

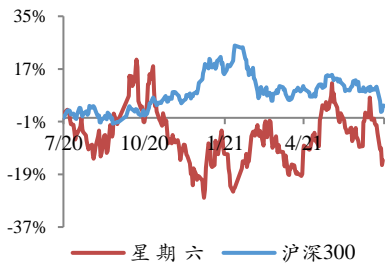
同直播风起，扶遥上青云

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-07-30

收盘价(元)	17.25
近12个月最高/最低(元)	24.21/14.67
总股本(百万股)	744
流通股本(百万股)	615
流通股比例(%)	82.64
总市值(亿元)	128
流通市值(亿元)	106

公司价格与沪深300走势比较



分析师：姚天航

执业证书号：S0010520090002

邮箱：yaoth@hazq.com

联系人：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 星期六已经顺利切入直播电商领域

星期六是首家在 A 股上市的女鞋公司，2019 年收购了从事直播电商的 MCN 机构遥望网络。到 2020 年，互联网广告行业营收占比已接近 70%，且是公司最主要利润来源，遥望网络贡献了 2.7 亿的利润。我们认为，星期六作为一家传统制造业企业目前已经顺利切入直播电商领域，直播电商业务将是公司营收增长的重要看点。

● 电商直播乃大势所趋，遥望处于产业链核心位置将有望受益

2020 年行业规模已接近万亿，行业形成了“淘快抖”三足鼎立格局。2017 年到 2020 年直播电商市场规模 CAGR 高达 270%，我们认为，从“人-货-场”的角度来看，电商直播用户渗透率有望进一步提升，商品从成熟品类往新品类延伸，多平台加大直播电商基础设施建设，这些因素将推动直播电商行业继续快速发展。而遥望作为产业链核心位置的 MCN 机构将有望受益。2020 年遥望 GMV 同比增长超 20 倍，21Q1 遥望的 GMV 就已经占到 2020 年全年四成。

● 遥望网络作为头部 MCN 机构，做直播带货潜力大

1) 主播资源：公司签约明星及主播/达人 156 位，已构筑起“明星+网红”式主播资源矩阵。不仅有王祖蓝、王耀庆、张柏芝等明星带货，而且在快手有化妆品类 Top2 带货达人瑜大公子、食品饮料类 Top2 带货达人李宣卓；2) 主播孵化能力：公司培养主播能力卓越，旗下达人都是自己孵化，比如瑜大公子和李宣卓都是公司赛马机制下产生的头部达人。另外，在抖音平台上，公司也孵化出了单场直播 GMV 超千万的美妆主播大利；3) 商品资源：我们认为，遥望所对接的商家资源与独家合作的品牌数量是其核心竞争力所在。目前公司商品库合作品牌超 2000 个，涉及 SKU 约 30 万个；4) 直播平台覆盖情况：我们认为，目前公司已站稳快手。在快手 2020 年 Top30 带货达人中公司占两人，他们的合计 GMV 就占到公司 2020 年全年的 60.8%。此外，公司在抖音平台表现亦亮眼，2021 年 1 月-6 月，遥望稳居抖音电商百应榜前十。

● 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 43.28 亿元、62.53 亿元、82.47 亿元，同比增速分别为 101.21%、44.47%、31.90%。归母净利润 5.52 亿元、8.69 亿元、11.98 亿元，EPS 分别为 0.74 元、1.17 元、1.61 元，对应 PE 分别为 22.80X、14.49X、10.51X，考虑到目前估值低于行业水平，以及未来对公司增长的看好，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

女鞋业务恢复不及预期风险；直播电商行业竞争加剧风险；公司旗下明星/达人管理及丑闻风险；合作品牌方资源流失风险；直播电商行业监管政策风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2151	4328	6253	8247
收入同比 (%)	3.9%	101.2%	44.5%	31.9%
归属母公司净利润	24	552	869	1198
净利润同比 (%)	-83.9%	2172.1%	57.3%	37.9%
毛利率 (%)	32.7%	32.2%	32.2%	33.1%
ROE (%)	0.7%	14.1%	18.1%	19.9%
每股收益 (元)	0.00	0.74	1.17	1.61
P/E	538.67	22.80	14.49	10.51
P/B	3.61	3.22	2.63	2.09
EV/EBITDA	47.85	15.41	10.68	7.58

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 踩准风口切入电商直播赛道.....	6
1.1 从女鞋到直播电商，公司转型成功.....	6
1.2 遥望网络是公司未来营收增长的主要看点.....	9
2 电商直播乃大势所趋.....	10
2.1 直播电商规模接近万亿，各大平台大力布局.....	10
2.2 直播电商本质上并未改变电商的底层逻辑.....	13
2.3 直播电商抢占传统电商与线下店铺的市场份额.....	15
2.4 从“人、货、场”三个维度看直播电商赛道大有可为.....	16
3 遥望网络直播电商业务增长潜力大.....	20
3.1 “明星+网红”带货矩阵丰富，平台孵化主播能力强.....	20
3.2 相比店播，公司优势在于细分领域头部达人.....	23
3.3 快手站稳脚跟，抖音持续开拓中.....	26
3.4 供应链能力强，商品资源丰富.....	28
4 盈利预测与投资建议.....	29
风险提示:	30
财务报表与盈利预测.....	31

图表目录

图表 1 2015-2020 年公司各品牌鞋线上销售占比情况	6
图表 2 公司业务发展历程	7
图表 3 2011-2021Q1 公司营收及同比情况	7
图表 4 2011-2021Q1 公司净利润及同比情况	7
图表 5 公司各业务营收占比情况	8
图表 6 公司各业务贡献毛利占比情况	8
图表 7 2019-2020 年公司与遥望网络营收情况	8
图表 8 2019-2020 年公司与遥望网络净利润情况	8
图表 9 2015-2020 年公司门店情况	9
图表 10 遥望网络主要业务结构	9
图表 11 2016-2020 年公司各业务营收占比	10
图表 12 直播电商发展历程	10
图表 13 淘宝、抖音、快手的直播电商业务发展情况	11
图表 14 2021 年上半年直播电商行业发展事件梳理	12
图表 15 我国电商直播用户市场规模	12
图表 16 中国直播电商交易总额及占中国零售额比重 (亿元)	13
图表 17 电商 GMV 公式	13
图表 18 红人广告和传统电商转化率对比	14
图表 19 电商直播营销链示意图	14
图表 20 直播电商产业链示意图	15
图表 21 中国网上零售额规模及同比 (单位: 亿元)	16
图表 22 我国直播电商市场规模及渗透率 (单位: 亿元)	16
图表 23 我国城镇快消品市场中各渠道销售额占比 (亿元)	16
图表 24 中国网络直播用户规模及渗透率 (单位: 亿人)	17
图表 25 2020 年中国互联网用户观看直播内容频率	17
图表 26 我国直播用户规模及电商直播用户在网络直播用户中的渗透率	17
图表 27 直播带货各品类商品特点	17
图表 28 直播带货各品类商品发展趋势	18
图表 29 直播带货各平台特点	18
图表 30 快手信任电商示意图	19
图表 31 抖音兴趣电商示意图	20
图表 32 遥望网络 GMV 情况 (单位: 亿元)	20
图表 33 遥望旗下快手平台达人分布情况 (截至 2021 年 7 月 26 日)	21
图表 34 遥望旗下抖音平台达人分布情况 (截至 2021 年 7 月 26 日)	21
图表 35 遥望旗下快手平台达人账号情况 (截至 2021 年 7 月 19 日)	21
图表 36 遥望旗下抖音平台达人账号情况 (截至 2021 年 7 月 19 日)	22
图表 37 大利在抖音上的粉丝及获赞情况	23
图表 38 快手“STEPS”方法论	24
图表 39 快手品牌入驻数量及商品交易额	24

图表 40 淘宝达人直播带货和店播 GMV TOP30 榜单.....	25
图表 41 2020 年快手美妆类主播 GMV TOP5.....	26
图表 42 2020 年快手食品酒水类类主播 GMV TOP5.....	26
图表 43 快手 TOP30 达人直播带货排行榜.....	27
图表 44 遥望稳居抖音电商百应榜前十.....	27
图表 45 公司一体化分发生态示意图.....	28
图表 46 公司部分合作品牌情况.....	28
图表 47 短视频带货营销效果影响因素.....	29
图表 48 盈利预测表.....	29
图表 49 行业对比.....	30

