

商业贸易

证券研究报告
2020 年 07 月 20 日

若羽臣：多品类电商服务标杆，享母婴美妆海外品牌高增红利

若羽臣是全球优质快消品品牌的电子商务综合服务商，实施全球化战略，公司共签约品牌 86 个，其中国际品牌数量占比为 91.86%，多品类打造电商综合服务标杆，主要业务包括线上代运营、渠道分销以及品牌策划。

线上零售&渠道分销模式为主，营收多业务高增。公司以线上代运营、渠道分销模式为主开展多项业务模式，各项业务均保持增长态势。2019Q1-Q3 线上代运营零售模式、渠道分销模式分别占营收的 38.77%和 42%，零售业务占比下降，但渠道分销业务占比逐渐提升。2017/2018 年营业收入分别为 6.71/9.31 亿元，同比增长 80.09%/38.76%。

提供一站式综合解决方案，助力国外品牌进入国内电商渠道。国际品牌对电商服务商的需求高于国内品牌，截至 2019 年 9 月，公司合作的国际品牌数量为 86 个，涵盖美妆、个护、食品、保健等快消行业，其中国际品牌数量达到 79 个，与包括美赞臣、合生元、帮宝适、哈罗闪、妈咪宝贝在内的母婴知名品牌达成合作。线上母婴市场保持三年增长，若羽臣签约品牌中高端为主成绩耀眼。

具备快速提升的品牌孵化力，打爆品高增长态势延续。公司自成立至今已成功帮助 20 余国外新晋品牌从“0”到“1”的养成，2020Q1 公司新签约了蒙牛特仑苏、高丝 SUNCUT、京都念慈菴等 14 个国内外知名品牌，618 期间，若羽臣携手 10 个品牌实现增幅超 100%，24 个店铺 GMV 超过去年双十一，若羽臣签约品牌总 GMV 同比增长 62%。

风险提示：行业竞争加剧风险、品牌合作及拓展风险、业绩增速不及预期的风险以及国际贸易环境波动风险等

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com
方心诣 联系人
fangxinyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:化妆品 6 月数据跟踪 | 618 大促拉动美妆表现强势，新品升级拉升客单价》 2020-07-08
- 2 《商业贸易-行业深度研究:去中心化还是再中心化？从人和平台解构红人经济》 2020-07-01
- 3 《商业贸易-行业专题研究:中公教育系列报告 | 医疗招录：朝阳细分，百亿赛道，大有可为》 2020-06-29



每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



内容目录

1. 全球化战略布局，多品类打造电商综合服务标杆	4
2. 线上零售&渠道分销模式为主，营收多业务高增	5
2.1. 线上零售&渠道分销模式为主，多业务模式并驾齐驱	5
2.2. 营收维持高速增长，费用管控能力较强	9
3. 签约九成为国际大牌，享母婴美妆赛道高增红利	14
3.1. 助力国外品牌进入国内电商渠道，签约九成为国际大牌享行业红利	14
3.2. 具备快速提升的品牌孵化力，打爆品高增长态势延续	15
3.3. 代运营市场高成长性，母婴美妆赛道红利可观	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1：主要合作品牌	4
图 2：公司发展历程	5
图 3：公司股权结构	5
图 4：主要业务模式收入（亿元）	6
图 5：主要业务模式占比情况	6
图 6：2019Q1-Q3 业务模式占比拆分	7
图 7：零售模式 vs 服务模式资金流情况	7
图 8：2017 渠道分销商收入占比	7
图 9：2019Q1-Q3 渠道分销商收入占比	7
图 10：不同规模渠道分销商数量分布	8
图 11：不同规模渠道分销商收入占比	8
图 12：品牌策划服务收入及增速（单位：万元）	8
图 13：2016-2019Q1-3 若羽臣营业收入	9
图 14：2016-2019Q1-3 若羽臣营收组成	9
图 15：2016-2019Q1-3 若羽臣营业成本占营收比例	10
图 16：2016-2019Q1-3 若羽臣营业成本分类别构成	10
图 17：2016-2019Q1-3 若羽臣综合毛利率	10
图 18：2016-2019Q1-3 若羽臣各类业务毛利率	10
图 19：2016-2019Q1-3 期间费用占营收比例	11
图 20：2016-2019Q1-3 销售费用细分占比	11
图 21：同行业可比公司期间费用率对比	12
图 22：2016-2019Q1-3 若羽臣归母净利润	12
图 23：2016-2019Q1-3 若羽臣净利率	12
图 24：同行业公司净利率对比	13
图 25：2016-2019Q1-3 经营/投资活动现金流量净额（亿元）	13
图 26：2016-2019Q1-3 货币资金	13

图 27: 公司为跨品类的优质品牌提供多平台的运营服务	14
图 28: 公司合作的主要品牌情况	15
图 29: 公司在细分领域的爆品打造案例	16
图 30: 2020Q1 新签约品牌延续高增长态势	16
图 31: 2011-2018 年中国网上零售交易规模	17
图 32: 2014-2021 年中国品牌电商服务市场交易规模	17
图 33: 合生元天猫旗舰店销售额同比增速 (%)	17
图 34: Dodie 天猫旗舰店销售额同比增速 (%)	17
图 35: 帮宝适天猫旗舰店销售额同比增速 (%)	18
图 36: Swisse 天猫旗舰店销售额同比增速 (%)	18
图 37: 近十年来化妆品增速及规模 (销售额: 亿元, YOY: %)	18
图 38: 美妆互联网零售占比逐年上升 (%)	18
表 1: 线上代运营模式 VS 渠道分销模式	6
表 2: 线上代运营零售模式 VS 线上代运营服务费模式	7
表 3: 公司盈利模式以及服务费定价方式	8
表 4: 服务费定价方式	9
表 5: 2019Q1-Q3 公司有关服务费业务模式下前五大客户	9
表 6: 同行业可比公司毛利率对比	11
表 7: 同行业业绩情况, 业务模式和品牌情况对比	14

1. 全球化战略布局，多品类打造电商综合服务标杆

若羽臣是全球优质快消品品牌的电子商务综合服务商，主要业务包括线上代运营、渠道分销以及品牌策划。服务内容涵盖品牌定位、店铺运营、渠道分销、整合营销、数据挖掘、供应链管理等全方位的电子商务综合服务。公司建立了以天猫官方旗舰店为核心运营渠道，以京东、唯品会等综合电商平台为主要分销据点，以蜜芽、贝贝网等垂直电商平台为多元拓展方向的全链路、多层次、精准化的销售和营销网络。

实施全球化战略，国际化签约品牌占比大。公司共签约品牌 86 个，其中国际品牌数量占比为 91.86%。线上代运营-零售模式、线上代运营-服务费模式及渠道分销模式分别签约品牌数量为 64 个、71 个、77 个，其中国际品牌数量占比分别为 76.56%、87.32%、89.61%，公司与主要国际品牌合作关系良好，业务发展稳定。

