

A 股首家电商代运营企业，签约品牌持续扩张，精细化运营能力领先

公司系 A 股首家电商代运营上市企业，专注日化领域服务能力领先。2018 年公司营收超 10 亿，与百雀羚、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、OLAY 等多个品牌达成稳定合作，并负责运营 P&G 在天猫的官方旗舰店和天猫超市。公司发展经历①**初创期（2012-2014）**：主要合作品牌为百雀羚，向其提供品牌线上营销服务。②**发展期（2015）**：与欧珀莱、伊丽莎白伊顿、OLAY 等品牌开展合作，并将百雀羚业务开拓至唯品会。③**全面提速期（2016 年至今）**：新签达尔肤、大宝、雅芳等，并通过获得 P&G 旗下十余个品牌授权而**顺利切入个护领域**；渠道方面，公司在唯品会、小红书上新增线上品牌管理服务。

公司深耕电商代运营领域，收入、业绩快速成长。2015-2018 年，公司营收从 2.6 亿快速增至 10.1 亿，CAGR 为 57%；归母净利润从 0.18 亿增至 0.7 亿，CAGR 为 108%。2019H1 公司收入/归母净利润增速分别为 54%/36%。**盈利能力**：2015-2019H1 公司毛利率/净利率从 36%/7%增至 39%/12%，提升明显。其中 2017 年后受低毛利的分销业务占比上升影响，盈利能力出现结构性下降，而各主要业务板块毛利率在 17 年后均有稳步提升。**现金流**：2016 年经营性现金流净额由负转正，2016-2018 年 CAGR 为 105%。

竞争优势：①**深耕电商代运营领域，行业空间巨大。**化妆品行业高景气且线上渗透率不断提升，2008-2018 年我国化妆品市场规模 CAGR 达 9.5%，化妆品电商渗透率从 2012 年的 10.2%提升至 2018 年的 27.4%。**线上流量成本上升+数字化与年轻化营销趋势，驱动电商代运营行业蓬勃发展。**2014-2018 年我国电商代运营市场规模 CAGR 高达 52%；电商代运营渗透率从 8.9%提升至 16%，测算 2020 年我国电商代运营市场规模可达 2 万亿。②**全方位服务体系形成，渠道、客户持续扩张。**公司主要业务模式已拓展为品牌线上服务（包括品牌线上营销、品牌线上管理）、线上分销业务、内容服务三大板块，为客户提供全链路服务。目前公司合作总品牌数量约 40 家，渠道方面公司亦向小红书、唯品会等成功拓展。③**精细化运营，营销能力不断锤炼。**公司已完成从消费者洞察到实际销售产出的闭环链路。公司依靠丰富的整合营销经验，可获取大量的高性价比流量，并低成本采购稀缺广告资源，帮助品牌商有效降低运营成本，与品牌、渠道端的扩展形成闭环效应。④**募投项目增强持续增强服务与综合运营能力。**公司 IPO 募集资金 6.9 亿，其中 3.5 亿用于品牌服务升级建设项目，1.7 亿用于综合运营服务中建设项目。

投资建议：公司系 A 股首家电商代运营标的，行业空间巨大，整合营销能力领先，公司合作品牌数量持续扩张。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.1、2.5、3.0 亿，对应 PE 分别为 38X、31X、26X，首次覆盖，予以“买入”评级。

壹网壹创 (300792)

首次评级

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019 年 10 月 15 日

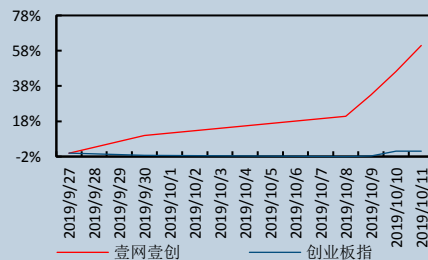
当前股价：97.71 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
155.12/157.67	155.12/145.32	155.12/123.71	
12 月最高/最低价 (元)			97.71/45.96
总股本 (万股)			8,000.0
流通 A 股 (万股)			2,000.0
总市值 (亿元)			78.17
流通市值 (亿元)			19.54
近 3 月日均成交量 (万)			39.31
主要股东			
杭州网创品牌管理有限公司			38.77%

股价表现



相关研究报告

目录

一、公司概况	4
(一) 壹网壹创发展历程	4
(二) 股权集中稳定, 高管电商领域经验丰富	5
二、财务分析	5
三、竞争优势	8
(一) 深耕电商代运营领域, 行业空间巨大	8
(二) 全方位服务体系形成, 渠道、客户持续扩张	11
(三) 精细化运营, 营销能力不断锤炼	15
(四) 募投项目分析	17
四、投资建议	17

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构 (截止 2019 年 10 月 13 日)	5
表 3: 公司主要高管任职经历	5
图 4: 2015-2019H1 公司营收与同比增速 (亿, %)	6
图 5: 2015-2019H1 公司归母净利润与同比增速 (亿, %)	6
图 6: 2015-2019H1 公司销售毛利率与净利率 (%)	6
图 7: 2015-2019H1 公司各业务板块毛利率情况 (%)	6
图 8: 2015-2019H1 公司期间费用率情况 (%)	7
图 9: 2015-2019H1 公司经营性现金流量净额 (亿, %)	7
图 10: 2015-2019H1 公司周转天数情况 (%)	7
图 11: 2015-2019H1 公司 ROE 与杜邦分析 (%)	8
图 12: 我国化妆品市场规模及增速	8
图 13: 2011-2018 年我国化妆品渠道分布情况 (%)	9
图 14: 2015-2018 中国化妆品各销售渠道增速	9
图 15: 网上零售额增速及实物商品渗透率	9
图 16: 2013-2017 年主要电商获客成本 (元/人)	9
图 17: 韩束冠名热门网络综艺火星情报局	10
图 18: 一叶子植入热门 IP 剧《三生三世十里桃花》镜头	10
图 19: 电商代运营市场规模与增速 (亿, %)	10
图 20: 电商代运营市场渗透率 (%)	10
表 21: 公司三大业务板块	11
图 22: 2015-2019H1 公司分业务收入规模与增速 (万, %)	12
图 23: 2015-2019H1 公司各业务收入占比 (%)	12
表 24: 公司线上营销服务合作品牌与合作平台	12
表 25: 公司线上管理服务合作品牌与合作平台	13
表 26: 公司线上分销业务合作品牌与合作平台	14

