

壹网壹创 (300792.SZ) 拥抱电商代运营新增量，小龙头彰显大价值

2020 年 05 月 31 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

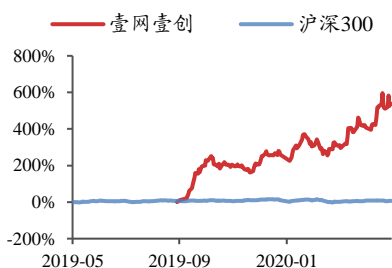
余倩莹（联系人）

yuqianying@kysec.cn

证书编号：S0790120040010

日期	2020/5/29
当前股价(元)	194.48
一年最高最低(元)	390.04/45.96
总市值(亿元)	280.54
流通市值(亿元)	70.01
总股本(亿股)	1.44
流通股本(亿股)	0.36
近 3 个月换手率(%)	126.34

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 代运营行业龙头，尽享行业新增量

公司一方面借助电商新兴时期的红利快速扩张，另一方面在最近几年依靠站外流量获取和下沉市场新增网购用户实现高速发展。同时 2020 年因疫情原因，线上消费扩容再入快车道，“5.5”、“6.18”、“双十一”等多个购物节有望驱动全年业绩较快增长。我们看好公司作为代运营行业龙头，乘行业快速发展东风，在深耕美妆代运营的同时，进一步拓展服务品类，布局新兴电商平台。考虑到上佰电商已完成交割事宜，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.39、4.91、6.51 亿元；对应当前股本的 EPS 分别为 2.35、3.40、4.51 元，对应当前股价 PE 分别为 83、57、43 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 新流量+新产品+新平台，代运营发展的黄金时代已经到来

代运营行业发展的核心在于抓住“新增量”，包括新流量、新产品、新平台。1) 新流量：短视频引流+下沉市场新增流量，其中短视频核心在“开源节流”，增量新用户加速转化为网购新户，用户使用时长增加，提高“种草”几率，同时高留存率低卸载率，引流至网购平台进而使电商成交额进一步上涨；下沉市场“0”到“1”的逻辑已经被验证，突破 50% 的电商用户占比彰显巨大消费潜力。2) 新产品：横向拓品类，纵向拓品牌，母婴和餐饮高毛利率的特点为拓品类提供潜力，国内外新晋品牌为拓品牌增加可能。3) 新平台：专业领域电商平台崛起，代运营能够开拓更多新战场。

● 轻装踏浪弄巨潮，小龙头亦有大未来

公司是我国电商代运营龙头，回款及偿债能力业内领先，越来越轻资产的运营模式更易夺得新增量优势。公司深耕代运营行业多年，数据优势助力挖掘用户需求，精准营销最终达成精准引流；主要服务美妆行业，品牌商成长性优秀，平台优势更易多样化拓展品类；新开辟京东平台，带来新的增长点，未来布局值得期待。公司作为电商浪潮中的弄潮儿，有望享受行业多重红利，巩固龙头价值。

● **风险提示：**代运营行业竞争加剧风险；推广费用大幅上涨风险；主要人员流失风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,013	1,451	2,173	3,005	3,856
YOY(%)	43.8	43.2	49.8	38.3	28.3
归母净利润(百万元)	163	219	339	491	651
YOY(%)	18.0	34.7	54.9	44.7	32.5
毛利率(%)	42.6	43.0	44.9	45.4	45.5
净利率(%)	16.1	15.1	15.6	16.3	16.9
ROE(%)	40.7	17.1	23.0	26.1	26.2
EPS(摊薄/元)	1.13	1.52	2.35	3.40	4.51
P/E(倍)	172.5	128.1	82.7	57.1	43.1
P/B(倍)	70.1	22.0	18.2	14.2	10.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 核心观点：“新增量”驱动，代运营龙头再提速	4
2、 电商代运营的新增量：新流量+新产品+新平台	5
2.1、 新流量：“短视频+下沉市场”，引流增量，性价比为王	6
2.2、 新产品：新品类“高瞻远瞩”，新品牌“抢滩登陆”	11
2.3、 新平台：电商多样化，选择多元化	14
3、 公司轻装上阵，夺取新增量	16
3.1、 更懂“你”的综合代运营服务商	16
3.2、 焕轻而行，尽享增量	19
3.3、 业绩稳定增长，回款能力业内翘楚	23
4、 盈利预测与投资建议	25
4.1、 关键假设	25
4.1.1、 GMV 假设	25
4.1.2、 营业收入及毛利	25
4.1.3、 期间费用率	25
4.2、 盈利预测	25
4.3、 估值	25
4.3.1、 PEG 估值	25
4.3.2、 投资建议及评级	26
5、 风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1： 电商代运营是联结品牌商和消费者的重要桥梁	5
图 2： 新流量、新产品、新平台构成电商代运营的“增量盘”	6
图 3： 2020 年 3 月网络购物用户规模 7.1 亿	6
图 4： 2020 年 3 月网络视频用户规模 8.5 亿	7
图 5： 2020 年 3 月短视频用户规模 7.7 亿	7
图 6： 短视频是月度用户使用时长增量最多的细分行业（数据时间：2020 年 3 月）	7
图 7： 短视频引流电商转化率高达 40%	8
图 8： 短视频使用户消费从“搜索式”变为“发现式”	9
图 9： 2019 年 11 月下沉市场电商活跃用户规模达 3.84 亿	9
图 10： 农村地区互联网普及率较城市地区仍有较大差距	10
图 11： 移动互联网月活跃用户规模增长主要来自下沉市场	10
图 12： 2019 年下沉市场网民每月平均花费低于一二线城市网民	11
图 13： 2019 年下沉市场对 3-5 天物流速度可接受度高	11
图 14： 下沉市场 25 岁以上电商用户占比不断提升	11
图 15： 2019 年美妆、服饰和家电占代运营服务品类数量 50% 以上	12
图 16： 女装、化妆品、奶粉、软饮料毛利率相对较高	12
图 17： 2016-2019 年母婴、食品饮料等行业选择代运营服务的公司数量较快增长	13
图 18： 75% 的国产化妆品投融资处于天使轮和 A 轮	13
图 19： 国产品牌市场份额占比提升	13
图 20： 杭州高浪代运营的 Sesdrma 进入 2018 天猫国际双十一进口美妆消费 Top10	14

图 21: 电商平台从综合化向多领域专业化扩展	14
图 22: 2019 年拼多多以社交及低价属性, 在价格敏感度较高的下沉市场渗透率居首	16
图 23: 壹网壹创是更懂品牌商和消费者的综合代运营服务商	17
图 24: 壹网壹创各业务类型服务的核心品牌	17
图 25: 2012 年百雀羚未进入中国美妆个护品牌 Top10	18
图 26: 2018 年百雀羚位居中国美妆个护品牌第二位	18
图 27: 品牌线上营销服务为公司最主要业务	18
图 28: 公司品牌线上管理服务毛利率较高	18
图 29: 公司推广费用逐年提高	19
图 30: 宝尊电商“非买断式服务”的收入占比最高	19
图 31: 宝尊电商服务收入占比 50%以上	20
图 32: 宝尊电商营业收入随服务收入占比提升而提升	20
图 33: 壹网壹创有丰富的整合营销和新媒体传播引流经验	20
图 34: 四款修复精华价格对比, 本土品牌价格更有优势	21
图 35: 本土美妆品牌线上营业收入占总营业收入比例持续提升	21
图 36: 上佰电商已发展成为家电代运营服务商龙头	22
图 37: 林振宇是公司实际控制人(截止 2020 年第一季度)	23
图 38: 公司营业收入保持较快增长	23
图 39: 2019 年公司归母净利润增长提速	23
图 40: 壹网壹创“(应收账款+其他应收款)/营业收入”比例在可比公司中最低	24
图 41: 壹网壹创资产负债率同类公司中最低	24
图 42: 壹网壹创速动比率同类公司中最高	24
表 1: 2020 年 3 月抖音和快手活跃用户 7 日留存率均在 83%以上	7
表 2: 除拼多多外, 天猫是运行费率相对较低的电商平台(2020 年平台规则)	15
表 3: 国内龙头代运营服务商绝大多数布局“天猫+京东”	22
表 4: 壹网壹创 2020 年预测 PEG 低于营销和化妆品行业可比公司 PEG 的平均值	26

1、核心观点：“新增量”驱动，代运营龙头再提速

1) 电商代运营行业的增长在于拥抱“新增量”，即新流量+新产品+新平台

新流量：短视频引流+下沉市场新增。电商平台的直播带货属于站内流量，促进的是老客消费，而非新流量转化。

短视频引流：核心在于“开源节流”，“开源”一是短视频用户向网购用户转化，二是短视频用户使用时长增加，提高“种草”几率，“节流”在于短视频用户7日留存度高，卸载率低。“开源节流”的结果是40%的网购转化率，并可能引致3,800亿元的新增交易额。

下沉市场新增：下沉市场电商用户占比超过50%，并持续提升，“0”到“1”的消费逻辑拉动美妆消费提升，消费升级带动服饰、母婴行业流量上涨。

新产品：纵向拓品牌，横向拓品类。

国际品牌新进入中国，意图快速打开市场，对代运营服务商依赖度较高；国内二三线美妆品牌仍处成长期，渠道端劣势使其同样对代运营有高需求。

服饰、美妆均是大行业强运营行业，母婴、餐饮、数码、家电是大行业弱运营，未来有开拓潜力。

新平台：专业领域电商平台崛起，综合型电商面临社交电商挑战，京东、拼多多、苏宁易购均可成为新的代运营平台。

2) 公司转型轻资产运营，最有望拥抱“新增量”

新流量：推广费用提高，重资产模式付费买量、买断商品严重占用现金流，并压低净利率；轻资产模式与品牌商合作，由品牌商负责推广费用，灵活性更强，营销更有效，更易把握站内站外流量。公司新接入的佰草集、丸美，下沉市场线下渠道强势，有望辐射利好线上店铺销售。主打性价比的本土品牌更能迎合下沉市场消费者。

新产品：纵向拓展丸美、佰草集等新国货，横向接入潮流玩具商泡泡玛特，并购家电代运营龙头上佰电商。

新平台：新拓京东渠道，未来有望借上佰电商布局苏宁易购，并可能开拓拼多多。多平台开店，同品牌店铺可复制性强，利于控制成本。

与同类公司相比：①回款能力最强，合作中更占主动地位；②偿债能力最强，现金流充裕，更能为品牌商垫资；③A股唯一上市的纯正代运营公司，融资优势明显，外延并购灵活性强，且最易化解可能的资金问题。

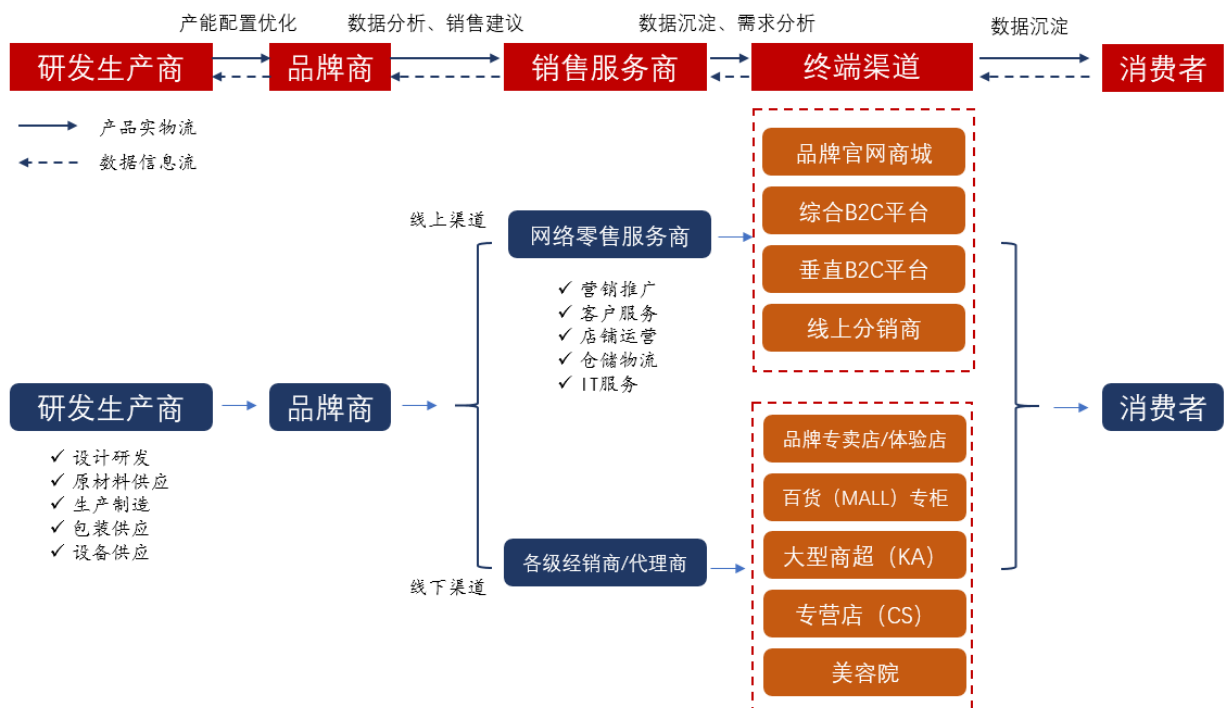
3) 盈利预测与投资建议

线上代运营因电商而起，因电商而盛，公司作为行业龙头，一方面借助电商新兴时期的红利快速扩张，另一方面在最近几年依靠站外流量获取和下沉市场新增网购用户实现高速发展。同时2020年因疫情原因，线上消费扩容再入快车道，“5.5”、“6.18”、“双11”等多个购物节有望驱动全年业绩较快增长。基于PEG估值，公司当前估值水平低于营销和化妆品行业可比公司的平均值。首次覆盖，给予“增持”评级。

