

壹网壹创 (300792)

证券研究报告

2022年11月02日

22Q1-3 归母净利 yoy-27.83%，全品类全渠道稳健提升经营质量

事件：公司发布 2022 年三季报，2022Q1-3 营收 10.15 亿元，yoy+39.23%；归母净利 1.47 亿元，yoy-27.83%；扣非后归母净利 1.36 亿元，yoy-21.52%。2022Q3 实现营业收入 3.83 亿元，yoy+57.69%；归母净利润 0.42 亿元，yoy-45.58%；扣非后归母净利 0.40 亿元，yoy-31.87%。GMV 方面，2022Q1-3 实现 GMV156.53 亿元，yoy+0.75%，2022Q3 实现 GMV46.97 亿元，yoy+2.71% 增速放缓，主要由于二季度“双品网购节”、“618”等大促导致用户消费需求集中释放，三季度网络零售市场进入消费淡季等影响；三季度公司在保证高质量存量客户基本稳定的基础上新增包括小安素、舒肤佳等约 10 个品牌。

营收方面：2022Q3 营业收入同比增长，主要系品牌线上营销服务、线上分销的新增客户收入增长贡献，以及内容电商等新增业务收入增长贡献所致。

成本方面：2022Q1-3 毛利率 35.40%，同降 13.05pct；2022Q3 毛利率 28.67%，同降 18.45pct，主要由于业务结构变化，新增品牌线上营销服务、线上分销业务所致。一方面，在疫情及消费疲软的影响下，达到与同期一样或更好的表现需要加大投入，导致销售投入大幅增加；另一方面，公司清理部分品牌库存。

费用方面：①公司继续坚持建设组织能力和 IT 研发能力，2022Q1-3 管理费用、研发费用合计 9602 万元，同比增加 1966 万元，其中管理费用率 6.64%，同降 1.01pct，研发费用率 2.82%，同比持平；2022Q3 管理费用率为 5.21%，同降 3.71pct，研发费用率 1.95%，同降 2.37pct，主要由于部分自动化项目在二季度完结以及三季度公司持续优化组织架构，但整体投入仍处高位。另外，销售费用率 2022Q1-3 为 10.16%，同增 3.85pct，2022Q3 为 8.56%，同增 4.46pct，主要由于业务结构变化。

现金流方面：2022Q1-3 经营活动产生的现金流量净额-0.79 亿元，主要系代垫款项、预付供应商货款及双十一备货增加影响所致；投资活动产生的现金流净额-2.26 亿元。货币资金截至 2022Q3 为 10.73 亿元，yoy-25.89%。

投资建议：三季度公司坚持激情奋斗与拥抱变化的核心价值观，本着提高公司经营质量的核心目标，通过调整业务结构、提高项目质量、优化组织架构以及清理商品库存等手段，进一步提升公司经营质量，为公司未来长期的良性发展奠定了基础。当前去超头化、去中心化的大环境下，公司的精细化运营、营销创意服务的能力权重有望不断回升，持续加强在行业的竞争力，未来依然有信心以品牌管理公司模式穿越行业周期、稳健发展。预计 22/23/24 年净利润 3/4/5 亿元，对应 PE 20x/16x/13x。

风险提示：电商平台依赖风险、市场竞争加剧风险、品牌方合作风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,298.59	1,135.07	1,354.59	1,640.41	1,940.93
增长率(%)	(10.49)	(12.59)	19.34	21.10	18.32
EBITDA(百万元)	420.71	450.04	407.29	535.25	648.00
净利润(百万元)	310.06	326.78	333.73	435.10	527.05
增长率(%)	41.54	5.39	2.13	30.38	21.13
EPS(元/股)	1.30	1.37	1.40	1.82	2.21
市盈率(P/E)	21.79	20.68	20.25	15.53	12.82
市净率(P/B)	4.47	2.55	2.26	1.98	1.71
市销率(P/S)	5.20	5.95	4.99	4.12	3.48
EV/EBITDA	35.92	22.47	11.75	8.24	6.00

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商贸零售/互联网电商
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	28.31 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	238.67
流通 A 股股本(百万股)	201.71
A 股总市值(百万元)	6,756.88
流通 A 股市值(百万元)	5,710.39
每股净资产(元)	11.37
资产负债率(%)	14.88
一年内最高/最低(元)	59.18/22.91

