壹网壹创(300792)/化妆品

美妆代运营赛道大幕拉开！

评级：增持(首次)

分析师：邓欣
执业证书编号：S0740518070004
Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

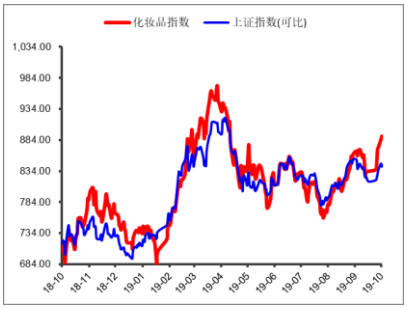
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	704	1,013	1,391	1,798	2,266
增长率 yoy%	38.86%	43.78%	37.34%	29.27%	26.05%
净利润	138	163	196	248	319
增长率 yoy%	190.47%	17.99%	20.76%	26.40%	28.64%
每股收益（元）	1.72	2.03	2.45	3.10	3.99
P/E	62.39	52.88	43.79	34.64	26.93
P/B	29.81	21.50	13.95	9.94	7.26

基本状况

上市公司数	15
总市值（亿元）	2568
流通市值（亿元）	1053

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《上海家化：百年老店如何焕新？》2019.3.10

《珀莱雅：进击的年轻消费突围者!》2019.4.18

《青松股份：化妆品 ODM 龙头成长值得期待》2019.4.21

《华熙生物：透明质酸全产业链王者》2019.7.25

《丸美股份：丸美新时代，国货的最好时代!》2019.7.28

投资要点

2018 年中国电商服务市场规模超过 1500 亿元。庞大的电商服务需求中，从服务需求比例和佣金比例看，美妆为第一大品类，美妆代运营赛道大幕已经拉开。基于美妆品牌运营专业化要求的提升、对线上运营投入的不断增加，加之目前 TP 行业偏低的市场集中度，我们认为，专业化代运营细分龙头正值前所未有的成长机遇，看好美妆代运营第一股壹网壹创的成长潜力。

■ 一、概要&商业模式

历史沿革：公司 2012 年从百雀羚旗舰店打造起步，逐步拓展 OLAY、飘柔、海飞丝等客户，实现从美妆到个护的品类扩张，2018 年收入规模突破 10 亿元。

股权结构：公司股权集中度较高，实际控制人林振宇持股 66.06%。

商业模式：品牌线上服务（线上管理服务+线上营销服务）、线上分销和内容服务，其中品牌线上服务 2018 年收入占比 84%；三项模式毛利率存在差异，线上管理最高，线上营销次之，分销模式较低。

■ 二、赛道&竞争对比

赛道看点：依据艾瑞咨询，2018 年中国电商服务市场规模超过 1500 亿元，美妆赛道成电商代运营第一品类。参考服务品类品牌数量占比，美妆品类最大；参考品牌对电商服务需求比例及电商服务佣金率看，美妆品类更显著领先。

经营对比：①业务模式：壹网壹创以线上服务为主；**宝尊电商**以产品销售和服务为主；**丽人丽妆**以电商零售业务为主；**若羽臣**以线上代运营和分销为主。**②下游客户：壹网壹创**与**丽人丽妆**皆主打美妆品牌；**宝尊电商**和**若羽臣**涉猎领域广。

财务对比：①成长能力：得益于赛道的选择和优异的能力，公司营收和业绩增速均处同业较高水平。**②盈利能力：**得益于较高的净利率和资产周转率，公司 ROE 高出同业 20-30pct。**③运营能力：**得益于自有仓储信息系统和良好的管理，公司存货周转率高于同业，应收账款周转率维持稳定。

■ 三、方向&核心能力

核心能力：①销售达成能力，公司具有通过整合营销引入流量优势、通过精细化运营提升转化率优势和通过产品和赠品开发提高客单价优势。**②持续发展能力，**公司通过掌握用户消费习惯和多部门协同提高产品孵化能力、通过多个自主研发信息系统支持复杂的订单营销管理功能，并持续拓展个性化增值服务。

未来方向：公司将致力于细分服务类型，提升服务品质；加快技术升级，完善信息化系统体系；提升客户承接能力，扩大市场份额；未来发展可期。

■ 四、结论&投资建议

本文预计 19-21 年公司净利 1.96 亿元、2.48 亿元、3.19 亿元，同比+21%、+26%、+28%；EPS2.45、3.10、3.99 元，对应 PE44、35、27X，给予“增持”评级。

