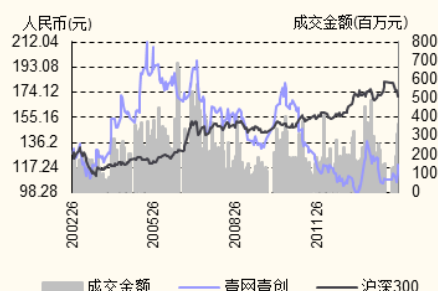


市场价格 (人民币): 119.00 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.44
已上市流通 A 股(亿股)	0.61
总市值(亿元)	171.72
年内股价最高最低(元)	212.71/98.28
沪深 300 指数	5470
创业板指	2977



## 相关报告

1. 《Q1 利润保持高增长, 品牌&品类扩张值得期待》, 2020.4.27

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003  
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001  
luoxiaoting@gjzq.com.cn

## 代运营行业景气, 业务模式切换下成长依旧

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,013	1,451	1,573	1,742	2,367
营业收入增长率	43.78%	43.25%	8.43%	10.75%	35.86%
归母净利润(百万元)	163	219	317	446	640
归母净利润增长率	17.99%	34.71%	44.81%	40.62%	43.56%
摊薄每股收益(元)	2.710	2.738	2.20	3.09	4.44
每股经营性现金流净额	1.75	1.78	2.37	2.80	3.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	40.65%	17.14%	21.35%	25.44%	29.96%
P/E	0	65	54	38	27
P/B	0.00	11.06	11.55	9.79	8.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **出色的美妆代运营商:** 公司成立于 2012 年, 早期客户为百雀羚, 后逐步拓展国内外品牌, 连续多年被评为天猫六星级 (最高等级) 服务商。业务模式有营销、管理、分销及内容服务等, 19 年分别贡献收入 56%、23%、20%、0.41%。近三年营收/净利年均复合增速 42%/67%, 20Q1~3 营销及管理模式分化、收入仅增 4%、但净利仍增 70%。据业绩预告 20Q4 净利增速放缓至 7~25%, 预计主要因 19Q4 基数较高以及新业务拓展所致。
- **线上运营能力出色、赋能品牌, 积极拓客户/品类/平台打开空间:** 12 年起帮助百雀羚拓展线上渠道, 助力百雀羚快速成长为护肤品龙头。基于百雀羚运营经验、公司客户数量不断增多, 20 年拓展泡泡玛特进入玩具领域, 20 年 5 月、11 月先后收购家电代运营商浙江上陌 51% 股权、国际品牌代运营商浙江速网 20% 股权, 加速品类/品牌拓展, 打开主业成长空间。
- **新业务具竞争优势, 成长空间可期:** 公司拟定增募集 11 亿元, 投向自有品牌及内容电商 (5 亿元) 等项目: 1) 自有品牌: 依托线上品牌赋能能力, 计划在食品、保健品等领域孵化一系列快消品自有品牌, 20Q4 孵化定位年轻、健康、高颜值轻食品牌“每鲜说”, 已于 21 年 2 月底上市; 2) 内容电商: 迎合直播兴起, 计划拓展店铺自播、内容电商代运营以及网红 IP 孵化, 当前店播及内容电商代运营团队已到位, 持续拓客中。

## 投资建议

- 公司为优秀美妆代运营, 具有出色的线上品牌运营能力, 深度参与品牌形象塑造、产品开发等, 积极拓展品牌、品类、平台, 打开成长空间。拟利用自身积累的多年线上运营经验孵化自有品牌, 顺应行业趋势、把握发展机遇, 并拓展店铺自播、内容电商代运营以及网红 IP 孵化等, 发展空间可期。
- 大客户业务模式切换仅影响财务特性, 代运营行业依旧高景气、公司有望持续获益。原盈利预测未充分认识到大客户模式切换对公司业绩的实际影响, 调增 20~22 年盈利预测 5.74%/11.52%/21.06%, 预计 20~22 年 EPS 分别为 2.20/3.09/4.44 元, 当前股价对应 20~22 年 PE 54/38/27 倍, 维持“买入”评级。

## 风险

- 代运营客户流失; 新业务拓展不及预期。

## 投资要件

### ■ 关键假设

公司营销模式以百雀羚为主，2020年10月起百雀羚合作模式切换为管理模式，营销模式20年收入增速预计放缓、未来营收将减少；公司管理模式、分销业务、内容服务业务等预计继续快速增长。

大客户百雀羚模式切换对2020年全年营收增速有所影响，但公司总体GMV仍快速增长、净利仍保持快速增长，公司预计20年全年净利同增40~50%。

自有品牌及内容电商等新业务拓展仍处于早期，业务拓展费用先行，预计短期收入贡献较少，但打开长期成长空间。

### ■ 本文的主要贡献

更新了公司20Q4代运营业务最新业绩情况、以及新业务拓展的最新进展。

深入研究公司的竞争优势——赋能品牌线上运营、服务内容深化，将有助于在代运营行业趋向激烈背景下公司原主业的持续拓展，以及新业务中孵化自有品牌的潜力。

### ■ 股价上涨的催化因素

代运营业务拓客户/平台/品类超预期；自有品牌表现超预期。

### ■ 估值和目标价格

公司为优秀的美妆代运营，具有出色的线上品牌运营能力，深度参与品牌形象塑造、产品开发等，积极拓展品牌、品类、平台，打开成长空间。利用自身积累的多年线上运营经验孵化自有品牌，顺应行业趋势、把握发展机遇，并拓展店铺自播、内容电商代运营以及网红IP孵化等，发展空间可期。

大客户业务模式切换仅影响财务特性（如收入确认由零售额转为服务费、收入水平降低，但总体GMV仍保持快速增长，净利率提升下净利仍保持快速增长），代运营行业依旧高景气、公司有望持续获益。原盈利预测未充分认识到大客户模式切换对公司业绩的实际影响，故调增20~22年盈利预测5.74%/11.52%/21.06%，预计20~22年EPS分别为2.20/3.09/4.44元，当前股价对应20~22年PE 54/38/27倍，维持“买入”评级。

