

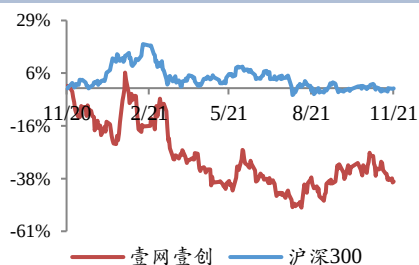
多维拓展引擎全开，激发品牌全新动力

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-11-17

收盘价（元） **51.54**
近 12 个月最高/最低（元） **90.93/42.13**
总股本（百万股） **239**
流通股本（百万股） **92**
流通股比例（%） **38.54**
总市值（亿元） **123**
流通市值（亿元） **47**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 全链路品牌线上服务商，“加品牌、扩类目、拓渠道”已在路上

经过多年发展，公司已实现从品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、视觉设计、大数据分析、线上品牌运营、精准广告投放、CRM 管理、售前售后服务、仓储物流等**全链路为品牌提供线上服务**。根据公司 2021 年双十一战报显示，服务品牌数 73+；覆盖天猫、京东、唯品会、小红书、抖音、拼多多等平台；品类由最初的美妆，拓展至个护、食品、潮玩、家电。存量品牌持续发力，新增品牌表现亮眼，助力公司业绩持续高增。

● 随行业发展乘风破浪，铸网创竞争壁垒当仁不让

在“**需求端+媒介端+供给端**”三维共振的催生下网购规模不断提升，线上渠道已成为商家“必争之地”。网创凭借“**精准的产品设计策划+一站式线上数据分析与应用+定制化会员+精细化营销的仓储信息**”等服务特色，成功从“**引入流量+提升转化率+提高客单价**”等方面为合作品牌实现销售目标的达成，以及从“**产品孵化+技术保障+服务拓展**”三方面夯实持续发展的能力。同时，公司自有品牌亮相，代运营经验成功植入自运营载体，有望从品牌服务向品牌管理变更，打造新的业绩增长点。

● 投资建议

随着互联网、通信和电商的相关技术不断发展，叠加消费者可支配收入提升及消费习惯的转变，供需两端协同共振催化成交规模不断扩大，线上渠道已成为商家“必争之地”。公司经过多年发展，在业务端已具备全链路运营能力，形成“**精准的产品设计策划+一站式线上数据分析与应用+定制化会员服务+精细化营销的仓储信息**”等特色服务。公司未来将沿着“加品牌、扩品类、拓渠道”的发展方向，品牌效力有望得到进一步加持。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.66、2.08、2.54 元/股，对应当前股价 PE 分别为 31、25、20 倍。首次覆盖，予以“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧，新增品牌培育周期不确定，渠道拓展不利等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1299	1451	1803	2144
收入同比 (%)	-10.5%	11.7%	24.2%	18.9%
归属母公司净利润	310	397	497	607
净利润同比 (%)	41.5%	28.1%	25.1%	22.3%
毛利率 (%)	47.8%	49.5%	49.7%	50.6%
ROE (%)	20.5%	20.8%	20.6%	20.2%
每股收益 (元)	2.15	1.66	2.08	2.54
P/E	51.35	30.81	24.64	20.15

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司：专业与活力并存，规模与布局齐扩.....	5
1.1 业务：结构调整，“代渠道”转向“代管理”.....	5
1.2 管理层：经验丰富+激励十足.....	6
2 品牌：面对行业分工细化，四维归“壹”.....	9
2.1 行业“变”：线上成兵家必争之地，代运营是路径之一.....	9
2.2 业务“全”：业务打包全链路，选“壹”即可.....	14
2.3 业务“新”：创意为先，稳定输出+持续性强.....	18
2.4 业务“精”：打造标杆项目，发展新品牌水到渠成.....	20
3 增长：挑战与机遇并存，品牌与渠道共拓.....	23
3.1 巩固存量+发力增量，“质”与“量”共赢.....	25
3.2 自有品牌亮相，代运营经验成功植入自运营载体.....	29
4 盈利预测及投资建议.....	30
风险提示：.....	31
财务报表与盈利预测.....	32

图表目录

图表 1 公司发展历程大事记	5
图表 2 公司业务内容一览	5
图表 3 募集资金用途	6
图表 4 公司高管人员情况一览 (2020 年报)	7
图表 5 公司第一期限制性股票激励计划 (草案) 中计划首次授予的情况 (2020.1.22)	8
图表 6 公司第一期限制性股票激励计划首次授予名单明细	8
图表 7 网上商品和服务零售额及其同比	9
图表 8 网上商品和服务零售额占社零比重	9
图表 9 彩妆 (含香水、美妆工具) 线上销售额及其同比	10
图表 10 美容护肤 (含美体、精油) 线上销售额及其同比	10
图表 11 城镇居民人均可支配收入及其同比	10
图表 12 城镇居民人均支出分配	10
图表 13 我国网民规模及互联网普及率	11
图表 14 我国网购用户规模及使用率	11
图表 15 国产品牌积极采用新媒体营销方式	11
图表 16 贝泰妮形成线上+线下全渠道销售模式	12
图表 17 线上线下收入及增速	13
图表 18 公司各渠道收入 (百万元)	13
图表 19 公司收入构成 (%，按渠道)	13
图表 20 公司自营平台收入构成 (%)	13
图表 21 2020 年华熙生物化妆品不同品牌渠道结构情况	14
图表 22 润百颜天猫旗舰店经营数据	14
图表 23 华熙生物通过全渠道接触消费者	14
图表 24 2021 润百颜 618 战报	14
图表 25 公司业务打通平台、品牌、消费者	15
图表 26 公司三大模块串起品牌线上服务全链路	15
图表 27 公司品牌线上营销服务业务流程	16
图表 28 公司运用大数据新产品设计开发流程图	17
图表 29 公司定制化会员服务案例	17
图表 30 公司匹配精细化营销的仓储信息服务实现路径	18
图表 31 公司组织结构图	18
图表 32 创研中心下设各部门职能	19
图表 33 公司创研人员数量	19
图表 34 截至 2020 年末公司员工构成 (按专业)	19
图表 35 公司部分案例展示图	20
图表 36 天猫六星级运营服务商评定标准	20
图表 37 百雀羚历年成交总额 (亿元)	21
图表 38 百雀羚<1931>	21
图表 39 公司部分代运营品牌线上表现	22

图表 40 百雀羚琥珀计划.....	22
图表 41 百雀羚四美不开心.....	22
图表 42 三生花护肤系列.....	23
图表 43 大宝眼霜孵化过程.....	23
图表 44 公司营业收入及其同比.....	23
图表 45 公司归母净利润及其增速.....	23
图表 46 公司口径主要业务收入占比.....	24
图表 47 重算口径主要业务收入占比.....	24
图表 48 公司各业务毛利占比.....	25
图表 49 公司各业务毛利率水平.....	25
图表 50 百雀羚收入贡献及占比.....	25
图表 51 百雀羚毛利贡献及占比.....	25
图表 52 截至招股书签署日公司合作品牌一览.....	26
图表 53 公司服务品牌数达 73+.....	28
图表 54 公司成功覆盖多维平台.....	28
图表 55 每鲜说旗下产品展示（彩虹思慕雪）.....	29
图表 56 每鲜说 618 战报.....	29
图表 57 口服纤体不同功能商品消费纷纷增长.....	30
图表 58 主营业务盈利预测表.....	30

1 公司：专业与活力并存，规模与布局齐扩

1.1 业务：结构调整，“代渠道”转向“代管理”

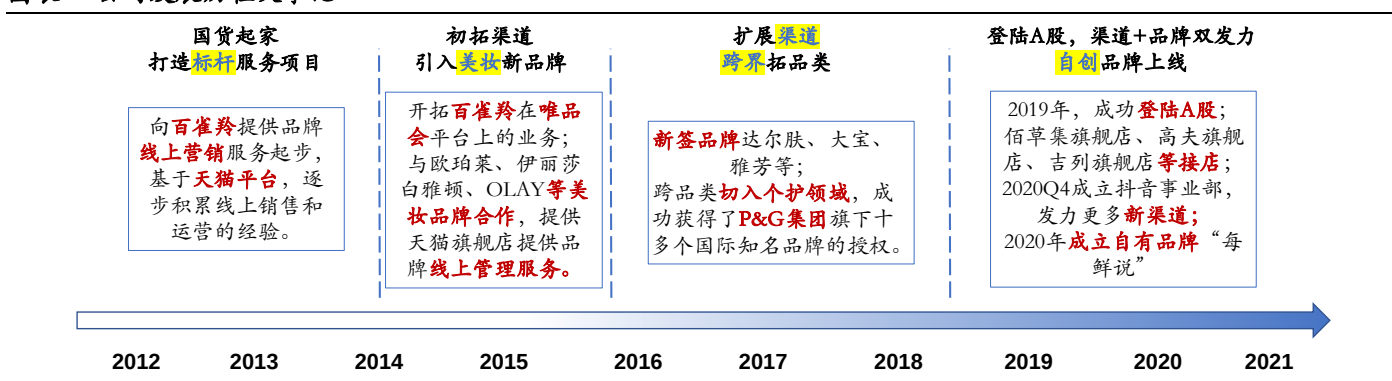
壹网壹创（后简称“公司”或“网创”）成立于 2012 年，正值电商服务兴起之时，主营业务是为国内外知名快消品品牌提供全网络各渠道电子商务服务。发展至今，大体经历了三个阶段：

(1) 创标杆、国货起家 (2012~2014)：这一阶段，公司考虑到自身运营团队较小、资金实力偏弱，因此选择集中资源服务单个品牌，创造标杆服务项目；

(2) 拓渠道、引入品牌 (2015)：在成功打造标杆项目后，公司初步尝试渠道拓展，并积极引入合作品牌，蓄势待发；

(3) 拓品类、规模提升 (2016~2018)：这一阶段，公司对美妆品类的代运营已经得心应手，于是将业务跨品类切入个护领域，并取得不错的成绩。

图表 1 公司发展历程大事记



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

目前，公司的主要经营模式包括：**(1) 品牌线上服务**（分为品牌线上营销服务+品牌线上管理服务）、**(2) 线上分销**、**(3) 内容服务**。

图表 2 公司业务内容一览

业务名称	业务内容	盈利/收费模式	部分合作品牌
品牌线上服务	线上管理服务 为品牌方量身定制线上运营服务并执行	利润=服务-人力及仓配等成本 (销售情况 x 约定比例)	百雀羚、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、P&G、OLAY 等
	线上营销服务 除管理服务外，公司还向品牌方采购货品并销售 (买断+toC)	利润=销售收入-营销费用-采购成本	百雀羚、三生花、露得清、OTOHA
线上分销	获得分销权，面向第三方 B2C 平台或中小卖家分销产品 (买断+toB)	利润=销售收入-采购成本-各项费用	伊丽莎白雅顿、赫妍、兰芝、艾诺碧、雪花秀等
内容服务	为品牌方就某项产品或活动提供营销策划方案，并把控方案的落地过程	利润=服务-对外采购的服务成本-人力成本	-

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

从公司的战略规划来看，其核心在于通过“深化现有业务+拓展创新业务”以实现“提升公司的服务能力和核心竞争力”。从公司募集资金的投向来看，约 51% 的资金用于品牌服务升级建设项目，意在从产品开发、仓储管理、营销推广和信息化技术等方面深化公司现有的电子商务服务链，增强客户黏性并提升整体运作效率。募集资金的 25% 将用于综合运营服务中心的项目建设，意在进一步提升公司的运营、设计和品牌服务能力。其余用于补充流动资金。