风险提示

国内经济失速风险、市场竞争加剧风险、业绩季节性波动风险

内容目录

前言 ..... - 4 -

一、概要&商业模式 ..... - 4 -

1、历史沿革 ..... - 4 -

2、股权结构 ..... - 4 -

3、业务模式 ..... - 5 -

二、赛道&竞争对比 ..... - 6 -

1、赛道看点：电商服务发展迅猛、美妆代运营一马当先 ..... - 6 -

2、经营对比：业务模式、下游客户 ..... - 8 -

3、财务对比：成长性、盈利能力、运营能力 ..... - 10 -

三、方向&核心能力 ..... - 11 -

1、核心能力 ..... - 12 -

2、未来方向 ..... - 15 -

四、结论与投资建议 ..... - 15 -

图表目录

图表 1: 壹网壹创历史沿革 - 4 -
图表 2: 壹网壹创股权结构 - 4 -
图表 3: 2016-2018 年各业务收入及增速（亿元，%） - 5 -
图表 4: 2018 年各业务收入占比 - 5 -
图表 5: 公司经营模式 - 5 -
图表 6: 分业务毛利率 - 6 -
图表 7: 2014-2021E 中国网络购物市场交易规模 - 7 -
图表 8: 2014-2018 年中国美妆市场规模、增速及线上渗透率 - 7 -
图表 9: 2014-2021E 中国品牌电商服务市场交易规模及增长率 - 7 -
图表 10: 2019 年各品类代运营品类数量占比 - 8 -
图表 11: 2019 年三品类电商服务需求比例及佣金率 - 8 -
图表 12: 同业公司业务模式对比 - 9 -
图表 13: 同业公司品类与客户对比 - 9 -
图表 14: 2016-2018 年营收增速同业对比 - 10 -
图表 15: 2016-2018 年归母净利润增速同业对比 - 10 -
图表 16: 2016-2018 ROE（摊薄）同业对比 - 10 -
图表 17: 2016-2018 年资产周转率同业对比（次） - 10 -
图表 18: 2016-2018 年净利率同业对比 - 10 -
图表 19: 2016-2018 年毛利率同业对比 - 11 -
图表 20: 2016-2018 年期间费用率同业对比 - 11 -
图表 21: 2016-2018 年存货周转率同业对比 - 11 -
图表 22: 2016-2018 年应收账款周转率同业对比 - 11 -
图表 23: 壹网壹创为客户公司达成销售业绩表 - 12 -
图表 24: 百雀羚《四美不开心》营销视频 - 12 -
图表 25: 壹网壹创"OLAY 双 11 升级"项目 - 13 -
图表 26: "小雀幸"系列面膜及大宝眼部醒活精华霜产品孵化 - 13 -
图表 27: 佰草集冻干面膜 - 14 -
图表 28: 定制化会员服务成功案例 - 14 -
图表 29: 盈利预测与估值 - 16 -

前言

2018 年，中国品牌电商服务市场规模超 1500 亿元。以天猫平台为例，2018 年拥有 1000 家服务商。庞大的电商服务需求中，从服务需求比例和佣金比例看，美妆为第一大品类，美妆代运营赛道大幕拉开。**基于美妆品牌运营专业化要求的提升、对线上运营投入的不断增加，加之目前偏低的市场集中度，我们认为，美妆代运营细分龙头正值前所未有的成长机遇。作为美妆代运营第一股，看好公司壹网壹创的成长潜力。**

一、概要&商业模式

1、历史沿革

公司成立于 2012 年，从百雀羚、三生花旗舰店打造起步，开始了线上品牌营销服务业务的爆发，后续持续拓展 OLAY、飘柔、海飞丝等客户，实现从美妆到个护的品类扩张，打造了更大的品牌线上管理业务，2018 年收入规模突破 10 亿元。

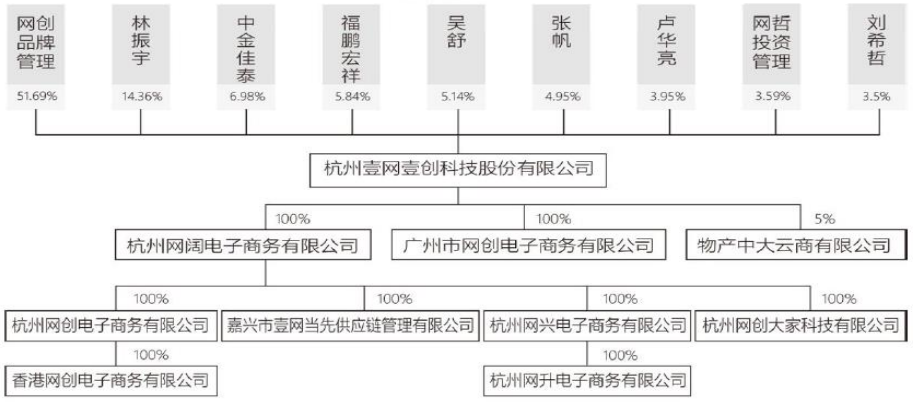
图表 1：壹网壹创历史沿革

来源：公司官网，中泰证券研究所

2、股权结构

本次发行前，林振宇直接持有公司 14.36%的股份，同时通过网创品牌管理间接控制公司 51.59%的股份，总计控制公司股份 66.06%，为公司实际控制人。

图表 2：壹网壹创股权结构



来源：招股说明书，中泰证券研究所

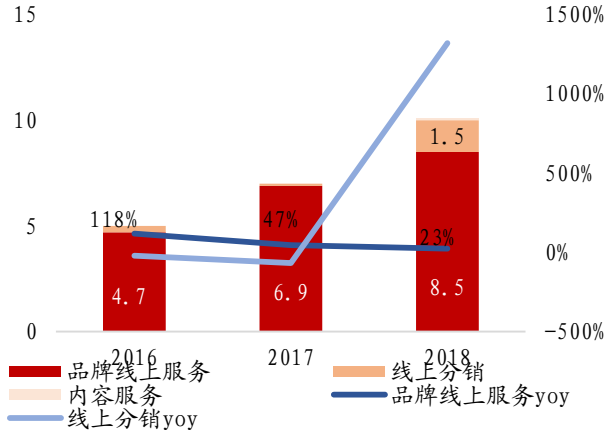
3、业务模式

公司为国内外知名快消品牌提供全网各渠道的电子商务服务。

目前，公司主要经营模式为：品牌线上服务、线上分销和内容服务。其中，品牌线上服务是公司核心业务。

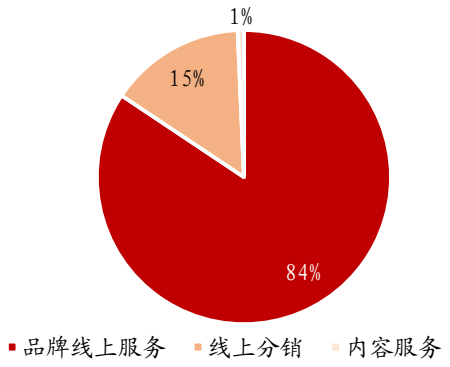
2018 年，三种业务的收入占比分别为 84%、15%、1%。

图表 3：2016-2018 年各业务收入及增速（亿元，%）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：2018 年各业务收入占比



来源：wind，中泰证券研究所

三种业务模式分解如下：

品牌线上服务：又分线上管理+线上营销。公司为品牌方提供其在天猫、京东、唯品会等第三方平台的官方直营旗舰店综合运营服务，包括品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、大数据分析、精准广告投放、仓储物流等系列服务。