### ■ 投资风险

代运营客户流失；新业务拓展不及预期。

## 内容目录

1、公司概况：资深化妆品代运营龙头 .....	4
1.1、公司主业：主营美妆代运营，以营销模式为主.....	4
1.2、行业地位：天猫六星级服务商，客户进入天猫双 11 美妆前十榜单.....	5
1.3、财务分析：大客户模式切换影响财务特征，20Q4 高基数下净利增速放缓.....	6
2、代运营主业：服务内容深化、竞争力强，扩客户/品类/平台 .....	8
2.1、公司线上运营内容深化、运营能力出色.....	8
2.2、拓展客户/品类/平台，20 年收购家电/国际品牌代运营商助推拓展进程.....	9
3、新业务：定增拓展自有品牌、内容电商等.....	10
4、盈利预测与投资建议 .....	11
4.1、盈利预测与相对估值.....	11
4.3、投资建议.....	12
5、风险提示.....	13

## 图表目录

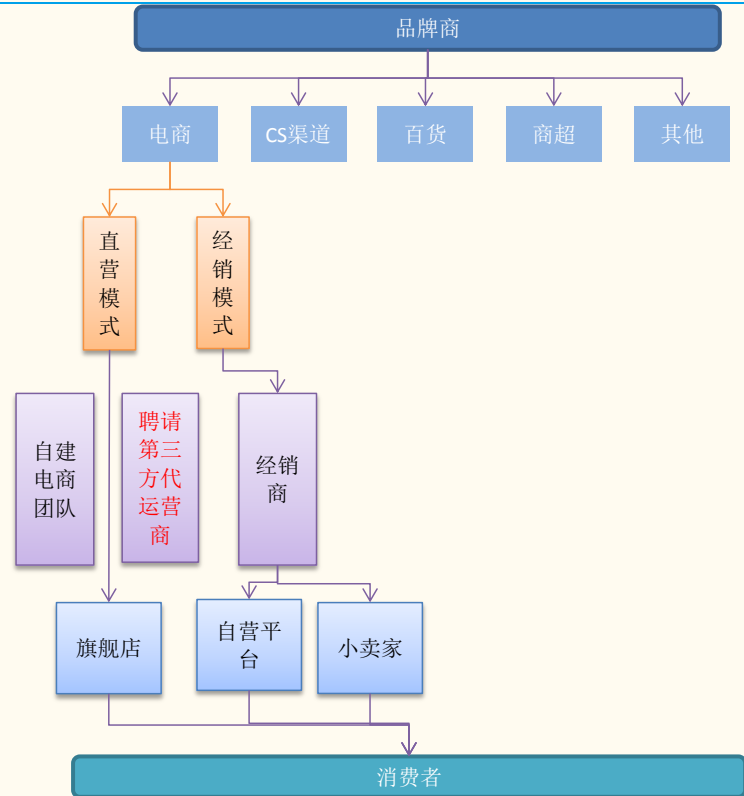
图表 1：代运营业务模式.....	4
图表 2：公司前五大客户营收贡献.....	4
图表 3：公司业务模式.....	5
图表 4：头部代运营服务商概览.....	6
图表 5：天猫双 11 美妆前十榜单 .....	6
图表 6：公司营收及同比增速.....	7
图表 7：公司归母净利及同比增速.....	7
图表 8：公司分业务营收占比.....	7
图表 9：公司分业务营收增速.....	7
图表 10：公司盈利指标（%） .....	8
图表 11：公司三费率（%） .....	8
图表 12：公司存货周转率（次/年） .....	8
图表 13：公司应收账款周转率（次/年） .....	8
图表 14：百雀羚品牌在我国护肤品市场中的市占率（%） .....	9
图表 15：百雀羚客户贡献营收及同比增速.....	9
图表 16：公司部分拓客情况.....	9
图表 17：公司收购的代运营商情况.....	10
图表 18：公司定向发行股份募投项目介绍.....	10
图表 19：公司内容电商项目介绍.....	11
图表 20：公司盈利预测.....	12
图表 21：化妆品公司估值表.....	12

## 1、公司概况：资深化妆品代运营龙头

### 1.1、公司主业：主营美妆代运营，以营销模式为主

公司成立于 2012 年，主营化妆品品牌线上代运营，早期客户为百雀羚，基于天猫平台逐步积累线上销售和运营经验，后逐步拓展国内外知名美妆及个护品牌/公司，如宝洁、爱茉莉太平洋、雅顿、欧珀莱、肌肤宝等。

图表 1：代运营业务模式



来源：国金证券研究所

公司前五大客户 2019 年营收贡献 36%，较 2018 年有所下降。19H1 公司的前五大客户为唯品会、广州宝洁、伊丽莎白雅顿、资生堂丽源（欧珀莱）、百雀羚（2019H1 以后公司不再披露前五大客户明细）

图表 2：公司前五大客户营收贡献

客户	2016	客户	2017	客户	2018	客户	19H1	客户	2019
唯品会	5.80%	广州宝洁	10.03%	唯品会	13.59%	唯品会	24.73%	-	18.47%
广州宝洁	5.55%	伊丽莎白雅顿	5.15%	广州宝洁	7.48%	广州宝洁	6.87%	-	6.91%
资生堂丽源	4.62%	资生堂丽源	4.48%	伊丽莎白雅顿	4.63%	伊丽莎白雅顿	3.99%	-	5.40%
百雀羚	3.89%	百雀羚	3.57%	资生堂丽源	3.52%	资生堂丽源	2.78%	-	2.94%
伊丽莎白雅顿	3.65%	强生（中国）	1.37%	百雀羚	2.23%	百雀羚	1.79%	-	2.09%
合计	23.51%	合计	24.60%	合计	31.45%	合计	40.16%	合计	35.81%

