



## 持续拓展合作品类、品牌，头部电商服务商市场份额有望进一步提升 —壹网壹创（300792.SZ）投资价值分析报告

### ● 电商服务商行业竞争加剧，品牌对头部电商服务商黏性增强

2022 年，电商行业一方面呈现了流量去中心化、渠道多元化的格局，另一方面是消费者不断提升的个性化、品质化和用户体验。面对这样的局面，品牌对头部服务商的依赖得到了进一步加强，切换服务商的成本、不可预期的影响都随之提升，有望推动电商服务商市场集中度进一步提升。根据 IMF 2023 年 7 月发布的《世界经济展望》，我国经济仍将保持较好增长的预期下，国外品牌有望持续进入中国市场，相较于本土品牌，国外品牌更倾向于外包服务商进行电商运营，推动电商服务商市场规模持续增长。

### ● 公司作为全链路服务商，市场份额有望提升

公司是全行业首家实现覆盖电商全域主要渠道的企业，已经具备独立的天猫、京东、唯品会、拼多多、抖音、小红书及私域事业部，并且基本在相关平台取得头部服务商的身位。公司已经具备一站式服务能力，能够为客户提供多维度的增值服务，近几年，品牌方的服务需求已拓展至全流程，公司作为全链路服务商在流量去中心化、渠道多元化的市场格局下，市场占有率有望继续上升。

### ● 运营经验成功复制，持续拓展品类、品牌推动业绩增长

公司积极拓展新品类、新品牌、新渠道，已将美妆品类运营经验成功复制到个护、潮玩、宠物食品、大健康等。公司已经与宝洁、资生堂、百威、伊利、毛戈平等国内外知名企业达成长期合作，2023 年 Q1，公司新增 C&D 集团、Swisse、露安适、高洁丝、舒适达等 12 个品牌，累计实现 GMV27.24 亿元，同比增长近 6%。随着运营品类、品牌持续增加，运营经验持续积累，公司有望持续增厚竞争壁垒，带动经营业绩增长。

### ● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 17.66、20.76、24.62 亿元，YOY 分别为 14.76%、17.52%、18.61%；EPS 分别为 1.16、1.38、1.53 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 34.80 元/股，公司估值水平较低于可比公司，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

### ● 投资风险提示

市场环境风险、经营业绩季节波动风险、平台风险。

### ● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,538.64	1,766.15	2,075.55	2,461.73
YOY	35.55%	14.76%	17.52%	18.61%
归母净利润	180.04	277.30	330.11	366.14
EPS	0.75	1.16	1.38	1.53
P/E	37.39	24.17	20.32	18.33

数据来源：公司公告，华通证券研究部

### 公司投资评级

推荐（首次）

### 公司深度报告

华通证券研究部

商贸零售行业组

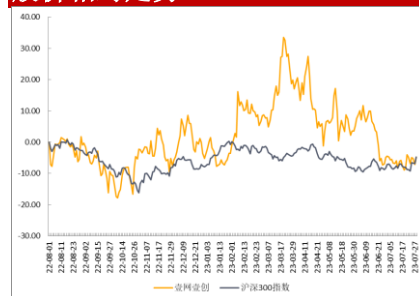
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

### 主要数据 2023.8.4

收盘价（元）	28.04
一年中最低/最高（元）	39.98/22.91
总市值（亿元）	66.90
ROE（加权）	1.54%
PE（TTM）	39.17

### 股价相对走势





## 目 录

一、公司所属主要行业情况分析 .....	4
1.1 行业基本信息 .....	4
1.2 行业竞争格局 .....	5
1.3 行业成长空间 .....	6
二、公司主要业务板块经营情况分析 .....	7
2.1 公司主营业务及产品介绍 .....	7
2.2 公司经营业绩情况 .....	10
2.3 公司核心资源和竞争优势分析 .....	11
2.3.1 全链式服务能力 .....	11
2.3.2 电商营销能力 .....	11
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析 .....	12
三、2023-2025 年公司整体业绩预测 .....	14
四、公司估值分析 .....	15
4.1 P/E 模型估值 .....	15
4.2 DCF 模型 .....	16
五、公司未来六个月内投资建议 .....	17
5.1 公司股价催化剂分析 .....	17
5.2 公司六个月内的目标价 .....	17
六、公司投资评级 .....	17
七、风险提示 .....	18



## 图表目录

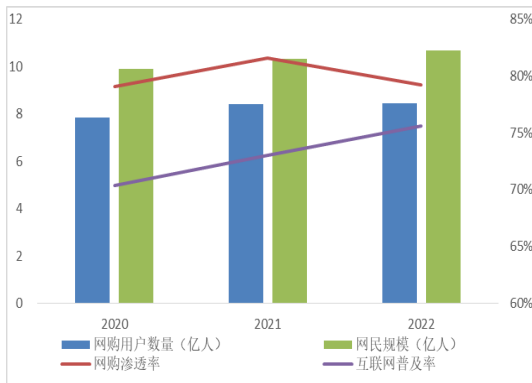
图 1: 网民、网购用户数量及渗透率情况.....	4
图 2: 实物商品网上零售额及增速.....	4
图 3: 实物商品网上零售额占社零售总额比重.....	4
图 4: 2022 年中国品牌电商服务客户行业分布.....	6
图 5: 各地区经济增速预测.....	7
图 6: 品牌电商服务行业市场规模预测.....	7
图 7: 公司营收及增速.....	10
图 8: 公司归母净利润及增速.....	10
图 9: 公司毛利率及净利率情况.....	11
图 10: 公司期间费用率走势.....	11
图 11: 可比公司存货周转率对比.....	12
图 12: 可比公司应收账款周转率对比.....	12
图 13: 可比公司总资产周转率对比.....	12
图 14: 可比公司销售费用率对比.....	13
图 15: 可比公司管理费用率对比.....	13
图 16: 可比公司财务费用率对比.....	13
图 17: 可比公司毛利率对比.....	13
图 18: 可比公司净利率对比.....	13
图 19: 可比公司 ROE 对比.....	14
图 20: 可比公司 PE(TTM)对比.....	16
表 1: 全链路服务商与模块化服务商区别.....	5
表 2: 品牌电商服务商代表企业.....	5
表 3: 各类业务采购、销售等模式差异.....	8
表 4: 品牌线上服务业务流程.....	9
表 5: 2023-2025 年公司收入预测.....	14
表 6: 可比公司估值表 (截止 2023 年 7 月 28 日).....	16
表 7: DCF 模型估值.....	16

## 一、公司所属主要行业情况分析

### 1.1 行业基本信息

随着互联网普及率提高，以及淘宝、拼多多等各类电商平台崛起，我国网购用户数量逐步增长。根据同花顺 iFinD 数据，2022 年我国网民规模 10.67 亿人，互联网普及率 75.60%，较上年增长 2.6 个百分点。网购用户数量达到 8.45 亿人，网购渗透率 79.20%，2020 及 2021 年网购渗透率分别为 79.10%、81.60%。

