

壹网壹创 (300792.SZ) 毛利率承压致利润下滑, Q4 电商大促有望提振业绩

2022 年 10 月 25 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
方光照 (分析师)
林瑶 (联系人)

fangguangzhao@kysec.cn

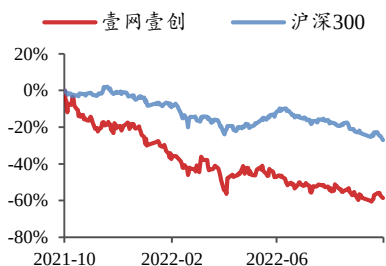
linyao@kysec.cn

证书编号: S0790520030004

证书编号: S0790121020003

日期	2022/10/24
当前股价(元)	24.93
一年最高最低(元)	61.99/22.91
总市值(亿元)	59.50
流通市值(亿元)	50.29
总股本(亿股)	2.39
流通股本(亿股)	2.02
近 3 个月换手率(%)	79.57

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《上半年收入保持增长, 疫情之下凸显强业务拓展能力——公司信息更新报告》-2022.8.28

《服务模式转变提升净利率, 完成全域电商服务布局——公司信息更新报告》-2022.4.27

《全域服务能力不断提升, 新品类新渠道拓展顺利——公司信息更新报告》-2021.10.29

● 2022Q3 疫情和季节性影响下, 营业收入仍同比增长 58%, 维持“买入”评级

2022 年前三季度, 公司实现营业收入 10.15 亿元, 同比增长 39.23%, 主要系品牌线上营销服务和分销业务的新增客户贡献的收入增长, 且开拓了内容电商新渠道; 实现归母净利润 1.47 亿元, 同比下降 27.83%, 主要系清理部分品牌库存导致毛利率显著下降, 且销售费用率同比提升 3.86pcts 至 10.16%。2022Q3, 公司实现营业收入 3.83 亿元, 同比增长 57.69%, 环比增长 4.65%; 实现归母净利润 4194 万元, 同比下降 45.58%, 环比下降 21.01%。由于目前国内疫情仍呈散发态势, 对电商行业造成一定影响, 我们下调 2022-2024 年盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.94/3.86/4.95 亿元 (前值分别为 3.48/4.12/5.10), 对应 EPS 分别为 1.23/1.62/2.07 元, 当前股价对应 PE 分别为 20.2/15.4/12.0 倍, 我们看好公司全域服务龙头地位愈发稳固, 后续随消费复苏业绩逐渐修复, 维持“买入”评级。

● 毛利率进一步下行叠加大量销售费用投入, 净利率阶段性承压

或由于 2022 年疫情反复且消费相对疲软, 公司倾向于拓展低毛利率的品牌线上营销服务支撑业绩, 同时清理库存并开展较多的营销活动。2022Q3, 公司毛利率仅为 28.67% (同比下降 18.45pcts、环比下降 7.42pcts), 销售费用同比增长 229.38%, 净利率同比下降 21.84pcts 至 12.56%, 盈利能力短期承压。我们认为, Q4 存在两大电商大促, 公司的季度业绩将大幅环比改善, 净利率亦有望回升。

● 积极拓展美妆之外类目及存量客户的全域合作, 竞争力持续增强

(1) 品类: 2021 年公司新增的食品、宠物、珠宝品类的 GMV 实现较快增长, 或证明其在美妆领域领先的代运营能力已较为成功地复用至其他类目。(2) 渠道: 2022H1 公司再次蝉联淘宝天猫生态“六星服务商”, 淘系代运营龙头地位稳固; 2022Q2 新增与毛戈平、艾杜纱、欧珀莱在快手、拼多多等淘外渠道的合作, 2022Q3 已实现较快 GMV 增长。此外, 我们认为, 在直播电商行业去超头化的背景下, 品牌自播重要性凸显, 而公司作为代运营行业的领军者, 有望分享赛道红利。

