

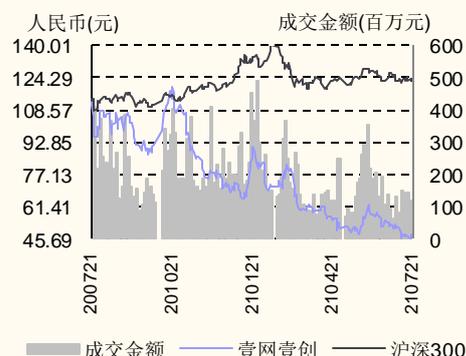
壹网壹创 (300792.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 47.78 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.16
已上市流通 A 股(亿股)	0.92
总市值(亿元)	103.39
年内股价最高最低(元)	119.94/45.69
沪深 300 指数	5144
创业板指	3560



相关报告

- 1.《锐意进取拓展业务边界，打开长期成长空间-壹网壹创 20 年及 21...》，2021.4.28
- 2.《代运营行业景气，业务模式切换下成长依旧-壹网壹创深度报告》，2021.2.26

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

收购浙江上佰剩余 49%股权，增厚公司业绩

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,451	1,299	1,744	2,229	2,658
营业收入增长率	43.25%	-10.49%	34.31%	27.81%	19.24%
归母净利润(百万元)	219	310	404	518	647
归母净利润增长率	34.71%	41.54%	30.41%	28.13%	24.78%
摊薄每股收益(元)	1.01	1.43	1.87	2.39	2.99
每股经营性现金流净额	1.78	3.04	1.22	2.43	3.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.14%	20.50%	22.63%	24.70%	26.01%
P/E	175	77	26	20	16
P/B	29.91	15.80	5.79	4.93	4.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

公告简评

- 7.21 公告拟 43.02 元/股发行 540 万股份及现金 1.25 亿元收购浙江上佰剩余 49%股权 (对价 3.58 亿元)、同时发行股份募集配套资金 2.33 亿元 (其中 1.25 亿元用于现金支付、1.07 亿元用于补充浙江上佰流动资金及中介机构费)。
- 浙江上佰为知名家电代运营商，成长性高、盈利能力强。上佰客户有美的、小天鹅、西门子等国内外品牌，在家电领域培育了核心竞争优势，渠道覆盖淘宝/天猫/京东/拼多多/苏宁易购等，并逐步加大对视频内容电商的投入。19/20/1Q21 营收分别为 1.79/2.25/0.56 亿元，净利分别为 3938/8188/1381 万元，对应净利率 22%/36%/25%，20 年营收及净利分别同增 27%/108%。
- 20 年 5 月公司收购浙江上佰 51%股权，20~22 年承诺净利不低于 5500/7000/8500 万元 (20 年并表 7331 万元完成业绩承诺)。本次收购其剩余 49%股权，增强公司对浙江上佰控制、巩固公司在代运营行业竞争力。

经营分析

- 近期公司公告拟 43.05 元/股向激励对象定向发行不超 141.58 万股限制性股份 (占当前总股本 0.65%)，其中首次授予 95 名激励对象 120.35 万股 (CEO 邓旭获授 40.91 万股、其他 94 名核心技术人员获授 79.44 万股)。
- 考核 21~24 年扣非归母净利较 19 年增速不低于 65%/100%/135%/170%，对应同比增速为 17.01%/21.21%/17.50%/14.89%。21~23 年业绩考核目标与 20 年第一期限制性股权激励目标相同，并新增对 24 年业绩考核要求。
- 本次激励的意义在于纳入了更多的激励对象，并且在 20 年第一次激励基础上继续给予部分人员第二次股权激励、增强了激励强度。