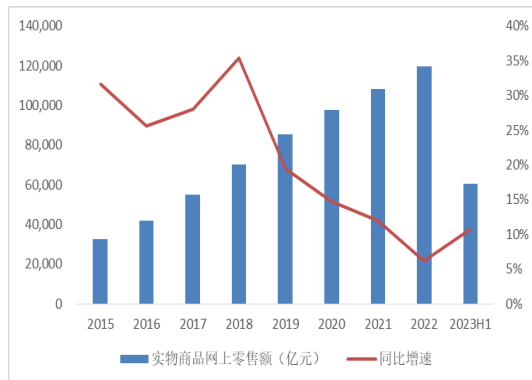
图 1：网民、网购用户数量及渗透率情况



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

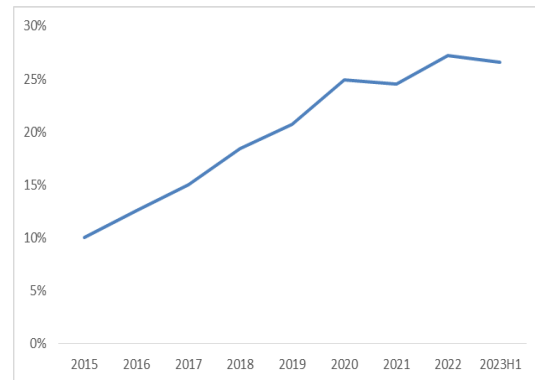
网购用户数量的增长，以及网购消费习惯逐步养成，带动我国实物商品网上零售额逐步增长，2023 年上半年，实物商品网上零售额达到 60,623.00 亿元，较去年同期增长 10.80%。实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重也逐步提升，2019 年该比例为 20.70%，受疫情催化，消费习惯加速向线上迁移，2020 年该比例较 2019 年提升 4.2 个百分点，2023 年上半年，该比例达到 26.60%，网络购物逐步成为重要的零售渠道之一。

图 2：实物商品网上零售额及增速



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

图 3：实物商品网上零售额占社零售总额比重



品牌方也日益重视线上渠道开拓，同时淘宝、拼多多、抖音等各类电商渠道逐步崛起，线上渠道竞争更加分散化，电商平台运营对人才、经验、营销能力等方面的要求逐步提升。由于缺少电商相关的人才和经验，为了控制成本及风险，品牌方倾向于通过专业的电商服务

商开展线上业务。

品牌电商服务商是为品牌电商的全部或部分商业经营活动提供服务的商家，是品牌商、平台和消费者之间的连接器。对于品牌方，品牌电商服务商能够帮助品牌方结合大数据进行市场洞察，完善品牌形象，进一步促进销售释放资金和库存压力；对于电商平台方，品牌电商服务商在帮助降低品牌入驻门槛，帮助平台持续扩容，维护平台生态等方面发挥积极作用；对于消费者，品牌电商服务商可借助数据分析等手段提升用户体验，精准匹配用户需求，增加渠道触达等。

根据服务体系的完整性，品牌电商服务的模式可分为全链路服务商和模块化服务商。全链路服务商基本覆盖品牌电商服务全部流程，模块化服务主要做单一或少数核心专业环节。近几年，品牌方的服务需求已拓展至全流程，电商服务商的服务范围也因品牌方需求拓展，服务链条逐步全面。

表 1：全链路服务商与模块化服务商区别

项目	全链路服务商	模块化服务商
概念	全链路服务商的服务涵盖品牌电商服务的全流程	模块化服务商仅向品牌商提供单一或少数环节的服务
发展优势	建立全链路服务体系的服务商能更全面把握品牌电商的发展需求，与品牌电商进行深层次的利益绑定，优化服务流程，最大程度规避模块服务冲突，提供最佳方案，实现成本最低、效益最高，往往为大品牌所青睐	采取模块化服务体系的服务商能在专业领域内，建立强大的服务能力，形成相对竞争优势。但相较全链路服务商，服务能力稍弱，收费较低，所服务的品牌电商往往为中小微企业

资料来源：艾媒咨询，华通证券研究部

## 1.2 行业竞争格局

目前，电子商务服务行业已基本进入成熟期，但市场集中度仍相对较低，行业内主要的服务提供商，包括宝尊电商、壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣、凯淳股份等。随着市场教育增多，国内中小品牌的外包服务意识增加，打造服务好中小品牌的能力将成服务商新增长点。

表 2：品牌电商服务商代表企业

品牌电商服务商	业务	特色
宝尊电商	全品类	物流仓储优势、全渠道运营、IT 系统
壹网壹创	美妆、个护、保健品、食品、母婴、家电、潮玩	全域电商服务能力、一站式服务能力
丽人丽妆	主营美妆	营销管理、品牌运营
乐其集团	主营美妆、母婴、个护、食品等	全链路方案、多平台运营
火蝠电商	主营服饰、宠物、食品等	品牌全生态价值增长、多维度互联网商业自然融合

凯诒电商	主营宠物、食品、酒饮、美护等	一站式综合服务实力、增值创新服务
------	----------------	------------------

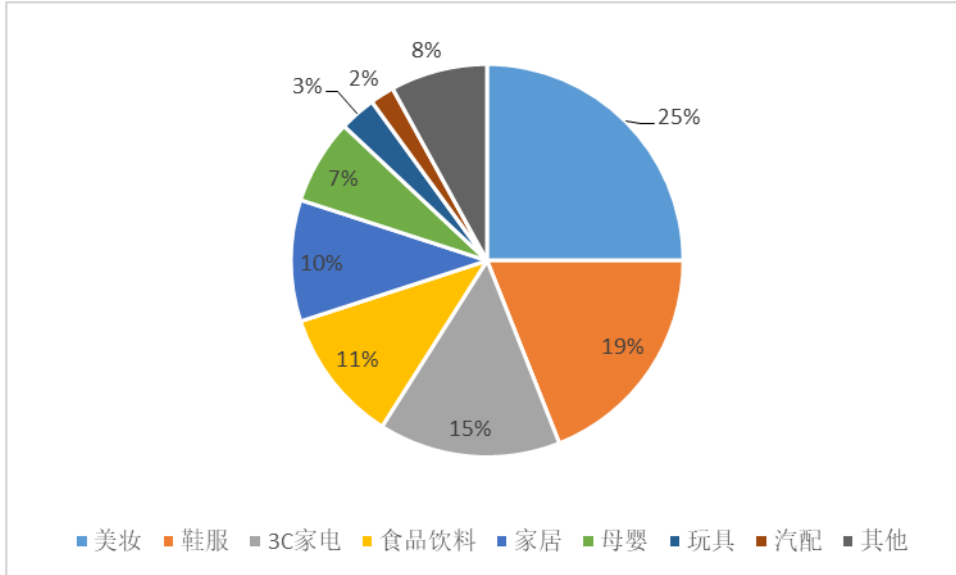
资料来源：艾媒咨询，华通证券研究部

2022年，电商行业一方面呈现了流量去中心化、渠道多元化的格局，另一方面是消费者不断提升的个性化、品质化和用户体验需求。面对这样的局面，品牌对电商服务商尤其是头部服务商的依赖得到了进一步加强，双方合作的黏性也得到了进一步的巩固。与之相应的，切换服务商的成本、不可预期的影响都随之提升，有望推动电商服务商市场集中度进一步提升。

### 1.3 行业成长空间

国内电商服务商大多以服务美妆类企业起家，并逐步将运营经验复制到其他品类，电商服务商通过多品类的运营经验，不断扩大自身管理品牌数量，从垂直型品牌电商服务商成长为综合型品牌电商服务商。根据艾媒咨询数据，品牌电商服务客户行业分布中，25%企业为美妆企业，其次是鞋服和3C家电，分别占比19%、15%。随着消费升级不断深化，消费群体对品质生活要求越来越高，家居、食品饮料、美妆等品类仍有较大的电商服务需求，电商服务商扩展品类、品牌仍有较大提升空间。

图 4：2022 年中国品牌电商服务客户行业分布



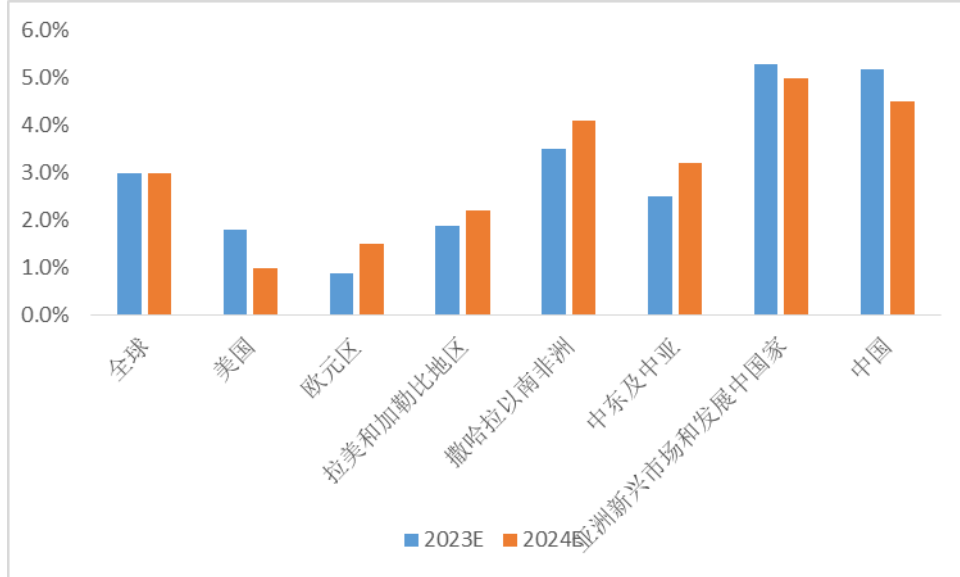
数据来源：艾媒咨询，华通证券研究部

根据 IMF 2023 年 7 月发布的《世界经济展望》，与 4 月报告相比，IMF 将 2023 年的全球经济增速预期上调 0.2 个百分点至 3%，预计美国经济增速将从 2022 年的 2.1% 放缓至 2023 年的 1.8%，2024 年进一步放缓至 1%；欧元区的经济增速预计将从 2022 年的 3.5% 下降至 2023 年的 0.9%。新兴市场和发展中国家预计仍将保持较快速度发展，其中，预计 2023 及 2024 年中国经济增速将分别达到 5.2%、4.5%。

在中国经济仍将保持较好增长的预期下，国外品牌有望持续进入中国市场，相较于本土

品牌，国外品牌更倾向于外包服务商进行电商运营，且与服务商的合作稳定性较强，面对我国电商平台流量去中心化、渠道多元化格局，国外品牌对电商服务商的需求有望进一步增强，推动电商服务商市场规模持续增长。

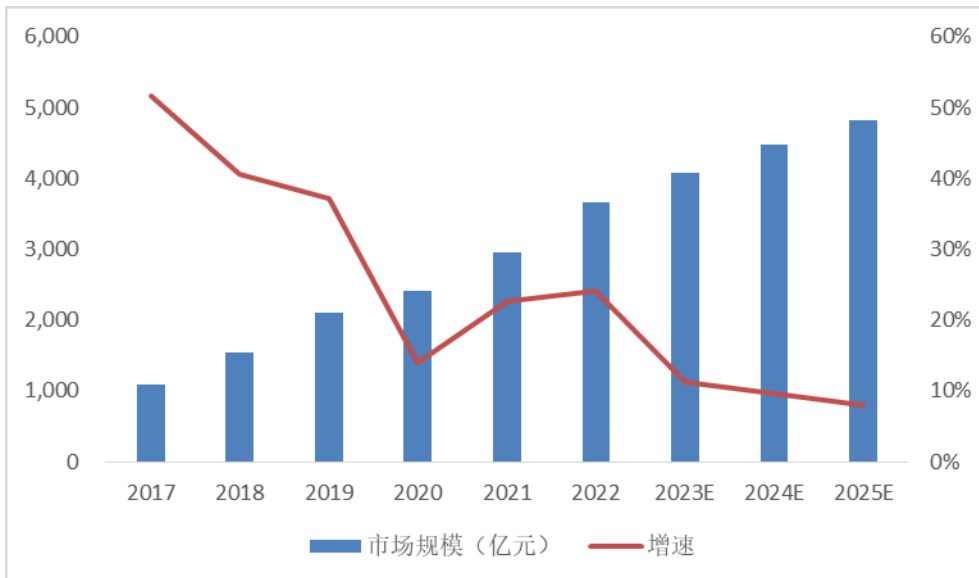
图 5：各地区经济增速预测



数据来源：IMF《世界经济展望》，华通证券研究部

电子商务服务行业已基本进入成熟期，市场面临体量不断增大，增速有所放缓的趋势。根据艾媒咨询数据，2022 年中国品牌电商服务行业市场规模为 3,663.2 亿元，同比增长 24.1%，预计 2023 年将达到 4,077.1 亿元，同比增长 11.3%。

图 6：品牌电商服务行业市场规模预测



数据来源：艾媒咨询，华通证券研究部

## 二、公司主要业务板块经营情况分析

### 2.1 公司主营业务及产品介绍

壹网壹创成立于 2012 年，公司主营业务是在“电商全域服务商+新消费品牌加速器”的

双轮驱动下，为更多的品牌提供专业的电子商务零售服务。以品牌线上服务（包括品牌线上营销模式、品牌线上管理模式）、线上分销及内容电商服务为主要经营模式，是国内电商服务及品牌管理领域的领军企业，也是全行业首家实现覆盖电商全域主要渠道的企业。其中，全域体现在公司目前合作的品牌覆盖了天猫、京东、唯品会、拼多多、抖音、小红书、得物、微信小程序等主要渠道平台。