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	liuzhangming@tfzq.com
孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	kongrong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

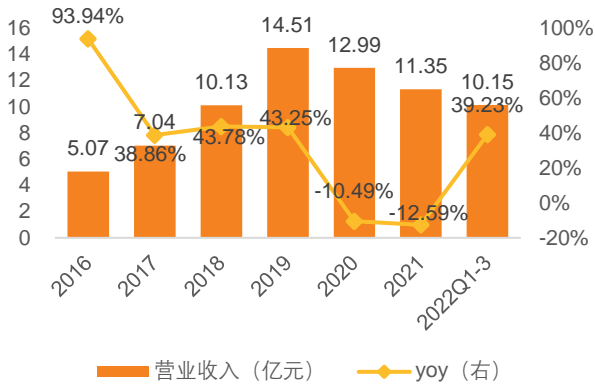
相关报告

- 1 《壹网壹创-半年报点评:22H1 归母净利-17.02%，疫情影响下业绩承压，全域+多品类凸显强经营韧性》2022-09-03
- 2 《壹网壹创-年报点评报告:22Q1 归母净利 yoy-2.38%，宏观环境疲软&研发投入+人才储备，多方因素下承压》2022-04-28
- 3 《壹网壹创-季报点评:双引擎驱动模式效果显现，业绩预期逐步验证》2021-10-29

1. 事件

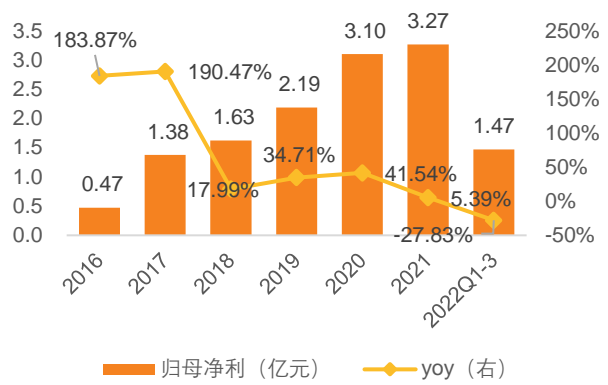
公司发布 2022 年三季度报，2022Q1-3 实现营收 10.15 亿元，yoy+39.23%；归母净利 1.47 亿元，yoy-27.83%；扣非后归母净利 1.36 亿元，yoy-21.52%。2022Q3 实现营业收入 3.83 亿元，yoy+57.69%；归母净利润 0.42 亿元，yoy-45.58%；扣非后归母净利 0.40 亿元，yoy-31.87%。

图 1：2022 年 Q1-3 营收同比增长 39.23%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2022 年 Q1-3 归母净利同比下降 27.83%



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 点评

GMV 方面，2022Q1-3 实现 GMV156.53 亿元，yoy+0.75%，2022Q3 实现 GMV46.97 亿元，yoy+2.71%增速放缓，主要由于二季度“双品网购节”、“618”等大促导致用户消费需求集中释放，三季度网络零售市场进入消费淡季等影响；三季度公司在保证高质量存量客户基本稳定的基础上新增包括小安素、舒肤佳等约 10 个品牌。

分渠道来看，①天猫平台增速放缓但依然占据流量核心，深度合作方 Olay、欧珀莱、毛戈平等品牌保持稳健增长，带动公司淘系渠道增长；②海外积极拓展存量客户全域合作，如毛戈平、艾杜纱、欧珀莱自二季度起增加快手、拼多多等渠道逐步起量，三季度京东受北京疫情影响呈现一定下滑。

