

业务结构变化盈利能力提升，扩品牌扩品类驱动高成长

——壹网壹创(300792) 2019 年报及 2020 一季报点评

增持|维持

事件：

公司发布 2019 年年报与 2020 年一季报。

点评：

● **19 年收入利润高增长，20Q1 业务结构变动使收入下滑、利润高增长**
2019 年公司实现营业收入 14.51 亿元，同比+43.25%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比+34.71%，归母扣非后净利润 2.02 亿元，同比+33.34%，收入利润双双高增长。2020Q1 公司营业收入 2.14 亿元，同比-7.81%，主要由于线上营销服务中三生花转为品牌线上管理模式、露得清结束合作；线上分销业务受疫情影响，2 月份物流配送受限出现下滑所致，归母净利润 0.47 亿元，同比+46.09%，扣非后归母净利润 0.45 亿元，同比+39.78%。整体看 2020Q1 公司 GMV 同比增长 39.04%，与利润同向良性增长。

● 线上管理服务业务占比提升，带动盈利水平提高

2019 年公司品牌线上营销服务、线上管理服务、线上分销业务收入分别为 8.18/3.31/2.95 亿元，同比+30.92/44.83/94.91%，占比 56.41/22.83/20.35%。2020Q1 三大业务收入同比增速分别为-24.75/+58.85/-24.30%，占比 41.06/34.06/24.49%，线上营销服务、线上分销两大模式较重的业务占比同比下降 9.24pct 与 5.33pct，而运营模式轻的线上管理业务因新增多个品牌客户，收入占比提升了 14.29pct。业务结构变动拉动公司盈利能力提升，Q1 毛利率提升 2.78pct 至 44.58%，净利率提升 8.17pct 至 22.12%。

● **扩品牌、扩品类、扩渠道驱动公司成长，资本运作有望加速产业整合**
公司上市后积极拓展业务矩阵：1) 扩品牌：新签佰草集、黑人、吉列、艾杜莎、丸美等多个快消品品牌客户；2) 扩品类：承接潮玩品牌泡泡玛特，拓展美妆个护以外的服务类目；3) 扩渠道：开启京东业务，进一步开拓渠道合作。同时，公司公告拟出资不超过 3.8 亿元收购家电家具 TP 上佰电商 51% 股权，有望通过资本运作加速代运营行业整合，进一步增强行业地位。

● 投资建议与盈利预测

电商服务行业高速增长，公司作为头部企业充分享受行业增长红利。未来围绕拓品类、拓品牌以及拓渠道三大方向，增长潜力巨大。同时新冠疫情影响下消费者购买习惯向线上迁移，品牌方对线上投放与线上销售的需求增强，给公司带来积极影响。我们预计 2020/2021/2022 年公司 EPS 分别为 3.94/5.81/8.25 元，对应 PE 分别为 73/50/35x，维持“增持”评级。

● 风险提示

头部客户流失风险；新品牌拓展不及预期；并购项目推进不及预期。

当前价：288.00 元

基本数据

52 周最高/最低价(元)：310.07 / 55.15

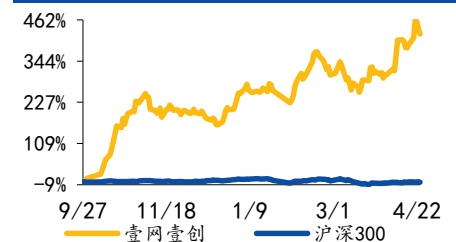
A 股流通股(百万股)：20.00

A 股总股本(百万股)：80.14

流通市值(百万元)：5760.00

总市值(百万元)：23080.03

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-壹网壹创(300792)事件点评：拟并购上佰电商，拓展家电家具品类》2020.04.17

《国元证券公司研究-壹网壹创(300792) 2020 年一季度业绩预告点评：一季度业绩超预期，拓品牌、拓品类步伐迅速推进》2020.04.10

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳

邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1012.80	1450.82	1659.78	2128.20	2662.26
收入同比(%)	43.78	43.25	14.40	28.22	25.09
归母净利润(百万元)	162.62	219.06	315.16	465.05	659.81
归母净利润同比(%)	17.99	34.71	43.87	47.56	41.88
ROE(%)	40.65	17.14	19.78	22.59	24.27
每股收益(元)	2.03	2.74	3.94	5.81	8.25
市盈率(P/E)	141.68	105.18	73.11	49.54	34.92