线上分销：公司获得品牌方分销业务授权，面向在天猫或淘宝的卖家或其他第三方 B2C 平台分销产品，公司承担采购、销售推广、物流等成本和费用。

内容服务：公司为品牌方就某项产品或活动提供营销策划方案，并把控方案的落地过程，帮助品牌方扩大品牌影响力、激发销售潜力的服务。

图表 5：公司经营模式

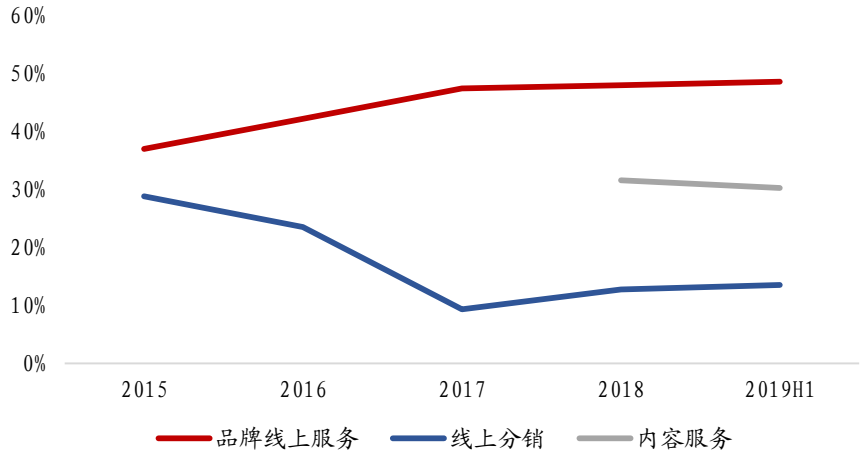
来源：招股说明书，中泰证券研究所

同一品牌在涉及不同业务模式时，其毛利率存在差异。总体上，线上管理服务的毛利率最高，线上营销服务次之，分销最低。

其原因在于，线上管理服务的成本主要为人力资源成本、比较固定，收入为固定服务费或业绩提成，因此毛利率主要是取决于业绩提成比例和店铺的成交额；而**线上营销服务和分销模式**为公司向品牌方采购产品并进行销售，毛利率主要取决于产品购销差价。

由于品牌线上管理服务没有商品采购成本，毛利率相对品牌线上营销服务较高；分销业务由于主要面向第三方 B2C 平台和天猫、淘宝中小卖家，发行人平台和天猫、淘宝中小卖家，发行人较少承担引流、营销服务，毛利率相对较低。

图表 6：分业务毛利率



来源：wind，中泰证券研究所

二、赛道&竞争对比

1、赛道看点：电商服务发展迅猛、美妆代运营一马当先

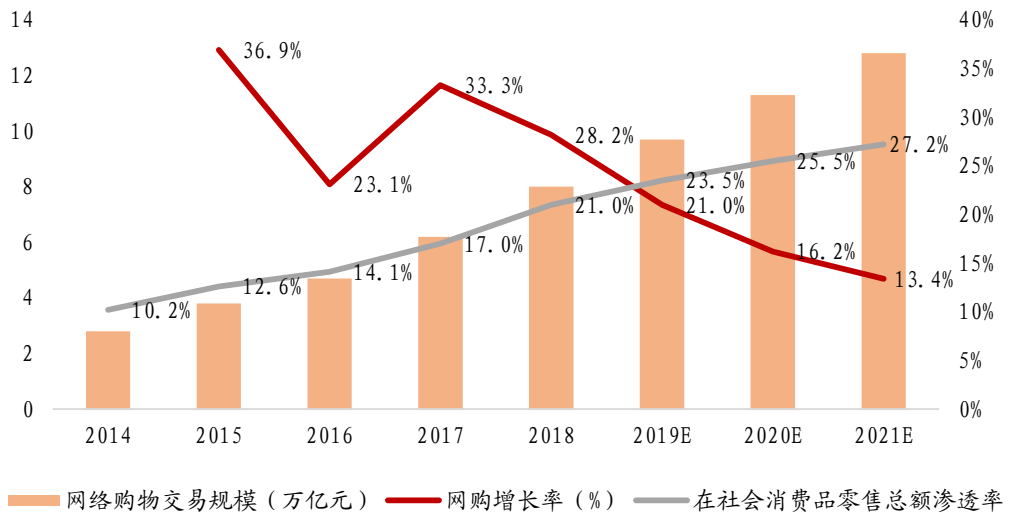
一言蔽之，本文认为未来美妆代运营公司的成长潜力主要来自于：

1. 线上美妆市场的高速发展；
2. 品牌专业化运营要求愈发提升以及对线上代运营投入的不断增加；
3. 代运营行业市场集中度有待提升；

综上，专业化的美妆代运营细分龙头正值前所未有的成长机遇！

首先，网络零售交易市场正值迅猛发展，美妆线上渗透率高速提升。2014-2018 年，中国网络零售交易规模由 2.8 万亿增至 8.0 万亿元，CAGR 达 30%。2018 年，网络零售额在社会消费品零售总额中的占比已达 22 %。

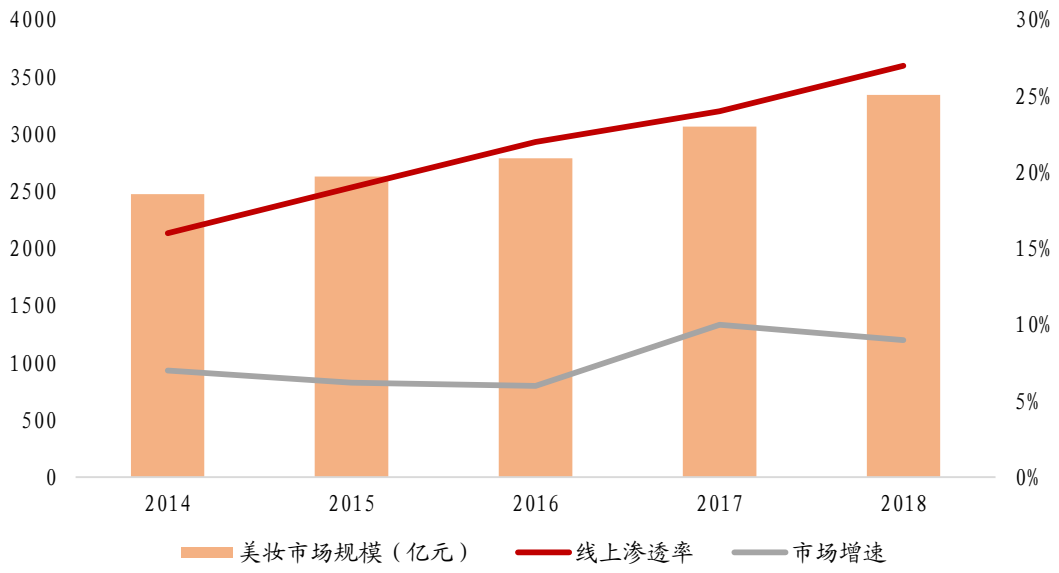
图表 7：2014-2021E 中国网络零售市场交易规模



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

随人均收入增长、美妆消费观念转变，2018 年国内化妆品行业市场规模超 3000 亿元。同时，美妆行业电子商务崛起，美妆消费线上渗透率 2018 年达 27.4%，预计未来线上渠道增速仍将明显领先于线下渠道，线上渗透率有望继续提升。

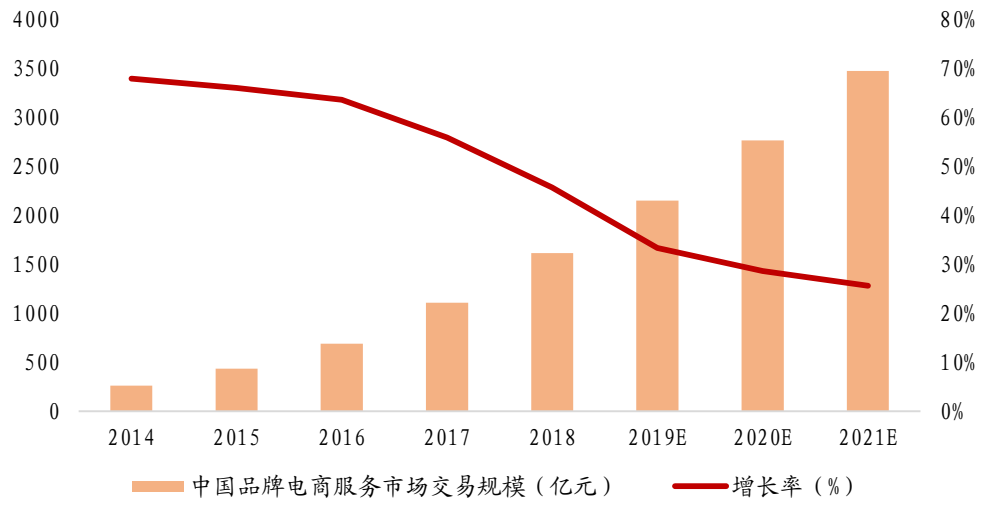
图表 8：2014-2018 年中国美妆市场规模、增速及线上渗透率



来源：智研咨询，艾瑞咨询，中泰证券研究所

其次，品牌方持续增加线上运营投入，专业化提升促电商服务市场成长可期。伴随品牌方对线上运营投入的加大，国内电商服务市场快速发展，2018 年电商服务市场规模达 1613 亿元，同比增长 45.7%，2014-2018 年 CAGR 高达 57.6%，行业正处快速成长期。

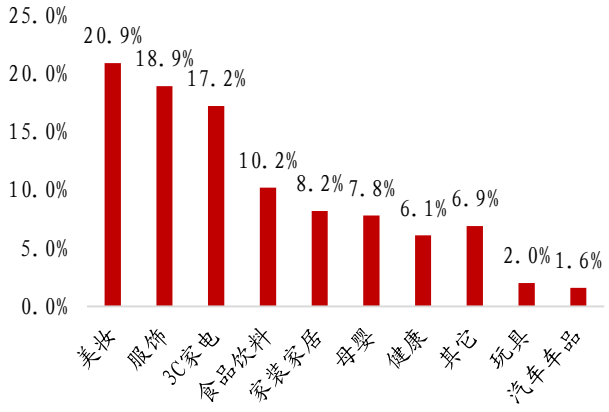
图表 9：2014-2021E 中国品牌电商服务市场交易规模及增长率



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

美妆赛道成电商代运营第一大品类：由于美妆线上运营的复杂性和专业性，美妆代运营服务领先于其他品类。根据艾瑞咨询数据，从 2019 年服务商主要服务品类品牌数量占比来看，美妆品类最大；从品牌商对电商服务的需求比例以及电商服务佣金率角度看，美妆品类更是明显领先。

图表 10：2019 年各品类代运营品类数量占比



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

图表 11：2019 年三品类电商服务需求比例及佣金率

品类	电商服务需求比例	佣金率
美妆品牌	50-60%	15-20%
服饰品牌	20-30%	10-15%
3C 家电品牌	10-20%	2-10%

来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

再者，代运营行业市场集中度仍有待提升。目前电商服务行业仍处于成长期，市场集中度较低，仅以天猫为例，就有 1000 多家服务商。天猫每年根据服务商综合实力和服务表现评选星级服务商，并规划在未来三年扶持 50 家 10 亿规模服务商。据此本文认为，电商代运营集中度未来有望持续提升。

2、经营对比：业务模式、下游客户

业务模式

壹网壹创：品牌线上服务为主，收入占比达 84%，主要收费方式为赚取进销差价。

宝尊电商：产品销售和服务收入为主，分别占比 47%和 53%，主要收费方式为赚取服务费。

丽人丽妆：电商零售业务收入占比最大，达 93%，主要收费方式为赚取进销差价。

若羽臣：线上代运营和渠道分销为主，占比为 51%和 41%，主要收费方式为赚取进销差价。

图表 12：同业公司业务模式对比

公司	业务结构			收费方式
	业务	收入	收入占比	
壹网壹创	品牌线上服务	8.54	84%	进销差价+服务费
	线上分销	1.51	15%	进销差价模式
	内容服务	0.07	1%	服务费
	合计	**10.1**	**100%**	
宝尊电商	产品销售收入	25.2	47%	进销差价模式
	服务收入	28.8	53%	服务费
	合计	**53.9**	**100%**	
丽人丽妆	电商零售业务	33.5	93%	进销差价模式
	品牌营销服务	2.3	6%	进销差价+服务费
	分销业务	0.4	1%	进销差价模式
	合计	**36.2**	**100%**	
若羽臣	线上代运营	4.7	51%	进销差价+服务费
	渠道分销	3.8	41%	进销差价模式
	品牌营销策划服务	0.8	8%	服务费
	合计	**9.3**	**100%**	

