

# 壹网壹创 (300792)

证券研究报告

2019年11月01日

## 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

**营业收入：**公司前三季度总营收 7.90 亿元，+50.61%yoy，主要系原有业务持续增长及新增线上管理服务业务所致。分季度看，2019Q1/Q2/Q3 总营收分别为 2.32/3.27/2.31 亿元，同比增长 74.91%/41.26%/44.03%。

**毛利率：**近三年公司毛利率维持在 39%-47%之间，2019 年前三季度公司毛利率为 39.95%，相较于 2018 前三季度毛利率 43.10%下降 3.15pct。2019Q3 单季度毛利率为 42.17%，相较于 2018Q3 的毛利率 46.61%下降 4.43pct，毛利率降低主要系爱茉莉分销业务销售占比提升。

**期间费用：**公司前三季度期间费用率（含研发）23.11%，同比减 0.58pct；其中销售费用率 19.14%，同比减 0.09pct；管理费用率 3.94%，同比减 0.75pct；财务费用率 -0.09%，同比增 0.14pct，主要系利息收入减少所致。

**净利润：**公司前三季度归母净利润 9619 万元，+29.38%yoy，其中 2019Q3 归母净利润 2665 万元，+15.31%yoy，我们预计电商平台周期性原因致三季度增长较为平稳。2019 年前三季度公司净利率为 12.18%，同比下降 2.00pct，其中 2019Q3 单季度净利率 11.55%，同比下降 2.88pct。

**现金流：**公司前三季度经营活动产生的现金流量净额 9670 万元，同比增加 8971%，主要系业务规模扩大及资产周转效率提升所致，公司前三季度投资活动产生的现金流量净额 -8518 万元，同比下降 207.32%，主要系购买写字楼及土地使用权所致。从存货来看，2019 年第三季度末公司存货为 1.19 亿元，同比增加 59.51%，主要系新增线上营销服务业务及双十一活动备货所致。

我们认为化妆品代运营主要分为三类：一类只做头部品牌，相对来说更看重运营商的执行能力，不需要深入产品设计，如宝尊、丽妆等；二类主做腰部品牌，擅长老树开新花，把一个 1 的品牌做到 7 或者 8；三类是新品品牌运营，从 0 到 1，相对来说风险较高，同时小品牌流失率大于大品牌大，人效相对较低。从类别来看，我们认为第二类代运营商相对成长性较高，综合风险较低。**网创作为二类公司的杰出代表，我们持续关注公司四大核心竞争力：持续的创意能力、定制化的运营能力、强大的品牌锻造能力和跨品类扩品牌的扩张能力。**

我们预期公司 2019-2021 年净利润分别为 2.19/3.06/4.12 亿元，增速分别为 34.83%/39.53%/34.78%，eps 分别为 2.74/3.82/5.15 元/股，维持买入评级。

**风险提示：**行业竞争加剧风险，单一品牌集中度较高风险，品牌方切入电子商务行业风险，品牌方返利对公司业绩影响的风险，信息安全风险，技术替代风险

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)	103.96	88.11	65.35	46.84	34.75
市净率(P/B)	49.67	35.82	22.41	15.16	10.55
市销率(P/S)	20.34	14.15	9.45	7.52	6.00
EV/EBITDA	0.00	0.00	55.91	42.48	32.96

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	179.1 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)	14,328.00
流通 A 股市值(百万元)	3,582.00
每股净资产(元)	14.44
资产负债率(%)	7.57
一年内最高/最低(元)	188.80/45.96

### 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-首次覆盖报告:做化妆品生意人的生意》 2019-10-17

## 1. 事件

公司公告,公司前三季度总营收 7.90 亿元, +50.61%yoy, 归母净利润 9619 万元, +29.38%yoy。其中 2019Q3 营收 2.31 亿元, +44.03%yoy, 归母净利润 2665 万元, +15.31%yoy。

## 2. 点评

### 2.1. 营业收入

公司前三季度总营收 7.90 亿元, +50.61%yoy, 主要系原有业务持续增长及新增线上管理服务业务所致。分季度看, 2019Q1/Q2/Q3 总营收分别为 2.32/3.27/2.31 亿元, 同比增长 74.91%/41.26%/44.03%。