来源：Wind、国金证券研究所

公司线上代运营模式有营销/零售、管理、分销以及内容服务等。其中以营销模式为主，19 年营收 8.18 亿元、占比 56%，管理模式、分销、内容营销 19 年营收贡献 23%、20%、0.41%。

图表 3：公司业务模式

业务	业务模式	盈利模式	主要客户	19 营收 亿元 (占比)	19 年 毛利率	财务核算		
						收入	营业成本	费用
品牌线上服务	为品牌商提供线上代运营服务，同时负责采购、销售品牌商品	赚取进销货差价	三生花、露得清、OTOHA	8.18 (56%)	42.20 %	对消费者实际销售额	产品的采购额，公司向品牌方的采购折扣与品牌影响力及采购规模相关	广告费、仓储物流、平台运营费用及职工薪酬
	为品牌商提供线上代运营服务	收取佣金	日化客户主要为宝洁，包括宝洁天猫旗舰店、沙宣旗舰店、袋鼠旗舰店、佳洁士旗舰店及宝洁天猫超市等，包括海飞丝、潘婷、飘柔、护舒宝、舒肤佳、佳洁士、汰渍等十多个品牌； 美妆客户：百雀羚、雅顿、欧珀莱、Olay、达尔肤、雅芳、美肤宝、毛戈平、佰草集、芙莉美娜。	3.31 (23%)	70.84 %	按实际销售额抽佣，相同GMV情况下，服务模式收入更低	人力运营、广告费	-
线上分销	公司得到品牌授权，负责品牌在天猫、淘宝、唯品会、天猫超市等平台的分销业务（非多级分销）	赚取进销货差价	伊丽莎白雅顿、露得清、爱茉莉太平洋旗下 6 个品牌（包含兰芝、雪花秀、梦妆、赫妍、艾诺碧、吕等）	2.95 (20%)	13.57 %	对电商平台的实际销售额	产品的采购额	仓储物流、职工薪酬
内容服务	为品牌方提供某项产品/活动的营销策略方案及落地执行	收取服务费	-	0.06 (0.41%)	-	-	-	-

来源：Wind、国金证券研究所 注：百雀羚合作模式从 2020 年 10 月起从原来的品牌线上营销服务调整为品牌线上管理服务

此外，为顺应行业变化、把握新机遇，公司 20 年下半年拟通过定向发行股份、募集资金不超 11 亿元拓展自有品牌及内容电商等新业务，目前新业务仍处于起步阶段，营收贡献仍较小。

### 1.2、行业地位：天猫六星级服务商，客户进入天猫双 11 美妆前十榜单

公司连续多年被评为天猫六星级（最高等级）服务商，2020 年上半年同为六星级的服务商有 10 个。

图表 4：头部代运营服务商概览

级别	名称	主要产品类	隶属上市公司	天猫客户数量(家)	化妆品领域代表合作品牌
六星	壹网壹创	化妆品	壹网壹创	NA	百雀羚、伊丽莎白雅顿、欧珀莱
	百秋网络	服饰箱包	歌力思参股		
	宝尊电商	服饰、3C 数码、家电、食品保健、美妆快消、家居建材、互联网金融、汽车 8 大品类	宝尊	306	MAC、祖玛珑、POLA
	上佰电商	家电	壹网壹创拟收购		
	凯诘电商	母婴、食品、个护、虚拟产品售卖			
	丽人丽妆	美妆、个护	丽人丽妆	67	相宜本草、美宝莲、梦妆等
	青木科技	服饰、母婴、美妆、个护、宠物食品			
	兴长信达	家电、配饰			
五星 (仅列出 化妆品相 关)	碧橙电商	家电与消费电子、健康、母婴、美妆			Refa、HACCI
	上海联恩	美妆、个护	原为丽人丽妆旗下，已剥离	7	花王妙而舒、悦诗风吟、Make up forever
	若羽臣	母婴、美妆、医药保健	若羽臣、朗姿股份参股	53	美赞臣、哈罗闪、Holikaholika、Skinfood
	优趣汇	美妆、个护、母婴		40	资生堂、高丝、狮王、苏菲
	杭州悠可	美妆、个护	原为青岛金王旗下，已剥离	29	雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗
	水羊国际	美妆、个护、母婴	御家汇	25	强生、露得清、LG 生活健康

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

2015~2017 年公司提供品牌线上营销服务的百雀羚旗舰店连续三年获得“双 11”天猫全网美妆类目第一名，2018 年公司提供品牌线上管理服务的 Olay 官方旗舰店获得“双 11”天猫全网美妆类目第二名，百雀羚旗舰店获得“双 11”天猫全网美妆类目第六名、美妆国货类第一名。

图表 5：天猫双 11 美妆前十榜单

品牌排名	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	雅诗兰黛	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
2	御泥坊	美即	韩束	韩束	欧莱雅	自然堂	玉兰油	兰蔻	欧莱雅
3	阿芙	御泥坊	自然堂	自然堂	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
4	牛尔	欧莱雅	玉兰油	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	后
5	欧莱雅	牛尔	欧莱雅	欧莱雅	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	玉兰油
6	美即	百雀羚	阿芙	阿芙	雅诗兰黛	玉兰油	百雀羚	自然堂	SK-II
7	玉兰油	玉兰油	兰蔻	兰蔻	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	资生堂
8	相宜本草	膜法世家	御泥坊	御泥坊	佰草集	一叶子	Home-FacialPro	后	雪花秀
9	膜法世家	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜
10	兰芝	相宜本草	膜法世家	膜法世家	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜

来源：亿邦动力网、国金证券研究所

### 1.3、财务分析：大客户模式切换影响财务特征，20Q4 高基数下净利增速放缓

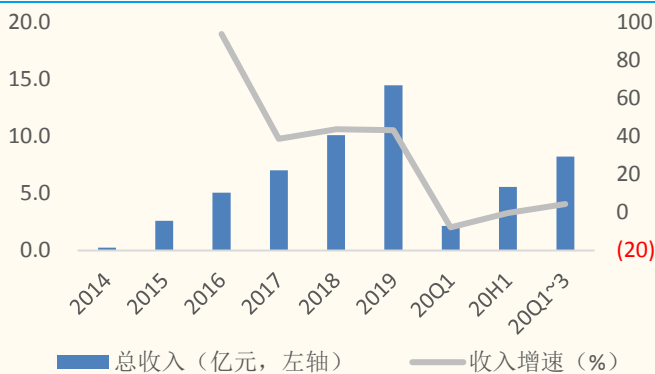
公司近年业绩持续快速增长，发展前期（2015~2017 年）高速增长，2018、2019 年随着规模增大，业绩增速有所放缓。2019 年公司营收、净利规模分别为 14.51 亿元、2.19 亿元，分别同增 43.25%、34.71%。

进入 20 年因公司主营线上业务，疫情下净利仍保持快速增长，20Q1~3 净利同增 70.33%，收入同比增 4.38%，收入表现弱于净利主要为部分客户营销模式切换为管理模式。

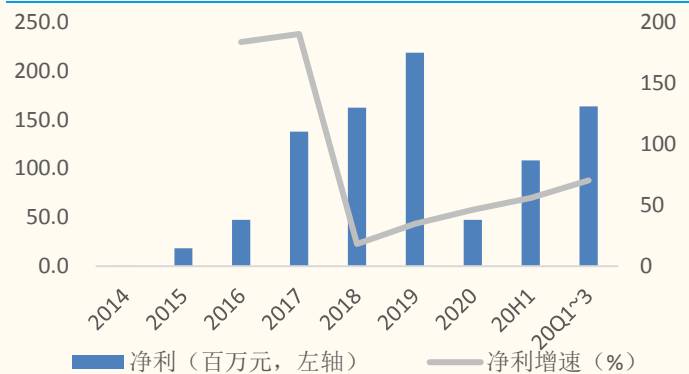
21 年 1 月 26 日公司公告 20 年净利 3.07~3.29 亿元、同增 40%~50%，扣非净利 2.83~3.06 亿元、同增 40.63%~51.50%。推算 20Q4 公司净利增速为 6.90%~24.74%，较 20Q1/Q2/Q3 净利增速 46.09%/64.49%/107.93%放缓，主要为 19Q4 基数较高（19Q1~3 净利率 12%、19Q4 净利率 19%）以及自有品牌、内容电商等新业务拓展。但 20 全年净利 40~50%的增速仍高于 2019 年净利 35%的增速，完成限制性股权激励对 20 年业绩考核（目标净利增 30%）。

预计 20 年全年收入端增速慢于净利端，主要为与百雀羚合作模式切换、新业务仍处于前期拓展、营收贡献相对有限。分业务看，预计管理、分销模式快速增长，经销模式受百雀羚合作模式切换影响、增长承压。

图表 6：公司营收及同比增速



图表 7：公司归母净利及同比增速

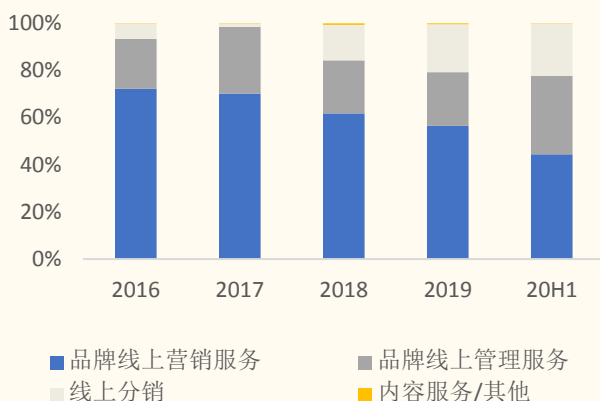


来源：Wind，国金证券研究所

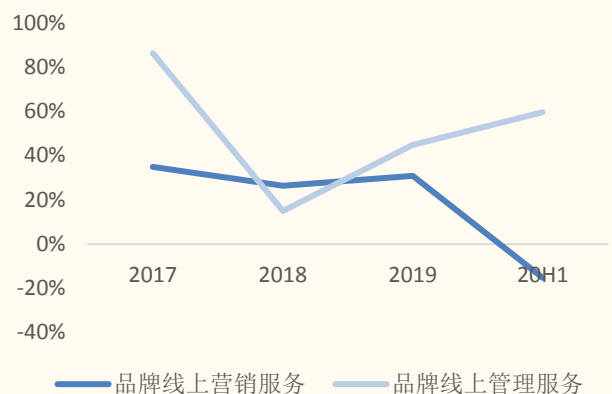
来源：Wind，国金证券研究所

近年公司线上管理模式营收增速较高、占比不断提升，而营销模式增速近年放缓、占比下降。2016~2019 年营销、管理模式营收年均复合增速分别为 31%、46%，营销收入占比由 2016 年的 72%下降至 2019 年的 56%，管理收入占比由 2016 年的 21%上升至 2019 年的 23%，20H1 继续提升至 33%。

图表 8：公司分业务营收占比



图表 9：公司分业务营收增速

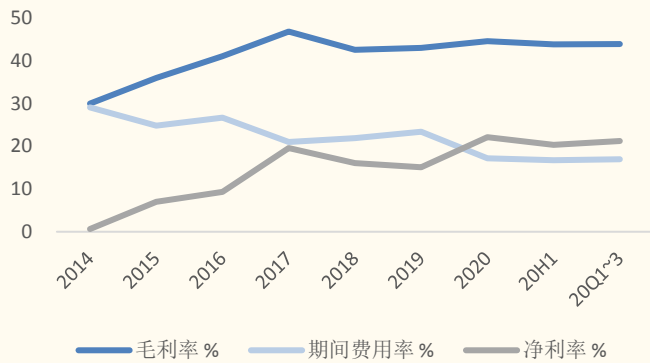


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

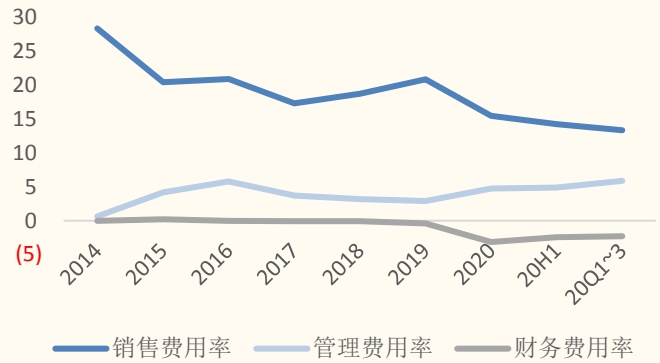
公司近年毛利率总体上升、销售费用率下降、净利率提升，主要为管理模式毛利率较高、销售费用率降低，其营收占比提升带动公司盈利指标改善。

