



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2020年1月11日

直播电商平台化推进，未来有望超预期

——星期六 (002291.SZ) 深度报告

汲肖飞 分析师

编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

邮箱: liyanyuan1@cindasc.com

总结

■ 公司直播电商平台化战略落地

- 1) 据壁虎看看监测，2020年估计遥望网络实现直播电商GMV超40亿元，其中瑜大公子GMV约22亿元，排名快手电商主播第五位。公司具备较强的网红孵化、供应链对接、用户运营、资金储备等能力，已成长为头部直播电商MCN，初步建立规模化主播矩阵，与千余家品牌进行合作。
- 2) 2020年快手直播电商GMV估计约2500亿，市场空间较大，且主播格局分散。据今日网红数据，2020年快手前十大、TOP1000主播实现GMV为360多亿、1020亿，占比约15%、41%，行业内存在大量长尾主播带货体量小，对接外部供应链难度较大，具有整合空间，仅直播电商重镇临沂具有在播主播1-2万名。头部主播在播时间有限，品牌商同样面临对接中尾部主播信息不对称问题。
- 3) 公司奠定头部MCN地位后，平台化战略开始落地。2020年公司是唯一孵化出头部主播的规范化MCN机构，市场地位领先，公司将开始对外签约主播，计划2021年：1) 以全约的形式签约主播、规模达到60个（单场GMV在百万以上），为外部主播提供全方位带货支持，公司进行收入分成；2) 以商务约的形式签约主播，计划签约百余名，公司提供品牌对接、售后、部分运营等服务，分成比例较全约模式低；3) 4月份预计临沂直播基地完工，与当地外部主播加强合作。

■ 市场担忧有望逐步解除

- 1) 市场担心女鞋业务亏损拖累业绩，截止20年底公司大部分商场自营店铺已转出上市公司，经营层面对公司利润影响有限，存货层面我们对公司不同库龄的产品销售进度进行测算，认为正常销售假设下计提减值风险较20年有望减小，女鞋业务将显著改善。
- 2) 市场担心政府监管影响行业发展，但我们分析认为直播电商快速发展导致新进入者显著增加，侵犯消费者权益现象时有发生，政府加强监管有助于维护消费者权益，政策用意是规范而非抑制直播电商行业发展。公司作为头部机构运营规范，且建立了100多人的品控团队、成立先行赔付基金，确保消费者体验。监管将清理不规范主播、机构，有助于公司发展。
- 3) 市场担心主播和MCN成长持续性，但我们分析认为头部带货主播受年龄影响较小、能够实现粉丝数量和议价能力的正循环，成长持续性较强；MCN对主播具有掌控力，通过运营团队、供应链支持、合同约定等方式确保与主播共同成长。
- 4) 市场担心公司的竞争壁垒，我们认为目前行业还在快速发展阶段，未来公司一方面享受直播电商低成本流量红利、具有先发优势，未来新进入者将难以快速孵化头部主播，另一方面公司平台化战略快速落地，GMV、主播体量扩大后被替代的风险将会降低。

■ 投资建议

公司业务发展思路一脉相承，近期直播电商平台化战略落地后GMV成长空间将显著打开，带动公司收入、利润增长超预期，我们预计2021H1直播电商投入较多，下半年电商旺季业绩弹性更大。我们维持2020年EPS预测为0.03元，上调2021-22年EPS预测为0.74/1.25元（原值为0.73/1.06元），目前股价对应20年25倍PE，看好公司平台化战略下直播电商成长空间，维持“买入”评级。

- **风险因素：**疫情影响超预期，应收账款、存货计提减值风险，直播电商拓展低于预期，商誉减值风险等。

目录

公司概况：谋求战略转型、收购遥望网络

行业分析：为何看好直播电商行业与头部MCN

公司分析：头部MCN遥望网络商业模式

公司分析：如何理解直播电商业务会超预期

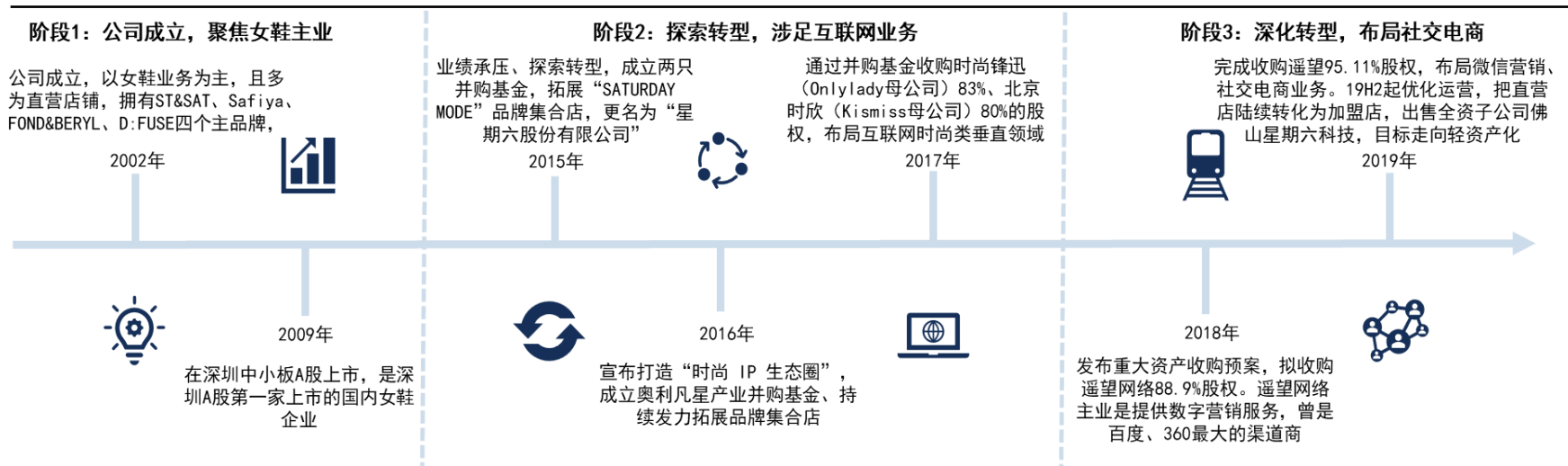
公司分析：市场担心的问题与应对

投资评级与风险提示

1.1 公司发展历程

- 公司成立于1993年，业务涵盖女鞋设计、生产和销售业务。经过20多年发展，公司已发展为业内领先的多品牌鞋履运营商，并拓展移动互联网营销业务。公司发展历程可分为3大阶段：
- 1993-2014年：聚焦女鞋主业。2009年实现上市，旗下拥有“星期六”、“迪芙斯”、“索菲娅”、“菲伯丽尔”等品牌。2014年公司实现收入17.58亿元。
- 2015-2017年：探索转型期。受市场竞争激烈、线上渠道冲击等影响，公司业绩增长承压，2015年开始探索转型，2017年完成收购Onlylady和闺蜜网，涉足广告营销、网红经纪等业务，2017年实现互联网广告收入1.38亿、占比为9.20%。
- 2018年以后：深化战略转型。女鞋业务向轻资产方向转型，出售生产、研发子公司，并在19H2开始逐步将直营店铺转化为加盟店；互联网业务方面，2018年公司收购遥望网络（2019年3月完成），2019年互联网广告业务实现收入8.54亿，占比达40.83%。

公司发展历史情况

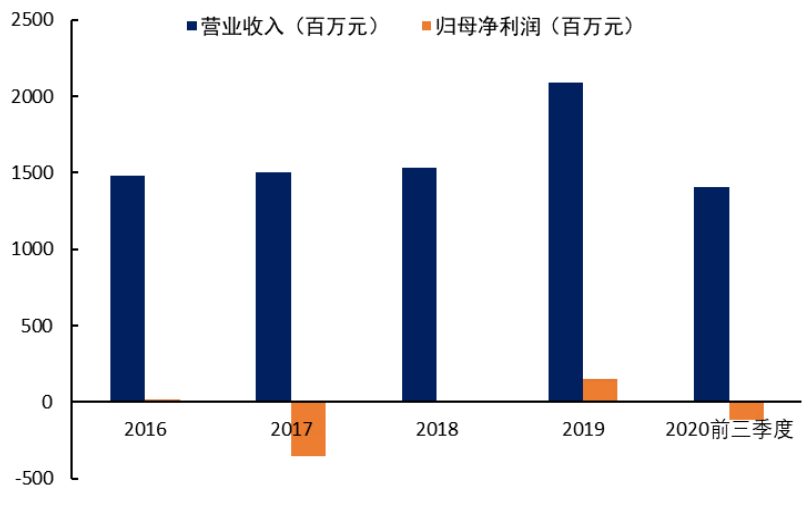


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 历史业绩分析

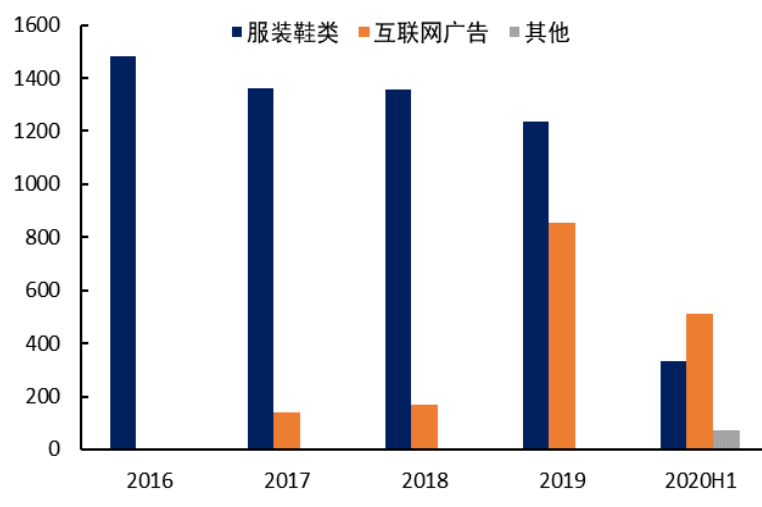
- 收入方面，2015-16年受行业低迷影响，公司女鞋主业承压，收入持续下滑。2017-2019年受益于收购Onlylady、闺蜜网以及遥望网络，且遥望网络收入较快增长，带动整体收入恢复增长。20年前三季度女鞋业务由直营转为加盟、受疫情影响较大，收入显著下滑；遥望网络20Q3电商GMV快速放量，收入保持较快增长。
- 利润方面，2017年公司库存水平较高，计提大额存货跌价准备导致净利大幅亏损，2018年公司计提存货减值减少，盈利能力恢复。2019年受益于遥望网络并表，净利同比显著增长。20年公司疫情下女鞋收入下滑，且计提减值损失，估计亏损1.5亿元，遥望网络20Q4直播电商业务显著放量，盈利能力提升，全年净利估计可完成业绩承诺（2.6亿）。