2、电商代运营的新增量：新流量 + 新产品 + 新平台

我们将电商代运营服务商视为联结品牌商和消费者的重要桥梁，同时也是网络零售服务的核心。对品牌商而言，代运营服务商协同线上营销、仓储物流等环节，依靠数据沉淀、需求分析，以精细化运营，提升线上零售的转化率和运营效率；对消费者而言，代运营服务商能够及时洞察消费诉求，以个性化服务优化终端消费者的购物体验 and 效率。电商代运营公司以其高效率、低成本、大数据、小而美的特点增强了品牌商粘性，运营的品牌也收获了消费者的认可。从产业链的视角来看，代运营是消费市场中不可缺少的环节。

图1：电商代运营是联结品牌商和消费者的重要桥梁



资料来源：艾瑞咨询、丽人丽妆招股书、开源证券研究所

我们研究了以壹网壹创为代表的电商代运营服务商，我们认为电商代运营盈利来自于“基本盘+增量盘”。其中基本盘的流量以一二线城市的网购人群为主，引流途径包括微博、电商平台广告等；产品主要是美妆和服饰，根据艾瑞咨询的数据，2019年代运营产品中美妆和服饰占比接近40%，并且主流品牌以其知名度先入为主，抢占了电商市场的第一块蛋糕；平台主要是21世纪第一个十年成立的综合型电商平台，包括淘宝（天猫）、京东、唯品会等。增量盘则是“新流量+新产品+新平台”，新流量一方面来自于日活过亿的短视频平台引流，这其中也包括短视频平台的直播带货，另一方面来自下沉市场消费需求更新；新产品以母婴、家电等新品类和快速崛起的国货及国外小众品牌为主；新平台则囊括了垂直电商、私域电商、社交电商等新兴细分领域。我们认为，基本盘为电商代运营奠定了盈利基石，而增量盘保证了其长期业绩稳定增长。我们也是基于这样的视角去研究壹网壹创，并将在后面的内容中结合行业新增量来探讨壹网壹创投资的核心逻辑。

图2：新流量、新产品、新平台构成电商代运营的“增量盘”

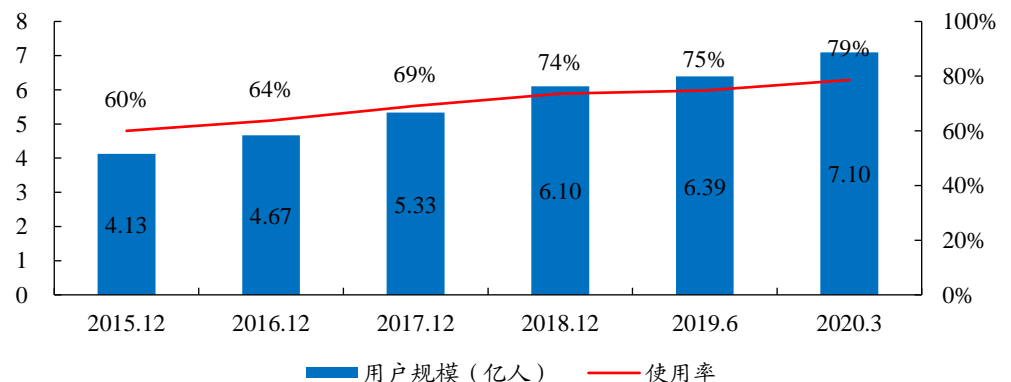


资料来源：微博官网、淘宝官网、李宁官网、耐克官网、阿迪达斯官网、唯品会官网、京东官网、天猫官网、抖音 App、快手 App、拼多多 App、小红书 App、京喜 App、蘑菇街官网、美丽说官网、开源证券研究所

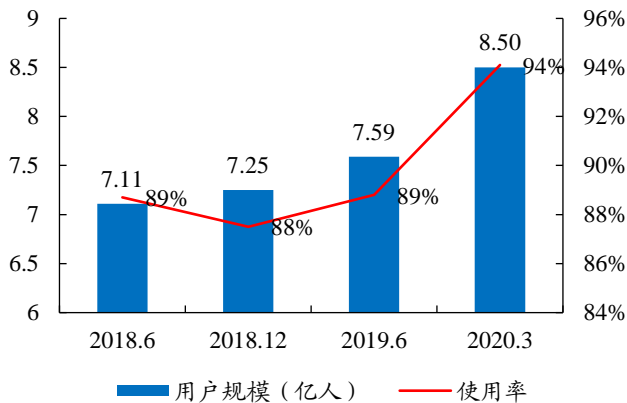
2.1、新流量：“短视频+下沉市场”，引流增量，性价比为王

电商代运营依赖电商平台的流量，而我们定义的电商平台新流量主要有两方面：一是短视频引流，二是下沉市场增量。对于短视频引流，我们根据 CNNIC 数据，发现截止到 2020 年 3 月，短视频用户规模 7.73 亿，相比同时期网络购物用户规模至少多出 6,300 万，这样的计算还是假设所有网购用户都会使用短视频的基础上。如果再考虑到疫情的因素，从动态的视角来看，从 2018.12→2019.6→2020.3，短视频与网购用户差额分别为 3,800 万→900 万→6,300 万，这表明疫情前短视频用户已经有向网购用户转化的趋势，而疫情再次扩大了转化空间。进一步，如果不考虑重复用户率的基础上看整体网络视频用户规模与短视频用户规模差额的话，会发现二者在 2020 年 3 月仍有 7,700 万的规模差距，各类视频用户仍存较大转化空间。

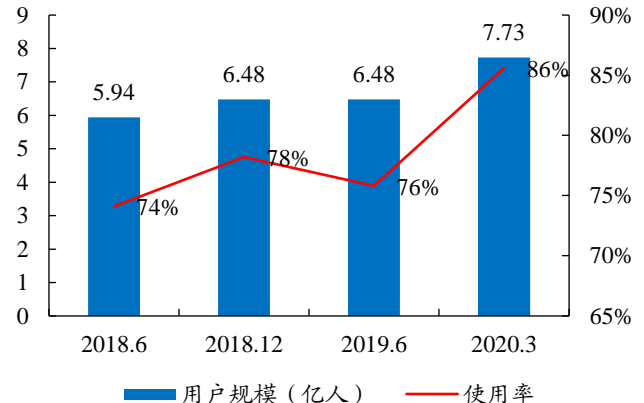
图3：2020 年 3 月网络购物用户规模 7.1 亿



数据来源：CNNIC、开源证券研究所

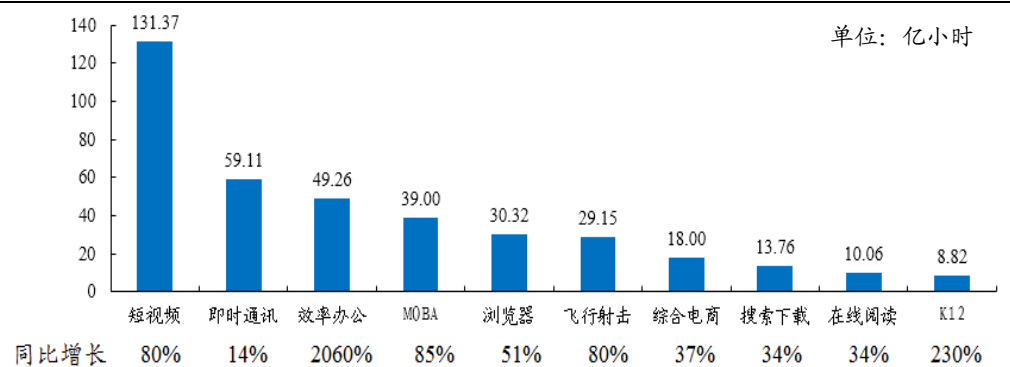
图4：2020年3月网络视频用户规模8.5亿


数据来源：CNNIC、开源证券研究所

图5：2020年3月短视频用户规模7.7亿


数据来源：CNNIC、开源证券研究所

接下来，我们研究的是短视频用户使用时长增长对网购规模增加可能带来的潜在机遇。根据 QuestMobile 公布的数据，2020年3月，细分行业用户月度总使用时长增量最多的为短视频行业，增量 131.37 亿小时/月，同比增长 80%，如果参考 CNNIC 同时期 7.73 亿短视频用户规模的话，则平均单月每用户使用时长增量接近 17 个小时，平均到每日为 30 分钟以上。30 分钟/日的使用时长增量可以看做是短视频内生增量，这为引流至电商平台提供了更多的机会。

图6：短视频是月度用户使用时长增量最多的细分行业（数据时间：2020年3月）


数据来源：QuestMobile、开源证券研究所（增量=行业 2020.3 总使用时长-2019.3 总使用时长）

再从用户留存度来看，根据 QuestMobile 的数据，2020年3月，抖音月活 5.18 亿人（同比+14.7%），快手月活 4.43 亿人（同比+35.4%），活跃用户 7 日留存率抖音达到 86.8%，快手为 83%，卸载率抖音为 7.2%，快手为 9.8%。从数据上来看，我们认为短视频用户的留存度相对较高，适合长期为电商平台引流，从而达成短视频用户向网络购物用户的转化。

表1：2020年3月抖音和快手活跃用户7日留存率均在83%以上

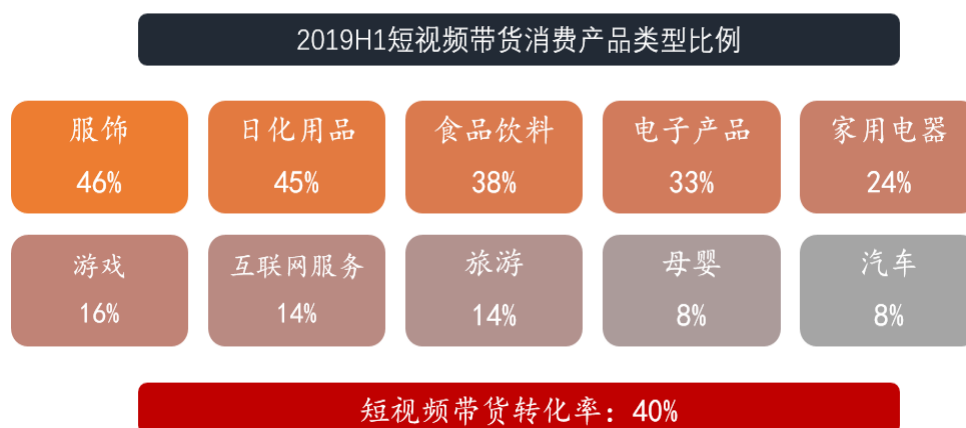
	抖音	快手
MAU (亿)	5.18	4.43
YOY	14.7%	35.4%
新用户活跃率	57.2%	48.3%
月人均使用时长 (分钟)	1,709	1,205
YOY	72.5%	64.7%
活跃用户 7 日留存率	86.8%	83.0%

	抖音	快手
卸载率	7.2%	9.8%
流量中心化程度	高	一般
粉丝与内容连接程度	较高	较高

数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

总结来看，短视频之所以能带来网购新流量，核心在于“开源节流”。“开源”一是在于短视频与网购用户规模差额：2020年3月CNNIC的数据显示短视频比网购用户规模至少多出6,300万人，如果基于艾媒咨询给出的40%短视频电商转化率来计算的话，则至少有2,520万新网购用户，如果参考统计局公布的2019年全年10.63万亿元网上零售额，同时参考CNNIC2020年3月7.1亿网购用户规模，则人均年网购金额约1.5万元，那么通过短视频引流而来的新增网购零售额高达3,780亿元。