图 1：主要合作品牌

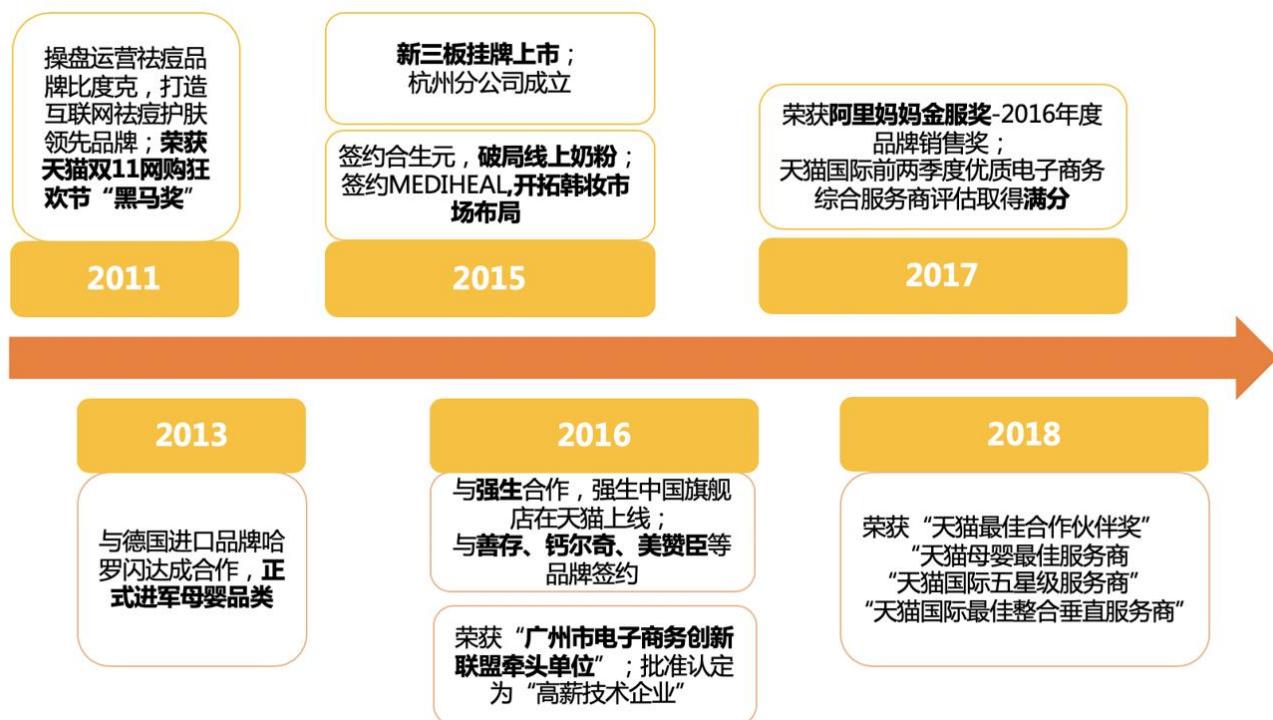


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司自 2011 年成立以来，在多领域快速成长，其发展历程大致分为三大阶段：

- ① **黑马横空出世（2011-2012）：操盘运营祛痘品牌，荣获黑马称号。**2011 年若羽臣股份有限公司成立，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。2011 年荣获天猫双 11 网购狂欢节“黑马奖”。
- ② **全球战略布局（2013-2015）：快速布局国际品牌，登陆新三板。**2013 年与德国品牌哈罗闪合作，进军母婴品类，2015 年签约合生元，联手破局线上奶粉类目。签约韩国知名面膜品牌 MEDIHEAL，开拓韩妆市场布局。与朗姿股份签署增资协议，荣获“广州市科技创新小巨人企业”，新三板挂牌上市。
- ③ **打造行业标杆（2016-2020）：多领域创奇迹，夯实行业地位。**与强生，婴幼儿营养品牌美赞臣，制药及保健品公司辉瑞旗下善存、钙尔奇等品牌达成合作。2016 年荣获“广州市电子商务创新联盟牵头单位”，2017 年荣获“阿里妈妈金服奖”，2018 年评选为“天猫母婴最佳服务商”、“天猫国际五星级服务商”、“天猫国际最佳整合垂直服务商”。

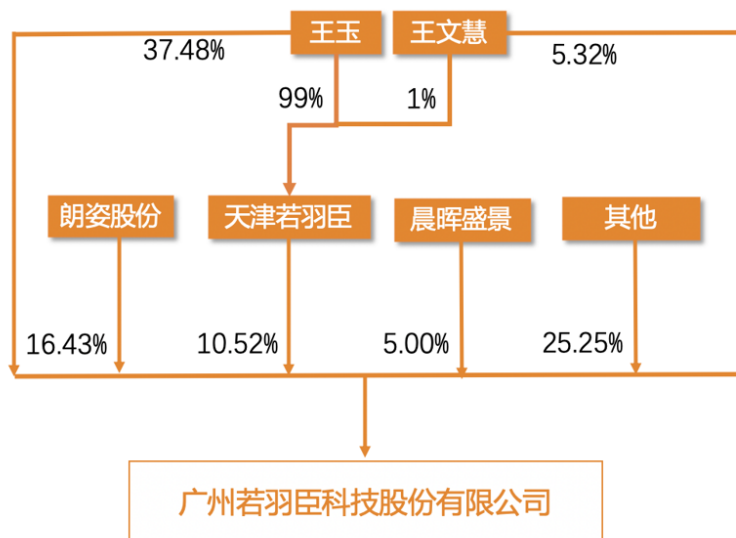
图 2：公司发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司股权集中，王玉、王文慧夫妇为公司实际控制人，共控制公司股份 53.32%，直接持股比例 42.80%，通过天津若羽臣间接持有 10.52%。天津若羽臣希由王玉、王文慧夫妇共同设立的有限合伙企业，王玉、王文慧分别持有天津若羽臣 99%，1%财产份额。

图 3：公司股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

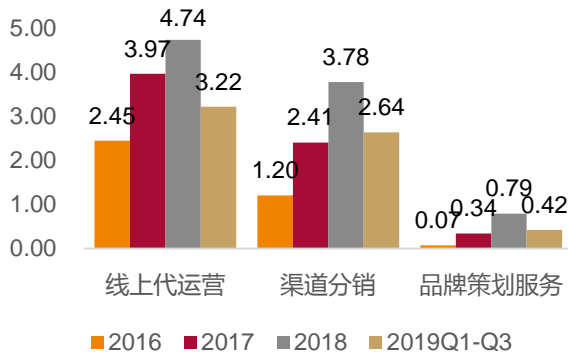
2. 线上零售&渠道分销模式为主，营收多业务高增

2.1. 线上零售&渠道分销模式为主，多业务模式并驾齐驱

公司以线上代运营、渠道分销模式为主开展多项业务模式，各项业务均保持增长态势。线上代运营模式和渠道分销模式为公司主要销售服务模式，2019Q1-Q3 分别占总营收 51.28%、42.00%。线上代运营模式是公司基于国内外品牌方或代理商的授权，在特定国内电商平台

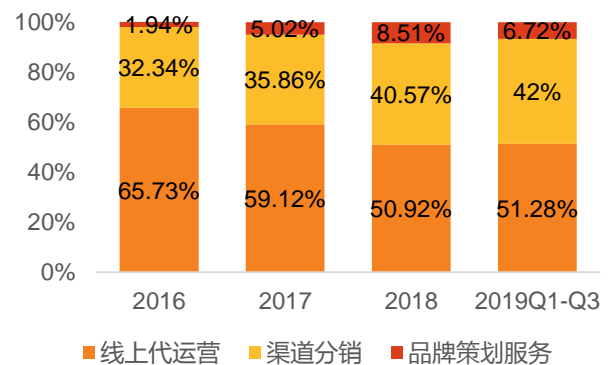
运营品牌旗舰店或专营店进行独家性的商品销售。渠道分销模式是公司基于品牌方或授权代理商的分销授权，向电商和非电商分销商进行货品销售。品牌策划模式是公司为品牌方提升品牌影响力，塑造品牌形象，加速推广而向品牌方提供的营销服务。

图 4：主要业务模式收入（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：主要业务模式占比情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 1：线上代运营模式 VS 渠道分销模式

