

壹网壹创 (300792)

证券研究报告

2021 年 04 月 29 日

短期业绩扰动不改长期价值，全域服务商扬帆再启航

事件：公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报：20 年归母净利 3.10 亿元，yoy+41.54%，剔除费用同比口径 yoy 超 46%；报告口径归母净利率 23.9%，同比提高 8.8Pcts。21Q1 归母净利 0.53 亿元，yoy+12.29%，剔除投入费用同比口径 yoy+37.65%；报告口径归母净利率 23.9%，同比提高 1.8Pcts。由于公司主业收入结构发生变化，营收口径有所干扰，增速不可同比。

剔除内容电商、自动化建设、自有品牌建设等方面投入影响，同比口径 20 年实现归母净利约 3.21 亿元，yoy 超 46%；21Q1 同比口径归母净利约 6500 万元，yoy 约 37.65%。公司 20Q1-21Q1 归母净利分别为 0.47/0.61/0.55/1.46/0.53 亿元，同比 46.1%/64.5%/107.9%/19.0%/12.3%。由于回溯数据口径有所变化，增速不可同比。

分业务看，代运营服务结构持续优化，轻资产的服务费式业务占比提升。公司持续优化代运营主业的收入结构：20 年服务费式的品牌线上管理服务实现收入 5.2 亿元，同比增长 57.3%，同时营收占比从 19 年的 22.8%提高至 20 年的 40.1%，跃升公司第一大收入来源；买断式的品牌线上营销服务实现收入 4.2 亿元，同比减少 48.6%。21Q1 品牌线上管理服务实现收入 1.1 亿元，同比增长 51.3%，营收占比 49.4%，持续提升；品牌线上营销服务实现收入 0.6 亿元，同比减少 30.9%。公司两大服务模式的收入变化主要是因为百雀羚从原来的品牌线上营销服务切换为品牌线上管理服务，同时服务费式的品牌线上管理服务除百雀羚外的业务有所增加。

研发持续投入，数字化实现降本提效。2020 年公司研发费用率 1.06%，同增 0.85pcts；2021Q1 研发费用率 2.79%，同增 2.35pcts。公司通过引进专业人才在关键领域持续开发迭代，确保研发工作能不断为公司提供的竞争优势。研发费用率的持续提升彰显公司在电商信息化、网络化、数据化等技术研发的持续投入。在 IT 与自动化的深度建设下，公司降本增效已初步实现，人力成本的增速仅约为 GMV 增速的四分之一。

成长曲线成型，进一步释放成长潜力锚定未来。1) 综合运营服务商：反垄断政策出台后我们看好多元化平台崛起，公司积极布局全域电商服务业态挖掘成长潜力。公司积极向电商全域服务迈进，在京东、拼多多等货架电商发力，抖音、快手、小红书、等兴趣平台电商化进程持续推进的过程中，新电商平台崛起为跨平台运营服务提供更广阔空间；2) 自有品牌孵化与打造：每鲜说品牌从创立到登陆薇娅直播间仅用时三个月，同时在首月实现 GMV400 万+远超同类产品，我们认为背后体现网创品牌运营能力和品牌主理人联合共创的价值。

投资建议：当今流量与平台的种种变局，为网创等专业、年轻、身处新零售一线的公司带来新的市场、新的渠道空间和新的商业机会。品牌短期投入是跑通产品共创模式、蓄力未来发展的阶段性因素，公司未来可持续性增长才最终决定企业价值。我们预计公司今年业绩总体呈现前低后高的趋势，短期业绩扰动不改公司长期价值，建议更长期视角重视网创的持续增长！考虑公司为了长期发展在内容电商、自有品牌、自动化建设等方面的投入费用，我们调整盈利预测，预计公司 21/22 年净利润 4/5.4 亿（前值为 4.8/7.1 亿），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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,450.82	1,298.59	1,943.07	2,670.37	3,562.27
增长率(%)	43.25	(10.49)	49.63	37.43	33.40
EBITDA(百万元)	274.37	420.71	525.85	718.70	1,004.23
净利润(百万元)	219.05	310.06	403.78	541.83	729.54
增长率(%)	34.71	41.54	30.23	34.19	34.64
EPS(元/股)	1.52	2.15	2.15	2.89	3.89
市盈率(P/E)	53.02	37.46	37.38	27.86	20.69
市净率(P/B)	9.09	7.68	7.83	6.34	4.96
市销率(P/S)	8.01	8.94	7.77	5.65	4.24
EV/EBITDA	48.31	35.92	27.09	19.17	13.22