图 1: 公司 2019M9 总营收 7.90 亿元, +50.61%yoy



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 公司单季度营收及增速

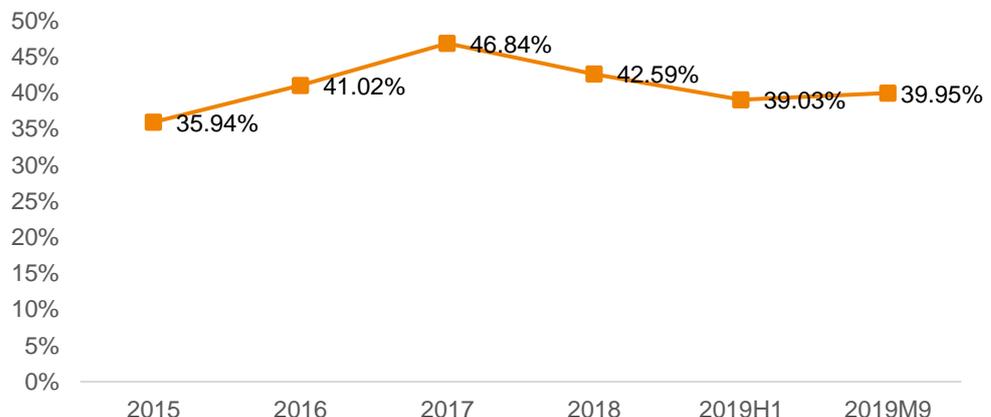


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 2.2. 毛利率

近三年公司毛利率维持在 39%-47%之间, 2019 年前三季度公司毛利率为 39.95%, 相较于 2018 前三季度毛利率 43.10%下降 3.15pct。2019Q3 单季度毛利率为 42.17%, 相较于 2018Q3 的毛利率 46.61%下降 4.43pct, 毛利率降低主要系爱茉莉分销业务销售占比提升。公司各类业务模式中, 分销业务由于主要面向第三方 B2C 平台和天猫、淘宝中小卖家, 毛利率较低, 公司自 2018 年 2 月开始陆续承接爱茉莉 6 个品牌的分销业务以来, 爱茉莉分销业务收入快速增长, 2019H1 爱茉莉分销业务贡献的收入 (13,767 万元) 已超过 2018 年全年 (13,760 万元)。

图 3: 2019 年前三季度公司毛利率 39.95%, 同比下降 3.15pct



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 1：公司品牌线上分销业务分品牌、分平台情况

序号	合作品牌	品牌所属公司（供应商）	运行平台	合作模式	合作期间
1	赫妍	爱茉莉太平洋贸易有限 公司	唯品会	买断式	2018 年 2 月至今
2	兰芝				
3	吕				
4	艾诺碧				2018 年 4 月至今
5	梦妆				
6	雪花秀				

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

结合公司 2019H1 各业务收入占比和 2019M9 毛利率，我们预计公司 2019 年前三季度收入分业务拆分情况如下：

表 2：公司收入分业务拆分

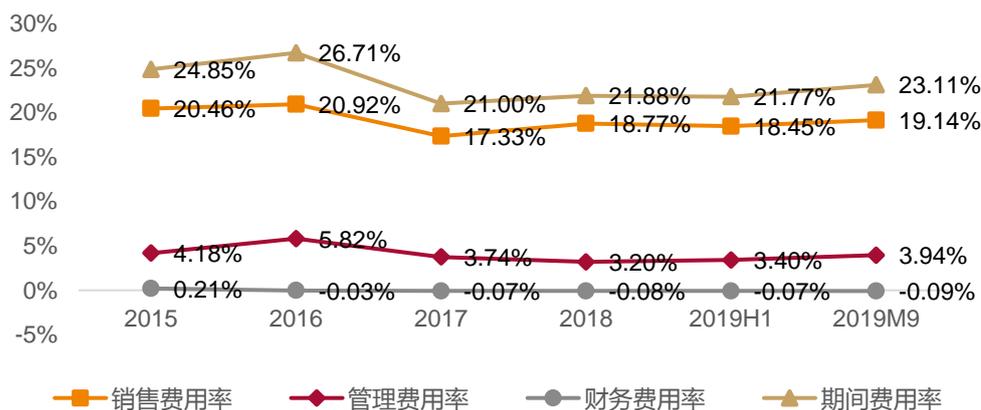
主营业务收入占比	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019M3（预估）
品牌线上 营销服务	74.45%	72.39%	70.24%	61.76%	52.16%	48.30%
服务 管理服务	9.51%	21.08%	28.24%	22.60%	20.59%	24.62%
线上分销	16.04%	6.53%	1.51%	14.96%	27.07%	26.90%
内容服务				0.68%	0.18%	0.18%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 期间费用