图表 10: 公司盈利指标 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 公司三费率 (%)

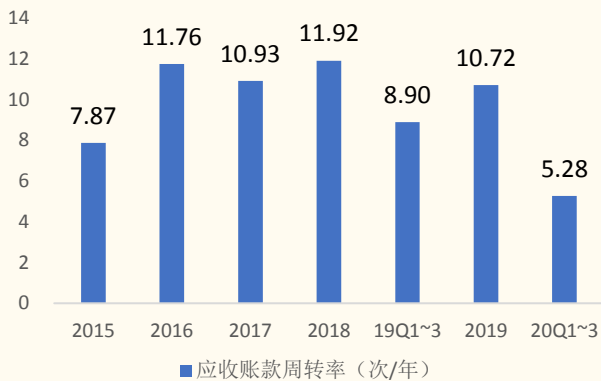


来源: Wind、国金证券研究所

公司存货主要来自于营销模式、分销业务, 应收账款主要来自于管理模式。

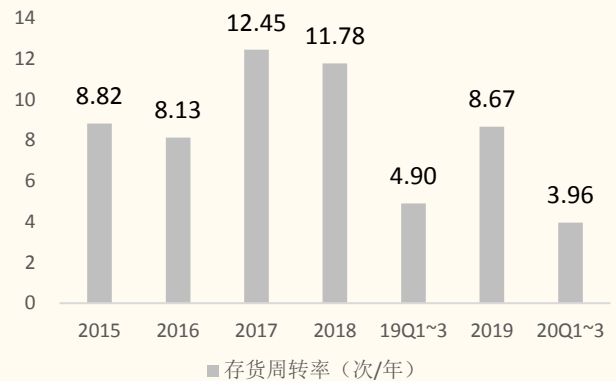
2018 年以前公司存货、应收账款周转率总体提升, 显示运营指标向好。2019 年、20Q1~3 存货周转率对比上一年同期均有放缓。2019 年、20Q1~3 应收账款周转率均同比放缓, 主要为管理模式营收占比提升。

图表 12: 公司存货周转率 (次/年)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 公司应收账款周转率 (次/年)



来源: Wind、国金证券研究所

## 2、代运营主业: 服务内容深化、竞争力强, 扩客户/品类/平台

### 2.1、公司线上运营内容深化、运营能力出色

公司具有出色的线上运营能力, 为品牌客户提供线上营销、产品结构优化等深度服务内容。以百雀羚客户为例, 公司 2012 年起帮助百雀羚拓展线上渠道, 助力百雀羚快速成长为护肤品龙头、市占率从 12 年的 0.8% 提升至 19 年的 4.5%。

公司与百雀羚的合作关系不是简单的销货关系, 公司为百雀羚提供从品牌形象塑造到仓储物流的一站式服务, 除常规的电商服务内容之外, 公司能够进行产品开发、内容生产、会员管理等特色服务, 曾为百雀羚策划长图营销“与时间作对”、视频“四美不开心”等颇具传播度的营销方案使得品牌形象年轻化、焕活品牌。除了品牌营销外, 公司还参与产品开发中, 为百雀羚成功孵化“小雀幸”系列面膜等。

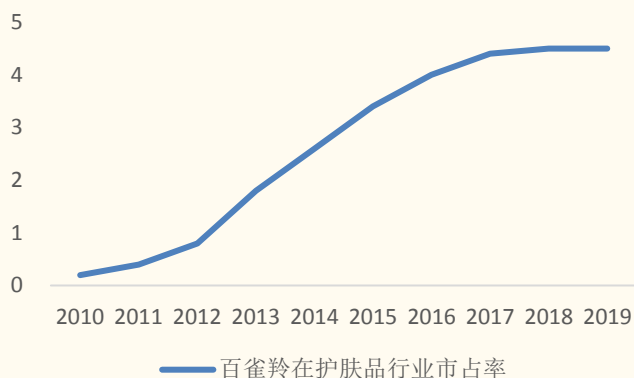
在主品牌合作成功的基础上, 公司进一步参与百雀羚第二大品牌三生花的品牌策划与开发, 为三生花品牌的补水保湿系列、清爽控油系列、青春紧弹系列等多个系列产品提供开发服务。



依托百雀羚逐步拓展国内外品牌客户，业绩持续快速增长。随着其他品牌客户的拓展，百雀羚贡献公司的营收比重下降、单一客户风险减弱。据公司披露的 19H1 数据，百雀羚客户营收贡献 47%。

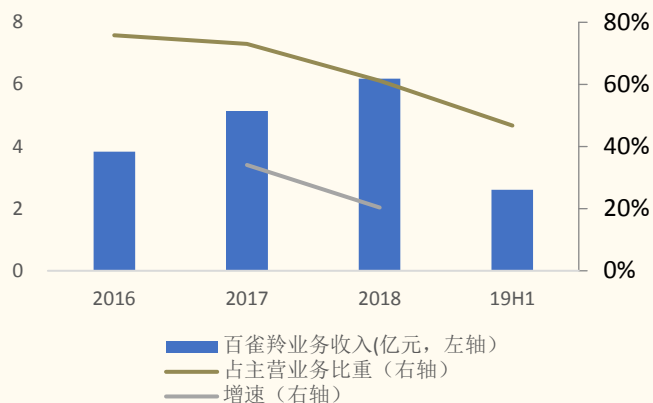
公司与百雀羚的合作模式原以营销模式为主，20 年 10 月起合作模式切换至管理模式。因营销模式与管理模式的财务核算不同，且百雀羚对公司的大客户，因此百雀羚模式切换对公司的财务指标特性影响较大，使得收入增速放缓、净利率提升，但公司总体 GMV 仍保持快速增长、代运营主业净利仍快速增长。

