

遥望科技 (002291.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

直播电商拓品类增长, AI 驱动创新

公司简介

公司为直播电商 MCN 领军者, 主营业务包括社交电商、互联网广告代理、互联网广告投放, 鞋服业务, 2022 年营收占比分别为 59.8%/28.7%/3.2%/8.2%。随着 4Q2022 以来鞋服加大清货力度, 业务轻量转型, 积极拓展品类并加码 AI 赛道, 提升经营效率。

投资逻辑

行业趋势上, 直播电商主播去中心化发展。2022 年直播电商市场规模约 3.4 万亿元, 增速 34%。达人直播和自播形式互补, 预计各占 50%。MCN 机构数量超 2.4 万家, 进入存量优化的阶段。在此环境下, MCN 的竞争力在于供应链管理、主播孵化和流量管理的能力。**公司全平台布局, 建立主播矩阵。**公司持续在抖音、快手等平台深耕, 2022 年 GMV 约 150 亿元, 增速约 50%。建立起艺人+达人的主播团队, 签约艺人累计达到 51 名, 对主播进行梯度管理。公司与小冰合作, 研发数字虚拟人直播承接长尾流量, 可部分替代中等水平店播并延长直播时长。

直播流程标准化、可复制化, 推进智能化选品。遥望云平台将直播全流程解构为 100 项以上的环节, 通过 1-2 周的时间能够完成一组运营团队的培训。公司积极拥抱 AI 技术, 结合直播电商场景研发智能选品功能, 预计有效提升选品效率和效果。

“增时长+拓品类”为增长主要驱动。2022 年公司有效开播艺人及主播仅有 83 人, 月均直播时长头部/中腰部/尾部主播为 27.9 小时/29.7 小时/9.5 小时。对标日播直播间 (月均直播时长东方甄选 45 小时, 交个朋友 53 个小时), 公司的直播时长有 2 倍的提升空间。品类拓展上, 向非标服饰品类发力。

深耕供应链, 打造新型直播商业体。数字化服装采销产业基地“扶摇”落地, 线下打造“目的地式”购物场景, 线上对店铺做供应链货盘赋能及直播赋能。供应链平台的打造将革新对腰部达人的服务方式, 由“N 对 1”向“1 对 N”转变。

盈利预测、估值和评级

采用 PE 估值法, 公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 4.50 亿元、6.14 亿元、9.93 亿元。参照行业 2024 年 PE 估值中位数为 16.89x, 考虑到公司线下商业体的落地及开业预计联动线上线下流量, 为公司带来新增量, 给予公司 2024 年 25x PE 估值, 对应市值 153.43 亿元, 目标价 16.49 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

消费恢复不及预期; 品类拓展及多平台运营效果不及预期; 头部主播流失; 商誉及存货减值风险; 新技术应用不及预期等。

传媒与互联网组

分析师: 陆意 (执业 S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 14.17 元

目标价 (人民币): 16.49 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,811	3,901	5,423	7,033	8,722
营业收入增长率	30.70%	38.75%	39.03%	29.69%	24.01%
归母净利润(百万元)	-700	-265	450	614	993
归母净利润增长率	N/A	N/A	N/A	36.41%	61.87%
摊薄每股收益(元)	-0.769	-0.291	0.494	0.673	1.090
每股经营性现金流净额	0.25	-0.27	0.09	0.29	0.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	-12.57%	-5.09%	8.08%	10.33%	15.20%
P/E	N/A	N/A	29.31	21.49	13.27
P/B	3.26	2.27	2.94	2.76	2.51

来源: 公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、行业趋势：直播电商主播去中心化，主播团队矩阵式发展.....	4
1.1 直播电商趋势：达播和自播角色互补，达人带货去中心化.....	4
1.2 MCN 进入成熟期，跨平台布局并打造矩阵式主播团队.....	6
二、公司分析：提升直播时长、切入非标品类共同驱动增长.....	9
2.1 经营壁垒：主播梯度管理，直播流程标准化数字化可复制化.....	9
2.2 增长驱动：时长有翻倍提升空间，落地数字化服装采销产业基地.....	10
2.3 创新业务：虚拟人直播补充长尾流量，延长直播时长.....	13
三、财务分析：社交电商驱动业务轻量化发展.....	14
四、盈利预测与估值分析.....	16
4.1 核心假设及盈利预测.....	16
4.2 估值及投资建议.....	18
五、风险提示.....	19
附录.....	19

图表目录

图表 1：直播电商行业规模及增速（万亿元，%）.....	4
图表 2：直播电商渗透率（%）.....	4
图表 3：直播电商用户规模及增速（亿人，%）.....	4
图表 4：直播电商用户渗透率（%）.....	4
图表 5：直播电商行业政策梳理.....	5
图表 6：达人直播与品牌自播市场规模占比.....	5
图表 7：达人直播与品牌自播的开播时间错峰.....	5
图表 8：红人直播与品牌自播比较.....	6
图表 9：MCN 市场规模及增速（亿元，%）.....	6
图表 10：MCN 机构数量及增速（家，%）.....	6
图表 11：MCN 行业产业链.....	7
图表 12：各平台头部主播多数呈现机构化的趋势.....	7
图表 13：MCN 机构盈利模式.....	8
图表 14：MCN 机构现有运营平台平均比重及平台发展潜力评估.....	8
图表 15：各 MCN 机构主播矩阵对比.....	9
图表 16：公司主要主播矩阵.....	9
图表 17：2022 年公司主要主播 GMV 占比.....	9

图表 18: 遥望云直播运营平台结构.....	10
图表 19: 抖音、快手各梯度主播开播平均时长.....	11
图表 20: 抖音、快手 GMV TOP 账号月均直播场次及时长.....	11
图表 21: 公司各梯队主播开播时间错峰分布.....	11
图表 22: 各直播间主播月均直播时长 (小时).....	11
图表 23: 交个朋友直播间排班表.....	11
图表 24: 乔司商城商业综合体示意图.....	12
图表 25: “扶摇”项目招商信息.....	12
图表 26: “扶摇”首场线下选品会.....	12
图表 27: 主播带货呈现“本土化”趋势, 浙江省服饰鞋靴品类达人优势突出.....	13
图表 28: 首款数字虚拟人“孔襄”.....	14
图表 29: 孪生主播技术-瑜大公子虚拟人周小瑜.....	14
图表 30: 遥望科技营业收入及同比增速 (百万元, %).....	15
图表 31: 公司营业收入分业务 (%).....	15
图表 32: 公司营业成本及同比增速 (百万元, %).....	15
图表 33: 公司营业成本分业务占比 (%).....	15
图表 34: 公司毛利率 (%).....	15
图表 35: 公司分业务毛利率 (%).....	15
图表 36: 可比公司收入规模增速 (%).....	16
图表 37: 可比公司毛利率 (%).....	16
图表 38: 公司开支情况 (%).....	16
图表 39: 公司净利润与净利润率 (百万元, %).....	16
图表 40: 公司利润表 (百万元人民币).....	18
图表 41: 可比公司估值.....	19
图表 42: 公司发展历程.....	19

一、行业趋势：直播电商主播去中心化，主播团队矩阵式发展

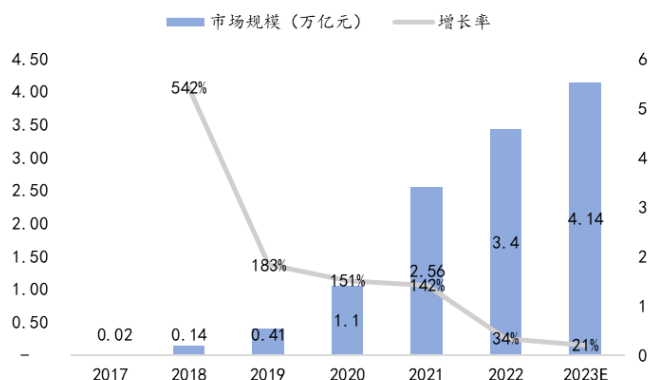
1.1 直播电商趋势：达播和自播角色互补，达人带货去中心化

直播电商行业进入成熟期。2020年是直播电商的爆发期，渗透率快速提升，直播电商用户同比增长56%，据艾瑞数据，2020年电商主播人数超过123万，同比增长349%。行业快速成长的原因主要由于2019年电商平台加码推进直播板块、政府政策支持、头部主播凸显，推动直播电商进入爆发期，2020年疫情导致线下实体经济受挫，商家和客户向线上转移，使得直播电商渗透率进一步提升。

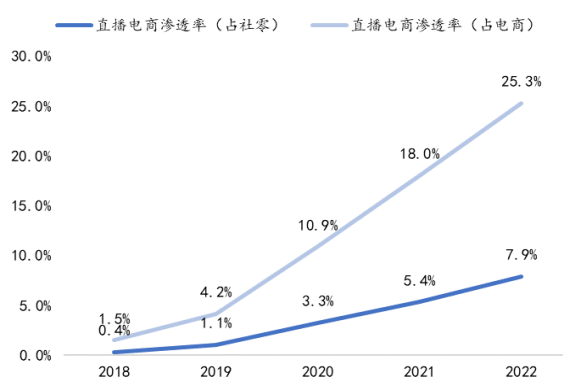
从市场规模看，截至2022年，直播电商市场规模约3.4万亿，较2021年增长约34%。其中，2018年-2021年，每年市场规模增速均保持在100%以上，行业高速增长。据《2022淘宝直播年度新消费趋势报告》及国家统计局的社零数据测算，2022年直播电商占电商行业的渗透率预计25.3%，直播电商占社零的渗透率预计8.0%。

从用户规模看，截至2022年，直播电商用户规模达4.7亿人，较2021年增长9.3%。直播电商用户占网购用户的渗透率由2018年的36.1%提升至2022年的55.8%，占总网民的渗透率由2018年的26.5%提升至2022年的44.6%，渗透率提升速度放缓。

图表1：直播电商行业规模及增速（万亿元，%）



图表2：直播电商渗透率 (%)



来源：易观分析，国金证券研究所

来源：艾媒数据中心，《2022 淘宝直播年度新消费趋势报告》，国家统计局，国金证券研究所

图表3：直播电商用户规模及增速（亿人，%）



图表4：直播电商用户渗透率 (%)