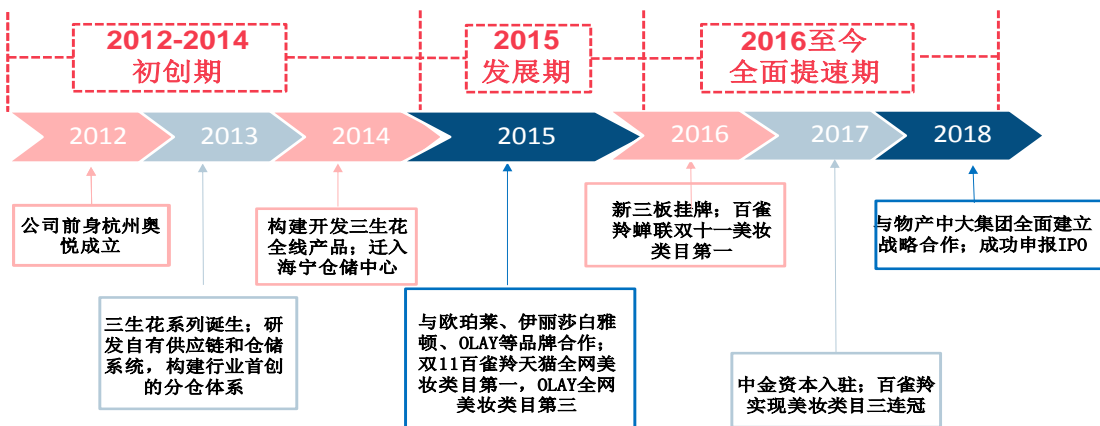
表 27: 公司内容服务合作品牌	14
表 28: 公司对百雀羚依附度下降, 多品牌综合运营能力提升	15
图 29: 公司运用大数据新品设计与开发流程图	15
表 30: 公司获得荣誉体现其销售能力领先	16
图 31: 公司仓储信息服务系统	17
表 32: 公司 IPO 募集资金用途 (单位: 万)	17
表 33: 盈利预测 (单位: 百万)	18

一、公司概况

（一）壹网壹创发展历程

A 股首家电商代运营上市企业，专注日化领域服务能力领先。公司前身杭州奥悦于 2012 年成立，经过多年的发展和积淀，公司已经成为国内领先的电子商务服务商。2018 年公司实现营收 10.13 亿元，已与百雀羚、三生花、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、OLAY、DR.WU、沙宣、露得清、雅芳、美肤宝、赫妍、雪花秀、吕、艾诺碧、梦妆、兰芝等多个快消品品牌达成稳定合作关系，并负责运营 P&G 集团在天猫的宝洁官方旗舰店（涵盖了海飞丝、潘婷、飘柔、护舒宝、舒肤佳、佳洁士、汰渍等十多个品牌）和天猫超市。根据生意参谋数据，公司提供品牌线上营销服务的百雀羚旗舰店 2015-2017 年连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目的第一名；公司提供品牌线上管理服务的宝洁官方旗舰店 2016-2018 年连续三年获得“双十一”天猫全网洗护品类目的第一名。公司出色的销售业绩与跨类目的运营能力业内领先。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中信建投研究发展部

公司发展经历以下三个阶段：

- **初创期（2012-2014）：国货起家，步步为营**

公司成立于 2012 年，最初主要合作品牌为百雀羚，向百雀羚提供品牌线上营销服务，基于天猫平台逐步积累线上销售和运营经验。

- **发展期（2015）：品牌引入，渠道扩展**

2015 年公司与欧珀莱、伊丽莎白伊顿、OLAY 等品牌开展合作，为其天猫旗舰店提供线上品牌管理服务；同时百雀羚品牌获得爆发增长，2015 年获得天猫“双十一”全网美妆类目第一，并将百雀羚业务开拓至唯品会，公司实现品牌与渠道的双扩展。

- **全面提速期（2016 年至今）：品牌激增，实现跨界，渠道巩固**

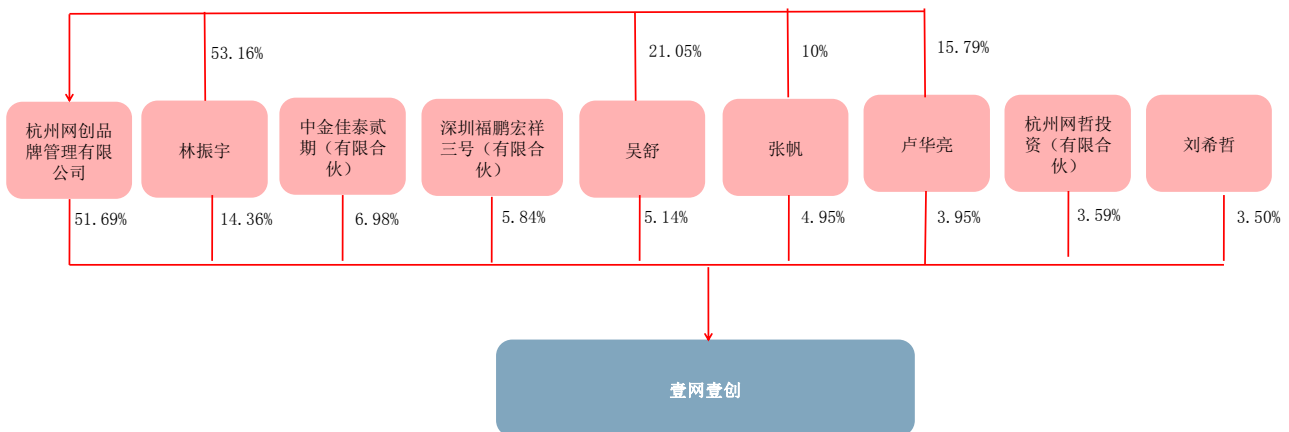
品牌方面，公司新签达尔肤、大宝、雅芳等，并通过获得 P&G 旗下十余个品牌授权而顺利切入个护领域；渠道方面，公司在唯品会、小红书上新增线上品牌管理服务。公司于 2018 年成功申报 IPO 并于 2019

年登陆创业板

（二）股权集中稳定，高管电商领域经验丰富

公司董事长林振宇直接持有公司 14.36% 股份，并通过杭州网创间接控制公司 51.69% 的股权（董事长林振宇持股杭州网创 53.16% 股权），公司股权集中稳定。

图 2：公司股权结构（截止 2019 年 10 月 13 日）



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

公司主要管理人员平均年龄不到 40 岁，对零售新渠道与新趋势更为敏感。其中公司董事长、总经理林振宇先生早期曾在阿里巴巴任职，电商领域行业经验丰富；公司董事、副总经理卢华亮先生曾在浙江理工大学长期任教，公司成立后即加入公司，对公司定位、战略思路清晰。

表 3：公司主要高管任职经历

姓名	职务	年龄	主要经历
林振宇	董事长、总经理	36	2005-2007 年任阿里巴巴（中国）福建区域市场部经理；2007-2010 年任淘宝（中国）营销中心市场部经理；2010-2012 年团购领域自主创业；2012 年创立杭州奥悦。
卢华亮	董事、副总经理	42	2002-2010 年在浙江理工大学视觉传达系任教；2002-2011 年任杭州品邦百利广告有限公司总经理；2011 年 5 月至 2012 年 4 月，任杭州网兜企业管理咨询有限公司执行董事兼总经理；2012 年 4 月起于杭州奥悦任职。
张帆	董事、董事会秘书	37	2004-2008 年任东阳华磊针织制衣有限公司总经理；2012 年 6 月至 2017 年 6 月任杭州网兜企业管理咨询有限公司监事；2015 年 12 月至 2017 年 8 月任杭州网创品牌管理有限公司总经理。2016 年 3 月起任杭州壹网壹创科技股份有限公司董事。
张滨滨	财务负责人	35	2007 年 7 月至 2009 年 8 月任立信会计师事务所杭州分所审计员；2009 年 9 年至 2017 年 4 月任中汇会计师事务所（特殊普通合伙）经理、高级经理；2017 年 6 月至今任杭州壹网壹创科技股份有限公司财务负责人。

