

壹网壹创 (300792)

证券研究报告

2021 年 01 月 19 日

预留激励计划落地，持续完善激励体系

根据公司公告，公司将第一期限限制性股票激励计划预留部分授予核心骨干 3 人，合计共 5.58 万股。授予价格为 55.27 元/股。此次授予限制性股票限售期为 12 月、24 月、36 月，可解除比例分别为 25%，25%，50%。合计摊销费用 304.19 万元。

此次股权激励计划业绩考核目标与此前首次授予考核目标一致。三位激励对象均为公司核心业务人员，彰显了公司对于内部核心骨干的重视程度，也体现了公司完善的激励制度。公司发布股权激励突出的是底线思维，考虑的是真实落实骨干激励，并不代表业绩指引。

根据淘宝网数据，网创 12 月 GMV 同比增长约 60%，2020 年全年 GMV 合计增长约 50%。此外公司此前官宣双十一网创签约品牌 GMV 破 50 亿，同比增 43%+，另外上佰破 20 亿。目前网创新增 3 大品类服务，6 大品类跨界服务，新客户拓展如泡泡玛特、圣牧、君乐宝、盐津铺子取得优异表现。部分新增项目不计入 GMV 仍贡献利润，预计利润增速高于 GMV 增速。

展望未来，当美妆电商红利减少后，代运营增速和估值或出现分化，网创的基本盘美妆代运营稳定高增，且公司积极探索新增长点，为 5 年后持续高增布局，突破现有 TP 传统职能：1) 孵化轻食类自有品牌，将打造爆品的能力变现；加强公司的品牌迭代能力和复制能力。2) 通过内容电商拓展视频平台代运营，从品牌服务商到内容服务商，从 TP (淘宝) 扩展至 XP (抖音、快手等平台)。这背后是公司管理团队的勇于探索、格局和远见，未来业绩和估值有望持续提升。

我们一直认为网创不是普通代运营商角色，商业模式迭代升级为内容服务商，服务模块化渗透市场，并将发力自有品牌。当前流量碎片化趋势下，品牌的崛起时间缩短，如何延长品牌生命周期至关重要。未来更有价值的公司将是品牌迭代能力和复制能力的公司。考虑到公司收购上佰，投资速网，给予公司 20-21 年 3.4/5 亿业绩预期，对应 PE 52/36 倍，坚定看好公司未来发展，维持“买入”评级！

风险提示：消费复苏不及预期、行业竞争激烈、品牌拓展不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,012.80	1,450.82	1,578.36	2,007.99	2,863.22
增长率(%)	43.78	43.25	8.79	27.22	42.59
EBITDA(百万元)	202.76	274.37	436.47	644.54	1,035.95
净利润(百万元)	162.62	219.05	341.37	484.82	747.76
增长率(%)	17.99	34.71	55.84	42.02	54.23
EPS(元/股)	1.13	1.52	2.37	3.36	5.18
市盈率(P/E)	108.23	80.34	51.56	36.30	23.54
市净率(P/B)	44.00	13.77	10.72	8.59	6.68
市销率(P/S)	17.38	12.13	11.15	8.76	6.15
EV/EBITDA	0.00	48.31	37.31	25.06	15.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/营销传播
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	122.01 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	144.25
流通 A 股股本(百万股)	72.66
A 股总市值(百万元)	17,599.97
流通 A 股市值(百万元)	8,864.87
每股净资产(元)	9.48
资产负债率(%)	20.48
一年内最高/最低(元)	390.04/97.05

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《壹网壹创-公司点评:定增 11 亿筹备自有品牌打造第二成长曲线,从 TP 扩展至 XP 突破传统代运营商职能》 2020-10-22
- 2 《壹网壹创-半年报点评:Q2 业绩+64%超预期,扩家电&食品赛道轻资产模型快跑》 2020-09-04
- 3 《壹网壹创-年报点评报告:业务结构变动增厚盈利能力,扩品类&平台落地延续高增》 2020-04-25

1. 事件

公司公告，公司将第一期限限制性股票激励计划预留部分授予核心骨干 3 人，合计共 5.58 万股。授予价格为 55.27 元/股。此次授予限制性股票限售期为 12 月、24 月、36 月，可解除比例分别为 25%，25%，50%。合计摊销费用 304.19 万元。

表 1：预留部分限制性股票的授予对象名单及授予情况

职务	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	获授限制性股票占授予 总量的比例	获授限制性股票占授予前公司总股 本的比例
任思远	核心骨干	1.86	33%	0.013%
叶之凡	核心骨干	1.86	33%	0.013%
詹彰婧	核心骨干	1.86	33%	0.013%
合计		5.58	100%	0.039%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 点评