表 3：各类业务采购、销售等模式差异

业务模式	采购模式及内容	服务内容	销售/服务模式	直接客户类型	盈利模式(收费模式)
品牌线上营销服务	以买断的形式向品牌方采购货品	品牌表达、线上品牌运营等	发行人向终端消费者销售产品	终端消费者	线上商品的销售收入与营销成本（包含采购成本及各项营销费用等）的差额
品牌线上管理服务	—	品牌表达、线上品牌运营等	根据线上销售情况收取服务费	品牌方	根据线上销售情况和双方约定的比例向品牌方收取服务费用，发生人力、仓配等成本
线上分销业务	以买断的形式向品牌方采购货品	品牌表达、线上品牌运营等	发行人向第三方B2C平台分销产品	平台	线上商品的销售收入与采购成本及各项费用的差额
		优化并管理线上渠道	发行人向天猫或淘宝的卖家分销产品	中小卖家	
内容服务	向供应商采购相关内容营销推广素材的制作以及在相关网络平台推广等服务	头部及腰部达人直播带货统筹、短视频内容制作、蓝V账号直播间运营及代播、直播及短视频精准广告投放、整合营销策划、客服、仓储物流等	与品牌确立合作关系后，经品牌方授权，为品牌在抖音、快手等第三方平台上的品牌官方账号及品牌小店提供综合运营服务	品牌方	根据服务效果向品牌方收取服务费用以及销售提点

资料来源：公司年报、招股书，华通证券研究部

公司作为品牌方的重要战略合作伙伴，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，帮助各品牌方提升知名度与市场份额。



表 4：品牌线上服务业务流程

业务流程	主要内容
品牌形象塑造	根据市场实际需求，进行优化产品组合、增加消费者互动、提升品牌文化价值等工作，帮助品牌年轻化，适应网络渠道市场的需求
产品设计策划	从选品、成份、工艺、视觉设计、工业设计等环节切入，根据品牌定位，结合目标消费者的需求，帮助品牌方开发具有竞争力的商品
整合营销策划	针对目标受众，有计划和节奏地通过创造性活动策划，最大化整合社交媒体和平台流量，使其同一时间引发参与，以完成销售目标
视觉设计	在电子商务平台，针对目标消费者特点，以产品销售和品牌形象表达为目的，进行用户体验设计，以达到吸引消费者、促进点击和购买的目的
大数据分析	基于大数据分析，改进产品策略、优化产品组合、调整市场定价策略、预测后续营销及市场走向，实现消费者精准营销，不断优化运营战略和战术，确保竞争优势
数据银行服务	通过对阿里大数据平台(数据银行、策略中心、新客策、生意参谋等)数字分析，管理及运用。梳理现在品牌消费者资产，洞察痛点，挖掘机会点，帮助品牌在人，货，场三个维度提升运营效率。最终实现利润增收，提高客户满意度，同时提升公司核心竞争力
线上品牌运营	以 4P 经营为核心，即选品、定价、促销、流量渠道，通过获取流量、提高转化、提升客单、精准营销、优化消费者购物体验、增加复购等整合性运作方式，帮助品牌在电商平台建设销售渠道
精准广告投放	基于钻展、直通车、明星店铺等天猫平台固有的推广工具或其他流量渠道，为旗舰店提供所需流量，并以专业的推广能力，优化投入产出比，实现流量资源的价值最大化
电商直播	在直播电商平台，向客户提供主播讲解、推广引流、后台运营、客服物流等一系列服务，实现客户从货架电商到内容电商的全渠道销售布局
CRM 管理	利用信息技术和数据库管理，增加品牌和消费者交互，实现吸引新客户、维护老客户、提升会员忠诚度，最终实现增加收入、提高客户满意度
售前售后服务	配备了专业的售前服务团队和售后服务团队，售前服务为客户在购买前解答咨询，激发客户购买欲望。售后服务为客户在购买后解决问题
仓储物流	具体包括货品的储存、保管、分拣、打包、第三方配送等服务

资料来源：公司年报，华通证券研究部

目前公司已经与宝洁集团、资生堂集团、爱茉莉集团、健合集团、百威集团、伊利集团、毛戈平等世界五百强、国内外知名企业达成长期、深入的电子商务合作。2022 年，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、维他茶/奶，旧街场咖啡、冷酸灵、中街、stokke、心机彩妆等 42 个品牌。

在货架电商增速放缓的背景下，公司通过总代业务尝试破局，并收到了良好的效果，avance、依寇庭、瑞波琴等品牌在经历了前期投入后，目前已进入稳健快速增长期。2022 年继续新增 hairmax、心机彩妆等总代业务，总代业务的存量品牌有突破的表现，新增品牌有望进一步增厚总代业务带来的业绩增长。

2022 年，公司存量品牌的 GMV 出现一定的下滑，在新增品牌的 GMV 贡献影响下，总 GMV 与同期相比，呈现微跌的形态，公司服务品牌的 GMV 为 264.85 亿元，同比减少 2.27%。分渠道，天猫平台 GMV 整体基本持平，拼多多平台 GMV 增长较快，唯品会平台 GMV 呈现一定的下滑。分品类，保健品、食品、母婴 GMV 稳步增长，意味着公司将美妆品类的运营

经验成功复制到食品、母婴等品类，同时由于目前超头权重的降低，公司的精细化运营、营销创意服务能力在去超头化、去中心化的大环境下，权重得以不断回升，公司在行业的竞争力持续加强。

2023 年第一季度，公司新增 C&D 集团（4 个品牌）、Swisse、露安适、高洁丝、舒适达等 12 个品牌。累计实现 GMV27.24 亿元，同比增长近 6%。分渠道，天猫平台虽然呈现增速放缓的态势，但依然占据流量的核心地位，与公司深度合作多年的 OLAY、欧珀莱、毛戈平等品牌都依然保持稳健增长，也带动了公司天猫渠道的整体稳健增长；同时公司也积极拓展存量客户的全域合作，因此公司一季度在快手、拼多多等淘外渠道实现较快增量。

分品类，美妆迎来复苏，美妆 GMV 实现了 10% 以上的增长，其他如个护 GMV 等也保持稳健增长；潮玩品类继续受政策层面的影响，GMV 呈现一定程度下滑。

## 2.2 公司经营业绩情况

2022 年，公司实现营业收入 15.39 亿元，较去年同期增长 35.55%，主要是品牌线上营销服务、线上分销的新增客户收入增长贡献，以及新增业务类型内容电商的收入增长贡献；由于毛利率下降，以及销售费用、研发费用上涨等因素，公司实现归母净利润 1.80 亿元，较去年同期下降 44.90%。

2023 年第一季度，公司实现营业收入 2.79 亿元，较去年同期增长 4.60%；由于毛利率降低，以及管理费用同比增长等因素，公司实现归母净利润 0.43 亿元，较去年同期下降 17.86%。

图 7：公司营收及增速

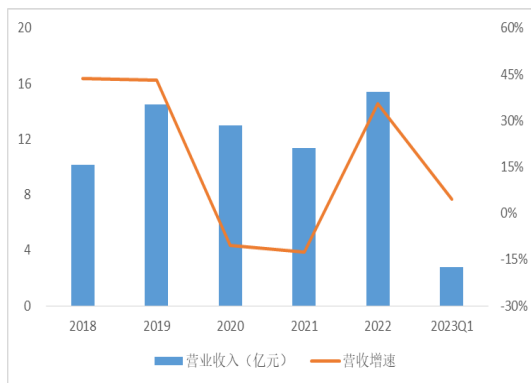
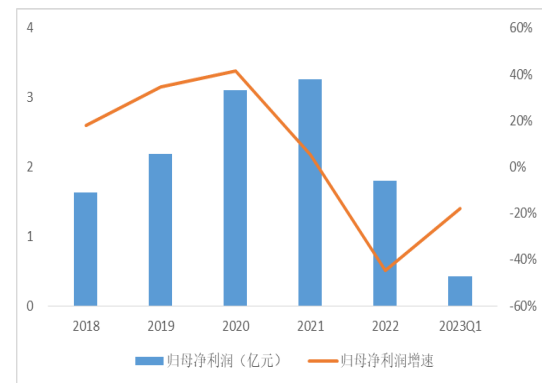


