

强边际、高成长，关注公司 21 年业绩释放 买入（首次）

2021 年 03 月 02 日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证号：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,092	2,305	3,965	5,805
同比（%）	36.6%	10.2%	72.0%	46.4%
归母净利润（百万元）	150	22	978	1,716
同比（%）	1582.0%	-85.3%	4321.3%	75.5%
每股收益（元/股）	0.20	0.03	1.32	2.32
P/E（倍）	93.87	637.86	14.43	8.22

投资要点

- 强边际：成功转型聚焦直播电商。**星期六是国内首家在 A 股上市的鞋业公司，是中国时尚鞋业领先的多品牌运营商之一。2015 年起公司蓄力战略转型，20H1 传统鞋业收入占比降至 36%。遥望网络为公司直播电商业务运营主体，管理层由互联网行业资深创业者和阿里系人才组成，在流量运营、营销、直播、电商等领域均有着丰富的经验。
- 高成长：直播电商 2025 年 GMV 有望超 6 万亿。**从传统货架电商到直播内容电商，用户消费模式经历了从“人找货”到“货找人”的转变，降低了电商门槛。我们坚信直播电商是平台电商的补充和增量，尤其在服装、美妆、珠宝等品类中具有显著优势。在商业化诉求及移动互联网流量红利见顶背景下，短视频平台及传统平台电商分别从流量及电商角度切入直播电商，共同驱动行业快速成长，艾瑞预计 2021 年直播电商交易规模达到 20,514 亿，2025 年达到 64,172 亿，实现 5 年 3 倍增长。
- 看能力：两个垂类第一带来话语权，运营能力突出。**2020 年公司加强对快手平台主播的培养，当前已经成为快手平台上最大的 MCN 机构，公司孵化培养的快手垂类头部主播瑜大公子与李宣卓，具有强大的粉丝影响力及品牌溢价能力，公司在多个垂直品类已经形成领先优势，在 2021/01/31 至 2021/03/01 区间内，遥望网络旗下瑜大公子位居快手平台带货量第一，李宣卓位居第四。公司深度合作品牌包括珀莱雅、欧诗漫、一叶子、韩束、高姿、Olay 等头部美妆品牌，Adidas、Nike、PUMA 等头部服装品牌，以及良品铺子、三只松鼠、五粮液等头部食品酒水品牌，具有出色的品牌议价能力。
- 垂直品类形成领先优势，与多个头部品牌达成合作。**公司孵化培养的快手头部美妆主播瑜大公子与头部酒水品类主播李宣卓，分别在快手积累了 1874.4/903.6 万粉丝，2020 年分别实现 16.8 亿/6.21 亿的销售额，具有强大的粉丝影响力及品牌溢价能力，并与多个头部品牌形成深度绑定合作，供应链壁垒已经形成。“小店通”于 2020 年 6 月在快手平台试运营，其精准的营销推广能力取代了传统低效的打榜营销模式，成为遥望网络带货规模起量的主要催化，凸显公司领先的运营能力。
- 抖音平台及商务约模式有望成为未来重要增量。**当前抖音平台也在加速推广运营直播电商业务，看好公司在抖音平台的布局及前景。公司先后在杭州和临沂建设打造了短视频直播电商产业基地，提供招商、客服运营服务，基于公司能力进行服务输出，有望成为未来发展重要增量。
- 投资建议：**我们预计 2020/2021/2022 年归母净利润为 0.22/9.78/17.16 亿元，对应 PE 分别为 638/14/8 倍，我们给予公司 2021 年 25 倍估值，对应 33.1 元/股目标价，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争的风险；用户流失的风险，行业政策风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.10
一年最低/最高价	14.02/36.49
市净率(倍)	4.38
流通 A 股市值(百万元)	11759.43

基础数据

每股净资产(元)	4.36
资产负债率(%)	38.95
总股本(百万股)	738.49
流通 A 股(百万股)	615.68

相关研究

内容目录

1. 强边际：转型聚焦直播电商，头部地位奠定	4
1.1. 业务结构调整，20H1 传统鞋业收入占比降至 36%	4
1.2. 并购遥望网络，聚焦直播电商领域	6
2. 高成长：直播电商 2025 年 GMV 有望超 6 万亿	8
2.1. 直播电商实现了更高传播效率及更低用户门槛	8
2.2. 短视频及平台电商双向借鉴，共驱行业成长	9
2.3. 直播电商交易规模 2025 年有望达到 6.4 万亿	11
3. 看能力：两个垂类第一带来话语权，运营能力突出	11
3.1. 两个垂类第一奠定公司快手平台地位	11
3.2. 小店通催化 GMV 增长，凸显公司运营能力	13
3.3. 抖音平台及商务约模式有望成为未来重要增量	15
4. 盈利预测及投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 星期六女鞋品牌包括星期六、索菲亚、迪芙斯等	4
图 2: 星期六线下门店持续收缩	4
图 3: 公司通过两次并购整合实现业务的战略转型	5
图 4: 北京迈佳与云南兆隆、新加坡力元通过一致行动关系对公司形成实际控制	5
图 5: 转型及疫情致收入增速波动大 (单位: 百万元)	6
图 6: 2020 年疫情导致前三季度出现亏损 (单位: 百万元)	6
图 7: 分行业营业收入 (百万)	6
图 8: 分行业营业收入占比	6
图 9: 遥望网络经过多次探索, 逐步聚焦直播电商业务	7
图 10: 遥望网络业务	7
图 11: 遥望网络营收保持较快同比增长 (单位: 百万)	8
图 12: 遥望网络营收保持较快同比增长 (单位: 百万)	8
图 13: 移动互联网时代的电商逻辑改变了此前搜索电商的模式	8
图 14: 快手 2020 年 1-8 月低城市订单数量达到 73%	9
图 15: 低线城市电商渗透率快速提升	9
图 16: 2020 年 1-8 月快手电商主要以服装、美妆为主	9
图 17: QVC 主要销售品类与直播电商相似	9
图 18: 快手平台电商交易总额实现爆发式增长 (单位: 亿)	10
图 19: 移动购物行业用户增长红利接近见顶	11
图 20: 2020 年淘宝直播 GMV 超 4000 亿 (单位: 亿)	11
图 21: 直播电商交易规模预计到 2020 年达到 6.4 万亿	11
图 22: 公司在快手平台上签约达人 31 个, 抖音平台上签约达人 27 个 (截止 2021 年 2 月底)	12
图 23: 瑜大公子粉丝数持续保持增长 (单位: 万)	13
图 24: 李宣卓粉丝数持续保持增长 (单位: 万)	13
图 25: 公司合作品牌凸显公司行业地位及议价能力	13
图 26: 快手 8.0 版本的主要更新	14
图 27: 小店通的营销目标及投放示例	14
图 28: 小店通的营销目标及投放示例	14
图 29: 遥望网络在抖音平台带货的主要主播 GMV 情况 (单位: 万元)	15
图 30: 大利主要带货品类为美妆护肤	15
图 31: 大利直播主要观众集中在东南沿海、华东、华北 (橙色越深、占比越高)	15
图 32: 抖音电商体系的搭建	16
图 33: 电商直播产业带分布图, 临沂在化工、服装领域具有优势	16
表 1: 可比公司估值表 (股价对应时间: 2021 年 2 月 25 日收盘)	12
表 2: 遥望网络收入预测 (单位: 亿元)	17
表 3: 公司收入预测 (单位: 百万元)	18
表 4: 可比公司估值表 (股价对应时间: 2021 年 3 月 2 日收盘)	18