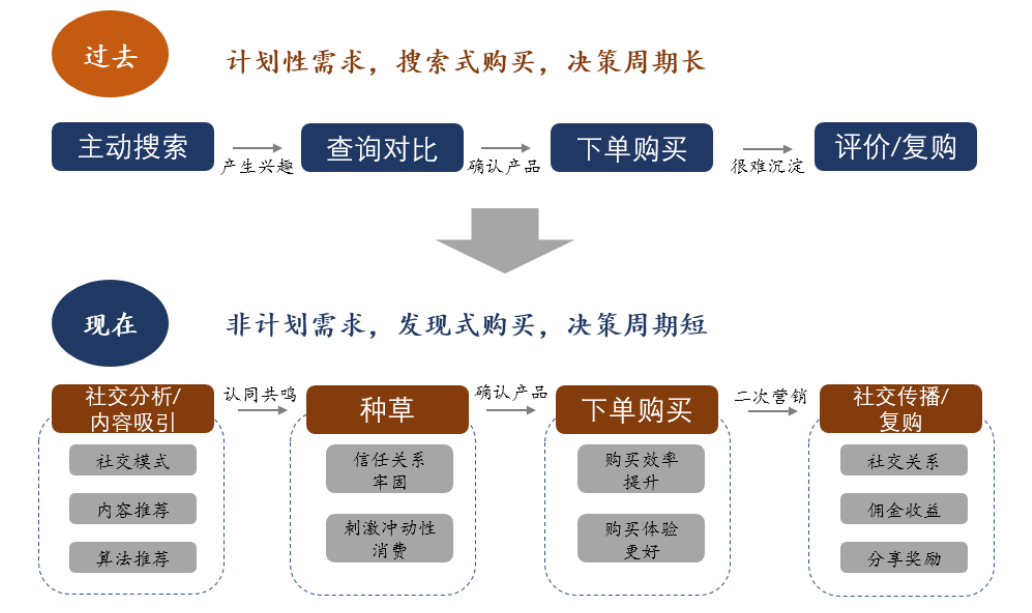
图7：短视频引流电商转化率高达40%



资料来源：艾媒咨询、开源证券研究所

“开源”二是在于短视频使用时长增长，这会使得用户被“种草”的几率增加。这种类似于社交电商的营销模式，最终使用户购买效率提升，并且复购的几率增大。与此同时，较高的留存度意味着“节流”效果良好。根据抖音官方发布的《2019年抖音数据报告》，截止2020年1月5日，抖音日活用户规模已超过4亿，根据快手大数据研究院的数据显示，快手日活用户规模在2020年初也突破了3亿。我们认为，高的用户基础配合精准的算法推荐，使得网购需求从“搜索式”变为“发现式”，“感性”消费的几率提高。

图8: 短视频使用用户消费从“搜索式”变为“发现式”

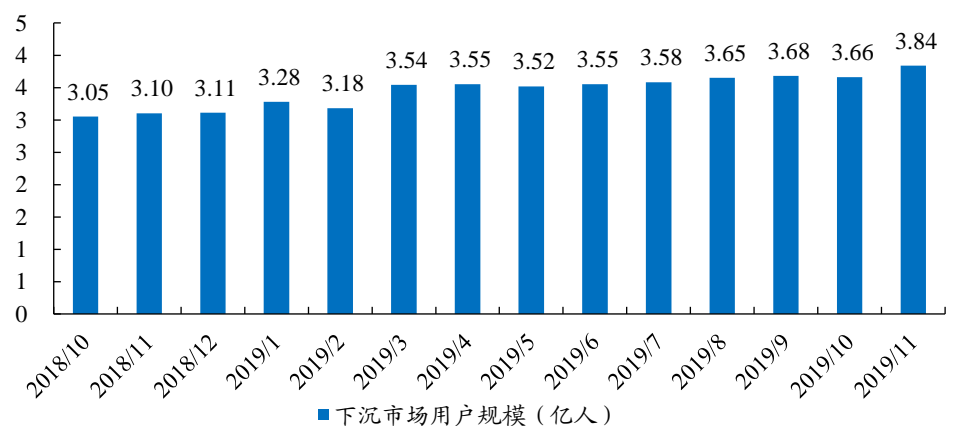


资料来源: QuestMobile、开源证券研究所

电商代运营第二个新流量来源是下沉市场，主要是三线以下城市，包含三线、四线、五线城市以及广大乡镇农村地区。这类市场用户的特点是：1）价格敏感性高；2）对物流服务效率敏感性低；3）电商用户逐渐大龄化；4）是各类 App 新用户主要增量来源。基于这四个因素，下沉市场用户对电商代运营企业精细化运营提出了较高要求，能够满足特定需求的代运营店铺更易获取更多流量。

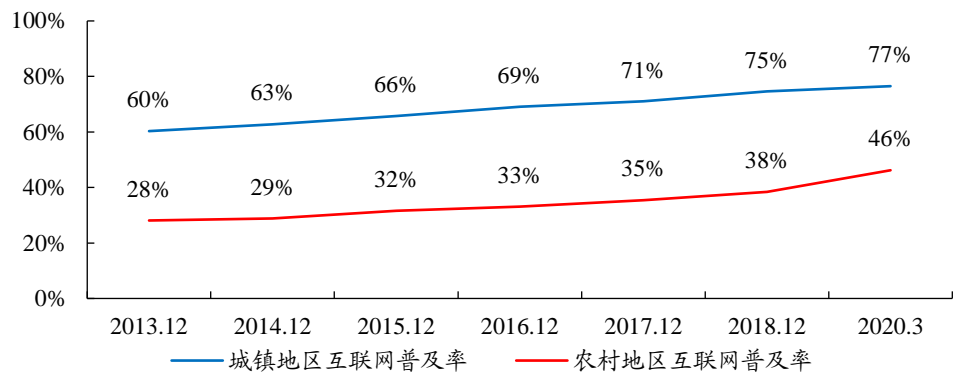
先从下沉市场用户规模来看，根据 MobTech 的数据，2019 年 11 月下沉市场电商活跃用户已达 3.84 亿，如果参考 CNNIC 公布的 2020 年 3 月 7.1 亿网购用户规模，下沉市场电商用户占比超过 54%。

图9: 2019 年 11 月下沉市场电商活跃用户规模达 3.84 亿



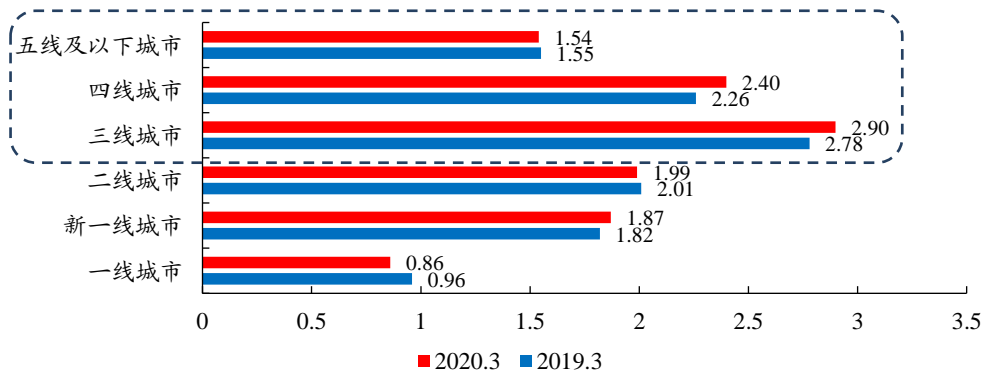
数据来源: Mob 研究院、开源证券研究所

如果再考虑到下沉市场中，根据 CNNIC 在 2020 年 3 月的统计数据，农村地区互联网普及率仅 46.2%，距离城镇地区 76.5% 互联网普及率仍有较大差距的现实，我们认为未来网购用户将主要来自于下沉市场，电商平台在农村地区的增量用户将为代运营的店铺赋能。

图10: 农村地区互联网普及率较城市地区仍有较大差距


数据来源: CNNIC、开源证券研究所

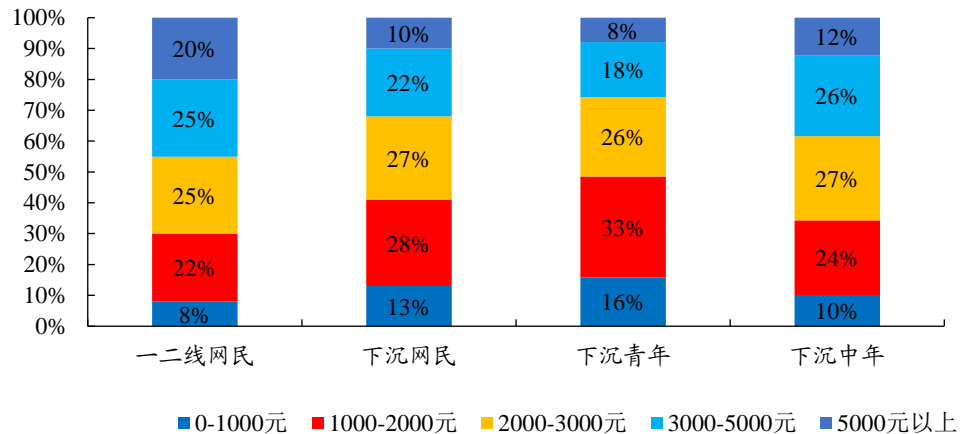
从城际角度来看的移动互联网月活跃用户变化趋势证明了下沉市场巨大扩容潜力。据 QuestMobile 的数据, 2020 年 3 月相比 2019 年 3 月, 一线、新一线、二线城市移动互联网月活跃用户规模合计减少 714 万, 而下沉市场则合计增加 2,461 万。对下沉市场特点的把握将成为代运营服务商重点关注的问题之一。

图11: 移动互联网月活跃用户规模增长主要来自下沉市场


数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

下沉市场一方面带来了新流量红利, 另一方也对电商代运营精细化运营提出了高要求, 下沉市场用户与一线、新一线、二线城市用户的差异需要新的营销策略支撑。首先是价格敏感度差异, 根据企鵝智库的数据, 一二线网民每月平均花费 4,055 元, 而下沉市场网民每月平均花费 2,960 元, 其中下沉城市的青年每月平均花费更低, 为 2,643 元。消费金额的差异使得下沉市场更关注性价比, 对于深耕这块市场的代运营公司而言, 设计有针对性的营销策略尤为重要。

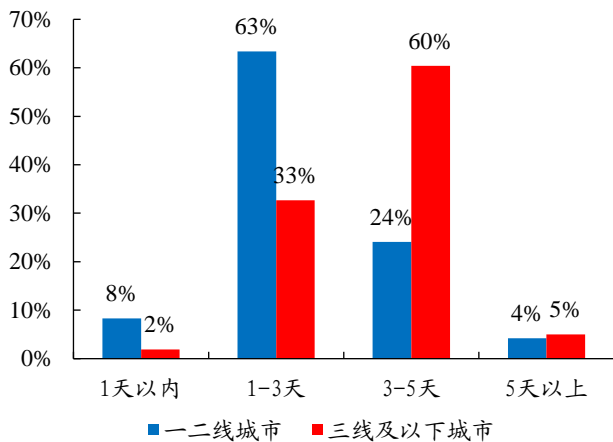
图12: 2019 年下沉市场网民每月平均花费低于一二线城市网民



数据来源: 企鹅智库、开源证券研究所

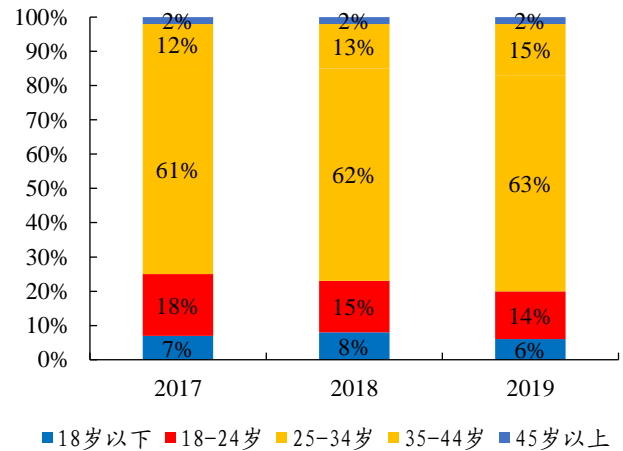
另外, 下沉市场用户对物流效率要求相比一二线城市低, 并且 25 岁以上用户占比提高, 针对这样的特点, 特定类型的网购店铺可以牺牲效率来节约成本, 推出新产品提高针对性, 开拓新平台提高覆盖度。综合来看, 我们认为下沉市场无论是对电商平台还是代运营商来说, 都会是未来着重深耕的对象。