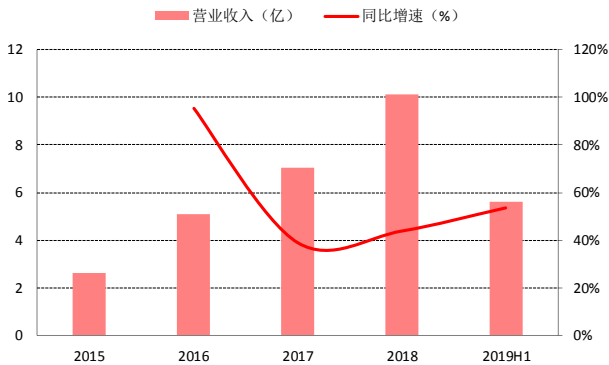
资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

二、财务分析

深耕电商代运营领域，收入、业绩快速成长。公司自成立起专注于电商代运营领域，业务范围从品牌线上

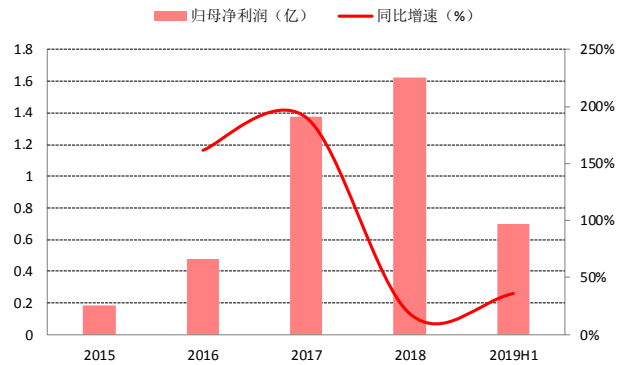
服务逐渐向线上分销、内容服务扩展。营收方面，公司营业收入从 2015 年的 2.6 亿元快速增长至 2018 年的 10.13 亿元，CAGR 为 57.41%，2019H1 公司收入增速再度提升，同比增长 53.51%至 5.59 亿元；归母净利润方面，2015-2018 年公司归母净利润从 0.18 亿增至 0.7 亿，CAGR 为 107.8%，其中 2018 年归母净利润增速放缓至 17.99%，主因系 2018 年低毛利率的分销业务快速扩展致盈利能力有所下降，并且当年新签约多个线上分销品牌导致销售、管理费用率有所上升，2019H1 公司归母净利润同比增长 35.73%至 0.7 亿，业绩增速开始回升。

图 4：2015-2019H1 公司营收与同比增速（亿，%）



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 5：2015-2019H1 公司归母净利润与同比增速（亿，%）

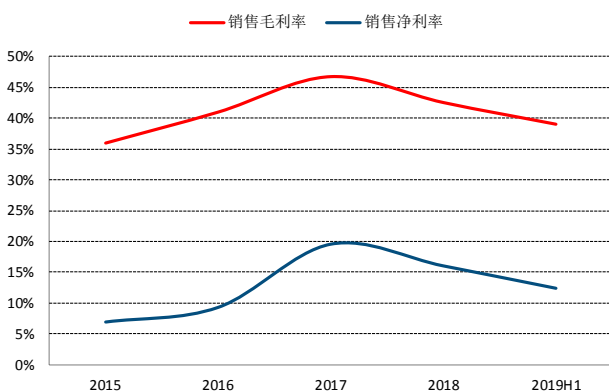


资料来源：Wind，中信建投研究发展部

盈利能力方面，2015-2019H1 公司毛利率从 35.94% 增至 39.03%，销售净利率从 6.98% 增至 12.44%，盈利能力提升明显。其中 2017 年公司毛利率/净利率大幅提升至 46.84%/19.57%，主要受毛利率较低的分销业务占比下降带动，之后受分销业务占比回升影响，公司盈利能力出现结构性下降，而各主要业务板块毛利率在 2017 年后均有稳步提升。其中品牌线上服务板块毛利率从 2017 年的 47.4% 提升至 2019H1 的 48.53%，线上分销业务毛利率从 9.32% 提升至 13.51%。

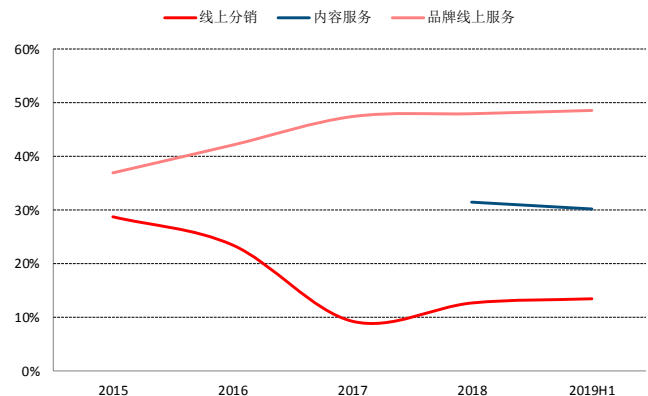
费用率方面，随公司业务规模扩大，费用率呈下降趋势。公司期间费用率从 2015 年的 24.85% 降至 2019H1 的 21.77%，其中销售费用率从 20.45% 降至 18.44%；管理费用率从 4.18% 降至 3.40%；财务费用率从 0.21% 降至 -0.07%。

图 6：2015-2019H1 公司销售毛利率与净利率（%）



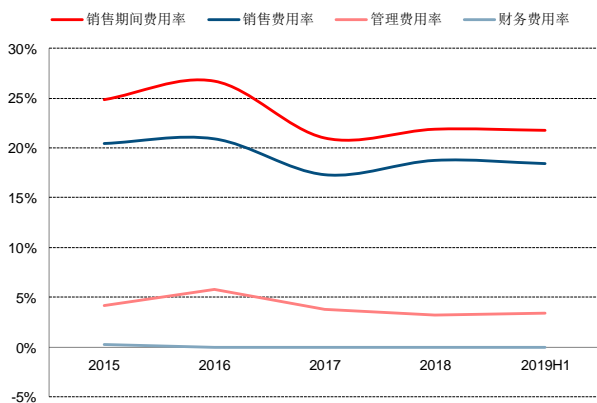
资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 7：2015-2019H1 公司各业务板块毛利率情况（%）



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

图 8：2015-2019H1 公司期间费用率情况（%）

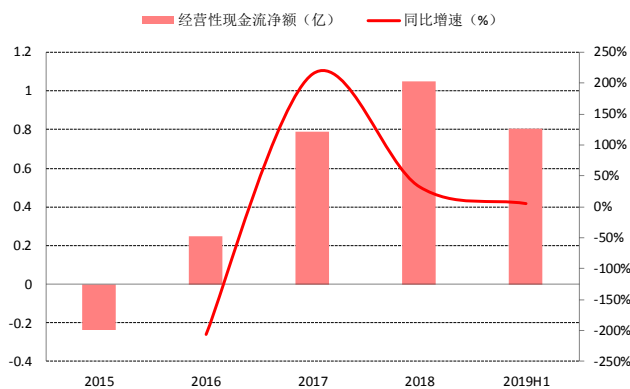


资料来源：Wind，中信建投研究发展部

现金流方面，2015-2018 年公司经营性现金流净额从-0.24 亿增至 1.05 亿，其中 2016 年实现经营性现金流净额由负转正，随后快速扩大，2016-2018 年现金流 CAGR 为 104.83%，2019H1 公司经营性现金流净额同比增长 5.7%至 0.80 亿。

