

壹网壹创 (300792.SZ) 线上分销拉动收入增长，持续拓展头部新客

2024年09月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

方光照（分析师）

田鹏（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

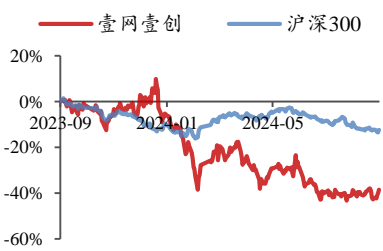
tianpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

证书编号：S0790523090001

日期	2024/8/30
当前股价(元)	15.42
一年最高最低(元)	27.80/14.10
总市值(亿元)	36.78
流通市值(亿元)	33.00
总股本(亿股)	2.38
流通股本(亿股)	2.14
近3个月换手率(%)	79.94

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《子公司出表影响仍存，“双11”有望驱动业绩修复——公司信息更新报告》
-2023.11.17

《毛利率短期承压，品牌客户拓展卓有成效——公司信息更新报告》
-2023.9.4

● **线上分销业务拉动收入增长，Q2 归母净利润降幅收窄，维持“买入”评级**
2024H1 公司实现营业收入 6.22 亿元，同比增长 2.03%，主要系线上分销收入增长贡献所致；实现归母净利润 6681.01 万元，同比下降 23.18%，主要系销售结构变化，毛利率下降，且投资收益下滑。2024Q2 公司实现营业收入 3.40 亿元，同比增长 2.71%，环比增长 20.47%；实现归母净利润 3753 万元，同比下降 15.38%，环比增长 28.19%。考虑到公司收入结构变化且持续增加业务成本投入，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.53/1.72/2.04（前值为 1.86/2.17）亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.72/0.86 元，当前股价对应 PE 分别为 24.1/21.4/18.0 倍，维持“买入”评级。

● **线上分销收入占比提升致毛利率下滑，精细化管理优化期间费用率**
公司 2024H1 毛利率为 27.75%，同比下降 4.58pct，主要系毛利率较低的线上分销服务占比提升所致，2024H1 线上分销收入占比为 41%（同比+11.6pct），毛利率为 18.65%（同比+2.12pct）。品牌线上管理服务收入占比为 21.1%（同比-2.93pct），毛利率为 41.45%（同比-7.54pct）；品牌线上营销服务收入占比为 28.70%（同比-7.04pct），毛利率为 32.85%（同比-1.62pct），毛利率下滑主要系公司持续增加业务成本投入。公司 2024H1 归母净利率为 10.76%（同比-3.52 pct），销售费用率为 11.31%（同比-0.77 pct），管理费用率为 5.29%（同比-1.44pct），研发费用率为 0.99%（同比-0.42pct），费用率下降主要系公司持续加强内部精细化管理，实现经营增效，同时多个产品研发周期已完成，进入使用阶段。

● **2024H1 实现 GMV 稳步增长，新签头部客户或持续贡献业绩增量**
公司 2024H1 实现 GMV89.49 亿元（同比+19.1%），主要系与飞鹤、安热沙、养生堂等品牌合作，服务品牌数量增加，公司同步拓展海外新锐品牌，陆续新增波兰高端护肤品牌 Dr Irena Eris 等品牌的业务合作。渠道方面，公司持续在抖音、小红书及微信小程序等新兴渠道发力，合作品牌进一步向头部服务商集中、全域服务能力不断增强，新签客户增长或持续带来业绩增量。

