

# 疫情下依旧保持高增长，品类扩张成为新看点

增持（维持）

2020 年 04 月 26 日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,451	1,798	2,405	2,986
同比（%）	43.2%	23.9%	33.8%	24.2%
归母净利润（百万元）	219	317	416	524
同比（%）	34.7%	44.7%	31.3%	26.0%
每股收益（元/股）	2.74	2.20	2.89	3.63
P/E（倍）	105.4	72.8	55.5	44.0

## 投资要点

■ **事件：**公司公布 2019 年报，19 年收入 14.5 亿同增 43.25%；归母净利润 2.19 亿同增 34.71%。公司同时宣布每 10 股派息 10 元，同时每 10 股转增 8 股。

公司同时公布 2020 一季报，20Q1 公司收入下滑 7.81%至 2.14 亿，归母净利润同增 46%至 4733 万元，扣非后利润同增 39.8%至 4505 万。

■ **精细化、全流程运营服务能力突出，各项业务在 19 年保持高增长。**作为代运营公司，壹网壹创在常规的店铺运营基础上，依靠自身出色的整合营销和数据分析能力，为品牌商提供包括品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、大数据分析、精准广告投放、仓储物流在内的全流程服务。公司有能力在上游参与品牌商的产品及营销物料设计，并通过自己的数据分析为品牌商在策划营销方案的同时精准定位消费群体。同时公司还有能力为消费者进行定制化会员服务。

全链条的服务能力使得公司运营的品牌在 19 年均获得高速增长。(1) 19 年以销售百雀羚为主的线上品牌营销服务收入同增 31%至 8.18 亿。(2) 为品牌方提供管理服务收取提成的品牌线上管理服务收入在泡泡玛特、吉列、丸美等新品牌的加入下 19 年收入同增 44.8%至 3.31 亿。(3) 为品牌商在唯品会及其他平台中小商家进行分销的线上代运营业务同增 94.9%至 2.95 亿。

公司 19 年利润增速略慢于收入增速主要由于百雀羚销售业务产生的推广费用增长较快导致销售费用率提升 2.1pct，但未来公司发展的重点将落在品牌线上管理服务。同时公司 19 年经营性现金流净额同增 40%，整体运营情况健康。

■ **20Q1 受到疫情影响收入增速有所放缓，但核心高毛利品牌线上管理业务高速增长，利润依旧保持高速增长。**20Q1 公司收入下滑 7.81%，其中品牌线上营销服务收入及线上分销收入同比分别下降 24.8%/24.3%，主要由于疫情下物流受阻。另一方面，公司高毛利的品牌线上管理服务业务在新品牌的加入下保持快速增长势头，收入同增 58.9%同时带动毛利率提升 2.78pct。同时疫情下费用投入的下降，带动 20Q1 公司扣非净利润依旧保持 40%的增长。

■ **扩品牌外，公司开启平台和品类的扩张。**公司在 19 年开启与京东的合作，目前布局平台包括天猫、唯品、小红书及京东，销售渠道不断扩张。同时公司近期宣布正在筹划以 3.8 亿收购浙江上佰电商 51%的股权，上佰电商深耕家电、家居行业代运营与公司同为天猫六星代运营商，代理品牌包括了美的、松下、小天鹅等。19 年上佰收入 1.86 亿，净利润 4036 万。筹划收购其他类目的六星代运营商充分展现了公司希望依靠品类扩张继续保持高速增长的信心。

■ **盈利预测及投资建议：**在目前美妆电商持续高速增长的红利时代，壹网壹创在整合营销以及精细化运营上的优势依旧显著。同时公司除了美妆日化品类的扩张之外，其对于其他品类的布局也值得期待。虽然疫情在 Q1 对收入有所影响，但我们认为在品牌管理业务的拓展下公司依旧有望获得较高的增长，我们预计 20/21/22 年净利润 3.17 亿/4.16 亿/5.24 亿元，同比增长 45%/31%/26%，对应 PE 73X/56X/44X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**行业竞争激烈；品类扩张速度不及预期

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	288.00
一年最低/最高价	45.96/317.80
市净率(倍)	18.1
流通 A 股市值(百万元)	5760.00