近年来公司收入、利润变化情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

近年来公司分业务收入变化情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 公司管理层概况

- 公司实控人为创始人张泽明、梁怀宇夫妇，2020年9月30日持股比例为23.05%。此外遥望网络董事长谢如栋、总裁方剑位列公司前十大股东，分别持股11.75%、4.88%，负责遥望运营工作。由于聚焦移动互联网广告等业务多年、运营经验较为丰富，遥望网络被并购后仍保持独立运营，并加强与星期六女鞋业务协同效应。
- 目前公司管理层以星期六高管为主，于洪涛担任董事长、总经理，负责女鞋整体运营、营销，主导女鞋逐步剥离。公司董事、遥望网络董事长谢如栋具有约20年互联网行业从业经验，连续成功创业多次，互联网行业经验丰富，负责遥望战略布局。遥望网络总裁方剑2007年加入阿里巴巴，先后担任媒介公关、总裁助理、中国雅虎市场经理、淘宝拍卖资深经理，2014年加入遥望网络担任总裁，负责遥望业务运营。

公司高管团队基本情况

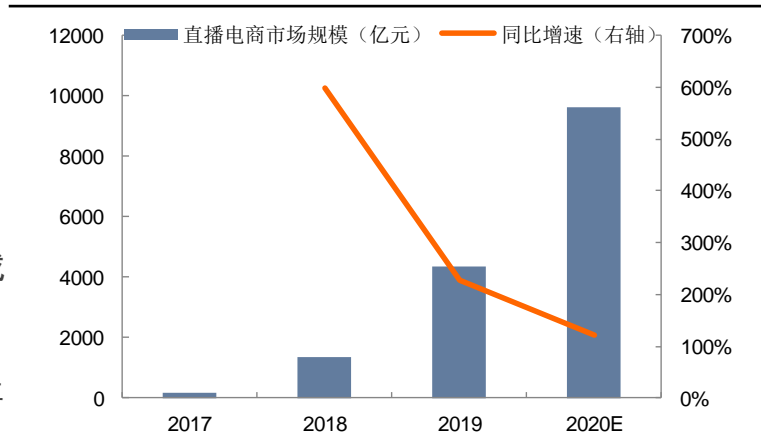
姓名	职务	年龄	任职日期	简介
于洪涛	董事长、总经理	53	2018-09-07	2002年7月加入星期六，深耕鞋履行业21年。加入公司后长期担任营销总监，在公司及各部门的长短期战略规划方面有着丰富的经验，现任公司董事长、总经理
李刚	董事、副总经理、财务总监	55	2007-07-21	2002年7月加入星期六，纺织鞋服行业从业34年，加入公司后长期担任财务总监，在风险管控和财务管理方面经验丰富，现任公司董事，副总经理，财务总监
何剑锋	董事、副总经理、董事会秘书	38	2012-12-27	2012年11月加入星期六，从业15年，曾供职于华新包装，担任证券事务代表、董事会办公室主任，现任公司董事，副总经理，董事会秘书
李礼	副总经理	49	2013-09-04	2004年10月加入星期六，从业16年，长期担任公司人力资源总监，在人员管理上经验丰富，目前担任公司副总经理

资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.1 电商行业新发展——直播电商

- 直播电商是网络直播的商业化应用，是主播利用视频技术同步对商品或服务进行介绍、展示、说明、推销，并与消费者互动，以达成交易为目的的商业活动。
- 直播电商发展分为：1) 萌芽期：2009-15年，导购社区出现，形成PGC驱动力的社区形态；2) 探索期：2016-18年，淘宝、京东直播成立，开启直播电商的“开荒”阶段；3) 拓展期：2018年抖音、快手等短视频社交平台开始进入直播电商领域，市场规模达千亿；4) 爆发期：2019年以来平台加大直播电商投入，头部主播出圈，20年肺炎疫情加速直播电商发展，直播电商GMV快速增长。

近年来我国直播电商市场规模快速增长



资料来源：阿里研究院，毕马威

直播电商行业主要发展阶段

2009-2015

萌芽期

美丽说和蘑菇街等以内容驱动的导购社区上线

2016-2017

探索期

淘宝、京东纷纷布局直播业务，开启直播电商的“开荒”阶段，初具雏形

2017-2018

拓展期

抖音、快手等短视频社交平台开始进入直播电商领域，市场规模达千亿

2019-至今

爆发期

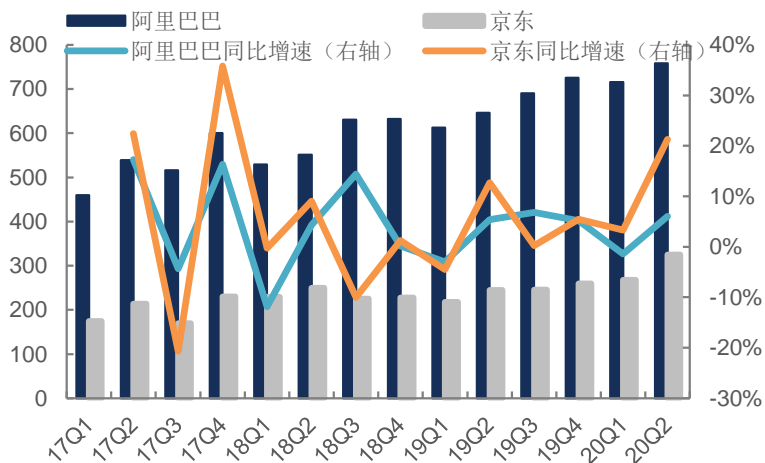
现象级头部主播IP化和宅经济的兴起共同促进直播电商快速发展

资料来源：阿里研究院，信达证券研发中心

2.2 直播电商发展冲击传统电商

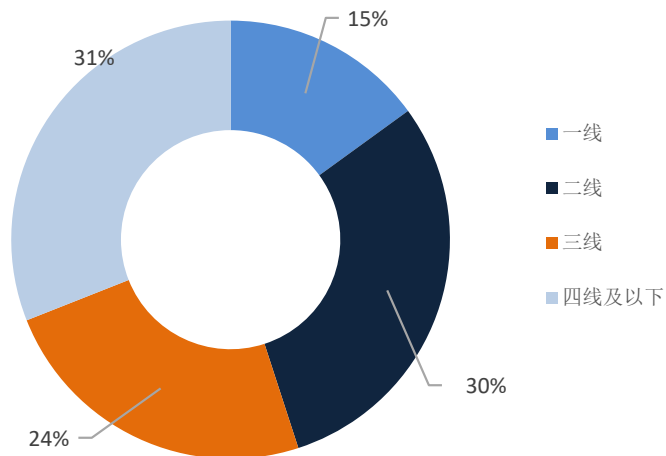
- 早期线下销售以经销模式为主，有助于品牌专注于设计、研发、营销等核心环节，但也导致线下加价环节多、运营成本高，与消费者触达效率低。从发达国家经验来看头部品牌/零售商延伸产业链提高性价比。
- 借助互联网中国诞生电商平台，以阿里、京东为代表的传统电商具有流量红利、高销售效率，冲击线下渠道，实现快速增长。但目前传统电商红利趋于结束，头部电商平台MAU增速放缓，商家线上营销成本提升。
- 2019年直播电商快速崛起，借助短视频流量红利、粉丝规模效应、强社交关系带来“人找货”转为“货找人”的效率提升，进一步降低零售产业链成本，产品性价比优于传统渠道，尤其快手满足下沉市场电商需求，电商日活、GMV快速放量，对传统电商渠道带来冲击。

