

壹网壹创 (300792.SZ)

增持

短期多因素导致利润承压，持续推进多平台及多品类扩张

核心观点

营收快速增长，利润端短期承压。公司前三季度实现 GMV156.53 亿元，同比+0.75%；营收 10.15 亿元，同比+39.23%；归母净利润 1.47 亿元，同比-27.83%；其中单 Q3 实现营收 3.83 亿元，同比+57.69%，归母净利 0.42 亿元，同比-45.58%。公司持续优化组织与业务结构保证存量客户的稳定，并新增小安素、舒肤佳等 10 多个品牌，整体拉动营收快速增长。但由于疫情反复，叠加三季度进入消费淡季，公司费用端仍保持较大投入，同时去年同期存在股权转让带来的投资收益高基数影响，因此利润端有所承压。

从渠道来看：淘宝/天猫整体大盘呈现增速放缓态势，但与公司深度合作的品牌如 Olay、欧珀莱、毛戈平等品牌仍保持稳定增长，带动公司在淘系渠道的平稳发展；同时公司也在在快手、拼多多等渠道与毛戈平、艾杜纱、欧珀莱等存量客户合作，实现较快增长。**从品类来看：**个护类目 GMV 稳健增长；食品、宠物、珠宝品类等近年新开拓品类 GMV 呈现较快增长；而美妆、家电、潮玩品类受到疫情以及行业格局变化的影响，对应 GMV 出现一定程度下滑。

盈利水平有所下滑，费用投入不断加大。盈利能力方面，Q3 实现毛利率 28.67%，同比-18.45pct；实现净利率 12.56%，同比-21.84pct，整体盈利水平受费用投放加大，以及公司清理部分品牌库存的影响而有所下滑。费用方面，Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 8.56%/5.21%/1.95%/-1.59%，同比+4.46pct/-3.70pct/-2.37pct/+1.86pct，受疫情影响，公司不断加大销售投入；而由于部分自动化项目在二季度完结以及公司持续优化组织架构的影响，管理费用和研发费用同比略有下降，但整体仍处于高位。营运能力及现金流方面，公司 Q3 经营性现金流净额为-0.39 亿元，同比-395.54%，主要是公司新增业务导致存货增加，现金流减少。

风险提示：疫情反复，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司作为代运营头部企业，致力于为品牌提供全域的电子商务服务。虽然受短期多因素影响利润端有所承压。但公司通过跨品类、拓品牌、全渠道的运营开拓，并随着全链路品牌服务能力的加强，有望在疫情缓和和行业复苏，以及自身新品牌逐渐发力修复盈利水平下，逐步重回业绩增长轨道。短期考虑疫情反复以及公司新增品牌合作初期，相关成本和费用提升的影响，我们下调 22-24 年盈利预测归母净利润预测至 2.82/3.59/4.52 亿元（原值 3.19/3.84/4.54 亿元），对应 PE 为 24/19/15x。维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,298.59	1,135.07	1,429.05	1,702.00	1,950.49
(+/-%)	-10.49%	-12.59%	25.90%	19.10%	14.60%
净利润(百万元)	310.06	326.78	282.37	358.57	452.16
(+/-%)	41.54%	5.39%	-13.59%	26.99%	26.10%
每股收益(元)	2.15	1.37	1.18	1.50	1.89
EBIT Margin	0.31	30.35%	25.33%	28.29%	31.68%
净资产收益率 (ROE)	0.20	12.33%	9.87%	11.46%	13.03%
市盈率 (PE)	13.18	20.70	23.96	18.87	14.96
EV/EBITDA	11.12	21.01	19.16	14.37	11.31
市净率 (PB)	2.70	2.55	2.36	2.16	1.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·互联网电商

证券分析师：张峻豪

联系人：孙乔容若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

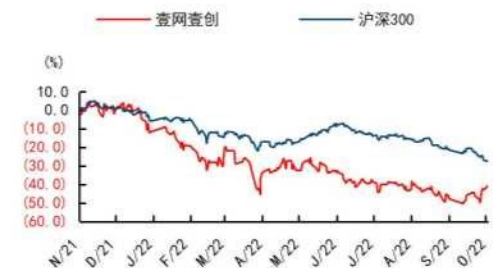
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	28.34 元
总市值/流通市值	6773/5725 百万元
52 周最高价/最低价	59.18/22.91 元
近 3 个月日均成交额	81.70 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