● **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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,539	1,288	1,492	1,656	1,794
YOY(%)	35.6	-16.3	15.9	11.0	8.3
归母净利润(百万元)	180	108	153	172	204
YOY(%)	-44.9	-40.0	41.3	12.7	18.6
毛利率(%)	33.6	29.3	28.4	28.8	30.1
净利率(%)	11.7	8.4	10.2	10.4	11.4
ROE(%)	7.3	3.8	5.7	6.1	6.8
EPS(摊薄/元)	0.75	0.45	0.64	0.72	0.86
P/E(倍)	20.4	34.1	24.1	21.4	18.0
P/B(倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2088	1908	2021	2120	2363
现金	1060	941	1090	1210	1311
应收票据及应收账款	326	217	0	0	0
其他应收款	229	226	301	284	350
预付账款	89	85	117	107	135
存货	305	345	417	424	471
其他流动资产	78	96	96	96	96
非流动资产	1317	1156	1465	1773	2070
长期投资	157	426	707	992	1277
固定资产	454	396	416	433	448
无形资产	27	20	23	25	22
其他非流动资产	679	314	319	323	323
资产总计	3405	3064	3487	3893	4433
流动负债	489	229	517	800	1167
短期借款	22	13	242	681	872
应付票据及应付账款	201	123	0	0	0
其他流动负债	266	93	275	120	295
非流动负债	26	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	25	25	25	25
负债合计	515	254	542	826	1192
少数股东权益	146	1	15	31	48
股本	239	238	238	238	238
资本公积	1457	1453	1453	1453	1453
留存收益	1082	1162	1290	1434	1603
归属母公司股东权益	2745	2809	2929	3037	3193
负债和股东权益	3405	3064	3487	3893	4433

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-35	86	236	37	263
净利润	212	108	167	187	222
折旧摊销	19	37	31	35	39
财务费用	-34	-25	-16	-2	16
投资损失	-12	-32	-27	-33	-34
营运资金变动	-286	-30	109	-119	52
其他经营现金流	66	28	-27	-31	-33
投资活动现金流	-250	-156	-298	-293	-290
资本支出	175	79	59	59	51
长期投资	-90	-16	-281	-284	-285
其他投资现金流	15	-61	43	50	46
筹资活动现金流	-204	-57	-19	-62	-64
短期借款	-63	-9	229	438	192
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	-6	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-135	-43	-248	-501	-255
现金净增加额	-474	-123	-80	-319	-91

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1539	1288	1492	1656	1794
营业成本	1022	910	1067	1178	1253
营业税金及附加	30	27	32	36	38
营业费用	161	176	164	177	185
管理费用	81	80	90	94	93
研发费用	32	17	25	30	31
财务费用	-34	-25	-16	-2	16
资产减值损失	-22	-5	0	0	0
其他收益	25	6	15	16	16
公允价值变动收益	17	1	15	17	12
投资净收益	12	32	27	33	34
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	255	122	199	222	260
营业外收入	0	0	3	1	1
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	254	120	201	222	260
所得税	42	12	34	35	39
净利润	212	108	167	187	222
少数股东损益	32	0	14	15	18
归属母公司净利润	180	108	153	172	204
EBITDA	243	130	210	251	309
EPS(元)	0.75	0.45	0.64	0.72	0.86

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	35.6	-16.3	15.9	11.0	8.3
营业利润(%)	-42.8	-52.0	63.1	11.8	17.1
归属于母公司净利润(%)	-44.9	-40.0	41.3	12.7	18.6
获利能力					
毛利率(%)	33.6	29.3	28.4	28.8	30.1
净利率(%)	11.7	8.4	10.2	10.4	11.4
ROE(%)	7.3	3.8	5.7	6.1	6.8
ROIC(%)	6.7	2.9	4.7	4.9	5.6
偿债能力					
资产负债率(%)	15.1	8.3	15.5	21.2	26.9
净负债比率(%)	-35.7	-32.8	-28.7	-17.2	-13.4
流动比率	4.3	8.3	3.9	2.6	2.0
速动比率	3.3	6.1	2.7	1.9	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	4.8	4.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.0	5.6	17.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.45	0.64	0.72	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.14	0.36	0.99	0.16	1.10
每股净资产(最新摊薄)	11.51	11.78	12.28	12.73	13.39
估值比率					
P/E	20.4	34.1	24.1	21.4	18.0
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	11.5	21.2	13.6	12.7	10.6

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3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9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