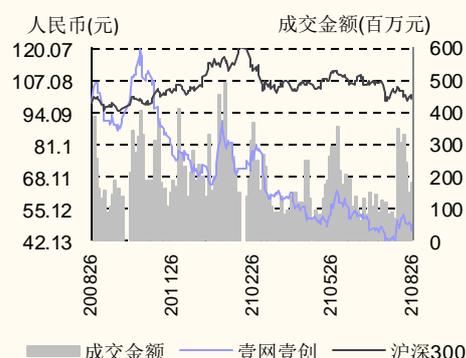


市场价格 (人民币): 46.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.39
已上市流通 A 股(亿股)	0.92
总市值(亿元)	110.28
年内股价最高最低(元)	119.94/42.13
沪深 300 指数	4802
创业板指	3264



相关报告

- 1.《收购浙江上佰剩余 49% 股权，增厚公司业绩-壹网壹创跟踪》，2021.7.22
- 2.《锐意进取拓展业务边界，打开长期成长空间-壹网壹创 20 年及 21...》，2021.4.28
- 3.《代运营行业景气，业务模式切换下成长依旧-壹网壹创深度报告》，2021.2.26

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

Q2 业绩环比提速，期待新业务继续放量

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,451	1,299	1,448	1,889	2,385
营业收入增长率	43.25%	-10.49%	11.54%	30.41%	26.26%
归母净利润(百万元)	219	310	423	566	743
归母净利润增长率	34.71%	41.54%	36.50%	33.82%	31.24%
摊薄每股收益(元)	1.01	1.43	1.96	2.62	3.44
每股经营性现金流净额	1.78	3.04	1.40	2.65	3.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.14%	20.50%	23.54%	26.49%	28.77%
P/E	46	32	24	18	13
P/B	7.82	6.61	5.56	4.68	3.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8.26 公司公告 1H21 GMV 109.4 亿元、同增 59.83%，营收 4.86 亿元、同降 12.82%，归母净利 1.27 亿元、同增 16.66%，扣非净利 1.15 亿元、同增 9.47%。净利增速高于扣非净利主要为 1061 万元非流动资产处置收益。
- 其中，浙江上佰 (20 年 6 月开始并表 51%) 1H21 营收 1.10 亿元、净利 2781 万元，对应净利率 25.37%。
- 分季度看，1Q21~2Q21 营收分别增 4.20%/降 23.40%，归母净利分别同增 12.29%/20.04%，净利率 23.85%/26.01%。

经营分析

- 分业务，线上管理业务持续高增：营销/管理/分销等营收占比 25%/55%/21%，分别同降 52%/增 44%/降 20%，其中营销模式收入下滑主要为与百雀羚合作模式切换，分销下降主要为唯品会平台自身表现转弱、公司主动调整低毛利率业务结构。
- 品牌客户不断拓展助力公司下半年及明年业绩快速增长：老品牌合作关系稳定、同时增加 32 个品牌 (泸州老窖/金霸王/高露洁等)，且即将还有 21 个品牌签约，如科大讯飞/弥生/红牛/妮维雅/创尔美/飞利浦等，Q2~3 签约品牌数量打破历史记录。1H21 京东 GMV 规模过亿元、增长 54 倍。
- 积极孵化未来业绩增长点：Q2 投入相关费用约 2000 万，主要内容有 1) IT 自动化建设，智能化数字华自动化是行业发展的未来，是公司的核心竞争优势；2) 新消费品加速器模型得到验证，帮助公司从品牌服务向品牌管理升级转型、建立自主孵化品牌的能力，每鲜说是试水的第一个品牌，Q3 盈利状况会改善；3) 抖音内容电商能力搭建与聚焦，将抖音作为新锐品牌种草主阵地、链接达人实现快速的宣发 (在美妆个护上已经取得进展、下半年会高速增长)、聚焦服装与珠宝品牌，和领先的 mcn 机构战略合作，孵化搭建达人的 ip 与矩阵。7 月抖音扭亏为盈。