图表 14：百雀羚品牌在我国护肤品市场中的市占率 (%)



来源：Wind、国金证券研究所

图表 15：百雀羚客户贡献营收及同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

## 2.2、拓展客户/品类/平台，20 年收购家电/国际品牌代运营商助推拓展进程

公司上市以来延续此前趋势，客户数量不断增多，例如 20 年新增丸美、泡泡玛特等客户。

图表 16：公司部分拓客情况

业务名称	2016 客户	2017 新增客户	2018 新增客户	2019H1 新增客户	2020 年 新增客户
品牌线上营销	百雀羚 三生花 我的美丽日记		露得清		
品牌线上管理	百雀羚 雅顿 大宝 沙宣 P&G 欧珀莱 OLAY 强生婴儿	达尔肤 雅芳 杨森 格兰玛弗兰 立白 露得清 菲诗小铺 我的美丽日记	露得清 袋鼠(AUSSIE) 佳洁士 美肤宝 毛戈平	黑人 佰草集 芙莉美娜	丸美 泡泡玛特
线上分销	百雀羚		爱茉莉太平洋 露得清		

来源：Wind、国金证券研究所、公司调研

2020 年 5 月、11 月公司公告先后收购家电代运营商浙江上陌、国际品牌代运营商浙江速网等，加速品类/品牌拓展。

平台拓展方面，继天猫、唯品会、小红书后，公司 2019 年与京东开启战略合作。

图表 17：公司收购的代运营商情况

收购标的	公司介绍	收购完成时间	交易金额	收购股权	财务数据	业绩承诺	其他
浙江上佰	成立于 2011 年，客户以家电品牌为主，如美的、小天鹅、西门子等，业务模式以服务模式为主，2016 年团队成员扩充至 500~600 人，2019 年下半年评为天猫六星级（最高级）服务商。 公司形成自有的家电自媒体矩阵，如“哥伦布服务号”、“玩味少女 IP 矩阵”、“好客电商 IP 矩阵”、“食味 IP 矩阵”，分布抖音、小红书、微博、微信、下厨房等平台。	20 年 5 月	3.6 亿元	51%	2019 年营收 1.79 亿元、净利 3978 万元，净利率 22%（预计以服务模式为主）	2020 年度、2021 年度、2022 年度净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）不低于 5,500 万元、7,000 万元以及 8,500 万元	收购完成后 15 个月，浙江上佰完成业绩承诺，有权要求公司收购剩余 49% 股权
浙江速网	成立于 2011 年，专注国际品牌一站式代运营服务，与十二个国际集团达成战略合作，如宝洁、联合利华、欧莱雅、耐克、德国拜耳、可口可乐等，覆盖运动鞋服、家电、食品健康、护肤品等品类。 公司荣获 2016 年天猫五星服务商（最高六星）、2018 财年天猫生活电器年度最佳拍档奖，擅长供应链服务、内容电商及私域流量运营。	20 年 11 月	1.26 亿元	19.83 %	2019 年营收 8.12 亿元，净利 0.42 亿元，净利率 5%（预计以零售模式为主）	-	-

来源：Wind，国金证券研究所

### 3、新业务：定增拓展自有品牌、内容电商等

20 年 10 月公司公告拟定向发行股份募集资金 11 亿元，投向自有品牌及内容电商、仓储物流、研发中心及信息化项目、补充流动资金等。

其中自有品牌及内容电商业务为本次重点项目，计划投入 5.4 亿元，为公司未来拓展的新业务。

图表 18：公司定向发行股份募投项目介绍

序号	项目名称	项目介绍	项目总投资金额	募集资金拟投入金额
1	自有品牌及内容电商项目	拟在杭州市钱塘新区打造运营中心，孵化公司在食品、保健品等领域的快消品类自有品牌 开展线上店铺直播、视频平台代运营和 IP 号打造等内容电商项目	5.40	5.34
2	仓储物流项目	购置先进的物流仓储设备以构建智能化的物流仓储体系，从质检、入库、盘点到发货均实行自动化运行	0.93	0.93
3	研发中心及信息化项目	组建研发中心，对现有的服务经验进行梳理，并通过信息系统将相关经验和能力做标准化的输出，提升服务的质量和效率	1.62	1.62
4	补充流动资金项目	-	3.11	3.11
合计		-	11.06	11.00

来源：Wind，国金证券研究所

#### ■ 自有品牌

为应对电子商务服务业日益激烈的竞争环境，依托于电子商务服务行业丰富的行业经验，公司计划在食品、保健品等领域孵化一系列的快消品自有品牌。在公司自有品牌建设完成后，公司将采取代工模式进行产品生产，由公司供应链部门选择快递物流供应商，从自有仓库进行发货，并做售前售后管理；由销售部门在各大电商、短视频平台开设自有店铺进行销售。

20Q4 公司已经孵化定位健康、高颜值、轻食类的品牌，主打年轻消费者，邀请国内知名营养学专家以及米其林专家共同研发；21 年 2 月底品牌“每鲜说”已正式面世并开通天猫官方旗舰店，后续逐步拓展抖音等其他平台，团队负责人有引入海外小众品牌发展的经验，第二年即实现 4000~6000 万营收规模。

## ■ 内容电商

随着线上直播的兴起，抖音、快手等直播电商逐步打通销售渠道，公司拟购置先进的视频制作及网络直播设备，招募优秀的视频制作和直播电商领域人才，利用公司在电子商务服务行业多年的经验积累，为合作品牌方提供线上店铺直播、视频平台代运营、IP 号打造等内容电商服务，增加优势壁垒，增强与品牌方合作粘性。同时，内容电商项目的建设也有利于与更多的品牌方达成合作关系，提高利润水平。

