

增量品牌助力营收增长，投入增加拖累业绩

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-28

主要观点：

● 事件

公司发布 2022 年中报，实现营收 6.32 亿元，同比增长 30%；归母净利润 1.05 亿元，同比下降 17.02%；扣非后归母净利润 0.96 亿元，同比下降 16.21%。

● 客户拓新叠加业务拓展，助力营收稳步增长

收入方面：公司营收同比增长，主要系品牌线上营销服务、线上分销的新增客户收入增长以及内容电商等新增业务收入增长所致。2022H1 品牌线上营销服务实现营收 2.11 亿元，同比增加 76.54%；品牌线上管理服务实现营收 2.43 亿元，同比下降 8.17%；线上分销业务实现营收 1.25 亿元，同比提升 25.61%，新增内容电商业务实现营收 0.50 亿元。

GMV：2022H1 公司 GMV109.56 亿元，与同期基本持平，主要因为：

- (1) **从品牌来看：**存量品牌的 GMV 出现一定程度的下滑，但新增品牌的 GMV 贡献弥补了存量品牌的缺口。
- (2) **从渠道来看：**天猫平台 GMV 整体基本持平，唯品会平台 GMV 呈现了一定的下滑，但京东平台 GMV 保持稳健增长，拼多多 GMV 同比增长 230%，抖音 GMV 同比增长 90%。

- (3) **从品类来看：**疫情引发了美妆部分消费场景的缺失，美妆品类的 GMV 呈现了一定的下滑；家电、个护、潮玩品类的 GMV 保持了稳健增长，食品、宠物品类的 GMV 呈现较快的增长。

● 疫情反复叠加新增业务拖累毛利率，建设投入增加带动费用率提升

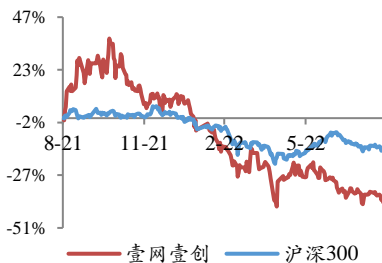
2022H1 公司毛利率为 39.47%，同比下降 9.64pct，主要因为：(1) 存量项目在疫情及消费疲软的影响下，提高了相关投入的成本，但仍未实现完全对抗销售下降的趋势；(2) 2022H1 新增品牌合作较多，较多项目尚处于前期投入起步阶段，暂时未能合理地体现正常毛利率水平。

2022H1 公司净利率为 17.76%，同比下降 10.72pct，主要因为新增品牌线上营销服务、线上分销业务及业务中台能力建设投入，组织能力建设投入，IT 研发能力投入分别导致销售费用、管理费用、研发费用同比增加 95.31%、39.00%、109.74%，2022H1 销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 11.12% (+3.72pct)、10.85% (+1.76pct)、3.35% (+1.28pct)。

● 全链路品牌线上服务商，“加品牌、扩类目、拓渠道”打造新的增长点经过多年发展，公司已实现从品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、视觉设计、大数据分析、线上品牌运营、精准广告投放、CRM 管理、售前售后服务、仓储物流等全链路为品牌提供线上服务。**加品牌：**2022H1，公司在保证核心存量客户基本稳定的基础上新增包括曼秀雷敦、瑗尔博士、冷酸灵、中街、stokke、心机彩妆等 27 个品牌。**扩类目：**品类由最初的美妆，拓展至个护、食品、潮玩、家电。**拓渠道：**公司已经成为天猫、京东、唯品会、拼多多、抖音、小红书等主流电商平

收盘价 (元)	27.19
近 12 个月最高/最低 (元)	61.50/26.27
总股本 (百万股)	239
流通股本 (百万股)	113
流通股比例 (%)	47.47
总市值 (亿元)	65
流通市值 (亿元)	31