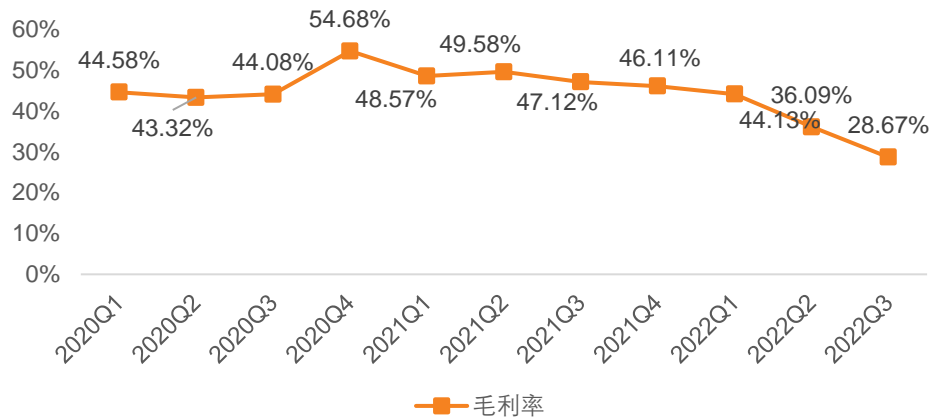
分品类来看，个护保持稳健增长，美妆、家电、潮玩品类由于疫情及政策层面的影响呈现一定程度下滑，去年新增的食品、宠物、珠宝品类较快增长，进一步验证公司类目拓展的可行性。

营收方面，2022Q3 营业收入同比增长，主要系品牌线上营销服务、线上分销的新增客户收入增长贡献，以及内容电商等新增业务收入增长贡献所致。

盈利方面，受国内疫情多点散发及公司持续建设组织能力、自动化系统等因素影响，公司的销售费用、管理费用、研发费用仍有较大投入，叠加同期每鲜说股权转让影响，22Q1-3 累计实现投资收益 1342 万元，同比减少 2496 万元。

成本端，2022Q1-3 毛利率 35.40%，同降 13.05pct；2022Q3 毛利率 28.67%，同降 18.45pct，主要由于业务结构变化，新增品牌线上营销服务、线上分销业务所致。一方面，在疫情及消费疲软的影响下，达到与同期一样或更好的表现需要加大投入，导致销售投入大幅增加；另一方面，公司清理部分品牌库存。

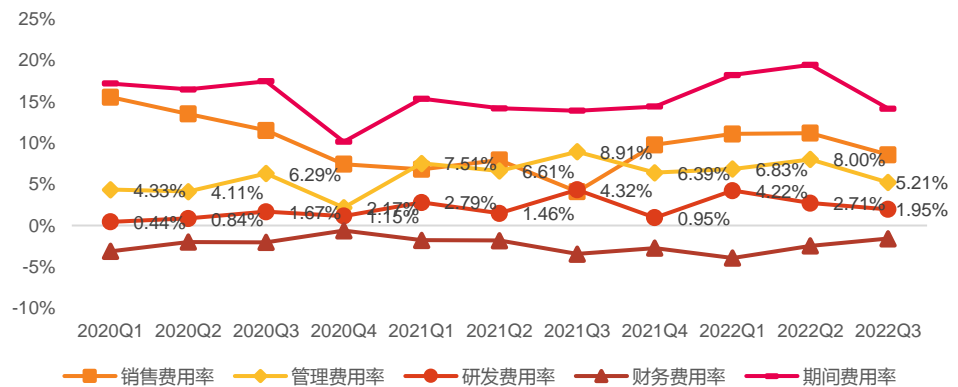
图 3：2022Q3 毛利率同比下降 18.45pct



资料来源: wind, 天风证券研究所

费用端, ①公司继续坚持建设组织能力和 IT 研发能力, 2022Q1-3 管理费用、研发费用合计 9602 万元, 同比增加 1966 万元, 其中管理费用率 6.64%, 同降 1.01pct, 研发费用率 2.82%, 同比持平; 2022Q3 管理费用率为 5.21%, 同降 3.71pct, 研发费用率 1.95%, 同降 2.37pct, 主要由于部分自动化项目在二季度完结以及三季度公司持续优化组织架构, 但整体投入仍处高位。另外, 销售费用率 2022Q1-3 为 10.16%, 同增 3.85pct, 2022Q3 为 8.56%, 同增 4.46pct, 主要由于业务结构变化。

