

证券研究报告—深度报告

传媒

星期六(002291)

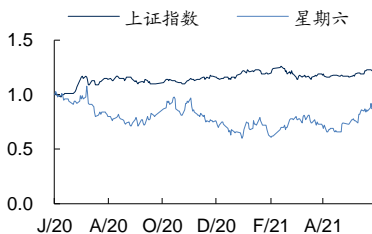
买入

互联网

合理估值: 29.17-33.03 元 昨收盘: 19.88 元 (首次评级)

2021年06月12日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	744/615
总市值/流通(百万元)	15,828/13,080
上证综指/深圳成指	3,592/14,871
12个月最高/最低(元)	28.50/14.02

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师: 高博文

电话:
E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

证券分析师: 夏妍

电话: 021-60933162
E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

打通人货场, 遥望直播电商未来

● 从搜索到推荐, 从公域到私域

传统电商增速放缓, 推荐/兴趣电商崛起。直播电商崛起主要来自于两方面: 1) 用户行为变迁; 2) 投入产出比对比。互联网下半场, 用户基础需求已得到满足, 更多的是“满足用户的未知需求”, 以效果见长的推荐模式崛起。传统电商货币化率持续提升, 直播电商仍存在“套利空间”。公域注重 ROI (投资回报率), 私域注重 LTV (生命周期价值)。去中心化流量平台崛起, 内容及流量, MCN 兼顾孵化、内容和选品三大能力, 迎来黄金发展期。

● 打通人货场, 流量矩阵+强供应链+拓展新平台

“人”的本质是消费者, “达人+内容+平台”构建了流量池。截至 2020 年, 遥望网络签约明星 10+、红人 100+, 短视频平台粉丝合计 3.68 亿+, 明星是流量主力, 红人是带货主力, 二者相辅相成。“货”的本质是供应链, 直播带货实现三方共赢。遥望网络只卖品牌产品, 质量可靠的品牌产品有助于积累主播口碑, 并有百人选品团队把关。“场”的本质是销售场景, 遥望以快手为基本盘, 逐步向抖音平台渗透

● 直播带货 GMV 高速增长, 上半年涨粉下半年收获

2020 年, 公司实现营业收入 21.51 亿, 同比增长 3.9%, 其中社交电商服务 10.12 亿, 同比增长 447.0%。社交电商服务爆发式增长来自于 GMV 的增长。2020 年, 遥望网络实现 GMV 43 亿, 占快手直播电商大盘的 1.1%, 整合空间大, 持续呈上升趋势。电商业务有着明显的季节性特征, 表现在收入和利润的两方面, 四季度显著高于其他季度。

● 风险提示

直播电商增速不及预期; 平台机制或政策变化; 行业竞争加剧风险。

● 看好直播电商业务发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级

通过多角度估值, 得出公司合理估值区间 29.17-33.03 元/股, 相对目前股价有 47%-66% 的溢价空间。我们预计公司 21-23 年净利润 4.83/7.35/9.12 亿, 利润增速分别为 1888.5%/52.1%/24.1%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,070	2,151	3,513	5,314	6,616
(+/-%)	37.0%	3.9%	63.3%	51.3%	24.5%
净利润(百万元)	150	24	483	735	912
(+/-%)	3260.8%	-83.9%	1888.5%	52.1%	24.1%
摊薄每股收益(元)	0.2	0.0	0.6	1.0	1.2
EBIT Margin	18.8%	11.3%	15.8%	17.5%	17.3%
净资产收益率(ROE)	4.5%	0.7%	13.2%	17.6%	18.9%
市盈率(PE)	97.6	608.6	30.6	20.1	16.2
EV/EBITDA	40.7	64.1	29.8	19.1	16.2
市净率(PB)	4.4	4.4	4.0	3.5	3.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司具备传媒互联网好公司的两个重要特点：一是细分行业处于快速发展期，头部公司跑马圈地；二是通过“孵化能力+运营能力+选品能力”构建竞争优势，私域流量打造长期护城河。直播电商业务 GMV 提升推动公司收入利润快速增长。预计公司 21-23 年每股收益 0.6/1.0/1.2 元（未考虑非公开发行摊薄），利润增速分别为 1888.5%/52.1%/24.1%。未来一年合理估值区间 29.17-33.03 元，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，越来越多品牌选择短视频平台，越来越多用户选择直播电商，品类、品牌逐步丰富。

第二，抖音、快手等平台直播电商 GMV 保持高速增长，实现翻倍以上增长。

第三，行业集中度提升会加快演绎，具有孵化、运营、供应链优势企业脱颖而出。

与市场的差异之处

第一，市场认为快手全面公域化，影响原有直播电商私域生态。我们认为：私域的核心在于用户习惯（可以关注复购率），私域是快手的基本盘和差异化，公私域结合是为了更好的实现私域价值。

第二，市场认为抖音大力发展企业自播，店播挤占 MCN 发展空间。我们认为：电商内容化（即店播）提升转化，内容电商化（即 MCN 带货）创造需求。店播将会成为品牌的标配，但其作用更像是升级的详情页，而非引流；店播与红人带货并无直接竞争。

第三，市场认为主播集中度高影响商业模式稳定性。我们认为：直播电商是人货场三方发力，红人是“人设”，更重要的是其后面的流量运营和供应链能力。

股价变化的催化因素

第一，公司 GMV 增长超预期，尤其在 618、双 11 等电商大促中表现亮眼。

第二，公司孵化主播进展超预期，GMV 的实现依赖主播，公司已孵化出瑜大公子、李宣卓等头部主播，如果再出现其他带货能力强劲的主播，将推动公司长远发展。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，直播电商增速不及预期；

第二，平台机制或政策变化；

第三，行业竞争加剧风险。

内容目录

公司简介.....	6
发展历程：收购遥望，打造国内领先社交电商 MCN.....	6
管理层及股权：股权结构分散，高管深耕营销和电商行业.....	6
财务情况：遥望盈利可观，直播电商带动高增长.....	7
行业趋势.....	9
直播电商：从搜索到推荐，从低到高产出比.....	9
私域流量：从公域到私域，从 ROI 到 LTV.....	10
产业链：内容即流量，MCN 迎来大发展.....	12
业务情况.....	13
人：自主孵化达人和明星构建流量矩阵.....	13
货：夯实美妆等领域优势，加强供应链建设.....	14
场：以快手为基本盘，拓展抖音等短视频平台.....	16
财务情况.....	17
营业收入：社交电商 GMV 带动收入高增长.....	17
成本费用：直播带货利润率可观，成本比率具有改善空间.....	18
季节性：上半年涨粉，下半年收获.....	19
几个疑问.....	20
问题一：快手会不会全面公域化？.....	20
问题二：店播会不会影响 MCN 的发展？.....	21
问题三：主播集中度高是否影响商业模式稳定性？.....	22
盈利预测.....	22
假设前提.....	22
未来 3 年盈利预测.....	23
估值与投资建议.....	23
绝对估值法：24.65-33.03 元/股.....	23
相对估值法：29.17-33.53 元/股.....	24
风险提示.....	25
附表：财务预测与估值.....	26
国信证券投资评级.....	27
分析师承诺.....	27
风险提示.....	27
证券投资咨询业务的说明.....	27

图表目录

图 1：遥望网络发展历程	6
图 2：公司股权结构	7
图 3：公司营业收入及增速（单位：百万，%）	7
图 4：公司归母净利润及增速（单位：百万，%）	7
图 5：公司收入构成（单位：百万）	8
图 6：遥望网络营业收入及净利润（单位：百万）	8
图 7：遥望网络直播电商 GMV 及市占率（单位：亿，%）	8
图 8：遥望网络直播电商货币化率及毛利率	8
图 9：阿里及京东历年财年 GMV 增速	9
图 10：快手季度 GMV 及增速（单位：亿）	9
图 11：UGC 视频平台时长超过 PGC 平台（单位：百万小时）	9
图 12：阿里巴巴国内零售货币化率	10
图 13：淘系与快手货币化率对比	10
图 14：私域流量的 LTV 与复购率关系	11
图 15：直播电商产业链	12
图 16：直播电商打造多方共赢	12
图 17：王祖蓝和瑜大公子同台直播	13
图 18：孟美岐和瑜大公子同台直播	13
图 19：遥望网络合作品牌	15
图 20：快手和抖音直播带货 GMV（单位：亿）	16
图 21：2021 年一季度遥望网络抖音、快手 GMV 占比	16
图 22：公司营业收入及增速（单位：百万，%）	17
图 23：公司收入构成（单位：百万）	17
图 24：星期六鞋业直营和加盟门店情况	17
图 25：星期六鞋业单店销量和销售额（单位：千）	17
图 26：遥望网络营业收入及净利润（单位：百万）	18
图 27：遥望网络直播电商 GMV 及市占率（单位：亿，%）	18
图 28：公司毛利率和净利率	18
图 29：公司费用率情况	18
图 30：遥望网络净利率	19
图 31：遥望网络毛利率及销售费用率（估计）	19
图 32：下半年收入和利润率显著高于上半年	19
图 33：公司四季度毛利率更高	19
图 34：快手直播、广告收入及增速（单位：百万，%）	20
图 35：抖音大力发展店播	21
图 36：人货场相互依存	22
表 1：各大平台私域流量情况	10
表 2：遥望网络旗下主要主播情况	13
表 3：遥望主播瑜大公子部分带货	14