近年来阿里巴巴、京东MAU增长情况（单位：百万人）



资料来源: Quset Mobilie, 信达证券研发中心

2020年6月快手用户城市等级分布

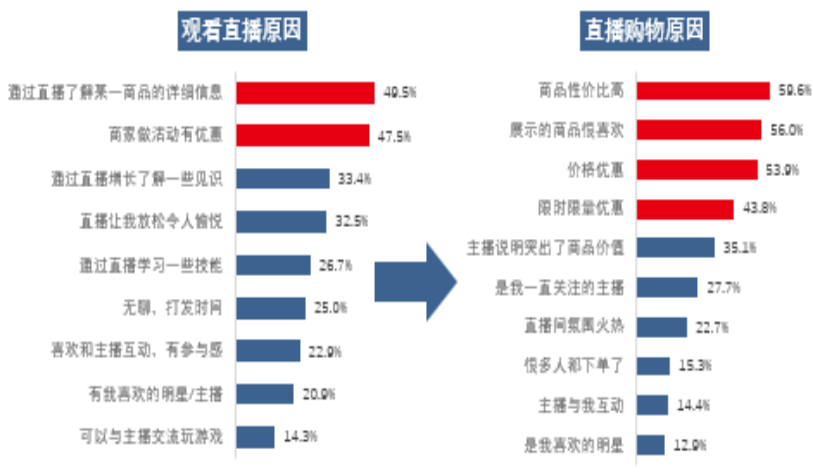


资料来源: 快手大数据研究院, 信达证券研发中心

2.3 直播电商优势明显，挖掘下沉市场

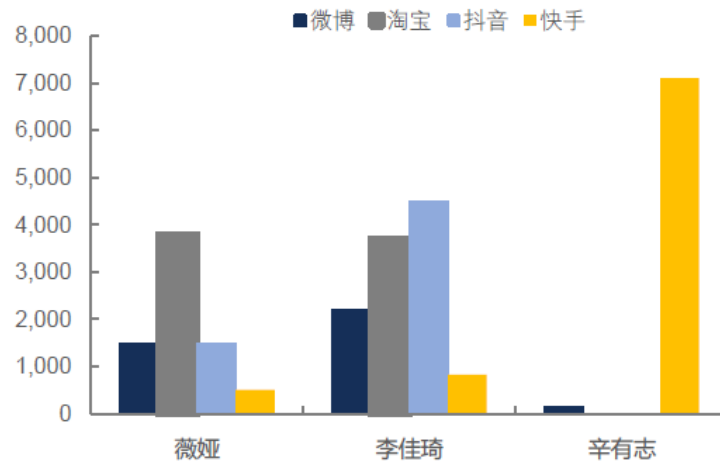
- 从产业链角度，直播电商对其他渠道具有明显的性价比优势，主要来源于：1) 品牌商通过主播直接对接消费者，减少线下加价环节；2) 头腰部主播粉丝规模效应明显，适合爆款销售，降低产业链成本；3) 品效合一，精准了解营销效果及粉丝反馈，营销效率提升；4) 具有短视频流量红利，获客成本低。
- 未来直播电商将进一步替代部分传统电商，并挖掘电商增量市场：下沉市场需求，具有一定的分层。例如薇娅、李佳琦粉丝在淘宝、抖音、微博等平台分布，快手显著较少，辛有志粉丝则全部集中在快手。
- 首先，直播电商凭借购物体验、性价比等优势吸引传统电商部分用户，尤其淘宝注重性价比的重度购物用户，这部分消费者以高线城市消费者为主，电商购物习惯成熟，收入、教育、品牌认知水平较高。其次，以快手为代表的直播电商也将挖掘下沉市场需求。低线消费者：1) 生活节奏较慢，空余时间观看管控直播；2) 娱乐方式较少，愿意接受主播影响力消费；3) 收入相对较低，线下渠道多由经销商销售、性价比低，容易被直播电商高性价比产品吸引消费。

消费者观看直播及直播购物的原因（2020年4月调查）



资料来源：中国消费者协会，信达证券研发中心

直播电商头部主播各大平台粉丝对比情况（20年11月）

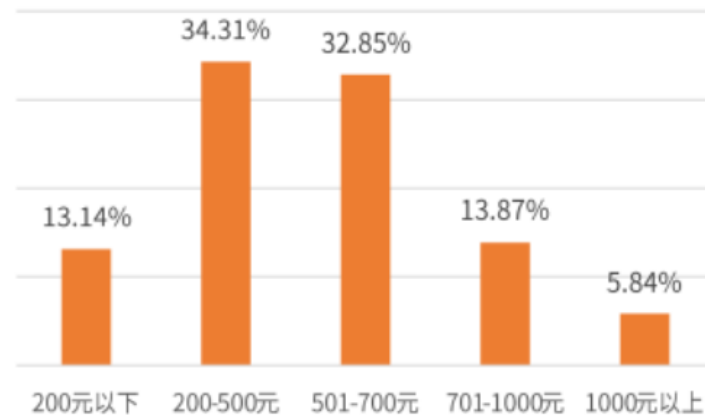


资料来源：快手，微博，抖音，淘宝，信达证券研发中心

2.4 直播电商行业空间测算

- **淘宝直播：**
- 当前：20年3月有4亿用户成为淘宝直播观众，占MAU的47%，2019年阿里巴巴年度活跃用户7.11亿，GMV为6.68万亿，单用户平均消费额9252元。
- 假设：1) 阿里巴巴计划2025年GMV超过10万亿，假设年度活跃用户增至10亿，单用户平均消费额约1万元；2) 假设淘宝直播活跃用户占10%，保守假设通过直播年消费额为0.6万元（根据右图测算），平常观看直播的用户占30%，通过直播年消费额为0.3万元。
- 测算未来淘宝直播市场规模可达1.5万亿。

2019年中国直播电商用户月均消费水平调查



资料来源：艾媒数据中心，信达证券研发中心

淘宝直播未来GMV空间假设测算

口径	用户数	单用户消费额	GMV
2019年全平台	年活跃用户：7.11亿	9252元	65779亿元
2025年全平台目标	年活跃用户：10亿（保守假设年增6%）	10000元	超过100000亿元
未来淘宝直播活跃用户	年活跃用户：1亿（假设占比为10%）	6000元 （其他消费通过淘系传统电商模式）	6000亿元
未来淘宝直播普通用户	年活跃用户：3亿（假设占比为30%）	3000元	9000亿元

资料来源：Quest Mobile，信达证券研发中心

2.4 直播电商行业空间测算

- **快手：**
- 当前：2020年6月快手全平台DAU为3.02亿，电商日活超1亿，20H1直播电商GMV为1096亿元，人均消费约1000元。估计全年快手GMV达2500亿元，人均消费约2500元。
- 未来：1) 假设短视频用户天花板为5-6亿人，未来快手活跃用户5亿，电商日活为2.5亿（低线市场为主）；2) 低线地区电商渗透率低，假设直播电商人均年消费增至4000元，测算快手直播电商市场规模为1万亿。
- **抖音：**
- 20年4月抖音DAU超4亿，6月成立电商部门，假设未来抖音活跃用户超过6亿，直播电商用户为1亿，人均消费5000元，测算直播电商市场规模5000万元。
- 总体：加总来看，考虑京东、拼多多、腾讯等平台，直播电商天花板可达3万亿以上，成长空间较大。

快手直播未来GMV空间假设测算

口径	用户数	单用户消费额	直播电商GMV
2020年直播电商	电商日活：超1亿	2500元	预计2500亿
未来快手平台	日活：5亿	-	-
未来快手直播电商	电商日活：2.5亿（低线市场为主）	4000元（较2020年增长60%，线上消费渗透率提升）	预计10000亿

资料来源：Quest Mobile，快手招股书，信达证券研发中心

抖音直播未来GMV空间假设测算

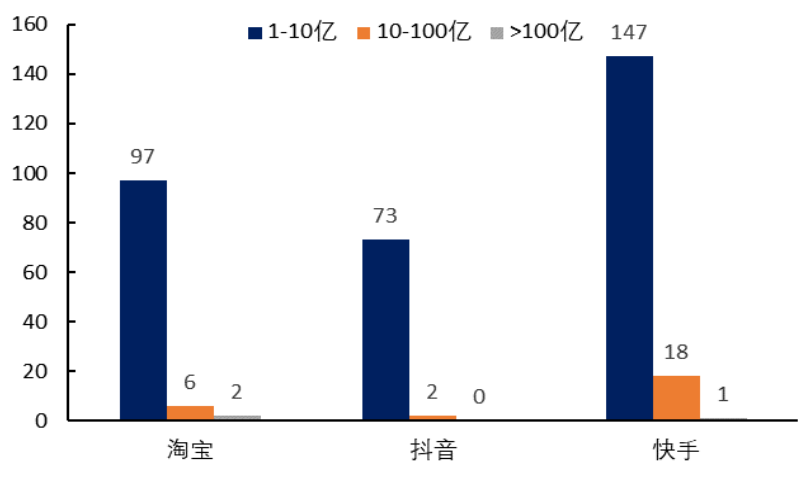
口径	用户数	单用户消费额	直播电商GMV
2020年	抖音DAU：超4亿	-	预计1000-1500亿
未来抖音平台	抖音DAU：超6亿	-	-
未来抖音直播电商	电商日活：1亿（高线市场为主，电商渗透率高）	5000元（参考淘宝直播电商消费额）	5000亿元

资料来源：Quest Mobile，信达证券研发中心

2.5 快手带货主播行业格局

- 据今日网红统计，2020年淘快抖GMV前1000名主播共实现GMV2557亿元（淘快抖各自1068/1020/468亿元），其中前20名带货1064亿元，占比41.7%。2020年共有346位主播带货超过1亿，其中快手主播人数最多，直播电商生态更为普惠。
- 快手直播电商行业格局较为分散，2020年直播电商GMV约为2500亿元，前1000名主播占比为40.8%，前10名主播14.67%。辛巴家族带货规模显著高于其他对手，拥有辛巴、蛋蛋小朋友、猫妹妹时大漂亮等多名主播，估计20年市占率在12%。遥望网络排名第二，市占率约为1.8%，其余五大家族影响力式微或不适合带货，市占率占比在1%以下，其他多为草根出身的主播，未签约MCN机构，整合空间巨大。