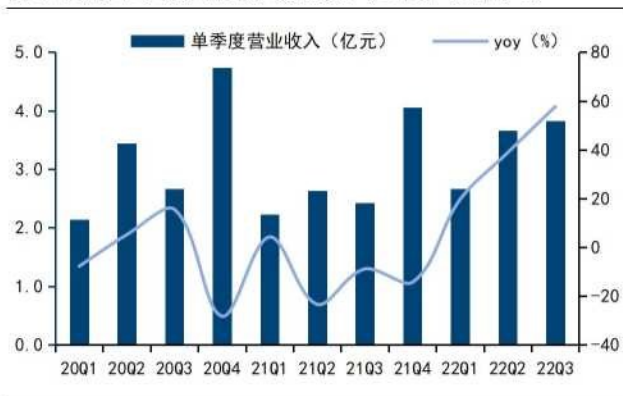
- 《壹网壹创(300792.SZ)-品牌及渠道拓展助力收入增长，短期投入加大影响盈利水平》——2022-09-02
- 《壹网壹创(300792.SZ)-受疫情影响短期业绩承压，全域全品类服务能力带动长效发展》——2022-04-28
- 《壹网壹创-300792-2021 年三季报点评：业绩表现优异，全域电商及新消费品驱动持续增长》——2021-11-03
- 《壹网壹创-300792-2020 年三季报点评：Q3 业绩表现超预期，拓品类扩品牌效果显著》——2020-11-02
- 《壹网壹创-300792-2020 年中报点评：业绩加速维持高速增长，业务结构进一步优化》——2020-08-30

营收快速增长, 利润端短期承压。公司前三季度实现 GMV156.53 亿元, 同比+0.75%; 营收 10.15 亿元, 同比+39.23%; 归母净利润 1.47 亿元, 同比-27.83%; 其中单 Q3 实现营收 3.83 亿元, 同比+57.69%, 归母净利润 0.42 亿元, 同比-45.58%。公司持续优化组织与业务结构, 以保证高质量存量客户的稳定, 并新增小安素、舒肤佳等 10 多个品牌, 整体拉动营收实现快速增长。但由于疫情反复, 叠加三季度进入消费淡季, 公司费用端仍保持较大投入, 同时去年同期存在股权转让带来的投资收益高基数影响, 因此利润端有所承压。

从渠道来看: 淘宝/天猫整体呈现增速放缓态势, 但与公司深度合作的 Olay、欧珀莱、毛戈平等品牌仍保持稳定增长, 从而带动公司在淘系渠道的整体增长; 同时公司也在在快手、拼多多等渠道与毛戈平、艾杜纱、欧珀莱等存量客户合作, 实现较快增长; 而京东渠道由于北京疫情影响出现一定程度下滑。

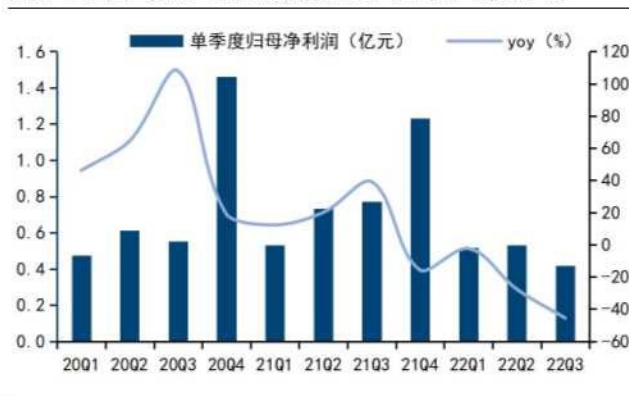
从品类来看: 个护 GMV 稳健增长; 食品、宠物、珠宝品类 GMV 呈现较快增长; 美妆、家电、潮玩品类受到疫情与行业监管等影响, 对应 GMV 出现一定程度下滑。