表 4：非公开发行募资用途	14
表 5：遥望网络部分独家分销品牌产品	15
表 6：遥望网络部分直播产品价格	15
表 7：抖音电商百应机构 2 月月榜	16
表 8：公司各业务估算及预测（单位：百万）	23
表 9：公司盈利预测假设条件（%）	24
表 10：资本成本假设	24
表 11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析	24
表 12：可比公司盈利及估值情况一览	25

公司简介

发展历程：收购遥望，打造国内领先社交电商 MCN

星期六是国内首家 A 股上市的鞋业公司，旗下拥有星期六、索菲亚、迪芙斯等多个时尚女鞋品牌。2017 年起公司开始战略转型，分别收购时尚锋讯、北京时欣等互联网时尚信息平台（运营 Onlylady 女人志和 Kimiss 闺蜜网），2018 年收购遥望网络。遥望网络早期主要从事于微信公众号生态数字营销，集中在美妆、汽车、情感和读书等方向；随着快手等直播电商生态发展，遥望网络大力发展社交电商，2019 年连续 5 个月成为快手 MCN 第一名，成为公司增长的主要引擎。截至 2020 年，遥望网络签约明星 10+（王祖蓝、王耀庆等）、红人 100+（瑜大公子、李宣卓等），短视频平台粉丝合计 3.68 亿+，月曝光量 30 亿+，年 GMV 约 43 亿。

图 1：遥望网络发展历程

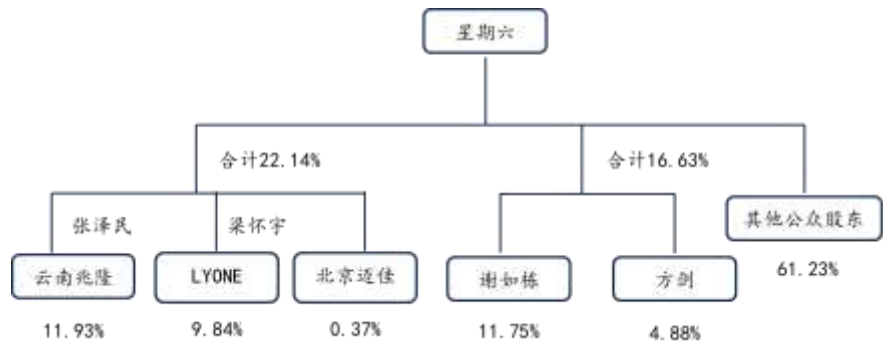


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

管理层及股权：股权结构分散，高管深耕营销和电商行业

截至 2021 年一季度，公司实际控制人张泽民和梁怀宇夫妇通过云南兆隆、LYONE GROUP 以及北京迈佳公司持股 22.14%（若考虑非公开发行数量上限 2.21 亿股设计，发行后持股比例 17.03%）。遥望网络董事长谢如栋和总裁方剑为一致行动人，合计持股 16.63%（若考虑非公开发行数量上限 2.21 亿股设计，发行后持股比例 12.79%）。

图 2: 公司股权结构



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理（截至 2021 年一季度）

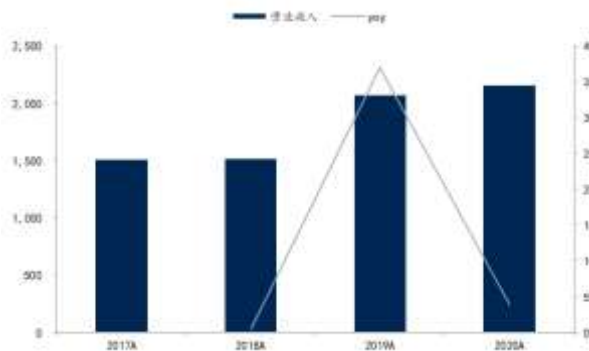
高管深耕营销和电商行业，从业经验丰富：

- ✓ **于洪涛**：公司董事长。历任解放军 81032 部队计算机工程师，佛山星期六鞋业公司执行董事、营销总监等，现任公司董事长兼总经理。
- ✓ **谢如栋**：公司董事、遥望网络董事长。毕业后连续创办杭州掘金网络、46.com 网址导航（被盛大边锋集团收购）、杭州遥望网络有限公司。拥有十年以上互联网行业从业经验，具有丰富的互联网与移动互联网行业营销管理经验。
- ✓ **方剑**：遥望网络总裁。07 年加入阿里巴巴集团，历任媒体公关部、市场部、淘宝网。14 年加入遥望网络，历任董事、COO、总裁。同样拥有十年以上互联网行业从业经验，荣登两届《阿里校友创业琅琊榜》。

财务情况：遥望盈利可观，直播电商带动高增长

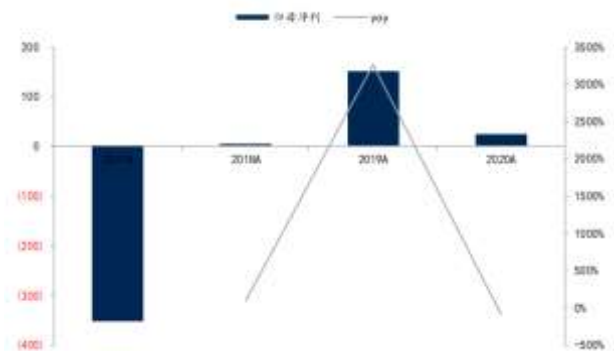
2020 年，公司实现营业收入 21.51 亿，同比增长 3.9%；归母净利润 0.24 亿，同比下滑 83.9%。主要由于女鞋业务收缩及亏损所致，截至 2020 年底，女鞋业务直营门店 180 家，较 19 年净减少 489 家；加盟门店 808 家，较 19 年净增加 265 家，合计净减少 224 家。

图 3: 公司营业收入及增速 (单位: 百万, %)



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

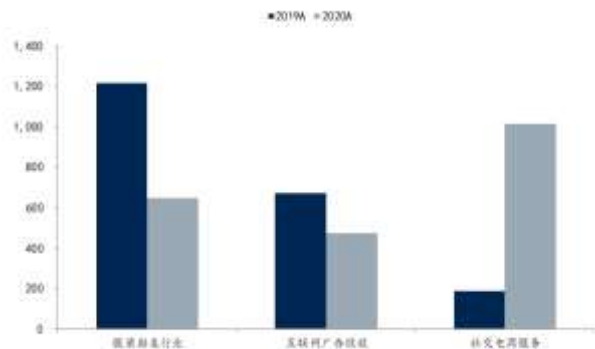
图 4: 公司归母净利润及增速 (单位: 百万, %)



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

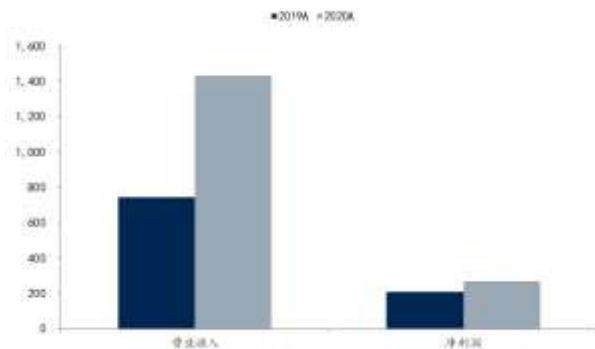
分业务来看，遥望网络旗下社交电商服务爆发式增长。2020年，公司服装鞋类行业收入6.48亿，同比下滑46.6%；互联网广告行业收入14.86亿，同比增长74.0%，其中互联网广告投放/代理收入4.74亿，同比下滑29.1%，社交电商服务10.12亿，同比增长447.0%。分公司来看，2020年，遥望网络实现收入14.33亿，同比增长92.5%；净利润2.67亿，同比增长27.6%。

图 5：公司收入构成（单位：百万）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

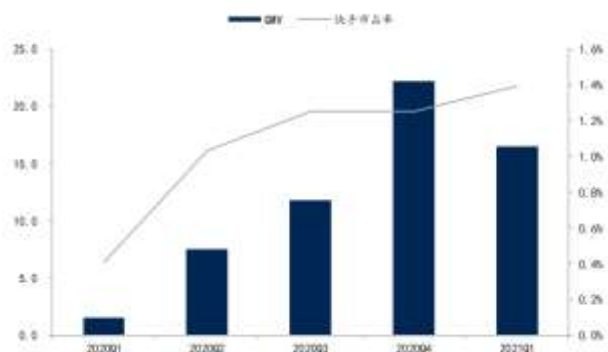
图 6：遥望网络营业收入及净利润（单位：百万）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

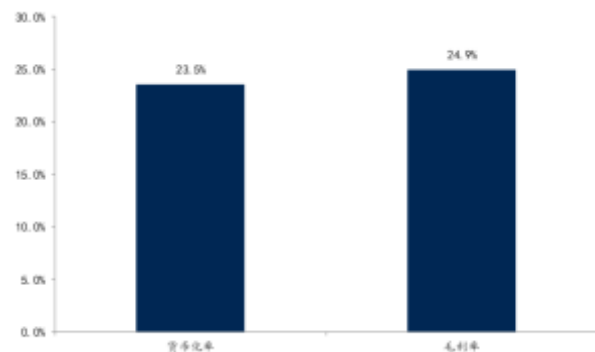
社交电商服务爆发式增长来自于GMV的增长，强劲增长持续。2020年，遥望网络实现GMV 43亿，占快手直播电商大盘的1.1%（二者GMV口径存在差异，此处并未调整），整合空间大，持续呈上升趋势。从季度数据来看：1）由于双11，四季度GMV全年占比最高，存在“上半年涨粉、下半年变现”的现象；2）公司GMV增长趋势强劲，21年一季度实现GMV 16.5亿，同比增长接近10倍，21年全年高增长可期。以2020年数据来看，社交电商服务货币化率23.5%，即23.5%的GMV计入收入，毛利率24.9%（主播分成、流量采买等计入营业成本），营业利润率19.1%（营业利润率为遥望网络口径）。

