

电商代运营行业系列报告(一): 快速增长背景下, 机遇和挑战并存

核心观点

- **电商代运营行业概况:** 电商代运营是连接品牌方和平台的中介机构, 行业萌芽于 2003 年, 发展初期的核心价值是帮助品牌方提升电商平台上的运营效率, 服务多以单环节运营为主。经过十多年发展, 代运营已经由低附加值的“服务外包方”转型为高附加值的“品牌服务商”。**从经营模式来看,** 经销和代销各有千秋, 未来预计长期并存。创始团队基因与代运营公司的经营模式、合作品牌有一定相关性。**从客户偏好来看,** 外资品牌更倾向于与代运营公司合作, 且合作稳定性更强, 而国内品牌更倾向于自己组建电商部门。另一方面中小品牌或处于发展瓶颈期的品牌更愿意与代运营公司合作; **从服务品类来看,** 美妆品类在服务需求和佣金率方面均处于行业第一。
- **我们预计后疫情时代国内代运营行业仍将维持较快增长。** 根据艾媒数据, 2016-2019 年国内品牌电商服务行业(代运营行业)年复合增速为 43%, 即使考虑到新冠疫情的影响, 2020 年行业的市场规模仍将达到 2,407 亿元, 同比增长 14%。**我们从过去十年代运营行业的高速发展中总结出三条最重要的驱动因素, 并且发现这些驱动因素同样适用于行业的未来 3-5 年的发展:** (1) 以天猫为首的 B2C 电商平台的高速发展 (2) 品牌方与代运营合作意愿持续提升 (3) 社交电商繁荣兴起带来的行业新空间。
- **我们认为, 未来电商代运营行业存在三大变化 (1) 竞争格局 (未来机遇):** 优势龙头逐步形成, 未来投资确定性大幅提升。壹网壹创作为目前 A 股的稀缺标的在资本市场中表现突出, 随着后续更多优质龙头的上市扩容, 板块效应更加凸显, 也将为资本市场带来更多投资机会。(2) **产业价值 (未来机遇):** 我们认为未来代运营公司的能力边界有进一步扩展的空间, 实现从服务外包方到全链条生意合作伙伴的转变, 与品牌方实现更深度绑定, 并且有望切入更多高毛利的新兴业务。(3) **想象空间 (未来挑战):** 从产业链角度, 代运营公司本质上依附于品牌而存在, 存在一定局限性, 因此市场对头部企业的长期成长性存在分歧。我们认为, 无论是采用经销还是代销模式的代运营公司, 未来都有机会通过业务模式创新突破自身瓶颈, 比如通过和品牌方的股权合作、自身孵化或投资初创期品牌等方式向上游品牌端延伸, 最大化自身价值。

投资建议与投资标的

- 我们看好代运营行业中短期 3-5 年的快速增长, 预计疫情有望进一步强化行业龙头的竞争优势。长期来看, 虽然行业存在一定挑战, 但我们仍看好龙头企业的业务创新能力和成长潜力, 在未来快速变化的新零售环境中把握先机, 个股层面, 我们建议关注壹网壹创(300792, 未评级)和宝尊电商(BZUN.O, 未评级)。

风险提示

- 品牌方自建电商团队, 代运营公司核心人才流失风险, 经济减速带来的消费能力降低等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

纺织服装行业

报告发布日期

2020 年 08 月 06 日

行业表现



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860513060001

联系人

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

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。。



目 录

电商代运营概况	5
经营模式: 经销和代销各有千秋, 未来将长期并存	6
客户偏好: 品牌属性、收入体量和发展阶段决定服务意愿	8
服务品类: 美妆品类在服务需求和佣金率方面均处于行业第一	9
核心增长驱动因素	10
驱动因素 1: 以天猫为首的 B2C 电商平台的快速发展	10
驱动因素 2: 品牌方与代运营合作意愿持续提升	12
驱动因素 3: 社交电商繁荣兴起带来的行业新空间	16
未来三大变化	21
竞争格局: 优势龙头逐步形成, 未来投资确定性大幅提升	21
产业价值: 从服务外包方到全链条生意合作伙伴	23
想象空间: 向上游品牌方延伸, 攫取产业链更大价值	25
相关公司	26
壹网壹创: 百雀羚起家, 擅长品牌营销的美妆代运营龙头	26
宝尊电商: 重视 IT 技术和物流仓储, 规模最大的综合型代运营巨头	28
丽人丽妆: 专注经销模式, 规模最大的美妆类代运营公司	30
若羽臣: 深耕母婴美妆保健品等多个领域, 品牌孵化能力强	33
风险提示	35

图表目录

图 1: 天猫服务商服务提供展示.....	5
图 2: 电商代运营行业发展历程.....	6
图 3: 头部代运营公司归母净利润率变化.....	6
图 4: 国内外品牌对品牌服务商的需求比例对比 (2019)	8
图 5: 天猫旗舰店美妆品牌代运营和直营数量比较 (2019)	8
图 6: 壹网壹创重塑百雀羚营销文案.....	9
图 7: 服务商主要服务品类品牌数量占比 (2019)	9
图 8: 服务比例增幅较大的品类 (2016-2019 复合增速)	9
图 9: 电商服务需求对比 (2019)	10
图 10: 电商服务佣金率行业均值水平 (2019)	10
图 11: 中国品牌电商服务市场规模及预测 (2016-2022E)	10
图 12: 天猫平台中 GMV 超过 10 亿元代运营公司数量	10
图 13: 中国互联网零售市场及增速 (万亿元)	11
图 14: 互联网零售市场规模在社会消费品零售总额中占比	11
图 15: 中国互联网零售市场结构及预测	11
图 16: 中国互联网零售 B2C 市场交易份额 (2018)	11
图 17: 头部电商代运营合作品牌数量.....	12
图 18: 宝尊电商 GMV 增长情况 (十亿元)	13
图 19: 中国电商代运营在网络零售市场的渗透率.....	13
图 20: 天猫双十一 GMV (十亿元)	13
图 21: 中国分渠道快速消费品城镇零售市场销售额占比 (2015-2019, 亿元)	15
图 22: 社交电商产业链图谱.....	16
图 23: 中国消费类品牌商广告宣传推广费变化 (十亿元)	17
图 24: 阿里获客成本不断上升 (元)	17
图 25: 中国直播电商交易规模 (十亿元)	17
图 26: 直播电商占线上购物比例.....	17
图 27: 中国品牌电商服务市场竞争格局 (2018)	21
图 28: 品牌电商服务第一梯队 GMV 占比情况	21
图 29: 品牌电商服务商能力矩阵图	24
图 30: 天猫提出将 TP 转型为 TEP	24
图 31: 天猫旗舰店 2.0 战略	24
图 32: 壹网壹创营业收入及增速 (百万元)	26
图 33: 壹网壹创归母净利润及增速 (百万元)	26

图 34: 宝尊电商营业收入及增速 (百万元)	28
图 35: 宝尊电商归母净利润及增速 (百万元)	28
图 36: 宝尊电商技术与内容开支 (百万元)	29
图 37: 宝尊电商仓库面积和仓库数量 (千平方米)	29
图 38: 丽人丽妆营业收入及增速 (百万元)	31
图 39: 丽人丽妆归母净利润及增速 (百万元)	31
图 40: 若羽臣营业收入及增速 (百万元)	34
图 41: 若羽臣归母净利润及增速 (百万元)	34
表 1: 代运营主流经营模式比较.....	7
表 2: 代运营主流经营模式优劣势比较.....	7
表 3: 头部代运营公司业务占比.....	7
表 4: 美妆、服饰、3C 家电品类触网比例.....	12
表 5: 主流电商平台双十一活动汇总.....	13
表 6: 丽人丽妆通过数据运营工具进行品牌运营.....	15
表 7: KOL 直播和店铺直播对比分析.....	18
表 8: 各类直播平台对比分析	18
表 9: 各平台内容格式、流量模式及商业化能力对比.....	19
表 10: 美妆类品牌常见 KOL 短视频投放策略.....	19
表 11: 天猫星级代运营公司数量及占比 (2019H2)	21
表 12: 部分已上市及拟上市的代运营公司	22
表 13: 头部代运营公司最新合作品牌数量展示	22
表 14: 专注细分领域的代运营数量统计及举例	23
表 15: 壹网壹创主要合作品牌近年业务发展情况.....	26
表 16: 壹网壹创收入拆分 (百万元)	27
表 17: 壹网壹创主要股东及持股比例 (2019 年底)	27
表 18: 宝尊电商收入拆分 (百万元)	29
表 19: 宝尊电商主要股东及持股比例 (截止 2019 年底)	30
表 20: 丽人丽妆收入拆分 (百万元)	31
表 21: 丽人丽妆主要合作品牌近年业务发展情况.....	31
表 22: 丽人丽妆主要股东及持股比例 (发行后)	32
表 23: 若羽臣主要合作品牌成功案例.....	33
表 24: 若羽臣收入拆分 (百万元)	34
表 25: 若羽臣主要股东及持股比例 (发行后)	34

2010 年后, 随着 B2C 电商平台的加速发展, 电商代运营行业迎来黄金发展期, 根据艾媒数据, 2016-2019 年电商代运营行业的年复合增速为 43%。个股方面, 壹网壹创作为 A 股稀缺标的在资本市场中表现突出, 我们认为随着后续更多优质龙头上市扩容, 板块效应将更加凸显。本篇报告是我们团队发布的电商代运营行业系列报告的第一篇, 详细梳理了电商代运营的发展概况、核心增长驱动因素等, 并且针对行业未来发展方向提出了我们的见解和看法。

电商代运营概况

电商代运营公司是连接品牌方和平台的中介机构, 为品牌方提供部分或全部电商服务, 我们以天猫服务商为例, 根据官方定义, 代运营方主要提供 9 大类服务, 包括咨询服务、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。代运营行业伴随 B2C 平台崛起而产生, 头部公司创始人大多有电商平台工作经历, 属于劳动密集型产业。

图 1: 天猫服务商服务提供展示



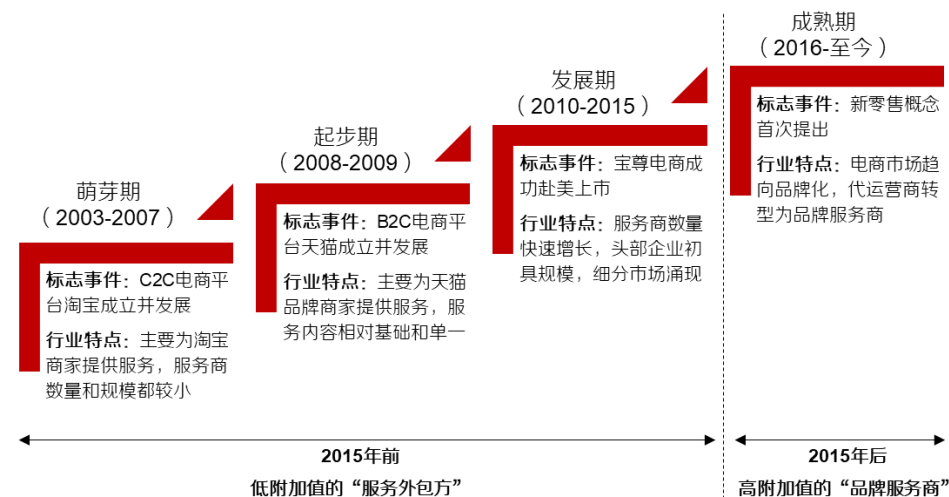
数据来源: 天猫, 东方证券研究所

电商代运营行业与阿里电商平台的发展历程息息相关, 随着淘宝和天猫平台的兴起, 代运营行业在 2003 年和 2008 年分别进入了萌芽期和起步期, 2010 年后随着 B2C 电商平台的加速发展, 代运营行业迎来黄金发展期, 服务商数量快速增长, 头部企业初具规模, 细分市场涌现。

不过在以上发展阶段中, 代运营公司的核心价值仍然停留在帮助品牌方提升电商平台上的运营效率上, 服务多以单环节运营为主, 属于低附加值的“服务外包方”, 2015 年后代运营公司的核心价值有所延展, 更多参与到品牌全生命周期的管理以及综合战略的制定中, 双方的合作紧密度明显加强, 转型成为高附加值的“品牌服务商”。在此过程中有两大主要变化: 1) 部分企业受益于过往的成功案例(例如壹网壹创与百雀羚的合作), 在行业内形成口碑从而吸引更多品牌方与其合

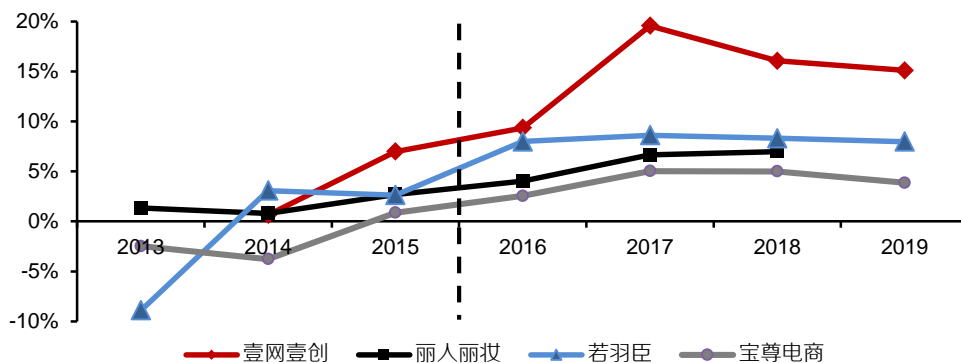
作, 逐步形成规模效应; 2) 头部企业转型“品牌服务商”带来业务模式的多元化, 收入途径增多, 两者叠加导致头部企业的盈利增速中枢在 2015 年后有明显提升。

