

壹网壹创 (300792)

公司研究/动态报告

拟收购上佰电商，横向扩展家电新品类

—壹网壹创动态点评

动态研究报告/商贸零售

2020 年 04 月 17 日

报告摘要：

● 拟收购上佰电商，横向扩张家电代运营新领域

公司 4 月 16 日公布《关于股权收购的进展公告》，拟并购标的浙江上佰电商。上佰电商成立于 2011 年，是天猫 2019 年九家“六星服务商”之一，深耕家电品类代运营。上佰电商 2019 年实现营收 1.9 亿元，净利润 0.4 亿元，净利率水平 22%，高于壹网壹创 2019 年 15.1%的水平。

● 美妆家电“赛道”强强联合，看好公司代运营业务横向拓展

公司成立于 2012 年，运营美妆品牌百雀羚起家，目前服务品牌包括百雀羚、伊丽莎白雅顿、OLAY、宝洁等国内国际大牌；上佰电商成立于 2011 年，服务家电品牌美的起家，目前服务品牌包括美的、小天鹅、联想、松下冰箱、花为媒等。公司 3 月份发布筹划股权收购的公告，拟以不超过 3.8 亿元的对价收购上佰电商 51%股权，对应 2019 年净利润的 PE 估值约 18X，和公司目前估值相比收购价格较低。

壹网壹创和上佰电商均为 2019 年天猫九家“六星级”代运营服务商，我们认为本次合作一方面可以使得公司以相对低成本高效率的方式快速实现品类扩张；另一方面也可以充分融合公司及上佰的竞争优势及代运营经验，使得美妆和家电品类代运营双双再上新台阶。

● 投资建议

我们预计 2019~2021 年公司实现营收 14.49/21.54/30.40 亿元，同比+43.1%/48.7%/41.1%；归母净利润 2.15/3.27/4.92 亿元，同比+32.2%/52.3%/50.4%，对应 2019~2021 年 PE 分别为 99X/65X/43X。电商代运营行业目前仍处高速增长期，同时公司客户主要聚焦化妆品和大快消品类、享受细分“赛道”高增红利，且公司具有高运营效率和 ROE 水平。公司所处行业在 A 股市场具有稀缺性，缺乏合适的同业可比公司，因此我们纵向对比公司上市以来 PE (forward) 估值。公司自上市以来 (2019.11) 一致预期 PE (forward) 最低 54X，最高 97X，目前 (4.16) 71X，位于上市以来 40%分位数，估值水平合理。考虑到公司拟收购代运营公司上佰电商横向拓展电商代运营业务，我们认为本次收购将助力公司实现美妆和家电“赛道”强强联合，公司未来三年高增长仍有较强保障，维持“推荐”评级。

● 风险提示：

单一品牌集中度高；电商服务行业竞争格局恶化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,013	1,449	2,154	3,040
增长率 (%)	43.8%	43.1%	48.7%	41.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	163	215	327	492
增长率 (%)	18.0%	32.2%	52.3%	50.4%
每股收益 (元)	2.71	2.69	4.09	6.16
PE (现价)	98.2	99.0	65.0	43.2
PB	39.9	34.6	22.6	14.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

当前价格： 266.0 元

交易数据 2020-4-16

近 12 个月最高/最低 (元)	279.0/55.15
总股本 (百万股)	80
流通股本 (百万股)	20
流通股比例 (%)	24.96
总市值 (亿元)	213
流通市值 (亿元)	53

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号： S0100519030001

电话： 010-85127513

邮箱： liuxin@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号： S0100518110001

