壹网壹创（300792.SZ）

2023 年 11 月 17 日

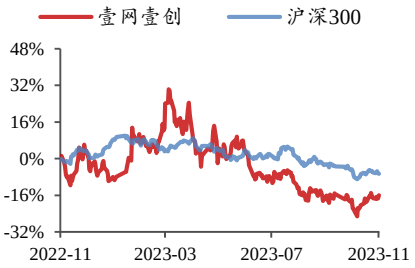
子公司出表影响仍存，“双 11”有望驱动业绩修复

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2023/11/17
当前股价(元)	24.84
一年最高最低(元)	39.98/21.97
总市值(亿元)	59.26
流通市值(亿元)	51.85
总股本(亿股)	2.39
流通股本(亿股)	2.09
近 3 个月换手率(%)	80.44

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《毛利率短期承压，品牌客户拓展卓有成效—公司信息更新报告》-2023.9.4

方光照（分析师）
fangguangzhao@kysec.cn
证书编号：S0790520030004

田鹏（分析师）
tianpeng@kysec.cn
证书编号：S0790523090001

● **“浙江上佰”出表影响仍存，新业务或驱动业绩修复，维持“买入”评级**

2023Q3 公司实现营业收入 2.85 亿元，同比下降 25.71%，环比下降 14.00%，主要系处置子公司“浙江上佰”致其不再纳入合并范围，合并收入减少；实现归母净利润 2668.38 万元，同比下降 36.37%，环比下降 39.84%，主要系处置子公司“浙江上佰”，且总部大楼摊销增加，同时部分项目寻求创新合作，费用支出增加。2023 年前三季度公司实现营业收入 8.94 亿元，同比下降 11.95%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比下降 22.64%。考虑到 “浙江上佰”出表的影响，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.51/1.86/2.17 亿元(2023-2025 年前值分别为 2.59/3.05/3.49 亿元)，对应 EPS 分别为 0.63/0.78/0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 39.2/31.8/27.3 倍，我们看好公司巩固电商全域服务商头部地位，后续随新业务拓展，业绩迎来修复，维持“买入”评级。

● **2023Q3 毛利率承压，随新业务拓展，公司盈利能力或持续改善**

公司 2023Q3 毛利率为 26.71%，同比下降 1.96 pct，环比下降 3.95 pct，主要系公司新增的内容电商业务处于成长期，前期投入较高。公司 2023Q3 归母净利率为 9.38%，同比下降 1.57 pct，环比下降 4.03 pct，其中销售费用率为 10.73%，环比提升 0.16 pct，2023Q3 管理费用率为 7.56%，环比提升 1.07 pct，或系公司承接新业务加大销售推广力度与人员开支。我们认为，公司内容电商业务仍有较大提升空间，随投入逐步获得回报，公司盈利能力或将持续改善。

● **“双 11”临近，多元化渠道布局有望驱动公司业绩修复**

公司 2023 年前三季度累计实现 GMV104.56 亿元，新增包括螺霸王、紫金珠宝等 5 个品牌。展望 Q4，根据天猫大美妆，公司重点合作品牌毛戈平位列 2023 年“双 11”天猫彩妆预售首日第 10 名，同比提升 7 名，我们认为，“双 11”对公司业绩拉动作用明显，在消费复苏叠加公司多元化发力渠道的背景下，公司作为电商代运营行业领军者，GMV 有望在 Q4 重回增长，驱动业绩修复。