投资建议

- 公司线上运营能力出色，积极孵化业绩增长点、逐步贡献盈利。21~23 年 EPS 1.96/2.62/3.44 元，21~23 年 PE 24/18/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 大客户终止合作风险、品牌客户拓展/新平台拓展不及预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,013	1,451	1,299	1,448	1,889	2,385	货币资金	107	829	632	719	988	1,365
增长率		43.2%	-10.5%	11.5%	30.4%	26.3%	应收账款	131	213	261	262	342	431
主营业务成本	-581	-826	-677	-722	-942	-1,155	存货	75	116	84	107	139	171
%销售收入	57.4%	57.0%	52.2%	49.9%	49.9%	48.5%	其他流动资产	110	103	294	288	298	307
毛利	431	624	621	726	947	1,229	流动资产	422	1,261	1,271	1,376	1,767	2,274
%销售收入	42.6%	43.0%	47.8%	50.1%	50.1%	51.5%	%总资产	83.8%	88.7%	63.1%	64.0%	68.6%	73.1%
营业税金及附加	-6	-14	-28	-10	-13	-17	长期投资	10	12	148	150	152	154
%销售收入	0.6%	1.0%	2.1%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	12	109	219	258	292	321
销售费用	-190	-303	-145	-101	-113	-143	%总资产	2.4%	7.7%	10.9%	12.0%	11.3%	10.3%
%销售收入	18.8%	20.9%	11.2%	7.0%	6.0%	6.0%	无形资产	17	12	370	367	364	362
管理费用	-32	-39	-50	-58	-76	-95	非流动资产	81	161	743	774	807	837
%销售收入	3.2%	2.7%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	16.2%	11.3%	36.9%	36.0%	31.4%	26.9%
研发费用	0	-3	-14	-43	-57	-72	资产总计	503	1,422	2,014	2,150	2,574	3,111
%销售收入	0.0%	0.2%	1.1%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	0	0	8	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	203	265	384	513	688	903	应付款项	51	82	325	209	271	333
%销售收入	20.0%	18.2%	29.5%	35.4%	36.4%	37.8%	其他流动负债	52	61	88	71	94	122
财务费用	1	6	22	14	18	24	流动负债	103	143	421	280	365	455
%销售收入	-0.1%	-0.4%	-1.7%	-0.9%	-0.9%	-1.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	2	4	-2	0	0	0	其他长期负债	0	0	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	9	2	2	2	负债	103	143	430	280	365	455
投资收益	0	1	3	0	0	0	普通股股东权益	400	1,278	1,513	1,798	2,138	2,584
%税前利润	0.0%	0.3%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	60	80	144	208	208	208
营业利润	202	272	432	529	708	929	未分配利润	277	445	655	909	1,249	1,695
营业利润率	20.0%	18.7%	33.3%	36.5%	37.5%	39.0%	少数股东权益	0	0	72	72	72	72
营业外收支	15	18	11	0	0	0	负债股东权益合计	503	1,422	2,014	2,150	2,574	3,111
税前利润	217	290	443	529	708	929	比率分析						
利润率	21.5%	20.0%	34.1%	36.5%	37.5%	39.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-55	-71	-97	-106	-142	-186	每股指标						
所得税率	25.2%	24.4%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.75	1.01	1.43	1.96	2.62	3.44
净利润	163	219	345	423	566	743	每股净资产	1.85	5.91	6.99	8.31	9.88	11.94
少数股东损益	0	0	35	0	0	0	每股经营现金净流	1.70	1.78	3.04	1.40	2.65	3.50
归属于母公司的净利润	163	219	310	423	566	743	每股股利	0.00	1.00	0.55	0.81	1.09	1.43
净利率	16.1%	15.1%	23.9%	29.2%	30.0%	31.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	40.65%	17.14%	20.50%	23.54%	26.49%	28.77%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	32.31%	15.41%	15.39%	19.69%	22.00%	23.89%
净利润	163	219	345	423	566	743	投入资本收益率	37.94%	15.65%	18.72%	21.95%	24.91%	27.19%
少数股东损益	0	0	35	0	0	0	增长率						
非现金支出	5	9	11	21	24	28	主营业务收入增长率	43.78%	43.25%	-10.49%	11.54%	30.41%	26.26%
非经营收益	0	-3	-13	-2	-2	-2	EBIT增长率	14.92%	30.56%	44.93%	33.76%	34.09%	31.17%
营运资金变动	-66	-82	95	-150	-37	-40	净利润增长率	17.99%	34.71%	41.54%	36.50%	33.82%	31.24%
经营活动现金净流	102	142	439	292	551	730	总资产增长率	42.50%	182.42%	41.69%	6.74%	19.74%	20.86%
资本开支	-18	-87	-91	-55	-56	-56	资产管理能力						
投资	-10	0	-260	0	0	0	应收账款周转天数	30.6	34.0	53.2	53.0	53.0	53.0
其他	0	1	-224	0	0	0	存货周转天数	31.0	42.1	54.0	54.0	54.0	54.0
投资活动现金净流	-28	-86	-575	-55	-55	-55	应付账款周转天数	10.8	22.4	45.8	45.0	45.0	45.0
股权募资	0	717	14	31	0	0	固定资产周转天数	4.3	27.4	29.5	36.1	34.2	31.6
债权募资	0	0	8	-11	0	0	偿债能力						
其他	-57	-58	-82	-170	-227	-297	净负债/股东权益	-26.74%	-64.88%	-53.68%	-50.59%	-55.01%	-59.96%
筹资活动现金净流	-57	660	-60	-149	-227	-297	EBIT利息保障倍数	-246.6	-44.3	-17.6	-37.4	-38.9	-37.0
现金净流量	17	716	-196	88	269	377	资产负债率	20.53%	10.09%	21.33%	13.02%	14.16%	14.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	11	20	30	52
增持	0	2	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.15	1.17	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-16	买入	107.48	143.00 ~ 143.00
2	2019-10-28	买入	161.97	N/A
3	2020-01-17	买入	197.51	N/A
4	2020-04-27	买入	288.00	N/A
5	2021-02-26	买入	119.00	131.00 ~ 135.00
6	2021-04-28	买入	75.70	N/A
7	2021-07-22	买入	47.78	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402