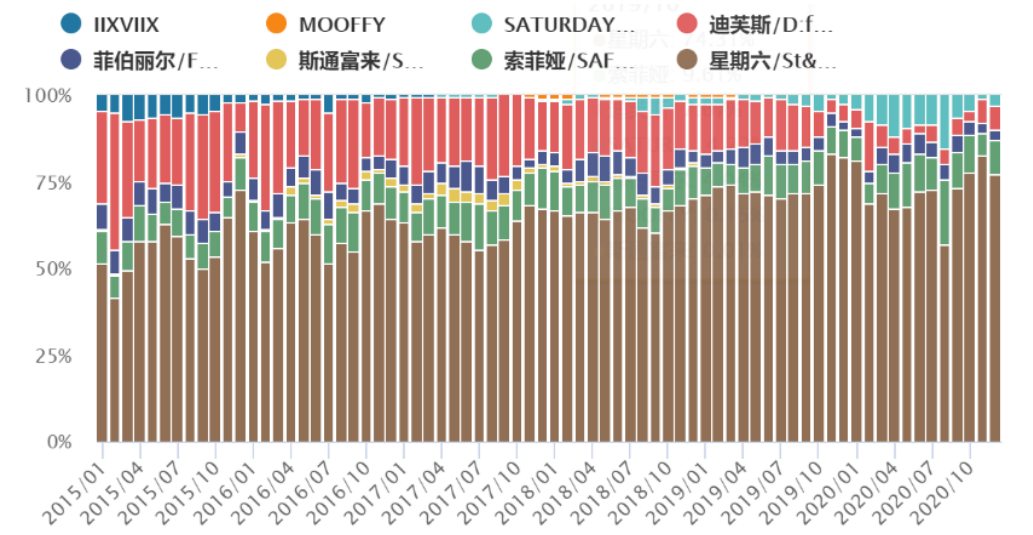
1 踩准风口切入电商直播赛道

我们认为，星期六作为一家传统制造业企业目前已经顺利切入直播电商领域。公司将直播电商业务作为新的营收增长点，系公司原有女鞋业务增速乏力，公司欲寻求改变。公司在 2015 年就开始准备转型，在 2016 年投资了北京奥利凡星产业并购基金，在 2017 年公司分别收购了时尚锋迅和北京时欣，在 2019 年收购遥望网络。目前公司业务转型的实质性进展已经显现：一方面在资产结构上，公司通过将直营店转加盟的方式调整公司女鞋业务的资产结构，目前公司直营店的规模已从 2015 年的 1508 家下降至 180 家；另一方在新切入的电商直播业务上，互联网广告行业营收占比已接近 70%，且是公司最主要利润来源，2020 年遥望网络实现利润 2.7 亿元，同比增长近 30%。

1.1 从女鞋到直播电商，公司转型成功

星期六是首家在 A 股上市的鞋业公司。公司拥有众多自有品牌，如 ST&SAT、FOND&BERYL、safiya、D:FUSE、ST&SAT MEN、MOOFFY 等。其中 ST&SAT 是公司主要品牌，根据 Wind 数据，从 2015-2020 年 ST&SAT 品牌鞋子占公司品牌线上销售额比重一直在 50% 以上。

图表 1 2015-2020 年公司各品牌鞋线上销售占比情况

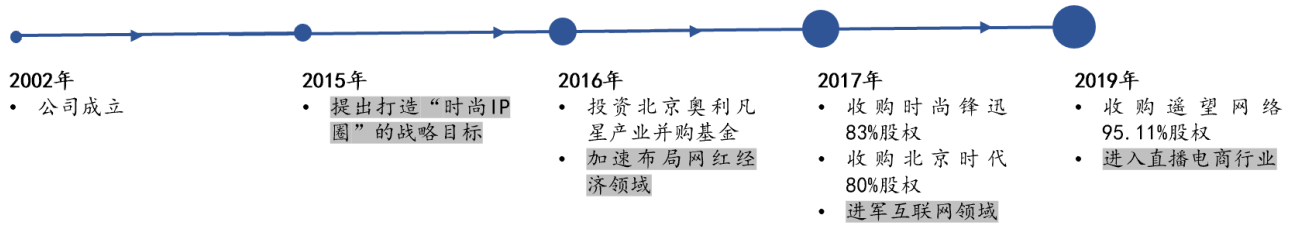


资料来源：wind，华安证券研究所

我国女鞋市场竞争激烈，星期六的市占率常年不到 1%。根据 wind 数据，2016-2021 年，我国国内主要女鞋公司的市占率长期在 20% 以下，其中星期六的女鞋市占率长期在 1% 以下，大多数时候都维持在 0.7% 左右的市占率水平，鲜有超过 1% 的情况。

公司欲寻求改变，进行了一系列收购活动。公司在 2015 年就提出了“打造时尚 IP 生态”的发展战略，准备积极拓展电商渠道。在 2016 年投资了北京奥利凡星产业并购基金，来开展时尚 IP 业务。在 2017 年，公司分别收购了时尚锋迅 83% 的股权和北京时欣 80% 的股权。在 2019 年完成收购遥望网络 95.11% 的股权。

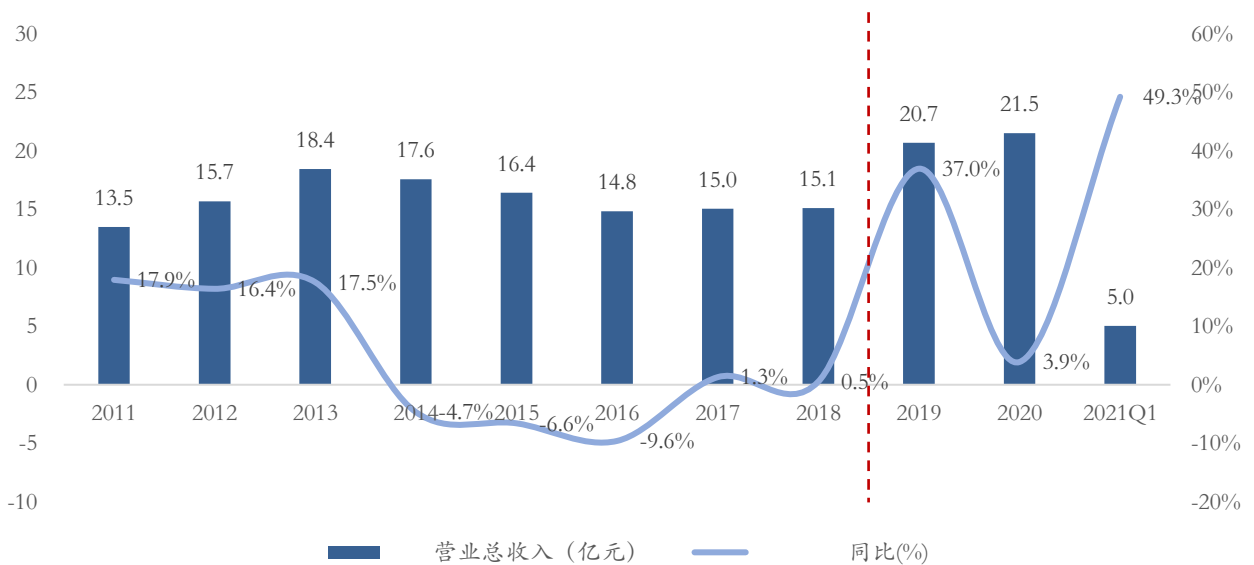
图表 2 公司业务发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

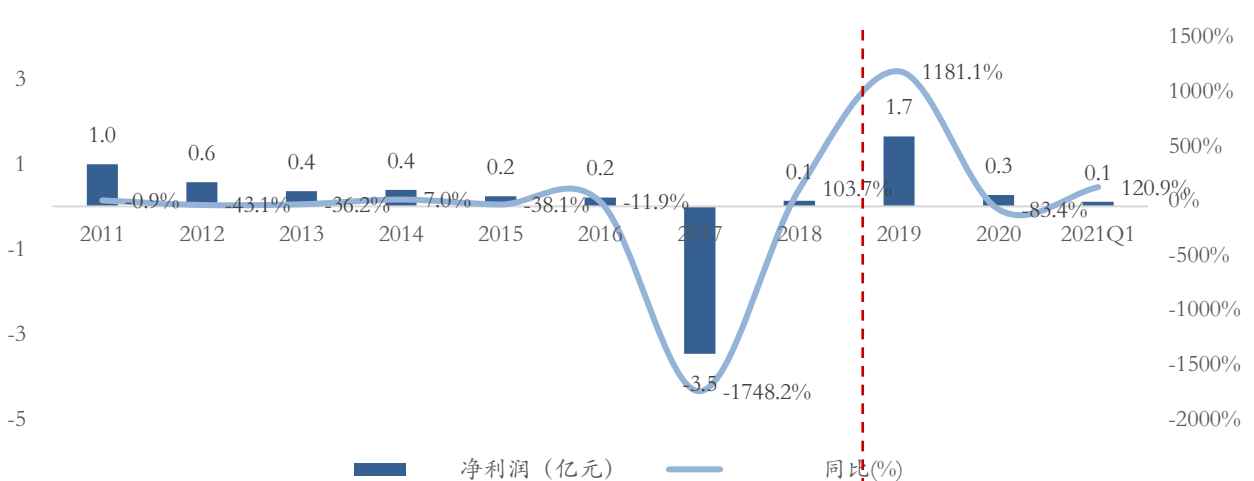
在 2019 年之前，公司营收及净利情况并不理想。根据 wind 数据来看，从 2011-2019 年，公司的营业收入并未取得太大增长，而且净利润情况也呈现逐渐下滑的趋势。我们认为，随着公司营收遇到瓶颈，公司需要开拓新业务，来打开营收空间。