图 8：公司归母净利润及增速



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

2022 年公司毛利率为 33.59%，较上年下降 14.40 个百分点，主要是毛利率较高的品牌管理服务收入占比下降，毛利率相对较低的品牌营销服务收入占比上升；总代业务增加，较多项目尚处于前期投入起步阶段，在人员及推广方面，投入较大，暂时未能体现正常毛利率水平。销售费用率、管理费用率、财务费用率及研发费用率分别为 10.49%、7.39%、-2.20%、2.10%，其中销售费用上涨明显，主要是人才储备支出带来的职工薪酬上涨，新增品牌项目和公司推广费的投入增加。以上因素，导致公司净利率为 13.79%，较上年下降 17.90 个百分

点。

2023 年第一季度，公司毛利率为 34.30%，同样是销售结构变化，毛利率相对较低的线上分销、营销服务明显增长，导致整体毛利率降低。由于管理及销售费用投入，净利率为 15.31%。

图 9：公司毛利率及净利率情况

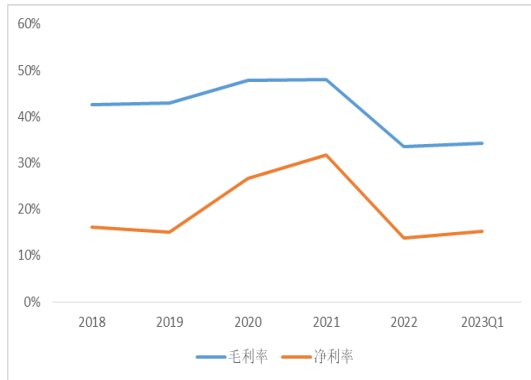
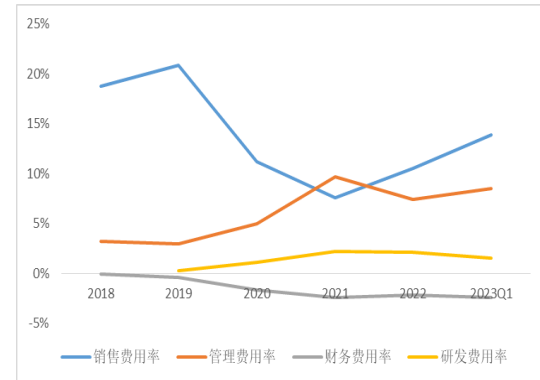


图 10：公司期间费用率走势



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

## 2.3 公司核心资源和竞争优势分析

### 2.3.1 全链式服务能力

电商平台流量增速放缓等因素带来的行业加速出清，提高了行业竞争壁垒，行业集中度有望进一步提升。公司已经具备独立的天猫、京东、唯品会、拼多多、抖音、小红书及私域事业部，并且基本在相关平台取得头部服务商的身位。除了建设主流电商平台内的品销合一能力，公司同时在积累跨平台间的闭环营销经验，比如小红书到天猫/京东平台，抖音到天猫/京东平台等，有望通过多品类、多品牌的运营实操经验，赋能更多客户的全平台销售增长。

公司目前已经具备一站式服务能力，包括前端的品牌及产品定位、品牌主视觉及产品外包装、线上全域投放及种草能力；中端的全平台电商运营能力；后端的专业客服、物流供应链及会员关系管理运营能力等，能够为客户提供多维度的增值服务，同时助力公司培育消费品品牌。

### 2.3.2 电商营销能力

凭借全链路品牌服务的核心优势，公司积极拓展新品类、新品牌、新渠道，目前服务品牌覆盖品类包括个护、美妆、潮玩、宠物食品、大健康等。社交电商、直播电商为代表的新兴业态不断成熟，电商运营环境的改变对运营商的适应力和精细化运营能力均提出了较高的要求。

通过多年主流电商平台的运营经验积累，公司已经建立起一套完整的针对不同品类及不同价格带的新品及爆款筛选、种草、打爆的方法论体系及数据模型，并且仍在不断迭代完善。以此模型为基础，能够帮助品牌客户以及自有孵化品牌，有效提高主推产品 0 到 1 的起盘成

功率。同时，公司积极探索多平台联动的爆款打造方法论及数据模型，结合全域电商及线上媒体运营实操能力，有望进一步提高新品及爆款的市场营销费用综合效率。

## 2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率，选取电商服务领域丽人丽妆、青木股份、若羽臣、凯淳股份为可比公司。存货周转率方面，各公司均有一定程度下降，壹网壹创处于可比公司第二位，壹网壹创、丽人丽妆、青木股份、若羽臣、凯淳股份 2022 年存货周转率依次为 4.21、1.98、4.80、3.24、3.70；应收账款周转率方面，上述公司 2022 年应收账款周转率依次为 4.80、28.87、5.06、9.64、3.37；总资产周转率方面，上述公司 2022 年总资产周转率依次为 0.45、0.98、0.77、1.00、0.73。

图 11: 可比公司存货周转率对比

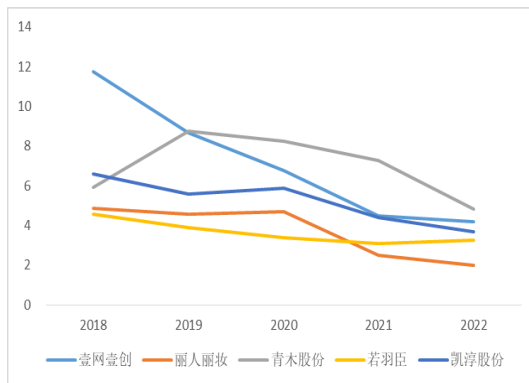


图 12: 可比公司应收账款周转率对比

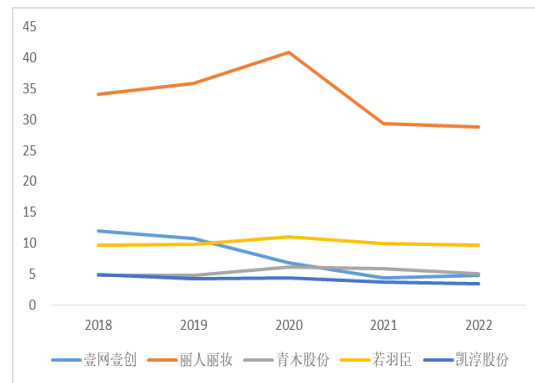
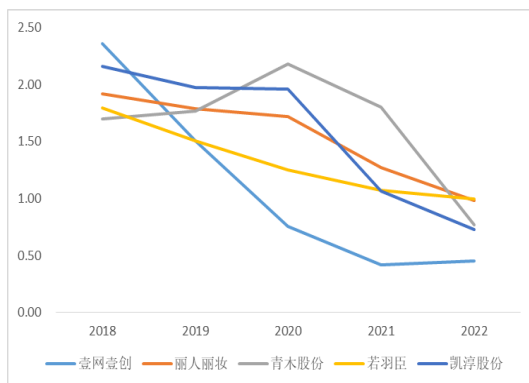


图 13: 可比公司总资产周转率对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，壹网壹创销售费用率低于可比公司，壹网壹创、丽人丽妆、青木股份、若羽臣、凯淳股份 2022 年销售费用率依次为 10.49%、22.44%、14.44%、22.72%、24.35%；管理费用率方面，壹网壹创在可比公司中处于中等水平，上述公司 2022 年管理费用率依次为 7.39%、4.53%、19.31%、9.71%、5.56%；财务费用率方面，壹网壹创财务费用率低于可比公司，上述公司 2022 年财务费用率依次为 -2.20%、-0.60%、-0.77%、-0.83%、-0.09%。

图 14: 可比公司销售费用率对比

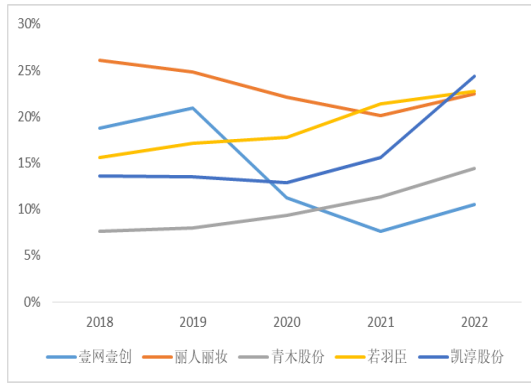


图 15: 可比公司管理费用率对比

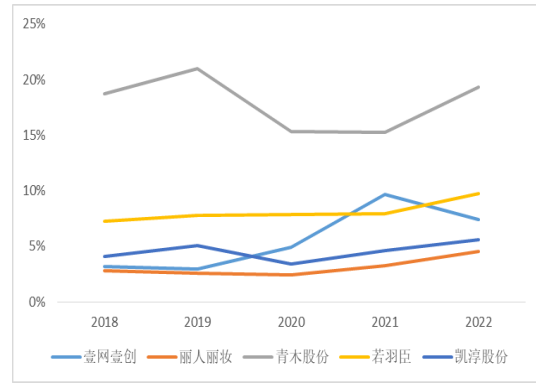
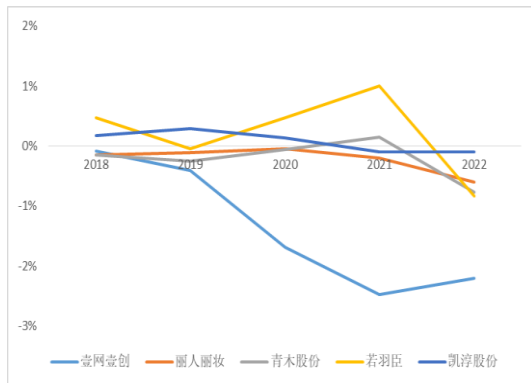


图 16: 可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 壹网壹创在可比公司中处于中等水平, 壹网壹创、丽人丽妆、青木股份、若羽臣、凯淳股份 2022 年毛利率依次为 33.59%、27.06%、40.65%、33.62%、30.38%; 净利率方面, 壹网壹创在可比公司中处于第一位, 上述公司 2022 年净利率依次为 13.79%、-4.42%、8.10%、2.78%、-0.77%; 净资产收益率方面, 壹网壹创在可比公司中处于第二位, 上述公司 2022 年 ROE 依次为 6.68%、-5.37%、7.12%、3.15%、-0.72%。

图 17: 可比公司毛利率对比

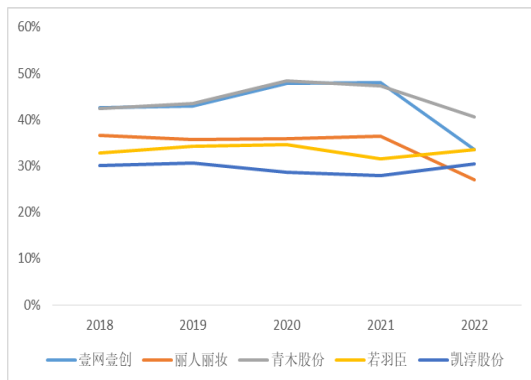


图 18: 可比公司净利率对比

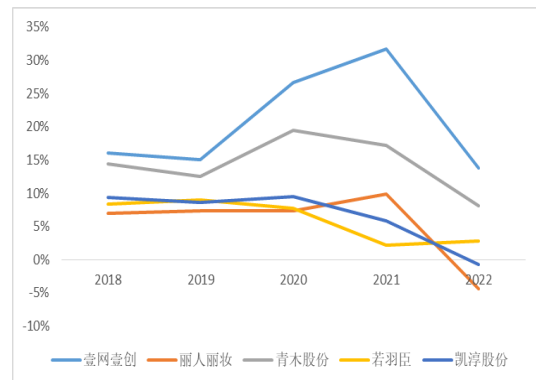
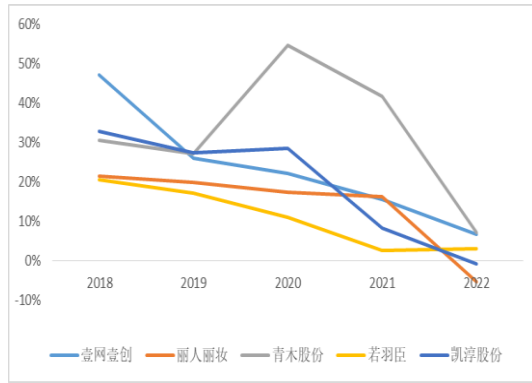


图 19: 可比公司 ROE 对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

### 三、2023-2025 年公司整体业绩预测

#### 关键假设:

a. 公司已于国内外知名企业达成长期电子商务合作, 合作总品牌近百家, 面对电商行业流量去中心化、渠道多元化格局, 品牌对头部电商服务商的依赖进一步加强, 公司拥有全域电商服务能力, 随着新增合作品牌持续增加, 品牌线上营销服务、品牌线上管理服务以及线上分销业务有望持续增长。同时内容电商近几年增速较快, 电商运营环境的改变对服务商的适应力和精细化运营能力均提出了较高要求, 公司有望凭借多年运营经验积累, 获得较快业绩增速。

b. 公司积极探索多平台联动的爆款打造方法论及数据模型, 结合全域电商及线上媒体运营实操能力, 有望进一步提高新品及爆款的市场营销费用综合效率, 带动整体毛利率提升。

c. 结合往年数据, 将品牌线上营销服务、品牌线上管理服务、线上分销、内容电商服务、其他、技术咨询服务的 2023 年收入增长预测均设为 5%、10%、30%、40%、5%、15%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 7%、12%、32%、35%、7%、10%。

d. 结合往年数据, 将品牌线上营销服务、品牌线上管理服务、线上分销、内容电商服务、其他、技术咨询服务的 2023 年毛利率预测设为 35%、52%、16%、20%、32%、37%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 37%、55%、15%、22%、31%、35%。

表 5: 2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
品牌线上营销服务	收入 (亿元)	5.54	5.82	6.22	6.66
	YOY	144.77%	5.00%	7.00%	7.00%
	成本 (亿元)	3.77	3.78	3.92	4.20
	毛利率	31.94%	35.00%	37.00%	37.00%
品牌线上管理服务	收入 (亿元)	5.07	5.58	6.25	7.00



	YOY	-15.80%	10.00%	12.00%	12.00%
	成本 (亿元)	2.63	2.68	2.81	3.15
	毛利率	48.13%	52.00%	55.00%	55.00%
线上分销	收入 (亿元)	3.54	4.60	6.07	8.02
	YOY	35.67%	30.00%	32.00%	32.00%
	成本 (亿元)	2.97	3.87	5.16	6.82
	毛利率	16.22%	16.00%	15.00%	15.00%
内容电商服务	收入 (亿元)	1.09	1.53	2.06	2.78
	YOY	226.35%	40.00%	35.00%	35.00%
	成本 (亿元)	--	1.22	1.61	2.17
	毛利率	--	20.00%	22.00%	22.00%
其他	收入 (亿元)	0.10	0.11	0.11	0.12
	YOY	1.30%	5.00%	7.00%	7.00%
	成本 (亿元)	0.07	0.07	0.08	0.08
	毛利率	30.93%	32.00%	31.00%	31.00%
技术咨询服务	收入 (亿元)	0.03	0.03	0.04	0.04
	YOY	159.26%	15.00%	10.00%	10.00%
	成本 (亿元)	--	0.02	0.02	0.03
	毛利率	--	37.00%	35.00%	35.00%
合计	收入 (亿元)	15.39	17.66	20.76	24.62
	YOY	35.55%	14.76%	17.52%	18.61%
	成本 (亿元)	10.22	11.64	13.60	16.44
	毛利率	33.59%	34.11%	34.45%	33.22%

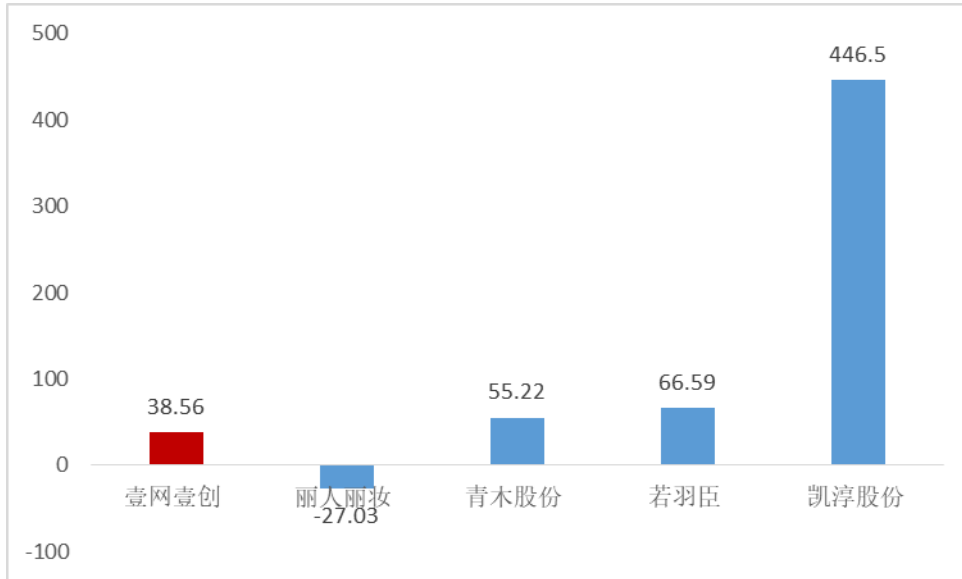
我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 17.66、20.76、24.62 亿元，同比增长 14.76%、17.52%、18.61%，归属于母公司股东净利润分别为 2.77、3.30、3.66 亿元，对应 EPS 分别为每股 1.16、1.38、1.53 元。

#### 四、公司估值分析

##### 4.1 P/E 模型估值

选取电商服务领域丽人丽妆、青木股份、若羽臣、凯淳股份为可比公司，以 2023 年 7 月 28 日数据为基准，可看出壹网壹创 PE (TTM) 处于较低水平。

图 20: 可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 同花顺 iFinD, 华通证券研究部

对比丽人丽妆、若羽臣估值水平, 综合考虑公司业绩成长性, 我们给予公司 PE 估值 25X-35X, 对应股价 29.00 元/股-40.60 元/股为合理估值区间。

表 6: 可比公司估值表 (截止 2023 年 7 月 28 日)

可比公司	最新收盘价	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
丽人丽妆	11.90	-0.35	0.62	0.74	0.93	-108.52	19.30	16.06	12.90
若羽臣	20.30	0.28	0.30	0.47	0.63	101.52	68.06	43.27	32.17
平均值						-3.50	43.68	29.67	22.54

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

#### 4.2 DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 1.16、1.38、1.53 元为基础, 进行绝对估值测算, 对应每股合理的内在价值为 35.35 元。

表 7: DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	3.75	27.02	30.77
组合二	8.00%	4.00%	3.75	34.10	37.85
组合三	8.00%	5.00%	3.75	45.91	49.66
组合四	9.00%	3.00%	3.71	22.11	25.82
组合五	9.00%	4.00%	3.71	26.79	30.50
组合六	9.00%	5.00%	3.71	33.80	37.52
平均值					35.35

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

估值说明: (1) 永续增长率采用略低于 GDP 增长率;

(2) DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算;



(3) 预测期间为2023-2025年，永续期自2026年开始；

(4) 考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

## 五、公司未来六个月内投资建议

### 5.1 公司股价催化剂分析

公司是全行业首家实现覆盖电商全域主要渠道的企业，已经具备独立的天猫、京东、唯品会、拼多多、抖音、小红书及私域事业部，并且基本在相关平台取得头部服务商的身位。公司已经具备一站式服务能力，能够为客户提供多维度的增值服务，近几年，品牌方的服务需求已拓展至全流程，公司作为全链路服务商在流量去中心化、渠道多元化的市场格局下，市场占有率有望继续上升。

公司积极拓展新品类、新品牌、新渠道，已将美妆品类运营经验成功复制到个护、潮玩、宠物食品、大健康等。公司已经与宝洁、资生堂、百威、伊利、毛戈平等国内外知名企业达成长期合作，2023年第一季度，公司新增 C&D 集团（4 个品牌）、Swisse、露安适、高洁丝、舒适达等 12 个品牌，累计实现 GMV27.24 亿元，同比增长近 6%。随着运营品类、品牌持续增加，运营经验持续积累，公司有望持续增厚竞争壁垒，带动经营业绩增长。

### 5.2 公司六个月内的目标价

根据前述对公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 34.80 元/股，对应 2023 年 PE 为 30 倍。以 2023 年 8 月 4 日收盘价 28.04 元/股为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 24.11% 的上涨空间。

