

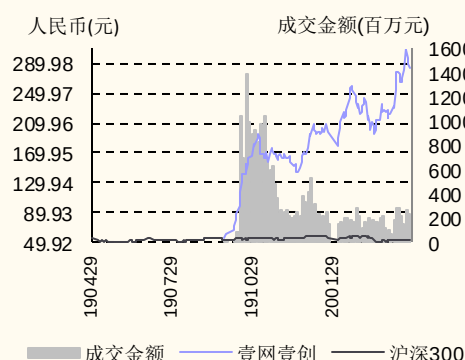
壹网壹创 (300792.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 285.10 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	.80
已上市流通 A 股(亿股)	.20
总市值(亿元)	228.48
年内股价最高最低(元)	310.07/218.02
沪深 300 指数	3823
创业板指	2019



相关报告

- 1.《业绩预增 30%+, 享景气红利高增长值得期待-业绩预增 30%+...》, 2020.1.17
- 2.《Q1-Q3 扣非归母净利润同比+29%, 上市后加速增长值得期待...》, 2019.10.28
- 3.《壹网壹创: 化妆品品牌电商运营龙头—景气行业的弄潮儿, 上市或加...》, 2019.10.16

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

Q1 利润保持高增长, 品牌&品类扩张值得期待

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	2.71	2.74	3.74	4.99	6.61
每股净资产(元)	6.67	15.98	22.69	26.69	31.98
每股经营性现金流(元)	1.75	1.78	3.36	3.52	4.72
市盈率(倍)	0.00	64.52	76.24	57.09	43.16
净利润增长率(%)	17.99%	34.71%	36.81%	33.54%	32.27%
净资产收益率(%)	40.65%	17.14%	13.21%	14.99%	16.55%
总股本(百万股)	60.00	80.00	80.14	80.14	80.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 公司公布 2019 全年及 2020Q1 业绩: 2019 年营收 14.51 亿元, 同比+43.25%; 归母净利润 2.19 亿元, 同比+34.71%; 扣非归母净利润 2.02 亿元, 同比+33.34%。公司拟每 10 股派发现金红利 10 元(含税), 每 10 股转增 8 股, 共计派发现金红利人民币 8013.90 万元, 分红率达 30%+。2020 年 Q1 营收 2.14 亿元, 同比-7.81%; 归母净利润 0.47 亿元, 同比+46.09%; 扣非归母净利润 0.45 亿元, 同比+39.78%。

点评

- 分业务来看: 2019 年公司在保持老客户的持续高增长以外, 还积极推进市场拓展, 新增佰草集、黑人牙膏、吉列、艾杜莎、丸美等多个快消品品牌客户; 签约泡泡玛特等新类目品牌客户, 拓展品类布局; 开启京东业务, 进一步开拓渠道合作。线上营销、品牌管理、分销业务收入分别同比+30.9%、+44.8%、+94.9%, 占比分别为 56.4%、22.8%、20.3%, 毛利率分别为 42.2%、70.8%、13.6%, 毛利率分别同比+0.62pct、+5.56pct、+0.84pct。1Q 2020, 公司 GMV(退款后)同比+39.04%, 线上营销、品牌管理、分销业务收入分别同比-24.8%、+58.9%、-24.3%。线上营销收入下降原因为与露得清结束合作&三生花切换成品牌线上管理服务; 分销收入下降原因主要为受疫情影响, 2 月份物流配送受限。
- 从盈利能力来看: 2019 年公司综合毛利率为 43.04%, 同比+0.45pct; 销售费用率为 20.90%, 同比+2.13pct, 增长的主要原因为推广费用投入增加; 管理费用率(含研发费用)为 2.92%, 同比-0.28pct; 归母净利率同比-1pct 至 15%。2020 年 Q1 公司综合毛利率为 44.58%, 同比+2.78pct, 毛利率增长的主要原因为毛利率较高的品牌管理业务占比提升; 销售费用率为 15.51%, 同比-3.36pct; 管理费用率(含研发费用)为 4.77%, 同比+0.88pct; 归母净利率同比+8pct 至 22%。
- 2019 年 3 月公司公告拟以不超过 3.8 亿元的对价收购浙江上佰电子商务有限公司 51%股权: 浙江上佰是家电家具类目的代运营商, 为客户提供包括商业策略、数据营销、渠道运营、消费者运营、供应链协同等服务在内的一体化电商运营服务。2019 年上佰营业收入 1.86 亿元, 净利润 0.40 亿元。

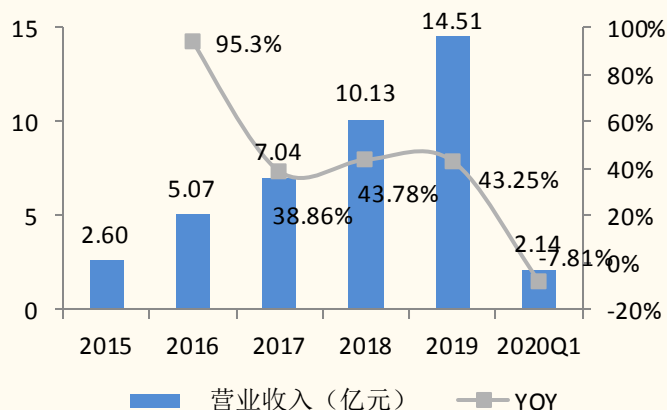
投资建议

- 公司已在美妆快消领域建立起成熟的大品牌电商运营经验, 在美妆电商渠道高景气增长和合作品牌的不断开拓下, 未来 3 年实现 30%以上的利润复合增速值得期待: 2020-2022 年, 预计公司归母净利润 3.00、4.00、5.29 亿元, 同比+36.81%、33.54%、32.27%, 当前市值对应 PE 分别为 76x、57x、43x, 维持买入评级。
- 风险提示: 电商增速放缓、新品牌拓展不及预期、品牌续约率下降、新兴社交营销冲击

2019&2020Q1 业绩点评

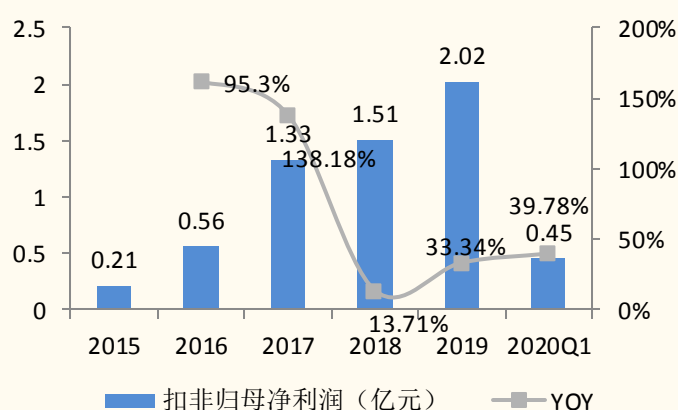
- 公司公布 2019 全年及 2020Q1 业绩：2019 年营收 14.51 亿元，同比+43.25%；归母净利润 2.19 亿元，同比+34.71%；扣非归母净利润 2.02 亿元，同比+33.34%。公司拟每 10 股派发现金红利 10 元（含税），每 10 股转增 8 股，共计派发现金红利人民币 8013.90 万元，分红率达 30%+。2020 年 Q1 营收 2.14 亿元，同比-7.81%；归母净利润 0.47 亿元，同比+46.09%；扣非归母净利润 0.45 亿元，同比+39.78%。

图表 1：2015-2020Q1 营收（亿元）及增速



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 2：2015-2020Q1 扣非归母净利润（亿元）及增速



来源：公司年报，国金证券研究所

- 分业务来看：2019 年公司在保持老客户的持续高增长以外，还积极推进市场拓展，新增佰草集、黑人牙膏、吉列、艾杜莎、丸美等多个快消品品牌客户；签约泡泡玛特等新类目品牌客户，拓展品类布局；开启京东业务，进一步开拓渠道合作。线上营销、品牌管理、分销业务收入分别同比+30.9%、+44.8%、+94.9%，占比分别为 56.4%、22.8%、20.3%，毛利率分别为 42.2%、70.8%、13.6%，毛利率分别同比+0.62pct、+5.56pct、+0.84pct。1Q 2020，公司 GMV（退款后）同比+ 39.04%，线上营销、品牌管理、分销业务收入分别同比-24.8%、+58.9%、-24.3%。线上营销收入下降原因为与露得清结束合作&三生花切换成品牌线上管理服务；分销收入下降原因主要为受疫情影响，2 月份物流配送受限。