● 风险提示: 代运营行业竞争加剧、公司的线上运营权被品牌方收回等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,299	1,135	1,473	1,645	1,849
YOY(%)	-10.5	-12.6	29.7	11.7	12.4
归母净利润(百万元)	310	327	294	386	495
YOY(%)	41.5	5.4	-10.0	31.1	28.3
毛利率(%)	47.8	47.6	38.7	43.6	47.2
净利率(%)	23.9	28.8	20.0	23.4	26.8
ROE(%)	21.8	13.2	10.4	12.5	14.5
EPS(摊薄/元)	1.30	1.37	1.23	1.62	2.07
P/E(倍)	19.2	18.2	20.2	15.4	12.0
P/B(倍)	3.9	2.2	2.1	1.9	1.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1271	2283	2770	2778	3464
现金	632	1526	1971	1884	2495
应收票据及应收账款	202	315	356	393	449
其他应收款	59	179	129	215	172
预付账款	30	43	52	54	66
存货	84	181	222	192	243
其他流动资产	264	39	39	39	39
非流动资产	743	1138	1190	1222	1260
长期投资	128	148	168	189	209
固定资产	105	99	159	201	239
无形资产	35	31	34	38	43
其他非流动资产	476	860	828	794	769
资产总计	2014	3422	3960	4000	4724
流动负债	421	594	883	620	943
短期借款	8	84	84	84	84
应付票据及应付账款	90	137	207	146	226
其他流动负债	323	373	591	389	633
非流动负债	9	96	96	96	96
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	96	96	96	96
负债合计	430	690	979	716	1039
少数股东权益	72	82	97	122	163
股本	144	239	239	239	239
资本公积	670	1463	1463	1463	1463
留存收益	714	962	1209	1516	1932
归属母公司股东权益	1513	2649	2884	3162	3522
负债和股东权益	2014	3422	3960	4000	4724

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	438	28	508	-5	712
净利润	345	360	309	410	535
折旧摊销	13	14	14	18	22
财务费用	-22	-28	-39	-41	-51
投资损失	-3	-62	-17	-21	-26
营运资金变动	88	-281	251	-358	248
其他经营现金流	17	24	-11	-14	-17
投资活动现金流	-575	-65	-38	-16	-17
资本支出	91	128	31	12	17
长期投资	-126	-127	-20	-20	-20
其他投资现金流	-610	-65	-27	-25	-20
筹资活动现金流	-58	928	-26	-66	-84
短期借款	8	76	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	64	94	0	0	0
资本公积增加	-43	793	0	0	0
其他筹资现金流	-87	-35	-26	-66	-84
现金净增加额	-196	889	445	-87	611

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1299	1135	1473	1645	1849
营业成本	677	595	903	927	975
营业税金及附加	28	29	23	30	37
营业费用	145	86	118	132	139
管理费用	50	82	74	82	83
研发费用	14	24	29	33	33
财务费用	-22	-28	-39	-41	-51
资产减值损失	-2	0	0	0	0
其他收益	12	17	0	0	0
公允价值变动收益	9	33	11	14	17
投资净收益	3	62	17	21	26
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	432	445	392	517	674
营业外收入	13	0	12	11	9
营业外支出	2	1	4	2	2
利润总额	443	444	399	526	681
所得税	97	84	90	116	146
净利润	345	360	309	410	535
少数股东损益	35	33	15	25	41
归属母公司净利润	310	327	294	386	495
EBITDA	437	417	366	492	643
EPS(元)	1.30	1.37	1.23	1.62	2.07

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-10.5	-12.6	29.7	11.7	12.4
营业利润(%)	59.1	3.0	-11.9	32.0	30.3
归属于母公司净利润(%)	41.5	5.4	-10.0	31.1	28.3
获利能力					
毛利率(%)	47.8	47.6	38.7	43.6	47.2
净利率(%)	23.9	28.8	20.0	23.4	26.8
ROE(%)	21.8	13.2	10.4	12.5	14.5
ROIC(%)	21.7	11.6	8.9	11.1	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	21.3	20.2	24.7	17.9	22.0
净负债比率(%)	-39.2	-49.7	-60.6	-52.4	-63.3
流动比率	3.0	3.8	3.1	4.5	3.7
速动比率	2.7	3.4	2.8	4.0	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	6.9	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	8.0	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.30	1.37	1.23	1.62	2.07
每股经营现金流(最新摊薄)	1.84	0.12	2.13	-0.02	2.98
每股净资产(最新摊薄)	6.34	11.10	12.08	13.25	14.76
估值比率					
P/E	19.2	18.2	20.2	15.4	12.0
P/B	3.9	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.8	11.2	11.6	8.8	5.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn