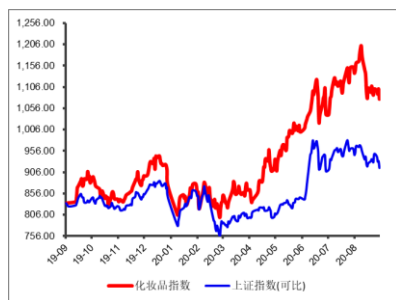


若羽臣 (003010) / 化妆品
母婴美妆五星 TP，受益品类线上化
评级：买入(首次)
分析师：邓欣
执业证书编号：S0740518070004
Email: dengxin@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	121.70
流通股本(百万股)	30.43
市价(元)	42.67
市值(百万元)	5192.93
流通市值(百万元)	1298.45

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《爱美客：医美皇冠上的明珠》

2020.10.12

《丽人丽妆：美妆 TP 龙头尽享赛道红利》

2020.09.14

《2020 年投资策略：风往哪吹？国货当道》

2020.01.06

《华熙生物：透明质酸全产业链王者》

2019.11.09

《壹网壹创：美妆代运营赛道大幕拉开》

2019.10.17

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	931	959	1,163	1,372	1,590
增长率 yoy%	38.76%	3.00%	21.31%	17.99%	15.84%
净利润	77	86	103	123	145
增长率 yoy%	33.85%	11.67%	18.75%	19.81%	18.02%
每股收益(元)	0.64	0.71	0.84	1.01	1.19
P/E	67.18	60.16	50.66	42.28	35.82
P/B	11.35	9.55	7.51	5.91	5.08

股价截取 2020/10/14 收盘

投资要点

疫情常态化加速消费场景线上转移，激烈的品牌方竞争和多元的消费需求推动代运营行业步入红利期。其中公司重点服务的母婴、美妆、保健品类增速快，国际品牌梯队需求强；品牌挖掘及策划能力强、全链路/渠道优势明显，未来有望持续受益母婴/美妆/保健线上渗透率提升，分享代运营行业红利。

一、公司简介：母婴保健领域代运营龙头

公司为全球领先的电商运营服务商，股权结构集中。代运营服务涵盖母婴、美妆个护、保健品等品类，目前为 88 家国内外知名品牌提供代运营、品牌营销、分销等服务。

主要业务包括代运营（零售）、渠道分销、代运营（服务费）、品牌策划，2019 收入占比 37%、44%、12%、7%，同比-7%、+12%、+26%、-19%。

二、行业：代运营景气，母婴美妆/国际品牌空间广

电商+代运营加速渗透，行业步入红利期。疫情常态化催化购物场景长期向线上转移；精细运营及平台方扶持催生代运营需求，代运营渗透率有望提升。

品类：母婴健康美妆增速快、空间大。2019 年母婴、美妆、健康等品类代运营服务比例较 2016 年均实现翻倍增长。购物习惯及体验改善，母婴、美妆、健康远期线上渗透率有望提升至 40%+，对应 2024 年 GMV 6607 亿元，CAGR18%。

品牌：跨境品牌代运营需求旺盛。我国进口快消品需求依旧旺盛，成本低、效率高，国际品牌多采取电商渠道打开中国市场。国际品牌缺乏国内电商运营经验和团队对于代运营的需求比例更大、合作更稳定。

三、公司：全链路/渠道优势明显，受益细分赛道高成长

服务母婴美妆保健国际品牌，受益品类线上渗透。公司深耕母婴、美妆个护、保健品领域，形成错位竞争；重点服务代运营需求最为旺盛的国际品牌梯队，未来持续受益品类/品牌线上渗透。

精于品牌挖掘策划等全链路服务，轻资产模式占比有望提升。公司轻资产业务占比偏低，但毛利率高于同业。组织架构、数据驱动、营销策划、一站式服务四大优势加持下，轻资产业务有望快速放量。

渠道多元，打开多平台拓展空间。公司具备多渠道运营能力，完成多梯队电商平台覆盖使得公司后续渠道拓展时能够抢占先机。

四、财务对比：增长较快，盈利能力属行业中上

公司人均净利润相比网创丽人仍有提升空间；受益线上红利及体量偏小，增长较快；盈利能力、周转属行业中上。

五、盈利预测与投资建议

预计公司 2020-2022 实现归母净利润 1.03、1.23、1.45 亿元，同比+19%、20%、18%，对应 2020PE51x，估值略低于同业。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示 品牌流失风险、市场竞争加剧风险、宏观经济衰退风险、市场容量不达测算预期

内容目录

前言	- 5 -
一、简介：母婴保健领域代运营龙头	- 5 -
1、历史沿革	- 5 -
2、股权结构	- 5 -
3、业务结构	- 6 -
4、业绩分析	- 8 -
二、行业：代运营景气，母婴美妆/国际品牌空间广	- 9 -
1、电商+代运营加速渗透，行业步入红利期	- 9 -
2、品类：母婴健康美妆增速快、空间大	- 10 -
3、品牌：跨境品牌代运营需求旺盛	- 11 -
三、公司：全链路/渠道优势明显，受益细分赛道高成长	- 13 -
1、服务母婴美妆保健国际品牌，受益品类线上渗透	- 13 -
2、精于品牌挖掘策划全链路服务，轻资产模式占比有望提升	- 14 -
3、渠道多元，打开多平台拓展空间	- 17 -
四、财务对比：增长较快，盈利能力属行业中上	- 17 -
1、人效对比	- 17 -
2、成长能力对比	- 18 -
3、盈利能力对比	- 18 -
4、营运能力对比	- 19 -
五、盈利预测与投资建议	- 19 -
风险提示	- 20 -

图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	- 5 -
图表 2: 公司股权结构.....	- 5 -
图表 3: 公司业务模式.....	- 6 -
图表 4: 公司主要服务品类及品牌.....	- 6 -
图表 5: 2019 年公司服务前十大品牌收入及占比.....	- 7 -
图表 6: 2015-2019 年公司各业务营收、占比及增速 (亿元)	- 7 -
图表 7: 2015-2020H1 公司营收及增速.....	- 8 -
图表 8: 2015-2020H1 公司归母净利及增速.....	- 8 -
图表 9: 2015-2020H1 公司毛利率、净利率.....	- 8 -
图表 10: 2015-2020H1 公司期间费用率.....	- 8 -
图表 11: 我国社零口径电商渗透率不断提升.....	- 9 -
图表 12: 疫情后增加电商购买的意愿比例.....	- 9 -
图表 13: 天猫 2.0 服务模式.....	- 10 -
图表 14: 2014-2018 年我国电商代运营渗透率.....	- 10 -
图表 15: 2016-2019 年代运营服务比例增幅较大品类.....	- 10 -
图表 16: 2015-2019 年各品类线上渗透率.....	- 10 -
图表 17: 母婴、美妆、健康线上 GMV 空间测算.....	- 10 -
图表 18: 我国进口快消品总额及增速.....	- 11 -
图表 19: 我国跨境电商行业规模及增速.....	- 11 -
图表 20: 国内外品牌代运营服务需求对比.....	- 12 -
图表 21: 主要代运营服务商服务品类、品牌对比.....	- 13 -
图表 22: 公司 2020 年 1-4 月主要新增合作品牌.....	- 13 -
图表 23: 公司服务的国际/国内品牌收入金额、占比及增速 (亿元)	- 14 -
图表 24: 公司分业务营收占比及毛利率横向对比.....	- 14 -
图表 25: 公司组织架构.....	- 15 -
图表 26: 公司品牌拓展方式及数量.....	- 15 -
图表 27: 2019 年公司品牌策划业务主要客户及收入占比.....	- 16 -
图表 28: 公司为跨境进口品牌方提供一站式解决方案.....	- 16 -
图表 29: 公司覆盖平台及合作品牌.....	- 17 -
图表 30: 公司渠道分销业务各平台收入及占比 (万元)	- 17 -
图表 31: 公司人均收入同业对比 (万元)	- 18 -
图表 32: 公司人均净利润同业对比 (万元)	- 18 -
图表 33: 公司营收增速同业对比.....	- 18 -

图表 34: 公司归母净利增速同业对比.....	- 18 -
图表 35: 公司毛利率同业对比.....	- 18 -
图表 36: 公司净利率同业对比.....	- 18 -
图表 37: 公司应收账款周转率同业对比.....	- 19 -
图表 38: 公司存货周转率同业对比.....	- 19 -
图表 39: 若羽臣收入预测.....	- 19 -
图表 40: 可比公司盈利预测及估值.....	- 20 -
图表 41: 盈利预测.....	- 21 -

前言

疫情常态化加速消费场景线上转移,激烈的品牌方竞争和多元的消费需求带来产业分工,代运营行业步入红利期。其中母婴、美妆、保健增速快,国际品牌梯队需求强。公司为母婴保健代运营垂直龙头,重点服务 TP 需求旺盛的国际品牌,品牌挖掘及策划能力强,全链路/渠道优势明显,未来有望持续受益母婴/美妆/保健线上渗透率提升,分享代运营行业红利。