图表 3 募集资金用途

募集资金投向	总投资金额 (亿元)	投资金额 占比	项目建设期		项目建设意义
			第一年	第二年	
品牌服务 升级建设项目	3.50	51%	1.09	2.41	(1) 优化公司客户体验； (2) 提升公司的整体运作效率； (3) 扩大公司的总体收入规模； (4) 增强公司的经营稳定性。
综合运营 服务中心建设 项目	1.73	25%	1.40	0.33	(1) 形成完善的创意服务体系，提升用户体验； (2) 集中化办公，提高工作效率，提升全业务服务能力； (3) 增加与品牌方合作黏性，形成新的业务增长点； (4) 加强行业竞争优势，巩固公司市场地位。
补充流动 资金项目	1.66	24%	-	-	(1) 公司品牌线上营销服务的经营特点需要较大规模的 流动资金投入； (2) 随着募投项目的实施和业务规模的不断扩大，公司 对流动资金的需求不断提升。
合计	6.89	100%	-	-	-

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

1.2 管理层：经验丰富+激励十足

公司管理层多具备丰富的线上运营经验及充分的市场敏感度。其中，实控人&董事长林振宇先生在创立壹网壹创前，曾任阿里巴巴（中国）有限公司福建区域市场部经理及淘宝（中国）有限公司营销中心市场部经理，并于 2010~2012 年，团购领域自主创业。在“阿里经验+创业经历”的双效应下，公司创立初期“线上渠道+品牌代运营”的业务定位清晰可见。此外，公司 CBO 卢华亮先生、CHO 张帆女士以及公司 CTO 吴舒先生等高管的过往经历也为其在公司中形成“专业且协同”的能力密不可分。

公司官网显示“壹网壹创就是一个梦幻的动漫王国”，同时在“我们负责任‘卖萌’”的定位下，CEO 林振宇先生的绰号“叮当”、CBO 卢华亮先生用“三藏”做代号、“麦兜”是 CHO 张帆女士的“花名”。从以上的内容，可以看出管理层具备“专业+稳定+活力”的三大关键词。我们认为“专业”筑底作为业务发展的基础；“稳定”是企业健康发展的必要条件；“活力”是创意和新业绩增长点的源泉动力。我们认为公司管理层兼具“稳+新”的双重属性，公司发展有望具备“增长+弹性”双特性。

图表 4 公司高管人员情况一览 (2020 年报)

姓名	职位	主要工作经历
林振宇	董事长、总经理	2003~2005: 中国联通 (厦门) 分公司市场部主管; 2005~2007: 阿里巴巴 (中国) 有限公司福建区域市场部经理; 2007~2010: 淘宝 (中国) 有限公司营销中心市场部经理; 2010~2012: 团购领域自主创业; 2012~至今: 任公司相关职位
张帆	董事、董事会秘书	2004~2008: 东阳华磊针织制衣有限公司总经理; 2012.6~2017.6: 杭州网兜企业管理咨询有限公司监事; 2015.12~2017.8: 杭州网创品牌管理有限公司总经理; 2016.3~至今: 杭州壹网壹创科技股份有限公司董事; 2017.8~至今: 杭州壹网壹创科技股份有限公司董事会秘书、杭州网创品牌管理有限公司执行董事; 2018.2~至今: 杭州鸿昱投资管理有限公司执行董事; 2019.12~至今: 杭州网捷供应链管理有限公司执行董事。
卢华亮	董事、副总经理	2002~2010: 浙江理工大学视觉传达系任教; 2002~2011: 杭州品邦百利广告有限公司总经理; 2011.5~2012.4: 杭州网兜企业管理咨询有限公司执行董事兼总经理; 2012.4~2015.9: 杭州奥悦贸易有限公司经理; 2015.10~2016.2: 杭州奥悦贸易有限公司副总经理兼董事; 2016.2~至今: 杭州壹网壹创科技股份有限公司副总经理兼董事。
邓旭	董事, CEO	2007.9~2009.1: 百思买中国价格策略经理; 2009.1~2015.10: Tesco 乐购中国区市场总监; 2015.12~2021.1: 期间曾分别担任强生消费品中国区总裁, 美妆事业部总经理, 销售副总裁等职位 2021.3~至今: 壹网壹创 CEO
吴舒	副总经理	2007~2009: 杭州拓志科技有限公司 CEO; 2012~2015.11: 杭州网创品牌管理有限公司总监; 2012.3~2015.11: 杭州网奥电子商务有限公司总监兼监事; 2016.2~2017.6: 杭州壹网壹创科技股份有限公司副总经理兼董事; 2019.11~至今: 杭州壹网壹创科技股份有限公司 CTO; 2020.4~至今: 杭州壹网壹创科技股份有限公司副总经理。
冯积儒	副总经理	2005~2011: 就职于美的集团市场部; 2012~至今: 上佰电子商务有限公司执行董事、总经理; 2020.8~至今: 杭州壹网壹创科技股份有限公司副总经理。
周维	财务负责人	曾任浙江南大投资有限公司、商源集团有限公司、杭州天宇四级风情大酒店有限公司财务经理等职务; 2015~2020.8: 杭州壹网壹创科技股份有限公司财务经理; 2020.8~至今: 杭州壹网壹创科技股份有限公司财务总监。

资料来源: 公司 2020 年年报, 华安证券研究所

公司于 2020 年 1 月 22 日发布《第一期限制性股票激励计划 (草案)》, 拟向激励对象授予限制性股票总量为 17 万股。从安排上来看, 首次激励对象共计 14 人, 对应首次授予限制性股票数量 13.9 万股 (占此次激励的 81.76%), 分四个解锁期,

对应业绩考核条件为以 2019 年净利润为基数 2020~2023 年增长率分别不低于 30%、65%、100%、135%。

图表 5 公司第一期限限制性股票激励计划（草案）中计划首次授予的情况（2020.1.22）

	时
拟授予限制性股票总量	17 万股（2020.8 公告调整为 19.48 万股）
首次授予计划	13.9 万股
预留授予计划	3.1 万股（2020.8 公告调整为 5.58 万股）
首次授予业绩解锁条件	以 2019 年净利润为基数，2020~2023 增长率不低于 30%、65%、100%、135%
首次授予股票数占比	每期占比 25%
首次授予人数	14 人（预留部分 3 人，合计 17 人）

资料来源：公司公告，华安证券研究所

以公司 2019 年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.02 亿元为基数，2020 年度扣除非经常性损益且剔除本次及其它激励计划股份支付费用归属于上市公司股东的净利润为 2.90 亿元，增长率为 43.87%，满足解除限售条件。公司于 2021 年 6 月公告，实际激励人数为 10 人，本次申请解除限售的限制性股票数量为 68858 股，占总股本的 0.0318%。

图表 6 公司第一期限限制性股票激励计划首次授予名单明细

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (股)	本次可解除限售的股票数量 (股)	本次可解除限售的股票数量占已获授限制性股票总量的比例	本次可解除限售的股票数量占目前公司总股本的比例
姚如燕	核心骨干	54009	13502	25%	0.0062%
陈国鑫	核心骨干	54009	13502	25%	0.0062%
庞栩	核心骨干	32405	8101	25%	0.0037%
林龙	核心骨干	27004	6751	25%	0.0031%
黄丽芸	核心骨干	27004	6751	25%	0.0031%
池建全	核心骨干	27004	6751	25%	0.0031%
洪珊	核心骨干	13502	3375	25%	0.0016%
李鸿琦	核心骨干	13502	3375	25%	0.0016%
金洋洋	核心骨干	13502	3375	25%	0.0016%
孔露露	核心骨干	13502	3375	25%	0.0016%
合计		275443	68858	-	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司于 2021 年 7 月发布《2021 年限制性股票激励计划（草案）》，本次激励计划拟授予的限制性股权数量不超过总股本的 0.6543%（对应 141.58 万股），涉及拟激励对象共计 95 人。对应业绩考核条件为以 2019 年净利润（2.19 亿元）为基数，2021~2024 年净利润增长率分别不低于 65%、100%、135%、170%，即分别不低于 3.61/4.38/5.15/5.91 亿元。

市场化的激励机制有助于吸引并留住人才，充分调动公司管理人员及核心团队成员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，推动

公司持续、稳定、高效地发展。

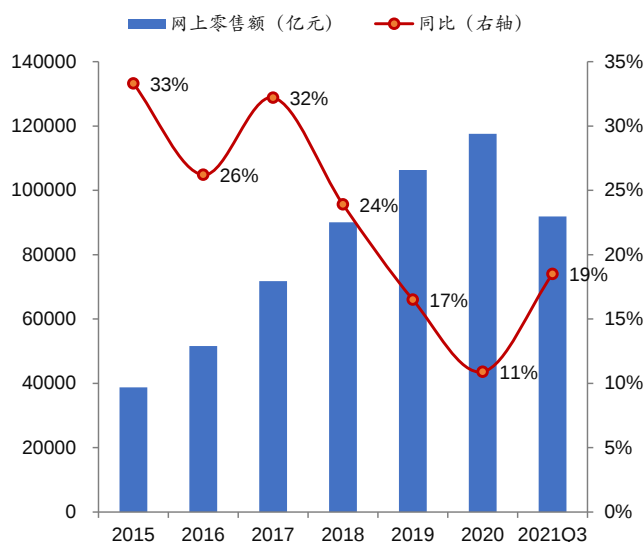
除此之外，公司与多所学校开展校企合作，定向定岗提前培训新进大学生人才实力，集聚人才。针对员工培训、校企合作，企业特设“网创商学院”部门，由企业资深部门主管担任课程讲师，结合员工职业发展通道，从核心能力和岗位专业技能研发、定制各类专业课程，并参与合作学校的课程建设。

2 品牌：面对行业分工细化，四维归“壹”

2.1 行业“变”：线上成兵家必争之地，代运营是路径之一

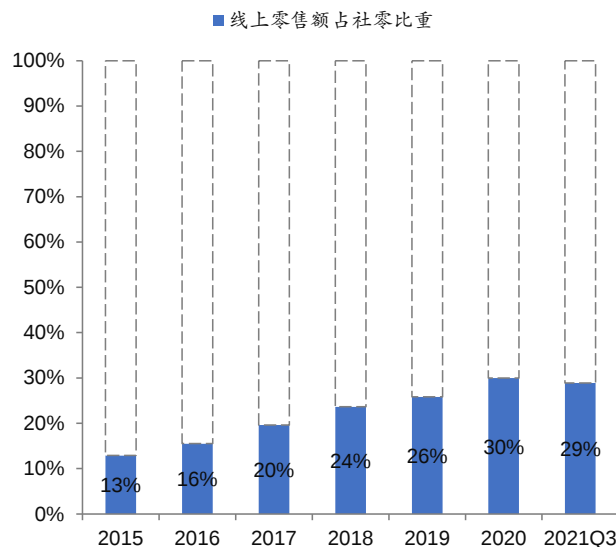
我国网上商品和服务零售额 2015~2019 年复合增速达 29%，同期占社零比例由 2015 年的 13% 提升至 2019 年的 26%。即使是在疫情影响较重的 2020 年，线上零售额依然实现了 11% 的同比增速，达 11.8 万亿的规模，占比进一步提升至 30%。截至 2021Q3 末，线上零售额已达 9 万亿元，同比增长 18.5%，占比虽然较 2020 年微降 1pct 至 29%，但是考虑到“双十一”大促在四季度并参考历年 Q4 的表现，2021 全年来看，成交规模和占比有望进一步提升。

图表 7 网上商品和服务零售额及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

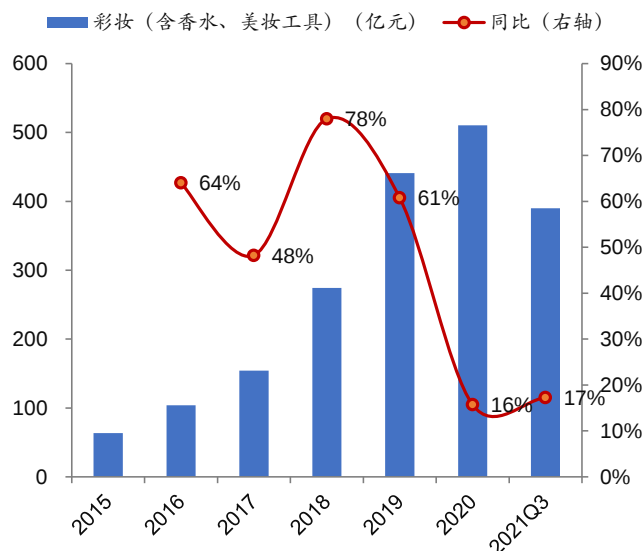
图表 8 网上商品和服务零售额占社零比重



资料来源：wind，华安证券研究所

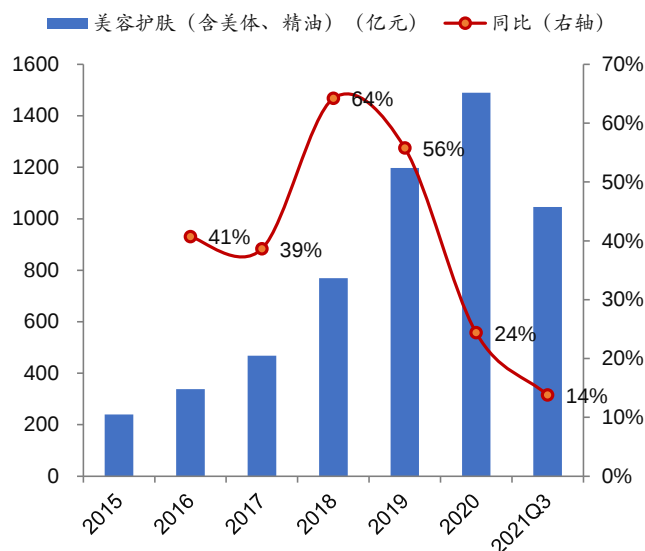
从具体的品类来看，2015~2019 年彩妆（含香水、美妆工具）和美容护肤（含美体、精油）销售额的复合增速分别为 62%、49%，大幅高于线上商品和服务零售额 29% 的复合增速。但是受疫情反复过程中出现的“人流居家冻结”以及“戴口罩”等因素的影响，彩妆及美容护肤的线上销售额受影响较为明显，2020 年同比增速分别回落至 16%、24%，但是依然高于整体线上销售额同比增速。可以说，伴随着电商的迅猛发展，彩妆和美容护肤品在各品类中的增长远超其他品类，但是作为非刚需产品，占比虽有提升但依然偏低。

图表 9 彩妆 (含香水、美妆工具) 线上销售额及其同比



资料来源: wind, 数据威, 华安证券研究所

图表 10 美容护肤 (含美体、精油) 线上销售额及其同比

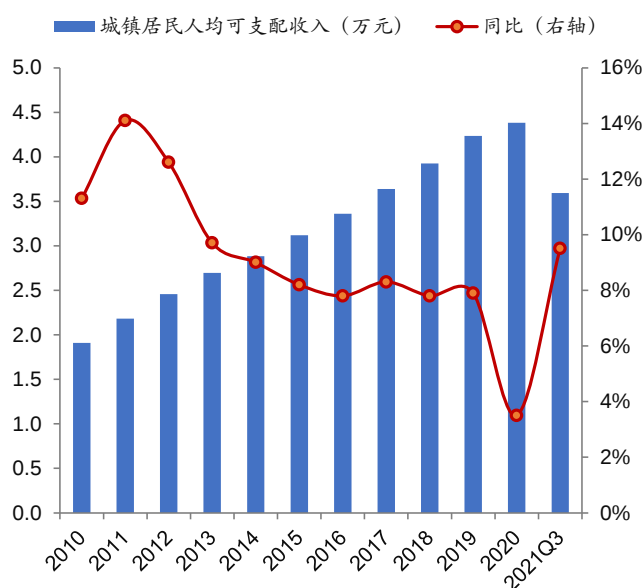


资料来源: wind, 数据威, 华安证券研究所

我们认为催生线上零售快速发展的原因有三: 1、需求端: 人均可支配收入提升; 2、媒介端: 互联网技术发展带动信息化服务渗透加深; 3、供给端: 越来越多的品牌选择将营销渠道搬到线上, 从而与网购规模形成“鸡生蛋、蛋生鸡”的相互影响。

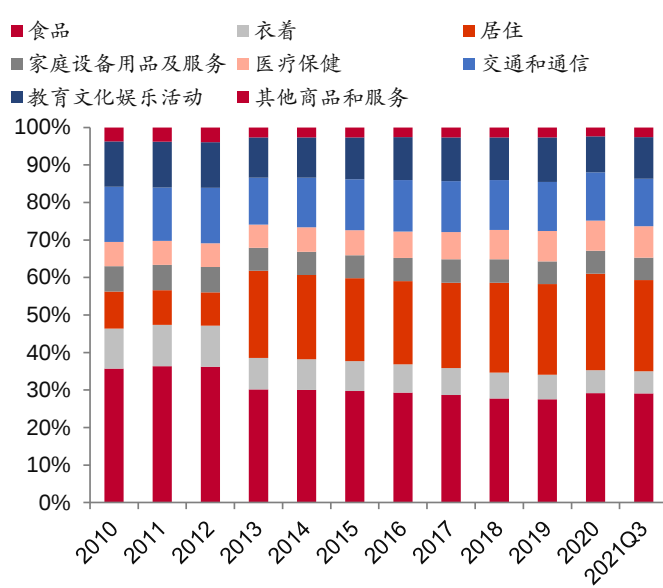
从需求端来看: 我国城镇居民 (年) 人均可支配收入由 2010 年的 1.9 万元/人/年增长至 2019 年的 4.2 万元/人/年, 复合增速达 9.2%; 受疫情影响, 2020 年增速降至 3.5%, 2021Q3 同比回升至 9.5%。从支出来看, 以商品房为代表的不动产在过去“黄金十年”的发展带来的是居民在居住上的支出占比持续提升由 2010 年的 9.9% 增至 2020 年的 25.8%; 除此之外偏刚需类的食品、衣着、家庭设备用品及服务等均出现不同幅度的降低; 同样偏可选消费的降幅较小或稳定在一定占比水平。

图表 11 城镇居民人均可支配收入及其同比



资料来源: wind, 国家统计局, 华安证券研究所

图表 12 城镇居民人均支出分配

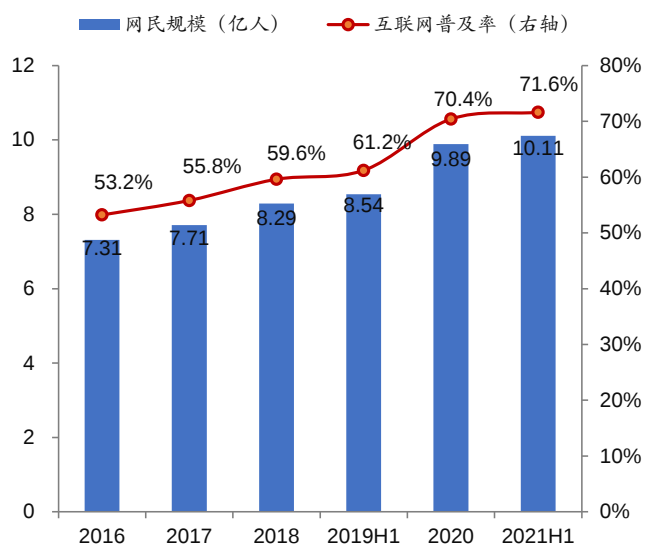


资料来源: wind, 国家统计局, 华安证券研究所

从媒介端来看：随着互联网、通信和电商的相关技术不断发展，我国网民数量呈现持续增长态势。根据 CNNIC 发布的历年《中国互联网络发展状况统计报告》数据，2006~2021H1，我国网民规模由 1.37 亿人增至 10.11 亿人，互联网普及率也由 10.5% 提升至 71.6%。

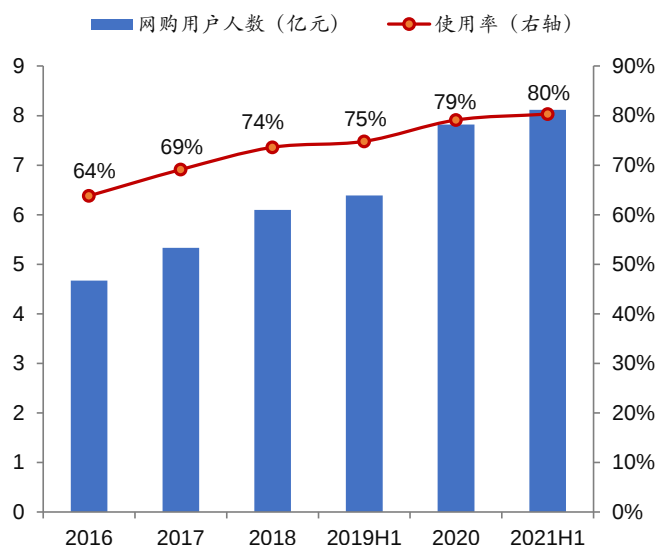
具体到线上消费领域，近几年我国网购用户规模仍呈现增长态势，由 2016 年的 4.67 亿人增至 2020 的 7.82 亿人，年复合增速 14%，2021H1 进一步提升至 8.12 亿人。伴随着网购人数的增长，使用率由 2016 年的 63.8% 提升至 2021H1 的 80.3%。

图表 13 我国网民规模及互联网普及率



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

图表 14 我国网购用户规模及使用率



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

从供给端来看：进入公众视野的网购平台、社媒途径、上线品牌三重增长。随着新媒体的快速发展，微博、小红书、抖音等平台流量迅速增长，图文和短视频、直播等形式成为产品种草的主要途径。品牌在稳固传统销售渠道的基础上，紧跟流量风口，对于新媒体的接受度较高，为网购用户的消费选择形成了充足的供给，供需两端双向放量促成线上成交规模的逐步攀升。

图表 15 国产品牌积极采用新媒体营销方式

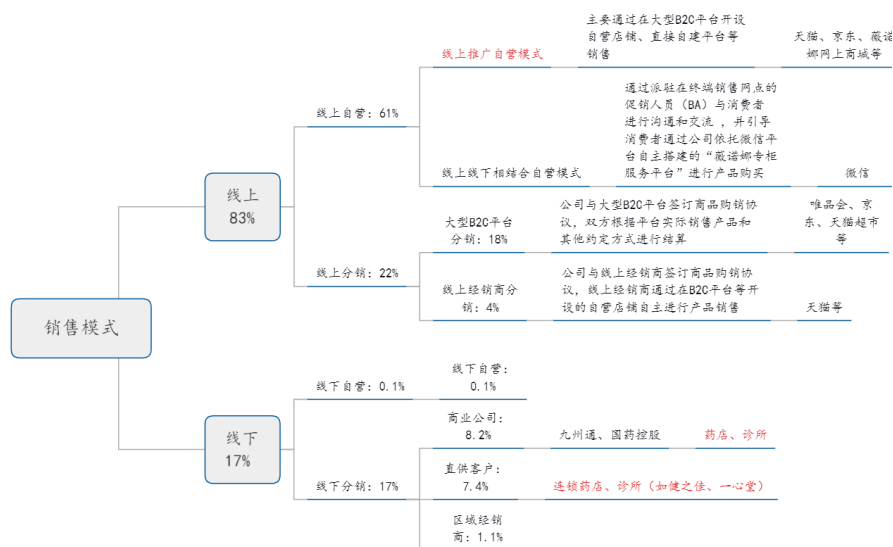


资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

我们以护肤品赛道中的贝泰妮（薇诺娜）和华熙生物（润百颜）的渠道发展来看品牌将营销移至线上的表现。

【贝泰妮】实现全渠道覆盖：公司最初于线下药房以及医院渠道进行销售，2013年公司开始与一心堂等连锁药房合作，2014年后将线下客户拓展至九州通、国药控股、华东医药等拥有广阔终端销售网点及完善物流体系的商业公司。随着互联网的发展，公司积极拥抱电商，2011年薇诺娜天猫旗舰店成立，随后陆续进驻京东、唯品会、天猫超市等平台，作为最早一批入驻电商的化妆品企业，享受了早期的电商增长红利。公司现已形成线上自营、线上大型 B2C 平台分销、线上经销商分销、线下自营和线下商业公司、直供客户、区域经销商全渠道的销售模式。

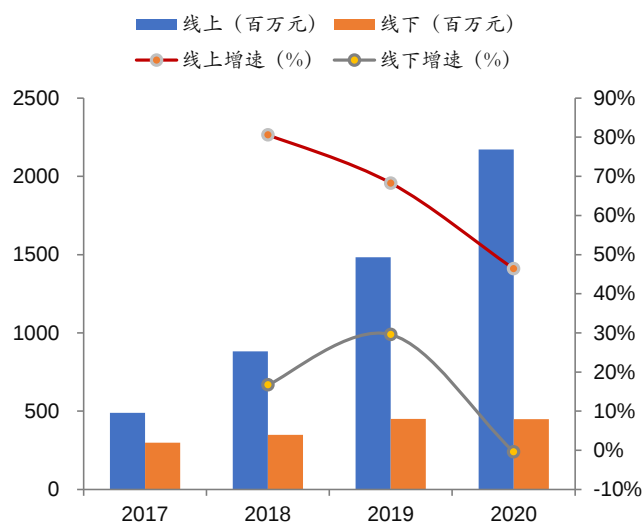
图表 16 贝泰妮形成线上+线下全渠道销售模式



资料来源：贝泰妮招股书，华安证券研究所

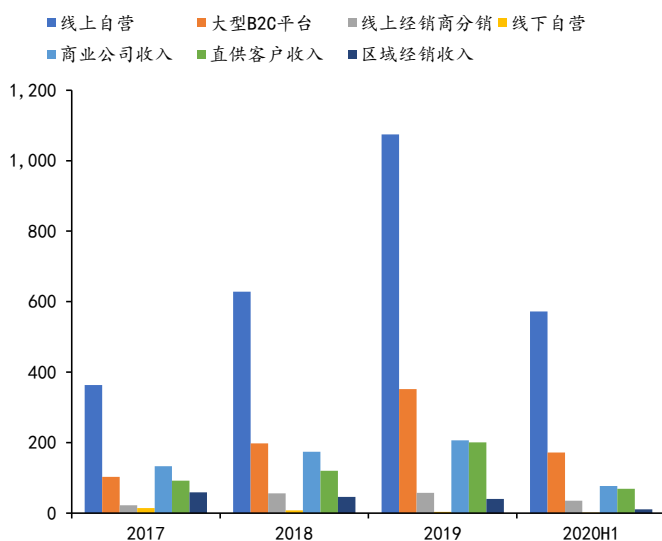
线上渠道高增长，以线上自营为主：2018-2020 年公司线上渠道销售收入增速分别为 81%、68%和 46%，保持高速增长，天猫平台占比最高，主要是由于公司较早布局电商平台，具有丰富的电商运营经验；线下渠道增速分别为 17%、30%和 -0.44%，2018 和 2019 年线下渠道增速明显提高，主要是由于公司集中精力发展直供客户模式，直供客户数量增长，导致该渠道收入快速增长，2020 年小幅下降主要是由于受疫情影响，线下渠道无法正常营业。其中，公司线上自营收入占总收入比重 2017-2020H1 分别为 46%、51%、56%、61%，占线上收入的比重高于 70%。

图表 17 线上线下收入及增速



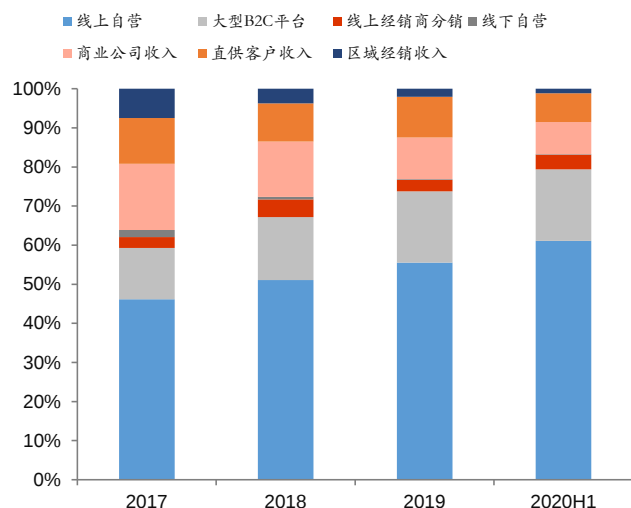
资料来源：贝泰妮公司招股书，华安证券研究所

图表 18 公司各渠道收入 (百万元)



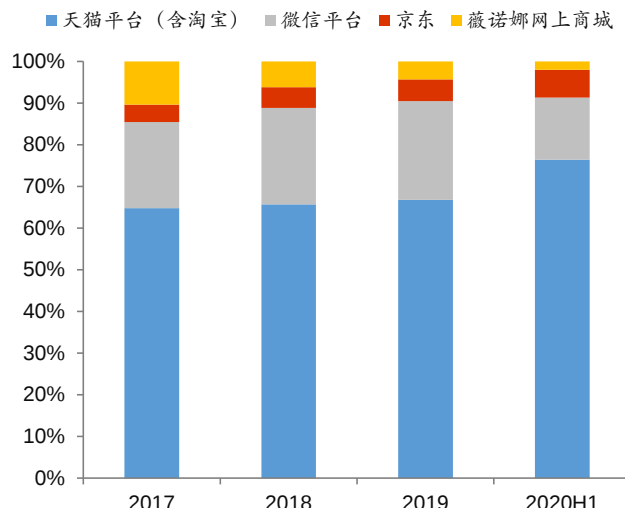
资料来源：贝泰妮公司招股书，华安证券研究所

图表 19 公司收入构成 (%)，按渠道



资料来源：贝泰妮公司招股书，华安证券研究所

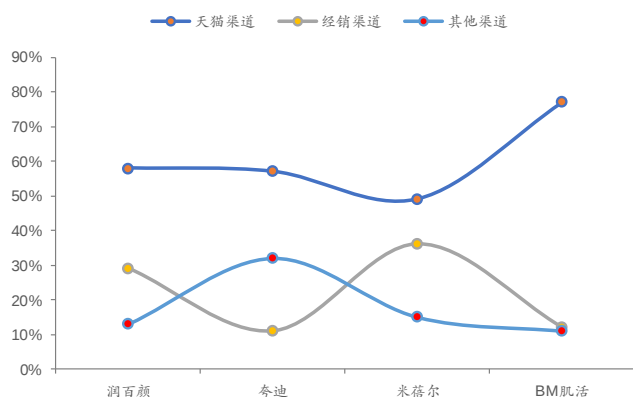
图表 20 公司自营平台收入构成 (%)



资料来源：贝泰妮公司招股书，华安证券研究所

【华熙生物】线上渠道高增长，客户复购率提升：相较线下渠道，线上渠道中间环节少、传播效率高，有利于新品牌迅速进入市场，抢占消费者心智。2017 年以后，公司积极拓宽线上销售渠道，于 2018 年陆续设立多个新品牌事业部，通过自营模式在淘宝、天猫、有赞开设官方旗舰店，同时以经销模式与京东自营、小红书、辣妈学院等平台展开合作。截止 2020 年，润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活天猫渠道销售分别占比 58%、57%、49%、77%。2020 年功能性护肤品收入较 2019 年增长 112.19%。其中，公司主打功能性护肤品品牌润百颜凭借多年来的品牌经营与推广、良好的产品品质以及线上线下销售渠道相融合的开拓与发展，公司的新客拓展率以及老客复购率亦在不断提升。

图表 21 2020 年华熙生物化妆品不同品牌渠道结构情况



资料来源：华熙生物公司公告，华安证券研究所

图表 22 润百颜天猫旗舰店经营数据

数据名称	2017	2018	2019Q1
访问量 (个)	810994	4659250	5602227
整体用户的平均访问时长 (秒)	18	20	16
整体用户的付费转化率	3.30%	3.80%	1.40%
平均客单价	607	540	455
新客户的重复购买率	26.30%	21.10%	10.90%
老客户的重复购买率	0%	41.40%	20.50%
浏览-下单转化率	3.70%	5%	1.10%

资料来源：华熙生物招股书，华安证券研究所

公司营销方式不断升级，有望实现破圈：2020 年功能性化妆品业务同比增长 112%，得益于公司在营销方面不断扩大投入和传播力度，全力打造出一系列的爆款产品。公司对于其营销手段不断升级创新，形成 IP 联名+明星代言+直播 KOL+电视广告投放多维化营销体系，品牌声量逐渐扩大，加速公司功能性护肤品牌破圈，2021 年 618 公司润百颜销售额超过 2.3 亿元，全平台同比增长 232%，首次荣登国货护肤类目 top5。

图表 23 华熙生物通过全渠道接触消费者



资料来源：华熙生物官网，华安证券研究所

图表 24 2021 润百颜 618 战报



资料来源：润百颜官方微博，华安证券研究所

2.2 业务“全”：业务打包全链路，选“壹”即可

目前，公司业务可以细化至品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、视觉设计、大数据分析、线上品牌运营、精准广告投放、CRM 管理、售前售后服务、仓储物流等。当品牌方考虑开展线上业务的时候，与其对各个环节分别外包或自建，不如整体打包给一家具备全链路能力的机构，可以实现降本提效。

图表 25 公司业务打通平台、品牌、消费者



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

三大模块既有创意“新”点子，又有高效“程序式”。公司的业务以品牌形象塑造等创意模块为先导，大数据分析等运营模块为有效的服务手段，及时地售前售后、仓储物流服务为公司业务提供有力支撑。三大模块按照流程可分为前期定位+中期分析+后期支持，10 细项内容支撑起一个品牌从设计到运营再到售后全过程。其中，品牌形象设计、产品设计策划、整合营销、新媒体传播作为 4 个特有模块针对不同产品会产生不同的创意，其余细分模块具有一定的通用性，可以带动服务整个过程效率的提升。