图 4: 2022Q3 管理费用率同下降 3.71pct

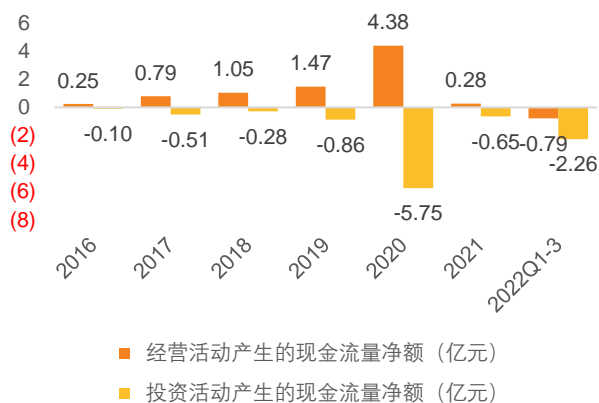


资料来源: wind, 天风证券研究所

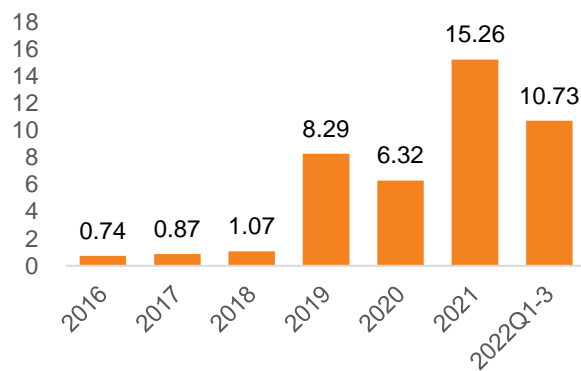
现金流方面, 2022Q1-3 经营活动产生的现金流量净额-0.79 亿元, 主要系代垫款项、预付供应商货款及双十一备货增加影响所致; 投资活动产生的现金流净额-2.26 亿元。货币资金截至 2022Q3 为 10.73 亿元, yoy-25.89%。

图 5: 2022Q1-3 经营活动现金流净额-0.79 亿元

图 6: 截至 2022Q3 货币资金 10.73 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 投资建议与盈利预测

三季度公司坚持激情奋斗与拥抱变化的核心价值观，本着提高公司经营质量的核心目标，通过调整业务结构、提高项目质量、优化组织架构以及清理商品库存等手段，进一步提升公司经营质量，为公司未来长期的良性发展奠定了基础。当前去超头化、去中心化的大环境下，公司的精细化运营、营销创意服务的能力权重有望不断回升，持续加强在行业的竞争力，未来依然有信心以品牌管理公司模式穿越行业周期、稳健发展。预计 22/23/24 年净利润 3/4/5 亿元，对应 PE 20x/16x/13x。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	631.50	1,526.12	1,863.31	2,165.20	2,604.21
应收票据及应收账款	202.39	314.75	106.86	471.91	252.50
预付账款	30.46	43.24	25.63	63.58	42.68
存货	84.29	180.92	66.79	250.34	130.52
其他	322.42	218.26	215.55	332.17	401.01
流动资产合计	1,271.07	2,283.28	2,278.14	3,283.19	3,430.92
长期股权投资	127.64	148.03	148.03	148.03	148.03
固定资产	105.00	98.63	92.43	86.24	80.04
在建工程	114.47	232.69	232.69	232.69	232.69
无形资产	34.51	31.34	27.57	23.80	20.03
其他	361.49	627.81	500.58	515.61	542.61
非流动资产合计	743.10	1,138.49	1,001.30	1,006.37	1,023.41
资产总计	2,014.17	3,421.77	3,279.44	4,289.56	4,454.33
短期借款	8.05	84.27	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	89.75	136.92	55.34	207.49	106.30
其他	322.21	366.99	119.47	534.19	259.60
流动负债合计	420.02	588.18	174.81	741.68	365.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.76	95.85	35.01	46.54	59.14
非流动负债合计	8.76	95.85	35.01	46.54	59.14
负债合计	429.64	689.90	209.82	788.22	425.03
少数股东权益	71.94	82.39	82.39	82.39	82.39
股本	144.25	238.67	238.67	238.67	238.67
资本公积	670.49	1,463.27	1,463.27	1,463.27	1,463.27
留存收益	714.24	961.80	1,295.53	1,730.64	2,257.69
其他	-16.40	-14.25	-10.24	-13.63	-12.71
股东权益合计	1,584.53	2,731.88	3,069.62	3,501.34	4,029.30
负债和股东权益总计	2,014.17	3,421.77	3,279.44	4,289.56	4,454.33