来源：招股说明书，公司官网，中泰证券研究所

下游客户

壹网壹创经营品类以美妆为主，并逐渐渗透到个护领域；合作品牌涉及国内和国际品牌，数量较多。

宝尊电商经营品类较多，涉及电子、服装、食品和个护等领域，合作品牌也较多。

丽人丽妆主要经营美妆，合作品牌数量较少；

若羽臣经营品类较多，涉及美妆、母婴、个护和保健品等领域，合作品牌也较多。

图表 13：同业公司品类与客户对比

公司	主营品类	合作品牌
壹网壹创	美妆、个护	国内：百雀羚、毛戈平、佰草集； 国际：伊丽莎白雅顿、OLAY、欧泊莱、宝洁、沙宣、兰芝、梦妆、露得清
宝尊电商	电子、服装、食品、个护	国内：红牛、华为； 国际：松下、飞利浦、三星、蔻驰、耐克、歌帝梵、星巴克、POLA
丽人丽妆	美妆	国际：雅漾、碧欧泉、美宝莲、希思黎、兰芝等
若羽臣	美妆、母婴、个护、保健品	国际：肌美精、倩碧、雅诗兰黛、美赞臣、强生、苏菲、善存等； 国内：洁婷等

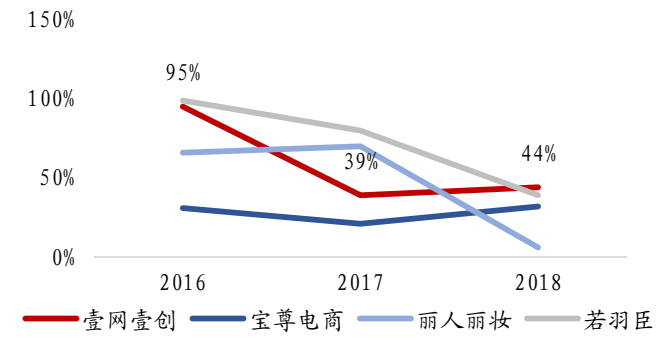
来源：招股说明书，公司官网，中泰证券研究所

3、财务对比：成长性、盈利能力、运营能力

成长能力

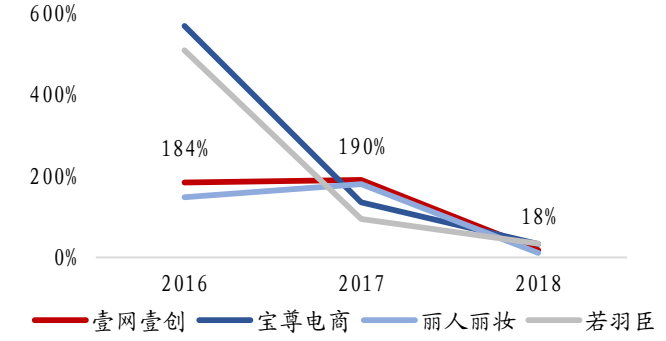
得益于赛道选择和优异运营能力，公司营收和业绩增速居同业较高水平。

图表 14：2016-2018 年营收增速同业对比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 15：2016-2018 年归母净利润增速同业对比

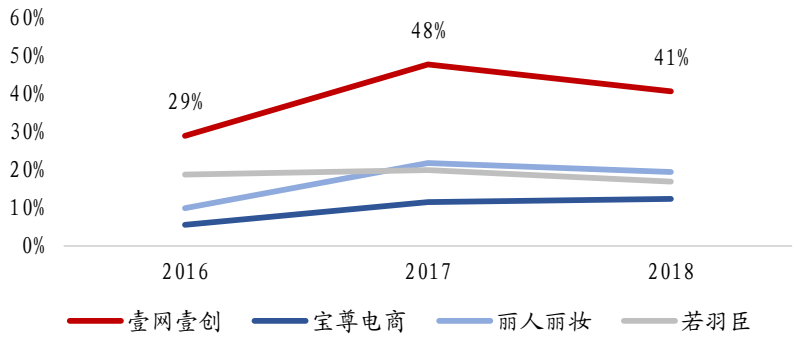


来源：wind，中泰证券研究所

盈利能力

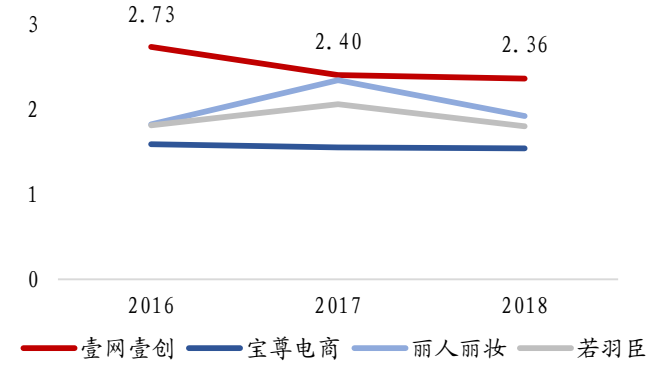
从 ROE 看，壹网壹创的 ROE 要高于同业公司 20-30pct，主要由于其净利率、资产周转率高于同业。**从净利率看，**壹网壹创净利率显著高出同业 10-15pct。**从周转率看，**壹网壹创高出同业 0.5-1pct。

