

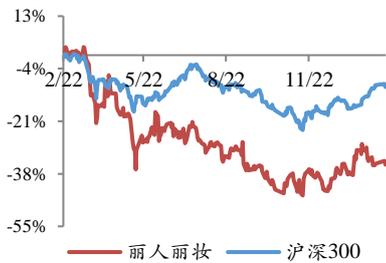
美妆代运营龙头，经销为主估值重塑

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-02-01

收盘价(元)	13.02
近12个月最高/最低(元)	20.71/11.00
总股本(百万股)	400
流通股本(百万股)	196
流通股比例(%)	48.97
总市值(亿元)	52
流通市值(亿元)	26

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

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

- 1.经营短期承压，积极布局新兴渠道
2022-10-28
- 2.头部美妆服务商，深耕与拓展并进
2022-10-11

主要观点：

● 横纵拓展+全链路运营预计是 TP 主要趋势，美妆类服务需求更强

我们认为代运营服务商未来的发展方向主要包括 **1) 横向拓展**：立足优势渠道赋能品牌数字化升级，拓展社交电商、内容电商等新渠道，为品牌带来新增量。**2) 纵向渗透**：凝结自身渠道、运营以及销售等能力，孵化自有品牌，圈定私域领地。**3) 全链路打通**：在电商代运营之外，为品牌提供一站式、全链路的服务。而美妆品类相较服饰、3C 家电等其他品类对电商服务的需求更为依赖，根据艾瑞咨询，美妆品类对于电商服务的需求比例达到 50%-60%，并且佣金率达到 15%-20%。主要由于美妆品类的消费频次高，品类、品牌多元，产品迭代快，行业竞争激烈，因此对于电商服务需求比例高。并且美妆产品毛利率相对较高能支付更高的佣金率。

● 分销为主增强客户粘性，降低客户损失风险

代运营企业主要以代运营模式 and 分/经销模式或混合模式与下游品牌端进行合作。其中，(1) 代运营模式中代运营方无商品定价权、无商品所有权，经营成本较低，主要以收取服务费为主，因此对于品牌的话语权也较低。(2) 而分/经销模式中，服务方需要获得品牌商的正品授权。先以自有资金从品牌商处采购商品进行线上销售，具有商品定价权、有商品所有权，主要赚取进销差价。因此对于品牌的参与度更深，与品牌的绑定也更为紧密。丽人丽妆在 2021 年分销业务占比达到 92%，远高于壹网壹创 (23%) 和若羽臣 (31%)，因此我们认为丽人丽妆在客户的稳定性方面更具优势。

● 拓展新兴渠道+自有品牌，有望贡献业绩新增量

公司在深耕天猫平台的同时，积极拓展抖音、小红书等新兴渠道，截至 2021 年年末，公司运营的抖音小店为 33 家。2021 年公司除天猫外其他平台营收达到 2.82 亿元，2019~2021CAGR 为 876%，其他平台营收占比从 0.1% 提升至 6.8%。品牌方面，覆盖了各个美妆细分品类以及欧美日韩等国家类别，截至 2022 年 6 月 30 日，公司与雪花秀、雅漾、后、施华蔻、芙丽芳丝、奥伦纳素、馥绿德雅等 60 多个品牌达成合作关系。此外，还不断持续开拓新兴品类，布局隐形眼镜、食品、玩具等消费品类。同时公司已先后推出了美壹堂、玉容初、寻味档案、爱贝萌等自有品牌，通过孵化自有品牌提升品牌自主性。

● 投资建议

短期来看，业绩受疫情影响，预计防疫政策放开后业绩将逐渐修复；中长期来看，经销模式客户粘性强，公司积极拓展抖音等新兴平台，打造自有品牌，看好业绩持续增长。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.32、0.66、0.79 元/股，对应当前股价 PE 分别为 41、20、17 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

商品质量较难控制；供应商集中度较高；市场竞争激烈等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4155	3653	4105	4526
收入同比 (%)	-9.7%	-12.1%	12.4%	10.3%
归属母公司净利润	411	127	265	314
净利润同比 (%)	21.0%	-69.1%	109.1%	18.6%
毛利率 (%)	36.5%	30.3%	35.2%	35.8%
ROE (%)	15.3%	4.6%	8.8%	9.5%
每股收益 (元)	1.03	0.32	0.66	0.79
P/E	23.64	41.15	19.67	16.58
P/B	3.64	1.91	1.74	1.57
EV/EBITDA	16.05	21.73	10.16	6.85

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 基于优质品牌商拓展小众，成就美妆 TP 龙头	5
1.1 深耕化妆品网络零售服务十余年，持续开拓海外品牌	5
1.2 创始人实控人，阿里股东背景加持	6
1.3 财务分析：收入利润稳定增长，盈利能力稳中有进	7
2 电商代运营行业景气，美妆品类服务需求更强	9
2.1 电商代运营拓展新兴渠道，规模有望持续增长	9
2.2 美妆品类线上渗透率持续提高，服务需求更强	11
3 巩固行业龙头地位，持续开拓新平台、新品类	14
3.1 先发优势显著，数字化能力为品牌运营赋能	14
3.2 深耕天猫经验丰富，拓展抖音有望带来新增量	16
3.3 分销模式加强大客户绑定，拓展自有品牌提升自主性	17
4 盈利预测及投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	21
风险提示：	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构 (截至 2022Q3)	7
图表 3 股票激励计划净利润考核目标	7
图表 4 公司营业收入及增速	8
图表 5 公司归母净利润及增速	8
图表 6 公司及可比公司毛利率	8
图表 7 公司及可比公司净利率	8
图表 8 公司及可比公司总资产周转率	9
图表 9 公司及可比公司存货周转率	9
图表 10 电商代运营市场规模	10
图表 11 DP 与 TP 代运营	10
图表 12 品牌电商服务的专业化发展	11
图表 13 中国美妆电商行业市场规模	11
图表 14 电商渠道规模变化	11
图表 15 全球美妆行业渠道格局	12
图表 16 中国美妆行业渠道格局	12
图表 17 中国零售美妆市场规模 (亿元)	12
图表 18 各品类对电商服务需求比例及佣金率对比	12
图表 19 DP 与 TP 代运营的区别	13
图表 20 公司主营业务介绍	14
图表 21 主要合作品牌线上店铺建设	15
图表 22 公司合作品牌“后”线下门店	15
图表 23 公司服务介绍	15
图表 24 同行公司核心竞争力对比	16
图表 25 天猫各星级评分标准	16
图表 26 线上分销模式	17
图表 27 代运营模式与经销模式比较	17
图表 28 垂类代运营公司营收占比对比	18
图表 29 公司服务品牌变动情况	18
图表 30 公司自主品牌	19
图表 31 公司盈利预测	20

1 基于优质品牌商拓展小众，成就美妆 TP 龙头

1.1 深耕化妆品网络零售服务十余年，持续开拓海外品牌

丽人丽妆业内深耕十余年，是国内领先的化妆品网络零售服务商。与多家国内外知名化妆品品牌保持长期合作，深度绑定优质品牌商并拓展小众品牌，通过自身对全链路网络零售综合服务的深刻理解及在美妆领域积累的丰富经验，助力品牌发展，与品牌方形成紧密伙伴关系，共同成长。公司凭借对行业特点、品牌特征及消费习惯的深刻理解和洞察，以及在线上零售方面积累的专业运作经验、数据分析及精准营销策划能力，主要接受品牌方的委托，在线上开设、运营官方旗舰店，实现产品的在线销售。