来源：CNNIC，网经社，国金证券研究所

来源：CNNIC，网经社，国金证券研究所

直播电商政策体系逐步完善，鼓励引导和规范监督同步发展。一方面，直播电商行业为经济发展提供了驱动力，政策也为直播电商的发展提供指引，和乡村振兴结合，培育本地本村网络直播带货能人，推动社交电商、内容电商等新业态发展，运用短视频等新载体。另一方面，直播电商行业发展过程中存在的违规行为，如数据造假、偷税漏税等问题，政府各部门也不断完善行业规范和监督体系，提出实名认证、账号全流程管理、账号分类分级管理制度、未成年人保护机制等。

图表5: 直播电商行业政策梳理

政策名称	发布机构	发布时间	内容
《网络直播营销行为规范》	中国广告协会	2020.06	要求网络直播营销主体不得利用刷单、炒信等流量造假方式篡改交易数据和用户的评价信息。提出网络直播营销主体应当完善对未成年人的保护机制。
《关于统筹做好乡村旅游常态化疫情防控和加快市场复苏有关工作的通知》	文化和旅游部办公厅	2020.07	注重培育一批本地、本村网络直播带货能人,扩大乡村土特产品的直播销售。加强与淘宝、京东、美团、盒马鲜生等电商平台合作,开设网上店铺、代销点,扩大销售覆盖面。
《国家广播电视总局关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	国家广播电视总局	2020.11	网络电商直播平台要对开设直播带货的商家和个人进行相关资质审查和实名认证。要对头部直播间、头部主播及账号、高流量或高成交的直播带货活动进行重点管理。
《关于加强网络直播规范管理工作指导意见》	国家互联网信息办公室等七部门	2021.02	督促直播平台对照相关规范,对主播账号实行分级分类管理,规范网络直播行为,防范非理性、激情打赏,遏制商业营销乱象。
《加快培育新型消费实施方案》	国家发展改革委等二十八部门	2021.03	鼓励政企合作建设直播基地,加强直播人才培养培训。组织各地开展线上线下深度融合的促销活动。推进电子商务公共服务平台建设应用,提升中小电商企业数字化创新运营能力。
《“十四五”电子商务发展规划》	商务部等三部门	2021.10	鼓励电子商务企业挖掘用户需求,推动社交电商、直播电商、内容电商、生鲜电商等新业态健康发展。鼓励运用短视频、直播等新载体,宣传推广乡村美好生态,创新发展网络众筹、预售、领养、定制等产销对接新方式。
《关于开展“清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动的通知》	网信办等三部门	2022.04	严管MCN机构账号;强化账号全流程管理。规范注册管理,对同一主体注册网络主播、短视频账号数量设定上限;规范过程管理,健全账号分类分级管理制度,打击并防范粉丝数、观看数、点赞数、打赏数、交易数等数据造假行为。

来源: 中国广告协会, 商务部, 网信办, 国家广播电视总局, 国金证券研究所

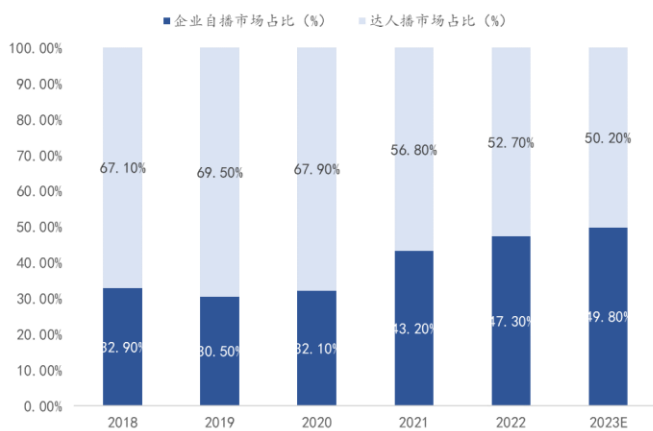
直播电商趋势一: 呈现去中心化趋势, 重视扶持中腰部主播, 培育新人主播。淘宝在 2022 年先后推出了新领航计划、引光者联盟、超级新咖计划、源力计划等 4 项主播政策, 目标实现支持 2000 个账号成交翻倍, 5000 个店播年度成交超 1000 万, 培育 100 个粉丝超百万的内容账号。抖音通过单列全屏推送机制、智能分发权重机制、叠加推荐机制来实现去中心化。快手基于“人”的非中心化的推荐机制, 采用“去中心化”的流量体系, 引入曝光上限和基尼系数来调控社区生态, 对头部流量进行限流。

直播电商趋势二: 品牌自播成为常态化, 自播和达播相互补充、长期共存。据艾瑞数据, 2023 年企业自播的成交额占比将达 49.8%, 与达人播各占半壁江山。

直播定位上, 品牌自播侧重于服务自家品牌、常态化运营、影响消费者长期心智、提高复购率、增强用户粘性; 达人播侧重于直播间快速转化、单场销售显著, 两者相互补充。

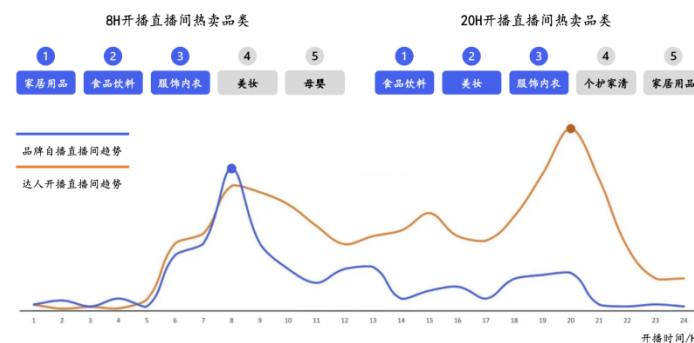
开播时间上, 品牌自播和达人直播在时间上错峰。品牌集中在上午 8 时附近开播, 贴近正常工作时间作息, 达人在晚上 8 时迎来开播热潮。上午 8 时开播的直播间主要以家居用品、食品饮料、服饰内衣为主, 而晚上 8 时开播的直播间主要为食品饮料、美妆、服饰内衣。

图表6: 达人直播与品牌自播市场规模占比



来源: 艾瑞, 国金证券研究所

图表7: 达人直播与品牌自播的开播时间错峰



注: 灰豚数据 2022.8-11, GMV Top5000 直播间, 热浪数据 2022.1-10, GMV Top5000 直播间, 数据仅代表检测范围内直播场次内数据, 呈现直播间开播趋势

来源: 灰豚数据, 热浪数据, 国金证券研究所

图表8: 红人直播与品牌自播比较

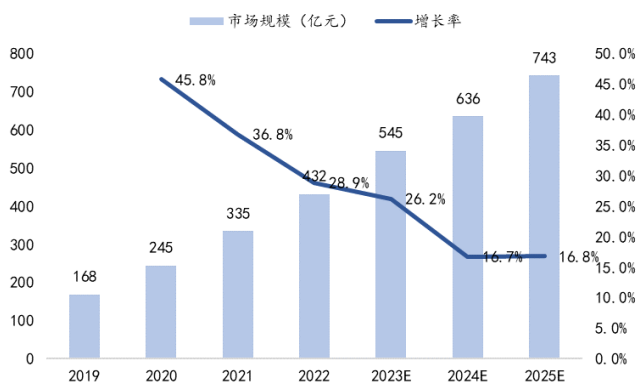
直播方式	红人直播			品牌自播	
	专业主播直播	达人直播	KOC直播	机构代播	品牌直接自播
营销模式	拼购模式	拼购/导购模式	拼购/导购模式	导购模式	导购模式
对用户的影响机制	直播间快速转化	直播间快速转化	直播间快速转化	长期心智影响	长期心智影响
品牌商参与程度	一般	一般	一般	较高	高
人、物、渠道、品牌融合度	低	较低	较低	较高	高
频次	根据品牌商需求, 一般不 太高	直播频次可以较专业主播 稍高	直播频次可以 较高	每天固定时间直播	每天固定时间直播
投入成本	按次投入 坑位费和佣金	按次投入 主要是佣金	按次投入 主要是佣金	前期直播间建设费 用后期佣金或月固 定费用	前期直播间建设 费用人员费用等
直播销售效果	波动较大	较好	波动较大	较好	较好
品牌宣传效果	一般	较好	一般	好	好
可控程度	一般	一般	一般	高	高

来源: 淘宝直播电商白皮书, 国金证券研究所

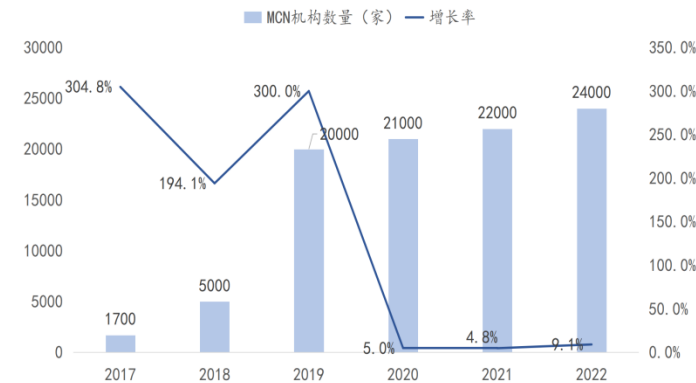
1.2 MCN 进入成熟期, 跨平台布局并打造矩阵式主播团队

MCN 市场规模不断扩大, 竞争力在于供应链管理、主播孵化和流量管理的能力。MCN 机构广义上指有能力服务和管理一定规模帐号的内容创作机构, 内容形式包括视频、直播、图文等。MCN 机构不仅作为电商平台、主播、商家之间的中介方, 发挥信息沟通的作用, 而且提供主播培训、内容生产、多渠道分发、平台合作、粉丝运营、招商选品、供应链管理、品控、售后服务等多方面的服务。截至 2022 年 MCN 市场规模超过 400 亿元, 较 2021 年增长 28.9%, 增速稍有下滑, 但仍保持较高水平。截至 2022 年 MCN 数量超过 2.4 万家, 进入存量优化阶段。

图表9: MCN 市场规模及增速 (亿元, %)



图表10: MCN 机构数量及增速 (家, %)



来源: 中国网络优化行业发展深度研究与未来前景分析报告, 国金证券研究所

来源: 克劳锐, 国金证券研究所

对于品牌, MCN 机构连接品牌与达人, 帮助品牌通过达人直播间触达用户。MCN 机构拥有不同粉丝量、不同垂类、不同风格特点的达人主播, 能够为品牌商匹配符合品牌调性的达人, 设计达人梯度组合, 同时在时点选择、平台选择方面为品牌商提供专业策略。

对于平台, MCN 机构起到集中管理网红达人的作用, 并且能够规模化培养达人主播, 为平台提供优质内容及流量输出, 提高效率。直播电商主播人数迅速增长, 面对庞大的主播群体, MCN 机构提升了平台对接主播、管理主播的效率。

对于达人, MCN 机构的梯度管理给不同阶段的主播赋能。对于新人主播而言, MCN 机构提供体系化的主播培训, 能够快速入门。对于中腰部主播而言, MCN 机构能够提供流量管理、内容管理、选品比价、品控质检等多种服务, 进一步提升流量。同时, MCN 机构供应链资源和品牌资源也是主播选择 MCN 机构的重要原因。对于头部达人而言, MCN 机构运营团队成熟且经验丰富, 有能力承接流量涌入直播间。同时也存在超头部主播机构化的趋势, 主播与 MCN 机构之间往往存在深度捆绑关系, 如李佳琦成为美 one 合伙人、小杨哥创立三只羊、辛有志成立辛选集团等。

图表11: MCN 行业产业链



来源：网经社，艾瑞咨询，国金证券研究所

图表12: 各平台头部主播多数呈现机构化的趋势

	主播	粉丝数	所属MCN机构/公司	合作方式
淘宝	李佳琦	7200w+	美one	美one合伙人
	烈儿宝贝	2100w+	君盟	君盟集团联合创始人
	陈洁Kiki	1100w+	锐趣文化	锐趣文化的法定代表人叶彬锋与陈洁是夫妻关系
	罗永浩	1000w+	交个朋友	曾任交个朋友管理层
抖音	疯狂小杨哥	9000w+	三只羊	三只羊创始人
	衣哥	3000w+	衣选集团	衣选集团董事长
	费乃亮	3000w+	遥望科技	
	东方甄选	2800w+	东方甄选	
	董先生	2800w+	董先生	董先生集团合伙人
	交个朋友	2000w+	交个朋友	
快手	辛有志辛巴	9000w+	辛选集团	辛选集团创始人
	周周珍可爱	4000w+	广东嘉星文化传媒有限公司	嘉兴文化董事长
	瑜大公子	3500w+	遥望科技	
	朵拉珍姐	2800w+	山东朵拉朵尚生物科技有限公司 (美妆品牌)	朵拉朵尚创始人
	猫七七	2700w+	上海黛莱皙生物科技有限公司 (美妆品牌)	品牌创始人
	妮姐	1700w+	广州昂泰电子有限公司 (韩熙贞品牌)	品牌创始人
	半姐	1700w+	广州半蕊服饰有限公司	品牌创始人

*数据时间 2023 年 3 月

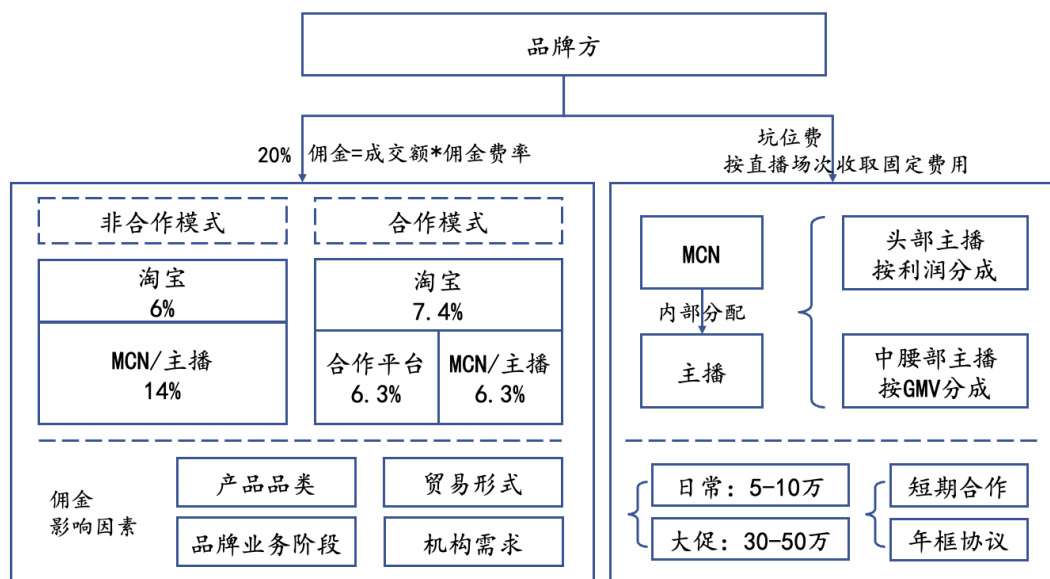
来源：淘宝，抖音，快手，国金证券研究所

盈利模式上，MCN 机构从“坑位费+佣金”逐渐向“纯佣金”模式转变。两种模式相比，纯佣金模式的佣金费率会相对更高，主播团队对于选品的要求也会更高。

佣金根据“直播结算成交额 X 佣金费率”计算。以淘宝为例，根据淘宝联盟最新 CPS 规则，MCN 机构和主播可分配成交额的 6%-14%，对于投流成本的归属、分成比例等由 MCN 与主播协商确定。佣金费率受到产品品类、贸易形式、品牌业务阶段以及机构需求四个主要因素影响。产品品类方面，珠宝黄金价格透明，佣金费率较低，而美妆品类费率较高。贸易形式方面，传统贸易佣金费率较高，跨境合作佣金费率较低。品牌处于发展的不同阶段，愿意接受的佣金费率也有所不同，MCN 机构出于打造账号、大促等考量，也会对不同产品进行佣金费率调整。

坑位费按直播场次收取固定费用，是由品牌方与 MCN 机构进行协商确定。短期合作双方逐场进行商定，长期合作方通过年框协定谈判。当前也存在品牌方冠名直播间，是坑位费的间接表现形式。对于 MCN 和主播之间的分配方式，存在按利润分成和按 GMV 分成两种情况，具体的条款和分成比例取决于主播和 MCN 机构的议价能力。

图表13: MCN 机构盈利模式



*合作平台主要指B站、小红书等。

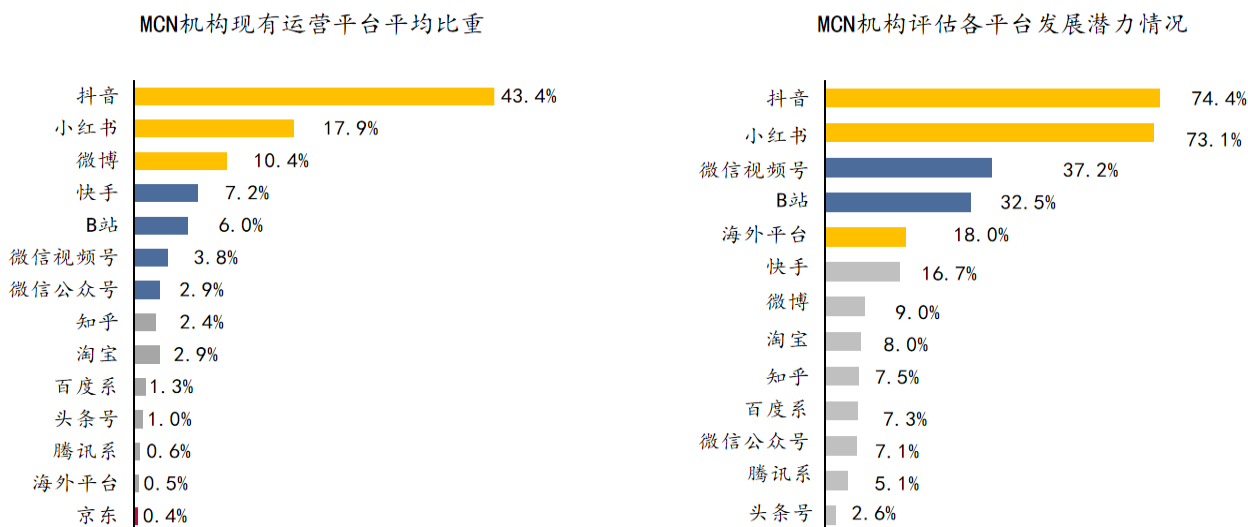
来源：阿里巴巴，淘宝，国金证券研究所

MCN 机构发展趋势：打造矩阵式主播团队，多平台布局，避免过度依赖某一平台以及头部主播，进一步提升 MCN 机构的盈利能力和竞争力。

进行平台选择时，MCN 机构首要考虑因素是达人的成长性以及商业化变现能力，其次，考虑粉丝粘性对于达人生命周期的延长。克劳锐调研数据显示，超过 96% 的 MCN 机构都选择布局抖音，22.2% 的 MCN 机构选择在淘宝及 14.8% 的 MCN 机构选择在快手布局直播。

主播梯队的培养上，拥有头部强势主播，批量化生产腰部主播，拓展直播品类及直播时长是未来 MCN 机构建设主播团队的方向。谦寻推出了蜜蜂惊喜社、蜜蜂欢乐社、蜜蜂心愿社多个子账号，其中蜜蜂惊喜社粉丝量超 700 万。美 one 推出所有女生和所有女生的衣橱，东方甄选推出图书、自营、酒类等多个细分品类直播间，交个朋友更是推出了十余个垂类直播间。无忧传媒拥有刘耕宏、广东夫妇两大头部主播，并打造了金字塔型主播矩阵。

图表14: MCN 机构现有运营平台平均比重及平台发展潜力评估



注：调研周期为 2022.12-2023.02，MCN 机构生存状况调查由 MCN 机构主动填写，总样本量 N=600

来源：克劳锐，国金证券研究所

图表15: 各MCN机构主播矩阵对比

粉丝数	谦寻	美one	东方甄选	交个朋友	无忧传媒	遥望科技
5000万+	-	1	-	-	2	-
1000万-5000万	-	-	1	1	23	12
500万-1000万	3	-	-	-	50	9
100万-500万	9	2	3	2	370	25
100万以下	6	-	2	13	87700+	80+

*数据时间 2023 年 3 月

来源: 各 MCN 机构公司官网, 淘宝直播, 抖音, 快手, 国金证券研究所

二、公司分析：提升直播时长、切入非标品类共同驱动增长

2.1 经营壁垒：主播梯度管理，直播流程标准化数字化可复制化

直播平台全域布局，主播达人梯度管理。公司建立起明星+达人的多平台、多层次的主播矩阵，合作艺人达到 51 位，签约了百余位主播达人，其中头部主播贾乃亮 GMV 占比约为 10%。在现有主播矩阵的基础上公司将进一步签约大量成熟的、中腰部以上的主播和明星艺人。对于头部主播，继续保持其领先地位。对于腰部主播，采用更生活化方式直播，只要空闲随时开播，直播场次更为灵活。

