

2021年04月28日

内生外延拉动 GMV 高速增长，加速培育自有品牌和内容电商

增持（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,299	1,511	1,782	2,061
同比（%）	-10.5%	16.3%	17.9%	15.7%
归母净利润（百万元）	310	365	436	513
同比（%）	41.5%	17.8%	19.3%	17.7%
每股收益（元/股）	2.15	2.53	3.02	3.56
P/E（倍）	35.23	29.90	25.06	21.29

投资要点

- **2020 年归母净利润同增超 40%，21Q1 业绩略低于预期：**公司发布 2020 年报&21Q1 季报，年报业绩接近业绩预告下限，21Q1 业绩略低于我们预期。2020 年公司实现营收 12.99 亿元（同比-10.49%，下同），归母净利润 3.1 亿元（+41.54%），扣非归母净利 2.84 亿元（+41%）。其中，20Q4 实现营收 4.74 亿元（-28.27%），归母净利 1.46 亿元（+19.01%），扣非归母净利 1.32 亿元（+25.25%）。21Q1 实现营收 2.23 亿元（+4.20%），归母净利 0.53 亿元（+12.29%），扣非归母净利 0.49 亿元（+9.10%）。公司拟每 10 股派发现金红利 5.5 元，以资本公积金每 10 股转增 5 股。
- **结构变化提升盈利水平，费用水平基本稳定：**2020 年公司毛利率提升 4.79pct 至 47.83%，2021Q1 毛利率继续提升至 48.57%，主要系毛利率较高的品牌线上管理业务占比提升。2020 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-9.70pct/+1.17pct/+0.85pct/-1.27pct。销售费用率有所下降，主要系买断模式的线上营销服务业务占比下降，以及推广费、仓储费减少。2021Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-8.71pct/+3.18pct/+2.35pct/+1.35pct，研发投入同比有所增加。
- **模式总体由重转轻，GMV 保持高速增长：**2020 年公司品牌线上营销/品牌线上管理/线上分销/其他业务占比分别同比变化-24pct/+17pct/+7pct/+0.1pct。公司业务持续向轻资产模式切换。从 GMV 水平看，2020 年公司 GMV 突破 200 亿元（+85.19%），2020Q1 公司实现 GMV43.40 亿元（+95.29%）。
- **切入上佰、速网加速行业整合，拓品牌、拓品类、拓平台持续推进：**公司分别于 2020 年 5 月和 11 月收购浙江上佰的 51% 股权和浙江速网的 19.83% 股权。其中，浙江上佰专注于消费电子领域，浙江速网专注于国际高端品牌的新零售整体解决方案，两家 TP 均为天猫五星级服务商。
 （1）**拓品牌、拓品类：**2020 年签约屈臣氏、菲洛嘉、植花季、星巴克等新类目品牌客户，2021Q1 新签约品牌 6 个。同时，2021 年 3 月上市创立首个自有健康食品品牌“每鲜说”，首月 GMV 实现 400 万+。
 （2）**拓平台：**2020Q4 公司成立抖音事业部，计划大力发展以抖音为代表的 content 电商，通过标准化快速复制，迅速完成 200+ 直播间建设。
- **盈利预测与投资评级：**公司是国内电商代运营龙头，扩品牌、扩品类、扩平台，并加速培育自有品牌和内容电商，由于阿里增速有所放缓，我们将 2021-22 年归母净利润从 4.72、6.80 亿元调整至 3.65、4.36 亿元，预计 2023 年归母净利润为 5.13 亿元，同增 17.8%、19.3%、17.7%，当前市值对应 2021-2023 年 PE 29.9x、25.1x、21.3x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**电商增速放缓、品牌拓展较慢、续约率下降、平台流量下滑。

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520120002

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号：S0600520090006

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	75.70
一年最低/最高价	73.42/216.11
市净率(倍)	7.97
流通 A 股市值(百万元)	4639.85

基础数据

每股净资产(元)	10.86
资产负债率(%)	19.32
总股本(百万股)	144.31
流通 A 股(百万股)	61.29

相关研究

- 1、《壹网壹创 (300792)：全年利润高增，加大自有品牌及内容电商投入》2021-01-27
- 2、《壹网壹创 (300792)：业绩增速亮眼，定增培育新增长点》2020-10-29
- 3、《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

壹网壹创三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,271	1,260	1,824	2,017	营业收入	1,299	1,511	1,782	2,061
现金	632	663	1,056	1,292	减:营业成本	677	721	778	845
应收账款	202	134	282	207	营业税金及附加	28	32	38	44
存货	84	129	101	149	营业费用	145	196	285	350
其他流动资产	353	334	384	370	管理费用	50	45	62	93
非流动资产	743	958	1,147	1,331	研发费用	14	16	19	22
长期股权投资	128	255	383	511	财务费用	-22	-13	-17	-23
固定资产	105	217	298	369	资产减值损失	2	0	0	0
在建工程	114	95	80	70	加:投资净收益	3	3	3	3
无形资产	35	32	30	27	其他收益	12	7	8	8
其他非流动资产	361	359	356	354	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	2,014	2,218	2,971	3,348	营业利润	432	532	637	751
流动负债	421	217	485	291	加:营业外净收支	11	11	11	11
短期借款	8	8	8	8	利润总额	443	543	647	762
应付账款	90	91	104	108	减:所得税费用	97	136	162	191
其他流动负债	323	118	373	175	少数股东损益	35	42	50	58
非流动负债	9	9	9	9	归属母公司净利润	310	365	436	513
长期借款	0	0	0	0	EBIT	430	530	631	739
其他非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	443	547	655	770
负债合计	430	226	494	299	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	72	114	163	222	每股收益(元)	2.15	2.53	3.02	3.56
归属母公司股东权益	1,513	1,878	2,314	2,827	每股净资产(元)	10.48	13.01	16.03	19.59
负债和股东权益	2,014	2,218	2,971	3,348	发行在外股份(百万股)	144	144	144	144
					ROIC(%)	64.9%	54.9%	74.0%	70.3%
					ROE(%)	21.8%	20.4%	19.6%	18.7%
现金流量表 (百万元)									
					毛利率(%)	47.8%	52.3%	56.3%	59.0%
经营活动现金流	438	237	577	414	销售净利率(%)	23.9%	24.2%	24.5%	24.9%
投资活动现金流	-575	-219	-201	-202	资产负债率(%)	21.3%	10.2%	16.6%	8.9%
筹资活动现金流	-58	13	17	23	收入增长率(%)	-10.5%	16.3%	17.9%	15.7%
现金净增加额	-196	31	393	236	净利润增长率(%)	41.5%	17.8%	19.3%	17.7%
折旧和摊销	13	16	24	31	P/E	35.23	29.90	25.06	21.29
资本开支	91	87	62	56	P/B	7.22	5.82	4.72	3.86
营运资本变动	88	-161	97	-152	EV/EBITDA	22.90	18.59	14.99	12.52

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>