图表 3：公司重点业务介绍

业务类型	直接客户	盈利模式	2018	2019	2020Q1	2018	2019
			收入占比	收入占比	收入占比	毛利率	毛利率
品牌线上营销服务	终端消费者	线上商品的销售收入与营销成本（包含采购成本及各项营销费用等）的差额	61.72%	56.41%	41.06%	41.58%	42.20%
品牌线上管理服务	品牌方	根据线上销售情况和双方约定的比例向品牌方收取服务费用，发生人力、仓配等成本	22.58%	22.83%	34.06%	65.28%	70.84%
线上分销业务	B2C 平台/中小卖家	线上商品的销售收入与采购成本及各项费用的差额	14.95%	20.35%	24.49%	12.73%	13.57%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 从盈利能力来看：2019 年公司综合毛利率为 43.04%，同比+0.45pct；销售费用率为 20.90%，同比+2.13pct，增长的主要原因为推广费用投入增加；

管理费用率（含研发费用）为 2.92%，同比-0.28pct；归母净利率同比-1pct 至 15%。2020 年 Q1 公司综合毛利率为 44.58%，同比+2.78pct，毛利率增长的主要原因为毛利率较高的品牌管理业务占比提升；销售费用率为 15.51%，同比-3.36pct；管理费用率（含研发费用）为 4.77%，同比+0.88pct；归母净利率同比+8pct 至 22%。

- **品牌&品类扩充、渠道外延、人效提升是未来三大看点：**①19 年成立 BD 团队，计划扩充美妆个护新品牌，并向更多品类拓展。②外延新渠道&捕捉新流量：目前主要在阿里运营，未来亦考虑向京东、拼多多、抖音等拓展。③中台后台具有规模化效应，人效有望提升。
- **2019 年 3 月公司公告拟以不超过 3.8 亿元的对价收购浙江上佰电子商务有限公司 51%股权：**浙江上佰电子商务有限公司成立于 2015 年，主要从事品牌电商的代运营服务，是家电家具类目的代运营商。即为客户在电商平台提供包括商业策略、数据营销、渠道运营、内容营销、消费者运营、供应链协同等服务在内的一体化电商运营服务。2019 年，上佰营业收入 1.86 亿元，净利润 0.40 亿元。
- **投资建议：**公司已在美妆快消领域建立起成熟的大品牌电商运营经验，在美妆电商渠道高景气增长和合作品牌的不断开拓下，未来 3 年实现 30%以上的利润复合增速值得期待。2020-2022 年，预计公司归母净利润 3.00、4.00、5.29 亿元，同比+36.81%、33.54%、32.27%，当前市值对应 PE 分别为 76x、57x、43x，维持买入评级。
- **风险提示：**电商增速放缓、新品牌拓展不及预期、品牌续约率下降、新兴社交营销冲击

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	704	1,013	1,451	1,803	2,326	2,989
增长率		43.8%	43.2%	24.3%	29.0%	28.5%
主营业务成本	-374	-581	-826	-997	-1,268	-1,600
%销售收入	53.2%	57.4%	57.0%	55.3%	54.5%	53.5%
毛利	330	431	624	805	1,058	1,389
%销售收入	46.8%	42.6%	43.0%	44.7%	45.5%	46.5%
营业税金及附加	-5	-6	-14	-17	-23	-29
%销售收入	0.7%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-122	-190	-303	-377	-486	-625
%销售收入	17.3%	18.8%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
管理费用	-26	-32	-39	-58	-74	-96
%销售收入	3.7%	3.2%	2.7%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	0	0	-3	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	176	203	265	353	475	640
%销售收入	25.0%	20.0%	18.2%	19.6%	20.4%	21.4%
财务费用	1	1	6	27	39	46
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-1.5%	-1.7%	-1.6%
资产减值损失	-2	-2	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%
营业利润	175	202	272	381	515	688
营业利润率	24.9%	20.0%	18.7%	21.2%	22.2%	23.0%
营业外收支	9	15	18	18	18	18
税前利润	184	217	290	400	534	706
利润率	26.2%	21.5%	20.0%	22.2%	22.9%	23.6%
所得税	-47	-55	-71	-100	-133	-176
所得税率	25.3%	25.2%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	138	163	219	300	400	529
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	138	163	219	300	400	529
净利率	19.6%	16.1%	15.1%	16.6%	17.2%	17.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	138	163	219	300	400	529
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	8	9	24	30	34
非经营收益	0	0	-3	-19	-19	-19
营运资金变动	-64	-66	-82	31	-59	-72
经营活动现金净流	79	105	142	336	352	472
资本开支	-51	-18	-87	-112	-62	-62
投资	0	-10	0	0	0	0
其他	0	0	1	1	1	1
投资活动现金净流	-51	-28	-86	-111	-61	-61
股权募资	0	0	717	691	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-15	-57	-58	0	0	0
筹资活动现金净流	-15	-57	660	691	0	0
现金净流量	13	20	716	917	291	411