此次股权激励计划业绩考核目标与此前首次授予考核目标一致。三位激励对象均为公司核心业务人员，彰显了公司对于内部核心骨干的重视程度，也体现了公司完善的激励制度。公司发布股权激励突出的是底线思维，考虑的是真实落实骨干激励，并不代表业绩指引。

表 2：公司层面业绩考核要求

考核年份	业绩考核指标(较 2019 年度)	考核净利润	净利润同比增速
2021 年	65%	3.33	26.92%
2022 年	100%	4.03	21.21%
2023 年	130%	4.64	15.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：本激励计划中所指净利润或计算过程中所使用的净利润指标均指以经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，但剔除本次及其它激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据。

激励对象个人层面的考核根据公司内部绩效考核相关制度实施，考核评价结果分为“优秀”、“合格”、“不合格”三个等级。

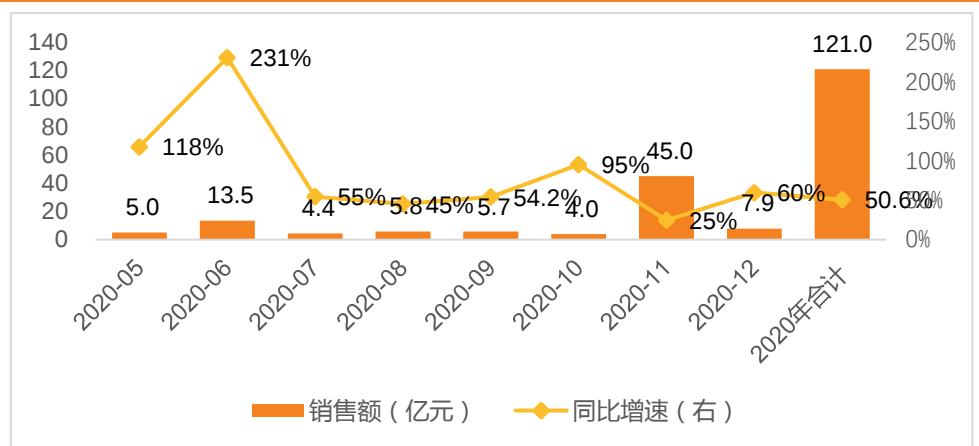
表 3：个人层面业绩考核要求

考核结果	优秀	合格	不合格
解除限售系数	100%	70%	0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据淘宝网数据，网创 12 月 GMV 同比增长约 60%，2020 年全年 GMV 合计增长约 50%。此外公司此前官宣双十一网创签约品牌 GMV 破 50 亿，同比增 43%+，另外上佰破 20 亿。目前网创新增 3 大类目服务，6 大类目跨界服务，新客户拓展如泡泡玛特、圣牧、君乐宝、盐津铺子取得优异表现。部分新增项目不计入 GMV 仍贡献利润，预计利润增速高于 GMV 增速。

图 1：网创 2020 年全年 GMV 增速超过 50%



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

展望未来，当美妆电商红利减少后，代运营增速和估值或出现分化，网创的基本盘美妆代运营稳定高增，且公司积极探索新增长点，为 5 年后持续高增布局，突破现有 TP 传统职能：1）孵化轻食类自有品牌，将打造爆品的能力变现；加强公司的品牌迭代能力和复制能力。2）通过内容电商拓展视频平台代运营，从品牌服务商到内容服务商，从 TP（淘宝）扩展至 XP（抖音、快手等平台）。这背后是公司管理团队的勇于探索、格局和远见，未来业绩和估值有望持续提升。

3. 投资建议

我们一直认为网创不是普通代运营商角色，商业模式迭代升级为内容服务商，服务模块化渗透市场，并将发力自有品牌。当前流量碎片化趋势下，品牌的崛起时间缩短，如何延长品牌生命周期至关重要。未来更有价值的公司将是具有品牌迭代能力和复制能力的公司。考虑到公司收购上佰，投资速网，维持公司 20-21 年 3.4/5 亿业绩预期，对应 PE 52/36 倍，坚定看好公司未来发展，维持“买入”评级！