图 2: 电商代运营行业发展历程



数据来源: 艾媒咨询, 东方证券研究所

图 3: 头部代运营公司归母净利润率变化



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

经营模式: 经销和代销各有千秋, 未来将长期并存

目前市场上存在两种主流的经营模式, 即经销和代销模式:

经销 (重资产模式): 业务本质为线上经销商, 具体分为纯经销和分销两种模式, 其中纯经销模式通过买断产品, 销售给终端消费者赚取进销差价, 拥有平台店铺的所有权并参与建设、运营官方旗舰店; 分销模式基于品牌方的分销授权, 向其采购商品后销售至分销商 (例如唯品会等平台);

代销（轻资产模式）：业务本质为服务外包方，具体分为代运营和内容服务两种模式，其中代运营模式通过店铺实现的销售额按所协商比例确认佣金收入，服务商没有平台店铺的所有权，也不涉及产品采购，因此该模式投入较少，运营成本低，毛利率较高。内容服务模式即为品牌方提供营销策划方案及其执行服务，按照事先商定的服务费确认收入。

表 1：代运营主流经营模式比较

经营模式	细分	细节	店铺所有人	客户	收费模式
经销 (重资产)	纯经销	<ul style="list-style-type: none"> 买断产品，并销售给终端消费 建设、运营官方旗舰店 	代运营	消费者	赚取进销差价
	分销	<ul style="list-style-type: none"> 基于品牌方的分销授权，向其采购商品后销售至分销商 		B 端平台或其他分销商	
代销 (轻资产)	代运营	<ul style="list-style-type: none"> 建设、运营官方旗舰店 	品牌方	品牌方	销售额比例
	内容服务	<ul style="list-style-type: none"> 为品牌方提供营销策划方案及其执行服务 			服务费

数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，两种模式满足了不同品牌的特定需求，对代运营商而言两种模式各有优劣势，预计未来两种模式将长期存续。经销品牌较为适合新进入中国的海外品牌以及销售驱动型的品牌，由于经销模式买断产品，因此代运营商具有较强的产品定价权，并掌握详细的销售和运营数据，劣势在于对代运营商的资金占用需求高且库存风险较大。代销模式较为适合在中国有完整电商团队、较好的品牌基础或规模体量的公司，对代运营商而言，优势在于前期投入小，对自己占用需求低，库存风险较小，劣势在于随着合作的逐步稳定，服务佣金率或逐年降低。

表 2：代运营主流经营模式优劣势比较

经营模式	适合什么类型的品牌	优势（对代运营商）	劣势（对代运营商）
经销	<ul style="list-style-type: none"> 新进入中国的海外品牌 销售驱动型的品牌 	<ul style="list-style-type: none"> 拥有较强产品定价权 掌握详细销售数据 	<ul style="list-style-type: none"> 对资金占用需求高 库存风险较大
代销	<ul style="list-style-type: none"> 在中国有完整电商团队 较好的品牌基础或规模体量 	<ul style="list-style-type: none"> 对资金占用需求低 库存风险较小 	<ul style="list-style-type: none"> 随着合作的逐步稳定，服务佣金率或逐年降低

数据来源：天猫，东方证券研究所

此外，创始团队基因与代运营公司的经营模式、合作品牌有一定相关性。举例来看，杭州悠可的创始团队不少具备海外品牌工作和生活经验，对跨国企业的运作模式更为熟悉，因此公司更擅长代销相对成熟的海外中高端美妆品牌。丽人丽妆创始人黄韬毕业于清华大学自动化专业，具备较强的 IT 和计算机背景，数据分析和预判能力强，因此公司创立之初就倾向于选择经销模式，从而能够掌握详细的品牌销售和运营数据。

表 3：头部代运营公司业务占比

经营模式	细分	壹网壹创			丽人丽妆			若羽臣			宝尊电商		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019 H1	2017	2018	2019 Q1-Q3	2017	2018	2019
经销	纯经销	70.2%	61.7%	56.4%	92.2%	92.6%	94.5%	48.6%	40.7%	38.8%	54.4%	46.7%	47.0%
	分销	1.5%	15.0%	20.4%	2.9%	1.1%	2.0%	35.9%	40.6%	42.0%			

代销	代运营	28.2%	22.6%	22.8%	4.9%	6.4%	3.5%	10.5%	10.2%	12.5%	45.6%	53.3%	53.0%
	内容服务	0.0%	0.8%	0.4%				5.0%	8.5%	6.7%			

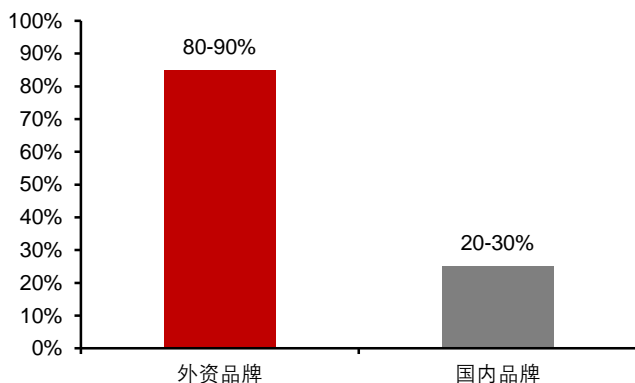
数据来源: 公司年报, 招股说明书, 东方证券研究所

客户偏好: 品牌属性、收入体量和发展阶段决定服务意愿

首先从品牌属性来看, 绝大多数外资品牌更倾向于与代运营公司合作, 且合作稳定性更强, 而国内品牌更倾向于自己组建电商部门开展线上业务。根据艾瑞咨询数据, 2019 年外资品牌对品牌服务商的需求比例高达 80-90%, 相比国内品牌只有 20-30%。我们认为背后的核心原因在于:

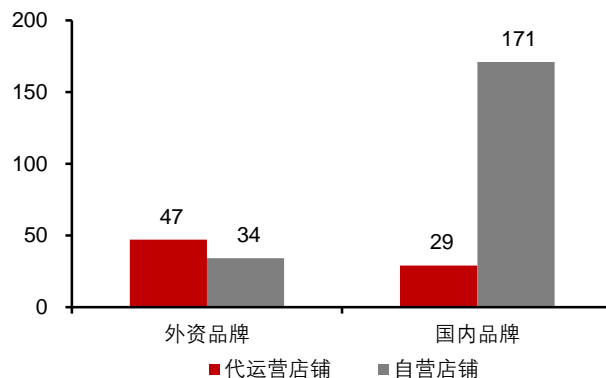
- 1) 外资品牌的管理模式多为成熟的职业经理人制, 倾向于将风险或不确定性外包, 重视成本和风险的控制, 并且对人员配置等方面较为谨慎;
- 2) 国内的电商环境较为特殊, 中国电商大部分的交易集中在天猫、京东等头部平台上, 而国外的流量主要集中在自建的官方网站, 因此从全球总部视角来看, 自建中国电商团队运营难度较大, 国外的运营经验无法移植到国内来, 并购中国的电商业务也无法给其他国家地区带来协同效应;
- 3) 大部分国内品牌尚未进入职业经理人管理阶段, 民营企业老板掌控意愿更强, 更倾向于自建电商团队。本土品牌中, 知名品牌中仅佰草集、百雀羚、三生花、丁家宜、相宜本草等部分品牌选择与代运营公司合作。

图 4: 国内外品牌对品牌服务商的需求比例对比 (2019)



数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

图 5: 天猫旗舰店美妆品牌代运营和直营数量比较 (2019)



数据来源: 青眼统计, 东方证券研究所

其次从收入体量来看, 中小品牌受制于成本压力, 更愿意和代运营公司进行合作。头部代运营公司由于与众多品牌开展合作, 极大分摊了固定成本, 叠加行业内所积累的丰富经验, 导致代运营公司的运营效率远高于中小品牌的自建团队, 我们认为未来随着竞争的加剧, 头部代运营公司将更加关注对中小品牌的服务质量, 在电商红利逐步消退的背景下, 创造新的业务增长点。

最后从发展阶段来看, 处于发展瓶颈期品牌更愿意与代运营公司合作。这类品牌有明确的诉求, 希望代运营公司能够利用它们丰富的运营经验对品牌进行赋能焕新, 提升品牌影响力, 对于代运营公司来说, 此类业务的利润率较高, 更重要的是公司能够通过宣传类似成功案例直接加强自身竞争力。以壹网壹创为例, 公司深入参与百雀羚的产品研发和内容营销, 为公司订制了包括琥珀计划、四美不开心、一九三一等一系列营销方案, 成为美妆营销的经典案例, 2015-2017 年, 百雀羚旗舰店连

续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目的第一名, 在树立标杆案例后, 壹网壹创逐步扩展品牌矩阵, 吸引了如欧珀莱、Olay 等大品牌与其开展合作。

图 6: 壹网壹创重塑百雀羚营销文案

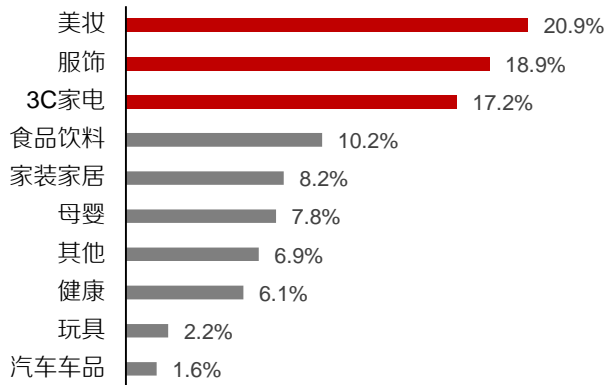


数据来源: 百雀羚, 东方证券研究所

服务品类: 美妆品类在服务需求和佣金率方面均处于行业第一

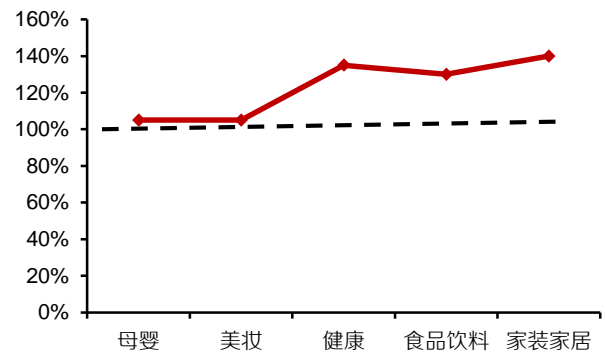
美妆、服饰和 3C 家电品类的服务品牌数量占比位居前三。根据艾瑞数据, 2019 年代运营行业中美妆、服饰和 3C 家电的服务品牌数量占比分别为 20.9%、18.9%和 17.2%, 大幅领先其他品类, 我们认为, 这些品类代运营服务占比高的原因主要如下: 1) 行业分散, 竞争激烈程度高; 2) SKU 繁杂, 产品迭代速度快; 3) 单价适中, 复购率高。

图 7: 服务商主要服务品类品牌数量占比 (2019)



数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

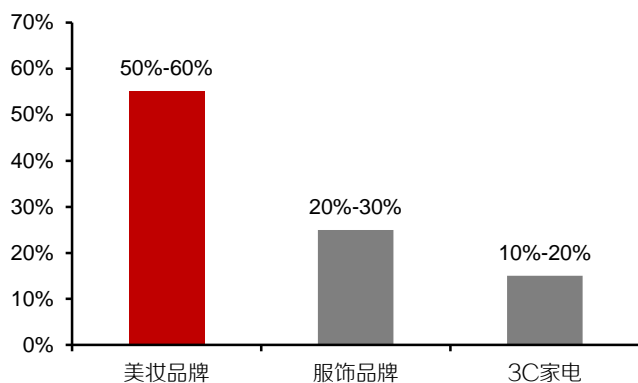
图 8: 服务比例增幅较大的品类 (2016-2019 复合增速)



数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

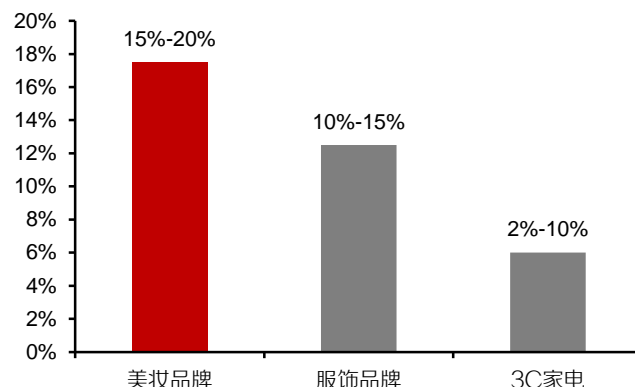
细分来看, 美妆品类无论是服务需求还是佣金率水平均处于行业第一。根据艾瑞咨询数据, 2019 年美妆品类的服务需求约为 50%-60%, 远超服饰品牌和 3C 家电, 而美妆的佣金率水平也达到了 15%-20%, 同样为行业内最高 (业务毛利率也相对较高), 我们认为, 相比于其他行业, 美妆品类线上运营所需要的技巧、经验和能力要求最高, 是代运营行业中最重要细分市场之一。

图 9: 电商服务需求对比 (2019)



数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

图 10: 电商服务佣金率行业均值水平 (2019)