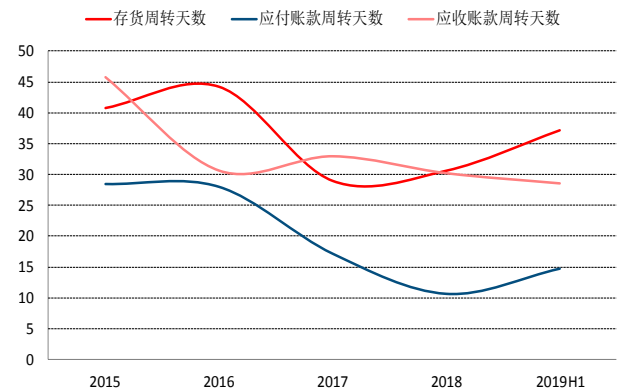
周转速率方面，公司应收账款周转天数从 2015 年的 46 天降至 2019H1 的 29 天，应收账款周转加快表明公司规模效应现象，议价能力有所提升。存货、应付账款周转天数有所波动，预计主要与分销业务等的开展有关。公司存货周转天数从 2015 年的 41 天降至 2017 年的 29 天，随后升至 2019H1 的 37 天，与 2017 年分销业务占比大幅下降相对应；公司应付账款周转天数从 2015 年的 28 天降至 2019H1 的 15 天，预计亦与分销业务、品牌营销业务规模扩大有关。

图 9：2015-2019H1 公司经营性现金流量净额（亿，%）



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

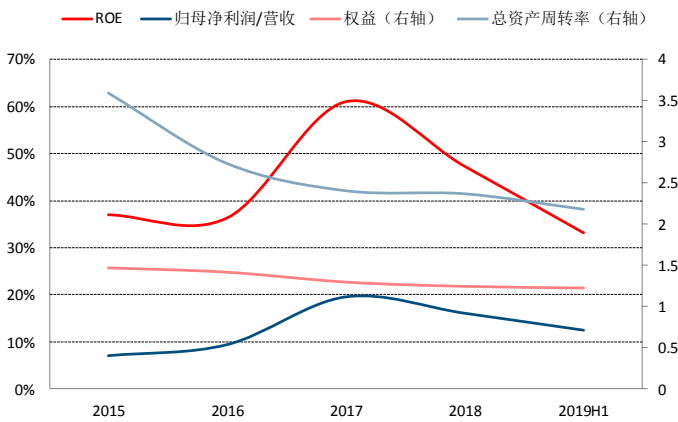
图 10：2015-2019H1 公司周转天数情况（%）



资料来源：Wind，中信建投研究发展部

ROE 维持较高水平。2015-2019H1 公司 ROE 从 36.97%微降至 33.13%，保持在 30%以上的水平。其中 2017 年受净利率大幅提升带动（低毛利的分销业务占比大幅下降），ROE 高达 60.97%，2017 年后公司分销业务占比再度提升，公司 ROE 随净利率下降有所降低，始终保持在 30%以上。

图 11：2015-2019H1 公司 ROE 与杜邦分析 (%)



资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

注: 2019 年 ROE、资产周转率为简单年化后结果

三、竞争优势

(一) 深耕电商代运营领域，行业空间巨大

① 化妆品行业高景气，线上渗透率不断提升

根据 Euromonitor 统计，2008-2018 年我国化妆品市场规模 CAGR 达 9.53%。其中 2011 年之前，化妆品行业规模保持双位数增长，至 2011 年超越日本成为全球第二大市场，得益于化妆品企业跑马圈地式在全国布局；2012-2016 年，化妆品作为可选消费品，与宏观经济有密切关系，随着国内宏观经济放缓、持续反腐以及电商冲击等，化妆品行业增速进入下行通道，2016 年增速进一步探底降至 6.0%；2017、2018 年受益于化妆品消费逐渐成熟、电商渠道增长拉动以及千禧一代渐成消费主力，三四线城市消费升级加速推动高端化妆品领域增速显著提升，增速开始拐点向上。17/18 年化妆品规模分别同增 9.6%、13.5%至 3615.7 亿元、4102.3 亿元。

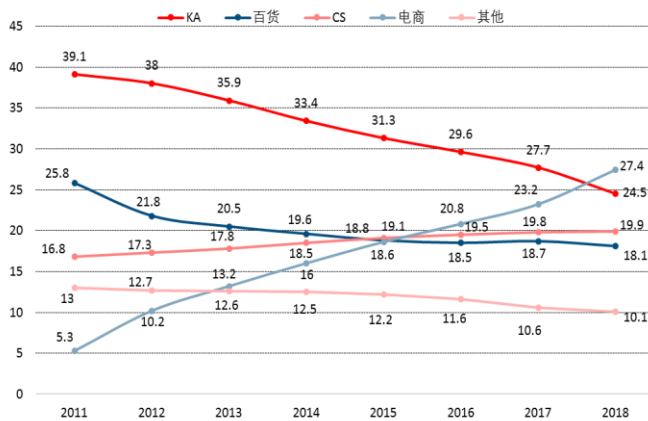
图 12：我国化妆品市场规模及增速



资料来源: Euromonitor, 中信建投研究发展部

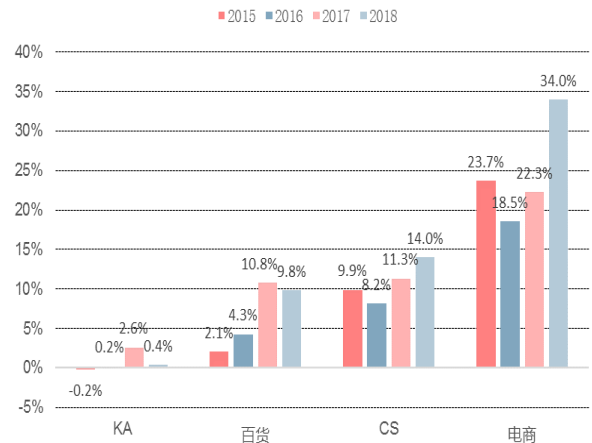
渠道方面，我国化妆品电商渗透率快速提升，从2012年的10.2%提升至2018年的27.4%，化妆品电商销售渠道增速远高于其他渠道。

图 13：2011-2018 年我国化妆品渠道分布情况 (%)