图 7：遥望网络直播电商 GMV 及市占率（单位：亿，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理（公司与快手GMV计入口径存在一定差异）

图 8：遥望网络直播电商货币化率及毛利率



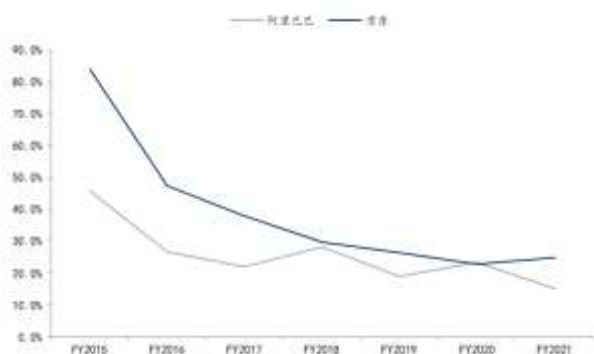
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

行业趋势

直播电商：从搜索到推荐，从低到高产出比

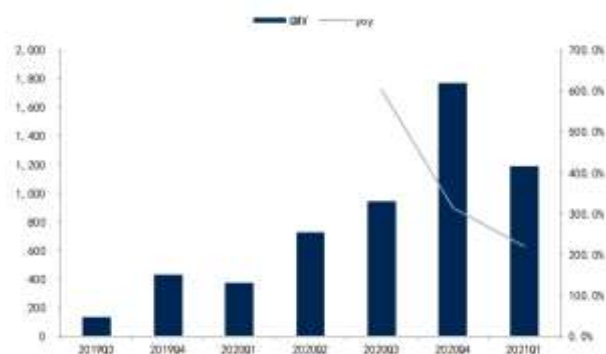
传统电商增速放缓，推荐/兴趣电商崛起。在经过多年的快速增长后，传统电商开始步入成熟期。根据国家统计局数据显示，2020年中国网上实物零售额约9.8万亿，占社会商品零售总额的25.0%，增速回落至14.8%，伴随着服装、电子等传统品类渗透步入高位，放缓趋势更为明显。以阿里、京东为代表的中心化电商平台也开始面临GMV增长放缓的现实，一方面，向外部（微信、抖音、小红书、B站等）获取流量；另一方面，加强淘系商家的内容建设和客户联系（微淘、有好货、哇哦视频、淘宝直播、品牌号等）。传统搜索电商模式进入瓶颈期。以快手抖音为代表的推荐/兴趣电商崛起，2020年快手直播带货GMV达3800亿，同比增长539.4%。

图9：阿里及京东历年GMV增速



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

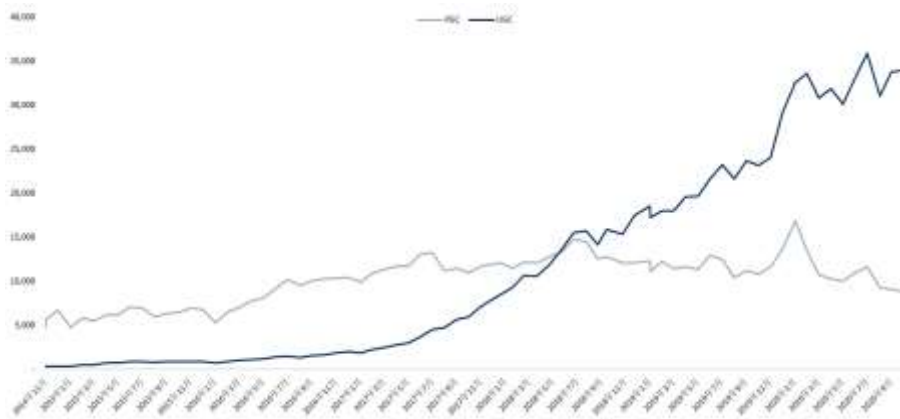
图10：快手季度GMV及增速（单位：亿）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

直播电商崛起主要来自于两方面：1) 用户行为变迁；2) 投入产出比对比。互联网发展的早期，用户的基础需求尚未满足，以效率见长的搜索模式为主；互联网下半场，用户基础需求已得到满足，更多的是“满足用户的未知需求”，以效果见长的推荐模式崛起。谁掌握了用户时长，谁就掌握了电商下半场的门票。以抖音、快手为代表的UGC视频平台占据了移动用户20%以上，用户和时长牵引品牌和商家的注意。

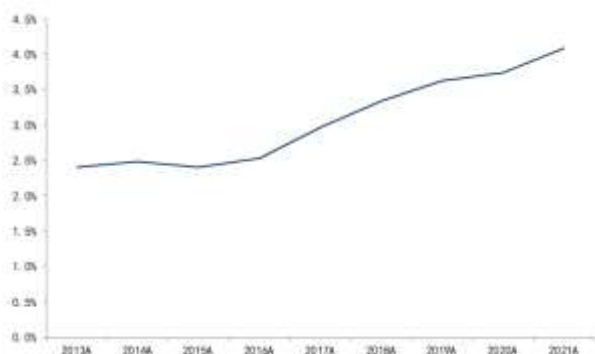
图11：UGC视频平台时长超过PGC平台（单位：百万小时）



资料来源：Questmobile、国信证券经济研究所整理（PGC平台包括爱奇艺、腾讯视频、优酷视频、芒果TV等；UGC平台包括抖音、抖音极速版、抖音火山版、西瓜视频、快手、快手极速版、哔哩哔哩等）

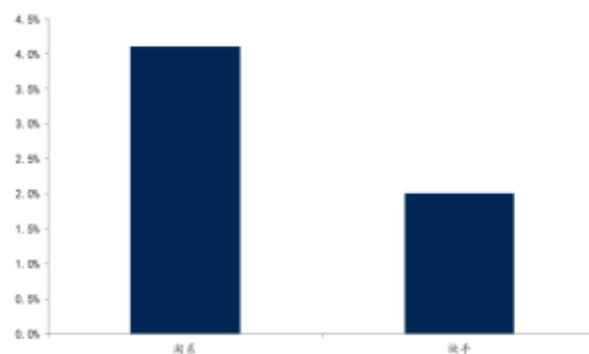
传统电商货币化率持续提升，直播电商仍存在“套利空间”。从 2013 财年至 2021 财年，阿里巴巴国内零售（淘宝+天猫）货币化率从 2.4% 提升至 4.1%，考虑到 GMV 包括未支付订单和退货，实际货币化比率更高。中心化的本质使平台汇聚流量，提供并掌握消费者购物的第一入口，商家通过这个入口获得流量销售商品，平台从中分成。在行业快速发展的阶段，入口有着大量免费流量且付费流量成本也相对可控，商家销售额显著提升，商家受益并且依赖平台；到行业增速放缓的时候，平台流量趋稳，入驻平台的商家仍不断增加，竞争进一步加剧，流量价格大幅攀升，商家获客成本高企。相比之下，以快手为代表的直播电商平台的货币化率仅为淘系的一半（但需要一定的内容投入），这样的“套利空间”推动越来越多的商家进入和直播电商 GMV 的快速增长。

图 12: 阿里巴巴国内零售货币化率



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理（货币化率=“客户管理+佣金收入”/国内零售 GMV）

图 13: 淘系与快手货币化率对比



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理（2020 年数据；快手中 1% 来自于佣金、1% 来自于快手粉条及小店通，2021 年 Q1 快手粉条及小店通提升至 2%；二者 GMV 口径较为相近）

私域流量：从公域到私域，从 ROI 到 LTV

中心化模式的弊端在于商家与用户之间缺乏直接沟通的桥梁，导致用户忠于平台而不属于商家，商家需要不停购买流量才能维持销量。基于关注关系的微信、快手、直播等社交平台，天然强化内容创作者/商家与用户的联系，通畅的机制也利于建立多种形式的深度沟通互动，**商家重新获得了流量、交易数据及客户关系控制权**。私域本质上是一种流量契约，符合某种契约关系（加好友、加关注等），其内容和信息的展示频率将大幅提升，可以反复触达用户，从而使“契约”成为长期获益的无形资产。

表 1: 各大平台私域流量情况

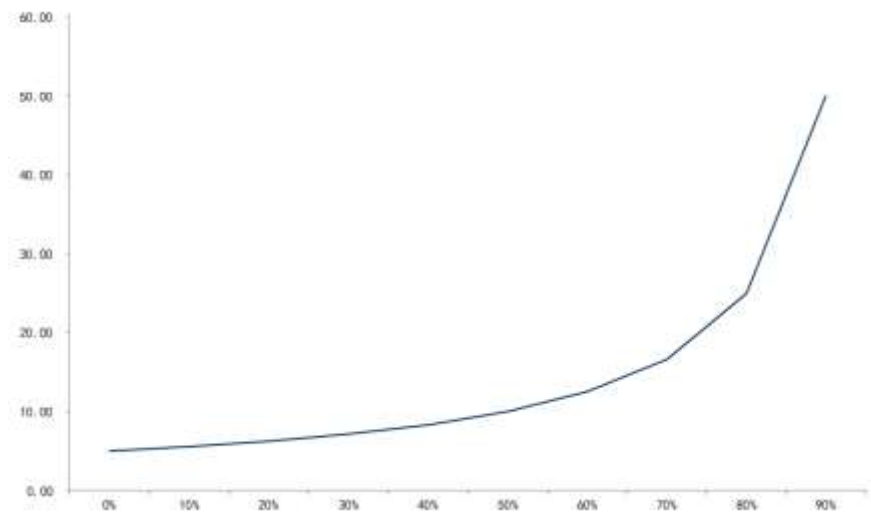
	微信	QQ	抖音	快手	哔哩哔哩
覆盖用户					
MAU	980	672	529	429	128
DAU	801	310	305	225	37
用户黏性					
DAU/MAU	81.7%	46.1%	57.6%	52.5%	28.8%
单用户时长	84.6	38.1	90.6	92.0	77.7
私域触达					
机制	好友	好友	推荐为主	关注和推荐	关注和推荐
契约比率	100%	100%	9%	3%	9%

资料来源：Questmobile、国信证券经济研究所整理（契约比率：“推荐”中关注过 UP 主内容的占比，不剔除广告）

关于私域触达，我们可以考虑以下几个方面。覆盖用户和用户黏性是必要条件，如果没有达到一定用户体量和使用频率，会有明显的效率损失，或者说覆盖用户越大、用户黏性越强，其私域的价值也就越大。私域属性方面，各个平台都有所不同，**主要体现在机制和契约比率两个方面**。微信、QQ 是需要加好友或者关注公众号，才能收取到相关内容和信息，本身机制就决定了其 100%的契约触达率。快手、哔哩哔哩本身机制上（或者历史机制上）兼顾关注和推荐，用户养成了看关注 UP 主的习惯，其私域属性自然很强，早期快手关注的流量约 40%。机制之后是契约比率（即“推荐”中关注过的 UP 主内容的占比），抖音每 100 个视频中包含 9 个关注 UP 内容，B 站每 100 个视频中包含 9 个关注 UP 内容，快手每 100 个视频中包含 3 个关注 UP 内容，抖音、B 站的契约比率高过快手，其私域属性也高过快手。但由于机制作用和用户行为，快手整体的私域流量属性仍然很强。

私域有什么好处那？**公域注重 ROI（投资回报率），私域注重 LTV（生命周期价值）**。我们通过数学的方式来演示二者的差距。对于公域来说，流量掌握在平台手中，商家考量更多的是单次投入产出，每投入 1 元可以带来多少元利润；对于私域来说，流量掌握在内容方手中，可以反复触达和利用，商家考虑更多的是生命周期的价值，投入 1 元可以带来多少元累计收益。假设第一期 $ROI=4$ 的模型中，如果复购率为 0%，则 $LTV = 5.00$ ；如果复购率为 10%，则 $LTV = 5.56$ ；以此类推，复购率为 90%，则 $LTV = 50.00$ 。复购率从 0%提升至 90%，单个用户的生命周期价值提升了接近 10 倍，私域流量价值可观。

图 14：私域流量的 LTV 与复购率关系



资料来源：国信证券经济研究所整理（X轴：复购率，Y轴：LTV）

长远来看，私域流量对于内容创作者和商家都有着巨大的价值，真正意义上属于无形资产：

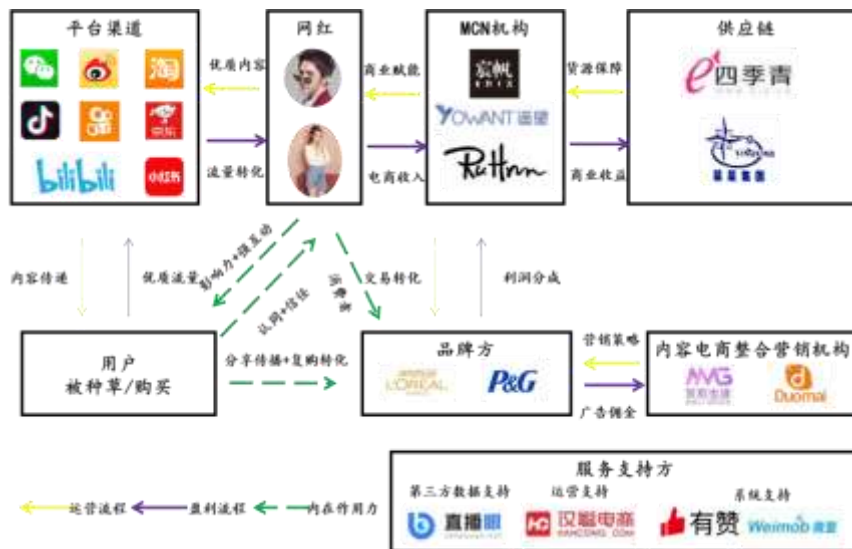
✓**流量可控**：中心化平台中用户属于平台，与商家并没有关系，只有将用户导入自己的平台中才能实现真正的流量可控。当然不同的平台和机制对于私域流量空间的打造是不同的，商家对于流量的掌控力也有所差异。

✓**性价比高**：商家在流量池中获得曝光是需要付费的，而获客成本不断攀升。尽管私域流量也需要商家运营维护，但与获客成本相比却相对低廉且更为长期。这也就符合了资产的定义，流量被内容创作者/商家所拥有和控制，可以带来经济利益（即流量机会成本）。

产业链：内容即流量，MCN 迎来大发展

纵观直播电商产业链，包括人、货、场。其中人（即流量）主要是网红及 MCN 机构，货主要是供应链，场主要是各大电商平台。去中心化流量平台崛起，内容及流量，MCN 兼顾孵化、内容和选品三大能力，迎来黄金发展期。

图 15：直播电商产业链



资料来源：国信证券经济研究所整理

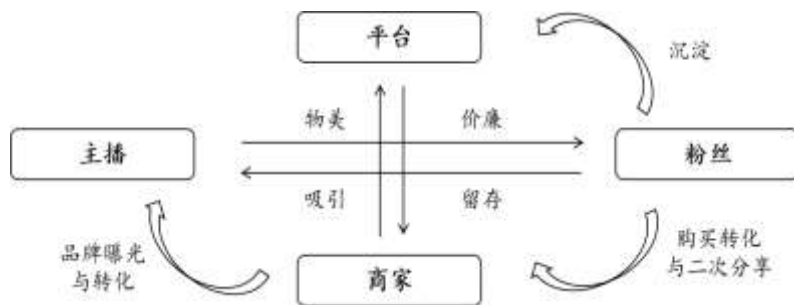
效率提升是电商模式持续的基本要求，而性价比则是直播带货的重中之重，这种正向循环推动头部 MCN 强者恒强。

✓对于商家，强大的带货能力与拼多多模式也有异曲同工之妙，“低价+赠品”的模式在网红的推动下可以实现薄利多销。

✓对于粉丝，“OMG”固然重要，但长期高利润率的“洗粉”模式必不长久，主播的“选品能力”和“优惠”更为关键。

✓对于主播/MCN，赚钱与涨粉并行。“低价优惠”是可以吸引更多粉丝的，并且直播电商的黏性要远高于直播打赏，从而进入“粉丝数量与对商家议价能力”共同促进的正向循环。

图 16：直播电商打造多方共赢



资料来源：国信证券经济研究所整理

业务情况

人：自主孵化达人和明星构建流量矩阵

“人”的本质是消费者，也是流量；在内容即流量的大环境下，“达人+内容+平台”构建了流量池，也对 MCN 的（流量）运营能力和（主播）孵化能力提出了更高的要求。截至 2020 年，遥望网络签约明星 10+（王祖蓝、王耀庆等）、红人 100+（瑜大公子、李宣卓等），短视频平台粉丝合计 3.68 亿+，月曝光量 30 亿+，年 GMV 约 43 亿。遥望的签约主播分成两大类：明星和红人，明星是流量主力，红人是带货主力，二者相辅相成、公私域结合。

表 2：遥望网络旗下主要主播情况

主播	类型	培养	主要平台	主要平台粉丝	直播观看	简介	主要带货品类
王祖蓝	明星	合作	抖音&快手	2322W（抖音）、2888W（快手）	300W+（快手）	演员、歌手、主持人	全品类
王耀庆	明星	合作	抖音&快手	551W（抖音）、1033W（快手）	300W+（快手）	演员	全品类
瑜大公子	红人	孵化	快手	2502W	女神节超 2000W	13 年美妆护肤经验	美妆等
李宣卓	红人	孵化	快手	1033W	重庆专场超 2000W	酒水主播粉丝&销售额 TOP 1	酒类等
张柏芝	明星	合作	抖音	1861W	3000W（短视频）	演员	美妆等
张予曦	明星	合作	抖音&快手	940W（抖音）、470W（快手）	1000W（短视频）	演员	美妆等
尬演七段	红人	孵化	抖音	1365W	2000W（短视频）	搞笑主播	-
乃提 Guli	红人	孵化	抖音&快手	742W（抖音）、366W（快手）	2000W（短视频）	职业模特大赛季军	美妆等
李亚男	明星	合作	抖音&快手	497W（抖音）、488W（快手）	2000W（短视频）	演员	-
余机智	红人	孵化	快手	84W（抖音）、320W（快手）	2W（快手）	搞笑主播	美妆、包等
李大嗓	红人	孵化	抖音	640W（抖音）、80W（快手）	2000W（短视频）	搞笑主播	-
大利	红人	孵化	抖音	126W（抖音）	10W（短视频）	单场直播破千万	美妆等