图13: 2019 年下沉市场对 3-5 天物流速度可接受度高



数据来源: Mob 研究院、开源证券研究所

图14: 下沉市场 25 岁以上电商用户占比不断提升

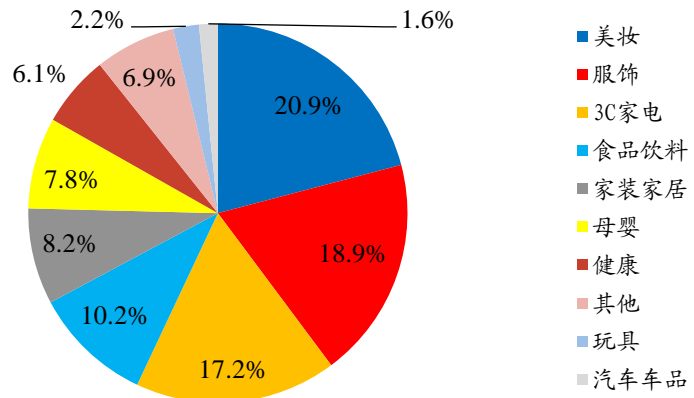


数据来源: Mob 研究院、开源证券研究所

2.2、新产品: 新品类“高瞻远瞩”, 新品牌“抢滩登陆”

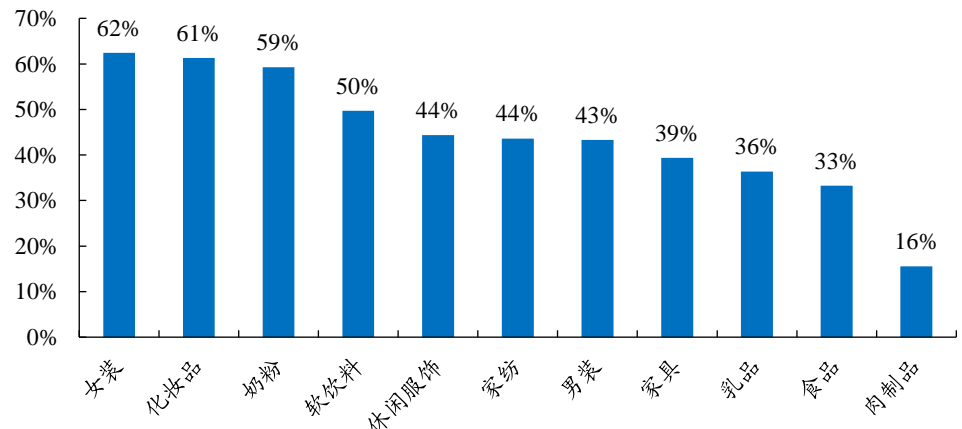
如果说新流量是通过电商平台传导给代运营商的红利的话, 那么新产品则是对电商代运营最直接利好, 这里面包含两个层次, 一是新品类带来的横向拓展, 二是新品牌带来的纵向扩充。

先从品类来看, 根据艾瑞咨询的数据, 2019 年美妆 (20.9%)、服饰 (18.9%)、3C 家电 (17.2%) 占据了电商代运营服务品类的半壁江山。其中, 美妆在 2018 年开始爆发, 下沉市场完成“0”到“1”的消费升级逻辑, 一二线市场高端护肤品销量增加, 加上其与直播带货高契合性, 同时高毛利率给予代运营服务商更多佣金抽成空间, 目前美妆行业已经成为电商代运营最重要的服务品类。

图15：2019 年美妆、服饰和家电占代运营服务品类数量 50%以上


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

我们统计了 A 股和 H 股上市的不同行业代表公司 2019 年的毛利率，发现女装（62.46%）、化妆品（61.32%）、奶粉（59.29%）、软饮料（49.74%）毛利率较高，这意味着上述行业能够给予代运营服务商更高的佣金比例。如果结合现有服务品类来看，我们认为以奶粉为代表的母婴，及以软饮料为代表的食品饮料行业因其高毛利率，有望在未来成为重要的代运营服务品类。

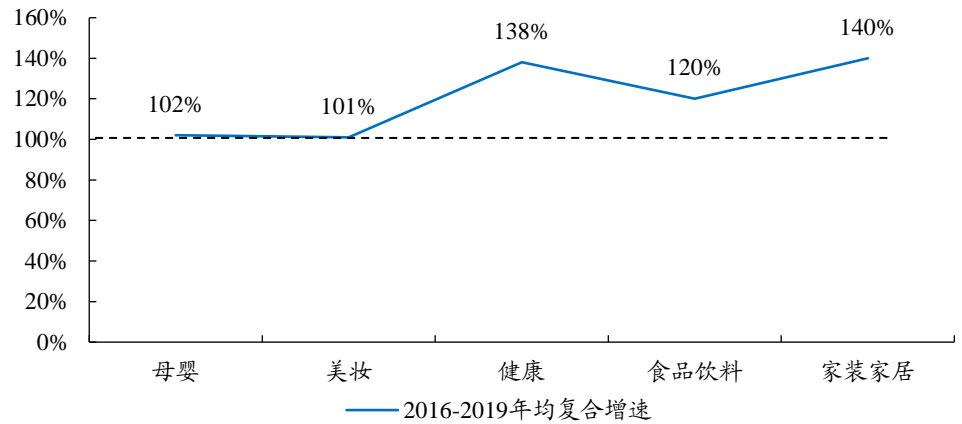
图16：女装、化妆品、奶粉、软饮料毛利率相对较高


数据来源：Wind、开源证券研究所（毛利率计算采用整体法，选取 2019 年年报数据。女装样本公司为地素时尚、歌力思、锦泓集团、朗姿股份、拉夏贝尔、日播时尚；化妆品样本公司为上海家化、珀莱雅、丸美股份、御家汇；奶粉样本公司为贝因美、中国飞鹤、澳优、雅士利国际；软饮料样本公司为承德露露、维维股份、养元饮品、香飘飘、农夫山泉；休闲服饰样本公司为太平鸟、森马服饰、美邦服饰；家纺样本公司为富安娜、罗莱生活、梦洁股份、水星家纺；男装样本公司为报喜鸟、九牧王、乔治白、七匹狼、海澜之家、红豆股份；家具样本公司为美克家居、我乐家居、曲美家居、尚品宅配、好莱客、梦百合、志邦家居、顶固集创、索菲亚、顾家家居、欧派家居；乳品样本公司为皇氏集团、伊利股份、蒙牛乳业、天润乳业、光明乳业、三元股份；食品样本公司为洽洽食品、绝味食品、良品铺子、安井食品、三只松鼠、桃李面包、盐津铺子、元祖股份、三全食品、克明面业；肉制品样本公司为双汇发展、得利斯、金字火腿、龙大肉食、上海梅林。）

再根据艾瑞咨询的数据，2016-2019 年，母婴、美妆、健康、食品饮料、家装家居行业选择代运营服务的公司数量年均复合增速较快，其中健康和家装家居行业选择代运营服务的公司数量 3 年 CAGR 达 140% 左右，母婴、美妆、食品饮料同项数据

也在 100% 以上，这也与前文我们基于不同行业毛利率而得出的代运营拓展品类趋势基本一致。综合来看，我们认为化妆品将依然是代运营服务商重点开拓的品类，但同时，母婴、食品饮料将成为横向拓品类的关键。

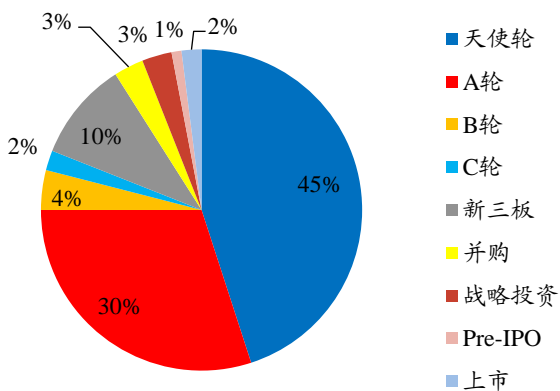
图17: 2016-2019 年母婴、食品饮料等行业选择代运营服务的公司数量较快增长



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

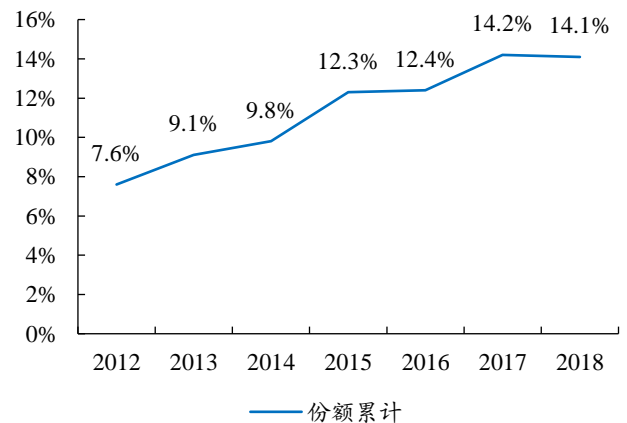
第二个新产品来源是新品牌，包含两个方面，一是处于发展阶段的国内品牌，二是准备进入中国或者已经进入但试图改善销售业绩的国际品牌。先从国内品牌来看，根据鲸准研究院公布的 2015-2019 年国内美妆行业投融资统计数据，45% 的融资集中在天使轮，30% 的融资集中在 A 轮，B 轮后直至上市的美妆融资占比仅为 25%。与此同时，化妆品市场份额前 20 的公司中，国产品牌占比由 2012 年 7.6% 提升至 2018 年 14.1%。以上数据客观反映国货仍处于上升期，有需求借助高水平的代运营服务商提升线上销售额。

图18: 75% 的国产化妆品投融资处于天使轮和 A 轮



数据来源：鲸准研究院、开源证券研究所（数据时间：2015-2019）

图19: 国产品牌市场份额占比提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

而从国际品牌来看，对于新进中国的品牌而言，为了避免“水土不服”，同时快速打开国内市场，寻求代运营服务商合作成为最佳途径。以 2017 年 6 月在天猫国际开设旗舰店的西班牙药妆品牌 Sesderma 为例，其进入中国选择与代运营服务商杭州高浪合作，先期在线上开设旗舰店，而后线上线下多渠道进行营销，邀请 KOL 带货，召开品牌升级发布会提升知名度。在由杭州高浪运营一年多以后，2018 年双十一，Sesderma 进入天猫国际美妆双十一进口消费榜 Top10，成功晋级中国市场进口药妆领域知名品牌。我们认为，包括美妆在内的众多国际品牌进入中国后对代运营服务

商拥有很高的依赖度，这将成为电商代运营行业拓展新客户的重要来源。

图20: 杭州高浪代运营的 Sesdrma 进入 2018 天猫国际双十一进口美妆消费 Top10

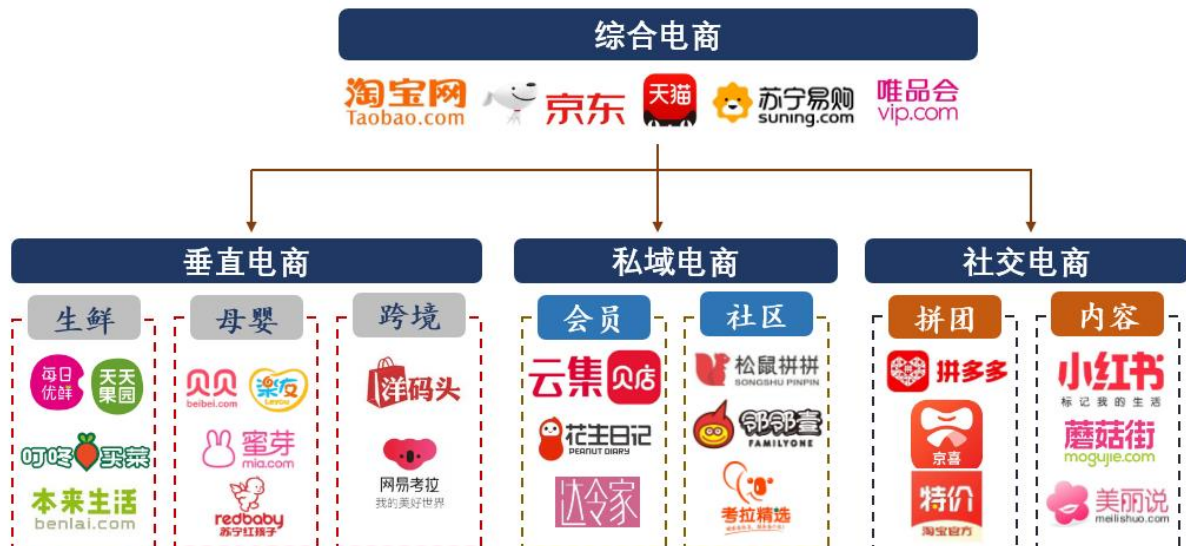


资料来源：天猫国际

2.3、新平台：电商多样化，选择多元化

21 世纪第一个十年，以淘宝、京东、天猫（淘宝商城）、苏宁易购（苏宁网上商城）、唯品会为代表的综合型电商平台担当了线上购物的主力。而进入 21 世纪第二个十年后，对单一领域专业化的各类电商迅速发展起来，包括专注于一个或几个行业的垂直电商，基于会员和社区流量运营的私域电商，以及通过社交平台发生裂变的拼团/内容电商。同时，综合型电商也在拓展自身业务类型，例如淘宝单列“聚划算”、“淘宝特价版”等产品，京东推出“京喜”，苏宁推出“苏宁红孩子”等。基于电商多样化的趋势，我们认为，随着电商平台从综合化向专业化延伸，代运营服务商可以基于代理品牌，需求流量类型，运营成本等方面选择适合的电商平台进行运营。