资料来源: Euromonitor, 中信建投证券研究发展部

图 14：2015-2018 中国化妆品各销售渠道增速

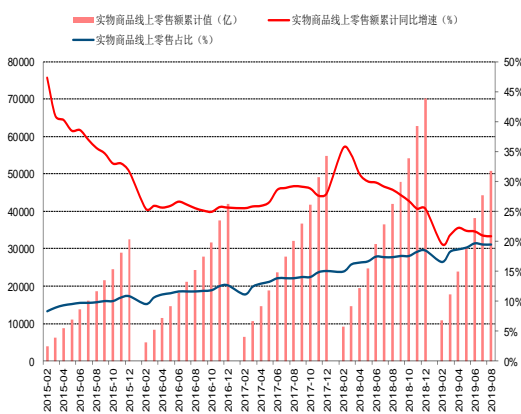


资料来源: Euromonitor, 中信建投研究发展部

②线上流量成本上升+数字化与年轻化营销趋势，化妆品电商代运营空间巨大

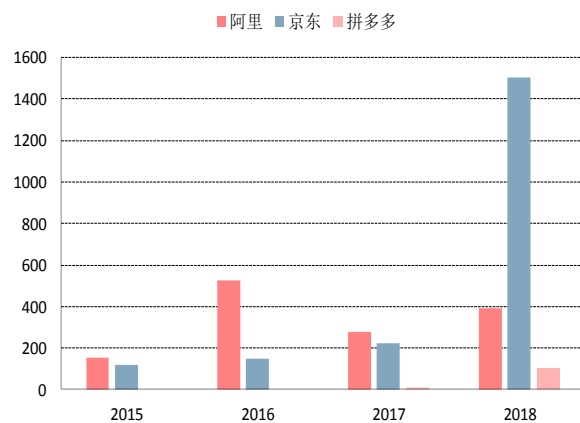
一方面，我国线上零售规模不断扩大，而增速放缓明显，电商获客成本快速上升。2015-2018 年我国网上实物商品零售额从 3.24 万亿增长到 7.02 万亿，CAGR 为 29.37%，2019 年 1-8 月达 5.07 万亿，同比增长 20.8%，目前我国网上实物商品渗透率达到 19.4%。线上零售额不断扩大同时，其增速亦放缓明显，从 2015 年初的 40%+ 高速增长换挡至目前的 25% 左右增长区间。电商获客成本快速上升，活跃用户数增速放缓。2015 年-2018 年，阿里/京东的拉新成本分别从 155/120 元增长到 390/1503 元，线上获客成本快速上升；社交电商新锐拼多多拉新成本亦从 2017 年的 7 元快速攀升至 2019Q1 的 201 元，线上红利衰减的背景下，电商获客成本上升明显。

图 15：网上零售额增速及实物商品渗透率



资料来源: WIND, 中信建投证券研究发展部

图 16：2013-2017 年主要电商获客成本 (元/人)



资料来源: 资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

注: 获客成本=营销费用/年活数增加量; 2016 年阿里、2018 年京东获客成本大幅升高系新增年活跃用户数低影响

另一方面，化妆品营销数字化、年轻化趋势加强。2010 年以前纸媒、电视等传统媒体占据绝对优势地位。

2010 年之后新媒体不断涌现，部分化妆品品牌借用线上社群特性，在营销领域捷足先登，以低营销成本打造口碑，提升在年轻群体中的整体形象。结合综艺节目、网络剧遍地开花的背景，大量化妆品品牌减少了对更多通过明星代言人、单体电视广告等传统方式的依赖，拥抱数字化营销，选择冠名赞助热门电视/网络综艺节目、冠名或植入热门 IP 剧目和影视等新营销方式作为切入点，加大曝光时间和话题效果，对于渗透率较低的低线城市影响力尤为显著。

图 17：韩束冠名热门网络综艺火星情报局



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

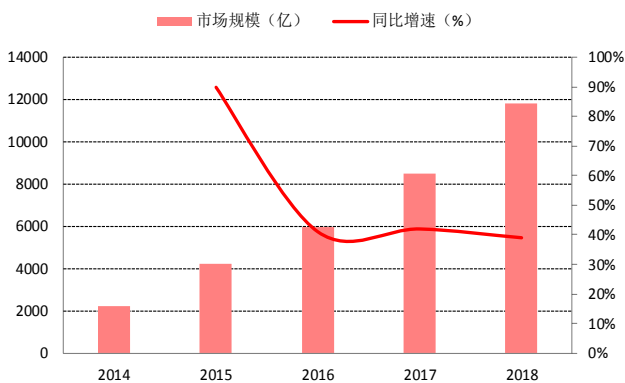
图 18：一叶子植入热门 IP 剧《三生三世十里桃花》镜头



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

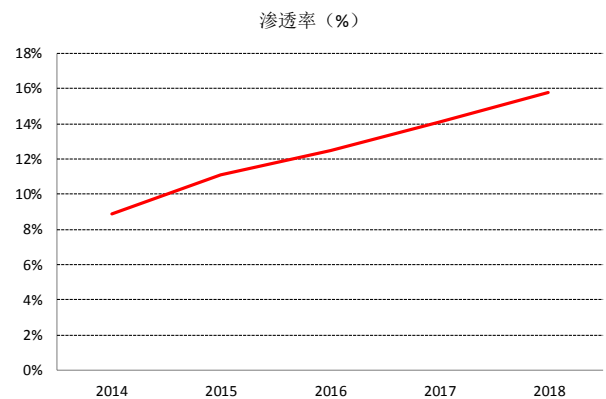
线上流量成本上升+数字化与年轻化营销趋势，两方面驱动品牌商寻求专业的电商服务，促进电商代运营行业蓬勃发展。电商代运营企业凭借其专业的电商运营能力，可以帮助企业更好地进行电商推广，而企业在电商方面获取专业服务的同时，亦可聚焦产品提升，以此形成双赢局面。根据商务委与观研天下数据，2014-2018 年我国电商代运营市场规模从 2235 亿快速增长至 11822 亿，CAGR 高达 51.66%；电商代运营渗透率从 8.9% 提升至 16%。若 2019、2020 年我国电商市场规模保持 20% 的复合增速，2020 年电商代运营渗透率提升至 19%，则 2020 年我国电商代运营市场规模可达 2 万亿。

图 19：电商代运营市场规模与增速（亿，%）



资料来源：商务委，观研天下数据中心，中信建投研究发展部

图 20：电商代运营市场渗透率（%）



资料来源：商务委，观研天下数据中心，，中信建投研究发展部
注：渗透率计算为电商代运营市场规模/我国电商整体市场规模

（二）全方位服务体系形成，渠道、客户持续扩张

公司以向百雀羚提供品牌线上营销服务起步，目前主要业务模式已拓展为①品牌线上服务（包括品牌线上营销、品牌线上管理）、②线上分销业务、③内容服务三大板块。公司形成品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、视觉设计、大数据分析、线上品牌运营、精准广告投放、CRM 管理、售前售后服务、仓储物流等全链路服务能力，帮助各品牌方提升知名度与市场份额。

