

消费升级与娱乐研究中心

壹网壹创 (300792.SZ) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格(人民币): 27.59元

市场数据(人民币)

**4Q21 业绩低于预期, 1Q22 疫情下收入增 20%**

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,299	1,135	1,382	1,693	1,949
营业收入增长率	-10.49%	-12.59%	21.73%	22.52%	15.13%
归母净利润(百万元)	310	327	353	391	439
归母净利润增长率	41.54%	5.39%	8.12%	10.64%	12.21%
摊薄每股收益(元)	2.149	1.369	1.480	1.638	1.838
每股经营性现金流净额	3.04	0.12	1.84	1.44	1.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.50%	12.33%	12.30%	12.58%	13.02%
P/E	51.37	35.79	18.64	16.85	15.01
P/B	10.53	4.41	2.29	2.12	1.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4.26 日公司公告 21 年营收 11.35 亿元、同降 12.59%, GMV 271 亿元、同增 35.5%, 净利 3.27 亿元、同增 5.39%, 扣非净利 2.59 亿元、同降 8.75%、低于净利主要系 21 年投资收益及非流动资产处置损益较多。
- 分季度看, 4Q21~1Q22 营收同降 14.39%/增 19.58%, 归母净利同降 15.73%/降 2.38%, 净利率 30.37% (-0.48PCT) /19.47% (-4.38PCT)。

经营分析

- **21 年营销服务+分销业务承压、管理服务业务保持快速增长。**分业务看, 21 年营销服务 2.26 亿元、同降 46.15%, 毛利率 44.86% (-3.32PCT); 管理服务 6.05 亿元、同增 16.06%, 毛利率 59.45% (-7.24PCT); 线上分销 2.62 亿元、同降 25.54%, 毛利率 28.19% (+8.63PCT); 其他业务中内容电商及技术咨询服务 4031 万元、占总收入比重为 3.54%。**21 年毛利率、费用率稳定、净利率升。**毛利率 47.99% (+0.16PCT); 费用率 14.79% (+0.34PCT); 净利率 28.79% (+4.91PCT) 主要为体外品牌分红、股权增值带来投资收益同比增多 5826 万元、公允价值变动损益增多 2419 万元。
- **1Q22 在疫情下营收增长仍环比提速,**1Q21GMV 同增 12.78%, 主要为签约曼秀雷敦/心机彩妆/直白等 11 个品牌及 3Q21 新签约的品牌磨合期后实现快速增长。受业务结构变化影响, **1Q22 净利率降。**低毛利品牌线上营销服务、线上分销业务占比提升, 22Q1 毛利率 44.13% (-4.44PCT)、费用率 18.19% (+2.86PCT), 22Q1 净利率 19.47% (-4.38PCT)。
- **21 年及 1Q22 存货就应收账款周转放缓、现金流增长承压。**21 年/22Q1 存货周转天数 81 天/141 天、同比+28 天/+63 天; 应收账款周转天数 82 天/105 天、同比+30 天/+26 天。21 年/1Q21 经营性现金流净额同降 93.73%、同降 265.21%, 主要系存货、应收账款、其他应收款增加所致。

投资建议

- 受业务结构变化影响, 净利表现低于预期, 下调 22~23 年盈利预测 38%、47%/新增 24 年预测, 22~24 年净利为 3.53/3.91/4.39 亿元, 对应 22~24 年 PE 为 19/17/15 倍, 下调至“增持”评级。

