

壹网壹创 (300792)

业绩符合预期，代运营成长前景广阔

——壹网壹创三季度报点评

	瞿猛 (分析师)	彭瑛 (分析师)
	021-38676442	021-38674933
	ziming@gjas.com	pengying@gjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517120002

本报告导读:

收入增长强劲，季节性波动导致短期利润增速放缓。代运营行业 GMV 增速快于 B2C 电商整体增速，天猫 TP 商 GMV 渗透率不足 6%，代运营企业成长前景广阔。

投资要点:

- **投资建议:** 考虑公司服务品牌双十一预售情况喜人及未来品牌拓展速度有望超预期，上调 2019-2021 年 EPS 至 2.65 (+0.1)、3.49 (+0.14)、4.66 (+0.46) 元，参考可比公司及考虑到代运营行业增速快于美妆行业，给予 2020 年 55X PE，上调目标价至 192 元，增持。
- **收入增长强劲，利润预计受季节性影响，业绩符合预期。** 2019 年前三季度公司营收 7.9 亿元，同比+50.6%，净利 9619 万元，同比+29.4%；Q3 营收+44%，净利+15.3%，利润增速放缓预计主要受 Q3 淡季影响，OLAY、百雀羚等双十一预售喜人，预计 Q4 业绩增速有望回升。
- **业务结构变化至毛利率下降，但运营和管理效率提升促费用率降低。** 2019H1 分销和品牌线上服务业务的毛利率分别为 13.5% 和 48.5%，而由于新增爱茉莉分销业务影响，2019H1 分销和品牌线上服务业务的收入分别增长 209% 和 30%，预计 Q3 仍维持分销业务增长更快的趋势，由此导致前三季度综合毛利率同比-3.1pct，但销售和管理费用率同比下降 0.1 和 0.77pct，最终净利率同比-2.02pct。
- **品牌和品类拓展有望加速，代运营行业成长前景广阔。** 公司服务品牌数量为 29 个，宝尊电商、丽人丽妆等服务品牌数量分别为 185、77 个。公司目前聚焦美妆个护品类，未来新品牌和品类拓展有望提速。近三年天猫 GMV 平均增速 31%，而电商服务商 GMV 平均增速 55%，2018 年天猫 TP 商 GMV 渗透率不足 6%，行业和公司仍有极大成长潜力。
- **风险提示:** 大客户流失，行业竞争加剧导致利润率下滑等。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	704	1,013	1,515	2,075	2,737
(+/-)%	39%	44%	50%	37%	32%
经营利润 (EBIT)	176	203	266	349	472
(+/-)%	156%	15%	31%	31%	35%
净利润 (归母)	138	163	212	279	373
(+/-)%	190%	18%	30%	32%	33%
每股净收益 (元)	1.72	2.03	2.65	3.49	4.66
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	25.0%	20.0%	17.5%	16.8%	17.2%
净资产收益率 (%)	47.8%	40.7%	33.5%	30.7%	29.0%
投入资本回报率 (%)	65.4%	53.6%	68.1%	76.5%	88.2%
EV/EBITDA	—	—	47.54	35.51	25.62
市盈率	94.02	79.68	61.22	46.38	34.75
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 192.00

上次预测: 78.70

当前价格: 161.97

2019.10.28

交易数据

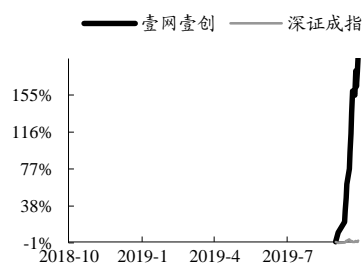
52 周内股价区间 (元)	45.96-169.50
总市值 (百万元)	12,958
总股本/流通 A 股 (百万股)	80/20
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	3.38
日均成交值 (百万元)	465.99

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	440
每股净资产	5.50
市净率	29.5
净负债率	-22.19%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0	0
Q2	0.64	0.87
Q3	0.29	0.33
Q4	1.10	1.45
全年	2.03	2.65