复盘公司发展历史，可主要分为以下四个发展阶段：

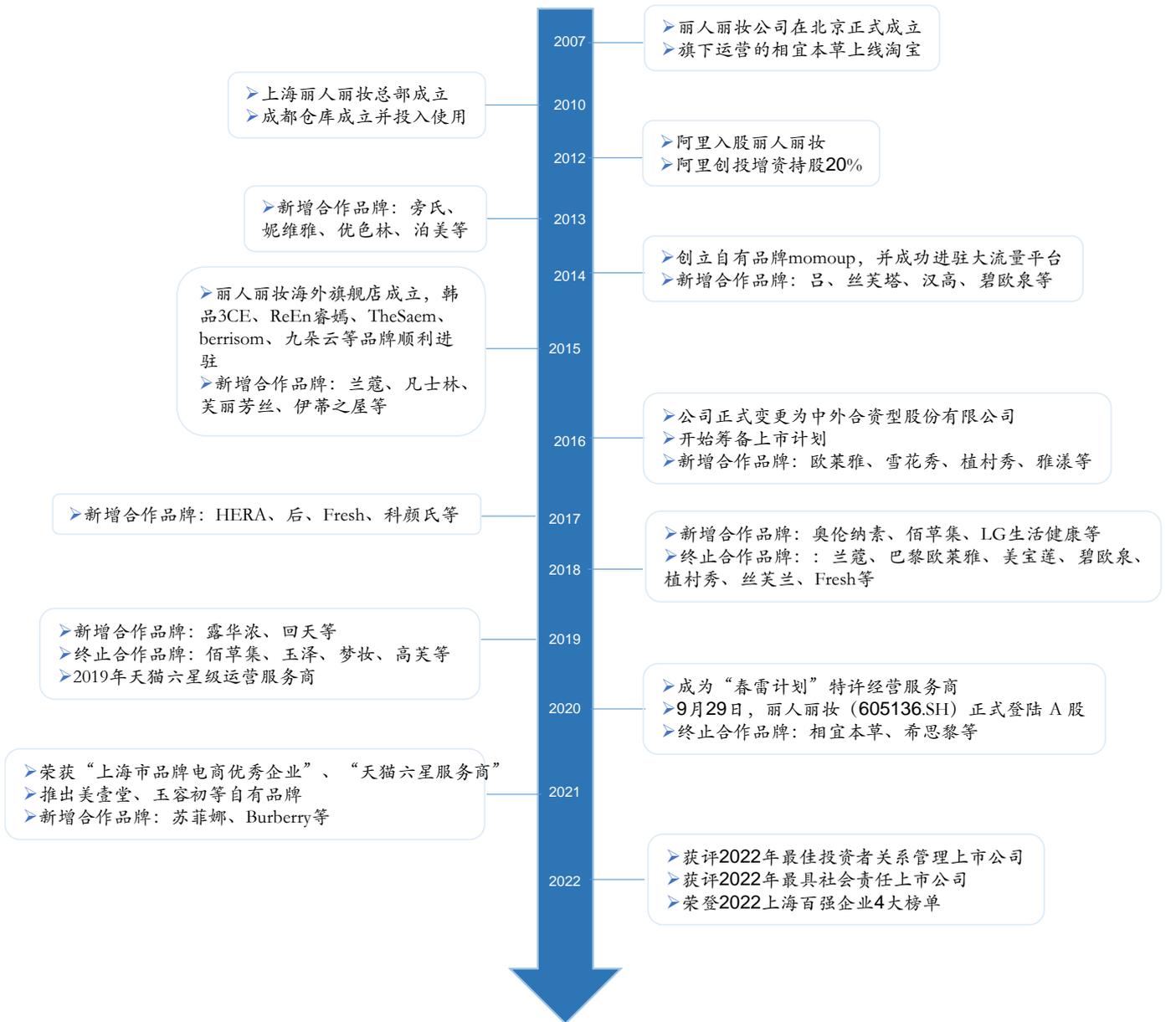
以相宜本草淘宝商城起步，上海丽人丽妆总部正式成立（2007-2010）：丽人丽妆公司于 2007 年在北京正式成立，旗下运营的相宜本草也同年上线淘宝。公司前身为上海丽人丽妆化妆品有限公司，成立于 2010 年。

初创融资迅速增量，进入电商业务扩张阶段（2011-2012）：在此期间，丽人丽妆通过 4 轮增资将注册资本从 10 万元增加至 2822.55 万元。阿里于 2012 年入股丽人丽妆，同年阿里创投增资持股 20%，此外还获得施华蔻、妮维雅、兰芝等知名品牌授权。

多家大品牌入驻，自创品牌登上舞台（2013-2015）：受益于海外大牌入驻国内电商的大潮中，期间公司获兰蔻、欧莱雅、雪花秀等国际品牌授权，协助进行品牌宣传及电商代运营。自创品牌方面，2014 年丽人丽妆创立自有品牌 momoup，并成功进驻微信商城、亚马逊等大流量平台。2015 年，丽人丽妆海外旗舰店成立，韩品 3CE、ReEn 睿嫣、The Saem、berrisom、九朵云等品牌顺利进驻。

继续深化各品牌合作，并于 2020 年 9 月成功上市（2016 年至今）：2016 年 3 月 10 日，公司正式变更为中外合资型股份有限公司，并于同年开始筹备上市计划。此期间，公司两次扩大经营业务，并先后顺利取得了雪花秀、植村秀、后、凡客、露华浓、回天等品牌的正品授权，如今丽人丽妆已与超过 60 个品牌达成合作关系。2020 年 9 月 29 日，丽人丽妆正式登陆 A 股。2022 年获评最佳投资者关系管理上市公司以及最具社会责任上市公司，并荣登上海百强企业 4 大榜首。

图表 1 公司发展历程

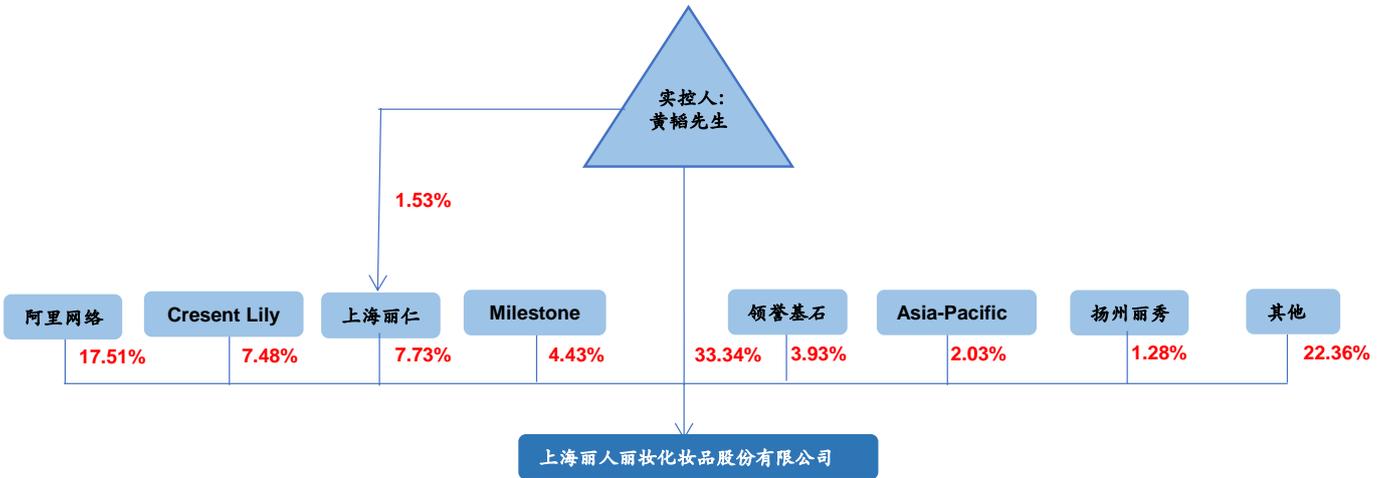


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华安证券研究所

1.2 创始人为实控人, 阿里股东背景加持

公司股权结构集中, 创始人黄韬先生即为实控人。公司控股股东、实际控制人为黄韬先生。截至招股说明书签署日, 黄韬先生直接持有公司 37.22%的股权, 通过上海丽仁间接持有公司 0.13%股份, 合计持有公司 37.35%的股份。发行前第二大股东为阿里网络, 持股比例为 19.55%, 对于公司早期进入天猫平台带来有力的支持。