一、简介：母婴保健领域代运营龙头

1、历史沿革

公司为全球领先的电商运营服务商,于 2011 年正式成立,2013 年战略性切入母婴领域电商综合服务市场,此后向美妆个护、保健品等领域拓展,目前为美赞臣、红印、善存等 88 家国内外知名品牌提供代运营、品牌营销、分销等服务。

图表 1：公司历史沿革

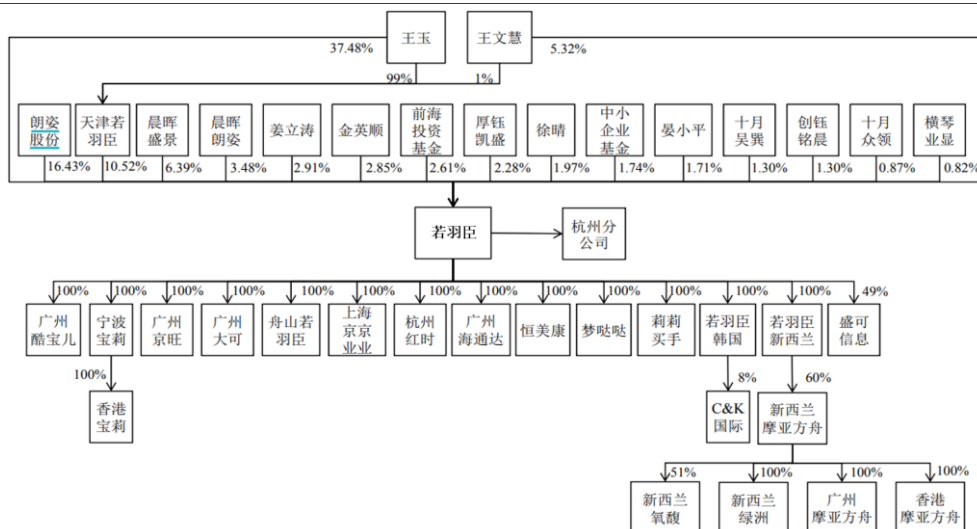


来源：公司官网，中泰证券研究所

2、股权结构

公司股权结构集中,实控人为董事长王玉、董事王文慧夫妇,发行前二人合计直接及间接持有 53.32%公司股份。

图表 2：公司股权结构

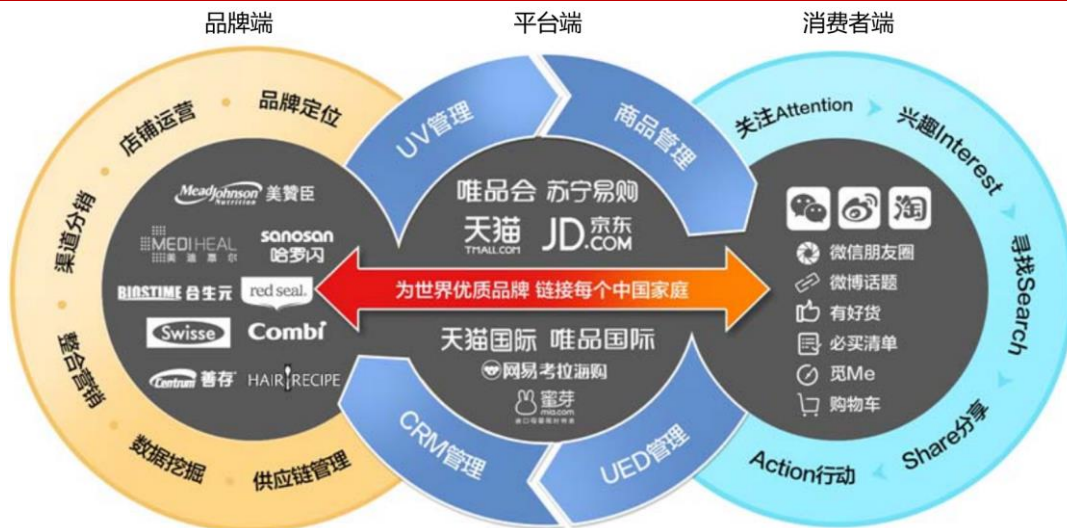


来源：招股书，中泰证券研究所

3、业务结构

作为代运营服务商,公司以各电商平台为媒介,链接全球优质品牌和中国消费者,帮助品牌方实现销售金额和品牌力的共同成长。

图表 3：公司业务模式



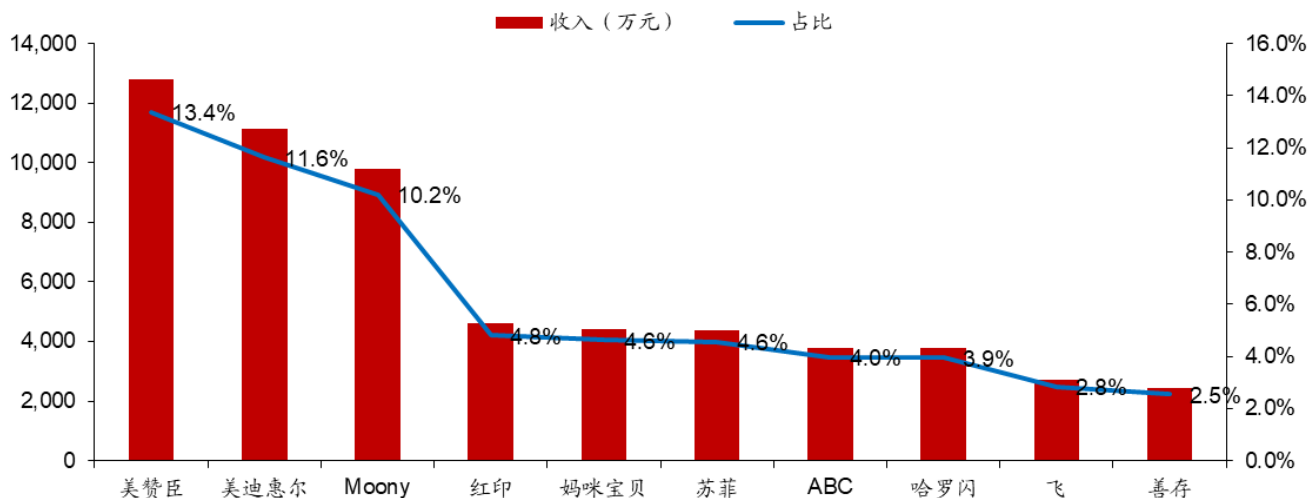
来源：招股书，中泰证券研究所

公司聚焦于母婴保健以及美妆个护品类的进口品牌，品牌数量不断拓展。公司主要服务客户包括美赞臣、强生、善存、肌美精等国际品牌，代运营及分销合作品牌由 2016 年的 64 个提升至 2019 年的 88 个；品牌策划服务品牌数量从 11 个提升至 52 个，服务的企业集团达 32 个。

图表 4：公司主要服务品类及品牌

	母婴品类	美妆个护品类	保健品类	其他品类
欧洲 美国	 	 	 	
日本 韩国	 	 		
澳大利亚 新西兰		 	 	
中国		 		

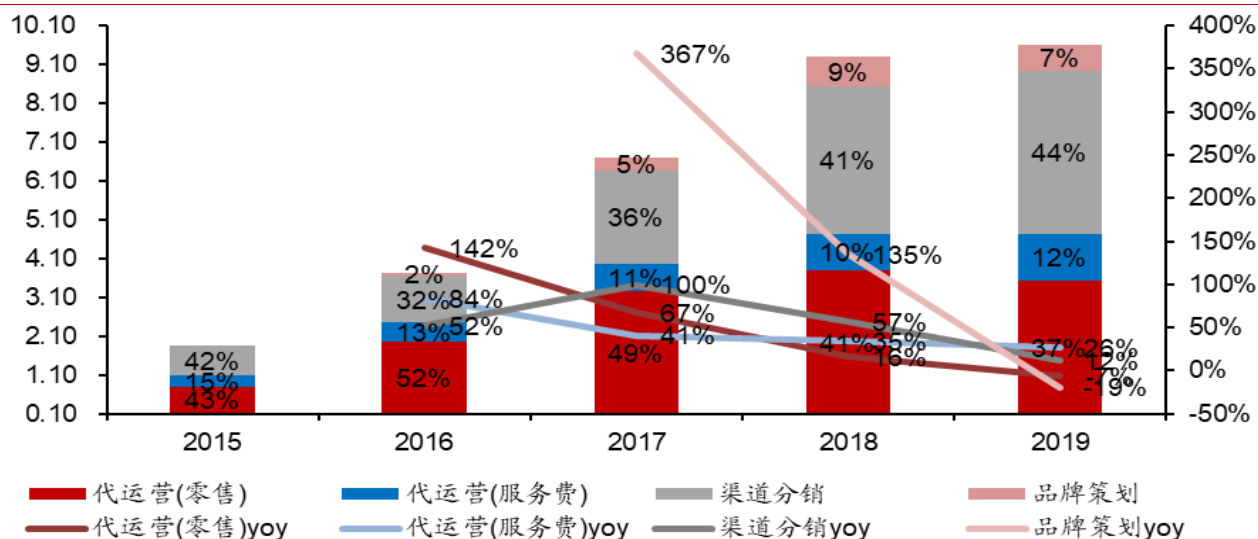
来源：招股书，中泰证券研究所

图表 5：2019 年公司服务前十大品牌收入及占比


来源：招股书，中泰证券研究所

公司主要业务包括线上代运营（包括零售与服务费模式）、渠道分销以及品牌策划。1) 线上代运营：公司为品牌方提供旗舰店运营等相关服务。零售模式下公司采购货物并通过品牌方店铺向终端消费者销售，以此确认收入，盈利来源为进销差价；服务费模式下公司不采购货物，直接收取运营服务费。2) 渠道分销：公司向品牌方采购商品后销售至分销商，盈利来源于进销差价。3) 品牌策划：公司为品牌方提供包括方案策划、媒介采买等营销服务，推动品牌传播，并收取服务费。