图表 3 2011-2021Q1 公司营收及同比情况



资料来源：wind，华安证券研究所

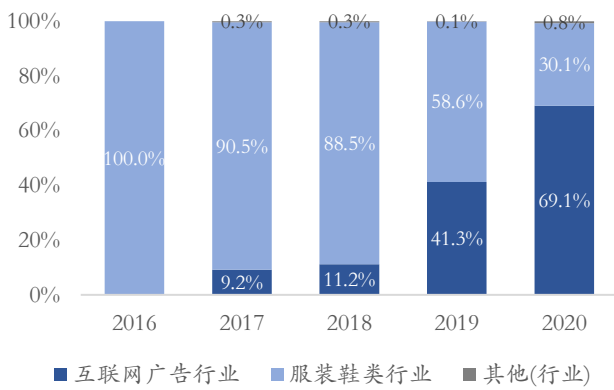
图表 4 2011-2021Q1 公司净利润及同比情况



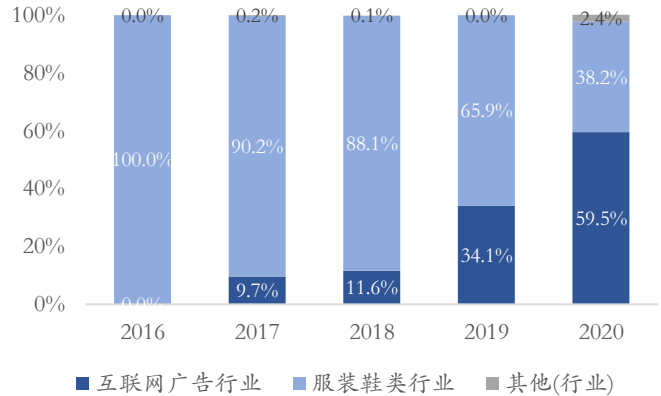
资料来源: wind, 华安证券研究所

2016-2020年互联网行业占公司营收及毛利比重持续提升,传统服装鞋类业务贡献持续减少。从2017年开始,互联网行业业务开始为公司贡献营收,到2020年其占公司营收比重已达到69.1%,占公司毛利比重达到59.5%,均超过公司之前的传统业务鞋类对公司营收的贡献。可以看出,互联网业务将是贡献公司收入的主要来源,是公司未来营收增长的主要看点。

图表5 公司各业务营收占比情况



图表6 公司各业务贡献毛利占比情况

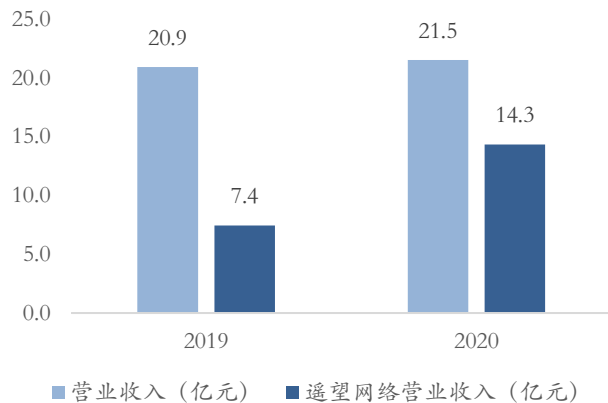


资料来源: wind, 华安证券研究所

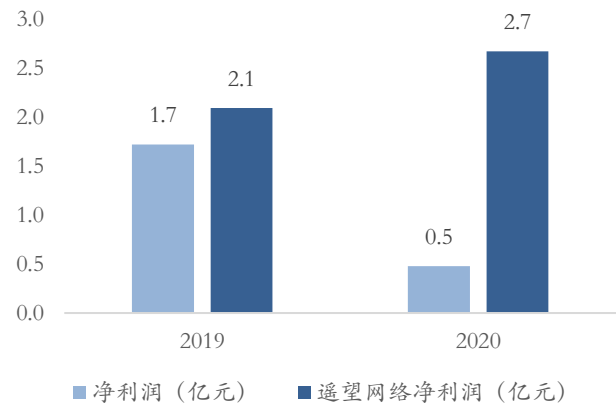
资料来源: wind, 华安证券研究所

公司并购遥望网络之后,公司业绩逐渐迎来改善。星期六于2018年启动收购遥望网络的重大资产重组,项目于2019年2月得到证监会的核准,在3月22号完成对遥望网络95.11%股份的过户。根据wind数据,2019年公司营收同比增长37%、净利润同比增长1181.1%,2020年公司营收同比增长3.9%、净利润同比下降83.4%。其中公司在2020年业绩并未实现较大增长,主要是因为疫情影响了公司女鞋业务。

图表7 2019-2020年公司与遥望网络营收情况



图表8 2019-2020年公司与遥望网络净利润情况

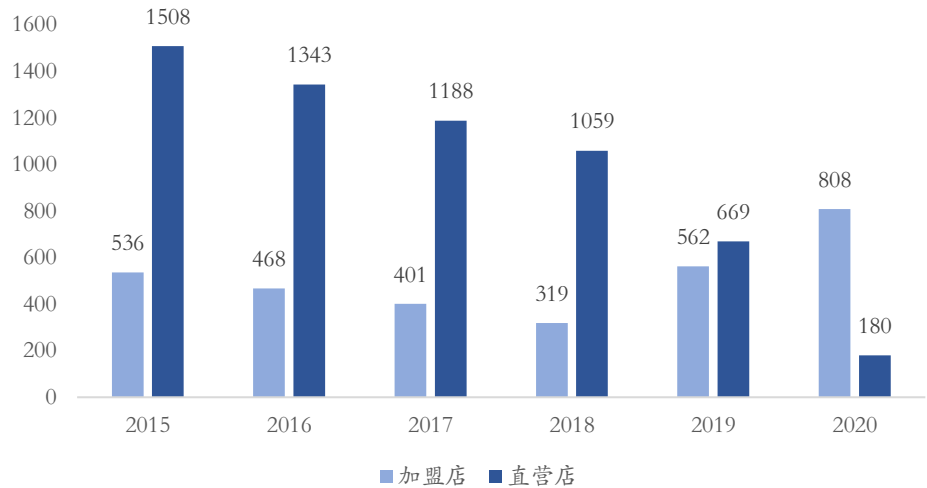


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

公司持续缩减直营门店,增加加盟店数量。从2015年开始公司持续缩减自营门店数量,通过转入合资公司与剥出上市公司体外等方式转成加盟店的形式。到2020年底公司直营门店数量已减少至180家,加盟店增加至808家,我们认为这有利于转变公司资产结构,减少直营门店相关费用开支。

图表 9 2015-2020 年公司门店情况



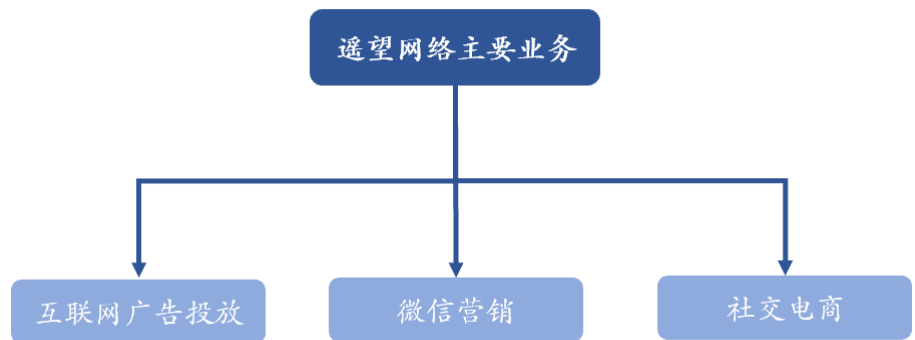
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 遥望网络是公司未来营收增长的主要看点

遥望网络是快手及抖音双平台头部 MCN 机构。公司在 2018Q4 开始涉足社交电商业务，到 2019Q3 正式步入正轨。旗下拥有王祖蓝、王耀庆、张柏芝、张予曦等多位明星艺人，以及瑜大公子、李宣卓、柠檬女鞋、大利、Tina 徐总、大虫、乃提 Guli、尬演七段等百余位主播达人，形成了优秀的短视频达人矩阵及直播电商主播梯队。

遥望网络有三大主要业务，分别是互联网广告投放、微信营销业务和社交电商业务。其中，互联网广告投放业务主要包括传统 PC 端和移动端的流量买卖和整合，以及自有的遥点平台进行的游戏分发；微信营销业务主要是利用公司自有的静雅书院、静雅课堂、微小盟等公众号以及外部代理合作的公众号进行流量变现；社交电商服务业务主要是公司主播在快手、抖音、淘宝等直播平台进行直播带货，并且承接短视频带货广告。

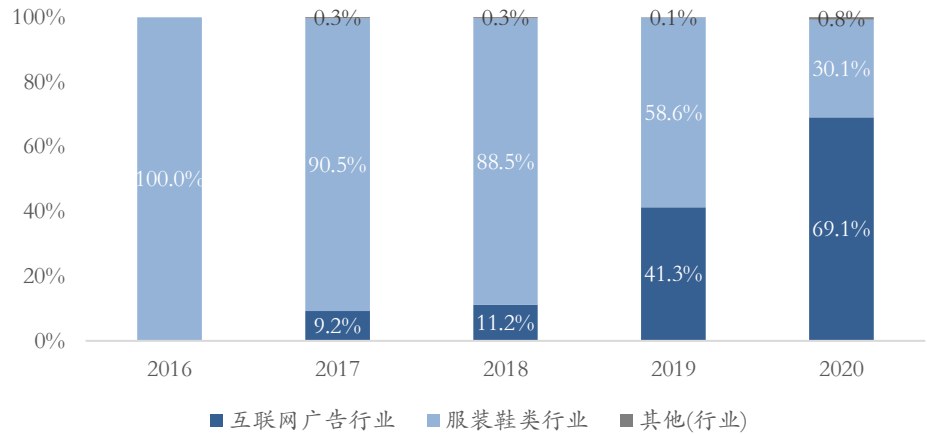
图表 10 遥望网络主要业务结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

