

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

增持

核心观点

2021 年业绩受多重因素承压，22Q1 有所恢复。21 年实现营收 11.35 亿元，同比-12.59%，主要受与百雀羚旗舰店合作方式调整影响；归母净利润 3.27 亿元，同比+5.39%，扣非净利润同比-8.75%；主要系去年下半年消费大环境承压、平台增速趋缓，叠加自身从 21Q3 开始增加人才储备导致相关成本大幅增长以及数字化系统建设持续投入带来成本上升。分季度来看，22Q1 实现营收 2.66 亿元，同比+19.58%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比-2.38%。利润端主要受到疫情反复以及前述的费用投入加大影响。

营收拆分：轻资产模式持续转型，境外业务占比提升。分模式：公司近年来持续向轻资产模式转型，21 年品牌线上管理服务实现营收 6.03 亿元，同比+15.61%，收入占比 53.09%（同比+12.95pct）；品牌线上营销服务则实现营收 2.26 亿元，同比-46.15%，收入占比 19.94%；分平台：在流量去中心化以及公司自身积极开辟新平台下，天猫 21 年收入 2.09 亿元，同比-47.09%，收入占比 16.07%（同比-14.30pct）；唯品会收入 1.47 亿元，同比-44.93%，收入占比 11.32%；分地区：21 年境内实现营收 9.30 亿元，同比-22.17%，收入占比 81.89%；境外营收 2.06 亿元，同比增长 97.20%，收入占比 18.11%。

盈利运营：盈利能力暂时承压。21 年毛利率 48%，同比减少 0.22pct；21 年销售费率 7.53%，同比-3.66pct，主要系推广费用下降-44.55%；管理费用率为 7.20%，同比上升 3.32pct；主要系公司 21 年 Q3 为次年新品牌业务储备人员、加强组织能力建设所致；研发费率 2.15%，同比+1.06pct；而 22Q1 毛利率及净利率 44.13%/20.86%，环比 21Q4 有所下降，主要系新品牌投入带来营销升高，以及相应的员工人才储备带来费用提升。21 年存货周转天数同比+28 天至 81 天，主要系疫情影响及业务增长导致库存增加；21 年经营性现金流净额为 0.28 亿元，同比下降 93.73%，主要由于管理服务业务持续增长及部分客户账期调整所致。

风险提示：新品牌磨合期较长，新签品牌业绩不及预期。

投资建议：考虑到疫情反复的影响，以及公司前期新签品牌在前期投入阶段带来成本和费用的升高，短期在收入端和费用端有所承压，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年收入 15/19/23 亿元，同比增速为 33.6%/25.4%/18.8%，归母净利润 4.36/5.47/5.60 亿元，同比增速 33.3%/25.7%/20.0%；摊薄 EPS=1.82/2.29/2.75 元，当前股价对应 PE 为 15/12/10x。伴随公司全平台、全品类建成，将进一步加强全域服务能力和全链路品牌服务能力，短期受疫情影响业绩承压，中长期有望迎来经营修复机会，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,135.07	1,516.23	1,901.04	2,257.68	2,596
(+/-%)	-13%	34%	25%	19%	15.0%
净利润(百万元)	326.78	435.53	547.25	656.95	822
(+/-%)	5%	33%	26%	20%	25.1%
每股收益(元)	1.37	1.82	2.29	2.75	3.44
EBIT Margin	30.43%	35.22%	36.18%	36.74%	43.5%
净资产收益率 (ROE)	12.33%	14.63%	16.16%	16.93%	18.3%
市盈率 (PE)	20.15	15.12	12.03	10.02	8.0
EV/EBITDA	20.25	12.14	9.40	7.83	5.8
市净率 (PB)	2.49	2.21	1.94	1.70	1.46

