

行业资本化加速，线上渠道红利凸显

——电商代运营行业深度报告

推荐|维持

报告要点：

● 电商代运营行业：需求旺盛，集中度持续提升

2019年品牌电商服务市场规模5635亿元，4年复合增速39.19%，显著高于天猫大盘增速，对B2C电商渗透率10.50%。2020年新冠疫情加剧了线上对线下渠道替代，品牌数字化转型加速，为电商服务市场扩容奠定基础，预计2025年品牌电商服务行业规模有望达2.04万亿，对B2C电商渗透率提升至13.7%。

● 经销/服务模式各有特色，适用于不同阶段品牌

目前TP主要运营模式分为经销及服务两种。经销模式下，服务商自垫资金购买商品，承担库存风险，对于资金要求较高，但单品牌天花板不明显，可充分享受品牌线上渠道高增长带来的红利，且话语权更强。从品牌的角度看，服务商可帮助品牌方消化销售增长压力，且存在一定的压货空间，适合新进入中国市场的海外品牌以及有确定销售增长需求的品牌。服务模式下，TP不承担库存风险，资金占用较少，风险较小，但话语权相对较低，不能充分享受品牌高增长带来的完整红利，通常服务费增速低于品牌GMV增速。从品牌的角度看，服务费模式适合相对成熟的头部品牌。

● 长期成长看点：横向拓平台，纵向渗透产业链上下游

长期看，代运营公司未来主要的拓展途径有三：1) 横向拓平台。现有的电商代运营商主要集中于淘系，新电商平台崛起给服务商带来新的平台机会。2019年拼多多GMV超万亿，抖音、快手两大平台加速电商布局，预计2020年二者合计创造GMV超4000亿；2) 纵向向上渗透品牌端，依托自身渠道运营能力与销售能力，孵化自有品牌；3) 纵向向下承接咨询公司、4A公司、MCN公司的职能，为品牌提供一站式、全链路服务。

● 投资建议

电商服务行业高速增长，头部公司有望充分享受行业增长红利。当前时点，壹网壹创上市近一年，丽人丽妆、若羽臣分别将在主板、中小板上市，宝尊电商也将于近期回港二次上市，同时优趣汇、凯淳电商等TP也已提交招股书，拟分别在港交所与创业板上市，行业资本化进程显著加快。未来在资本加持下，头部企业有望加速行业整合。建议关注全品类代运营龙头宝尊电商，积极拓品牌、拓品类的美妆垂直类头部代运营壹网壹创，以及即将上市的丽人丽妆、若羽臣。

● 风险提示

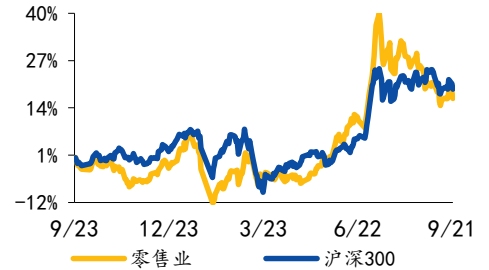
行业增速趋缓、竞争加剧，头部品牌收回代运营权风险。

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300792	壹网壹创	增持	135.12	19491.09	1.52	2.31	3.68	88.82	58.47	36.71
BZUN.O	宝尊电商	未评级	34.02	14593.94	5.99	9.00	12.86	38.53	25.64	17.95

资料来源：Bloomberg，国元证券研究中心（*宝尊电商市值根据2020年9月22日汇率换算而得；宝尊电商采用采用Bloomberg一致预期，EPS单位为元/ADS，口径为non-GAAP，PE为Non-GAAP市盈率）

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-化妆品行业七月数据跟踪：美妆消费淡季增长放缓，御泥坊、润百颜表现亮眼》2020.08.17

《国元证券行业研究-化妆品行业六月数据跟踪：618拉动美妆消费高增，玉泽、丸美增速亮眼》2020.07.15

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳
邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

目 录

1、电商代运营：懂品牌、懂流量，助力品牌构造线上能力	4
1.1 核心商业本质：链接平台、品牌及消费者	4
1.2 行业规模：行业高增长，未来跨境品牌引入与多平台运营驱动行业持续扩容	6
1.3 品类分布：看好美妆等高毛利、高佣金率品类	9
1.4 业务模式：经销与服务费模式并存，适合不同阶段的品牌	10
2、行业格局：进入整合期，头部玩家集中度提升	14
2.1 竞争格局：头部玩家地位逐渐稳固，行业集中度逐年提升	14
2.2 头部公司近三年营收维持高增长，盈利能力保持稳定	16
3、行业看点：横向拓平台，纵向渗透产业链上下游	18
3.1 横向拓展平台，新兴社交电商、内容电商带来增量	18
3.2 向上游拓展，孵化自有品牌	20
3.3 向下游拓展，为品牌提供咨询、广告、MCN 等全链路服务	21
3.4 行业资本化加速，资本加成有望助力行业整合	23
4、投资建议及相关公司	25
4.1 宝尊电商：行业龙头，技术、仓储物流业内领先	25
4.2 壹网壹创：美妆头部 TP，上市开启品类拓展	26
4.3 丽人丽妆：美妆头部 TP，重经销模式，爆品打造能力突出	28
4.4 若羽臣：母婴垂直领域构建核心优势	29
5、风险提示	31

图表目录

图 1：电商代运营商的职能	4
图 2：代运营商对产业链各方的价值图解	5
图 3：壹网壹创前、中、后台设置	5
图 4：运营店铺团队结构举例	6
图 5：B2C 与 C2C 市场交易额占比情况	6
图 6：品牌电商服务市场规模及增速	6
图 7：国际品牌与国内品牌对于电商服务商需求对比情况	7
图 8：跨境进口零售电商行业市场规模及增速	8
图 9：天猫国际引入进口品牌数	8
图 10：天猫国际美妆发展计划及 2019 年美妆亿元俱乐部	8
图 11：B2C 平台交易规模占比情况	9
图 12：抖音与快手平台直播电商 GMV 情况	9
图 13：2016 与 2019 电商服务公司服务品牌数量占比	9
图 14：服务商分行业看规模以及能力对比	10
图 15：天猫服务商星级划分	14
图 16：主要代运营商承接品牌数量	16

图 17: 宝尊市占率变动	16
图 18: 丽人丽妆、宝尊电商 GMV (亿元)	16
图 19: 2016-2019 代运营商营业收入变化 (亿元)	16
图 20: 2016-2019 头部代运营商整体毛利率比较	17
图 21: 2017-2019 代运营商净利率水平	17
图 22: 2019 代运营商人均净利润 (万元/人)	17
图 23: 2019 代运营商人均创收 (万元/人)	17
图 24: 头部代运营商分渠道占比	18
图 25: 抖音、快手电商化发展历程	19
图 26: 品牌电商服务能力发展矩阵	22
图 27: 宝尊电商提供的整合电商服务	22
图 28: 壹网壹创运用大数据新品设计开发流程图	22
图 29: 宝尊电商发展历程	25
图 30: 宝尊电商营业收入 (亿元) 及增速	26
图 31: 宝尊电商归母净利润 (亿元) 及增速	26
图 32: 壹网壹创发展历程	27
图 33: 壹网壹创营业收入 (亿元) 及增速	27
图 34: 壹网壹创归母净利润 (亿元) 及增速	27
图 35: 丽人丽妆发展历程	28
图 36: 丽人丽妆营业收入 (亿元) 及增速	29
图 37: 丽人丽妆归母净利润 (亿元) 及增速	29
图 38: 若羽臣发展历程	30
图 39: 若羽臣营业收入 (亿元) 及增速	30
图 40: 若羽臣营业收入 (亿元) 及增速	30
表 1: 不同品类对于电商服务商需求比例及佣金率情况对比	10
表 2: 代运营模式与经销模式对比	11
表 3: 国内外知名品牌代运营商概览 (品牌按照 2019 年十一月护肤品类排名)	12
表 4: 头部代运营商业模式比较 (2019 年数据)	13
表 5: 综合型及垂直型品牌电商服务商对比情况	14
表 6: 2020 年上半年天猫六星服务商及其覆盖的行业	15
表 7: 国产新锐品牌创始团队背景总结	20
表 8: 代运营孵化代表品牌	21
表 9: 头部代运营商二级市场资本化状况	23
表 10: 头部代运营商资本化状况 (一级市场)	24
表 11: 宝尊电商收入拆分 (亿元)	26
表 12: 壹网壹创收入拆分 (亿元)	28
表 13: 丽人丽妆收入拆分 (亿元)	29
表 14: 若羽臣收入拆分 (亿元)	31

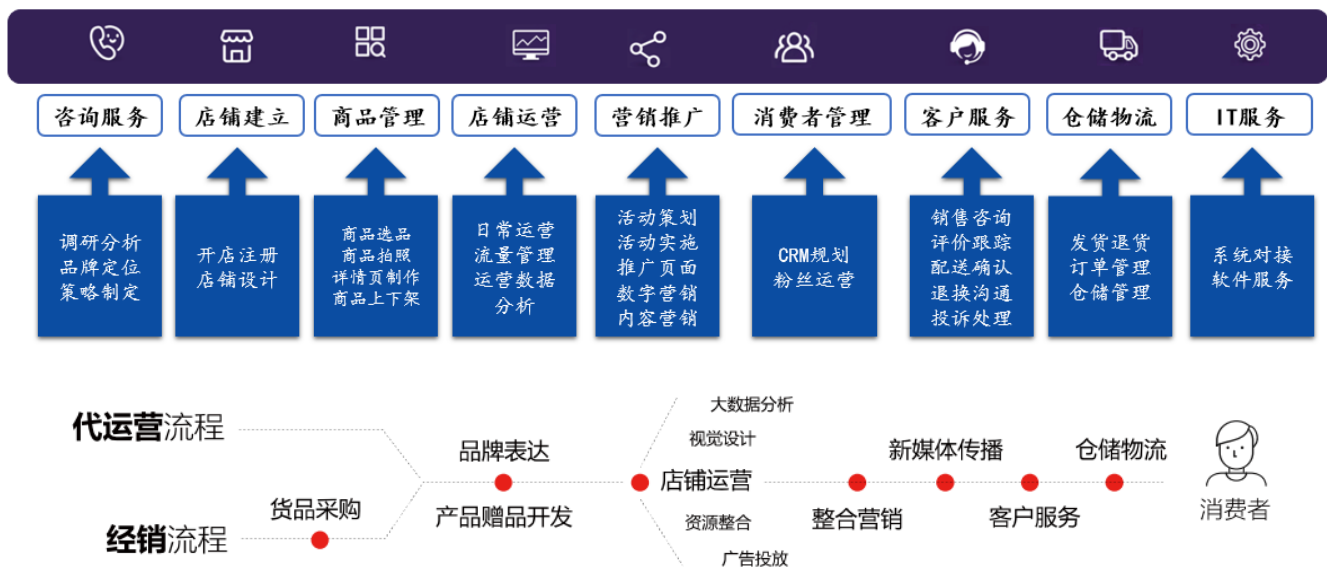
1、电商代运营：懂品牌、懂流量，助力品牌构造线上能力

随着线上渠道权重的提升，对于品牌来说电商渠道不单是红利渠道，更成为品牌与消费者沟通、进行品牌形象塑造的重要平台。而由于线上渠道的运营逻辑和传统的线下渠道差异巨大，对于第三方电商代运营商的需求应运而生。

1.1 核心商业本质：链接平台、品牌及消费者

电商代运营商（简称 TP，Tmall Partner），即为品牌方提供运营服务的第三方公司，主要服务环节涵盖咨询服务、店铺建立、商品管理、店铺运营、营销推广、消费者管理、客户服务、仓储物流和 IT 服务等，目前已经基本覆盖品牌线上化所需的全链路服务。

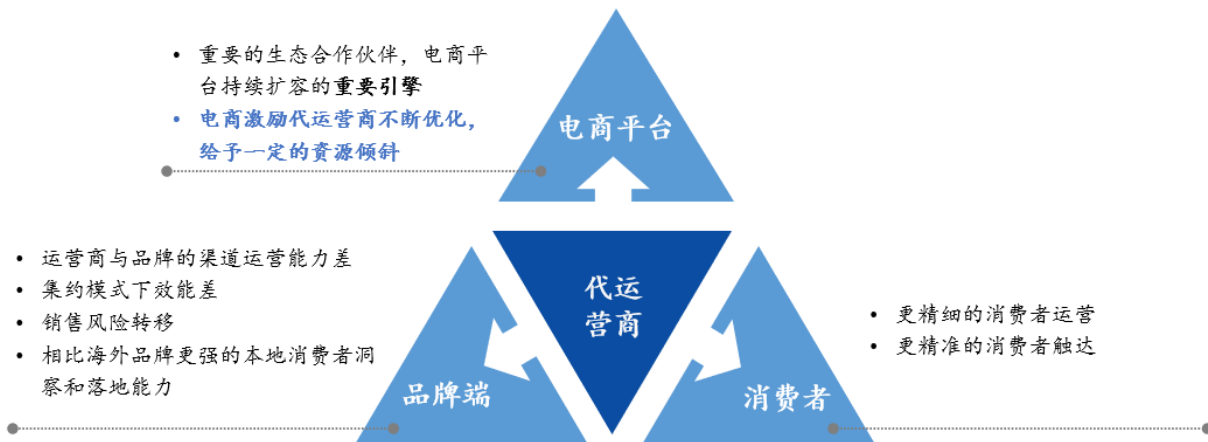
图 1：电商代运营商的职能



资料来源：天猫，壹网壹创，国元证券研究中心

代运营商核心价值在赋能平台、品牌及消费者。对于品牌方，代运营商的价值体现在品牌方与代运营商渠道运营的能力差、集约优势下的效率差以及为可以与品牌共担销售风险，在此之中，运营商可以承担经销商、广告公司、咨询公司等多个角色并最终落脚于 GMV 达成上。对于平台而言，无论天猫、京东等传统电商品牌，还是拼多多、抖音、快手等新兴平台，都需要更多的生态合作伙伴参与其中，助力平台成长，传达平台战略，践行平台规则。而对于消费者而言，成熟的代运营商能够更加精细的进行消费者运营，利用淘内淘外的多层次营销工具，准确触达消费者，提升消费者购物体验。

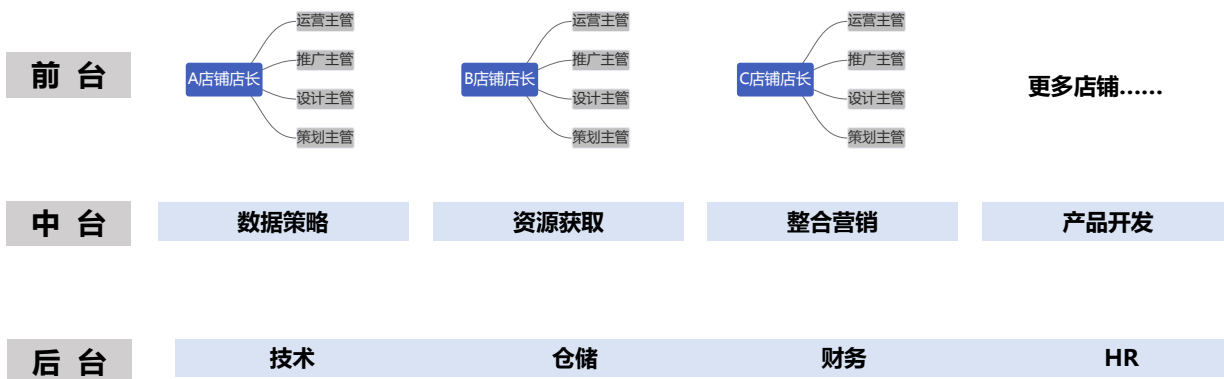
图 2：代运营商对产业链各方的价值图解



资料来源：国元证券研究中心

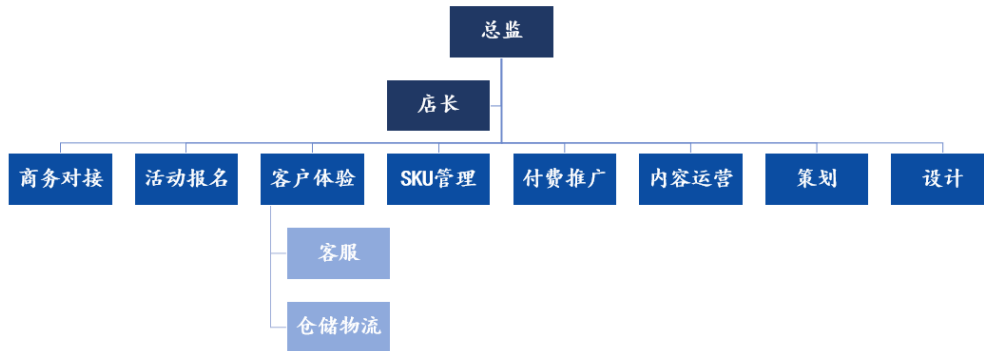
对于代运营公司而言，人才与数据是核心资产。人员架构上，前台运营部通常为代运营商核心部门，人员占比通常接近 50%。以运营品牌天猫旗舰店为例，一个店铺人员架构包括总监、店长、商务对接、活动报名、客户体验、SKU 管理、服务推广、内容运营、策划和设计等职位，根据店铺服务模式及店铺体量而配备不同数量的人员。此外部分 TP 设有中台负责数据策略、整合营销、产品开发等综合职能。以壹网壹创为例，公司最大的客户宝洁团队服务人员 200+，规模在 2-5 亿级别的品牌人数通常在 50-100 人，2 亿以下的品牌团队人数在 20-50 人，此外还有 200+ 的中后台技术人员。具体店铺人员配置上，客服（部分 TP 完全外包）与运营人员数量较多，此外推广、策划、设计等环节人员配置相对较多。

图 3：壹网壹创前、中、后台设置



资料来源：壹网壹创，国元证券研究中心

图 4：运营店铺团队结构举例

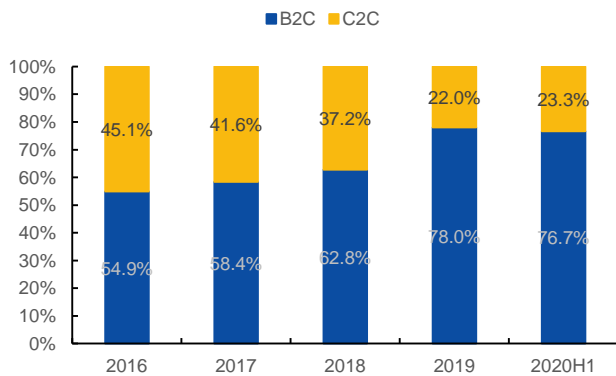


资料来源：天猫，国元证券研究中心

1.2 行业规模：行业高增长，未来跨境品牌引入与多平台运营驱动行业持续扩容

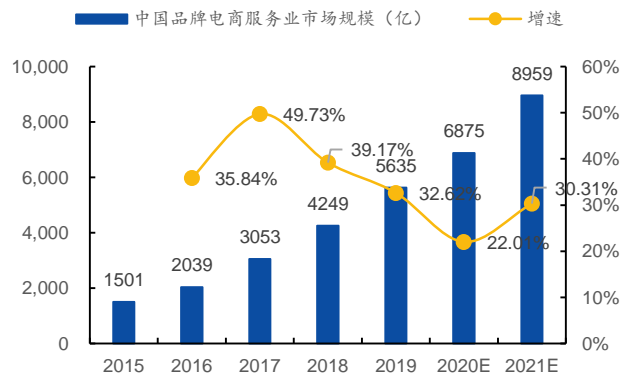
依托于 B2C 电商，品牌电商服务市场规模快速增长，2019 年交易规模达到 5635 亿元，4 年复合高达 39.19%，对于 B2C 电商渗透率 10.50%。2019 年我国网上零售额市场规模达 10.63 万亿元，同比增长 16.5%，保持中高速增长。结构上看，B2C 份额持续提升，2019 年占比达 78.0%，较 2018 年提升 15.2pct。依托于 B2C 电商，品牌电商服务市场快速增长，2019 年市场规模达到 5635 亿，4 年复合增速 39.19%，渗透率 10.50%，根据艾瑞数据，预计 2025 年品牌电商服务行业规模有望达 2.04 万亿，渗透率提升至 13.7%。2020 年新冠疫情加剧了线上对于线下渠道的替代，品牌加速数字化转型，完善线上渠道铺设，为品牌电商服务市场扩容奠定基础。

图 5：B2C 与 C2C 市场交易额占比情况



资料来源：商务大数据，国元证券研究中心

图 6：品牌电商服务市场规模及增速

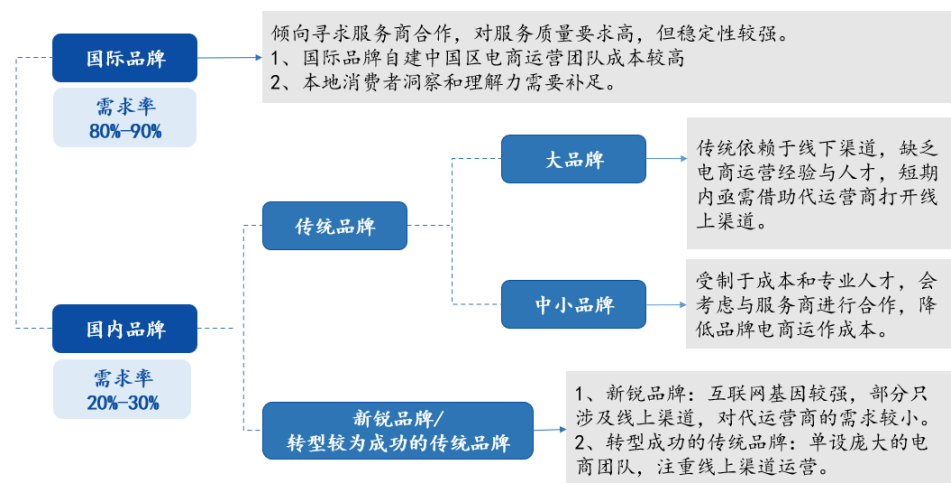


资料来源：艾瑞咨询，宝尊公告，国元证券研究中心

品牌需求上看，国际品牌对于代运营商需求率高达 80%-90%，而国内品牌中传统国货品牌对电商服务商依存度高。根据艾瑞的数据，2019 年国际品牌对于服务商需求比率达到 80%-90%，主要由于 1) 国际品牌组建国内电商团队成本较高，外包具有成本优势；2) 借助品牌服务商对于本地消费者的洞察和理解，可帮助国际品牌更好

在中国落地运营。同时由于国际品牌对服务质量要求高，大品牌所需的服务团队规模较大，因此更倾向于选择过往具备品牌运营经验的服务商合作。国内品牌方面，对于品牌服务商的需求比例约在 20%-30%。不同类型的国产品牌对服务商的需求有所差异：1) 传统国货品牌：在渠道变革中线上转型较慢、产品老化或处于下坡期的传统国货品牌，可借助电商服务商实现快速转型，补足线上渠道能力，对 TP 需求较大；2) 国产中小品牌：主要受制于组建电商团队的成本效率考虑，可能寻求与服务商的合作；3) 新锐品牌或转型成功的传统品牌：这类企业非常注重线上渠道，具备一定互联网基因，线上渠道能力成为了品牌的核心竞争力之一，通常会选择自建电商运营团队，对 TP 需求小。

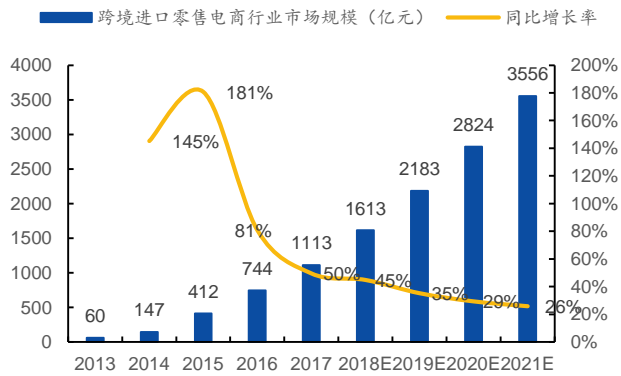
图 7：国际品牌与国内品牌对于电商服务商需求对比情况



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

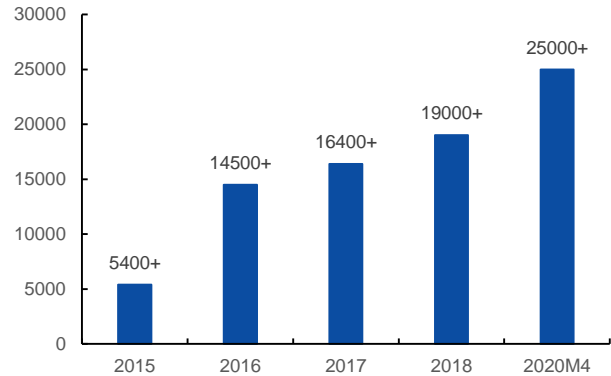
跨境进口电商处于高增长期，2020 年阿里计划持续发力引入进口品牌，品牌电商服务行业下游需求持续扩容。2017 年我国跨境进口零售电商行业市场规模为 1113 亿元，同比增速高达 50%，预计到 2021 年达到 3556 亿。天猫国际自 2016 年起加速品牌引入，截至 2020 年 4 月已有全球 92 个国家和地区的 25000 多个海外品牌入驻天猫国际，2020 年天猫进出口事业群总裁刘鹏在天猫国际商家大会上宣布，将通过加速海外品牌入驻、打造国际商家孵化中心、推出进口旗舰店 1.0 三大策略，孵化更多海外品牌的“数字化首店”，全力推进阿里巴巴 5 年 2000 亿美元大进口战略。2020 年 1-5 月，天猫国际引入新品牌增速同比增长 64%；618 期间，海外品牌成交同比增长 43%，超 4000 个海外品牌同比增长翻倍。小众进口品牌的优质表现有望促使越来越多的国际品牌进入中国市场，这类品牌对代运营商的依赖度高，跨境品牌电商代运营服务需求预计将持续扩张。

图 8：跨境进口零售电商行业市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

图 9：天猫国际引入进口品牌数



资料来源：CBNDData，天猫国际，国元证券研究中心

图 10：天猫国际美妆发展计划及 2019 年美妆亿元俱乐部



资料来源：天猫国际，国元证券研究中心

平台方面，除天猫、京东两大传统强势平台外，拼多多、抖音、快手等新兴电商体系的崛起为代运营商提供新机会。除淘宝、京东两大电商巨头外，近年来以拼多多为代表的社交电商和以抖音、快手为代表的內容型电商正在迅速崛起。2019年拼多多平台交易规模破万亿，占B2C平台的比例已达到12.8%；根据网经社的数据，2020年抖音与快手平台直播电商GMV目标分别达到2000亿与2500亿，预计将为电商零售市场带来大额增量。品牌商多元化的渠道布局，为代运营商多平台拓展带来新机遇。此外，“网红带货”、“直播电商”、“私域流量运营”等新电商零售模式提高了电商运营的复杂度，例如品牌商与内容平台、KOL、MCN等机构的接洽、使用平台付费工具精准触达目标客户、捕捉消费者需求偏好及变化、快速对消费者进行识别与画像等都给品牌方带来巨大挑战，成熟代运营商的价值愈发凸显。我们认为，新流量格局和新电商零售业态下，品牌运营需求有望进一步拓展，赋予了电商代运营行业新的增量

机会。

图 11: B2C 平台交易规模占比情况

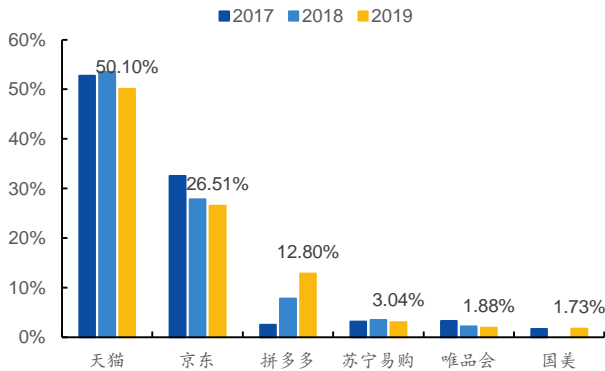
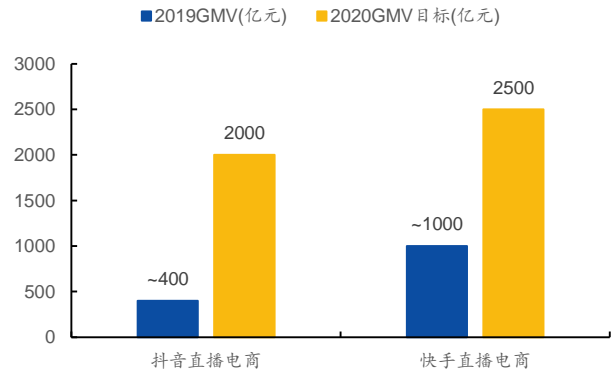


图 12: 抖音与快手平台直播电商 GMV 情况

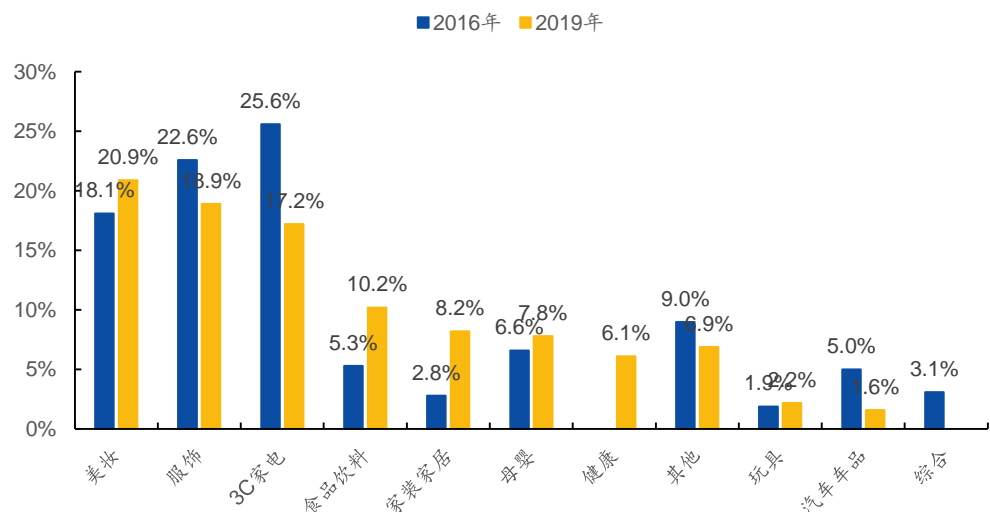


资料来源: 网经社, 国元证券研究中心 (注: 国美 2018 年交易规模未进入前列) 资料来源: 网经社, 国元证券研究中心

1.3 品类分布: 看好美妆等高毛利、高佣金率品类

从品类分布角度来看, 美妆、3C 家电、服饰等类目代运营服务品牌数最多, 母婴、美妆、食品饮料、家具家装等类目增速较快。根据艾瑞咨询数据, 2019 年美妆、服饰、3C 家电品牌占总服务品牌数量之比达 20.90%、18.90%、17.20%, 成为电商服务需求前三大品类; 从增长的角度看, 美妆、母婴、健康、食品饮料、家具家装等品类 2016-2019 服务品牌数量占比提升明显。我们认为, 上述品类对代运营商需求较强的主要原因为: 1) 多为高毛利行业, 价值链中利润分配空间较大, 行业天花板较高, 品牌商愿意让出部分利润给代运营商换来 GMV 高速增长; 2) 个体需求复杂, 产品销售依赖于大量的市场推广活动, 更能显现出代运营公司精细化运营能力的优势。

图 13: 2016 与 2019 电商服务公司服务品牌数量占比



资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究中心

聚焦细分品类，美妆品类电商服务需求比例最高，佣金率也更高。横向对比不同品类的电商服务需求，美妆类产品的客户消费决策相对而言偏重于品牌、产品效果等内容，产品销售依赖于大量的市场推广活动，线上运营更需经验与技巧，因为更偏向于合作电商代运营公司，电商服务需求比例与佣金率较高；服饰行业更新迭代较快，一年中多次换季，SKU 数量多且管理复杂，时尚风潮迅速变化加大线上运营的难度，电商服务需求比例与佣金率相对适中；3C 家电产品标准化，产品销售依赖于质量及性价比，同时产品不易搬运，配送要求高，因此代运营商主要负责物流、客服等含金量低的服务环节，同时京东、苏宁易购等平台出现使得 IT 厂商与终端消费者可以进行直接交易，因而 3C 家电电商服务需求比例与佣金率较低。

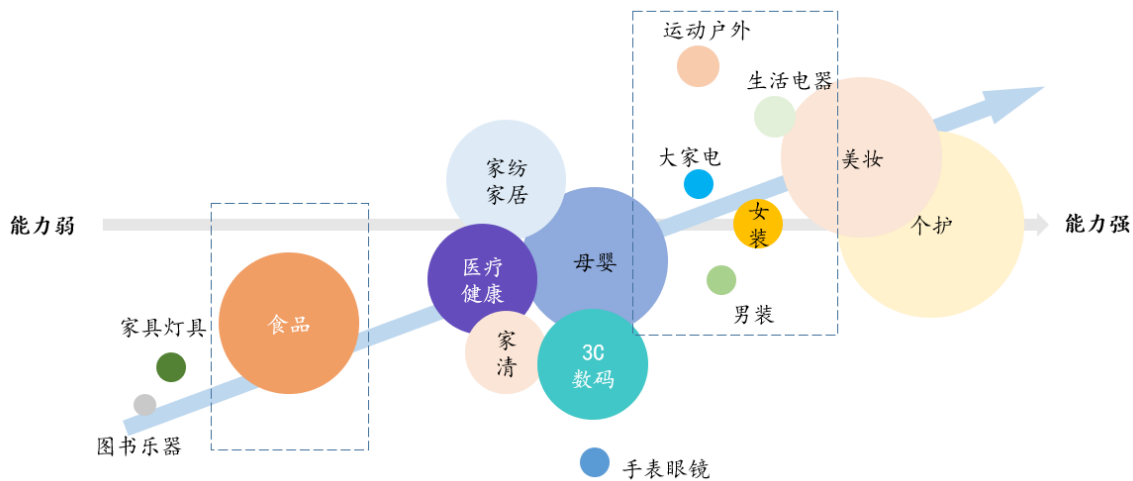
表 1：不同品类对于电商服务商需求比例及佣金率情况对比

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

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

服务商能力及分布上，美妆个护类服务商能力突出，横跨品类扩张难度相对较低。根据天猫数据，横向比较天猫服务商的规模和能力来看，大快消中美妆个护行业服务商能力最为突出，且整体规模较大。大服饰板块中，服务商实力已处于先进水平，但优质服务商的数量相对较少。而食品、3C 数码等体量较大的行业服务商能力相对较弱。未来从行业和品类拓展上看，美妆个护向下兼容的难度预计更低。

图 14：服务商分行业看规模以及能力对比



资料来源：天猫，国元证券研究中心（注：气泡大小代表服务商规模大小）

1.4 业务模式：经销与服务费模式并存，适合不同阶段的品牌

品牌方与代运营商的合作模式主要分为经销模式、服务费模式两种。经销模式下，代运营商向品牌方采购产品销售给终端消费者或其他小 B 商家，赚取买卖差价，以销售额确认收入，代运营商承担存货风险。经销模式可进一步细分为 to C 直接销售与

to B 的代销模式，通常前者为帮助品牌在以天猫旗舰店为代表的直营店铺进行销售，后者为向第三方 B2C 平台或淘宝中小卖家分销产品。电商的服务费模式下，代运营商接受品牌方的委托，为品牌方建设、运营其线上官方旗舰店，以及提供包含 IT 解决方案、营销推广方案在内的服务，并且根据销售额收取基础服务费或/和销售提成，以佣金确认收入，代运营商不承担存货风险。

在日常经营中，经销模式重资金投入、服务费模式重人力，两种模式适用于不同阶段品牌。从盈利模式上看，经销模式的毛利主要是商品进出货差价加品牌返利，费用主要是服务商在平台销售相关的销售费用投入。服务模式的收入通常是基础服务费+GMV*佣金率构成，佣金率随 GMV 增长会有所降低。经销模式下，服务商自垫资金购买商品，承担库存风险和平台的销售推广中产生的销售费用，对于资金要求较高。但在这种模式下服务商的单品牌天花板不明显，可以充分享受品牌线上渠道高增长带来的红利，同时 TP 在新品开发、销售策略和投放策略等多维度话语权更强。从品牌的角度看，经销模式下服务商可帮助品牌方消化销售增长压力，且存在一定的压货空间，在销售达成上更具确定性，适合新进入中国市场的海外品牌以及有确定销售增长需求的品牌。而服务模式下，TP 不承担库存风险，资金占用较少，风险较小，服务更偏服务者的角色，但相对而言对于品牌的话语权较低，同时不能充分享受品牌高增长带来的完整红利，通常服务费增速低于品牌 GMV 增速。从品牌的角度看，服务费模式适合相对成熟的头部品牌。

表 2：代运营模式与经销模式对比

	服务费模式	经销模式
合作方式	服务商不拥有商品，帮助品牌方代销售	服务商自垫资金购买品牌商的货物，并进行销售
盈利方式	基础服务费（通常根据人员需求确定）+ 销售提成（销售额*佣金率，可能为梯度式）	商品买卖价差-公司支付的销售与管理费用
适合什么样的品牌	在中国有完整电商团队的品牌； 自身品牌力、营销能力强的品牌	新进入中国市场的海外品牌； 有较高的销售达成需求
服务商优势	不承担库存、资金占用较少； 更偏服务者的角色，风险较小	收入天花板不明显，随品牌方 GMV 线性增长； 对品牌销售的参与度更深、影响力更强、绑定更紧密
服务商劣势	随 GMV 增长佣金率会下滑，单品牌收入有一定天花板	资金占用量大，存在较高的存货跌价风险
代运营商话语权	话语权较低，以品牌方为核心，通过提案方式给出建议	话语权较高，体现在新品制定、销售策略、投放策略等多维度

资料来源：天猫，国元证券研究中心

以美妆品牌为例，当前头部品牌更倾向于自营或服务费模式，但部分中腰部欧美、日韩品牌仍以经销模式为最优选择。我们统计了去年双十一排名前三十的品牌与服务商合作的情况，其中服务费模式占比超 50%，其次是自营模式，占比 37%，经销模式占比 10%。头部品牌特别是海外头部品牌服务模式诉求强烈，除欧莱雅由于早年在中国收购了百库，旗下品牌多为自营模式外，大部分头部海外品牌均选择服务费模式。我们认为大型美妆品牌选择服务费模式，主要还是基于与第三方合作性价比及效能更优。同时近年来，海外头部品牌天猫旗舰店高增长，经销模式下转移给 TP 的毛利空间和确定性较大，品牌方做经销模式的诉求不强。但部分欧美、日韩中腰部品牌，由于在中国尚不具备自建成熟电商团队的条件，且具有较强的销售达成诉求，与 TP 采取经销模式合作仍为其最优选择。

表 3：国内外知名品牌代运营商概览（品牌按照 2019 年十一月护肤品类排名）

品牌	所属集团	运营主体	代运营模式
欧莱雅	欧莱雅集团	自营	由经销转自营
兰蔻	欧莱雅集团	自营	由经销转自营
雅诗兰黛	雅诗兰黛集团	杭州悠可	服务费模式
OLAY	宝洁集团	壹网壹创	服务费模式
SK-II	宝洁集团	杭州悠可	服务费模式
百雀羚	百雀羚集团	壹网壹创	2020 年 10 月将由经销转为服务费模式
自然堂	伽蓝集团	自营	自营
后	LG 生活健康	丽人丽妆	服务费模式
薇诺娜	贝泰妮	自营	自营
修丽可	欧莱雅集团	自营	自营
HomeFacialPro	广州蛋壳网络	自营	自营
海蓝之谜	雅诗兰黛集团	乐其电商	服务费模式
伊丽莎白雅顿	伊丽莎白雅顿	壹网壹创	服务费模式
资生堂	资生堂集团	乐其电商	服务费模式
雪花秀	爱茉莉太平洋集团	丽人丽妆	经销模式
HR 赫莲娜	欧莱雅集团	自营	自营
科颜氏	欧莱雅集团	自营	自营
悦诗风吟	爱茉莉太平洋集团	上海联恩	服务费模式
WIS	广州慕可生物科技	自营	自营
美丽芳丝	佳丽宝集团	丽人丽妆	经销模式
阿芙	阿芙	自营	自营
珀莱雅	珀莱雅	自营	自营
娇兰	LVMN 集团	乐其电商	服务费模式
娇韵诗	娇韵诗	杭州悠可	服务费模式
黛珂	高丝集团	杭州悠可	服务费模式
欧舒丹	欧舒丹	杭州悠可	服务费模式
希思黎	希思黎	2020 年从丽人丽妆转到杭州悠可	经销转服务费模式
怡丽丝尔	资生堂集团	上海联恩	服务费模式
倩碧	雅诗兰黛集团	杭州悠可	服务费模式
兰芝	爱茉莉太平洋集团	丽人丽妆	经销模式

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

对比目前头部的 TP，丽人丽妆是业内少有的以经销模式为主的 TP，其经销收入占比达到 96%，壹网壹创近年来主要以服务模式拓展业务。对比目前国内的头部 TP，宝尊电商公司主要合作模式为非经销模式，2019 年其非经销模式 GMV/收入占比分别达到 91%/53%；壹网壹创截至 2019 年收入仍以品牌线上营销服务（经销模式）为主，但近年来占比显著下降，2016-2019 年由 72.39% 降至 52.16%，2020 年 10 月起经销模式大客户百雀羚将转为服务费模式，这一比例预计将进一步下降；若羽臣侧重于母婴行业，以经销与分销模式为主，2019 年公司经销+分销模式占比分别达到 36.84% 与 44.01%。

表 4：头部代运营商业模式比较（2019 年数据）

公司	丽人丽妆	若羽臣	宝尊电商	壹网壹创
公司特质	线上化妆品营销零售服务商	快消品运营、分销、品牌营销策划	IT 系统、物流仓储能力出色，一站式全品类服务	专注于美妆品类的垂直型电子商务服务运营商
最新融资情况	IPO 排队中	IPO 排队中	纳斯达克上市、拟港股上市	创业板上市
业务构成	电商零售业务 95.50% 品牌营销运营服务 3.39% 其他 1.11%	线上代运营零售模式 36.84% 渠道分销业务 44.01% 线上代运营服务模式 12.48% 品牌策划业务 6.68%	经销模式 47% 非经销模式 53%	品牌线上营销服务 52.16% 品牌线上管理服务 20.59% 线上分销 27.07% 内容服务 0.18%

资料来源：招股说明书，国元证券研究中心（注：红色字体为经销模式，电商零售业务、线上代运营零售模式、品牌线上营销模式为经销模式的不同表述；蓝色为服务费模式的不同表述；紫色为 TO B 分销模式，丽人丽妆、宝尊电商未对这一模式进行拆分。）

2、行业格局：进入整合期，头部玩家集中度提升

2.1 竞争格局：头部玩家地位逐渐稳固，行业集中度逐年提升

从服务环节来看电商服务企业分两大类分别是全程式服务商和模块式服务商，其中：全程式服务商包含经销商、服务商、ISV 等。按服务品类来看，主流的电商运营服务商主要分成两个类别，分别为综合型和垂直型。其中综合型品牌电商服务覆盖多个行业和品类，有助于积累丰富的品牌基础，头部代表公司为宝尊电商；垂直型品牌电商服务，专注于美妆、服饰等个性化特征较为突出的少数品类，以对重点品类特征的深入理解和对目标消费者的认知，有针对性的开展营销活动，代表公司为丽人丽妆、壹网壹创、百秋电商等。

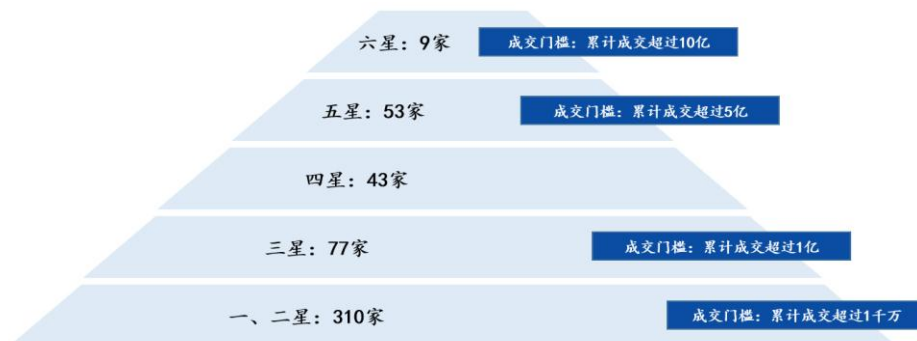
表 5：综合型及垂直型品牌电商服务商对比情况

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

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

全行业公司数量众多，但综合性服务商宝尊及垂直领域的头部公司展现出专业度高、资源丰富，有望不断强化头部优势。2020 年上半年，天猫认证服务商 1086 家，其中根据店铺运营能力、品牌营销能力、消费者运营能力、渠道运营能力、新零售运营能力、数据运营能力和承接店铺规模，天猫评选出星级服务商 492 家。其中六星服务商 9 家（门槛累计成交超 10 亿），五星服务商 53 家（成交门槛值 5 亿），四星 43 家，三星 77 家（门槛值 1 亿），一二星级 310 家（门槛值 1 千万）。对于高星级服务商，天猫给予更多的资源倾斜（数据资源，对接资源）。

图 15：天猫服务商星级划分



资料来源：天猫，国元证券研究中心

头部公司不断拓展细分品类、合作品牌数量，继续扩大竞争优势，有望进一步增强产业壁垒。2020 上半年 6 星级服务商包括宝尊电商、凯诘电商、兴长信达、青木科技、丽人丽妆、百秋网络、壹网壹创、碧橙网络、上佰电商。其中宝尊电商是综合性代运营商代表，共涉及包括快消、3C、服饰鞋履、汽车和家电等 8 大细分品类，截止 2020 年二季度服务品牌数达到 250 个；其它六星代运营商多深耕垂直品类做细分市场的拓展，如丽人丽妆从美妆个护拓展至母婴、纸品、食品等品类，壹网壹创收购上佰电商进军家电品类，同时签约泡泡玛特、盐津铺子等进军潮玩、食品等类目，近几年合作品牌数均不断增长。

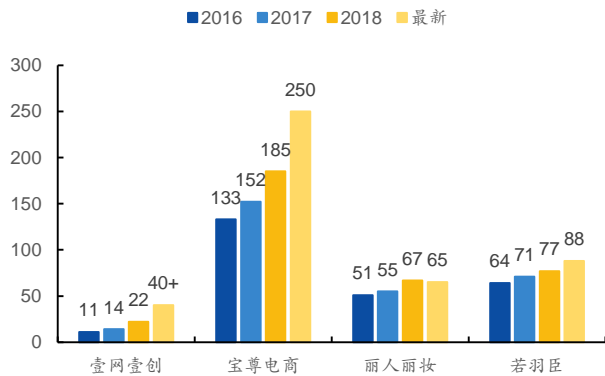
表 6：2020 年上半年天猫六星服务商及其覆盖的行业

公司名称	合作品牌数	美妆个护	食品饮料	母婴	保健品	3C	服饰鞋履箱包	汽车	家电	家居建材
宝尊电商	250	○	○		○	○	○	○	○	○
凯诘电商	30	○	○	○						
兴长信达	54		○	○		○	○	○	○	○
青木科技	30+						○			
碧橙网络	18+	○		○	○			○	○	
上海百秋	41						○			
丽人丽妆	65	○	○	○			○			
壹网壹创	40+	○	○						○	
上佰电商（被壹网壹创收购）	14+								○	○

资料来源：天猫服务商官网，公司公告，公司官网，国元证券研究中心

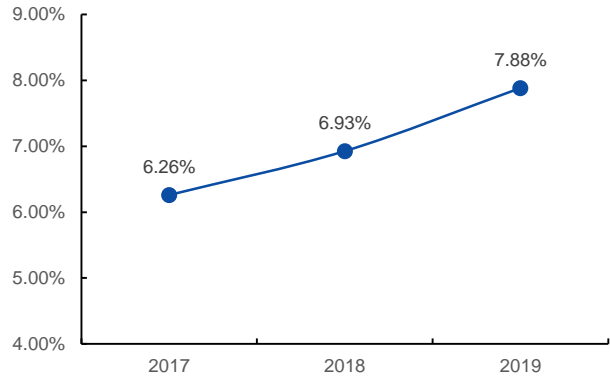
竞争格局上，头部玩家市占率逐年提升，行业集中度呈上升趋势，部分率先上市服务商开启行业整合。头部代运营商依靠优质过往业绩不断拓宽自有品牌矩阵，提升自身市占率。根据各家最新数据披露，宝尊电商、壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣合作品牌数量分别已达 250、40+、65、88 个。从 GMV 占比来看，2017、2018、2019 年宝尊的 GMV 分别为 191.12 亿元、294.26 亿元、444.10 亿元，市占率由 2017 年的 6.26% 上升至 2019 年的 7.88%。根据艾瑞和宝尊的数据，2019 年前五的服务 GMV 合计占比为 14.10%。同时，目前天猫平台认证的 1000+ 服务商中，超过 75% 的服务商服务店铺数在 10 家以下，随着头部服务商不断扩张、提升承接品牌/店铺数量，行业集中度有较大提升空间。另一方面，率先上市的头部运营商，借助资本开启行业整合，5 月壹网壹创以 3.62 亿元现金收购同为六星服务商的浙江上佰 51% 股权，助力网创在家电家具领域的拓展。

图 16: 主要代运营商承接品牌数量



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

图 17: 宝尊市占率变动

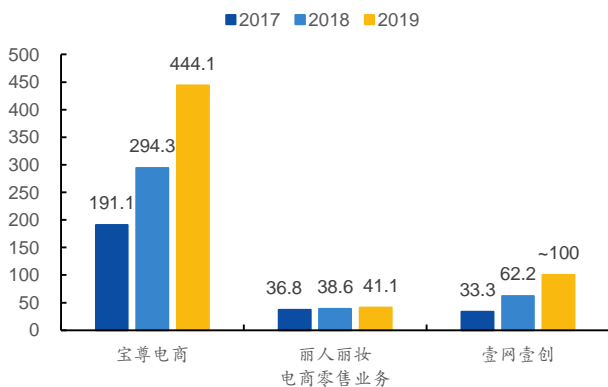


资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究中心

2.2 头部公司近三年营收维持高增长, 盈利能力保持稳定

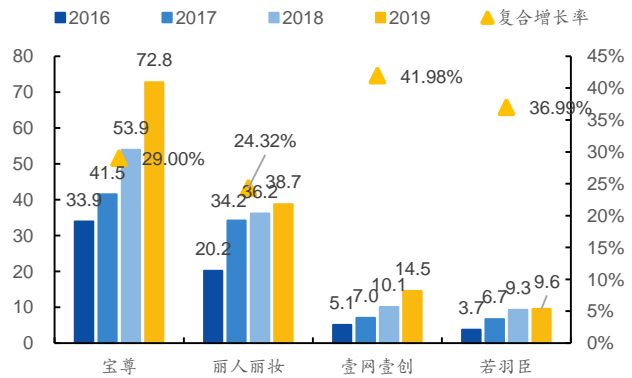
头部代运营商规模持续增长, 龙头宝尊规模领先。2019 年行业龙头宝尊电商 GMV/营业收入分别达到 444.10 亿/72.78 亿元, 在规模上遥遥领先, 2016-2019 年营业收入的复合增速达到 29.00%, 维持中高速增长。聚焦美妆个护品类的垂直领域龙头壹网壹创与丽人丽妆 2019 年分别实现收入 14.51 亿元与 38.7 亿元, 2016-2019 年复合增速分别达 41.98% 与 24.32%。聚焦母婴品类若羽臣 2019 年营业收入 9.59 亿元, 2016-2019 年复合增速 36.99%, 同样呈快速扩张态势。

图 18: 丽人丽妆、宝尊电商 GMV (亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 19: 2016-2019 代运营商营业收入变化 (亿元)



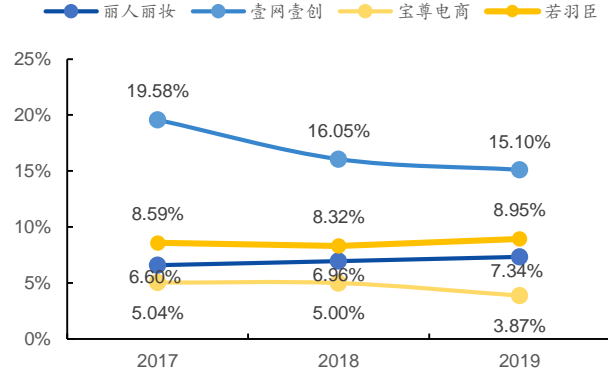
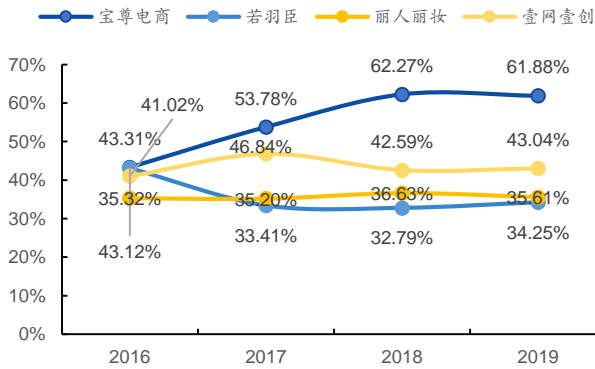
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

盈利能力: 头部代运营商毛利率与净利率相对稳定, 壹网壹创净利率水平最优。由于各公司经营模式占比不同, 毛利率差别较大, 经销模式下, 毛利率较低; 服务费模式下营业成本以人力成本为主, 通常毛利率超过 60%。宝尊电商 2017 年来有意识的提高轻资产服务费模式占比, 整体毛利率呈上升趋势, 2019 年至 61.88%。丽人丽妆服务费模式占比 95%+, 整体毛利率较低, 稳定在 35% 左右。壹网壹创自 2017 年开始承接爱茉莉公司相关品牌在唯品会平台的分销业务, 低毛利分销业务占比提升, 整体毛利率小幅下滑, 近两年维持在 43% 左右。若羽臣经销与分销业务占比较高, 整体毛利率水平较低, 维持在 33% 左右。净利率方面, 壹网壹创显著高于其他可比公

司，2019年净利率达15.10%；丽人丽妆与若羽臣以重资产的经销、分销模式为主，净利率分别在8%与7%左右；宝尊电商由于服务品类中利润率较低的3C数码产品、服装等占比较高，整体净利率较低，维持在5%左右。

图 20：2016-2019 头部代运营商整体毛利率比较

图 21：2017-2019 代运营商净利率水平



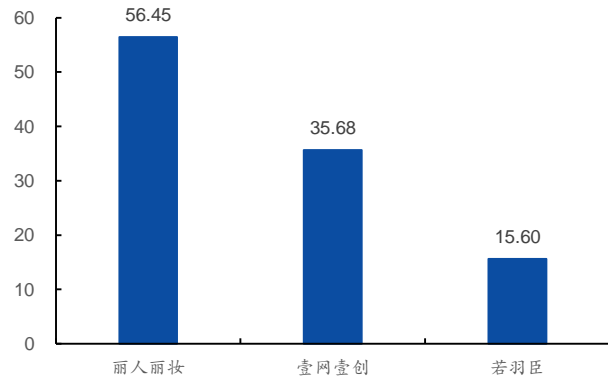
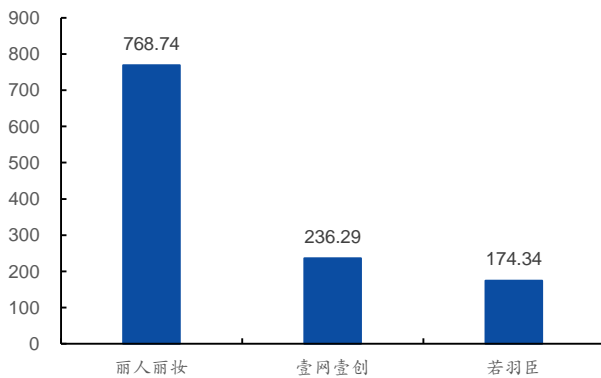
资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

运营效率：丽人丽妆最优，运营人员人均创收/人均净利润领跑行业。根据 2019 年各公司披露的员工数据（宝尊电商将运营人员与客服人员同算为前台人员，此处不具有可比性，因此未进行比较），丽人丽妆、壹网壹创、若羽臣分别有运营人员 504 人（取运营部门人数）、614 人（取销售人员数量）、550 人（取前台业务人员数量），对应人均创收分别为 769 万、236 万、174 万；人均净利润分别为 58 万、36 万、16 万元，丽人丽妆人均运营效显著较高。

图 22：2019 代运营商人均净利润（万元/人）

图 23：2019 代运营商人均创收（万元/人）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

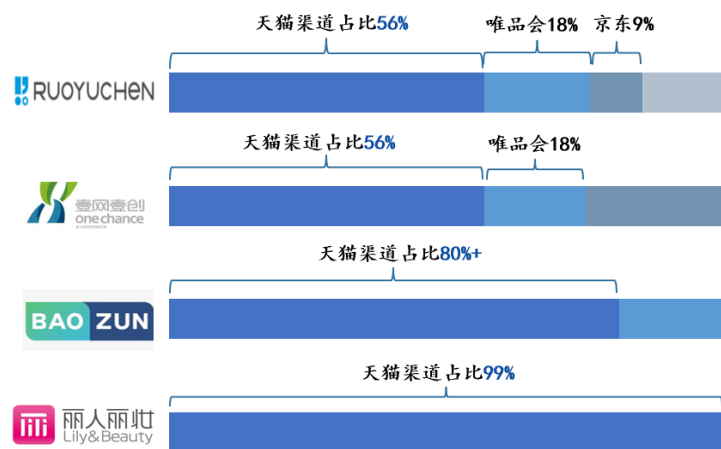
3、行业看点：横向拓平台，纵向渗透产业链上下游

我们认为电商服务行业未来看点主要集中在以下三个方向：1) 横向拓展，现有的电商代运营商主要集中于淘系，未来可以开拓以京东、拼多多为代表的电商平台，以及以抖音、快手为代表的内容电商平台；2) 纵向向上渗透品牌端，依托自身渠道运营能力与销售能力，孵化自有品牌；3) 纵向向下承接咨询公司、4A 公司、MCN 公司的职能，为品牌提供一站式、全链路服务。当前时点，壹网壹创上市近一年，丽人丽妆、若羽臣分别将在主板、中小板上市，宝尊电商也将于近期回港二次上市，同时优趣汇、凯淳电商等 TP 也已提交招股书，拟在港交所与创业板上市，资本化进程显著加快。未来在资本加持下，头部企业有望加速行业整合。

3.1 横向拓展平台，新兴社交电商、内容电商带来增量

2020 年起抖音、快手两大内容平台加强电商化布局，为品牌线上服务市场带来增量，传统 TP 有望通过新兴平台的拓展来拓宽业务边界。当前头部 TP 均以天猫为主战场，宝尊电商、壹网壹创、丽人丽妆的天猫平台收入占比分别达到约 80%、56%（部分收入以服务费模式记录，未分摊至相应平台）、99%，其他平台也多集中在京东、唯品会等传统 B2C 平台，在新兴社交电商、私域电商、内容电商的布局有限。

图 24：头部代运营商分渠道占比

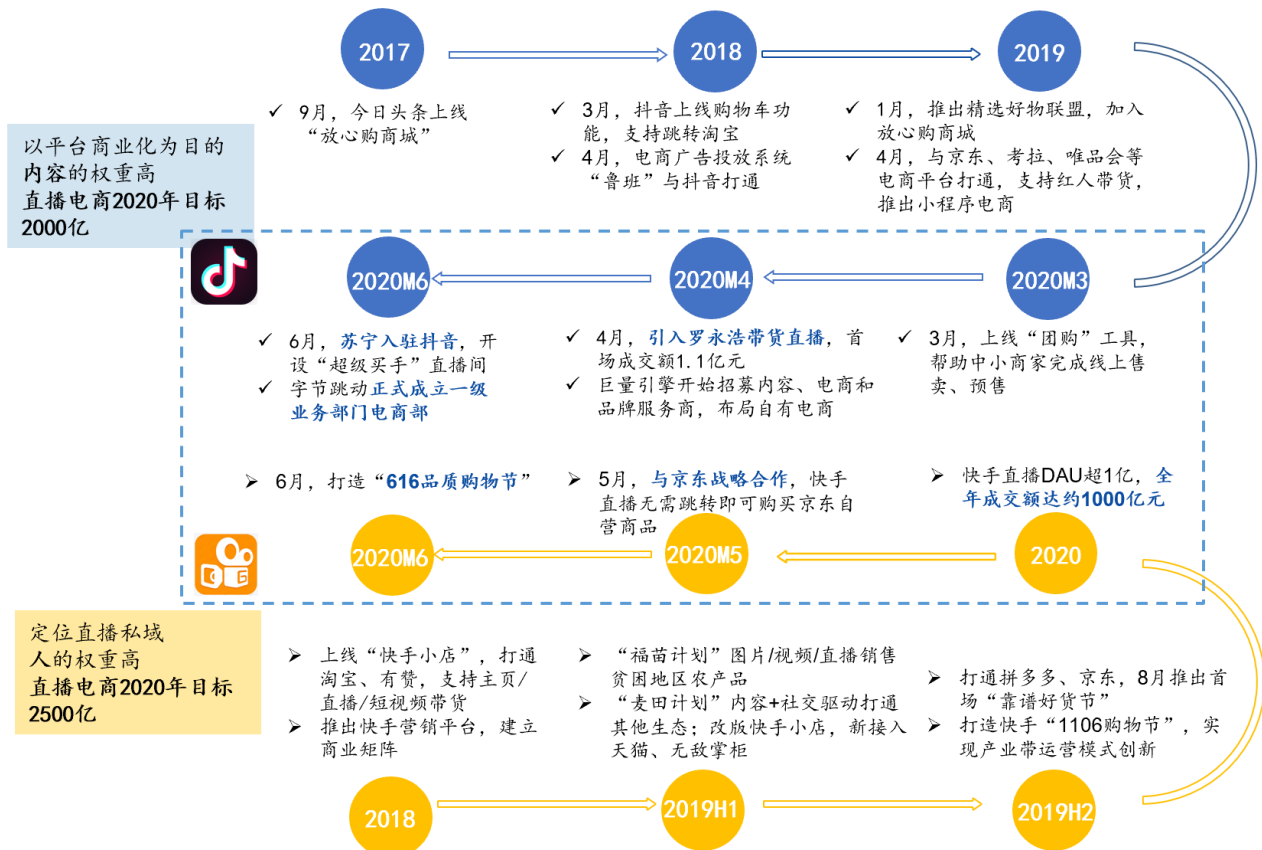


资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

2020 年起，疫情加速线上化趋势，直播电商与私域电商成为新风口，抖音、快手两大内容平台加快电商化布局，同时以微信小程序为代表的私域电商体系也崭露头角。抖音平台于 4 月初引入罗永浩直播带货高调进军电商领域，6 月上线抖音小店作为抖音卖家的基础设施，同时字节跳动正式成立一级业务部门“电商部”，将电商业务上升至战略级别。此后抖音直播再出新规，自 10 月 9 日起，第三方来源（如淘宝联盟）的商品将不再支持进入直播间购物车，加速打造自有电商闭环。快手平台 2018 年即上线快手小店，支持直播/短视频带货，2020 年 5 月与京东达成战略合作，补足供应链短板，快手直播无需跳转即可购买京东自营商品，同时享受京东的物流与服务。

这一过程中诞生出一系列内容平台的服务运营商，例如值得买旗下的星罗平台成为华熙生物在抖音平台的服务商，帮助华熙规划每个月在内容平台的投放达人合作计划、协助对接达人及直播合作，并提供售前、售中和售后服务；微盟旗下的红人电商服务平台盟眺成为首批快手品牌生态服务商，帮助新品牌官方入驻快手平台，为品牌提供账户运营、内容制作、广告投放、网红合作分销等在内的服务，并且面向品牌账号提供短视频、直播等培训，赋能品牌“短视频+直播电商”营销。

图 25：抖音、快手电商化发展历程



资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

现有 TP 向新型电商拓展难度较低，同时有望催生出对新生态零售理解透彻的综合电商平台服务商。在各电商平台与内容平台中，淘系的算法、投放系统逻辑复杂度处于高水平，相应代运营商的能力也较高，因此深谙淘系玩法与规则的头部 TP，在其他新兴平台同样可能复制类似打法。同时，新生态零售背景下更加注重利用数据、科技、场景、体验、社群等新的概念和玩法满足消费者的需求，头部 TP 在数据、技术等方面均有深厚积累，同时对零售本质与“人货场”的理解具备一定经验，在向新平台的拓展中具备资源与经验优势。

3.2 向上游拓展，孵化自有品牌

近几年崛起的互联网品牌创始人多有电商运营背景，自有品牌孵化有望成为代运营公司的第二成长曲线。以完美日记、花西子、橘朵为代表的一众新锐国产化妆品品牌在近几年迅速崛起，这些具有互联网基因的品牌只用了2-3年，就走完了传统品牌5-10年甚至更长时间才能走完的销售额增长和公司价值增长之路，2019年双11期间，完美日记与花西子均跻身天猫双11彩妆TOP10，完美日记更是超过一众国际品牌位居榜首。这类新锐品牌的创始团队的共通之处是，多具备丰富的电商运营经验，例如，完美日记创始人黄锦峰曾在淘品牌御泥坊担任COO（首席运营官）、花西子创始人花满天曾在壹网壹创担任百雀羚的运营总监、橘朵创始人郑自跃曾在老牌电商品牌稚优泉担任操盘手，电商运营能力已成为新锐国货品牌的核心竞争力之一。代运营公司凭借多年与国内外知名品牌的合作已具备出色的运营、营销能力，擅长利用淘系数据分析工具进行市场洞察与目标消费者触达，为自有新品牌孵化打下了坚实的基础。

表 7：国产新锐品牌创始团队背景总结

品牌	创始团队及背景	创立时间	营销红利	明星单品	2020H1 淘系销售额
完美日记	创始人黄锦峰为御泥坊前 COO	2016 年	小红书	动物眼影	12 亿+
花西子	创始人花满天为百雀羚旗舰店前运营总监	2017 年	直播、抖音	蚕丝蜜粉	10 亿+
橘朵	创始人郑自跃曾在稚优泉担任过操盘手，任职高管	2016 年	小红书	单色腮红	3 亿+
半亩花田	创始人亓金亮具备多年电商从业经验	2010 年	抖音	猫爪手膜	6 亿+
color key	创始人李琴娅原为卡姿兰集团副总经理兼市场总监，市场总监谭征嵩为前 MCN 机构快美商业化总监	2018 年	小红书、抖音	空气唇釉	4 亿+
WIS	创始人黎文详为软件工程专业出身	2011 年	微博	玻尿酸极润面膜	4 亿+

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

代运营公司品牌孵化能力已崭露头角，多个代运营商曾助力小众国际品牌完成中国市场 0-1 的突破。以丽人丽妆、杭州高浪、御家汇等为代表的具备代运营能力的公司，均在自有品牌/辅助国际小众品牌孵化上有所尝试，且小有成就。例如，丽人丽妆于 2014 年就创立了自有品牌，主打“萌”美妆工具的 momoup，曾进驻天猫、屈臣氏等主流渠道；2018 年丽人丽妆获得美国老牌护肤品牌奥伦纳素的代运营权，协助品牌开拓中国市场，通过帮助品牌构造“小红书 KOL 种草+红人微电影宣传+直播间承接”营销闭环，助力品牌体量从 2018 年的 1000-2000 万，上升至 2019 年 1.4 亿，截至 2020 年上半年品牌销售额已经达到约 1.5 亿。同时，御家汇也通过品牌代运营的方式，推动法国贵妇品牌伊菲丹爆发式增长，自 2019 年下半年承接业务后伊菲丹实现了半年销售额约 7000 万的成绩。此外，杭州高浪定位品牌管理专家，帮助进口小众护肤品牌实现中国市场口碑与销量从 0-1 的构建与增长，先后成功孵化出韩国面膜品牌 SNP、西班牙药妆品牌 sesderma 以及 bblab 等。