## 基础数据

每股净资产(元)	15.98
资产负债率(%)	10.09
总股本(百万股)	80.14
流通 A 股(百万股)	20.00

## 相关研究

1、《壹网壹创 (300792)：全方位电商服务龙头，迎接“品效合一”新时代》2019-12-13

表 1：壹网壹创数据拆分

(单位：百万元)	2017	2018	2019	2019Q1	2020Q1
收入	704.4	1,012.8	1,450.8	<b>231.9</b>	<b>213.8</b>
YOY	<b>38.9%</b>	<b>43.8%</b>	<b>43.2%</b>		-8%
品牌线上营销服务	<b>494.6</b>	<b>625.1</b>	<b>818.4</b>	<b>117</b>	<b>88</b>
YOY	34.97%	26.37%	30.92%		-24.8%
品牌线上管理服务	<b>198.9</b>	<b>228.7</b>	<b>331.3</b>	<b>45.84</b>	<b>72.82</b>
YOY	86.35%	15.01%	44.83%		58.9%
线上分销	<b>10.7</b>	<b>151.5</b>	<b>295.2</b>	<b>69.2</b>	<b>52.4</b>
YOY			94.91%		-24.3%
毛利润	<b>329.9</b>	<b>431.3</b>	<b>624.4</b>	<b>97.0</b>	<b>95.3</b>
毛利率	46.8%	42.6%	43.0%	41.8%	44.6%
销售费用率	17.3%	18.8%	20.9%	18.9%	15.5%
管理费用率	3.7%	3.2%	2.7%	3.9%	4.3%
归母净利润	<b>137.8</b>	<b>162.6</b>	<b>219.1</b>	<b>32.4</b>	<b>47.3</b>
YOY	190.5%	18.0%	34.7%		46%
归母净利率	19.6%	16.1%	15.1%	14.0%	22.1%

数据来源：WIND，东吴证券研究所测算

壹网壹创三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,260.9</b>	<b>1,409.9</b>	<b>1,657.4</b>	<b>1,977.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,450.8</b>	<b>1,797.6</b>	<b>2,405.0</b>	<b>2,985.9</b>
现金	829.2	955.7	1,123.4	1,399.6	营业成本	826.5	995.7	1,342.1	1,678.5
应收款项	176.3	183.2	217.6	241.8	营业税金及附加	14.0	18.0	24.1	29.9
存货	116.1	120.7	147.8	157.4	销售费用	303.2	345.8	457.0	542.9
其他	74.9	80.0	85.0	90.0	管理费用	39.3	48.5	62.5	74.6
<b>非流动资产</b>	<b>160.7</b>	<b>157.6</b>	<b>173.5</b>	<b>192.4</b>	财务费用	-6.0	-19.1	-22.5	-28.0
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	1.0	1.0	1.0	1.0
固定资产	109.1	115.1	129.0	147.9	资产减值损失	0.0	1.0	-1.2	-1.4
无形资产	0.6	0.6	0.6	0.6	<b>营业利润</b>	<b>271.6</b>	<b>408.7</b>	<b>542.0</b>	<b>688.4</b>
其他	25.3	25.3	25.3	25.3	营业外净收支	18.2	13.9	12.9	11.9
<b>资产总计</b>	<b>1,421.5</b>	<b>1,567.4</b>	<b>1,830.8</b>	<b>2,169.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>289.8</b>	<b>422.6</b>	<b>554.9</b>	<b>700.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>143.1</b>	<b>181.6</b>	<b>236.9</b>	<b>313.4</b>	所得税费用	70.8	105.7	138.7	175.1
应付票据及应付账款	80.1	85.8	105.9	133.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	1.0
其他应付款项	63.0	95.7	131.0	179.5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>219.1</b>	<b>317.0</b>	<b>416.2</b>	<b>524.2</b>
<b>非流动负债</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	EBIT	281.9	407.6	543.4	689.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	290.5	414.0	550.5	699.1
其他	0.4	0.4	0.4	0.4					
<b>负债总计</b>	<b>143.5</b>	<b>182.0</b>	<b>237.3</b>	<b>313.8</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	1.0	每股收益(元)	2.74	2.20	2.89	3.63
归属母公司股东权益	1,278.0	1,385.5	1,593.6	1,855.7	每股净资产(元)	15.98	9.60	11.05	12.86
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,421.5</b>	<b>1,567.4</b>	<b>1,830.8</b>	<b>2,169.5</b>	发行在外股份(百万股)	80.0	144.3	144.3	144.3
					ROIC(%)	16.7%	22.1%	25.6%	27.9%
					ROE(%)	17.1%	22.9%	26.1%	28.2%
					毛利率(%)	43.0%	44.6%	44.2%	43.8%
					EBIT Margin(%)	19.4%	22.7%	22.6%	23.1%
					销售净利率(%)	15.1%	17.6%	17.3%	17.6%
					资产负债率(%)	10.1%	11.6%	13.0%	14.5%
					收入增长率(%)	43.2%	23.9%	33.8%	24.2%
					净利润增长率(%)	34.7%	44.7%	31.3%	26.0%
					P/E	105.4	72.8	55.5	44.0
					P/B	18.1	16.7	14.5	12.4
					EV/EBITDA	79.5	55.7	41.9	33.0
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>					
经营活动现金流	146.9	325.1	380.4	543.4					
投资活动现金流	-86.0	-89.1	-54.2	-59.1					
筹资活动现金流	659.7	-109.5	-158.5	-208.1					
现金净增加额	720.6	126.5	167.7	276.3					
折旧与摊销	8.6	6.4	7.1	9.2					
资本开支	87.0	21.5	21.5	28.5					
营运资本变动	-81.9	21.0	-19.5	38.1					
企业自由现金流	226.8	354.6	416.7	593.2					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>