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

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：王畅

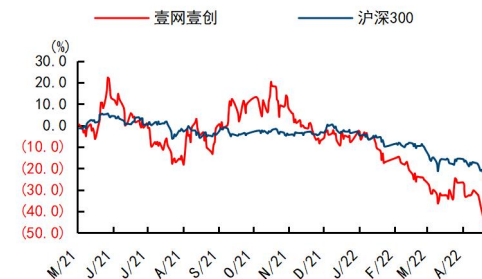
021-61761019

wangchang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	27.90 元
总市值/流通市值	6668/3181 百万元
52 周最高价/最低价	88.35/26.12 元
近 3 个月日均成交额	92.46 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-300792-2021 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成长》——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：业绩加速维持高增长，业务结构进一步优化》——2020-08-30
 《壹网壹创-300792-2019 年报暨 2020 一季报点评：业绩稳步高增长，扩品牌拓品类有望快速推进》——2020-04-27

21 年业绩受多重因素承压。公司 2021 年实现营收 11.35 亿元，同比-12.59%，收入端同比减少主要受与百雀羚旗舰店合作方式调整带来收入确认方式转变影响；实现归母净利润 3.27 亿元，同比+5.39%，实现扣非净利润 2.59 亿元，同比-8.75%。2021 年公司服务品牌实现 GMV271 亿元，同比上升 35.5%；分季度来看，21 年 Q4 实现营收 4.06 亿元，同比-14.39%，归母净利润 1.23 亿元，同比-15.73%；由于去年下半年消费大环境承压、电商平台管理更为严格、平台增速趋缓等多重外界因素，叠加自身从 21Q3 开始增加人才储备导致相关成本大幅增长、数字化系统建设持续投入带来成本上升，综合带来 Q4 业绩整体表现承压。

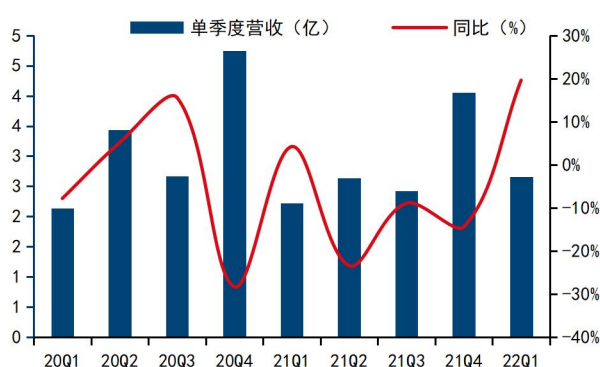
22 年 Q1 实现营收 2.66 亿元，同比+19.58%；实现归母净利润 0.52 亿元，同比-2.38%。22 年 Q1 公司服务的品牌实现 GMV48.04 亿元，同比增长 12.78%。今年 3 月疫情对消费和物流的负面影响使得利润端承压，21 年 Q3 签约品牌在磨合期后的快速增长及今年 Q1 公司新签约的曼秀雷敦等 11 个品牌的增量业务使得公司收入端在疫情环境下仍实现了较高增长。

图1：壹网壹创营业收入及增速（单位：亿元、%）



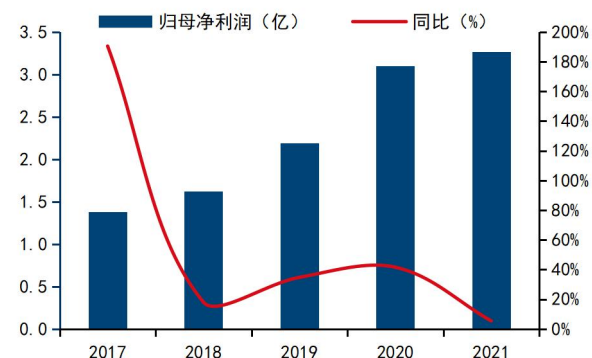
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：壹网壹创单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



