌客户成长:** 公司占据先发优势, 积累规模及经验优势, 对行业理解深入。未来电商仍高速增长, 跨境品牌等触网意愿仍强。头部品牌基本被瓜分殆尽, 小品牌争相入局贡献增量、机会仍存。
- **盈利预测与投资建议:** 18~20 年公司大客户合作关系调整致业绩波动, 预计 21 年恢复快速增长。预计 20~22 年 EPS 为 0.81/0.97/1.17 元, 给予 21 年 35 倍 PE, 目标价 33.95 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 品牌终止合作; 营销不及预期; 国潮兴起、国际品牌竞争加大。

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

自 2018 年至今，公司零售业务营收受到欧莱雅集团电商渠道策略调整影响、增速出现较大幅度放缓，双方合作的品牌陆续终止代运营服务，2020 年 7 月前五大采购商中相宜本草终止合作关系亦带来较大影响，其他客户合作关系总体较为稳定，预计 2021~2022 年营收增速将有所回升。假设 2020~2022 年公司零售业务营收增速分别为 15%、20%、20%。

公司服务业务近年保持双位数（10~20%）增长，占比在 5%左右，2019 年受到部分客户关系终止影响，首次出现大幅下滑、下降 56.08%、出现波动。未来预计服务业务保持双位数增长。假设 2020~2022 年服务业务营收增速分别为 15%、15%、15%。

受大客户合作关系终止，小客户营收贡献相应占比提升，而由于小客户体量较小，议价能力相对较弱、公司毛利率预计提升，假设 2020~2022 年毛利率分别为 38.85%、39.06%、39.15%。同时小客户追求增长，前期相关的营销投放费用较多，对公司短期费用表现或有影响，未来规模效应提升后费用端压力将缓解。因此假设 2020~2022 年销售费用率分别为 26.55%、26.30%、26.10%，管理费用率为 2.66%、2.72%、2.72%。

此外，公司 2019 年 7~12 个月存货占比提升，计提的存货资产减值增多，该影响持续至 2020 年，未来随着公司加强库存管理，资产减值损失将得到控制。

■ 本文创新之处

本文从行业成长性、细分品类机遇、主要运营模式、国内外大小品牌对代运营需求等多个角度深入分析了代运营行业。

从行业生态的根本出发，分析电商、品牌与代运营三者之间的关系，得出“渠道驱动品牌、品牌主导代运营”的结论。

从品牌的生命周期角度出发，分析品牌对电商渠道的布局思路，进而得出“代运营行业的成长在于中小品牌”的结论。

系统整理对比代运营上市公司的财务数据，得出“中腰部代运营商引领行业成长”、“不同模式、客户大小等影响代运营商财务指标”等结论。

■ 股价上涨的催化因素

新签知名品牌客户；对外投资品牌。

■ 估值和目标价格

预计 2020~2022 年公司 EPS 分别为 0.81、0.97、1.17 元，未来三年净利润年均复合增速为 20.43%。参考同业估值水平，建议给予公司 21 年 35 倍 PE，对应目标价为 33.95 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

品牌终止合作；营销投放效果不及预期；国潮兴起、年轻一代偏好国产化妆品；次新股风险。

内容目录

投资要件	2
1、公司介绍：资深化妆品电商服务商	7
1.1、公司概况：资深化妆品代运营商	7
1.2、股权结构：股权集中，阿里参股	9
1.3、募投项目：投资品牌推广及渠道拓展等	10
2、电商代运营行业：机遇与挑战并存	11
2.1、概述：行业景气，代运营持续渗透	11
2.1.1、基本情况：行业快速成长，美妆、服饰及家电等为主要需求方	11
2.1.2、分类：随品牌方需求多样化，形成不同维度细分市场	12
2.2、生态：渠道驱动品牌、品牌主导代运营	14
2.2.1、电商 VS 代运营：代运营随电商发展而不断演进	14
2.2.2、品牌 VS 代运营：品牌方处主导地位，双方处于动态博弈	17
2.3、格局：集中度提升，中腰部品牌客户待拓展	19
2.3.1、头部集中效应明显，大平台热门品类易产生大服务商	19
2.3.2、头部品牌客户被瓜分殆尽，中腰部品牌客户机会仍存	22
2.4、展望：代运营行业进入下半场	23
2.4.1、前景：电商大盘增速仍较高	23
2.4.2、格局：头部国际品牌内生高增存自营风险，小品牌争相入局贡献增量	24
3、财务分析：业内龙头规模优势凸显，成长性放缓	24
3.1、历史财务：近年营收增速放缓，规模效应下盈利能力提升	24
3.2、同业对比：盈利性处于中游水平，应收账款少	27
3.2.1、概况：业务模式、合作品牌、发展阶段等影响代运营财务指标	27
3.2.2、成长性：行业呈现集中化，中腰部代运营商成长性最高	28
3.2.3、模式与盈利性：重零售模式，盈利指标居中游	29
3.2.4、营运性：重零售模式下现金流量大、回款快速	32
4、竞争优势：最资深的化妆品代运营服务商	33
4.1、行业先发龙头，合作品牌多、对行业理解更为深入	33
4.2、多年电商零售模式、积累规模和运营经验优势	34
4.3、与阿里深度合作，股权和高管上均有体现	36
5、盈利预测	37
5.1、关键假设及盈利预测	37
5.2、相对估值	38
5.3、估值结论与投资评级	39
6、风险分析	39

图表目录

图表 1: 公司业务示意.....	7
图表 2: 公司业务介绍.....	8
图表 3: 公司分业务收入结构 (%)	9
图表 4: 公司业务分电商平台收入结构 (%)	9
图表 5: 公司营业收入及同比增速.....	9
图表 6: 公司归母净利润及同比增速.....	9
图表 7: 截止 2020 年 11 月公司股权结构.....	10
图表 8: 公司募投项目情况.....	10
图表 9: 2015~2019 年我国电商代运营行业规模及同比增速.....	11
图表 10: 2012~2021 年我国品牌电商服务市场交易规模及同比增速 (%) ..	11
图表 11: 我国 2019 年电商服务商主要服务品类品牌数量占比 (%)	12
图表 12: 2016~2019 年电商服务增速较大的品类.....	12
图表 13: 品牌电商服务商产业链中角色示意.....	13
图表 14: 电商代运营服务行业两种主要经营模式比较.....	14
图表 15: 品牌电商服务商产业链中角色示意.....	16
图表 16: 我国社交电商交易规模及同比增速.....	17
图表 17: 我国进口跨境电商交易规模及同比增速.....	17
图表 18: 2019 年网络零售 B2C 市场份额 (%)	17
图表 19: 2012~2019 年主要电商平台网络零售 B2C 市场份额走势 (%)	17
图表 20: 2019 年三种品类品牌商对电商服务需求比例以及电商服务佣金率 (%)	18
图表 21: 2019 年国际品牌、国内品牌中对电商服务商的需求比例	18
图表 22: 2017~2018 年壹网壹创服务百雀羚收取的实际服务费率 (%)	19
图表 23: 若羽臣 2017~2018 年前十大品牌和其他品牌毛利率比较 (%)	19
图表 24: 2016~2018 年化妆品主要代运营服务商电商零售业务毛利率 (%)	19
图表 25: 2018 年我国电商服务市场行业竞争格局.....	20
图表 26: 2016~2018 年我国电商服务行业第一梯队 GMV 占比	20
图表 27: 天猫服务商星级权益.....	20
图表 28: 2020 年上半年天猫分星级运营服务商数量及入选规模.....	21
图表 29: 头部代运营服务商概览.....	21
图表 30: 2020 年第一季度化妆品行业天猫运营服务商排行榜	21
图表 31: 2019 年下半年京东优秀店铺合伙人 (列示部分)	22
图表 32: 2019 年我国前十大化妆品公司部分旗下品牌代运营梳理.....	22
图表 33: 阿里全网化妆品销售额及同比增速.....	23
图表 34: 2019 年主要护肤品牌天猫旗舰店销售额同比增速.....	24
图表 35: 丽人丽妆电商零售业务主要品牌营收增速.....	24
图表 36: 天猫服务商代运营服务的具体执行.....	24
图表 37: 公司营收及同比增速.....	25

图表 38: 公司净利及同比增速.....	25
图表 39: 公司分业务营收占比.....	25
图表 40: 公司各业务营收同比增速.....	25
图表 41: 公司毛利率、净利率与期间费用率.....	26
图表 42: 公司销售费用率、管理费用率.....	26
图表 43: 公司分业务毛利率.....	26
图表 44: 公司存货收入比、存货周转率.....	27
图表 45: 公司应收账款周转率.....	27
图表 46: 若羽臣品牌终止合作情况.....	27
图表 47: 2019 年代运营商营收规模 (亿元)	28
图表 48: 2019 年代运营商归母净利润、净利率	28
图表 49: 2014~20Q1~3 代运营商营收增速 (%)	29
图表 50: 2014~20Q1~3 代运营商净利增速.....	29
图表 51: 公司与同业对不同业务定义和名称比较.....	29
图表 52: 2014 年代运营商零售、服务、其他营收占比.....	30
图表 53: 2019 年代运营商零售、服务、其他营收占比.....	30
图表 54: 2013~2019 年代运营商零售业务毛利率 (%)	30
图表 55: 2013~2019 年丽人丽妆电商零售业务返利前毛利率 (%) 及返利占相关业务营收比重 (%)	31
图表 56: 2019 年代运营商电商零售业务返利前毛利率 (%) 及返利占相关业务营收比重 (%)	31
图表 57: 2013~2019 年代运营商服务业务毛利率 (%)	31
图表 58: 2019 年代运营商服务业务净利率 (%)	32
图表 59: 2019 年代运营商存货周转天数.....	32
图表 60: 2019 年代运营商应收账款周转天数.....	32
图表 61: 2019 年代运营商销售/采购商品及劳务收到的现金金额 (亿元)	33
图表 62: 2017~2019 年代运营经营活动净现金流 (亿元) 18 年是负的.....	33
图表 63: 公司代表服务品牌培育情况.....	33
图表 64: 公司代表服务品牌 GMV 同比增速 (%)	34
图表 65: 公司前五名供应商采购情况.....	34
图表 66: 公司向前五名供应商平均采购规模 (百万元)	35
图表 67: 国内化妆品代表公司向前五大客户销售平均规模 (百万元)	35
图表 68: 公司分业务持续合作的品牌数量 (个)	35
图表 69: 公司分业务持续合作的品牌占各业务收入比例 (%)	35
图表 70: 公司 2016 年以来新增和终止合作品牌情况.....	35
图表 71: 2019 年代运营公司员工人均净利贡献 (万元)	36
图表 72: 公司与天猫合作历程.....	37
图表 74: 天猫不同级别服务商享受平台权益不同.....	37
图表 75: 盈利预测 (营收/净利单位: 百万元)	38

图表 76: 可比公司盈利预测与估值.....38

1、公司介绍：资深化妆品电商服务商

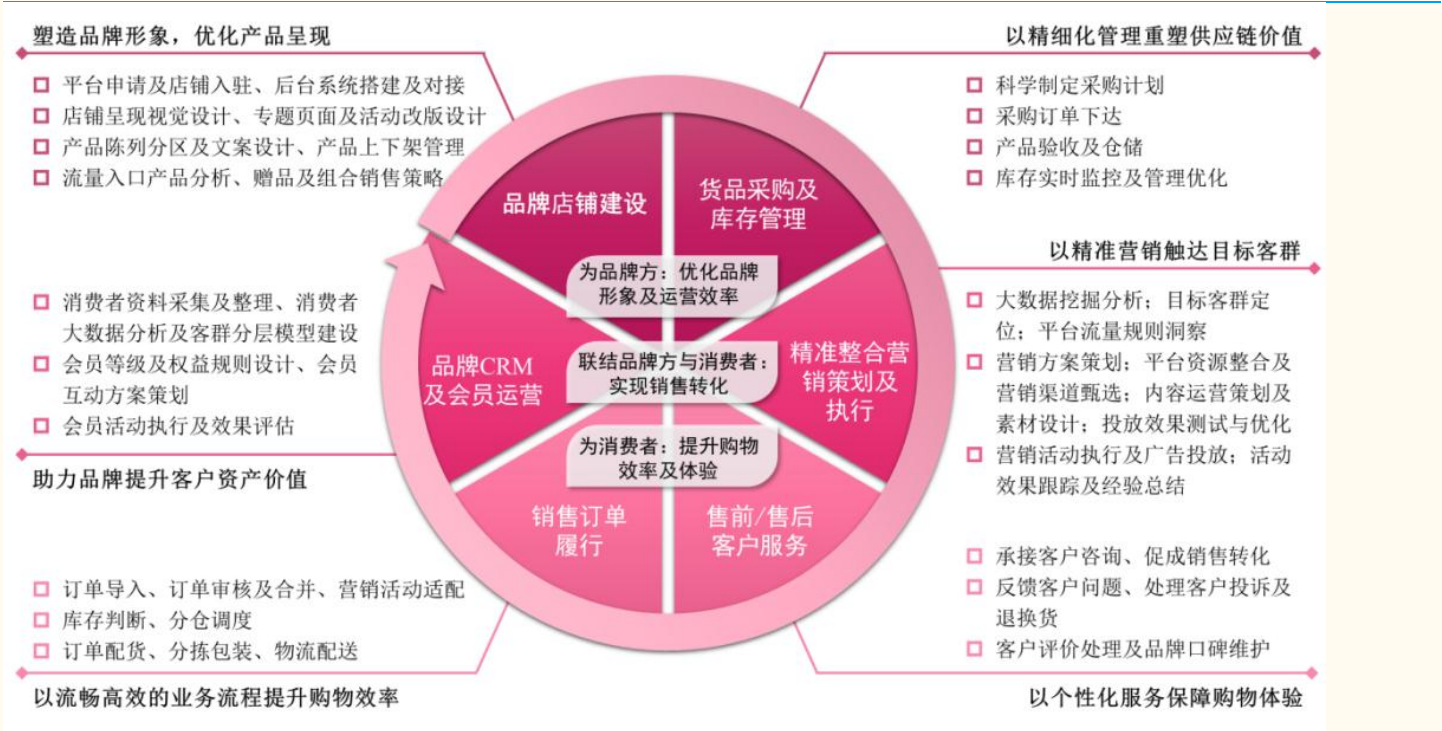
1.1、公司概况：资深化妆品代运营商

■ 品牌：主品牌专注敏感肌护理，衍生品牌试水多层次运营

公司成立于 2010 年，为国内领先的化妆品网络零售服务商，凭借对行业特点、品牌特征及消费习惯的深刻理解和洞察，以及在线上零售方面积累的专业运作经验、数据分析及精准营销策划能力，主要接受品牌方的委托，在线上开设、运营官方旗舰店，实现产品的在线销售。在此过程中，公司为品牌方提供覆盖店铺基础运营、页面视觉设计、产品设计策划、整合营销策划、精准推广投放、大数据分析、售前/售后客户服务、CRM 及会员运营、仓储物流等多个环节的全链路网络零售综合服务，从而提高品牌线上零售的运营效率，助力品牌在线上渠道的价值重塑和销售转化，挖掘其市场潜力，提升其品牌形象与市场地位，与品牌方携手共赢；同时，满足消费者对于优质正品和消费升级的诉求，并以个性化服务优化消费者的购物效率和体验。

公司起家于相宜本草代运营，此后不断拓展客户，其中以国际化妆品公司为主，如欧莱雅集团、汉高集团、爱茉莉太平洋等，截止 2019 年底，公司与施华蔻、兰芝、雅漾、雪花秀、美丽芳丝、凡士林等超过 60 个化妆品品牌达成合作关系。公司与大部分主要品牌方的合作整体较为稳定，部分客户终止合作关系，如欧莱雅集团战略调整，自 2018 年以来其旗下兰蔻、巴黎欧莱雅、美宝莲等品牌终止与公司的代运营服务。

图表 1：公司业务示意



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司主要业务模式为电商零售业务为主、品牌营销运营服务为辅，另有少量其他业务（分销、寄售业务），其中电商零售业务收入 2013~2019 年占公司总收入比例均超过 92%。

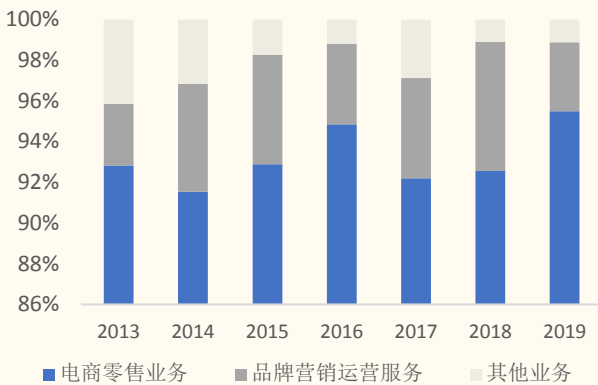
图表 2：公司业务介绍

业务分类	业务介绍	盈利模式	主要合作品牌/公司	2019 年收入 (单位: 亿元) (占比)	2019 年毛利率
电商零售业务 (也称买断、经销)	公司与化妆品等产品的品牌方签订销售协议, 以买断方式向品牌方或其国内总代理采购产品, 主要在电商平台开设品牌官方旗舰店, 以网络零售的形式把产品销售给终端消费者。在此过程中, 公司提供品牌店铺建设及运营、产品采购及库存管理、整合营销策划、精准推广投放、订单执行、仓储物流、客户服务等一系列服务	销售价格与采购成本及各项费用 (营销、仓储、物流等) 的差额。	汉高 (施华蔻母公司)、美宝莲、雪花秀、芙丽芳丝、兰芝等	37 (95.50%)	35.21%
运营服务	公司接受品牌方的委托, 建设、运营其线上品牌官方旗舰店。公司根据不同品牌方的需求, 主要提供品牌店铺建设及运营、营销推广、客户服务等环节的网络零售服务, 并根据合同约定及销售业绩实现情况收取服务费	服务费用与发生的人力、营销投入采购等成本及各项费用的差额。	后、菲诗小铺、珂莱欧、佑天兰、贝玲妃等	1.32 (3.39%)	57.05%
品牌营销运营服务	公司为品牌方就某项产品或活动提供营销策划及方案执行, 以及跨渠道营销推广及分析等服务, 从而提高品牌知名度及影响力, 实现品牌价值的最大化, 提升品牌触达目标客户的机会和销售转化的效率, 并综合考虑品牌成熟度及服务成本, 向品牌方收取相应的服务费	在公司购货成本的基础上加上必要费用及利润, 形成分销价格。; 公司承担产品运输至分销商指定送货地点的运输费用, 除运输费用之外不支付其他费用。	汉高 (施华蔻母公司)、凯朵、芙丽芳丝、相宜本草等	0.43 (1.11%)	4.08%
分销业务	主要客户为线上渠道店铺卖家, 公司与其签订分销合同, 从品牌商处采购、销售予分销客户 (对客户一般采用先款后货模式)	寄售价格为寄售方终端价格, 一般高于分销价格。公司除承担产品运输至寄售方指定送货地点的运输费用外, 还需要向寄售方支付寄售折扣及推广费用。	客户为分销商		
其他业务	为扩大销售渠道, 公司将化妆品委托屈臣氏售卖, 通过屈臣氏渠道销售产品, 给予其寄售折扣、并支付业务推广费用, 赚取商品差价。		客户为屈臣氏等线下店铺寄售方		

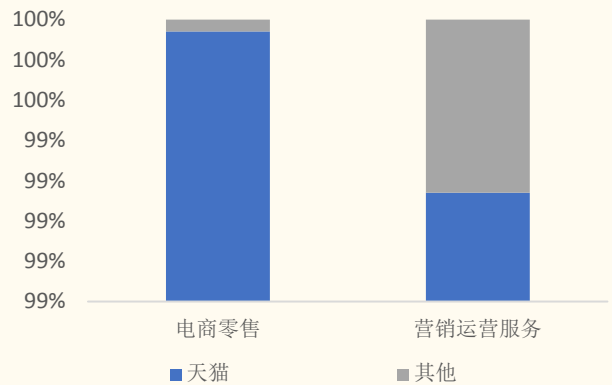
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司主要销售平台为天猫，电商零售业务、品牌营销运营服务业务中天猫销售额 2019 年占各平台收入的比例分别为 99.94%、99.14%，另外电商零售业务有零星收入来自于公司自有 APP、亚马逊、拼多多、小红书等平台，品牌营销运营服务业务有零星收入来自于品牌官方商城。

图表 3: 公司分业务收入结构 (%)



图表 4: 公司业务分电商平台收入结构 (%)



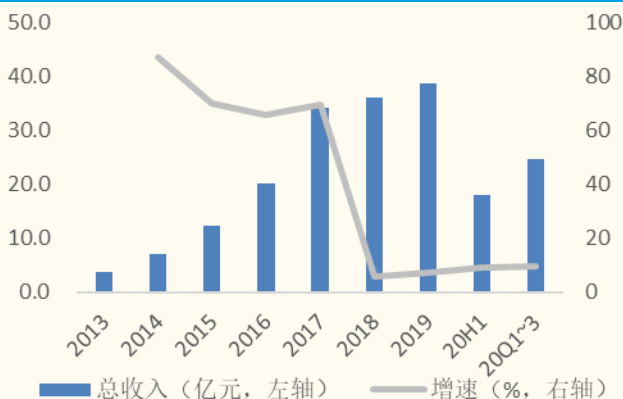
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

公司 2013 年以来收入和利润保持较快增长, 收入自 2013 年的 3.82 亿元快速成长至 2019 年的 38.74 亿元, 其中 2013~2017 年收入保持了 60% 以上的增长, 2018 年受部分品牌合作关系终止影响放缓至 5.69%、2019 年同比增 7.19%, 20Q1~3 继续保持个位数增长、同增 9.72%。

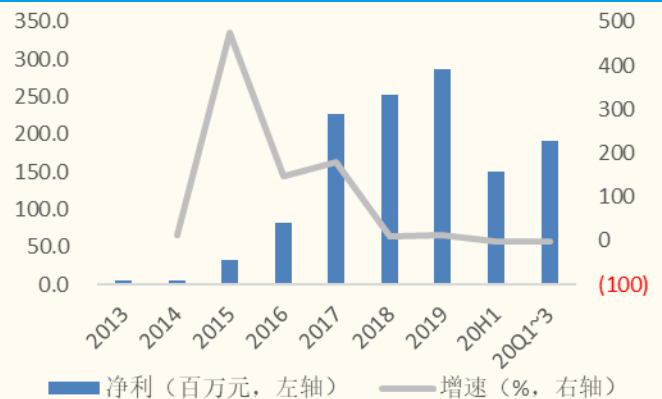
归母净利润方面, 在期间费用规模效应下, 2015~2017 年公司净利实现了三位数增长、2018 年随收入增速放缓而放缓至 11.04%、2019 年同增 13.36%, 净利率自 2014 年的不到 1% 持续提升至 2019 年的 7.34%。公司 2019 年全年实现营业收入 38.74 亿元、归母净利润 2.86 亿元。20Q1~3 营收、净利增速均放缓, 分别为 9.72%、-1.90%。

图表 5: 公司营业收入及同比增速



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 6: 公司归母净利润及同比增速



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.2、股权结构: 股权集中, 阿里参股

公司董事长兼总经理黄韬先生为实际控制人、直接持有公司 33.49% 股份、并通过上海丽仁间接持有公司 0.12% 股份 (上海丽仁控股股东为公司董事、副总经理黄梅)。其中上海丽仁和上海丽秀为将原北京丽人丽妆股东所间接持有的丽人有限 (公司前身) 股权进行还原, 非员工持股平台。

另外, 阿里网络持有公司 17.59% 股份、为公司第二大股东。阿里系投资公司较早, 早在 2012 年 7 月阿里创投投资公司前身丽人有限、成为公司第二大股东, 2015 年 11 月阿里创投将其持有股份转让予阿里网络, 2015 年公司再次增资、阿里网络持股比例变为目前的 17.59%。

图表 7：截止 2020 年 11 月公司股权结构

股东名称	持股数量（百万股）	持股比例（%）
黄韬	133.98	33.49%
阿里网络	70.38	17.59%
Crescent Lily	34.88	8.72%
上海丽仁	31.37	7.84%
Milestone	21.14	5.28%
Asia-Pacific	21.14	5.28%
领誉基石	16.09	4.02%
上海丽秀	13.19	3.30%
上海奔丽	3.74	0.94%
广发乾和	3.27	0.82%
汉理前隆	3.17	0.79%
汉理前骏	1.66	0.42%
汉理前泰	1.66	0.42%
苏州冠鼎	1.64	0.41%
苏州冠新	1.64	0.41%
汉理前秀	1.06	0.26%
公开发行	40.01	10.00%
合计	400.01	100.00%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.3、募投项目：投资品牌推广及渠道拓展等

2020 年 10 月公司公开发行新股 4001 万股，募集资金净额 4.20 亿元投向品牌推广与渠道建设、数据中心建设及信息系统升级、综合服务中心建设、补充流动资金项目等，项目建设期均为 2 年。

图表 8：公司募投项目情况

项目	具体项目	投资规模（亿元）	募集资金投入规模（亿元）	建设周期
品牌推广与渠道建设项目	品牌推广	0.94	1.98	2 年
	渠道拓展	1.20		
	线下体验店建设	0.54		
	小计	2.68		
数据中心建设及信息系统升级项目		0.67	0.49	2 年
综合服务中心建设项目		1.30	0.96	2 年
补充流动资金		1.21	0.89	2 年
合计		5.86	4.32	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

其中，品牌推广与渠道建设项目包括 3 个子项目：

1) 品牌推广：具体包括新媒体广告投放（微博、微信、小红书、视频网站、网络红人、KOL、自媒体等新媒体渠道宣传）、电商平台站内广告投放、品牌策划投入（与核心品牌共同合作的大型年度推广活动、新品发布等专题活动），借助多种营销方式促进品牌和消费者之间的双向互动和情感传递，提升公司代理品牌价值。

2) 渠道拓展：主要为公司对其他电商平台及海外渠道的布局，构建更为丰富的销售网络。公司目前绝大部分销售来自于天猫平台（2018 年公司主要业务中天猫平台占比超过 99%），随着社交电商等新兴销售渠道兴起、渠道日趋多元化，公司将逐步拓展新的国内外电商平台等渠道形成多元化销售通路，同时

通过覆盖小红书、微信、微博等社交媒体，建立全链路、多层次、精准化的品牌营销网络。

3) 线下体验店建设：2017 年公司于上海外高桥自贸区开设了丽人丽装国际美妆线下消费体验馆。公司将在线下体验店中引入肌肤测试、虚拟试妆体验、产品成分测试等个性化体验功能，增加消费者的互动体验，实现线上线下全渠道融合，同时为线上销售引入更多流量。

2、电商代运营行业：机遇与挑战并存

公司所处行业为化妆品品类的电商服务行业，其模式以电商零售（即经销）为主，所处的化妆品行业和电商行业当前均处于快速发展阶段。

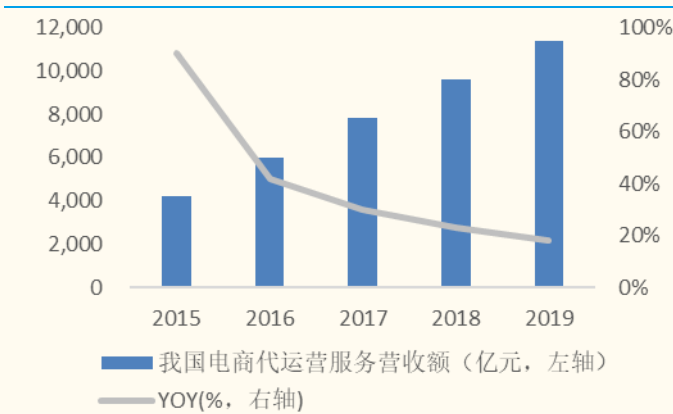
2.1、概述：行业景气，代运营持续渗透

2.1.1、基本情况：行业快速成长，美妆、服饰及家电等为主要需求方

根据商务部，电商代运营服务是指为企业提供全托式电子商务服务的一种服务模式，即指传统企业以合同的方式委托专业电子商务服务商为企业提供部分或者全部的电子商务运营服务。

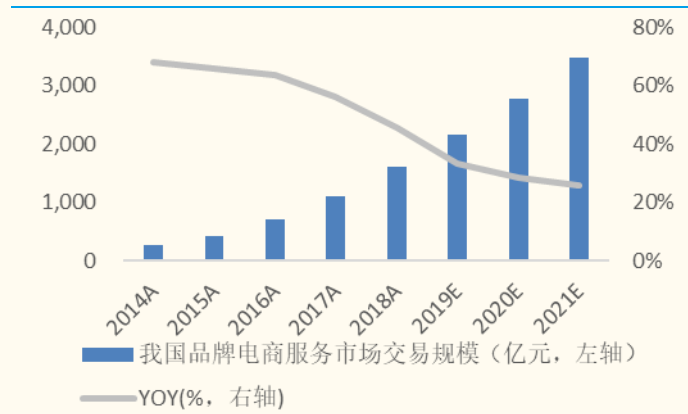
2019 年我国电商代运营产业规模 1.14 万亿元、同比增长 18%，2015~2019 年复合增速达到 27.9%。根据艾瑞咨询，2018 年我国品牌电商服务市场交易规模 1613.4 亿元、预计到 2021 年达到 3473.6 亿元，期间年复合增速为 29.1%。

图表 9：2015~2019 年我国电商代运营行业规模及同比增速



来源：商务部《2019 年中国电子商务报告》，国金证券研究所

图表 10：2012~2021 年我国品牌电商服务市场交易规模及同比增速 (%)

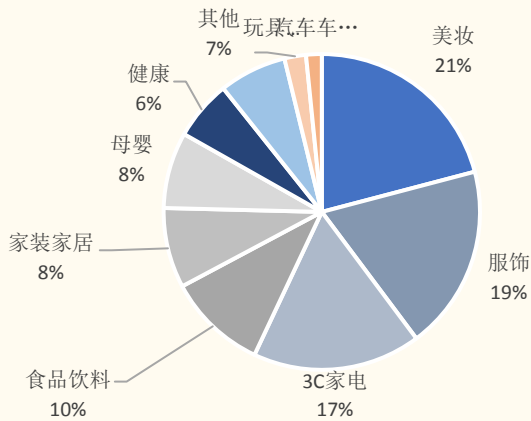


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

分品类来看，美妆、服饰、家电等为我国电商服务商服务的前三大品类，2019 年品牌数量分别占比 20.9%、18.9%、17.2%。

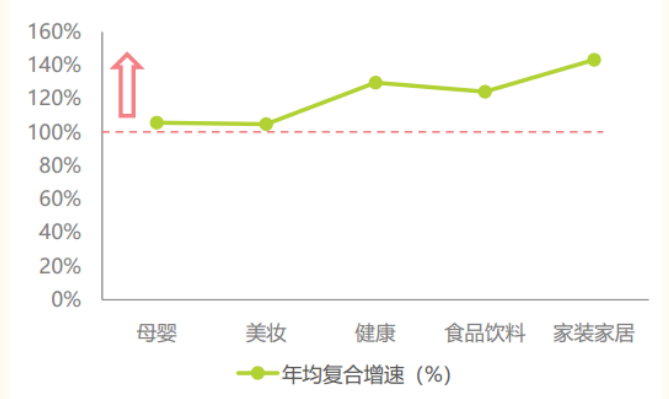
分品类成长性来看，母婴、美妆、健康、食品饮料、家装家居等增速较高，2015~2019 年电商服务规模增速均超 100%。

图表 11：我国 2019 年电商服务商主要服务品类品牌数量占比 (%)



来源：商务部《2019 年中国电子商务报告》，国金证券研究所

图表 12：2016-2019 年电商服务增速较大的品类



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

2.1.2、分类：随品牌方需求多样化，形成不同维度细分市场

品牌电商服务行业随着品牌方需求的多样化形成了不同维度的市场细分。

■ 按服务品类丰富度分：综合型 VS 垂直型

在覆盖品类方面，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；垂直型品牌电商服务专注于美妆、家电 3C、母婴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，有针对性地开展营销策划。

■ 按服务内容分：模块类服务 VS 综合全程式服务

在服务内容方面，随着品牌电商服务内容日趋多元化、精细化，从初期的基础服务（运营、客户服务）拓展至核心服务（IT、营销、仓储物流）以及增值服务（数据分析等），行业内大部分服务商集中于基础服务和部分核心服务，并积极发展核心服务和增值服务以提升精细化运营程度和服务价值。

品牌电商服务包括店铺运营、IT、营销、仓储物流、客户服务等。品牌电商服务主要渠道包括 B2C 平台的品牌官方旗舰店、少量品牌专卖店以及品牌官网商城。

图表 13：品牌电商服务商产业链中角色示意



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

■ 按业务模式分：零售模式 VS 运营模式

狭义的电商代运营服务行业经营模式主要分为电商零售模式和品牌运营模式两类，这两类模式下服务商提供代运营服务，会介入店铺日常运营和销售环节、其业绩与销售结果挂钩，二者各有优劣、具体比较如下表。

图表 14：电商代运营服务行业两种主要经营模式比较

	电商零售模式（也称买断、经销）	品牌运营模式（也称代运营服务）
模式概况		
业务介绍	网络零售服务商取得品牌方授权，向品牌方以一定折扣价采购产品，在线上店铺面向终端消费者进行产品销售	网络零售服务商接受品牌方委托，代为运营品牌方在第三方电商平台上的品牌店铺
店铺和货品的所有权人	服务商	品牌
盈利模式	盈利来源于销售价格与采购成本及各项费用的差额，其中服务商需承担店铺运营、营销推广和人力成本	服务费与人力等投入的差额（品牌方自主承担仓储、物流及其他与店铺运营无环节的成本），其中服务费一般包括固定服务费及与销售业绩等挂钩的服务佣金
业务模式优势	服务商对整个产品销售环节具有很强把控能力、对定价及促销有更大的控制权，并且由于经销商的角色跟品牌绑定更深，并能掌握第一手用户消费特征数据	运营成本及资金投入较小
业务模式劣势	承担存货风险，资金占用相对较大，由于服务商自行承担多种费用，对其经营管理能力要求较高	仅作为代运营角色、跟品牌的合作深度不如经销
财务核算方法		
收入	对消费者实际销售额	按实际销售额抽佣，相同 GMV 情况下，服务模式收入更低
营业成本	产品的采购额，公司向品牌方的采购折扣与品牌影响力及采购规模相关	人力运营、广告费
费用	广告费、仓储物流、平台运营费用及职工薪酬	-
代表公司	丽人丽妆（19 年零售业务营收占比 95.5%）	壹网壹创（19 年零售业务营收占比 56.41%、服务业务营收占比 22.89%）
财务特征	收入规模较大（按流水计），毛利率、净利率偏低	收入规模较小（按服务费计），毛利率、净利率偏高
2019 收入（亿元）	38.74	14.51
2019 毛利率	35.61%	43.04%
2019 净利率	7.34%	15.10%