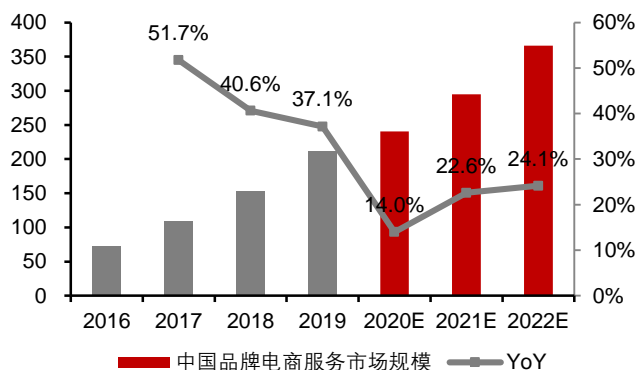


数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

核心增长驱动因素

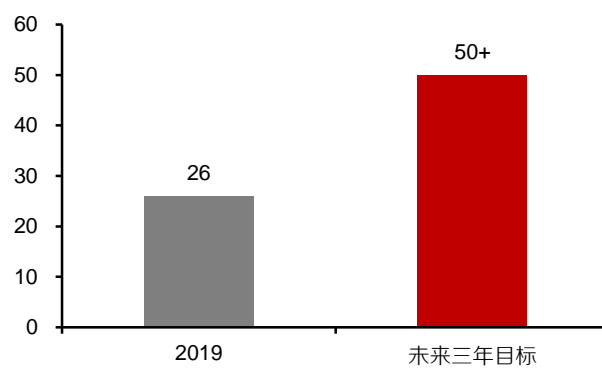
根据艾媒数据预测, 即使考虑到新冠疫情的影响, 2020 年国内品牌电商服务的市场规模仍将达到 2,407 亿元, 同比增长 14%, 2016-2019 的年复合增速超过 43%。2019 年天猫生态服务商大会宣布, 未来三年天猫服务商规模将翻倍, 并且扶持超过 50 家 GMV 超过 10 亿规模的代运营公司 (2019 年为 26 个)。我们从过去十年代运营行业的高速发展中总结出三条最重要的驱动因素, 并且发现这些驱动因素同样适用于行业的未来 3-5 年的发展, 未来行业的成长性依然较好。

图 11: 中国品牌电商服务市场规模及预测 (2016-2022E)



数据来源: 艾媒数据, 东方证券研究所

图 12: 天猫平台中 GMV 超过 10 亿元代运营公司数量



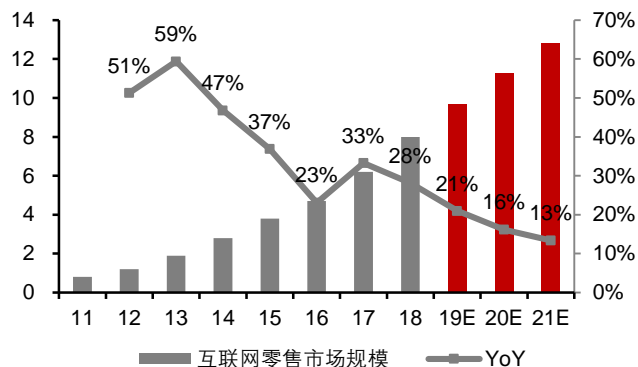
数据来源: 天猫, 东方证券研究所

驱动因素 1: 以天猫为首的 B2C 电商平台的快速发展

互联网零售将维持高速增长。根据艾瑞咨询的数据, 2018 年, 我国互联网零售市场交易规模达到 8 万亿元, 同比增长 28.2%, 自 2011 年以来年平均复合增长率为 39%, 预计 2021 年市场交易规模将达到 12.8 万亿元。同时, 过去五年来我国互联网零售市场规模增速始终高于全社会消费品

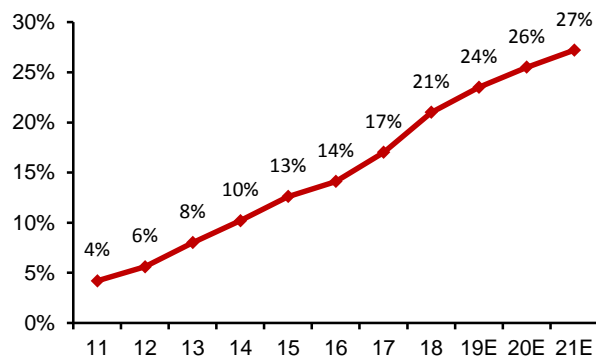
零售总额增速, 互联网零售市场规模在社会消费品零售总额中的占比自 2011 年度的 4 % 提升至 2018 年度的 21%, 预计 2021 年将增长至 27 %。

图 13: 中国互联网零售市场及增速 (万亿元)



数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

图 14: 互联网零售市场规模在社会消费品零售总额中占比

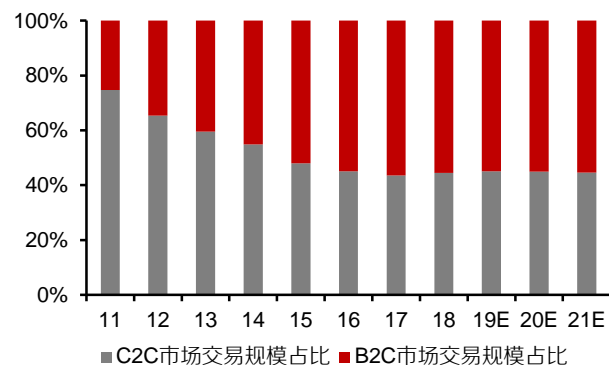


数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

市场结构方面, B2C 平台的份额占比从 2011 年后逐年提升, 为代运营企业提供了高速成长的土壤, B2C 模式拥有相对更高的产品质量和服务保障, 已在互联网零售市场中占据主导地位。2016 年我国互联网零售市场中, B2C 市场交易规模已达到 2.6 万亿元, 并预计未来三年仍保持不断上涨趋势。另一方面, 近年来 B2C 在互联网零售市场中的份额持续攀升, 在 2015 年首次超过 C2C, 2018 年达到 55.5%, 预计 2021 年将提升至 55.4%。

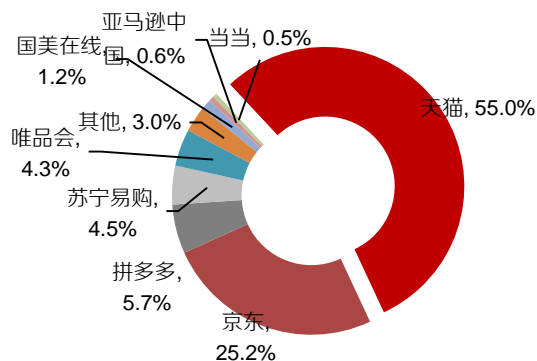
从 B2C 行业格局来看, 2018 年天猫的市场份额 (以市场交易计) 为 55%, 位居市场第一, 是最为重要的代运营渠道, 天猫不仅具有较强的流量优势, 并在美妆、服装、快速消费品等品类上保持市场份额的持续增长, 且在新零售、消费升级、品牌运营及国际化布局等领域均具备领先地位。

图 15: 中国互联网零售市场结构及预测



数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

图 16: 中国互联网零售 B2C 市场交易份额 (2018)



数据来源: 电子商务研究中心《2018 年 (上) 中国网络零售市场数据监测报告》, 东方证券研究所

品牌触网比例持续提升。根据前瞻产业研究院数据, 代运营企业主要服务品类美妆、服饰和 3C 家电的触网比例在过去几年实现显著提升, 2010-2015 年是上述品类触网比例提升速度最快的时期, 至少达 16% 以上, 2015-2019 年提升速度有所放缓, 但是仍然有至少 9% 以上的提升幅度。

表 4: 美妆、服饰、3C 家电品类触网比例

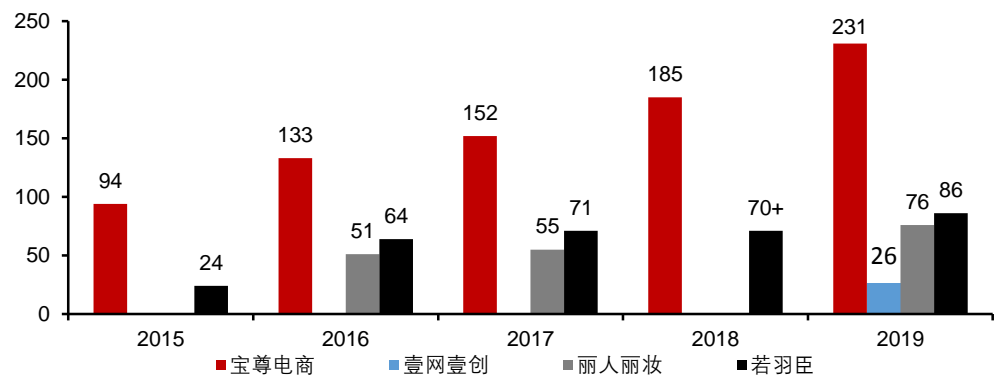
大类	细分品类	2010	2015	2016	2017	2018	2019	2010-15 提升幅度	2015-19 提升幅度
美妆类	个护化妆	3%	19%	22%	24%	27%	30%	16%	11%
	彩妆	4%	24%	27%	30%	34%	36%	20%	12%
	护肤品	3%	19%	21%	23%	26%	28%	16%	9%
服饰类	服装鞋类	1%	18%	23%	28%	31%	34%	17%	16%
3C 家电类	家电	3%	34%	36%	38%	41%	44%	31%	10%
	消费电子	6%	36%	41%	43%	45%	46%	30%	10%

数据来源: 前瞻产业研究院, 东方证券研究所

驱动因素 2: 品牌方与代运营合作意愿持续提升

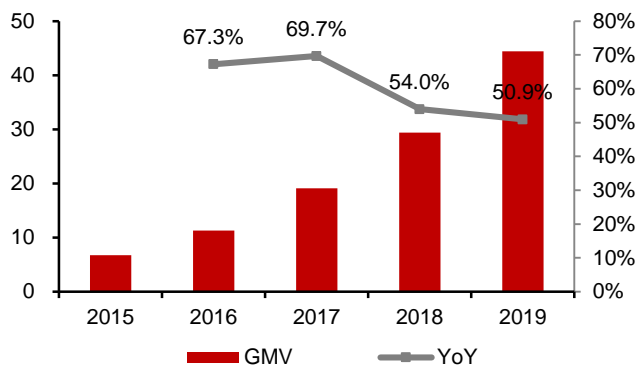
品牌方合作意愿提升, 代运营市场渗透率大幅增长。从头部代运营公司来看, 宝尊电商、丽人丽妆、若羽臣等公司的合作品牌数量在过去几年得到大幅提升, 其中大部分品牌方是第一次选择与代运营公司合作。2019 年, 宝尊电商的 GMV 达到约 444 亿元, 2015-2019 的年复合增速达 60.2%。根据观研天下数据, 中国电商代运营在网络零售市场的渗透率过去几年逐年提升, 从 2014 年的 8.9% 提升至 2018 年的 15.8%, 未来仍然有较大提升空间。

图 17: 头部电商代运营合作品牌数量



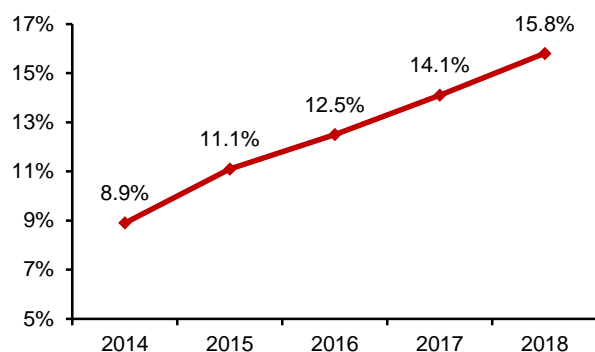
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所, 其中丽人丽妆为半年度数字

图 18: 宝尊电商 GMV 增长情况 (十亿元)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 19: 中国电商代运营在网络零售市场的渗透率



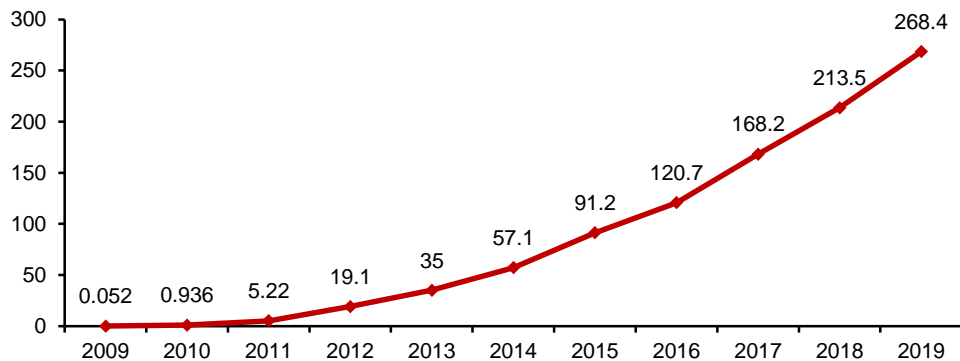
数据来源: 观研天下, 东方证券研究所

我们认为, 与代运营合作至少能解决或满足品牌方的两大主要诉求:

诉求 1: 减少信息不对称, 提升运营效率

代运营公司拥有丰富的行业经验, 同时多品牌运营产生的规模效益能较好地摊销新品牌的运营成本, 能帮助品牌方快速切入电商渠道。以电商促销活动为例, 国内电商市场环境复杂多变, 规则迭代频繁, 对代运营公司专业性要求高。近年来促销活动较为频繁, 形式较为复杂, 重要节日如双十一、双十二、618 等已成为各品牌的必争之地, 促销竞争日益加剧, 代运营作为品牌与消费者的纽带, 凭借对品牌的深入了解和对消费客群的深入洞察, 能够针对性地打造出新颖独特的营销活动, 提升整体的销售转化率。此外, 各个平台的在节日的规则和玩法日趋复杂, 以 2019 年双十一为例, 除去社交性/游戏性玩法外, 优惠形式包括: 满减、预付立减、付定金打折、抢优惠券、抢满减优惠券、交定金抵钱、前 x 名支付享受折扣等, 这都对代运营公司的专业性和应变能力等都提出了较高要求。

图 20: 天猫双十一 GMV (十亿元)



数据来源: 天猫, 东方证券研究所

表 5: 主流电商平台双十一活动汇总

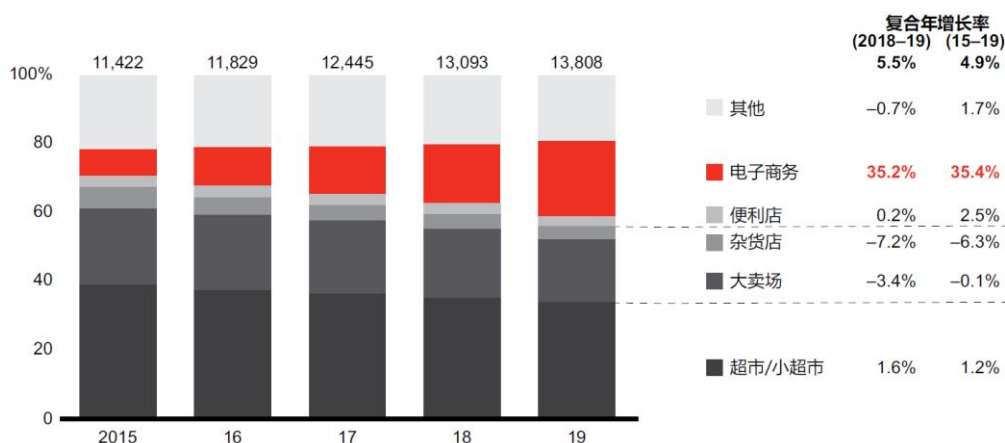
平台	活动阶段	玩法盘点
----	------	------

天猫/淘宝	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 预售期 (10月21日-11月10日): 开启预付定金立减活动, 同时开启超级红包、愿望清单、淘礼金等玩法 ◆ 预热期 (11月1日-11月10日): 开启累计签到奖励、陆续放出各类预热清单 ◆ 爆发期 (11月11日): 0点开始前 N 优惠, 1点付预售尾款, 各种红包奖励可于当日使用 	社交类玩法: <ul style="list-style-type: none"> ◆ 全面开喵铺: 做任务领喵币, 升级喵铺赢红包 ◆ 盖楼大挑战: 拉人助力, 比拼盖楼总等级, 获胜赢红包 优惠类玩法: <ul style="list-style-type: none"> ◆ 愿望清单: 预售期间建立自己的愿望清单, 分享可得红包, 付订金同样返淘礼金红包 ◆ 购物津贴: 天猫每满 400 减 50 (淘宝每满 200 减 20), 上不封顶, 支持跨店铺、跨类目使用, 仅限双 11 当天使用
京东	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 预售期 (10月18日-10月31日) ◆ 专场期 (11月1日-11月8日) ◆ 高潮期 (11月9日-11月11日) ◆ 返场期 (10月12日-11月15日) 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 秒杀“百亿补贴”爆品: 每天万款好物, 超低价入手 ◆ 神券加码享不停: 11月9日-11日发放海量神券, 满 400 减 50 ◆ 下单抽抽乐: 单笔最高可得 4888 元“京贴” ◆ 城城分现金: 参与互动领红包, 满 20 元即可提现, 最高提现 1111 元 ◆ 全民养红包: 做任务得金币, 红包升级可以瓜分现金福利 ◆ 十二玉首卡: 集齐卡片瓜分千万奖池 狂欢新战场: 社交电商“京喜”数亿件 1 元爆款商品, 海量好货得返现
拼多多	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 11月1日-11月8日: 首次进入 11.11 主会场可参加一次红包雨游戏 ◆ 11月9日-11月10日: 每天三场红包雨 ◆ 11月11日: 6 场红包雨游戏 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 会场红包雨: 每个红包 1 元, 可叠加使用 ◆ 平台满返: 每日全平台拼单成团后金额达到返现门槛即可领取金券 ◆ 万券齐发: 最高满 300 减 150 元优惠券, 指定商家/商品 ◆ 百亿品牌补贴: 爆款直降, 指定商品特惠放价 ◆ 签到领现金: 做任务/签到满 10 元可以提现 11.11 大牌日: 品牌排行榜+品牌折扣价+平台补贴大牌券

数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

诉求 2: 完善和优化线上品牌战略, 提升产品知名度和加快招新

随着线上运营环境的逐步优化, 品牌方对于线上渠道的态度也逐步发生了转变, 已逐步从单纯的售货渠道转变成提升品牌影响力、快速招新和增强营销推广的重要方式, 具体表现为举办线上新品首发、打造电商专供爆款、会员体系打造等。根据贝恩发布的《2020 年中国购物者报告》显示, 电商渠道已愈发成为快消品销售的主要渠道之一, 在美妆、母婴等部分品类, 电商已经成为核心销售渠道, 2015-2019 年的快消品在电商的渠道的销售额复合增速超过 35%, 逐年抢夺线下渠道份额。品牌方与代运营商合作能快速切入电商赛道, 在复杂多变的商业环境中掌握先机。

图 21: 中国分渠道快速消费品城镇零售市场销售额占比 (2015-2019, 亿元)


数据来源: 贝恩数据, 东方证券研究所

由于代运营公司与品牌方有长时间的合作经验, 代运营公司沉淀了庞大的用户消费数据, 一方面能够在日后的运营中实现客户的精准匹配、提升产品知名度和口碑, 另一方面还能反向为品牌方的日常运营提出建议。举例来看, 丽人丽妆自行研发了 BI 商业智能分析系统、大数据存储处理系统和 CRM 客户忠实度管理系统, 凭借出色的信息系统和数据挖掘分析能力, 为品牌运营提供数据支持及策略建议, 为提升品牌价值提供有力支持。宝尊电商的数字营销团队目前已超过 300 人, 包括电商策略、媒体投放、内容社交、视觉创意、大数据营销、CRM、Mar-Tech 小组 7 大核心部门, 从市场洞察、大数据应用、媒介策略及投放、品销活动、内容营销及全渠道 CRM 等多维度构建全整合营销服务 (Omni-marketing), 助力品牌拉升 ROI。

表 6: 丽人丽妆通过数据运营工具进行品牌运营

运营方面	描述
产品选择和销售策略	<ul style="list-style-type: none"> 针对品牌或细分产品的销售额、点击量、转化率、客单价、复购率等重要指标进行分析, 挖掘和定位具有流量入口属性、具备带动复购行为潜力或高利润水平的产品, 以此指导产品选择及分区策划; 基于对产品销售数据的相关性分析, 对关联产品销售预期进行判断, 制定产品组合销售、产品交叉推荐策略, 从而提升销售转化及客单价水平。
消费者洞察和精准营销	<ul style="list-style-type: none"> 基于对用户消费数据的挖掘, 总结用户的消费习惯及行为特征, 对用户多样化、个性化的消费需求进行提炼, 从而通过分析消费者画像和标签特征, 实现对不同品牌目标客群的精准定位; 整合运用电商平台站内外各类营销工具及流量资源, 制定个性化的营销策略和推广方案以精准触达目标消费者, 并在实际投放前通过模拟测试优化营销策略; 同时, 公司敏锐洞察消费者需求及偏好的变化, 从而及时优化营销运营策略。
CRM 及会员运营	<ul style="list-style-type: none"> 基于对品牌消费者行为数据的沉淀及分析, 构建客群分层模型, 为会员等级及权益规则设计、会员互动方案策划提供依据; 通过对复购周期、购买力、客单价等消费者行为数据的分析, 为适时介入营销互动、精准定位目标客群、激活既有消费者的复购行为提供建议, 从而提升品牌的会员忠实度和客户资产价值。

数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

驱动因素 3: 社交电商繁荣兴起带来的行业新空间

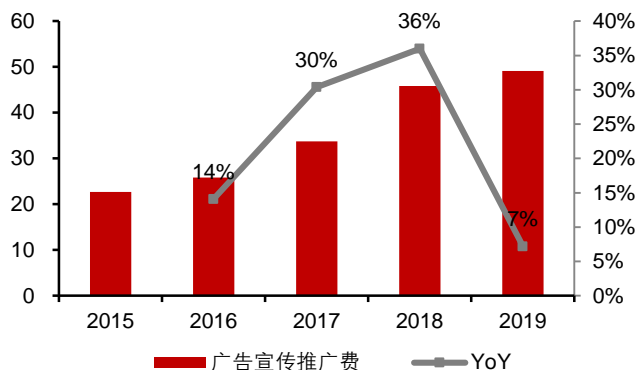
我们认为, 社交电商兴起是在传统电商流量红利逐步见顶的背景下, 品牌方和平台方分别寻求最高效率的购买转化率和流量变现的必然结果。首先对于品牌方来说, 受经济增速放缓影响, 品牌方的广告宣传推广费用同比增速普遍下滑, 因此拥有较高的购买转化率的社交电商(以直播带货、KOL 营销为主体)自然成为品牌方的首选; 其次对于平台方来说, 电商市场已经进入存量竞争, 平台引流获客成本大幅提升, 传统流量红利思维已经不再适用, 社交电商凭借其丰富和充满吸引力的内容属性, 为平台导流成本相对较低的新增流量, 此外还能提升整体流量的变现效率, 从而为电商平台提供新的利润增长点。我们还观察到大量新进玩家进一步丰富了电商平台的玩法, 促进了行业的繁荣, 参与方包括短视频平台、MCN、社交软件(例如小红书)等。

图 22: 社交电商产业链图谱



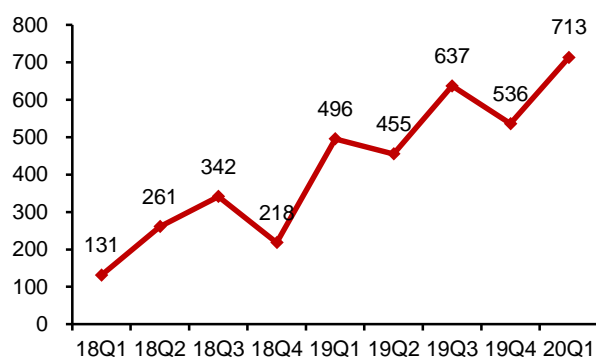
数据来源: 亿邦动力网, 东方证券研究所

图 23: 中国消费类品牌商广告宣传推广费变化 (十亿元)



数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

图 24: 阿里获客成本不断上升 (元)



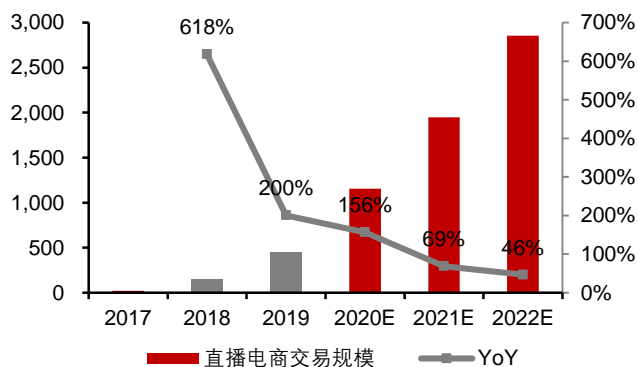
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

2015 年后社交电商的兴起给行业带来许多变革, 在此过程中, 处于业务一线的代运营公司最先感知到行业的变化, 通过与优质 MCN 公司合作, 快速帮助客户实现线上转型, 实现用户粘性的提升, 我们认为, 直播电商和 KOL 营销是社交电商体系中最重要两块, 也是代运营公司重要的工作内容之一:

1) 直播电商

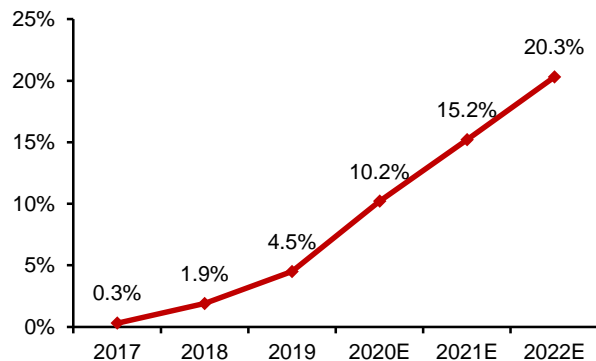
直播电商规模快速提升。从规模来看, 根据艾瑞咨询数据, 2019 年直播电商交易规模达到 4,512.9 亿元, 同比增长 200.4%, 过去两年复合增速达 364%, 预计未来三年仍然将维持较高增速。从占比来看, 2019 年直播电商占线上购物比例仅为 4.5%, 我们认为随着电商直播的快速发展, 2022 年直播电商的渗透率有望超过 20%。

图 25: 中国直播电商交易规模 (十亿元)



数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

图 26: 直播电商占线上购物比例



数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

店铺直播和 KOL 直播相结合的方式逐步成为线上电商运营标配。KOL 直播可以扩大品牌声量, 刺激短期销量, 但是成本投入相对较高; 而店铺直播以日常化的直播与消费者互动, 提供更优、时间更长的产品展示解说, 并提供在线客服答疑互动等功能。从数量和时长角度, 店铺直播均远高于 KOL 直播, 但是转化效率远低于 KOL 直播, 我们认为 KOL 和店铺直播相结合方式有望成为电商运营的常态化操作。

表 7: KOL 直播和店铺直播对比分析

直播形式	单场成本	适合直播的商品	私域流量转化	品牌曝光度	销售转化
KOL 混播	较高	适合折扣力度大的爆款的曝光	从公域流量到私域流量的转化有折损	较高	较高
KOL 专场	高	品牌需要有较丰富的 SKU, 体验感较强的商品矩阵, 且需要优惠信息促进转化	适合私域流量的积累, 不会流失	高	较高
店铺直播	较低	由于需要招募代播团队, 适合有一定粉丝基础且有较丰富 SKU 的成熟店铺实现规模经济, 同时多为正价商品	适合私域流量的积累, 不会流失	低	较低