图表16: 公司主要主播矩阵

	抖音	快手
头部主播 (粉丝数量: 1000万+)	贾乃亮 王祖蓝 张子曦 张柏芝 姜艺潇 沈涛 黄圣依	瑜大公子 李宣卓 黄子韬
中腰部主播 (粉丝数量: 100万-1000万)	陈嘉佳 郭少芸 倪虹洁 辰亦儒 何泓姗 颖儿 吴雅婷	董哲 胡子哥 七爷
	温格夫妇 黄英 杨子 黄宥明 徐海为 孟佳 夏志远	
	黄奕 李智楠 李飞 赵雅芝 麦迪娜 姜潮 芳芳很挑食	
	乃提 千颂妮 徐艺洋 妮宝一家 大利 美少女嗨购go	
潜力主播 (粉丝数量: 100万以下)	高晓攀 沙宝亮 文苡帆 李晓峰 雪欧尼 安琥 尚森	

来源: 遥望科技官网, 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表17: 2022 年公司主要主播 GMV 占比

	2022年GMV (亿元)	占比
甲	24.58	16%
乙	21.48	14%
丙	11.30	8%
丁	6.28	4%
戊	5.56	4%
其他	80.79	54%

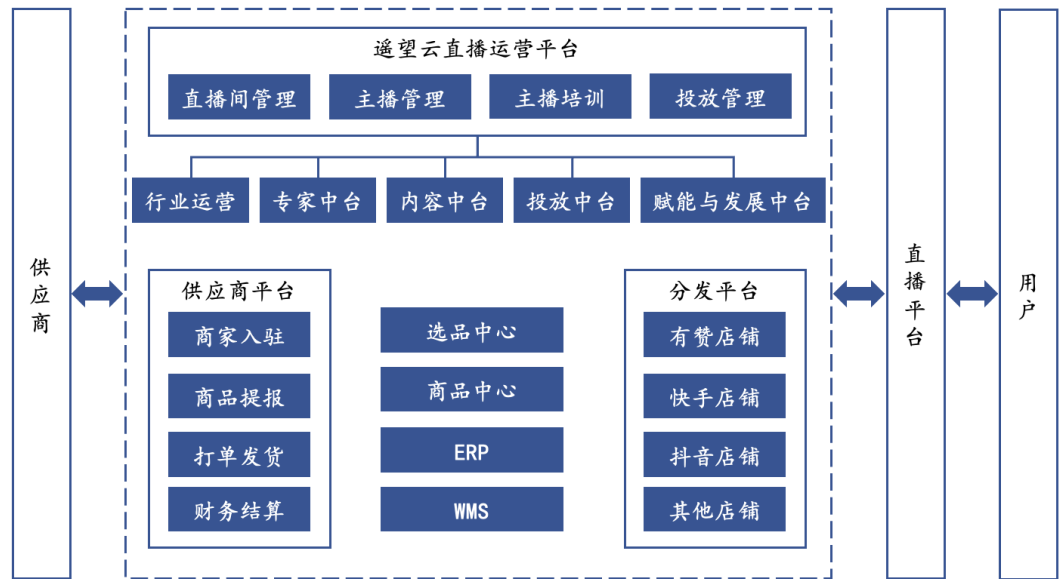
来源: 公司公告, 国金证券研究所

打造遥望云数字化平台，成立直播标准化委员会来推动直播全流程标准化体系的建设。公

公司将直播全流程解构为 100 项以上的环节，并对每一环节进行结构化分解，通过 1-2 周的时间能够完成一组运营团队的培训，进而实现直播业务的可复制化和工业化过程。遥望云是公司自主研发的直播全流程数字化平台，实现了直播流程的在线化、分析的数字化、选品的智能化，构建了系统和信息化壁垒，为规模化扩张直播电商业务奠定了坚实的基础。通过直播前的在线排期、货盘需求、选品比价、品控质检，直播中的自动化投放、实时转化分析，以及直播后的利润复盘、直播回放，实现全流程管控，提升直播效率。公司通过遥望云形成了由行业运营、专家中台、内容中台、赋能与发展中台、投放中台等构成的中台化结构，严格施行“大中台+小前台”模式。

在供应链侧，公司不断扩充细分类目并提升商品丰富度，与银泰商城、海旅免税等较多优质商品供应链建立了战略合作关系。目前分为美妆、个护家清、智能家居、服饰箱包、母婴图书、滋补保健、珠宝手表、酒水、食品饮料、虚拟等 10 个大类目。

图表18：遥望云直播运营平台结构



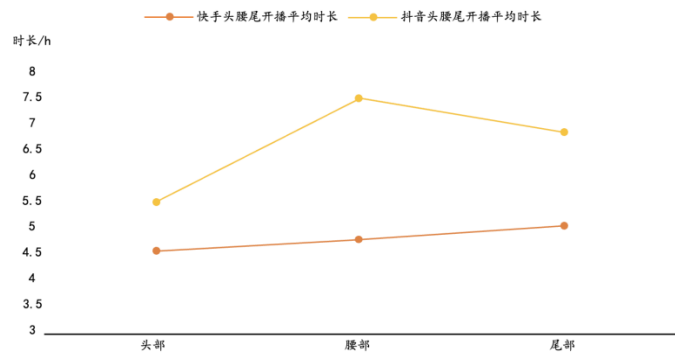
来源：公司公告，快手融媒研修院，国金证券研究所

2.2 增长驱动：时长有翻倍提升空间，落地数字化服装采销产业基地

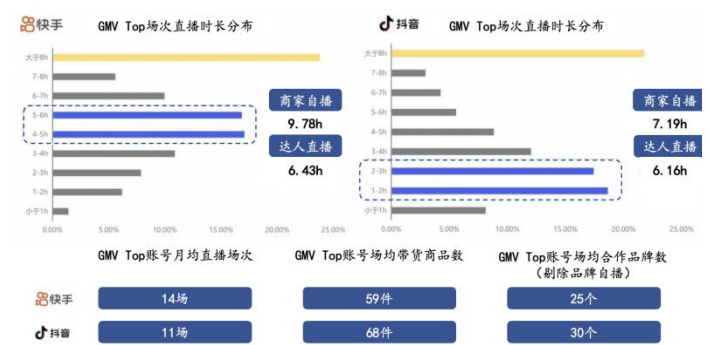
增长驱动一：直播时长仍有很大提升空间。在直播时长方面，2022 年公司有效开播艺人及主播仅有 83 人，头部主播月均直播时长为 27.9 小时，中腰部主播月均直播时长为 29.7 小时，尾部主播月均直播时长仅 9.5 小时，还有部分艺人在等待首次开播。对标日播直播间，公司的直播时长有翻倍的提升空间。

据灰豚数据和热浪数据，场播时长 8 小时以上已成常态，商家自播平均时长高于达播。抖音 GMV Top 5000 达人账号月均直播场次达 14 场，约 2 天开播一次，快手 GMV Top 5000 达人账号月均直播场次达 11 场，约 3 天开播一次。东方甄选采用“课程表”形式，通过主播排班为不同主播匹配不同成长路径，直播间从 7 点到 24 点，主播单次播出时长约 2 小时，主播月均直播时长约 45 小时。交个朋友直播间上线了 7X20 小时的直播模式，主播单次播出时长 3-4 小时，主播月均直播时长约 53 小时。

图表19: 抖音、快手各梯度主播开播平均时长



图表20: 抖音、快手 GMV TOP 账号月均直播场次及时长



注: 灰豚数据 2022.8-11, GMV Top5000 直播间, 热浪数据 2022.1-10, GMV Top5000 直播间, 头部定义: 粉丝≥1000w, 尾部定义: 粉丝≤200w

注: 灰豚数据 2022.8-11, GMV Top5000 场次, GMV Top5000 达人热浪数据 2022.1-10, GMV Top5000 场次, GMV Top10000 达人

来源: 灰豚数据, 热浪数据, 国金证券研究所

来源: 灰豚数据, 热浪数据, 国金证券研究所

公司各主播层级中,所有主播月均直播时长合计超 800 小时,其中中腰部主播贡献了 77.7%,是主播矩阵中的主力军。从主播开播时间分布来看,晚上 6 点至 24 点为主播开播的热门时段,而凌晨 2 点-早上 10 点中腰部主播直播次数显著高于头部主播和潜力主播,在开播时间上形成差异化。为提升直播时长,公司对于中腰部主播,采取空闲随时开播的形式,提升直播频次和时长。此外,公司还推出大航海计划,通过外部服务商,“日不落直播间”在明星主播空余时间接素人主播,24 小时直播提升人效。在运营层面,虚拟主播等技术为进一步提升直播频次和直播时长提供支撑。

明星主播供给端丰富,不断扩展明星主播矩阵。2023 年 3 月 7 日,TVB 淘宝直播间“TVB 识货”首次开播,主播包括旗下艺人陈豪和陈敏之,单场销售额超 2300 万元。随着直播电商行业的发展壮大,明星纷纷入局。目前公司签约的明星主播超过 40 位,包括王祖蓝、张予曦、张柏芝、贾乃亮、王耀庆、沈涛、倪虹洁等。公司也新签约了 TVB 艺人赵雅芝,扩展明星主播矩阵。

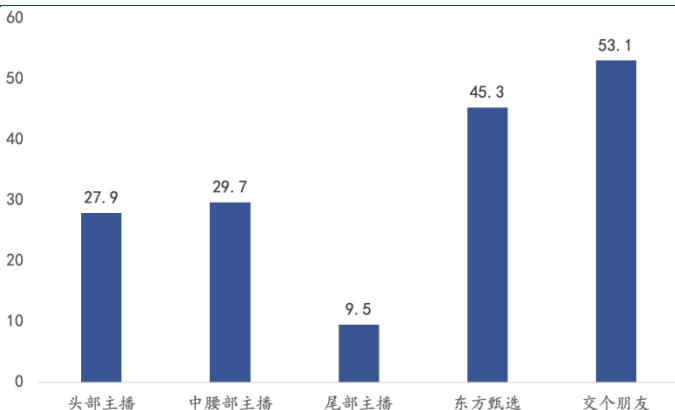
图表21: 公司各梯队主播开播时间错峰分布

	0-2时	2-4时	4-6时	6-8时	8-10时	10-12时	12-14时	14-16时	16-18时	18-20时	20-22时	22-24时
头部主播	5.5	0.0	0.0	0.0	4.0	8.0	7.6	6.8	7.3	16.7	11.9	10.0
中腰部主播	9.6	3.3	1.0	15.7	11.2	5.4	8.9	10.4	13.6	21.7	25.2	19.7
潜力主播	1.8	1.0	0.0	0.0	0.0	1.0	4.3	3.0	4.0	17.7	13.7	8.8