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	80.49 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	144.31
流通 A 股股本(百万股)	61.29
A 股总市值(百万元)	11,615.19
流通 A 股市值(百万元)	4,933.45
每股净资产(元)	10.86
资产负债率(%)	19.32
一年内最高/最低(元)	390.04/73.42

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

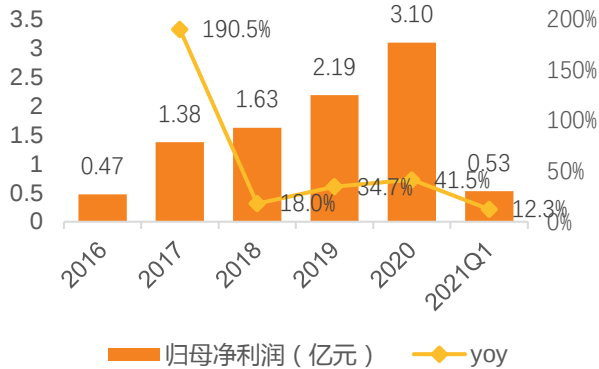
相关报告

- 1 《壹网壹创-公司点评:猛将加盟、董事长增持提振竞争力与信心，自有品牌落地打造新成长曲线》2021-03-03
- 2 《壹网壹创-公司点评:预留激励计划落地，持续完善激励体系》2021-01-19
- 3 《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

1. 21Q1 归母净利 yoy+12.3%，同比口径下 yoy+37.7%

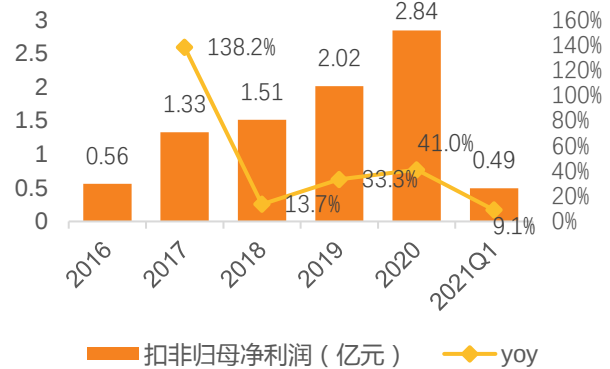
公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报：20 年归母净利 3.10 亿元，yoy+41.54%，剔除费用同比口径 yoy 超 46%；报告口径归母净利率 23.9%，同比提高 8.8Pcts。21Q1 归母净利 0.53 亿元，yoy+12.29%，剔除投入费用同比口径 yoy+37.65%；报告口径归母净利率 23.9%，同比提高 1.8Pcts。由于公司主业收入结构发生变化，营收口径有所干扰，增速不可同比。

图 1：20 年归母净利 3.10 亿元，同比增长 41.54%



资料来源：Wind、天风证券研究所

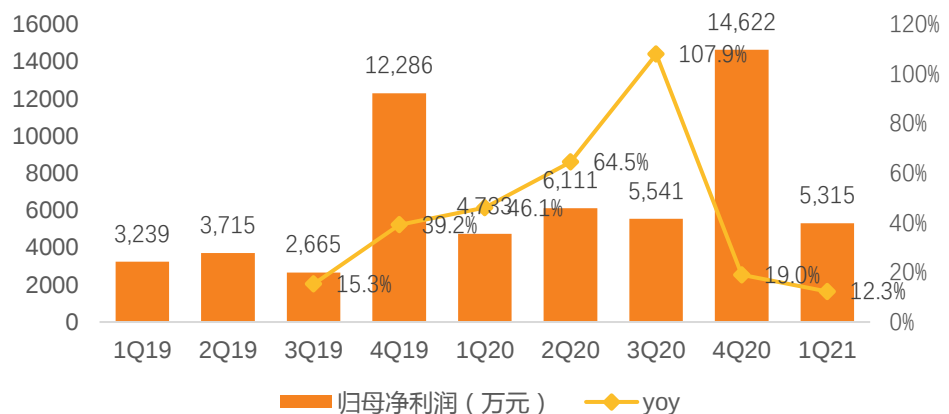
图 2：20 年扣非后归母净利 2.84 亿元，同比增长 41.00%



资料来源：Wind、天风证券研究所

剔除内容电商、自动化建设、自有品牌建设等方面投入影响，同比口径 2020 年实现归母净利约 3.21 亿元，yoy 超 46%；21Q1 同比口径归母净利约 6500 万元，yoy 约 37.65%。公司 20Q1-21Q1 归母净利分别为 0.47/0.61/0.55/1.46/0.53 亿元，同比 46.1%/64.5%/107.9%/19.0%/12.3%。由于回溯数据口径有所变化，增速不可同比。