数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

各类新兴直播平台的快速发展, 品牌方愈发看重代运营企业的跨平台内容运营能力。正如之前提到, 众多新进入者的进入丰富了直播平台的玩法, 同时也显著加大了运营的难度, 下面我们列举了主流参与者包括淘宝直播、京东直播、小红书、拼多多、快手和抖音的对比分析和各自玩法, 我们认为, 对于品牌方而言, 运营的复杂性和试错成本均较高, 代运营企业能通过规模效应实现显著效率提升。

表 8: 各类直播平台对比分析

平台	淘宝直播	京东直播	小红书	拼多多	快手	抖音
平台属性	电商	电商	内容+电商	电商+社交	社交+内容	社交+内容
电商载体	站内成交	站内成交	站内成交为主	站内成交	淘宝、天猫、有赞、京东、拼多多、快手小店、魔筷星选	淘宝、天猫、京东、抖音小店
带货 KOL 属性	头部主播高度集中, 代表主播: 薇娅、李佳琪	全力支持商家自播与代表主播	美妆和时尚博主居多	目前以中小主播为主, 顶级主播粉丝数约 82 万	代表主播: 辛巴、散打哥	代表主播: 罗永浩、正善牛肉哥
带货商品属性	淘宝体系内全品类, 价格区间广	全品类, 依靠孵化超级红人+推荐优质产品	美妆类为主, 商品价格偏高	低价白牌商品为主, 家具生活类最多, 其次为服饰食品	高性价比的白牌商品较多, 产业带直播比重较大	美妆+服装百货占比高, 商品价格集中 0-200 元的, 有一定知名度的品牌
带货模式	商家自播和达人导购模式	为超级网红提供优质商品	种草笔记为主, 直播+测评笔记共同发力	直播更像是一种展示工具和服务形式	达人直播、打榜、连麦等	短视频+直播, 内容驱动
机会点	内容矩阵、流量扶持以及强大的供应链	商家持续入驻和庞大的用户基础	用户活跃度与粘性高, 流量精准, 适合品	与微信的生态系统打通, 适合店铺私域流	擅长维护高价值的私域流量, 转化率较	用户的消费能力更高, 内容驱动, 品宣效

			牌货	量的运营	高, 带货能力 强	果好
转化率	很高	未知	未知	未知	较高	中等
客单价	低中高	较高	较高	较低	中等	较低

数据来源: 艾瑞咨询, 东方证券研究所

2) KOL 营销

KOL 营销已成为塑造品牌形象, 提升品牌影响力的重要渠道。KOL 营销的定义更广, 本质上通过创造图文、视频、音频、直播、会员+群等方式在微博、微信、抖音等各种平台上进行投放, 触达各种类型的消费者, 我们认为 KOL 营销不完全以盈利为目的, 更多地承担了塑造品牌形象, 提升品牌影响力的职能, 特别是对年轻消费者的触达。

表 9: 各平台内容格式、流量模式及商业化能力对比

平台名	内容格式							流量		商业化能力
	图文		视频		音频	直播	会员+群	流量关系	获粉困难程度	
	长	短	中长	短						
微博	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	强关注+推荐机制	★★★	★★★★★
微信	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	图文-关注机制 视频-推荐机制	★★★★	★★★
抖音			✓	✓		✓		推荐机制	★★	★★★
快手				✓		✓		视频-推荐机制 直播-关注机制	★★↓	★★★★↓
B 站	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	关注+推荐机制	★★↓	★★
小红书	✓	✓	✓	✓		✓			★★↓	★★↓
淘宝直播		✓		✓		✓	✓		★★★★	★★★★↓
京东直播	✓	✓		✓		✓			★★★★	★★

数据来源: 克劳锐, 东方证券研究所

不论在专业性、体系化和复杂程度方面, KOL 营销的门槛都在不断提高。以美妆类产品短视频 KOL 投放策略为例, 根据火星文化发布的《2020 短视频内容营销趋势白皮书》所示, 目前已形成了金字塔型、IP 强绑定型和集体式刷屏型三种主要投放策略, 每种策略所适用的品牌和行业均有所差异, 且操作和执行的专业度也在不断提升。代运营企业对品牌方的定位更精准、对产品的理解更深入, 并且比品牌方更加熟悉线上的生态和玩法, 因此能够更容易把握 KOL 线上营销的核心, 帮助品牌选择合适的手段提升品牌影响力。

表 10: 美妆类品牌常见 KOL 短视频投放策略

投放策略	做法	具体步骤	策略适用品牌	2019 年成功品牌
金字塔型	搭建投放矩阵, 矩阵传播, 层层渗透	1、制造话题、引发关注: 流量 KOL 为品牌站台, 制造话题, 引发关注; 2、强化信任, 优化口碑信任: 专业型 KOL	所有行业, 预算充足, 最好存在一定品牌认知力	珀莱雅 半亩花田 御泥坊

		加强背书, 打消购买疑虑; 3、破圈传播, 制造爆款: 持续扩大投放半径, 覆盖更多潜在受众, 调动其消费情绪 4、种草晒单, 助力收割: 通过海量种草、带货类 KOL 刷屏, 以及 KOC/素人的晒单视频发布, 助力收割, 带动身边人消费。		
IP 强绑定型	借势中心化资源, 进行 ICON 化传播	1、首发标配阶段: 绑定 IP 流量达人: 建立“品牌挚友级”合作关系。在每一个产品上新、品牌大促等重要节点, 借势 IP 发声, 快速拉动品牌认知, 并形成 (辐射腰部 KOL 的) 种草势能; 2、阶段二: 使用足够多的肩、腰部美妆达人“跟风”开箱/测评/种草, 带动全网讨论, 扩大传播覆盖面, 促进收割转化; 3、阶段三: 进入到常规维护期: 挖掘更多其他内容领域的优质 KOL (如: 剧情、母婴类), 尝试内容创新, 以维护产品热度, 渗透其他圈层。	食品饮料/家用电器等多个行业, 可选 IP 较多, 并可通过 IP 引爆, 聚能蓄势, 带动其他 KOL 测评/推广	花西子 丸美日记
集体式刷屏型	通过尾部 KOL、KOC 刷屏, 以小博大, 逆袭发声	1、通过广告+运营、电商返佣等方式联系到尾部 KOL 和海量 KOC, 形成同频、共振; 2、刷屏带货, 以小博大, 获取销量的同时让圈层爆款逆袭为大众爆款。	1、创新品牌: 缺乏足量预算, 品牌认知度低, 难以找到足量红人种草推介; 2、头部专业型垂类 KOL 少, 合作性价比低, 但有大量投放需求和预算的品牌: 如, 母婴用品类、3C 数码行业, 可通过尾部 KOL/KOC 刷屏造势, 带动素人参与, 低成本为品牌造势。	梵贞 形象美 玖美堂

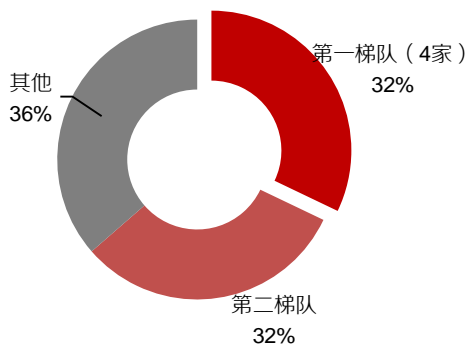
数据来源: 火星文化, 卡思数据, 东方证券研究所

未来三大变化

竞争格局：优势龙头逐步形成，未来投资确定性大幅提升

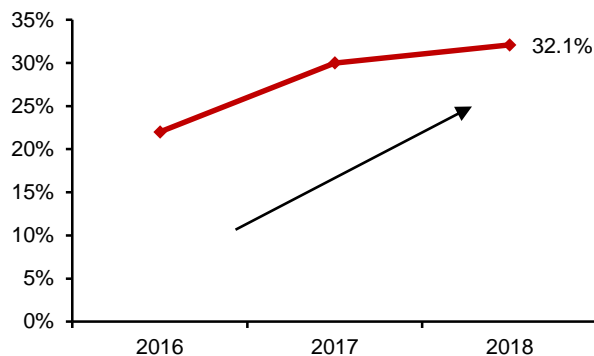
历经十多年的发展和洗牌后，行业已呈现明显的头部效应。根据艾瑞咨询数据，第一梯队（4家）代运营公司的 GMV 占比已达到 32%，从历史数据来看，2016-2018 年第一梯队 GMV 也呈现逐年提升的趋势。从头部公司数量角度，根据天猫分类，在上千家代运营公司中，最高等级 6 星级的代运营公司数量仅为 9 家，占比仅为总数的 0.7%，天猫认可的星级代运营供应商约为 300+家，占比约为总数的 30%。

图 27：中国品牌电商服务市场竞争格局（2018）



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 28：品牌电商服务第一梯队 GMV 占比情况



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

表 11：天猫星级代运营公司数量及占比（2019H2）

星级	代运营数量	占比	备注
6 星	9	0.7%	星级代运营供应商 占比约 30%
5 星	45	3.4%	
4 星	45	3.4%	
3 星	73	5.5%	
2 星	98	7.4%	
1 星	118	9.0%	
无星	930+	70%+	
总数	1,321	100%	

数据来源：天猫，东方证券研究所

已上市或拟上市的企业基本均为行业头部企业，未来资本市场的投资确定性相对更高。大部分上市及拟上市的公司集中在天猫评级 4 星以上的企业，其中壹网壹创和宝尊电商已分别在创业板和美股上市，其余例如丽人丽妆和若羽臣已在 A 股过会，优趣汇和凯淳股份已经分别在港股和 A

股披露招股说明书, 礼尚信息拟在创业板上市。未来代运营板块有望进一步扩容, 逐步形成一个以龙头企业为主的行业板块, 为资本市场提供更多的投资机会。

表 12: 部分已上市及拟上市的代运营公司

星级	上市及拟上市公司
6 星	壹网壹创 (创业板上市)、宝尊电商 (美股上市)、浙江上佰 (被壹网壹创收购) 丽人丽妆 (已过会)、百秋电商 (歌力思持股 27.75%)
5 星	若羽臣 (已过会)、优趣汇 (拟赴港上市)、礼尚信息 (安正时尚已公告关于分拆礼尚至创业板上市的预案)、凯淳实业 (创业板发行上市获得受理)
4 星	优壹电商 (跨境通控股)

数据来源: 天猫, wind, 东方证券研究所

表 13: 头部代运营公司最新合作品牌数量展示

公司	品类	具体品牌
宝尊电商	服饰	NIKE、BURBERRY、GUCCI、COACH、MICHAEL KORS、JORDAN、PUMA、POLO、Herschel、SKECHERS、GUESS、LONGINES、TOMMY HILFIGER、LEVI'S、NBA、UGG、CANADA GOOSE、CALVIN KLEIN、ZARA、Jack Wolfskin、GAP、speedo、CLOT、i.t、Champion、Aape、Abercrombie&Fitch、Columbia、BAPE、izzue、CAMPER、carhartt、VERSACE JEANS COUTURE、VALENTINO、波司登、COMME MOI、CHOCOOLATE、GUJIN 等
	3C 数码	Microsoft、Adobe、GOPRO、Tencent、GITZO、坚果、Manfrotto、NATIONAL GEOGRAPHIC、JOBY、LOWEPRO
	家电	松下电器、飞利浦、AVENT、BOSCH、OSIM、BRITA、HUROM、阿里斯顿、Miji、乐秀、ZHIBAI、Klipsch、美菱、PENTAIR
	食品保健	GNC、哈根达斯、汉堡王、BAYER、雀巢、蒙牛、德克士、Heineken、红牛、家柴、立顿、Tchibo、THOMPSON'S、CATILO、Maeil、BARISTA Rules、TWG、ON、Herbalmax、Oteo Bi-Flex、健力宝、奈雪の茶、Unilever、Zesta
	美妆快消	雅诗兰黛、MAC、JO MALONE、Thursday Plantation、LAMER、POLA、碧欧泉、shu uemura 植村秀、NIVEA、暴雪、3M、my beauty Box、倩碧、松本、立白、好爸爸、ORIGINS、费雪、TOYSRUS、52TOYS、美高积木、BOOTS、DHC、LAB SERIES、养生堂等
	家居建材	罗格朗、立邦、樱花、多乐士、ZWILLING、施耐德电气、丝涟、杨基、signify、TEMPUR、史丹利、斯林百兰、staub、大师漆、睡乐倍、内野、BODYLUV
	互联网金融	浦发银行
壹网壹创	汽车	SHELL、德国马牌、广汽三菱、WULING、广汽 HONDA、米其林、昆仑润滑、GOOD YEAR、DUNLOP、BYD、普利司通轮胎
	美妆	百雀羚、三生花、露得清、OTOHA、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、OLAY、DR.WR/达尔肤、雅芳、美肤宝、毛戈平、佰草集、芙莉美娜、赫妍、兰芝、吕、艾诺碧、雪花秀、梦妆、露得清
丽人丽妆	日化	沙宣、P&G、AUSSIE、佳洁士、黑人、吉列
	美妆	施华蔻、兰芝、雅漾、美宝莲、雪花秀、芙丽芳丝、相宜本草、雪肌精、蜜丝佛陀、希思黎、凡士林、伊蒂之屋、凯朵、旁氏、吕、LG 生活健康、馥绿德雅、赫妍、康如、丝蕴、斐丝丽、孩

		儿面、Fa 花牌、光明/蓓泽丝、护齿达、润肌精、纯肌粹、清肌晶、莱菲、娜蔻、快乐沐浴天、佳丽宝、奥伦纳素、宝贝魔力、魅尚萱、树上小屋、思理肤、芭兰珂、后、菲诗小铺、贝玲妃、欧蕙、苏秘 sum37°、珂莱欧、欧邦琪、奇士美、佑天兰、艾可玫、炫诗、妮维雅、露华浓、皓丽、巴黎欧莱雅、菲丽菲拉、乐肤妥、贝蜜清、可丽金、安宝笛
	玩具	Lucky 栗祺、Nutrasis 新维士、Bluebell 宝乐贝儿、hasbro 孩之宝、Transformers 变形金刚、nerf 热火、Play-Doh 培乐多、MylittlePony 小马宝莉
	隐形眼镜	SHO-BI 妆美堂、ANNA SUI 安娜苏、OLENS 欧朗睛
	其他	BeGlow、洁云、米娅、凡客诚品 Vancle、Andall 安我、stanley 史丹利、回天
若羽臣	母婴	Sanosan/哈罗闪、SanitaU-Za、MeadJohns/美赞臣、丽贝乐、Combi/康贝、B.box/贝博士、Avent/新安怡、Monny (美妆个护)、妈咪宝贝 (美妆个护)、苏菲 (美妆个护)
	美妆个护	Holikaholika、Mediheal/美迪惠尔、Skinfood/思亲肤、Kracie/肌美精
	保健品	Centrum/善存、Caltrate/钙尔奇、Red Seal/红印、Fatblaster、Clinicians/科立纯
	其他	Planters/绅士

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所, 宝尊电商合作品牌来源于官网, 壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣合作品牌来源于招股说明书

另一方面, 已出现部分在垂直领域长期深耕的代运营商, 构建差异化竞争优势, 例如化妆品品类中的壹网壹创、丽人丽妆和杭州悠可, 食品品类中的凯诒电商、淘通科技等。

表 14: 专注细分领域的代运营数量统计及举例

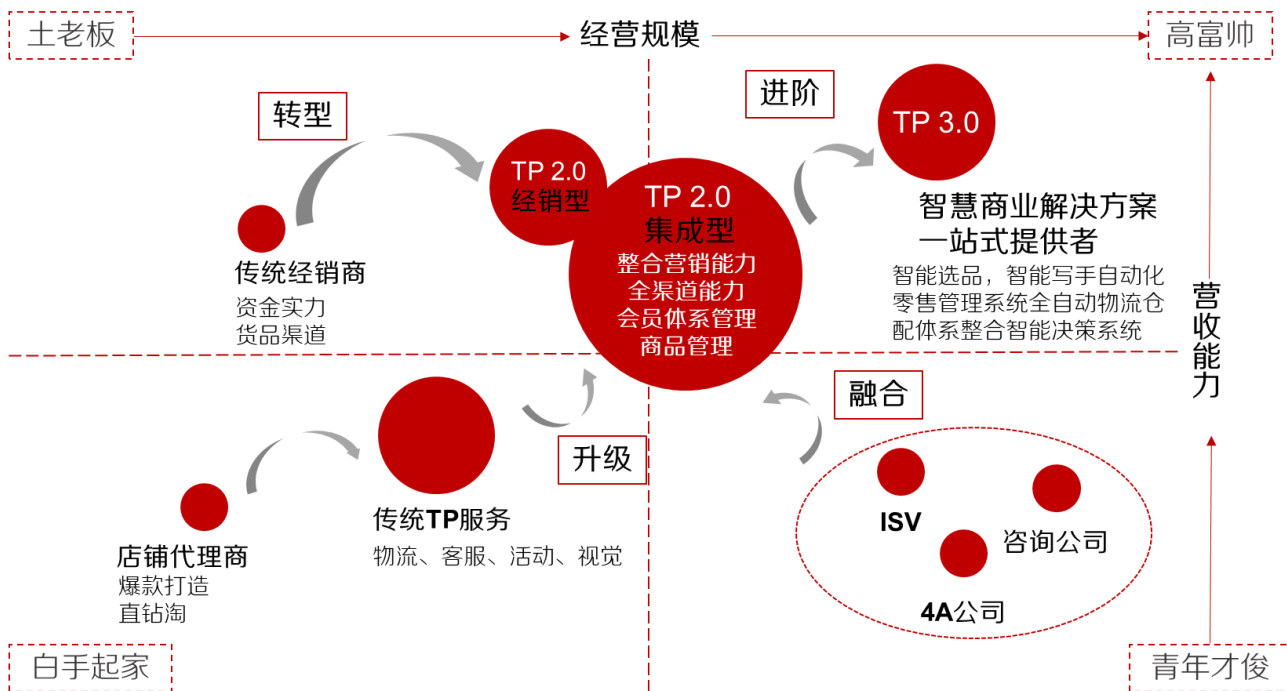
细分领域	服务商数量	典型代表
化妆品	101	壹网壹创、丽人丽妆、杭州悠可
食品	76	凯诒电商、淘通科技
母婴	96	碧橙电商、尚展电商
居家日用	96	优趣汇、凯淳实业
服饰	57	古星电商、悦为科技
医药保健	62	西子电商
珠宝配饰	23	岩脉科技
3C	36	青木科技、兴长信达
鞋类箱包	27	尊道贸易

数据来源: 艾瑞咨询, 天猫, 东方证券研究所

产业价值: 从服务外包方到全链条生意合作伙伴

未来代运营公司的能力边界有进一步扩展的空间, 与品牌方实现更深度绑定。根据天猫发布的品牌电商服务商能力矩阵图, 我们认为大部分头部代运营公司已逐步实现 TP 2.0, 已集成了整合营销能力、全渠道能力、会员体系管理和商品管理等, 完成从传统经销商或店铺代理商/TP 的转型, 未来有望融合 ISV (独立软件开发商)、咨询公司和 4A 公司的工作内容, 向 TP 3.0 进阶, 成为智慧商业解决方案一站式提供者, 真正从服务外包方转变为中长期全链条生意合作伙伴。

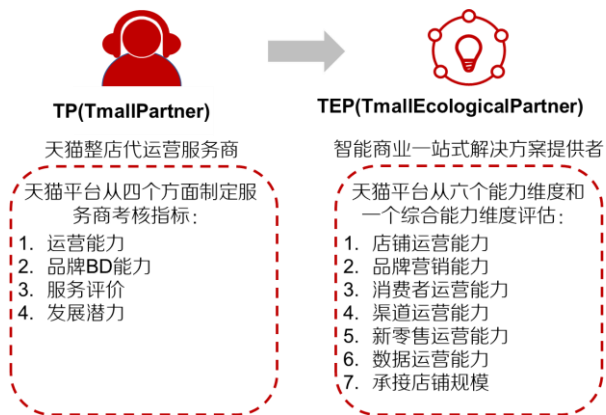
图 29: 品牌电商服务商能力矩阵图



数据来源: 天猫服务商大会, 东方证券研究所

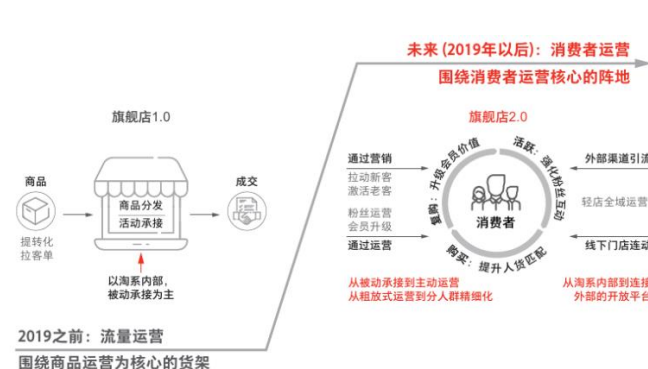
另一方面, 天猫等主要平台也加强生态赋能, 对代运营公司提出更高要求, 从 TP (Tmall Partner) 转型为 TEP (Tmall Ecological Partner)。具体来看天猫对代运营公司的考察维度从 TP 的 4 个维度, 升级至 TEP 的 6 个能力维度+1 个综合能力维度, 新增新零售运营能力、数据运营能力等指标, 全面助力品牌数字化转型, 为品牌增长提供一站式商业解决方案。此外, 天猫在 2019 年提出了“旗舰店 2.0 战略”, 推动旗舰店运营模式向更主动、更深度和更开放的大方向转变, 具体举措包括提升“千人千面”功能、改善旗舰店粉丝和会员运营体系、开放站内和线下、外部渠道互联等, 我们认为, 这些举措将进一步夯实头部优质代运营公司的竞争优势, 同时高附加值的服务也能进一步提升代运营公司的利润率水平。

图 30: 天猫提出将 TP 转型为 TEP



数据来源: 天猫, 东方证券研究所

图 31: 天猫旗舰店 2.0 战略



数据来源: 贝恩, 东方证券研究所

未来代运营公司有望切入品牌方更多高毛利业务。举例来看, 未来电商上的品牌旗舰店将不仅仅承载线上销售的职能, 而更多地将升级成为线上线下一体化的营销中心、会员中心和运营中心, 这就需要代运营公司具备全渠道运营的能力, 与品牌公司进行深度的业务绑定和合作。此外, 未来 5G、云计算和人工智能等概念有可能颠覆传统线上线下的零售运营理念, 在存量竞争市场中, 利用数字化技术赋能日常零售和品牌扩张将变得尤为重要, 这都对代运营公司提出了更高的要求, 同时也带来广阔的市场空间, 对代运营方的盈利中枢也有拉动作用。

想象空间：向上游品牌方延伸，攫取产业链更大价值

如前所述, 我们判断行业在未来 3-5 年仍然能维持较高增速, 但是从产业链角度, 代运营公司本质上依附于品牌而存在, 存在一定局限性, 因此市场对头部企业的成长性和长期存续性的判断存在分歧。我们认为, 无论是采用经销还是代销的代运营公司, 未来都有机会通过业务模式创新突破自身瓶颈, 向上游品牌端延伸, 最大化自身价值。

代销为主的模式:

瓶颈: 由于行业内合同期限通常为 1-2 年, 代运营方为了维持品牌高增速通常需要逐年加大投入来应对竞争, 但是品牌方在每次续签合同时有压低费率的倾向, 从而对代运营方的盈利能力产生影响。现阶段代运营方可以通过增加服务内容、扩品牌、扩品类、扩平台等手段维持利润率, 但是长期增长的持续性存在挑战。

可能的解决方案: 我们认为, 解决该分歧的唯一方法是实现利益更深度绑定, 可以通过品牌和代运营公司相互入股, 或者共同成立合营公司等方式实现。

经销为主的模式:

瓶颈: 经销模式需要大量的现金流储备用于前期进货, 随着规模的不断扩大, 现金流压力、经营风险也将日益增加, 规模边界明显。

可能的解决方案: 我们认为, 经销模式可通过孵化品牌、或投资海外小品牌等方式切入上游产业, 难点在于: 1) 自行孵化品牌的难度; 2) 与现有合作品牌的资源分配和竞争问题。

对于前者, 由于在经销品牌过程中已积累丰富经验, 若直接应用于品牌的线上经营可大幅提高成功率, 但若开展线下门店的建设方面仍然需要摸索和不断投入; 对于后者, 一方面由于经销采取买断模式, 风险已完全转移至代运营方, 与品牌方粘性相比代销更强, 另一方面, 全球顶尖化妆品零售商屈臣氏和丝芙兰已提供成功样板, 在推广自有品牌的同时不影响与其他品牌方的关系, 虽然部分原因为两者的线下渠道力的议价能力较强, 但是对在快速发展中的代运营企业仍然有借鉴意义。

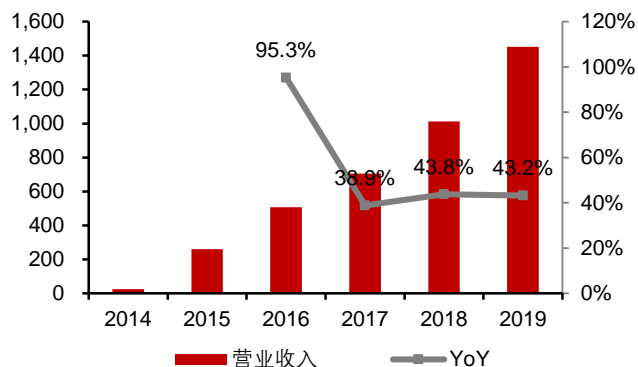
相关公司

壹网壹创：百雀羚起家，擅长品牌营销的美妆代运营龙头

起于百雀羚,持续拓展品牌和品类实现可持续发展。2012年起公司为百雀羚提供线上代运营服务,公司深入参与百雀羚的产品研发和内容营销,为公司订制了包括琥珀计划、四美不开心、一九三一等一系列营销方案,成为美妆营销的经典案例,2015-2017年,百雀羚旗舰店连续三年获得“双十一”天猫全网美妆类目的第一名。

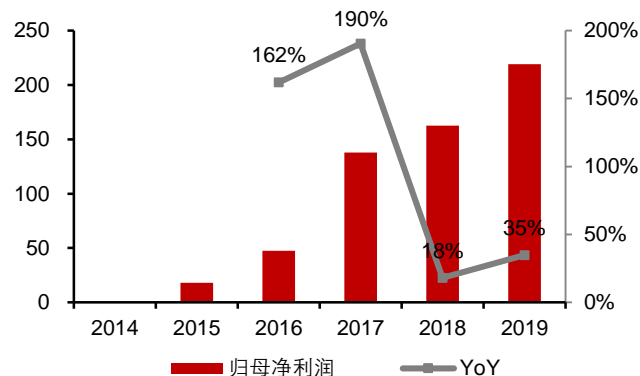
在树立标杆案例后,壹网壹创逐步扩展品牌矩阵,吸引了如欧珀莱、Olay等大品牌与其开展合作,凭借出众的品牌营销能力,帮助多个品牌在重要促销节日中取得领先成绩,截止2019年双十一,公司在美妆、洗护双类目共计获得7次销售冠军,行业龙头地位巩固。公司2019年实现营业收入14.5亿元,同比增长43.2%,实现归母净利润为2.19亿元,同比增长34.7%,2014-2019年营业收入和归母净利润的复合增速分别为127%和328%。

