

2021H1 中报点评：新平台拓展较为顺利，新设BD部门助力新品牌签约加速（勘误版） 增持（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,299	1,511	1,782	2,061
同比（%）	-10.5%	16.3%	17.9%	15.7%
归母净利润（百万元）	310	365	436	513
同比（%）	57.7%	17.8%	19.3%	17.7%
每股收益（元/股）	2.15	1.53	1.83	2.15
P/E（倍）	35.37	30.03	25.17	21.38

投资要点

- 21H1 百雀羚模式切换致使收入同比下降，归母净利润同增 16.66%：**公司发布 2021 年半年报。2021H1 年实现营收 4.86 亿元 (-12.82%，均为同比)，归母净利 1.27 亿元 (+16.66%)，扣非归母净利 1.15 亿元 (+9.47%)，营收、业绩基本符合我们预期。2021Q2 实现营收 2.64 亿元 (-23.40%)，归母净利 0.73 亿元 (+20.04%)，扣非归母净利 0.66 亿元 (+9.75%)。Q2 归母净利润增速高于扣非净利润增速，主要系自有品牌每鲜说带来资产处置收益增加 1073 万元。
- 模式切换下盈利能力提升，费用率控制较好：**2021H1 年公司毛利率同比提升 5.3pct 至 49.11%，主要系品牌线上管理服务毛利率更高、占比提升。2021H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变化 -6.86pct/+2.82pct/+1.38pct/+0.63pct。销售费用率的同比减少主要受百雀羚模式切换影响，管理费用率同比增加主要系职工薪酬及房租物业增加，研发费用率增加主要系自动化、信息化建设增加研发费用。2021H1 公司净利率同比提升 1.88pct 至 28.48%。
- 线上管理收入占比过半，21H1 服务 GMV 过百亿，京东、抖音等新平台拓展顺利：**2021H1 年公司品牌线上营销/品牌线上管理/线上分销/其他业务营收占比分别为 24.6%/54.3%/20.4%/0.7%，分别同比变化 -19.7 pct/+21.4 pct/-1.8 pct/+0.1pct，去年以来由于百雀羚门店的切换轻资产的线上管理模式占比大幅提升。从 GMV 角度看，21H1 公司 GMV 同增 59.83% 至 109.64 亿元，半年度 GMV 体量首次过百亿级。其中，京东平台增速强劲，21H1 GMV 同增 5460.67%。另外，抖音平台成为新锐品牌拉新、种草的主阵地，已签约部分美妆个护品牌，并于 7 月份实现止亏，下半年将加快链接达人分发，并增加对服装、珠宝等主要品牌覆盖。
- 上半年新设 BD 部门，客户拓展加速，助力下半年业绩增长：**公司上半年新设 BD 部门以加速多业务客户拓展，在存量品牌雅顿、宝洁、欧珀莱等基本已续约的基础上，新签约高露洁、新霸王等 17 个新品牌，另外有妮维雅、飞利浦、倍轻松等品牌待签约，横跨个护、美妆、潮玩、家电等多品类。我们认为，Q2 品牌签约和待签约数量的增加，将有利于驱动今年下半年以及明后年收入和业绩的较快增长。
- 盈利预测与投资评级：**公司是国内电商代运营龙头，扩品牌、扩品类、扩平台，并加速培育自有品牌和内容电商，由于阿里增速有所放缓，我们维持 2021-2023 年归母净利润预测 3.65、4.36、5.13 亿元，同增 17.8%、19.3%、17.7%，当前市值对应 2021-2023 年 PE 30x、25x、21x，维持“增持”评级。
- 风险提示：**电商增速放缓、品牌拓展较慢、续约率下降、平台流量下滑。

2021 年 08 月 27 日

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520120002

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号：S0600520090006

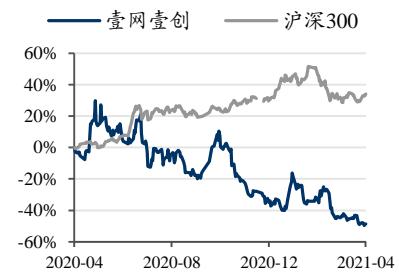
zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

tangj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.94
一年最低/最高价	41.35/122.52
市净率(倍)	4.62
流通 A 股市值(百万元)	4226.33

基础数据

每股净资产(元)	7.23
资产负债率(%)	19.15
总股本(百万股)	238.70
流通 A 股(百万股)	92.00

相关研究

1、《壹网壹创 (300792)：内外延拉动 GMV 高速成长，加速培育自有品牌和内容电商》

2021-04-28

2、《壹网壹创 (300792)：全年利润高增，加大自有品牌及内容电商投入》 2021-01-27

壹网壹创三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,271	1,354	1,918	2,111	营业收入	1,299	1,511	1,782	2,061
现金	632	757	1,150	1,385	减:营业成本	677	721	778	845
应收账款	202	134	282	207	营业税金及附加	28	32	38	44
存货	84	129	101	149	营业费用	145	198	287	353
其他流动资产	353	334	384	370	管理费用	50	45	62	93
非流动资产	743	958	1,147	1,331	研发费用	14	16	19	22
长期股权投资	128	255	383	511	财务费用	-22	-14	-19	-25
固定资产	105	217	298	369	资产减值损失	2	0	0	0
在建工程	114	95	80	70	加:投资净收益	3	3	3	3
无形资产	35	32	30	27	其他收益	12	7	8	8
其他非流动资产	361	359	356	354	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	2,014	2,312	3,065	3,442	营业利润	432	532	637	751
流动负债	421	217	485	291	加:营业外净收支	11	11	11	11
短期借款	8	8	8	8	利润总额	443	542	647	762
应付账款	90	91	104	108	减:所得税费用	97	136	162	190
其他流动负债	323	118	373	175	少数股东损益	35	42	50	58
非流动负债	9	9	9	9	归属母公司净利润	310	365	436	513
长期借款	0	0	0	0	EBIT	430	529	628	737
其他非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	443	545	653	768
负债合计	430	226	494	299	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	72	114	163	222	每股收益(元)	2.15	1.53	1.83	2.15
归属母公司股东权益	1,513	1,972	2,408	2,921	每股净资产(元)	10.48	13.01	16.03	19.59
负债和股东权益	2,014	2,312	3,065	3,442	发行在外股份(百万股)	144	239	239	239
					ROIC(%)	64.9%	63.0%	86.6%	79.6%
					ROE(%)	21.8%	20.4%	19.6%	18.7%
						47.8%	52.3%	56.3%	59.0%
现金流量表(百万元)					毛利率(%)				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	438	236	575	412	销售净利率(%)	23.9%	24.2%	24.5%	24.9%
投资活动现金流	-575	-219	-201	-202	资产负债率(%)	21.3%	9.8%	16.1%	8.7%
筹资活动现金流	-58	108	19	25	收入增长率(%)	-10.5%	16.3%	17.9%	15.7%
现金净增加额	-196	126	393	236	净利润增长率(%)	57.7%	17.8%	19.3%	17.7%
折旧和摊销	13	16	24	31	P/E	35.37	30.03	25.17	21.38
资本开支	91	87	62	56	P/B	7.22	5.82	4.72	3.86
营运资本变动	88	-161	97	-152	EV/EBITDA	39.02	31.57	25.84	21.73

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>