● **风险提示：**代运营行业竞争加剧、公司的线上运营权被品牌方收回等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,135	1,539	1,303	1,538	1,752
YOY(%)	-12.6	35.6	-15.3	18.1	13.9
归母净利润(百万元)	327	180	151	186	217
YOY(%)	5.4	-44.9	-16.0	23.1	16.5
毛利率(%)	47.6	33.6	30.4	31.4	32.0
净利率(%)	28.8	11.7	11.6	12.1	12.4
ROE(%)	13.2	7.3	5.5	6.7	7.4
EPS(摊薄/元)	1.37	0.75	0.63	0.78	0.91
P/E(倍)	18.1	32.9	39.2	31.8	27.3
P/B(倍)	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2283	2088	2096	2184	2330
现金	1526	1060	1753	1329	1848
应收票据及应收账款	315	326	0	0	0
其他应收款	179	229	116	292	173
预付账款	43	89	23	110	41
存货	181	305	126	376	190
其他流动资产	39	78	78	78	78
非流动资产	1138	1316	1267	1306	1346
长期投资	148	157	172	188	206
固定资产	99	454	410	426	442
无形资产	31	27	28	28	29
其他非流动资产	860	678	657	663	669
资产总计	3422	3405	3364	3490	3677
流动负债	594	489	318	352	381
短期借款	84	22	22	22	22
应付票据及应付账款	137	201	0	0	0
其他流动负债	373	266	296	330	359
非流动负债	96	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	25	25	25	25
负债合计	690	514	343	377	406
少数股东权益	82	146	160	182	209
股本	239	239	239	239	239
资本公积	1463	1457	1457	1457	1457
留存收益	962	1083	1207	1369	1561
归属母公司股东权益	2649	2745	2860	2930	3061
负债和股东权益	3422	3405	3364	3490	3677

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	28	-35	648	-312	598
净利润	360	212	166	209	244
折旧摊销	14	19	34	37	42
财务费用	-28	-34	-35	-38	-41
投资损失	-62	-12	-20	-24	-26
营运资金变动	-281	-286	525	-467	414
其他经营现金流	24	66	-23	-30	-35
投资活动现金流	-65	-250	50	-33	-35
资本支出	128	175	-29	60	64
长期投资	-127	-90	-15	-16	-18
其他投资现金流	190	15	35	43	47
筹资活动现金流	928	-204	-4	-79	-45
短期借款	76	-63	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	94	-0	0	0	0
资本公积增加	793	-6	0	0	0
其他筹资现金流	-35	-135	-4	-79	-45
现金净增加额	889	-474	693	-424	518

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1135	1539	1303	1538	1752
营业成本	595	1022	906	1055	1191
营业税金及附加	29	30	25	33	37
营业费用	86	161	163	185	205
管理费用	82	81	81	93	108
研发费用	24	32	18	26	32
财务费用	-28	-34	-35	-38	-41
资产减值损失	0	-22	0	0	0
其他收益	17	25	14	17	17
公允价值变动收益	33	17	15	19	21
投资净收益	62	12	20	24	26
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	445	255	201	255	298
营业外收入	0	0	8	5	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	444	254	208	259	300
所得税	84	42	43	51	57
净利润	360	212	166	209	244
少数股东损益	33	32	14	23	27
归属母公司净利润	327	180	151	186	217
EBITDA	417	243	202	252	296
EPS(元)	1.37	0.75	0.63	0.78	0.91

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-12.6	35.6	-15.3	18.1	13.9
营业利润(%)	3.0	-42.8	-20.9	26.8	16.7
归属于母公司净利润(%)	5.4	-44.9	-16.0	23.1	16.5
获利能力					
毛利率(%)	47.6	33.6	30.4	31.4	32.0
净利率(%)	28.8	11.7	11.6	12.1	12.4
ROE(%)	13.2	7.3	5.5	6.7	7.4
ROIC(%)	11.6	6.7	4.6	5.8	6.7
偿债能力					
资产负债率(%)	20.2	15.1	10.2	10.8	11.0
净负债比率(%)	-49.9	-35.7	-57.2	-41.9	-55.7
流动比率	3.8	4.3	6.6	6.2	6.1
速动比率	3.4	3.3	5.9	4.6	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	4.4	4.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.2	6.0	9.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.37	0.75	0.63	0.78	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	-0.14	2.71	-1.31	2.51
每股净资产(最新摊薄)	11.11	11.51	11.99	12.28	12.83
估值比率					
P/E	18.1	32.9	39.2	31.8	27.3
P/B	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	11.1	20.7	21.6	19.1	14.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn