

## Q3 收入保持高增，继续拓展新品牌合作，美妆电商运营大有可为

### 事件

公司前三季度实现营业收入 7.90 亿元，同增 50.61%；归母净利润 0.96 亿元，同增 29.38%；扣非归母净利润 0.96 亿元，同增 28.72%。

Q3 单季实现营收 2.31 亿元，同增 44.03%；归母净利润 0.27 亿元，同增 15.31%；扣非归母净利润 0.27 亿元，同增 13.83%。

### 简评

#### Q3 收入同增 44%，线上服务合作品牌数持续扩大

公司 H1、Q3 收入分别同增 53.51%，44.03%，较去年仍提速增长，预计 Q3 主业继续扩张，品牌线上服务中营销业务和管理业务均稳健增长，线上分销保持高速增长。

公司品牌线上服务收入 2016-18 年 CAGR 为 34.32%，2019H1 实现收入 4.07 亿元，占比 72.7%。其中品牌线上营销服务收入从 201 年的 1.92 亿增至 2018 年的 6.25 亿，CAGR 为 48.2%；品牌线上管理服务收入从 2015 年的 0.25 亿增至 2018 年的 2.29 亿，CAGR 为 110.5%。

营销服务创收主体、深度核心合作伙伴百雀羚今年继续作为线上头部国妆之一表现亮眼。管理服务持续扩大品牌合作矩阵预计渠道覆盖面，根据招股书，18Q4 至今新增管理服务合作品牌及平台包括：欧珀莱天猫超市、佳洁士天猫、黑人天猫/天猫超市、佰草集天猫、芙丽美娜天猫，为前三季度直接带来收入增厚。18Q1-Q3 新增客户如佳洁士天猫、毛戈平天猫、美肤宝天猫等重要品牌合作也带来增量，同时宝洁、伊丽莎白雅顿等长期大客户继续提供重要贡献。

#### 爱茉莉、露得清等重磅合作，助分销业务高增

2017 年公司百雀羚唯品会分销业务转为线上管理，当年分销业务收入同降 68%。但 2018 年后公司与爱茉莉太平洋旗下多个品牌（赫妍、兰芝、吕、艾诺碧、梦妆、雪花秀）签订唯品会分销服务合作，分销规模触底反弹，2018 年收入同比大幅增长 13 倍至 1.51 亿。2019H1 同比增长 209% 至 1.51 亿，占比提升至 27%。

## 壹网壹创 (300792)

维持

买入

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2019 年 10 月 28 日

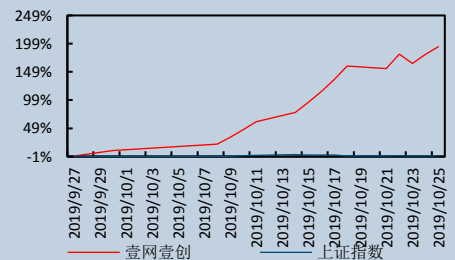
当前股价：166.18 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
193.69/192.91	322.9/322.55	322.9/309.2	
12 月最高/最低价 (元)			169.5/45.96
总股本 (万股)			8,000.0
流通 A 股 (万股)			2,000.0
总市值 (亿元)			129.58
流通市值 (亿元)			32.39
近 3 月日均成交量 (万)			337.9
主要股东			
杭州网创品牌管理有限公司			38.77%

### 股价表现



### 相关研究报告

19.10.15 【中信建投商业贸易】壹网壹创 (300792):A 股首家电商代运营企业，签约品牌持续扩张，精细化运营能力领先

在新品牌助力下，Q3 预计继续高增。**18Q4 至今新增分销业务品牌为露得清唯品会/淘宝/天猫。**

2018 年新增内容服务业务，去年和 19H1 实现收入 690 万元、99.25 万元，现阶段业务主要围绕既有品牌方衍生开展，尚在起步阶段，占比较低。

### 销售结构变化拉低综合毛利率，费用率略降，现金流情况明显改善

前三季度、Q3 毛利率分别为 39.95%、42.17%，同降 3.15 个 pct、4.43 个 pct，主因低毛利率线上分销占比提升。19H1 线上营销和管理毛利率分别为 42.35%、64.19%，而分销业务毛利率仅 13.51%，拉低综合毛利率水平。前三季度期间费用率同降 0.58 个 pct 至 23.11%，其中销售、管理费用率分别同降 0.09 个 pct、0.75 个 pct 至 19.14%，3.94%。毛利率下降较多导致业绩增长慢于收入。

Q3 末存货金额 1.19 亿元，较年初增加 59.51%，主因新增线上营销服务业务以及双十一活动备货所致。前三季度经营活动现金流入净额 1.00 亿元，去年同期为净流出 109 万元，现金流情况改善主因销售规模提升以及资产周转效率提升。

**投资建议：**公司系 A 股首家电商代运营标的，化妆品行业高景气+电商渠道渗透率持续提升+数字化与年轻化营销趋势，电商代运营行业空间巨大。公司经过多年发展，整合营销、精细化运营能力领先，已形成全链路服务体系，合作品牌数量持续扩张，多品牌综合服务能力不断提升。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.1、2.5、3.0 亿，对应 PE 分别为 64X、53X、44X，维持“买入”评级。