图1: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

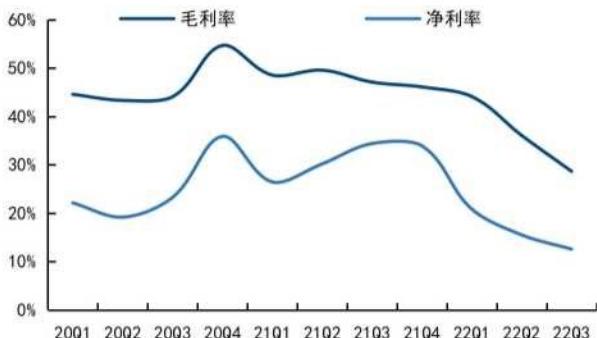
图2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

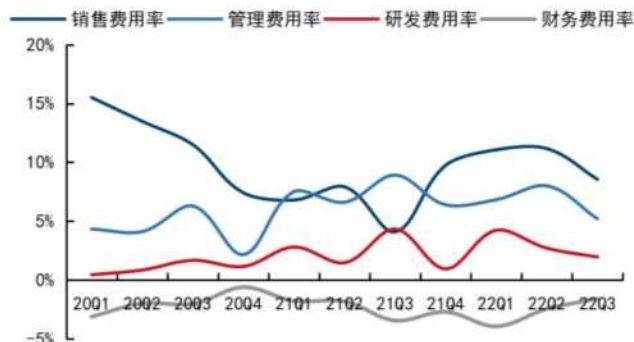
盈利能力方面, Q3 实现毛利率 28.67%, 同比-18.45pct; 实现净利率 12.56%, 同比-21.84pct, 整体盈利水平受费用投放加大, 以及公司清理部分品牌库存的影响而有所下滑。**费用方面,** Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 8.56%/5.21%/1.95%/-1.59%, 同比+4.46pct/-3.70pct/-2.37pct/+1.86pct, 受疫情影响, 公司不断加大销售投入, Q3 销售费用投入为 0.33 亿元, 同比增加 229.38%; 而由于部分自动化项目在二季度完结以及公司持续优化组织架构的影响, 管理费用和研发费用同比略有下降, 但整体仍处于高位。

图3: 公司毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

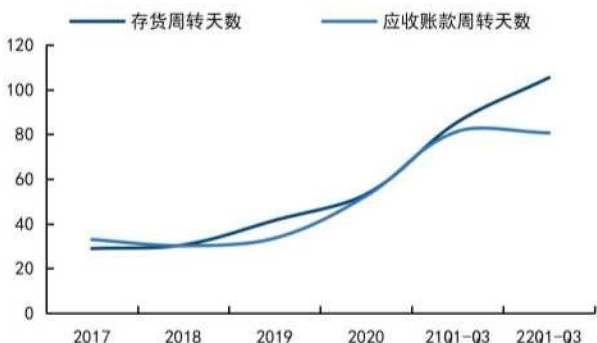
图4: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

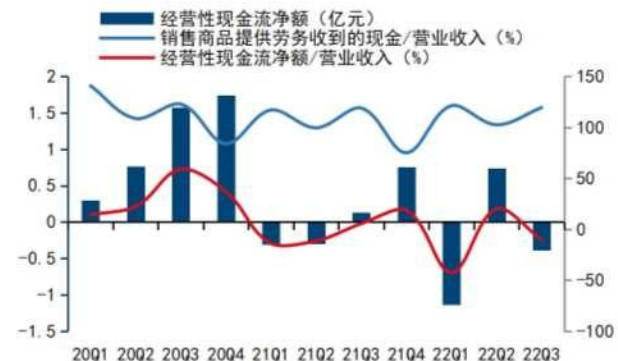
营运能力及现金流方面, 公司前三季度存货周转天数 106 天, 同比上升 20 天; 应收账款周转天数 81 天, 同比下降 1 天; 公司 Q3 经营性现金流净额为-0.39 亿元, 同比-395.54%, 主要是公司新增经销、分销业务导致存货增加, 现金流减少。

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 短期利润端承压, 积极推进多品类扩张, 维持“增持”