公司目前仍以重资产的代运营零售及渠道分销业务为主，但轻资产业务增速较快。2019 年公司收入代运营（零售）、渠道分销、代运营（服务费）、品牌策划收入占比 37%、44%、12%、7%，同比-7%、+12%、+26%、-19%。

图表 6：2015-2019 公司各业务营收、占比及增速（亿元）


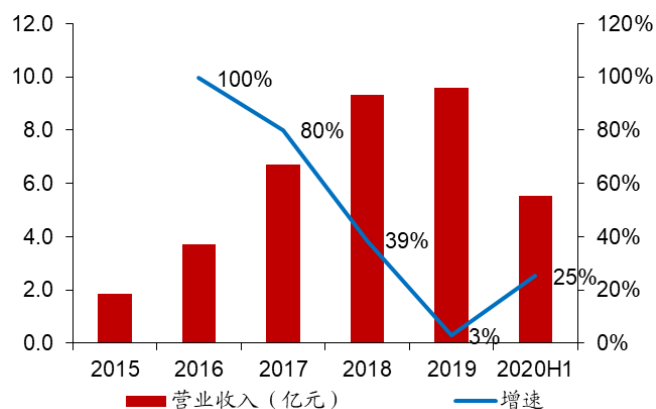
来源：招股书，中泰证券研究所

4、业绩分析

近年来公司受益线上代运营红利及基数较小，业绩快速增长，2015-2018 三年收入、利润 CAGR71%、151%。2019 年因等部分品牌流失以及美赞臣零售不及预期，收入增速放缓，但 2020H1 疫情促进线上消费叠加品牌持续拓展，重回快速增长态势，H1 收入、归母 5.55、0.42 亿元，yoy+25%、19%。

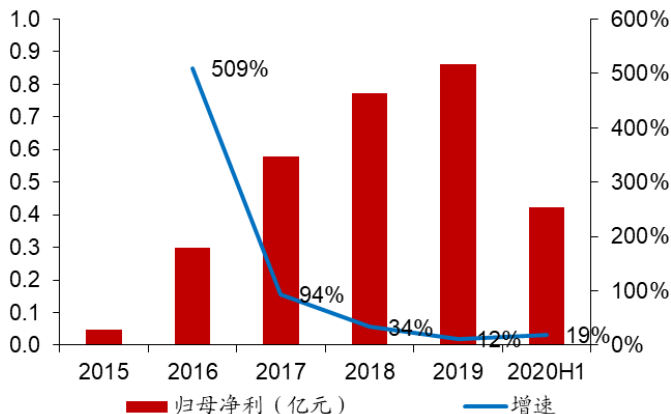
盈利方面，因低毛利率的分销收入放量较快，公司毛利率结构性走低；收入规模扩大摊薄费用，销售、管理费用率持续下降，带动净利率维持平稳。

图表 7: 2015-2020H1 公司营收及增速



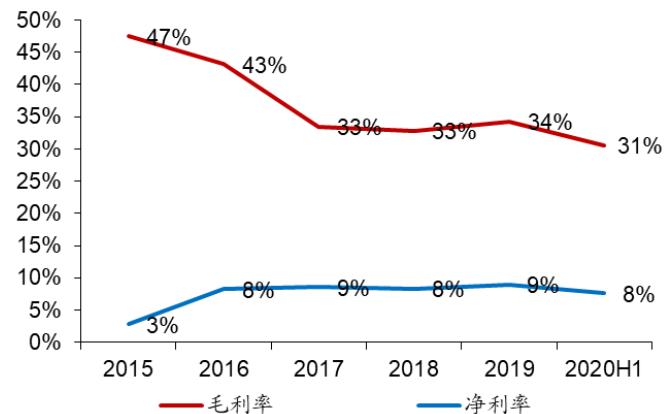
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 2015-2020H1 公司归母净利及增速



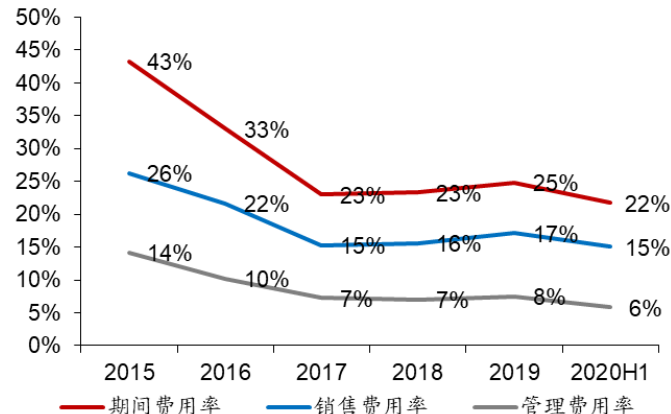
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 2015-2020H1 公司毛利率、净利率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 10: 2015-2020H1 公司期间费用率



来源: wind, 中泰证券研究所

二、行业：代运营景气，母婴美妆/国际品牌空间广

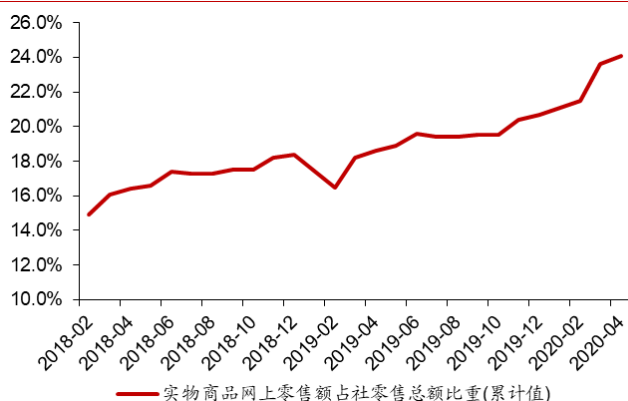
1、电商+代运营加速渗透，行业步入红利期

我国线上购物渗透率不断提升。2019 年年末实物商品网上零售额占社零比例已达 20.7%，Q1 疫情加速推升线上占比，2020 年 4 月达 24.1%。

疫情常态化催化购物场景长期向线上转移。从消费者自发选择角度，宅家隔离已培养出消费者线上购物习惯，根据 Kantar 的调研显示，32%的家庭表示疫情后会增加线上购买，其中有孩家庭这一比例更是高达 45%。从渠道替代角度，由于本次疫情的影响时间和范围超出预期，且目前尚未研制出疫苗等有效防御方式，仍以阻断传染链为主，消费者外出购物信心难以完全恢复。同时，Q1 封闭政策对资产重的线下渠道造成了较大打击，品牌及经销商关店或进行线上转型自救，也从供给端压缩了线下终端消费。

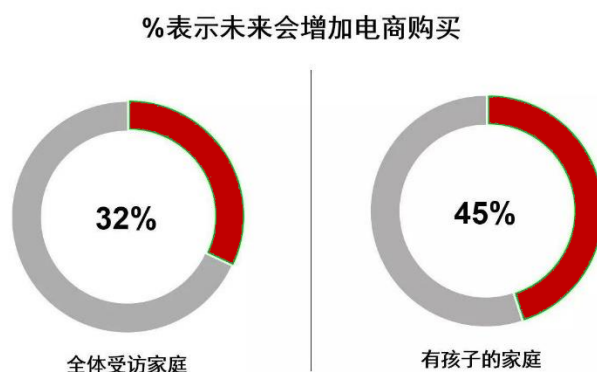
此外，直播、试用等新玩法解决电商渠道痛点，打开线上天花板。以往线上购物受制于不够直观以及与导购互动性差等，部分要求体验式消费品类如服装、美妆等天然电商渗透率偏低。但电商直播实时直观展示商品、互动性强且折扣更高，“U 先试用”等活动更是提出了先试用、后购买，加强线上购物体验与信任度。因此我们认为，新玩法下现有用户电商购物空间尚存，叠加渠道下沉的新用户红利，长期看线上化仍为大势所趋。