## 六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

### 华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股一主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

## 七、风险提示

### 1. 市场环境风险

电子商务行业目前仍处于快速发展阶段，市场竞争较为激烈，竞争对手和潜在的进入者较多，除了互联网电子商务企业之外，传统贸易企业及物流企业均纷纷试图涉足电商行业，企业面临市场竞争可能进一步加大。

### 2. 经营业绩季节波动风险

若公司未能有效把握各大电商节日的促销活动带来的销售机会，或者针对电商节日制定的品牌运营方案实施不当，或因库存管理不善导致缺货或滞销，则可能错过业绩提升良机，对公司业务发展带来一定的不利影响。

### 3. 平台风险

由于公司主要业务电商服务业务主要集中在天猫、京东、唯品会、抖音等电商平台，若电商平台出现推广不力、消费体验差、声誉受损等情形导致流量获取能力减弱，可能会对公司经营产生不利影响。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
货币资金	953.20	1,584.23	1,597.62	1,787.30	
应收和预付款项	644.86	692.04	878.13	988.12	
存货	305.00	248.44	398.55	383.23	
其他流动资产	77.99	54.35	58.58	63.54	
长期股权投资	157.18	171.98	187.34	202.42	
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产和在建工程	476.57	451.66	424.67	416.46	
无形资产和开发支出	408.40	23.53	19.72	15.91	
其他非流动资产	254.88	227.39	208.01	208.01	
<b>资产总计</b>	<b>3,278.09</b>	<b>3,453.62</b>	<b>3,772.61</b>	<b>4,064.98</b>	
短期借款	21.76	21.76	21.76	21.76	
应付和预收款项	356.81	339.91	422.19	434.07	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他负债	9.07	0.96	0.96	23.84	
<b>负债合计</b>	<b>387.64</b>	<b>362.62</b>	<b>444.91</b>	<b>479.67</b>	
股本	238.57	238.57	238.57	238.57	
资本公积	1,410.20	1,410.20	1,410.20	1,410.20	
留存收益	1,096.05	1,296.59	1,533.30	1,790.91	
归属母公司股东权益	2,744.82	2,945.36	3,182.07	3,439.68	
少数股东权益	145.63	145.63	145.63	145.63	
<b>股东权益合计</b>	<b>2,890.45</b>	<b>3,090.99</b>	<b>3,327.70</b>	<b>3,585.31</b>	
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,278.09</b>	<b>3,453.62</b>	<b>3,772.61</b>	<b>4,064.98</b>	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	183.37	219.88	276.54	309.73	
折旧摊销	19.39	40.12	40.12	21.50	
净营运资金增加	-285.84	16.12	-258.13	-87.76	
经营活动产生现金流量净额	-41.74	267.52	41.19	222.24	
投资活动产生现金流量净额	-249.99	423.69	38.21	41.33	
融资活动产生现金流量净额	-203.97	-60.18	-66.01	-73.90	
现金净增加额(减)	-481.28	631.03	13.39	189.68	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBIT	216.88	307.62	360.71	396.27	
EBITDA	236.27	347.74	400.83	417.78	
NOPLAT	136.87	212.60	259.66	287.08	
税前经营利润	201.13	263.30	331.13	370.88	
EPS	0.75	1.16	1.38	1.53	
BPS	11.51	12.35	13.34	14.42	
PE	37.39	24.17	20.32	18.33	
PB	2.44	2.27	2.10	1.94	
PS	4.28	3.73	3.17	2.67	
PCF	-157.75	24.61	159.87	29.63	
EV/EBIT	25.85	16.18	13.77	12.07	
EV/EBITDA	23.73	14.31	12.39	11.44	
EV/NOPLAT	40.96	23.41	19.13	16.65	
EV/IC	3.17	3.72	3.17	2.92	
ROIC-WACC	0.24%	0.90%	8.27%	7.21%	
股息率%	0.90	1.17	1.42	1.65	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1,538.64	1,766.15	2,075.55	2,461.73	
减: 营业成本	1,021.77	1,163.76	1,360.46	1,643.89	
营业税金及附加	29.61	33.99	39.94	47.37	
营业费用	161.36	203.11	238.69	283.10	
管理费用	81.39	105.97	114.16	130.47	
财务费用	-33.88	-60.73	-79.28	-96.18	
研发费用	32.31	37.09	43.59	51.69	
资产减值损失	22.18	7.98	10.05	13.41	
加: 投资收益	11.94	14.80	15.36	15.08	
公允价值变动损益	16.91	25.00	21.00	23.00	
其他经营损益	-22.77	-11.69	-16.81	-17.09	
<b>营业利润</b>	<b>229.97</b>	<b>303.10</b>	<b>367.49</b>	<b>408.96</b>	
加: 其他非经营损益	24.15	21.10	20.61	21.95	
利润总额	254.12	324.20	388.10	430.91	
减: 所得税	41.90	46.89	58.00	64.77	
<b>净利润</b>	<b>212.22</b>	<b>277.30</b>	<b>330.11</b>	<b>366.14</b>	
减: 少数股东损益	32.18	0.00	0.00	0.00	
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>180.04</b>	<b>277.30</b>	<b>330.11</b>	<b>366.14</b>	
EBIT	216.88	307.62	360.71	396.27	
EBITDA	236.27	347.74	400.83	417.78	
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	33.59%	34.11%	34.45%	33.22%	
三费/营业收入	13.57%	14.06%	13.18%	12.89%	
EBIT/营业收入	14.10%	17.42%	17.38%	16.10%	
EBITDA/营业收入	15.36%	19.69%	19.31%	16.97%	
销售净利率	13.79%	15.70%	15.90%	14.87%	
资产获利率					
ROE	6.56%	9.41%	10.37%	10.64%	
ROA	6.62%	8.91%	9.56%	9.75%	
ROIC	11.37%	12.04%	19.40%	18.35%	
增长率					
销售收入增长率	35.55%	14.79%	17.52%	18.61%	
EBIT 增长率	-47.77%	41.84%	17.26%	9.86%	
EBITDA 增长率	-44.96%	47.18%	15.27%	4.23%	
净利润增长率	-41.01%	30.67%	19.04%	10.92%	
总资产增长率	-1.29%	5.35%	9.24%	7.75%	
股东权益增长率	3.60%	7.31%	8.04%	8.10%	
经营营运资本增长率	109.44%	-2.03%	39.19%	9.88%	
资本结构					
资产负债率	11.83%	10.65%	11.93%	11.36%	
投资资本/总资产	53.88%	38.75%	41.47%	40.26%	
带息债务/总负债	5.61%	5.92%	4.83%	4.71%	
流动比率	5.15	7.01	6.52	6.98	
速动比率	4.36	6.34	5.63	6.15	
股利支付率	32.95%	27.68%	28.29%	29.64%	
收益留存率	67.05%	72.32%	71.71%	70.36%	
资产管理效率					
总资产周转率	0.47	0.52	0.57	0.63	
固定资产周转率	5.57	3.90	4.74	5.85	
应收账款周转率	4.80	4.80	4.80	4.80	
存货周转率	4.21	4.21	4.21	4.21	

数据来源：公司公告，华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容 19



## 法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 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投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。