公司作为代运营头部企业, 致力于为品牌提供全域的电子商务服务。虽然受短期多因素影响利润端有所承压, 但公司通过跨品类、拓品牌、全渠道的运营开拓, 并随着全链路品牌服务能力的加强, 有望在疫情缓和和行业复苏, 以及自身新品牌逐渐发力修复盈利水平下, 逐步重回业绩增长轨道。短期考虑疫情反复以及公司新增品牌合作初期, 相关成本和费用提升的影响, 我们下调 22-24 年盈利预测至 2.82/3.59/4.52 亿元 (原值 3.19/3.84/4.54 亿元), 对应 PE 为 24/19/15x。维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资评级
			亿元	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E				
300792.SZ	壹网壹创	28.34	68	1.37	1.18	1.50	1.89	35.79	24.02	18.89	14.99	12.33	-	增持	
300957.SZ	贝泰妮	143.00	606	2.04	2.81	3.80	5.14	94.39	50.89	37.63	27.82	18.15	1.34	买入	
603605.SH	珀莱雅	167.15	474	2.87	2.60	3.20	3.89	72.68	64.29	52.23	42.97	20.03	2.37	买入	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	632	1526	1413	1505	1621	营业收入	1299	1135	1429	1702	1950
应收款项	261	478	587	704	812	营业成本	677	595	848	972	1063
存货净额	84	181	185	213	235	营业税金及附加	28	29	14	17	20
其他流动资产	67	99	143	170	195	销售费用	145	86	127	143	151
流动资产合计	1271	2283	2328	2592	2863	管理费用	50	82	78	88	99
固定资产	219	331	394	452	504	财务费用	(22)	(28)	(28)	(29)	(31)
无形资产及其他	35	31	30	30	31	投资收益	3	62	0	0	0
投资性房地产	361	628	628	628	628	资产减值及公允价值变动	11	33	0	0	0
长期股权投资	128	148	148	148	148	其他收入	(2)	(23)	0	0	0
资产总计	2014	3422	3528	3849	4173	营业利润	432	445	390	511	649
短期借款及交易性金融负债	8	89	0	0	0	营业外净收支	11	(1)	28	20	20
应付款项	90	137	46	52	57	利润总额	443	444	418	531	669
其他流动负债	323	368	419	475	517	所得税费用	97	84	104	133	167
流动负债合计	421	594	465	528	575	少数股东损益	35	33	31	39	50
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	310	327	282	359	452
其他长期负债	9	96	96	96	96						
长期负债合计	9	96	96	96	96	现金流量表（百万元）					
负债合计	430	690	561	623	670	净利润	310	327	282	359	452
少数股东权益	72	82	106	96	34	资产减值准备	(6)	2	8	2	1
股东权益	1513	2649	2861	3130	3469	折旧摊销	9	10	20	33	39
负债和股东权益总计	2014	3422	3528	3849	4173	公允价值变动损失	(11)	(33)	0	0	0
						财务费用	(22)	(28)	(28)	(29)	(31)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(20)	(430)	(190)	(107)	(107)
每股收益	2.15	1.37	1.18	1.50	1.89	其它	33	21	15	(12)	(63)
每股红利	0.56	0.43	0.30	0.38	0.47	经营活动现金流	314	(103)	136	274	323
每股净资产	10.49	11.10	11.99	13.11	14.53	资本开支	0	(154)	(90)	(92)	(94)
ROIC	25%	14%	11%	15%	18%	其它投资现金流	(227)	227	0	0	0
ROE	20%	12%	10%	11%	13%	投资活动现金流	(355)	53	(90)	(92)	(94)
毛利率	48%	48%	41%	43%	45%	权益性融资	14	899	0	0	0
EBIT Margin	31%	30%	25%	28%	32%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	31%	27%	30%	34%	支付股利、利息	(80)	(104)	(71)	(90)	(113)
收入增长	-10%	-13%	26%	19%	15%	其它融资现金流	(11)	253	(89)	0	0
净利润增长率	42%	5%	-14%	27%	26%	融资活动现金流	(157)	945	(159)	(90)	(113)
资产负债率	25%	23%	19%	19%	17%	现金净变动	(198)	895	(113)	93	116
息率	2.0%	1.5%	1.0%	1.3%	1.7%	货币资金的期初余额	829	632	1526	1413	1505
P/E	13.2	20.7	24.0	18.9	15.0	货币资金的期末余额	632	1526	1413	1505	1621
P/B	2.7	2.6	2.4	2.2	1.9	企业自由现金流	299	(294)	12	194	302
EV/EBITDA	11.1	21.0	19.2	14.4	11.3	权益自由现金流	288	(41)	(56)	216	326

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032