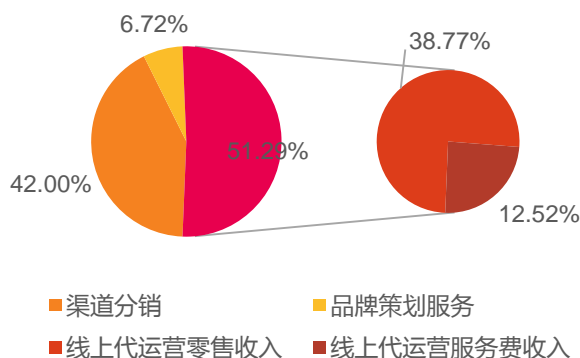
	线上代运营模式		渠道分销模式
	零售模式	服务费模式	
是否独家授权	由于授权方一般授权公司可在特定电商平台通过开设店铺方式进行销售，而店铺运营方一般为单一主体，因此授权具有独家性	由于授权范围一般为具体店铺，店铺运营方一般为单一主体，因此授权具有独家性，相关店铺运营权仅由发行人一家拥有，品牌方不得授权第三方共同运营店铺	因品牌而异，部分品牌与公司约定在特定渠道范围内，发行人的销售权具有独家性，授权方不得授权第三方在约定的渠道范围内进行销售
授权范围	特定电商平台或特定店铺	一般为具体店铺	一般为特定电商平台
商品定价权	一般约定基础价格，基础价格以上发行人有定价权	发行人基于电商运营经营提供定价方案建议，最终定价由授权方负责	一般约定基础价格，基础价格以上发行人有定价权
仓储物流	货物自供应商至发行人处物流一般由供应商负责；货物自发行人至消费者处物流一般由发行人负责	一般由授权方负责	货物自供应商至发行人处物流一般由供应商负责；货物自发行人至分销商处物流一般由发行人负责
与品牌方结算模式	先款后货、货到付款或分期付款等多种方式	固定服务费、提点服务费、固定加提点服务费三种	先款后货、货到付款或分期付款等多种方式
授权期限	授权期限一般 1-3 年		
到期店铺权属约定	由于开设店铺系授权销售方式之一，故若授权终止则相关店铺需关闭或转让至授权方（或其指定的第三方）	授权方或其指定的第三方	一般不涉及具体店铺

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

线上代运营模式按具体结算模式可分为零售模式和服务费模式，2019Q1-Q3 分别占总营收的 38.77%、12.52%。零售模式是公司基于品牌旗舰店经营授权和商品销售授权，从供应商处进行货品采购，在销售过程中进行独立仓储管理、物流管理和营销运营。该模式下，公司享有独家经营权和定价权，店铺和商品所有权归属于公司，营销费用也由公司承担。服务费模式下，公司仅作为代运营商，为品牌方提供单环节、多环节甚至全链路电商运营服务，包括品牌定位、店铺运营、整合营销、数据挖掘、仓储物流等增值服务。该模式下，

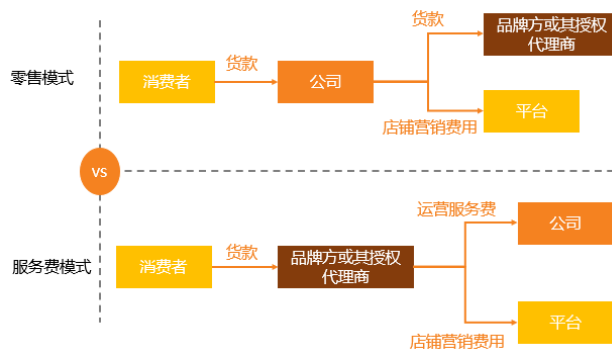
公司不采购货品，店铺及货品所有权归属于品牌方，营销费用由品牌方承担，公司仅向品牌方收取相关服务费。2019年1-9月服务费模式下公司前五大客户分别为健合、宝洁、美赞臣、康贝和强生，也有个别品牌与公司合作同时采取零售模式和服务费模式，包括美赞臣、炫诗、凌仕以及绅士。

图 6：2019Q1-Q3 业务模式占比拆分



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 7：零售模式 vs 服务模式资金流情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

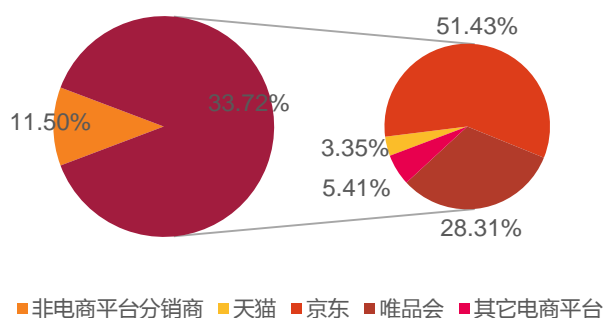
表 2：线上代运营零售模式 VS 线上代运营服务费模式

	零售模式	服务费模式
店铺主体	一般为公司	一般为品牌方或其授权代理商
货物所有权人	公司	品牌方或其授权代理商
营销费用承担主体	一般为公司	品牌方或其授权代理商
公司盈利来源	货物的购销差价	店铺运营服务费

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

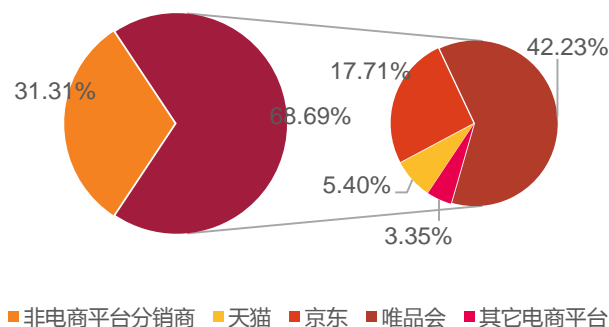
渠道分销模式为公司第二大主要业务模式，大规模分销商成为公司分销业务主力，分销商集中度逐年提升。对于京东自营、唯品会和天猫超市等大型电商客户，公司按需提供除仓储物流以外的运营支持服务，例如品牌定位、店铺运营、整合营销、数据挖掘等。2016-2017年京东是公司占比最大的分销商，2018-2019年9月唯品会分销收入占比超过京东成为最大分销商，2018和2019Q3唯品会分销收入分别占总渠道分销收入43.37%、42.23%。值得注意的是，非电商平台分销商在2019年占比大幅上升，达到31.31%。随着分销网络的构建，分销商集中度逐年提升，公司舍去较多零散小型分销商，集中与大型电商平台或非平台分销商开展分销业务，分销商总体数量从2016年270家减少到2019年9月132家，而50万元以上分销规模的分销商收入占比从92.59%提升至96.86%。

图 8：2017 渠道分销商收入占比



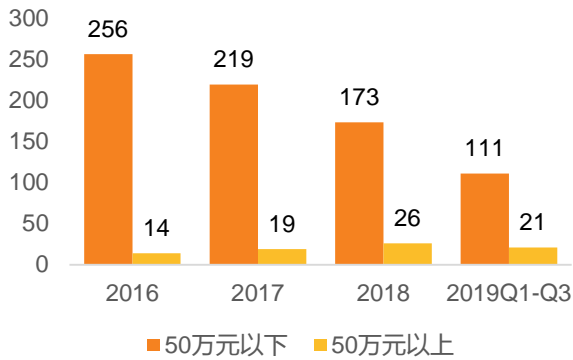
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 9：2019Q1-Q3 渠道分销商收入占比



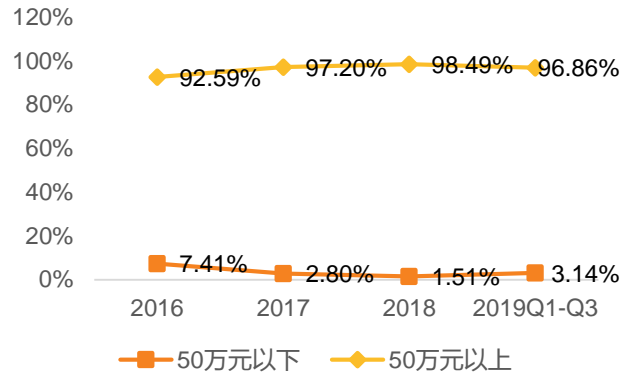
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：不同规模渠道分销商数量分布



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 11：不同规模渠道分销商收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

品牌策划服务业务近年来增速亮眼，2017/2018 增速分别达到 367.31%/135.08%。品牌策划服务主要业务包括方案策划、创意设计、素材制作、线下活动、媒介采买等一系列服务。伴随着网络营销的不断发展，品牌方也愈发重视利用网络进行品牌教育与传播，2016-2018 年公司品牌策划服务营收逐年提升。2019 年 1-9 月公司品牌策划模式下的前五大客户包括北京电通、宝洁、亨氏、维他奶以及牛奶商贸。

图 12：品牌策划服务收入及增速（单位：万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

线上代运营零售模式以及渠道分销模式的盈利来源为购销差价，零售模式的客户为 C 端消费者，渠道分销模式的下游客户为各大分销商。线上代运营服务费模式以及品牌策划模式的盈利来源为服务费。线上代运营服务费模式的定价方式主要分为固定服务费、提点服务费以及二者相结合的方式。固定服务费根据公司投入成本和具体服务内容确定；提点服务费的计算方式分为净销售额提点和经销利润两种，前者基于店铺净销售额确定一定比例的服务费，后者通常以经销利润作为服务费基础。