公司前三季度期间费用率（含研发）23.11%，同比减 0.58pct；其中销售费用率 19.14%，同比减 0.09pct；管理费用率 3.94%，同比减 0.75pct；财务费用率-0.09%，同比增 0.14pct，主要系利息收入减少所致。

图 4：公司 2019Q1-3 期间费用率（含研发）23.11%，同比减 0.58pct

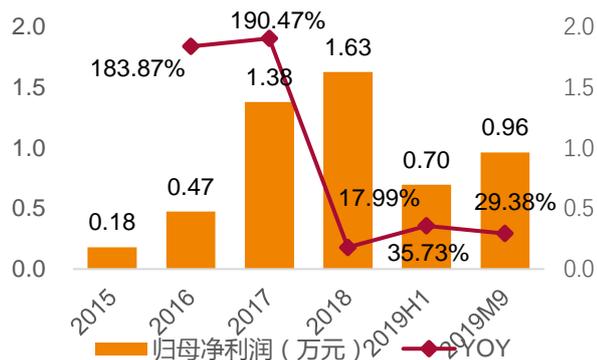


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.4. 净利润

公司前三季度归母净利润 9619 万元，+29.38%yoy，其中 2019Q3 归母净利润 2665 万元，+15.31%yoy，我们预计电商平台周期性原因致三季度增长较为平稳。2019 年前三季度公司净利率为 12.18%，同比下降 2.00pct，其中 2019Q3 单季度净利率 11.55%，同比下降 2.88pct。

图 5：公司 2019M9 归母净利润 9619 万元，+29.38%yoy



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司 2015-2019M9 净利率情况

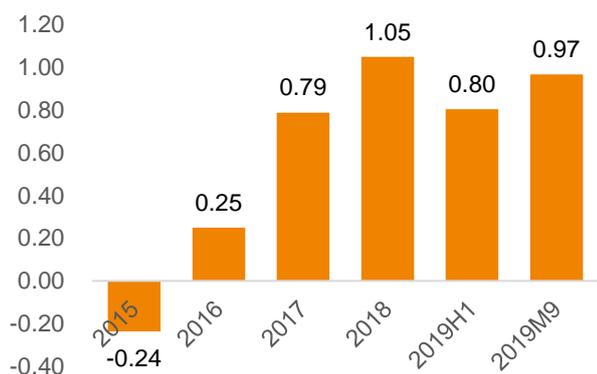


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.5. 现金流

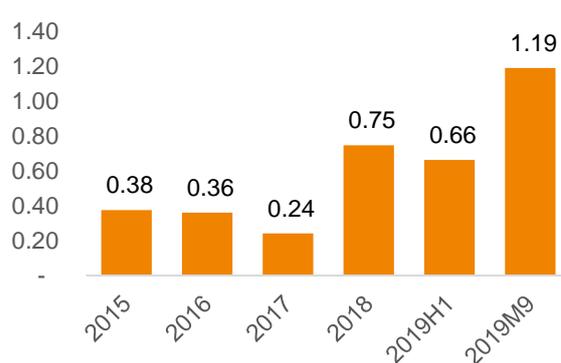
公司前三季度经营活动产生的现金流量净额 9670 万元，同比增加 8971%，主要系业务规模扩大及资产周转效率提升所致，公司前三季度投资活动产生的现金流量净额-8518 万元，同比下降 207.32%，主要系购买写字楼及土地使用权所致。从存货来看，2019 年第三季度末公司存货为 1.19 亿元，同比增加 59.51%，主要系新增线上营销服务业务及双十一活动备货所致。

图 7：2019M9 经营活动产生的现金流量净额 9670 万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2019 Q3 期末存货 1.19 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3. 投资建议

我们认为化妆品代运营主要分为三类：一类只做头部品牌，相对来说更看重运营商的执行能力，不需要深入产品设计，如宝尊、丽妆等；二类主做腰部品牌，擅长老树开新花，把一个 1 的品牌做到 7 或者 8；三类是新品牌运营，从 0 到 1，相对来说风险较高，同时小品牌流失率大于大品牌大，人效相对较低。从类别来看，我们认为第二类代运营商相对成长性较高，综合风险较低。网创作为二类公司的杰出代表，我们持续关注公司四大核心竞争力：

①持续的创意能力：化妆品行业的特征之一即为需要持续吸睛，提升曝光度。公司员工平均年龄为二十四岁半，内部有创意团队 200 多人，同时深入大学校园举办各种创意大赛，从年轻群体中挖掘年轻人喜好，为公司持续输送人才形成正向循环。

②定制化的运营能力：公司拥有逾 800 人运营团队，可以根据品牌要求模块标准化，半自动进行内容制作运营。有别于传统 4A 公司，公司强调创意的承接和执行，注重创意的转化效果，能够持续输出优质内容。同时，作为天猫六星级运营商，公司拥有阿里网银牌照，具备大数据量化能力，能够为品牌提供足够数据支撑。

③强大的品牌锻造能力：公司与百雀羚合作七年，擅长把单个品牌做深做透，同时触达上游进行产品设计和开发。区别于其他 TP 公司，公司的延展链更长，具备品牌深度锻造能力。同时，公司能应用积累的方法论进行扩张，复制到行业其他品牌，利用组合拳方式进行整合营销，提升品牌形象。公司不取代品牌本身进行品牌定调，帮助大众/国产/普通中高端外资品牌找痛点，专注于品牌改造。

④跨品类扩品牌的扩张能力：相对于其他品类，化妆品行业更加难以运营。公司扩张到其他快消品类的难度相对较低。短期来看，美妆线上市场大且景气度高，2019MAT8 天猫/淘宝平台护肤/彩妆两类 GMV 为 1900 亿。中长期来看，伴随大快消渗透率不断提升、线上比重增长，品类和品牌的扩张会带来代运营商新的机会，头部运营商将充分受益。

我们预期公司 2019-2021 年净利润分别为 2.19/3.06/4.12 亿元，增速分别为 34.83%/39.53%/34.78%，eps 分别为 2.74/3.82/5.15 元/股，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
<b>流动资产合计</b>	<b>293.79</b>	<b>422.04</b>	<b>669.57</b>	<b>866.10</b>	<b>1,317.82</b>	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)
<b>非流动资产合计</b>	<b>59.43</b>	<b>81.30</b>	<b>121.86</b>	<b>199.34</b>	<b>237.14</b>	<b>营业利润</b>	<b>175.43</b>	<b>202.46</b>	<b>249.47</b>	<b>320.31</b>	<b>405.55</b>
<b>资产总计</b>	<b>353.22</b>	<b>503.35</b>	<b>791.43</b>	<b>1,065.44</b>	<b>1,554.96</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>184.43</b>	<b>217.28</b>	<b>257.94</b>	<b>359.90</b>	<b>485.07</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>64.74</b>	<b>103.33</b>	<b>152.08</b>	<b>120.18</b>	<b>197.39</b>	<b>净利润</b>	<b>137.82</b>	<b>162.62</b>	<b>219.25</b>	<b>305.92</b>	<b>412.31</b>
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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>137.82</b>	<b>162.62</b>	<b>219.25</b>	<b>305.92</b>	<b>412.31</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>64.74</b>	<b>103.33</b>	<b>152.08</b>	<b>120.18</b>	<b>197.39</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00	营业收入	38.86%	43.78%	49.68%	25.75%	25.23%
资本公积	44.83	44.83	44.83	44.83	44.83	营业利润	159.62%	15.41%	23.22%	28.39%	26.61%
留存收益	228.48	340.10	559.35	865.26	1,277.57	归属于母公司净利润	190.47%	17.99%	34.83%	39.53%	34.78%
其他	(44.83)	(44.92)	(44.83)	(44.83)	(44.83)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>288.48</b>	<b>400.02</b>	<b>639.35</b>	<b>945.26</b>	<b>1,357.57</b>	毛利率	46.84%	42.59%	39.10%	39.10%	39.00%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>353.22</b>	<b>503.35</b>	<b>791.43</b>	<b>1,065.44</b>	<b>1,554.96</b>	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%
						<b>偿债能力</b>					
						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
						<b>营运能力</b>					
						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
						<b>每股指标(元)</b>					
						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
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	103.96	88.11	65.35	46.84	34.75
						市净率	49.67	35.82	22.41	15.16	10.55
						EV/EBITDA	0.00	0.00	55.91	42.48	32.96
						EV/EBIT	0.00	0.00	56.28	43.01	33.47

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>78.85</b>	<b>104.87</b>	<b>197.17</b>	<b>340.85</b>	<b>251.37</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(50.58)</b>	<b>(28.13)</b>	<b>(59.79)</b>	<b>(79.79)</b>	<b>(49.79)</b>
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
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(15.33)</b>	<b>(57.01)</b>	<b>20.58</b>	<b>0.61</b>	<b>0.64</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>12.95</b>	<b>19.73</b>	<b>157.96</b>	<b>261.66</b>	<b>202.22</b>

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