来源：公司招股说明书，Wind，国金证券研究所整理

另外，广义的电商代运营服务行业（品牌电商服务行业）还包括渠道分销、品牌策划等模式，其中渠道分销模式下服务商类似于一级经销商（服务商获得品牌方授权向其采购商品，并向京东自营、唯品会、天猫超市等电商客户或其他分销商分销商品），品牌策划模式下服务商以塑造品牌形象、推动品牌传播为目标、联动电商平台为销售引流（类似于广告公司）、其业绩不与销售挂钩。

2.2、生态：渠道驱动品牌、品牌主导代运营

我国电商 B2C 市场自 2009 年以来进入快速发展，随着电商渠道的不断渗透、渠道重要性不断凸显，越来越多的品牌方触网、布局电商渠道。品牌进入电商渠道可以开设品牌旗舰店（自主运营、依托代运营商运营）或不开设品牌旗舰店通过经销/分销商将产品卖给电商平台、在电商平台上开设店铺的卖家，进而实现产品的在线销售。

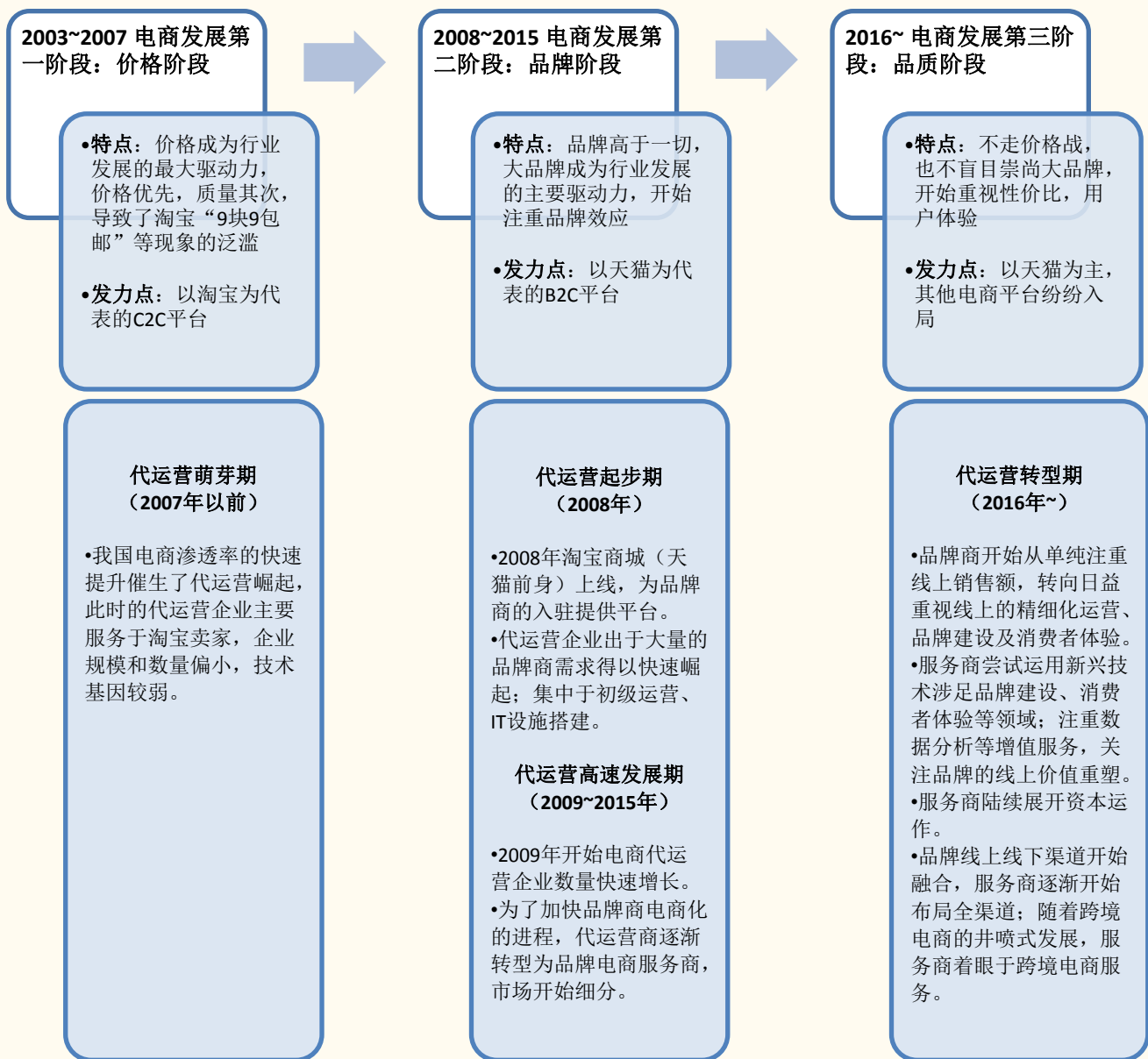
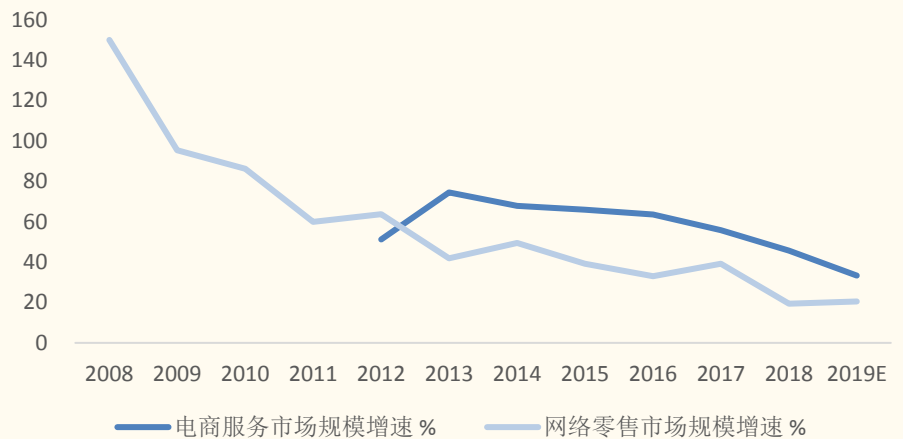
品牌方布局电商渠道是绝对的甲方，采用何种模式、选择代运营商与否、选择哪一家代运营商均具有较强的自主权。当品牌方合作某一家代运营商时，销售折扣、服务费率等视双方的力量，品牌力越强、代运营商话语权越低，品牌出货折扣越高、相应的营销推广费用率越低，反之亦然。

2.2.1、电商 VS 代运营：代运营随电商发展而不断演进

代运营行业基于电商平台，因此随着电商的发展，代运营模式不断演进，先后经历萌芽期（2007 年以前）、起步期（2008 年）、高速发展期（2009~2015 年）、转型期（2016 年以后）。

- 1) 萌芽期：电商依托价格优势快速发展，平台以淘宝 C2C 模式为主。电商服务需求主要来自于淘宝卖家，受限于客户规模，电商服务商规模偏小、数量偏少，服务以客户、店铺页面设计等基础服务为主，技术基因较弱。
- 2) 起步期：天猫上线，越来越多的品牌商开始拓展线上渠道，电商服务行业开始快速发展。
- 3) 高速发展期：随着电商体量及 B2C 份额占比提升，服务商数量快速增加，行业加速整合，竞争日趋激烈。
- 4) 转型期：2016 年消费升级趋势显著，电商开始注重品质与用户体验，电商服务商开始开发新技术，逐步从简单的人力、劳务输出模式转型升级为规模型、人才技术密集型模式，重视线上精细化运营、品牌建设及消费者体验。

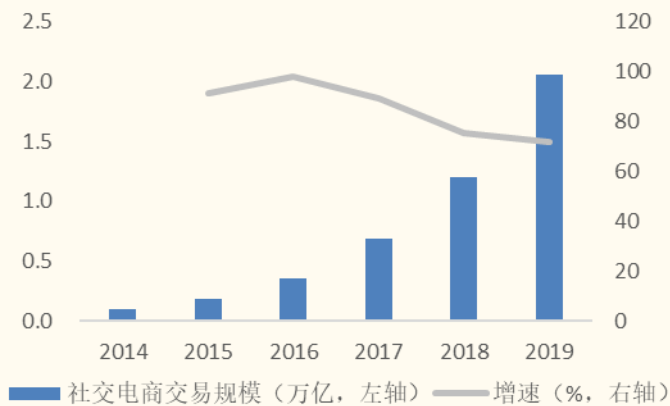
图表 15：品牌电商服务商产业链中角色示意



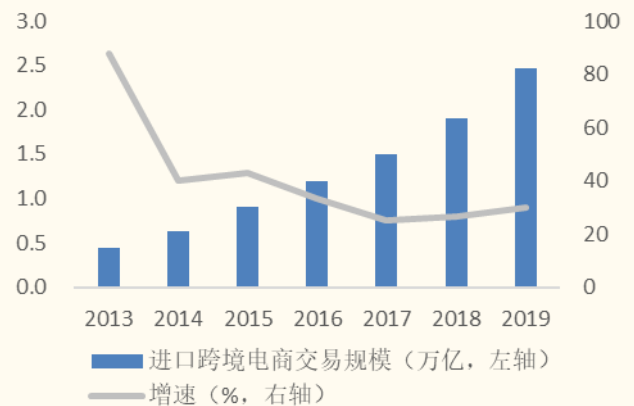
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

并且随着跨境电商、社交电商等兴起，服务商纷纷布局相关服务。2019年两者交易规模分别为 2.06、2.47 亿元，2016~2019 年均复合增速分别为 78.76%、27.21%。

图表 16：我国社交电商交易规模及同比增速



图表 17：我国进口跨境电商交易规模及同比增速

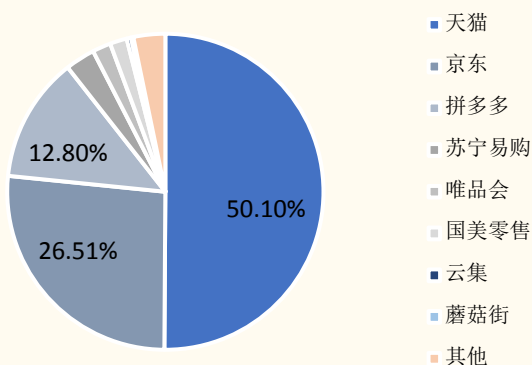


来源：网经社《2019 年度中国网络零售市场数据监测报告》，国金证券研究所

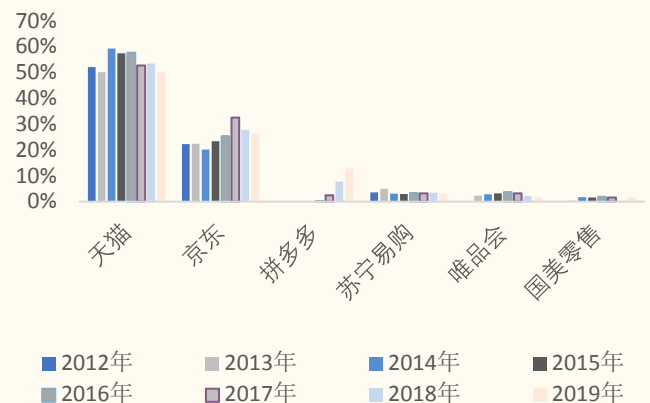
来源：网经社《2019 年度中国网络零售市场数据监测报告》，国金证券研究所

网络零售 B2C 市场格局来看，天猫常年占据主导位置、近年来虽然份额略有下降，但 2019 年仍占据了 50.10% 的市场份额，京东、拼多多分列二、三名，各占 26.51%、12.80%，其中京东份额先提升、后有所下降，拼多多在近三年来份额快速扩大。

图表 18：2019 年网络零售 B2C 市场份额 (%)



图表 19：2012~2019 年主要电商平台网络零售 B2C 市场份额走势 (%)



来源：网经社《2019 年度中国网络零售市场数据监测报告》，国金证券研究所

来源：网经社《2019 年度中国网络零售市场数据监测报告》，国金证券研究所

此外，云集、贝店等社交电商及天猫国际、京东国际等进口跨境电商等细分领域电商近年也快速兴起。新平台的兴起也催生了平台电商服务需求。

2.2.2、品牌 VS 代运营：品牌方处主导地位，双方处于动态博弈

随着电商渠道的兴起，品牌方越来越重视电商渠道。品牌方进入电商渠道有多种模式，如自主运营、选择代运营服务（还可以进一步分为零售模式、服务模式等）、经销模式。品牌方通常从自身战略角度出发，选择其电商渠道的运营模式。

■ 合作关系

不同品牌对代运营服务的需求度不同。分品类看，化妆品类的品牌因品类的线上运营特点复杂，且要求的运营技巧多，使用电商服务较为普遍。因此化

妆品品类对品牌电商服务的需求比例最高，在电商服务市场中占比最大、使用电商服务比例和佣金率相对较高。

图表 20：2019 年三种品类品牌商对电商服务需求比例以及电商服务佣金率 (%)

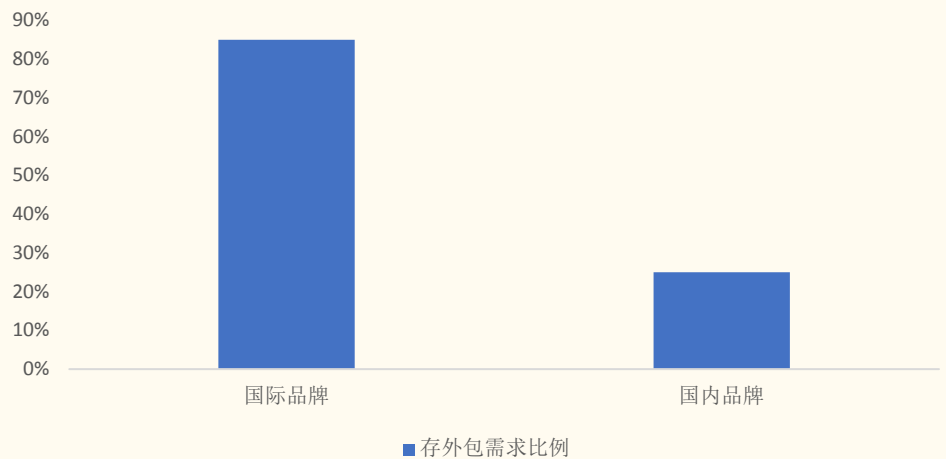
品类	品牌商对电商服务的需求比例 (%)	电商服务佣金率行业均值水平 (%)
美妆	50~60%	15~20%
服饰	20~30%	10~15%
3C 家电	10~20%	2~10%

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

分品牌属性看，大量的国际品牌不熟悉中国电商市场，其倾向于合作代运营服务商，合作稳定性较强，80~90%的国际品牌存在对电商服务商的需求。

而国内品牌更倾向于自行组建电商部门，较少将电商业务外包给服务商。国内品牌对服务商的具体需求也依自身体量大小及发展阶段的不同而有所不同：如处于扩张期的品牌、其影响力及竞争力不断上升，有实力自建团队运营；处于下坡的大品牌，品牌影响力与竞争力下降，倾向于合作服务商，借力服务商的大数据分析与线上的精细化能力提升品牌影响力；国内中小品牌出于成本考虑，多选择合作服务商。总体上，20~30%的国内品牌对电商服务存需求。

图表 21：2019 年国际品牌、国内品牌中对电商服务商的需求比例



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

分品牌的生命周期来看，对于小品牌，其通常选择零售模式，如刚刚进入中国市场的海外品牌或是在电商渠道刚刚起步的海外品牌；随着品牌的发展、知名度提升，品牌方电商团队健全/运营能力提升，其零售模式或转为服务模式、甚至与代运营商终止合作而自主运营。

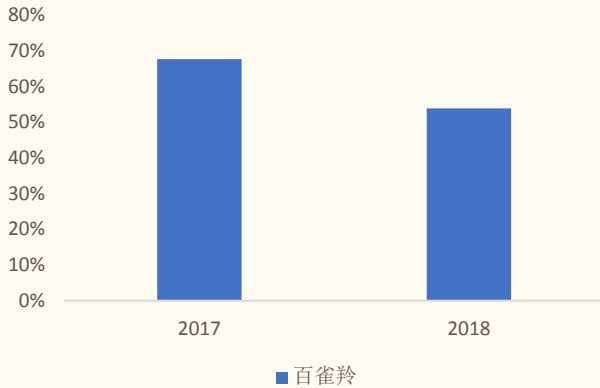
此外，品牌方在选择代运营商时，通常在不同渠道选择不同的服务商，从而减少对单一代运营商的依赖。同时双方的合作合同通常一年一签，存在不确定性。

■ 利润分配

品牌与代运营之间的利润分配体现了双方的较量。服务头部品牌不一定等同于高毛利率。一般而言大品牌、头部品牌由于自身影响力较强、自带客户和粉丝，销售目标的达成有良好基础，服务商提供的增量服务价值有限，因此在谈判中服务商往往处于劣势地位，一般毛利率偏低（如图表【24】中，主要服务雅诗兰黛、倩碧等国际知名化妆品品牌的杭州悠可毛利率低于同业），并且会形成随着服务品牌的销售规模扩大、代运营服务商服务费率持平甚至略下降的趋势（图表【22】）；而小品牌由于更依赖于代运营服务商发挥其专业能力、帮

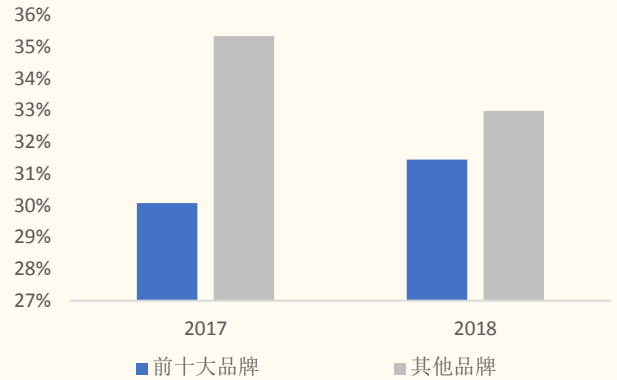
助自己打开市场和扩大知名度，在此情况下服务商的议价能力则更强、也相应地拥有更好的合同条件（图表【23】）。

图表 22：2017~2018 年壹网壹创服务百雀羚收取的实际服务费率 (%)



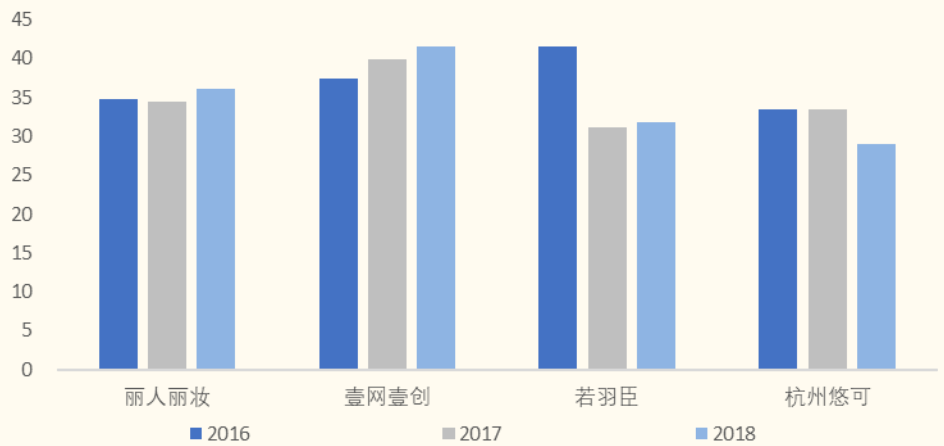
来源：壹网壹创招股说明书，国金证券研究所

图表 23：若羽臣 2017~2018 年前十大品牌和其他品牌毛利率比较 (%)



来源：若羽臣招股说明书，国金证券研究所

图表 24：2016~2018 年化妆品主要代运营服务商电商零售业务毛利率 (%)



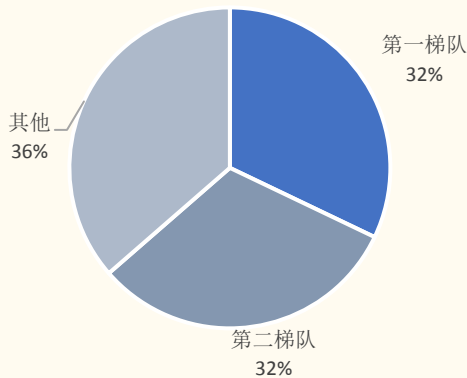
来源：公司招股说明书，青岛金王公司公告，若羽臣招股说明书，国金证券研究所
注：杭州悠可 2018 年数据实为 2018 年 1~9 月数据。

2.3、格局：集中度提升，中腰部品牌客户待拓展

2.3.1、头部集中效应明显，大平台热门品类易产生大服务商

我国电商服务行业头部效应凸显，2018 年我国电商服务市场中第一梯队（四家）GMV 占比为 32.1%，并且近年占比在不断提升。

图表 25：2018 年我国电商服务市场行业竞争格局



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 26：2016-2018 年我国电商服务行业第一梯队 GMV 占比



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

天猫（含天猫国际）、京东等均有专属的服务商，也有服务商多渠道布局。总体上大平台热门品类较易产生大服务商。天猫在网络零售占据主要市场份额，因此天猫成为电商服务商集中发展的最大市场、孵化出较多体量规模较大的服务商，且这些服务商多运营美妆、服装、家电、母婴等热门品类。

■ 天猫平台

天猫平台中，头部服务商份额集中、规模远远超过其他中小服务商。天猫对服务商在数据运营、店铺运营、数字营销、商品运营、买家运营、供应链能力等六个主要能力维度进行星级认证，并且星级越高、服务商可以享受的权益越多，四星以上的服务商可享受优秀案例打造推广、最高级的六星级服务商可以获得平台活动绿色通道。

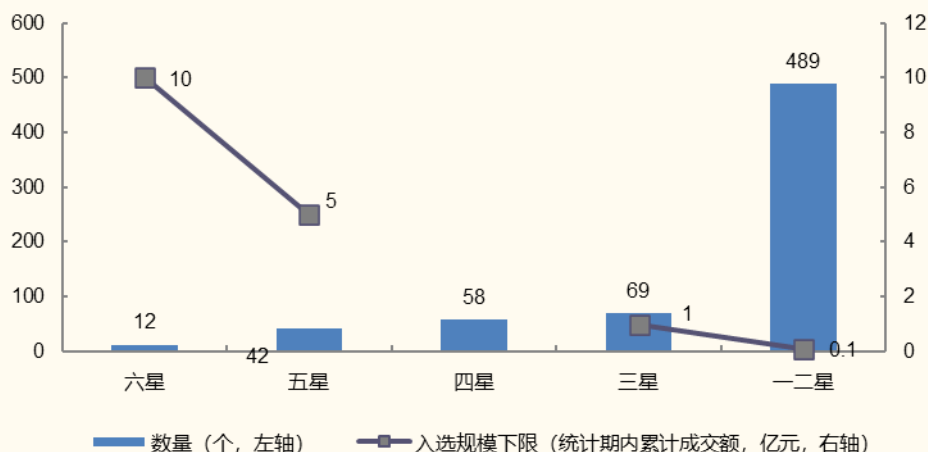
图表 27：天猫服务商星级权益

平台权益 \ 星级	二星	三星	四星	五星	六星
榜单外透&认证挂牌	✓	✓	✓	✓	✓
服务商工具使用	✓	✓	✓	✓	✓
工具费率优惠		✓	✓	✓	✓
阿里内部项目优先合作		✓	✓	✓	✓
优秀案例打造及推广			✓	✓	✓
服务商俱乐部			✓	✓	✓
解决方案专家赋能				✓	✓
平台活动绿色通道					✓

来源：天猫服务市场官方网站，国金证券研究所

2019 年下半年天猫六星服务商有 9 家，五星、四星、三星、二星、一星各有 44 家、46 家、73 家、99 家、55 家。其中六星级体量规模较大，年成交额超 10 亿元、而一星则超过 1000 万元，二者规模相差悬殊。

图表 28: 2020 年上半年天猫分星级运营服务商数量及入选规模



来源: 天猫, 国金证券研究所

图表 29: 头部代运营服务商概览

级别	名称	主要品类	隶属上市公司	天猫客户数量 (家)	化妆品领域代表合作品牌
六星	壹网壹创	化妆品	壹网壹创	NA	百雀羚、伊丽莎白雅顿、欧珀莱
	百秋网络	服饰箱包	歌力思参股		
	宝尊电商	服饰、3C 数码、家电、食品保健、美妆快消、家居建材、互联网金融、汽车 8 大品类	宝尊	306	MAC、祖玛珑、POLA
	上佰电商	家电	壹网壹创拟收购		
	凯诘电商	母婴、食品、个护、虚拟产品售卖			
	丽人丽妆	美妆、个护	丽人丽妆	67	相宜本草、美宝莲、梦妆等
	青木科技	服饰、母婴、美妆、个护、宠物食品			
	兴长信达	家电、配饰			
五星 (仅列出化妆品相关)	碧橙电商	家电与消费电子、健康、母婴、美妆			Refa、HACCI
	上海联恩	美妆、个护	原为丽人丽妆旗下, 已剥离	7	花王妙而舒、悦诗风吟、Make up forever
	若羽臣	母婴、美妆、医药保健	若羽臣、朗姿股份参股	53	美赞臣、哈罗闪、Holikaholika、Skinfood
	优趣汇	美妆、个护、母婴		40	资生堂、高丝、狮王、苏菲
	杭州悠可	美妆、个护	原为青岛金王旗下, 已剥离	29	雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗
	水羊国际	美妆、个护、母婴	御家汇	25	强生、露得清、LG 生活健康

来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

专注化妆品行业的服务商中, 六星服务商有壹网壹创、丽人丽妆, 五星服务商有上海联恩、优趣汇、杭州悠可、水羊国际等。考虑到星级服务商评选规则, 可见壹网壹创、丽人丽妆以及全品类经营的宝尊电商成交额超过 10 亿元, 五星服务商成交额则在 5~10 亿之间。

根据天猫 2020 年一季度化妆品行业服务商排行榜, 个护和美妆前五名中前四名高度一致, 杭州悠可、丽人丽妆、宝尊、上海联恩表现领先。

图表 30: 2020 年第一季度化妆品行业天猫运营服务商排行榜

行业	排名	服务商名称	行业	排名	服务商名称
个护	1	杭州悠可	美妆	1	杭州悠可
	2	丽人丽妆		2	丽人丽妆
	3	宝尊电商		3	宝尊电商

4	上海联恩	4	上海联恩
5	上海凯淳	5	南京鱼米士

来源：天猫，国金证券研究所

■ 京东平台

京东亦建立有服务商评价体系，通过大数据计算从基础信息、服务能力、交易规模、服务质量等维度对服务商进行全方位的评估，授予优秀的店铺合伙人 A~AAA 等三个等级，其中 AAA 为最高等级。2019 年下半年京东优秀店铺合伙人合计 51 个，其中 AAA 14 个。

图表 31：2019 年下半年京东优秀店铺合伙人（列示部分）

公司	擅长品类	服务店铺数	2019 年双 11 服务店铺覆盖 GMV (亿元)	部分代运营品牌举例
三文鱼电商	母婴、家装、食品	35	1462.00	梦洁家纺、三全、光明等
美佳电商	服装、箱包、百货	280	1404.00	-
灵狐科技	家电、手机数码、电脑	179	51.30	海尔、联想、维维、伊利、清风纸业、魅族、飞利浦、百丽、卡西欧、好孩子、华硕等
极易电商	美妆、日用快消品、家电	70	19.36	相宜本草、强生、新安怡、高露洁、佳能、西蒙子、三星、沃尔玛等
洪海龙腾	生鲜、家居、食品饮料	12	19.20	-
久点电商	电脑办公、家电、食品饮料	300	6.30	-
东连科技	3C 小家电、美妆、食品	13	5.95	-
汇尚	时尚、消费品	3	4.00	-
浪淘电商	家电、运动户外、奢侈品	52	1.80	-
术邦电商	家装建材、家用电器、酒类	55	1.68	-
青岛易亚	家电、家纺、运动户外	20	1.30	淘系品牌、奥克斯等
京纪人	保健品、食品、个护	200	1.26	-
能者居电商	电脑办公、数码 3C、美妆护肤	20	0.35	淘系美妆、淘系服装、京东图书类、京东美妆、天猫国际化妆品
甲壳虫电商	生鲜、美妆、食品	80	0.04	-

来源：京东服务市场，国金证券研究所

2.3.2、头部品牌客户被瓜分殆尽，中腰部品牌客户机会仍存

我国化妆品行业头部品牌以国际品牌为主，国际品牌已经基本被头部代运营商瓜分，头部品牌客户方面未来更多是代运营商彼此直接竞争、抢夺客户，且随着头部品牌逐步壮大、电商团队运营能力逐步成熟，或逐步转为自主运营。

此外，还有大量中腰部品牌尚未进入电商渠道、或在电商渠道以经销/分销模式为主，该模式不能很好的洞察电商消费者趋势，运营效率较低，品牌有寻求专业代运营商的动力。

图表 32：2019 年我国前十大化妆品公司部分旗下品牌代运营商梳理

排名	公司	品牌	代运营商	2019 年公司在我国化妆品行业的市占率 (%)
1	欧莱雅	兰蔻、巴黎欧莱雅等	自营 (百库电商)	10.3
		美宝莲	丽人丽妆	
		羽西	凯淳股份	
2	宝洁	Olay	壹网壹创	9.4
		雅诗兰黛	杭州悠可	
3	雅诗兰黛	LAMER	宝尊电商、乐其电商	4.2
		芭比布朗、悦木之源	乐其电商	
		倩碧	杭州悠可	

4	资生堂	蒂珂 泊美	上海联恩 上海联恩	3.8
5	LVMH	-	-	3.0
6	联合利华	凡士林、旁氏、炫诗 AHC 雪花秀 兰芝 梦妆	丽人丽妆 乐其电商 丽人丽妆、壹网壹创 丽人丽妆、壹网壹创	2.5
7	爱茉莉太平洋	伊蒂之屋 吕 Hera 艾诺碧 魅尚萱	丽人丽妆 丽人丽妆 丽人丽妆、壹网壹创 丽人丽妆	2.4
8	百雀羚	百雀羚 三生花	壹网壹创 壹网壹创	2.3
9	珈蓝集团	-	-	2.2
10	上海上美	-	-	2.1

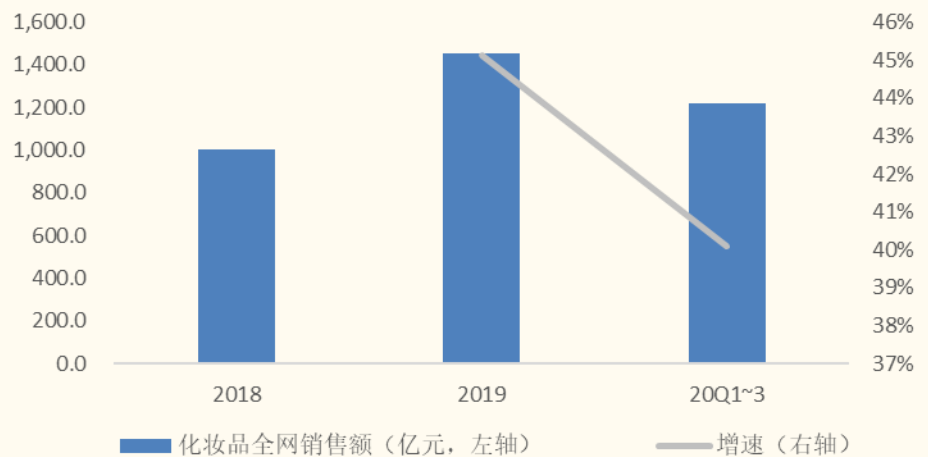
来源：天猫，国金证券研究所

2.4、展望：代运营行业进入下半场

2.4.1、前景：电商大盘增速仍较高

我们认为未来化妆品电商代运营行业空间仍将保持较高增速。化妆品行业和电商行业均保持较高增长，以阿里为例，2019年、2020年上半年阿里全网化妆品销售额分别同比增长37%、45%，化妆品电商大盘增速提升、赛道景气。

图表 33：阿里全网化妆品销售额及同比增速



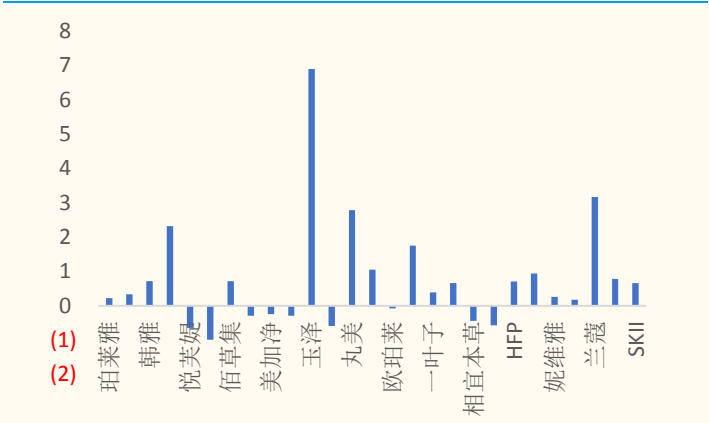
来源：国金证券研究所整理

从潜在客户来看，电商代运营行业的需求仍然在不断释放，不仅是传统电商平台天猫、京东等，新兴社交电商平台如拼多多、云集、小红书等均有较大的品牌客户需求可挖掘。仅以传统电商平台龙头天猫举例，2019年天猫GMV增长31%、合作品牌达到15万个，而星级服务商（一星到五星汇总）合计326家，平均一家服务商可覆盖的潜在品牌客户为460个，加上天猫以外的电商平台以及尚待进入中国布局电商渠道的国际品牌的需求，目前电商代运营行业的参与者（或者说服务提供商）的数量还远远未达饱和，可拓展的业务空间较大。