图表 16：2016-2018 ROE（摊薄）同业对比

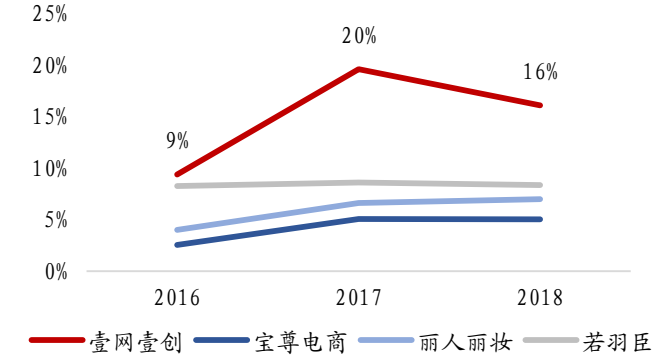


来源：wind，中泰证券研究所

图表 17：2016-2018 年资产周转率同业对比（次）



图表 18：2016-2018 年净利率同业对比



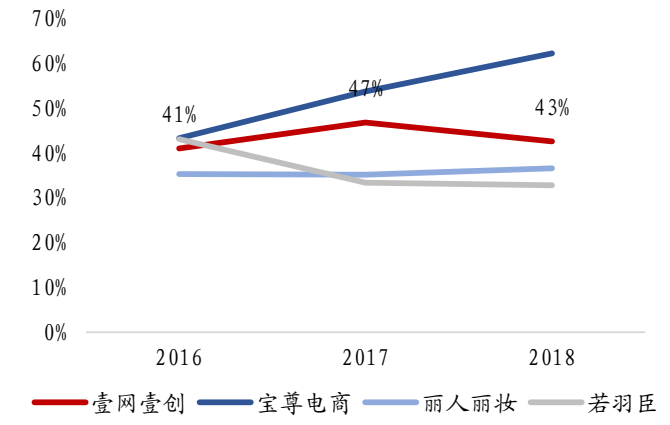
来源：wind，中泰证券研究所

来源：wind，中泰证券研究所

毛利率：2018 年壹网壹创毛利率达到 43%，处于较高水平，源于百雀羚贡献占比较高，国产品牌佣金率和服务费率高于国际大牌；美妆品类由于其线上运营复杂性，佣金率一般高于服饰类和 3C 家电品类。

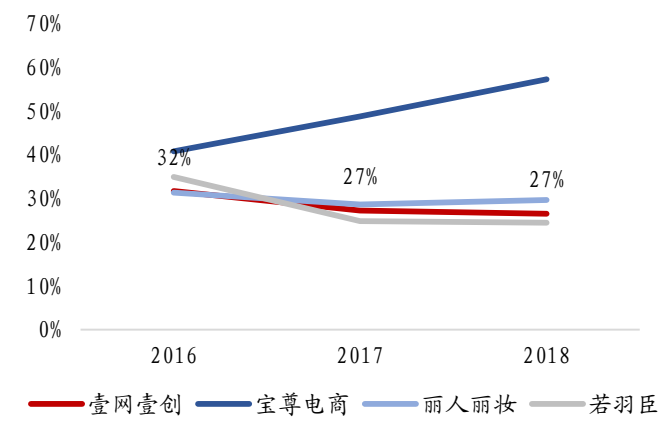
费用率：壹网壹创期间费用率位于同业末位，源于销售费用率较低，公司主打品牌线上管理模式所产生的推广费用由品牌方自行承担，通过整合营销和高效广告宣传，保障引流成本相对较低。

图表 19：2016-2018 年毛利率同业对比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 20：2016-2018 年期间费用率同业对比



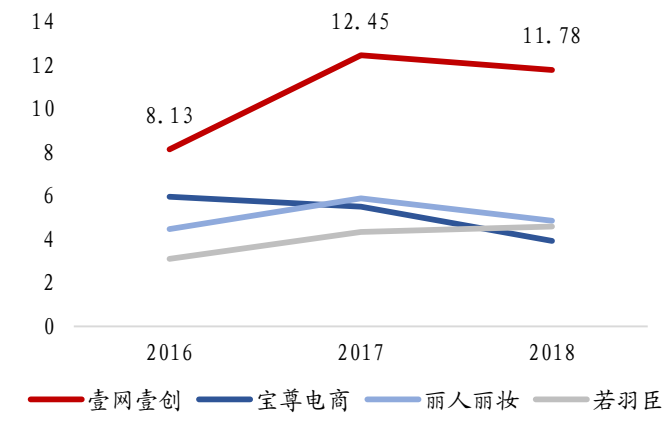
来源：wind，中泰证券研究所

运营能力

存货周转率：壹网壹创要高于同业水平，原因在于其自有系统“神盾营销管理系统”和“魔方仓储管理系统”，以及公司良好的存货管理能力，对存货规模、库龄进行了严格的控制。

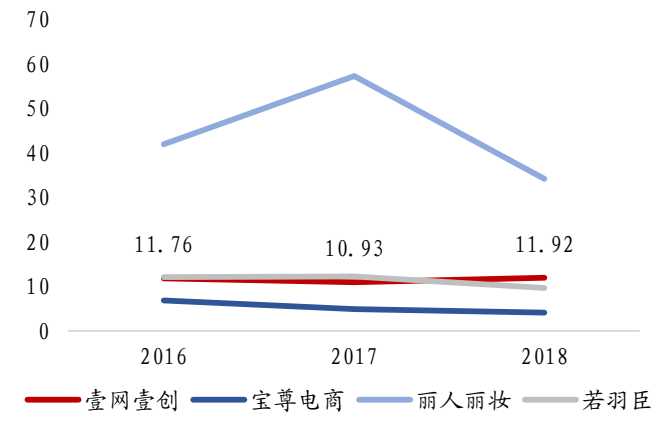
应收账款周转率：壹网壹创的应收账款周转率处于同业中间水平。

图表 21：2016-2018 年存货周转率同业对比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 22：2016-2018 年应收账款周转率同业对比



来源：wind，中泰证券研究所

三、方向&核心能力

1、核心能力

销售达成能力

电商行业以销售额为核心指标，销售达成能力是公司最具优势的核心竞争力之一。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。