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	87	107	829	1,746	2,037	2,448
应收账款	102	131	213	203	261	336
存货	24	75	116	87	110	139
其他流动资产	81	110	103	116	137	162
流动资产	294	422	1,261	2,151	2,546	3,085
%总资产	83.2%	83.8%	88.7%	89.0%	88.9%	89.5%
长期投资	0	10	12	12	12	12
固定资产	6	12	109	194	237	278
%总资产	1.8%	2.4%	7.7%	8.0%	8.3%	8.1%
无形资产	11	17	12	19	26	31
非流动资产	59	81	161	267	317	363
%总资产	16.8%	16.2%	11.3%	11.0%	11.1%	10.5%
资产总计	353	503	1,422	2,418	2,862	3,448
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	25	51	82	67	86	109
其他流动负债	40	52	61	81	107	141
流动负债	65	103	143	149	193	249
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	65	103	143	149	193	249
普通股股东权益	288	400	1,278	2,269	2,669	3,198
其中：股本	60	60	80	100	100	100
未分配利润	173	277	445	744	1,145	1,674
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	353	503	1,422	2,418	2,862	3,448

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	2.297	2.710	2.738	3.740	4.994	6.605
每股净资产	4.808	6.667	15.976	22.689	26.691	31.985
每股经营现金净流	1.314	1.748	1.781	3.363	3.520	4.717
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	47.77%	40.65%	17.14%	13.21%	14.99%	16.55%
总资产收益率	39.02%	32.31%	15.41%	12.40%	13.98%	15.35%
投入资本收益率	45.71%	37.94%	15.65%	11.68%	13.35%	15.01%
增长率						
主营业务收入增长率	38.86%	43.78%	43.25%	24.27%	29.01%	28.52%
EBIT增长率	156.34%	14.92%	30.56%	33.51%	34.42%	34.72%
净利润增长率	190.47%	17.99%	34.71%	36.81%	33.54%	32.27%
总资产增长率	51.44%	42.50%	182.42%	70.07%	18.39%	20.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.4	30.6	34.0	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	29.3	31.0	42.1	32.0	32.0	32.0
应付账款周转天数	17.4	10.8	22.4	11.0	11.0	11.0
固定资产周转天数	3.4	4.3	27.4	29.1	21.6	15.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.14%	-26.74%	-64.88%	-76.95%	-76.32%	-76.54%
EBIT利息保障倍数	-346.6	-246.6	-44.3	-13.3	-12.1	-13.8
资产负债率	18.33%	20.53%	10.09%	6.15%	6.75%	7.23%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	3	27
增持	0	0	0	4	21
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.57	1.44

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-16	买入	107.48	143.00~143.00
2	2019-10-28	买入	161.97	N/A
3	2020-01-17	买入	197.51	N/A

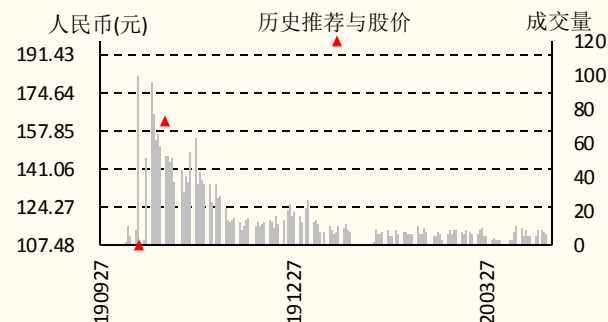
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH