

壹网壹创 (300792)

证券研究报告

2019年11月13日

春种壹粒粟，秋收双十——公司价值的重新思考

今年我们与网创共同感受双十一狂欢嘉年华，亲眼见证了网创双十一当日支付总金额达 35 亿元。

数据背后，我们看到的是双十一天猫平台增长 25.7%，关注经济时代公域流量向私域流量的转移，推动营销创意、内容创作、tp 运营、社交营销等生态服务商快速增长，细分市场红利就在身边。同时我们也看到，中心化公域流量的乏力和去中心化私域流量的增长。矩阵式去中心化的关注经济时代，流量分散趋势越强，品牌线上触达消费者难度越大，品牌对生态服务商的依赖度越高，引导我们思考三点核心问题：

1. 网创的价值在于什么？

美妆一直是营销驱动的行业，在营销类的玩法相对成熟&先进(外资品牌毛利率在 75-85% 区间，SG&A 费率一般在 60 个点以上，国产毛利率 60-70% 区间，SG&A 费率在 40-55% 左右)。同时，由于行业竞争激烈，消费者粘性较差，品牌之间强调差异化的营销效果，所以对产品以外的附加值尤为看重。

2019 年双十一，天猫线上增速 25.7%，随着线上 GMV 增速放缓，铺货模式带来的渠道红利逐渐消退。过去我们在提及线上的时候，第一联想的是购物平台，而在微信带来的移动社交流量变革的时代开启以后，流量被一次次重新分配。我们认为，像国内电商做的相对先进的服装和小家电公司，在线上主要采取的是相对简单的流量分发模式，即通过各平台多个小 B 经销商获取流量入口，同时经销商通过品牌推广，降低了原来主品牌在进行同等体量推广活动下的销售费用率，这种模式主要在 B2C 平台内自循环。而从这几年的社交流量周期演变来看，流量分发变成了流量传导，包括网红带货、抖音/小红书种草、公众号测评等等平台引入天猫/京东等平台，B2C 平台的主要角色是收银台。当下所有的快消品类放在全新的线上大环境中，都有被重塑的价值。**站在当前时点往后看，未来为标品提升附加值，帮助品牌差异化突围，就是网创的核心价值。**

2. 为什么网创具备扩品类和品牌的可能性？

那么，网创是否只会局限于化妆品品类？我们认为并非如此。

由于化妆品行业长期处于动态变化和快速迭代的过程中，美妆的营销经验可以向下快速复制或延伸到其他品类中。如美妆博主可以带货食品、小家电、家居家清等品类。例如在双十一某场活动中，薇娅直播带货了耳机、厨房用品、小家电等诸多品类。

我们也看到淘宝的流量周期对 TP 商有了更高要求：从经销商铺货到消费者运营，要求 TP 商不能在走传统的线上物流垫资的角色，而更应该具备对消费者数据分析的能力和营销能力。往后考察的不仅是品牌或者运营商对于数据的获取能力，而更加注重对数据的分析整合能力，并且应用到实际战略中。

3. 网创业绩是否具备上调的空间？

高成长的化妆品赛道和逐渐提升占比的线上渠道，渗透率仍有待提升的代运营卡位，三方量加造就公司高速发展。我们坚定看好现有品牌和新品牌快速发展的空间：预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.2/3.1/4.1 亿元，增速分别为 34.8%/39.5%/34.8%，维持买入评级。

风险提示：行业竞争激烈，拓品牌&品类不及预期

投资评级

行业	传媒/营销传播
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	162.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	80.00
流通 A 股股本(百万股)	20.00
A 股总市值(百万元)	13,025.60
流通 A 股市值(百万元)	3,256.40
每股净资产(元)	14.44
资产负债率(%)	7.57
一年内最高/最低(元)	199.96/45.96

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《壹网壹创-季报点评:Q3 平稳增长蓄力“双十一”，全链路代运营打开跨越式多维度成长空间》 2019-11-01
- 2 《壹网壹创-首次覆盖报告:做化妆品生意人的生意》 2019-10-17

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	704.41	1,012.80	1,516.00	1,906.30	2,387.29
增长率(%)	38.86	43.78	49.68	25.75	25.23
EBITDA(百万元)	176.07	202.76	250.60	323.63	411.16
净利润(百万元)	137.82	162.62	219.25	305.92	412.31
增长率(%)	190.47	17.99	34.83	39.53	34.78
EPS(元/股)	1.72	2.03	2.74	3.82	5.15
市盈率(P/E)	97.17	82.35	61.08	43.78	32.48
市净率(P/B)	46.42	33.48	20.95	14.17	9.86
市销率(P/S)	19.01	13.22	8.83	7.03	5.61
EV/EBITDA	0.00	0.00	52.18	39.59	30.68

资料来源：wind，天风证券研究所



今年我们与网创共同感受双十一狂欢嘉年华，亲眼见证了双十一当日支付总金额达 35 亿元。

数据背后，我们看到的是双十一天猫平台增长 25.7%，关注经济时代公域流量向私域流量的转移，推动营销创意、内容创作、tp 运营、社交营销等生态服务商快速增长，细分市场红利就在身边。同时我们也看到，中心化公域流量的乏力和去中心化私域流量的增长。矩阵式去中心化的关注经济时代，流量分散趋势越强，品牌线上触达消费者难度越大，品牌对生态服务商的依赖度越高，引导我们思考三点核心问题：