1. 强边际：转型聚焦直播电商，头部地位奠定

1.1. 业务结构调整，20H1 传统鞋业收入占比降至 36%

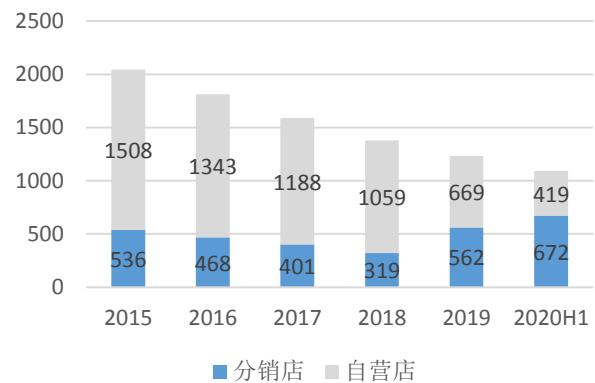
星期六是国内首家在 A 股上市的鞋业公司，是中国时尚鞋业领先的多品牌运营商之一。公司自 2002 年成立以来，专注于打造时尚、舒适、年轻的女鞋品牌和服务，采用多品牌全产业链纵向一体化的运营模式。公司自主创立了包括星期六、索菲亚、迪芙斯等自有品牌，通过构建不同消费细分、不同风格的多品牌组合，满足各类时尚消费者不同生活阅历和价值取向的装扮需求。公司采用 OEM 生产方式，即由公司提供设计样式、样品及加工要求，委托外部加工厂进行加工生产，根据经营需要对外采购成品鞋等产品，营销方面采用线上平台联动线下门店，消费场景打通融合的方式。

受到线上渠道对线下的分流，以及 2020 年疫情影响，公司传统女鞋业务受到冲击，公司不断推动主业经营模式的优化，降低公司线下店铺的自营比例，转为加盟店铺，降低库存水平，提高资产使用效率。2020 年上半年度全国地区内自营门店净开关店数为 -250 家，分销门店净开关店数为 110 家，我们预计后续女鞋业务对公司业绩的拖累局面将逐步改善。

图 1：星期六女鞋品牌包括星期六、索菲亚、迪芙斯等



图 2：星期六线下门店持续收缩（单位：家）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

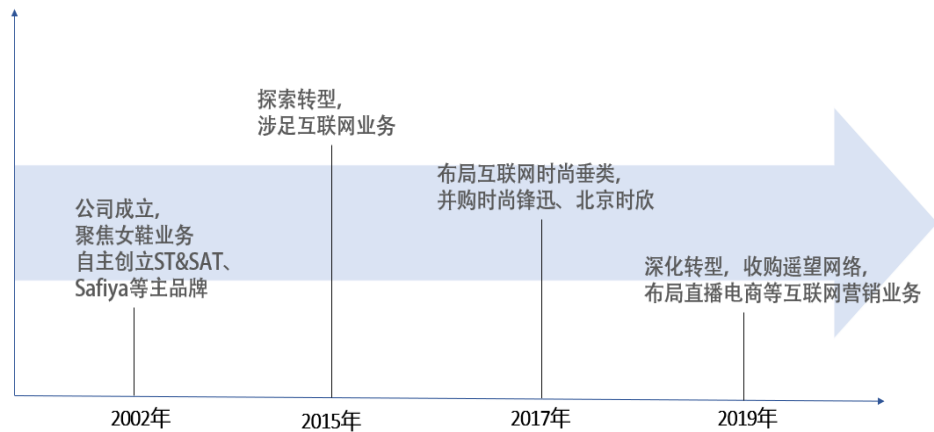
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2015 年起公司蓄力战略转型，着力构建媒体和社交平台、时尚 IP 孵化运营平台以及时尚 IP 集合平台，逐渐涉足互联网领域的业务。2017 年通过并购基金收购时尚锋迅 83%、北京时欣 80% 的股权，布局互联网时尚业务。时尚锋迅、北京时欣的主要业务为通过 OnlyLady 女人志和 Kimiss 闺蜜网等时尚信息平台，整合输出营销服务，提高对消费者的影响力，拓展流量变现方式。目前，OnlyLady 女人志作为小红书、抖音、微博、淘系官方认证 MCN 机构，各平台粉丝总数超过 1500 万，与自然堂、悦诗风吟、华伦天奴、雷达等多个主流国际品牌保持合作；KIMISS 闺蜜建立了由头部+腰部+尾部为核心的 KOL 矩阵，涉及平台包括微博、微信、小红书、抖音、淘系等，各平台粉丝总数超

过 640 万。

2019 年，公司以发行股份及支付现金方式购买杭州遥望网络 46,790,074 股股份，占遥望网络总股本的 88.5651%，实现布局微信营销、社交电商业务矩阵。本次交易价格为 17.71 亿元，其中现金方式支付交易对价 4.72 亿元，股份支付交易对价 12.99 亿元。星期六与遥望网络合并时签订了期限为 2018-2020 年的业绩对赌协议，金额为扣非归母净利润分别不低于 1.6/2.1/2.6 亿。

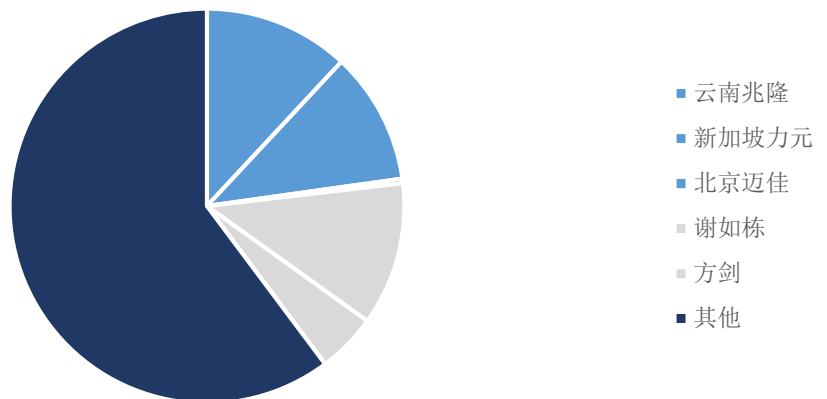
图 3：公司通过两次并购整合实现业务的战略转型



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构上，根据 2021 年 2 月 23 日披露的最新数据，云南兆隆持有公司总股本的 11.94%；新加坡力元持有 10.84%；北京迈佳持有 0.37%，上述股东共持有本公司股份 170,913,431 股，占公司总股本的 23.14%。云南兆隆的实际控制人张泽民先生与新加坡力元的实际控制人梁怀宇女士为夫妻关系，北京迈佳与云南兆隆、新加坡力元为一致行动关系，张泽民与梁怀宇为公司实际控制人。主要子公司遥望网络管理层谢如栋及方剑先生为一致行动关系，其中谢如栋先生持有公司总股本的 11.75%，方剑先生持有公司总股本的 4.88%。

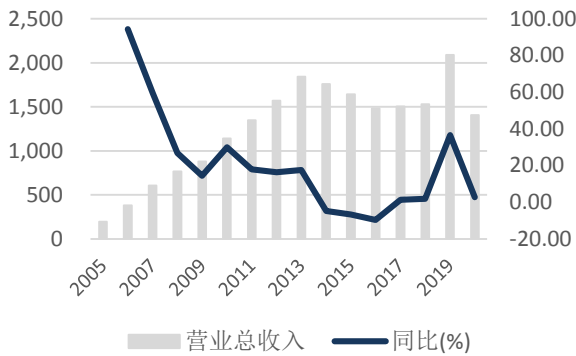
图 4：北京迈佳与云南兆隆、新加坡力元通过一致行动关系对公司形成实际控制



数据来源：公司公告，东吴证券研究所，注：截止 2021 年 2 月 23 日

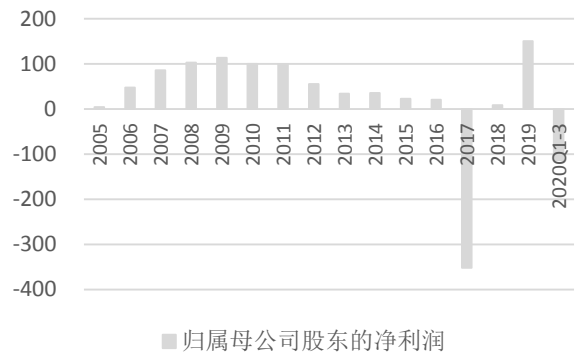
基本经营情况方面，2020 前三季度，公司实现营收 14.07 亿元，与上年同期同比增长 2.79%，由于受到疫情的影响以及公司的战略转型调整，传统女鞋业务大幅下滑。同时公司加大对直播电商领域的投入以抢占更多的市场，使得 2020 前三季度归母净利润为-1.13 亿元。

图 5: 转型及疫情致收入增速波动大 (单位: 百万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

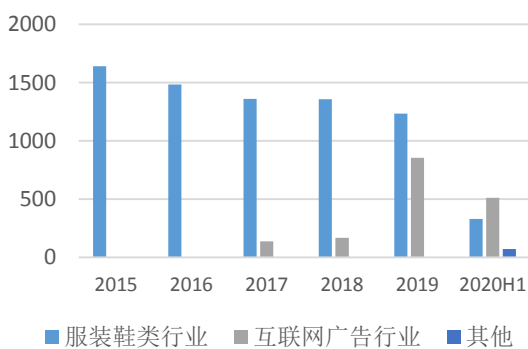
图 6: 2020 年疫情导致前三季度出现亏损 (单位: 百万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

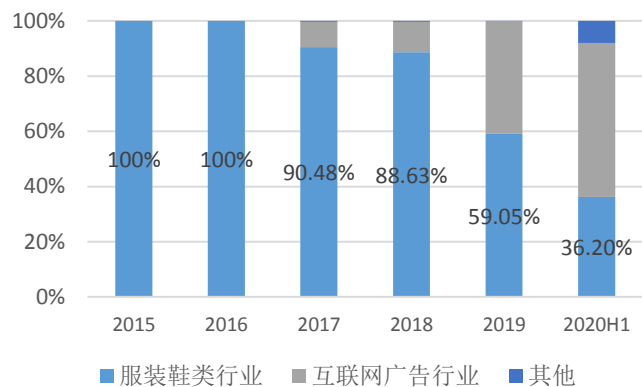
遥望网络收入占比逐渐提升, 2017 至 2018 年, 互联网广告行业营业收入占比由 9.2% 升至 11.02%, 2019 年由于并购遥望网络, 公司互联网广告行业实现营业收入 8.54 亿元, 在总营业收入中的占比迅速提升至 40.83%。2020H1 因疫情、业务转型等原因, 服装鞋类业务实现营业收入 3.31 亿, 同比下滑 41.85%。由于上半年公司社交电商业务快速发展使得互联网广告业务收入及比重均实现大幅提升, 营业收入占比跃至 55.84%。

图 7: 分行业营业收入 (百万)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 8: 分行业营业收入占比

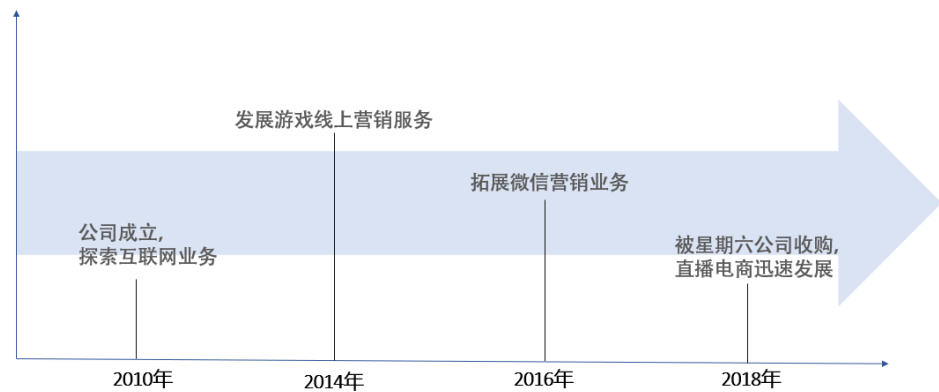


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.2. 并购遥望网络, 聚焦直播电商领域

杭州遥望网络股份有限公司成立于 2010 年 11 月, 2014 年开始发展游戏线上营销服务, 2015 年 12 月 14 日, 遥望网络挂牌新三板, 2016 年拓展微信营销业务, 2017 年 3 月终止挂牌, 2018 年被星期六公司收购正式登陆资本市场, 2018 年起逐步发展抖音短视频、快手直播电商等业务。

图 9：遥望网络经过多次探索，逐步聚焦直播电商业务

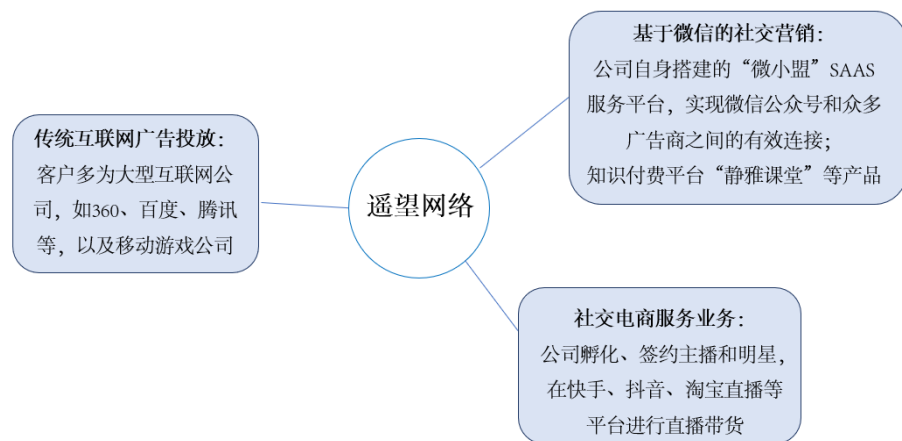


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

遥望网络的核心管理层由互联网行业资深创业者和阿里系人才组成，聚焦移动互联网广告营销等业务数年，积累了丰富的运营和管理经验，遥望网络被并购后保持独立运营。遥望网络董事长谢如栋具有接近 20 年的互联网行业从业经验，多次成功创业，2010 年创立杭州遥望网络股份有限公司以来负责遥望网络的战略布局；总裁方剑于 2007 年就职于阿里巴巴，曾任职阿里巴巴集团市场品牌推广、中国雅虎市场经理、淘宝拍卖资深经理等多个职位，有丰富的营销和管理经验。

遥望网络业务涵盖传统互联网广告投放、基于微信的社交营销、社交电商服务业务三个方面。2020H1，公司结合疫情和市场变化适时调整经营策略，重点拓展社交电商服务业务。

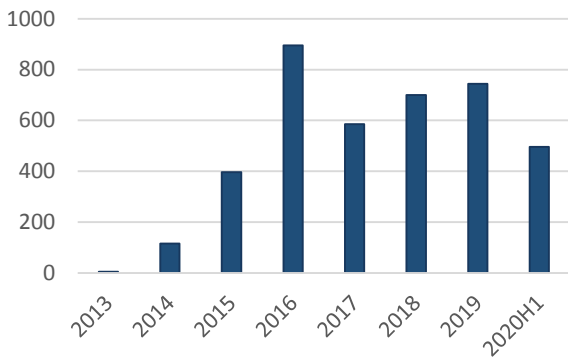
图 10：遥望网络业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

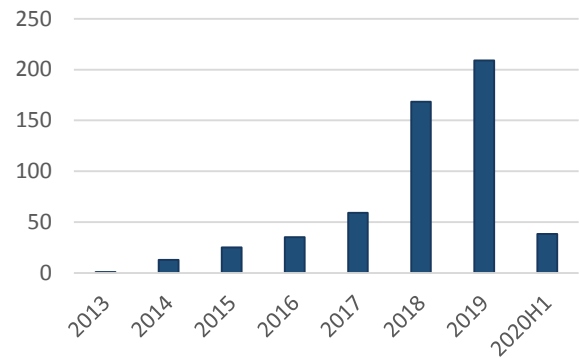
2020H1，遥望网络实现营业收入 4.96 亿元，在公司总营收中占比为 40.83%；实现净利润 3,849.7 万元。遥望网络的互联网广告及直播电商业务均具有较明显的季节性，因此上半年在全年收入及利润占比低。

图 11: 遥望网络营收保持较快增长 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 12: 遥望网络净利润保持较快增长 (单位: 百万元)