当前公司店播、视频平台代运营团队已经搭建好，其中店播业务已经正式开展、贡献收入、但仍待放量，视频平台在客户拓展中；IP 号达人尚未到位。

图表 19：公司内容电商项目介绍

内容电商项目	项目介绍
线上店铺直播	为品牌方提供在淘宝、抖音、快手等平台的直播宣传、直播策划、直播实施、直播导流、客服承接等一系列店铺直播服务，并按直播时长/场次取得服务收入
视频平台代运营	为合作品牌方提供从账号定位、视频策划、视频拍摄、视频剪辑、运营发布、货品分销服务等视频平台运营一站式服务
IP 号打造	选取一批合适的达人主播和艺人进行培养。通过视频、软文、粉丝互动等新型营销方式，对达人主播和艺人进行多平台、全方位的营销和推广，并形成 KOL（意见领袖）IP

来源：Wind，国金证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测与相对估值

#### ■ 盈利预测

公司营销模式以百雀羚为主，2020 年 10 月起百雀羚合作模式切换为管理模式，营销模式 20 年收入增速预计放缓、未来营收将减少；公司管理模式、分销业务、内容服务业务等预计继续快速增长。

大客户百雀羚模式切换对 2020 年全年营收增速有所影响，但公司总体 GMV 仍快速增长、净利仍保持快速增长，公司预计 20 年全年净利同增 40~50%。

新业务拓展仍处于早期，业务拓展费用先行，预计短期收入贡献较少，但打开长期成长空间。

综上，预计公司未来三年净利年均复合增速为 43.00%，20~22 年 EPS 分别为 2.20、3.09、4.44 元。

图表 20：公司盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
线上营销	818.37	497.16	0.00	0.00
Yoy	30.92%	-39.25%	-100.00%	0.00%
线上管理	331.27	688.12	1200.99	1579.52
Yoy	44.83%	107.72%	74.53%	31.52%
线上分销	295.20	371.28	429.04	474.52
Yoy	94.91%	25.77%	15.56%	10.60%
内容服务/其他业务	6.00	6.60	7.26	7.99
Yoy	-13.06%	10.00%	10.00%	10.00%
新品牌业务	5.00	100.00	300.00	500.00
Yoy	-	1900.00%	200.00%	66.67%
公司综合毛利率	42.74%	43.86%	48.44%	50.61%
总营收	1450.82	1573.15	1742.29	2367.03
Yoy	43.25%	8.43%	10.75%	35.86%
归母净利润	219.05	317.22	446.09	640.39
Yoy	34.71%	44.81%	40.62%	43.56%
EPS	2.74	2.20	3.09	4.44

来源：Wind，国金证券研究所预测

### ■ 相对估值

公司为 A 股代运营商，可比上市公司有丽人丽妆、若羽臣等。21 年 A 股代运营商行业平均 PE 为 34 倍。

图表 21：化妆品公司估值表

公司名称	收盘价	EPS				PE				3 年 CAGR	PEG 20E	市值 (亿元)
		19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E			
丽人丽妆	32.30	0.71	0.81	0.97	1.17	45	40	33	28	17.72%	1.88	129
若羽臣	34.07	0.71	0.87	1.10	1.41	48	39	31	24	25.60%	1.21	41
平均	-	-	-	-	-	47	40	32	26	-	-	-
壹网壹创	119.00	1.52	2.20	3.09	4.44	78	54	38	27	42.96%	0.90	172

来源：wind，国金证券研究所

注：1) 本表收盘价日期为 2021 年 2 月 25 日；

2) 本表中壹网壹创、丽人丽妆盈利预测为国金证券预测、若羽臣盈利预测为 Wind 一致预期。

### 4.3、投资建议

公司为优秀的美妆代运营，具有出色的线上品牌运营能力，深度参与品牌形象塑造、产品开发等，积极拓展品牌、品类、平台，打开成长空间。利用自身积累的多年线上运营经验孵化自有品牌，顺应行业趋势、把握发展机遇，并拓展店铺自播、内容电商代运营以及网红 IP 孵化等，发展空间可期。

大客户模式切换仅影响财务特性（如收入确认由零售额转为服务费、收入水平降低，但总体 GMV 仍保持快速增长，净利率提升下净利仍保持快速增长），代运营行业依旧高景气、公司有望持续获益。原盈利预测未充分认识到大客户模式切换对公司业绩的实际影响，故调增 20~22 年盈利预测 5.74%/11.52%/21.06%，预计 20~22 年 EPS 分别为 2.20/3.09/4.44 元，当前股价对应 20~22 年 PE 54/38/27 倍，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