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	106.97	829.20	1,265.23	1,415.80	2,033.62
应收票据及应收账款	94.33	176.29	106.40	139.07	210.96
预付账款	22.44	27.68	22.58	38.76	46.68
存货	74.58	116.15	41.89	155.01	112.19
其他	123.72	111.56	132.88	137.64	177.83
流动资产合计	422.04	1,260.88	1,568.98	1,886.29	2,581.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11.91	109.10	131.30	173.58	214.92
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	0.21	0.59	0.27	0.00	0.00
其他	69.19	50.98	48.60	44.72	40.67
非流动资产合计	81.30	160.66	216.17	287.90	327.35
资产总计	503.35	1,421.55	1,785.15	2,174.19	2,908.63
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	21.54	80.12	39.08	52.96	91.87
其他	81.79	62.96	103.81	60.55	126.21
流动负债合计	103.33	143.08	142.89	113.51	218.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.42	0.14	0.19	0.25
非流动负债合计	0.00	0.42	0.14	0.19	0.25
负债合计	103.33	143.50	143.03	113.70	218.32
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	12.38	56.54
股本	60.00	80.00	144.25	144.25	144.25
资本公积	44.83	713.81	713.81	713.81	713.81
留存收益	340.10	1,198.13	1,497.87	1,903.87	2,489.51
其他	(44.92)	(713.89)	(713.81)	(713.81)	(713.81)
股东权益合计	400.02	1,278.05	1,642.12	2,060.49	2,690.30
负债和股东权益总计	503.35	1,421.55	1,785.15	2,174.19	2,908.63

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	162.62	219.05	341.37	484.82	747.76
折旧摊销	6.61	8.60	2.12	4.38	6.51
财务费用	0.80	0.06	(2.44)	(3.08)	(3.83)
投资损失	0.00	(1.00)	(0.33)	(7.00)	(10.00)
营运资金变动	(75.11)	(57.87)	129.83	(192.17)	31.49
其它	9.96	(21.94)	0.00	12.38	44.17
经营活动现金流	104.87	146.90	470.55	299.33	816.09
资本支出	6.83	101.02	60.28	79.95	49.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(34.96)	(187.06)	(119.95)	(152.95)	(89.94)
投资活动现金流	(28.13)	(86.04)	(59.67)	(73.00)	(40.00)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.74	694.96	66.77	3.08	3.83
其他	(57.75)	(35.25)	(41.63)	(78.83)	(162.11)
筹资活动现金流	(57.01)	659.70	25.14	(75.75)	(158.28)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	19.73	720.57	436.02	150.58	617.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,012.80	1,450.82	1,578.36	2,007.99	2,863.22
营业成本	581.45	826.45	844.63	1,005.02	1,414.74
营业税金及附加	6.14	14.04	12.03	15.63	23.94
营业费用	190.06	303.17	221.76	270.59	302.32
管理费用	32.39	39.34	62.56	79.30	96.68
研发费用	0.00	3.10	3.37	4.29	6.11
财务费用	(0.82)	(5.98)	(2.44)	(3.08)	(3.83)
资产减值损失	1.52	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	1.67	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.00	0.33	7.00	10.00
其他	(0.40)	(3.58)	(0.67)	(14.00)	(20.00)
营业利润	202.46	271.62	436.79	643.24	1,033.27
营业外收入	15.48	18.41	15.20	15.00	15.00
营业外支出	0.66	0.22	0.35	0.45	0.56
利润总额	217.28	289.81	451.64	657.79	1,047.71
所得税	54.67	70.76	110.26	160.60	255.79
净利润	162.62	219.05	341.37	497.20	791.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	12.38	44.17
归属于母公司净利润	162.62	219.05	341.37	484.82	747.76
每股收益（元）	1.13	1.52	2.37	3.36	5.18

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	43.78%	43.25%	8.79%	27.22%	42.59%
营业利润	15.41%	34.16%	60.81%	47.27%	60.64%
归属于母公司净利润	17.99%	34.71%	55.84%	42.02%	54.23%
获利能力					
毛利率	42.59%	43.04%	46.49%	49.95%	50.59%
净利率	16.06%	15.10%	21.63%	24.14%	26.12%
ROE	40.65%	17.14%	20.79%	23.67%	28.39%
ROIC	101.33%	89.69%	82.52%	147.39%	129.69%
偿债能力					
资产负债率	20.53%	10.09%	8.01%	5.23%	7.51%
净负债率	-26.74%	-64.88%	-77.05%	-68.71%	-75.59%
流动比率	4.08	8.81	10.98	16.62	11.84
速动比率	3.36	8.00	10.69	15.25	11.32
营运能力					
应收账款周转率	11.92	10.72	11.17	16.36	16.36
存货周转率	20.51	15.21	19.97	20.40	21.43
总资产周转率	2.36	1.51	0.98	1.01	1.13
每股指标（元）					
每股收益	1.13	1.52	2.37	3.36	5.18
每股经营现金流	0.73	1.02	3.26	2.08	5.66
每股净资产	2.77	8.86	11.38	14.20	18.26
估值比率					
市盈率	108.23	80.34	51.56	36.30	23.54
市净率	44.00	13.77	10.72	8.59	6.68
EV/EBITDA	0.00	48.31	37.31	25.06	15.04
EV/EBIT	0.00	49.00	37.50	25.23	15.14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com