2.4.2、格局：头部国际品牌内生高增存自营风险，小品牌争相入局贡献增量

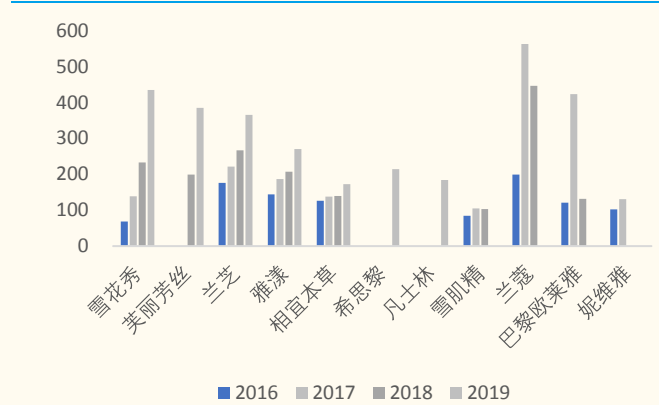
化妆品头部国际品牌（尤其是高端品牌）凭借品牌力、产品力在电商渠道实现高速增长，2019年雅诗兰黛、兰蔻、欧莱雅、SKII、Olay等国际大牌天猫旗舰店销售增速分别为138%、131%、141%、89%、55%等，而同期国产头部品牌中百雀羚增速32%、珀莱雅增速41%。国际品牌的内生高增，在合作关系稳定的前提下，利好相关的代运营商，如丽人丽妆电商零售业务主要品牌2018、2019年营收增速均超30%。

图表 34：2019 年主要护肤品牌天猫旗舰店销售额同比增速



来源：国金证券研究所整理

图表 35：丽人丽妆电商零售业务主要品牌营收增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

但需要注意的是，服务商对品牌而言并非必需。代运营服务商更多承担的是品牌的电商业务“外包”的角色、品牌则成为“甩手掌柜”（如下表），品牌可权衡选择代运营服务商或者自营，并且该决定可能随着品牌对于电商战略定位的改变而改变。头部品牌发展壮大至一定规模后或终止合作关系、转向自主运营线上渠道。品牌商的电商策略变化将造成代运营商业绩波动。

图表 36：天猫服务商代运营服务的具体执行

		品牌方	天猫服务商
战略制定	品牌和品类计划	资源整合	建议与执行
视觉设计	详情页设计	VI 标准、审核	策划、设计、分析
	商品上新和下架	提供商品信息	操作、内容优化、搜索优化
	促销策划与营销	审核	策划、货品准备、活动执行、统计与分析
运营	销售运营计划	审核	策划
	CRM	审核	数据收集、分析、忠诚度计划
	客户服务	检查	售前/售后服务，客户数据分析，危机处理
物流	仓储物流	管理	物流系统，API 借口，物流数据统计分析
数据报告	报表开发	审核	定期报告

来源：天猫，国金证券研究所

电商渠道重要性逐渐凸显，品牌触网需求提升，尤其是跨境电商、社交电商等新渠道，预计小品牌进入电商渠道初期对专业代运营商存较大依赖，小品牌预计将带来增量，但预计规模较难超越头部品牌。

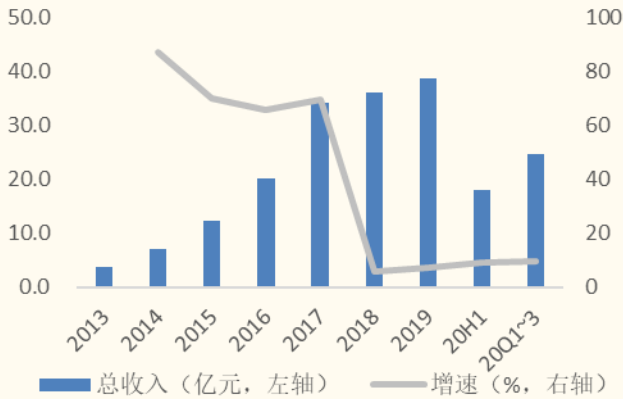
3、财务分析：业内龙头规模优势凸显，成长性放缓

3.1、历史财务：近年营收增速放缓，规模效应下盈利能力提升

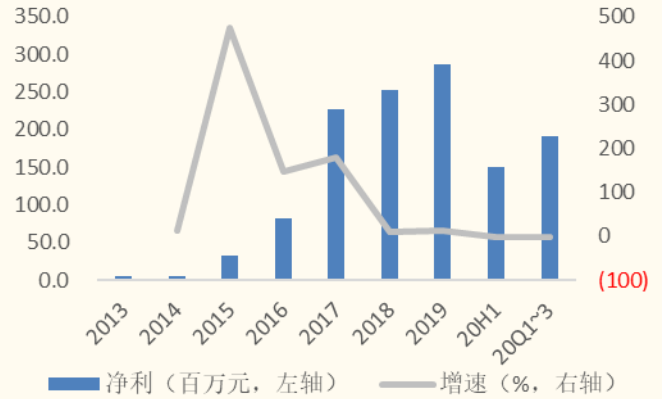
- 成长性：业绩早期快速增长，2018 年以来受客户合作关系终止影响，业绩增速放缓

公司 2017 年及以前收入与净利均快速增长，2018 年放缓，2019、20Q1~3 增速未恢复到 2017 年前的快速增长态势。2013~2017 年公司营收及净利年均复合增速分别为 72.99%、158.40%。2018、2019、20Q1~3 公司营收增速分别为 5.69%、7.18%、9.72%，归母净利增速分别为 11.04%、13.36%、-1.90%。

图表 37：公司营收及同比增速



图表 38：公司净利及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

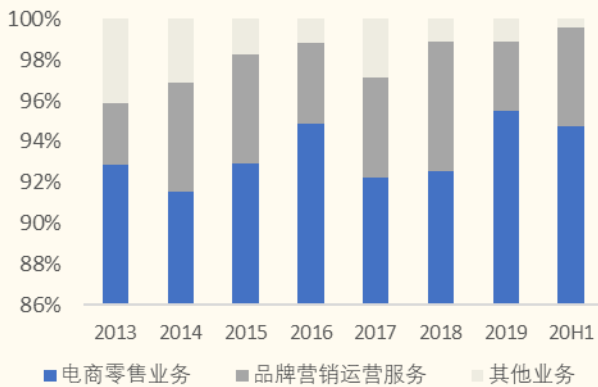
来源：Wind，国金证券研究所

分业务看，公司主要营收贡献为电商零售业务（2019 年该项业务收入贡献为 95.50%）。

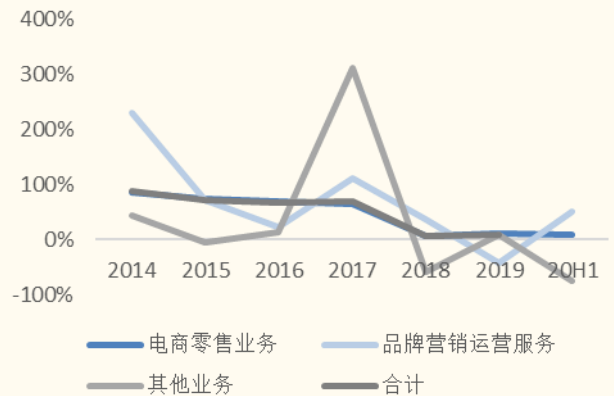
公司近年业绩增速放缓主要为部分品牌合作关系终止。2018 年公司电商零售业务营收增速放缓主要为欧莱雅集团旗下的巴黎欧莱雅、兰蔻分别于 2018 年 4 月、7 月终止与公司就天猫品牌官方旗舰店的合作。

2019 年公司营销与运营业务收入下滑主要为公司与部分客户旗下品牌终止合作以及客户营销策略调整；从公司客户来看，主要为欧莱雅集团、上海家化集团、汉高（中国）投资有限公司等客户收入减少。

图表 39：公司分业务营收占比



图表 40：公司各业务营收同比增速



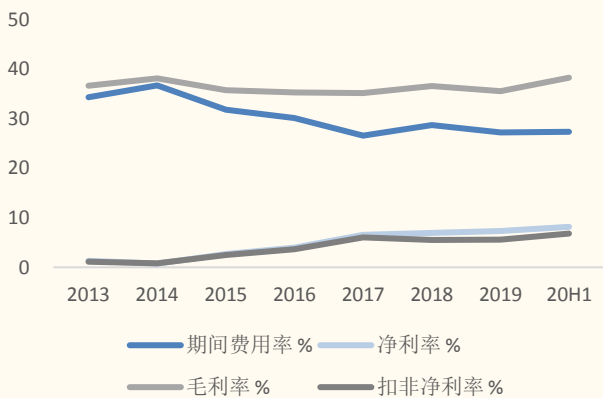
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

■ 盈利性：规模效应下费用率走低，盈利能力不断提升

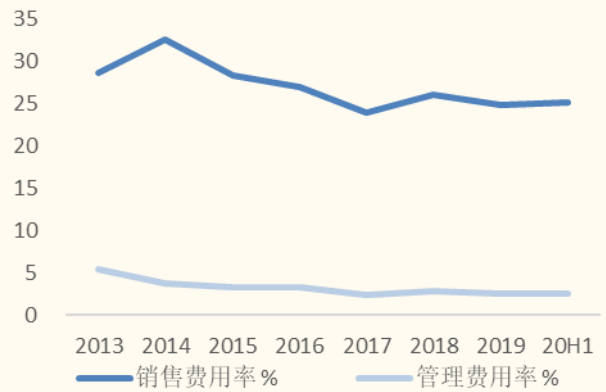
公司毛利率总体较为稳定，销售与管理费用率在规模优势下近年下降，带动净利率提升。2019 年毛利率、净利率、扣非净利率分别为 35.61%、7.34%、5.63%。

图表 41：公司毛利率、净利率与期间费用率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：公司销售费用率、管理费用率



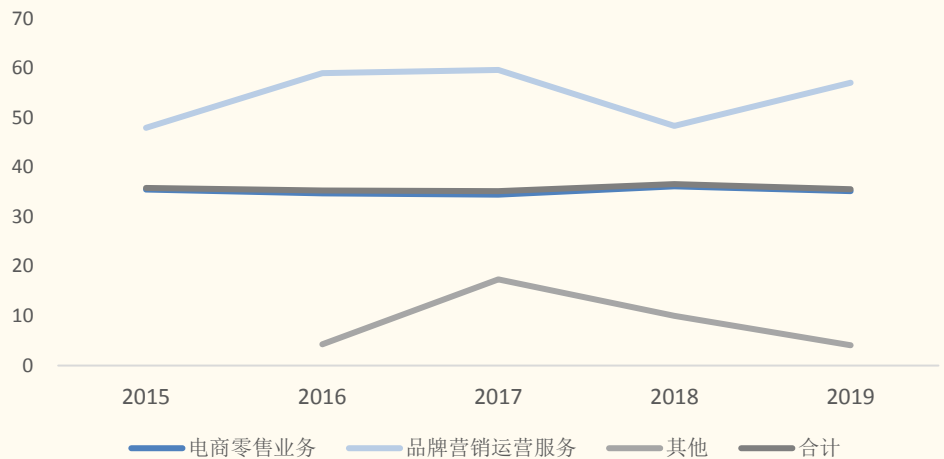
来源：Wind，国金证券研究所

公司电商零售业务毛利率较品牌营销运营更低。2019 年两项业务的毛利率分别为 35.21%、57.05%。

电商零售业务赚取产品零售金额、成本为产品的采购额，公司向品牌方的采购折扣与品牌影响力及采购规模相关，通常品牌影响力越大、采购越小，公司采购该品牌的折扣越高，公司销售该品牌的毛利率越低。综合来看，电商零售业务毛利率主要受各授权品牌销售收入的变化、促销活动的次数和力度、返利（冲减成本）等因素综合影响。

品牌营销运营业务盈利模式为收取服务佣金，成本主要为人力运营、广告费等。公司该业务毛利率主要受合作品牌业务需求在人员及广告费等方面增多/减少的影响。

图表 43：公司分业务毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

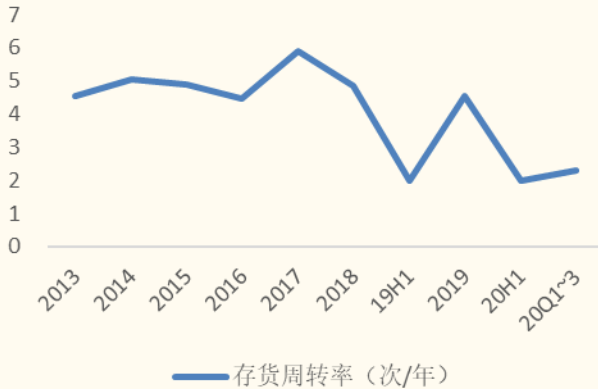
细分销售费用与管理费用，其中销售费用主要为广告费、仓储物流、平台运营费用及职工薪酬等，其中广告费呈现较为显著的下降趋势，显示规模效应凸显，2018 年公司广告费率（广告费用占总营收比重）有所上升、出现波动主要为兰蔻、巴黎欧莱雅等大牌合作终止（大牌广告投放拉动销售效率较高）。管理费用主要为职工薪酬费用、咨询顾问费、租赁费、办公费等，其中职工薪酬费用率下降较为显著，公司规模效应凸显。

■ 营运性：存货周转率总体稳定，应收账款周转率波动受业务结构影响

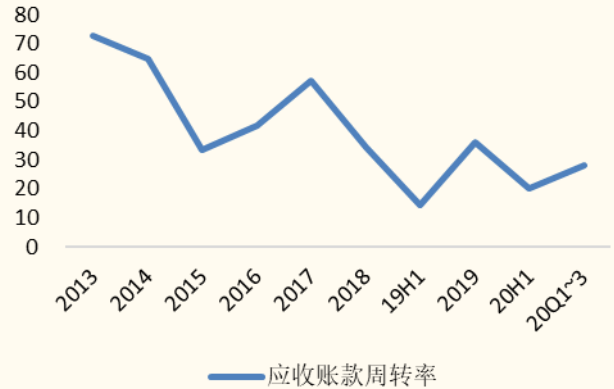
公司存货主要来自于电商零售业务，存货周转除部分年份出现波动外，总体较为稳定，公司对各类产品一般保持 60 天的销量作为合理库存水平。

应收账款主要来自应收品牌方营销运营服务收入及代垫的网络推广服务费、而品牌方支付相关款项有一定的账期，公司服务的品牌多为国内外知名化妆品公司，其信用状况良好。公司近年应收账款周转放缓主要为营销运营服务收入占比提升。

图表 44：公司存货收入比、存货周转率



图表 45：公司应收账款周转率



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

3.2、同业对比：盈利性处于中游水平，应收账款少

3.2.1、概况：业务模式、合作品牌、发展阶段等影响代运营财务指标

代运营业务模式、合作的品牌、代运营商自身发展阶段等致各代运营商财务指标各异。

1) 代运营业务模式：主要有电商零售模式、服务模式，通常电商零售模式毛利率、净利率较低，服务模式下毛利率、净利率相对较高。

2) 合作的品牌：品牌的电商渠道策略影响了代运营商的财务指标。通常国外小品牌进入中国市场、缺乏相应的电商渠道运营经验，偏好专业的代运营商提供的零售模式/分销模式，若发展不良、战略调整退出中国市场，给代运营商带来业绩波动，但由于小品牌品牌客户规模相对较小，影响有限；而当品牌逐步壮大、发展到较大规模体量后，品牌自运营能更好的理解品牌内核、提升内部沟通效率、打通上游产品开发及下游消费者洞察，因此其或终止合作关系或切换至服务模式。

如若羽臣 2019 年电商零售业务因部分品牌合作关系终止致零售业务收入下滑 6.18%，其中前五大终止合作关系的品牌终止合作关系原因如下表：

图表 46：若羽臣品牌终止合作情况

品牌	不合作原因	2018 年营收 (万元)	2019 年营收 (万元)
Planters/绅士	品牌方战略调整，退出天猫旗舰店渠道	2,764.28	135.22
Kracie/肌美精	品牌方总代理商自建运营团队	2,295.31	218.12
丽贝乐	品牌方战略调整，退出天猫旗舰店渠道	1,216.17	72.79
Lynx/凌仕	运营效果不及若羽臣经营要求，利润低，若羽臣主动放弃合作	1,105.80	37.49
Munchkin/满趣健	运营效果不及若羽臣经营要求，品牌方要求的备货周期较长，若羽臣主动放弃合作	1,652.82	636.85
合计	-	9,034.38	1,100.47

来源：若羽臣招股书，国金证券研究所

如丽人丽妆 2018 年较大的客户巴黎欧莱雅、兰蔻等分别于 4 月、7 月终止天猫品牌官方旗舰店合作，致 2018 年公司零售业务营收增速放缓至 6.09%、较上一年度增速放缓 58.85PCT。

3) 代运营商自身发展阶段：头部代运营商成立时间较早、属于行业的先进入者，合作品牌客户数量较多，且多为当前已经占据主要市场地位的国际品牌，以宝尊电商及丽人丽妆等为代表，自 2018 年以来成长性变弱。该类型代运营商主要面临大客户的合作关系终止。

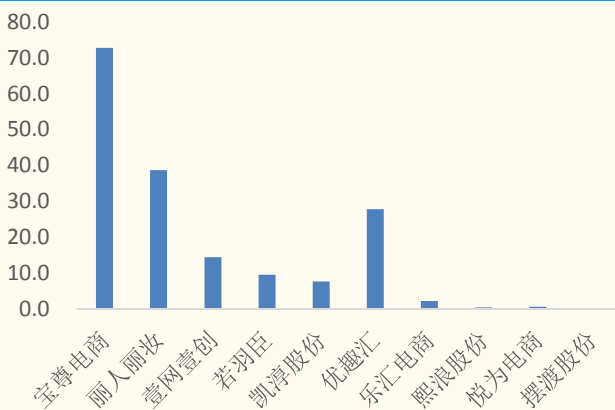
腰部代运营商行业进入时间稍晚，合作的品牌客户以中腰部国际品牌为主或头部国产品牌、对代运营商仍存一定依赖性。该类代运营商成长性优于同业、虽然品牌合作关系变动也带来业绩波动、但由于品牌体量相对不大、在不断新增客户背景下、业绩波动得到快速修复；且具有一定的规模效应，盈利性相对同业（无论是头部代运营还是小代运营商）更优，如壹网壹创、若羽臣及凯淳股份等。