电话： 010-85127513

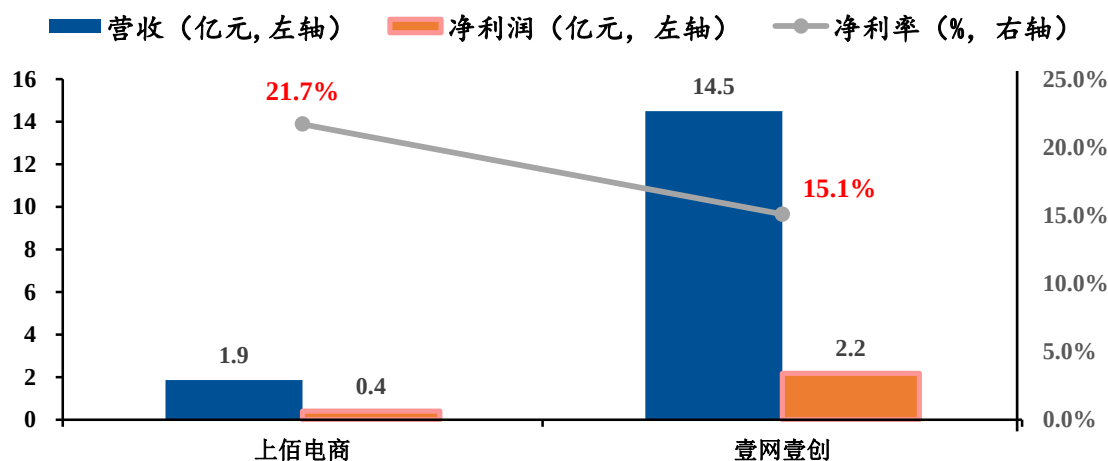
邮箱： zhongqi@mszq.com

相关研究

- 1.【民生传媒】壹网壹创：疫情无碍一季度高增长，扩品牌拓品类持续推进
- 2.壹网壹创：精耕化妆品品类，优享天猫平台红利，高速成长的代运营服务商

相关图表:

图 1: 上佰电商 VS 壹网壹创 2018 年营收及净利润一览



资料来源: WIND, 民生证券研究院

图 2: 2019 年天猫六星服务商



资料来源: 天猫服务商官网, 民生证券研究院

图 3: 上佰电商发展历程示意图



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

表 1: 上佰电商相关运营店铺一览

品牌	店铺名称
美的	美的冰箱旗舰店
美的	美的官方旗舰店
小天鹅	小天鹅官方旗舰店
联想	联想 17TV 官方旗舰店
松下冰箱	松下冰箱官方旗舰店
优酷土豆	优酷土豆官方旗舰店
看尚	看尚官方旗舰店
花为媒	花为媒官方旗舰店
圣奥官方旗舰店	圣奥官方旗舰店
暴风	暴风官方旗舰店
左右坐客	

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,013	1,449	2,154	3,040
营业成本	581	869	1,269	1,750
营业税金及附加	6	10	14	20
销售费用	190	246	390	546
管理费用	32	43	62	88
研发费用	0	0	0	0
EBIT	203	281	418	636
财务费用	(1)	(3)	(9)	(15)
资产减值损失	2	5	(0)	5
投资收益	0	0	0	0
营业利润	202	279	427	647
营业外收支	15	8	11	11
利润总额	217	288	438	658
所得税	55	73	111	166
净利润	163	215	327	492
归属于母公司净利润	163	215	327	492
EBITDA	209	284	422	641
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	107	290	514	932
应收账款及票据	94	157	223	313
预付款项	22	28	46	63
存货	75	92	129	184
其他流动资产	87	87	87	87
流动资产合计	422	699	1086	1674
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	12	15	20	24
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	81	78	80	79
资产合计	503	778	1166	1753
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	22	43	51	74
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	103	163	224	318
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	103	163	224	318
股本	60	80	80	80
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	400	615	942	1435
负债和股东权益合计	503	778	1166	1753

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	43.8%	43.1%	48.7%	41.1%
EBIT 增长率	14.9%	38.4%	49.0%	52.2%
净利润增长率	18.0%	32.2%	52.3%	50.4%
盈利能力				
毛利率	42.6%	40.0%	41.1%	42.4%
净利润率	16.1%	14.8%	15.2%	16.2%
总资产收益率 ROA	32.3%	27.6%	28.1%	28.1%
净资产收益率 ROE	40.7%	35.0%	34.7%	34.3%
偿债能力				
流动比率	4.1	4.3	4.9	5.3
速动比率	3.4	3.7	4.3	4.7
现金比率	1.0	1.8	2.3	2.9
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	30.2	31.3	31.5	31.0
存货周转天数	30.6	34.6	31.4	32.2
总资产周转率	2.4	2.3	2.2	2.1
每股指标 (元)				
每股收益	2.7	2.7	4.1	6.2
每股净资产	6.7	7.7	11.8	17.9
每股经营现金流	1.7	2.2	2.7	5.1
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	98.2	99.0	65.0	43.2
PB	39.9	34.6	22.6	14.8
EV/EBITDA	101.3	74.0	49.3	31.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	163	215	327	492
折旧和摊销	8	8	4	9
营运资金变动	(66)	(39)	(101)	(81)
经营活动现金流	105	175	219	410
资本开支	18	(8)	(5)	(8)
投资	(10)	0	0	0
投资活动现金流	(28)	8	5	8
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(57)	0	0	0
现金净流量	20	183	224	418

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 上佰电商 VS 壹网壹创 2018 年营收及净利润一览.....	2
图 2: 2019 年天猫六星服务商.....	2
图 3: 上佰电商发展历程示意图.....	3

表格目录

表 1: 上佰电商相关运营店铺一览.....	3
------------------------	---

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。