遥望网络已成公司营收增长主要动力。遥望网络的营收是计入公司互联网广告行业营收中，根据 wind 数据，2016-2020 年公司互联网广告营收占比持续增长，到 2020 年互联网广告行业占公司营收比重已接近 70%。我们认为，遥望网络是公司未来营收增长的主要看点。

图表 11 2016-2020 年公司各业务营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

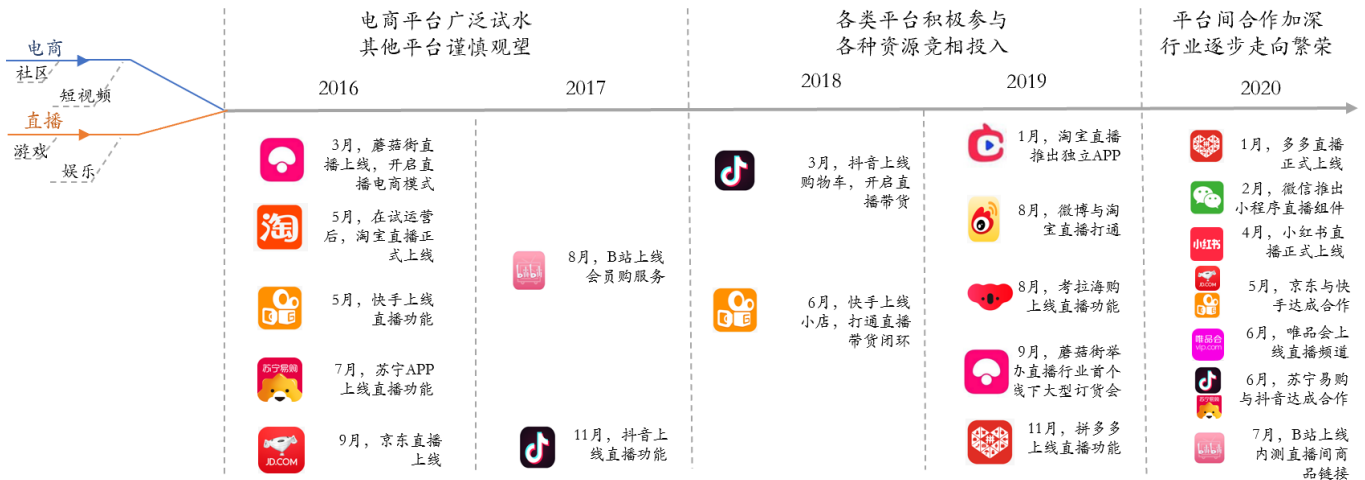
2 电商直播乃大势所趋

我们认为, 电商直播乃大势所趋。从行业发展情况来看, 电商及短视频平台从 2016 年开始布局, 到 2020 年行业规模已超万亿, 行业也逐渐形成淘宝直播、快手、抖音三足鼎立的态势。在 2021 年“淘快抖”三家大力布局电商的背景之下, 我们认为电商直播行业将迎来快速发展期, 而处于直播电商产业链中游的 MCN 机构, 作为连接下游消费者与上游商家的核心平台将有望受益。

2.1 直播电商规模接近万亿, 各大平台大力布局

2016 年开始电商平台、短视频平台等社交内容平台相继入局直播电商行业。2016 年在各大电商平台的带动下直播电商开始兴起, 其中蘑菇街最早开启了直播电商模式, 随后淘宝、快手、苏宁及京东也陆续上线直播功能。

图表 12 直播电商发展历程



资料来源: 易观, 华安证券研究所

淘宝、抖音和快手的直播电商业务发展迅猛。其中，淘宝直播在 2020 年主播数量增长 661%，新品牌在直播间的成交额增长 329%。而抖音电商在 2021 年 1 月抖音电商交易额较去年同期增长超过 50 倍；在 2021 年 3 月品牌入驻数量和品牌类商品交易额同比分别增长 4.5 倍和 6 倍。快手电商在 2020 年 3 月-2021 年 3 月，快手电商上购买过商品的 用户增长 43.9%；2021 年 3 月，快手电商平均订单金额同比增加 27.2%；2021 年 Q1, 每月人均订单金额同比提升 56.8%。

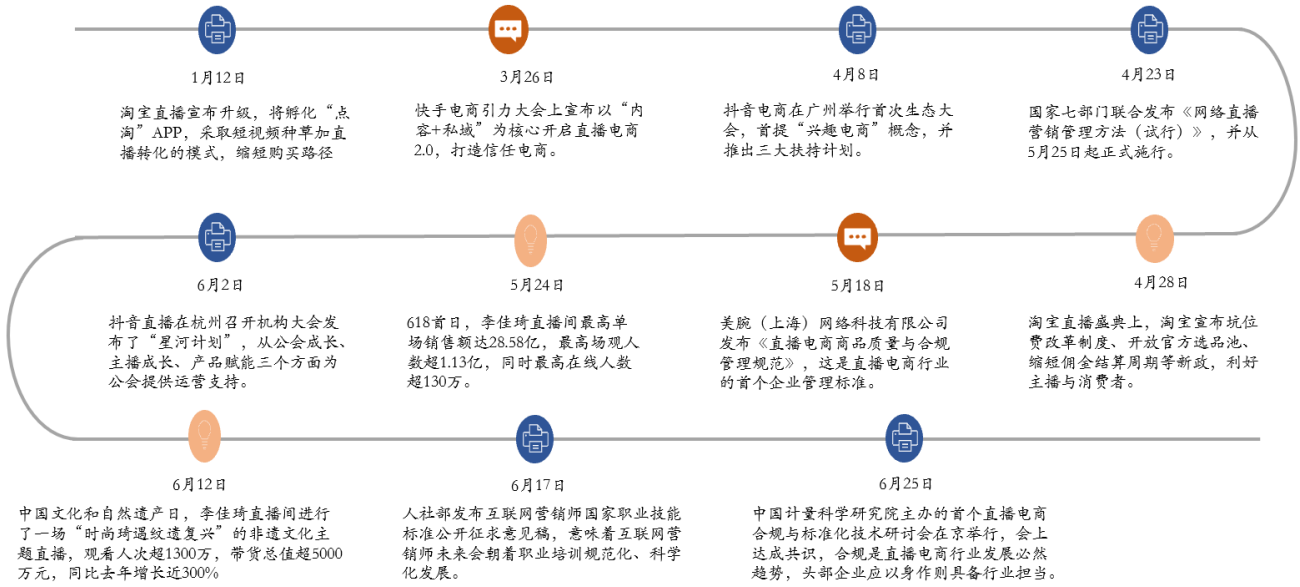
图表 13 淘宝、抖音、快手的直播电商业务发展情况



资料来源：易观，华安证券研究所

2021 年淘宝、抖音、快手相继宣布大力发展直播电商业务。其中，快手在“2021 快手电商引力大会”中宣布在 2021 年打造 100 个十亿 GMV 的生态合作伙伴；抖音在“2021 抖音电商生态大会”中宣布在未来一年助力 1000 个商家年销破亿，其中 100 个新锐品牌年销破亿；淘宝在“淘宝直播商家大会”中宣布计划在 2021 年产生 2000 个过亿直播间、200 个过亿生态伙伴、100 万个有收入的职业主播，以及帮助 1000 个新品牌实现 500% 的增长。

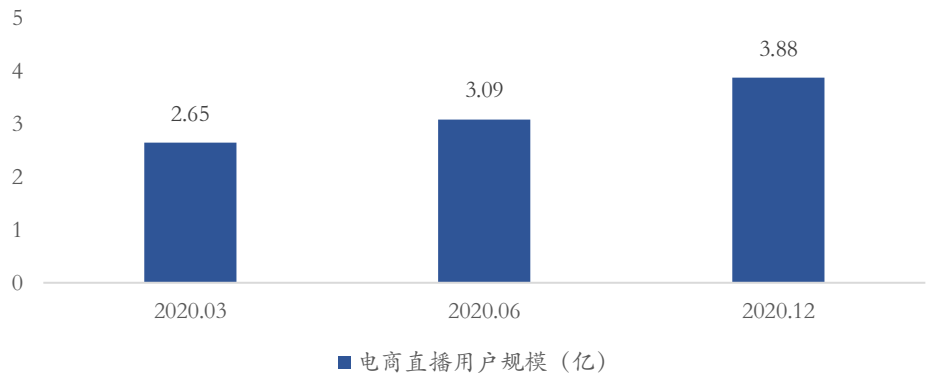
图表 14 2021 年上半年直播电商行业发展事件梳理



资料来源：易观，华安证券研究所

直播电商用户已占我国网民比重接近四成。根据 CINNIC 数据，到 2020 年 12 月我国直播电商用户规模已达到 3.88 亿人，占我国网民规模达到 39.2%。在电商直播中购买过商品的用户占到总体电商直播用户的 66.2%，其中 17.8% 的用户的电商直播消费金额占到其所有网上购物消费的三成以上。