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

目 录

1. 财务与业务分析	3
2. 投资建议	5
3. 风险提示	5

图表目录

图 1: 壹网壹创营业收入及增速	3
图 2: 壹网壹创归母净利润及增速	3
图 3: 壹网壹创营收分业务占比	4
图 4: 壹网壹创分业务毛利率	4
图 5: 壹网壹创毛利率与净利率情况	4
图 6: 壹网壹创期间费用率情况	4
图 7: 壹网壹创存货周转天数（单位：天）	5
图 8: 壹网壹创应收账款周转天数（单位：天）	5
图 9: 壹网壹创现金流量情况（单位：亿元）	5
图 10: 壹网壹创期末账面现金（单位：亿元）	5

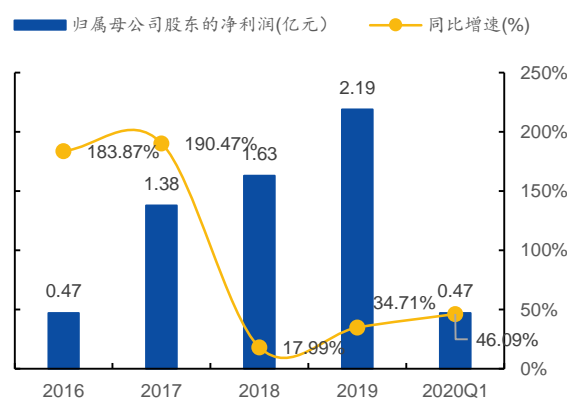
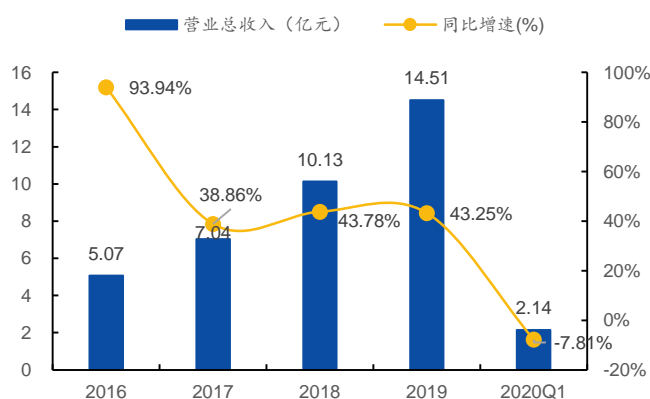
1. 财务与业务分析

2019 年收入利润双双高增长。2019 年公司实现营业收入 14.51 亿元，同比增长 43.25%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比增长 34.71%，归母扣非后净利润 2.02 亿元，同比增长 33.34%。

2020Q1 年一季度受业务结构变动及新冠疫情影响，收入出现下滑，但利润持续高增长。2020 年一季度公司实现营业收入 2.14 亿元，同比-7.81%，主要由于线上营销服务中三生花转为品牌线上管理模式、露得清结束合作；线上分销业务受疫情影响，2 月份物流配送受限出现下滑所致，实现归母净利润 0.47 亿元，同比+46.09%，扣非后归母净利润 0.45 亿元，同比+39.78%。整体看 2020Q1 公司 GMV 同比增长 39.04%，与利润同向良性增长。

图 1：壹网壹创营业收入及增速

图 2：壹网壹创归母净利润及增速



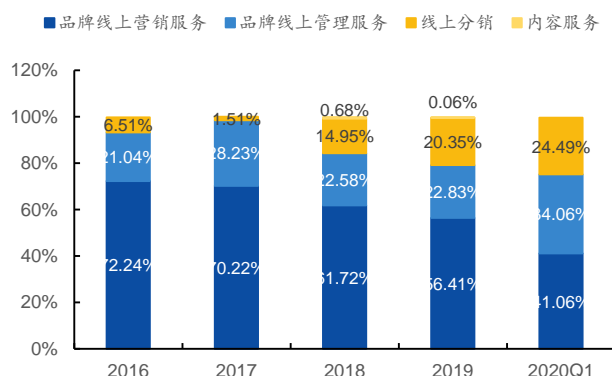
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2019 年三类主营业务均保持良性增长，2020Q1 业务结构变动，品牌线上管理业务占比显著提升。2019 年公司品牌线上营销服务、线上管理服务、线上分销业务收入分别为 8.18/3.31/2.95 亿元，同比+30.92/44.83/94.91%，占比 56.41/22.83/20.35%。2020Q1 三大业务收入分别为 0.88/0.73/0.52 亿元，同比-24.75/+58.85/-24.30%，占比 41.06/34.06/24.49%，线上营销服务、线上分销两大模式较重的业务因服务品牌减少、疫情期间物流延迟等因素影响，占比同比下降 9.24pct 与 5.33pct；而运营模式轻的线上品牌管理业务因新增多个品牌客户，收入占比同比提升了 14.29pct。