图表 2 公司股权结构 (截至 2022Q3)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

股权激励机制完善, 充分调动员工积极性。2021 年公司针对中高层管理人员及核心技术人员推出限制性股票激励计划, 2021~2023 上市公司净利润同比增速分别不低于 20.0%、12.5%、11.1%。股权激励计划将公司发展与管理层及核心员工利益深度绑定, 促进公司化妆品电商零售服务及品牌营销服务进一步发展。

图表 3 股票激励计划净利润考核目标

	2021	2022	2023
净利润 (亿元)	3.71	4.17	4.64
增速 (%)	20.0%	12.5%	11.1%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

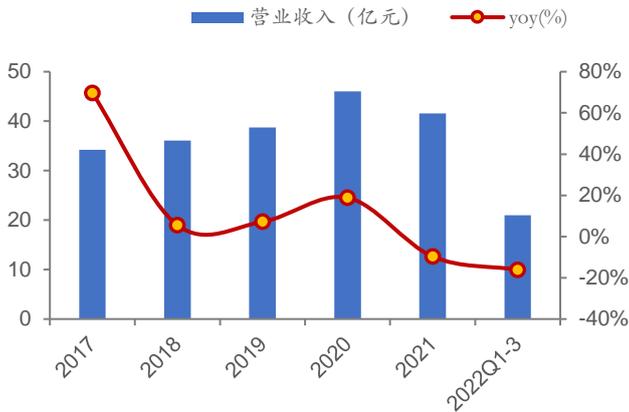
注: “净利润”指标是激励成本摊销前并扣除非经常性损益后的净利润。

1.3 财务分析: 收入利润短期承压, 盈利能力稳中有进

收入平稳增长, 增速放缓。2017-2020 年, 公司营收由 34.2 亿元增长至 46 亿元, CAGR 为 10%。2021 年公司营收为 41.55 亿元, 同比降低 9.67%, 主要原因系旁氏、凡士林等品牌由经销模式转为代运营模式。2022 前三季度营收为 20.98 亿元, 同比降低 16.1%。

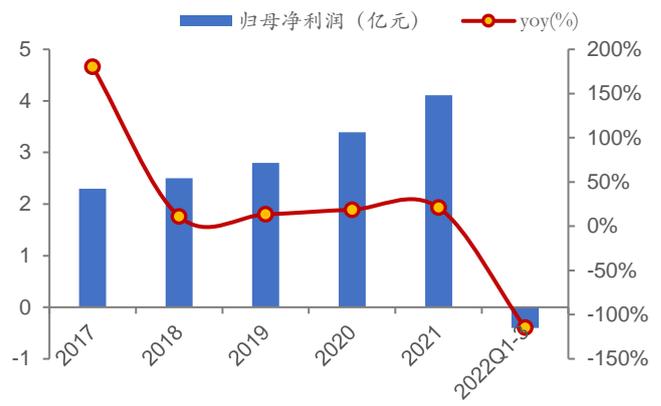
利润稳定增长, 疫情影响下短期承压。2017-2021 年, 公司归母净利润由 2.3 亿元增长至 4.11 亿元, 2021 年同比增长 20.99%, 呈现出稳定增长的态势。2022 年前三季度净利润为-0.4 亿元, 有所下降, 主要是受疫情影响。

图表 4 公司营业收入及增速



资料来源: IFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

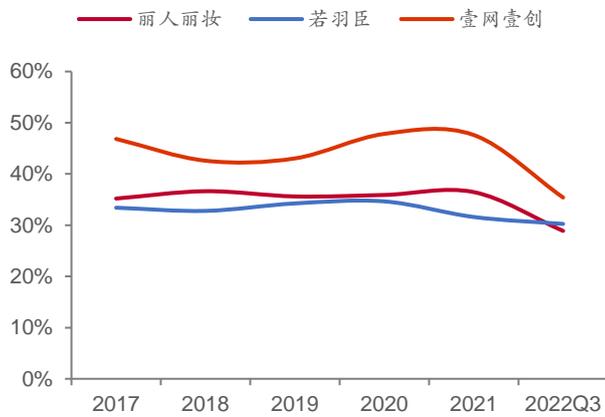
图表 5 公司归母净利润及增速



资料来源: IFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

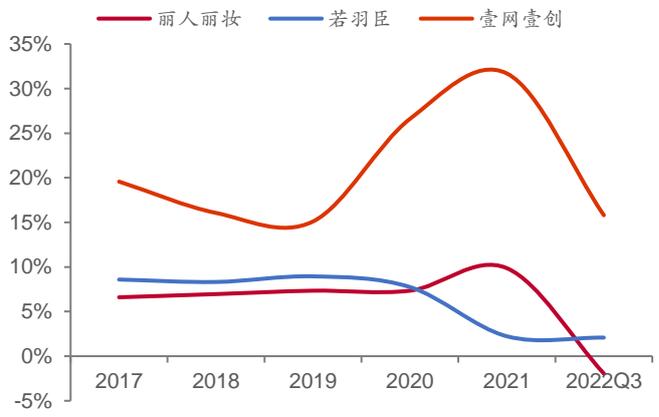
公司毛利率与净利率水平较稳定, 并逐年提升。2017-2021 年受利于公司品牌与规模效应, 近年来毛利率与净利率水平均稳中有进。2022 年前三季度, 公司毛净利率有所下降, 主要是因为受疫情影响公司加大了销售折扣导致毛利率下降; 并且由于物流受阻, 仓储和发货受到影响, 公司计提了存货减值准备。

图表 6 公司及可比公司毛利率



资料来源: IFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

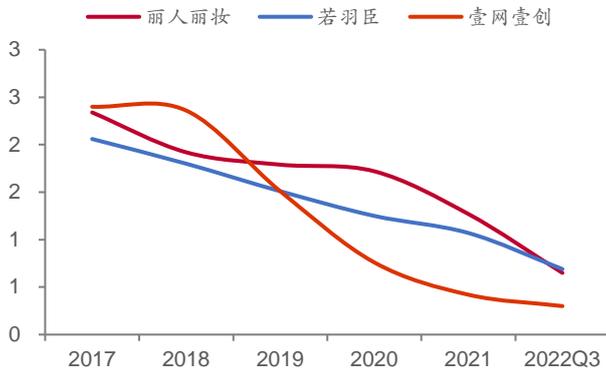
图表 7 公司及可比公司净利率



资料来源: IFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

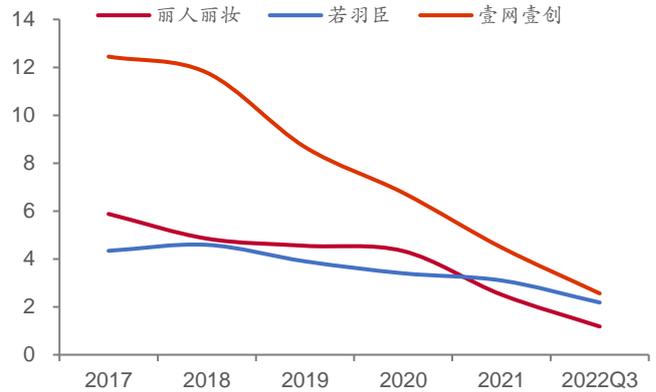
资产经营效率较高, 存货周转能力有所下降。公司存货主要为开展化妆品电商零售业务采购的产品, 存货周转率在 2017-2020 年期间较稳定, 存货周转率强, 产品滞销风险小, 但于 2021 年以来出现了一个较明显的下降。主要是由于疫情影响下, 消费者对于化妆品的总体需求较疫情前有所疲软, 叠加封控对于仓储和发货等环节的影响, 公司存货周转变慢。