资料来源：公司官网、抖音、快手、国信证券经济研究所整理（截至 2021/6/8）

✓明星主播：明星是公域流量的玩法，曝光量大、引流效果好，但“承接能力”较弱、带货能力较弱。传统的带货主播每个月接近 20 天以上的时间做直播，这种高强度、高密度的工作并不适合明星；一般明星在带货的专业程度上也较弱，直播带货效果相比专业主播也弱一些。明星是非常大的流量入口，王祖蓝、王耀庆、张柏芝等明星在抖快上都有千万以上粉丝，单个视频播放量也在数千万。一方面，明星同台直播可以带来新用户，帮助新老主播沉淀粉丝，类似于快手的“挂榜效果”，这样也可以较为快速的孵化新红人。另一方面，知名红人也可以与明星实现“正向循环”互动，类似于“湖南卫视”的综艺模式，明星通过直播间做影视内容的宣发，主播通过明星粉丝引流。

图 17：王祖蓝和瑜大公子同台直播



资料来源：快手、国信证券经济研究所整理

图 18：孟美岐和瑜大公子同台直播



资料来源：快手、国信证券经济研究所整理

✓**红人主播**：**红人是私域流量的玩法，曝光量相对有限，但“承接能力”强、带货能力强。**传统的带货主播每个月接近 20 天以上的时间做直播，这种高密度的出场加强与粉丝之间的关系，并且红人主播一般都深耕某些领域（如瑜大公子于美妆，李宣卓于酒水），其专业程度高，直播带货的转化效果也更为明显。遥望展现了非常强大的主播孵化能力，其中瑜大公子、李宣卓、尬演七段、乃提 Guli、大利等主播都为自主孵化，瑜大公子和李宣卓在 2021 年 2 月直播带货 TOP 50 榜单中分别排名第 3 和第 22 位。

表 3：遥望主播瑜大公子部分带货

日期	主播	销售额（万）	上架商品	销量（万）	客单价
2021/2/20	瑜大公子	5,268	98	56.5	93.3
2021/2/27	瑜大公子	21,287	142	118.1	180.3
2021/3/8	瑜大公子	10,105	187	187.8	53.8

资料来源：壁虎看看、国信证券经济研究所整理

公司非公开发行募资用途中包括社交电商生态圈建设，构建以优质的达人孵化基地、短视频场景化空间、直播运营中心、海量短视频监控及分析平台、供应链分发、用户运营中心及相应的配套运营平台为一体的完善的社交电商生态闭环，**大幅提升优质内容产出能力、达人孵化能力。**以山东临沂为例，本地小商品资源丰富，直播电商起步早，诞生不少带货能力强的主播，但是缺少品牌好货。遥望网络通过建设直播基地的方式，将合作品牌资源带到临沂，并开发适合当地的品牌，带动临沂主播转型，建立正规化直播产业。

表 4：非公开发行募资用途

序号	项目名称	投资总额（亿）	拟使用募资金额（亿）	详细情况
1	YOWANT 数字营销云平台建设项目	10.6	9.1	数字营销云平台
2	社交电商生态圈建设项目	14.3	7.9	达人孵化基地、短视频场景化空间等
3	创新技术研究院建设项目	3.9	3.8	智能视频分析技术等
4	补充流动资金和偿还银行借款	8.9	8.9	
合计		37.7	29.7	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

货：夯实美妆等领域优势，加强供应链建设

“货”的本质是供应链，也就是“多快好省”，直播带货实现三方共赢，商家薄利多销、用户拿到低价好物、主播涨粉的同时获得收益，对 MCN 的选品能力和议价力提出了要求。一方面，人带货，货亦带人，遥望网络只卖品牌产品，质量可靠的品牌产品有助于积累主播口碑，也可以凭借品牌效应增添人气、带动销量。另一方面，遥望网络搭建了近百人的招商团队，根据主播特点和带货能力，安排相关商品；建立超百人的售后团队，解决粉丝相关售后问题。

图 19: 遥望网络合作品牌



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

经过多年的行业积累，遥望建立了具有一定深度和丰富度的供应链体系，合作品牌接近 2000 家品牌，获得近 40 家品牌的独家分销权，深耕美妆等领域。独家合作夯实供应链优势，确保独家低价好物。以美妆品牌“一叶子”为例，其与公司签订社交电商渠道（快手）以及电子商务渠道（天猫&淘宝）独家经销合作，经销期内销售回款指标 1.2 亿，完成上述指标合同可续约 1 年。根据公司 2020 年年报显示，第一、二名供应商采购额分别 2.23 亿和 1.10 亿，预计完成独家经销指标。

表 5: 遥望网络部分独家分销品牌产品

独家分销合作品牌	品类	销量最高商品	价格(元)	淘宝累计销量(万)
韩束	美妆	红石榴补水保湿滋养水乳霜	149	191
欧诗漫	美妆	美白淡斑面膜	100	356
奥洛菲	美妆	活泉水动力保湿洁面乳	29	18
一叶子	美妆	一叶子面膜	129	4
德尔玛	小家电	德尔玛吸尘器	99	103
卡姿兰	美妆	眉笔防水防汗	29	1
温碧泉	美妆	温碧泉泉面膜	79	295
萃华珠宝	珠宝	黄金貔貅手链	494	0
菲诗蔻	生活用品	生姜洗发水	89	10
植物医生	美妆	补水保湿面膜	99	3
高姿	美妆	防晒喷雾美白	99	353

资料来源: 公司官网、淘宝、国信证券经济研究所整理

规模带来强大的议价能力，“人”与“货”相互促进。我们统计遥望部分直播产品价格情况，大部分产品价格约淘宝价格的 50-90%，流量带来价格上的优惠，实现爆款低价，从而达到用户、主播、商家三方共赢的状态。

表 6: 遥望网络部分直播产品价格

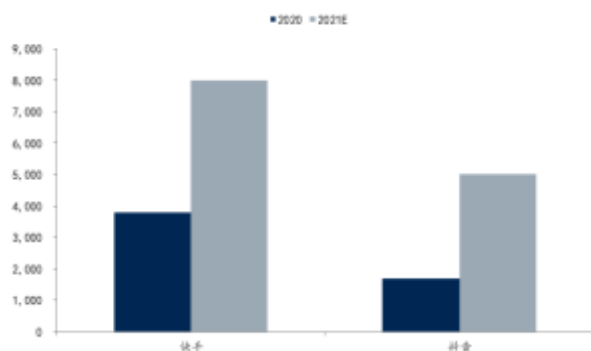
商品	主播	直播价格(元)	淘宝价格(元)	优惠比例
奥兰小红帽干红组合装	瑜大公子	99.0	135.0	27%
小样鹿哈乳酸菌饮品	瑜大公子	34.9	39.8	12%
达利园美焙辰松丝小焙肉松蛋糕	瑜大公子	15.0	29.9	50%
奥洛菲沁锁凝采盈肌礼盒	瑜大公子	299.0	699.0	57%
珀莱雅紧致肌密洁面乳三件套	瑜大公子	259.0	299.0	13%
珀莱雅帆船防晒霜	瑜大公子	69.0	89.0	22%

资料来源: 淘宝、国信证券经济研究所整理(按照相同规格调整价格后结果)

场：以快手为基本盘，拓展抖音等短视频平台

“场”的本质是销售场景，抖快电商异军突起，遥望以快手为基本盘，逐步向抖音平台渗透，对 MCN 对平台玩法的理解有着更高的要求。快手是公私域结合的逻辑，讲求 LTV；抖音是公域流量的逻辑，讲求 ROI。2020 年快手实现 GMV 3800 亿，今年直播电商收入有望翻番；抖音实现 GMV 接近 2000 亿（二者 GMV 口径有所差异），抖音非常具有潜力。遥望以快手为基本盘，并且逐步通过旗下抖音主播进入抖音带货，2021 年一季度抖音贡献 GMV 比例已相当可观。

图 20：快手和抖音直播带货 GMV（单位：亿）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 21：2021 年一季度遥望网络抖音、快手 GMV 占比



资料来源：壁虎看看、国信证券经济研究所整理

遥望网络在克劳锐根据抖音电商数据推出的“2 月抖音电商百应机构榜”中位列第二，本榜单主要根据机构达人活跃度、达人质量以及达人带货能力等维度综合评估，体现机构达人的运营孵化能力、商业化能力等多重水平。遥望的抖音红人矩阵包括李大嗓、大利等新晋达人。以大利为例，其 20 年 5 月签约遥望，“0 基础”3 个月晋升千万主播行列，并且在 20 年 11 月 5 日登顶抖音带货榜第一，截至 21 年一季度累计 GMV 突破 2 亿。可以看到，从快手到抖音，遥望网络成功的孵化能力、内容能力以及供应链能力都得到了复制。

表 7：抖音电商百应机构 2 月月榜

排名	机构名称	代表达人	擅长行业
1	交个朋友	罗永浩、李晨 NIC	全品类
2	遥望网络	王祖蓝、大利	全品类
3	广州快火	大汤心选、贝拉潮搭	服饰鞋包
4	愿景娱乐	朱梓骁、于震	全品类
5	优蜜	懒猫 NONO、盈公主	全品类
6	谦逊	金美希、我是华子	全品类
7	趣有东	陈赫	全品类
8	捷易	昕昕严选、媛媛女王	服饰鞋包
9	怪兽引擎	叶允、石榴	全品类
10	文蔚传媒	西西吃不胖、142 斤的胖朵啊	全品类