表 3：公司盈利模式以及服务费定价方式

业务模式	盈利模式	服务费定价方式
线上代运营模式	零售结算 公司先向品牌方或其授权代理商采购货物，后通过第三方电商平台开设的店铺面向终端消费者进行货品销售，盈利来源体现为货品的购销差价。	
	服务费结算 公司一般不向品牌方或其授权代理商采购货物，主要根据客户的不同服务需求向	固定服务费、提点服务费、固定服务费+提点服务费三种方式

	其收取运营服务费，服务费一般采取固定服务费、提点服务费或两者结合的方式。	
渠道分销	公司先向品牌方或其授权代理商采购货物，再销售至分销商，盈利来源为货品的购销差价。	
品牌策划	客户就公司提供的品牌策划服务方案支付服务费。	公司一般与客户以品牌策划项目为单位进行合作，对于合同定价，公司首先基于项目预计成本支出和预计项目毛利范围并结合客户预算提出报价，经客户同意并执行后由双方根据确切的活动执行方案确定最终的合同定价

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 4： 服务费定价方式

服务费定价方式		主要合作品牌
提点服务费	净销售额提点	Biostime/合生元、Swisse、素加、Dodie、HealthyTimes、Combi/康贝、时间廊、Mediheal/美迪惠尔、惠氏、发之食谱、Ecostore、杰士邦、雅士利、布朗博士、比度克、Singuladerm、Noreva、帮宝适、Goodgout、Elmex、Marcheur
	经销利润	Mediheal/美迪惠尔、Ladycare/洁婷、Weleda/维蕾德、Skiptop、Trunki、Ergobaby、LaTourangelle/拉杜蓝乔、Comvita/康维他、Sanita U-Za、比度克
固定服务费+提点服务费		蓝臻、强生、Titus/铁达时、立顿、舒隐、G&M/澳芝曼、爱乐维、Nutralife/纽乐、贺寿利、优酷、Babyzen、嘉实多、每日每加、Ameda/阿美达、Vierra、Aussie/澳丝、Vierra、Axxzia、Neogen/妮珍、Cemoy、Royal Nectar、Axs
固定服务费		MeadJohnson/美赞臣、Tresemme/炫诗、Lynx/凌仕、Planters/绅士、Olay/玉兰油、汰渍、碧浪、当妮、Febreze/风倍清

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 5： 2019Q1-Q3 公司有关服务费业务模式下前五大客户

线上代运营服务费模式	品牌策划业务
1 健合（H&H）国际控股有限公司	北京电通广告有限公司
2 宝洁（中国）营销有限公司	宝洁（中国）营销有限公司
3 美赞臣营养品（中国）有限公司	亨氏（中国）投资有限公司
4 康贝（上海）有限公司	维他奶（上海）有限公司
5 强生（中国）投资有限公司	牛奶(中国)商贸投资控股有限公司

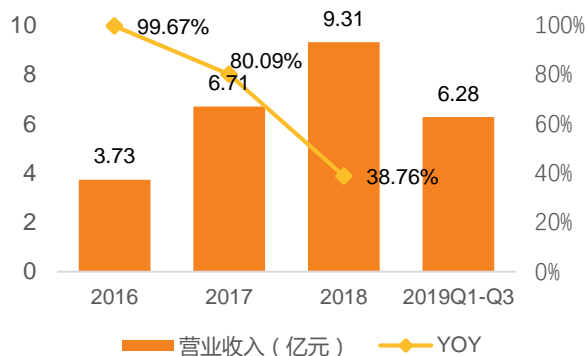
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.2. 营收维持高速增长，费用管控能力较强

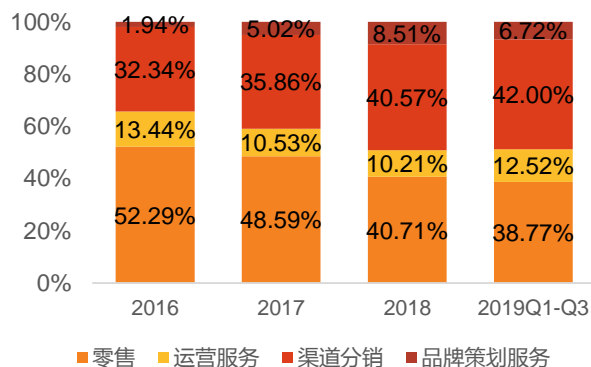
公司营收快速增长，零售业务占比下降，但渠道分销业务占比逐渐提升。2019Q1-Q3 公司实现收入 6.28 亿元，2016/2017/2018 年营业收入分别为 3.37/6.71/9.31 亿元，同比增长 99.67%/80.09%/38.76%，营业收入快速增长，但增速放缓。公司主营业务分为线上代运营（包括零售&运营服务），渠道分销和品牌策划服务三大类，其中前两大类收入占比超过 90%。零售业务收入占比逐年下降，而渠道分销业务占比逐步提升，在 2019Q1-Q3 达到 42%，主要原因是公司强大的运营推广能力以及不断拓展开发新品牌，在 2016-2018 年新增加 Moony、妈咪宝贝、苏菲、拉杜蓝乔等合作品牌。

图 13：2016-2019Q1-3 若羽臣营业收入

图 14：2016-2019Q1-3 若羽臣营收组成



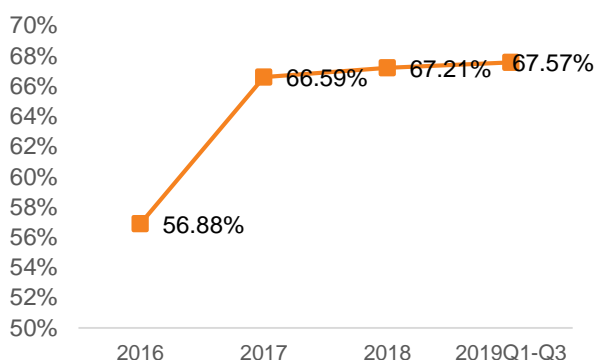
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

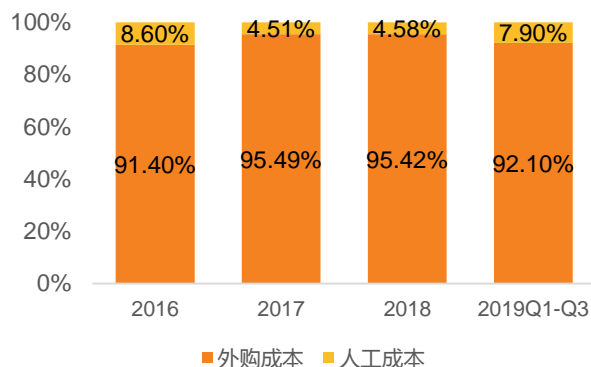
公司营业成本占营收比例近三年在 67% 左右，其中外购成本占比最高。公司营业成本占营收比例在 2016/2017/2018/2019Q1-Q3 分别为 56.88%/66.59%/67.21%/67.57%，近三年有缓慢增长趋势。公司营业成本中外购成本占比最高，超过 90%。人工成本占比在近三年逐步上升，主要由于随着品牌策划业务的发展，公司招聘了较多员工作为储备。

图 15：2016-2019Q1-3 若羽臣营业成本占营收比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