小代运营商依托新平台（如跨境电商），合作品牌相对较小，尚未体现出规模效应，盈利性相对较差，如优趣汇。实际上宝尊及丽人丽妆在发展早期盈利性也较差，宝尊电商 2013、2014 年处于亏损状态。

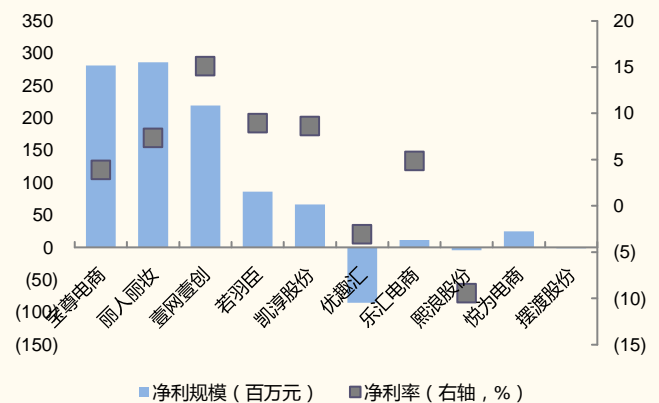
3.2.2、成长性：行业呈现集中化，中腰部代运营商成长性最高

对比营收及净利规模，宝尊电商及丽人丽妆领先同业，属于头部代运营商。壹网壹创、若羽臣、凯淳股份等规模相对较小、且实现稳定盈利，属于腰部代运营商。其他的优趣汇、乐汇电商、熙浪股份、摆渡股份等规模体量较小、盈利相对较弱。

图表 47：2019 年代运营商营收规模（亿元）



图表 48：2019 年代运营商归母净利润、净利率



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

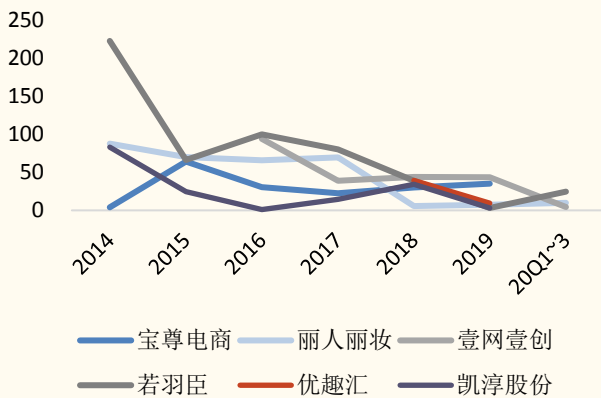
成长性方面，随着体量规模增大，近年代运营商营收增速总体放缓。

同业对比来看，行业呈现集中化，头部及中腰部代运营商引领增长。对比近三年代运营商上市公司业绩营收增速，丽人丽妆成长性居下游。

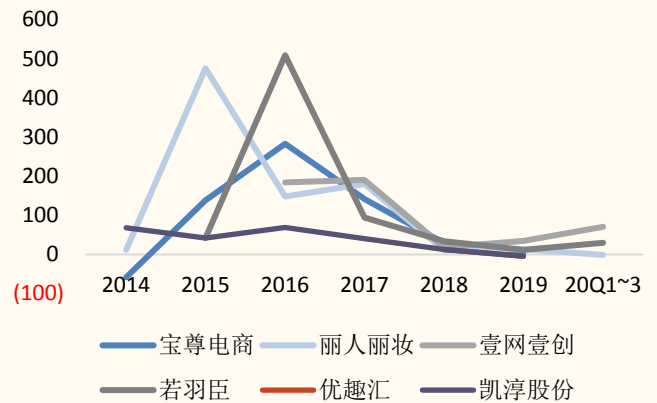
净利成长性获益规模效应下净利率提升，净利端保持快速增长、且净利增速高于收入端，2015~2019 年代运营商净利年均复合增速为 58%、高于同期营收 25%的增速。

同业对比来看，丽人丽妆净利增速低于行业平均水平。

图表 49: 2014-20Q1~3 代运营商营收增速 (%)



图表 50: 2014-20Q1~3 代运营商净利增速



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

3.2.3、模式与盈利性：重零售模式，盈利指标居中游

由于不同业务模式、财务指标不一，因此相同业务模式下，不同公司的财务指标更具有可比性。

首先，分业务模式营收占比来看，丽人丽妆零售模式占比最高，2019 年为 96%，其他公司占比均较低，最高的也仅 56%。

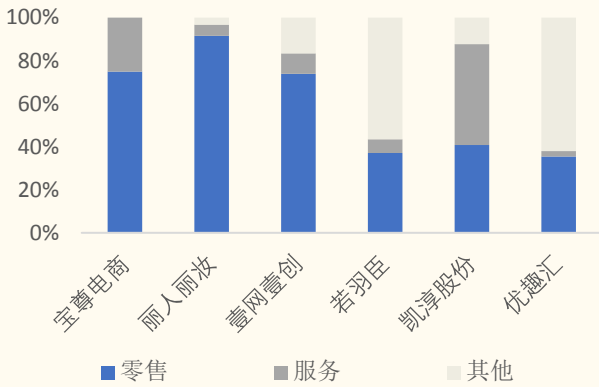
图表 51: 公司与同业对不同业务定义和名称比较

业务类型	宝尊电商	丽人丽妆	壹网壹创	若羽臣	凯淳股份	优趣汇
电商零售模式	经销模式 (Distribution business model)	电商零售业务	品牌线上服务-营销服务	线上代运营业务-零售模式	线上零售	B2C 电子商务
2019 年电商零售模式营收贡献	47%	96%	56%	37%	27%	49%
服务模式	服务模式 (Non-distribution business model, 包含 service fee 服务费模式和 consignment 代销模式)	品牌营销运营服务	品牌线上服务-管理服务 + 内容服务	线上代运营服务-服务费模式 + 品牌策划业务	客户关系管理 + 电商及线上运营	线上销售服务 + 数字营销
2019 年服务模式营收贡献	52%	3%	23%	19%	41%	2%
其他	-	包含分销和寄售	线上分销服务等	渠道分销业务等	线上分销	B2B 交易平台
2019 年其他模式营收贡献	0%	1%	21%	44%	31%	50%

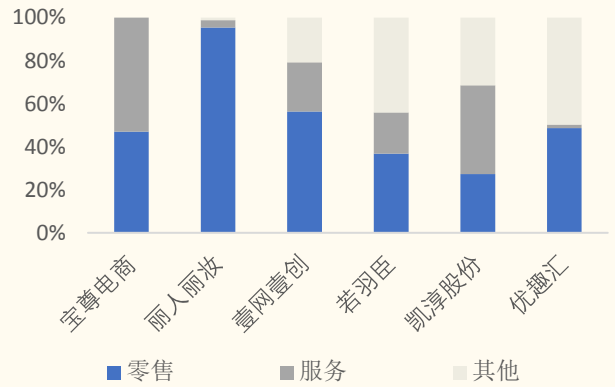
来源: 公司招股说明书, 各公司年报, 国金证券研究所

从行业趋势上看，近年多数公司服务模式营收占比上升、零售模式占比下降，预计主要为随着品牌增长，品牌方电商渠道策略逐步由零售模式转向服务模式。但丽人丽妆业务模式总体不变、电商零售业务营收占比仍保持 92%+，服务模式营收贡献提升不显著。

图表 52：2014 年代运营商零售、服务、其他营收占比



图表 53：2019 年代运营商零售、服务、其他营收占比

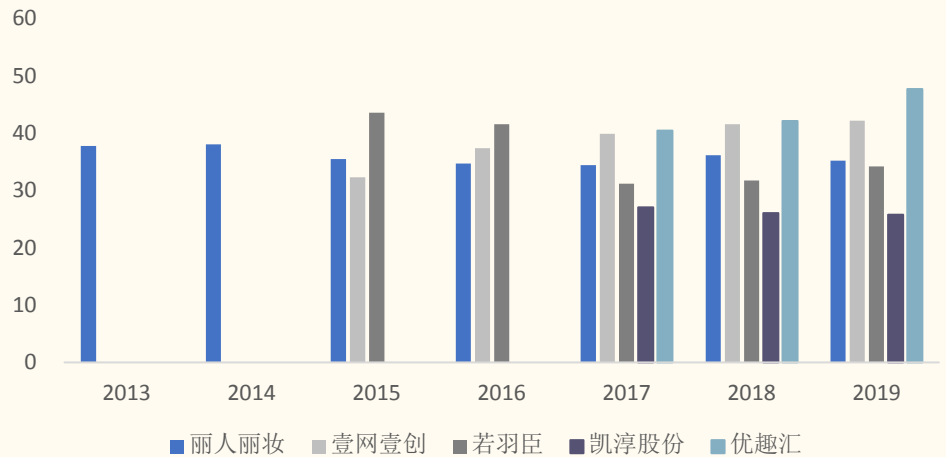


来源：Wind，国金证券研究所 注：壹网壹创的数据实际为 2016 年、凯淳股份、优趣汇数据实际为 2017 年

来源：Wind，国金证券研究所

电商零售业务毛利率对比，各家毛利率差异较大，主要为合作的品策略不同。通常成熟品牌已经拥有较高知名度及稳定的消费客群，线上策略通常为稳定增长，因此对代运营商采用高毛利率、低返利的政策，而成长期的品牌追求快速增长，通常采用低毛利率、高返利的政策。丽人丽妆该项业务的毛利率处于中游水平。

图表 54：2013~2019 年代运营商零售业务毛利率 (%)

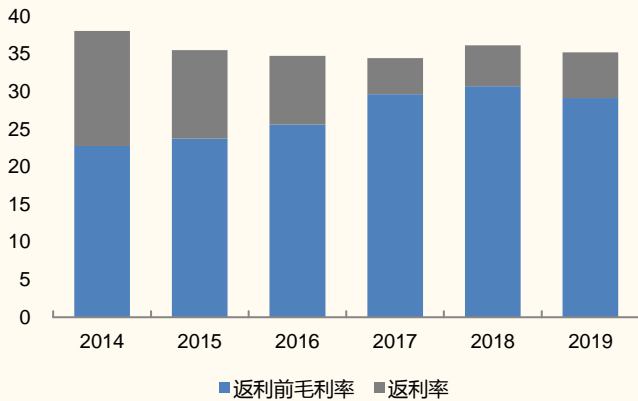


来源：Wind，国金证券研究所

如头部运营商丽人丽妆合作品牌多为成熟的国际品牌，2019 年返利前毛利率为 29.12%（国际品牌出货折扣通常为 5~7 折）、返利率为 6.09%，返利后电商零售毛利率为 35.21%；而壹网壹创、若羽臣合作的品销售策略较为激进，2019 年壹网壹创返利前毛利率为 29.77%、返利率为 12.43%，返利后电商零售毛利率为 42.20%；2019 年若羽臣返利前毛利率-26.62%、返利率 60.80%，返利后电商零售毛利率为 34.18%。

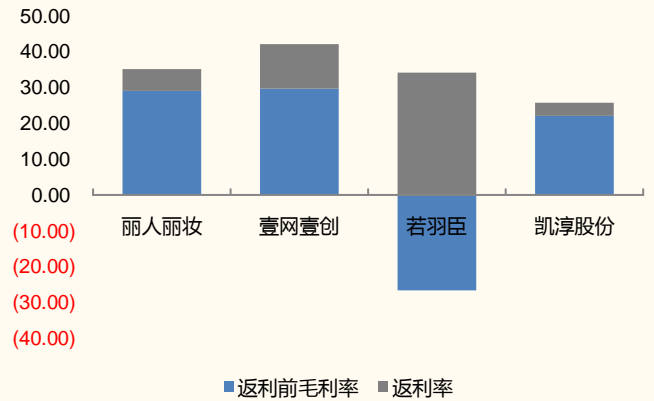
综上，总体上头部与中腰部代运营商电商零售业务毛利率相当，差异主要在于品牌对于成长的诉求，从而给予不同的销售折扣与返利鼓励。

图表 55: 2013~2019 年丽人丽妆电商零售业务返利前毛利率 (%) 及返利占相关业务营收比重 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

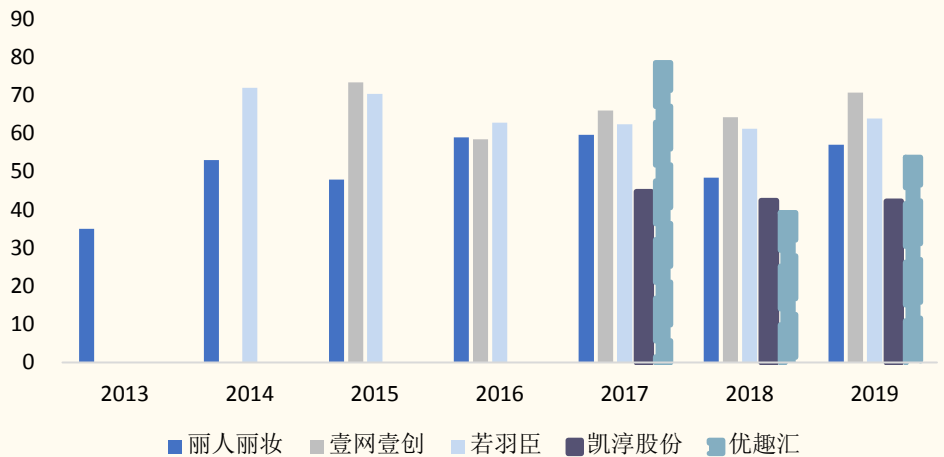
图表 56: 2019 年代运营商电商零售业务返利前毛利率 (%) 及返利占相关业务营收比重 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

对比服务业务毛利率, 壹网壹创与若羽臣的毛利率较高, 主要为其服务以品牌运营服务为主 (其能提升品牌价值, 相应的毛利率更高), 而凯淳股份的毛利率较低, 主要为其服务业务包含客户关系管理 (19 年毛利率为 29%) 及线上运营服务 (19 年毛利率为 54%) 为主。丽人丽妆毛利率处于行业中游水平。

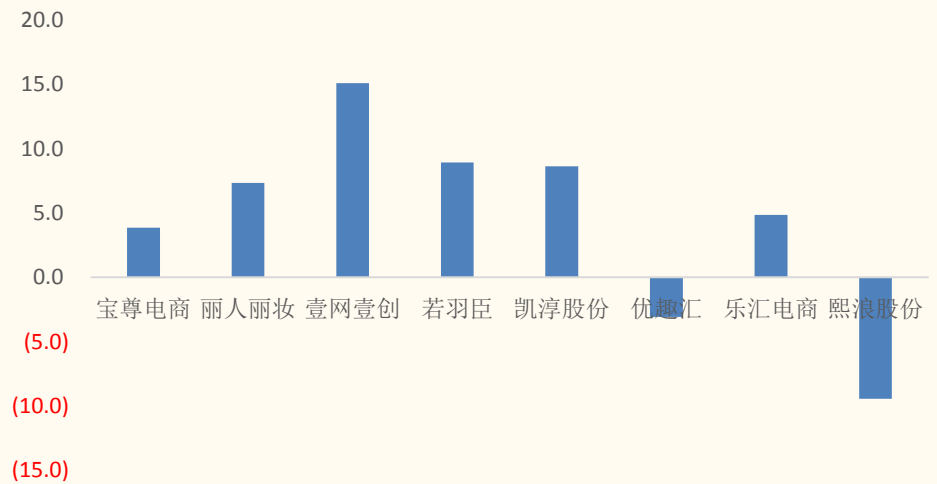
图表 57: 2013~2019 年代运营商服务业务毛利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

最终的净利率水平对比来看, 丽人丽妆净利率水平处于行业中游, 而壹网壹创、若羽臣等中腰部代运营商净利率水平相对较高。

图表 58: 2019 年代运营商服务业务净利率 (%)

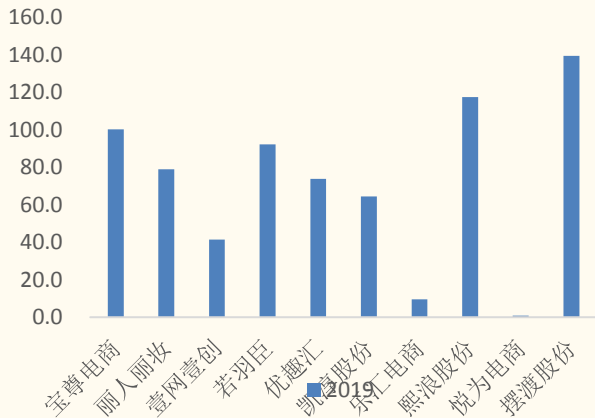


来源: Wind, 国金证券研究所

3.2.4、营运性：重零售模式下现金流量大、回款快速

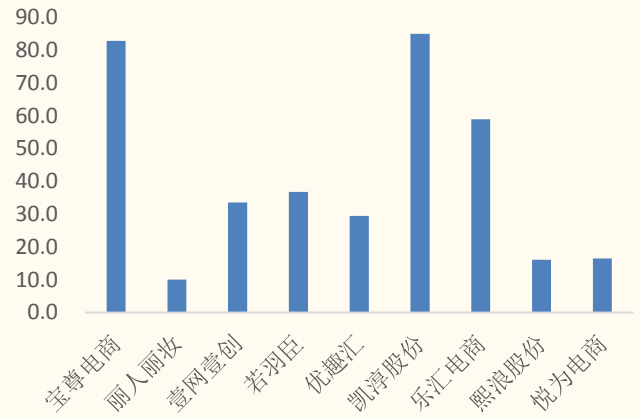
运营能力方面，公司电商零售业务营收占比较高、直接面向个人消费者，对下游客户营收账款较少，主要来自于应收品牌方营销运营服务费用，因此公司应收账款周转天数为行业中最低；存货周转方面，公司和宝尊电商类似、位于中游，壹网壹创凭借较高的代运营模式占比、存货对资金占用影响相对较小。

