

业绩增速亮眼，定增培育新增长点 增持（维持）

2020 年 10 月 29 日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006
021-60199793

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

021-60199793
fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,451	1,500	1,670	2,296
同比（%）	43.2%	3.4%	11.3%	37.5%
归母净利润（百万元）	219	345	493	709
同比（%）	34.7%	57.7%	42.7%	43.9%
每股收益（元/股）	1.52	2.39	3.42	4.92
P/E（倍）	108.81	68.99	48.36	33.61

投资要点

■ **Q3 营收增速提升，利润超预期增长：**2020 年前三季度公司实现营收 8.25 亿元，同比增加 4.38%；实现归母净利润 1.64 亿元，同比增加 70.33%；实现扣非归母净利润 1.52 亿元，同比增加 58.38%。其中，Q3 单季度实现营业收入 2.67 亿元，同比增加 15.55%；归母净利润 0.55 亿元，同比增加 107.93%；实现扣非归母净利润 0.47 亿元，同比增加 76.96%。2020 年以来公司营收、利润增速逐季提升，Q3 单季度业绩增速超预期。

■ **盈利能力大幅提升，费用管控较好：**2020 年前三季度公司毛利率为 43.9%，同比增长 3.9pct，主要系毛利率较高的线上管理业务占比提升。前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.4%/4.9%/1.0%/-2.3%，分别同比变化-5.77/+0.93/+0.90/-2.21pct。销售费用率同比下降，主要受新会计准则调整影响，运费转计为营业成本；财务费用率同比下降，主要系利息收入增加。2020 年前三季度公司净利率为 21.26%，同比提升 9.08pct。受益于回款金额的增加，前三季度经营性现金流量净额同比提升 173.02%至 2.64 亿元。

■ **拟定向增发股票，聚焦核心优势巩固及新增长点培育：**2020 年 10 月 20 日，公司发布《2020 年度向特定对象发行股票预案》，拟向不超过 35 名对象发行不超过发行前公司总股本 30%的股票，共募集金额约 11 亿元，其中 5.34 亿元用于自有品牌及内容电商项目、0.93 亿元用于仓储物流项目、1.62 亿元用于研发中心及信息化项目、3.11 亿元用于补充流动资金。作为电商代运营龙头企业，核心优势在于运营能力及效率的持续领先，我们认为，内容电商作为电商服务的重要一环，投入该项目利于公司提升服务优势壁垒和服务客户粘性；仓储物流、研发中心及信息化项目的建设将提升服务效率、降低运营成本；自有品牌项目充分利用公司数据分析及精准营销方面的经验和优势，有望形成新增长点。

■ **年内百雀羚模式切换，模式持续由重转轻：**公司在代运营可比公司中轻资产比例相对较大，且今年以来持续向轻资产模式切换。先是 2020Q1 三生花旗舰店由线上营销切换为线上管理，再是百雀羚天猫旗舰店自 2020 年 10 月起模式由线上营销切换为线上管理。由于百雀羚天猫在线上营销业务占比较大，模式切换后公司轻资产比例将大为提升，存货风险将进一步降低，收入增速也将更为平滑。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是国内领先电商代运营龙头，受益于美妆和电商的双风口，扩品牌、扩品类、扩平台较为顺利，定增计划利于核心壁垒的不断巩固以及培育新增长点，预计 2020-22 年归母净利润为 3.45、4.93、7.09 亿元，同比+57.7%、42.7%、43.9%，当前市值对应 PE 为 69.0x、48.4x、33.6x，维持“增持”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、平台流量下滑、疫情出现反复。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	165.23
一年最低/最高价	130.01/390.04
市净率(倍)	17.44
流通 A 股市值(百万元)	12005.10

基础数据

每股净资产(元)	9.48
资产负债率(%)	20.48
总股本(百万股)	144.25
流通 A 股(百万股)	72.66

相关研究

- 1、《壹网壹创 (300792)：疫情下依旧保持高增长，品类扩张成为新看点》2020-04-26
- 2、《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

壹网壹创三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,261	1,418	1,918	2,612	营业收入	1,451	1,500	1,670	2,296
现金	829	1,111	1,430	2,060	减:营业成本	826	743	714	944
应收账款	176	93	207	207	营业税金及附加	14	15	16	22
存货	116	55	110	108	营业费用	303	281	287	386
其他流动资产	139	159	171	236	管理费用	42	44	44	57
非流动资产	161	248	310	367	财务费用	-6	-19	-25	-35
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	109	199	262	321	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	0	0	0	0	其他收益	3	1	2	2
无形资产	1	1	1	0	营业利润	272	442	639	927
其他非流动资产	51	49	47	46	加:营业外净收支	18	18	18	18
资产总计	1,422	1,667	2,228	2,978	利润总额	290	461	657	946
流动负债	143	122	191	232	减:所得税费用	71	115	164	236
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	80	11	77	39	归属母公司净利润	219	345	493	709
其他流动负债	63	111	115	193	EBIT	273	441	632	911
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	282	453	650	934
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	0	0	0	0	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	143	123	192	233	每股收益(元)	1.52	2.39	3.42	4.92
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	8.86	10.70	14.12	19.03
					发行在外股份(百万股)	80	144	144	144
归属母公司股东权益	1,278	1,544	2,037	2,746	ROIC(%)	50.1%	83.6%	83.2%	105.3%
负债和股东权益	1,422	1,667	2,228	2,978	ROE(%)	17.1%	22.4%	24.2%	25.8%
					毛利率(%)	43.0%	50.5%	57.3%	58.9%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	15.1%	23.0%	29.5%	30.9%
经营活动现金流	147	439	371	673	资产负债率(%)	10.1%	7.4%	8.6%	7.8%
投资活动现金流	-86	-97	-77	-77	收入增长率(%)	43.2%	3.4%	11.3%	37.5%
筹资活动现金流	660	-60	25	35	净利润增长率(%)	34.7%	57.7%	42.7%	43.9%
现金净增加额	721	282	319	630	P/E	108.81	68.99	48.36	33.61
折旧和摊销	9	12	18	23	P/B	18.65	15.44	11.70	8.68
资本开支	87	88	62	57	EV/EBITDA	81.63	50.11	34.48	23.31
营运资本变动	-82	104	-112	-22					

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>