图21: 电商平台从综合化向多领域专业化扩展



资料来源：艾瑞咨询、淘宝官网、京东官网、天猫官网、苏宁易购官网、唯品会官网、每日优鲜官网、天天果园官网、叮咚买菜官网、本来生活官网、贝贝官网、乐友官网、蜜芽官网、苏宁红孩子官网、洋码头官网、网易考拉官网、云集官网、贝店官网、花生日记官网、达令家官网、松鼠拼拼官网、邻邻壹官网、考拉精选官网、拼多多官网、京喜 App、淘宝特价版 App、小红书 App、蘑菇街官网、美丽说官网、App Store-Apple、开源证券研究所

从成本方面看，代运营服务商在电商平台推广费用主要包括平台运行费和广告宣传费两部分，其中平台运行费主要是在电商平台开展或运营线上销售活动所需要

向平台支付的通用服务费，这里面占大头的是平台佣金；广告宣传费包括线上销售时使用各电商平台提供的标准化推广服务所产生的费用，例如天猫的直通车、钻展。

我们暂且不考虑非标准化的广告宣传费，单看平台运行费中最重要的平台佣金部分，通过统计天猫、京东、苏宁易购和拼多多适合代运营品类的平台佣金，我们发现，拼多多的佣金费率最低，仅收取 0.6% 的技术服务费，而除去拼多多，天猫的佣金费率（软件服务费）更具比较优势，在大多数品类的费率要低于京东 FBP 模式和苏宁易购。因此，如果从运营成本的角度考虑，拼多多作为崛起的新平台代表，其佣金费率更具比较优势，甚至低于目前代运营服务商主要运营的天猫平台。

表2：除拼多多外，天猫是运行费率相对较低的电商平台（2020 年平台规则）

品类	天猫费率 (软件服务费)	京东费率 (FBP)	苏宁易购费率 (佣金)	拼多多费率 (技术服务费)
化妆品	4%	4%-6%	4%-5%	
服饰	5%	8%	6%	
鞋靴	5%	8%	6%	
箱包皮具	5%	9%	6%	
运动鞋/运动服	5%	5%	6%	
家纺	5%	6%/8%	6%	
居家日用/烹饪用具	5%	8%	6%	
宠物/宠物食品及用品	5%	2.5%-4%	1%-5%	
奶粉/辅食/营养品/零食	2%	3%	2%-3%	
婴童鞋服	5%	8%	5%	
孕妇装/孕产妇用品/营养	2%-5%	3%-5%	5%	0.6%
玩具	2%-5%	5%	5%	
婴童用品	2%-5%	3%-5%	3%	
婴童尿裤	2%	2%	2%	
模玩/动漫/周边/桌游	5%	5%	6%	
零食/酒饮/肉禽蛋/果蔬	2%	3%-5%	2%-3%	
粮油米面/调味品	1%-2%	3%-5%	2%-3%	
3C 数码	2%	2%-8%	1%-6%	
大家电/生活电器/厨房电器	2%	3%-10%	4%-5%	
个人护理/保健/按摩	2%-5%	4%-8%	4%-5%	

数据来源：天猫官网、京东官网、苏宁易购官网、拼多多官网、开源证券研究所（标红加粗为除拼多多外费率最低）

此外，如果假设拼多多佣金费率上涨，比较优势不明显，那么单从流量方面来看，以拼多多为代表的社交电商也更契合下沉市场，更能达成新流量+新平台双赢。根据 MobTech 的数据，2018、2019 年，主打社交和低价属性的电商 App 拼多多成为渗透率和 TGI 最高的网购平台，其中 2019 年拼多多在下沉市场渗透率达 64.6%，TGI 指数为 177，大幅领先淘宝（含聚划算）和京东（含京喜）。

图22：2019年拼多多以社交及低价属性，在价格敏感度较高的下沉市场渗透率居首

2017			2018			2019		
	渗透率	TGI		渗透率	TGI		渗透率	TGI
	47.4%	116		50.1%	156		64.6%	177
	40.9%	120		49.4%	140		52.0%	155
	18.2%	108		17.5%	125		16.9%	159
	14.2%	109		14.6%	135		12.8%	154
	10.7%	118		11.9%	146		4.2%	157

资料来源：App Store-Apple、开源证券研究所

综合这部分内容来看，我们认为电商代运营的增量盘在于以下几个方面：

- 1) 新流量：来自于短视频引流+下沉市场新增，利好于电商平台，并直接提升代运营店铺流量；
- 2) 新产品：国内品牌崛起+国际品牌进入，前者是化妆品、母婴等新兴行业红利助推代运营服务商获利，后者是消费升级红利为代运营带来的机遇；
- 3) 新平台：专业领域电商平台兴起，代运营服务商可以基于品牌属性、成本优势、流量需求等方面选择单一或多个平台进行线上店铺运营。

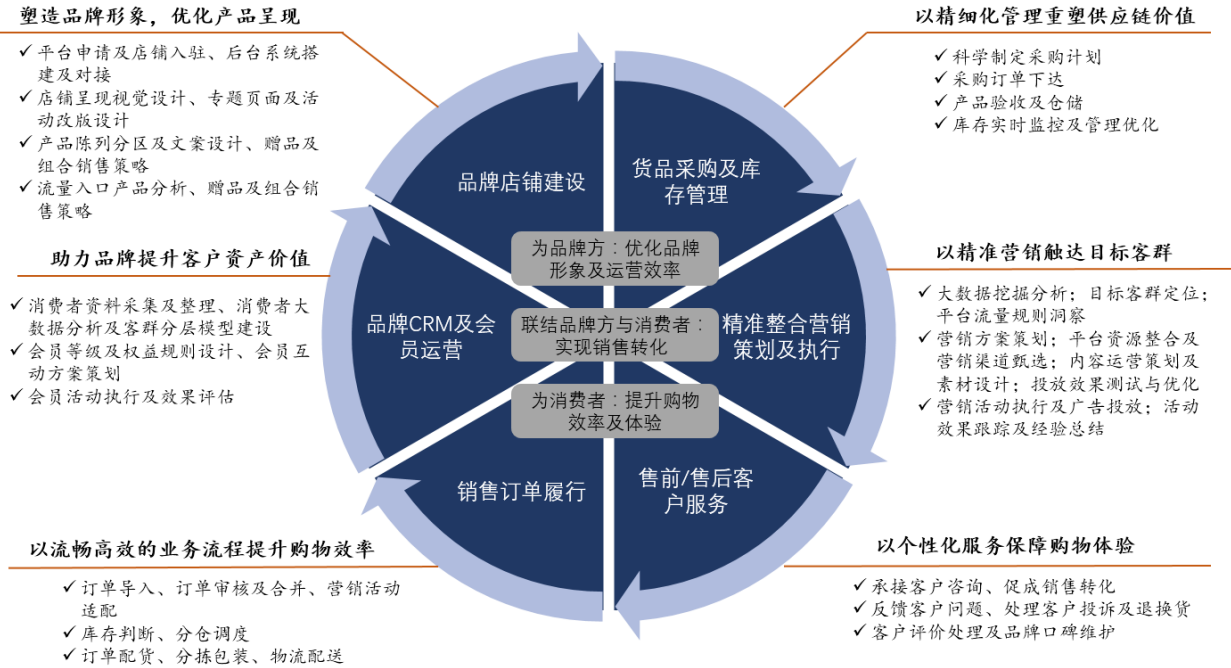
3、公司轻装上阵，夺取新增量

无论是从产业链的角度还是公司的角度，我们对公司的优势总结为“更懂品牌和用户，且越来越轻”。我们认为，越来越轻资产的模式在减少公司资金压力的同时，能更灵活的以合作的形式完成新流量的获取，包括站内电商直播和站外短视频引流；能更快速的拓展品牌品类，给予品牌商更多灵活性；也能更便捷的复制粘贴，在多平台布局店铺。对于这部分的内容，我们将结合前文对行业新增量的探讨，去研究公司未来发展的可能性。

3.1、更懂“你”的综合代运营服务商

我们将公司定义为更懂“你”的综合代运营服务商。一方面，对于品牌方，公司助其优化品牌形象及运营效率，提升品牌资产价值；另一方面，对于消费者，公司以个性化服务和流畅高效的业务流程提升购物效率和体验。同时，对于产业链而言，公司以其精细化管理和精准营销重塑产业链价值，提升线上购物品质。综合来看，公司是在为品牌商、消费者及产业链提供增值服务，以使各方利益最大化。

图23: 壹网壹创是更懂品牌商和消费者的综合代运营服务商



资料来源: 艾瑞咨询、壹网壹创招股说明书、丽人丽妆招股说明书、开源证券研究所

聚焦至公司业务层面, 主要包括四种类型: 1) 品牌线上营销服务, 公司以一定的折扣将商品购得, 后在电商运营的店铺将商品售出给消费者, 从中赚取买卖差价, 这种业务的成本主要是购货成本, 同时公司需承担线上推广费用; 2) 品牌线上管理服务, 即“轻资产”业务, 公司无需从品牌方购货, 且无需承担线上推广费用, 仅负责品牌商线上店铺的运营服务, 收入来自于基于 GMV 核算的佣金, 同时值得一提的是, 在这种业务模式下, 公司也会预收和代付品牌商线上营销推广费用, 并按月结算; 3) 线上分销业务, 公司从品牌商购得商品后, 售卖给其他卖家, 从中赚取差价, 是一种 B2B 业务; 4) 内容服务业务, 主要为品牌商实施线上营销策划服务。以上四种业务为品牌商提供了全方位运营服务的选择, 无论是公司还是品牌商都能具有更强的灵活性。

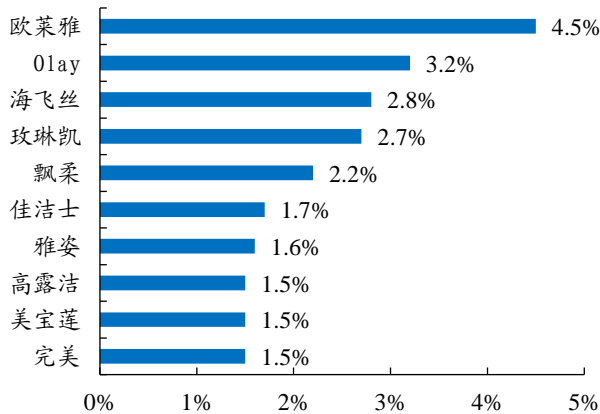
图24: 壹网壹创各业务类型服务的核心品牌



资料来源: 壹网壹创招股说明书、艾杜纱官网、上海家化官网、丸美官网、泡泡玛特官网、开源证券研究所

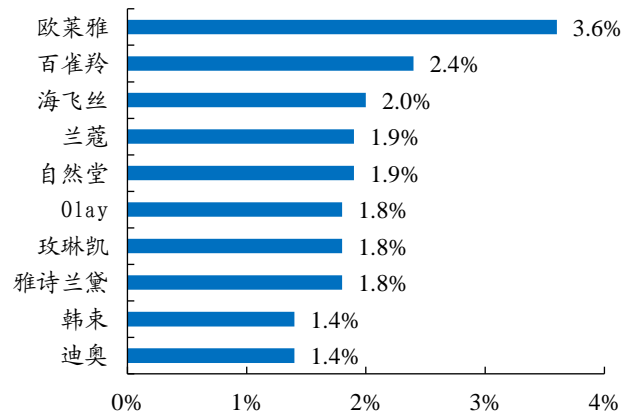
品牌商可以选择公司一种或多种线上服务，从而达到品牌线上销售业绩和效率提升的目的。以由公司提供线上营销服务的品牌百雀羚为例，根据 Euromonitor 的数据，2012 年中国市场美妆个护品牌 Top10 中，百雀羚并未上榜，但到了 2018 年，百雀羚市占率提升至 2.4%，成为仅次于欧莱雅的美妆品牌，这其中，壹网壹创在线上营销运营功不可没。