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	0%
相对指数	0%	-3%	-29%

相关报告

《品牌冠军推手，上市加速成长》2019.10.08

模型更新时间: 2019.10.28

股票研究

工业
商业服务与商业用品

壹网壹创 (300792)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **192.00**

上次预测: 78.70

当前价格: 161.97

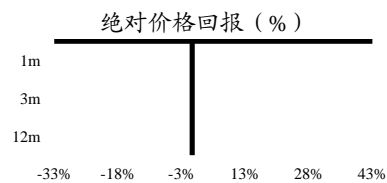
公司网址

www.topwinchance.com

公司简介

公司系电子商务系统解决方案提供商, 提供品牌策划、产品设计、客户服务、销售、仓储物流等一体化服务。

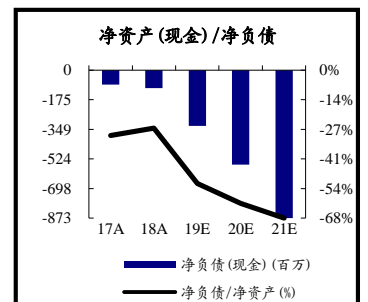
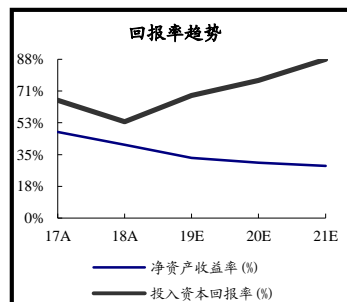
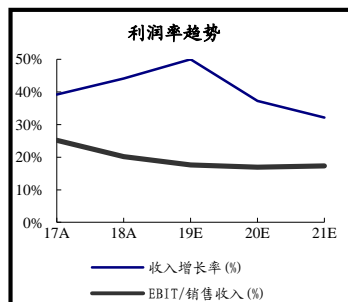
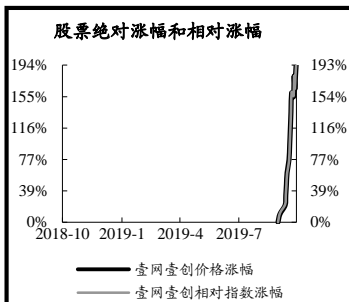
报告期内, 公司的主营业务是为国内外快速消费品品牌企业提供全网各渠道电子商务经销服务和电子商务综合运营服务。



52 周价格范围 45.96-169.50
市值 (百万) 12,958

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	704	1,013	1,515	2,075	2,737
营业成本	374	581	916	1,271	1,676
税金及附加	5	6	10	13	17
销售费用	122	190	275	378	490
管理费用	26	32	49	64	82
EBIT	176	203	266	349	472
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-1	-1	-7	-13	-15
营业利润	175	202	272	362	487
所得税	47	55	71	93	124
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	138	163	212	279	373
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	87	107	329	559	873
其他流动资产	207	315	377	485	613
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	6	12	12	12	12
无形及其他资产	53	69	69	69	69
资产合计	353	503	788	1,125	1,567
流动负债	65	103	156	214	283
非流动负债	0	0	0	0	0
股东权益	288	400	632	911	1,284
投入资本(IC)	202	283	293	343	401
现金流量表					
NOPLAT	132	152	199	262	354
折旧与摊销	3	7	0	0	0
流动资金增量	30	49	10	50	59
资本支出	-51	-18	10	10	10
自由现金流	114	190	219	322	422
经营现金流	79	105	129	219	304
投资现金流	-51	-28	10	10	10
融资现金流	-15	-57	20	0	0
现金流净增加额	13	20	222	229	314
财务指标					
成长性					
收入增长率	38.9%	43.8%	49.6%	36.9%	31.9%
EBIT 增长率	156.3%	14.9%	31.0%	31.5%	35.1%
净利润增长率	190.5%	18.0%	30.1%	32.0%	33.5%
利润率					
毛利率	46.8%	42.6%	39.5%	38.7%	38.8%
EBIT 率	25.0%	20.0%	17.5%	16.8%	17.2%
归母净利润率	19.6%	16.1%	14.0%	13.5%	13.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	47.8%	40.7%	33.5%	30.7%	29.0%
总资产收益率(ROA)	39.0%	32.3%	26.9%	24.8%	23.8%
投入资本回报率(ROIC)	65.4%	53.6%	68.1%	76.5%	88.2%
运营能力					
存货周转天数	29	31	30	31	31
应收账款周转天数	33	31	32	31	31
总资产周转天数	152	154	155	168	179
净利润现金含量	57.2%	64.5%	90.8%	78.6%	81.6%
资本支出/收入	7.2%	1.8%	-0.7%	-0.5%	-0.4%
偿债能力					
资产负债率	18.3%	20.5%	19.8%	19.0%	18.0%
净负债率	-30.1%	-26.7%	-52.1%	-61.3%	-68.0%
估值比率					
PE(现价)	94.02	79.68	61.22	46.38	34.75
PB	0.00	0.00	20.51	14.22	10.09
EV/EBITDA	—	—	47.54	35.51	25.62
P/S	13.80	9.60	8.55	6.24	4.73
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		