图 3：21Q1 归母净利 0.53 亿元，同比增长 12.29%



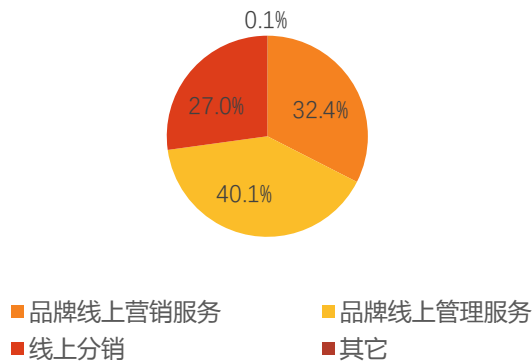
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 主业结构优化，人效大幅提升，成长曲线成型锚定未来潜力

分业务看，代运营服务结构持续优化，轻资产的服务费式业务占比提升。公司持续优化代运营主业的收入结构：20 年服务费式的品牌线上管理服务实现收入 5.2 亿元，同比增长 57.3%，同时营收占比从 19 年的 22.8%提高至 20 年的 40.1%，跃升公司第一大收入来源；买断式的品牌线上营销服务实现收入 4.2 亿元，同比减少 48.6%。21Q1 品牌线上管理服务实现收入 1.1 亿元，同比增长 51.3%，营收占比 49.4%，持续提升；品牌线上营销服务实现收入 0.6 亿元，同比减少 30.9%。公司两大服务模式的收入变化主要是因为百雀羚从原来的品牌线上营销服务切换为品牌线上管理服务，同时服务费式的品牌线上管理服务除百雀羚外的业务有所增加。相比买断式业务，服务费式业务无需承担仓储及配送任务，倾向于更

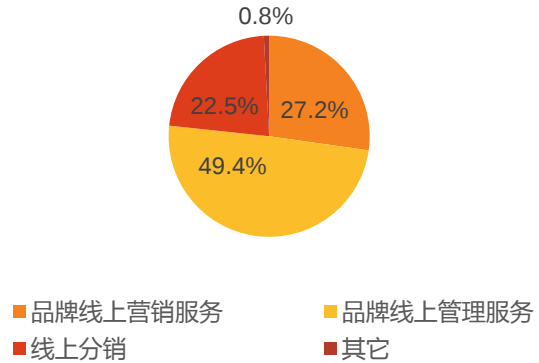
为灵活的轻资产运营。同时，我们认为服务费模式下公司与品牌方目标更加一致，将更有动力提高整体 GMV，使服务商与品牌收益双赢。

图 4：20 年公司各业务营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

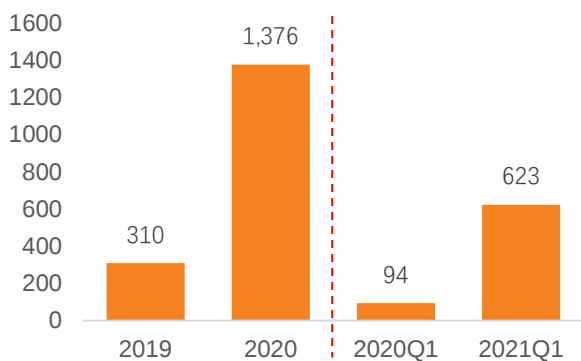
图 5：21Q1 公司各业务营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

