

壹网壹创(300792)/化妆品

## 淡季维持高增长，代运营成长可期

——2019 三季度报点评

评级：买入

分析师：邓欣

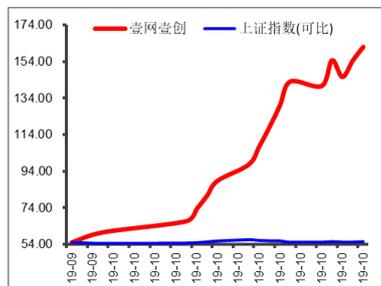
执业证书编号：S0740518070004

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	80
流通股本(百万股)	20
市价(元)	161.97
市值(百万元)	12958
流通市值(百万元)	3239

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

公司深度：《壹网壹创：美妆代运营赛道大幕拉开！》2019.10.17

### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	704	1013	1486	2043	2683
营业收入增速	38.86%	43.78%	46.71%	37.50%	31.31%
归属于母公司的净利润	138	163	210	281	389
净利润增长率	190.47%	17.99%	28.88%	33.89%	38.65%
摊薄每股收益(元)	1.72	2.03	2.62	3.51	4.86
P/E	94.02	79.68	61.83	46.18	33.30
P/B	44.92	32.39	20.58	14.23	9.97

### 投资要点

公司披露 2019 三季报：收入、归母、扣非净利 7.9 亿、0.96 亿、0.96 亿，同比+50.6%、+29.4%、+28.7%；

对应 2019Q3：收入、归母 2.31 亿、0.27 亿、0.27 亿，同比+44.0%、+15.3%、13.8%。

#### 一、收入分析

公司前三季度实现营收 7.9 亿，同比+50.6%，系原有业务持续增长及新增线上管理服务业务所致；2019Q3 单季度实现营收 2.31 亿，同比+44%。

分业务看，品牌线上服务收入维持稳定高速增长；公司 2018 年上半年起承接爱茉莉旗下 6 个品牌在唯品会的分销业务后，线上分销收入大幅提升。

图表 1：公司历年营收拆分及增速

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1
营业收入(亿元)	2.60	5.07	7.04	10.13	5.59
yoy		95%	39%	44%	54%
品牌线上服务	2.17	4.73	6.94	8.54	4.07
yoy		118%	47%	23%	30%
品牌线上营销服务	1.92	3.66	4.95	6.25	2.92
yoy		91%	35%	26%	30%
品牌线上管理服务	0.25	1.07	1.99	2.29	1.15
yoy		335%	86%	15%	30%
线上分销	0.41	0.33	0.11	1.51	1.51
yoy		-20%	-68%	1322%	209%
内容服务及其它	0.02	0.01	0.00	0.08	0.01

来源：公司公告，中泰证券研究所

分季度看，公司盈利季节性明显，2018Q4 单季度收入占全年比例接近 50%，而 Q3 相对为淡季，全年收入占比较低。借线上美妆市场东风，公司不断拓展合作品牌、深化服务模式，品牌服务及线上分销收入有望维持高速增长。

**图表 2: 公司单季度营收、归母净利及年度占比**

	2018H1	2018Q3	2018Q4	2019H1	2019Q3
营业收入 (亿元)	3.64	1.60	4.88	5.59	2.31
占全年比例 (%)	36%	16%	48%		
归母净利 (亿元)	0.51	0.23	0.88	0.70	0.27
占全年比例 (%)	32%	14%	54%		

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## ■ 二、盈利分析

**毛利率方面**, 前三季度整体毛利率 39.95%, 同比-3.15pct, Q3 单季度毛利率 42.17%, 同比-4.43pct, 系低毛利率分销业务快速增长、占比提升导致。根据招股书, 公司募集资金将主要用于品牌服务升级建设、综合运营服务中心建设等项目, 旨在提升公司运营、设计、品牌服务等能力。我们认为, 长期来看, 公司仍以发展高毛利率的品牌线上服务为主。

**费用率方面**, 前三季度期间费用率 23.11%, 同比-0.58pct。销售费用率 19.14%, 同比+0.09pct; 管理费用率 3.94%, 同比-0.75pct, 费用管控增强; 公司新增研发投入 87 万用于技术开发。

**净利率方面**, 受毛利率下降影响, 前三季度净利率 12.18%, 同比-2pct。

## ■ 三、现金流分析

公司 19Q1-3 经营现金流量净额 0.97 亿, 同比转正, 系业务规模扩大及资产周转效率提升。存货 1.19 亿, 存货周转天数 55 天, 环比上升, 主要由于新增线上营销服务业务及双十一活动备货。

## ■ 投资建议

本文认为, 我国美妆代运营赛道大幕已经拉开, 而基于美妆品牌运营专业化要求的提升、对线上运营投入的不断增加, 加之目前 TP 行业偏低的市场集中度, 专业化代运营细分龙头正值前所未有的成长机遇, 看好美妆代运营第一股壹网壹创的成长潜力。