1. 网创的价值在于什么？

美妆一直是以营销驱动的行业，在营销类的玩法相对成熟&先进（外资品牌毛利率在 75-85% 区间，SG&A 费率一般在 60 个点以上，国产毛利率 60-70% 区间，SG&A 费率在 40-55% 左右）。同时，由于行业竞争激烈，消费者粘性较差，品牌之间强调差异化的营销效果，所以对产品以外的附加值尤为看重。

表 1：重点化妆品公司财务指标对比

代码	公司	FY2018	营业收入(亿美元)	毛利率	销售&管理费率	宣传推广费/收入	营业利润率
OR.PA	欧莱雅	2018.12.31	308.0	72.8%	51.1%	30.2%	18.3%
EL.N	雅诗兰黛	2019.6.30	148.6	77.0%	59.6%	23.1%	20.3%
4911.T	资生堂	2018.12.31	98.7	78.8%	68.9%	-	9.9%
600315.SH	上海家化	2018.12.31	10.3	62.5%	53.4%	29.1%	6.1%
603983.SH	丸美股份	2018.12.31	2.3	67.9%	39.0%	24.7%	26.5%
603605.SH	珀莱雅	2018.12.31	3.4	63.6%	45.3%	21.2%	15.6%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2019 年双十一，天猫线上增速 25.7%，随着线上 GMV 增速放缓，铺货模式带来的渠道红利逐渐消退。过去我们在提及线上的时候，第一联想的是购物平台，而在微信带来的移动社交流量变革的时代开启以后，流量被一次次重新分配。我们认为，像国内电商做的相对先进的服装和小家电公司，在线上主要采取的是相对简单的流量分发模式，即通过各平台多个小 B 经销商获取流量入口，同时经销商通过品牌推广，降低了原来主品牌在进行同等体量推广活动下的销售费用率，这种模式主要在 B2C 平台内自循环。而从这几年的社交流量周期演变来看，流量分发变成了流量传导，包括网红带货、抖音/小红书种草、公众号测评等等平台引入天猫/京东等平台，B2C 平台的主要角色是收银台。当下所有的快消品品类放在全新的线上大环境中，都有被重塑的价值。**站在当前时点往后看，未来为标品提升附加值，帮助品牌差异化突围，就是网创的核心价值。**

2. 为什么网创具备扩品类和品牌的可能性？

那么，网创是否只会局限于化妆品品类？我们认为并非如此。

由于化妆品行业长期处于动态变化和快速迭代的过程中，美妆的营销经验可以向下快速复制或延伸到其他品类中。如美妆博主可以带货食品、小家电、家居家清等品类。例如在双十一某场活动中，薇娅直播带货了耳机、厨房用品、小家电等诸多品类。

表 2：薇娅双十一直播产品汇总

品类	次数	明细
化妆品	23	兰蔻粉水、大眼精华、海蓝之谜面霜&精华、雅诗兰黛白金眼霜、香奈儿山茶花洗面奶+精华水+乳霜、香奈儿山茶花面霜、香奈儿粉霜气垫、资生堂红腰子、兰蔻小黑瓶、阿玛尼红管唇釉、雅诗兰黛红石榴水+面霜+晚霜、修丽可果酸精华、SK2 三件套、雅萌 10t、欧莱雅黑精华、3CE 烟管口红、修丽可色修、兰芝睡眠面膜、SK2 大红瓶面霜、SK2 神仙水/小灯泡、天气丹套装、Whoo 口红、Olay 熬夜霜
食品	10	麦当劳、三只松鼠礼包、好时巧克力、M&M 豆巧克力、李子柒藕粉、必胜客五折、周黑鸭、必胜客牛排、洽洽瓜子、东北五常大米
家居	8	护舒宝液体卫生巾、护舒宝考拉安睡裤、当妮留香珠、阿迪达斯、凯斯奇儿童雪地靴、阿迪达斯贝壳鞋、天美意马丁靴、马丁靴
电子产品	2	FIIL 无线耳机、华为 mate30pro
家电	6	冰箱、飞利浦空气净化器、科沃斯扫地机器人、美的洗碗机、松下智能马桶盖、天猫精灵 CC

资料来源：小红书、淘宝直播，天风证券研究所

我们也看到淘宝的流量周期对 TP 商有了更高要求：从经销商铺货到消费者运营，要求 TP 商不能在走传统的线上物流垫资的角色，而更应该具备对消费者数据分析的能力和营销能力。往后考察的不仅是品牌或者运营商对于数据的获取能力，而更加注重对数据的分析整合能力，并且应用到实际战略中。