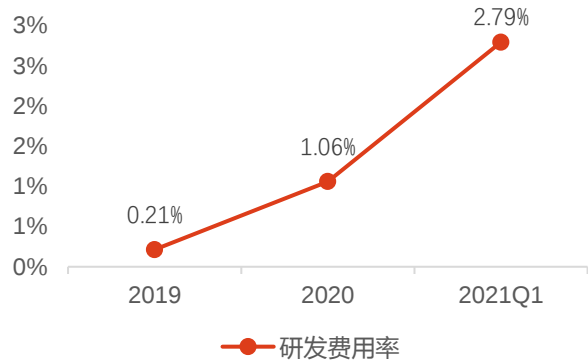
研发持续投入，数字化实现降本提效。2020 年公司研发费用率 1.06%，同增 0.85pcts；2021Q1 研发费用率 2.79%，同增 2.35pcts。在研发人员方面，研发人员数量由 19 年期末的 20 人增加至 68 人，总员工占比从 1.97%提升至 3.79%，公司通过引进专业人才在关键领域持续开发迭代，确保研发工作能不断为公司提供的竞争优势。研发费用率的持续提升彰显公司在电商信息化、网络化、数据化等技术研发的持续投入，神盾营销管理系统、魔方仓储管理系统等系统已开放并投用。系统通过支持复杂的订单营销管理功能，让消费者获得超出期望值体验，使公司在销售中形成独特的竞争优势。在 IT 与自动化的深度建设下，公司降本增效已初步实现，人力成本的增速仅约为 GMV 增速的四分之一。

图 6：公司研发费用大幅上升（单位：万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：公司研发费用率呈上升趋势



资料来源：Wind、天风证券研究所

成长曲线成型，进一步释放成长潜力锚定未来。1）综合运营服务商：反垄断政策出台后我们看好多元化平台崛起，公司积极布局全域电商服务业态挖掘成长潜力。公司积极向电商全域服务迈进，在京东、拼多多等货架电商发力，抖音、快手、小红书、等兴趣平台电商化进程持续推进的过程中，新电商平台崛起为跨平台运营服务提供更广阔空间；2）自有品牌孵化与打造：每鲜说品牌从创立到登陆薇娅直播间仅用时三个月，同时在首月实现 GMV400 万+远超同类产品，我们认为背后体现网创品牌运营能力和品牌主理人联合共创的价值。

3. 投资建议

从品牌迭代到品类扩张，从品类扩张到渠道拓展，从渠道拓展到技术投入，无论是电商服务公司资本化后的头部资源集中，还是电商新渠道的继续下沉、新平台的流量分化，抑或是互联网用户在线时间的重新分配、消费习惯和购物场景出现新的变化等等变局，都为网创等专业、年轻、身处新零售一线的公司带来新的市场、新的渠道空间和新的商业机会。品牌短期投入是跑通产品共创模式、蓄力未来发展的阶段性因素，公司未来可持续性增长才最终决定企业价值。我们预计公司今年业绩总体呈现前低后高的趋势，短期业绩扰动不改公司长期价值，建议更长期视角重视网创的持续增长！考虑公司为了长期发展在内容电商、自有品牌、自动化建设等方面的投入费用，我们调整盈利预测，预计公司 21/22 年净利润 4/5.4 亿（前值为 4.8/7.1 亿），维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	829.20	631.50	813.92	1,281.47	1,796.40	营业收入	1,450.82	1,298.59	1,943.07	2,670.37	3,562.27
应收票据及应收账款	176.29	202.39	215.97	252.93	372.58	营业成本	826.45	677.44	972.51	1,395.53	1,840.27
预付账款	27.68	30.46	37.42	63.18	76.51	营业税金及附加	14.04	27.90	24.11	38.78	57.49
存货	116.15	84.29	141.50	211.50	223.41	营业费用	303.17	145.38	139.90	359.97	444.57
其他	111.56	322.42	203.71	263.84	319.23	管理费用	39.34	50.44	123.66	150.88	175.98
流动资产合计	1,260.88	1,271.07	1,412.52	2,072.92	2,788.13	研发费用	3.10	13.76	22.65	57.95	105.80
长期股权投资	0.00	127.64	127.64	127.64	127.64	财务费用	(5.98)	(21.85)	(9.55)	(12.46)	(14.62)
固定资产	109.10	105.00	165.84	227.08	275.55	资产减值损失	0.00	(1.75)	(1.75)	(1.75)	(1.75)
在建工程	0.00	114.47	104.68	110.81	96.48	公允价值变动收益	1.67	9.30	(151.39)	25.23	33.64
无形资产	0.59	34.51	29.68	24.86	20.04	投资净收益	1.00	3.44	1.48	7.00	10.00
其他	50.98	361.49	367.52	361.56	356.63	其他	(3.58)	(37.54)	299.83	(64.46)	(87.29)
非流动资产合计	160.66	743.10	795.36	851.94	876.34	营业利润	271.62	432.07	521.64	713.70	998.18
资产总计	1,421.55	2,014.17	2,207.88	2,924.86	3,664.47	营业外收入	18.41	12.71	15.20	15.00	15.00
短期借款	0.00	8.05	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.22	2.04	0.97	0.45	0.56
应付票据及应付账款	80.12	89.75	50.60	190.40	157.88	利润总额	289.81	442.74	535.86	728.25	1,012.62
其他	62.96	323.07	141.23	249.83	317.30	所得税	70.76	97.35	117.83	172.60	239.99
流动负债合计	143.08	420.87	191.83	440.23	475.18	净利润	219.05	345.39	418.03	555.66	772.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	35.33	14.25	13.83	43.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	219.05	310.06	403.78	541.83	729.54
其他	0.42	8.76	3.06	4.08	5.30	每股收益 (元)	1.52	2.15	2.15	2.89	3.89
非流动负债合计	0.42	8.76	3.06	4.08	5.30						
负债合计	143.50	429.64	194.89	444.31	480.48						
少数股东权益	0.00	71.94	86.20	100.03	143.12	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	80.00	144.25	187.53	187.53	187.53	成长能力					
资本公积	713.81	670.49	670.49	670.49	670.49	营业收入	43.25%	-10.49%	49.63%	37.43%	33.40%
留存收益	1,198.13	1,384.73	1,739.27	2,193.00	2,853.34	营业利润	34.16%	59.08%	20.73%	36.82%	39.86%
其他	(713.89)	(686.89)	(670.49)	(670.49)	(670.49)	归属于母公司净利润	34.71%	41.54%	30.23%	34.19%	34.64%
股东权益合计	1,278.05	1,584.53	2,012.99	2,480.55	3,183.98	获利能力					
负债和股东权益总计	1,421.55	2,014.17	2,207.88	2,924.86	3,664.47	毛利率	43.04%	47.83%	49.95%	47.74%	48.34%
						净利率	15.10%	23.88%	20.78%	20.29%	20.48%
						ROE	17.14%	20.50%	20.96%	22.76%	23.99%
						ROIC	89.69%	80.43%	57.30%	49.52%	70.71%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	10.09%	21.33%	8.83%	15.19%	13.11%
净利润	219.05	345.39	403.78	541.83	729.54	净负债率	-64.88%	-39.35%	-40.43%	-51.66%	-56.42%
折旧摊销	8.60	12.80	13.76	17.46	20.67	流动比率	8.81	3.02	7.36	4.71	5.87
财务费用	0.06	0.13	(9.55)	(12.46)	(14.62)	速动比率	8.00	2.82	6.63	4.23	5.40
投资损失	(1.00)	(3.44)	(1.48)	(7.00)	(10.00)	营运能力					
营运资金变动	(57.87)	174.92	(343.15)	87.77	(125.53)	应收账款周转率	10.72	6.86	9.29	11.39	11.39
其它	(21.94)	(91.29)	(137.14)	39.06	76.73	存货周转率	15.21	12.96	17.21	15.13	16.38
经营活动现金流	146.90	438.50	(73.78)	666.65	676.79	总资产周转率	1.51	0.76	0.92	1.04	1.08
资本支出	101.02	597.06	65.70	78.98	48.78	每股指标 (元)					
长期投资	0.00	127.64	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.52	2.15	2.15	2.89	3.89
其他	(187.06)	(1,299.48)	178.56	(202.44)	(156.06)	每股经营现金流	1.02	3.04	-0.51	4.62	4.69
投资活动现金流	(86.04)	(574.78)	244.26	(123.46)	(107.29)	每股净资产	8.86	10.48	10.27	12.69	16.22
债权融资	0.00	8.05	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	694.96	26.47	69.22	12.46	14.62	市盈率	53.02	37.46	37.38	27.86	20.69
其他	(35.25)	(92.55)	(57.29)	(88.10)	(69.19)	市净率	9.09	7.68	7.83	6.34	4.96
筹资活动现金流	659.70	(58.03)	11.93	(75.64)	(54.57)	EV/EBITDA	48.31	35.92	27.09	19.17	13.22
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	49.00	36.69	27.82	19.64	13.50
现金净增加额	720.57	(194.32)	182.42	467.55	514.93						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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