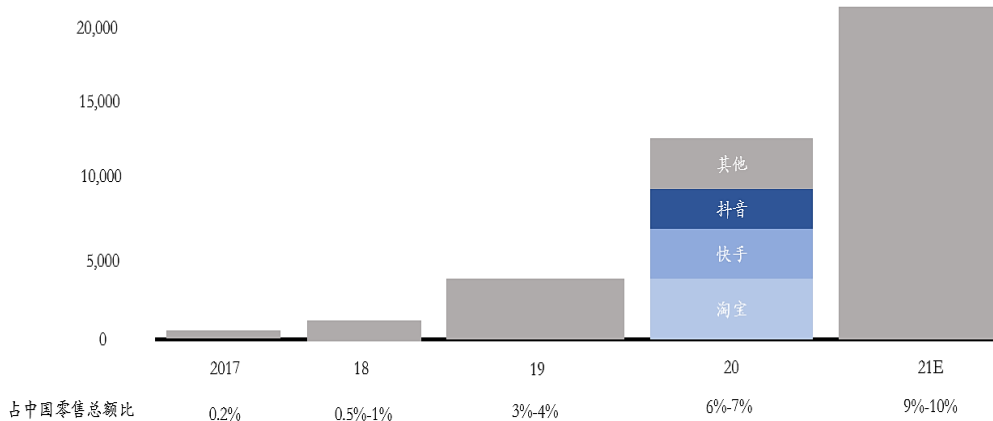
图表 15 我国电商直播用户市场规模



资料来源：CINNIC，易观，华安证券研究所

我国直播电商市场规模已超万亿，抖音、快手、淘宝呈三足鼎立的竞争格局。从直播电商的市场规模来看，到 2020 年我国直播电商市场规模已接近 12000 亿元，其中淘宝、快手和抖音的 GMV 占比接近 80%。此外，我国直播电商市场规模在我国社零中的占比亦逐步提升，到 2020 年底占我国社零比重约 6%-7%。

图表 16 中国直播电商交易总额及占中国零售额比重 (亿元)

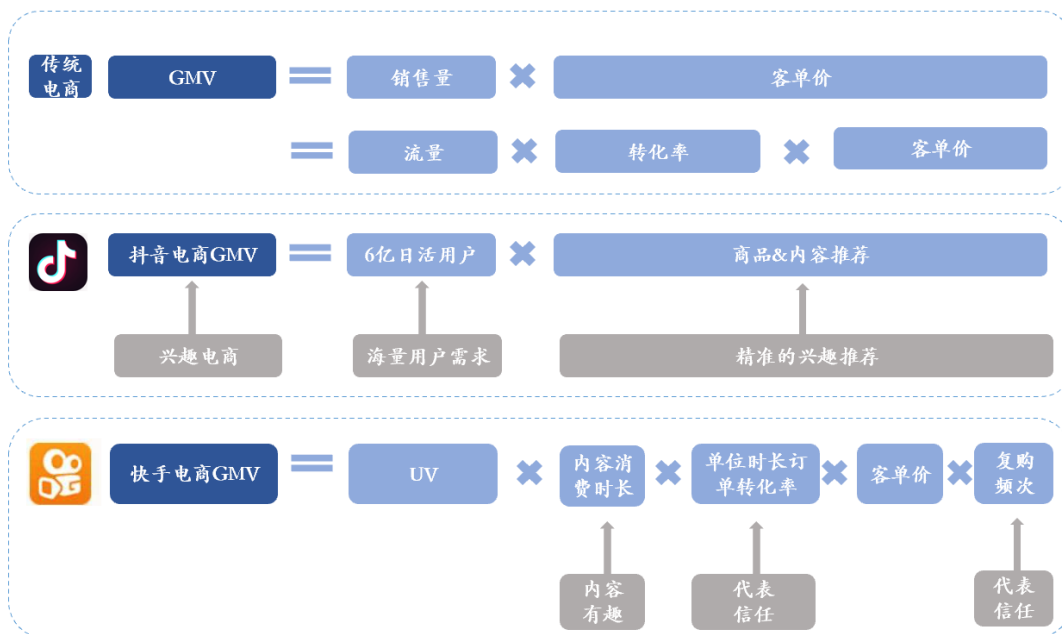


资料来源:《2021年中国购物者报告》贝恩 X 凯度, 华安证券研究所

2.2 直播电商本质上并未改变电商的底层逻辑

直播电商并没改变电商行业的收入逻辑。不管是抖音所提出的兴趣电商, 还是快手所提出的信任电商, 从本质上来说并没有改变电商“GMV=流量 X 转化率 X 客单价”的核心公式, 而是由于不同平台的属性及模式特点导致对于流量、转化率、客单价等关键因素的提升。

图表 17 电商 GMV 公式



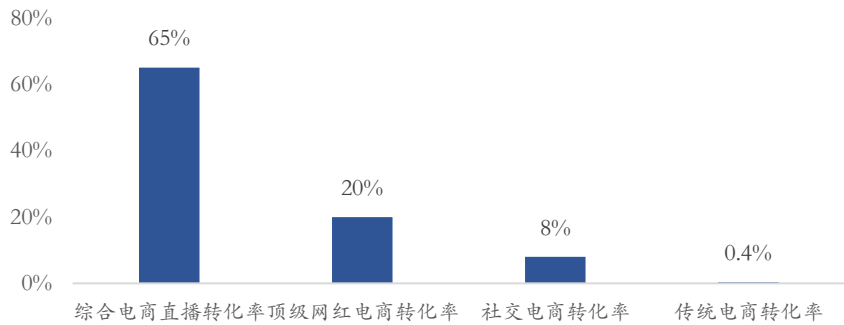
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

传统电商平台优势在于海量商品, 直播电商平台优势在于转化方式的不同。具体而言, 传统电商主要靠海量的商品吸引流量, 在转化率方面主要通过图文、评分等方式促进转化。直播电商的流量主要来自平台内容吸引到的内容消费用户, 在转化率方面通过直播+互动的形式提升转化。

直播电商销售转化率高。首先, 从电商营销链的角度来看, 直播电商营销链路最短,

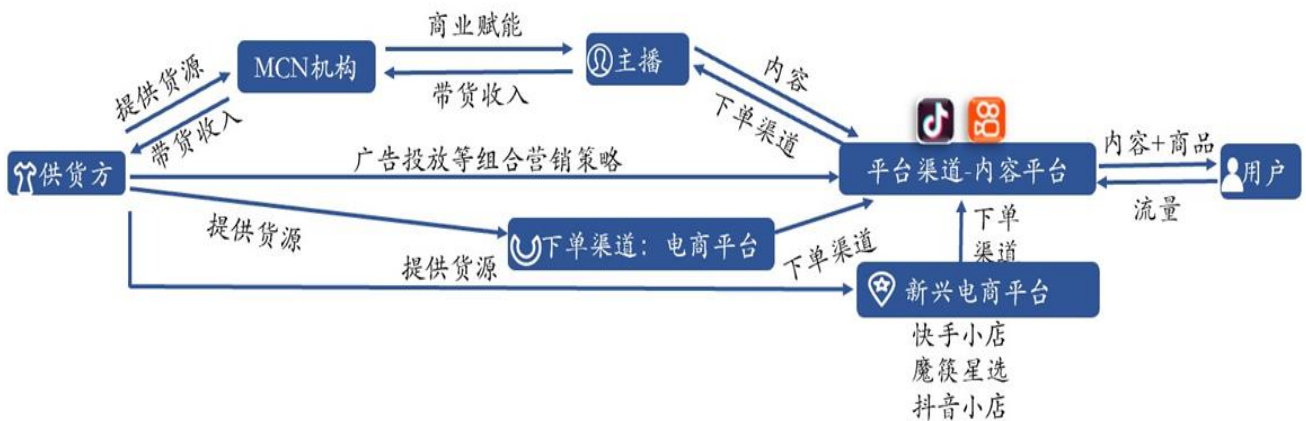
省去了中间环节，直接连接供货方与消费者。其次，从信息传达的角度来看，直播电商的出现，推动了商品描述的升级（文字→图片→音频→视频→直播互动），提升了信息交互的效率。基于这种升级，一方面，KOL 可以通过直播电商的形式与用户更好地互动和推荐商品，增强了用户与商品之间的信任度；另一方面，直播电商扩大触达范围，提升了服务效率。以类似淘宝这样的综合电商平台和网红带货的电商模式相比较，根据克劳锐和京东物流研究院的数据，通过直播这种形式，综合电商直播转化率高达 65%，远超顶级网红电商转化率。

图表 18 红人广告和传统电商转化率对比



资料来源：克劳锐，京东物流研究院《直播电商供应链研究报告》，华安证券研究所

图表 19 电商直播营销链示意图



资料来源：艾瑞咨询，淘宝直播《2020年淘宝直播新经济报告》，华安证券研究所

MCN 机构位于直播电商产业链的核心位置，连接供需两端。直播电商产业链中，上游主要是商家如品牌商、代理商、经销商、生产商等，中游主要是直播电商平台与 MCN 机构，下游是消费者。其中，MCN 机构从上游获取品牌商带货及营销需求，借助旗下网红及明星资源，通过各类平台将商品以直播互动的形式展示给消费者并最终实现销售。