图表 8 公司及可比公司总资产周转率



资料来源: IFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 9 公司及可比公司存货周转率



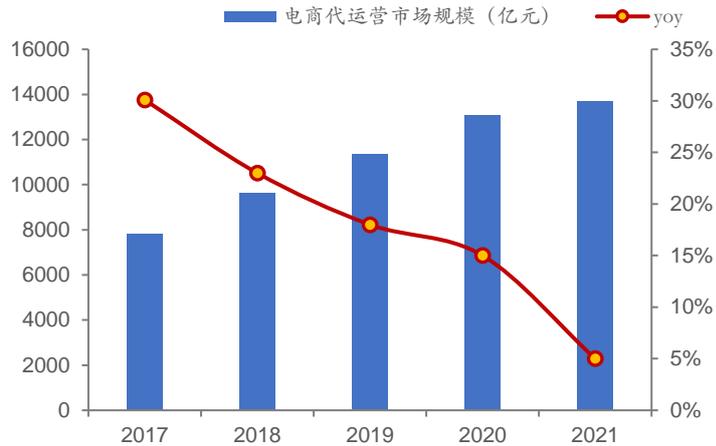
资料来源: IFind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

2 电商代运营行业景气, 美妆品类服务需求更强

2.1 电商代运营拓展新兴渠道, 规模有望持续增长

2021 年我国电商代运营产业规模 1.37 万亿, 同比增长了 5%。根据商务部定义, 电商代运营服务是指为企业业提供全托式电子商务服务的一种服务模式, 即指传统企业以合同的方式委托专业电子商务服务商为企业提供部分或者全部的电子商务运营服务。尽管在竞争加剧、消费低迷的大环境下, 许多互联网电商平台营收增速呈现放缓的迹象, 中国电商代运营市场进入平台期, 但产业规模还是在进一步扩大。2021 年, 电商代运营服务提供商不仅帮助全球品牌进入和推进电商业务, 实现自身快速增长, 而且依靠其数字化平台和运营能力, 帮助品牌商和中小企业在后疫情时代快速实现数字化和线上运营。一方面, 电商代运营企业进入新渠道意愿增强, 以满足品牌的个性化营销需求。新渠道不仅为电商代运营市场和品牌带来了新的流量和市场机会, 也带来了更加透明的运营方法和数据。另一方面, 自有品牌孵化成运营服务升级的重要突破口, 不少代运营商依靠自己的运营经验和优势能力加持, 加快发展自有品牌, 自营品牌对于代运营公司的意义已不仅仅在于业务增长, 更在于运营能力的升级。

图表 10 电商代运营市场规模



资料来源：商务部《中国电子商务报告（2021）》，华安证券研究所

天猫流量去中心化，代运营服务需求更加多样化。TP 是为商家在淘宝开店提供服务的中间商，联通商家、平台、消费者三方。TP 是通过淘宝资质审核，为品牌商提供单项或者整体电商运营服务的第三方服务群体。从业务类型商，TP 业务分为两类：1) 经销业务：从品牌手里买断经销权，成本自负、自行售卖，赚取中间差价；2) 服务业务：即主要负责建设、运营其线上品牌旗舰店，店铺和商品都归属于品牌方，服务商只从品牌那里收取服务费和佣金。TP 升级为 TEP，衍生出直播电商业务。天猫 GMV 快速增长，TP 业务从单一的代运营扩展向多样化综合业务，一站式品牌服务商出现。2019 年 TP 升级为 TEP，即 Tmall Ecological Partner，为商家提供智能商业一站式解决方案。随着淘宝直播的兴起，部分 TP 开始衍生出直播电商业务。并且 2021 年随着流量去中心化以及抖快等平台的兴起，更多品牌开始自播并拓展抖快渠道，为代运营企业提供新的增长机会。

图表 11 DP 与 TP 代运营

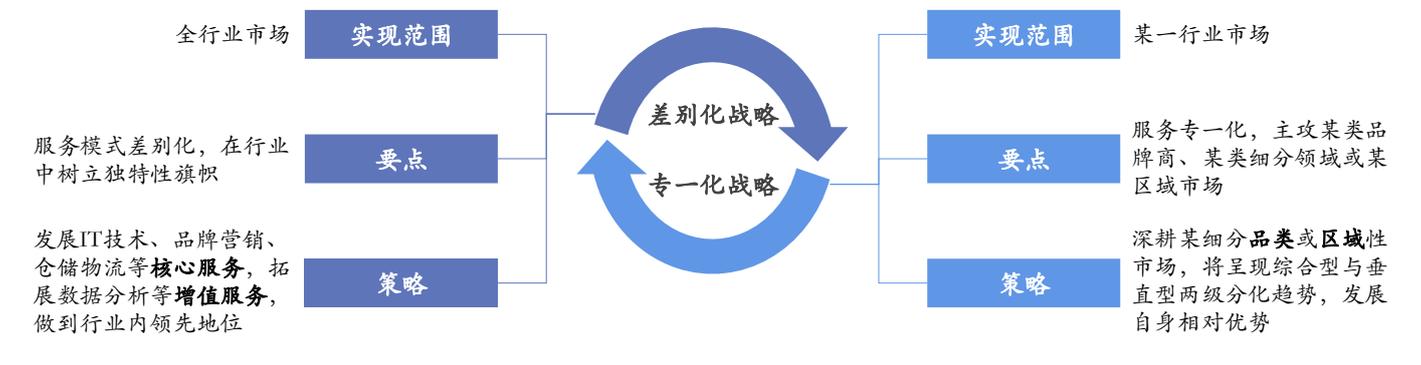
	DP	TP
定义	抖音电商代运营服务商	淘宝电商代运营服务商
区别	去中心化；注重内容；融合了内容营销和消费环节	具有排他性；内容属性很低；以消费环节为主
优势	更低更可控的电商成本、更多的品牌参与	业务难度较低，发展时间更长，更具经验
共同点	同一种商业模式在不同平台的演化，都是电商平台和商家之外的第三方，提供代运营服务，淘系代运营目前也在发展抖音业务。	

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

全程式服务体系利于服务商更加全面地把握品牌商的发展需求和特征，与品牌商进行更深层次的利益绑定，利于输出最大化的服务价值。在全程式服务体系上有综合实力（例如品牌资源、资金能力等）的服务商将会在激烈的市场竞争中脱颖而出，强化某方面的服务能力，发展自身核心竞争力，实现服务的专业化。看好深耕

某一细分品类或区域性市场的电商服务商。

图表 12 品牌电商服务的专业化发展



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

2.2 美妆品类线上渗透率持续提高, 服务需求更强

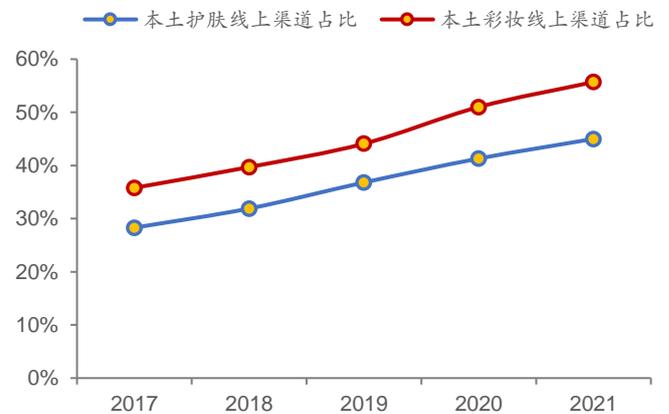
化妆品零售线上渗透率持续提升。在消费观念升级、消费结构转变背景下, 美妆线上零售增速总体高于线下, 线上渗透率持续提升。中国美妆电商市场规模持续扩大, 2021年中国美妆电商市场规模达251.7亿元, 同比增长26.6%。根据艾瑞咨询数据, 2017-2021年期间, 电商渠道规模占护肤和美妆总体规模的比重从28.3%和35.8%上升到45%和55.7%。

图表 13 中国美妆电商行业市场规模



资料来源: 观研报告网, 华安证券研究所

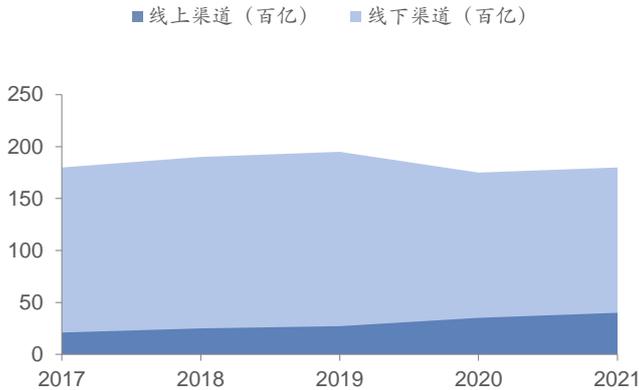
图表 14 电商渠道规模变化



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

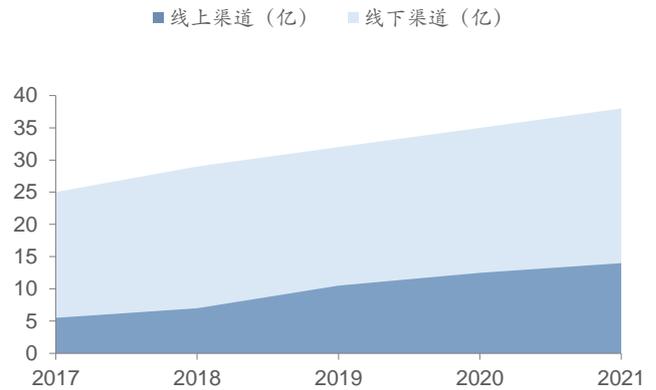
中国美妆市场线上渠道已经覆盖**39.3%**的销售额。在数字化手段快速发展以及疫情期间线下销售渠道的限制下, 全球以及中国美妆市场在过去五年时间内, 线上渠道的渗透率不断提高, 其中中国市场的渗透率高于全球平均水平。

图表 15 全球美妆行业渠道格局



资料来源: 《2022 巨量引擎美妆白皮书》, 华安证券研究所

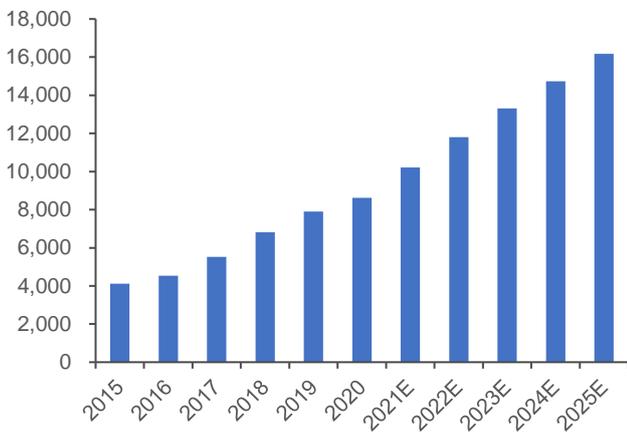
图表 16 中国美妆行业渠道格局



资料来源: 《2022 巨量引擎美妆白皮书》, 华安证券研究所

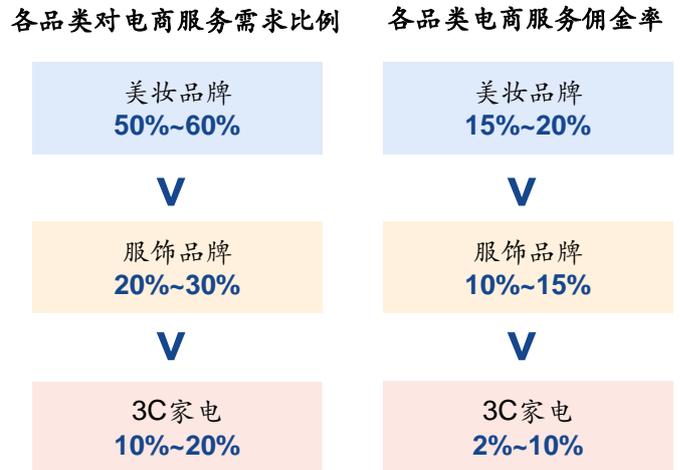
较其他品类美妆对于电商服务需求比例高, 预计服务商将持续受益于美妆市场增长。根据艾瑞咨询数据, 预计中国零售美妆市场 2021~2025 年 CAGR 为 13.4%, 美妆品类有望维持高景气。相对于其他品类, 美妆品类对于电商服务的需求比例达到 50%-60%, 并且佣金率达到 15%-20%。主要是由于美妆品类品牌和品类丰富, 产品迭代快、消费频次高, 所以对于运营能力的要求更高, 品牌也更愿意支付较高的佣金率。

图表 17 中国零售美妆市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

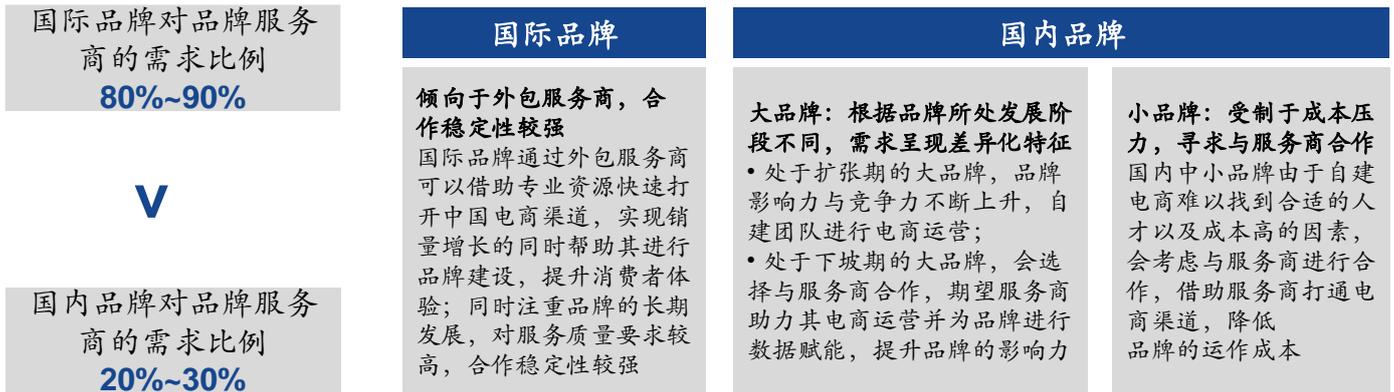
图表 18 各品类对电商服务需求比例及佣金率对比



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

国际品牌对于代运营服务商的依赖更高。国际品牌对品牌服务商的需求比例达到了 80%~90%, 远高于国内品牌 (20%~30%), 主要因为相对于国内品牌, 国际品牌对于国内市场不熟悉, 没有成熟的团队, 因此通过服务商可以借助专业资源快速打开中国电商渠道, 实现销量增长的同时进行品牌建设, 提升消费者体验。同时由于国际品牌注重品牌的长期发展, 对服务质量要求较高, 合作稳定性较强。

图表 19 DP 与 TP 代运营的区别



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

3 巩固行业龙头地位，持续开拓新平台、新品类

3.1 先发优势显著，数字化能力为品牌运营赋能

公司在业内深耕十余年，具有先发优势。与多家国内外知名化妆品品牌保持长期合作，通过自身对全链路网络零售综合服务的深刻理解及在美妆领域积累的丰富经验，助力品牌发展。公司主营业务包括电商零售业务及品牌营销运营服务，为品牌方提供覆盖店铺基础运营、页面视觉设计、产品设计策划、整合营销策划、精准推广投放、大数据分析、售前/售后客户服务、CRM 及会员运营、仓储物流等多个环节的全链路网络零售综合服务，从而提高品牌线上零售的运营效率，助力品牌在线上渠道的价值重塑和销售转化，挖掘其市场潜力，提升其品牌形象与市场地位，与品牌方携手共赢；同时，满足消费者对于优质正品和消费升级的诉求，并以个性化服务优化消费者的购物效率和体验。