考虑到美妆代运营行业快速发展, 公司上市后募集资金持续投入品牌服务项目, 差异化竞争优势明显, 头部 TP 市场地位有望进一步提升。我们调整公司业绩预测, 19-21 年净利润由 1.96 亿、2.48 亿、3.19 亿调整为 2.10 亿、2.81 亿、3.89 亿, EPS 为 2.62 元、3.51 元、4.86 元, 当前股价对应 PE62x、46x、33x; 同时, 我们调整投资评级, 由“增持”上调至“买入”。

**风险提示:** 市场竞争加剧风险、业绩季节性波动风险。

## 盈利预测与估值

损益表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	704	1,013	1,486	2,043	2,683
增长率	38.9%	43.8%	46.7%	37.5%	31.3%
营业成本	-374	-581	-870	-1,203	-1,562
% 销售收入	53.2%	57.4%	58.6%	58.9%	58.2%
毛利	330	431	616	840	1,121
% 销售收入	46.8%	42.6%	41.4%	41.1%	41.8%
营业税金及附加	-5	-6	-9	-13	-17
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
营业费用	-122	-190	-267	-368	-483
% 销售收入	17.3%	18.8%	18.0%	18.0%	18.0%
管理费用	-26	-32	-40	-55	-72
% 销售收入	3.7%	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	176	203	299	404	549
% 销售收入	25.0%	20.0%	20.2%	19.8%	20.5%
财务费用	1	1	-20	-30	-30
% 销售收入	-0.1%	-0.1%	1.3%	1.5%	1.1%
资产减值损失	2	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	178	205	279	374	519
营业利润率	25.3%	20.3%	18.8%	18.3%	19.3%
营业外收支	9	15	0	0	0
税前利润	187	220	279	374	519
利润率	26.6%	21.7%	18.8%	18.3%	19.3%
所得税	-47	-55	-70	-94	-130
所得税率	24.9%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	138	163	210	281	389
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	138	163	210	281	389
净利率	19.6%	16.1%	14.1%	13.7%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	138	163	210	281	389
加: 折旧和摊销	3	7	3	6	8
资产减值准备	2	2	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	1	20	30	30
投资收益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-122	-75	-56	-88	-79
经营活动现金净流	79	105	177	229	349
固定资本投资	-4	-5	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-51	-28	-60	-60	-50
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-15	-57	0	-30	-30
筹资活动现金净流	-15	-57	0	-30	-30
现金净流量	13	20	118	139	269

资产负债表 (人民币百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	87	107	225	363	632
应收款项	102	131	224	264	377
存货	24	75	69	130	129
其他流动资产	81	110	116	129	137
流动资产	294	422	634	886	1,274
% 总资产	83.2%	83.8%	82.8%	83.2%	85.5%
长期投资	0	10	10	10	10
固定资产	6	12	39	63	85
% 总资产	1.8%	2.4%	5.0%	5.9%	5.7%
无形资产	0	0	0	0	0
非流动资产	59	81	132	179	216
% 总资产	16.8%	16.2%	17.2%	16.8%	14.5%
资产总计	353	503	765	1,065	1,490
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	25	51	84	103	139
其他流动负债	40	52	52	52	52
流动负债	65	103	135	155	191
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
负债	65	103	135	155	191
普通股股东权益	288	400	630	910	1,299
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	353	503	765	1,065	1,490

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	1.72	2.03	2.62	3.51	4.86
每股净资产 (元)	3.61	5.00	7.87	11.38	16.24
每股经营现金净流 (元)	0.99	1.31	2.22	2.86	4.36
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	47.77%	40.65%	33.28%	30.83%	29.94%
总资产收益率	39.02%	32.31%	27.39%	26.34%	26.10%
投入资本收益率	162.96%	101.33%	100.32%	88.58%	83.94%
增长率					
营业总收入增长率	38.86%	43.78%	46.71%	37.50%	31.31%
EBIT增长率	159.44%	15.05%	48.80%	34.97%	35.78%
净利润增长率	190.47%	17.99%	28.88%	33.89%	38.65%
总资产增长率	51.44%	42.50%	52.00%	39.22%	39.92%
资产管理能力					
应收账款周转天数	44.6	41.4	43.0	43.0	43.0
存货周转天数	15.4	17.6	17.4	17.5	17.3
应付账款周转天数	17.2	10.7	13.9	13.9	13.9
固定资产周转天数	2.3	3.3	6.1	8.9	9.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-37.08%	-56.12%	-57.68%	-69.42%	#REF!
EBIT利息保障倍数	-343.6	-244.7	15.0	13.5	18.3
资产负债率	18.33%	20.53%	17.70%	14.54%	12.82%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。