表 8：代运营孵化代表品牌

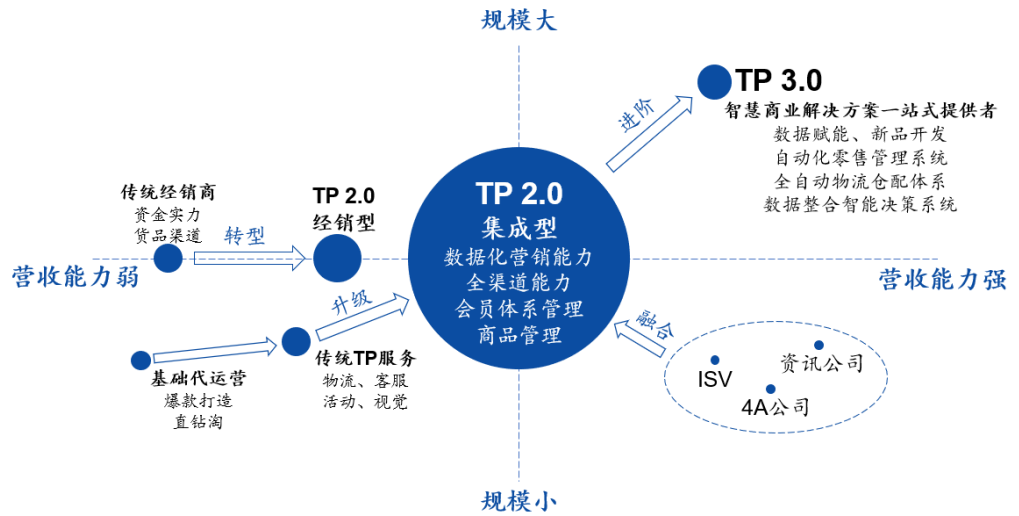
品牌图示	品牌名称	代运营商	成长轨迹
	奥伦纳素	丽人丽妆	2020年3月丽人丽妆开始代运营奥伦纳素，品牌体量从2018年的1000-2000万上升至2019年1.4亿，截至2020年上半年品牌销售额已经达到约1.5亿；2020年5月25日天猫618预售首日，天猫奥伦纳素爆品冰白面膜成交增长1346%，品牌整体增长146%，涂抹面膜行业第二，眼膜行业第一。
	伊菲丹	御家汇	2019年7月御家汇开始承接伊菲丹，2019年下半年起品牌开始爆发式增长，半年销售额超7000万；2020年6月伊菲丹旗舰店月度销售额超1700万元，其中明星产品超级面膜JOUR（1600元/50ml）月销4000+，焕颜修护礼盒（1800元/超级面膜50ml+精华面膜30ml）月销6000+。
	SNP	杭州高浪	2014年高浪开始运营SNP，不到两年助力SNP成为进口美妆面部护肤TOP3品牌；2017年初助推SNP完成韩国本土IPO，618销售额超300万元；2019年12月单月销售额超1亿元，位列天猫护肤TOP10。
	sesderma	杭州高浪	2017年6月高浪引入sesderma，成功打造焕白身体乳、白藜芦醇精华等爆品，仅用半年便突破亿元销售大关；2018年进入天猫国际美妆双十一进口消费榜TOP10；2019年8月爆品白藜芦醇精华在天猫海外旗舰店总销量15万+；2019年双十一天猫品牌销售额约达900万元。
	bblab	杭州高浪	2017年高浪引入Bblab，打造爆品复活草面膜，迅速成为天猫国际涂抹式面膜No.1；2017年618销售额超54万元；2019年11月复活草面膜天猫总销量28万+，品牌销售额近4500万元，年销售额过亿；2020年3月品牌销售额再创新高，超5000万元。

资料来源：国元证券研究中心

3.3 向下游拓展，为品牌提供咨询、广告、MCN等全链路服务

代运营商从传统劳动力密集的“服务外包商”，逐渐融合ISV、咨询公司、4A公司等业务能力，向更具价值创造性的“品牌综合服务商”转型，未来有望拓展至更多营销类职能。根据天猫品牌电商服务商能力矩阵图，早期代运营商更偏线上经销商或传统人力堆积型服务商，负责的业务相对单一，对品牌的影响力较小。随行业的发展，大部分头部代运营公司拓展自身能力矩阵，向TP2.0升级，成为具备整合营销能力、全渠道能力、会员体系管理能力的集成型运营商。近年来，头部TP凭借多年积淀的对品牌、消费者的深入了解、丰富的数据积累、以及运营服务过程中的技术积累，逐渐融合ISV（独立软件开发商）、4A公司、咨询公司、MCN机构等多种类型的业务，成长为可帮品牌提供从“业务咨询”到“销售落地”的一站式商业解决方案的综合服务商。

图 26：品牌电商服务能力发展矩阵



资料来源：壹网壹创，国元证券研究中心

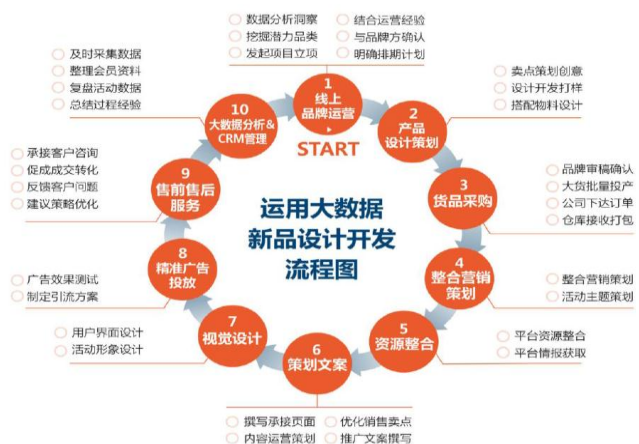
头部 TP 均广泛拓展业务矩阵，兼具电商能力、营销能力、技术能力的品牌综合服务商。例如，宝尊电商目前的服务涵盖店铺运营、数字营销、客户服务、供应链物流、IT 技术服务等全流程，其中数字营销服务包含电商策略制定、媒体投放、内容营销、创意制作、CRM、大数据营销等，具备媲美 4A 公司、创意公司、以及新兴 MCN 公司的能力；壹网壹创也为品牌提供品牌定位咨询、产品策略、新品开发、整合营销、礼盒定制等多项延伸服务，创意设计与营销策划能力业内领先。此外，杭州高浪已成功从一家从事海外品牌代理、线上经销商、代运营的公司，转型为海外小众品牌孵化平台、品牌资产管理公司，不仅负责品牌的终端销售，同时还承接品牌的营销策划，兼具电商公司和 4A 公司的双重属性。

图 27：宝尊电商提供的整合电商服务



资料来源：宝尊电商官网，国元证券研究中心

图 28：壹网壹创运用大数据新品设计开发流程图



资料来源：壹网壹创招股说明书，国元证券研究中心

3.4 行业资本化加速，资本加成有望助力行业整合

行业迎来资本化黄金时代，2020 年头部公司上市进程加速。自 2019 年壹网壹创成功登陆 A 股创业板后，头部公司上市进程加速，2020 年 6 月丽人丽妆与若羽臣相继过会，预计将于 9 月底分别登陆上交所主板与深交所中小板；同时优趣汇在港交所提交上市招股书；7 月凯淳股份 IPO 审核状态更新（“已问询”），拟于创业板上市；9 月宝尊电商公告拟回港二次上市。

表 9：头部代运营商二级市场资本化状况

代运营商	成立时间	TP 星级	主要合作品类	主要合作品牌	资本化状况
宝尊电商	2007	6	服饰、3C、食品	耐克、zara、微软	2015 年纳斯达克上市，2020 年拟在港股二次上市
壹网壹创	2012	6	美妆、个护、潮玩、食品	百雀羚、宝洁、OLAY、雅顿、泡泡马特、盐津铺子	2019 年 11 月创业板上市
丽人丽妆	2007	6	美妆、个护	雪花秀、后、兰芝、雅漾	2020 年 9 月将于上交所主板上市
若羽臣	2011	5	母婴、食品、小家电	美赞臣、合生元、善存、swisse、美迪惠尔	2020 年 9 月将于深交所中小板上市
优趣汇	2010	5	美妆、个护、健康产品、母婴	尤妮佳、苏菲、小林制药	2020 年 6 月提交招股书，拟港交所上市
凯淳股份	2008	5	日化、美妆、轻奢饰品、食品	施华洛世奇、卡诗、帕尔马之水、馥蕾诗、联合利华	2020 年 7 月提交招股书，拟创业板上市
杭州悠可	2012	5	美妆	雅诗兰黛、倩碧、SK-II	2017 年 3 月被青岛金王全资收购，后 2019 年 4 月被中信资本收购

资料来源：公司公告，国元证券研究中心（加粗字体为头部公司 2020 年资本化状态）

一级市场头部玩家持续获得融资，上佰电商与壹网壹创完成并购或开启行业整合。2019 年来，一级市场头部代运营公司持续获得资本青睐，2019 年 12 月，专注于时尚垂直领域、国际领先的全域服务商百秋电商完成 4.94 亿元战略投资融资，投资方为峰尚资本、红杉资本中国、智诚海威；2020 年 5 月，专注于食品、母婴品类的阿里系代运营商乐其电商完成 B+轮融资，投资方为 CMC 资本（华人文化产业投资基金）；2020 年 3 月、7 月，多元生态服务商碧橙电商完成两次股权融资，投资方包括彬复资本、兴富资本等，8 月启动创业板上市辅导；此外，2020 年 5 月壹网壹创以 3.62 亿人民币对价收购浙江上佰电商，开启行业整合。未来代运营行业在资本加成下，有望加速整合，头部公司有望实现强者恒强。

表 10：头部代运营商资本化状况（一级市场）

代运营商	成立时间	TP 星级	主要合作品类	主要合作品牌	资本化状况
乐其电商	2009	5	母婴、美妆个护、食品保健品	卡夫、雀巢、芭比波朗、悦木之源	2020 年 5 月 B+ 轮，CMC 资本为单一最大股东
上佰电商	2011	6	家具家电	小天鹅、美的、松下、联想	2020 年 5 月被壹网壹创收购 51% 股权
百秋电商	2011	6	鞋服、国际时尚	MCM、swatch、New Balance	2019 年 12 月获 4.94 亿元战略投资融资，投资方为峰尚资本、红杉资本中国、智诚海威
杭州高浪	2012	4	美妆、个护	SNP、sesderma、BbLABORATORIES	2019 年 11 月完成数千万美元 B 轮融资，投资方为 C 资本（C Ventures），
碧橙电商	2013	6	消费电子、母婴、美妆、保健	索尼、西门子、HACCI、妮飘	2020 年 3 月与 7 月，完成股权融资，投资方包括彬复资本、兴富资本等，8 月启动创业板上市辅导
ecMAX 极易电商	2015	AAA（京东最高级）	商超、3C、美妆个护、食品保健、家居	沃尔玛、佳能、香蕉船、故宫文创	2020 年准备报纳斯达克（红筹架构）上市，京东科技为第二大股东

资料来源：华映资本，国元证券研究中心（加粗字体为头部公司 2020 年资本化状态）

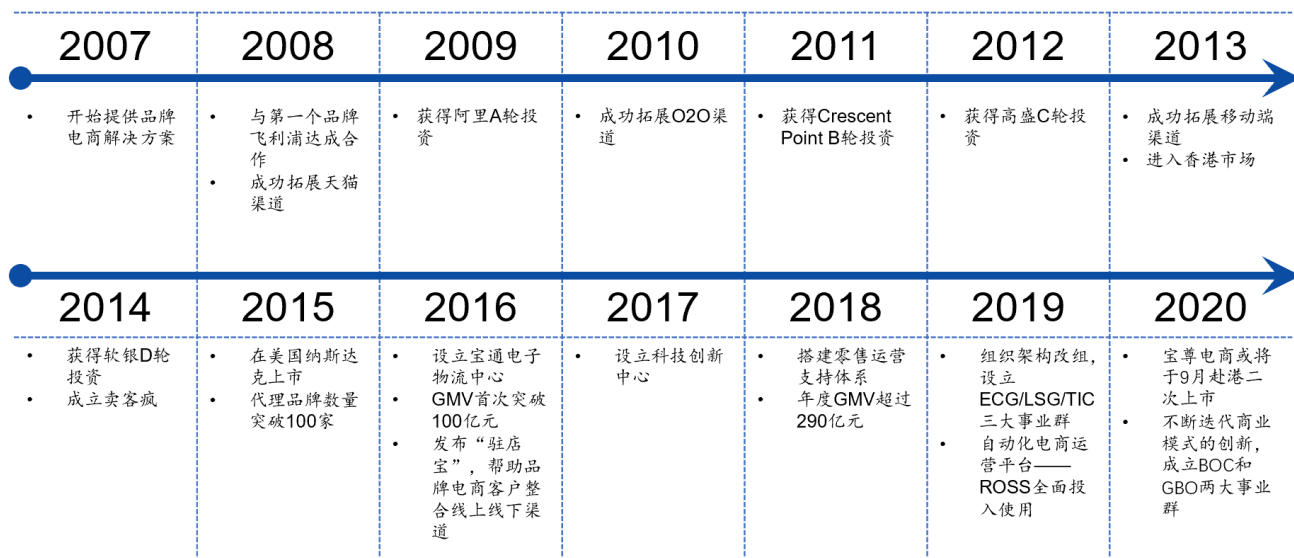
4、投资建议及相关公司

电商服务行业预计在未来 3-5 年持续高速增长，头部公司凭借其多年的经验、数据积累，已具备了较成熟的组织架构与运营方法论，并构造了相对丰富的品牌矩阵，有望充分享受行业增长红利。当前时点，壹网壹创上市近一年，宝尊电商将于近期回港二次上市，丽人丽妆、若羽臣有望于 9 月底分别在主板、中小板上市，此外优趣汇、凯淳电商等 TP 也已提交招股书，拟分别在港交所与创业板上市，同时 2020 年 5 月壹网壹创成功收购六星运营商上佰电商，开启行业整合步伐。未来在二级市场的资本加持下，头部企业有望加速行业整合，行业集中度有望提升。建议关注全品类代运营龙头宝尊电商，积极拓品类的美妆垂直类头部代运营壹网壹创，以及即将上市的美妆头部代运营丽人丽妆、母婴头部代运营若羽臣。