资料来源：克劳锐、国信证券经济研究所整理（根据机构达人活跃度、达人质量以及达人带货能力等维度综合评估）

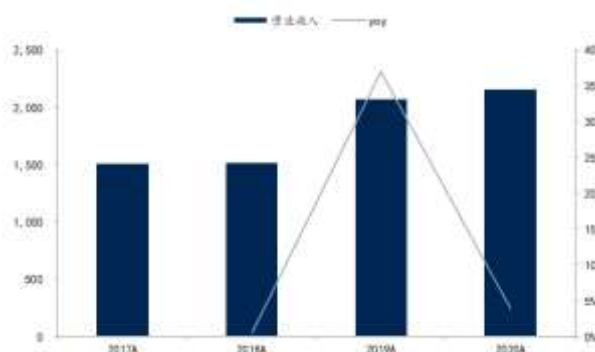
人货场三者相辅相成。人，明星与自主孵化达人构建巨大粉丝池，增强对供应链的议价能力、也可以复制到不同短视频平台；货，选品和议价能力为粉丝带来实惠，从而帮助“货带人”；场，抖快齐发力，进一步巩固人和货的优势。

财务情况

营业收入：社交电商 GMV 带动收入高增长

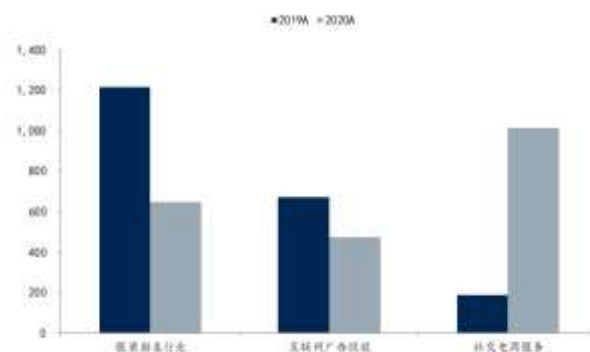
2020 年，公司实现营业收入 21.51 亿，同比增长 3.9%，社交电商业务增长与女鞋业务收缩相抵，收入小幅增长。分业务来看，服装鞋类行业收入 6.48 亿，同比下滑 46.6%；互联网广告行业收入 14.86 亿，同比增长 74.0%，其中互联网广告投放/代理收入 4.74 亿，同比下滑 29.1%，社交电商服务 10.12 亿，同比增长 447.0%。

图 22：公司营业收入及增速（单位：百万，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 23：公司收入构成（单位：百万）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

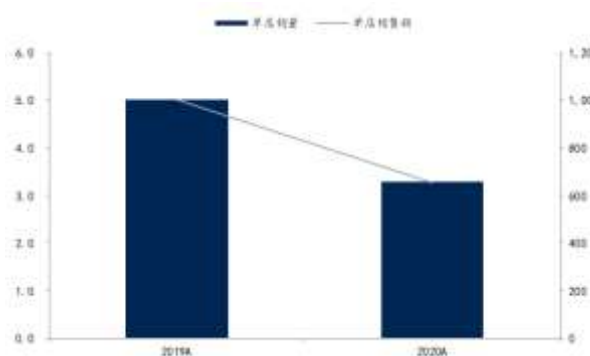
女鞋业务持续收缩。截至 2020 年底，女鞋业务直营门店 180 家，较 19 年净减少 489 家；加盟门店 808 家，较 19 年净增加 265 家，合计净减少 224 家。2020 年，女鞋销量 324 万，同比下降 46.6%；单店销量 3300 双，销售额 65.6 万，同比下降 34.5%。

图 24：星期六鞋业直营和加盟门店情况



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

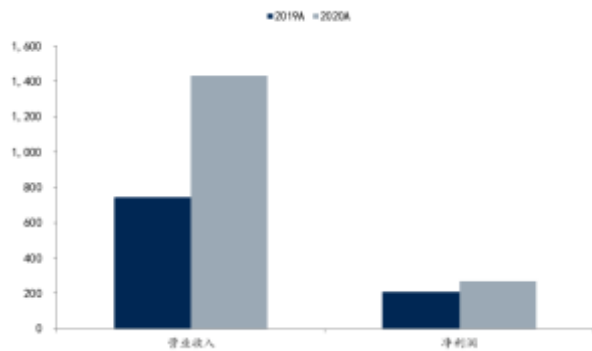
图 25：星期六鞋业单店销量和销售额（单位：千）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理（取期末门店数，未加权）

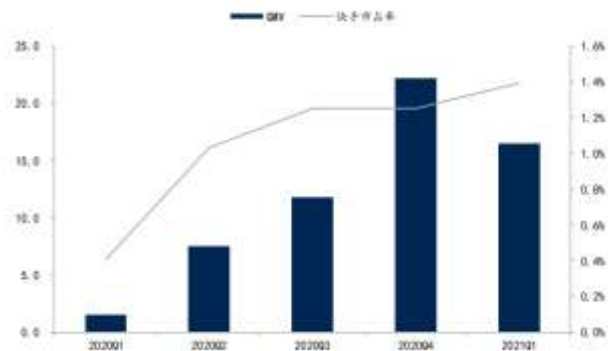
2020年，遥望网络实现收入14.33亿，同比增长92.5%。其中互联网广告投放业务收入4.21亿，同比下降24.8%；社交电商服务收入10.12亿，同比增长447.1%。社交电商服务爆发式增长来自于GMV的增长。2020年，遥望网络实现GMV43亿，占快手直播电商大盘的1.1%（二者GMV口径存在差异，此处并未调整），整合空间大，持续呈上升趋势。

图 26: 遥望网络营业收入及净利润 (单位: 百万)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 27: 遥望网络直播电商 GMV 及市占率 (单位: 亿, %)

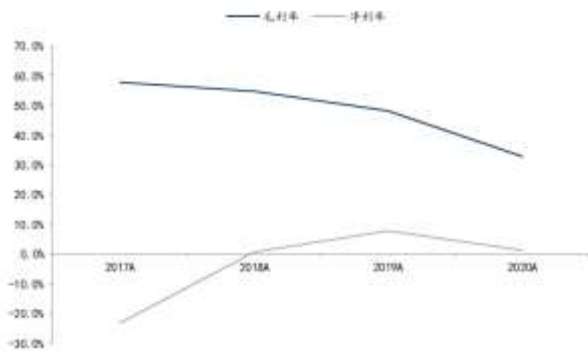


资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理 (公司与快手 GMV 计入口径存在一定差异)

成本费用: 直播带货利润率可观, 成本比率具有改善空间

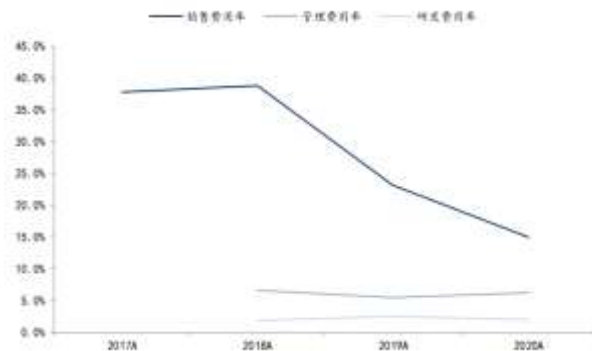
2020年, 公司毛利率32.7%, 呈现逐年下降趋势, 主要由于鞋业毛利率下降以及低毛利率社交电商业务占比提升所致; 净利率1.3%, 主要由于鞋业亏损以及资产减值损失所致。公司销售费用率14.9%, 受社交电商业务占比上升, 其流量成本计入营业成本、销售费用率低所致; 管理费用率6.2%, 研发费用率2.0%, 相对稳定。

图 28: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

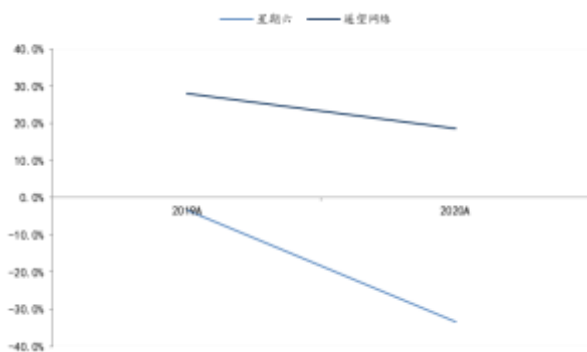
图 29: 公司费用率情况



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

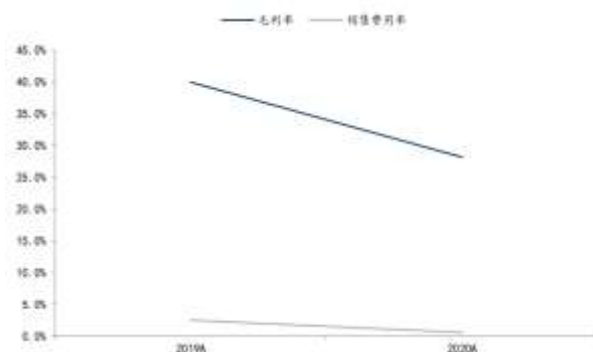
直播带货利润率可观。2020年, 遥望网络净利率率18.6%, 同比下降9.5%, 主要由于较低利润率的社交电商业务占比提升。遥望网络毛利率28.2%, 其收入来自于互联网广告业务和社交电商业务GMV抽佣(平均货币化率23.5%), 营业成本包括主播分成、流量投入等, 故销售费用率较低。公司整体销售费用率偏高, 主要由于女鞋业务, 其中职工薪酬、商场费用、租赁费用等占比近60%, 广告代理成本接近20%。

图 30: 遥望网络净利润率



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理 (遥望未分摊总部成本费用)

图 31: 遥望网络毛利率及销售费用率 (估计)

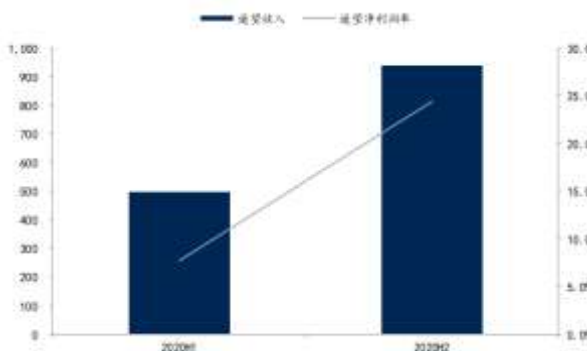


资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

季节性: 上半年涨粉, 下半年收获

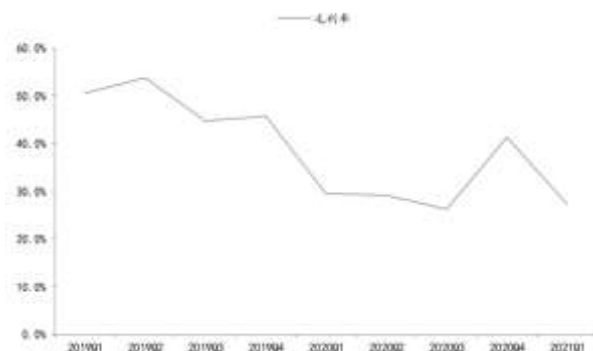
电商业务有着明显的季节性特征, 因而公司业务表现也有着明显的季节性特征, 表现在收入和利润的两方面。遥望网络 2020 年上半年收入 5.0 亿, 净利润率 7.8%; 下半年收入 9.4 亿, 净利润率 24.4%。二者的差异在于上半年电商处于淡季, MCN 将更多精力放在涨粉, 收入增长不明显、投入相对加大; 下半年尤其是双 11, 电商行业处于旺季, GMV 增长明显且集中, 收入快速增长下、利润率有着明显的规模效应。事实上从季度数据上看也较为明显, 2020 年一季度至四季度, 公司毛利率分别为 29.5%、29.2%、26.2%、41.3%, 四季度的收入和利润率显著高于其他季度。

图 32: 下半年收入和利润率显著高于上半年



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 33: 公司四季度毛利率更高



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

综合来看, 女鞋业务收缩、社交电商业务蓬勃发展带货公司收入平稳增长。快手、抖音直播电商 GMV 增长以及遥望网络作为头部 MCN 机构市占率提升, 有望推动社交电商业务增长。由于主播分成、流量成本等计入营业成本, 社交电商业务毛利率相对较低, 具有一定改善空间。由于电商 GMV 的季节性, 公司四季度收入和利润率都显著高于其他季度, 重点关注 618、双 11 等电商大促时间情况。

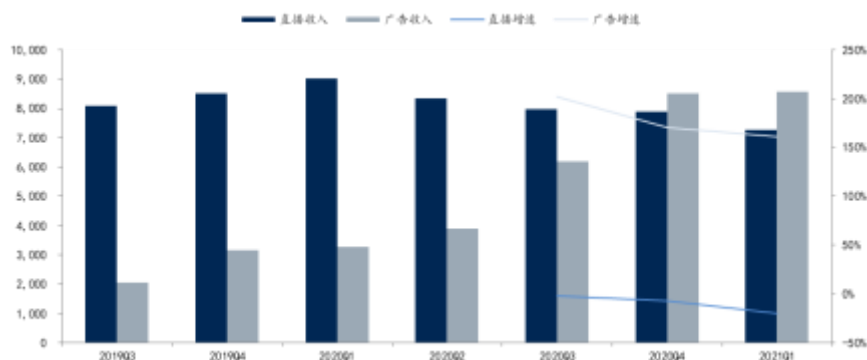
几个疑问

问题一：快手会不会全面公域化？

背景：快手 8.0 后大屏模式以及极速版快速增长，广告商业化变现加速。市场担忧快手是否会全面公域化，影响原有直播电商私域生态，进一步提高投放支出、降低 ROI 或者 LTV 水平。

我们认为：**私域的核心在于用户习惯（可以关注复购率），私域是快手的基本盘和差异化，公私域结合是为了更好的实现私域价值。**回顾快手的广告增长主要来自于广告加载率提升（从双列到单列）、CPM 提升（广告精准度、品牌认可度）以及广告联盟，就一季度数据来说，快手的广告加载率提升不大，增长来自于 CPM 和广告联盟贡献。事实上，这部分广告的贡献也部分来自于直播，原来快手带货的重要“冷启动”方式就是“挂榜”（在快手主播直播间刷礼物刷到前三名的话，头像会在主播的直播间上方显示，而挂榜的意思就是说当自己在上榜的同时开启了自己的直播，即为挂榜），挂榜可以帮助自己直播间引流，挂榜占据直播收入的一定比例，而快手也逐步将挂榜收入转化成为小店通、快手粉条等广告收入。

图 34：快手直播、广告收入及增速（单位：百万，%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

所以我们关注私域，更多的应该在于用户习惯和其背后的复购率。快手一直坚持双列，“双列内容参差不齐，更容易培养用户关注习惯；单列需要不断优化内容，更容易训练数据和算法”，快手关注列的流量一度达到过 40%。快手 8.0 改版后的新用户增量有限，大量老用户习惯“关注”，我们认为其私域属性难以改变。此外，我们认为私域是快手的基本盘，更好的盈利模式和预期带动更多商家进入，完全摒弃基本盘是不明智的。所以广告收入的增长部分来自于“挂榜”收益转移，实际的用户习惯、复购率变化不大，快手的私域属性也有效帮助商家长期获益。

问题二：店播会不会影响 MCN 的发展？

背景：抖音大力发展企业自播（即店播），店播时长已经占据抖音直播 50% 以上，销售额超百万的抖音小店超 2000 个、销售额过千万的抖音小店超 200 个。抖音是希望品牌投入更多的广告费，店播无疑是最好的广告消耗（店播其实没有充分的内容），这点上与天猫相似。市场担忧店播会不会挤占 MCN 的生存空间，加剧行业竞争。

我们认为：**电商内容化（即店播）提升转化，内容电商化（即 MCN 带货）创造需求**。什么是社交电商？我理解，第一层含义是**提高转化**，长久以来传统电商平台用户更多是通过评论、客服、图文展示来了解商品，直播在产品信息交流的效率明显高于图文，直播电商将显著提升购买转化率，甚至推动诸多非标品的线上化。第二层含义是**内容反哺电商**，实际上创造了新的需求，以薇娅和李佳琦为例，他们已经不是简单的“带货主播”，而成为了“直播网红”，很多粉丝不是冲着商品而来，而是冲着薇娅和李佳琦，他们的推荐创造了新的购物需求。于所有商家来说电商直播也就是标配；内容反哺电商则需要良性生态，帮助主播和商家打造自己的私域流量，再通过内容流量的外溢使平台持续受益。

图 35：抖音大力发展店播



资料来源：抖音、国信证券经济研究所整理

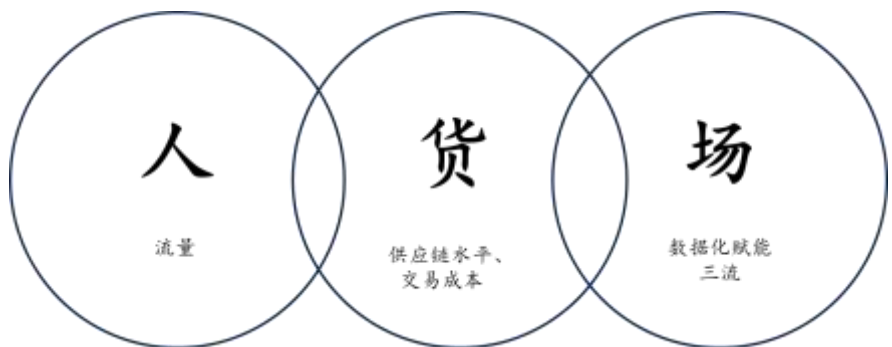
毋庸置疑，店播将会成为品牌的标配，但其作用更像是升级的详情页，而非引流；店播与红人带货并无直接竞争，甚至未来可能所有的电商都是直播电商，由店播和红人带货组成。店播在内容端的缺陷显而易见：**没有足够的内容和 SKU**。一个品牌的 SKU 可能就几十个，热门品牌可能就几个，每天 24 小时直播，用户早就看腻了；没有充足的内容和 SKU，也难以保证粉丝的复看和复购。这也是为什么对于品牌商来说，抖音和淘宝的玩法较为相似。

问题三：主播集中度高是否影响商业模式稳定性？

背景：瑜大公子和李宣卓是公司的头部主播，我们预计其二人至少贡献公司近60%的GMV。市场担忧直播集中度高，头部主播会不会流失，进一步影响整体商业模式的稳定性。

我们认为：直播电商是人货场三方发力，红人是“人设”，更重要的是其后面的流量运营和供应链能力。我们不妨假设瑜大公子离开遥望，他可能会面临哪一些问题？1) 货品：需要有足够的货品（优质、低价、部分独家）供给瑜大公子，配套100人的招商团队，能够承接的大概率是快手的TOP MCN，本身能达到头部的MCN通过挖人的成本也过大，一般并不会这么选择；2) 账号：一般红人的合作中，账号的归属权在MCN，新成立账号的代价过大，这种耗损得不偿失；3) 扶持：强大的明星矩阵扶持，增大红人的流量。

图 36：人货场相互依存



资料来源：国信证券经济研究所整理

快手会不会全面公域化？店播会不会影响MCN的发展？主播集中度高是否影响商业模式稳定性？这三个问题是市场对于遥望网络比较大的疑问点。综上所述，我们认为对于头部的直播电商MCN机构，有希望乘风破浪、强者恒强。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

受益于直播电商GMV增长，我们预计21-23年收入增速63.3%/51.3%/24.5%；其中服装鞋类收入增速-10.0%/-10.0%/-10.0%，互联网广告收入增速97.1%/63.4%/28.3%；

受互联网广告业务占比提升，我们预计21-23年综合毛利率32.7%/32.0%/31.7%，其中服装鞋类毛利率41.5%/41.5%/41.5%，互联网广告毛利率30.9%/30.9%/30.9%。

随着互联网广告业务占比提升，我们预计21-23年销售费用率7.4%/5.0%/5.0%，管理费用率7.0%/7.0%/7.0%，研发费用率2.0%/2.0%/2.0%。

表 8: 公司各业务估算及预测 (单位: 百万)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
服装鞋类行业	1,337	1,214	648	583	525	472
yoy	-1.7%	-9.3%	-46.6%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	54.4%	54.2%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%
互联网广告行业	169	854	1,486	2,930	4,789	6,143
yoy	22.0%	406.0%	74.0%	97.1%	63.4%	28.3%
毛利率	57.1%	40.0%	28.2%	30.9%	30.9%	30.9%
合计	1,512	2,070	2,151	3,513	5,314	6,616
yoy	0.5%	37.0%	3.9%	63.3%	51.3%	24.5%
毛利率	54.6%	48.2%	32.7%	32.7%	32.0%	31.7%

资料来源: 国信证券经济研究所预测 (互联网广告业务包括互联网广告投放、社交电商服)

未来 3 年盈利预测

表: 未来 3 年盈利预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2151	3513	5314	6616
营业成本	1447	2365	3616	4521
销售费用	321	259	267	333
管理费用	134	322	484	601
财务费用	89	(9)	13	(2)
营业利润	41	535	928	1153
利润总额	48	542	935	1160
归属于母公司净利润	24	483	734	911
EPS	0.03	0.65	0.99	1.23
ROE	1%	13%	18%	19%

按上述假设条件, 我们得到公司 21-23 年收入分别为 35.13、53.14、66.16 亿元, 归属母公司净利润 4.83/7.35/9.12 亿元, 利润年增速分别为 1888.5%/52.1%/24.1%。每股收益 21-23 年分别为 0.65 /0.99/1.23 元。

估值与投资建议

公司业务包括传统鞋业和新兴直播电商业务, GMV 爆发带来业务快速增长。我们选取绝对估值法和相对估值法 (分部估值), 来估算公司的合理价值区间。

绝对估值法: 24.65-33.03 元/股

我们预测 21-23 年营收增速 63.3%/51.3%/24.5%; 毛利率保持稳定, 费用率受直播电商业务增长而小幅下降。

表 9: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	63.3%	51.3%	24.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	32.7%	32.0%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%
管理费用/营业收入	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
销售费用/销售收入	7.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
所得税税率	4.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所预测

表 10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.97
公司股价 (人民币)	19.88	Ke	8.81%
发行在外股数 (百万)	744	E/(D+E)	95.09%
股票市值(E, 百万元)	14787	D/(D+E)	4.91%
债务总额(D, 百万元)	763	WACC	8.60%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	2.00%

资料来源: wind、国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFE 估值方法, 得到公司的合理价值为 24.65-33.03 元/股。

表 11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

		WACC 变化				
		7.7%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%
永续 增 长 率 变 化	3.5%	43.75	38.41	34.14	30.65	27.74
	3.0%	39.92	35.46	31.81	28.78	26.22
	2.5%	36.84	33.03	29.87	27.20	24.91
	2.0%	34.31	31.00	28.22	25.84	23.78
	1.5%	32.19	29.28	26.80	24.65	22.78
	1.0%	30.40	27.81	25.57	23.62	21.91
	0.5%	28.86	26.52	24.49	22.70	21.12

资料来源: wind、国信证券经济研究所分析

相对估值法: 29.17-33.53 元/股

我们预计 2021 年公司服装鞋业 5.83 亿, 互联网广告 (遥望网络) 29.30 亿; 星期六 (剔除遥望网络) 净利润-1.69 亿, 遥望网络净利润 6.50 亿。我们按照分部估值法对公司进行估值: 1) 鞋业, 按照净资产 22 亿计 (不包括遥望网络, 其中公司净资产 33 亿, 遥望网络净资产 11 亿); 2) 直播电商, 选取 A 股营销公司分众传媒、天下秀, 电商代运营公司壹网壹创作为可比公司, 给予 21 年 30-35 倍 PE, 给予 195.0-227.5 亿。合计未来一年 217-250 亿人民币, 对应 29.17-33.53 元/股。(未考虑非公开发行摊销)

表 12: 可比公司盈利及估值情况一览

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	营业收入			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002027	分众传媒	买入	9.71	1428.16	0.27	0.41	0.46	35.60	23.53	21.11
600556	天下秀	买入	10.20	184.00	0.16	0.30	0.43	77.39	33.95	23.98
300792	壹网壹创	未评级	59.06	128.00	2.15	1.95	2.63	51.37	30.26	22.43
平均值								54.79	29.25	22.51

资料来源: 公司公告、Wind、彭博、国信证券经济研究所预测

结合绝对估值和相对估值, 未来一年目标价格 29.17-33.03 元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算出公司的合理估值在 26.88-31.32 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较, 选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考, 同时考虑公司成长性, 对行业平均动态 PE 进行修正, 最终给予公司直播电商业务 30-35 倍 PE, 可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

直播电商增速不及预期

行业增速与公司 GMV 休戚相关, 如果抖音、快手等直播电商增速不及预期, 可能会影响公司 GMV 增长。

平台机制或政策变化

短视频平台机制和政策是直播带货的基础, 包括公私域流量倾斜、佣金奖励减免等政策, 都可能影响 MCN 的盈利情况。

行业竞争加剧风险

行业竞争加剧可能导致主播分成、流量投入等成本上行, 进而影响 MCN 的盈利情况。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	234	475	1432	1771	营业收入	2151	3513	5314	6616
应收款项	1238	1444	1456	1813	营业成本	1447	2365	3616	4521
存货净额	1281	1612	1976	2472	营业税金及附加	6	11	16	20
其他流动资产	214	350	530	659	销售费用	321	259	267	333
流动资产合计	2968	3882	5393	6715	管理费用	134	322	484	601
固定资产	124	117	137	153	财务费用	89	(9)	13	(2)
无形资产及其他	136	130	125	119	投资收益	5	0	0	0
投资性房地产	2107	2107	2107	2107	资产减值及公允价值变动	58	(40)	0	0
长期股权投资	68	98	129	160	其他收入	(177)	10	10	10
资产总计	5403	6334	7891	9254	营业利润	41	535	929	1154
短期借款及交易性金融负债	837	733	814	795	营业外净收支	7	7	7	7
应付款项	348	568	871	1089	利润总额	48	542	936	1161
其他流动负债	820	1272	1890	2363	所得税费用	20	24	140	174
流动负债合计	2006	2574	3575	4247	少数股东损益	3	35	61	75
长期借款及应付债券	30	30	30	30	归属于母公司净利润	24	483	735	912
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	31	31	31	31					
负债合计	2037	2605	3606	4278					
少数股东权益	39	64	106	159					
股东权益	3326	3665	4179	4817					
负债和股东权益总计	5403	6334	7891	9254					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	24	483	735	912
资产减值准备	(23)	(4)	9	10
折旧摊销	19	27	31	34
公允价值变动损失	(58)	40	0	0
财务费用	89	(9)	13	(2)
营运资本变动	146	(4)	374	(281)
其它	21	29	33	42
经营活动现金流	129	571	1182	717
资本开支	(57)	(50)	(55)	(55)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(87)	(81)	(86)	(86)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	30	0	0	0
支付股利、利息	(38)	(145)	(220)	(273)
其它融资现金流	(52)	(104)	81	(19)
融资活动现金流	(68)	(249)	(140)	(293)
现金净变动	(26)	241	956	339
货币资金的期初余额	260	234	475	1432
货币资金的期末余额	234	475	1432	1771
企业自由现金流	248	504	1141	668
权益自由现金流	226	409	1211	651

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.03	0.65	0.99	1.23
每股红利	0.05	0.19	0.30	0.37
每股净资产	4.47	4.93	5.62	6.48
ROIC	3%	13%	20%	25%
ROE	1%	13%	18%	19%
毛利率	33%	33%	32%	32%
EBIT Margin	11%	16%	18%	17%
EBITDA Margin	12%	17%	18%	18%
收入增长	4%	63%	51%	25%
净利润增长率	-84%	1889%	52%	24%
资产负债率	38%	42%	47%	48%
息率	0.3%	1.0%	1.5%	1.8%
P/E	608.6	30.6	20.1	16.2
P/B	4.4	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	64.1	29.8	19.1	16.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032