图表 11：我国社零口径电商渗透率不断提升



来源：wind，中泰证券研究所

图表 12：疫情后增加电商购买的意愿比例

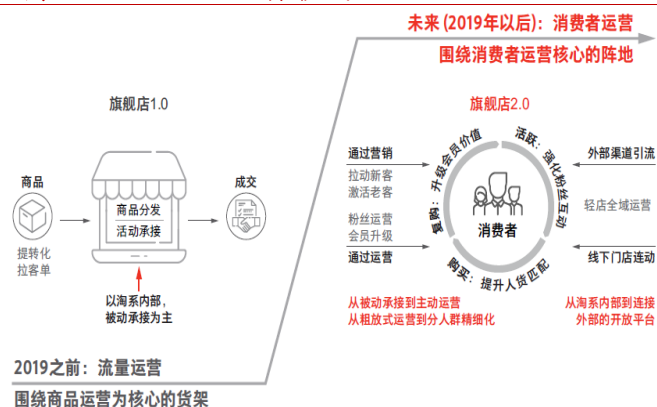


来源：kantar，中泰证券研究所

电商下半场，精细运营催生代运营需求。品牌方加速布局线上，供给端竞争愈加激烈，渠道红利步入尾声，而下半场比拼的则是围绕消费者进行精细运营的能力。崛起的新世代消费者需求多样，渠道、媒介演化速度加快，电商平台玩法更加多样，这些都催生了产业链的进一步分工。专业的代运营服务商具备运营经验、数据等优势，其品牌销售赋能能力得到品牌方广泛认可，根据天猫调查显示，天猫近 3 成的成交来自于代运营服务商。

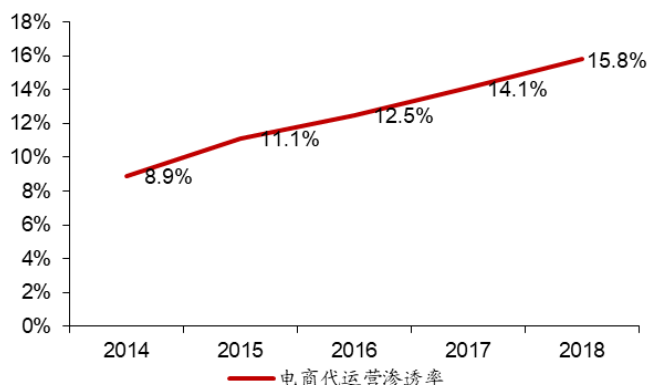
平台端为吸引新品牌入驻扶持服务商，加快代运营行业发展。2019 天猫生态服务商大会宣布，未来三年天猫服务商规模将翻两倍，将创造 5000 亿市场规模，扶持 50 家 10 亿规模服务商。因此，产业分工和平台扶持下，代运营渗透率有望进一步提升，行业需求持续旺盛。

图表 13: 天猫 2.0 服务模式



来源: 天猫, 中泰证券研究所

图表 14: 2014-2018 年我国电商代运营渗透率



来源: 智研咨询, 中泰证券研究所

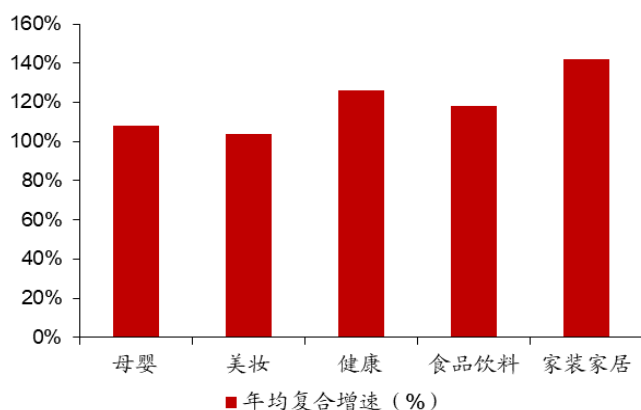
2、品类: 母婴健康美妆增速快、空间大

分品类看, 母婴、美妆、健康线上渗透率基数较低, 代运营需求增长迅猛。2019 年母婴、美妆、健康、食品、家居代运营服务比例较 2016 年均实现翻倍增长。

参照欧睿数据, 品类渗透率主要与品类属性及购物习惯有关, 3C、家电等标品天然线上占比较高, 而婴儿食品的购物场景与包装食品类似, 均以线下为主, 因此渗透率增长显著慢于母婴用品 (奶嘴、纸尿裤等), 各品类在线上占比超过 40% 后渗透速度呈放缓趋势。

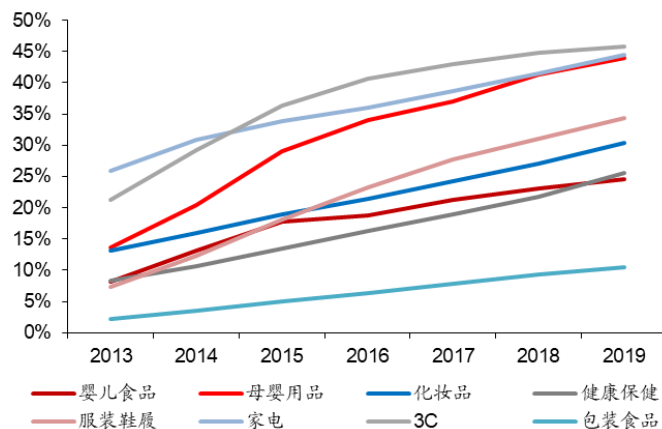
我们认为, 年轻消费者购物习惯转移线上、以及供给端推动体验改善, 母婴、美妆、健康远期线上渗透率有望提升至 40%+, 对应 2024 年合计 GMV 空间 6607 亿元, CAGR18%。疫情常态化培养消费者线上购物习惯, 新玩法提升购物体验、解决品类线上购买痛点, 叠加婴儿食品、化妆品、健康 (保健品) 均属标品, 其远期线上渗透率有望类似 3C、家电、母婴用品等达到 40% 以上。根据我们的测算, 2024 年母婴 (母婴食品及用品)、化妆品、健康保健线上市场规模可达 1597、3478、1531 亿元, 5 年 CAGR16%、19%、16%。

图表 15: 2016-2019 年代运营服务比例增幅较大品类



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

图表 16: 2015-2019 年各品类线上渗透率



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

图表 17: 母婴、美妆、健康线上 GMV 空间测算

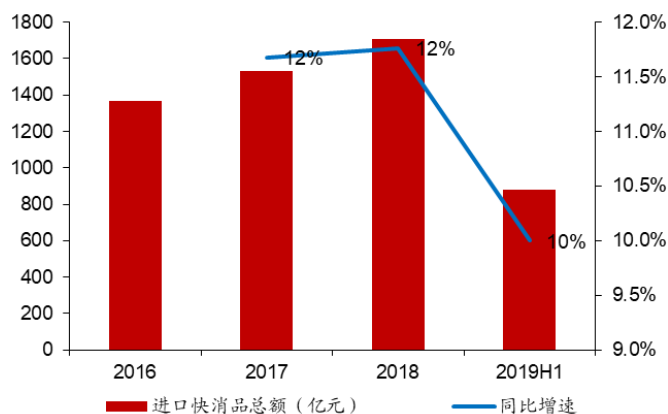
单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
母婴线上规模	448	553	660	753	937	1093	1254	1426	1597
yoy	17%	24%	19%	14%	25%	17%	15%	14%	12%
婴儿食品市场规模	1495	1661	1816	1977	2138	2303	2471	2639	2807
yoy	5%	11%	9%	9%	8%	8%	7%	7%	6%
线上渗透率	18.8%	21.3%	23.1%	24.5%	29.0%	32.0%	34.5%	37.0%	39.0%
母婴用品市场规模	490	540	581	611	661	726	803	890	986
yoy	8%	10%	8%	5%	8%	10%	11%	11%	11%
线上渗透率	34.0%	37.0%	41.4%	44.0%	48.0%	49.0%	50.0%	50.5%	51.0%
化妆品线上规模	727	902	1137	1447	1828	2224	2625	3075	3478
yoy	21%	24%	26%	27%	26%	25%	18%	17%	13%
化妆品市场规模	3380	3728	4197	4777	5078	6011	6732	7499	8282
yoy	6%	10%	13%	14%	6%	18%	12%	11%	10%
线上渗透率	21.5%	24.2%	27.1%	30.3%	36.0%	37.0%	39.0%	41.0%	42.0%
健康保健品线上规模	374	476	589	716	903	1035	1204	1359	1531
yoy	31%	27%	24%	22%	26%	15%	16%	13%	13%
健康保健市场规模	2308	2505	2715	2807	2961	3137	3345	3576	3829
yoy	8%	9%	8%	3%	5%	6%	7%	7%	7%
线上渗透率	16.2%	19.0%	21.7%	25.5%	30.5%	33.0%	36.0%	38.0%	40.0%