表 21：公司三大业务板块

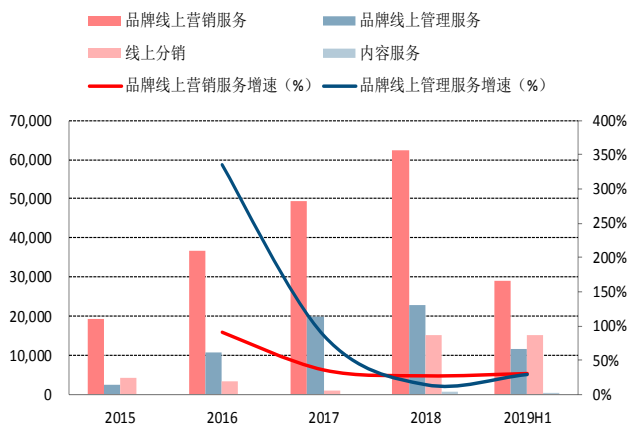
业务模式	采购模式及内容	服务内容	销售/服务模式	直接客户类型	盈利模式 / 收费模式	
①品牌线上服务	品牌线上营销服务	以买断的形式向品牌方采购货品	品牌表达、线上品牌运营等	公司向终端消费者销售产品	终端消费者	线上商品的销售收入与营销成本(包含采购成本及各项营销费用等)的差额
	品牌线上管理服务	——	品牌表达、线上品牌运营等	根据线上销售情况收取服务费	品牌方	根据线上销售情况和双方约定的比例向品牌方收取服务费用,发生人力、仓配等成本由品牌方承担
②线上分销业务	以买断的形式向品牌方采购货品	品牌表达、线上品牌运营等	公司向第三方 B2C 平台分销产品	平台	线上商品的销售收入与采购成本及各项费用的差额	
		优化并管理线上渠道	公司向天猫或淘宝的卖家分销产品	中小卖家		
③内容服务	向供应商采购相关内容营销推广素材的制作以及在相关网络平台推广等服务	品牌推广服务,为品牌方提供策划提高品牌目标客户触达和转化效率	方案,管控执行过程,向其收取服务费	品牌方	内容服务的服务费收入与服务成本(包含对外采购的服务成本及人力成本)的差额	

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

注：品牌线上营销服务的直接客户为 C 端客户，线上分销业务直接客户以 B 端（包含平台与中小卖家）为主

- 整体来看，品牌线上服务业务为公司最主要业务，分销业务规模 2018 年后快速扩大。公司品牌线上服务业务收入占比从 2015 年的 83% 降至 2019H1 的 73%，为公司最主要业务。其中品牌线上营销服务收入从 2015 年的 1.92 亿增至 2018 年的 6.25 亿，CAGR 为 48.2%；品牌线上管理服务收入从 2015 年的 0.25 亿增至 2018 年的 2.29 亿，CAGR 为 110.5%。线上分销业务 2017 年受签约品牌合作方式改变影响波动较大，随后受益于新合作品牌扩展快速放量。2017 年公司百雀羚品牌唯品会平台分销业务转为线上管理，导致当年分销业务收入同比下降 68%，收入占比降至 2%，2018 年后公司与露得清、赫妍、兰芝、吕等多个品牌签订分销服务合作，分销业务规模触底反弹，2018 年分销业务收入规模同比大幅增长 13 倍至 1.51 亿，2019H1 同比增长 209% 至 1.51 亿，分销业务收入占比提升至 2019H1 的 27%。内容服务业务系公司 2018 年新增服务内容，2018 年实现收入 690 万元，现阶段业务主要围绕既有品牌方衍生开展，尚在起步阶段。

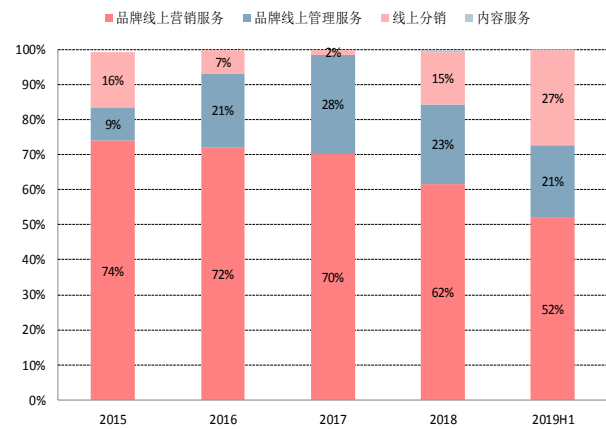
图 22：2015-2019H1 公司分业务收入规模与增速（万，%）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

注：因分销业务受合作品牌影响收入波动较大，内容服务规模较小，因而不列示其增速

图 23：2015-2019H1 公司各业务收入占比（%）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

● 合作品牌、投放渠道快速扩张

公司从为百雀羚提供线上营销服务起步，2015 年、2016 年、2017 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，公司电商运营能力不断得到提升与验证。目前公司已与百雀羚、三生花、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、OLAY、DR.WU、沙宣、露得清、雅芳、美肤宝、赫妍、雪花秀、吕、艾诺碧、梦妆、兰芝等多个快消品品牌达成稳定合作关系，并负责运营 P&G 集团在天猫的宝洁官方旗舰店（涵盖海飞丝、潘婷、飘柔、护舒宝、舒肤佳、佳洁士、汰渍等十多个品牌）和天猫超市，合作总品牌数量约 40 家。渠道方面公司亦从最初的淘宝、天猫渠道向小红书、唯品会成功拓展。

表 24：公司线上营销服务合作品牌与合作平台

合作品牌	品牌所属公司（供应商）	运行平台	合作存续情况
百雀羚	上海百雀羚日用化学有限公司	天猫	至今
		蘑菇街	至 2016 年 11 月
三生花	上海百雀羚日用化学有限公司	天猫	至今
		天猫	
露得清	强生（中国）投资有限公司	小红书	至今
		天猫国际	
我的美丽日记	统一（上海）保健品商贸有限公司	天猫	至 2017 年 3 月

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

表 25：公司线上管理服务合作品牌与合作平台

合作品牌	品牌所属公司（客户）	运行平台	合作存续情况
百雀羚	上海百雀羚日用化学有限公司	唯品会 天猫 天猫超市	2016 年 4 月至今 至今 2018 年 1 月至今
雅顿	伊丽莎白雅顿（上海）化妆品贸易有限公司	小红书 唯品会 雅顿官网 天猫	2016 年 9 月至今 2017 年 4 月至今 2018 年 7 月至今 至今
欧珀莱	资生堂丽源化妆品有限公司	天猫超市	2019 年 4 月至今
大宝	强生（中国）投资有限公司	天猫	2016 年 5 月至 2019 年 7 月
沙宣		天猫	2016 年 3 月至今
P&G		天猫	2016 年 7 月至今
OLAY	广州宝洁有限公司	天猫超市	2018 年 2 月至今
袋鼠（AUSSIE）		天猫	至今
佳洁士		天猫	2018 年 5 月至今
DR. WU/达尔肤	天钰（上海）化妆品贸易有限公司 达尔肤生医科技股份有限公司	天猫 天猫国际	2018 年 9 月至今 2017 年 3 月至今 2017 年 1 月至今
雅芳	雅芳（中国）有限公司	天猫	2017 年 12 月至今
美肤宝	广州环亚化妆品科技有限 公司	天猫	2018 年 1 月至今
毛戈平	毛戈平化妆品股份有限公司	天猫	2018 年 3 月至今
杨森	浙江英特药业有限责任公司	天猫	2017 年 12 月至 2018 年 12 月
格兰玛弗兰	广州澳希亚实业有限公司	天猫	2017 年 6 月至 2018 年 6 月
立白、超威、超威贝贝健	广州立白企业集团有限公司	天猫	2017 年 1 月至 2017 年 12 月
露得清	强生（中国）投资有限公司	天猫	2017 年 5 月至 2018 年 5 月
强生婴儿	强生（中国）投资有限公司	天猫	2016 年 5 月至 2017 年 4 月
朵而	朵而（北京）女性生活用品 有限公司	天猫	至 2016 年 10 月
嘉媚乐	广州美岳化妆品有限公司	天猫	2016 年 4 月至 2017 年 3 月
菲诗小铺	菲诗小铺（上海）化妆品销售有限公司	唯品会	2017 年 1 月至 2017 年 8 月
我的美丽日记	统一（上海）保健品商贸有限公司	天猫	2017 年 4 月至 2017 年 12 月
黑人	好来化工（中山）有限公司	天猫 天猫超市	2019 年 1 月至今 2019 年 4 月至今
佰草集	上海家化电子商务有限公司	天猫	2019 年 3 月至今
茉莉美娜	爱茉莉太平洋贸易有限公司	天猫	2019 年 6 月至今