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	345.39	359.74	333.73	435.10	527.05
折旧摊销	12.80	14.07	9.96	9.96	9.96
财务费用	0.13	0.72	-32.00	-35.00	-31.71
投资损失	-3.44	-61.70	-32.57	-47.14	-39.85
营运资金变动	174.06	-393.24	166.78	-80.29	-44.59
其它	-90.44	107.93	90.00	60.00	55.00
经营活动现金流	438.50	27.51	535.90	342.63	475.86
资本支出	597.06	127.99	60.84	-11.53	-12.59
长期投资	127.64	20.39	0.00	0.00	0.00
其他	-1,299.48	-213.75	-208.27	-61.33	-57.55
投资活动现金流	-574.78	-65.37	-147.43	-72.86	-70.15
债权融资	29.91	108.88	-55.29	35.50	32.38
股权融资	-74.75	829.98	4.01	-3.39	0.92
其他	-13.18	-10.89	-0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-58.03	927.96	-51.28	32.12	33.30
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-194.32	890.10	337.19	301.89	439.01

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,298.59	1,135.07	1,354.59	1,640.41	1,940.93
营业成本	677.44	594.64	763.99	892.38	1,015.11
营业税金及附加	27.90	28.69	25.48	35.86	42.67
营业费用	145.38	85.52	135.46	122.21	144.60
管理费用	50.44	81.72	113.11	127.95	147.51
研发费用	13.76	24.43	42.67	44.29	48.52
财务费用	-21.85	-28.13	-32.00	-35.00	-31.71
资产减值损失	1.92	-15.97	-7.03	-11.50	-9.26
公允价值变动收益	9.30	33.49	90.00	60.00	55.00
投资净收益	3.44	61.70	32.57	47.14	39.85
其他	-41.21	-175.96	0.00	0.00	0.00
营业利润	432.07	444.92	421.43	548.35	659.83
营业外收入	12.71	0.06	6.39	3.23	4.81
营业外支出	2.04	0.99	1.08	1.37	1.15
利润总额	442.74	444.00	426.73	550.21	663.48
所得税	97.35	84.26	93.00	115.10	136.44
净利润	345.39	359.74	333.73	435.10	527.05
少数股东损益	35.33	32.96	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	310.06	326.78	333.73	435.10	527.05
每股收益(元)	1.30	1.37	1.40	1.82	2.21

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-10.49%	-12.59%	19.34%	21.10%	18.32%
营业利润	59.08%	2.97%	-5.28%	30.12%	20.33%
归属于母公司净利润	41.54%	5.39%	2.13%	30.38%	21.13%
获利能力					
毛利率	47.83%	47.61%	43.60%	45.60%	47.70%
净利率	23.88%	28.79%	24.64%	26.52%	27.15%
ROE	20.50%	12.33%	11.17%	12.73%	13.35%
ROIC	80.43%	48.44%	28.54%	39.89%	46.51%
偿债能力					
资产负债率	21.33%	20.16%	6.40%	18.38%	9.54%
净负债率	-39.35%	-52.61%	-60.65%	-61.78%	-64.57%
流动比率	3.02	3.84	13.03	4.43	9.38
速动比率	2.82	3.54	12.65	4.09	9.02
营运能力					
应收账款周转率	6.86	4.39	6.43	5.67	5.36
存货周转率	12.96	8.56	10.94	10.35	10.19
总资产周转率	0.76	0.42	0.40	0.43	0.44
每股指标(元)					
每股收益	1.30	1.37	1.40	1.82	2.21
每股经营现金流	1.84	0.12	2.25	1.44	1.99
每股净资产	6.34	11.10	12.52	14.32	16.54
估值比率					
市盈率	21.79	20.68	20.25	15.53	12.82
市净率	4.47	2.55	2.26	1.98	1.71
EV/EBITDA	35.92	22.47	11.75	8.24	6.00
EV/EBIT	36.69	23.00	12.05	8.40	6.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com