

利润保持高增、线上管理业务占比提升，浙江上佰完成并表

——壹网壹创 (300792.SZ) 2020 年中报点评

公司简报

买入 (维持)

当前价：158.30 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

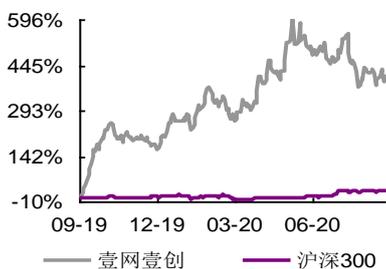
总股本(亿股)：1.44

总市值(亿元)：228.35

一年最低/最高(元)：25.47/216.11

近3月换手率：74.71%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.11	-42.36	0.00
绝对	7.15	-17.09	0.00

资料来源：Wind

相关研报

业绩快速增长，拓客户/品类/平台稳步进行、未来发展空间大——壹网壹创 (300792.SZ) 2019 年报及 20 年一季报点评

..... 2020-04-26

业绩增长超预期，“内生+外拓品牌/品类/平台”共振、发展动力足——壹网壹创 (300792.SZ) 20Q1 业绩预告点评

..... 2020-04-11

优质代运营商业绩继续快速增长——壹网壹创 (300792.SZ) 2019 年业绩快报点评

..... 2020-03-01

◆业务结构变化促上半年收入持平、净利润保持高速增长

公司 20 年上半年营业收入 5.58 亿元、同比略降 0.23%，成交总额 59.87 亿元、同比增长 57.99% (差异主要来自公司不同业务模式不同、确认收入比例不同，线上营销及分销业务赚取产品进销价差，线上管理业务收取佣金费用率、相同的 GMV 计入公司营收相对较低)；归母净利润 1.08 亿元、同比增 55.92%，扣非归母净利 1.05 亿元、同比增 51.27%。EPS0.75 元。净利润增速超过收入主要为业务结构变化促毛利率升、费用率降。

分季度来看，20Q1/Q2 公司收入分别同比-7.81%、+5.15%，净利同比+46.13%、+64.50%。由于公司业务为依托电商渠道的运营服务、受疫情影响相对较小，20Q1 公司营收下降主要为业务结构变化 (营销及分销营收同比下降，管理业务营收同比上升)、代运营品牌 GMV 总体仍保持增长，净利仍高速增长主要为毛利率高、销售费用率低的管理业务占比提升。利润端公司 19 年归母净利润增 34.71%，20 年 Q1/Q2 增速较 19 年仍有提升、保持高速增长。

◆线上管理业务收入增长突出、占比提升，营销和分销业务收入下滑

分业务来看，20 年上半年公司品牌线上营销、品牌线上管理、线上分销收入分别为 2.47 亿元、1.84 亿元、1.24 亿元，分别占总收入比 44% (同比-8PCT)、33% (+11PCT)、22% (-5PCT)，分别同比增长-15.24%、51.65%、-18.15%。品牌线上管理业务表现突出、实现较高增长和占比提升；线上营销收入 2.47 亿元中有 2.31 亿元来自天猫商城平台，天猫商城平台上半年收入同比下降 20.80%，下滑主要为公司与露得清品牌结束合作所致。

平台方面，公司主要在天猫、京东等平台为品牌提供线上服务 (包含线上营销、线上管理) 和线上分销，20 年上半年公司在天猫交易金额为 2.52 亿元、订单数量 193.24 万个、用户数量 186.26 万人，人均消费频次 1.03 次。

◆业务结构变化促毛利率升、费用率降，存货和应收周转放缓，现金流良好

毛利率：20 年上半年公司毛利率为 43.81%、同比提升 4.77PCT，一方面为业务结构变化、毛利率较高的线上管理业务占比提升贡献，另一方面线上管理和线上分销毛利率均有提升。分业务来看，线上营销、线上管理、线上分销毛利率分别为 40.23% (同比-2.11PCT)、65.99% (+1.80PCT)、18.17% (+4.66PCT)。20Q1/Q2 单季度毛利率分别为 44.58% (+2.78PCT)、43.32% (+6.25PCT)。20 年以来毛利率提升主要因毛利率较高的线上管理业务快速增长。

费用率：20 年上半年公司期间费用率为 16.72%、同比下降 5.05PCT，其中销售、管理+研发、财务费用率分别为 14.26% (同比-4.18PCT)、4.89% (+1.49PCT)、-2.43% (-2.36PCT)。销售费用率下降主要为业务结构变化、线上管理业务无销售费用、收入增长较快占比提升；财务费用率下降主要为利息收入增加。20Q1/Q2 期间费用率分别同比-5.58、-4.63PCT。

其他财务指标：1) 20 年 6 月末存货 1.35 亿元，较年初增 16.47%、较 19 年 6 月末增 104.35%，存货周转率为 2.49、较 19H1 的 4.84 放缓。

2) 应收账款 1.63 亿元, 较年初减少 7.82%、较 19 年 6 月末增加 95.59%, 主要为品牌线上管理业务增长所致; 应收账款周转率为 3.29、较 19H1 的 6.30 放缓。

3) 20H1 经营净现金流同比增 32.77% 至 1.07 亿元。

◆美妆品类巩固优势地位, 主要品牌客户持续增长、新增品牌丸美表现突出

公司已经成为国内领先的美妆代运营商。根据生意参谋数据显示, 截止 2020 年 6 月 30 日, 公司在美妆、洗护双类目共计获得 7 次“双十一”销售冠军。公司在美妆类目电子商务服务商中综合服务能力名列前茅。

20 年新增美妆品牌中, 线上管理业务新增丸美、线上营销业务新增艾杜纱等。根据淘数据, 20 年上半年公司主要客户天猫旗舰店表现来看, 新增品牌丸美上半年销售额增长 68%, 规模较大的品牌客户百雀羚(天猫旗舰店上半年销售额 3 亿左右) 持平、olay (8 亿+) 增 31%、伊丽莎白雅顿 (4 亿左右) 增 424%, 其中丸美 4 月推出爆品小红笔眼霜、天猫小黑盒首发、对销售贡献较大、展现了公司优秀的运营能力。

◆品类扩张, 自有业务和收购积极延伸至快消领域

品类方面, 公司 20 年以来新签约合作泡泡玛特、圣牧、君乐宝、盐津铺子, 拓展玩具和食品品类、快消品领域布局再一次拓宽。

20 年 5 月末公司以 3.62 亿元收购浙江上佰电子商务有限公司 51% 股权, 切入家电类目、提高公司整体服务能力和盈利水平。浙江上佰专注于消费电器领域, 与美的、西门子、小天鹅等建立了长期良好的合作关系, 且在拼多多、苏宁易购、贝店等平台有合作。该公司 2019 年营业收入 1.79 亿元、净利润 3938 万元、经营净现金流 2015 万元。转让方承诺浙江上佰 2020~2022 年净利润(与扣非后孰低) 不低于 5500 万元、7000 万元、8500 万元, 年目标增速分别为 40%、27%、21%, 并附有补偿和超额奖励条款。2020 年上半年天猫星级服务商评选中公司和浙江上佰均位列最高级别六星, 本次收购将实现优势互补、强强合作效果。

◆经营策略稳健、稳步拓展品类, 业绩成长性高、维持“买入”评级

我们认为: 公司电商运营服务能力出色, 已在百雀羚、丸美等多个品牌电商业绩上有所表现, 且公司更加重视培育品牌的健康度、稳扎稳打通过专业的运营能力和服务实现签约品牌的持续增长, 在拓展品牌数量上不会过于激进。同时美妆品类对营销要求较高, 公司在保持老客户持续高增长外积极拓展布局、新增快消品品牌客户、收购浙江上佰拓展家电品类, 可以将美妆领域积累的优秀运营经验复制至其他品类, 实现多点增长。

另外, 随着电商大盘持续增长快于社消总体, 电商代运营行业景气度持续较高, 同时国外品牌、中小品牌对电商运营服务需求持续旺盛, 且在 2020 年疫情背景下线下客流受阻、品牌对电商渠道的布局更为重视, 公司、浙江上佰等专业性高、经验丰富的头部电商运营服务商将受益。

公司收入等财务指标受到业务结构影响, 20 年随着线上品牌管理业务发展较快、占比提升, 在财务指标端将有所变化, 如收入增速放缓(实际可比较意义较弱)、毛利率提升、费用率降低等, 更需看重公司业务层面的健康增长, 关注 GMV、利润、品类的增加。

2020年1月22日公司公告第一期限制性股票激励计划，业绩考核目标为2020~2023年扣非归母净利增速为30.00%、26.92%、21.21%、17.50%，覆盖中层管理人员（核心骨干）14人，彰显未来发展信心。公司重视团队人才培养和激励机制建设，计划每年保持50%以上的员工增长，同时也通过诸如收购浙江上佰的形式从外部增加优秀团队。总体而言，作为轻资产型公司，公司在员工扩招和激励上预计将继续不断完善。