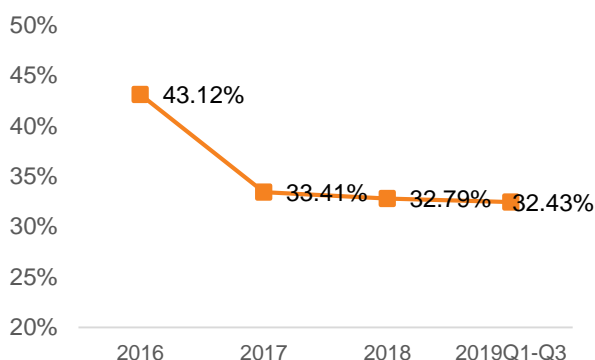
图 16：2016-2019Q1-3 若羽臣营业成本分类构成



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

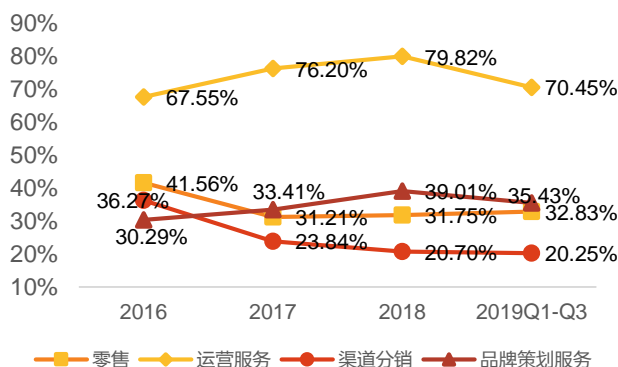
公司综合毛利率近三年在 33% 左右，其中运营服务毛利率最高，渠道分销业务毛利率逐年下降。公司综合毛利率在 2016/2017/2018/2019Q1-Q3 分别为 43.12%/33.41%/32.79%/32.43%，近三年有缓慢下降趋势，主要由于渠道分销业务毛利率逐年下降。由于为提升销量以及产品竞争加剧，公司对美迪惠尔、哈罗闪等品牌进行促销，并且部分新合作品牌毛利率较低，导致渠道分销收入毛利率下降。

图 17：2016-2019Q1-3 若羽臣综合毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 18：2016-2019Q1-3 若羽臣各类业务毛利率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

系公司业务模式结构不同以及代理品牌/品类存在差异，公司综合毛利率低于行业平均值。公司综合毛利率在 2017 至 2019Q1-Q3 低于行业平均值，细分来看，公司零售业务毛利率近三年低于行业平均值，主要由于不同品牌/品类的利润空间差异，而该业务占营收比例较大。公司运营服务毛利率高于丽人丽妆和壹网壹创，但该业务占营收比例较低。渠道分销毛利率虽高于行业可比公司，但其毛利率绝对值为四个细分业务中最低，而公司该业务占营收比例较高。公司品牌策划毛利率高于壹网壹创，但公司该业务占营收比例最低。

表 6：同行业可比公司毛利率对比

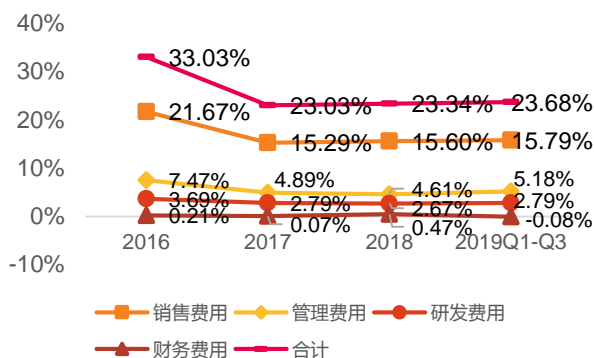
		2019Q1-Q3	2018	2017	2016
综合毛利率	宝尊电商	61.79%	62.27%	53.78%	43.31%
	杭州悠可	-	37.62%	32.52%	29.75%
	丽人丽妆	-	36.63%	35.20%	35.32%
	壹网壹创	40.21%	42.55%	46.83%	40.92%
	算术平均	51.00%	44.77%	42.08%	37.33%
	若羽臣	32.43%	32.79%	33.41%	43.12%
零售业务毛利率	杭州悠可	-	15.40%	29.12%	29.59%
	丽人丽妆	37.02%	36.14%	34.45%	34.72%
	壹网壹创	42.35%	41.58%	39.92%	37.39%
	算术平均	39.69%	31.04%	34.50%	33.90%
	若羽臣	32.83%	31.75%	31.21%	41.56%
运营服务毛利率	杭州悠可	-	81.82%	76.36%	83.28%
	丽人丽妆	43.36%	48.39%	59.66%	59.01%
	壹网壹创	64.19%	65.28%	66.02%	58.44%
	算术平均	53.78%	65.16%	67.35%	66.91%
	若羽臣	70.45%	79.82%	76.20%	67.55%
渠道分销毛利率	杭州悠可	-	8.21%	13.59%	15.70%
	丽人丽妆	-	-	-	-
	壹网壹创	13.51%	12.73%	9.32%	23.52%
	算术平均	13.51%	10.47%	11.46%	19.61%
	若羽臣	20.25%	20.70%	23.84%	36.27%
品牌策划毛利率	杭州悠可	-	-	-	-
	丽人丽妆	-	-	-	-
	壹网壹创	30.24%	31.57%	-	-
	算术平均	30.24%	31.57%	-	-
	若羽臣	35.43%	39.01%	33.41%	30.29%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

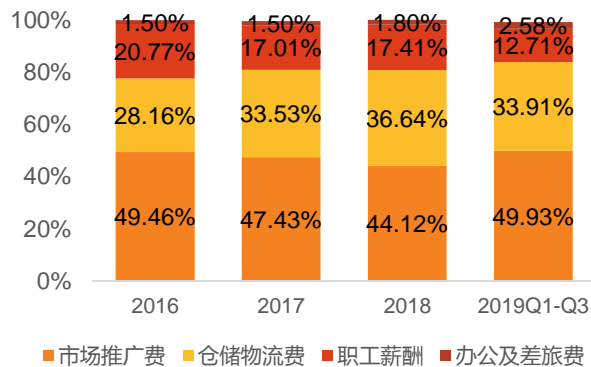
公司期间费用率在 2017 至 2019Q1-3 较为稳定，在 23%-24% 区间。其中销售费用率最高，销售费用中市场推广费占比最高。2016/2017/2018/2019H1 期间费用率分别为 33.03%/23.03%/23.34%/23.68%，在 2017 至 2019Q1-Q3 基本保持稳定。其中销售费用率最高，销售费用主要分为市场推广费，仓储物流费，职工薪酬和办公差旅费。市场推广费占销售费用比例最高，在 44%-50% 区间。

图 19：2016-2019Q1-3 期间费用占营收比例

图 20：2016-2019Q1-3 销售费用细分占比



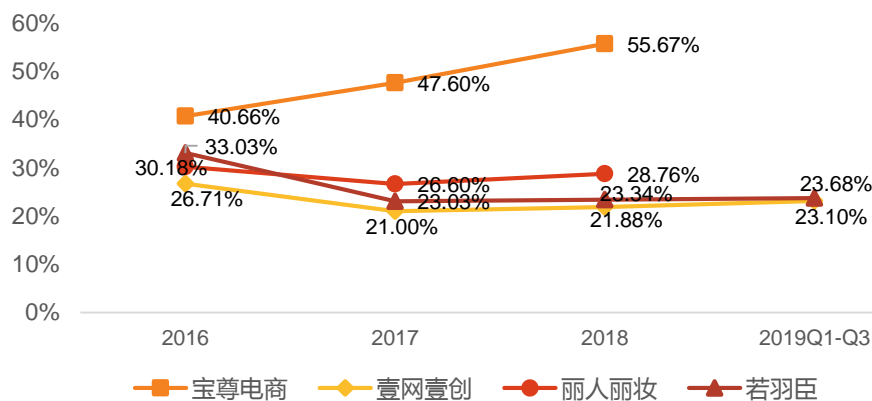
资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

公司期间费用率处于行业较低水平。公司 2017 年期间费用率大幅下降，主要是由于公司营收快速增长带来的规模效应，之后期间费用率基本稳定，位于行业较低水平，低于宝尊电商和丽人丽妆，略高于壹网壹创，主要由于公司的销售费用率低于行业平均值。

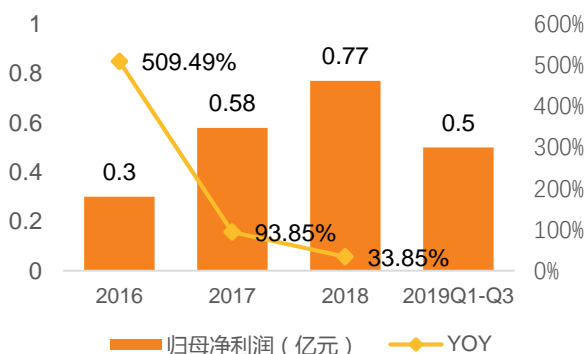
图 21：同行业可比公司期间费用率对比



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

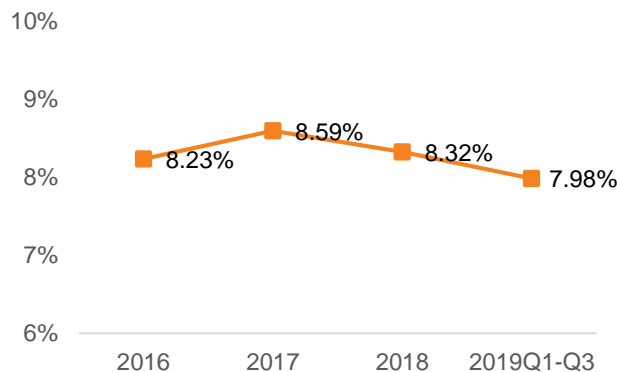
公司归母净利润快速增长，净利率处于 7.9%–8.6% 区间。2019Q1–Q3 公司归母净利润为 0.5 亿元，2016/2017/2018 年归母净利润分别为 0.3/0.58/0.77 亿元，逐年快速增长。2016/2017/2018/2019Q1–Q3 净利率分别为 8.23%/8.59%/8.32%/7.98%，较为稳定，处于 7.9%–8.6% 区间。

图 22：2016–2019Q1–3 若羽臣归母净利润



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

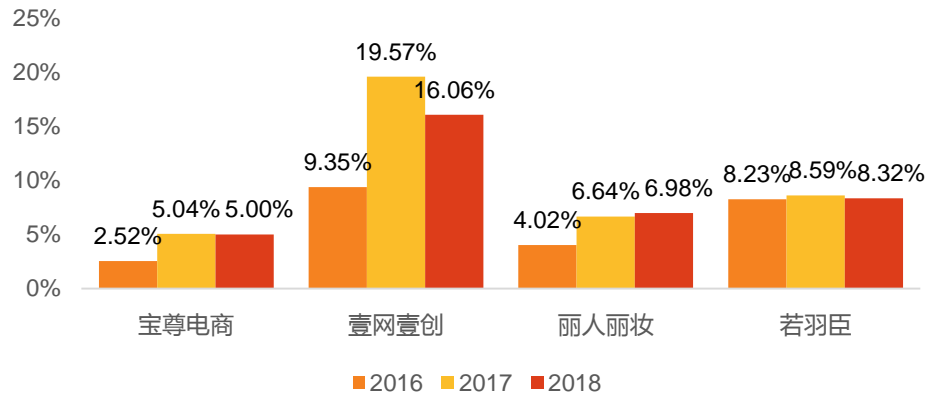
图 23：2016–2019Q1–3 若羽臣净利率



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

公司净利率在同行业可比公司中处于中等水平，低于壹网壹创，高于丽人丽妆和宝尊电商。公司净利率在 2018 年与壹网壹创有较大差距，主要是因为公司毛利率大幅低于壹网壹创，而期间费用略高于壹网壹创。公司净利率高于宝尊电商，主要由于其期间费用率远低于宝尊电商。公司净利率略高于丽人丽妆，主要由于期间费用率略低于丽人丽妆。

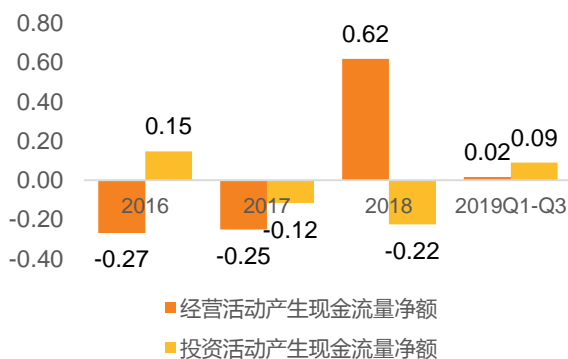
图 24：同行业公司净利率对比



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

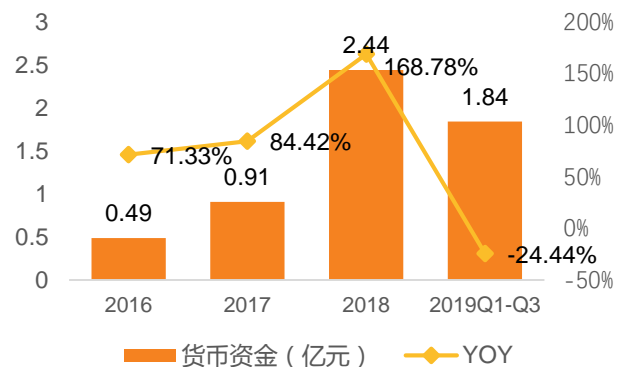
公司经营活动现金流在 2018 年由负转正，货币资金充足。2016 和 2017 年公司经营活动现金流为负，主要由于公司业务规模快速扩张，将经营活动现金主要用于存货、应收账款等经营性资产的继续投入所致。2018 年公司经营活动现金流由负转正，主要由于公司 2017 年定向增发募集资金到位后，日常运营的流动资金缺口得到有力缓解。公司货币资金较为充足，2016 年至 2018 年公司货币资金增长较快，主要原因是公司营业收入持续增加，盈利水平稳定，且回款良好，此外 2017 年及 2018 年公司以股权融资方式向外部投资者募集资金。2019 年 9 月末公司货币资金有所降低，主要原因是 2019 年公司偿还短期银行借款。

图 25：2016-2019Q1-3 经营/投资活动现金流量净额（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 26：2016-2019Q1-3 货币资金



资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

公司营收水平在行业中较低，但增速较快。合作品类多样，主要为国际品牌，有全渠道运营平台。公司在 2018 年营收绝对值位于行业中低位，但增速较快。主要品类包括母婴、美妆个护和保健品，比壹网壹创和丽人丽妆经营的品类更加多样化。合作品牌数量位于行业中较高水平，且国际品牌占比达到 90%。公司拥有众多运营平台，销售渠道多样。

表 7：同行业业绩情况，业务模式和品牌情况对比

	若羽臣	壹网壹创	丽人丽妆	宝尊电商	
业绩情况	2018 年营收（亿元）	9.31	10.13	36.15	53.93
	17/18 年营收增速(%)	80.09/38.76	38.86/43.78	69.67/5.69%	22.37/29.99
	18 年净利润（亿元）	0.77	1.63	2.52	2.7
	17/18 年净利润增速（%）	93.85/33.85	190.47/17.99	180.17/11.04	134.79/32.6
业务模式	业务占比（2018 年）	零售 40.71%	线上服务 84.3%	电商零售 92.55%	产品销售 46.67%
		运营服务 10.21%	线上分销 14.95%	品牌营销 6.35%	服务收入 53.33%
		渠道分销 40.57%	内容服务 0.68%	其他业务 1.09%	
		品牌策划 8.51%	其他业务 0.06%		
	仓储物流	仓库物流均外包	仓库自运营，物流外包	仓库物流均外包	仓库自运营，可提供物流
品牌情况	主要品类	母婴、美妆个护、保健品	美妆个护	美妆	服饰、家电
	合作品牌数量（2018 年）	77 个	20 个	67 个	185 个
	运营平台	天猫、京东、唯品会、小红书、抖音等全平台，天猫国际、唯品会国际、考拉等跨境渠道	天猫、唯品会、小红书全平台运营	主要于天猫平台运营	线上品牌官网商城、电商平台（天猫、京东、小红书、亚马逊）、社交电商，线下智能门店等全渠道
	GMV（2018 年）	国际品牌占比 90%	62 亿元	70 亿元（预估）	294 亿元

资料来源：Wind，招股说明书，宝尊电商年报，天风证券研究所

3. 签约九成为国际大牌，享母婴美妆赛道高增红利

3.1. 助力国外品牌进入国内电商渠道，签约九成为国际大牌享行业红利

提供一站式综合解决方案，助力国外品牌进入国内电商渠道。公司所服务的客户主要为全球优质消费品牌，国际品牌数量占比为 91.86%。部分国外品牌商虽具备品牌知名度和通畅的线下分销渠道，但缺乏国内电商运营经验和团队。由于对接平台渠道众多、电商平台规则繁杂，其为中国市场设置专门电商运营团队的性价比不高，而借助电商服务商的专业资源可以快速打开中国电商渠道，实现销量增长的同时提升消费者体验、带来更大品牌溢价。根据艾瑞咨询分析，2019 年国际品牌对电商服务商的需求比例达 80%-90%，远高于国内品牌需求比例 20%-30%。若羽臣的核心竞争优势恰好契合了国外品牌的需求，公司基于专业化、体系化的运营服务能力及对电商平台运营规则的透彻理解，为品牌方提供一站式综合解决方案，有效助力国外品牌进入国内电商渠道。

上游对接全球优质消费品牌，背靠多平台销售通路，下游精准触达消费者。品牌端，公司通过提供品牌定位、店铺运营、渠道分销、整合营销、数据挖掘、供应链管理等全方位电商综合服务将其推向前端消费者。消费者端，公司深耕消费者购买决策链的每个环节，凭借多年电商运营经验和消费者数据积累，并利用微信、微博、淘宝等多层次的营销媒体曝光吸引消费者关注、了解、购买并分享。平台端，公司以天猫平台为核心运营渠道，构建了覆盖京东、唯品会、考拉等电商平台的全网销售通路，实现对店铺的精细化运营。

图 27：公司为跨品类的优质品牌提供多平台的运营服务



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

布局 5 大行业操盘 80+ 品牌，十年造梦之旅玩转新电商。公司在 2013 年战略性切入母婴领域的电子商务综合服务市场，凭借在线上店铺运营和营销推广过程中与消费者的深入沟通，在母婴领域逐渐培育了核心竞争优势，截至 2019 年 9 月，公司合作的品牌数量为 86 个，其中，国际品牌数量达到 79 个，与包括美赞臣、合生元、帮宝适、哈罗闪、妈咪宝贝在内的母婴知名品牌达成合作。同时，公司积极顺应行业增长趋势，向美妆、个护、食品、保健等生活快消品拓展，与包括美迪惠尔、苏菲、红印、善存、百乐、嘉实在内的诸多品牌展开合作，公司合作国家涵盖欧美日韩澳新多地。截至 2019 年三季度末，公司已布局 5 大行业，操盘 80+ 品牌，共运营 98 家品牌店铺，其中 91 家（占比 92.86%）为品牌旗舰店。根据天猫服务商官网 2019 年 Q1 电商服务商行业排行榜，公司在医药保健领域排名第一，在母婴、汽车用品领域名列前五。

图 28：公司合作的主要品牌情况



资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

3.2. 具备快速提升的品牌孵化力，打爆品高增长态势延续

快速提升的品牌孵化力，助力近 20 个品牌从“0”到“1”的养成。公司凭借在细分领域

的先发优势和扎实的运营功底，自成立至今已成功帮助 20 余国外新晋品牌从“0”到“1”的养成，多个品牌在公司运营下实现销售额高速增长，成为天猫国际同品类销售额第一，典型案例包括哈罗闪（Sanosan）、红印（Red Seal）、发之食谱（Hair Recipe）以及宜可诚（Eco Store）等。以公司运营的德国婴幼儿洗护品牌哈罗闪为例，2013 年公司引入哈罗闪（Sanosan）品牌，助力其线上渠道快速增长，在开店次年便创造了店铺月度销售额不足 5 万元发展至 2014 年双十一单日销售额 642.26 万元的佳绩，助力品牌勇夺宝宝洗浴护肤类目第一名。2017 年 7 月公司与红印（Red Seal）合作，当年红印品牌收入及销量同比增速为 315%/294%；公司运营的护发品牌发之食谱，在一个月内凭借小黑盒活动实现销售额从 0 到逾 600 万的突破；宜可诚运营首年双十一同比增长 106%。

图 29：公司在细分领域的爆品打造案例



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

打爆品、高增长态势延续，618 签约品牌总 GMV 同比增长 62%。2020Q1 公司新签约了蒙牛特仑苏、高丝 SUNCUT、京都念慈庵等 14 个国内外知名品牌，且多家新店铺销售取得佳绩，实现了首季开门红。其中，SUNCUT 借势品牌代言人蔡徐坤官宣，打造爆款组合，旗舰店同品类仅 24 小时总销量突破 11W 瓶，总销售额突破 880W，销售额稳居天猫美妆类目店铺 TOP1，特仑苏、OBAGI、京都念慈庵等亦有靓丽表现。凭借优秀的综合运营能力，公司获得 2020 天猫国际“挚爱拍档（服务商）”称号，此外，公司服务品牌 Swisse 拿下了天猫国际 2020 财年新势力（消费者最喜爱品牌）和亿元俱乐部（美元）两项大奖；Axxiza 则获得了天猫国际 2020 财年新锐奖。618 期间，若羽臣携手 10 个品牌实现增幅超 100%，24 个店铺 GMV 超过去年双十一，若羽臣签约品牌总 GMV 同比增长 62%。

图 30：2020Q1 新签约品牌延续高增长态势

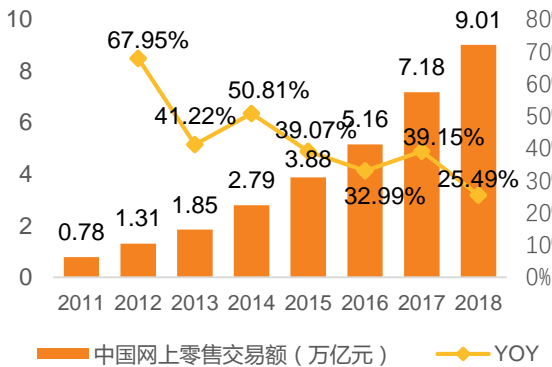


资料来源：公司官网、天风证券研究所

3.3. 代运营市场高成长性，母婴美妆赛道红利可观

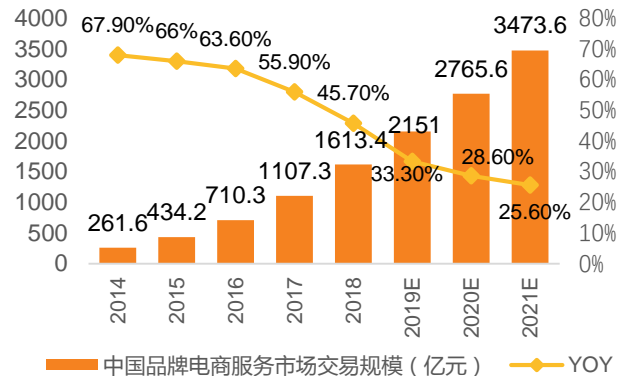
代运营市场保持高速增长，电商行业不断扩容。艾瑞咨询数据显示，2018 年，我国品牌电商服务市场规模达到 1613.4 亿元，保持 45.7% 的高速增长，预计未来增速仍保持在 25% 以上。据天猫服务商官网统计，2018 年天猫服务商引入新品牌 843 个，店均成交量是大盘新商家近 3 倍，2018 年天猫服务商 GMV 同比增长高于大盘近 20%。商务部数据显示，2018 年我国网上零售交易规模达 9.01 万亿元，同时保持着 25.49% 的高增速。QuestMobile 数据显示，过去一年，在用户量增长近乎停滞的状态下，移动用户人均使用时长增长了 12.9%，由 2019 年 4 月的 128.2 小时增长至 2020 年 4 月的 144.8 小时，伴随着消费者“触网”时间进一步增长，直播带货、短视频种草等新业态的进一步发展，将持续提升电子商务的天花板。