来源: Euromonitor, 中泰证券研究所。行业规模预测来源于 Euromonitor, 健康保健品为 OTC 药品及保健食品等。

3、品牌：跨境品牌代运营需求旺盛

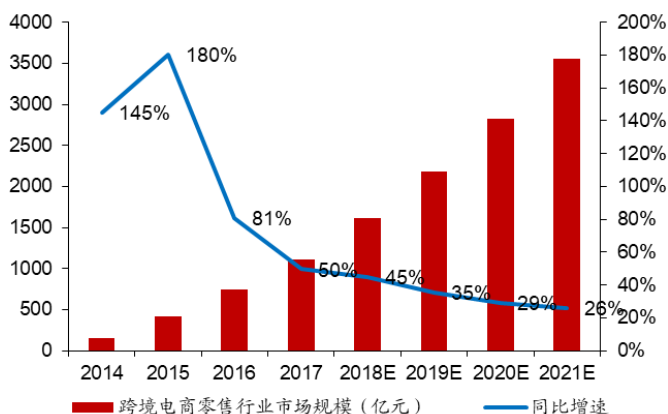
我国进口快消品需求依旧旺盛，成本低、效率高，国际品牌多采取电商渠道打开中国市场。新中产消费人群崛起，出国旅游、留学人数持续扩大，叠加社交媒体对于小众进口品牌的普及，进口快消品需求保持 10%+ 的较快增长。对于大量国际品牌而言，线下层层代理的铺货成本较高，而线上增速快、进入壁垒低，为首选渠道。根据艾瑞咨询数据，2017 年跨境电商行业规模达 1113 亿元，同比+50%，增速显著跑赢进口品大盘。

图表 18：我国进口快消品总额及增速



来源: Kantar、贝恩, 中泰证券研究所

图表 19：我国跨境电商行业规模及增速



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

国际品牌对于代运营的需求比例更大、合作更稳定。国外品牌商通常缺乏国内电商运营经验和团队，在对接平台渠道众多、电商平台规则繁杂的背景下，单独设置中国市场电商运营团队的收益较低，多选择外包。根据艾瑞咨询数据，80%-90%的国际品牌选择代运营服务。此外，知名国际品牌除销售达成外追求长期的品牌建设，对服务质量要求更高，与服务商合作稳定性较强。

图表 20：国内外品牌代运营服务需求对比

	国际品牌	国内品牌		
对代运营服务的需求比例	80%-90%	20%-30%		
类别	--	头部/新锐	传统品牌	中小品牌
倾向	外包服务商，合作稳定性较强	更愿意自建团队	与服务商合作，寻求品牌/渠道转型	受制成本压力，与服务商合作
诉求	通过专业外部资源以更少的人力物力迅速打开中国电商渠道； 追求品效合一服务，完成销量增长的同时进行品牌建设； 对服务质量要求更高，与服务商合作稳定性较强	头部品牌影响力和公司实力支持自建电商团队； 新锐品牌则多依靠DTC模式起家，电商运营是其崛起的核心竞争力	品牌及其它竞争力均处下降态势，期望通过具有运营、营销经验的专业服务商助力其渠道开拓，并为品牌进行数据赋能	由于自建团队人力成本过高，会考虑与服务商合作打通电商渠道，降低运作成本

来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

三、公司：全链路/渠道优势明显，受益细分赛道高成长

1、服务母婴美妆保健国际品牌，受益品类线上渗透

公司深耕母婴、美妆个护、保健品领域，形成错位竞争。公司由母婴领域切入起步，目前为天猫五星级服务商，曾获“天猫母婴 2017 年最佳服务商”、“医疗保健双十一最佳服务商奖”。目前头部代运营服务商以美妆、服饰、家电等品类为主，公司定位的母婴美妆赛道具备差异化竞争优势，享受品类线上渗透率提升带来的赛道红利。2020 年 1-4 月公司新增合作特仑苏、念慈庵、佳贝艾特等大健康领域共 21 个合作品牌，持续强化细分品类 TP 龙头形象。

图表 21：主要代运营服务商服务品类、品牌对比

公司	主营品类	合作品牌	服务品牌数量
若羽臣	母婴用品、保健品、美妆个护	国际：肌美精、Holikaholika、哈罗闪、美赞臣、强生、苏菲、善存等；国内：洁婷等	88
宝尊电商	电子产品、服装、食品、个护	国际：松下、飞利浦、三星、蔻驰、耐克、歌帝梵、星巴克、POLA；国内：红牛、华为	325
壹网壹创	美妆、个护	国际：伊丽莎白雅顿、OLAY、欧泊莱、宝洁、沙宣、兰芝、梦妆、露得清等；国内：百雀羚、毛戈平、佰草集、丸美等；	40+
丽人丽妆	美妆	国际：雅漾、碧欧泉、美宝莲、希思黎、兰芝等	83
杭州悠可	美妆	国际：雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗、理肤泉等；国内：韩后	40+
青木科技	服饰、鞋包	国际：斯凯奇、H&M、ecco、bershka、阿玛尼、GUCCI、新秀丽、NineWest	100+
凯诒电商	食品、母婴玩具、个护、宠物	国际：百事、农心、DQ、格力高、乐高、皇家宠物食品、NatureMade；国内：味全	45
上海百秋	服饰、鞋包	国际：Maje、Theory、Clarks、MCM、ELLE、Swatch 等	67
上佰电商	家电家居	国际：西门子；国内：美的、小天鹅、Colmo、比佛利、箭牌等	30
碧橙电商	家电、健康、母婴玩具、个护、食品	国际：海昌、缤善、欧姆龙、3M、西门子、妮飘 国内：乐智小天地、林内	18+
兴长信达	家电、汽车零部件、玩具、食品	国际：戴森、LG、雀巢、科勒、奔驰、宝马、史密斯等；国内：海尔、青岛啤酒等	60+

来源：天猫 TEP、各公司官网，中泰证券研究所

图表 22：公司 2020 年 1-4 月主要新增合作品牌

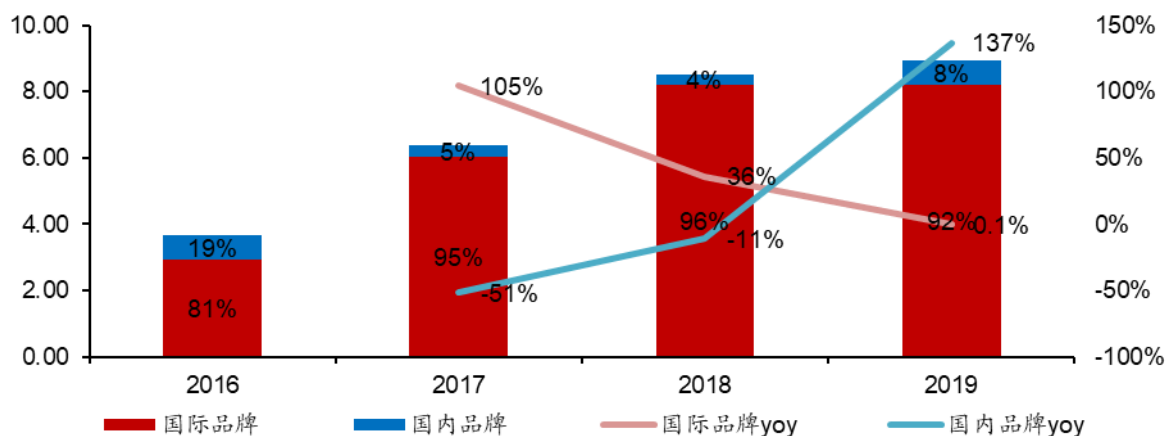
品牌名称	品牌行业地位
特仑苏	蒙牛旗下品牌，中国市场第一个高端牛奶品牌。
蒙牛	蒙牛是中国领先的乳制品供应商，全球乳业十强，公司主要与其合作奶酪产品。
Mama Mio	孕期护肤品牌，以专业、天然有机为特点，推出了全球知名的腹部按摩黄油产品。
京都念慈庵	连续十年中国药品品牌榜上榜品牌。
佳贝艾特 Kabrita	荷兰乳业巨头海普诺凯集团旗下品牌，是全球领先的羊奶粉品牌，海普诺凯是欧洲龙头乳业集团之一。
Suncut	高丝集团旗下品牌，主打可周密防护全身的防晒系列，高丝是日本三大化妆品生产厂商之一。
Selsun	全球五大药企之一赛诺菲旗下品牌，全球知名去屑品牌，2020 年 3 月天猫国际平台单日售出 4

	万瓶，成为天猫国际美发护发行业第一。
Viscontour	全球五大药企之一赛诺菲旗下品牌，知名玻尿酸品牌。
Gold Bond	全球五大药企之一赛诺菲旗下品牌，知名护肤品牌。
安我基因	中国领先的以健康大数据为基础的家庭健康服务平台。

来源：招股书，中泰证券研究所

此外，公司重点服务代运营需求最为旺盛的国际品牌梯队，国际品牌收入占比超 90%，且多为二三线品牌，有助于提升公司的溢价能力，未来持续受益小众国际品牌消费需求提升及进口电商高增长。