2020年各平台主播销售额过亿统计



资料来源：今日网红，信达证券研发中心

2020年快手直播带货榜Top10主播

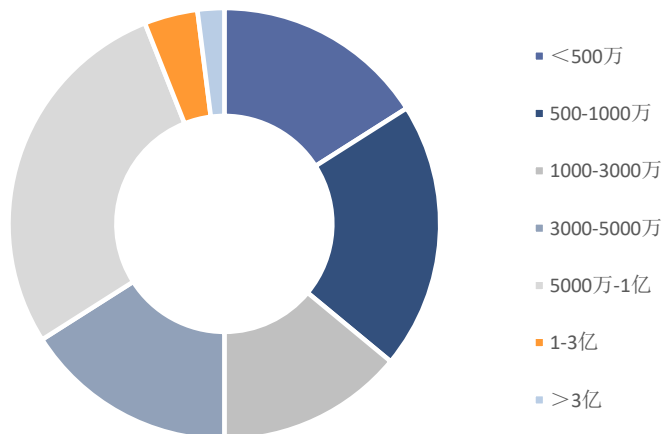
主播	粉丝	销售额	单场观看人数	场次
辛有志 辛巴	7110.2万	121.15亿	3918.0万	96
蛋蛋小盆友	2508.4万	75.26亿	1735.8万	203
爱美食的猫妹妹	3887.4万	37.80亿	1836.7万	262
时大漂亮	1773.2万	33.39亿	515.3万	52
瑜大公子	1329.4万	22.41亿	539.4万	604
半姐	831.5万	17.36亿	1142.1万	469
石家庄蕊姐	878.8万	16.38亿	1213.6万	468
二驴的	4392.2万	15.34亿	177.0万	140
赵梦澈	1368.8万	14.54亿	442.7万	160
陈先生	1710.6万	13.16亿	276.0万	451

资料来源：壁虎看看，信达证券研发中心

2.6 MCN机构——直播电商之核心

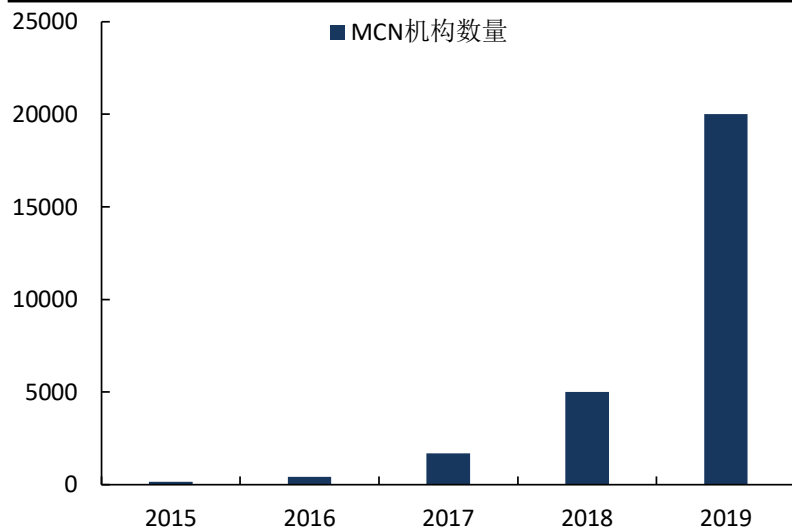
- 直播电商与传统电商的关键区别为内容输出，在直播电商产业链中MCN及主播主要负责内容的生产、输出和商业变现。
- 第一代网红经济未诞生大体量MCN主要原因：1) 变现模式以广告营销为主，收入天花板较低（类似于阿里巴巴收入体量低于京东）；2) 电商型MCN品类、品牌受限，图文形式下网红带货主要集中在服装，且多为自有品牌，销售天花板较低；3) 短视频、直播的出现使得用户注意力、停留时间转移，微博影响力下降。
- 2019年直播电商爆发后，MCN行业进入新的快速增长阶段，大量中小机构进入行业，克劳锐调研数据显示2019年全国MCN机构数量在20000家以上，同比大幅增长。直播电商MCN依托快手、抖音、小红书、B站等短视频、社交平台，签约或孵化主播进行内容生产，通过粉丝经济进行变现，借助直播电商东风快速成长。

2019年MCN机构营收规模占比情况



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

近年来中国MCN机构数量快速增长

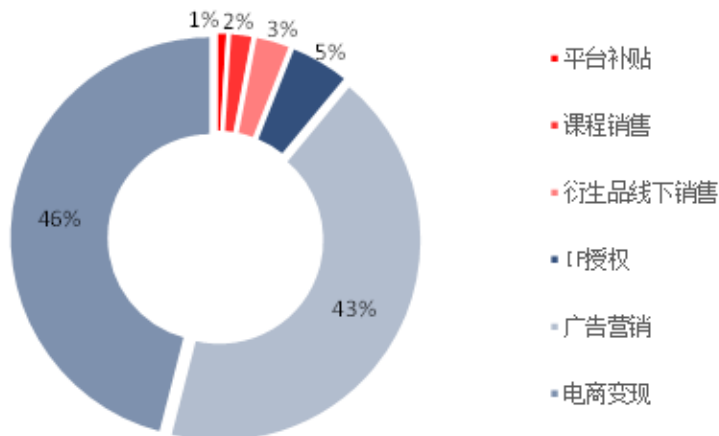


资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

2.6 头部MCN机构收入天花板较高

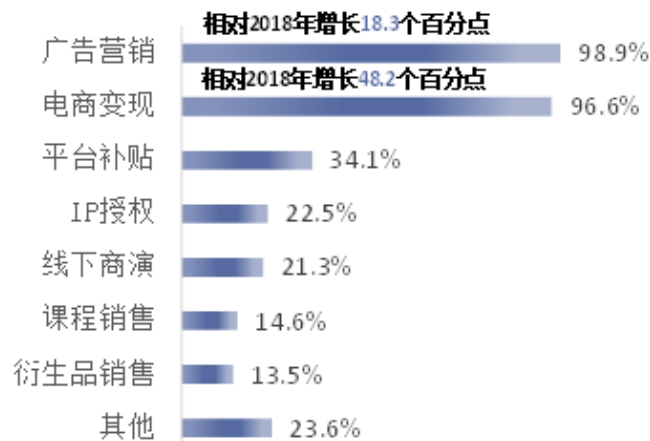
- MCN行业出现三大变化打破初代网红经济下MCN成长瓶颈：1) 变现模式快速向电商带货转变；2) 电商带货品类、品牌更为丰富；3) 电商型MCN行业核心壁垒显著提升。未来头部MCN成长空间打开。
- 变现模式方面，主播通过直播电商变现可推动收入快速放量。MCN成长天花板打开，其中头部机构议价能力、粉丝效应更强。克劳锐调研显示，2019年MCN机构通过电商变现的比例为96.6%，同比增加48.2PCT，增幅显著高于其他变现方式，2020年MCN重点布局的营收方式为电商变现、广告营销，分别占比为46%、43%，电商变现首次超过广告营销。
- 变现品类方面，直播形式下用户可更清晰看到产品细节、使用效果，主播带货品类、品牌显著扩张，化妆品、服装、食品、家电等品类均可通过直播进行销售，而国内外消费品品牌均开始选择与MCN、主播合作拓展直播电商渠道。因此电商型MCN可变现的商品选择显著增加，头部MCN供应链资源更为丰富。

2020年MCN机构重点布局营收方式占比



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

2019年MCN机构营收方式分布



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

3.1 遥望网络发展历程

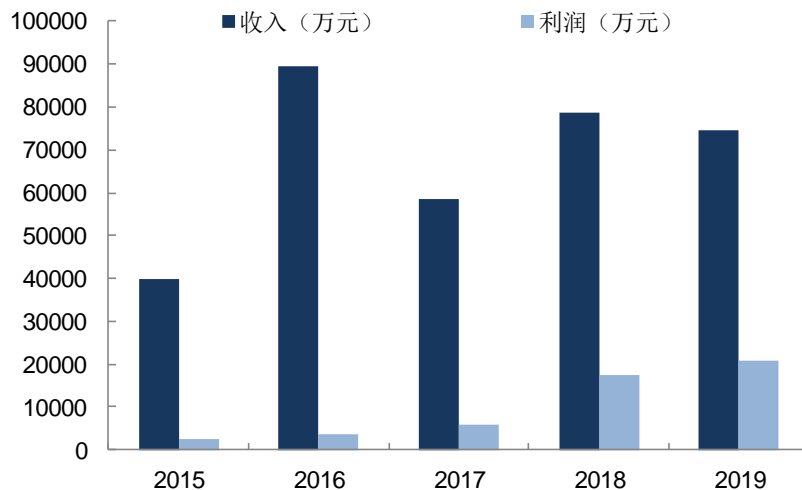
- 遥望网络成立于2010年，2014年开始拓展游戏线上营销业务，2015-16年成为百度游戏、360游戏最大的渠道商。2016年遥望网络拓展微信公共号运营及商业变现业务，带动业绩实现快速增长。2018年遥望被上市公司星期六收购登陆资本市场，2018年5月后开始陆续拓展抖音短视频、快手直播电商等业务，2018年11月开始推出主播、短视频带货，直播电商业务迎来快速发展。
- 目前遥望网络主要拥有传统广告、微信营销、社交电商三大业务，2019年估计上述业务收入占比约为20%、60%、20%，20年估计收入占比为6%、24%、70%。传统广告方面，遥望网络打造遥点、手游WAP联盟等平台，与各类长尾互联网流量渠道合作，主要为360、百度、腾讯、网易等各类大型互联网公司、移动游戏公司等客户提供移动营销服务。微信营销方面，遥望网络建立微信公共号矩阵，搭建静雅书院、静雅课堂、小森家、微小盟等服务平台，为外部公众号提供涨粉、内容运营、商业变现等服务，为广告主提供创意文案、广告投放、公共号对接等服务。