图 31：2011-2018 年中国网上零售交易规模



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

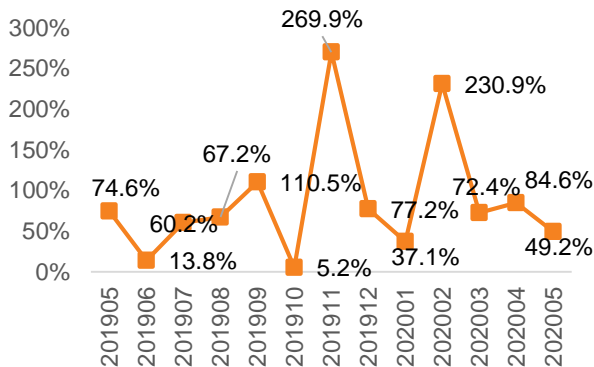
图 32：2014-2021 年中国品牌电商服务市场交易规模



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

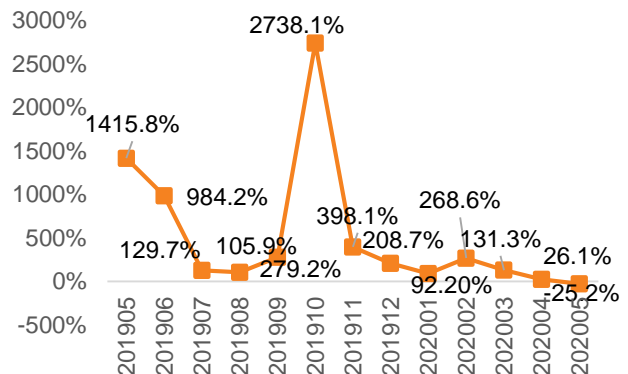
线上母婴市场保持三年增长，若羽臣签约品牌中高端为主成绩耀眼。CBNData 联合天猫母婴发布的《2019 线上母婴消费趋势洞察报告》显示，线上母婴市场近三年持续增长，增长点主要归功于 95 后初为父母成为新的消费群体，使得母婴消费者人数增速远超整体水平，而年轻 85/90 后父母既有较高追求的消费意愿，又有足够的支付能力，是母婴市场中高端品牌的忠实购买群体。18 年 7 月-19 年 6 月在天猫平台购买多个婴童食品品类的消费者同比增长 31%，线上一站式喂养成为趋势；其中高端纸尿裤销售额增速达 146%。公司旗下合生元、Dodie、帮宝适均为高端路线产品，主要产品为婴幼儿奶粉、纸尿裤，在近几年取得了可观增长。此外，公司签约的澳大利亚自然健康品牌 Swisse 连续三年获得天猫国际保健行业销售冠军，19 年双十一更是销售破亿，包括 Swisse 海外水光片在内的 7 大爆品领跑海外保健品类目 TOP1。

图 33：合生元天猫旗舰店销售额同比增速 (%)



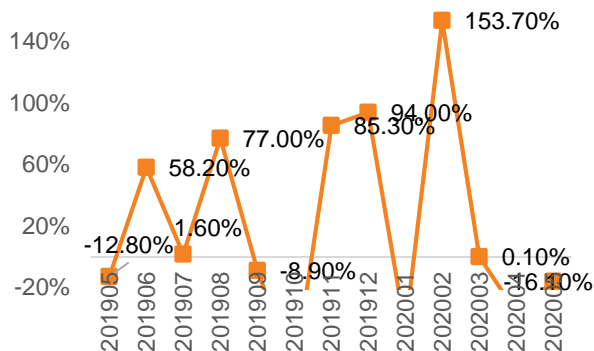
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 34：Dodie 天猫旗舰店销售额同比增速 (%)



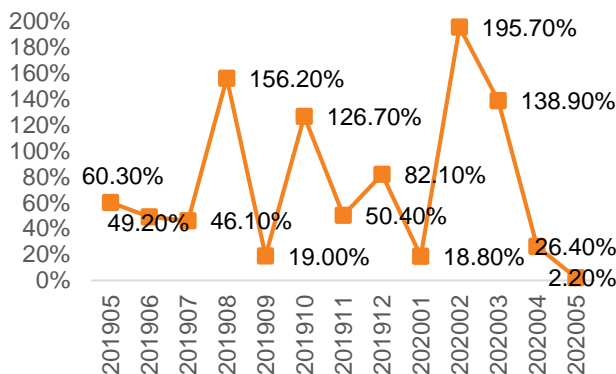
资料来源：独道数智，天风证券研究所

图 35：帮宝适天猫旗舰店销售额同比增速（%）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

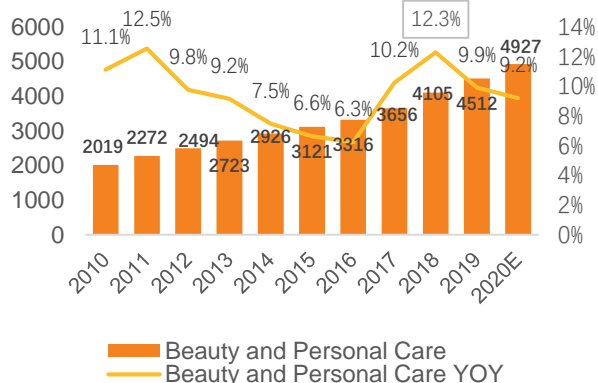
图 36：Swisse 天猫旗舰店销售额同比增速（%）



资料来源：独道数智，天风证券研究所

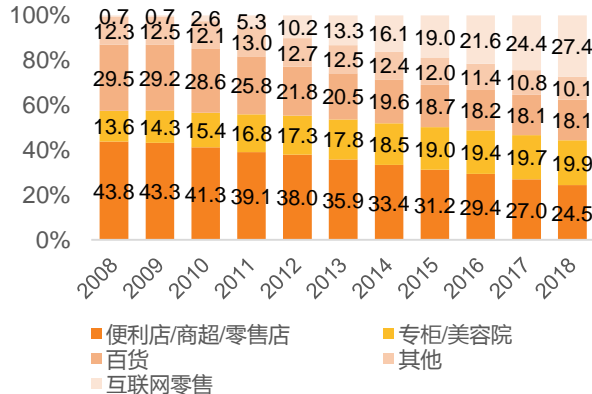
美妆赛道近十年保持 9.33% 的高增速，其中互联网零售占比逐年上升。一方面，颜值经济趋势下，美妆消费场景和需求日趋多元化，消费升级、渠道下沉则给行业带来了更大的消费空间。《天猫 2019 年颜值经济报告》显示，天猫上的美妆消费者已突破 3 亿，其中 95 后消费者超过 5000 万，2018/2019 年天猫美妆销售同比增速超过 60%。根据欧睿数据，2020 年我国化妆品市场规模将达到 4927 亿，2010-2020 年 CAGR 为 9.33%。另一方面，网络购物使消费者摆脱了过去线下消费的模式，消费者精力、时间及信息碎片化的背景下，线上投放能够更为有效的整合碎片化资源。2008 年至 2018 年，美妆行业互联网零售占比由 0.7% 提升至 27.4%，百货、商超在内的传统线下渠道占比均有降低。后疫情时代教育更多品牌方加大线上投放与布局。公司与韩国知名面膜品牌美迪惠尔、思亲肤、澳大利亚的一线药妆品牌 CEMOY，澳大利亚健康自然品牌 Swisse，日本有机药妆品牌 THREE，日本口服美容品牌 AXXZIA 晓姿等展开合作，借助强大的综合运营能力赋能海外美妆品牌，有助于实现互利共赢。

图 37：近十年来化妆品增速及规模（销售额：亿元，YOY：%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 38：美妆互联网零售占比逐年上升（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

4. 风险提示

① 行业竞争加剧风险

由于面临线上渠道和其他分销渠道的激烈竞争，如果公司在未来经营中，不能保持创新能力以适应市场需求变化，可能造成其经营业绩波动。

② 品牌合作及拓展风险

获得品牌授权和持续合作对公司业务发展有很重要的影响，如果既有品牌终止合作

或业务增速未达预期，将可能会对公司的业绩及业务开展造成一定的不利影响。

③ 业绩增速不及预期的风险

可能由于经济环境的影响，以及消费者习惯和偏好的改变，美妆销售的增速不足预期，造成公司业绩不及预期的风险。

④ 国际贸易环境波动的风险

由于公司合作品牌九成为国际大牌，如果国际贸易环境出现波动，将会对公司业务产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告