图25：2012 年百雀羚未进入中国美妆个护品牌 Top10



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

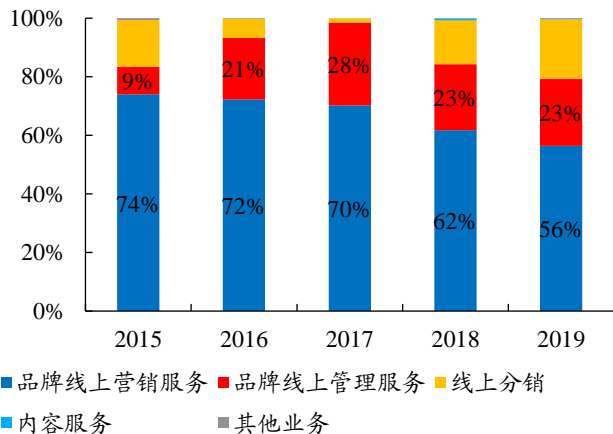
图26：2018 年百雀羚位居中国美妆个护品牌第二位



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

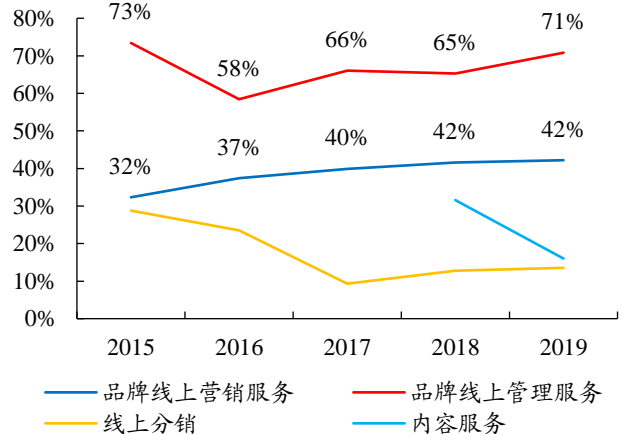
再从业务数据上来看，品牌线上营销服务为公司营业收入占比最高的业务，2019 年占总营业收入的 56%，但比例呈现逐年下降趋势；品牌线上管理服务近两年占营业收入的比例维持在 23%；分销业务占 20%。但从毛利率方面来看，品牌线上管理服务 2019 年毛利率为 71%，是主要业务中毛利率最高的业务。

图27：品牌线上营销服务为公司最主要业务



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：公司品牌线上管理服务毛利率较高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

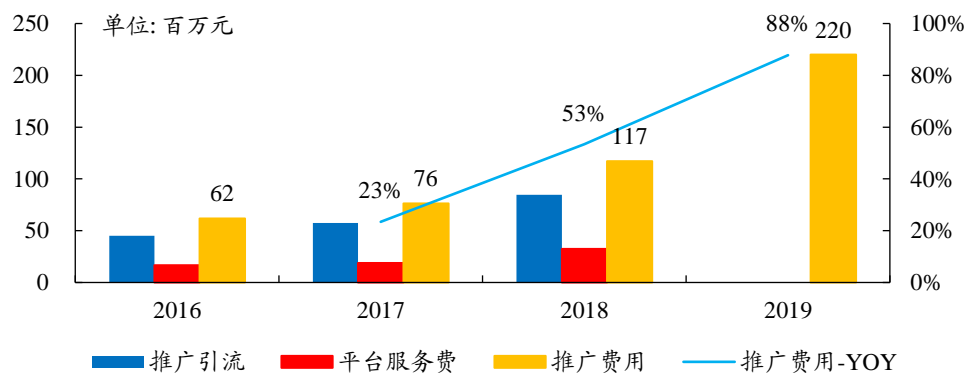
总结来看，公司作为综合代运营服务商，提供的服务囊括线上销售的全方面内容，但相对而言线上营销服务占用资金，需要大量推广费用，虽然是营业收入最主要来源，但占比持续下降；而线上管理服务，不占用资金，与品牌商合作推广的方式更灵活，轻资产模式依托公司行业龙头实力易于快速拓展更多品牌，同时也有更高的毛利率。因此，我们判断公司未来的核心战略或在于越来越“轻”，这也将成为公司夺取新增量的关键。

3.2、焕轻而行，尽享增量

正如前文行业部分的分析，电商代运营的新流量来自于：1）短视频平台的客户转化，包括抖音快手等短视频平台的带货直播引流；2）下沉市场增量红利。无论哪种方式，吸引新流量都需要在推广上投入费用，而品牌线上营销服务，由于推广费用由公司承担，这就使得在选择推广渠道和方式上需要更加谨慎。

从公司公布的推广费用明细来看，2019 年推广费用达到了 2.2 亿元，同比增加了 88%，占到了当期销售费用的 73%。这笔推广投入在 2019H1 之前还主要在各大电商平台，考虑到对新流量的竞争日趋激烈，未来如果拓展至短视频平台的话，由此造成的推广费用或将大幅提升，一方面进一步挤压品牌线上营销业务毛利率，另一方面也可能对公司整体业务盈利产生不利影响。

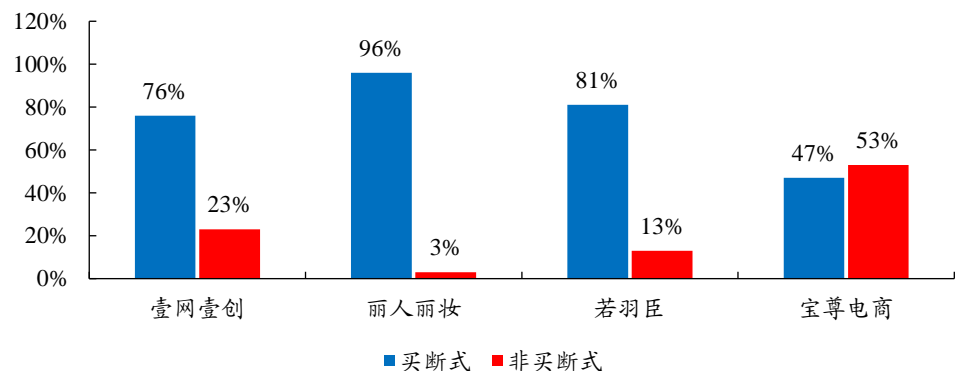
图29：公司推广费用逐年提高



数据来源：壹网壹创招股说明书、公司公告、开源证券研究所

因此，我们认为轻资产模式，即推广费用由品牌商承担，或能更好地获取站内站外新流量，增加运营店铺曝光度，利好公司长期发展。并且，从横向比较来看，轻资产同样可以获取较快的营业收入增速和更高的毛利率。我们对比了壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣、宝尊电商四家代运营服务商，将品牌线上营销服务和线上分销合并为占用现金流的“买断式服务”，将品牌线上管理服务列为不占现金流的“非买断式服务”，使用四家代运营服务商可查的最新数据，发现宝尊电商“非买断式服务”的收入占比最高，为 53%。

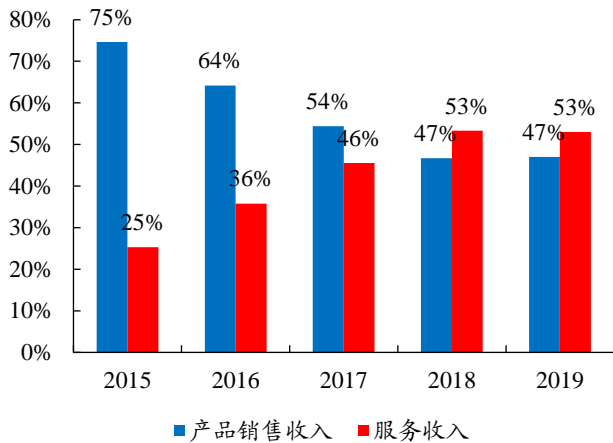
图30：宝尊电商“非买断式服务”的收入占比最高



数据来源：Wind、开源证券研究所（由于丽人丽妆最新数据更新至 2019H1，若羽臣最新数据更新至 2019Q3，业务所占比与季度关联性较弱，故上述两公司使用最新数据统计）

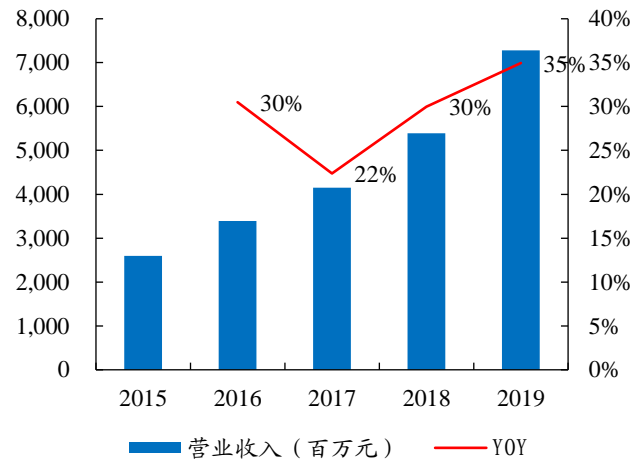
宝尊电商在 2016 年开始着力提升“非买断式服务”收入的比例，将经销模式的老客户转为服务模式，同时在 2017 年逐渐开始接触化妆品、日用品、奢侈品等品类，在 2018 年“非买断式服务”的收入占比提升至 50% 以上，超过“买断式服务”收入，当年的营业收入也实现超过 30% 的同比增长。从宝尊的案例可以看出，提升轻资产比例可以在保证营业收入的基础上，借助品牌商的推广资金来提升自身业绩。

图31：宝尊电商服务收入占比 50% 以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：宝尊电商营业收入随服务收入占比提升而提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

并且，对于新流量的获取方面，公司有充分的经验和成功的案例。在整合营销方面，公司能够深入了解品牌商的需求，通过挖掘品牌文化、丰富产品卖点、整合媒介资源创造可传播内容，从而获取大量的高性价比流量，降低营运成本，代表案例为宝洁《“头”等大事》宣传；在新媒体传播方面，公司具备媒体计划、内容创意、视频监制、脚本撰写、IP 选择、直播策划、承接页撰写的能力，通过一系列营销活动，成功从平台外引流，引入新的客群，代表案例为百雀羚《四美不开心》视频创意。更为关键的是，公司自身拥有客户的大数据资源，助力精准营销更为精准的触达消费者。

图33：壹网壹创有丰富的整合营销和新媒体传播引流经验



资料来源：壹网壹创招股说明书

另外，对于下沉市场，我们看到公司近期接入了包括佰草集、丸美在内的国货化妆品龙头品牌，一方面借助本土品牌在下沉市场线下渠道的影响力，主攻这类市场的线上销售，另一方面本土化妆品在多种产品类型，尤其是高端精华类产品上有明显价格优势，更贴合注重性价比的下沉市场用户。

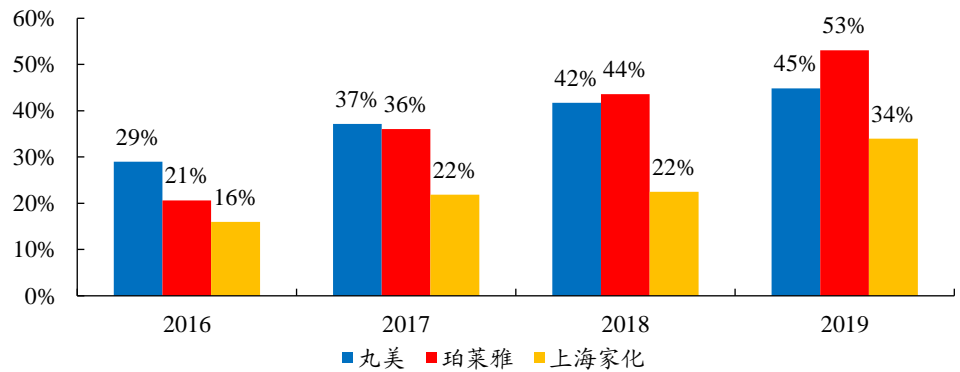
图34: 四款修复精华价格对比, 本土品牌价格更有优势



资料来源: 淘宝、开源证券研究所

在第二个新增量, 即新产品方面, 我们认为公司首先将享受新接入本土品牌线上销售占比提升的红利。对比本土美妆品牌龙头丸美、珀莱雅和上海家化线上营业收入占比我们发现, 珀莱雅依托自有代运营平台, 线上营业收入占比从2016年的21%迅速提升至2019年的53%。相比之下, 公司品牌线上管理服务的客户丸美和上海家化(佰草集)线上营业收入占比相对较低, 2019年丸美、上海家化线上营业收入占比分别为45%、34%, 相比珀莱雅有较大提升空间, 并且配合新流量红利, 占比有望不断提升。

图35: 本土美妆品牌线上营业收入占总营业收入比例持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

而从品类来看, 一方面公司新接入潮流玩具品牌泡泡玛特, 后者在2019年天猫“双十一”当日销售额8,212万元, 斩获天猫玩具大类(玩具+模玩)第一名。另一方面公司拟收购上佰电商, 从而进军家电行业代运营。上佰电商是2019年天猫九家“六星级”代运营服务商, 服务客户包括美的、联想、小天鹅、花为媒、松下冰箱等。公司通过并购的方式达成拓品类的目标, 一方面依托上佰团队优势, 能够快速切入家电代运营, 另一方面可以强强联合, 优势互补, 进一步提升行业集中度, 吸引更多品类和品牌选择公司作为代运营服务商。

图36: 上佰电商已发展成为家电代运营服务商龙头

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
上佰电商于12月成立	9月份承接美的冰箱旗舰店运营，首次双11大促日销220万元，至年底实现销售额700万元；新店异军突起，获天猫重点关注。	承接运营小天鹅官方旗舰店，启动美的、小天鹅全网分销管理，公司全年实现销售额1.9亿元；其中，上佰第二次双11，单日实现4068万元销售额。	成为美的集团天猫平台服务商，第二次618年中促，单日销售额达4300万元，冰洗份额大幅拉近与京东距离。年度双11公司所运营店铺实现双11日销1.3亿元，单店销量突破6500万元，公司全年销售额共5.5亿元。	承接联想17TV、松下冰箱、优酷土豆等官方旗舰店，上半年全公司实现销售额6.5亿元，第四次双11整体销售突破3.3亿，全年规模超过20亿元。	承接暴风、看尚、花为媒、圣奥等官方旗舰店；第五次双11更是达到一天10亿元的日销，全年规模实现销售额40亿元，2017规模预计超过70亿元。	启动集团化管理战略转型，以互联网全网品牌运营为核心，结合深度内容营销策略，全方位布局淘系家居运营、京东家居运营、村淘运营、大数据运营，构建完整的立体化的深度运营体系。

资料来源：上佰电商官网、开源证券研究所

最后，公司的新增量还在于新平台。公司在 2020/5/12 的公告中明确提出，已在北京成立控股子公司，用于经营京东业务，虽然京东佣金费率相对较高，但其物流服务优势明显，更利于深度扩展一二线市场。此前公司线上品牌服务和线上分销业务主要集中于天猫、唯品会、小红书、蘑菇街和品牌官网，综合电商中未拓展京东、苏宁易购，社交电商中未进军拼多多。我们对比其他代运营龙头服务商，虽然拓展拼多多的服务商不多，但几乎都覆盖了京东平台。截止 2020Q1，京东和拼多多过去 12 个月活跃购买用户数分别为 3.87 亿、6.28 亿。公司依靠原有天猫平台已成行业龙头，进军京东平台有望获得明显新增量，而未来可能布局的拼多多或其他电商平台，或为公司长期发展打开新的空间。

表3: 国内龙头代运营服务商绝大多数布局“天猫+京东”

代运营服务商	成立时间	线上平台
兴长信达	2000	淘宝、天猫、京东、亚马逊、小红书、考拉
宝尊电商	2007	天猫、京东、社交电商、品牌官网
丽人丽妆	2007	天猫、亚马逊、小红书、拼多多
凯诒电商	2010	天猫、社交电商
青木科技	2011	淘宝、天猫、京东、社交媒体
上海百秋	2011	天猫、京东、唯品会、品牌官网
上佰电商	2011	天猫、京东、苏宁易购
若羽臣	2011	天猫、京东、唯品会
壹网壹创	2012	天猫、唯品会、小红书、蘑菇街、品牌官网
杭州悠可	2012	天猫、京东、唯品会、聚美优品、蘑菇街等
碧橙电商	2013	天猫、京东、苏宁易购、小红书

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

综合来看，我们将未来公司的增长驱动力总结为以下三点：

1) 以品牌线上管理服务的轻资产模式为核心，通过与品牌商合作在站内站外多渠道推广，获取新流量；

2) 纵向接入新品牌，提升品牌线上销售能力；横向拓展新品类，或新签品类，或并购其他代运营服务商，实现强强联合，优势互补；

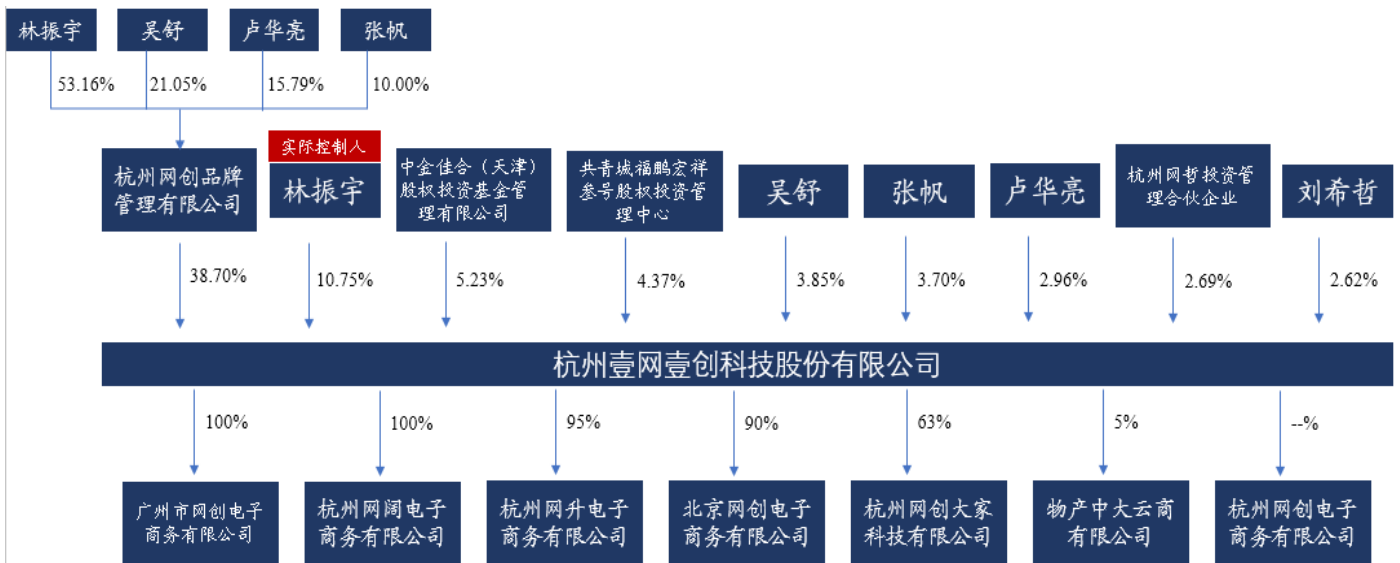
3) 拓展新平台，2020 年刚刚开拓京东平台，假设未来进军拼多多、苏宁易购等

平台，将能在更多渠道触达多种类型的消费者。

3.3、业绩稳定增长，回款能力业内翘楚

从股权结构来看，公司股权集中且稳定，主要股东均为公司高管。截止 2020 年一季度末，公司第一大股东为杭州网创品牌管理有限公司，持股比例为 38.70%，实际控制人为林振宇，直接持股比例为 10.75%，同时持有第一大股东 53.16%的股权。公司副总吴舒直接持股比例 3.85%，副总卢华亮直接持股比例 2.96%，董事会秘书张帆直接持股比例 3.70%，上述 3 位高管均与董事长林振宇共同持有第一大股东的股权。

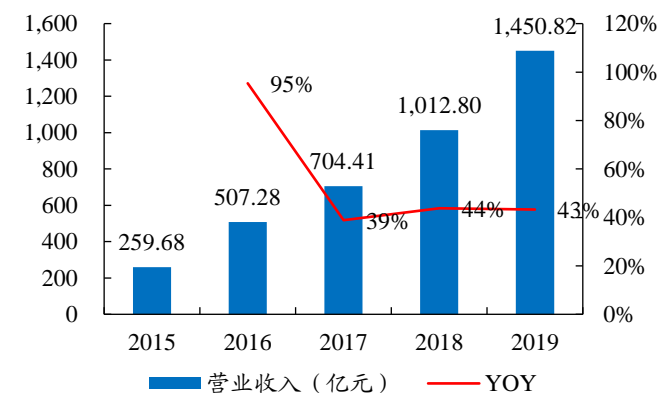
图37：林振宇是公司实际控制人（截止 2020 年第一季度）



资料来源：公司公告、开源证券研究所

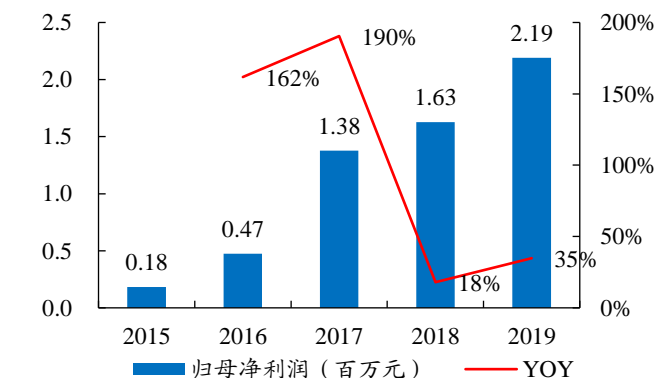
业绩方面，公司 2019 年实现营业收入 14.51 亿元，同比增长 43%；实现归母净利润 2.19 亿元，同比增长 35%。公司过去几年保持较快的营业收入增速，2019 年较 2018 年也实现了归母净利润增长的提速。

图38：公司营业收入保持较快增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图39：2019 年公司归母净利润增长提速



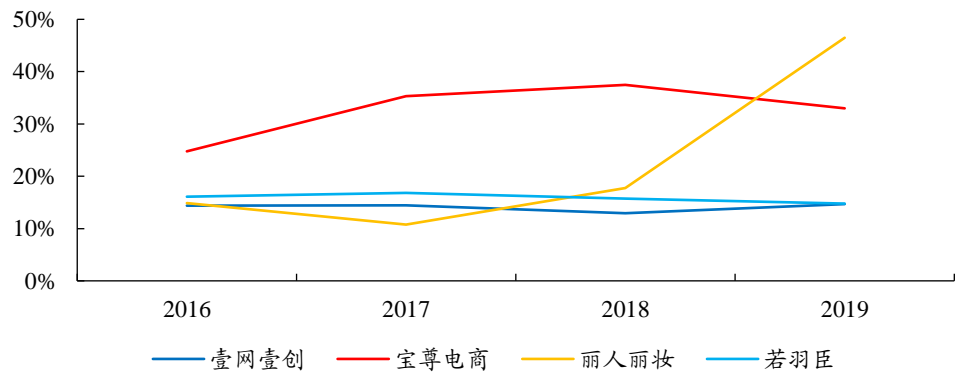
数据来源：公司公告、开源证券研究所

而在同行业公司的财务比较中，我们总结出两点最值得关注的事项：1）公司回款能力与可比公司（宝尊电商、丽人丽妆、若羽臣）相比是最强的；2）公司的偿债

能力与可比公司相比同样最为优秀。

对于第一点，我们将公司与美股上市的宝尊电商，A 股曾披露招股书的丽人丽妆、若羽臣作比较，发现“（应收账款+其他应收款）/总营业收入”这个比例，壹网壹创最低。代运营服务商的应收账款主要由品牌线上管理服务产生，其他应收账款中 70%来自于品牌方代垫款，包括返利等其他应收账款主要由品牌线上营销服务产生。相比之下，主要从事营销服务的丽人丽妆该项比例最高，2019H1 达到 46%，如果抛开季节性因素，2018 年 18%的比例亦高于壹网壹创；而主要从事管理服务的宝尊电商该比例为 33%，同样高于壹网壹创。综合来看，我们认为公司在目前来看是同类公司中回款能力最强的，无论是品牌线上营销服务对于品牌商代垫款，还是品牌线上管理服务的佣金款，确认为收入后均能及时收到账款，从而有更充足的现金流保证公司进一步拓展业务边界。