图 32: 壹网壹创营业收入及增速 (百万元)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 33: 壹网壹创归母净利润及增速 (百万元)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 15: 壹网壹创主要合作品牌近年业务发展情况

合作品牌	2016	2017	2018	2019
百雀羚	百雀羚旗舰店蝉联天猫双十一美妆冠军。同时获得 2016 年全年天猫美妆店铺冠军。年度金妆奖双冠王。	618 百雀羚<1931>长图营销引爆社交媒体, 点击破 5,000 万次。双十一百雀羚官方旗舰店勇夺天猫全网美妆类目三连冠。	双十一百雀羚旗舰店斩获天猫国货美妆类目四连冠。	双十一百雀羚旗舰店获天猫国货美妆类目五连冠。
OLAY	OLAY 官方旗舰店实现年度 GMV 增长 1.6 倍。	618OLAY 官方旗舰店获得天猫美妆精华类单品销售第 1 名。双十一 OLAY 官方旗舰店 GMV 同比增长 157%。	双十一 OLAY 官方旗舰店拿下天猫全网美妆类目第二名。	双十一 OLAY 官方旗舰店拿下天猫美妆类目第四名。

P&G	宝洁官方旗舰店获得天猫双十一洗护类目 冠军 。	618 海飞丝、护舒宝、舒肤佳、febreze, 同时获得洗发水、卫生巾、汽车香水、沐浴露 4 个品类 销售冠军 。	双十一宝洁官方旗舰店勇夺洗护类目 三连冠 。	双十一宝洁官方旗舰店获得洗护类目 第二名 。
伊丽莎白雅顿	伊丽莎白雅顿官方旗舰店双十一 GMV 同比增长 400% , 获得天猫美妆精华类单品销售 第 3 名 。双十一官方旗舰店 GMV 同比增长 400% 。	伊丽莎白雅顿官方旗舰店 GMV 同比增长 58% , 年度 GMV 是同期的 1.68 倍 。	双十一当天 GMV 突破 1.55 亿 , 较去年 增长 68% 。	双十一伊丽莎白雅顿官方旗舰店获得天猫美妆类目 第七名 。

数据来源: 招股说明书, 天猫, 东方证券研究所

高毛利、轻资产的代运营业务收入占比稳步提升。公司的品牌线上服务-管理服务业务(即代运营)收入占比自 2016 年起小幅提升, 已从 2016 年的 21.1%提升至 2019 年的 22.8%, 由于代运营业务毛利较高, 因此拉动了公司整体毛利率和盈利水平的上行。公司的品牌线上服务-营销服务业务(即纯经销)收入占比逐年下滑, 已从 2016 年的 72.4%下降至 2019 年的 56.4%, 业务结构逐步向“轻资产”转型。

表 16: 壹网壹创收入拆分(百万元)

业务模式	公司定义	2016		2017		2018		2019	
		金额	占比	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	366	72.4%	495	70.2%	625	61.7%	818	56.4%
分销	线上分销	33	6.5%	11	1.5%	151	15%	295	20.4%
代运营	品牌线上服务管理服务	107	21.1%	199	28.2%	229	22.6%	331	22.8%
内容服务	内容服务					8	0.8%	6	0.4%
	合计	506	100%	704	100%	1,013	100%	1,451	100%

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

创始人林振宇合计持股 31.38%, 核心管理成员持股与公司利益绑定。林振宇为公司第一大股东, 直接持股 10.8%, 通过网创品牌管理间接持股 20.61%, 合计持股 31.38%, 副总经理吴舒、卢华亮、董秘张帆分别合计持有公司股份达 12.07%、9.08%和 8.8%, 此外公司推行了安居计划用于激励员工, 与公司利益深度绑定。

表 17: 壹网壹创主要股东及持股比例(2019 年底)

编号	股东名称	持股比例	备注
1	杭州网创品牌管理有限公司	38.8%	林振宇、张帆、吴舒、卢华亮系网创品牌管理股东, 分别持有网创品牌管理 53.16%、10%、21.05%和 15.79%股权
2	林振宇	10.8%	公司实控人、董事长, 通过网创品牌管

			理间接持股 20.61%，合计持股 31.38%
3	中金加泰贰期（天津）股份投资基金合伙企业（有限合伙）	5.2%	
4	深圳市福建宏祥叁号股权投资管理中心（有限合伙）	4.4%	合伙人袁汶平和郑耀英为夫妻关系
5	吴舒	3.9%	副总经理，通过网创品牌管理间接持股 8.17%，合计持股 12.07%
6	张帆	3.7%	董秘，通过网创品牌管理和员工持股平台网哲投资管理间接持股 5.09%，合计持股 8.8%
7	卢华亮	3.0%	副总经理，通过网创品牌管理间接持股 6.12%，合计持股 9.08%
8	杭州网哲投资管理合伙企业（有限合伙）	2.7%	张帆系网哲投资管理执行事务合伙人，持有网哲投资管理 44.87% 份额
9	刘希哲	2.6%	与网哲投资管理合伙人之一刘于正系姐弟关系
10	本次发行股份	25.0%	
	合计	100%	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

宝尊电商：重视 IT 技术和物流仓储，规模最大的综合型代运营巨头

宝尊电商是国内规模最大的综合型代运营巨头，深度覆盖多个品类和垂直行业。公司于 2015 年在美国纳斯达克上市，目前已覆盖 8 个垂直行业，包括服饰、3C 数码、家电、食品/保健品、美妆/快消、家居建材、互联网金融、汽车，服务超过 230 个全球品牌，规模在代运营市场上排名第一。公司 2019 年实现营业收入 72.8 亿元，同比增长 35%，实现净利润为 2.81 亿元，同比增长 4.3%，2015-2019 年营业收入和归母净利润的复合增速分别为 29% 和 88%。从收入结构来看，公司的 Product Sales（即纯经销+分销）收入占比逐年下滑，而 Services（即代运营+内容服务）收入不断提升，两者占比从 2016 年的 64.2%/35.8% 到 2019 年的 47%/53%。

图 34：宝尊电商营业收入及增速（百万元）

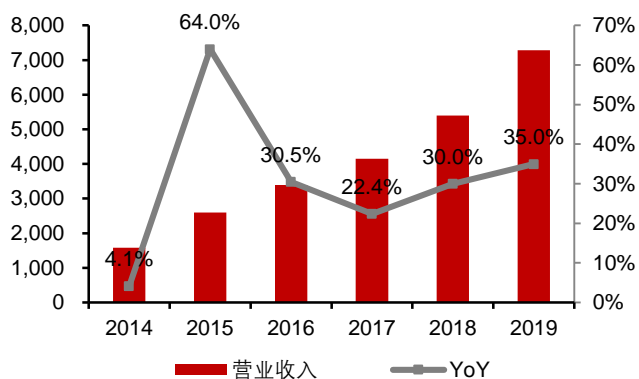
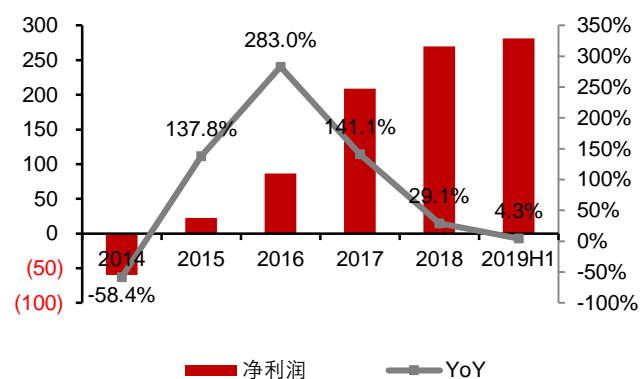


图 35：宝尊电商归母净利润及增速（百万元）



数据来源: wind, 东方证券研究所

数据来源: wind, 东方证券研究所

表 18: 宝尊电商收入拆分 (百万元)

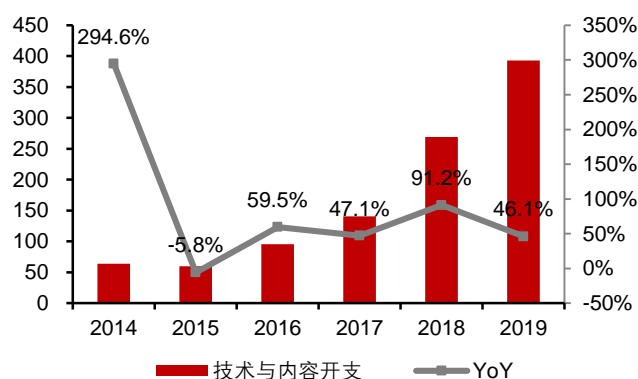
业务模式	公司定义	2016		2017		2018		2019	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
纯经销+分销	Product Sales	2,176	64.2%	2,258	54.4%	2,517	46.7%	3,422	47.0%
代运营+内容服务	Services	1,214	35.8%	1,891	45.6%	2,876	53.3%	3,856	53.0%
	合计	3,390	100%	4,149	100%	5,393	100%	7,278	100%

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

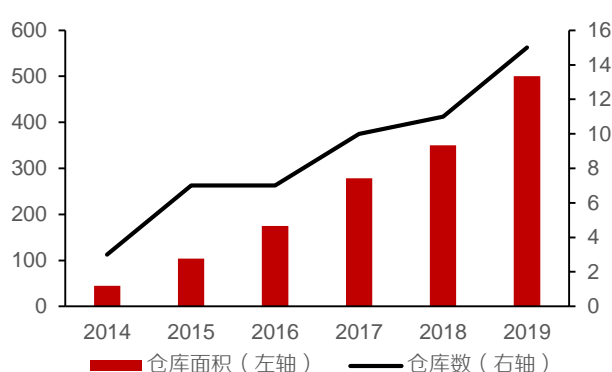
宝尊电商非常重视 IT 技术和仓储物流的发展, 现已成为公司重要护城河

1) IT 技术: 应用产品丰富, 多年保证持续高投入。公司开发出拥有自主知识产权的官方商城解决方案 CASABA+、全渠道智能工具驻店宝 (SHOPDOG) 和全整合营销产品驻店猫 (SHOPCAT) 以及宝尊 OMS4.0 电商中台系统和 WMS 仓储管理系统等一系列品牌电商解决方案。宝尊技术中心提供从品牌到消费者的端到端的全渠道数字化商务解决方案和相关服务, 这些方案和服务覆盖多种用户触点, 确保为市场提供稳定、高效、安全和灵活的一站式服务。公司内容研发费用始终维持高位, 2019 年公司技术与内容开支达到 3.9 亿, 同比增长 46.1%。

2) 仓储物流: 规模和订单处理效率都在业内保持领先。公司 2016 年设立了宝通易捷物流子公司, 截至 2019 年底, 公司在苏州、深圳、天津、广州、廊坊、成都、无锡、香港等地直接运营 15 家仓库, 总建筑面积约 50 万平方米。2019 年双十一期间, 公司自主研发的仓库管理处理系统处理了大约 1,620 万个订单, 体现了公司支持巨大的交易流和订单流量的能力。此外, 公司能保证综合订单及时处理率 $\geq 99.50\%$, 准点发货率 $\geq 99.50\%$, 库存精准度 $\geq 99.95\%$, 体现了较强的稳定性。

图 36: 宝尊电商技术与内容开支 (百万元)


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 37: 宝尊电商仓库面积和仓库数量 (千平方米)


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

阿里为公司最大的普通股股东, 截止 2019 年底股份占比高达 14%, 与阿里的良好关系进一步巩固了公司在天猫平台上的优势, 同时公司采取同股不同权的结构, 保证董事高管对公司的控制力。公司董事高管实际持股比例为 32.9%, 却拥有接近 60% 的投票权, 其中创始人仇文彬持股比例为 5.5%, 但拥有 30.7% 的投票权, 保证了公司未来战略的稳定性。

表 19: 宝尊电商主要股东及持股比例 (截止 2019 年底)

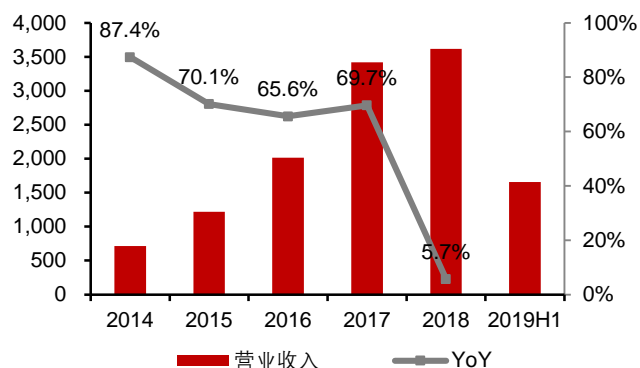
编号		股东名称	持股比例	投票权
1	董事高管	仇文彬	5.5%	30.7%
2		吴骏华	3.1%	13.2%
3		Satoshi Okada	10.6%	6.5%
4		Jessica Xiuyun Liu	14.0%	8.6%
5		Gang Yu	<1%	<1%
6		Yiu Pong Chan	<1%	<1%
7		余滨	<1%	<1%
8		Steve Hsien-Chieng Hsia	<1%	<1%
9		叶长青	<1%	<1%
10		Robin Bin Lu	<1%	<1%
11		Aaron Kwok Yuen Lung	<1%	<1%
12		段志国	<1%	<1%
13		梁涛	<1%	<1%
14		Angus Yang Cao	<1%	<1%
15	其他股东	Alibaba Investment Limited	14.0%	8.6%
16		Tsubasa Corporation	10.6%	6.5%
17		Jesvinco Holdings Limited	5.0%	30.5%
18		Casvendino Holdings Limited	2.1%	12.6%
19		Invesco Ltd.	11.9%	7.3%
20		Federated Hermes, Inc.	10.1%	6.2%

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

丽人丽妆: 专注经销模式, 规模最大的美妆类代运营公司

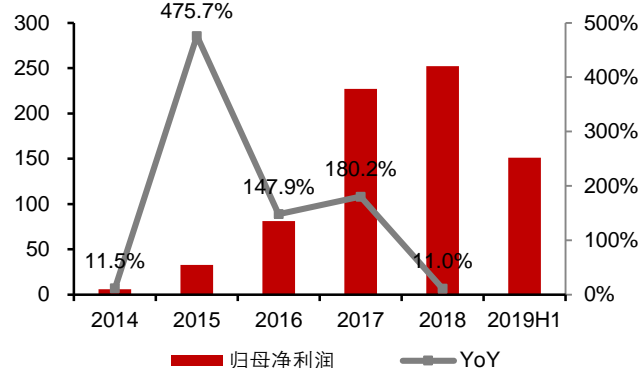
国内最大的美妆类代运营公司, 2018 年由于欧莱雅中断合作导致收入利润有所波动。公司 2018 年实现营业收入 36.1 亿元, 同比增长 5.7%, 实现归母净利润 2.52 亿元, 同比增长 11%, 2014-2018 年营业收入和归母净利润的复合增速分别为 50%和 158%, 2018 年增速大幅放缓的原因是公司中断了与欧莱雅和兰蔻等主力品牌的合作(欧莱雅将旗下品牌交由此前收购的广州百库运营)。

图 38: 丽人丽妆营业收入及增速 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 39: 丽人丽妆归母净利润及增速 (百万元)



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

公司以纯经销经营模式为主, 与超过 60 个品牌达成合作关系。公司业务模式以纯经销模式为主, 即以买断方式向品牌方或其国内总代理采购产品, 并在电商平台开设品牌官方旗舰店, 以网络零售的形式将产品销售给终端消费者, 过去三年收入占比始终超过 90%以上。近年来, 公司在与品牌方的合作过程中建立了良好的专业形象和市场口碑, 合作品牌数量持续上升。截至 2019 年 6 月 30 日, 公司与美宝莲、施华蔻、兰芝、雅漾、雪花秀、相宜本草、雪肌精等超过 60 个品牌达成合作关系。

表 20: 丽人丽妆收入拆分 (百万元)

业务模式	公司定义	2016		2017		2018		2019H1	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
纯经销	电商零售业务	1,912	94.9%	3,154	92.2%	3,346	92.6%	1,566	94.5%
分销	其他业务	24	1.2%	98	2.9%	40	1.1%	34	2.0%
代运营+内容服务	品牌营销运营服务	80	4.0%	168	4.9%	230	6.4%	57	3.5%
	合计	2,016	100%	3,420	100%	3,615	100%	1,658	100%

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

表 21: 丽人丽妆主要合作品牌近年业务发展情况

	2016	2017	2018	2019
施华蔻	2016 年年度 GMV 增长 17.9%。	2017 年年度 GMV 增长 44.8%; 天猫金妆奖 2017 年年度单品四项大奖; 2017 年双 11 美发护发类目销售额 TOP1。	2018 年双 11 蝉联美发护发类目销售额 TOP1; 天猫金妆奖 2018 年年度明星商品: 施华蔻斐丝丽泡泡染发乳; 2018 年#德国施华蔻型格由我#120 周年盛典, 总曝光量覆盖 3 亿人。	2019 年上半年度 GMV 增长 27.8%; 天猫美妆奖 2019 年年度染发大奖: 施华蔻斐丝丽泡泡染发剂。

Sulwhasoo	天猫美妆奖 2016 年年度热搜品牌大奖。	2017 年年度 GMV 增长 99.4%; 天猫美妆奖 2017 年年度单品大奖: 雪花秀玉容精肉面膜; 2017 年双 11GMV 同比增长 127.9%。	2018 年年度 GMV 增长 68.1%; 2018 年双 11 护肤类目面部护理套装销售额 TOP1。	2019 年上半年 GMV 增长 93.3%; 2019 年 618 涂抹面膜类目单品销售额 TOP3。
Laneige	天猫美妆奖 2016 年年度网络人气品牌大奖、年度品类大奖。	2017 年年度 GMV 增长 22.6%; 天猫美妆奖 2017 年年度单品大奖: 兰芝雪纱丝柔防晒隔离霜。	2018 年年度 GMV 增长 20.9%; 2018 年双 11GMV 同比增长 33.2%。	2019 年上半年度 GMV 增长 33.9%; 2019 年 618GMV 同比增长 82.3%。
Sisley	2016 年成功举办天猫超级品牌日。	2017 年年度 GMV 增长 217.4%; 2017 年成功举办天猫超级品牌日。	2018 年年度 GMV 增长 186.0%; 2018 年双 11 乳液面霜类目销售额 TOP5。	2019 上半年度 GMV 增长 104.2%; 天猫金妆奖 2019 年年度趋势单品大奖: 希思黎黑玫瑰焕采精华霜。

数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

创始人黄韬合计持股超过 33%, 阿里网络为公司第二大股东。本次发行前公司总股本为 36,000 万股。本次拟向社会公众发行不超过 4,010 万股普通股, 发行前黄韬除直接持有公司 37.22% 股权 (发行后预计稀释至 33.49%), 还通过上海丽仁间接持有公司 0.13% 的股权, 为公司实控人。阿里网络直接持有公司 19.55% 股权 (发行后预计稀释至 17.59%)。

表 22: 丽人丽妆主要股东及持股比例 (发行后)

编号	股东名称	股份性质	持股比例	备注
1	黄韬	境内自然人股	33.49%	公司实控人
2	阿里网络	境内法人股	17.59%	
3	Crescent Lily	外资股	8.72%	
4	上海丽仁	境内有限合伙	7.84%	实控人为黄韬, 与上海丽秀为一致行动人
5	Milestone	外资股	5.28%	
6	Asia-Pacific	外资股	5.28%	
7	领誉基石	境内有限合伙	4.02%	
8	上海丽秀	境内有限合伙	3.3%	实控人为黄韬, 与上海丽仁为一致行动人
9	上海奔丽	境内有限合伙	0.94%	
10	广发乾和	境内法人股	0.82%	
11	汉理前隆	境内有限合伙	0.79%	实控人为钱学锋, 三者与汉理前秀为一致行动人
12	汉理前骏	境内有限合伙	0.42%	
13	汉理前泰	境内有限合伙	0.42%	
14	苏州冠鼎	境内有限合伙	0.41%	实控人黄益民, 与苏州冠新为一致行动人
15	苏州冠新	境内有限合伙	0.41%	实控人黄益民, 与苏州冠鼎为一致行动人

16	汉理前秀	境内有限合伙	0.26%	实控人为钱学锋, 与汉理前隆、汉理前骏和汉理前泰为一致行动人
本次拟发行流通股			10.02%	
合计			100%	

数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

若羽臣: 深耕母婴美妆保健品等多个领域, 品牌孵化能力强

公司具备快速品牌孵化的能力, 自成立至今已成功帮助近 20 个品牌实现从“0”到“1”的养成。公司孵化的代表品牌包括哈罗闪 (Sanosan)、红印 (Red Seal)、发之食谱 (Hair Recipe) 以及宜可诚 (Eco Store) 等。

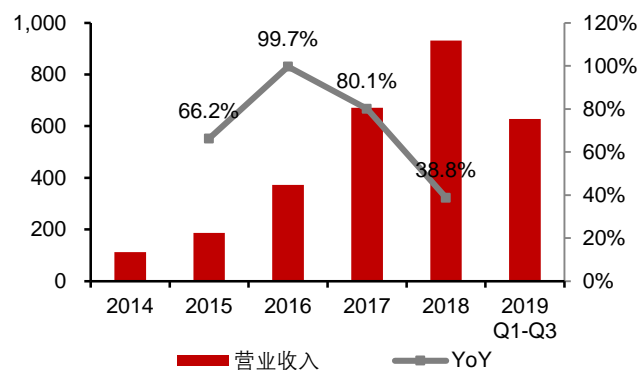
表 23: 若羽臣主要合作品牌成功案例

品牌	品牌类别	成功案例
哈罗闪 (Sanosan)	德国婴幼儿洗护品牌	2013 年公司引入品牌后, 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, 亦使品牌安全、温和、天然的洗护理念深入人心。
红印 (Red Seal)	新西兰自然健康品牌	2017 年 7 月, 公司与品牌签署合作协议后迅速登陆各大电商渠道, 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。
发之食谱 (Hair Recipe)	宝洁旗下新进入中国市场 高端植物护发品牌	2018 年 8 月, 公司开店后凭借小黑盒活动, 一个月内即实现销售额从 0 到逾 600 万元的突破。截至 2019 年 5 月底, 仅用 10 个月时间店铺销售额已突破 5,000 万元; 以公司 2018 年操盘运营的新西兰个人洗护品牌宜可诚 (Eco Store) 为例, 2017 年宜可诚 (Eco Store) 双十一大促销售额约为 535 万元, 2018 年公司操盘后双十一大促销售额即突破 1,100 万元, 同比增长 106%, 更使品牌成功晋升为 2018 年天猫国际羊毛类清洁品类第一名。

数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

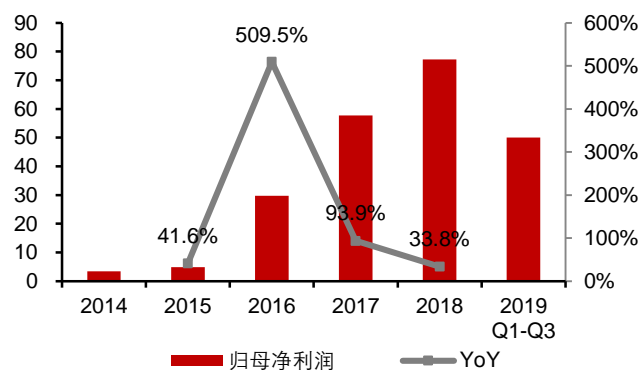
公司 2018 年实现营业收入 9.31 亿元, 同比增长 38.8%, 实现归母净利润为 0.77 亿元, 同比增长 33.8%, 2014-2018 年营业收入和归母净利润的复合增速分别为 70%和 118%。从收入结构来看, 渠道分销收入 (即分销) 和品牌策划服务 (即内容服务) 收入占比有所上升, 零售收入 (即纯经销) 收入占比逐年下滑。

图 40: 若羽臣营业收入及增速 (百万元)



数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

图 41: 若羽臣归母净利润及增速 (百万元)



数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

表 24: 若羽臣收入拆分 (百万元)

业务模式	公司定义	2016		2017		2018		2019Q1-Q3	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
纯经销	零售收入	195	52.29%	326	49.59%	379	40.71%	243	38.77%
分销	渠道分销收入	120	32.34%	241	35.86%	378	40.57%	264	42.00%
代运营	运营服务收入	50	13.44%	71	10.53%	95	10.21%	79	12.52%
内容服务	品牌策划服务收入	7	1.94%	34	5.02%	79	8.51%	42	6.72%
	合计	373	100%	671	100%	931	100%	628	100%

数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

王玉、王文慧夫妇为公司实际控制人, 发行后持有将持有公司约 40%的股份, 朗姿股份为公司大股东。双方直接持有公司股份达 32.1%, 通过天津若羽臣等间接持有公司股份 7.9%, 合计约 40%。天津若羽臣为王玉、王文慧夫妇合资设立的有限合伙企业, 出资额分别为 99%和 1%。

表 25: 若羽臣主要股东及持股比例 (发行后)

编号	股东名称	持股比例	备注
1	王玉	28.11%	董事长、总经理
2	朗姿股份	12.33%	
3	天津若羽臣	7.89%	王玉、王文慧分别出资 99%和 1%
4	晨晖盛景	4.79%	
5	王文慧	3.99%	董事, 与王玉为夫妻关系
6	晨晖朗姿	2.61%	
7	菱立海	2.18%	
8	金英顺	2.14%	

9	前海投资基金	1.96%	
10	晨钰凯盛	1.71%	王文慧通过广州创钰凯越股权投资企业 (有限合伙) 少量持有股份
11	徐晴	1.48%	副总经理
12	中小企业基金	1.30%	
13	晏小平	1.28%	
14	十月吴巽	0.98%	
15	创钰铭晨	0.96%	
16	十月众领	0.65%	
17	横琴业显	0.62%	
18	公众股东	25.00%	
	合计	100%	

数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

风险提示

(1) 品牌方自建电商团队终止合作的风险:

品牌方自建团队将给代运营公司的当期业绩产生直接影响。

(2) 代运营公司核心人才流失风险:

代运营公司为劳动密集型行业, 核心员工骨干是公司最为重要的资产, 一旦出现核心人才集中流失的情况, 将给公司的运营能力带来一定影响。

(3) 经济下行带来的消费能力降低:

尽管疫情的常态化某种程度上有利于强化线上消费意愿, 但后疫情时代经济的持续减速也会降低消费者整体的消费水平, 从而对代运营公司的业绩增速产生影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

公司投资评级的量化标准

买入: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内, 分析师基于当时对该股票的研究状况, 未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定, 研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形; 亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性, 缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级; 分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息, 投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动;

看淡: 相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级: 由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内, 分析师基于当时对该行业的研究状况, 未给予投资评级等相关信息。

暂停评级: 由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性, 缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级; 分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息, 投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn





START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告