图表 23：公司服务的国际/国内品牌收入金额、占比及增速（亿元）



来源：招股书，中泰证券研究所

2、精于品牌挖掘策划全链路服务，轻资产模式占比有望提升

横向对比：公司轻资产业务占比偏低，但毛利率高于同业。2019 年公司代运营-服务费模式占比仅为 12.48%，低于同业，但毛利率高达 80.16%，为同业最高，体现了公司较强的议价能力和运营效率。

图表 24：公司分业务营收占比及毛利率横向对比

业务类型	业务模式	公司	营收占比			毛利率		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
轻资产-服务费	代运营-服务费	若羽臣	10.53%	10.21%	12.48%	76.20%	79.80%	80.16%
		宝尊电商	45.58%	53.33%	52.97%	>53.8%	>62.3%	>61.9%
		丽人丽妆	4.92%	6.35%	3.39%	59.70%	48.40%	59.66%
		壹网壹创	28.20%	22.60%	22.83%	66.00%	65.30%	70.84%
	品牌策划	若羽臣	5.02%	8.51%	6.68%	33.41%	39.00%	33.66%
		宝尊电商	-	-	-	-	-	-
		丽人丽妆	-	-	-	-	-	-
		壹网壹创	-	0.70%	0.06%	-	31.60%	16.01%
重资产-经销差价	代运营-零售 (B2C)	若羽臣	48.60%	40.70%	36.84%	31.10%	31.80%	34.18%
		宝尊电商	54.42%	46.67%	46.98%	<53.8%	<62.3%	<61.9%
		丽人丽妆	92.21%	92.55%	95.50%	34.50%	36.10%	34.45%

		壹网壹创	70.20%	61.80%	56.41%	39.90%	41.60%	42.20%
	渠道分销 (B2B)	若羽臣	35.90%	40.60%	44.01%	23.90%	20.70%	21.38%
		宝尊电商	-	-	-	-	-	-
		丽人丽妆	2.87%	1.09%	1.11%	-	-	-
		壹网壹创	1.50%	15.00%	20.35%	9.30%	12.70%	13.57%

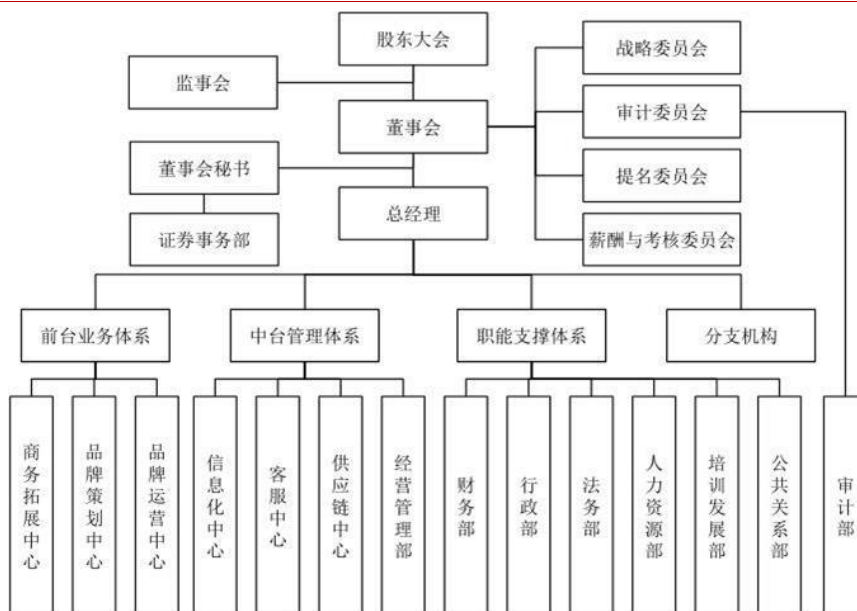
来源：招股说明书，中泰证券研究所

四大优势加持下，轻资产业务有望快速放量，收入结构优化带动盈利能力提升。

1) 组织架构保障公司挖掘优质服务品牌

除知名跨国企业外，国际品牌通常国内知名度偏低，公司借助在母婴、健康品类深度服务的经验，**在前台业务中单独设立商务拓展中心**，挖掘世界各地优质品牌引入中国市场，保障公司后续品牌孵化的成功率。

图表 25：公司组织架构



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 26：公司品牌拓展方式及数量

品牌拓展方式	拓展品牌数量		
	2017	2018	2019
公司商务拓展中心自主拓新	4	6	17
业内资源方推荐	6	11	6
已合作品牌集团进一步拓新	5	2	14
品牌方客户自主联系	8	5	5
合计	23	24	42

来源：招股说明书，中泰证券研究所

2) 全面的大数据驱动的运营体系，提升服务效率

公司通过自主建设的商业智能系统对业务运营数据整合利用,形成精细的流量管理、差异化的选品策略以及优质的用户体验设计,更好地掌握目标客群用户画像,实施媒介资源精准投放,实时监控电商店铺销售情况、优化店铺运营,形成品牌方提供高效、优质、精细化的运营服务。

3) 营销策划能力优越,形成 0-1 的品牌孵化

公司与网创为仅有的两家覆盖品牌策划业务的代运营服务商,而公司品牌策划 2018 年收入占比高达 8.5%,远高于网创(网创 2019 年口径调整,不做对比),服务客户包括宝洁、亨氏、强生、美赞臣、拜耳等跨国集团,以及维他奶、泸州老窖、广州酒家等国内知名企业。公司出色的营销能力得到了客户及国际营销创意组织的认可,为嘉士伯创造的《15 Minutes World Cup》定制开箱礼盒获得 2018 伦敦国际广告奖(世界级国际创意大奖)。

出色的品牌策划业务能力为代运营品牌孵化赋能,公司至今已成功帮助近 20 个品牌实现从“0 到 1”的养成,以新西兰自然健康品牌红印(Red Seal)为例,公司通过考拉园区内购会、天猫超级大牌日、百万级网红直播、国内 10 家顶级媒体追踪报道、百万级粉丝营养师微博原创置顶、抖音短视频推广等方式,实现品牌全网覆盖,品牌稳居天猫国际进口茶和黑糖品类第一名。

图表 27: 2019 年公司品牌策划业务主要客户及收入占比

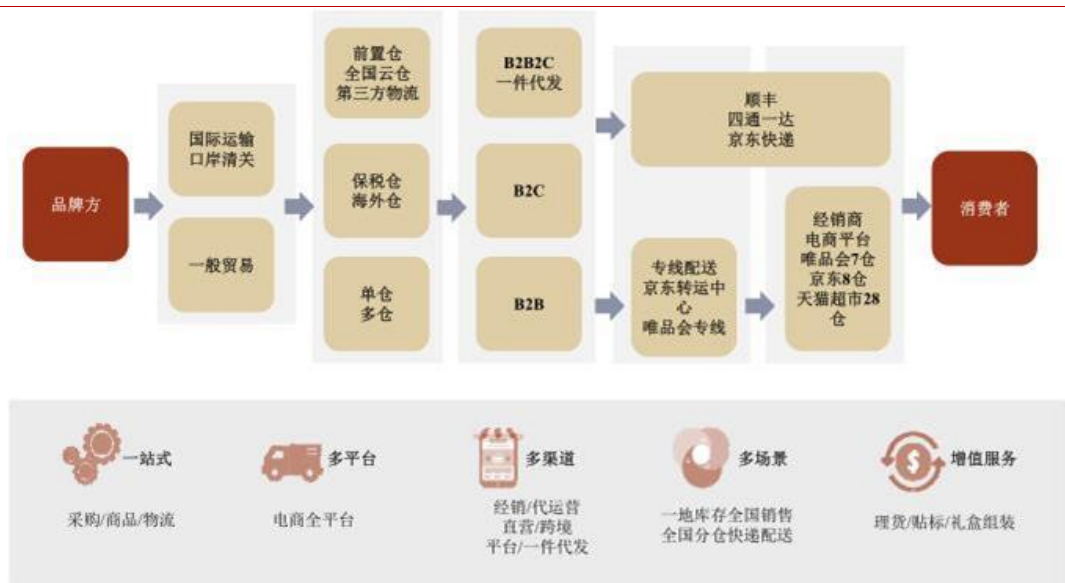
客户名称	收入(万元)	占营收比例	客户名称	收入(万元)	占营收比例
北京电通广告	1,484.14	1.55%	溜溜果园集团	145.57	0.15%
广州宝洁	1,065.57	1.11%	美赞臣营养品(中国)	140.96	0.15%
北京京东世纪贸易	807.23	0.84%	高露洁棕榄(中国)	85.9	0.09%
维他奶(上海)	369.79	0.39%	拉芳家化	63.16	0.07%
健合(H&H)国际	360.03	0.38%	嘉实多(深圳)	56.72	0.06%
亨氏(中国)	248.46	0.26%	拜耳医药保健	49.11	0.05%
广东景兴健康护理	225.45	0.24%	上海瑞达佳选商贸	47.17	0.05%
强生(中国)	214.46	0.22%	健民国际	46.56	0.05%
牛奶(中国)商贸	194.62	0.20%	上海枫泊电子商务	37.74	0.04%
泸州老窖电子商务	147.62	0.15%	广州酒家集团电子商务	37.74	0.04%