**代运营客户流失：**品牌商主导线上运营策略，若公司品牌客户变更代运营商/转为自主运营，公司业绩将出现波动。

**新业务拓展不及预期：**公司孵化自有品牌、拓展内容电商相关项目，费用先行。若未来新业务创收增量有限或无法盈利，将拖累公司总体业绩。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>704</b>	<b>1,013</b>	<b>1,451</b>	<b>1,573</b>	<b>1,742</b>	<b>2,367</b>	货币资金	87	107	829	1,032	1,203	1,411
增长率		43.8%	43.2%	8.4%	10.8%	35.9%	应收账款	102	131	213	216	263	389
<b>主营业务成本</b>	<b>-374</b>	<b>-581</b>	<b>-826</b>	<b>-883</b>	<b>-898</b>	<b>-1,169</b>	存货	24	75	116	109	135	192
%销售收入	53.2%	57.4%	57.0%	56.1%	51.6%	49.4%	其他流动资产	81	110	103	76	77	85
<b>毛利</b>	<b>330</b>	<b>431</b>	<b>624</b>	<b>690</b>	<b>844</b>	<b>1,198</b>	流动资产	294	422	1,261	1,433	1,677	2,077
%销售收入	46.8%	42.6%	43.0%	43.9%	48.4%	50.6%	%总资产	83.2%	83.8%	88.7%	89.1%	88.7%	89.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-14</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>	长期投资	0	10	12	14	16	18
%销售收入	0.7%	0.6%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	6	12	109	147	180	209
<b>销售费用</b>	<b>-122</b>	<b>-190</b>	<b>-303</b>	<b>-219</b>	<b>-149</b>	<b>-213</b>	%总资产	1.8%	2.4%	7.7%	9.1%	9.5%	9.0%
%销售收入	17.3%	18.8%	20.9%	13.9%	8.5%	9.0%	无形资产	11	17	12	15	18	21
<b>管理费用</b>	<b>-26</b>	<b>-32</b>	<b>-39</b>	<b>-93</b>	<b>-162</b>	<b>-214</b>	非流动资产	59	81	161	176	214	248
%销售收入	3.7%	3.2%	2.7%	5.9%	9.3%	9.1%	%总资产	16.8%	16.2%	11.3%	10.9%	11.3%	10.7%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-16</b>	<b>-21</b>	<b>-30</b>	<b>资产总计</b>	<b>353</b>	<b>503</b>	<b>1,422</b>	<b>1,609</b>	<b>1,892</b>	<b>2,325</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	1.0%	1.2%	1.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>176</b>	<b>203</b>	<b>265</b>	<b>352</b>	<b>500</b>	<b>724</b>	应付款项	24	51	82	77	79	103
%销售收入	25.0%	20.0%	18.2%	22.4%	28.7%	30.6%	其他流动负债	40	52	61	46	60	84
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	流动负债	65	103	143	123	138	187
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-1.2%	-1.3%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	负债	65	103	143	123	138	187
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>288</b>	<b>400</b>	<b>1,278</b>	<b>1,486</b>	<b>1,753</b>	<b>2,138</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	其中：股本	60	60	80	144	144	144
<b>营业利润</b>	<b>175</b>	<b>202</b>	<b>272</b>	<b>373</b>	<b>525</b>	<b>753</b>	未分配利润	173	277	445	635	903	1,287
营业利润率	24.9%	20.0%	18.7%	23.7%	30.1%	31.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>353</b>	<b>503</b>	<b>1,422</b>	<b>1,609</b>	<b>1,892</b>	<b>2,325</b>
<b>税前利润</b>	<b>184</b>	<b>217</b>	<b>290</b>	<b>373</b>	<b>525</b>	<b>753</b>							
利润率	26.2%	21.5%	20.0%	23.7%	30.1%	31.8%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-47</b>	<b>-55</b>	<b>-71</b>	<b>-56</b>	<b>-79</b>	<b>-113</b>		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税率	25.3%	25.2%	24.4%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>138</b>	<b>163</b>	<b>219</b>	<b>317</b>	<b>446</b>	<b>640</b>	每股收益	2.297	2.710	2.738	2.199	3.092	4.439
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	4.808	6.667	15.976	10.300	12.155	14.819
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>138</b>	<b>163</b>	<b>219</b>	<b>317</b>	<b>446</b>	<b>640</b>	每股经营现金净流	1.314	1.748	1.781	2.374	2.802	3.602
净利率	19.6%	16.1%	15.1%	20.2%	25.6%	27.1%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.880	1.237	1.776
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	47.77%	40.65%	17.14%	21.35%	25.44%	29.96%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	39.02%	32.31%	15.41%	19.72%	23.58%	27.55%
<b>净利润</b>	<b>138</b>	<b>163</b>	<b>219</b>	<b>317</b>	<b>446</b>	<b>640</b>	投入资本收益率	45.71%	37.94%	15.65%	20.13%	24.22%	28.80%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>24</b>	主营业务收入增长率	38.86%	43.78%	43.25%	8.43%	10.75%	35.86%
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	EBIT增长率	156.34%	14.92%	30.56%	32.88%	42.00%	44.98%
<b>营运资金变动</b>	<b>-64</b>	<b>-66</b>	<b>-82</b>	<b>11</b>	<b>-59</b>	<b>-143</b>	净利润增长率	190.47%	17.99%	34.71%	44.81%	40.62%	43.56%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>79</b>	<b>105</b>	<b>142</b>	<b>342</b>	<b>404</b>	<b>520</b>	总资产增长率	51.44%	42.50%	182.42%	13.18%	17.58%	22.89%
<b>资本开支</b>	<b>-51</b>	<b>-18</b>	<b>-87</b>	<b>-30</b>	<b>-56</b>	<b>-56</b>	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-10	0	0	0	0	应收账款周转天数	33.4	30.6	34.0	40.0	45.0	50.0
其他	0	0	1	0	0	0	存货周转天数	29.3	31.0	42.1	45.0	55.0	60.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-51</b>	<b>-28</b>	<b>-86</b>	<b>-30</b>	<b>-55</b>	<b>-55</b>	应付账款周转天数	17.4	10.8	22.4	22.0	22.0	22.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>717</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	3.4	4.3	27.4	34.1	37.8	32.3
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-15</b>	<b>-57</b>	<b>-58</b>	<b>-127</b>	<b>-178</b>	<b>-256</b>	净负债/股东权益	-30.14%	-26.74%	-64.88%	-69.47%	-68.59%	-65.99%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-15</b>	<b>-57</b>	<b>660</b>	<b>-110</b>	<b>-178</b>	<b>-256</b>	EBIT利息保障倍数	-346.6	-246.6	-44.3	-18.3	-21.6	-26.8
<b>现金净流量</b>	<b>13</b>	<b>20</b>	<b>716</b>	<b>203</b>	<b>170</b>	<b>208</b>	资产负债率	18.33%	20.53%	10.09%	7.65%	7.31%	8.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	9	14	22	63
增持	1	5	6	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.36	1.30	1.29	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-16	买入	107.48	143.00~143.00
2	2019-10-28	买入	161.97	N/A
3	2020-01-17	买入	197.51	N/A
4	2020-04-27	买入	288.00	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402