

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年08月28日
市场数据

目前股价	158.3
总市值（亿元）	228.35
流通市值（亿元）	56.99
总股本（万股）	14,425
流通股本（万股）	3,600
12个月最高/最低	216.11/25.47

分析师

分析师：黄淑妍 S1070514080003

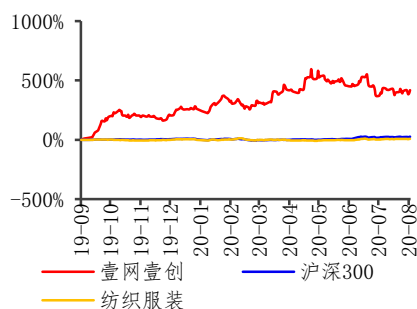
☎ 021-31829709

✉ huangsy@cgws.com

联系人(研究助理): 张家璇 S1070118090001

☎ 021-31829782

✉ zhangjiaxuan@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<运营效率较为优异，内延外展双轮驱动>> 2020-07-28

业绩持续高增，内涵外延推进品类扩张

——壹网壹创（300792）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1013	1451	1505	1563	2125
(+/-%)	43.8%	43.2%	3.7%	3.9%	36.0%
净利润（百万元）	163	219	337	456	661
(+/-%)	18.0%	34.7%	54.0%	35.1%	45.1%
摊薄 EPS（元/股）	1.13	1.52	2.34	3.16	4.58
PE	140	104	68	50	35

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- Q2 营收个位数增长，业绩持续高增：**公司 2020 年上半年实现营收 5.58 亿元，同比下降 0.23%；实现归母净利润 1.08 亿元，同比增长 55.92%；实现扣非归母净利润 1.05 亿元，同比增长 51.27%。单二季度公司实现营收 3.44 亿元，同比增长 5.15%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比增长 64.49%；实现扣非归母净利润 0.60 亿元，同比增长 61.25%。营收增速慢于净利润增速，主要系上半年百雀羚三生花业务模式转换影响收入端、以及疫情影响物流配送等因素影响。
- 高毛利业务占比增加提升毛利率，期间费用率下降明显：**公司 2020 年上半年毛利率为 43.81%，同比提升 4.78pct，主要系高毛利的线上管理业务占比提升。期间费用率同比下降 5.05pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化-4.18pct/+0.80pct/+0.69pct/-2.36pct。销售费用率同比下降较多，主要系新收入准则下运费转计为营业成本；财务费用率同比下降较多，主要系利息收入增加。受益于毛利率水平的提升和良好的费用控制，公司上半年净利率同比提升 7.87pct 至 20.31%。
- 线上管理占比同比提升，百雀羚模式切换后轻资产加速：**2020 年上半年公司线上营销/线上管理/线上分销/内容营销分别实现营收 2.47/1.84/1.24/0.03 亿元，分别同比变化 -15.24%/+59.67%/-18.15%/+150.22%，营收占比分别为 44%/33%/22%/1%（去年同期分别为 52%/21%/27%/0.2%）。2020 年 8 月份，公司公告与百雀羚天猫旗舰店重签代运营服务框架协议，自今年 10 月起，其与百雀羚合作模式将由重资产的线上营销模式切换为线上管理模式，由于近三年百雀羚在线上营销模式中收入占比均超 95%，预计模式切换后公司轻资产业务占比将大幅提升。
- 品类开拓推进顺利，平台合作更为丰富：**（1）品类角度：继 2016 年公司拓展个护品类后，公司于 2019 年新签泡泡玛特进入玩具品类，2020 年上半年分别新签圣牧、君乐宝、盐津铺子等客户开拓食品品类，同时上半年通过收购浙江上佰 51% 的股权拓展消费电器品类，预计未来

也将持续通过内涵外延方式实现品类拓展。(2) 平台角度: 公司此前业务较多集中在天猫、唯品会、小红书平台, 2019 年新增京东平台, 2020 年上半年在并购浙江上佰后多平台合作版图进一步扩大, 新增拼多多、苏宁易购、贝店等平台。

- **投资建议:** 公司是国内优质的电商代运营龙头, 在营销策划、精细化运营和人才机制建设等方面优势显著, 目前业务从内涵外延双向快速扩张, 扩品牌、扩品类、扩平台均顺利推进, 未来收入及业绩成长空间巨大。调整公司 2020-2022 年 EPS 分别至 2.34、3.16、4.58 元, 对应 PE 分别为 68X、50X、35X, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、品牌及品类拓展不及预期、大客户流失风险、平台流量下滑风险、流量费用增长过快风险、宏观经济波动影响。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>