投资建议

- 公司通过内生及外延积极拓展多品牌/多品类/多平台，打开成长天花板；短期拓展新业务拖累业绩表现，但预计 2Q21 部分新业务将贡献利润，每鲜说 21 年全年预计营收超亿元、代餐品牌稳步发展。考虑新业务拖累，下调 21~23 年净利 9%/18%/23%，对应 EPS 为 1.87/2.39/2.99 元，对应 PE 为 26/20/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 大客户终止合作风险、品牌客户拓展/新平台拓展不及预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,013	1,451	1,299	1,744	2,229	2,658
增长率		43.2%	-10.5%	34.3%	27.8%	19.2%
主营业务成本	-581	-826	-677	-822	-972	-1,152
%销售收入	57.4%	57.0%	52.2%	47.1%	43.6%	43.3%
毛利	431	624	621	922	1,257	1,506
%销售收入	42.6%	43.0%	47.8%	52.9%	56.4%	56.7%
营业税金及附加	-6	-14	-28	-12	-16	-19
%销售收入	0.6%	1.0%	2.1%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-190	-303	-145	-194	-245	-292
%销售收入	18.8%	20.9%	11.2%	11.1%	11.0%	11.0%
管理费用	-32	-39	-50	-174	-301	-332
%销售收入	3.2%	2.7%	3.9%	10.0%	13.5%	12.5%
研发费用	0	-3	-14	-52	-67	-80
%销售收入	0.0%	0.2%	1.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	203	265	384	490	629	783
%销售收入	20.0%	18.2%	29.5%	28.1%	28.2%	29.5%
财务费用	1	6	22	13	17	23
%销售收入	-0.1%	-0.4%	-1.7%	-0.8%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	2	4	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	9	2	2	2
投资收益	0	1	3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.3%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	202	272	432	505	648	808
营业利润率	20.0%	18.7%	33.3%	29.0%	29.1%	30.4%
营业外收支	15	18	11	0	0	0
税前利润	217	290	443	505	648	808
利润率	21.5%	20.0%	34.1%	29.0%	29.1%	30.4%
所得税	-55	-71	-97	-101	-130	-162
所得税率	25.2%	24.4%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	163	219	345	404	518	647
少数股东损益	0	0	35	0	0	0
归属于母公司的净利润	163	219	310	404	518	647
净利率	16.1%	15.1%	23.9%	23.2%	23.2%	24.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	163	219	345	404	518	647
少数股东损益	0	0	35	0	0	0
非现金支出	5	9	11	21	24	28
非经营收益	0	-3	-13	-2	-2	-2
营运资金变动	-66	-82	95	-169	-33	-33
经营活动现金净流	102	142	439	254	507	639
资本开支	-18	-87	-91	-55	-56	-56
投资	-10	0	-260	0	0	0
其他	0	1	-224	0	0	0
投资活动现金净流	-28	-86	-575	-55	-55	-55
股权募资	0	717	14	31	0	0
债权募资	0	0	8	-11	0	0
其他	-57	-58	-82	-162	-207	-259
筹资活动现金净流	-57	660	-60	-141	-207	-259
现金净流量	17	716	-196	58	244	325

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	107	829	632	689	933	1,259
应收账款	131	213	261	315	403	481
存货	75	116	84	122	144	170
其他流动资产	110	103	294	292	299	307
流动资产	422	1,261	1,271	1,418	1,779	2,216
%总资产	83.8%	88.7%	63.1%	64.7%	68.8%	72.6%
长期投资	10	12	148	150	152	154
固定资产	12	109	219	258	292	321
%总资产	2.4%	7.7%	10.9%	11.8%	11.3%	10.5%
无形资产	17	12	370	367	364	362
非流动资产	81	161	743	774	807	837
%总资产	16.2%	11.3%	36.9%	35.3%	31.2%	27.4%
资产总计	503	1,422	2,014	2,192	2,586	3,053
短期借款	0	0	8	0	0	0
应付款项	51	82	325	263	326	383
其他流动负债	52	61	88	71	91	112
流动负债	103	143	421	334	417	496
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	9	0	0	0
负债	103	143	430	334	417	496
普通股股东权益	400	1,278	1,513	1,787	2,098	2,485
其中：股本	60	80	144	208	208	208
未分配利润	277	445	655	897	1,208	1,596
少数股东权益	0	0	72	72	72	72
负债股东权益合计	503	1,422	2,014	2,192	2,586	3,053

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.75	1.01	1.43	1.87	2.39	2.99
每股净资产	1.85	5.91	6.99	8.26	9.69	11.49
每股经营现金净流	1.70	1.78	3.04	1.22	2.43	3.07
每股股利	-	1.00	0.55	0.78	0.99	1.24
回报率						
净资产收益率	40.65%	17.14%	20.50%	22.63%	24.70%	26.01%
总资产收益率	32.31%	15.41%	15.39%	18.44%	20.03%	21.18%
投入资本收益率	37.94%	15.65%	18.72%	21.09%	23.18%	24.50%
增长率						
主营业务收入增长率	43.78%	43.25%	-10.49%	34.31%	27.81%	19.24%
EBIT 增长率	14.92%	30.56%	44.93%	27.69%	28.34%	24.59%
净利润增长率	17.99%	34.71%	41.54%	30.41%	28.13%	24.78%
总资产增长率	42.50%	182.42%	41.69%	8.85%	17.97%	18.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.6	34.0	53.2	53.0	53.0	53.0
存货周转天数	31.0	42.1	54.0	54.0	54.0	54.0
应付账款周转天数	10.8	22.4	45.8	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	4.3	27.4	29.5	30.0	29.0	28.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.74%	-64.88%	-53.68%	-49.29%	-53.49%	-58.09%
EBIT 利息保障倍数	-246.6	-44.3	-17.6	-36.5	-37.4	-34.5
资产负债率	20.53%	10.09%	21.33%	15.23%	16.12%	16.23%

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	4	10	16	31	47
增持	0	2	4	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.20	1.21	1.00

来源：聚源数据

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

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
4	2020-04-27	买入	288.00	N/A
5	2021-02-26	买入	119.00	131.00~135.00
6	2021-04-28	买入	75.70	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402