图 1：淘宝流量周期



资料来源：天风证券研究所

3. 网创业绩是否具备上调的空间？

高成长的化妆品赛道和逐渐提升占比的线上渠道，渗透率仍有待提升的代运营卡位，三方叠加造就公司高速发展。我们坚定看好现有品牌和新品牌快速发展的空间：预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.2/3.1/4.1 亿元，增速分别为 34.8%/39.5%/34.8%。若考虑品牌和品类扩张，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	86.94	106.97	264.93	526.59	728.81	营业收入	704.41	1,012.80	1,516.00	1,906.30	2,387.29
应收票据及应收账款	75.60	94.33	168.91	58.43	226.27	营业成本	374.49	581.45	923.24	1,160.94	1,456.25
预付账款	14.15	22.44	22.46	41.97	39.12	营业税金及附加	5.02	6.14	10.29	12.69	15.52
存货	24.17	74.58	102.82	99.45	175.14	营业费用	122.08	190.06	285.01	343.13	424.94
其他	92.93	123.72	110.46	139.65	148.49	管理费用	26.37	32.39	47.00	60.05	76.39
流动资产合计	293.79	422.04	669.57	866.10	1,317.82	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(0.51)	(0.82)	(0.49)	(0.61)	(0.64)
固定资产	6.48	11.91	34.38	76.94	118.54	资产减值损失	1.53	1.52	1.70	10.00	9.50
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.33	0.21	0.12	0.02	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.21	0.21	0.21
其他	52.62	69.19	51.36	52.78	46.84	其他	(0.01)	(0.40)	(0.42)	(0.42)	(0.42)
非流动资产合计	59.43	81.30	121.86	199.34	237.14	营业利润	175.43	202.46	249.47	320.31	405.55
资产总计	353.22	503.35	791.43	1,065.44	1,554.96	营业外收入	9.18	15.48	8.84	40.00	80.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.18	0.66	0.38	0.41	0.48
应付票据及应付账款	12.87	21.54	73.91	25.92	94.75	利润总额	184.43	217.28	257.94	359.90	485.07
其他	51.87	81.79	78.17	94.26	102.65	所得税	46.61	54.67	38.69	53.99	72.76
流动负债合计	64.74	103.33	152.08	120.18	197.39	净利润	137.82	162.62	219.25	305.92	412.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	137.82	162.62	219.25	305.92	412.31
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.72	2.03	2.74	3.82	5.15
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	64.74	103.33	152.08	120.18	197.39						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00	成长能力					
资本公积	44.83	44.83	44.83	44.83	44.83	营业收入	38.86%	43.78%	49.68%	25.75%	25.23%
留存收益	228.48	340.10	559.35	865.26	1,277.57	营业利润	159.62%	15.41%	23.22%	28.39%	26.61%
其他	(44.83)	(44.92)	(44.83)	(44.83)	(44.83)	归属于母公司净利润	190.47%	17.99%	34.83%	39.53%	34.78%
股东权益合计	288.48	400.02	639.35	945.26	1,357.57	获利能力					
负债和股东权益总	353.22	503.35	791.43	1,065.44	1,554.96	毛利率	46.84%	42.59%	39.10%	39.10%	39.00%
						净利率	19.57%	16.06%	14.46%	16.05%	17.27%
						ROE	47.77%	40.65%	34.29%	32.36%	30.37%
						ROIC	162.96%	101.33%	94.54%	84.12%	94.06%
						偿债能力					
						资产负债率	18.33%	20.53%	19.22%	11.28%	12.69%
						净负债率	-30.14%	-26.74%	-41.44%	-55.71%	-53.68%
						流动比率	4.54	4.08	4.40	7.21	6.68
						速动比率	4.16	3.36	3.73	6.38	5.79
						营运能力					
						应收账款周转率	10.93	11.92	11.52	16.77	16.77
						存货周转率	23.41	20.51	17.09	18.85	17.39
						总资产周转率	2.40	2.36	2.34	2.05	1.82
						每股指标(元)					
						每股收益	1.72	2.03	2.74	3.82	5.15
						每股经营现金流	0.99	1.31	2.46	4.26	3.14
						每股净资产	3.61	5.00	7.99	11.82	16.97
						估值比率					
						市盈率	97.17	82.35	61.08	43.78	32.48
						市净率	46.42	33.48	20.95	14.17	9.86
						EV/EBITDA	0.00	0.00	52.18	39.59	30.68
						EV/EBIT	0.00	0.00	52.52	40.08	31.16

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	137.82	162.62	219.25	305.92	412.31
折旧摊销	3.11	6.61	1.62	3.94	6.26
财务费用	0.33	0.80	(0.49)	(0.61)	(0.64)
投资损失	0.00	0.00	(0.21)	(0.21)	(0.21)
营运资金变动	(121.79)	(75.11)	(22.99)	31.81	(166.35)
其它	59.39	9.96	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	78.85	104.87	197.17	340.85	251.37
资本支出	5.28	6.83	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(55.85)	(34.96)	(119.79)	(159.79)	(99.79)
投资活动现金流	(50.58)	(28.13)	(59.79)	(79.79)	(49.79)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.56	0.74	20.58	0.61	0.64
其他	(17.89)	(57.75)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(15.33)	(57.01)	20.58	0.61	0.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12.95	19.73	157.96	261.66	202.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com