2020年5月末浙江上佰并表，对公司收入和利润带来贡献。考虑公司业务结构变化、下调20~22年营业收入预测，考虑到新拓展品牌和品类预计加大投入、下调20~22年净利润预测，预计EPS为2.26、3.09、4.03元，20年PE70倍，业绩成长性高，维持“买入”评级。

◆风险提示：客户/品类/平台拓展不及预期；品牌方收回线上代运营授权；电商活动销售不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,013	1,451	1,664	2,052	2,499
营业收入增长率	43.78%	43.25%	14.70%	23.29%	21.80%
净利润（百万元）	163	219	325	446	581
净利润增长率	17.99%	34.71%	48.54%	37.13%	30.30%
EPS（元）	2.71	2.74	2.26	3.09	4.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	40.65%	17.14%	21.36%	23.84%	25.07%
P/E	58	58	70	51	39
P/B	23.7	9.9	15.0	12.2	9.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年8月28日

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,013	1,451	1,664	2,052	2,499
营业成本	581	826	927	1,129	1,353
折旧和摊销	2	4	10	11	11
税金及附加	6	14	10	13	16
销售费用	190	303	283	293	325
管理费用	32	39	50	62	75
研发费用	0	3	3	4	5
财务费用	-1	-6	-24	-27	-32
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	202	272	418	579	759
利润总额	217	290	434	595	775
所得税	55	71	108	149	194
净利润	163	219	325	446	581
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	163	219	325	446	581
EPS(按最新股本计)	2.71	2.74	2.26	3.09	4.03

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	105	147	271	376	505
净利润	163	219	325	446	581
折旧摊销	2	4	10	11	11
净营运资金增加	107	129	66	95	107
其他	-166	-205	-131	-176	-194
投资活动产生现金流	-28	-86	7	-30	-5
净资本支出	-18	-87	-5	-5	-5
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-10	1	12	-25	0
融资活动现金流	-57	660	-56	-70	-102
股本变化	0	20	64	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	39	40	7	31	32
净现金流	20	721	222	276	398

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	42.6%	43.0%	44.3%	45.0%	45.9%
EBITDA 率	20.6%	19.0%	24.3%	27.5%	29.7%
EBIT 率	19.9%	18.4%	23.7%	27.0%	29.2%
税前净利润率	21.5%	20.0%	26.1%	29.0%	31.0%
归母净利润率	16.1%	15.1%	19.6%	21.7%	23.3%
ROA	32.3%	15.4%	19.4%	21.7%	23.0%
ROE (摊薄)	40.7%	17.1%	21.4%	23.8%	25.1%
经营性 ROIC	37.3%	33.1%	44.0%	54.3%	63.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	21%	10%	9%	9%	8%
流动比率	4.08	8.81	10.19	10.39	11.09
速动比率	3.36	8.00	9.27	9.52	10.26
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	503	1,422	1,674	2,054	2,533
货币资金	107	829	1,051	1,327	1,725
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	94	176	179	220	268
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	37	37	52	65	77
存货	75	116	139	158	176
其他流动资产	87	75	75	75	75
流动资产合计	422	1,261	1,530	1,887	2,370
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	12	109	99	88	78
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	0	1	6	10	15
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	40	25	25	25	25
非流动资产合计	81	161	144	167	163
总负债	103	143	150	182	214
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	22	80	52	63	83
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	103	143	150	182	214
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0	0
股东权益	400	1,278	1,523	1,872	2,320
股本	60	80	144	144	144
公积金	63	753	722	722	722
未分配利润	277	445	658	1,006	1,454
归属母公司权益	400	1,278	1,523	1,872	2,320
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	18.77%	20.90%	17.00%	14.30%	13.00%
管理费用率	3.20%	2.71%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	-0.08%	-0.41%	-1.46%	-1.34%	-1.27%
研发费用率	0.00%	0.21%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税率	25%	24%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	1.00	0.68	0.93	1.21
每股经营现金流	1.75	1.84	1.88	2.61	3.50
每股净资产	6.67	15.98	10.56	12.98	16.08
每股销售收入	16.88	18.14	11.54	14.22	17.32

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	58	58	70	51	39
PB	23.7	9.9	15.0	12.2	9.8
EV/EBITDA	46.8	44.3	54.3	38.5	28.8
股息率	0.0%	0.6%	0.4%	0.6%	0.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