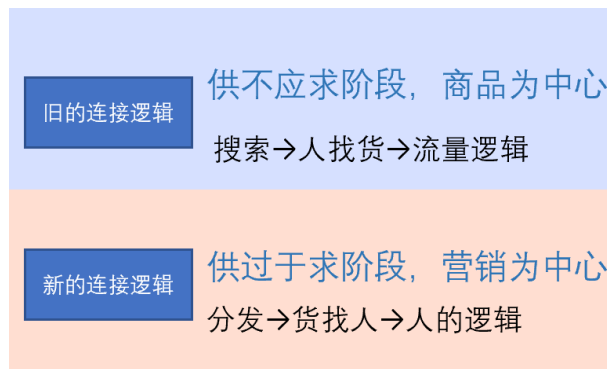
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 高成长: 直播电商 2025 年 GMV 有望超 6 万亿

2.1. 直播电商实现了更高传播效率及更低用户门槛

我们认为直播电商是平台电商的补充和增量。直播内容电商相对于传统平台电商, 实现了从“终结需求”到“创造需求”的增量价值, 交易链条的起点从人的主动搜索变为推销, 消费模式由“人找货”向“货找人”转变, 红人 KOL 以及优秀内容推荐将显著影响消费者心智, 激发消费者购物欲望。

图 13: 移动互联网时代的电商逻辑改变了此前搜索电商的模式



数据来源: 东吴证券研究所整理

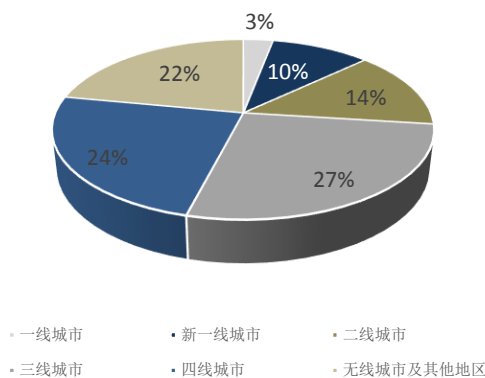
直播电商实现了更高的传播效率。对于消费者来说, 直播电商的即时化属性, 让用户所看即所得, 并能参与主播的互动, 购物体验大大增强。电商由过去的图文形式转变为短视频或直播形式, 视频式的展现方式可提供更多支撑购物的决策信息。主播凭借专业能力帮助用户选品, 凭借流量优势向品牌商获取低价优惠, 并依托粉丝互动、限量秒杀等方法, 缩短消费者的决策时间, 充分激发消费者购物欲望并引导其迅速下单。

直播的实时互动类似线下专柜型导购模式, 主播通过“面对面推销”挖掘用户隐藏

需求，用户基于对主播的信任消费商品。这一转变降低了线上购物的门槛，成为渗透更广泛的商业模式。

直播电商实现了更低的用户门槛，契合了过去几年低线城市的电商红利。2020年1-8月，来自三线及三线以下城市的快手电商订单达到73%。据Trustdata数据，2020年1-9月下沉市场电商净增活跃用户超9千万，MAU已达5亿。在量增的同时，用户电商消费额及消费占比亦有显著增长，截止9月，2020年下沉市场电商用户线上月均消费额211元，同比增长23.4%，1-9月累计消费近2000元，与2019年全年水平相当；2020年1-9月电商消费额占总消费金额的21.1%，同比增长44.1%。

图 14: 快手 2020 年 1-8 月低线城市订单数量达到 73%



数据来源：《2020 快手电商生态报告》，东吴证券研究所

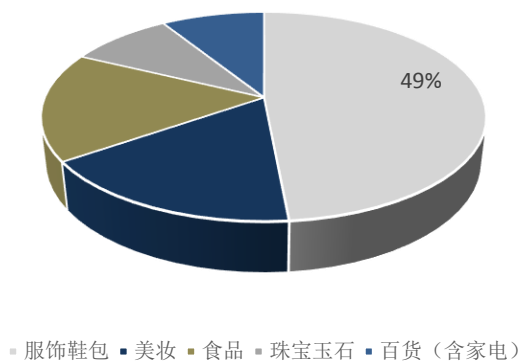
图 15: 低线城市电商渗透率快速提升



数据来源：Trustdata，东吴证券研究所，注：此处下沉市场即指中国三线及以下城市和农村区域

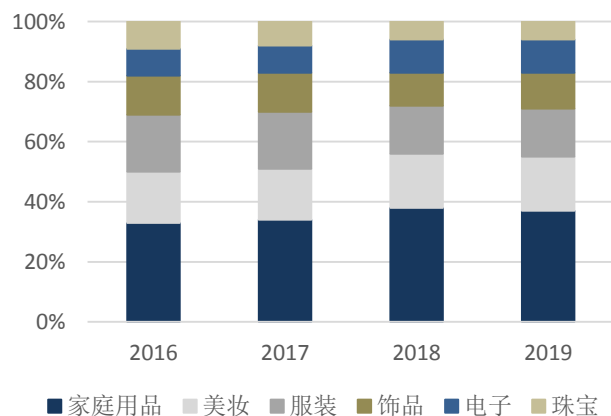
服饰、珠宝玉石类的消费，快手电商可以创造比搜索电商更强的体验。这一结果与美国电视购物企业的发展类似，发展至今，美国电视购物巨头 QVC 的品类结构已经形成以家庭用品、美妆、服装、饰品为主的品类结构。

图 16: 2020 年 1-8 月快手电商主要以服装、美妆为主



数据来源：CCSight，东吴证券研究所

图 17: QVC 主要销售品类与直播电商相似

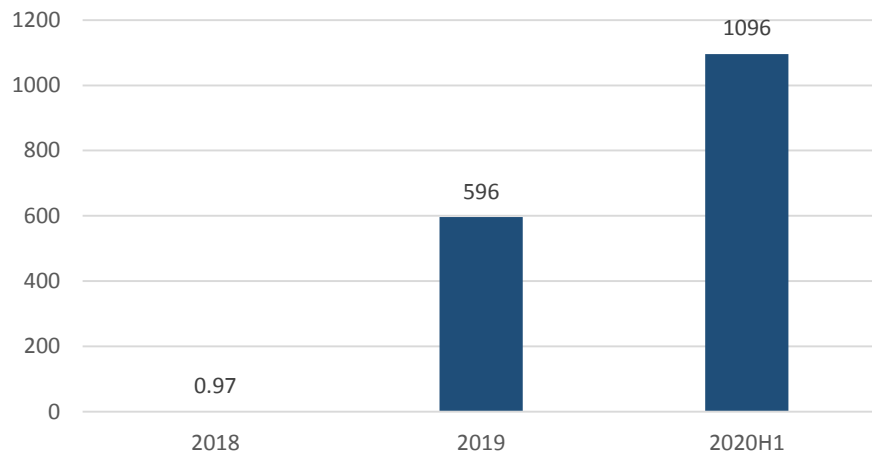


数据来源：CC 数据抖音直播版，东吴证券研究所

2.2. 短视频及平台电商双向借鉴，共驱行业成长

直播电商是短视频及直播平台寻求商业变现的自然延伸。以快手为例，为满足用户通过短视频或直播在快手平台买卖商品的自然需求，快手于 2018 年推出电商业务。2020H1 快手电商 GMV 总额达到 1,096 亿元，两年增长千倍。快手电商相比平台电商具有更高的复购水平，2020 年上半年，快手电商用户平均月复购率超 60%。未来快手将继续布局直播电商，加码电商业务的投入。

图 18: 快手平台电商交易总额实现爆发式增长 (单位: 亿元)

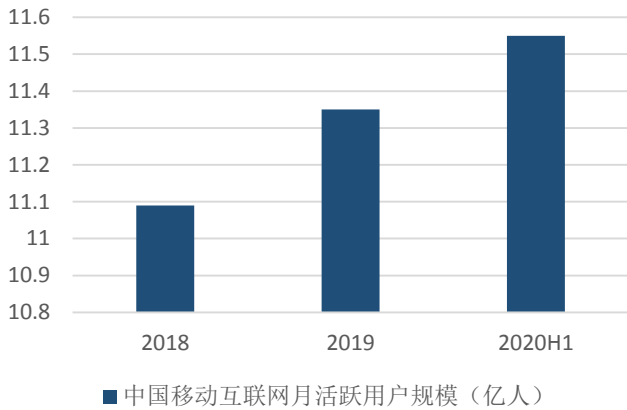


数据来源: 《2020 快手电商生态报告》, 东吴证券研究所

传统电商平台寻求流量增量, 基于商品及消费数据新增直播模式。截至 2020 年 6 月, 移动购物行业月活用户规模已达 11.55 亿, 综合电商月活跃用户规模达到 9.34 亿, 用户增长红利接近见顶。电商平台引入直播, 通过实时互动的方式挖掘消费者隐性需求, 同时“即时低价”及粉丝大量抢购容易引导用户群众性冲动消费, 电商平台依靠主播提高转化率, 同时带来增量消费, 增加用户时长价值。

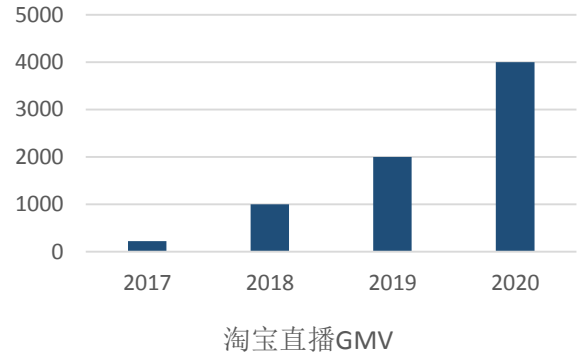
以起步较早的淘宝直播为例, 2016 年淘宝直播正式开通, 目前成为直播电商的主战场之一。2018 年淘宝直播 GMV 超过 1000 亿元, 增速高达 350%; 2019 年超过 100 万主播加入了淘宝直播, 双十一淘宝直播 GMV 近 200 亿元, 全年淘宝直播 GMV 突破 2000 亿元, 用户规模突破 4 亿, 截至 2019 年末, 消费者每天观看直播内容时长超 35 万小时; 2020 年全年淘宝直播带来的 GMV 超过 4000 亿元, 同比翻倍增长。2020Q4, 淘宝 APP 首页引入“订阅”和“逛逛”功能, 进一步增强用户和品牌、商家、网络红人、内容创作者的互动, 该季度淘宝首页推荐带来的页面访问量同比强劲增长超过 90%。

图 19: 移动购物行业用户增长红利接近见顶



数据来源: 快手公告, 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

图 20: 2020 年淘宝直播 GMV 超 4000 亿 (单位: 亿)



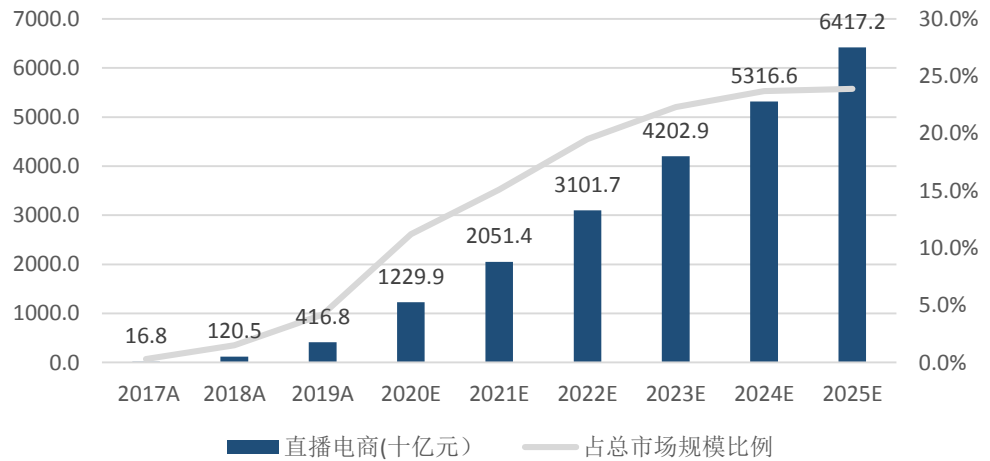
数据来源: 阿里巴巴公告, 东吴证券研究所

2.3. 直播电商交易规模 2025 年有望达到 6.4 万亿

截至 2020 年 12 月, 中国电商直播用户规模达到 3.88 亿人, 在电商直播中购买过商品的用户已经占到整体电商直播用户的 66.2%, 其中 17.8% 用户的电商直播消费金额占其所有网上购物消费额的三成以上, 人均消费 3169.85 元。

根据艾瑞咨询预计, 2020 年直播电商交易规模实现约 12299 亿元, 占电商交易总规模的 11.2%, 2025 年将达到 64172 亿元, 占电商交易总规模的 23.9%。

图 21: 中国直播电商交易规模预计到 2025 年达到 6.4 万亿元



数据来源: 快手公告, 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

3. 看能力: 两个垂类第一带来话语权, 运营能力突出

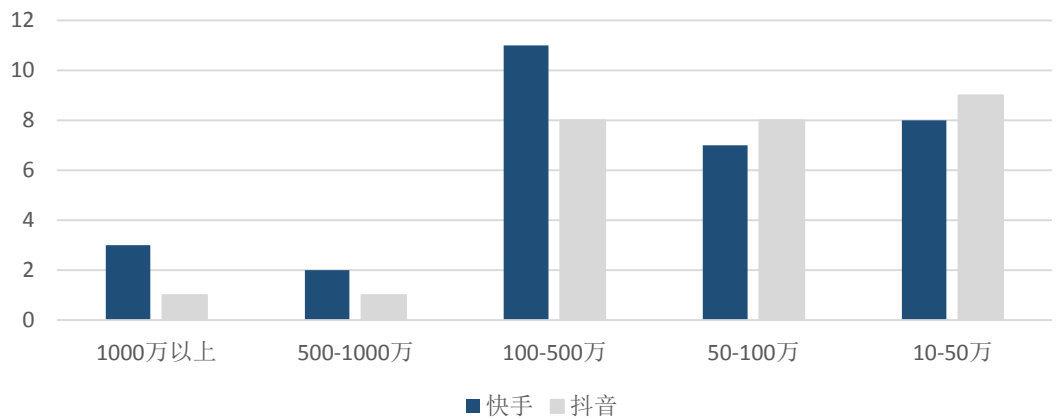
3.1. 两个垂类第一奠定公司快手平台地位

2020 年公司加强对快手平台主播的培养, 当前已经成为快手平台上最大的 MCN 机构, 根据新快数据统计, 截止 2021 年 2 月底, 遥望网络 MCN 在快手平台共签约达人

31 个，覆盖粉丝数 1.17 亿。其中，公司旗下千万粉丝以上达人 3 个，分别为王祖蓝、瑜大公子及浩辉，500-1000 万粉丝数达人 2 个，100-500 万粉丝达人 11 个，50-100 万粉丝达人 7 个，10-50 万粉丝达人 8 个。

公司也是抖音平台上排名靠前的 MCN 机构，截止 2020 年 2 月底，公司在抖音平台共签约达人 27 个，覆盖粉丝数 5365.07w 人次。其中，千万粉丝以上达人 1 个，为王祖蓝，500-1000 万粉丝数达人 1 个，100-500 万粉丝达人 8 个，50-100 万粉丝达人 8 个，10-50 万粉丝达人 9 个。

图 22: 公司在快手平台上签约达人 31 个，抖音平台上签约达人 27 个 (截止 2021 年 2 月底)



数据来源：新快数据库，东吴证券研究所

公司孵化培养的快手垂类头部主播瑜大公子与李宣卓，具有强大的粉丝影响力及品牌溢价能力，公司在多个垂直品类已经形成领先优势，在 2021-01-31 至 2021-03-01 区间内，遥望网络旗下瑜大公子位居快手平台带货量第一，李宣卓位居第四。

表 1: 在 2021-01-31 至 2021-03-01 区间内，瑜大公子带货量排名快手第一

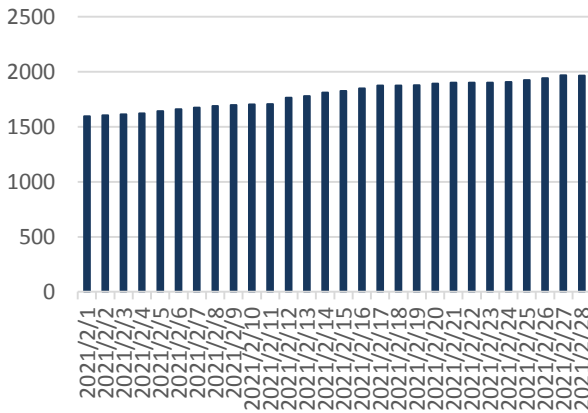
序号	快手号名称	类别	带货直播场次	直播商品数	销售额 (元)
1	瑜大公子	时尚	17	514	428070144
2	快手小店-百亿补贴	生活	5	319	278846346
3	吴召国	教育	19	194	269380030
4	李宣卓 (酒仙)	美食	29	331	262530532
5	蛋蛋	娱乐	1	84	251494518
6	玉匠人	情感	10	655	221032767
7	周周珍可爱	娱乐	21	370	177313995
8	赵梦澈	生活	2	76	156634636
9	倚后传奇	时尚	18	163	135076719
10	蔡儿甄选	时尚	13	226	116778215

数据来源：新榜数据库，东吴证券研究所

快手美妆领域第一：瑜大公子截止 2021 年 2 月底，快手粉丝数为 1964.3 万。其中女性粉丝占比较大，为 74.7%，31-40 岁粉丝占比 37.42%，为最主要的粉丝群体。瑜大公子在 2020 年快手主播 GMV 排名中获得第 8 名，全年销售额 16.8 亿。

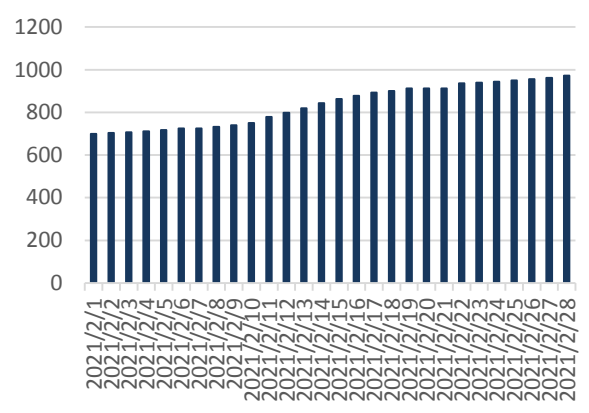
食品饮料品类第一：李宣卓截止 2021 年 2 月底，快手粉丝数为 972.2 万，其中男粉丝居多，占比 67.47%，31-40 岁粉丝居多，占比 39.47%。2020 年销售额达到 6.21 亿。

图 23：瑜大公子粉丝数持续保持增长（单位：万）



数据来源：新快数据库，东吴证券研究所

图 24：李宣卓粉丝数持续保持增长（单位：万）



数据来源：新榜数据库，东吴证券研究所

瑜大公子和李宣卓作为头部主播，具备较强的品牌议价能力。瑜大公子与珀莱雅、一叶子、韩束等头部美妆品牌深度合作，酒水方面，李宣卓直播间的茅台和五粮液的销量在快手位列第一且遥遥领先。

公司深度合作品牌包括珀莱雅、欧诗漫、一叶子、韩束、高姿、Olay 等头部美妆品牌，Adidas、Nike、PUMA 等头部服装品牌，以及良品铺子、三只松鼠、五粮液等头部食品酒水品牌，具有出色的品牌议价能力。

图 25：公司合作品牌凸显公司行业地位及议价能力



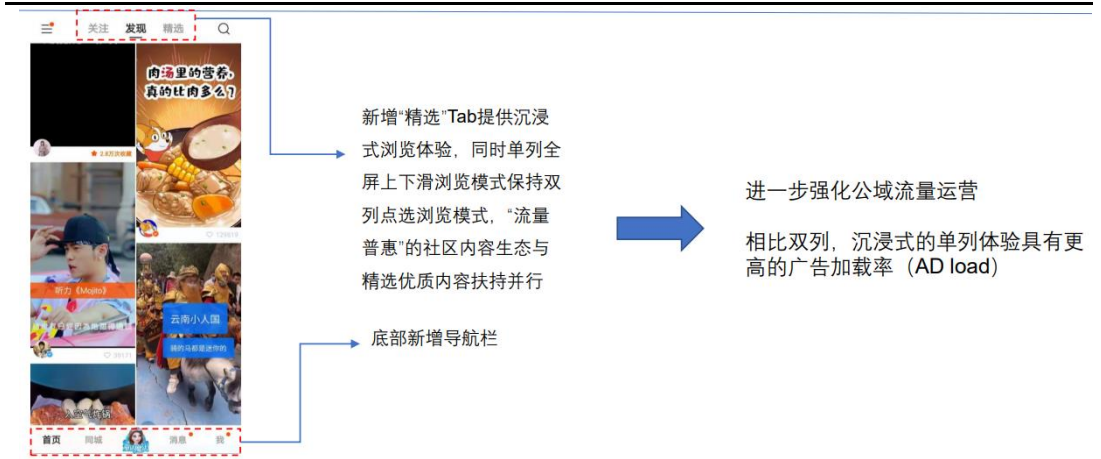
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 小店通催化 GMV 增长，凸显公司运营能力

2020 年 9 月快手更新至 8.0 版本，兼容双列点选和单列上下滑两种浏览模式，在首页“关注”、“发现”、“同城”基础上，增加了底部导航栏和“精选”，支持单列沉浸式上下滑体验。过去快手平台以瀑布流式双栏展现为主，发布内容粉丝到达率约为

30%-40%，视频下拉界面为评论区，有利于私域流量的积累，弱运营管控有效将内容创作者与粉丝连接起来，加深双方粘性，沉淀私域流量，诞生了信任度较高“老铁关系”。为了匹配平台不同的流量分配机制，新版本的快手兼容单双列两种不同设计，而单列信息流更有助于公域流量的分发新的流量分配机制，进一步有利于遥望网络直播带货的流量积累。

图 26: 快手 8.0 版本的主要更新

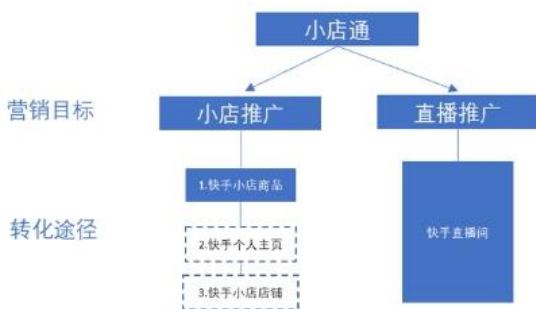


数据来源：快手 APP 截图，东吴证券研究所

小店通的投入使用，成为遥望网络带货规模起量的主要催化。过去快手优先基于用户社交关注和兴趣来调控流量分发，主打“关注页”推荐内容，直接连接内容创作者与粉丝，沉淀私域流量，造就独特的“老铁文化”，MCN 电商主播只能通过打赏的模式买流量，成本高昂且效果一般。

“小店通”于 2020 年 6 月在快手平台试运营，是快手针对商家推出的在公域流量中实现涨粉、引流和转化购买的产品工具，支持商家和主播通过短视频推广与直播推广两种营销模式，在公域流量获得更大的曝光量，精准、稳定、持续地涨粉，在提升销量同时，实现私域流量的快速搭建。快手的商家和主播从仅仅依靠私域流量变为私域+公域流量共同发力，新的流量分发机制更有利于遥望网络的迅速发展。

图 27: 小店通的营销目标及投放示例



数据来源：快手公司官网，东吴证券研究所绘制

图 28: 小店通的营销目标及投放示例

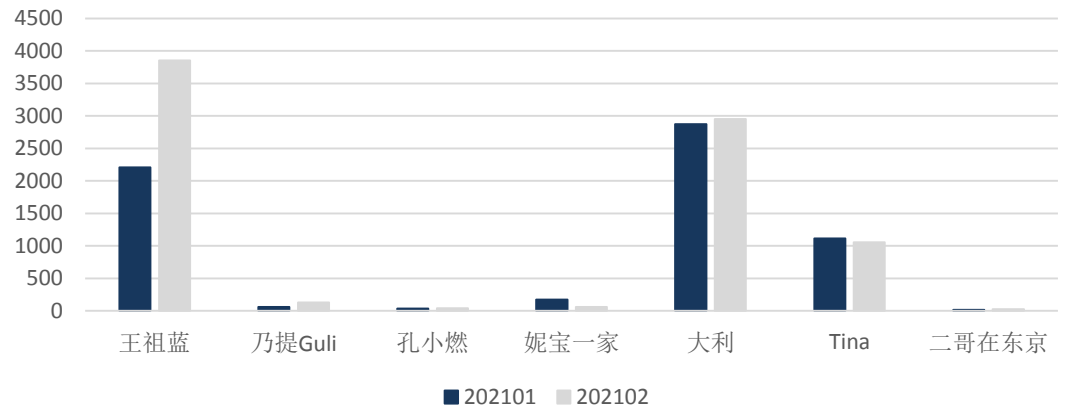


数据来源：快手公司官网，东吴证券研究所绘制

3.3. 抖音平台及商务约模式有望成为未来重要增量

截止 2021 年 2 月，遥望网络在抖音平台主要主播包括王祖蓝、大利及 Tina 等。公司签约主播王祖蓝是横跨快手及抖音平台的头部 IP，截止 2021 年 2 月底，抖音累计粉丝 2375.29 万，主要带货品类包括美妆护肤、家居生活、食品饮料、家用电器等。

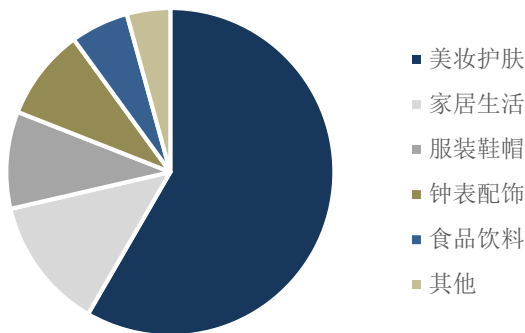
图 29：遥望网络在抖音平台带货的主要主播 GMV 情况（单位：万元）



数据来源：新榜数据库，东吴证券研究所

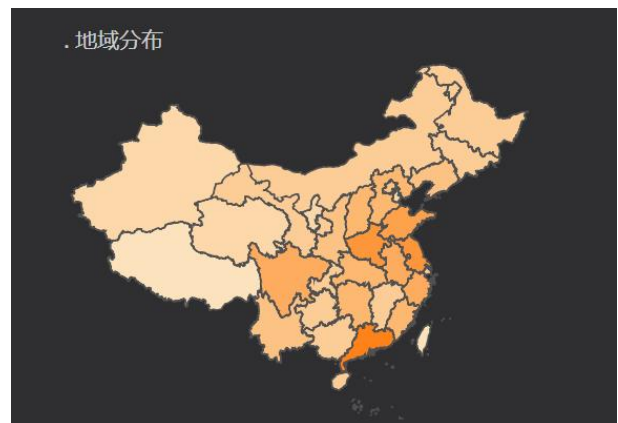
公司孵化培养的主播大利截止 2021 年 2 月底累计粉丝 101.5 万，是抖音平台美妆类目头部主播。相比瑜大公子，大利的粉丝画像东南沿海及华东、华北地区，形成了差异化定位。

图 30：大利主要带货品类为美妆护肤



数据来源：新榜数据库，东吴证券研究所

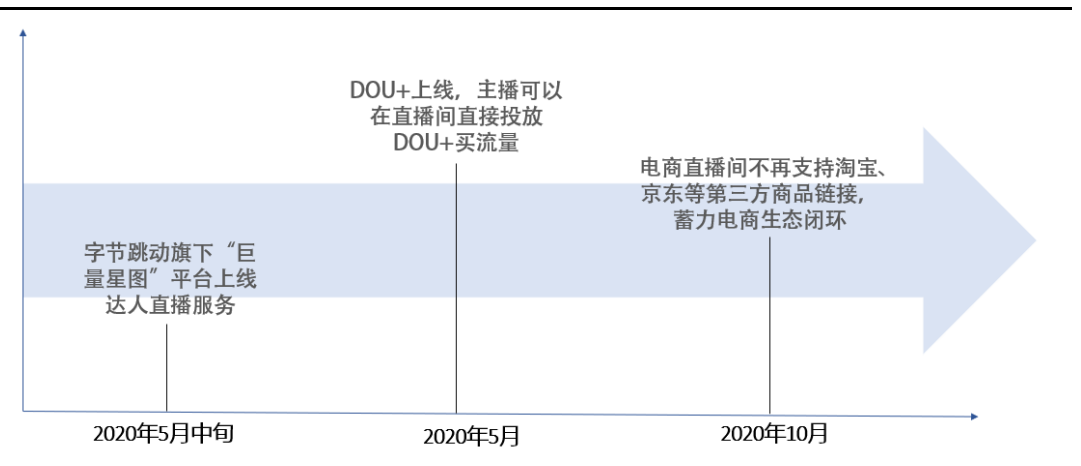
图 31：大利直播主要观众集中在东南沿海、华东、华北（橙色越深、占比越高）



数据来源：新榜数据库，东吴证券研究所

未来公司在抖音平台上的布局亦值得期待。2020 年抖音上线抖音小店，搭建自有电商体系，蓄力电商生态闭环。2020 年 5 月“巨量星图”平台上线达人直播服务，DOU+ 上线，主播可以在直播间直接投放 DOU+ 买流量。2020 年 1-11 月抖音电商总体 GMV 增长 11 倍，其中抖音小店 GMV 增长 44.9 倍，新增开店商家数量增长 17.3 倍，平台带货增长迅猛。

图 32: 抖音电商体系的搭建

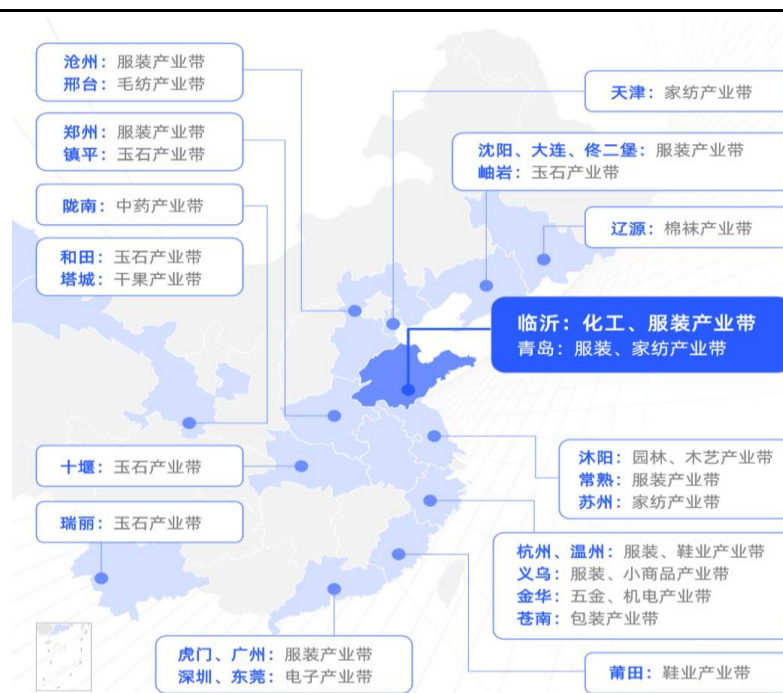


数据来源: 东吴证券研究所绘制

提升商务主播数量, 有望成为重要增量。为利用产业带的货源集聚优势以及加强主播梯队的建设, 公司先后在杭州和临沂建设打造了短视频直播电商产业基地, 让品牌以类似线下专卖店的形式入驻直播间, 打通线上直播+线下专卖店, 最终演变成以品牌分销为核心的供应链体系, 吸引更多产业链上下游企业, 形成良好的产业生态, 撬动更大的市场主体。

商务约模式下, 公司提供招商、客服运营服务, 广告由主播自行投放。公司预计在2021年将在临沂签约部分商务约主播, 有望成为公司未来发展重要增量。山东临沂服装家纺产业资源丰富, 直播电商起步较早。临沂政府出台多项政策支持直播产业发展, 通过建立直播基地, 充分发挥本地产业带的资源优势、物流优势与商户优势。

图 33: 电商直播产业带分布图, 临沂在化工、服装领域具有优势



数据来源: 新榜研究院, 东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

我们重点对遥望网络直播电商业务进行了拆分，核心假设如下：

1、公司公告，预计 2020 年全年实现 40-45 亿 GMV，且主要是在 Q4 完成，预计 Q4 实现超过 20 亿 GMV。遥望网络 GMV 在 9 月份进行小店通投放后迎来快速增长，考虑到快手平台的 GMV 增长预期，以及公司在粉丝数、主播数上的增长，我们给予 2021 年全年 200 亿 GMV 的预期，其中全约主播与商务约主播各占 50%，我们看好公司在奠定行业地位后向商务约主播进行资源能力输出的能力。2022 年及 2023 年的增速主要考虑到直播电商行业的快速增速，以及公司在主播数量及合作品牌数量上的持续扩张。

2、根据我们草根调研及公司披露情况，以及参考公司的品类结构，我们预计公司平均退货率维持在 20% 水平；

3、假设全约主播抽佣比例平均为 20%；

4、假设商务约主播公司与签约主播分成比例为 5:5。

表 2：遥望网络收入预测（单位：亿元）

	2020E	2021E	2022E	2023E
合计 GMV	40	200	360	540
Yoy		400%	80%	50%
全约主播 GMV	40	100	180	270
假设：全约主播 GMV 占比	100%	50%	50%	50%
实际成交 GMV	32	80	144	216
假设：退货率	20%	20%	20%	20%
公司全约主播确认收入	6	16	29	43
分成比例	20%	20%	20%	20%
商务约主播 GMV	0	100	180	270
假设：商务约主播 GMV 占比	0%	50%	50%	50%
实际成交 GMV	0	70	126	189
假设：退货率	30%	30%	30%	30%
佣金分成	0	14	25	38
假设：分成比例	20%	20%	20%	20%
公司商务约收入	0	7	13	19
商务约分成比例	50%	50%	50%	50%
合计：公司确认收入	6	23	41	62
yoy		259%	80%	50%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

我们预计传统鞋业业务在 2021 年将有望止亏，主要来自线下门店的收缩，以及存货减值已经较为充分。

公司整体的收入预测如下：

表 3: 公司收入预测 (单位: 百万元)

营业收入	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
服装鞋类行业	1360	1357	1235	1235	1235	1235
yoy	-8.3%	-0.2%	-9.0%	0.0%	0.0%	0.0%
互联网广告行业	138	169	854	1067	2727	4567
yoy	0%	22%	406%	25%	156%	67%
其他	5	5	2	2	2	2
yoy	0%	15%	-55%	0%	0%	0%
合计	1504	1532	2092	2305	3965	5805

数据来源: wind, 东吴证券研究所预测

毛利率方面, 我们假设服装鞋业业务毛利率后续维持稳定, 但整体毛利率有望随着直播电商业务占比提升有所提升。

我们采取相对估值法给予公司估值, 选取 A 股代运营上市公司壹网壹创、若羽臣、丽人丽妆及天下秀作为可比公司, 对应 2021/2022 年的平均估值分别为 34/25 倍。同时考虑到公司当前的多主业经营可能带来的不确定性, 给予 2021 年公司 25 倍 PE, 对应 2021 年 33.1 元/股目标价, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 4: 可比公司估值表 (股价对应时间: 2021 年 3 月 2 日收盘)

股票代码	股票名称	EPS/元			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300792	壹网壹创	2.23	3.27	4.71	55	38	26
003010	若羽臣	0.87	1.1	1.41	38	30	24
605136	丽人丽妆	0.82	0.99	1.18	40	33	28
600556	天下秀	0.22	0.34	0.52	58	37	24
平均						34	25

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 壹网壹创及天下秀为东吴证券研究所预测

5. 风险提示

市场竞争的风险: 互联网营销行业作为新兴行业, 行业集中度较低, 竞争较为激烈。同时, 随着移动设备的进一步普及和发展, 移动互联网受众的不断增加, 将会有越来越多的新进入者参与移动互联网营销行业的竞争, 市场竞争将越加激烈。公司如果不能持续获取优质客户、开发流量渠道资源、引进优秀人才、扩大业务规模和增强资本实力, 则可能面临竞争优势被削弱、盈利空间被压缩的风险。

行业发展不成熟导致用户流失的风险: 社交电商行业由于成长时间较短, 目前仍处于发展初期, 行业规模高速扩张, 行业监管和制度存在滞后, 商品及配套服务难以避免存在不规范的行为, 如假冒伪劣商品出现、发货不及时、售后服务不到位等。行业发展不成熟将直接导致用户体验较差, 行业内企业如不能及时有效的提高产品及配套服务水

平，将存在潜在的用户流失风险。

行业政策风险：若未来与 MCN 行业相关的规范制度、网络信息安全、知识产权保护等相关法律实践和监管要求不断更新，可能对公司经营产生不利影响。

星期六三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,061	2,905	4,696	6,012	营业收入	2,092	2,305	3,965	5,805
现金	260	378	639	663	减:营业成本	1,087	1,108	1,665	1,944
应收账款	1,331	974	1,009	2,862	营业税金及附加	17	25	44	62
存货	1,211	1,459	2,554	2,132	营业费用	479	553	714	1,103
其他流动资产	259	93	495	355	管理费用	166	149	268	412
非流动资产	2,230	2,109	2,225	2,342	研发费用	53	25	54	99
长期股权投资	37	41	46	50	财务费用	72	75	102	134
固定资产	113	118	222	325	资产减值损失	-107	369	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	5	-3	-4	-3
无形资产	51	50	49	48	其他收益	8	3	4	5
其他非流动资产	2,029	1,899	1,908	1,919	资产处置收益	0	0	0	-0
资产总计	5,291	5,014	6,922	8,354	营业利润	173	27	1,173	2,151
流动负债	1,838	1,537	2,374	1,927	加:营业外净收支	-1	0	-0	-1
短期借款	628	628	628	628	利润总额	172	28	1,173	2,151
应付账款	370	429	772	631	减:所得税费用	8	3	102	272
其他流动负债	840	479	973	668	少数股东损益	14	2	93	163
非流动负债	19	19	19	19	归属母公司净利润	150	22	978	1,716
长期借款	0	0	0	0	EBIT	202	56	1,196	2,169
其他非流动负债	19	19	19	19	EBITDA	295	233	1,246	2,235
负债合计	1,857	1,556	2,393	1,946	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	72	74	167	330	每股收益(元)	0.20	0.03	1.32	2.32
归属母公司股东权益	3,362	3,385	4,362	6,079	每股净资产(元)	4.55	4.58	5.91	8.23
负债和股东权益	5,291	5,014	6,922	8,354	发行在外股份(百万股)	738	738	738	738
					ROIC(%)	5.0%	1.4%	26.0%	32.2%
					ROE(%)	4.8%	0.7%	23.6%	29.3%
					毛利率(%)	48.0%	51.9%	58.0%	66.5%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	7.2%	1.0%	24.7%	29.6%
经营活动现金流	206	494	532	343	资产负债率(%)	35.1%	31.0%	34.6%	23.3%
投资活动现金流	-403	-58	-170	-185	收入增长率(%)	36.6%	10.2%	72.0%	46.4%
筹资活动现金流	354	-318	-102	-134	净利润增长率(%)	850.2%	-85.3%	4321.3%	75.5%
现金净增加额	157	118	260	24	P/E	93.87	637.86	14.43	8.22
折旧和摊销	92	176	50	65	P/B	4.19	4.17	3.23	2.32
资本开支	97	-126	112	112	EV/EBITDA	50.18	62.05	11.45	6.44
营运资本变动	-209	216	-694	-1,739					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>