注: 图中数据为 2022.08-2023.02 各层级主播在不同时段开播次数的平均值

来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表22: 各直播间主播月均直播时长 (小时)



图表23: 交个朋友直播间排班表

	6:00-9:00	9:00-12:00	12:00-16:00	16:00-19:00	19:00-23:00	23:00-2:00
2023/2/21	李正	李奥	大鹏	骆俊帆	王港	何泓霖
2023/2/20		大鹏	李正	沐沐	赵子豪	何泓霖
2023/2/19	李正	李奥	胡文君	赵子豪	胡文君	沐沐
2023/2/18	李正	骆俊帆	大鹏	赵子豪	罗老师	何泓霖
2023/2/17	大鹏	王拓	骆俊帆	大鹏	罗老师	何泓霖
2023/2/16	李正	李奥	胡文君	大鹏	赵子豪	何泓霖
2023/2/15	骆俊帆	李奥	李正	大鹏	胡文君	王港
2023/2/14	李正	胡文君	李奥	赵子豪	骆俊帆	大瑾
2023/2/13	沐沐	李奥	李正	李奥	赵子豪	王港
2023/2/12	大鹏	王拓	李正	骆俊帆	胡文君	大瑾
2023/2/11	李正	赵子豪	李奥	大鹏	罗老师	王港
2023/2/10	胡文君	赵子豪	王拓	大鹏	罗老师	王港
2023/2/9		李奥	骆俊帆	胡文君	赵子豪	何泓霖
2023/2/8	李正	李奥	骆俊帆	胡文君	赵子豪	王港
2023/2/7	李正	骆俊帆	李奥	大鹏	胡文君	何泓霖
2023/2/6		大鹏	李正	骆俊帆	赵子豪	何泓霖
2023/2/5	李正	大鹏	骆俊帆	沐沐	胡文君	王港
2023/2/4	李正	胡文君	李奥	李奥	胡文君	王港
2023/2/3	大瑾	沐沐	李奥	骆俊帆	大鹏	何泓霖
2023/2/2	大鹏	李奥	骆俊帆	李奥	李正	何泓霖
2023/2/1	沐沐	骆俊帆	大鹏	赵子豪	胡文君	何泓霖

来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所 注: 统计时间为 2022.08-2023.02, 东方甄

来源: 交个朋友公众号, 国金证券研究所

选直播间主播团队为 9 人，交个朋友直播间主播团队为 10 人

增长驱动二：打造“线上+线下”新型商业综合体，落地数字化服装采销产业基地“扶摇”。据《2023 年中国直播电商机会洞察报告》，受物流成本、直播产业基地建设、以及主播对当地商品充分了解等因素影响，达人带货选品呈现出本土化趋势。浙江省服饰鞋靴相关品类包揽达人数量 TOP5 品类中的四个。公司通过整合服装产业链资源，打造完善强大的服装供应链，聚集全国服装主播机构、设计师、服务商、品牌商入驻，以高标准商场式场景承接服装直播业务。同时为主播提供培训、短视频、投放、客服、仓储发货等配套服务支持，通过自研一体化的直播电商全流程标准化平台，为企业用户或个体主播团队提供爆品挖掘、智能动销预测、全供应链管理、合规性检查等核心业务，为优质的中腰部服装主播进行全方位直播运营赋能。

图表24：乔司商城商业综合体示意图



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

2022 年 7 月，杭州建设工程招标平台发布乔司商城项目二期施工招标，招标公告显示，该项目业主为杭州临平钱塘资产管理有限公司，项目投资估算超 22 亿元，其中建安工程造价约 5.3 亿元。施工总工期为 130 天。该项目为公司与政府合作项目，政府为引入优秀公司来更好的整合当地产业资源，以乔司商城作为基础进行项目改造。公司与政府共同投入，公司以运营为主，产权及主要投资为政府投入，对公司来说为相对轻资产运营模式。据公司计划，项目建成后将打造全天 24 小时不间断营业的“ToB+ToC”结合的商业综合体场景，集聚临平区及杭州市的大小服装主播对全品类服装进行销售。

2022 年 9 月 8 日-9 日，公司举办“扶摇”的首场线下选品会，以“扶摇直上、望见未来”为主题，聚集了 500 余个品牌和服装供应链商家参与选品对接，涵盖羽绒服、皮草、派克服、大衣、毛衫等 30 多个品类、6000 余款服饰，参会选品的主播和机构近 500 家。同月 23 日，公司举办“扶摇”的首场线下宣导会，提出一系列激励政策：前 50 名签约主播专属流量扶持；直播单场破 200 万，明星助力直播间；直播运营专业支持；总裁面对面交流等主播福利。活动吸引近 100 位服装垂类主播、机构到场参与，其中大部分于现场达成合作协议，进入对接商品货盘选品阶段。

图表25：“扶摇”项目招商信息

项目介绍

该项目位于杭州市中心城区的东部-临平乔司商城，项目总建筑面积约25万方，该项目建成后，将集聚杭州及周边的服装机构主播、设计师、服务商、品牌商入驻，以高标准商场式场景来承接服装直播业务，打造24小时不间断营业的“线下+线上”的新型商业综合体，引领时尚服装消费的新模式。

配套设施

- 商品采购资金支持
- 服装供应链支持
- 高标准场地免费入驻
- 设计师定向开发设计
- 培训投放短视频客服等配套服务

直播 0-1 培训配套 / 专业仓储运营团队 / 质检团队 / 专业投流 / 运营售后团队
服务商主播双向匹配 / 专业买手配备 / 设计师定制 / 酒店式公寓配套 / 商业配套

来源：公司微信公众号，国金证券研究所

图表26：“扶摇”首场线下选品会



来源：公司微信公众号，国金证券研究所

图表27: 直播带货呈现“本土化”趋势, 浙江省服饰鞋靴品类达人优势突出

省域	一级品类	省域	一级品类	省域	一级品类	省域	一级品类	省域	一级品类	省域	一级品类
	黄金钻石		汽车/摩托车整车		水果		鲜花速递		翡翠玉石		滋补品
	珍珠		宠物保健		医疗服务		旅游度假		彩妆/香水		护理护具
广东	文体音像	河北	宠物食品	陕西	蔬菜	云南	茶	新疆	医疗服务	青海	旅游度假
	电脑/电脑配件		电脑/电脑配件		方便速食/速冻食品		绿植园艺		乳制品/咖啡/冲调		手机及配件
	女士鞋靴		大家电		装修设计		水果		滋补品		肉/蛋/禽类
	男士鞋靴		汽车/摩托车整车		宠物保健		育儿百科		医疗服务		护理护具
浙江	女士鞋靴		护理/鉴定/维修		护理/鉴定/维修		婚庆节庆		护理/鉴定/维修		男士鞋靴
	女士服装	安徽	纸尿裤	辽宁	医药	山西	教材教辅	内蒙古	医药	中国澳门	宠物保健
	男士服装		肉/蛋/禽类		翡翠玉石		其他书刊		肉/蛋/禽类		旅游度假
	医疗器械		奶粉/辅食/零食/营		宠物食品		儿童读物		乳制品/咖啡/冲调		奢侈品
	农资农具		水果		水果		手机及配件		医疗服务		女士鞋靴
	话费/宽带/流量		相机/摄像机		蔬菜		文体音像		水果		装修设计
河南	翡翠玉石	四川	手机及配件	广西	农资农具	黑龙江	3C数码	甘肃	蔬菜	中国香港	潮品鞋服
	大家电		蔬菜		方便速食/速冻食品		医药		育儿百科		奢侈品
	汽车/摩托车整车		护理/鉴定/维修		家居饰品		手机		儿童读物		商业/办公家具
	床上用品		旅游度假		女士服装		蔬菜		旅游度假		潮品鞋服
	腕表		数码相机/单反相机/		相机/摄像机		餐具		医疗器械		虚拟卡券
江苏	绿植园艺	湖南	宠物保健	北京	女士鞋靴	贵州	医药	海南	中国台湾		奶粉/辅食/零食/营
	古董文玩		电子导航/车载电器		服饰配饰		纸尿裤		古董文玩		茶
	海鲜水产		医疗服务		珠宝首饰		乐器/配件		海鲜水产		酒水/饮料
	汽车/摩托车整车		蔬菜		相机/摄像机		滋补品		医疗服务		
	医疗服务		数码相机/单反相机/		女士鞋靴		蔬菜		医药		
山东	海鲜水产	湖北	办公耗材	重庆	男士鞋靴	吉林	宠物保健	宁夏	肉/蛋/禽类		
	数码相机/单反相机/		相机/摄像机		珠宝首饰		护理/鉴定/维修		护理护具		
	农资农具		虚拟卡券		玩具		肉/蛋/禽类		数码相机/单反相机		
	运动鞋		医药		珠宝首饰		医疗服务		眼镜		
	男鞋		住宅家具		服饰配饰		护理/鉴定/维修		旅游度假		
福建	古董文玩	江西	商业/办公家具	上海	女士鞋靴	天津	腕表	西藏	医疗器械		
	婴童鞋/亲子鞋		装修设计		玩具		宠物保健		彩妆/香水		
	运动服				腕表		相机/摄像机				

*2022年1-9月各省带货达人数量TOP5品类

来源: 微播易、蝉妈妈, 国金证券研究所

增长驱动三: 提升标品毛利率。标品的毛利率较低主要是由于标品与其他公司的重合率较高。在标品毛利率的改善上, 一方面, 在与品牌商和供应商签订合同时, 通过保价条款来保障标品的价格在一定时间范围内具有价格优势。另一方面, 在品类结构方面, 选取市场稀缺的品类提升标品毛利率, 在选品流程方面, 从工作室选品转变为选品中台, 进一步提升选品销量。公司正大力研发自动选品功能, 目前已经完成产品内测后的几次迭代升级。以往商家入驻程序复杂、时间消耗长等问题, 未来将使用智能问卷的方式来解决。系统能分析商品逻辑后给商品自动打标并进入待选池, 选品时系统将根据产品属性、商品热度、主播风格、粉丝特征、场次等多维度因素将商品与主播进行匹配。系统选品可以判断出产品是品宣向、利润向还是GMV向, 综合考虑多个维度来完成选品, 实现商家满意度、GMV和利润率提升。