图表 59: 2019 年代运营商存货周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

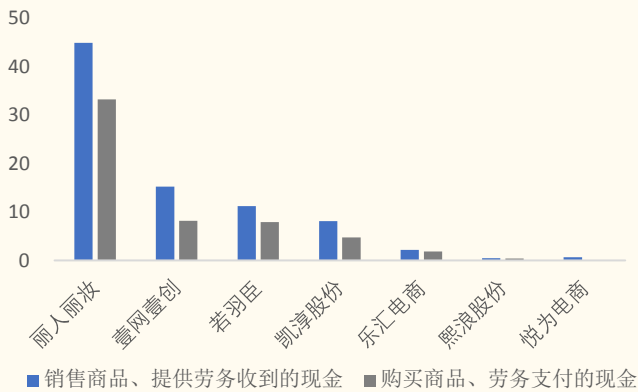
图表 60: 2019 年代运营商应收账款周转天数



来源: Wind, 国金证券研究所

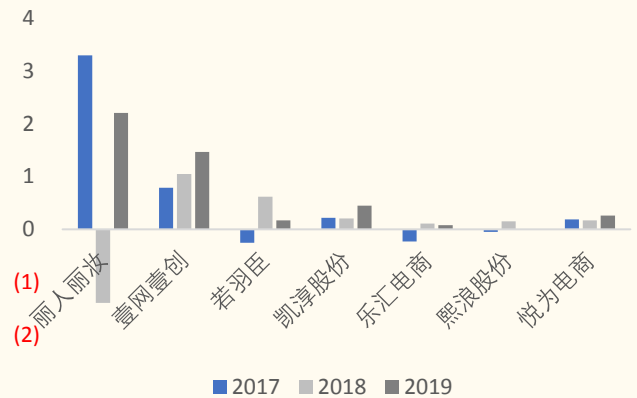
业务模式的不同亦促使公司销售/采购商品及劳务的现金流入与流出明显高于同业，但在经营净现金流方面公司波动较大。

图表 61：2019 年代运营商销售/采购商品及劳务收到的现金金额（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 62：2017~2019 年代运营经营活动净现金流（亿元）18 年是负的



来源：Wind，国金证券研究所

总结而言，公司凭借电商零售占主导的业务模式收入规模在行业中领先，成长性、盈利能力（各业务毛利率、ROE 等较可比的指标）、存货周转水平、资产负债率在行业中位于中游。另外业务模式决定公司销售主要面向 C 端，具有回款能力较强、现金流入规模大、应收账款少、周转快的优势。

4、竞争优势：最资深的化妆品代运营服务商

4.1、行业先发龙头，合作品牌多、对行业理解更为深入

公司成立时间较早，是最资深的化妆品代运营服务商。公司成立于 2010 年（公司前身与天猫前身淘宝商城于 2007 年开始合作），同业中除了全品类运营的宝尊外（宝尊早期主要经营服饰和 3C），同业中若羽臣于 2011 年成立，壹网壹创、杭州悠可于 2012 年成立，进入行业时间晚于公司。

自成立以来的十余年间，公司深耕化妆品网络零售服务，先后与美宝莲、施华蔻、兰芝、雅漾、雪花秀、相宜本草、雪肌精、巴黎欧莱雅等超过 60 个品牌达成合作关系，服务的品牌涵盖国内国外、高端和大众定位，积累了深厚的化妆品电商渠道中品牌孵化和运营经验、数据分析和精准营销策划等能力。

公司通过与大量化妆品品牌的合作积累和沉淀了庞大而有效的用户消费数据，对化妆品行业和电商行业理解不断加深，结合公司自行研发的 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，凭借信息系统和数据挖掘分析能力，为品牌运营提供数据支持及策略建议，为建立品牌的消费者数据资产管理体系，进而提升品牌价值提供有力支持。

以公司代表品牌施华蔻、雪花秀、兰芝、希思黎为例，服务期间公司帮助其实现了较高的销售增长，打造重点产品、获得了多个奖项、提高了品牌影响力。从结果来看，公司行业地位突出、多年获得天猫六星级服务商荣誉，受到品牌客户和平台的认可。

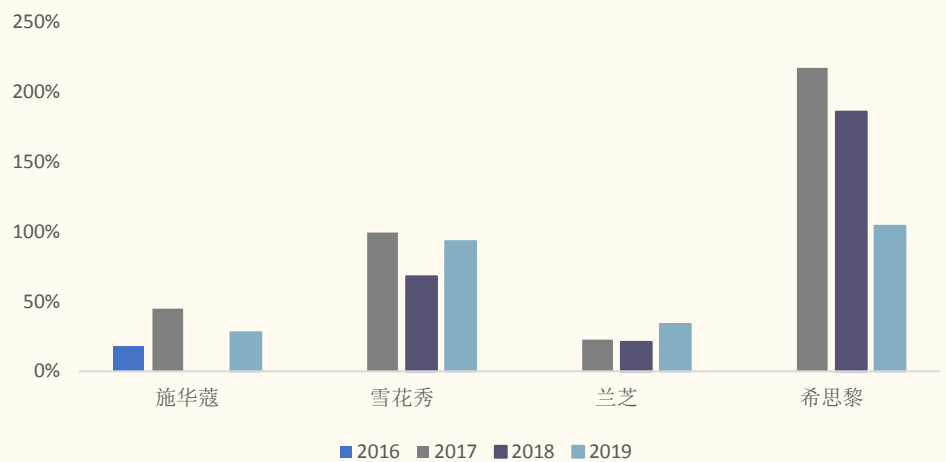
图表 63：公司代表服务品牌培育情况

	施华蔻	雪花秀	兰芝	希思黎
2016 年	GMV 增长 17.9%	天猫金妆奖 2016 年年度热搜品牌大奖	天猫金妆奖 2016 年年度网络人气品牌大奖、年度品类大奖	成功举办天猫超级品牌日
2017 年	GMV 增长 44.8%； 天猫金妆奖 2017 年年度单品 4 项大奖； 天猫双 11 美发护发类目销售额第一名	GMV 增长 99.4%； 天猫金妆奖 2017 年年度单品大奖（雪花秀玉璨净柔面膜）； 天猫双 11GMV 增长	GMV 增长 22.6%； 天猫金妆奖 2017 年年度单品大奖（兰芝雪纱丝柔防晒隔离霜）	GMV 增长 217.4%； 成功举办天猫超级品牌日

	施华蔻	雪花秀	兰芝	希思黎
		127.9%		
	双 11 蝉联美发护发类目销售额第一名；			
2018 年	天猫金妆奖 2018 年年度明星商品（施华蔻斐丝丽泡泡染发乳）；	GMV 增长 68.1%； 双 11 护肤类目面部护理套装销售额第一名	GMV 增长 20.9%； 双 11 GMV 增长 33.2%	GMV 增长 186.0%； 双 11 乳液面霜类目销售额前五名
	2018 年德国施华蔻 120 周年盛典、总曝光量覆盖 3 亿人			
2019H1	GMV 增长 27.8%； 天猫金妆奖 2019 年年度染发大奖（施华蔻斐丝丽泡泡染发剂）	GMV 增长 93.3%； 618 涂抹面膜类目单品销售额前三名	GMV 增长 33.9%； 618 GMV 增长 82.3%	GMV 增长 104.2%； 天猫金妆奖 2019 年年度趋势单品大奖（希思黎黑玫瑰焕采精华霜）

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 64：公司代表服务品牌 GMV 同比增速 (%)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

4.2、多年电商零售模式、积累规模和运营经验优势

公司与同业最大的业务差异是公司以电商零售模式为主、占比接近 100%。如前文所述，电商零售模式和代运营服务模式各有优劣，但无论哪种模式都无法保证品牌和服务商之间合作的稳定和持续。电商零售模式下公司类似于品牌方的一家大型线上经销商，与品牌之间的买货卖货关系将促使公司和品牌之间的合作更加深入（或者拓展合作更加容易）、提高品牌的撤离成本。公司目前业务规模为行业前列，相比于其他同业或者新进入者具有规模优势。

举例而言，公司 2017~2018 年向最大的供应商（欧莱雅集团）采购额在 8~10 亿元，向前五大供应商平均采购规模超过 4 亿元，对品牌商而言是一个规模较大的经销商（以国内化妆品品牌上市公司上海家化为例，2019 年向前五大客户销售的平均规模为 2.4 亿元），议价能力相对更高。

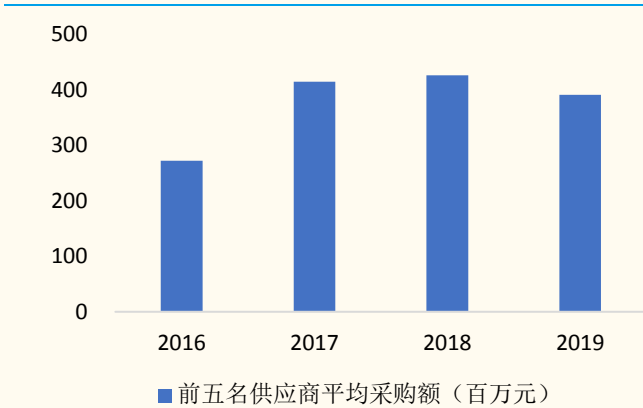
图表 65：公司前五名供应商采购情况

客户名称	2019 年		2018 年		2017 年			
	采购额 (百万元)	占公司采购额比重	客户名称	采购额 (百万元)	占公司采购额比重	客户名称	采购额 (百万元)	占公司采购额比重
欧莱雅集团	748.23	24.75%	欧莱雅集团	826.48	29.04%	欧莱雅集团	1039.12	41.28%
爱茉莉太平洋	361.43	11.96%	爱茉莉太平洋	577.00	20.28%	爱茉莉太平洋	454.56	18.06%
汉高集团	352.40	11.66%	汉高集团	365.69	12.85%	汉高集团	340.27	13.52%

佳丽宝化妆品	257.90	8.53%	佳丽宝化妆品	192.51	6.76%	上药康德乐(上海)	135.66	5.39%
上药康德乐(上海)	238.60	7.89%	上药康德乐(上海)	171.01	6.01%	佳丽宝化妆品	106.54	4.23%
前五名供应商合计	2132.69	64.79%	前五名供应商合计	2132.69	74.94%	前五名供应商合计	2076.15	82.48%
前五名供应商平均采购额	426.54	-	前五名供应商平均采购额	426.54	-	前五名供应商平均采购额	415.23	-

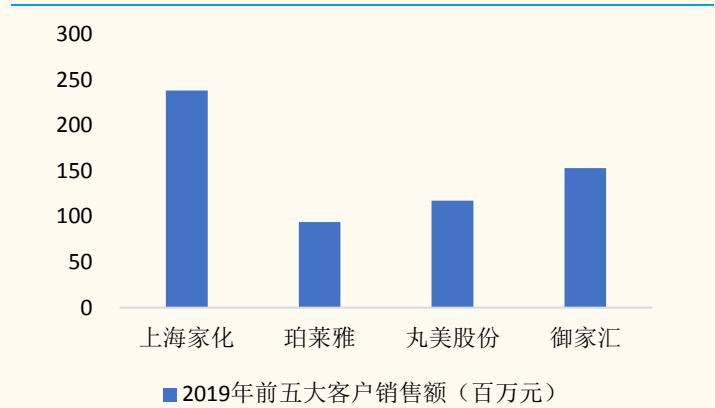
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 66：公司向前五名供应商平均采购规模（百万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

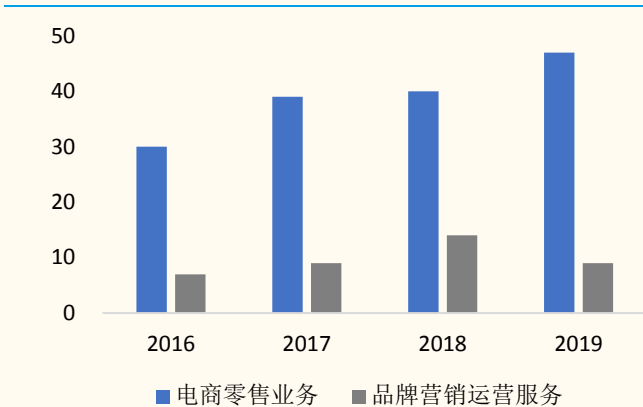
图表 67：国内化妆品代表公司向前五大客户销售平均规模（百万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

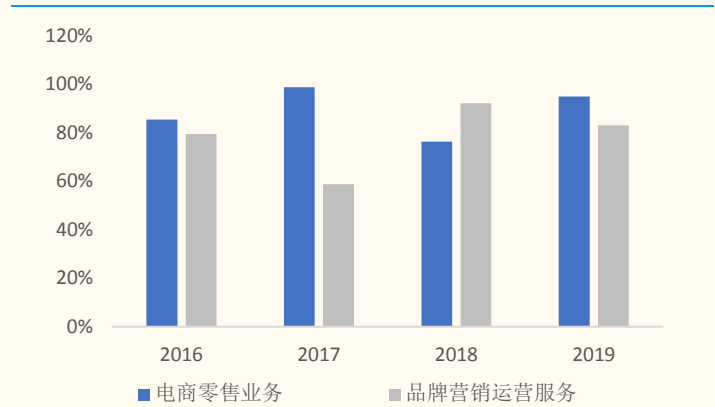
从公司的服务品牌客户情况来看，品牌签约合作周期一般 1~3 年不等、持续处于动态变化中。近年来公司虽然有部分品牌终止合作的情况，如欧莱雅集团因为收购了代运营服务商百库而将旗下品牌的电商业务收归自营，但公司每年持续合作的品牌对业绩贡献较为稳定，且每年在持续拓展新品牌客户，构建未来增长动力。

图表 68：公司分业务持续合作的品牌数量（个）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 69：公司分业务持续合作的品牌占各业务收入比例（%）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 70：公司 2016 年以来新增和终止合作品牌情况

	2016	2017	2018	2019H1
新增合作的主要品牌数量	13	10	13	8
新增合作的主要品牌	巴黎欧莱雅、雪花秀、it's skin、植村秀、希	赫妍、PONY EFFECT、婵真、后、	LG 生活健康、奥伦纳素、宝贝魔力、飞利	奇士美（签约合作期限为 19/01~20/12，下同）、孩之宝

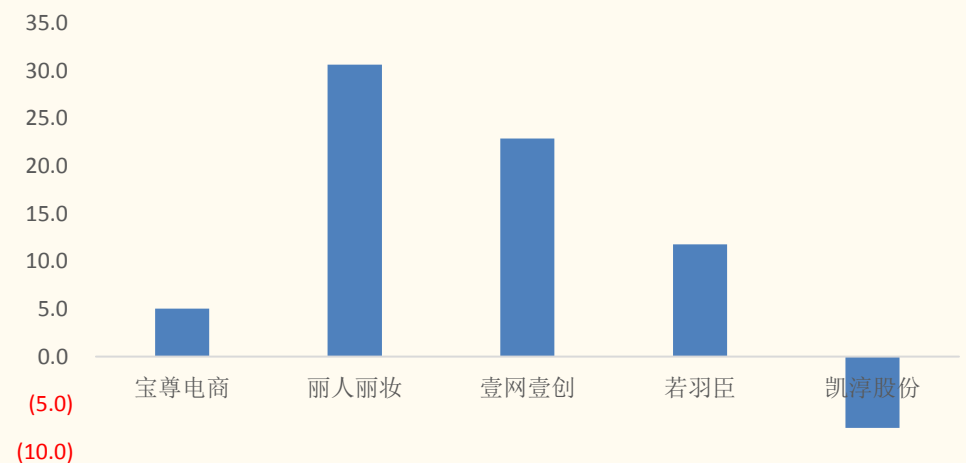
	2016	2017	2018	2019H1
终止合作的主要品牌数量	3	4	5	6
终止合作的主要品牌	思黎、艾诺碧、吉尔·斯图亚特、馥绿德雅、康如、高丝、丝芙兰、娇兰、欧缇丽	科颜氏、高夫、贝玲妃、玉泽、贝蜜清、海昌	浦、凡客诚品、BeGlow、栗祺、菲诗小铺、佰草集、琥珀翠、云南白药、珂莱欧、NEWA	(19/04~19/12)、皓丽(19/04~19/12)、露华浓(19/07~21/12)、艾可玫(19/02~22/01)、炫诗(19/02~19/12)、新维士(19/02~21/12)、佑天兰(19/03~19/12)
终止合作的主要品牌	宠爱之名、卡尔文克雷恩、岚舒	茉莉蔻、it's skin、芭妮兰、欧缇丽	兰蔻、巴黎欧莱雅、妮维雅、丝芙兰、馥蕾诗	PONY EFFECT、梦妆、艾诺碧、海昌、碧欧泉、植村秀