图表 20 公司主营业务介绍

业务模式	2022 年前三季度营业收入(百万元)	业务收入占比	业务细分	直接客户类型	盈利模式
电商零售业务	1912.37	91.15%	电商零售	C 端消费者	销售价格与采购成本及各项费用的差额
品牌营销运营服务	69.78	3.33%	品牌运营 品牌营销	品牌方	收取的服务费用与发生的人力、营销投入采购等成本及各项费用的差额
其他(品牌策划业务)	115.9	5.52%	分销业务 寄售业务	线上渠道分销商 屈臣氏等线下店铺	分销价格与成本的差额 寄售终端价格与采购成本及各项费用的差额

资料来源：IFind，公司季报，华安证券研究所

业务层面，公司以数据精准营销驱动销售转化。公司通过与大量品牌的合作经验，积累和沉淀了庞大而有效的用户消费数据，通过多维度数据挖掘分析，进行消费者画像和标签特征区分，实现对品牌目标客群的精准定位，定制个性化的营销策略以精准触达目标消费者，促进了线上线下全渠道融合。

图表 21 主要合作品牌线上店铺建设



资料来源：天猫网站，华安证券研究所

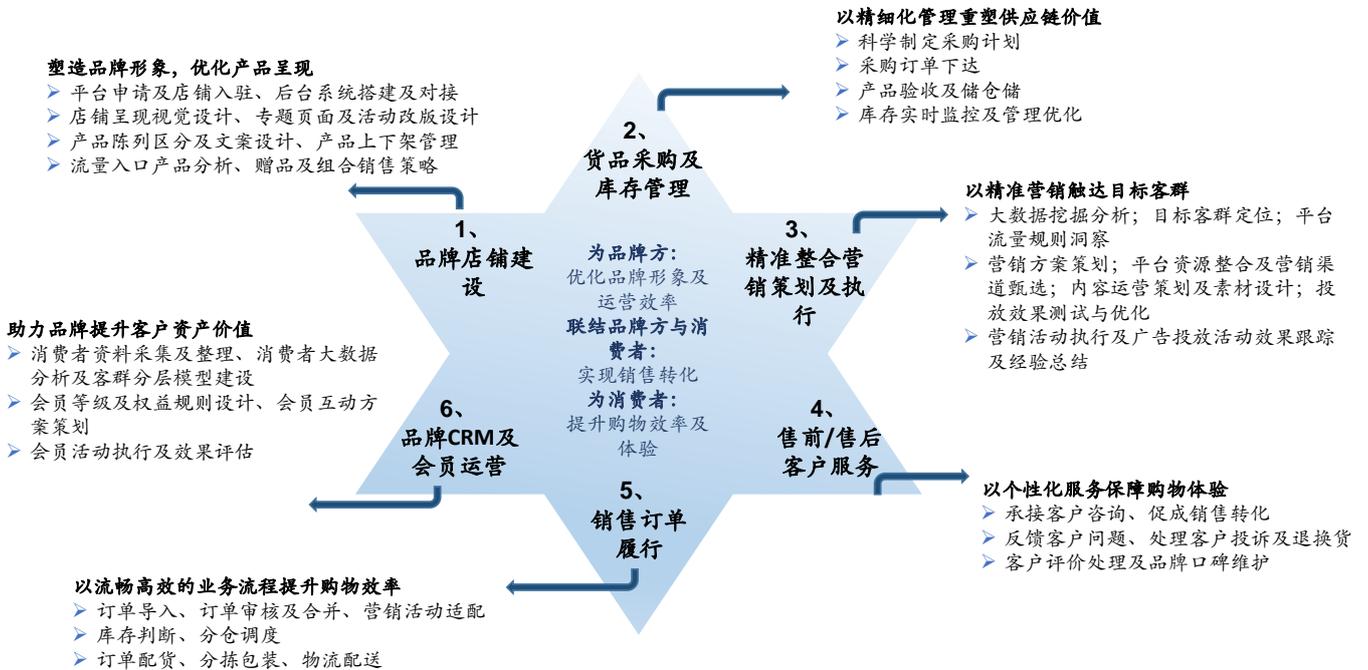
图表 22 公司合作品牌“后”线下门店



资料来源：品观网，华安证券研究所

公司高度重视信息技术的创新驱动作用，积累了丰富的技术及研发经验。拥有数据分析、数据开发、系统开发、商用软件开发和 IT 维护等多个专业化、高水平的信息技术团队。

图表 23 公司服务介绍



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司具备专业的 IT 研发及应用落地能力。公司通过信息化系统衔接各部门的不同业务环节，确保各项业务的精细化管理，为消费者提供流畅、高效的购物体验。

公司自行研发了业界领先的 OMS(订单管理系统)、IMS(库存管理系统)、WMS(仓库管理系统),能够确保订单安全、快速处理。

图表 24 同行公司核心竞争力对比

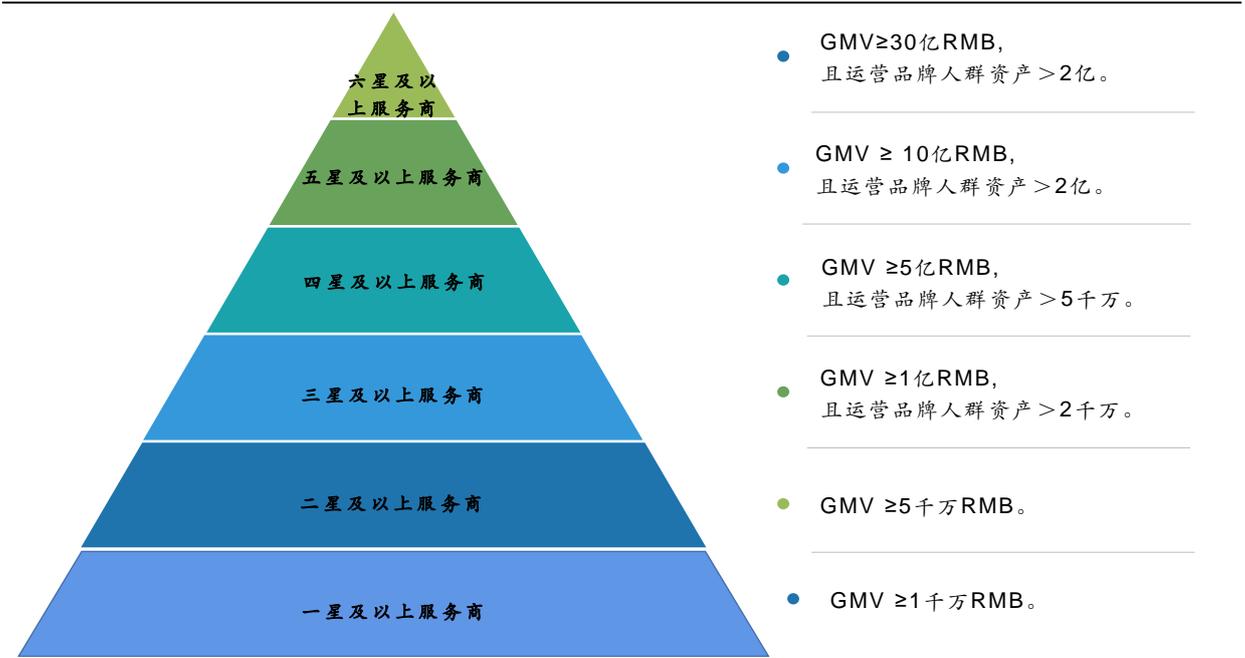
公司名称	IT 系统	仓库	OMS	WMS	TMS	ERP	CRM	BI 系统
丽人丽妆	自研 IMS	自有+外包,且以外包为主	自研	自研			自研	自研
宝尊电商	自研 LMS	自有	自研	自研		自研	自研	自研
壹网壹创		自有+外包	自研 即神盾系统	自研+第三 方	自研			
杭州悠可		自有+第三方	第三方	自研	自研	第三方 (金蝶 K3)		
若羽臣		第三方	自研	自研			自研	