图表 26 公司三大模块串起品牌线上服务全链路

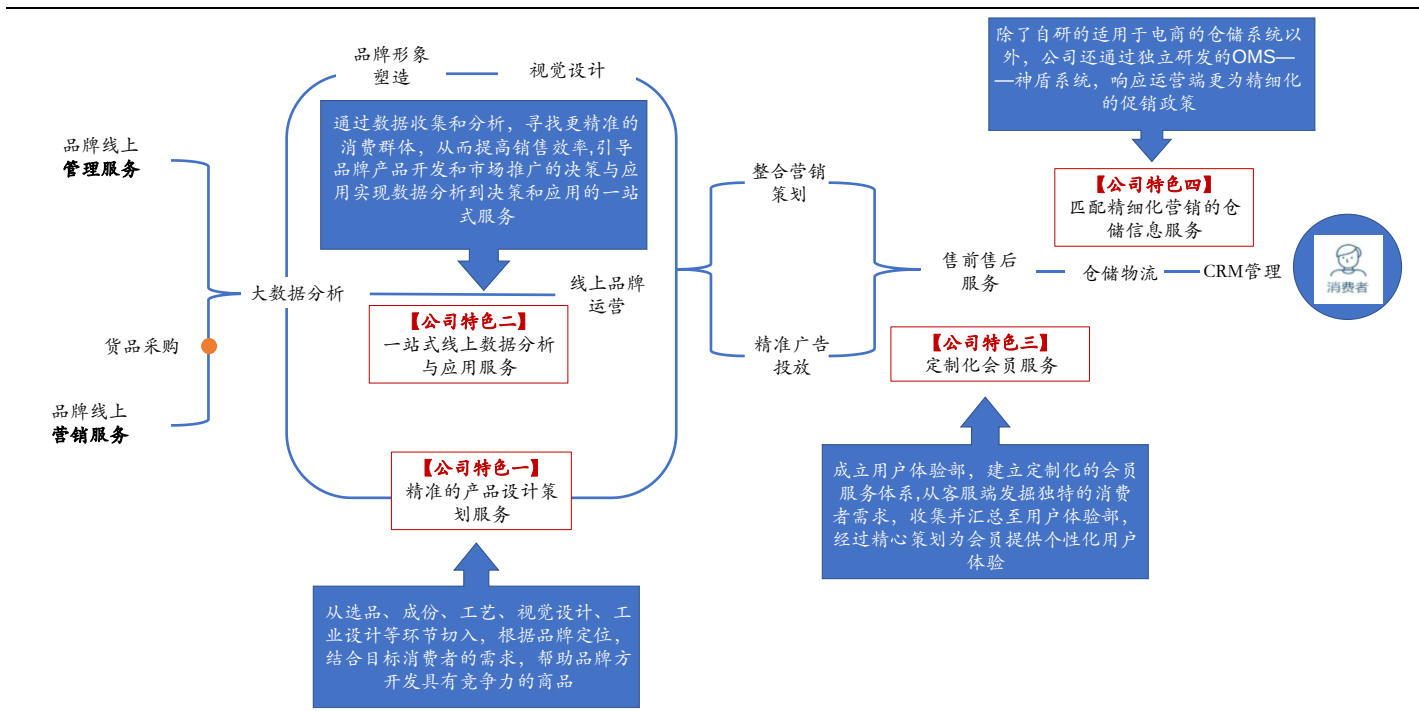


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

我们将三大模块对应着品牌线上服务和线上分销的业务流程梳理出公司在为品牌方代运营的过程中实现的价值创造。

(1) 品牌线上营销服务流程图如下：

图表 27 公司品牌线上营销服务业务流程



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

承接上图，细看公司在品牌线上服务的四大特色：

(1) 精准的产品设计策划服务：

针对品牌方对线上市场的拓展和面向年轻消费者的需求，公司除为品牌方提供基础服务外，还提供产品设计策划服务，以配合快速多变的在线销售环境需求，提供及时性的共创及后援支持。

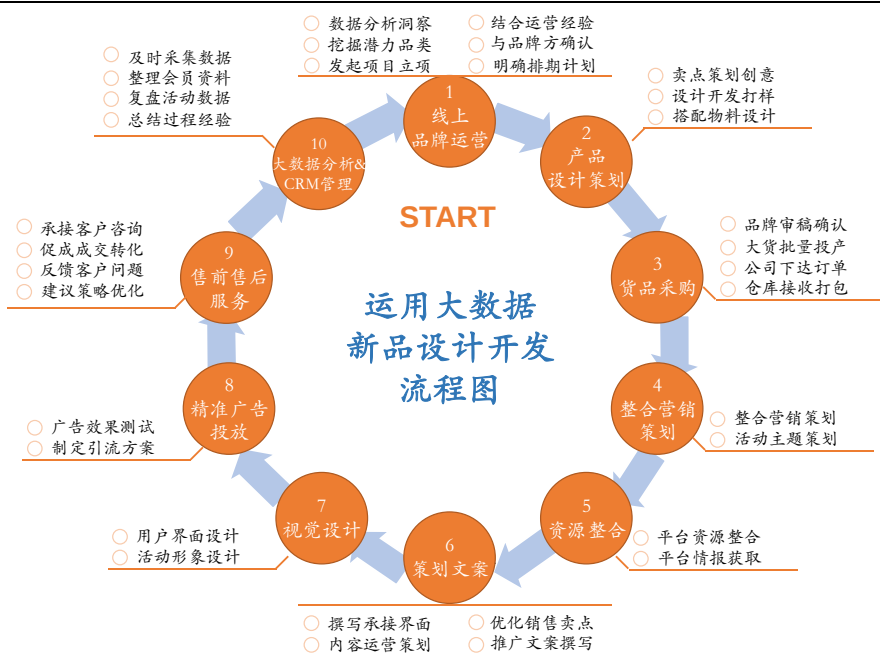
公司参与品牌方产品及营销物料的设计工作，提供产品定位分析、内容物（成分、香型、色彩、肤感等）选取分析等服务，并配合品牌方进行后端打样、跟产，确保设计质量，为线上销售提供更多助力。

(2) 一站式线上数据分析与应用服务：

线上销售最大的特点是通过数据收集和分析，寻找更为精准的消费群体，从而提高销售效率。公司具有丰富的营销经验和大数据分析能力，能从销售情况出发挖掘并整理得出市场实时数据，通过分析产出报告并反馈给品牌，引导品牌产品开发和市场推广的决策与应用，实现数据分析到决策和应用的一站式服务。

以公司为品牌方开发一款面膜产品为例：项目运营部门通过数据监测和对市场趋势的预判，发现 60-80 元价格带的面膜品类市场存在巨大的潜力，随后结合数据调研结果和 brand 产品特征，向品牌提出占领该品类市场的产品开发和市场投放全案，并根据品牌需求，与其他九个部门配合其一同完成全案的实施，实现产品销售和市场占有，并阶段性出具执行反馈报告，便于研究备案和优化调整。公司由此完成了从消费者洞察到实际销售产出 10 个步骤的闭环链路，满足了品牌方调研数据落地的需求。

图表 28 公司运用大数据新产品设计开发流程图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

(3) 定制化会员服务：

线上消费者具有年轻化和个性化的特征，提供更为个性化的会员服务，可提高品牌的消费者美誉度及忠诚度。公司除为品牌方提供基础的会员维护外，还建立了定制化的会员服务体系。公司成立了用户体验部，为品牌会员提供定制化的赠品。公司从客服端发掘独特的消费者需求，收集并汇总至用户体验部，经过精心策划为会员提供个性化用户体验。

图表 29 公司定制化会员服务案例



案例说明：

这是一位聋哑人客户，因为不能听电话需要客服备注，请快递员微信联系。这是一位乐观开朗的女孩，接下去的一天里，客户向我们展示了她自己的手语，她告诉我们，因为自身的原因，小县城里没法找到一份合适的工作。

个性化体验：

万万没想到团队特意去研究了手语之后，在手霜的盖子上贴上自制的手语图片，分别是“祝”、“你”、“快乐”。并在寄出时，在快递单上备注：“我的朋友听不见电话声，请好心的快递员短信通知她，谢谢！”

事后，公司还联合快递公司特别策划了一场“关爱聋哑人”的公益活动，大大增强了聋哑人这个特殊消费群体对于品牌的好感度。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

(4) 匹配精细化营销的仓储信息服务：

公司在仓储服务中，除了有自研的适于电商的仓储系统完成产品入仓、保管、发货

等工作之外，还可通过独立研发的 OMS——神盾系统，响应运营端更为精细化的促销政策，满足线上客户多样化的需求。神盾系统经过不断改进，已经可以支持不同消费者实现个性化的营销策略。具体实现路径见下图：

图表 30 公司匹配精细化营销的仓储信息服务实现路径

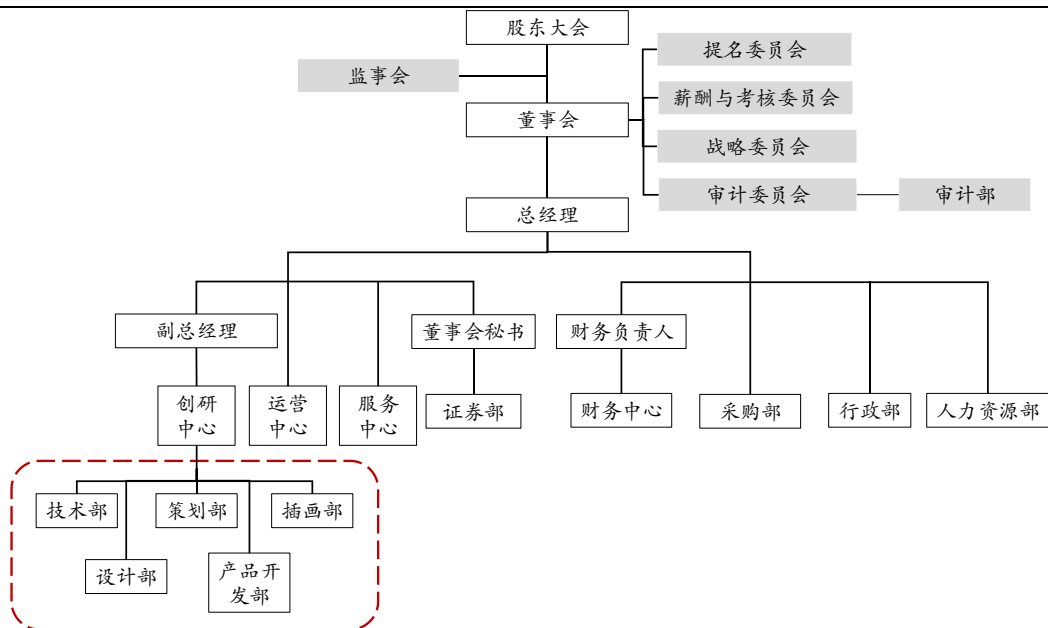


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

2.3 业务“新”：创意为先，稳定输出+持续性强

“公司的业务以品牌形象塑造等创意模块为先导”，“创意”对于公司发展的重要性不言而喻。业务架构上看，公司设立了运营中心、创研中心、服务中心、财务中心、采购部、行政部、人力资源部等职能部门，彼此间分工明确，决策体系和职能机构独立完整。创研中心作为独立的部门，下设技术部、策划部、设计部、产品开发部和插画部门，通过引入前沿技术等内容为品牌提供强有力的创意活动策划等，最终落实到品牌方销售最大化的目的，提升品牌影响力。

图表 31 公司组织结构图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

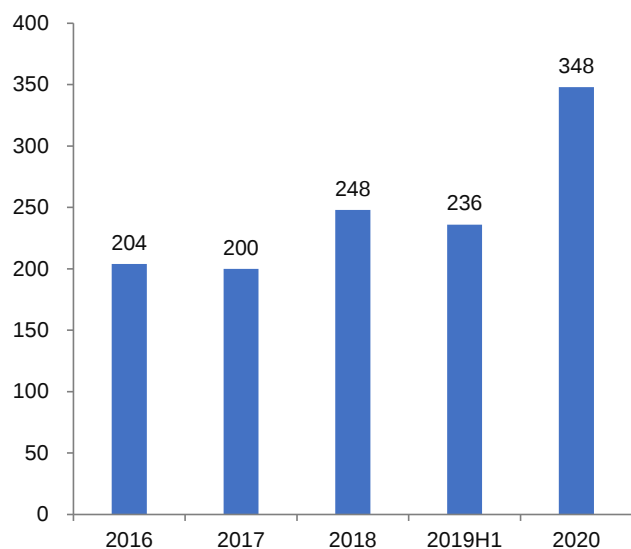
图表 32 创研中心下设各部门职能

部门	职能
技术部	主要具有三大职能：一是负责保障公司信息技术环境稳定和安全。二是支撑公司业务运转的相关 IT 系统采购、搭建、开发、升级。三是引入前沿 IT 技术，使公司在 信息自动化、智能化 等领域持续保持核心竞争力。
策划部	以电商行业发展趋势为导向， 敏锐 捕捉前沿资讯，研究制定 创意营销活动、新媒体推广的策略 ，为公司 整合站内外流量 。
设计部	研发制定日常设计规范及重大 营销活动视觉设计 ，为运营中心培养和输出高级别设计人才。
产品开发部	主要负责 新品开发和礼品设计 ，通过创造商品的 附加值 来获取商品的定价权，使得电商的营销更有自主性和效率。
插画部	内容研发创作 部门，为页面设计和产品设计创作原始作品，增加页面和产品的 视觉吸引力 。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

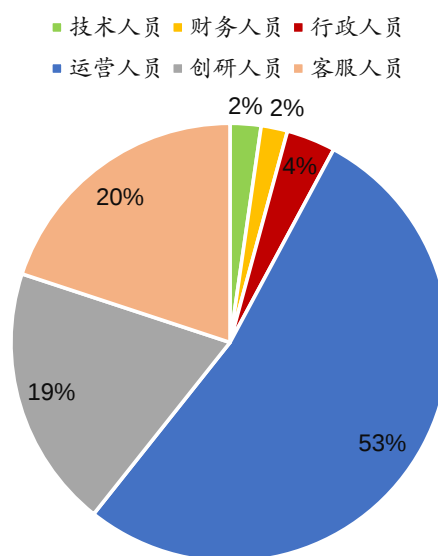
随着公司业务的发展和规模的提升，员工总数呈现增长态势。其中，运营人员、创研人员、客服人员增长较为明显。截至 2020 年末，公司运营人员 949 人（占比 53%，较 2018 年底+548 人）；创研人员 348 人（占比 19%，较 2018 年底+100 人）；客服人员 358 人（占比 20%，较 2018 年底+241 人）。

图表 33 公司创研人员数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 截至 2020 年末公司员工构成（按专业）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

从公司官网展示的案例作品来看，首先数量可观，其次内容丰富，再次表达新颖，公司在创研方面充分做到了“内部品牌诊断、外部资源争取”，品牌重塑的过程增加了品牌表达的力度。这里以其中的两个案例展示：

(1) 【欧珀莱-蓝胖子解忧铺】15 年 6 月，欧珀莱联合哆啦 A 梦，化身“蓝胖子解忧铺”，哆啦 A 梦万能道具加乘欧珀莱实力星品，解决现代人“综合症”困扰。日常活动共 5 天达到 400 余万的销售额，其中新客占比 75%，成功为品牌拉新，使品牌受众人群良性循环，成为后期增量的基础。

(2) 【飘柔-挑战 3 天不洗头】2017 年 5 月 15 日，飘柔 MW 无硅油洗发水上新 VVIP 活动。经过近百次的 slogan 测试，百里挑一选择了以“挑战三天不洗头”

为产品 slogan，用来抓住消费者头皮出油需要每天洗头的痛点。VVIP 手淘首焦+淘内内容种草以及淘外品牌种草等资源都配合此 slogan 进行宣导。最终次活动销售额超目标完成（完成率 150%），并创宝洁店内 VVIP 活动单品牌历史新高，VVIP 手淘首焦点击率创历史新高。并作为行业经典案例流传。

图表 35 公司部分案例展示图

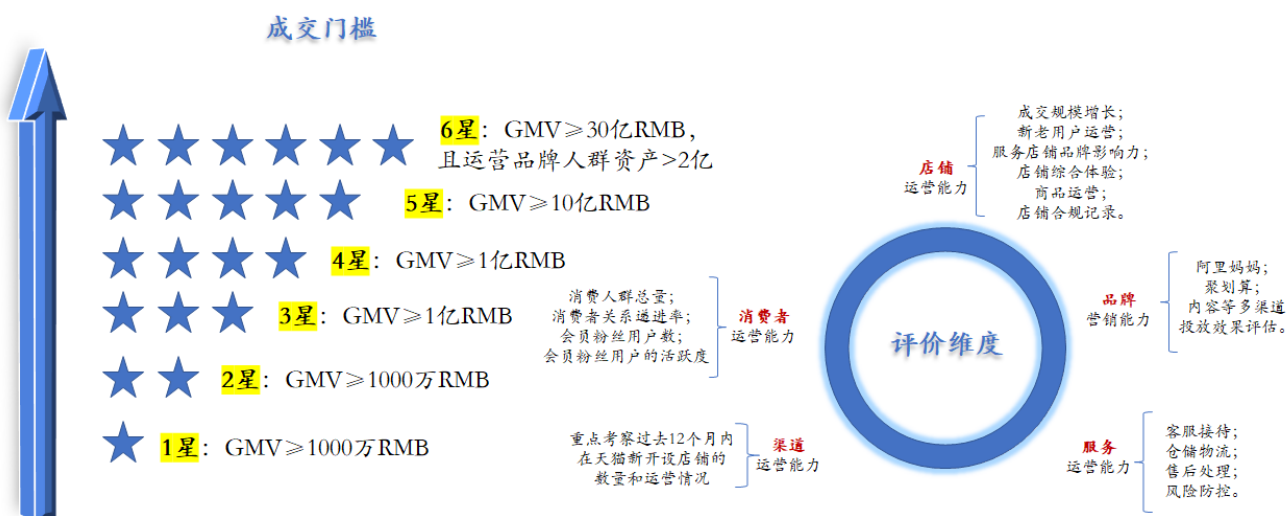


资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.4 业务“精”：打造标杆项目，发展新品牌水到渠成

淘系作为线上购物的主要平台之一，公司于成立之初（2012 年）便开辟了天猫商家发起造节先河，并于 2019 年成为天猫六星级运营服务商。2021 年 7 月 29 日，在上海举行的天猫生态伙伴会议上，公布了“2021 天猫星级服务商名单”，壹网壹创稳居 11 家六星服务商之列，足以证明其代运营的实力。

图表 36 天猫六星级运营服务商评定标准

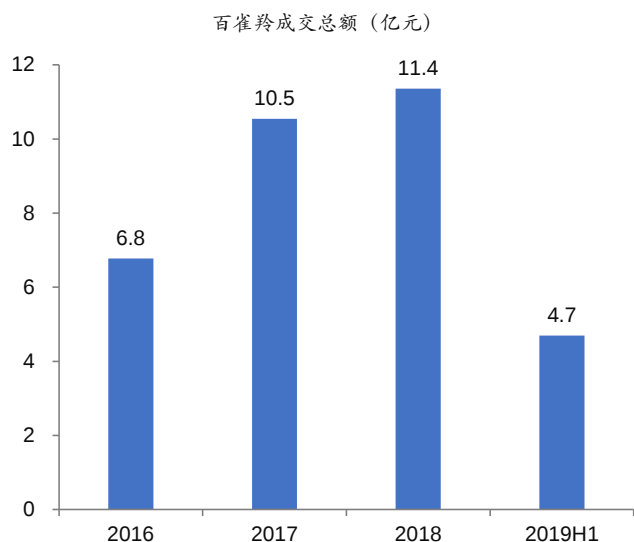


资料来源：公司官网，天猫，华安证券研究所

百雀羚是公司初创阶段的标杆性服务品牌，公司通过为百雀羚提供产品开发、品牌传播、整合营销、电商运营等一站式在线营销解决方案，逐渐在行业内打开知名度。在拥有标杆项目后，公司又在多品牌的运营过程中展现出较强的专业能力，重塑品牌的同时，打造了众多亮眼的业绩。

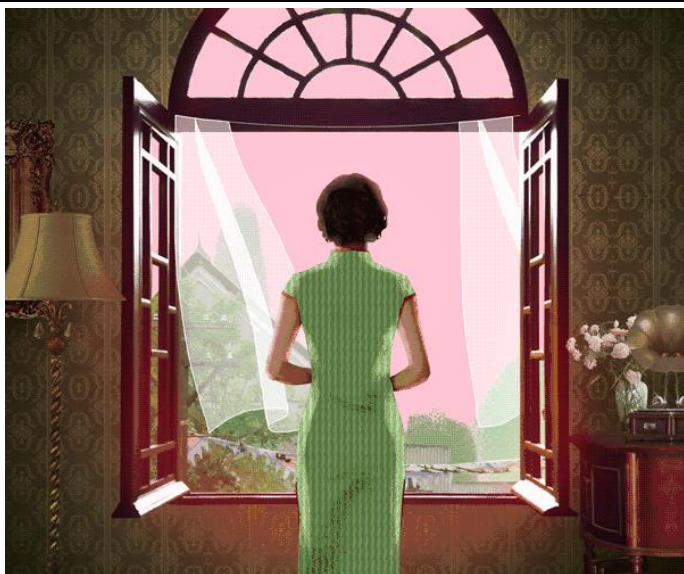
通过前面提到的业务“全”与“新”为企业赋能以实现【销售表达能力】【持续发展能力】双升的竞争优势。套用到公司服务品牌的结果上，可以看到在公司为百雀羚提供线上代运营服务的过程中，2015 年百雀羚旗舰店获得天猫双十一美妆**冠军**；**2016 年蝉联冠军**，同时获得全年天猫美妆店铺冠军，实现**双冠王**；**2017、2018 年**又实现**四连冠**。此外，还依靠着<1931>长图引爆社交媒体点击破 5000 万次，据公司官网介绍【1931 长图】的相关文章达 2481 篇，微博和各客户端相关文章近千篇，保守估计曝光量在 8000 万以上，品牌活力被重新焕发。

图表 37 百雀羚历年成交总额 (亿元)



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 38 百雀羚<1931>



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 39 公司部分代运营品牌线上表现



资料来源：天猫，公司招股说明书，公司官网，华安证券研究所

公司在 2012 年和百雀羚合作之初，推出【琥珀计划】，沿着中华北纬 32°一路巡按，撷取七省珍贵草本和绝版民间艺术，开展大型公益活动。琥珀计划，带出了蚕丝、芦荟和海藻，留住了畲族山歌、绵竹年画和彝族漆器，将新玩法与旧事物组合出不同姿态。借势，又为百雀羚策划长图营销“与时间作对”、视频“四美不开心”等营销方案，进一步增强品牌宣传，占据消费者心智。

图表 40 百雀羚琥珀计划



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 41 百雀羚四美不开心



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司具备产品孵化、开发和服务拓展能力。在与百雀羚的合作过程中，除购销关系外，还与其签订了《产品设计合同书》等协议，深度参与了百雀羚子品牌【三

生花】系列的开发过程，主要涉及内容包括：①创意开发环节：提供升级创意方案及落地执行方向；②具体设计环节包括外观造型规划、工艺规划、量产监工等工作；③设计服务环节包括升级规划设计、封贴设计等设计服务工作。此外，公司通过品牌核心形象设计、产品策划、产品设计与推广等一系列工作，为百雀羚孵化了“小雀幸”系列面膜；为大宝孵化了眼部醒活精华霜，拓展了消费人群，产品市场表现良好。

图表 42 三生花护肤系列



资料来源：三生花官网，华安证券研究所

图表 43 大宝眼霜孵化过程

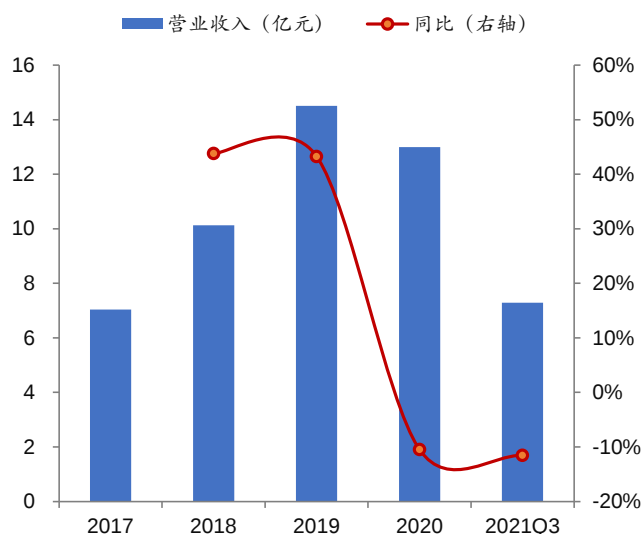


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3 增长：挑战与机遇并存，品牌与渠道共拓

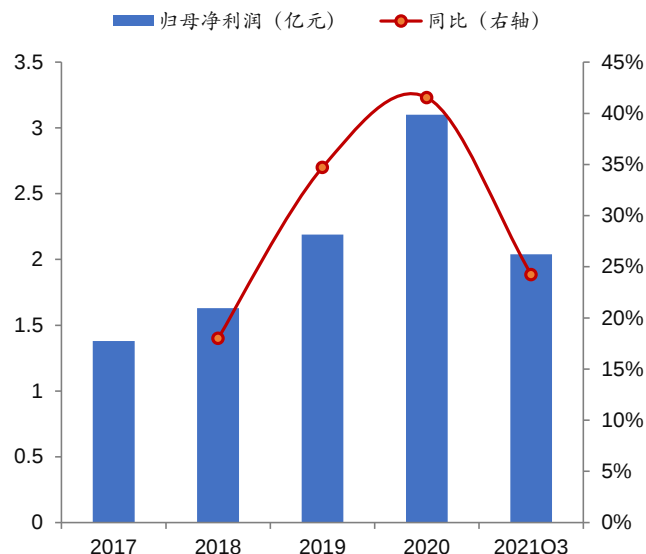
公司保持着较高的盈利水平，毛利率维持在 40% 以上，2018~2020 年毛利率分别为 42.6%、43.0%、47.8%。2020 年业务结构调整（百雀羚从原来的品牌线上营销服务切换为品牌线上管理服务），使得线上营销服务收入出现下降，但毛利率进一步提升至 48%（其中，品牌线上管理服务毛利率为 66.7%）；同期净利率分别为 16.1%、15.1%、26.6%；2018~2020 年归母净利润年复合增速达 38%。