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

电商零售模式下服务商拥有货品和店铺的所有权、对销售端掌控力强，同时对服务商的供应链管理要求较高、需要做好存货管理（需要准确备货避免短缺，但同时又需要考虑营运资金的周转）。公司经过多年电商零售模式的运作，已经积累了丰富的经营管理经验。

对比同业公司运营效率较高，人均净利率领先同业。2019 年公司人均归母净利为 36 万元，同期壹网壹创人均归母净利为 22 万元、若羽臣 12 万元、宝尊电商 5 万元。

图表 71：2019 年代运营公司员工人均净利贡献（万元）



来源：Wind，国金证券研究所

4.3、与阿里深度合作，股权和高管上均有体现

公司跟阿里关系紧密、较早于 2012 年即引入了阿里系作为第二大股东。公司运营的相宜本草官方旗舰店是第一家入驻天猫平台的授权美妆品牌官方旗舰店，2007 年公司即与天猫前身淘宝商城开展合作、对美妆电商市场提供了积极推动和标杆作用。

除股权关系外，公司董事之一胡伟雄先生自 2018 年 8 月开始于公司担任董事、2016 年 1 月至今担任阿里巴巴集团天猫大快消事业部总经理（并曾任雅诗兰黛集团品牌销售总监、LVMH 集团化妆品事业部品牌总经理），公司董事、副总经理黄梅女士 2008 年~2011 年曾任阿里巴巴高级投资经理、曾任宝尊电商财务副总裁。

天猫是公司占比最高的销售渠道，且为份额明显领先的电商平台龙头，公司高管具有丰富的化妆品品牌运营管理经验和阿里巴巴集团相关岗位工作经

验，对天猫平台的运营、电商行业和化妆品行业均有深入理解，为公司的业务开展和战略发展提供有力支持。

图表 72：公司与天猫合作历程

时间	事件
2007 年	在淘宝商城开展电商零售业务，获得相宜本草品牌淘宝商城经销授权
2011 年	荣获淘宝商城最给力团队奖，获得在淘宝商城设立并运营蜜丝佛陀品牌旗舰店的授权
2012 年	荣获天猫合作共赢奖，获得兰芝等品牌天猫商城旗舰店经销授权
2013 年	获得施华蔻、旁氏等品牌天猫官方旗舰店经销授权
2014 年	获得吕、凯朵、雪肌精、斐丝丽等品牌天猫官方旗舰店经销授权
2015 年	获得雅漾、芙丽芳丝、凡士林、伊蒂之屋、佳丽宝等品牌天猫官方旗舰店经销授权
2016 年	荣获 2016 年天猫金妆奖最佳服务拍档，获得雪花秀、希思黎、馥绿德雅、吉斯图亚特、康如等品牌天猫旗舰店经销授权
2017 年	获得赫妍、护齿达等品牌天猫旗舰店经销授权，为后、贝玲妃、高夫、洁云、米娅等品牌天猫旗舰店提供运营服务
2018 年	荣获天猫金妆奖年度优秀合作伙伴，获得奥伦纳素、LG 生活健康、白格、栗祺等品牌天猫旗舰店经销授权，为菲诗小铺、珂莱欧、欧邦琪等品牌天猫旗舰店提供运营服务
2019 年	荣获天猫金妆奖年度优秀合作伙伴、2019 年上半年天猫六星级运营商，获得露华浓、思理肤、艾可玫、孩之宝等品牌天猫旗舰店经销授权，为佑天兰等品牌天猫旗舰店提供运营服务
2020 年	2019 年下半年天猫六星级运营商，2020 年一季度天猫分行业运营服务商个护行业第二、美妆行业第二

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

与公司类似，阿里有持股的电商代运营服务商还有龙头宝尊电商，其在规模、全品类运营、IT 和物流建设等方面在业内领先。宝尊电商的董事会中亦有阿里巴巴背景的高管刘秀云女士，目前担任天猫服饰事业部总裁，其于 2012 年进入阿里，曾任天猫鞋业部门、男装部门、运动户外部门的负责人。结合服饰品类是宝尊电商的主力品类之一，我们认为阿里的背景在业务上亦为宝尊的发展带来有力支持。

公司与宝尊均位列最高级别六星服务商，也将获得天猫平台的资源支持。天猫服务商级别越高、获得的平台权益越多，六星和五星服务商可额外获得重点品牌推荐和专人服务支持的服务。

图表 73：天猫不同级别服务商享受平台权益不同

							
星级		一星	二星	三星	四星	五星	六星
平台权益	星级						
	星级背书	√	√	√	√	√	√
	平台透出	√	√	√	√	√	√
	天猫店铺主体变更	√	√	√	√	√	√
	榜单公示			√	√	√	√
	新品牌推荐			√	√	√	√
	专属赋能培训				√	√	√
	重点品牌推荐					√	√
	专人服务支持					√	√

来源：天猫，国金证券研究所

5、盈利预测

5.1、关键假设及盈利预测

自 2018 年至今，公司零售业务营收受到欧莱雅集团电商渠道策略调整影响、增速出现较大幅度放缓，双方合作的品牌陆续终止代运营服务，2020 年 7 月前五大采购商中相宜本草终止合作关系亦带来较大影响，其他客户合作关系总体较为稳定，预计 2021~2022 年营收增速将有所回升。假设 2020~2022 年公司零售业务营收增速分别为 15%、20%、20%。

公司服务业务近年保持双位数（10~20%）增长，占比在 5%左右，2019 年受到部分客户关系终止影响，首次出现大幅下滑、下降 56.08%、出现波动。未来预计服务业务保持双位数增长。假设 2020~2022 年服务业务营收增速分别为 15%、15%、15%。

受大客户合作关系终止，小客户营收贡献相应占比提升，而由于小客户体量较小，议价能力相对较弱、公司毛利率预计提升，假设 2020~2022 年毛利率分别为 38.85%、39.06%、39.15%。同时小客户追求增长，前期相关的营销投放费用较多，对公司短期费用表现或有影响，未来规模效应提升后销售费用端压力将缓解。因此假设 2020~2022 年销售费用率分别为 26.55%、26.30%、26.10%，管理费用率为 2.66%、2.72%、2.72%。

此外，公司 2019 年 7~12 个月存货占比提升，计提的存货资产减值增多，该影响持续至 2020 年，未来随着公司加强库存管理，资产减值损失将得到控制。

综上，预计 2020~2022 年公司 EPS 分别为 0.81、0.97、1.17 元，未来三年净利润年均复合增速为 17.70%。

图表 74：盈利预测（营收/净利单位：百万元）

项目	2019	2020E	2021E	2022E
零售业务营收	3700.08	4255.09	5106.11	6127.33
YOY	10.59%	15.00%	20.00%	20.00%
服务业务营收	131.52	151.25	173.94	200.03
YOY	-42.72%	15.00%	15.00%	15.00%
总营收	3874.47	4453.50	5330.98	6380.83
YOY	7.18%	14.94%	19.70%	19.69%
归母净利润	285.99	325.72	388.97	466.51
YOY	13.36%	13.89%	19.42%	19.93%
EPS（元）	0.79	0.81	0.97	1.17

来源：公司招股说明书，国金证券研究所预测

5.2、相对估值

当前 A 股与公司同样主营电商代运营的上市公司为壹网壹创、若羽臣，港股有宝尊电商。

与公司代运营品类较为相关的上游化妆品上市品牌商有珀莱雅、丸美股份、上海家化、御家汇（除自有品牌业务外，还代运营强生集团旗下品牌及其他跨境电商品牌）、华熙生物等。

参考同业估值水平，同时公司为代运营龙头，享有一定估值溢价，建议给予公司 21 年 35 倍 PE，对应目标价为 33.95 元。

图表 75：可比公司盈利预测与估值

公司名称	收盘价		EPS（元）				PE				3 年 CAGR	PEG 21 年	市值（亿元 RMB）	
	元/股	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E					
化妆品														
珀莱雅	3.99	86	70	53	42	26.90%	1.98	339	3.99	86	70	53		
丸美股份	1.97	43	39	32	28	15.34%	2.10	219	1.97	43	39	32		
华熙生物	2.53	127	112	82	61	27.52%	2.98	744	2.53	127	112	82		

上海家化	1.12	46	64	40	34	10.88%	3.66	259	1.12	46	64	40
御家汇	0.58	264	67	40	30	106.13%	0.37	72	0.58	264	67	40
平均	-	-	-	-	-	113	71	52	41	-	-	-
代运营												
宝尊电商	89.80	1.14	1.81	2.68	3.75	79	50	33	24	48.67%	1.02	218
壹网壹创	107.03	1.52	2.45	3.23	4.19	70	44	33	26	40.26%	0.82	154
若羽臣	30.02	0.71	0.87	1.10	1.41	42	34	27	21	25.60%	1.06	37
平均	-	-	-	-	-	56	39	30	23	-	-	-
丽人丽妆	28.06	0.71	0.81	0.97	1.17	39	35	29	24	17.70%	1.63	112

来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

注: 1) 本表收盘价日期为 2020 年 12 月 23 日;

2) 本表中珀莱雅、丸美股份、华熙生物、上海家化、御家汇、壹网壹创、丽人丽妆等盈利预测为国金证券预测, 若羽臣、宝尊电商盈利预测为 Wind 一致预期。

5.3、估值结论与投资评级

公司为资深化妆品代运营龙头, 起家于相宜本草代运营, 不断拓展优质国际化妆品客户, 先发优势显著、分享行业红利、实现快速成长。公司以重零售模式为主, 多年经验积累了大数据分析能力、沉淀电商渠道用户数据、对行业理解深厚。

公司 2018 年以来受到欧莱雅集团及相宜本草电商渠道战略调整, 客户流失带来业绩波动, 预计未来公司不断拓展中腰部国际化妆品品牌, 培育其在电商渠道壮大, 双方实现共同成长。短期波动不改公司龙头地位及未来长期增量。

预计 2020~2022 年公司 EPS 分别为 0.81、0.97、1.17 元, 未来三年净利润年均复合增速为 20.43%。参考同业估值水平, 建议给予公司 21 年 35 倍 PE, 对应目标价为 33.95 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

6、风险分析

■ 品牌终止合作

公司营收前提建立在品牌方的合作关系上, 若公司合作的较大品牌方出于自身战略考虑终止合作, 将给公司业绩带来较大波动。

■ 营销投放效果不及预期

公司营收主要贡献为线上零售业务, 为公司买断品牌方产品, 在线上进行营销推广销售。若营销投放效果不及预期, 未能实现良好销售, 将影响公司存货周转及业绩表现。

■ 国潮兴起、年轻一代偏好国产化妆品

当前我国化妆品行业中国际品牌占主导地位, 而公司主要代运营的也多为国际品牌。若未来年轻一代消费者偏好本土产品, 或对国际品牌不再盲目信任, 将加大公司代运营国际品牌的难度。

关键指标	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)						
收入增长率	69.67%	5.69%	7.18%	14.94%	19.70%	19.69%
归母净利润增长率	180.17%	11.04%	13.36%	13.89%	19.42%	19.93%
EBITDA 增长率	188.34%	-2.29%	14.55%	26.42%	19.06%	21.17%
EBIT 增长率	198.27%	-2.57%	14.39%	0.24%	0.50%	0.50%
估值指标						
PE				37.85	31.70	26.43
PB				5.45	4.94	4.44
EV/EBITDA				33.39	28.04	23.14
EV/EBIT				33.55	28.19	23.25
EV/NOPLAT				41.02	34.35	28.64
EV/Sales				3.00	2.51	2.09
EV/IC				5.92	5.36	4.82
盈利能力 (%)						
毛利率	35.20%	36.63%	35.61%	38.89%	38.91%	38.83%
EBITDA 率	8.27%	7.64%	8.17%	8.99%	8.94%	9.05%
EBIT 率	8.12%	7.48%	7.98%	8.94%	8.89%	9.01%
税前净利润率	8.54%	9.61%	9.46%	9.50%	9.48%	9.49%
税后净利润率 (归属母公司)	6.64%	6.98%	7.38%	7.31%	7.30%	7.31%
ROA	13.69%	12.00%	12.85%	11.08%	12.03%	12.87%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.77%	19.44%	18.05%	14.40%	15.59%	16.81%
ROIC	20.59%	14.92%	15.19%	13.58%	14.64%	15.96%
偿债能力						
流动比率	2.28	2.52	3.32	4.24	4.29	4.19
速动比率	1.69	1.81	2.52	3.36	3.27	3.06
归属母公司权益/有息债务	-	73.99	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	117.92	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)						
EPS	0.63	0.70	0.79	0.81	0.97	1.17
每股经营现金流	0.77	-0.52	0.41	0.70	0.35	0.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.33	0.39	0.47
每股自由现金流 (FCFF)	1.03	0.12	0.50	0.73	0.35	0.48
每股净资产	2.90	3.61	4.40	5.66	6.24	6.94
每股销售收入	9.50	10.04	10.76	11.13	13.33	15.95

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
主营业务收入	3,420	3,615	3,874	4,453	5,331	6,381	货币资金	531	679	872	1,516	1,499	1,506	
增长率		5.7%	7.2%	14.9%	19.7%	19.7%	应收账款	368	642	565	681	816	976	
主营业务成本	-2,216	-2,291	-2,495	-2,721	-3,257	-3,903	存货	365	580	517	596	758	962	
%销售收入	64.8%	63.4%	64.4%	61.1%	61.1%	61.2%	其他流动资产	142	138	184	92	108	127	
毛利	1,204	1,324	1,380	1,732	2,074	2,478	流动资产	1,407	2,039	2,138	2,885	3,181	3,572	
%销售收入	35.2%	36.6%	35.6%	38.9%	38.9%	38.8%	%总资产	84.8%	96.9%	96.1%	98.2%	98.4%	98.6%	
营业税金及附加	-23	-9	-10	-22	-27	-32	长期投资	211	7	22	22	22	22	
%销售收入	0.7%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	5	5	4	27	27	26	
销售费用	-820	-943	-961	-1,182	-1,402	-1,665	%总资产	0.3%	0.2%	0.2%	0.9%	0.8%	0.7%	
%销售收入	24.0%	26.1%	24.8%	26.6%	26.3%	26.1%	无形资产	7	8	5	5	5	5	
管理费用	-64	-80	-88	-118	-145	-174	非流动资产	253	65	87	54	53	52	
%销售收入	1.9%	2.2%	2.3%	2.7%	2.7%	2.7%	%总资产	15.2%	3.1%	3.9%	1.8%	1.6%	1.4%	
研发费用	-20	-22	-11	-11	-27	-32	资产总计	1,660	2,103	2,225	2,939	3,234	3,624	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	短期借款	0	18	0	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	278	270	309	398	474	575	应付款项	326	578	458	447	491	535	
%销售收入	8.1%	7.5%	8.0%	8.9%	8.9%	9.0%	其他流动负债	291	212	186	233	251	317	
财务费用	-6	5	4	25	31	31	流动负债	617	808	644	681	742	852	
%销售收入	0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	26	24	33	0	0	0	其他长期负债	1	0	0	0	0	0	
公允价值变动收益	4	0	14	0	0	0	负债	618	808	644	681	742	852	
投资收益	30	80	6	0	0	0	普通股股东权益	1,044	1,298	1,584	2,262	2,496	2,775	
%税前利润	10.3%	23.2%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	360	360	360	400	400	400	
营业利润	291	345	367	423	505	606	未分配利润	325	558	830	1,026	1,259	1,539	
营业利润率	8.5%	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	少数股东权益	-2	-3	-3	-3	-3	-3	
营业外收支	1	2	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,660	2,103	2,225	2,939	3,234	3,624	
税前利润	292	347	367	423	505	606	比率分析		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利润率	8.5%	9.6%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	每股指标							
所得税	-66	-96	-82	-97	-116	-139	每股收益	0.631	0.701	0.794	0.814	0.972	1.166	
所得税率	22.7%	27.5%	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%	每股净资产	2.899	3.606	4.400	5.655	6.239	6.938	
净利润	226	252	284	326	389	467	每股经营现金净流	0.768	-0.519	0.413	0.696	0.351	0.488	
少数股东损益	-2	-1	-2	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.326	0.389	0.466	
归属于母公司的净利润	227	252	286	326	389	467	回报率							
净利率	6.6%	7.0%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%	净资产收益率	21.77%	19.44%	18.05%	14.40%	15.59%	16.81%	
							总资产收益率	13.69%	12.00%	12.85%	11.08%	12.03%	12.87%	
							投入资本收益率	20.59%	14.92%	15.19%	13.58%	14.64%	15.96%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	69.67%	5.69%	7.18%	14.94%	19.70%	19.69%	
							EBIT增长率	198.27%	-2.57%	14.39%	28.75%	18.99%	21.27%	
							净利润增长率	180.17%	11.04%	13.36%	13.89%	19.42%	19.93%	
							总资产增长率	30.86%	26.73%	5.78%	32.11%	10.02%	12.07%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	6.4	10.7	10.2	10.0	10.0	10.0	
							存货周转天数	62.0	75.3	80.2	80.0	85.0	90.0	
							应付账款周转天数	49.9	56.3	55.0	50.0	45.0	40.0	
							固定资产周转天数	0.5	0.5	0.4	2.3	1.8	1.5	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-51.01%	-51.04%	-55.16%	-67.11%	-60.14%	-54.32%	
							EBIT利息保障倍数	45.7	-49.2	-76.1	-16.1	-15.2	-18.5	
							资产负债率	37.24%	38.40%	28.95%	23.16%	22.94%	23.51%	

来源：公司年报，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	5	7	7
增持	0	2	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.38	1.30	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402