4.1 宝尊电商：行业龙头，技术、仓储物流业内领先

宝尊电商是国内品牌电商服务商领军者，覆盖多个主流品类。宝尊电商 2006 年在上海成立，2015 年成功在美国纳斯达克上市。公司自成立以来就专注提供以品牌电子商务为核心的一站式商业解决方案，涉及店铺运营、数字营销、IT 解决方案、仓储配送、客户服务等 5 大职能。截至 2020Q2 末，宝尊合作品牌数量已经达到 250 个，覆盖服饰（约 40%）、3C 数码（约 25%）、家电、食品/保健、美妆快消、家居建材、互联网金融和汽车等多个垂直品类，2019 年全年成交额达 444.1 亿元，龙头地位稳固。

图 29：宝尊电商发展历程



资料来源：宝尊电商官网，国元证券研究中心

公司持续扩大品牌承接范围，营收保持高速增长，净利润受非经常因素影响增速趋缓。2017-2019 年，公司营业收入分别为 41.49/53.93/72.78 亿元，同比增速达到 +22.37%/+29.99%/+34.96%，维持中高速增长。公司 2015 年起开始实现盈利转正，2017-2019 年归母净利润分别达到 2.09/2.70/2.81 亿元，同比增速 +141.09%/+29.13%/+4.30%，2019 年主要由于仓库火灾导致其他经营损失 4550 万元，增速有

所放缓，剔除火灾损失影响，全年净利润同比增长约 21%。2020 年上半年，公司营收为 36.73 亿元，同比增长 22.89%，净利润为 1.22 亿元，同比增长 20.72%，维持稳健增长势头。

图 30：宝尊电商营业收入（亿元）及增速

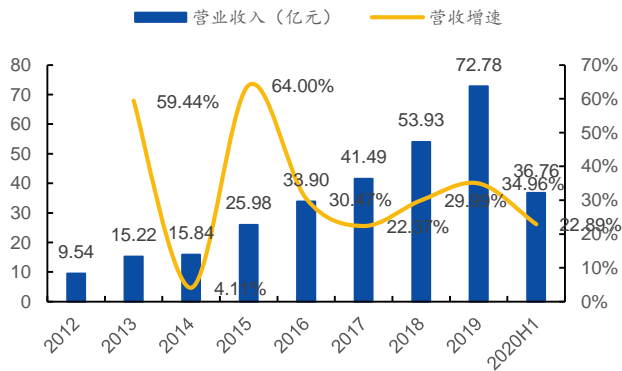
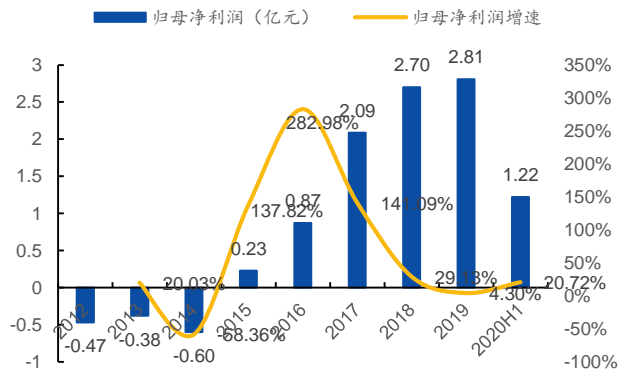


图 31：宝尊电商归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

收入结构上，近几年公司有意向轻运营的非经销模式转型，产品销售 (Product Sales) 收入占比逐渐下降至 47%，服务费 (Services) 收入占比提升至 53%。2019 年公司 GMV/营业收入分别为 444.10 亿元/72.78 亿元，其中非经销模式 GMV 为 405.61 亿元，占比高达 91.3%，对应服务收入 38.56 亿元，占比 52.98%。

表 11：宝尊电商收入拆分（亿元）

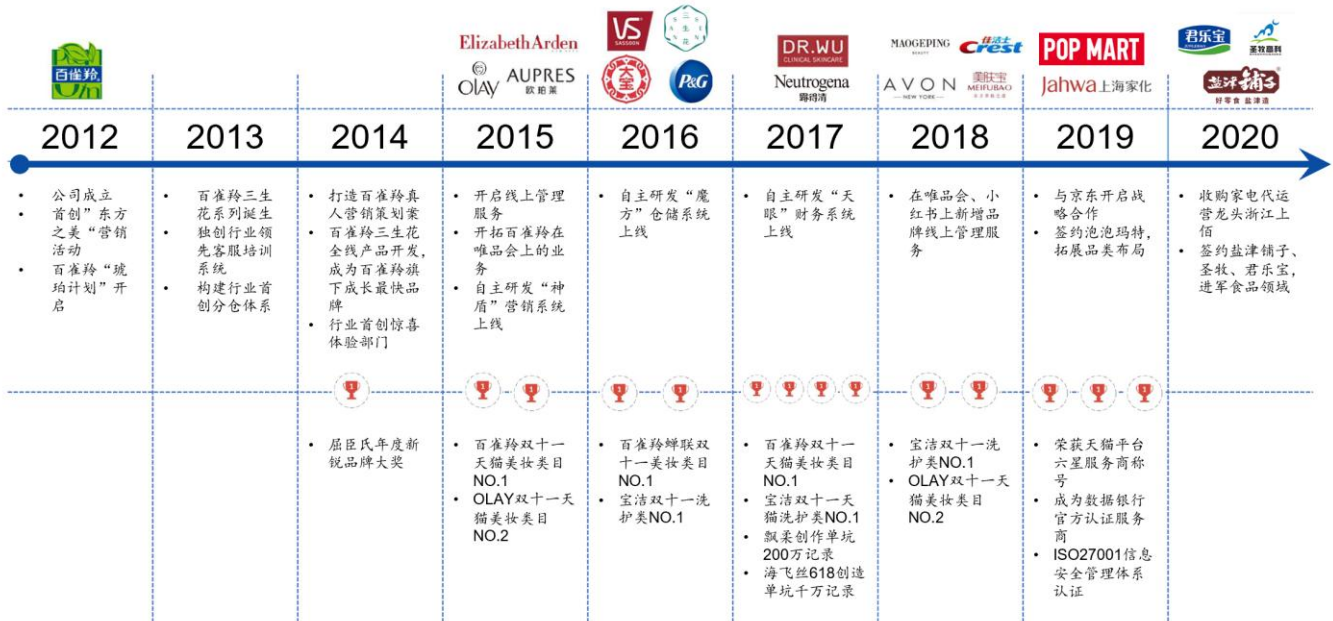
业务模式	公司定义	2017		2018		2019		主要服务品牌
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	
纯经销+分销	Product Sales	22.58	54.4%	25.17	46.7%	34.22	47.0%	NIKE、美菱、飞利浦、华为、微软、zara、GUESS、德国马牌
代运营	Services	18.91	45.6%	28.76	53.5%	38.56	53.0%	
合计		41.49	100%	53.93	100%	72.78	100%	-

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

4.2 壹网壹创：美妆头部 TP，上市开启品类拓展

壹网壹创是国内领先的垂直型、一站式电子商务服务运营商，专注美妆、个护等快消品类，上市后发力品牌、品类拓展。公司 2012 年成立于杭州，以向百雀羚提供线上营销服务起家，2015 年、2016 年、2017 年，公司服务品牌百雀羚旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目的第一名。出色的销售业绩、优秀的运营能力为公司在业内积累了良好的口碑与声誉。目前，公司与百雀羚、三生花、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、OLAY、DR.WU、沙宣、佳洁士等多个品牌达成稳定合作关系。2020H1 公司继续拓展丸美等知名美妆品牌，同时签约泡泡玛特切入玩具领域，签约圣牧、君乐宝、盐津铺子等品牌切入食品领域。期内完成对天猫六星级 TP 上佰电商 51% 股权的收购，横扩家电新赛道，同时新增京东、拼多多、苏宁易购、贝店等电商平台布局，扩品牌、扩品类、拓平台等战略均快速落地。

图 32：壹网壹创发展历程

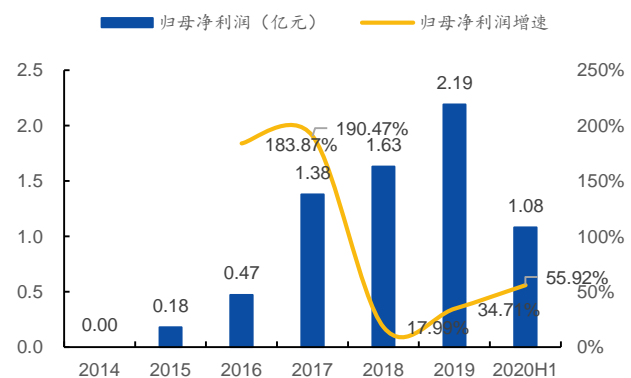
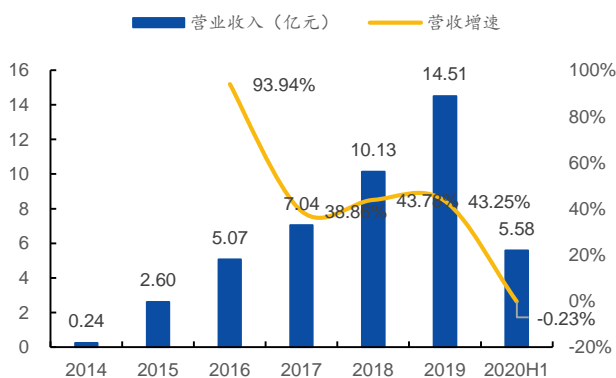


资料来源：壹网壹创官网，国元证券研究中心

2020H1 公司业绩加速增长，业务结构调整导致收入有所波动。2017-2019 年，公司营业收入分别为 7.04/10.13/14.51 亿元，同比增速 38.86%/43.78%/43.25%；归母净利润分别为 1.38/1.63/2.19 亿元，同比增速 190.47%/17.99%/34.71%，均维持双位数的高速增长。2020H1 公司实现营业收入 5.58 亿元，同比下降 0.23%，主要系品牌线上营销业务结束与露得清品牌合作及疫情影响；实现归母净利润 1.08 亿元，同比上升 55.92%，呈加速增长态势。

图 33：壹网壹创营业收入（亿元）及增速

图 34：壹网壹创归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

收入结构上，重资产的品牌线上营销服务占比逐渐下降，逐步转型至以轻资产运营为主。2019 年公司主营业务收入 14.51 亿元，其中品牌线上营销服务收入占比 56.41%，品牌线上管理服务占比 22.83%，线上分销业务占比 20.35%，内容服务占比 0.41%。

2020 年公司纯经销模式的合作品牌持续减少，一方面露得清结束合作、另一方面三生花与百雀羚分别于 2020 年初与 2020 年 10 月转为代运营模式，同时新承接的品牌以线上管理服务为主，逐渐转型为轻模式电商运营服务公司。

表 12: 壹网壹创收入拆分 (亿元)

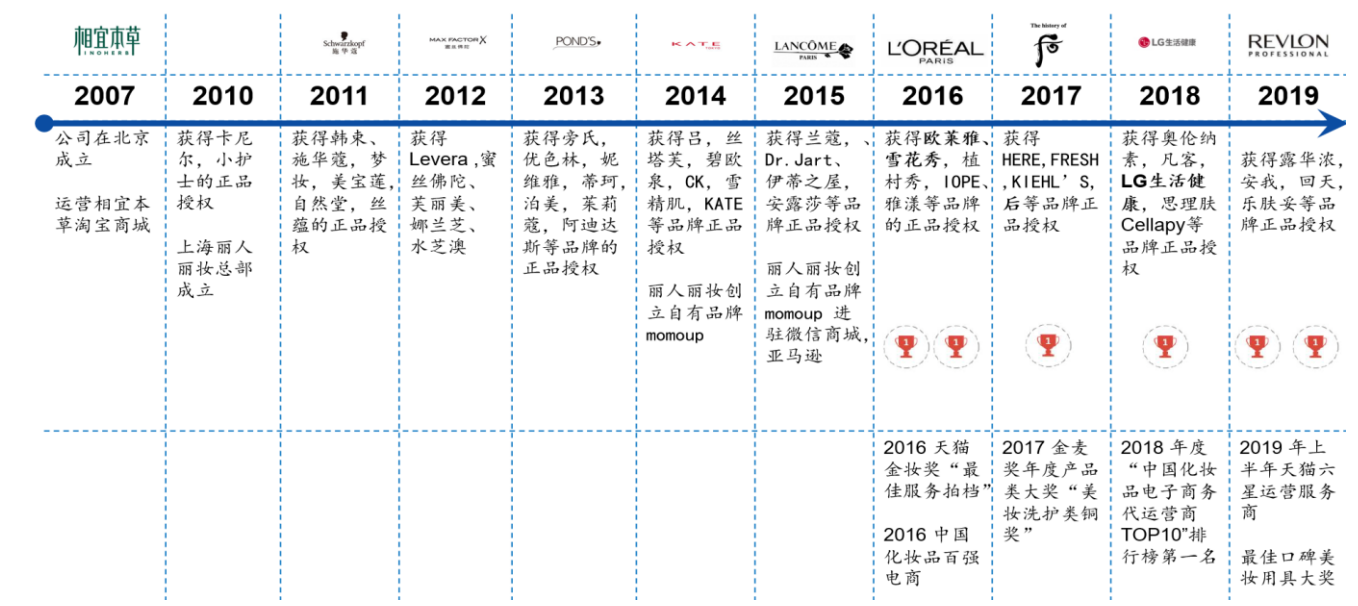
业务模式	公司定义	2017		2018		2019		主要服务品牌
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	
纯经销	品牌线上服务营销服务	4.95	70.2%	6.25	61.7%	8.18	56.4%	百雀羚 (2020 年 10 月转为代运营)、三生花 (2020 转为代运营)、露得清 (2020 年结束合作)
代运营	品牌线上服务管理	1.99	28.2%	2.29	22.6%	3.31	22.8%	OLAY、宝洁 (沙宣、吉列、黑人、佳洁士等)、欧珀莱、雅顿、毛戈平、美肤宝、佰草集、丸美等
分销	线上分销	0.11	1.5%	1.51	15.0%	2.95	20.4%	爱茉莉太平洋旗下品牌 (雪花秀、梦妆、兰芝、吕、赫妍、艾诺碧等)、雅顿
内容服务	内容服务			0.08	0.8%	0.06	0.4%	美肤宝、安视优、大宝、毛戈平、百雀羚、韩后等
合计		7.04	100%	10.13	100%	14.51	100%	-