图表 44 公司营业收入及其同比



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 45 公司归母净利润及其增速

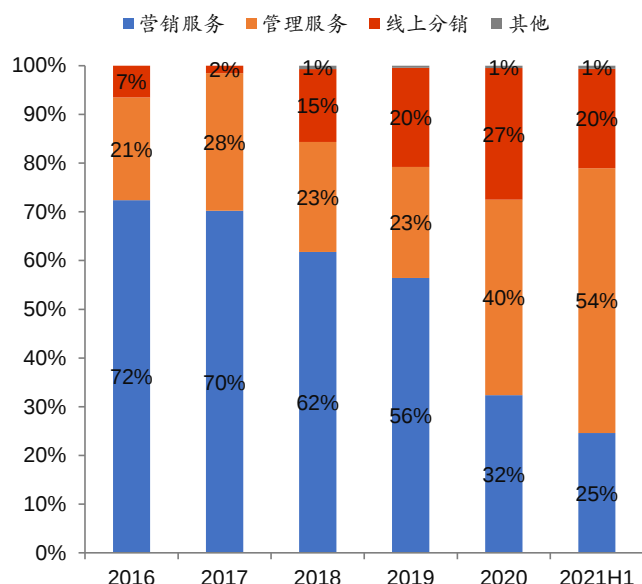


资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

从公司业务拆分来看，2016~2019 年【线上营销服务】始终是公司收入的主要贡献力量，但占比由 72% 逐步降至 56%。2020 年由于百雀羚从原来的线上营销服务切换为线上管理服务，致【线上营销服务】占比进一步降至 32%；与之相对的【线上管理服务】由过去 20%+ 的占比，跃升至 40% 成为公司收入的第一贡献业务。【线上分销】占比亦有逐步提升的趋势，2017~2020 占比分别为 2%、15%、20% 和 27%。在业务结构进一步的调整下，2021H1 【线上营销服务】、【线上管理服务】、【线上分销】占比分别为 25%、54% 和 20%。

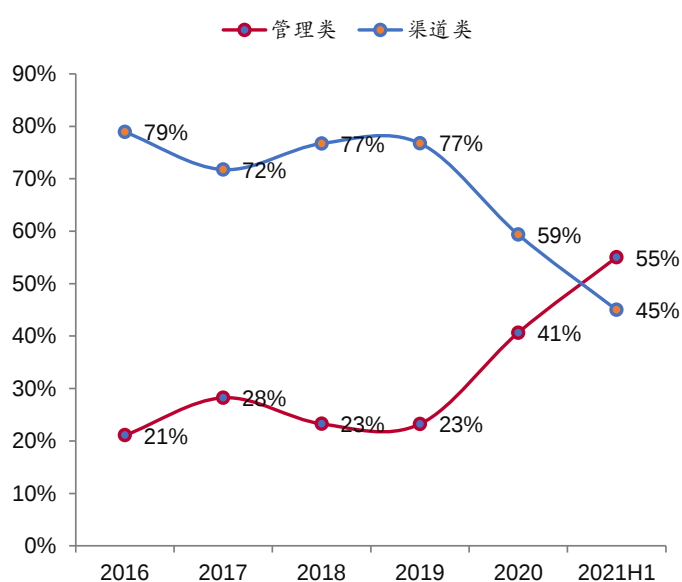
如果用【线上营销服务+线上分销=渠道类】而采用【线上管理服务+其他=管理类】计算，可以看到公司的业务重心已经由最初的“代渠道”向“重管理”转变，管理类的占比由 2016 年的 21%，一路提升至 2020 年的 41%，并在 2021H1 首次占比超过一半达到 55%，成为公司收入的第一贡献力量。我们认为转型除了受公司战略规划的主观影响以外，也从侧面印证公司的综合运营能力已经收到客户的充分认可。

图表 46 公司口径主要业务收入占比



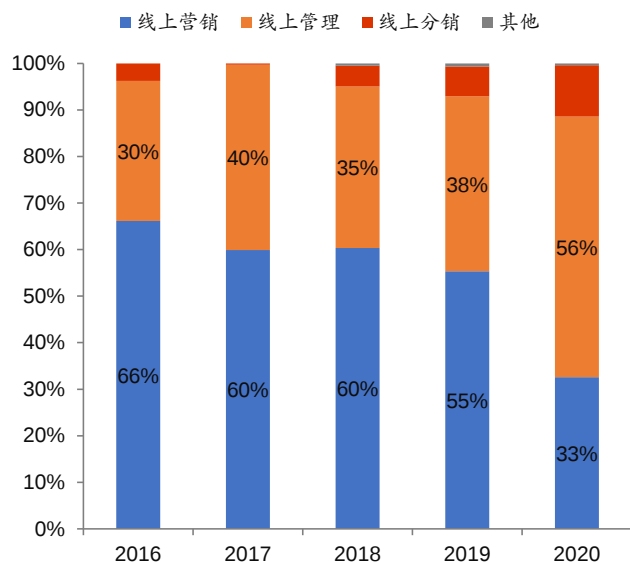
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 47 重算口径主要业务收入占比



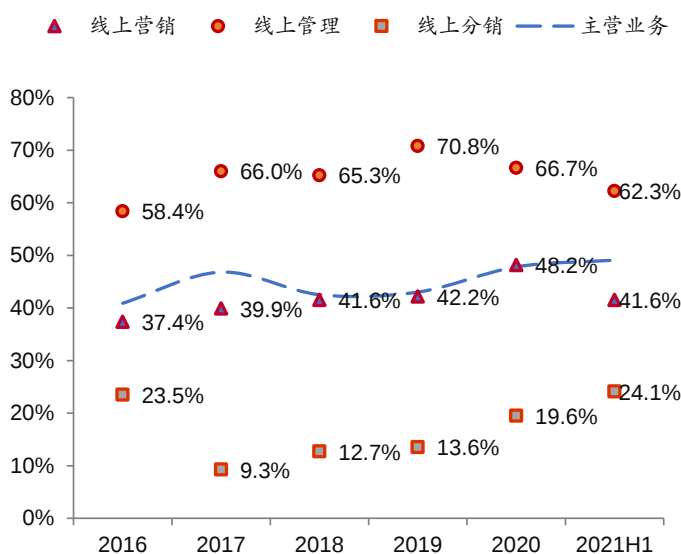
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 公司各业务毛利占比



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 49 公司各业务毛利率水平

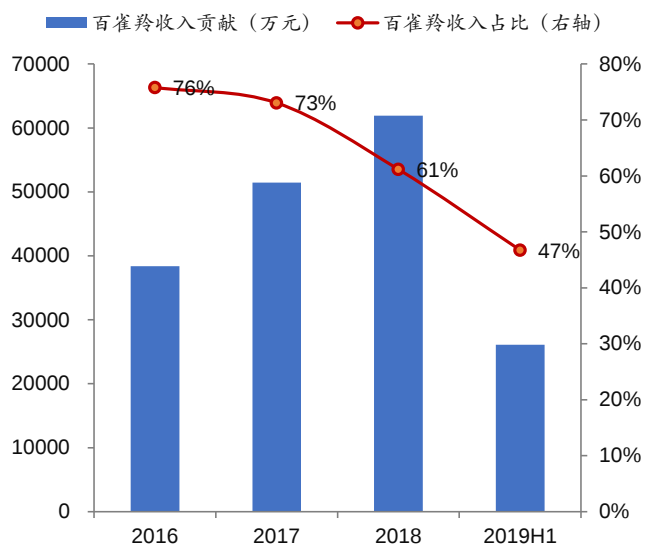


资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

3.1 巩固存量+发力增量, “质”与“量”共赢

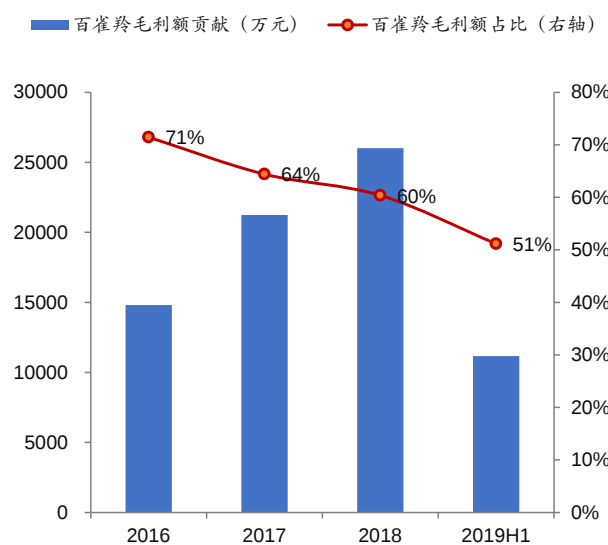
以百雀羚作为公司的存量品牌代表, 2016~2018 年贡献收入额复合增速达 27%; 同期毛利额贡献复合增速达 33%, 表明通过网创的运营, 存量品牌增长势头较为明显。而从占比来看, 百雀羚贡献的收入占比由 2016 年的 76% 降至 2019H1 的 47%, 同期毛利贡献占比由 2016 年的 71% 降至 2019H1 的 51%, 可以看出公司在继续巩固存量品牌的同时, 新品牌的培养逐渐成熟增加业绩贡献来源, 降低整体业绩因单一品牌过于集中而带来的风险, 同时持续积极地寻找新的业绩增长点。

图表 50 百雀羚收入贡献及占比



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 51 百雀羚毛利贡献及占比



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

公司成立之初，考虑到运营团队规模较小、资金实力较弱，因此选择集中资源服务单个品牌，即百雀羚。经过多年发展，截至招股书签署日，公司提供品牌线上营销服务的品牌数量已增加到 4 个，提供品牌线上管理服务的品牌数量增至 16 个，对应线上分销业务的品牌数也达到 8 个（注：不含上市前已结束合作的品牌）。2020 年，公司存量品牌继续稳定增长，同时，公司新增 10 个品牌合作，进一步增厚了公司业绩。

图表 52 截至招股书签署日公司合作品牌一览

提供品牌线上营销服务				
合作品牌	品牌名称	品牌类型	运行平台	招股书报告期内合作初始时间
	百雀羚	美妆	天猫	报告期初
	三生花	美妆	天猫	2016.4
	露得清	美妆	天猫 小红书 天猫国际	2018.5
	OTOHA	美妆	中国大陆境内电商渠道、跨境电商渠道的销售、推广及分销商拓展	-
提供品牌线上管理服务				
合作品牌	品牌名称	品牌类型	运行平台	招股书报告期内合作初始时间
	百雀羚	美妆	唯品会	2016.4
	伊丽莎白雅顿	美妆	天猫 天猫超市 小红书 唯品会 雅顿官网	报告期初 2018.1 2016.9 2017.4 2018.7
	欧珀莱	美妆	天猫 天猫超市	报告期初 2019.4
	沙宣	日化	天猫	2016.3
	P&G	日化	天猫 天猫超市	2016.7 2018.2