资料来源:各公司招股书,各公司公告,华安证券研究所

3.2 深耕天猫经验丰富,拓展抖音有望带来新增量

公司深耕天猫渠道,在店铺运营、营销策划等方面均形成了丰富的经验,截至 2022H1 公司连续 7 次蝉联天猫六星级运营服务商,运营实力雄厚。在公司除了继续深耕天猫平台之外,持续扩大以抖音为代表的新平台业务发展规模。通过短视频、内容种草、店铺自播及达人合作等多种营销方式实现经营品牌用户群扩大以及品牌资产增长,公司抖音业务持续保持增长。

图表 25 天猫各星级评分标准



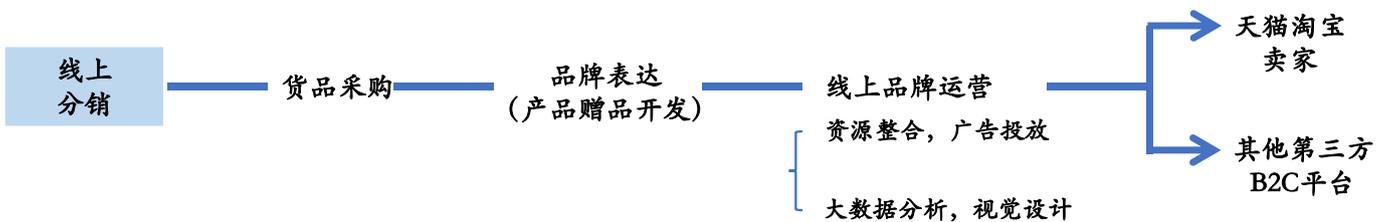
资料来源:天猫服务商官网,华安证券研究所

2021年,公司对以**抖音平台**为代表的新兴电商营销平台持续投入,通过短视频、内容种草、店铺自播及达人合作等多种营销方式实现经营品牌用户群扩大以及品牌资产增长。公司先后与包括汉高集团、花王集团、皮尔法伯集团、LG集团、科蒂集团等美妆知名集团进行合作,为施华蔻、芙丽芳丝、Kate、皑丽、雅漾、馥绿德雅等品牌**运营其抖音小店**。此外,公司在抖音平台上开拓了以趣多多(食品)为代表的非化妆品赛道,拓展了经营范围,丰富了品牌矩阵。**截至2021年年末,公司运营的抖音小店为33家**。公司子公司上海妆雅化妆品有限公司荣获“抖音电商年度品牌服务商”,代表着抖音平台对于公司抖音运营能力的认可。丽人丽妆在其他合作平台(快手、小红书、京东等主流电商购物平台及社交电商平台)的店铺数量,也从2020年年末的12家增至2021年年末的35家。**2021年公司除天猫外其他平台营收达到2.82亿元,2019~2021CAGR为876%,其他平台营收占比从0.1%提升至6.8%。**

3.3 分销模式加强大客户绑定,拓展自有品牌提升自主性

分销业务系客户销售重要渠道,与客户绑定度更高。公司的化妆品分销业务是公司**化妆品电商零售业务的重要补充**。公司从品牌方获得分销业务授权,面向在天猫和淘宝的店铺买家分销化妆品产品。**分销/代销业务**指的是公司基于品牌方分销业务授权,以货品买断的形式向品牌方进行采购后,再分销给天猫、淘宝的卖家或其他第三方B2C平台,再由上述分销商销售给终端消费者,这是一种**重资产模式**,这种模式下的利润来源于销售收入与采购成本及各项费用的差额。**代运营业务**则是**轻资产业务**,主要是公司接受品牌方的委托,负责建设、运营其线上品牌官方旗舰店;或为品牌方就某项产品或活动提供营销推广服务,并向品牌收取相关费用。

图表 26 线上分销模式



资料来源:公司招股书,华安证券研究所

图表 27 代运营模式与经销模式比较

商业模式	定义	主要特点	盈利来源
代运营模式	只给品牌商提供 电商运营 (包括IT系统、网店运营、营销推广、客服与仓储物流等)相关服务	无商品定价权、无商品所有权,经营成本较低	(1) 纯服务费(所占比例较低) (2) 销售提成(提成与销售额及品类有关) (3) 服务费+销售提成 (较为常见,占比80%-90%)
经销模式	获得品牌商的正品授权,从品牌商处 采购商品进行线上销售	有商品定价权、有商品所有权,经营成本较高	进销差价 ,即商品销售收入

混合类模式	既给品牌商提供 电商运营服务 ，同时也买断部分商品进行 经销或代销、分销 ；除经销和代运营之外的其他模式	在商品授权的控制与管理方面相对自由	(1) 纯服务费 (2) 销售提成 (3) 服务费+销售提成 (4) 进销差价 (5) 其他服务收入
-------	--	-------------------	--

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

丽人丽妆与客户绑定度更强，其与若羽臣、壹网壹创都是垂类代运营——丽人丽妆是线上化妆品营销零售服务商，若羽臣的业务覆盖美妆个护、食品保健品、母婴；壹网壹创是快消领域的电子商务综合类服务运营商。丽人丽妆不仅为客户提供代运营服务，也是客户销售的重要渠道，所以相比于其他代运营商与客户绑定更强。

图表 28 垂类代运营公司营收占比对比

	丽人丽妆		壹网壹创		若羽臣	
	分代销业务 (电商零售)	代运营服务 (品牌营销运营)	分代销业务 (线上分销)	代运营服务 (品牌线上服务)	分代销业务 (渠道分销)	代运营服务 (线上代运营)
2017	92%	5%			36%	59%
2018	93%	6%	15%	84%	41%	51%
2019	96%	3%	20%	79%	44%	49%
2020	95%	4%	27%	73%	36%	57%
2021	92%	5%	23%	73%	31%	62%

资料来源：各公司招股书，各公司公告，IFind，华安证券研究所

公司拥有多元化的优质客户。公司网络零售服务合作品牌以国际美妆品牌为主，包括爱茉莉太平洋集团、LG 集团、皮尔法伯集团、佳丽宝集团、汉高集团等。截至 2022 年 6 月 30 日，公司与雪花秀、雅漾、后、施华蔻、芙丽芳丝、奥伦纳素、馥绿德雅等 60 多个品牌达成合作关系，覆盖了各个美妆细分品类以及欧美日韩等国家类别。此外，还不断持续开拓新兴品类，布局隐形眼镜、食品、玩具等消费品类。合作品牌基础广泛，先发优势显著。

图表 29 公司服务品牌变动情况

年份	业务类型	品牌变动	品牌
2016	电商零售	新增：10 终止：2	巴黎欧莱雅、雪花秀、it's skin、希思黎、植村秀、艾诺碧、吉尔·斯图尔特、馥绿德雅、康如、高斯 宠爱之名、卡尔文克雷恩
	品牌营销运营	新增：3 终止：1	丝芙兰、娇兰、欧缇丽 兰舒
2017	电商零售	新增：3 终止：3	赫妍、PONY EFFECT、婵真 茉莉蔻、it's skin、芭妮兰
	品牌营销运营	新增：7 终止：1	后、科颜氏、高夫、贝玲妃、玉泽、贝蜜清、海昌 欧缇丽
2018	电商零售	新增：7	LG 生活健康、奥伦纳素、宝贝魔力、飞利浦、凡客诚品、