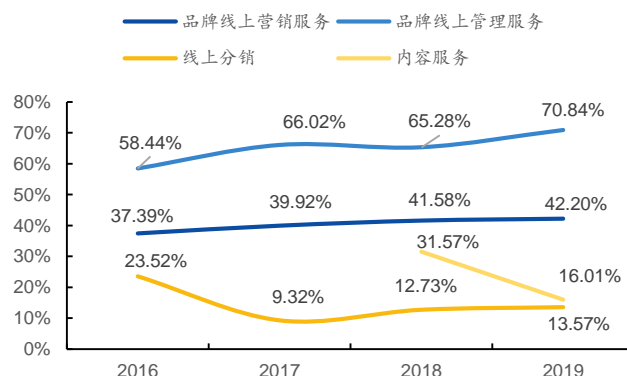
分业务毛利率方面，品牌线上管理服务毛利率提升明显。2019 年公司三大主营业务毛利率均有所提升，其中品牌线上管理服务毛利率同比大幅提升 5.56pct 至 70.84%，拉动公司整体毛利率提升；品牌线上营销服务毛利率微升 0.62pct 至 42.20%；线上分销毛利率提升 0.85pct 至 13.57%；收入占比仅为 0.06%的内容服务业务毛利率下降至 16.01%。

图 3：壹网壹创营收分业务占比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

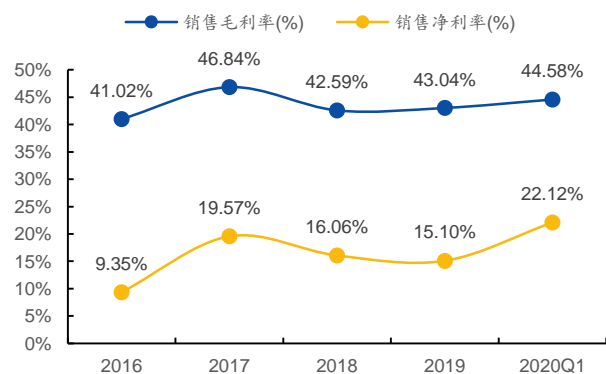
图 4：壹网壹创分业务毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

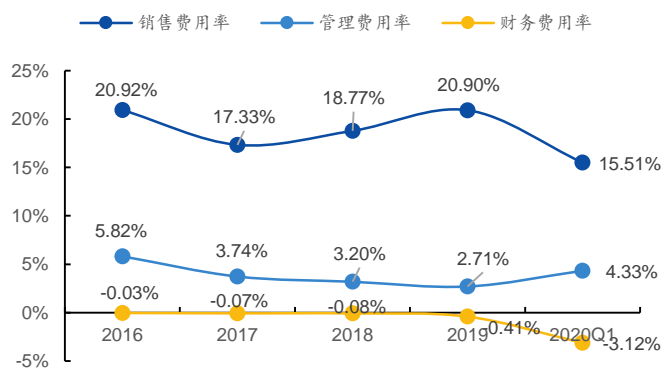
2019 年公司总体毛利率稳中有升，销售费用率因推广费用投入增加而有所上升。2019 年公司毛利率 43.04%，同比增长 0.45pct；期间费用方面，销售费用率同比上升 2.13pct 至 20.90%，主要系推广费用投入增加所致；管理费用率同比下降 0.49pct 至 2.71%；财务费用率同比下降 0.33pct 至 -0.41%，主要因利息收入增加；期内新增研发投入，研发费用率为 0.21%；全年公司净利润率 15.10%，同比略有下滑。2020Q1 由于业务结构变化，公司毛利率与净利率双双提升，毛利率同比提升 2.79pct 至 44.58%，净利率同比提升 8.16pct 至 22.12%。

图 5：壹网壹创毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

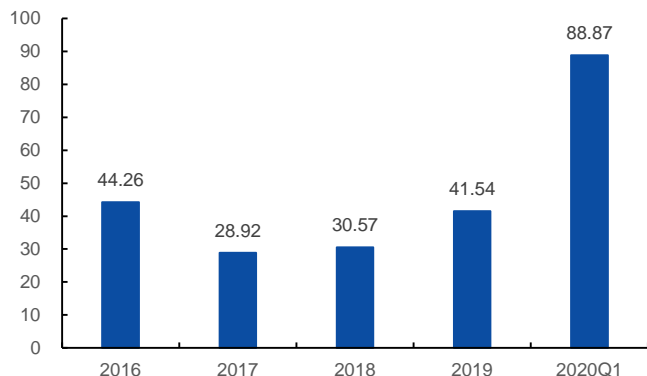
图 6：壹网壹创期间费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

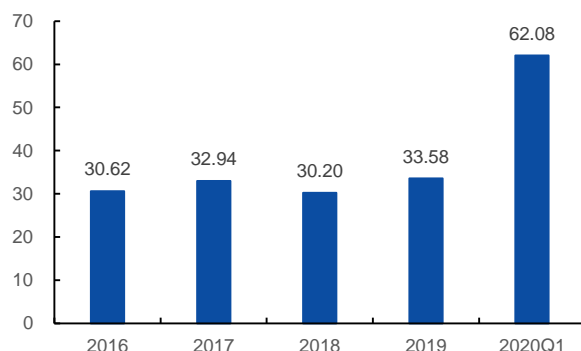
存货周期显著增加，应收账款周转天数略有提升。2019 年公司存货周转天数为 41.54 天，同比上升 10.97 天，主要系品牌线上营销服务业务增长带来备货增加。应收账款周转天数同比上升 3.38 天至 33.58 天，主要系品牌线上管理服务业务占比提升。

图 7：壹网壹创存货周转天数（单位：天）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

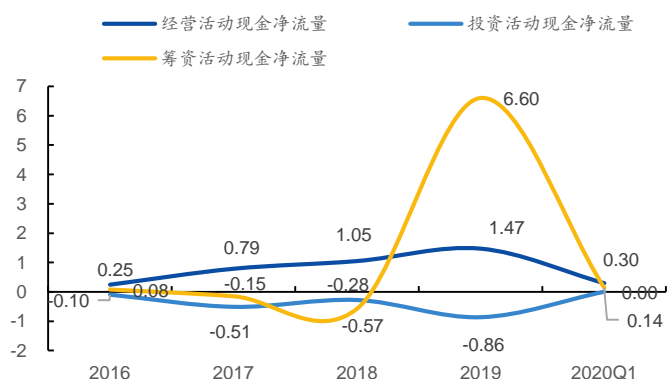
图 8：壹网壹创应收账款周转天数（单位：天）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

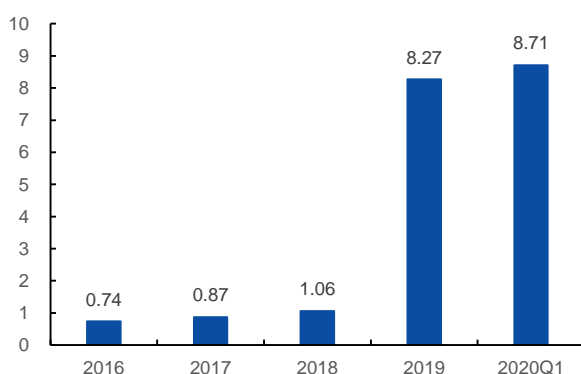
经营活动现金净流量提升显著，公司账上现金充足。2019 年公司经营活动现金净流量为 1.47 亿元，同比增长 40.08%；投资活动现金净流量为-0.86 亿元，主要系购买写字楼及土地使用权；筹资活动现金净流量为 6.60 亿元，主要系 A 股上市收到筹集资金。报告期末公司账上现金 8.27 亿元，现金储备充足，具备较强的抗风险能力。

图 9：壹网壹创现金流量情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 10：壹网壹创期末账面现金（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2. 投资建议

电商服务行业高速增长，公司作为头部企业充分享受行业增长红利。未来围绕拓品类、拓品牌以及拓渠道三大方向，增长潜力巨大。同时新冠疫情影响下消费者购买习惯向线上迁移，品牌方对线上投放与线上销售的需求增强，给公司带来积极影响。我们预计 2020/2021/2022 年公司 EPS 分别为 3.94/5.81/8.25 元，对应 PE 分别为 73/50/35x，维持“增持”评级。