	OLAY	美妆	天猫	报告期初
	DR.WU/达尔肤	美妆	天猫 天猫国际	2017.3 2017.1
	雅芳	美妆	天猫	2017.12
	美肤宝	美妆	天猫	2018.1
	毛戈平	美妆	天猫	2018.3
	AUSSIE	日化	天猫	2018.5
	佳洁士	日化	天猫	2018.9
	黑人	日化	天猫 天猫超市	2019.1 2019.4
	佰草集	美妆	天猫	2019.3
	茉莉美娜	美妆	天猫	2019.6
	吉列	日化	天猫	-
采用线上分销模式合作的品牌				
合作品牌	品牌名称	品牌类型	运行平台	招股书报告期内 合作初始时间
	伊丽莎白雅顿	美妆	淘宝、天猫	2016.6
	赫妍	美妆	唯品会	2018.2
	兰芝	美妆	唯品会	2018.4
	吕	美妆	唯品会	2018.4
	艾诺碧	美妆	唯品会	2018.4
	雪花秀	美妆	唯品会	2018.5
	梦妆	美妆	唯品会	2018.4

Neutrogena 露得清	露得清	美妆	唯品会 天猫超市 淘宝、天猫	2019.4 2018.7 2019.4
-------------------	-----	----	----------------------	----------------------------

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

备注：(1) 2020 年百雀羚从原来的品牌线上营销服务切换为品牌线上管理服务；(2) 上表不含上市前已结束合作的品牌；(3) 合作时间统计过程中，起始时间最早仅追溯到招股书报告期初。

从上图表中可以看出，公司未来将按照“**加品牌、扩品类、拓渠道**”的发展思路，未来，随着京东、拼多多等电商发力，抖音、快手、视频号、小红书、B 站等平台电商化进程持续推进，多元化平台的崛起将为跨平台运营服务提供更广阔空间，公司向电商全域服务商迈进。

扩品类方面：2020 年 (1) 签约屈臣氏、菲洛嘉、植花季、星巴克等新类目品牌客户，拓展品类布局屈臣氏、菲洛嘉、植花季、星巴克等品牌的签约是公司继泡泡玛特之后再一次拓展服务的品牌类目；(2) 完成收购浙江上佰电子商务有限公司 51% 股权，扩展了家电品类。

拓渠道方面：2020 年 (1) 通过收购浙江上佰电子商务有限公司 51% 股权，将多平台战略合作版图也再度扩展，新增了拼多多（此平台仅与浙江上佰签订协议）、苏宁易购（此平台仅与浙江上佰签订协议）、贝店（此平台仅与浙江上佰签订协议）等平台；(2) 2020Q4，公司抖音事业部成立，布局抖音内容电商。

根据公司发布的 2021 双十一战报显示，服务品牌数超 73 家，较上市之初剔除结束服务的品牌数增加了 45 个，新品牌入驻速度喜人，已覆盖美妆、个护、食品、潮玩和家电五大品类；渠道方面已实现全域服务，覆盖天猫、京东、唯品会、小红书、抖音、拼多多等平台。

图表 53 公司服务品牌数达 73+



资料来源：壹网壹创 2021 双十一战报，华安证券研究所

图表 54 公司成功覆盖多维平台



资料来源：壹网壹创 2021 双十一战报，华安证券研究所

3.2 自有品牌亮相，代运营经验成功植入自运营载体

2020年12月，公司投资设立杭州每鲜说食品科技有限公司，将业务从品牌服务向品牌管理变更，建立自有品牌矩阵。2020Q4，公司首个自有品牌——每鲜说开展前期工作，主要包括进行关于产品概念、包装设计、口味调试。作为“新消费品牌加速器”代表的“每鲜说”产品于2021年3月初上市，同年618期间累计销售思慕雪40万盒+，GMV破1000w+，上市3个月首次参加618便跻身轻食代餐类目TOP3。2021双十一期间，每鲜说全网曝光8000万+，全渠道GMV近2000万。同时，新增战略合作品牌——小皇鸡、植物教授、植花季、福瑞达生物股份，新消费品牌发展有望进一步提速。

图表 55 每鲜说旗下产品展示（彩虹思慕雪）

图表 56 每鲜说 618 战报

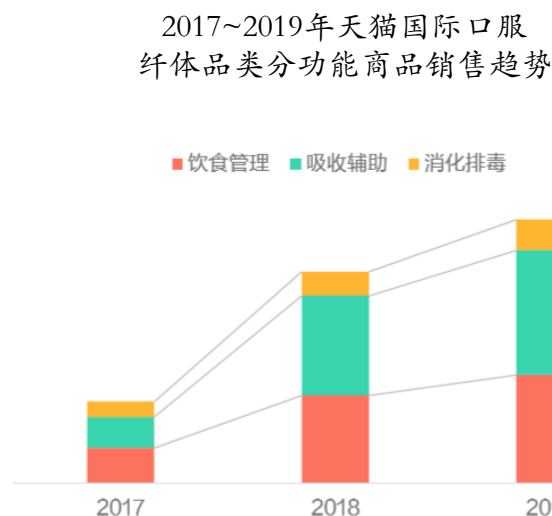


资料来源：每鲜说天猫旗舰店，华安证券研究所

资料来源：《壹网壹创 618 购物节战报》，华安证券研究所

根据《天猫国际跨境保健品消费者洞察报告》显示，近三年来，跨境口服纤体产品重要性不断提升，消费规模与人数持续扩大；同时，消费者愈发乐意为一个好身材而持续“砸钱”，人均消费频次提升，也带动了人均消费的逐渐升高。在口服纤体的细分功能的商品销售中，近年来，线上的口服纤体品类产品快速增加，已经覆盖了消费者的饮食摄入、营养吸收到消化排毒全方位的饮食管理过程，并且各方面的产品都有着快速的销售增长势头。

图表 57 口服纤体不同功能商品消费纷纷增长



资料来源:《天猫国际跨境保健品消费者洞察报告》, 华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们将公司业务按照 **(1) 品牌线上服务** (分为品牌线上营销服务+品牌线上管理服务)、**(2) 线上分销**、**(3) 内容服务**。考虑到, 培育品牌存在阶段性波动及不同类型的业务收费模式的差异, 结合公司招股书中 (剔除上市前已结束合作品牌) 对应的合作品牌数量及合作阶段来对未来发展做预期。根据公司微信公众号发布的 2021 年双十一战报来看, 目前公司服务品牌数 73 个, 已经实现电商全覆盖。我们预计公司 2021~2023 年营收同比分别为 12%、24%、19%。

图表 58 主营业务盈利预测表

业务		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
品牌线上管理服务	收入 (百万元)	331.3	521.2	781.8	1016.3	1219.6
	毛利率	70.8%	66.7%	67.8%	65.6%	66.2%
品牌线上营销服务	收入 (百万元)	818.4	420.3	336.2	403.5	484.2
	毛利率	42.2%	48.2%	41.7%	42.2%	42.7%
线上分销业务	收入 (百万元)	295.2	350.6	333.1	383.1	440.5
	毛利率	13.6%	19.6%	14.5%	15.2%	16.0%
合计收入 (百万元)		1444.8	1292.1	1451.1	1802.9	2144.3
同比		43.7%	-10.6%	12.3%	24.2%	18.9%
毛利率		43.04%	47.83%	49.51%	49.66%	50.56%

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

投资建议: 随着互联网、通信和电商的相关技术不断发展, 叠加消费者可支配收入提升及消费习惯的转变, 供需两端协同共振催化成交规模不断扩大, 线上渠道已成为商家“必争之地”。公司经过多年发展, 在业务端已具备全链路运营能力, 形成“精准的产品设计策划+一站式线上数据分析与应用+定制化会员服务+精细化

营销的仓储信息”等特色服务，以增强合作品牌的“销售表达能力”，提升转化率的同时，产品孵化持续发展。公司未来将着重于“加品牌、扩品类、拓渠道”的发展方向，品牌效力进一步得到加持。我们预计公司 2021~2023 年营收分别为 14.5、18.0、21.4 亿元，同比分别为 12%、24%、19%；实现归母净利润 4.0、5.0、6.1 亿元，同比分别为 28%、25%、22%；对应 EPS 分别为 1.66、2.08、2.54 元/股，对应当前股价 PE 分别为 31、25、20 倍。首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：

行业竞争加剧的风险。随着行业的发展，若新进入者或存量竞争者在全链路业务的某一或某几个环节存在超预期的竞争能力，则会带来公司发展放缓的风险。

新增品牌培育周期不确定的风险。公司服务品牌数量逐步提升，若新增品牌的培育周期过长，则会对短期经营业绩形成低于预期的拖累风险。

渠道拓展不利带来的经营风险。公司目前已经由单一平台向多渠道发展，考虑到不同渠道的运营方式存在一定的差异，若渠道拓展不利则会对品牌增长及业绩提升存在潜在的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1271	1198	1393	1676	营业收入	1299	1451	1803	2144
现金	632	561	655	847	营业成本	677	733	907	1060
应收账款	202	194	251	301	营业税金及附加	28	13	16	19
其他应收款	59	54	68	83	销售费用	145	145	162	193
预付账款	30	29	37	44	管理费用	50	39	54	58
存货	84	96	118	137	财务费用	-22	0	0	0
其他流动资产	264	264	264	264					
非流动资产	743	1065	1430	1813	投资净收益	3	4	5	6
长期投资	128	191	266	346	营业利润	432	529	672	826
固定资产	105	126	141	149	营业外收入	13	8	6	6
无形资产	35	52	72	93	营业外支出	2	1	1	1
其他非流动资产	476	696	952	1226	利润总额	443	536	677	832
资产总计	2014	2262	2823	3489	所得税	97	118	149	183
流动负债	421	250	283	300	净利润	345	418	528	649
短期借款	8	-41	-110	-180	少数股东损益	35	21	32	41
应付账款	90	77	102	120	归属母公司净利润	310	397	497	607
其他流动负债	323	215	291	360					
非流动负债	9	9	9	9					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	9	9	9	9					
负债合计	430	259	292	309					
少数股东权益	72	93	125	166					
股本	144	239	239	239					
资本公积	670	576	576	576					
留存收益	698	1095	1592	2199					
归属母公司股东	1513	1910	2406	3014					
负债和股东权益	2014	2262	2823	3489					

现金流量表				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	438	308	544	661
净利润	310	397	497	607
折旧摊销	13	19	25	27
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-3	-4	-5	-6
营运资金变动	95	-119	1	-3
其他经营现金流	239	530	522	647
投资活动现金流	-575	-330	-380	-399
资本支出	-91	-270	-310	-325
长期投资	-260	-64	-74	-80
其他投资现金流	-224	4	5	6
筹资活动现金流	-58	-49	-69	-70
现金净增加额	-196	-71	95	192

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-10.5%	11.7%	24.2%	18.9%
营业利润	59.1%	22.5%	26.8%	23.0%
归属于母公司净利	41.5%	28.1%	25.1%	22.3%
获利能力				
毛利率 (%)	47.8%	49.5%	49.7%	50.6%
净利率 (%)	23.9%	27.4%	27.5%	28.3%
ROE (%)	20.5%	20.8%	20.6%	20.2%
ROIC (%)	19.3%	20.4%	21.0%	20.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	21.3%	11.5%	10.3%	8.9%
净负债比率 (%)	27.1%	12.9%	11.5%	9.7%
流动比率	3.02	4.78	4.92	5.58
速动比率	2.75	4.28	4.37	4.98
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.64	0.64	0.61
应收账款周转率	6.42	7.47	7.18	7.13
应付账款周转率	7.55	9.55	8.87	8.82
每股指标 (元)				
每股收益	2.15	1.66	2.08	2.54
每股经营现金流薄)	3.04	1.29	2.28	2.77
每股净资产	10.49	8.00	10.08	12.62
估值比率				
P/E	51.35	30.81	24.64	20.15
P/B	10.53	6.41	5.08	4.06

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。