2.3 创新业务: 虚拟人直播补充长尾流量, 延长直播时长

公司2023年将发力虚拟人直播等业务, 实现高效率、低成本的AIGC内容生成, 进一步扩大竞争优势, 在互动性和形象动作等方面均取得了突破, 并已具备商业化能力。5月15日, 公司与小冰签订关于《直播电商人工智能技术/产品战略合作》的协议, 双方将以资源互补为核心, 就人工智能技术/产品的研发、推广、销售等事项在相关领域(包括但不限于直播、短视频、直播电商、传统电商、新零售等)展开全面战略合作, 实现双方共赢。对长尾主播, 靠虚拟人, 通过技术实现收益。虚拟人主播的发展或可以替代中等水平的店播主播, 并有效延长直播时长, 目前在本地生活等产品上在做尝试。

数字资产方面, 公司推出首款数字虚拟人“孔襄”, 是公司参与研发的超级AI程序, 具有深度学习功能, 也在22年接到了包括欧莱雅在内的多个品牌代言。公司作为孔襄的IP发行方, 与麦塔合作联合推出孔襄的数字藏品。

公司还研发了孪生主播技术, 能够支持一人同屏更换、多人同屏只更换一人的多种模式, 通过深度学习的算法实现“换脸”, 拓宽IP的时间和空间维度。2022年4月15日, 公司交付了第一个完整的数字虚拟棚, 是国内为数不多的标准化数字虚拟棚, 单体体量为1500平方米, 配备350平米超大环幕面积和30米光学追踪定位摄像头, 可应用于直播、发布会、影视剧、秀场、综艺等场景, 在内容制作和外部市场广告制作上实现降本增效。同时, 数字影棚与虚拟拍摄技术通过实施摄影机追踪、实施场景映射和实时渲染技术形成跨场景、时空拍摄解决方案。

图表28：首款数字虚拟人“孔襄”



来源：公司官网，国金证券研究所

图表29：孪生主播技术-瑜大公子虚拟人周小瑜



来源：公司微博，国金证券研究所

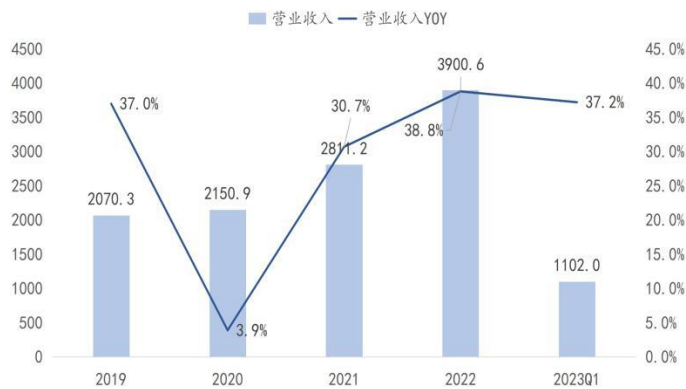
数字藏品方面，公司也涉及拍卖、文玩直播等方面，考虑将民族瑰宝做成数字藏品，结合拍卖的形式，将 NFT 作为溯源技术进行运用。同时公司也会将数字藏品应用于内容和场景中，基于 NFT 技术做到数字藏品和内容的复用便于进行内容收入。数字藏品方面的商业模式主要分为 2B 和 2C 两种模式，其中 2B 端数字棚已投入使用，接到了影视、直播团队、品牌的合作意向，对 2B 进行收入；2C 端和本身的作品做衍生品的合作，将数字藏品和内容向的剧和实物商品进行结合。

三、财务分析：社交电商驱动业务轻量化发展

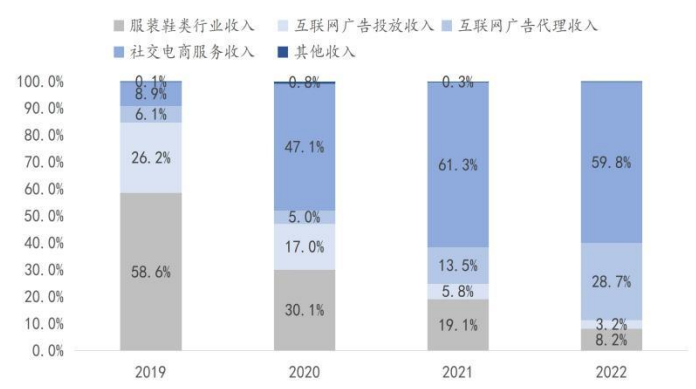
营业收入稳定增长，公司向品牌管理、供应链管理的“轻”资产运营模式转型，直播电商业务驱动增长，贡献收入约六成。截至 2022 年，营业收入实现 39.0 亿元 (yoy+38.8%)，Q12023 单季度营收 11.0 亿元 (yoy+37.2%)。

- 社交电商：2022 年公司直播电商业务 GMV 约 150 亿，同比增长约 50%。双十一期间（10.17-11.11），公司完成总 GMV31.87 亿，相较于去年同期增速 38.4%，商品 SKU 达到 4 万量级，同比增长 45%。2022 年公司新签约艺人 25 位，累计签约艺人达 51 位。除艺人外，公司签约百余位达人和素人主播，主播矩阵不断完善。
- 服装鞋类业务 2022 年占收入比例为 8.2%。Q42022 以来，公司加大清货力度，并就主要的鞋履存货已经或正与市场上的第三方渠道（社区团购、抖音渠道、拼多多及唯品会渠道）签订《购销协议》，实现陆续卖出，只保留了公司电商业务中少量必要的存货。受售价降低、折扣费用率增加所影响，导致计算存货可变现净值所用的平均售价较上年度下降，致使全年计提坏账准备及存货跌价准备约 2.9 亿元。随着鞋履库存数量的降低，存货库龄结构改善，预计 2023 年鞋履业务对公司业绩影响将进一步降低。
- 互联网广告投放：22 年公司互联网广告投放业务收入 1.2 亿元，同比-23.96%。22 年受宏观环境影响，广告投放需求疲软，行业整体同比下滑。以及广告主更加注重投入产出比，对于消费者需求的洞察和定制化方案需求增加，公司也减少了主要基于腾讯生态圈的传统互联网广告营销业务的投入。
- 互联网广告代理：主要为通过抖音、快手平台为广告主投放广告，代理广告主在广告投放平台开通的账号。公司为快手广告和抖音千川的一级代理商。22 年公司互联网广告代理收入 11.2 亿元，同比 194.92%，主要由于业务量在抖音平台的的增长。该业务相对充分竞争，市场价格透明，毛利水平低。

图表30: 遥望科技营业收入及同比增速 (百万元, %)



图表31: 公司营业收入分业务 (%)

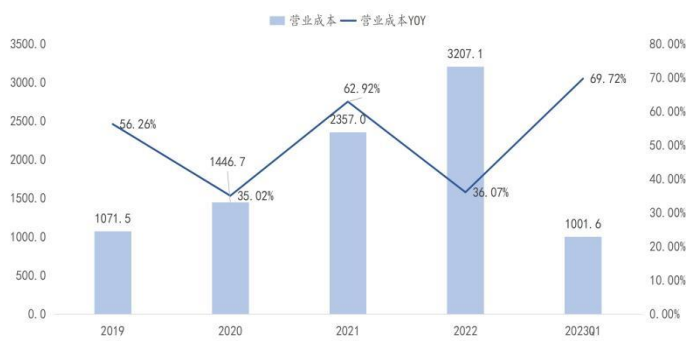


来源: 公司公告, 国金证券研究所

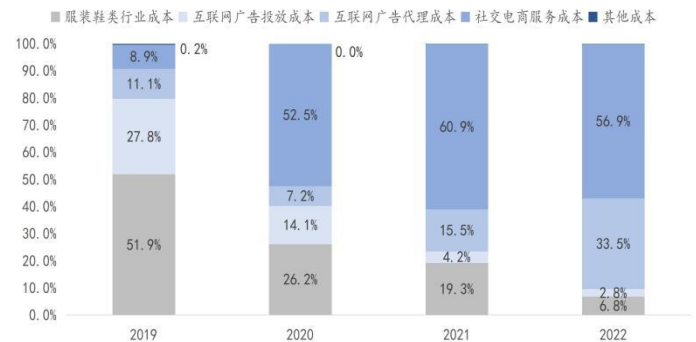
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2022 年公司营业成本为 32.1 亿元(yoy+36.1%), Q12023 营业成本为 10.0 亿元(yoy+69.7%)。营业成本增加主要是由于社交电商业务增长。2022 年公司毛利率为 17.8%, 同比提升 1.62%; Q12023 毛利率为 9.1%。一季度公司主动降低直播排期, 进行内部组织架构调整及 AI 战略部署, 部分成本相对刚性, 导致毛利率有所回落。

图表32: 公司营业成本及同比增速 (百万元, %)



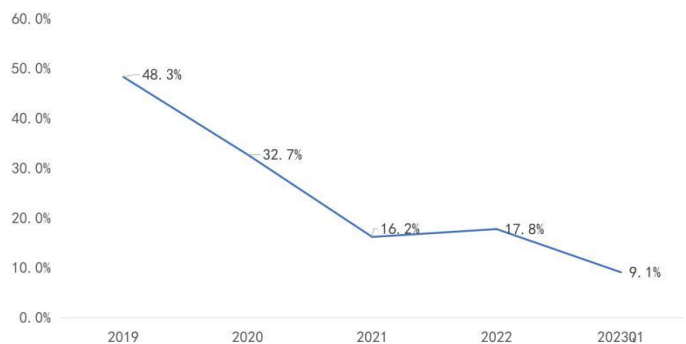
图表33: 公司营业成本分业务占比 (%)



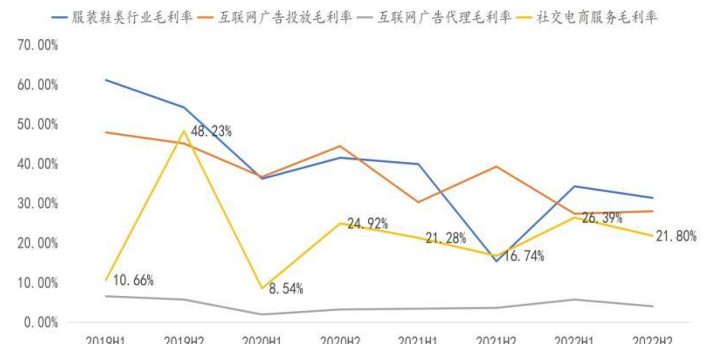
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表34: 公司毛利率 (%)



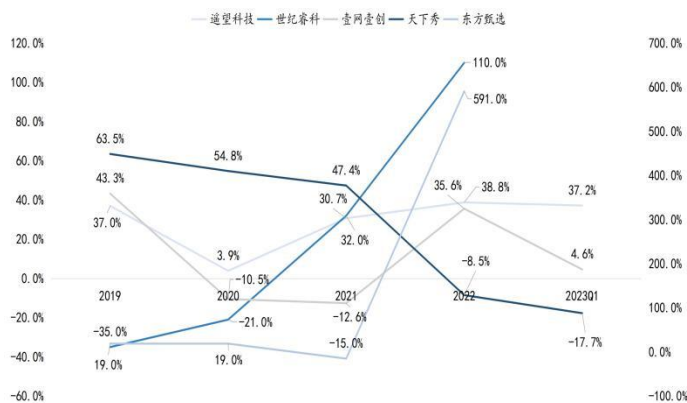
图表35: 公司分业务毛利率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

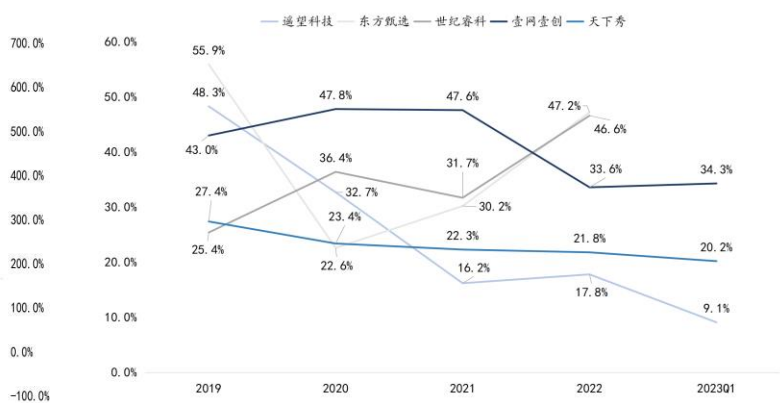
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表36: 可比公司收入规模增速 (%)



来源: 公司公告, 可比公司公告, 国金证券研究所

图表37: 可比公司毛利率 (%)

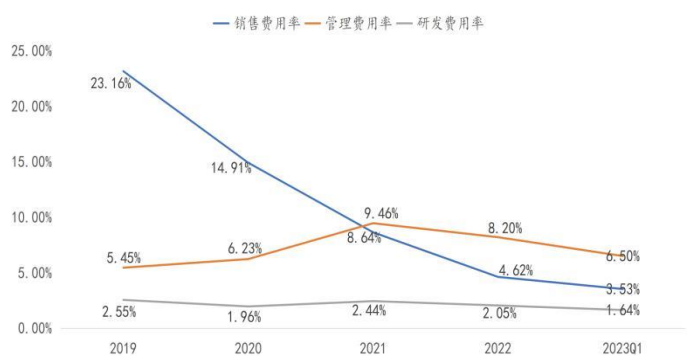


来源: 公司公告, 可比公司公告, 国金证券研究所

费用管控见成效。销售费用率由 2019 年的 23.2% 下降至 2022 年的 4.6%。主要是因为鞋业业务的经营变动, 鞋履服饰业务因受市场影响、关闭低效店、公司战略转型等因素, 营业收入的减少导致职工薪酬大幅度下降、商场费用及装修费均发生大幅度的下降, 使得销售费用率下降。管理费用率在 2021 年显著上升, 由 2020 年的 6.2% 上升至 9.5%, 一方面是由于社交电商规模增长导致人员增加, 另一方面是由于 2021 年开始实施的股权激励计划。研发费用率基本维持在 2% 左右, 主要包括职工薪酬和服务器费用, 用于遥望云数字化平台建设以及直播电商数字化转型。

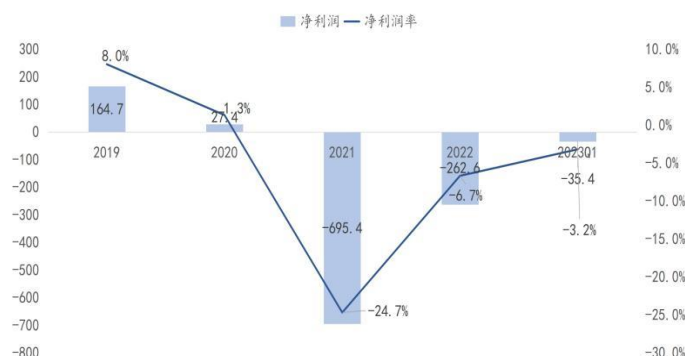
公司亏损面有所收窄。2021 至 1Q2023 公司的净利润分别为 -6.95 亿元、-2.63 亿元、-0.35 亿元。公司 2021-1Q2023 的净亏损主要由于公司计提资产减值损失及信用减值损失。2021、2022、1Q2023 公司计提资产减值损失 4.8 亿元、2.4 亿元、477 万元, 计提信用减值损失 4135 万元、9623 万元、633 万元。其中, 2021 年的亏损, 一方面由于疫情对于鞋业业务产生较大冲击。公司将库龄较长的存货打折出售, 导致计算存货可变现净值所用的平均售价下降, 从而鞋履业务处于经营亏损状态, 对鞋类库存的处理导致了 3.15 亿元的存货跌价损失; 另一方面, 经济下行导致广告业务收缩, 公司预计时尚锋迅和北京时欣的未来盈利能力下降, 因此对相应资产的商誉计提 2.0 亿元减值。22 年亏损收窄主要是因为鞋履业务库存出清, 对企业影响减少, 同时互联网营销业务和社交电商业务规模扩大。

图表38: 公司开支情况 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表39: 公司净利润与净利润率 (百万元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、盈利预测与估值分析

4.1 核心假设及盈利预测

收入端: 公司的业务主要包括互联网广告投放业务、互联网广告代理业务、社交电商服务业务、服装鞋类业务, 其中社交电商服务收入占比逐年增加, 已成为公司的主营业务收入。

- 社交电商服务业务: 预计公司 2023 年至 2025 年社交电商服务收入为 34.87 亿元、51.25 亿元、67.18 亿元, 增速分别为 49.5%、47.0%、31.1%。据易观分析, 23 年预计直播电商行业增速 21%。公司相对于行业有超额增速的核心原因来自于头部主播矩阵扩张; AI 选品等应用预计将提升运营效率, 进而提升主播直播频次; 乔司商城的落地预计将整合线上线下流量, 通过供应链赋能中腰部主播, 提升分销业务的 GMV 贡献; AI 虚拟人直播等预计替代长尾主播角色并且可延长直播时长。

- 互联网广告投放业务:预计 2023 年至 2025 年互联网广告投放收入分别为 1.72 亿元、1.81 亿元、1.90 亿元,增速分别为 39.0%、5.0%、5.0%。23 年增速修复主要由于疫情后复苏,互联网广告投放收入有望恢复。未来公司预计经营以直播电商为重心,互联网广告投放业务的收入贡献预计降低。
- 互联网广告代理业务:预计 2023 年至 2025 年互联网广告代理收入分别为 16.36 亿元、17.17 亿元、18.03 亿元,增速分别为 46.3%、5.0%、5.0%。业务内容包括腾讯广点通业务及快手、抖音平台的视频代理投放业务。公司聚焦直播电商主业,预计未来该部分业务收入贡献降低。
- 服装鞋类业务:预计 2023 年服装鞋类业务收入为 1.19 亿元。随着公司轻资产运营模式转型,服装鞋类业务库存不断出清,后续将不贡献实质性收入。

成本端:预计公司毛利率持续提升,主要原因是业务结构改变,社交电商服务占比提升,以及数字化智能化带来的效率提升。2020 年至 2022 年公司直播电商业务毛利率分别为 24.9%、16.7%、21.8%。随着公司遥望云数字化平台的升级迭代、标准化直播流程的解构和重构,在选品和直播运营数字化、智能化等多方面提升了公司效率。预计 2023 年至 2025 年公司整体毛利率分别为 19.0%、20.8%、22.7%。

费用端:2023 年至 2025 年预计研发费用分别为 1.6%、1.5%、1.5%,保持相对稳定,公司将持续在直播 SaaS 系统、智能选品、虚拟主播技术等方面投入研发,目前在 AI 相关方面的研发投入可控,主要为结合业务场景训练相应的小模型。销售费用率分别为 3.28%、3.27%、3.29%,管理费用率分别为 6.2%、6.0%、6.1%。

基于以上假设,我们认为在利润端,公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 4.50 亿元,6.14 亿元,9.93 亿元。归母净利润率分别为 7.9%、8.7%、11.4%。

图表40：公司利润表（百万元人民币）

单位（百万元人民币）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2811	3901	5423	7033	8722
YOY%	30.7%	38.8%	39.0%	29.7%	24.0%
收入拆分：					
服装鞋类行业收入	538	318	119		
YOY%	-17.0%	-40.9%	-62.6%		
占营业收入比例%	19.1%	8.2%	2.2%		
互联网广告投放收入	163	124	172	181	190
YOY%	-55.5%	-24.0%	39.0%	5.0%	5.0%
占营业收入比例%	5.8%	3.2%	3.2%	2.6%	2.2%
互联网广告代理收入	379	1118	1636	1717	1803
YOY%	251.7%	194.9%	46.3%	5.0%	5.0%
占营业收入比例%	13.5%	28.7%	30.2%	24.4%	20.7%
社交电商服务收入	1724	2332	3487	5125	6718
YOY%	70.4%	35.3%	49.5%	47.0%	31.1%
占营业收入比例%	61.3%	59.8%	64.3%	72.9%	77.0%
其他收入	7	8	9	10	11
YOY%	-57.8%	13.8%	13.3%	8.0%	8.0%
占营业收入比例%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
毛利润	454	693	1032	1466	1978
YOY%	-35.5%	52.7%	48.8%	42.0%	35.0%
毛利率	16.2%	17.8%	19.0%	20.8%	22.7%
销售费用	-243	-180	-178	-230	-287
YOY%	-24.2%	-25.8%	-1.2%	29.0%	24.7%
销售费用率	8.6%	4.6%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	-266	-320	-334	-419	-529
YOY%	98.3%	20.3%	4.4%	25.5%	26.1%
管理费用率	9.5%	8.2%	6.2%	6.0%	6.1%
研发费用	-69	-80	-89	-105	-133
YOY%	62.6%	16.6%	11.6%	17.4%	26.3%
研发费用率	2.4%	2.1%	1.6%	1.5%	1.5%
营业利润	-690	-221	446	630	1014
YOY%	-1802.8%	-67.9%	-301.6%	41.3%	60.9%
营业利润率	n.a	n.a	8.2%	9.0%	11.6%
净利润	-695	-263	457	619	1000
YOY%	-2638.6%	-62.2%	-274.0%	35.6%	61.5%
净利润率	n.a	n.a	8.4%	8.8%	11.5%
归母净利润	-700	-265	450	614	993
YOY%	-2980.9%	-62.1%	-269.7%	36.4%	61.9%
归母净利润率	n.a	n.a	8.3%	8.7%	11.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 估值及投资建议