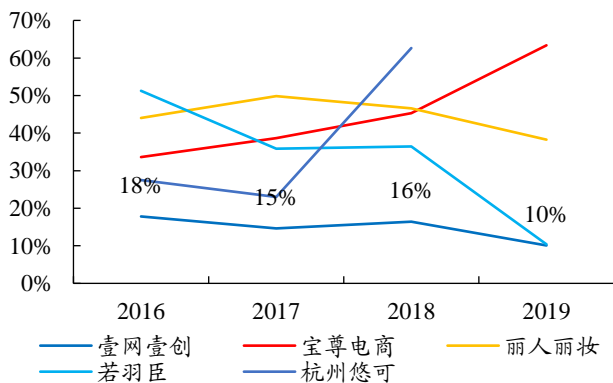
图40：壹网壹创“（应收账款+其他应收款）/营业收入”比例在可比公司中最低



数据来源：公司公告、开源证券研究所（其中，丽人丽妆为 2019H1 数据，若羽臣为 2019Q3 数据）

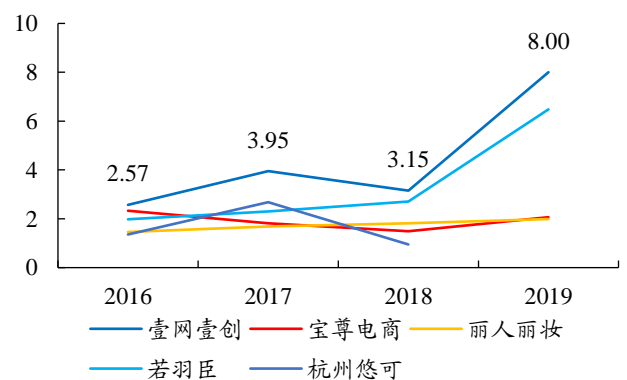
对于第二点，公司资产负债率在可比公司中最低，2019 年仅为 10.09%，远低于宝尊电商同期 63.37%的资产负债率。2019 年流动比率略小于根据 2019 年前三季度数据年化后的若羽臣，但速动比率在可比公司中领先，反映出优秀的偿债能力。因此，我们判断公司相比可比代运营服务商，或更容易获得银行贷款等债权融资，且作为 A 股唯一以电商代运营为主业的上市公司，拥有资本平台这个优势，便于股权融资，未来扩品牌拓品类或外延并购方面将具备资金优势。

图41：壹网壹创资产负债率同类公司中最低



数据来源：公司公告、招股说明书、开源证券研究所（其中，丽人丽妆为 2019H1 数据，若羽臣为 2019Q3 数据）

图42：壹网壹创速动比率同类公司中最高



数据来源：公司公告、招股说明书、开源证券研究所（其中，丽人丽妆为 2019H1 年化数据，若羽臣为 2019Q3 年化数据）

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

4.1.1、GMV 假设

公司品牌线上营销服务以百雀羚旗舰店为主，百雀羚 GMV/营销服务 GMV 超过 95%；品牌线上管理服务 2020 年开始以宝洁、OLAY、伊丽莎白雅顿、佰草集、丸美、欧珀莱为主，上述品牌 GMV / 管理服务 GMV 超过 80%。我们根据 2020Q1 各品牌天猫销售数据，分品牌估算全年 GMV 增速，其中，百雀羚(+28%)、宝洁(+35%)、OLAY(+80%)、伊丽莎白雅顿(+100%)、佰草集(+80%)、丸美(+50%)、欧珀莱(+40%)。

4.1.2、营业收入及毛利

1) 品牌线上营销服务。我们假设营业收入 = GMV*85%，并且维持返利比例在 30%，估算毛利率保持在 42%左右。

2) 品牌线上管理服务。我们根据历史数据分业务估算各品牌提点比例，通过营业收入 = GMV*扣点率计算结果；营业成本主要包括人力成本和仓配成本，我们认为随着品牌线上管理服务体量扩大，人力和仓配成本将会持续提升，且随着行业竞争加剧，为了更好地留住核心人员，同时不断组建新团队，未来三年人力成本的支出可能会较高。

3) 上佰电商。上佰电商 2019 年营业收入为 1.79 亿元，我们预测 2020-2022 年营业收入增速分别为 30%、30%、27%。公司于 2020 年 5 月 28 日公告完成交割事项，我们预测上佰电商可能在 2020 年 6 月纳入并表，考虑到“6.18”、“双十一”购物节均在 6 月份及以后，且 2020 年第一季度受疫情影响线上家电销售，故预测 2020 年 70%的营收是由 6 月份及以后月份贡献。

4) 其他业务。包括线上分销、内容服务等，根据历史数据进行估算。

4.1.3、期间费用率

销售费用率：2016-2019 年分别为 21%、17%、19%、21%，我们对销售费用率的估算基于两个假设：一是推广费用持续提升，绝对值增加，二是品牌线上营销服务占比下降，相对值下降，综合来看，2020-2022 年销售费用率分别为 20%、19%、19%。

管理费用率：2016-2019 年分别为 5.8%、3.7%、3.2%、2.7%，品牌线上营销服务占比提升，团队逐渐成熟有望进一步降低管理费用率，预计 2020-2022 年管理费用率分别为 2.4%、2.2%、2.0%。

4.2、盈利预测

结合上述预测，我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 21.73、30.05、38.56 亿元，同比增长 50%、38%、28%；归母净利润分别为 3.39、4.91、6.51 亿元，同比增长 55%、45%、33%；对应当前股本 EPS 分别为 2.35、3.40、4.51 元；对应当前股价 PE 分别为 83、57、43 倍。

4.3、估值

4.3.1、PEG 估值

由于 A 股目前暂无合适的代运营行业可比公司，如果选取美股上市的宝尊电商作为可比公司，一方面存在跨市场估值差异，另一方面宝尊 2019 年由于意外事件计提大量费用，拉低基数。由于公司主要服务品类为化妆品，并兼顾营销类业务，故选取 A 股上市的三家化妆品公司珀莱雅、丸美股份、上海家化以及营销类上市公司华扬联众、蓝色光标、值得买作为可比公司，采用 PEG 法进行估值比较。我们采用 2019 年归母净利润为基期，可比公司 2022 年归母净利润采用 Wind 一致预期（180 天），壹网壹创采用我们的预测值，计算得出可比公司基期至 2022 年业绩 CAGR；采用 2020 年 5 月 29 日收盘价计算各公司 PE，进而得出壹网壹创及可比公司 PEG。结果显示化妆品行业公司 PEG 平均值为 4.84，营销行业公司 PEG 平均值为 2.07，壹网壹创 PEG 为 1.89，低于营销和化妆品行业可比公司 PEG 的平均值。

表4：壹网壹创 2020 年预测 PEG 低于营销和化妆品行业可比公司 PEG 的平均值

证券代码	证券简称	基期净利润 (2019)	归母净利润 (2022E)	基期至 2022 年业绩 CAGR	PE (2020E)	PEG
603605.SH	珀莱雅	3.93	7.92	26%	66	2.54
603983.SH	丸美股份	5.15	8.22	17%	59	3.47
600315.SH	上海家化	5.57	6.70	6%	51	8.50
化妆品平均值					59	4.84
603825.SH	华扬联众	1.92	5.20	39%	22	0.56
300058.SZ	蓝色光标	7.10	9.14	9%	26	2.89
300785.SZ	值得买	1.19	2.25	24%	66	2.75
营销平均值					38	2.07
300792.SZ	壹网壹创	2.19	6.51	44%	83	1.89

数据来源：Wind、开源证券研究所（基于 2020 年 5 月 29 日收盘价，珀莱雅、丸美股份、上海家化、华扬联众、蓝色光标、值得买预测数据采用 Wind 一致预期，壹网壹创预测数据采用我们的预测值）

4.3.2、投资建议及评级

线上代运营因电商而起，因电商而盛，公司作为行业龙头，一方面借助电商新兴时期的红利快速扩张，另一方面在最近几年依靠站外流量获取和下沉市场新增网购用户实现高速发展。同时 2020 年因疫情原因，线上消费扩容再入快车道，“5.5”、“6.18”、“双 11”等多个购物节有望驱动全年业绩较快增长。我们看好公司作为代运营行业龙头，乘行业快速发展东风，在深耕美妆代运营的同时，进一步拓展服务品类，并且布局新电商平台。基于 PEG 估值，公司当前估值水平低于营销和化妆品行业可比公司的平均值。首次覆盖，给予“增持”评级。

5、风险提示

- 1、代运营行业竞争加剧风险。**随着入场的代运营服务商数量增加，行业竞争加剧，品牌商选择性更多，有可能减少佣金率，从而压缩公司业绩增长空间。
- 2、推广费用大幅上涨风险。**公司的品牌线上营销服务，需动用自有资金进行营销推广，目前电商直播和站外引流费用逐渐提升，可能会影响该项业务的盈利能力。
- 3、主要人员流失风险。**代运营行业属于人力密集型行业，店铺运营较依赖背后运营团队能力，如果核心人员离职，则会对业务造成部分影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	422	1261	1576	2081	2754
现金	107	829	992	1321	1832
应收票据及应收账款	94	176	229	332	388
其他应收款	37	37	73	79	116
预付账款	22	28	47	56	77
存货	75	116	160	218	266
其他流动资产	87	75	75	75	75
非流动资产	81	161	152	160	169
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	12	109	101	108	118
无形资产	0	1	1	1	1
其他非流动资产	69	51	51	51	50
资产总计	503	1422	1728	2241	2923
流动负债	103	143	172	215	247
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	22	80	67	135	124
其他流动负债	82	63	105	80	123
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	103	143	173	215	247
少数股东权益	0	0	18	55	104
股本	60	80	144	144	144
资本公积	45	714	650	650	650
留存收益	295	484	767	1219	1794
归属母公司股东权益	400	1278	1538	1971	2572
负债和股东权益	503	1422	1728	2241	2923

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	105	147	242	400	577
净利润	163	219	357	528	700
折旧摊销	7	9	11	12	14
财务费用	-1	-6	-1	-5	-5
投资损失	0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-66	-82	-123	-133	-130
其他经营现金流	3	8	-0	-1	-1
投资活动现金流	-28	-86	-1	-18	-21
资本支出	18	87	-9	8	9
长期投资	-10	0	0	0	0
其他投资现金流	-20	1	-9	-10	-12
筹资活动现金流	-57	660	-79	-53	-45
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	20	64	0	0
资本公积增加	0	669	-64	0	0
其他筹资现金流	-57	-29	-79	-53	-45
现金净增加额	20	721	162	330	511

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1013	1451	2173	3005	3856
营业成本	581	826	1197	1640	2101
营业税金及附加	6	14	22	30	40
营业费用	190	303	429	565	714
管理费用	32	39	53	67	76
研发费用	0	3	7	12	4
财务费用	-1	-6	-1	-5	-5
资产减值损失	2	0	0	0	0
其他收益	0	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	1	1
投资净收益	0	1	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	202	272	467	697	928
营业外收入	15	18	9	7	5
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	217	290	476	704	933
所得税	55	71	119	176	233
净利润	163	219	357	528	700
少数股东损益	0	0	18	37	49
归母净利润	163	219	339	491	651
EBITDA	221	274	460	681	900
EPS(元)	1.13	1.52	2.35	3.40	4.51

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	43.8	43.2	49.8	38.3	28.3
营业利润(%)	15.4	34.2	72.0	49.2	33.2
归属于母公司净利润(%)	18.0	34.7	54.9	44.7	32.5
获利能力					
毛利率(%)	42.6	43.0	44.9	45.4	45.5
净利率(%)	16.1	15.1	15.6	16.3	16.9
ROE(%)	40.7	17.1	23.0	26.1	26.2
ROIC(%)	40.1	15.7	21.9	25.5	25.8
偿债能力					
资产负债率(%)	20.5	10.1	10.0	9.6	8.5
净负债比率(%)	-26.7	-64.9	-63.8	-65.2	-68.5
流动比率	4.1	8.8	9.1	9.7	11.2
速动比率	2.3	7.3	7.5	8.1	9.5
营运能力					
总资产周转率	2.4	1.5	1.4	1.5	1.5
应收账款周转率	11.9	10.7	10.7	10.7	10.7
应付账款周转率	33.8	16.3	16.3	16.3	16.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.13	1.52	2.35	3.40	4.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.02	1.68	2.78	4.00
每股净资产(最新摊薄)	2.77	8.86	10.66	13.66	17.83
估值比率					
P/E	172.5	128.1	82.7	57.1	43.1
P/B	70.1	22.0	18.2	14.2	10.9
EV/EBITDA	126.6	99.5	58.9	39.3	29.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835