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

4.3 丽人丽妆: 美妆头部 TP, 重经销模式, 爆品打造能力突出

丽人丽妆是国内领先的垂直型化妆品线上零售服务商。公司创立于 2007 年, 最早以运营相宜本草淘宝商城运营起家, 2011 年起开始陆续接入欧美及日系国际品牌的天猫旗舰店零售及运营业务, 目前与佳丽宝、爱茉莉太平洋、汉高等国际知名化妆品集团授权合作, 获得包括后、雪花秀、兰芝、施华蔻、奥伦纳素等六十多个全球知名品牌在中国的线上代运营权。

图 35: 丽人丽妆发展历程



资料来源: 丽人丽妆官网, 国元证券研究中心

公司营收与利润整体呈良性增长态势, 2018、19 年由于与欧莱雅集团旗下品牌结束

合作导致增速有所放缓。2017-2019年，公司营业收入分别为34.20/36.15/38.74亿元，同比增速69.67%/5.69%/7.18%；归母净利润分别为2.27/2.52/2.86亿元，同比增速180.17%/11.04%/13.36%。2018、19年增速放缓主要系公司原头部客户欧莱雅集团旗下欧莱雅、兰蔻、美宝莲等品牌陆续由代运营转为自营所致，公司通过积极承接新品牌补足大品牌流失带来的影响，仍维持收入及利润的稳定增长。2020年上半年，公司实现营业收入18.05亿元，同比增长8.88%；实现归母净利润1.50亿元，同比下滑0.64%；扣非后归母净利润1.24亿元，同比增长39.54%。

图 36：丽人丽妆营业收入（亿元）及增速

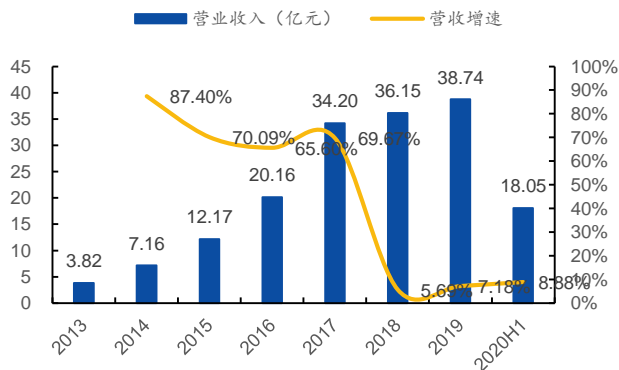
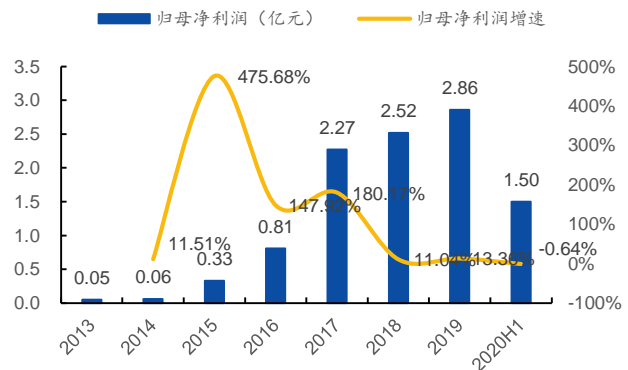


图 37：丽人丽妆归母净利润（亿元）及增速



资料来源：国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

收入结构上，丽人丽妆侧重于以重资产的电商零售承接业务，2019年这一模式占比95.50%。2019年公司营业收入38.74亿元，其中电商零售业务收入占比95.50%，品牌营销运营服务占比3.39%，其他（分销与寄售业务等）占比1.11%。2019年电商零售前十客户分别为雪花秀、芙丽芳丝、美宝莲（2019年下半年结束合作）、兰芝、汉高（施华蔻、丝蕴等品牌）、雅漾、希思黎、凡士林、相宜本草、奥伦纳素。品牌运营服务主要品牌为后、KATE、菲诗小铺、珂莱欧等。

表 13：丽人丽妆收入拆分（亿元）

业务模式	公司定义	2017		2018		2019		主要服务品牌
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	
纯经销+分销	电商零售业务	31.54	92.21%	33.46	92.55%	37.00	95.50%	雅漾、芙丽芳丝、兰芝、雪花秀
代运营	品牌营销运营业务	1.68	4.92%	2.30	6.35%	1.32	3.39%	后、佑天兰、珂莱欧、凯朵
其他业务	其他业务	0.99	2.87%	0.40	1.09%	0.43	1.11%	凡士林、旁氏
合计		34.20	100%	36.15	100%	38.74	100%	-

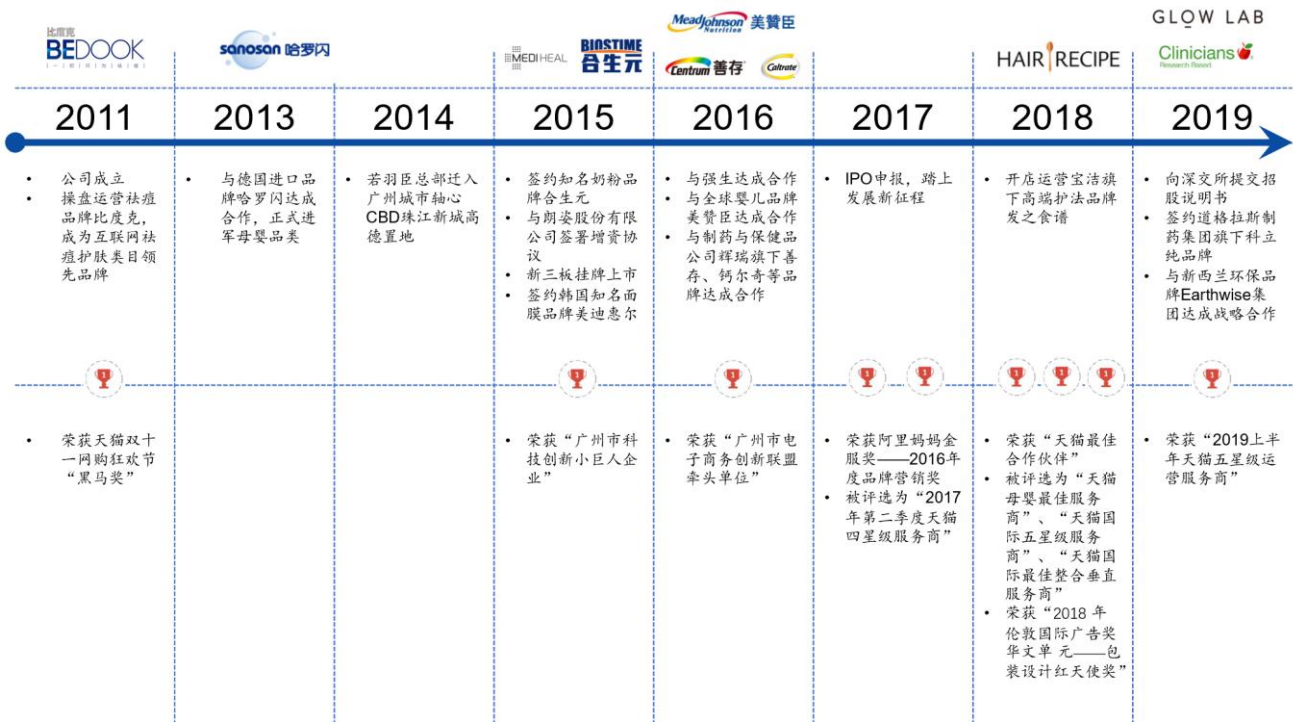
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

4.4 若羽臣：母婴垂直领域构建核心优势

若羽臣是国内优质的快消品品牌电子商务综合服务商，覆盖母婴、美妆、个护三大品类。公司成立于2011年，同年操盘运营祛痘品牌比度克，成为互联网祛痘护肤类目领先品牌，2013年与德国进口品牌哈罗闪达成合作，进军母婴品类，逐步在母婴垂直领域建立核心优势，后向美妆、个护、保健品、食品等类目拓展。截至2019年末，若羽臣服务于美赞臣、帮宝适、合生元、swisse、善存、尤妮佳等88个品牌，形成

横跨亚洲、欧洲、北美洲、大洋洲等全球多地的优质生活快消类品牌矩阵。

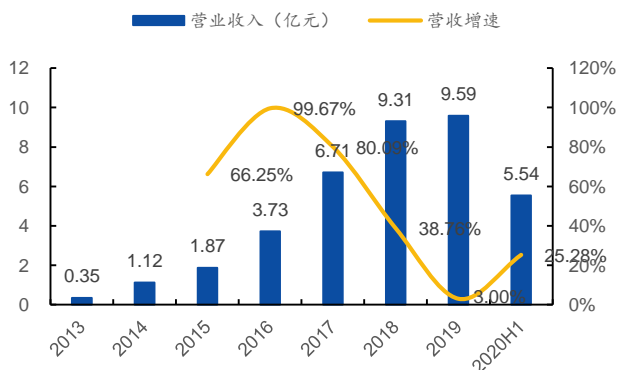
图 38：若羽臣发展历程



资料来源：若羽臣官网，国元证券研究中心

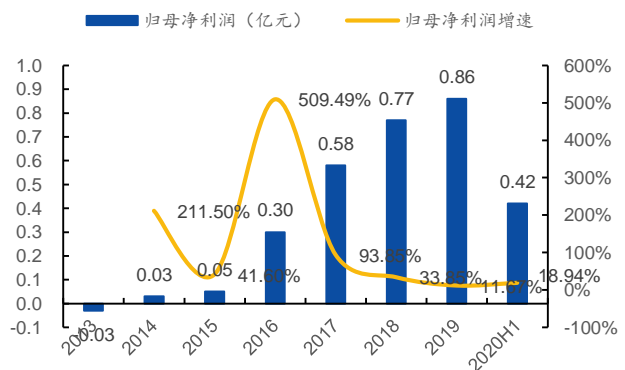
2019 年公司营业收入和净利润放缓，主要由调整品牌矩阵所致。2017-2019 年，公司营业收入分别为 6.71/9.31/9.59 亿元，同比增速 80.09%/38.76%/3.00%；归母净利润分别为 0.58/0.86/0.42 亿元，同比增速 93.85%/33.85%/11.67%，2019 年公司调整优化品牌矩阵，淘汰部分低效品牌，同时积极拓展优质新品牌。2020H1 公司实现营业收入 5.54 亿元，同比增长 25.28%，增速明显反弹；实现归母净利润 0.42 亿元，同比上升 18.94%

图 39：若羽臣营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 40：若羽臣营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，国元证券研究中心

收入结构上，若羽臣以重资产的经销与分销模式为主。2019 年公司主营业务收入 9.59 亿元，纯经销、分销模式占比分别达到 36.84% 与 44.01%，线上代运营服务费业务收入占比 12.48%，品牌策划业务收入占比 6.68%。品牌方面，公司以国际品牌合作为主，2019 年收入占比 91.84%，前十大国际品牌客户分别为美赞成、美迪惠尔、MOONY、红印、妈咪宝贝、苏菲、哈罗闪、善存、科立纯、钙尔奇。

表 14：若羽臣收入拆分（亿元）

业务模式	公司定义	2017		2018		2019		主要服务品牌
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	
纯经销	线上代运营零售	3.26	48.59%	3.79	40.71%	3.53	36.84%	科立纯、善存、新谷酵素、美赞成、钙尔奇、红印、哈罗闪等
分销	渠道分销	2.41	35.86%	3.78	40.57%	4.22	44.01%	美迪惠尔、SanitaU-Za、贝博士
代运营	线上代运营服务	0.71	10.53%	0.95	10.21%	1.20	12.48%	美迪惠尔、绅士、康贝、美赞成
内容服务	品牌策划服务	0.34	5.02%	0.79	8.51%	0.64	6.68%	花王、海飞丝、美赞成、飘柔
	合计	6.71	100%	9.31	100%	9.59	100%	-

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

5、风险提示

行业增速趋缓、竞争加剧，头部品牌收回代运营权风险。

投资评级说明

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

分析师声明

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

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

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

免责声明

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

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

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