	品牌营销运营	终止: 3 新增: 6 终止: 2	BeGLOW、栗祺 兰蔻、巴黎欧莱雅、妮维雅 菲诗小铺、佰草集、琥珀翠、云南白药、珂莱欧、NEWA 丝芙兰、馥蕾诗
	2019 电商零售	新增: 9 终止: 4	奇士美、孩之宝、能丽、露华浓、艾可玫、炫诗、新维士、 菲丽菲拉、史丹利
	品牌营销运营	新增: 4 终止: 4	PONY EFFECT、梦妆、艾诺碧、吉尔·斯图尔特 佑天兰、安我、乐肤妥、可丽金 海昌、碧欧泉、植春秀、高夫
	2020 电商零售	新增: 2 终止: 2	谜尚、美壹堂 (自有) 相宜本草、希思黎
	品牌营销运营	新增: 0 终止: 0	
	2021 电商零售	新增: 10 终止: 2	Burberry、Mac Jacobs、Philosophy、苏菲娜、多美滋、 玉容初 (自有)、Exacting (自有)、怪力浴室 (自有)、 锐度、博柏利美 旁氏、凡士林
	品牌营销运营	新增: 2 终止: 0	旁氏、凡士林

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华安证券研究所

注: 2020-2021 仅代表部分品牌, 不代表公司所有合作关系变化

布局自主品牌孵化, 降低合作品牌损失风险。伴随消费者对国产品牌的信任度及喜好度的增加, 以及细分市场不断涌现的消费新需求, 市场不断出现新的机会与增长点。当合作品牌无法满足消费者的新需求时, 公司通过孵化自有品牌来填补空白公司已先后推出了美壹堂、玉容初、寻味档案、爱贝萌等自有品牌。公司的孵化品牌在抖音、快手、小红书和 B 站等电商营销平台上广受追捧, 并得到美妆达人的主动推荐。

图表 30 公司自主品牌

品牌名称	产品理念
美壹堂	主打保湿科技及修复, 强调温和安全
玉容初	主打植物养肤成分, 针对敏感肌人群
寻味档案	立足于乡村振兴, 将全国各地的好味道带给消费者
爱贝萌	以温和安全、分龄护理为专研理念, 提供高品质、高效防护的儿童护肤产品

资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

收入端：短期受疫情及品牌合作方式变化影响，营收增速承压。但中长期看，公司持续拓展抖快等新渠道，合作品牌优质，经销模式客户与客户合作更为深入，预计营收增速回到2位数。

成本费用端：公司持续加强数字化建设，成本端有望得到有效控制。同时加强数字化应用，提高运营效率，严控费用。

图表 31 公司盈利预测

	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	36.53	41.05	45.26
YOY (%)	-12.1%	12.36%	10.26%
成本 (亿元)	25.47	26.58	29.07
YOY (%)	-3.52%	4.35%	9.38%
毛利率 (%)	30.28%	35.25%	35.76%
分业务营收			
电商零售业务	33.58	37.68	41.53
YOY (%)	-13.27%	12.20%	10.24%
天猫国内	29.38	32.76	35.87
YOY (%)	-15.00%	11.50%	9.50%
天猫国际	1.50	1.59	1.67
YOY (%)	-2.00%	6.40%	5.00%
其他平台	2.70	3.32	3.99
YOY (%)	3.00%	23.00%	20.00%
品牌营销业务	2.28	2.64	2.96
YOY (%)	5.00%	16.00%	12.00%
其他业务	0.68	0.73	0.77
YOY (%)	2.00%	8.00%	5.00%
毛利率 (%)			
电商零售业务	27.35%	32.47%	32.87%
天猫国内	27.35%	32.89%	33.26%
天猫国际	39.09%	39.89%	40.47%
其他平台	20.81%	24.80%	26.18%
品牌营销业务	81.94%	83.34%	84.24%
其他业务	2.02%	4.74%	5.65%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 投资建议

短期来看，业绩受疫情影响，预计防疫政策放开后业绩将逐渐修复；中长期来看，经销模式客户粘性强，公司积极拓展抖音等新兴平台，打造自有品牌，看好业绩持续增长。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.32、0.66、0.79 元/股，对应当前股价 PE 分别为 41、20、17 倍。维持“买入”评级。

风险提示：

商品质量较难控制：尽管公司对商品质量实施严格控制，但由于公司采购面向众多品牌方，且从采购至商品最终送达消费者手中面临诸多环节，消费者仍有可能因遭遇质量问题向公司提出索赔。如果商品的质量问题并非品牌方的责任，或属于品牌方的责任但公司向其追索未果，则公司须依法向消费者承担赔偿责任，这将会给公司带来一定损失，并对公司的声誉造成一定影响。

供应商集中度较高：目前公司向前五大供应商的采购集中度较高，虽然良好的合作历史使公司与主要供应商之间建立了长期友好的互利关系，但是如果未来合作关系发生变化，如某一供应商改变供货价格、服务费用等交易条款，出现终止合同等情况，可能将对公司的经营状况产生一定的不利影响。

市场竞争激烈：随着电商行业整体增速放缓，平台之间竞争加剧，各平台算法、运营政策变化越来越快，行业参与者将面临巨大的挑战，优胜劣汰将不断加速。如果公司不能快速适应相关的变化，或者投入资源的效率不能提高，则公司的财务状况和经营业绩增长也存在一定风险。

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3121	3136	3384	3826	营业收入	4155	3653	4105	4526
现金	1160	1736	1834	2535	营业成本	2640	2547	2658	2907
应收账款	141	102	126	76	营业税金及附加	7	11	13	12
其他应收款	370	278	512	344	销售费用	836	850	1002	1110
预付账款	158	127	118	149	管理费用	123	128	135	145
存货	1261	861	763	691	财务费用	-8	-6	-10	-11
其他流动资产	31	31	31	31	资产减值损失	-60	0	0	0
非流动资产	312	342	379	419	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	13	15	21	26	投资净收益	1	2	2	2
固定资产	34	45	56	63	营业利润	544	165	346	411
无形资产	1	2	2	2	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	264	280	300	328	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	3434	3478	3763	4245	利润总额	541	165	346	411
流动负债	709	714	736	905	所得税	131	39	82	98
短期借款	32	48	64	81	净利润	410	126	264	313
应付账款	164	387	112	436	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	513	279	560	389	归属母公司净利润	411	127	265	314
非流动负债	35	35	35	35	EBITDA	543	164	343	409
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.03	0.32	0.66	0.79
其他非流动负债	35	35	35	35					
负债合计	744	749	771	940					
少数股东权益	-1	-2	-3	-4	主要财务比率				
股本	402	400	400	400	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	759	759	755	755	成长能力				
留存收益	1530	1572	1837	2151	营业收入	-9.7%	-12.1%	12.4%	10.3%
归属母公司股东权益	2691	2731	2994	3309	营业利润	22.5%	-69.7%	110.2%	18.7%
负债和股东权益	3434	3478	3763	4245	归属于母公司净利润	21.0%	-69.1%	109.1%	18.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	36.5%	30.3%	35.2%	35.8%
					净利率 (%)	9.9%	3.5%	6.5%	6.9%
					ROE (%)	15.3%	4.6%	8.9%	9.5%
					ROIC (%)	14.5%	4.2%	8.2%	8.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	21.7%	21.5%	20.5%	22.1%
					净负债比率 (%)	27.7%	27.4%	25.8%	28.4%
					流动比率	4.40	4.39	4.60	4.23
					速动比率	2.36	2.97	3.36	3.27
					营运能力				
					总资产周转率	1.27	1.06	1.13	1.13
					应收账款周转率	29.38	30.00	36.00	45.00
					应付账款周转率	12.39	9.25	10.64	10.61
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.03	0.32	0.66	0.79
					每股经营现金流 (摊)	-0.33	1.71	0.33	1.84
					每股净资产	6.69	6.82	7.48	8.26
					估值比率				
					P/E	23.64	41.15	19.67	16.58
					P/B	3.64	1.91	1.74	1.58
					EV/EBITDA	16.05	21.73	10.17	6.86

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达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。