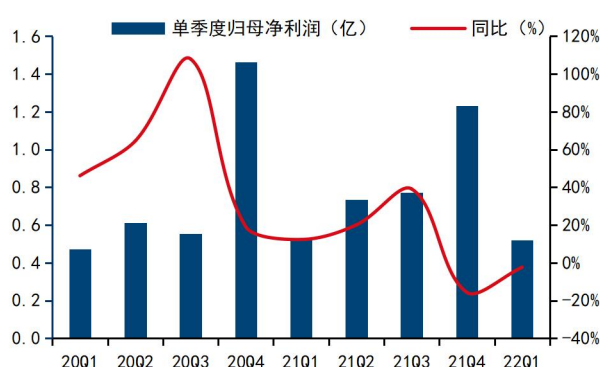
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：壹网壹创归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：壹网壹创单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营收拆分：轻资产模式持续转型，境外业务占比提升

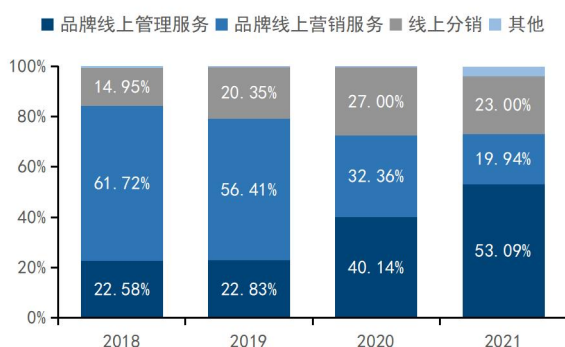
分产品来看，21 年品牌线上管理服务实现营收 6.03 亿元，同比增长 15.61%，收入占比 53.09%，同比上升 12.95pct；品牌线上营销服务实现营收 2.26 亿元，同

比下降 46.15%，收入占比 19.94%，同比-12.43pct；线上分销实现营收 2.61 亿元，同比下降 25.54%，收入占比 23.00%；其他实现营收 0.43 亿元。公司近年来向轻资产模式的线上管理服务转型，持续压缩买断式线上营销服务业务，有助于从长期利好现金流和盈利能力提升。

分平台来看，天猫商城 21 年实现收入 2.09 亿元，同比-47.09%，收入占比 16.07%，占比同比-114.30pct；唯品会实现收入 1.47 亿元，同比-44.93%，收入占比 11.32%，同比-9.23pct。

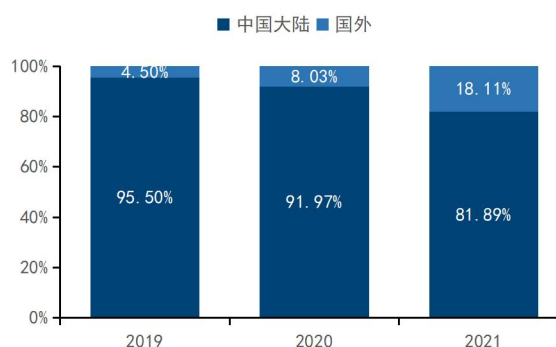
分地区来看，21 年境内实现营收 9.30 亿元，同比下降 22.17%，收入占比 81.89%；境外实现营收 2.06 亿元，同比增长 97.20%，收入占比 18.11%。21 年境外业务占比有明显提升。

图5：公司分产品营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分地区营收占比

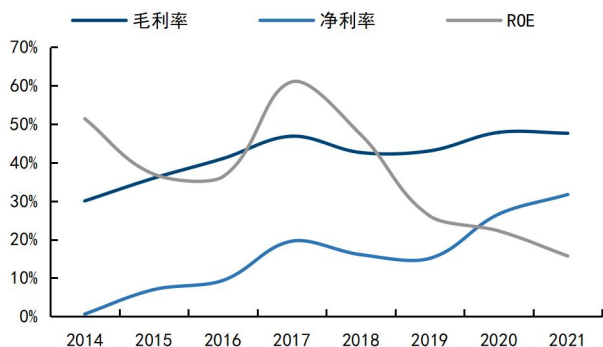


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，公司 21 年毛利率为 47.61%，同比减少 0.22pct，品牌线上服务均有一定程度下降；21 年净利率 31.69%，同比+5.10pct；主要系销售费用方面的改善；22Q1 毛利率、净利率分别为 44.13%、20.86%，环比 21Q4 均有所下降，主要系新品牌投入带来的成本升高及相关费用升高，但是受到疫情影响暂未如期取得成效。

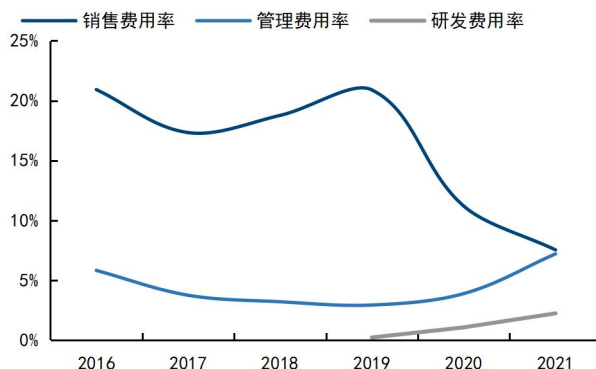
费用率方面，21 年公司销售费用率为 7.53%，同比下降 3.66pct，主要系推广费用下降-44.55%；管理费用率为 7.20%，同比上升 3.32ct；研发费用率为 2.15%，同比上升 1.06pct。管理及研发费用增加主要系公司 21 年 Q3 为次年新品牌业务储备人员、加强组织能力建设及 IT 研发投入所致；22Q1 销售费率 11.07%，同比+4.27pct，主要系为新品牌及新品类推广加大投入，包括推广费用以及相应的团队人力储备导致，22Q1 管理费用 6.83%，同比-0.68%。

图7：公司毛利率、净利率及 ROE 情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：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

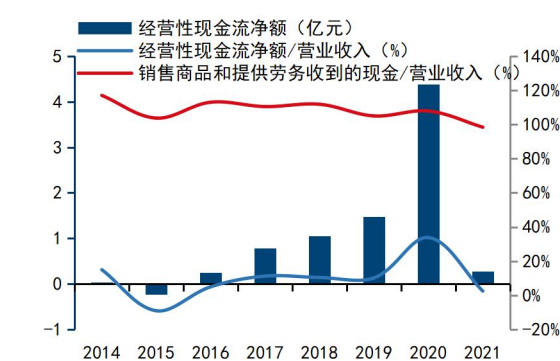
营运能力方面，公司 21 年存货周转天数为 81 天，同比上升 28 天，主要系疫情对物流的影响及跨境业务的增长导致库存增加所致；应收账款周转天数为 82 天，同比上升 30 天，主要由于直播推广生态下的品牌代垫资金影响。现金流方面，公司 21 年经营性现金流净额为 0.28 亿元，同比下降 93.73%，主要由于管理服务业务持续增长及部分客户账期调整所致，另外，公司储备人员及疫情带来的备货深度增加也有部分原因。

图9：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司现金流情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：短期业绩承压，未来期待全域电商+“全品”服务能力带动长效发展