风险提示

- 品牌客户拓展/新平台拓展不及预期等, 大客户合作终止风险。

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

蔡小琴 研究员
caixy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,451	1,299	1,135	1,382	1,693	1,949
增长率	-10.5%	-12.6%	21.7%	22.5%	15.1%	
主营业务成本	-826	-677	-590	-678	-764	-807
%销售收入	57.0%	52.2%	52.0%	49.0%	45.1%	41.4%
毛利	624	621	545	704	929	1,142
%销售收入	43.0%	47.8%	48.0%	51.0%	54.9%	58.6%
营业税金及附加	-14	-28	-29	-7	-8	-10
%销售收入	1.0%	2.1%	2.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-303	-145	-86	-90	-110	-146
%销售收入	20.9%	11.2%	7.6%	6.5%	6.5%	7.5%
管理费用	-39	-50	-85	-97	-113	-146
%销售收入	2.7%	3.9%	7.5%	7.0%	6.7%	7.5%
研发费用	-3	-14	-25	-35	-42	-49
%销售收入	0.2%	1.1%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	265	384	320	476	655	792
%销售收入	18.2%	29.5%	28.2%	34.5%	38.7%	40.6%
财务费用	6	22	28	-40	-172	-250
%销售收入	-0.4%	-1.7%	-2.5%	2.9%	10.2%	12.8%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	9	33	0	0	0
投资收益	1	3	62	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.8%	13.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	272	432	445	436	483	542
营业利润率	18.7%	33.3%	39.2%	31.6%	28.5%	27.8%
营业外收支	18	11	-1	0	0	0
税前利润	290	443	444	436	483	542
利润率	20.0%	34.1%	39.1%	31.6%	28.5%	27.8%
所得税	-71	-97	-84	-83	-92	-103
所得税率	24.4%	22.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	219	345	360	353	391	439
少数股东损益	0	35	33	0	0	0
归属于母公司的净利润	219	310	327	353	391	439
净利率	15.1%	23.9%	28.8%	25.6%	23.1%	22.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	219	345	360	353	391	439
少数股东损益	0	35	33	0	0	0
非现金支出	13	11	38	9	9	8
非经营收益	-3	-13	-90	-2	0	0
营运资金变动	-82	95	-280	80	-57	-38
经营活动现金净流	147	438	28	440	343	409
资本开支	-87	-91	-127	-44	-67	-67
投资	0	-260	-172	0	0	0
其他	1	-224	233	0	0	0
投资活动现金净流	-86	-575	-65	-44	-67	-67
股权筹资	717	14	969	10	0	0
债权筹资	0	8	76	-92	0	0
其他	-58	-81	-117	-145	-157	-176
筹资活动现金净流	660	-58	928	-226	-157	-176
现金净流量	721	-196	889	170	119	167

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	829	632	1,526	1,694	1,812	1,978
应收账款	213	261	494	459	563	648
存货	116	84	181	152	172	181
其他流动资产	103	294	83	77	83	85
流动资产	1,261	1,271	2,283	2,383	2,629	2,892
%总资产	88.7%	63.1%	66.7%	67.2%	68.3%	69.3%
长期投资	12	148	320	320	320	320
固定资产	109	219	331	391	450	510
%总资产	7.7%	10.9%	9.7%	11.0%	11.7%	12.2%
无形资产	12	370	440	439	438	438
非流动资产	161	743	1,138	1,162	1,220	1,279
%总资产	11.3%	36.9%	33.3%	32.8%	31.7%	30.7%
资产总计	1,422	2,014	3,422	3,545	3,850	4,171
短期借款	0	8	89	0	0	0
应付款项	82	325	416	424	483	530
其他流动负债	61	88	89	92	104	117
流动负债	143	421	594	516	588	647
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	9	26	5	4	3
负债	143	430	620	522	591	650
普通股股东权益	1,278	1,513	2,649	2,871	3,106	3,369
其中：股本	80	144	239	239	239	239
未分配利润	445	655	891	1,103	1,337	1,601
少数股东权益	0	72	152	152	152	152
负债股东权益合计	1,422	2,014	3,422	3,545	3,850	4,171

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.738	2.149	1.369	1.480	1.638	1.838
每股净资产	15.976	10.486	11.101	12.031	13.013	14.116
每股经营现金净流	1.836	3.040	0.115	1.842	1.436	1.714
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.592	0.655	0.735
回报率						
净资产收益率	17.14%	20.50%	12.33%	12.30%	12.58%	13.02%
总资产收益率	15.41%	15.39%	9.55%	9.97%	10.15%	10.52%
投入资本收益率	15.65%	18.72%	8.92%	12.75%	16.27%	18.21%
增长率						
主营业务收入增长率	43.25%	-10.49%	-12.59%	21.73%	22.52%	15.13%
EBIT增长率	30.56%	44.93%	-16.58%	48.73%	37.51%	20.92%
净利润增长率	34.71%	41.54%	5.39%	8.12%	10.64%	12.21%
总资产增长率	182.42%	41.69%	69.89%	3.61%	8.58%	8.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.0	53.2	83.1	83.1	83.1	83.1
存货周转天数	42.1	54.0	82.0	82.0	82.0	82.0
应付账款周转天数	22.4	45.8	70.1	70.1	70.1	70.1
固定资产周转天数	27.4	29.5	31.7	23.2	16.7	12.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-64.88%	-53.68%	-51.30%	-56.03%	-55.62%	-56.17%
EBIT利息保障倍数	-44.3	-17.6	-11.4	11.9	3.8	3.2
资产负债率	10.09%	21.33%	18.12%	14.71%	15.36%	15.57%

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	3	8	11	12	51
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	1.20	1.27	1.33	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-27	买入	288.00	N/A
2	2021-02-26	买入	119.00	131.00 ~ 135.00
3	2021-04-28	买入	75.70	N/A
4	2021-07-22	买入	47.78	N/A
5	2021-08-26	买入	49.16	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供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