**风险因素：**线上流量成本越来越高；品牌投入推广效果不及预期；合同到期不再续约风险等。

**表：盈利预测（单位：百万）**

利润表	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,012.8</b>	<b>1,512.0</b>	<b>2,105.3</b>	<b>2,667.2</b>	<b>成长性</b>				
减:营业成本	581.5	919.8	1,327.1	1,710.9	营业收入增长率	43.8%	49.3%	39.2%	26.7%
营业税费	6.1	9.8	13.1	16.0	营业利润增长率	15.4%	26.0%	18.5%	19.4%
销售费用	190.1	283.5	392.6	493.4	净利润增长率	18.0%	27.8%	20.2%	20.1%
管理费用	32.4	48.4	65.3	82.7	EBITDA 增长率	15.2%	33.4%	29.5%	22.7%
财务费用	-0.8	-6.5	2.4	0.8	EBIT 增长率	15.0%	23.5%	22.6%	18.7%
资产减值损失	1.5	2.0	2.5	2.5	NOPLAT 增长率	15.4%	23.5%	22.6%	18.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	50.3%	140.2%	40.9%	17.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	净资产增长率	38.7%	49.2%	35.6%	31.5%
<b>营业利润</b>	<b>202.5</b>	<b>255.0</b>	<b>302.3</b>	<b>360.9</b>	<b>利润率</b>				
加:营业外净收支	14.8	22.1	30.8	39.0	毛利率	42.6%	39.2%	37.0%	35.9%
<b>利润总额</b>	<b>217.3</b>	<b>277.1</b>	<b>333.1</b>	<b>399.9</b>	营业利润率	20.0%	16.9%	14.4%	13.5%
减:所得税	54.7	69.3	83.3	100.0	净利润率	16.1%	13.7%	11.9%	11.2%
<b>净利润</b>	<b>162.6</b>	<b>207.9</b>	<b>249.8</b>	<b>299.9</b>	EBITDA/营业收入	20.0%	17.9%	16.6%	16.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EBIT/营业收入	19.9%	16.4%	14.5%	13.6%
货币资金	107.0	151.2	210.5	266.7	<b>运营效率</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	3	16	29	35
应收帐款	131.0	205.0	239.4	294.0	流动营业资本周转天数	63	61	59	58

应收票据	-	-	-	-	流动资产周转天数	127	121	121	122
预付帐款	22.4	28.7	45.1	50.0	应收帐款周转天数	41	40	38	36
存货	74.6	78.7	142.5	142.7	存货周转天数	18	18	19	19
其他流动资产	87.1	130.0	181.0	229.3	总资产周转天数	152	169	188	190
可供出售金融资产	10.0	10.0	10.0	10.0	投资资本周转天数	66	91	111	111
持有至到期投资	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>				
长期股权投资	-	-	-	-	ROE	40.7%	34.8%	30.9%	28.2%
投资性房地产	-	-	-	-	ROA	32.3%	22.7%	19.4%	19.6%
固定资产	11.9	119.9	220.3	291.9	ROIC	101.3%	83.2%	42.5%	35.8%
在建工程	-	120.0	144.0	134.4	<b>费用率</b>				
无形资产	0.2	0.1	0.0	-	销售费用率	18.8%	18.8%	18.7%	18.5%
其他非流动资产					管理费用率	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
<b>资产总额</b>	<b>503.3</b>	<b>917.3</b>	<b>1,285.0</b>	<b>1,529.7</b>	财务费用率	-0.1%	-0.4%	0.1%	0.0%
短期债务	-	73.1	131.1	176.8	三费/营业收入	21.9%	21.5%	21.9%	21.6%
应付帐款	51.4	67.3	107.0	113.7	<b>偿债能力</b>				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	20.5%	34.9%	37.0%	30.4%
其他流动负债					负债权益比	25.8%	53.7%	58.8%	43.8%
长期借款	-	102.8	129.9	38.5	流动比率	4.08	2.73	2.37	2.30
其他非流动负债					速动比率	3.36	2.36	1.95	1.97
<b>负债总额</b>	<b>103.3</b>	<b>320.6</b>	<b>475.9</b>	<b>465.6</b>	利息保障倍数	-244.72	-37.98	126.35	456.46
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>分红指标</b>				
股本	60.0	80.0	80.0	80.0	DPS(元)	-	0.39	0.47	0.56
留存收益	340.1	516.8	729.1	984.0	分红比率	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>股东权益</b>	<b>400.0</b>	<b>596.8</b>	<b>809.1</b>	<b>1,064.0</b>	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
<b>现金流量表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
净利润	162.6	207.9	249.8	299.9	EPS(元)	2.03	2.60	3.12	3.75
加:折旧和摊销	6.6	22.1	45.7	68.1	BVPS(元)	5.00	7.46	10.11	13.30
资产减值准备	1.5	-	-	-	PE(X)	81.8	64.0	53.2	44.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	33.2	22.3	16.4	12.5
财务费用	0.8	-6.5	2.4	0.8	P/FCF	151.6	190.4	115.4	111.0
投资收益	-	-	-	-	P/S	13.13	8.79	6.31	4.98
少数股东损益	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	48.9	37.8	30.5
营运资金的变动	-75.1	-100.5	-113.8	-91.2	CAGR(%)	22.6%	63.6%	21.9%	22.6%
<b>经营活动现金流</b>	<b>104.9</b>	<b>122.9</b>	<b>184.0</b>	<b>277.6</b>	PEG	3.6	1.0	2.4	2.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-28.1</b>	<b>-250.0</b>	<b>-170.0</b>	<b>-130.0</b>	ROIC/WACC	28.7	23.5	12.0	10.1
<b>融资活动现金流</b>	<b>-57.0</b>	<b>171.3</b>	<b>45.3</b>	<b>-91.4</b>	REP	-	1.0	1.5	1.5

资料来源: Wind, 中信建投研究发展部

## 分析师介绍

**史琨：**CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

## 研究助理

**邱季** 010-86451494 qiuji@csc.com.cn

**周博文** 010-86451380 zhou Bowen@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjie zgs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859