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

表 26：公司线上分销业务合作品牌与合作平台

合作品牌	品牌所属公司（供应商）	运行平台	平台合作模式	合作期间
伊丽莎白雅顿	伊丽莎白雅顿（上海）化妆品贸易有限公司	淘宝、天猫	买断式	2016 年 6 月至今
赫妍				2018 年 2 月至今
兰芝				
吕	爱茉莉太平洋贸易有限公司	唯品会	买断式	2018 年 4 月至今
艾诺碧				
梦妆				
雪花秀	上海百雀羚日用化学有限公司	唯品会	非买断式	2018 年 5 月至今
百雀羚				报告期初至 2016 年 3 月
				2018 年 7 月至今
露得清	强生（中国）投资有限公司	唯品会	非买断式	2019 年 4 月
		淘宝、天猫	买断式	2019 年 4 月

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

注：分销模式下，公司以买断形式向品牌商采购商品，再以买断/非买断的形式对客户进行分销。在商品非买断式模式下，分销收入确认原则为平台收货后，分期与公司核对销售情况，按合同约定的计算方法确认收入；在商品买断式模式下，分销收入确认原则为平台收货验收无误后确认收入。

表 27：公司内容服务合作品牌

合作品牌	品牌所属公司（客户）
美肤宝	广州环亚化妆品科技有限公司
安视优	强生（中国）投资有限公司
大宝	强生（中国）投资有限公司
毛戈平	毛戈平化妆品股份有限公司
丽客	上海丽客化妆品有限公司
炊大王	浙江炊大王炊具有限公司
百雀羚	上海百雀羚日用化学有限公司
达尔肤	天钰（上海）化妆品贸易有限公司
韩后	广州市韩后电子商务有限公司

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

成立初期，公司选择集中资源服务单个品牌战略，与百雀羚建立深度合作关系，并为百雀羚提供产品开发（三生花系列等）、内容生产、会员管理等特色服务，公司目前已是百雀羚品牌线上最大经销商。在与百雀羚合作过程中，公司电商服务营销能力不断提升，形成全链路服务能力，目前合作品牌已拓展至 40 余家。随新品牌的快速扩展，公司来自百雀羚的收入/毛利占比有所下降，分别从 2016 年的 75.81%/71.47%降至 2019H1 的 46.72%/51.16%，表明公司多品牌综合运营能力的提升。

表 28：公司对百雀羚依附度下降，多品牌综合运营能力提升

	2016 年	2017 年	2018 年	2019H1
百雀羚收入	38,375.37	51,439.25	61,911.14	26,117.27
百雀羚收入占比	75.81%	73.05%	61.17%	46.72%
百雀羚成交总额	67,747.68	105,457.11	113,590.02	46,941.70
百雀羚成交总额占比	40.17%	31.66%	18.25%	12.39%
百雀羚业务毛利额	14,804.44	21,241.57	26,005.38	11,158.36
百雀羚毛利额占比	71.47%	64.42%	60.38%	51.16%
百雀羚业务同比口径利润贡献额	4,956.27	9,146.40	8,621.75	2,887.36
百雀羚业务同比口径利润贡献额占比	49.07%	44.05%	35.83%	25.12%

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

注：同比口径利润贡献额指收入减去营业成本和销售费用。

（三）精细化运营，营销能力不断锤炼

● 精准产品设计策划+大数据分析运用

除为品牌方提供基础服务外，公司凭借自身强大的电商运营能力与大数据分析运用能力还可为公司提供产品设计策划服务，以配合快速多变的在线销售环境需求。以公司为某品牌方开发一款面膜为例，公司通过数据研判，60-80 元价格带的面膜市场存在巨大潜力，向品牌提出占领该品类市场的产品开发和市场投放全案，并配合完成全案的实施，实现产品销售和市场占有率。公司现已完成从消费者洞察到实际销售产出 10 个步骤的闭环链路，满足了品牌方调研数据落地的需求。

图 29：公司运用大数据新品设计与开发流程图



资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

● 销售达成&持续发展能力领先

根据生意参谋数据显示，2015-2017 年公司提供品牌线上营销服务的百雀羚旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目的第一名，2018 年公司提供品牌线上管理服务的 Olay 官方旗舰店获得“双十一”天猫全网美妆类目的第二名，百雀羚旗舰店获得“双十一”天猫全网美妆类第六名、美妆国货类第一名；2016-2018 年，公司提供品牌线上管理服务的宝洁官方旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网洗护品类目的第一名，**不同品牌、不同类目的销售成绩，体现了公司优秀的销售达成能力**。此外，公司依靠丰富的整合营销经验，可获取大量的高性价比流量，并低成本采购稀缺广告资源，帮助品牌商有效降低运营成本，与品牌、渠道端的扩展形成闭环效应。

表 30：公司获得荣誉体现其销售能力领先

获奖名称	颁奖单位	日期	获奖名称	颁奖单位	日期
量贩最具潜力奖	聚划算	2015 年	2017 年浙江省信息经济创新引领型企业	浙江省国家信息经济示范区建设工作领导小组办公室	2017 年
聚划算最具影响力奖	聚划算	2015 年	钻石合作伙伴	P&G 集团	2017 年
金妆奖双冠王	天猫	2016 年	金麦奖：2017 年度产品奖大奖——美妆洗护类金奖	杭州市政府、浙江省商务厅等	2017 年
最佳服务拍档	天猫	2016 年	金芒奖：2017 年度新零售领军企业	杭州市科学技术委员会等	2017 年
浙江省“十二五”电子商务百强浙江电商服务 10 强	浙江省电子商务促进会	2016 年	金鹰奖：2017 年度卓越贡献奖	百雀羚	2018 年
区级科技型企业	杭州经济技术开发区管理委员会	2016 年	2018 浙江省电子商务百强企业	浙江省电子商务促进会	2018 年
2016 年菁锐创新营销奖	百雀羚	2016 年	2018 浙江电商优秀从业者最佳团队奖	浙江省电子商务促进会	2018 年
天猫金妆奖 2017 年度优秀合作伙伴	天猫	2017 年	2019 上半年天猫六星级运营服务商	阿里巴巴集团	2019 年
2017 年浙江省电子信息 50 家成长性特色企业	浙江省经济和信息化委员会	2017 年			