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

台头部服务商，不断提升品销合一能力，同时也积累跨平台的闭环营销经验，比如小红书到天猫/京东平台等。公司不断夯实存量品牌，发力新增品牌，有望实现持续增长。

● 投资建议

随着互联网、通信和电商的相关技术不断发展，叠加消费者可支配收入提升及消费习惯的转变，供需两端协同共振催化成交规模不断扩大，线上渠道已成为商家“必争之地”。公司经过多年发展，在业务端已具备全链路运营能力，形成“精准的产品设计策划+一站式线上数据分析与应用+定制化会员服务+精细化营销的仓储信息”等特色服务。公司未来将沿着“加品牌、扩品类、拓渠道”的发展方向，品牌效力有望得到进一步加持。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 1.09、1.38、1.65 元/股，对应当前股价 PE 分别为 25、20、16 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧，新增品牌培育周期不确定，渠道拓展不利等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1135	1319	1667	1975
收入同比 (%)	-12.6%	16.2%	26.3%	18.5%
归属母公司净利润	327	362	458	550
净利润同比 (%)	5.4%	10.8%	26.5%	20.0%
毛利率 (%)	47.6%	43.8%	45.5%	46.3%
ROE (%)	12.3%	12.0%	13.2%	13.7%
每股收益 (元)	1.45	1.09	1.38	1.65
P/E	33.79	25.02	19.77	16.48

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2283	2284	2508	2812	营业收入	1135	1319	1667	1975
现金	1526	1634	1650	1780	营业成本	595	741	907	1060
应收账款	315	278	373	451	营业税金及附加	29	12	15	18
其他应收款	179	129	182	224	销售费用	86	125	167	197
预付账款	43	42	55	65	管理费用	82	33	50	69
存货	181	161	209	253	财务费用	-28	0	0	0
其他流动资产	39	39	39	39	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1138	1460	1789	2095	公允价值变动收益	33	0	0	0
长期投资	148	201	255	303	投资净收益	62	72	91	107
固定资产	99	111	114	118	营业利润	445	481	617	739
无形资产	31	41	51	58	营业外收入	0	6	4	4
其他非流动资产	860	1107	1370	1616	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3422	3745	4298	4908	利润总额	444	486	620	742
流动负债	594	523	574	583	所得税	84	92	118	141
短期借款	84	35	-75	-180	净利润	360	394	502	601
应付账款	137	130	169	202	少数股东损益	33	31	44	51
其他流动负债	373	358	480	561	归属母公司净利润	327	362	458	550
非流动负债	96	96	96	96	EBITDA	343	403	516	617
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.45	1.09	1.38	1.65
其他非流动负债	96	96	96	96					
负债合计	690	619	670	679					
少数股东权益	82	114	158	209					
股本	239	333	333	333					
资本公积	1463	1369	1369	1369					
留存收益	948	1310	1768	2317					
归属母公司股东权	2649	3012	3470	4019					
负债和股东权益	3422	3745	4298	4908					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	28	416	377	447
净利润	327	362	458	550
折旧摊销	22	14	16	16
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-62	-72	-91	-107
营运资金变动	-280	85	-47	-60
其他经营现金流	626	303	546	658
投资活动现金流	-65	-259	-251	-212
资本支出	-127	-278	-287	-271
长期投资	-186	-53	-54	-48
其他投资现金流	248	72	91	107
筹资活动现金流	928	-49	-110	-105
短期借款	76	-49	-110	-105
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	94	94	0	0
资本公积增加	793	-94	0	0
其他筹资现金流	-35	0	0	0
现金净增加额	889	108	16	130

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-12.6%	16.2%	26.3%	18.5%
营业利润	3.0%	8.0%	28.3%	19.9%
归母公司净利润	5.4%	10.8%	26.5%	20.0%
获利能力				
毛利率 (%)	47.6%	43.8%	45.5%	46.3%
净利率 (%)	28.8%	27.4%	27.5%	27.8%
ROE (%)	12.3%	12.0%	13.2%	13.7%
ROIC (%)	9.2%	9.9%	11.4%	12.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	20.2%	16.5%	15.6%	13.8%
净负债比率 (%)	25.3%	19.8%	18.5%	16.1%
流动比率	3.84	4.37	4.37	4.82
速动比率	3.47	3.98	3.91	4.28
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.35	0.39	0.40
应收账款周转率	3.61	4.74	4.47	4.38
应付账款周转率	4.34	5.70	5.36	5.26
每股指标 (元)				
每股收益	1.45	1.09	1.38	1.65
每股经营现金流	0.12	1.25	1.13	1.34
每股净资产	11.10	9.04	10.42	12.07
估值比率				
P/E	33.79	25.02	19.77	16.48
P/B	4.41	3.01	2.61	2.25
EV/EBITDA	29.93	18.55	14.23	11.51

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。