来源:招股说明书,中泰证券研究所

4) 提供跨境贸易一站式综合解决方案,全方位服务国际客户

凭借出色的 IT 系统保障,公司基于数据分析及预测,为品牌方制定库存管理、全球采购方案,此外,公司还为品牌方全面对接报关行、航空以及快递等产业链服务商以及一系列商品流转体系服务,实现全球采购、本地销售的端到端交付,为品牌方节省时间和沟通成本。

图表 28: 公司为跨境进口品牌方提供一站式解决方案



来源：招股说明书，中泰证券研究所

3、渠道多元，打开多平台拓展空间

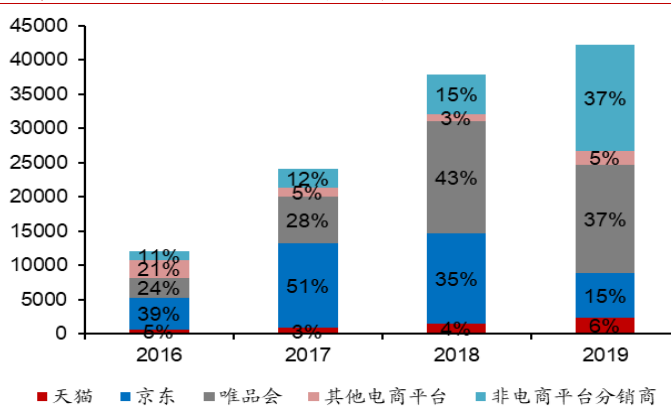
与大部分头部 TP 专注阿里平台不同，公司具备多渠道运营能力，覆盖天猫、京东、唯品会、苏宁等大型电商平台，此外战略性地拓展拼多多、小红书、抖音等新兴渠道，以及网易考拉等跨境电商，实现对消费者全方位、多渠道的曝光、推广与销售。考虑到代运营服务渠道拓展需要搭建团队、寻找品牌及熟悉平台规则，完成多梯队电商平台覆盖使得公司后续渠道拓展时能够抢占先机。

图表 29：公司覆盖平台及合作品牌

平台	合作品牌
天猫、天猫超市、天猫国际	哈罗闪、SanitaU-Za、Holikaholika、Skinfood、美赞臣、丽贝乐、善存、钙尔奇、贝博士、肌美精等
京东自营、第三方、全球购	哈罗闪、SanitaU-Za、Holikaholika、美迪惠尔、Skinfood、康贝、贝博士、肌美精等
唯品会、唯品国际	哈罗闪、SanitaU-Za、Holikaholika、美迪惠尔、Skinfood、妈咪宝贝等
网易考拉	哈罗闪、科立纯、红印
蘑菇街	Skinfood
拼多多	善存、钙尔奇
小红书	科立纯、红印
苏宁易购	康贝

来源：招股书，中泰证券研究所

图表 30：公司渠道分销业务各平台收入及占比（万元）



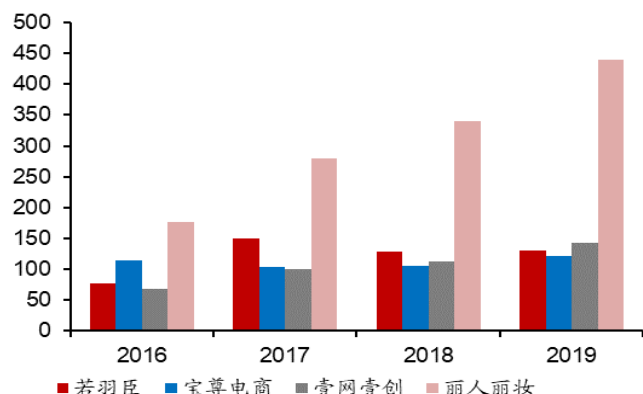
来源：招股书，中泰证券研究所

四、财务对比：增长较快，盈利能力属行业中上

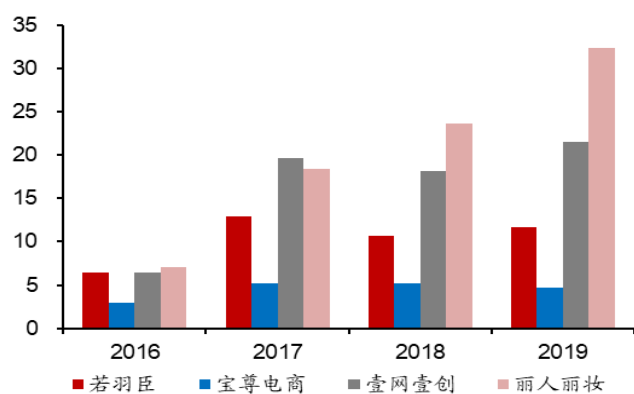
1、人效对比

代运营行业属于人力资本密集行业，因零售分销业务占比较高，公司人均创收高

于宝尊及网创，但低于零售为主的丽人；2019 年人均净利润 11.6 万元，高于宝尊，相比网创、丽人丽妆尚有提升空间。

图表 31: 公司人均收入同业对比 (万元)


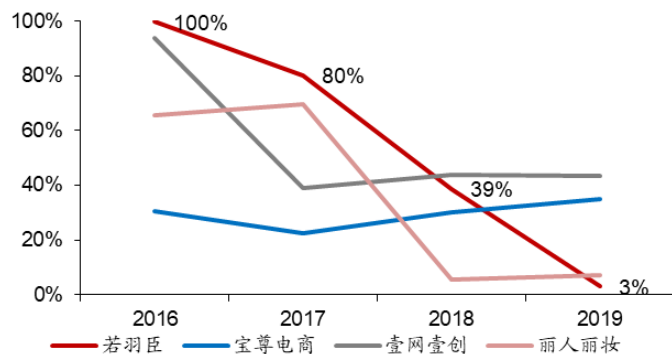
来源：招股书，中泰证券研究所

图表 32: 公司人均净利润同业对比 (万元)


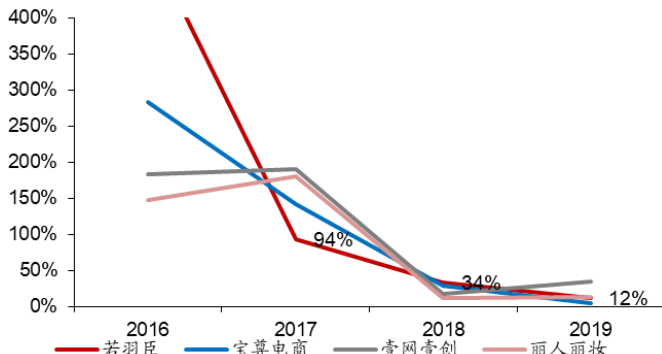
来源：招股书，中泰证券研究所

2、成长能力对比

公司 2016-2019 年营收增速 100%、80%、39%、3%，归母净利增速 509%、94%、34%、12%，2019 年增速放缓主因部分品牌（肌美精等）流失，以及美赞臣零售表现低于预期。

图表 33: 公司营收增速同业对比


来源：招股书，中泰证券研究所

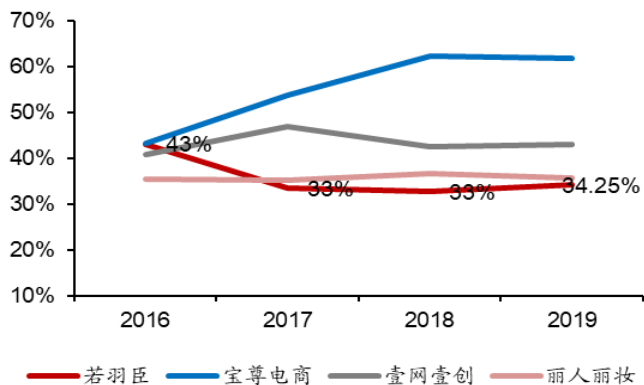
图表 34: 公司归母净利增速同业对比


来源：招股书，中泰证券研究所

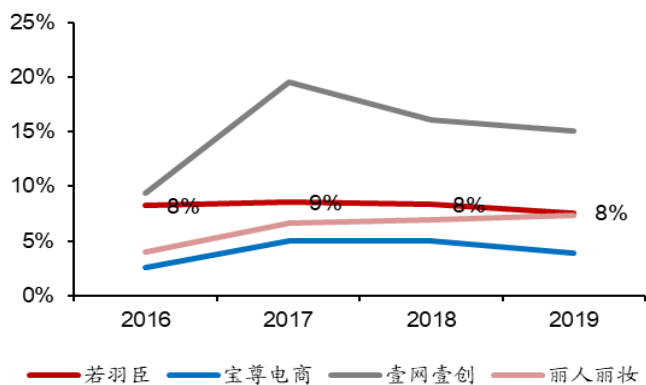
3、盈利能力对比

2016-2019 年公司毛利率有所下降，主要因低毛利率的分销快速增长，占比提升。受业务结构影响，公司毛利率水平低于同业；净利率水平稳定在 8%，高于丽人丽妆及宝尊。