采用 PE 估值法，公司 2023 年至 2025 年的归母净利润分别为 4.50 亿元、6.14 亿元、9.93 亿元。参照可比公司东方甄选、世纪睿科、三人行、天下秀，行业 2024 年 PE 估值中位数为 12.19x，考虑到公司线下商业体的落地及开业预计联动线上线下流量，为公司带来新增量，我们给予公司 2024 年 25x PE 估值，对应市值 153.43 亿元，目标价 16.49 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表41：可比公司估值

公司名称	证券代码	净利润（百万元）					P/E				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
东方甄选	1797.HK	-1,658	-3	1,563	1,936		NA	NA	16.40 x	13.24 x	
世纪睿科	1450.HK	-62	-12	200	437	944	NA	NA	10.73 x	4.92 x	2.28 x
三人行	605168.SH	505	27	1,027	1,328	1,531	736.37 x	16.51 x	14.42 x	11.15 x	9.67 x
天下秀	600556.SH	354	74	272	411	503	179.92 x	40.18 x	55.43 x	36.68 x	30.00 x
行业最高值							736.37	40.18	55.43 x	36.68 x	30.00 x
行业中位数							458.15	28.34	15.41 x	12.19 x	9.67 x
行业最低值							179.92	16.51	10.73 x	4.92 x	2.28 x
遥望科技	002291.SZ	-700	-265	450	614	993	NA	NA	29.31 x	21.49 x	13.27 x

*收盘价及市值截至 2023 年 6 月 22 日

来源：wind，国金证券研究所

五、风险提示

宏观经济及消费恢复不及预期风险。对于疫情后宏观经济和消费恢复的发展，消费者呈现理性化购买趋势，用户购买力有所下滑，对于直播电商行业或有不利影响。

行业政策趋严风险。MCN 机构盈利模式中涉及到的直播带货、短视频内容制作以及虚拟人直播带货等可能存在法律合规方面的风险。随着行业法律法规不断出台，可能对公司经营产生不确定性。

行业竞争加剧风险。MCN 行业发展时间短、竞争格局分散。未来随着更多参与者涌入，市场竞争可能更加激烈，公司面临费用率提升、盈利空间被压缩的风险。

业绩不达预期风险，品类拓展及多平台运营效果不及预期。公司的乔司商城项目完工时间和效果可能不及预期。

头部主播流失风险。公司对于瑜大公子等内部孵化主播有较强的掌控能力，但对于头部明星艺人主播，随着主播知名度上升、带货能力加强，主播的议价能力也随之上升，公司或面临头部主播流失风险。

商誉及存货减值风险。商誉账面价值高主要是收购遥望网络、收购时尚锋迅、收购北京时欣时形成的商誉。如果遥望网络、时尚锋迅、北京时欣的经营情况不及预期，则存在商誉减值风险，对公司经营业绩产生不利影响。公司对鞋服类业务或面临存货减值风险，截止 2022 年 12 月 31 日，存货余额为 9.36 亿元，存货跌价准备余额为 2.97 亿元，账面价值 6.40 亿元。

股东减持风险。公司股东或后续有减持动作。

新技术应用不及预期风险。公司积极拥抱 AI 技术，在直播电商场景下探索应用，或存在新技术研发进程不及预期的风险。

附录

图表42：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,151	2,811	3,901	5,423	7,033	8,722	货币资金	234	2,246	1,149	1,864	2,374	2,895
增长率	30.7%	38.8%	39.0%	29.7%	24.0%		应收款项	1,238	1,169	1,456	1,813	2,235	2,629
主营业务成本	-1,447	-2,357	-3,207	-4,391	-5,568	-6,744	存货	1,281	800	640	919	1,018	1,175
%销售收入	67.3%	83.8%	82.2%	81.0%	79.2%	77.3%	其他流动资产	214	367	527	572	701	813
毛利	704	454	693	1,032	1,466	1,978	流动资产	2,968	4,581	3,772	5,167	6,329	7,511
%销售收入	32.7%	16.2%	17.8%	19.0%	20.8%	22.7%	%总资产	54.9%	64.9%	55.8%	63.7%	67.9%	71.2%
营业税金及附加	-6	-8	-10	-13	-16	-20	长期投资	122	174	185	211	237	263
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	124	126	802	786	767	745
销售费用	-321	-243	-180	-178	-230	-287	%总资产	2.3%	1.8%	11.8%	9.7%	8.2%	7.1%
%销售收入	14.9%	8.6%	4.6%	3.3%	3.3%	3.3%	无形资产	2,108	1,827	1,794	1,834	1,867	1,895
管理费用	-134	-266	-320	-334	-419	-529	非流动资产	2,434	2,481	2,994	2,944	2,998	3,043
%销售收入	6.2%	9.5%	8.2%	6.2%	6.0%	6.1%	%总资产	45.1%	35.1%	44.2%	36.3%	32.1%	28.8%
研发费用	-42	-69	-80	-89	-105	-133	资产总计	5,403	7,062	6,766	8,111	9,327	10,554
%销售收入	2.0%	2.4%	2.1%	1.6%	1.5%	1.5%	短期借款	837	652	789	1,594	2,249	2,702
息税前利润 (EBIT)	201	-131	103	417	695	1,010	应付款项	976	517	433	638	777	904
%销售收入	9.4%	n.a	2.6%	7.7%	9.9%	11.6%	其他流动负债	193	211	250	215	263	307
财务费用	-89	-87	-24	-37	-47	-59	流动负债	2,006	1,380	1,472	2,447	3,289	3,913
%销售收入	4.1%	3.1%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	长期贷款	30	0	0	0	0	0
资产减值损失	-87	-523	-334	-44	-113	-55	其他长期负债	1	85	64	64	64	64
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	2,037	1,465	1,536	2,511	3,353	3,977
投资收益	5	21	-6	51	56	70	普通股股东权益	3,326	5,568	5,208	5,570	5,939	6,535
%税前利润	10.0%	-2.9%	n.a	11.0%	8.7%	6.8%	其中：股本	738	910	911	911	911	911
营业利润	41	-690	-221	446	630	1,014	未分配利润	242	-458	-723	-453	-85	511
营业利润率	1.9%	n.a	n.a	8.2%	9.0%	11.6%	少数股东权益	39	28	23	30	35	42
营业外收支	7	-10	27	16	13	17	负债股东权益合计	5,403	7,062	6,766	8,111	9,327	10,554
税前利润	48	-699	-194	462	644	1,031	比率分析						
利润率	2.2%	n.a	n.a	8.5%	9.2%	11.8%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-20	4	-69	-5	-25	-31	每股指标						
所得税率	42.6%	n.a	n.a	1.0%	3.8%	3.0%	每股收益	0.033	-0.769	-0.291	0.494	0.673	1.090
净利润	27	-695	-263	457	619	1,000	每股净资产	4.504	6.120	5.715	6.111	6.516	7.171
少数股东损益	3	5	2	7	6	7	每股经营现金净流	-0.010	0.245	-0.273	0.094	0.290	0.689
归属于母公司的净利润	24	-700	-265	450	614	993	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.197	0.269	0.436
净利率	1.1%	n.a	n.a	8.3%	8.7%	11.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	0.73%	-12.57%	-5.09%	8.08%	10.33%	15.20%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	0.45%	-9.91%	-3.92%	5.55%	6.58%	9.41%
净利润	27	-695	-263	457	619	1,000	投入资本收益率	2.73%	-2.09%	2.32%	5.74%	8.13%	10.56%
少数股东损益	3	5	2	7	6	7	增长率						
非现金支出	196	695	515	155	234	185	主营业务收入增长率	3.89%	30.70%	38.75%	39.03%	29.69%	24.01%
非经营收益	96	56	75	26	-11	-14	EBIT 增长率	-40.18%	-165.27%	-178.35%	305.29%	66.66%	45.30%
营运资金变动	-327	168	-577	-553	-578	-545	净利润增长率	-83.85%	-2980.90%	-62.13%	N/A	36.41%	61.87%
经营活动现金净流	-8	223	-249	85	264	628	总资产增长率	2.10%	30.71%	-4.19%	19.87%	14.99%	13.16%
资本开支	-340	-219	-790	-45	-113	-109	资产管理能力						
投资	-276	-97	-170	-25	-25	-25	应收账款周转天数	213.0	146.9	107.5	110.0	105.0	100.0
其他	52	-7	-70	51	56	70	存货周转天数	314.4	161.2	81.9	80.0	77.0	75.0
投资活动现金净流	-564	-323	-1,030	-19	-82	-64	应付账款周转天数	73.3	38.9	25.5	25.0	25.0	25.0
股权募资	0	2,977	35	92	0	0	固定资产周转天数	19.5	11.6	50.8	34.8	25.3	19.1
债权募资	165	-62	138	804	656	453	偿债能力						
其他	420	-807	-67	-228	-308	-475	净负债/股东权益	18.81%	-28.49%	-6.89%	-4.83%	-2.09%	-2.94%
筹资活动现金净流	585	2,108	106	668	348	-22	EBIT 利息保障倍数	2.3	-1.5	4.2	11.4	14.7	17.0
现金净流量	13	2,009	-1,173	735	530	541	资产负债率	37.70%	20.75%	22.70%	30.96%	35.95%	37.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806