遥望网络发展历史情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

近年来遥望网络收入、业绩增长情况

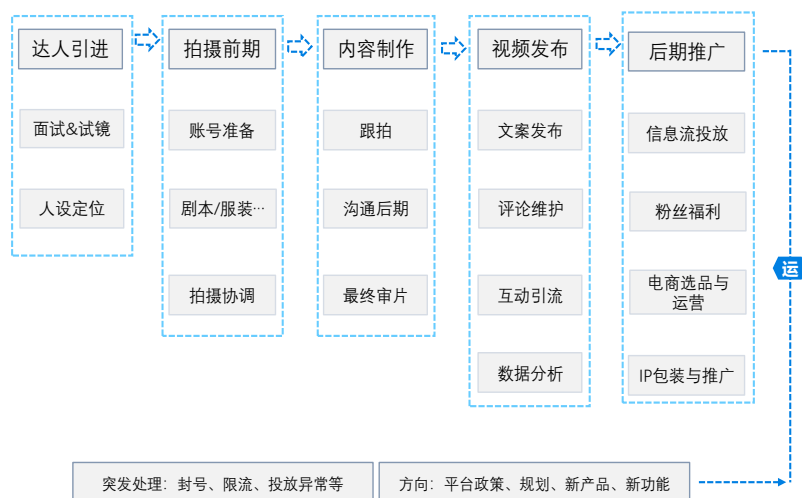


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 遥望社交电商业务介绍

- 社交电商方面，遥望主要分为短视频营销、直播带货两大业务，拓展快手、抖音、小红书、哔哩哔哩等社交平台。
- 短视频营销方面，遥望网络根据客户需求提供个性化文案和营销方案设计，将广告信息融入短视频，并监测、优化营销服务效果。遥望搭建了标准化的短视频制作流程，包括达人引进、拍摄前期、内容制作、视频发布、后期推广等，主要以每条固定刊例价+CPS分成方式确认收入。
- 直播带货方面，遥望网络孵化、签约主播、明星，在快手、抖音、淘宝直播等平台进行直播带货，服务快消品领域的品牌客户，与迪奥、科颜氏、欧莱雅、珀莱雅、完美日记、三只松鼠等数百家知名品牌建立合作关系，并已取得一叶子、LOVO、欧诗漫、妇炎洁等多个知名品牌在指定平台的独家经营权。遥望与品牌商合作模式较为多样，主要为代销模式收取佣金，减少库存风险。

遥望网络建立标准化短视频拍摄流程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

遥望网络打造直播带货业务

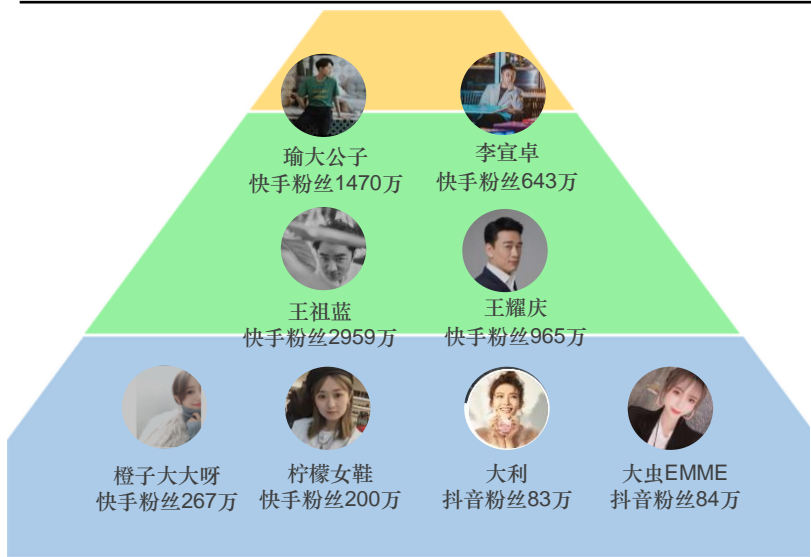


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 遥望网络直播电商行业地位

- 遥望网络已孵化出头部主播瑜大公子（快手1472万粉丝）、李宣卓（快手635万粉丝），明星王祖蓝（快手2961万粉丝）、王耀庆（快手966万粉丝），并孵化、签约橙子大大、柠檬女鞋、大利、大虫EMME二线主播梯队，涉足抖音带货，建立了完善的主播矩阵。
- 目前遥望已成长为快手头部电商MCN，是唯一孵化出带货前10主播的规范化机构，2020年GMV约为43亿，初步建立起主播、供应链矩阵，并投资直播基地。2020年快手直播电商行业遥望带货规模仅次于辛巴家族，高于其他家族、个人主播，为将来打造平台型企业奠定基础。。

遥望网络初步建立主播矩阵



资料来源：公司公告，快手，信达证券研发中心

2020年11月快手带货主播TOP20签约情况

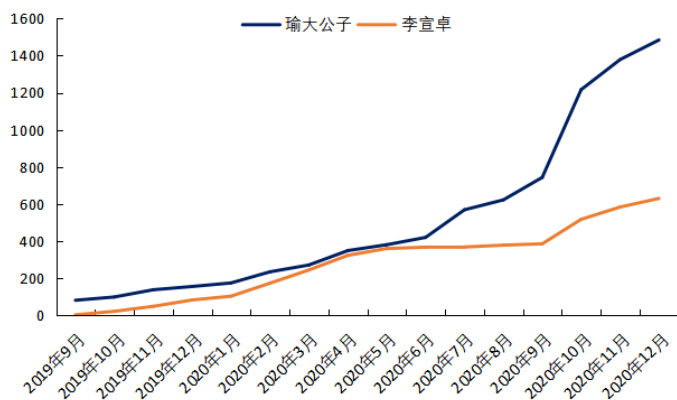
主播	销售额	销量	签约情况	主播	销售额	销量	签约情况
辛有志 辛巴	25.52亿	2438.18万	辛选	娃娃每晚7点超多新款	2.09亿	378.12万	个体
蛋蛋小盆友	6.70亿	864.36万	辛选	石家庄蕊姐	1.95亿	331.07万	个体
瑜大公子	5.65亿	531.57万	遥望	真姐定制 源头工厂	1.70亿	297.45万	个体
二驴的	4.24亿	44.78万	驴家班	贺冬冬	1.70亿	148.63万	个体
爱美食的猫妹妹	3.44亿	1107.17万	辛选	阿浩	1.66亿	49.34万	个体
非姐在广州开服装厂	3.29亿	446.95万	个体	葵儿励志前行	1.50亿	67.30万	个体
华少	3.22亿	37.36万	明星	吴召国	1.49亿	118.40万	个体
时大漂亮	2.80亿	190.24万	辛选	刘鸿飞（313）	1.48亿	69.09万	个体
徐小米教搭配	2.60亿	444.07万	个体	辰辰搭配每晚七点直播	1.44亿	308.25万	个体
超级丹	2.16亿	192.53万	个体	大璇 时尚搭配	1.41亿	306.49万	个体

资料来源：壁虎看看，信达证券研发中心

3.3 直播电商业务拓展核心优势

- 遥望网络未来大力发展社交电商业务，我们看好其具备较强的网红孵化能力、供应链聚合能力、流量运营能力，并拥有资金优势，有望享受直播电商行业发展红利，成为行业头部MCN机构。
- 网红孵化能力：遥望较早涉足快手直播，内部孵化网红，外部签约明星、网红、主持人，第一批脱颖而出的主播瑜大公子、李宣卓开始在快手带货，且带货金额、粉丝数量快速增长。
- 供应链聚合能力：遥望孵化出具有粉丝聚集效应的网红后，快速向上游供应链端延伸，签约大量知名品牌，主要包括服装、化妆品、食品、酒类等行业。
- 流量运营能力：遥望管理层对流量变化趋势敏锐把握，自成立以来持续注重技术底层建设，搭建遥望大数据平台，运用数据进行用户分析，提高流量变现效率。
- 资金优势：遥望作为为数不多上市的电商型MCN机构融资渠道较为充足，且拟定增募资29.72亿元用于建设数字营销云平台、社交电商生态圈、创新技术研究院等项目，有助于开展网红孵化、供应链对接、电商运营、基础设施建设等活动及业务。

公司代表性主播粉丝数量持续增长



资料来源：炼丹炉，信达证券研发中心

公司发布定增预案强化直播电商等业务

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	YOWANT数字营销云平台建设项目	106,297.70	90,594.20
2	社交电商生态圈建设项目	142,848.56	79,122.08
3	创新技术研究院建设项目	39,141.77	38,491.19
4	补充流动资金和偿还银行借款	89,000.00	89,000.00
合计		377,288.03	297,207.47

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.1 遥望网络业务发展思路

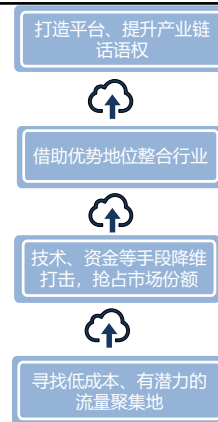
- 遥望网络从2014年开始拓展游戏营销业务到2019年登陆资本市场，在短时间内完成“跃迁”，成为互联网经济时代的优秀代表，离不开管理团队不断强化竞争优势，从而在各个细分领域中均脱颖而出。
- 梳理各项业务的发展历程，遥望网络发展思路一脉相承：寻找低成本、有潜力的流量聚集地→技术、资金等手段降维打击，抢占市场份额→借助优势地位整合行业→打造平台、提升产业链话语权。在此运营思路下遥望直播电商业务发展有望超市场预期。
 - 首先，遥望具有对流量变化趋势快速反应能力，积极寻找下一个流量爆发点。
 - 其次，在切入行业后，通过技术、资金等手段打造竞争优势，快速成长为行业龙头。
 - 最后，在具备一定行业地位后，通常会对行业进行整合，谋求对上下游议价能力、话语权的提升。

遥望网络把握游戏、微信、短视频流量红利



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

遥望业务发展思路较为一致

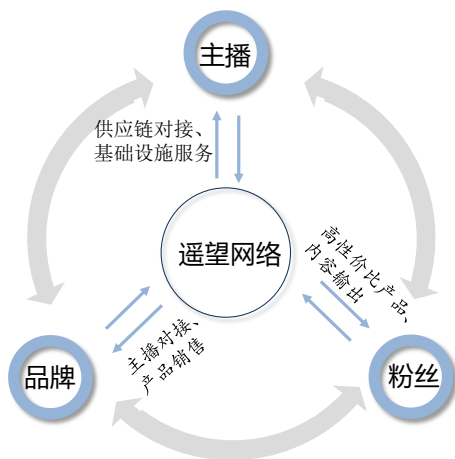


资料来源：信达证券研发中心

4.2 不只是MCN，更是直播电商MCN平台

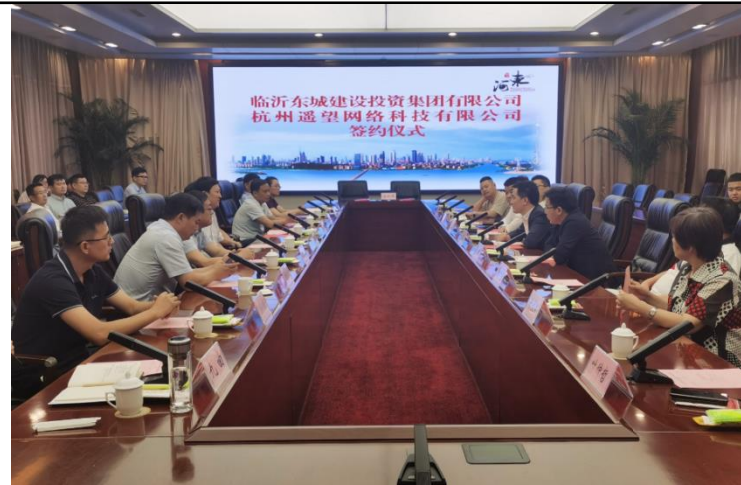
- 与之前业务发展路径相同，遥望网络未来将打造直播电商行业MCN平台，不只依赖内部主播带货增长，而是聚集丰富供应链资源，借助自有数据处理、短视频制作、直播运营等优势，对接外部主播，为更多消费者带货，形成品牌、主播、粉丝数的正向循环增长。因此平台化战略下遥望成长边界将显著扩张，增长稳定性也将加强，可批量化签约主播，不依赖于个别主播。
- 遥望网络未来成长边界不完全取决于内部优质明星、主播的成长天花板，而更取决于打造MCN平台的速度和能力。2020年下半年遥望网络在孵化出头部主播、奠定行业地位后，开始加快打造MCN平台：1) 20年9月遥望在临沂签约建设电商直播产业基地，为当地主播提供供应链服务；2) 开始外部主播签约，2021年计划全约主播签约到50-60个、商务约签约百余名，对外输出供应链、粉丝运营、管理、品控等能力。

遥望网络搭建直播电商平台、成长边界扩张



资料来源：信达证券研发中心

2019年9月遥望网络签约临沂电商直播产业基地

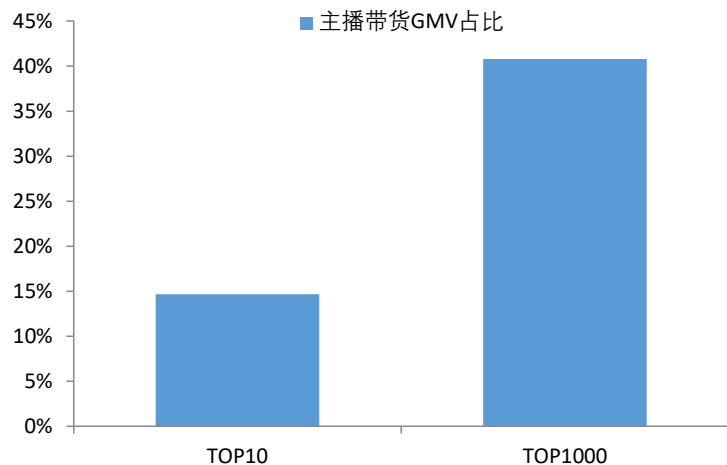


资料来源：临沂政府官网，信达证券研发中心

4.3 未来成长边界思考

- 从全行业来看，目前直播电商的主播竞争格局较为分散，快手TOP10主播带货金额占比大约为15%，大量中腰部主播从草根创业野蛮成长起来，没有签约MCN机构，而主要通过自有团队对接供应链，但由于规模、经验、信息不对称等问题，供应链不稳定且议价能力较弱。当前监管趋严背景下选品能力更加重要。
- 而品牌商同样面临头部主播条件较为苛刻、排期较长等问题，且自行对接数量众多的中腰部主播试错成本较高，与成熟化、规范化机构合作更为有效。
- 因此遥望借助直播基地可汇聚品牌、外部主播资源，提升匹配效率，形成规模优势，为主播提供稳定、低价的供应链资源，从中抽取GMV的一定比例作为收入分成。
- 遥望网络成功孵化瑜大公子后积累运营经验并打造标杆，吸引外部主播合作，未来将继续推进平台化战略，特别是定增资金到位后将进一步加速，直播电商GMV、收入、利润空间将会显著打开。

快手存在大量中小主播可以整合



资料来源：壁虎看看，今日网红，信达证券研发中心

遥望网络快速拓展合作品牌矩阵

类别	品牌
化妆品	阿玛尼、迪奥、纪梵希、科颜氏、欧莱雅、珀莱雅、韩束、完美日记、欧诗漫等
服装家纺	滔博体育、拉夏贝尔、鸿星尔克、探路者、森马服饰、罗莱生活等
食品饮料	贵州茅台、泸州老窖、三只松鼠、百草味、良品铺子、味全食品等
其他	仁和药业、华熙生物等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.4 2021年GMV分拆测算

主播瑜大公子GMV分拆测算

单位: 万元/万人	瑜大公子GMV	瑜大公子粉丝	人均消费	单位: 万元/万人	瑜大公子GMV	瑜大公子粉丝	人均消费
2020年1月	1553	175	8.87	2021年1月	14123	1591	8.87
2020年2月	1932	235	8.22	2021年2月	14131	1719	8.22
2020年3月	4324	272	15.90	2021年3月	29510	1856	15.90
2020年4月	4867	382	12.73	2021年4月	25516	2005	12.73
2020年5月	3817	449	8.50	2021年5月	17891	2105	8.50
2020年6月	10034	515	19.48	2021年6月	43054	2210	19.48
2020年7月	5155	570	9.05	2021年7月	20995	2321	9.05
2020年8月	8581	672	12.77	2021年8月	31121	2437	12.77
2020年9月	32450	857	37.87	2021年9月	96908	2559	37.87
2020年10月	40163	1207	33.29	2021年10月	87724	2635	33.29
2020年11月	57147	1368	41.77	2021年11月	113390	2715	41.77
2020年12月	22564	1474	15.31	2021年12月	42813	2796	15.31
加总	192587		223.76	加总	537177		223.76

资料来源: 壁虎看看, 快手, 信达证券研发中心

2021年遥望网络GMV分拆测算

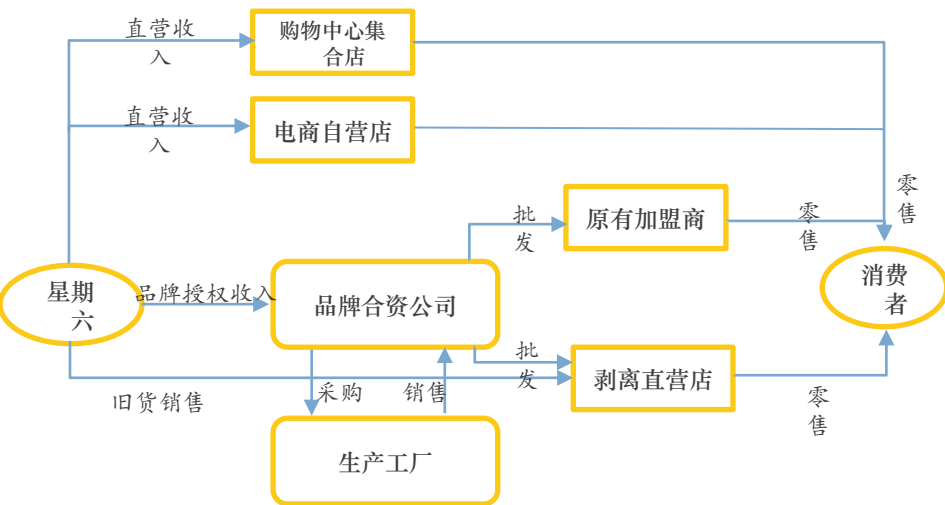
单位 亿元	瑜大公子	已签约主播 (除瑜大外)			其他全约主播			其他商务约主播			合计
		人数	人均GMV	合计	人数	人均GMV	合计	人数	人均GMV	合计	
2020年	19.26	20	1.04	20.78	0	0	0	0	0	0	40.04
2021年	53.72	20	1.87	37.41	35	2.40	42.00	50	0.36	14.40	147.53
YOY	179%	0%	80%	80%	-	-	-	-	-	-	268%

资料来源: 壁虎看看, 公司公告, 信达证券研发中心; 注: 因不同平台监测数据口径不同, 监测数据与实际值可能有一定差异

- 假设瑜大公子21年粉丝数按月环比增加8%/5%/3%, 到年底同比增长90%, 人均消费同比保持不变, 测算出年度GMV同比增长179%。
- 假设除瑜大外已签约主播人数保持不变, 人均GMV同比增长80% (参考阿里研究院预测21年直播电商全行业GMV同比增长100%), 合计GMV37亿元。
- 假设21年新签全约主播35人, 人均月GMV在2000万元, 全年签约进度均匀分布, 合计实现GMV42亿元。
- 假设21年新签商务约主播50人, 1月集中性签约, 人均月GMV在300万元, 合计实现GMV14亿元

5.1 市场担忧因素1：女鞋业务大幅亏损

- 2020年公司压制业绩最大的因素为女鞋业务，持续低于预期导致股价波动。受疫情影响，我们估计20年女鞋线下收入下滑，成本费用刚性导致亏损约1亿元，女鞋库存规模较大、计提减值准备导致亏损1.5亿元，合计亏损2.5亿元。
- 应对措施：女鞋行业竞争激烈，公司品牌面临同质化问题，管理层投入不足。因此公司将剥离女鞋资产，目前已将研发、生产子公司及多数直营门店转移给实控人关联公司。公司估计将绝大多数直营店转移到合资公司，保留100家左右盈利能力强的购物中心集合店，并把加盟业务也剥离给合资公司负责。
- 未来模式：女鞋将采用轻资产运营，收入分为：直营（100家集合店）、电商（自己运营）、品牌授权（剥离的直营店及原有的加盟店公司将向合资公司收取品牌使用费）、存货处理（剥离直营店原有存货仍在上市公司体内），前三项收入盈利问题不大，存货存在减值风险。
- 新模式下公司不会新增女鞋库存，极端假设20H2-21H1公司未清理旧货，将增加计提减值1.5亿，如果20H2-21H1女鞋消化库存2亿元（20H1库存减少1.2亿元），将增加计提减值9600万元（假设与20H1转回占计提的约50%相同，将增加计提约4800万元），其中20H2已计提约5000万元。整体来看亏损风险可控。



公司库龄结构及跌价准备测算（单位：万元）

库龄 (20.6)	库存原值	原值占比	存货跌价准备	跌价准备占原值比	库存原值 (21.6E)	跌价准备
1年以内	45,191.45	36.30%	743.39	1.64%	0	
1至2年	24,756.61	19.88%	1,072.37	4.33%	45,191.45	1,956.79
2至3年	18,568.48	14.91%	3,631.16	19.56%	24,756.61	4,842.39
3至4年	22,328.04	17.93%	5,899.94	26.42%	18,568.48	4,905.79
4年以上	13,666.53	10.98%	9,254.88	67.72%	35,994.57	24,375.52
合计	124,511.12	100.00%	20,601.75	16.55%	124,511.12	36,080.50

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2 市场担忧因素2：行业加强监管

- 直播电商爆发式增长导致参与者快速增加，2020年前11月电商直播超过2000万场，上半年活跃电商主播超过40万，粗放发展阶段不规范现象频繁发生。政府加强行业监管减少虚假宣传、虚假数据、假冒伪劣等现象，核心仍是鼓励而非限制行业发展。快手平台之前出台政策限制非电商主播带货频次，鼓励优质内容产出。
- 对公司影响：1) 直播业务正常开展，20年6月快手放开小店通后公司逐步减少挂榜引流销售，增加公域流量广告投放引流，现有直播团队运营经验成熟，基本不存在虚假宣传、虚增数据、“演戏式”销售等现象。2) 强监管将清理不规范竞争对手，降低公司买量成本，有利于公司长期成长。3) 公司20年9月新增QC部门，建立100多人品控团队，要求合作商家交保证金并验货、验仓，并成立先行赔付基金保护消费者权益。

近期政府主管部门出台直播电商监管文件汇总

时间	主管部门	文件	主要内容
2020年11月6日	市场监管总局	《关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》	1) 对网络直播营销活动中的三大主体（网络平台、商品经营者、网络直播者）的责任进行梳理，分层次进行责任划分。2) 严格规范网络直播营销行为，对建立并执行商品进货检查验收制度、禁止销售的商品或服务、禁止发布的商业广告、规范广告审查发布等方面作了规定。3) 依法查处网络直播营销违法行为，列举目前网络直播营销活动中的电子商务违法、侵犯消费者合法权益、不正当竞争等8大重点违法行为，并明确应依据相应的法律予以查处
2020年11月13日	网信办	《互联网直播营销信息内容服务管理规定》	1) 直播营销平台应加强对直播营销人员和信息内容服务管理，记录保存直播内容不少于60日并提供回看，交易等信息保存时间自完成起不少于3年。2) 直播间运营者和直播营销人员应当年满16周岁，遵守法律法规和国家定，真实、准确、全面地发布商品或服务信息，不得以删除、屏蔽相关不利评价等方式欺骗、误导消费者
2020年11月23日	广电总局	《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	1) 要求积极推动网络视听节目直播服务内容和形式创新，加强对直播间节目内容和对应主播的标签分类管理；2) 落实平台管理力量到数到人（审核人员和在线直播间数量配比不得少于1:50），对网络主播和“打赏”用户实行实名制管理；3) 同时加强电商直播的备案登记管理和真实性、合规性检查。

资料来源：各部门官网，信达证券研发中心

5.2 市场担忧因素3：直播电商成长持续性

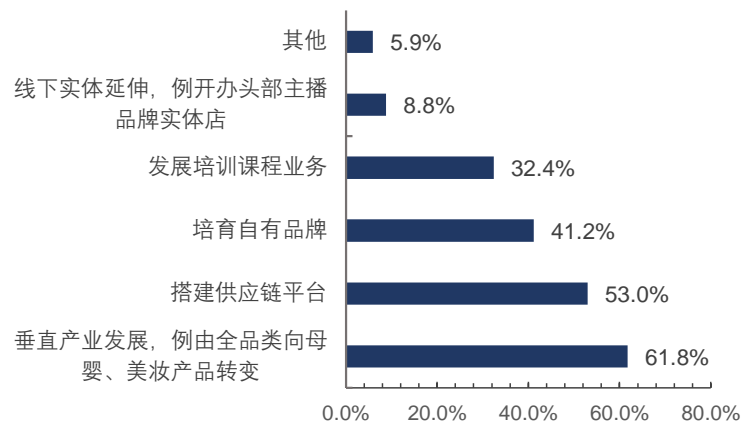
- 市场担心主播“生命周期”以及MCN对主播的掌控力，进而担心MCN成长持续性（类比明星经纪公司）。
- 带货主播“生命周期”预计超5年，粉丝粘性高于预期，主要逻辑：1) 主播借助专业性、高性价比产品吸粉，技能与年龄关系不大。2) 粉丝规模增长能为主播带来上下游更强的议价能力，从而提供更高性价比产品吸引粉丝，粉丝数量与主播技能实现正循环。3) 头部主播、MCN希望通过出圈、整合供应链等方式提高影响力、强化粉丝粘性、延长生命周期。4) 从微博来看，张大奕、雪梨等初代头部主播生命周期超过5年，转为直播电商渠道仍销售排名靠前。
- MCN对主播掌控力较强，头部主播与明星不同，对MCN的依赖性更强。1) 直播需要复盘、选品、调试、电商运营、客服等环节，需要大量人员支持和丰富的运营经验。2) 品牌对接能力强，头部MCN自主搭建供应链平台，主播跳槽后可能品牌资源不足。3) MCN会通过合同约束主播，如主播账号归属公司、违约赔偿、竞业协议等。

近年来代表性网红薇娅、雪梨百度指数对比



资料来源：百度指数，信达证券研发中心

MCN机构未来三年开展直播业务主要发展方向（2019年）

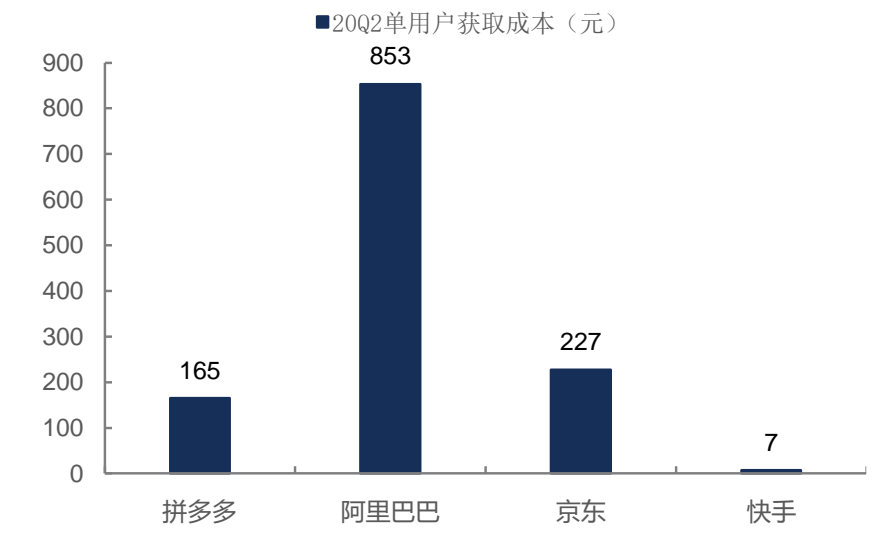


资料来源：阿里研究院，毕马威，信达证券研发中心

5.2 市场担忧因素4：公司竞争壁垒

- 市场担心行业主要靠“人”，公司没有足够壁垒，新的竞争对手/资本进入会影响公司及主播竞争力。
- 公司在直播电商行业发展红利期，市占率处于较低水平，预计2-3年内可跟随行业快速成长，未到行业增速放缓、头部市占率较高、需要考虑竞争壁垒的发展阶段。
- 公司壁垒体现在：1) 享受早期低成本涨粉红利，新进入者难以复制。在短视频行业红利期，主播涨粉成本较低（目前遥望约7元/人，早期挂榜涨粉成本低至1元），21年后流量红利有望结束，主播涨粉成本大幅提升，新进入者想买成头部主播成本高且不确定性强。2) 签约主播构建MCN平台，强化行业地位，公司在粉丝运营、供应链对接、直播基地等方面沉淀签约大量主播，对单一主播依赖性下降，成长确定性提升。

快手主播吸引粉丝的成本显著低于电商平台获取用户成本



资料来源：QuestMobile，信达证券研发中心

6.1 盈利预测及假设

- 2020年受疫情影响，女鞋、互联网广告及营销收入同比下降，直播电商收入显著放量。2021年女鞋收入进一步减少，直播电商GMV、收入保持快速增长。

公司女鞋业务收入分拆假设及测算

单位：亿元	2019	2020E	2021E	2022E
直营收入	9.13	3.65	1.46	1.61
YOY	-15%	-60%	-60%	10%
毛利率	62%	62%	65%	65%
电商收入	1.83	2.10	2.31	2.42
YOY	7%	15%	10%	5%
毛利率	32%	35%	35%	35%
加盟收入	1.30	1.56	0	0
其他收入	0.12	0.12	0.12	0.12
旧货收入			2.00	1.80
YOY				-10%
毛利率			10%	10%
品牌授权			0.20	0.22
毛利率			90%	90%
加总收入	12.38	7.43	6.09	6.17
YOY	-9%	-40%	-18%	1%

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

公司互联网业务收入分拆假设及测算

单位：亿元	2020H1	2020E	2021E	2022E
瑜大GMV		20.00	53.72	85.95
瑜大收入		6.00	16.12	25.79
瑜大毛利率		20%	25%	26%
已签约GMV		23.00	37.41	56.12
已签约收入		4.60	7.48	11.22
已签约毛利率		15%	17%	18%
其他全约GMV			42.00	75.60
其他全约收入			3.36	6.05
其他全约毛利率			15%	15%
商务约GMV			14.40	28.80
商务约收入			1.15	2.30
商务约毛利率			60%	60%
直播电商GMV	9.00	43.00	147.53	246.47
直播电商收入	2.88	10.60	28.11	45.36
直播电商毛利率	8.46%	18%	23%	24%
互联网广告收入	0.43	0.99	1.09	1.20
广告毛利率	1.92%	5%	5%	5%
互联网营销收入	1.79	3.71	4.08	4.49
营销毛利率	36.68%	38%	43%	43%
加总收入	5.11	15.30	33.28	51.05
YOY	59%	118%	118%	53%

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

6.1 盈利预测及假设

- 我们假设：
 - 1) 收入方面，公司女鞋业务将直营门店剥离，注重发力直播、微商城等线上渠道及存货清理，考虑疫情影响及业务模式转变，预计2020-21年女鞋收入将同比下滑，22年女鞋收入同比持平；遥望网络重点拓展直播电商业务，收入有望显著放量，预计2020-22年公司互联网营销收入同比快速增长。
 - 2) 毛利率方面，公司女鞋业务直营门店剥离、旧货低价处理，预计未来毛利率将持续下降；遥望网络微信营销业务毛利率相对较高，社交电商业务形成规模后议价能力有望提升，预计未来毛利率将稳步增长。
 - 3) 费用率方面，2020年受疫情影响，公司将控制费用支出，且未来直播电商收入放量后将摊薄部分固定费用，预计2020-22年公司期间费用率将持续下滑。
- 综上，我们预计2020-22年公司实现收入24.34/41.11/59.09亿元，同比增长16.4%/68.9%/43.8%，归母净利0.03/5.44/9.22亿元，同比增长-83.0%/2026.0%/69.7%，不考虑定增摊薄2020-22年EPS预测为0.03/0.74/1.25元。

公司主要财务指标及预测（单位：百万元）

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,532	2,092	2,434	4,111	5,909
同比(%)	1.9%	36.6%	16.4%	68.9%	43.8%
归属母公司净利润	9	150	26	544	922
同比(%)	102.5%	1582.0%	-83.0%	2026.0%	69.7%
EPS	0.01	0.20	0.03	0.74	1.25
P/E	1,524	91	532	25	15

资料来源：Wind，信达证券研发中心

6.2 估值与投资评级

- 我们采用相对估值法，其中鞋类业务竞争对手主要包括天创时尚、奥康国际等，考虑到2020年受疫情影响、公司女鞋业务预计亏损，采用PS方法估值；互联网广告业务竞争对手主要包括省蓝色光标、天下秀等，采用PE方法估值。
- 我们预计2020-22年公司女鞋收入为7.43/6.09/6.17亿元，选取2021年行业平均1.08倍PS测算公司女鞋业务合理市值为6.58亿元；利润方面我们预计2020-22年公司互联网广告业务（包含传统线上营销、微信营销、直播电商等）利润为2.80/5.62/9.29亿元，考虑到公司直播电商业务发展前景较广、业绩增速高于竞争对手，参考行业平均水平给予一定估值溢价，对应2021年35倍PE，合理市值为196.7亿元。综合来看我们认为公司合理市值为203亿元，对应2020年37倍PE，维持“买入”评级。

公司可比相对估值表

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PS (倍)				收入 (亿元)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603608.S H	天创时尚	6.05	25.95	1.24	1.25	1.10	0.98	20.89	20.82	23.62	26.36
603001.S H	奥康国际	7.02	28.15	1.03	1.24	1.07	1.00	27.26	22.74	26.37	28.23
行业平均				1.14	1.24	1.08	0.99	-	-	-	-

股票代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600556.SH	天下秀	11.27	203.73	75.13	51.23	33.15	23.00	0.15	0.22	0.34	0.49
300058.SZ	蓝色光标	6.12	152.45	21.10	21.86	17.49	14.93	0.29	0.28	0.35	0.41
002878.SZ	元隆雅图	19.40	42.98	22.05	25.19	18.30	14.48	0.88	0.77	1.06	1.34
行业平均				39.43	32.76	22.98	17.47				

资料来源：Wind，信达证券研发中心；股价时间为2020年1月11日

6.2 估值与投资评级

会计年度 (亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,414	3,061	3,454	4,979	6,662
货币资金	155	260	642	1,368	2,716
应收票据	0	1	0	0	1
应收账款	777	1,331	1,334	1,577	1,781
预付账款	4	166	273	482	649
存货	1,409	1,211	1,121	1,403	1,303
其他	69	93	84	148	212
非流动资产	658	2,230	2,265	2,300	2,335
长期股权投资	33	37	37	37	37
固定资产 (合计)	112	113	123	133	143
无形资产	31	51	56	61	66
其他	483	2,029	2,049	2,069	2,089
资产总计	3,073	5,291	5,720	7,279	8,998
流动负债	1,313	1,838	2,241	3,257	4,053
短期借款	463	628	628	628	628
应付票据	211	56	88	156	223
应付账款	204	314	401	818	1,147
其他	435	840	1,124	1,655	2,055
非流动负债	243	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	243	19	19	19	19
负债合计	1,556	1,857	2,260	3,276	4,072
少数股东权益	20	72	72	72	72
归属母公司股东权益	1,496	3,362	3,388	3,932	4,854
负债和股东权益	3,073	5,291	5,720	7,279	8,998

会计年度 (亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,532	2,092	2,434	4,111	5,909
营业成本	701	1,087	1,705	3,013	4,324
营业税金及附加	19	17	28	44	60
销售费用	586	479	321	288	355
管理费用	100	113	122	115	136
研发费用	28	53	49	53	59
财务费用	78	72	33	31	25
减值损失合计	-13	-107	-160	-20	-20
投资净收益	-9	5	5	8	12
其他	28	4	5	12	19
营业利润	25	173	27	567	961
营业外收支	-2	-1	-1	-1	-1
利润总额	23	172	26	566	961
所得税	6	8	1	23	38
净利润	17	165	26	544	922
少数股东损益	8	14	0	0	0
归属母公司净利润	9	150	26	544	922
EBITDA	160	435	230	617	996
EPS (元)	0.01	0.20	0.03	0.74	1.25
会计年度 (亿元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	190	206	469	810	1,428
净利润	17	165	26	544	922
折旧摊销	63	92	20	20	20
财务费用	77	65	38	38	38
投资损失	9	-5	-5	-8	-12
营运资金变动	43	-209	231	197	441
其它	-19	97	160	19	19
投资活动现金流	-93	-403	-50	-46	-42
资本支出	-50	-96	-35	-34	-34
长期投资	-36	-320	0	0	0
其他	-7	13	-15	-12	-8
筹资活动现金流	-169	354	-38	-38	-38
吸收投资	168	421	0	0	0
借款	28	21	0	0	0
支付利息或股息	-67	-56	-38	-38	-38
现金净增加额	-72	157	382	726	1,348

6.3 风险因素

- 疫情影响超预期：新冠肺炎疫情将显著影响公司女鞋业务线下收入增长，如果未来肺炎疫情加剧，将导致公司业绩增长低于预期。
- 应收账款、库存减值损失大幅增加：公司女鞋业务应收账款、库存仍相对较高，如果未来女鞋销售较为疲软，库存减值损失较大，将影响公司业绩表现。
- 直播电商业务拓展低于预期：公司直播电商业务处于拓展阶段，增长具有不确定性，如果直播电商行业发展低于预期，将会影响公司业绩增长表现。
- 商誉减值风险：公司收购onlylady、闺蜜网、遥望网络形成较大金额商誉（20Q3为16.70亿元），如果收购公司经营不善会出现减值风险。

研究团队简介、机构销售联系人

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 邮编：100031

华北地区销售

韩秋月：13911026534 hanqiuyue@cindasc.com
卞双：13520816991 bianshuang@cindasc.com
魏冲：18340820155 weichong@cindasc.com
刘晨旭：13816799047 liuchenxu@cindasc.com
顾时佳：18618460223 gushijia@cindasc.com
阙嘉程：18506960410 quejiacheng@cindasc.com
祁丽媛：13051504933 qiliyuan@cindasc.com

华东地区销售

王莉本：18121125183 wangliben@cindasc.com
吴国：15800476582 wuguo@cindasc.com
国鹏程：15618358383 guopengcheng@cindasc.com
孙斯雅：18516562656 sunsiya@cindasc.com
张琼玉：13023188237 zhangqiongyu@cindasc.com
李若琳：13122616887 liruolin@cindasc.com

华南地区销售

王留阳：13530830620 wangliuyang@cindasc.com
王雨霏：17727821880 wangyufei@cindasc.com
陈晨：15986679987 chenchen3@cindasc.com
江开雯：17727821880. jiangkaiwen@cindasc.com
闫娜：13229465369 yanna@cindasc.com
焦扬：13032111629. jiaoyang@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。