图表 35: 公司毛利率同业对比
图表 36: 公司净利率同业对比



来源：招股书，中泰证券研究所

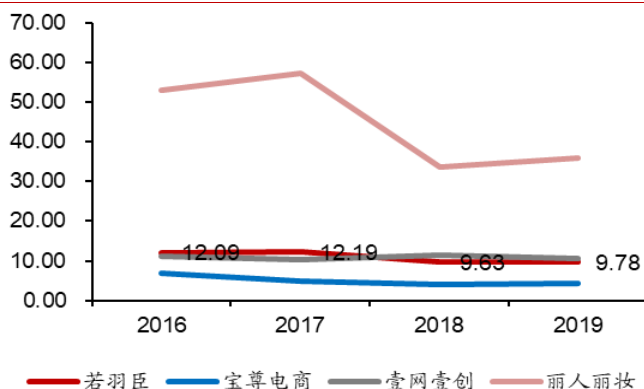


来源：招股书，中泰证券研究所

4、营运能力对比

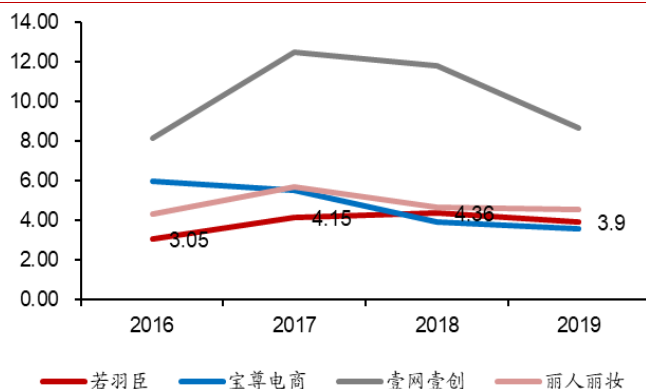
2019 年公司应收账款、存货周转率略有下降，主因分销占比提升以及收入增速相对放缓；周转率均高于宝尊，但因 B2B 的分销占比较高，低于丽人丽妆和壹网壹创。

图表 37：公司应收账款周转率同业对比



来源：招股书，中泰证券研究所

图表 38：公司存货周转率同业对比



来源：招股书，中泰证券研究所

五、盈利预测与投资建议

疫情催化代运营行业景气，公司为母婴美妆 TP 龙头，重点服务代运营需求最为旺盛的国际品牌梯队，品牌挖掘及策划能力强、全链路/渠道优势明显，未来持续受益垂直品类线上渗透率提升。

本文预计公司 2020-2022 实现营收 11.63、13.72、15.9 亿元，同比+21%、18%、16%；归母净利 1.03、1.23、1.45 亿元，同比+19%、20%、18%，对应 2020PE51x，估值略低于同业。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 39：若羽臣收入预测

万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
线上代运营收入	39666	47408	47291	55031	62642	70212
yoy		20%	0%	16%	14%	12%
零售收入	32602	37903	35326	41271	45855	50067
yoy		16%	-7%	17%	11%	10%
运营服务收入	7064	9505	11965	13760	16787	20145
yoy		35%	26%	15%	22%	20%
渠道分销收入	24056	37768	42195	52981	64517	76130
yoy		57%	12%	26%	22%	18%
品牌策划服务收入	3370	7923	6401	8307	10079	12635
yoy		135%	-19%	30%	21%	25%
收入合计	67093	93098	95887	116318	137239	158977
yoy		39%	3%	21%	18%	16%

来源：中泰证券研究所

图表 40：可比公司盈利预测及估值

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300792.SZ	壹网壹创	165.48	2.28	2.96	3.80	72.58	55.91	43.55
BZUN.O	宝尊电商	34.94	0.82	1.22	1.69	42.65	28.73	20.68
行业平均						57.61	42.32	32.12
003010.SZ	若羽臣	42.67	0.84	1.01	1.19	50.66	42.28	35.82

来源：宝尊电商以美元计价，盈利预测为 wind 一致预期，取 2020/10/14 收盘价，中泰证券研究所

风险提示

- 1、品牌流失风险：部分头部品牌话语权较高，存在品牌方收回代运营权导致收入不及预期的风险。
- 2、市场竞争加剧风险：代运营行业门槛较低，若新玩家不断涌入市场，行业竞争加剧或影响公司盈利能力。
- 3、宏观经济衰退风险：化妆品作为可选消费品，一定程度上受到宏观经济、居民收入水平的影响，若宏观经济大幅衰退将影响行业增速。
- 4、市场规模不达预期风险：市场空间测算基于一定假设、存在市场容量不达测算预期的可能性。

图表 41: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	931	959	1,163	1,372	1,590
增长率	38.8%	3.0%	21.3%	18.0%	15.8%
营业成本	-626	-630	-765	-897	-1,031
% 销售收入	67.2%	65.7%	65.8%	65.4%	64.9%
毛利	305	328	398	475	558
% 销售收入	32.8%	34.3%	34.2%	34.6%	35.1%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-4
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-145	-164	-193	-233	-278
% 销售收入	15.6%	17.1%	16.6%	17.0%	17.5%
管理费用	-43	-52	-84	-97	-109
% 销售收入	4.6%	5.5%	7.2%	7.1%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	115	110	118	142	168
% 销售收入	12.4%	11.4%	10.2%	10.3%	10.5%
财务费用	-4	0	0	0	0
% 销售收入	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
% 税前利润	1.4%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%
营业利润	116	113	119	143	169
营业利润率	12.4%	11.8%	10.3%	10.4%	10.6%
营业外收支	0	0	0	0	0
税前利润	116	113	119	143	169
利润率	12.4%	11.8%	10.3%	10.4%	10.6%
所得税	-14	-14	-17	-20	-24
所得税率	12.3%	12.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	77	86	103	123	145
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	77	86	103	123	145
净利率	8.3%	9.0%	8.8%	8.9%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	77	86	103	123	145
加: 折旧和摊销	2	2	4	7	10
资产减值准备	3	-5	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	4	-1	0	0	0
投资收益	-2	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	0	-1	0	0	0
营运资金的变动	-31	-57	-12	-104	-12
经营活动现金净流	62	17	93	25	142
固定资本投资	0	-1	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-22	8	-63	-62	-52
股利分配	0	0	0	0	0
其他	113	-55	35	64	0
筹资活动现金净流	113	-55	35	64	0
现金净流量	152	-31	66	26	89

资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	244	215	281	307	396
应收款项	115	81	158	125	203
存货	150	173	190	236	253
其他流动资产	97	138	91	163	116
流动资产	606	607	719	831	969
% 总资产	96.3%	94.6%	88.5%	84.7%	83.4%
长期投资	10	7	7	7	7
固定资产	2	3	30	54	77
% 总资产	0.2%	0.4%	3.7%	5.5%	6.6%
无形资产	4	8	10	11	12
非流动资产	23	34	93	150	193
% 总资产	3.7%	5.4%	11.5%	15.3%	16.6%
资产总计	629	642	813	980	1,162
短期借款	71	10	0	0	0
应付款项	51	36	69	49	87
其他流动负债	46	42	42	42	42
流动负债	168	88	111	92	129
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3	3
负债	171	91	115	95	132
普通股股东权益	457	544	691	878	1,023
少数股东权益	0	7	7	7	7
负债股东权益合计	629	642	813	980	1,162

比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.64	0.71	0.84	1.01	1.19
每股净资产 (元)	3.76	4.47	5.68	7.22	8.41
每股经营现金净流 (元)	0.51	0.14	0.77	0.20	1.16
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	16.90%	15.88%	14.83%	13.99%	14.17%
总资产收益率	12.31%	13.37%	12.61%	12.53%	12.47%
投入资本收益率	35.32%	32.03%	30.22%	29.88%	25.37%
增长率					
营业总收入增长率	38.76%	3.00%	21.31%	17.99%	15.84%
EBIT增长率	45.75%	-4.97%	10.38%	19.81%	18.02%
净利润增长率	33.85%	11.67%	18.75%	19.81%	18.02%
总资产增长率	54.65%	2.05%	26.65%	20.58%	18.59%
资产管理能力					
应收账款周转天数	37.4	36.8	37.1	37.1	37.1
存货周转天数	52.7	60.7	56.2	55.8	55.4
应付账款周转天数	22.2	23.0	22.6	22.6	22.6
固定资产周转天数	0.7	0.8	5.0	11.0	14.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-31.39%	-49.17%	-43.98%	-44.80%	-37.99%
EBIT利息保障倍数	25.8	-237.9			
资产负债率	27.27%	14.22%	14.10%	9.71%	11.39%

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。