图表 23：壹网壹创为客户公司达成销售业绩表

品牌	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
百雀羚	百雀羚旗舰店获得天猫双十一美妆冠军。	百雀羚旗舰店蝉联双十一天猫美妆冠军。	618 百雀羚《1973》长图营销引爆社交媒体，点击突破 5000 万次；百雀羚旗舰店勇夺天猫全网美妆类目三连冠。	百雀羚旗舰店斩获国货美妆类目四连冠。
OLAY	OLAY 旗舰店获得天猫双十一美妆类目第 3 名	OLAY 旗舰店实现年度 GMV 增长 1.6 倍	OLAY 旗舰店获得天猫美妆精华类单品销售第 1 名；双十一 OLAY 旗舰店 GMV 同比增长 157%。	OLAY 旗舰店拿下天猫全网美妆类目第二名。
宝洁		宝洁旗舰店获得天猫双十一洗护类目冠军。网创成为行业“双类目冠军”。	海飞丝、护舒宝、舒肤佳、febreze 同时获得洗发水、卫生巾、沐浴露、汽车香水 4 个品类销售冠军。	宝洁旗舰店勇夺洗护类目三连冠。
雅顿	雅顿旗舰店年 GMV 增长 2 倍。	雅顿旗舰店双十一 GMV 同比增长 400%。	雅顿旗舰店 GMV 同比增长 58%；年度 GMV 是同期的 1.68 倍。	

来源：招股说明书，中泰证券研究所

（1）引入流量的优势

整合营销：公司具有丰富的整合营销经验，能够深入了解平台方的需求，获取大量的高性价比流量，降低了营运成本。壹网壹创为百雀羚制作了《四美不开心》视频，视频播放超过 5000 万次，促使店铺预售目标达成。

广告推广：由于给多个品牌方提供广告推广服务，广告整体投放量远超单一品牌的投放量，公司获得了规模化的聚合优势。根据招股书，2018 年 11 月 OLAY 官方旗舰店“钻展”点击率高于行业均值 1.49 倍。

图表 24：百雀羚《四美不开心》营销视频

代表案例：《四美不开心》

发起方　网创科技
协作方　百雀羚品牌、拍摄公司
发布时间　2016 年“双十一”

代表价值　视频播放超过5000万次，促使店铺预售目标达成。

来源：招股说明书，中泰证券研究所

（2）提升转化率的优势

在优化转化率方面，公司建立了成熟的精细化运营体系。2017 年，公司承接的 DR.WU 达尔肤官方旗舰店，通过精细化运营，在接店仅 3 个月的情况下使得店铺“618”转化率及销售额呈现高速增长。

（3）提高客单价的优势

公司通过数据分析关联产品，优化选品组合，设计规划套装产品，有效提升了客单价。同时，公司自主研发、设计高价值感赠品、物料等，淡化消费者价格敏感度，减少以折扣销售产品，提高客单价。根据招股书，公司为 OLAY 双 11 升级明星单品 ProX 淡斑精华，使其产品销售占比从 2%升至 24.5%，增幅达 29x，价格带从 199-219 元升至 329-368 元。

图表 25：壹网壹创“OLAY 双 11 升级”项目

来源：招股说明书，中泰证券研究所

持续发展能力

（1）产品孵化

公司直面终端消费者，对消费者需求具有较强的把控力；同时具备产品孵化能力，能够协同创作部门、业务部门，为品牌方设计、改良产品。例如，公司通过品牌核心形象设计、产品策划、产品设计与推广等一系列工作，为百雀羚孵化了“小雀幸”系列面膜，为大宝孵化了眼部醒活精华霜，拓展了消费人群。

图表 26：“小雀幸”系列面膜及大宝眼部醒活精华霜产品孵化

来源：招股说明书，中泰证券研究所

（2）技术保障

公司拥有多个自主研发的信息系统来支持复杂的订单营销管理功能，使公司在销售中形成独特的竞争优势。同时，自有系统积累了大量的自主会员数据，帮助运营部门在广告投放、CRM 等销售关键环节获得优势。与佰草集合作时，公司通过数据分析发现高端人群对高端面膜的需求真空，数据预判后锁定佰草集冻干面膜，迅速成为爆款。

此外，在内部管理方面，公司通过自主研发的信息系统，在人才培养、团队建设、成本控制等多方面有效提升。

图表 27：佰草集冻干面膜

来源：公开资料，中泰证券研究所

（3）服务拓展能力

在经营过程中，通过持续的服务创新，公司已经孵化出内容创作与传播、多媒体设计与策划、新媒体营销、消费者调研、公益营销与传播等特色服务项目，并且不断创造个性化的增值服务。例如，公司的定制化会员服务，为会员提供个性化用户体验。

图表 28：定制化会员服务成功案例

案例说明：

这是一位聋哑人客户，因为不能听电话需要客服备注，请快递员微信联系。这是一位乐观开朗的女孩，接下去的一天里，客户向我们展示了她自己做的工艺品，她告诉我们，因为自身的原因，小县城里没法找到一份合适的工作。

个性化体验：

万万没想到团队特意去研究了手语之后，在手霜的盖子上贴上自制的手语图片，分别是，“祝”、“你”、“快乐”。并在寄出时，在快递单上备注：”我的朋友听不见电话声，请好心的快递员短信通知她，谢谢！”

事后，公司还联合快递公司特别策划了一场“关爱聋哑人”的公益活动，大大增强了聋哑人这个特殊消费群体对于品牌的好感度。

来源：招股说明说，中泰证券研究所

2、未来方向

细分服务类型，提升服务品质

通过细分和分工的方式提高各类业务工作的专业程度和竞争力。例如，公司将建立用户体验中心，将细分需求落实到公司对品牌、产品的策划和设计等活动中；将建立 UED 创意设计中心，增强用户粘性，提升其销量转换率；成立专门的影像摄制创意中心，以满足摄影需求。

通过细化、丰富公司现有的业务类型，公司将进一步优化收入结构，在扩大收入规模的同时，增强公司自身抵御市场风险的能力。

加快技术升级，完善信息化系统体系

公司将通过加大对技术团队和信息化系统的投入，升级信息化系统，开发企业协作系统，开发自动化数据提取工具，开发人工只能辅助决策系统和运营自动化系统，增加办公软件、数据服务购置等一系列举措，提升公司运营管理效率。

提升客户承接能力，扩大市场份额

公司将通过实施电商升级扩建项目和综合运营服务中心项目，有效提升公司服务的市场吸引力和承接能力。公司将建立包括用户体验调研、产品设计开发以及整合销售在内的专门部门，开发更智能的信息化系统和自动化的数据提取和处理系统，同时完善仓储管理体系。这些举措能够有效提高公司的业务承接能力，有助于公司不断扩大市场份额。

四、结论与投资建议

基于线上美妆市场的高速发展，品牌专业化运营要求愈发提升和对线上运营投入的不断增加；同时目前代运营行业偏低的市场集中度。我们认为，专业化的代运营细分龙头正值前所未有的成长机遇。作为美妆代运营第一股，我们看好公司壹网壹创的成长潜力。

本文预计 19-21 年，公司收入 13.9 亿元、18.0 亿元、22.7 亿元，同比增长 37%、29%、26%；归母净利 1.96 亿元、2.48 亿元、3.19 亿元，同比增长 21%、26%、28%；EPS2.45、3.10、3.99 元，当前股价对应 PE44、35、27X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

国内经济失速风险、市场竞争加剧风险、业绩季节性波动风险

图表 29：盈利预测与估值

损益表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**704**	**1,013**	**1,391**	**1,798**	**2,266**
增长率	*38.9%*	*43.8%*	*37.3%*	*29.3%*	*26.0%*
营业成本	-374	-581	-823	-1,073	-1,354
% 销售收入	*53.2%*	*57.4%*	*59.2%*	*59.7%*	*59.8%*
毛利	330	431	568	725	912
% 销售收入	*46.8%*	*42.6%*	*40.8%*	*40.3%*	*40.2%*
营业税金及附加	-5	-6	-8	-12	-14
% 销售收入	*0.7%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.7%*	*0.6%*
营业费用	-122	-190	-236	-300	-378
% 销售收入	*17.3%*	*18.8%*	*17.0%*	*16.7%*	*16.7%*
管理费用	-26	-32	-42	-52	-63
% 销售收入	*3.7%*	*3.2%*	*3.0%*	*2.9%*	*2.8%*
息税前利润（EBIT）	176	203	282	361	456
% 销售收入	*25.0%*	*20.0%*	*20.3%*	*20.1%*	*20.1%*
财务费用	1	1	-20	-30	-30
% 销售收入	*-0.1%*	*-0.1%*	*1.4%*	*1.7%*	*1.3%*
资产减值损失	2	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	178	205	262	331	426
营业利润率	*25.3%*	*20.3%*	*18.8%*	*18.4%*	*18.8%*
营业外收支	9	15	0	0	0
税前利润	**187**	**220**	**262**	**331**	**426**
利润率	*26.6%*	*21.7%*	*18.8%*	*18.4%*	*18.8%*
所得税	-47	-55	-65	-83	-106
所得税率	*24.9%*	*24.9%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	138	163	196	248	319
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**138**	**163**	**196**	**248**	**319**
净利率	*19.6%*	*16.1%*	*14.1%*	*13.8%*	*14.1%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	138	163	196	248	319
加:折旧和摊销	3	7	3	6	8
资产减值准备	2	2	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	1	20	30	30
投资收益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-122	-75	-30	-72	-48
经营活动现金净流	**79**	**105**	**190**	**212**	**310**
固定资本投资	-4	-5	-60	-60	-50
投资活动现金净流	**-51**	**-28**	**-60**	**-60**	**-50**
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-15	-57	0	-30	-30
筹资活动现金净流	**-15**	**-57**	**0**	**-30**	**-30**
现金净流量	**13**	**20**	**130**	**122**	**230**

资产负债表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	87	107	237	359	589
应收款项	102	131	201	228	313
存货	24	75	61	116	108
其他流动资产	81	110	113	124	130
流动资产	294	422	613	827	1,139
% 总资产	*83.2%*	*83.8%*	*82.3%*	*82.2%*	*84.0%*
长期投资	0	10	10	10	10
固定资产	6	12	39	63	85
% 总资产	*1.8%*	*2.4%*	*5.2%*	*6.2%*	*6.2%*
无形资产	0	0	0	0	0
非流动资产	59	81	132	179	216
% 总资产	*16.8%*	*16.2%*	*17.7%*	*17.8%*	*16.0%*
资产总计	**353**	**503**	**745**	**1,007**	**1,356**
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	25	51	76	90	120
其他流动负债	40	52	52	52	52
流动负债	65	103	128	142	172
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
负债	**65**	**103**	**128**	**142**	**172**
普通股股东权益	288	400	616	865	1,184
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**353**	**503**	**745**	**1,007**	**1,356**

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	1.72	2.03	2.45	3.10	3.99
每股净资产(元)	3.61	5.00	7.71	10.81	14.80
每股经营现金净流(元	0.99	1.31	2.38	2.65	3.87
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	47.77%	40.65%	31.85%	28.71%	26.97%
总资产收益率	39.02%	32.31%	26.38%	24.65%	23.55%
投入资本收益率	162.96%	101.33%	94.42%	85.60%	76.15%
增长率					
营业总收入增长率	38.86%	43.78%	37.34%	29.27%	26.05%
EBIT增长率	159.44%	15.05%	40.05%	28.07%	26.26%
净利润增长率	190.47%	17.99%	20.76%	26.40%	28.64%
总资产增长率	51.44%	42.50%	47.91%	35.23%	34.65%
资产管理能力					
应收账款周转天数	44.6	41.4	43.0	43.0	43.0
存货周转天数	15.4	17.6	17.6	17.8	17.8
应付账款周转天数	17.2	10.7	13.9	13.9	13.9
固定资产周转天数	2.3	3.3	6.5	10.1	11.7
偿债能力					
净负债/股东权益	-37.08%	-59.31%	-58.25%	-68.09%	-20.22%
EBIT利息保障倍数	-343.6	-244.7	14.1	12.0	15.2
资产负债率	18.33%	20.53%	17.20%	14.12%	12.66%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6¯12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6¯12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%¯15%之间
	持有	预期未来 6¯12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%¯+5%之间
	减持	预期未来 6¯12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6¯12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6¯12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%¯+10%之间
	减持	预期未来 6¯12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6¯12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。