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

持续发展能力方面，公司具备向产业链上游整合的产品孵化能力，并拥有多个自主研发的信息系统，包括“神盾营销管理系统”、“魔方仓储管理系统”等。

图 31：公司仓储信息服务系统


资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

（四）募投项目分析

公司 IPO 发行股份 2000 万股，共募集资金 6.89 亿元（扣除发行费用后），其中 3.5 亿用于品牌服务升级建设项目，1.73 亿用于综合运营服务中心建设项目，1.66 亿用于补充流动资金。

表 32：公司 IPO 募集资金用途（单位：万）

序号	募集资金投向	总投资金额	使用募集资金投入	使用募集资金占比
1	品牌服务升级建设项目	35,023.87	35,023.87	50.82%
2	综合运营服务中心建设项目	17,302.19	17,302.19	25.11%
3	补充流动资金项目	16,588.73	16,588.73	24%
	合计	68,914.79	68,914.79	100%

资料来源：招股说明书，中信建投研究发展部

品牌服务升级建设项目：应对化妆品线上渗透率不断升高，以及对高效营销需求不断增长的趋势，公司将通过次项目引进业务和技术人员、升级和购置相关软硬件设备等，扩大现有的服务质量和规模。品牌服务升级建设项目预计建设期为 2 年，第一年投资 1.09 亿元，第二年投资 2.41 亿元，预计内部收益率为 16.1%（税后）。

综合运营服务中心建设项目：公司将通过这一项目的建设全面提升运营、设计与品牌服务能力。项目建设的主要内容为①建立公司综合运营服务中心，实现公司集中办公，提高工作效率；②建立用户体验测试中心、影像摄制创意中心、UED 创意设计中心、品牌孵化中心，形成公司整体创意服务体系。综合运营服务中心项目预计总投资 1.73 亿元，建设期为 2 年，第一年投资 1.4 亿元，第二年投资 0.33 亿元。

四、投资建议

公司系 A 股首家电商代运营标的，化妆品行业高景气+电商渠道渗透率持续提升+数字化与年轻化营销趋势，电商代运营行业空间巨大。公司经过多年发展，整合营销、精细化运营能力领先，已形成全链路服务体系，合作品牌数量持续扩张，多品牌综合服务能力不断提升。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.1、2.5、3.0 亿，对应 PE 分别为 38X、31X、26X，首次覆盖，予以“买入”评级。

表 33：盈利预测（单位：百万）

利润表	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,012.8	1,512.0	2,105.3	2,667.2	成长性				
减：营业成本	581.5	919.8	1,327.1	1,710.9	营业收入增长率	43.8%	49.3%	39.2%	26.7%
营业税费	6.1	9.8	13.1	16.0	营业利润增长率	15.4%	26.0%	18.5%	19.4%
销售费用	190.1	283.5	392.6	493.4	净利润增长率	18.0%	27.8%	20.2%	20.1%
管理费用	32.4	48.4	65.3	82.7	EBITDA 增长率	15.2%	33.4%	29.5%	22.7%
财务费用	-0.8	-6.5	2.4	0.8	EBIT 增长率	15.0%	23.5%	22.6%	18.7%
资产减值损失	1.5	2.0	2.5	2.5	NOPLAT 增长率	15.4%	23.5%	22.6%	18.7%
加：公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	50.3%	140.2%	40.9%	17.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	净资产增长率	38.7%	49.2%	35.6%	31.5%
营业利润	202.5	255.0	302.3	360.9	利润率				
加：营业外净收支	14.8	22.1	30.8	39.0	毛利率	42.6%	39.2%	37.0%	35.9%
利润总额	217.3	277.1	333.1	399.9	营业利润率	20.0%	16.9%	14.4%	13.5%
减：所得税	54.7	69.3	83.3	100.0	净利润率	16.1%	13.7%	11.9%	11.2%
净利润	162.6	207.9	249.8	299.9	EBITDA/营业收入	20.0%	17.9%	16.6%	16.1%
资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	19.9%	16.4%	14.5%	13.6%
货币资金	107.0	151.2	210.5	266.7	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	3	16	29	35
应收帐款	131.0	205.0	239.4	294.0	流动营业资本周转天数	63	61	59	58
应收票据	-	-	-	-	流动资产周转天数	127	121	121	122
预付帐款	22.4	28.7	45.1	50.0	应收帐款周转天数	41	40	38	36
存货	74.6	78.7	142.5	142.7	存货周转天数	18	18	19	19
其他流动资产	87.1	130.0	181.0	229.3	总资产周转天数	152	169	188	190
可供出售金融资产	10.0	10.0	10.0	10.0	投资资本周转天数	66	91	111	111
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	-	-	-	-	ROE	40.7%	34.8%	30.9%	28.2%
投资性房地产	-	-	-	-	ROA	32.3%	22.7%	19.4%	19.6%
固定资产	11.9	119.9	220.3	291.9	ROIC	101.3%	83.2%	42.5%	35.8%
在建工程	-	120.0	144.0	134.4	费用率				
无形资产	0.2	0.1	0.0	-	销售费用率	18.8%	18.8%	18.7%	18.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	管理费用率	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
资产总额	503.3	917.3	1,285.0	1,529.7	财务费用率	-0.1%	-0.4%	0.1%	0.0%
短期债务	-	73.1	131.1	176.8	三费/营业收入	21.9%	21.5%	21.9%	21.6%
应付帐款	51.4	67.3	107.0	113.7	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	20.5%	34.9%	37.0%	30.4%
其他流动负债	-	-	-	-	负债权益比	25.8%	53.7%	58.8%	43.8%
长期借款	-	102.8	129.9	38.5	流动比率	4.08	2.73	2.37	2.30
其他非流动负债	-	-	-	-	速动比率	3.36	2.36	1.95	1.97
负债总额	103.3	320.6	475.9	465.6	利息保障倍数	-244.72	-37.98	126.35	456.46
少数股东权益	-	-	-	-	分红指标				

上市 A 股公司深度报告

股本	60.0	80.0	80.0	80.0	DPS(元)	-	0.39	0.47	0.56
留存收益	340.1	516.8	729.1	984.0	分红比率	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	400.0	596.8	809.1	1,064.0	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	162.6	207.9	249.8	299.9	EPS(元)	2.03	2.60	3.12	3.75
加:折旧和摊销	6.6	22.1	45.7	68.1	BVPS(元)	5.00	7.46	10.11	13.30
资产减值准备	1.5	-	-	-	PE(X)	48.1	37.6	31.3	26.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	19.5	13.1	9.7	7.3
财务费用	0.8	-6.5	2.4	0.8	P/FCF	89.1	111.9	67.8	65.3
投资收益	-	-	-	-	P/S	7.72	5.17	3.71	2.93
少数股东损益	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	28.7	22.2	17.8
营运资金的变动	-75.1	-100.5	-113.8	-91.2	CAGR(%)	22.6%	63.6%	21.9%	22.6%
经营活动现金流	104.9	122.9	184.0	277.6	PEG	2.1	0.6	1.4	1.2
投资活动现金流	-28.1	-250.0	-170.0	-130.0	ROIC/WACC	28.5	23.4	11.9	10.1
融资活动现金流	-57.0	171.3	45.3	-91.4	REP	-	0.6	0.9	0.9

资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

分析师介绍

史琨: CFA, 金融学硕士, 2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队, 2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究助理

周博文 010-86451380 zhoubowen@csc.com.cn

邱季 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859