3. 风险提示

头部客户流失风险；新品牌拓展不及预期；并购项目推进不及预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	422.04	1260.88	1559.15	2052.36	2735.06
现金	106.97	829.20	1099.44	1483.32	2050.79
应收账款	94.33	176.29	187.37	243.90	309.48
其他应收款	36.63	36.64	51.24	63.59	78.38
预付账款	22.44	27.68	31.77	38.52	46.32
存货	74.58	116.15	111.72	144.74	172.60
其他流动资产	87.09	74.92	77.62	78.30	77.51
非流动资产	81.30	160.66	147.60	139.79	134.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11.91	109.10	101.65	94.21	86.76
无形资产	0.21	0.59	0.59	0.59	0.59
其他非流动资产	69.19	50.98	45.36	44.99	47.27
资产总计	503.35	1421.55	1706.75	2192.15	2869.69
流动负债	103.33	143.08	113.52	133.89	151.61
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	21.54	80.12	60.07	79.83	98.74
其他流动负债	81.79	62.96	53.45	54.06	52.88
非流动负债	0.00	0.42	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.42	0.00	0.00	0.00
负债合计	103.33	143.50	113.52	133.89	151.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	60.00	80.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	44.83	713.81	713.81	713.81	713.81
留存收益	295.27	484.32	799.48	1264.53	1924.34
归属母公司股东权益	400.02	1278.05	1593.23	2058.27	2718.08
负债和股东权益	503.35	1421.55	1706.75	2192.15	2869.69

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	104.87	146.90	256.28	363.16	534.45
净利润	162.62	219.06	315.16	465.05	659.81
折旧摊销	6.61	8.60	7.44	7.44	7.44
财务费用	-0.82	-5.98	-13.93	-20.74	-33.01
投资损失	0.00	-1.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-66.31	-81.89	-48.31	-88.97	-97.51
其他经营现金流	2.77	8.12	-4.08	0.37	-2.28
投资活动现金流	-28.13	-86.04	0.00	0.00	0.00
资本支出	18.14	87.04	0.00	0.00	0.00
长期投资	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.01	1.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-57.01	659.70	13.96	20.72	33.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	668.98	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-57.01	-29.27	13.96	20.72	33.02
现金净增加额	19.65	720.60	270.24	383.88	567.46

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1012.80	1450.82	1659.78	2128.20	2662.26
营业成本	581.45	826.45	902.55	1112.35	1330.27
营业税金及附加	6.14	14.04	16.06	20.59	25.75
营业费用	190.06	303.17	298.37	343.13	386.83
管理费用	32.39	39.34	50.55	65.97	85.19
研发费用	0.00	3.10	8.30	10.64	13.31
财务费用	-0.82	-5.98	-13.93	-20.74	-33.01
资产减值损失	-1.52	0.00	-0.51	-0.34	-0.39
公允价值变动收益	0.00	1.67	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	202.46	271.62	398.39	596.59	854.31
营业外收入	15.48	18.41	19.00	19.00	19.00
营业外支出	0.66	0.22	0.44	0.33	0.38
利润总额	217.28	289.81	416.95	615.27	872.93
所得税	54.67	70.76	101.80	150.21	213.12
净利润	162.62	219.06	315.16	465.05	659.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	162.62	219.06	315.16	465.05	659.81
EBITDA	208.25	274.23	391.90	583.30	828.74
EPS (元)	2.71	2.74	3.94	5.81	8.25

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	43.78	43.25	14.40	28.22	25.09
营业利润 (%)	15.41	34.16	46.67	49.75	43.20
归属母公司净利润 (%)	17.99	34.71	43.87	47.56	41.88
获利能力					
毛利率 (%)	42.59	43.04	45.62	47.73	50.03
净利率 (%)	16.06	15.10	18.99	21.85	24.78
ROE (%)	40.65	17.14	19.78	22.59	24.27
ROIC (%)	58.46	47.74	61.73	78.82	96.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.53	10.09	6.65	6.11	5.28
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.08	8.81	13.73	15.33	18.04
速动比率	3.36	8.00	12.75	14.25	16.90
营运能力					
总资产周转率	2.36	1.51	1.06	1.09	1.05
应收账款周转率	11.92	10.37	8.90	9.87	9.62
应付账款周转率	33.79	16.26	12.88	15.90	14.90
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.03	2.74	3.94	5.81	8.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.31	1.84	3.20	4.54	6.68
每股净资产 (最新摊薄)	5.00	15.98	19.92	25.73	33.98
估值比率					
P/E	141.68	105.18	73.11	49.54	34.92
P/B	57.60	18.03	14.46	11.19	8.48
EV/EBITDA	106.73	81.05	56.71	38.10	26.82

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188