考虑疫情反弹带来的供应链及物流等影响因素，同时公司前期签约新品牌，广泛加大品牌营销相关推广及人力成本，带来成本和费用的升高，预计公司短期在收入端和费用端有所承压；我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年收入 15/19/23 亿元（22-23 年原值为 18/21 亿元），同比增速为 33.6%/25.4%/18.8%，归母净利润 4.36/5.47、5.60 亿元（22-23 年原值为 5.11/6.251 亿元），同比增速 33.3%/25.7%/20.0%；摊薄 EPS=1.82/2.29/2.75 元，当前股价对应 PE 为 15/12/10x。伴随公司全平台、全品类建成，进一步加强全域服务能力和全链路品牌服务能力，同时持续加强数字化建设投入有望长久实现降本增效，疫情后中长期有望迎来经营修复机会，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 亿元	EPS				PE				ROE (22E)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
600276	壹网壹创	27.59	65.85	1.37	1.82	2.29	2.75	20.15	15.12	12.03	10.02	14.63	0.45	增持
300957	贝泰妮	192.25	814.37	2.04	2.81	3.80	5.14	94.24	68.42	50.59	37.40	20.83	1.81	买入
603605	珀莱雅	198.06	398.12	2.87	3.64	4.48	5.44	69.01	54.41	44.21	36.41	21.42	2.00	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	1683	2009	2439	营业收入	1299	1135	1516	1901	2258
应收款项	261	478	208	260	309	营业成本	677	590	773	970	1156
存货净额	84	181	108	135	160	营业税金及附加	28	29	30	38	45
其他流动资产	67	99	152	190	226	销售费用	145	86	106	124	135
流动资产合计	1271	2283	2150	2594	3134	管理费用	50	85	73	81	92
固定资产	219	331	326	362	393	财务费用	(22)	(28)	(38)	(46)	(56)
无形资产及其他	35	31	31	31	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)	(24)	0	0	0
资产总计	2014	3422	3284	3763	4334	营业利润	432	445	572	734	885
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	43	54	64	利润总额	443	444	600	754	905
其他流动负债	323	368	48	59	70	所得税费用	97	84	120	151	181
流动负债合计	421	594	91	113	134	少数股东损益	35	33	45	56	67
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	436	547	657
其他长期负债	9	26	26	26	26	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	9	26	26	26	26	净利润	310	327	436	547	657
负债合计	430	620	117	139	160	资产减值准备	(6)	2	0	0	0
少数股东权益	72	152	190	238	295	折旧摊销	9	10	18	27	32
股东权益	1513	2649	2976	3387	3879	公允价值变动损失	(11)	(33)	0	0	0
负债和股东权益总计	2014	3422	3284	3763	4334	财务费用	(22)	(28)	(38)	(46)	(56)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(20)	(500)	(124)	(96)	(89)
每股收益	2.15	1.37	1.82	2.29	2.75	其它	33	21	38	48	57
每股红利	0.56	0.43	0.46	0.57	0.69	经营活动现金流	314	(173)	368	526	657
每股净资产	10.49	11.10	12.47	14.19	16.25	资本开支	0	(154)	(13)	(63)	(63)
ROIC	25%	14%	19%	32%	36%	其它投资现金流	(227)	227	0	0	0
ROE	20%	12%	15%	16%	17%	投资活动现金流	(355)	53	(13)	(63)	(63)
毛利率	48%	48%	49%	49%	49%	权益性融资	14	969	0	0	0
EBIT Margin	31%	30%	35%	36%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	31%	36%	38%	38%	支付股利、利息	(80)	(104)	(109)	(137)	(164)
收入增长	-10%	-13%	34%	25%	19%	其它融资现金流	(11)	253	(89)	0	0
净利润增长率	42%	5%	33%	26%	20%	融资活动现金流	(157)	1015	(198)	(137)	(164)
资产负债率	25%	23%	9%	10%	10%	现金净变动	(198)	895	157	326	429
息率	2.0%	1.6%	1.7%	2.1%	2.5%	货币资金的期初余额	829	632	1526	1683	2009
P/E	12.8	20.2	15.1	12.0	10.0	货币资金的期末余额	632	1526	1683	2009	2439
P/B	2.6	2.5	2.2	1.9	1.7	企业自由现金流	299	(363)	308	419	543
EV/EBITDA	10.9	20.3	12.1	9.4	7.8	权益自由现金流	288	(110)	250	455	588

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。本报告仅供我公司客户使用，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中所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