图表 20 直播电商产业链示意图

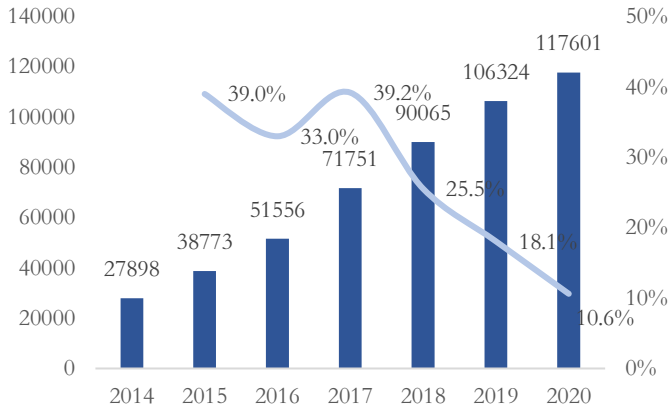


资料来源：36 氪研究院，华安证券研究所

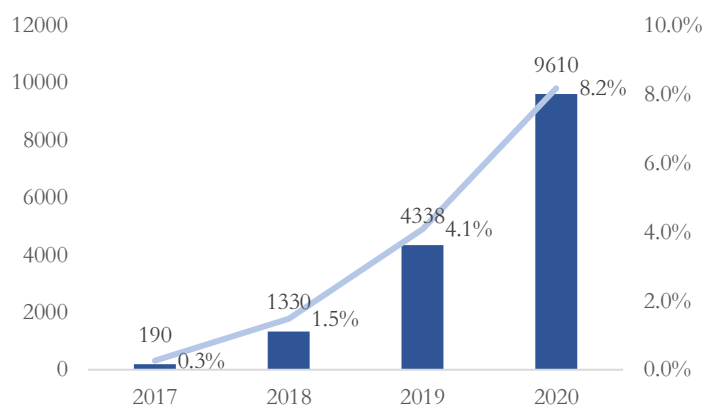
2.3 直播电商抢占传统电商与线下店铺的市场份额

直播电商抢占了传统电商的市场份额。到 2020 年，我国直播电商市场规模已接近万亿，2017-2020 年均复合增速高达 270%。同时，直播电商在我国网上零售额中的占比持续提升，从 2017 年的 0.3% 增长至 2020 年的 8.2%。而我国网上零售额的同比增速一路下滑，到 2020 年同比增速已减少至 10.6%。我们认为，在我国网上零售额同比增速持续下滑的大背景下，直播电商市场规模的迅速增长会抢占部分传统电商市场份额。因为购买直播间产品的用户，大多都是传统电商平台上的用户。这类用户在直播间购买行为的增加，那么相应的会减少在传统电商渠道的消费。

图表 21 中国网上零售额规模及同比 (单位: 亿元)



图表 22 我国直播电商市场规模及渗透率 (单位: 亿元)

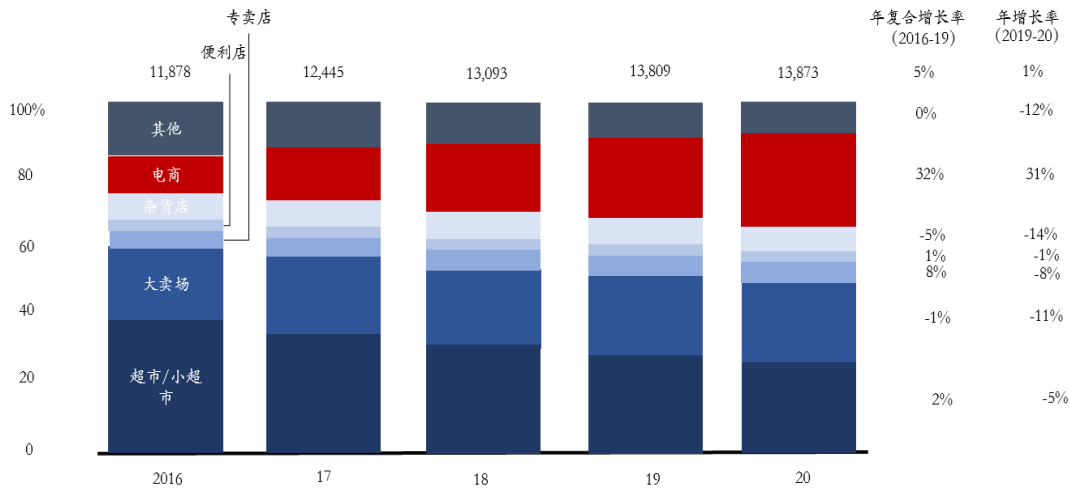


资料来源: Questmobile, 华安证券研究所

资料来源: 艾媒咨询, 国家统计局, 华安证券研究所

直播电商后期有望抢占线下渠道销售额。参考贝恩与凯度数据, 以快消品为例, 从 2016-2020 年, 我国快消品在电商渠道占比持续提升, 到 2020Q3 其占比已达到 26.7%, 且销售额规模的复合年均增速超过 30%。而线下渠道如超市/小超市、大卖场、便利店以及杂货店的占比均逐渐下降。借鉴 2016-2020 年我国快消品线上和线下销售占比变化情况, 来看, 电商渠道抢占的是线下的份额, 我们认为, 直播电商的增量也有部分是来自于抢占线下渠道销售份额。

图表 23 我国城镇快消品市场中各渠道销售额占比 (亿元)



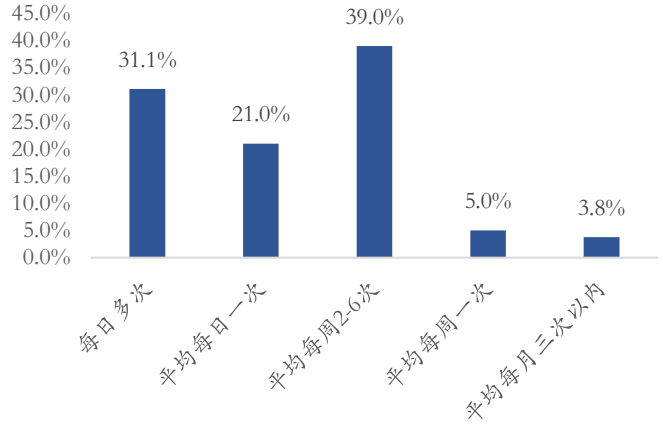
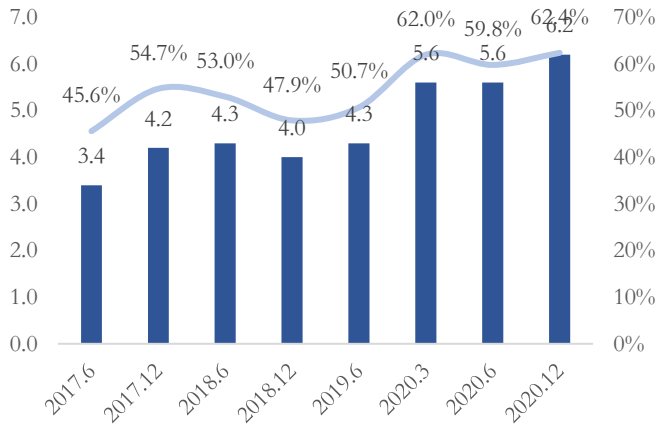
资料来源: 《2021 年中国购物者报告》贝恩 X 凯度, 华安证券研究所

2.4 从“人、货、场”三个维度看直播电商赛道大有可为

人: 网络直播用户构筑起直播带货的基础流量来源, 电商直播用户渗透率有望进一步提升。参考艾瑞咨询数据, 到 2020 年 12 月, 我国网络直播用户规模已超 6 亿, 在全网用户中渗透率超过 60%, 有大量的用户会聚集在直播形式的平台上, 而且我国超过 50% 以上的互联网用户平均每日会观看直播一次及以上。有流量聚集在直播形式的平台上, 会促使平台做直播带货来进行变现。同时, 参考 CINNIC 数据来看, 2020 年 3 月到 2020 年 12 月, 电商直播用户在网络直播用户中的渗透率持续提升, 目前已达 62.9%, 我们认为, 在电商直播带货的大趋势下, 直播电商用户渗透率还有望进一步提升。

图表 24 中国网络直播用户规模及渗透率 (单位: 亿人)

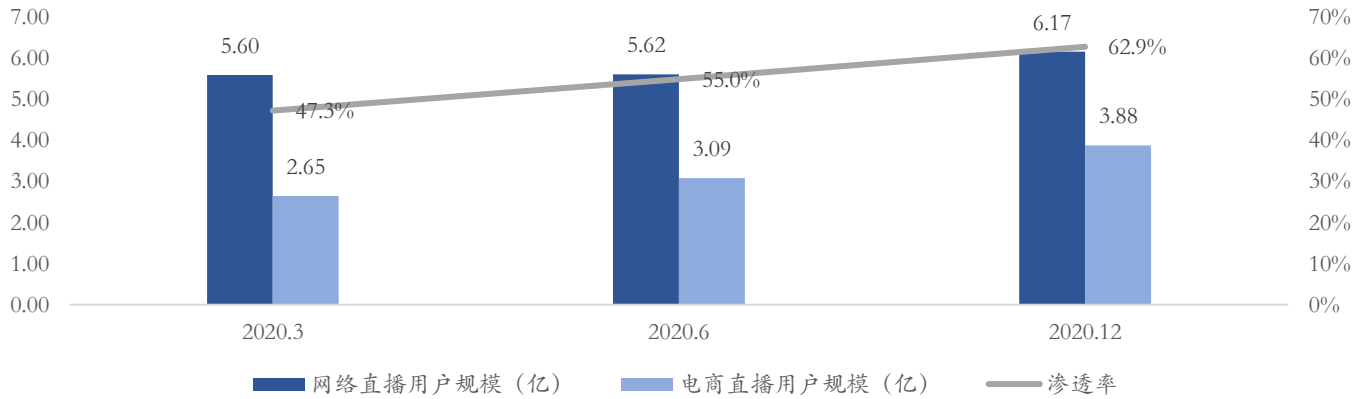
图表 25 2020 年中国互联网用户观看直播内容频率



资料来源: CINNIC, 艾瑞咨询, 华安证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

图表 26 我国直播用户规模及电商直播用户在网络直播用户中的渗透率



资料来源: CINNIC, 华安证券研究所

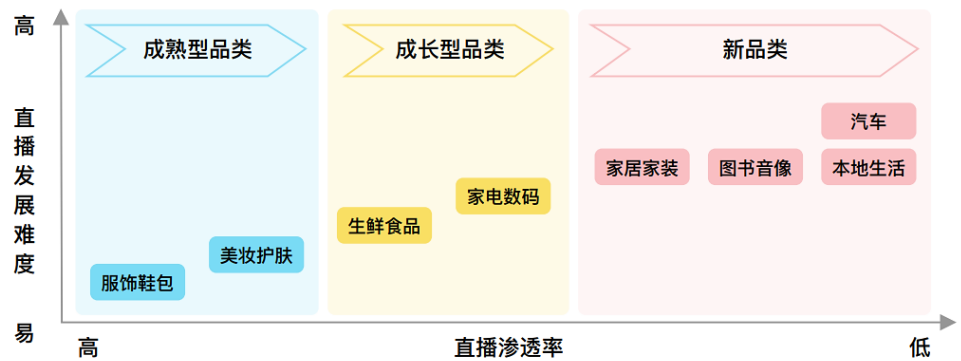
货: 商品从成熟品类往新品类延伸。目前直播带货已经覆盖绝大部分商品, 尤其以体验性强、毛利率高、客单价低、退货率低、复购率高的相关非标品最为受益。因此, 直播的强势品牌主要以美妆和穿搭类商品为主, 而中高价、非必须的消费品有待挖掘。我们认为, 在前期主要以服饰鞋包、美妆护肤品类为主的背景下, 未来直播带货的品类有望往家居家装、图书音像、汽车等品牌延伸。

图表 27 直播带货各品类商品特点

	服饰鞋包	美妆护肤	生鲜食品	家电数码	图书音像	汽车	家居家装	本地生活
体验感	高	高	中	较高	较低	较低	较高	低
毛利率	50%+	50%+	15%+	20%+	20%+	15%+	30%+	10%+
客单价	较低	较低	低	较高	较低	高	高	中
退货率	高	较低	较低	较高	较高	较低	较低	中
直播渗透率	35.6%	7.6%	7.4%	4.6%	未知	0.1%	3.6%	0.1%

资料来源:《2020 直播电商白皮书》小葫芦, 华安证券研究所

图表 28 直播带货各品类商品发展趋势



注释:直播渗透率是场次渗透率与观看人数渗透率的平均值;直播渗透率=1/2 ((各类目直播场次/总直播场次)+各类目);以淘宝直播为代表,以30天为统计周期计算。

资料来源:《2020 直播电商白皮书》小葫芦, 华安证券研究所

场: 多平台发力直播电商。从平台来看,目前直播电商主要以淘宝、抖音和快手为主,此外还有拼多多、小红书、京东直播等平台,而各个平台均各有优势。比如,淘宝直播依托于淘宝平台,其带货商品品类最齐全、价格区间最广;而快手依托于平台强私域属性,其直播带货复购率高;而抖音作为一个中心化媒体平台,其直播带货商品的品宣效果好。

图表 29 直播带货各平台特点

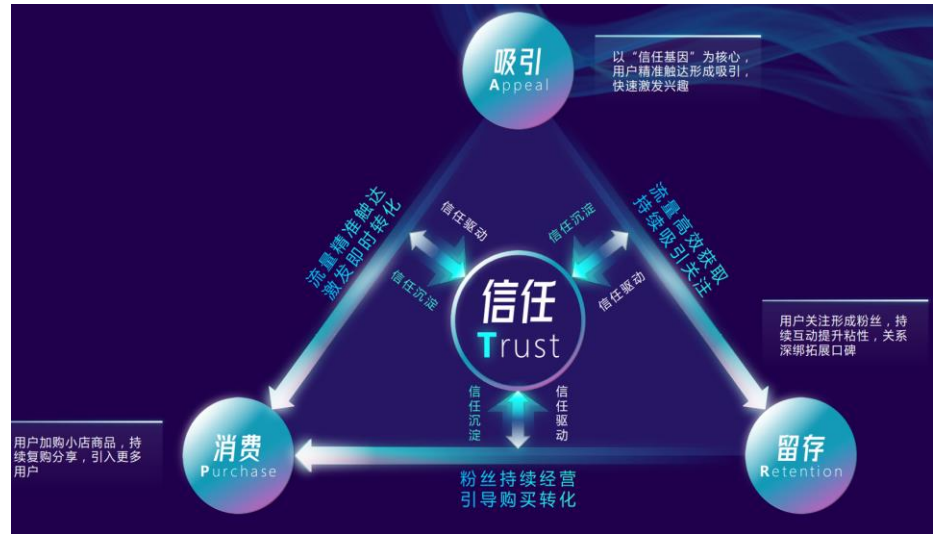
平台	淘宝直播	京东直播	小红书	拼多多	快手	抖音
平台属性	电商	电商	内容+电商	电商+社交	社交+内容	社交+内容
电商载体	站内成交	站内成交	站内成交为主	站内成交	天猫、有赞、京东、拼多多、快手小店、魔筷星选	抖音小店
KOL属性	头部主播高度集中,代表主播:薇娅、李佳琦	全力扶持商家自播与代表主播中	美妆和时尚博主居多	目前以中小主播为主,顶级主播粉丝约82万	代表主播:辛巴、蛋蛋、猫妹妹	代表主播:罗永浩
带货商品属性	淘系内全品类、价格区间广	全品类、依靠孵化超级红人+推荐优质产品	美妆类为主,商品价格偏高	低价白牌商品为主,兼具生活类最多,其次为服饰食品	高性价比的白牌商品较多,产业带直播比重较大	美妆+服装百货占比高,商品价格集中0-200元的,有一定知名度的品牌
带货	商家自	为超级	种草笔记	直播更像是	达人直播、	短视频+

模式	播和达人导购模式	网红提供优质商品	为主,直+测评笔记共同发力	一种展示工具和服务形式	打榜、连麦等	直播,内容驱动
机会点	内容矩阵、流量扶持及供应链	商家持续入住和庞大的用户基础	用户活跃度与粘度高,流量精准,适合品牌货	与微信的生态系统打通,适合店铺私域流量的运营	擅长维护高价值的私域流量,转化率较高,带货能力强	用户的消费能力更高,内容驱动,品宣效果好
转化率	很高	未知	未知	未知	较高	中等
客单价	低中高	较高	较高	较低	中等	较低

资料来源:《2020 直播电商白皮书》小葫芦,华安证券研究所

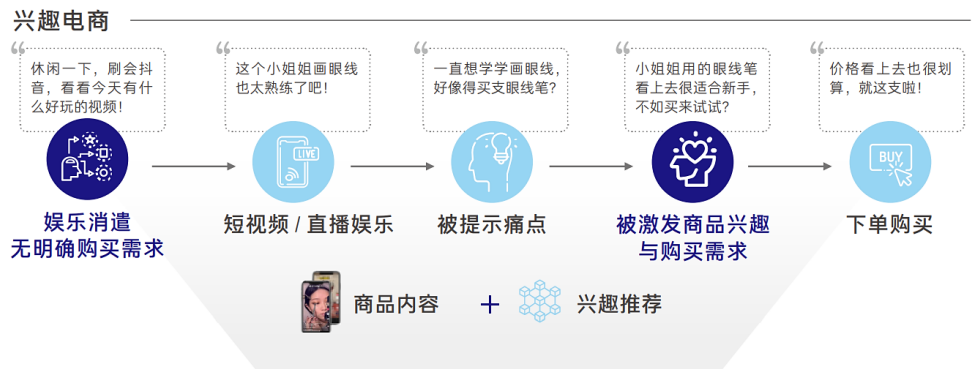
快手构筑信任电商购物环境,抖音打造兴趣电商购物场景。两大主要直播带货平台,借助核心优势打造适合自身平台的带货场景。快手强调主播和消费者之间建立起信任关系,不欺骗“老铁”,以打造信任电商为核心。快手基于信任关系,通过精准触达用户的方式吸引用户消费,最后使得用户关注形成粉丝、提高复购率。抖音发展兴趣电商核心在于通过优质的内容去激发消费者的消费兴趣,即抖音的兴趣电商主要通过“商品内容+兴趣推荐”的形式,激发有娱乐需求但无明确消费需求的用户的购买兴趣,从而为商家卖货带来增量需求。

图表 30 快手信任电商示意图



资料来源: 磁力引擎,华安证券研究所

图表 31 抖音兴趣电商示意图



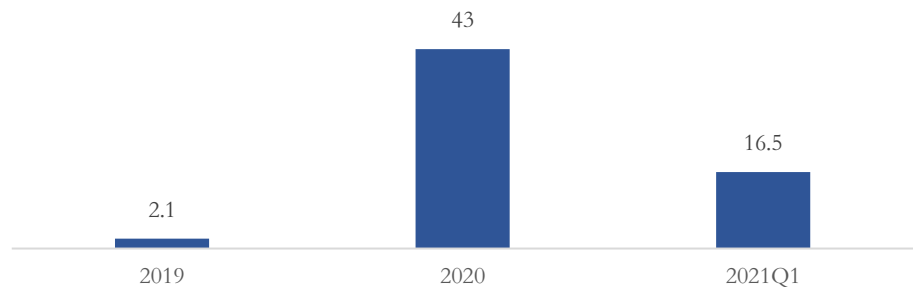
资料来源：抖音电商，贝恩，华安证券研究所

3 眺望网络直播电商业增长潜力大

我们认为，眺望网络作为快手与抖音双平台 MCN 机构，在主播资源、商品资源以及买量能力方面优势明显，做直播带货潜力较大：

- 1) 眺望已通过“明星+网红”式矩阵构筑起丰富的主播资源，公司已签约明星及主播/达人 156 位。其中，公司还拥有细分领域头部主播，比如瑜大公子、李宣卓，而且这些达人已在快手站稳脚跟。与此同时，公司具备较强的达人孵化能力，瑜大公子和李宣卓都是在公司赛马机制下培养的达人，目前公司也在发力扩展抖音平台，已经培育出单场直播 GMV 超千万的带货达人大利；
- 2) 我们认为，相较于主播资源而言，MCN 平台所对接商家资源的丰富程度及独家合作品牌数量是其核心竞争力所在，目前公司产品库合作品牌超 2000 个，涉及 SKU 约 30 万个；
- 3) 从数据端来看，2020 年公司 GMV 同比增长超 20 倍，到 2021Q1GMV 达 16.5 亿，占到 2020 年全年 GMV 近四成。

图表 32 眺望网络 GMV 情况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.1 “明星 + 网红”带货矩阵丰富，平台孵化主播能力强

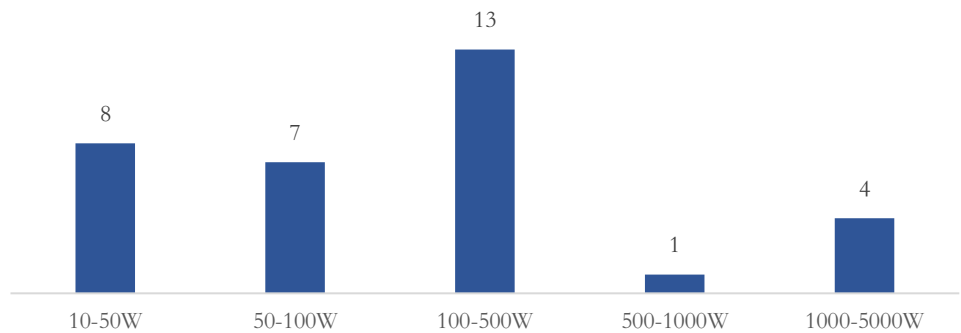
眺望网络是快手及抖音双平台头部 MCN 机构，旗下拥有王祖蓝、王耀庆、张柏芝、张予曦等多位明星艺人，以及瑜大公子、李宣卓、柠檬女鞋、大利、Tina 徐总、大虫、乃提 Guli、枪演七段等百余位主播达人，形成了优秀的短视频达人矩阵及直播电商主播梯队。截至 2021 年 3 月 31 日，眺望网络签约包含王祖蓝、王耀庆、张柏芝等明星艺人

及瑜大公子、李宣卓等主播/达人共 156 位，其中短视频达人 46 位，直播电商艺人/主播/达人共 110 位。

公司有丰富的主播资源，现有主播粉丝体量是公司业绩的重要支持，也是未来 GMV 增长的动能。据新榜统计数据显示，公司在快手与抖音两平台上共有 1000-5000w 粉丝量级的达人账号 5 个、500-1000w 粉丝量级的达人账号 2 个、100-500w 粉丝量级的达人账号 20 个、50-100w 粉丝量级的达人账号 18 个、10-50w 粉丝量级的达人账号 21 个。

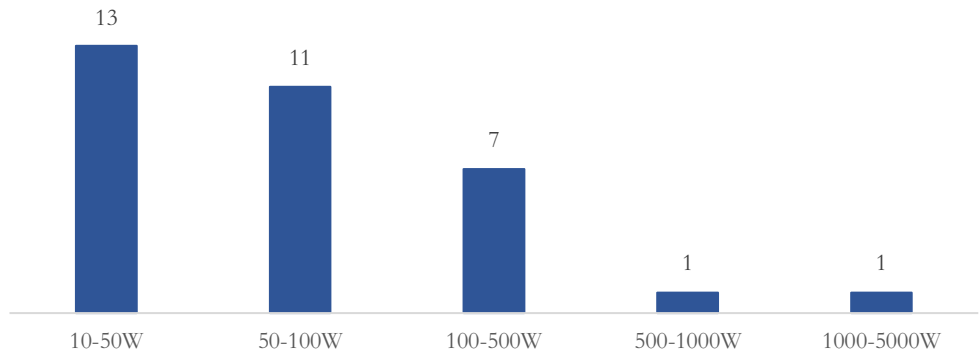
遥望是重公司轻达人的类型，公司以全约和商务约的模式签约主播。对于单场直播 GMV 能达到百万以上级别的主播，公司计划与其签订全约，通常合约期较长，比如 8-10 年。而商务约的模式就是公司负责招商以及商品的运营，而广告投放、客户以及售后都由主播自己团队承担，这样能降低公司的运营成本，有利于提升公司盈利能力。公司计划全约主播的规模能在 2021 年达到 60 个，而商务约主播计划签约百余名。

图表 33 遥望旗下快手平台达人分布情况 (截至 2021 年 7 月 26 日)



资料来源：新榜，华安证券研究所

图表 34 遥望旗下抖音平台达人分布情况 (截至 2021 年 7 月 26 日)



资料来源：新榜，华安证券研究所

图表 35 遥望旗下快手平台达人账号情况 (截至 2021 年 7 月 19 日)

达人账号	地区	分类	粉丝数量 (万人)
王祖蓝	中国香港大埔区	娱乐	2878.8
瑜大公子	浙江杭州	时尚	2592.3
王浩辉	浙江杭州	搞笑	1108.3
李宣卓	浙江杭州	美食	1074.7
十三妹妹	浙江杭州	搞笑	783.5
李亚男	北京	娱乐	481.5

小虾米	重庆	情感	460.5
酷酷的阿昊	吉林长春	情感	424.2
乃提 Guli	浙江杭州	时尚	351.2
你的小 cc	广东广州	搞笑	316.8
余机智	浙江杭州	时尚	315.6
质可爱	广东广州	搞笑	279.9
搭配师阳阳 yang	浙江杭州	时尚	25.3
陈瑞秋	四川成都	时尚	24.3
韩怼怼 Han	浙江杭州	时尚	12.5
九尾木木_	浙江杭州	时尚	52.3
古芮斯 Grace	浙江杭州	时尚	50
刘维	浙江杭州	搞笑	42.8
十三最爱浩辉	浙江杭州	生活	40
教犬	北京	生活	39.7
芭娜娜 Ace	浙江杭州	时尚	28.3
孔小燃 Shawn	浙江杭州	时尚	83.9
苏小雅	福建福州	时尚	79.7
曲总	山东烟台	搞笑	75.8
郑诺奇	四川成都	时尚	75.3
骆小念	四川成都	生活	75.1
颜夕子 Zz	浙江杭州	情感	66.3
尬演七段	浙江杭州	搞笑	173.3
豆豆有点慌	四川成都	二次元	141
万事屋小慢	浙江杭州	时尚	128.8
东琳琳 Sweet	广西柳州	搞笑	109.3
小牙签	--	搞笑	105.7
航哥哥	四川成都	美食	105.4

资料来源：新榜，华安证券研究所

图表 36 遥望旗下抖音平台达人账号情况 (截至 2021 年 7 月 19 日)

达人账号	地区	分类	粉丝数量 (万人)
韩怼怼	浙江杭州	时尚	141.98
大利	浙江杭州	时尚	135.46
孔小燃 Shawn	浙江杭州	时尚	161.98
黏汤圆	江苏南京	情感	28.85
桃花的百宝箱	浙江杭州	文化	22.57
夏夏家女装	浙江杭州	时尚	19.80
王大俊	山东临沂	娱乐	16.01
在下炸炸	浙江杭州	搞笑	18.03
小赫本莉莉	浙江杭州	时尚	13.83
佛山阿泽	广东佛山	旅游	12.69
珊珊严选	浙江杭州	教育	10.69
蔡大小姐	浙江杭州	搞笑	11.03
王祖蓝	上海	娱乐	2298.83

乃提 Guli	浙江杭州	时尚	735.10
妮宝一家	广西流山	美食	143.41
ASK 车车车	-	汽车	99.17
大虫 EMME	浙江杭州	时尚	83.91
余机智	浙江杭州	搞笑	82.69
Kin make up	浙江杭州	时尚	35.13
婉公子	浙江杭州	时尚	32.53
三只鹿	浙江杭州	时尚	32.77
军大衣 WJY	浙江杭州	时尚	79.50
小魔女洋洋洋	浙江杭州	时尚	95.94
四川成都减肥训练营	四川成都	情感	74.88
高咩咩	浙江杭州	时尚	73.28
Tina 徐总	浙江杭州	娱乐	71.68
王浩辉	广东广州	时尚	70.78
颜夕子 Zz	浙江杭州	时尚	152.39
万事屋小慢	--	搞笑	111.15
美兰 Lan	浙江杭州	时尚	113.77
乃提的美肤日记	浙江杭州	时尚	69.01
二哥在东京	--	旅游	69.18
豪哥车视界	浙江杭州	汽车	38.05

资料来源：新榜，华安证券研究所

公司具备强大的主播孵化能力，通过赛马机制孵化主播。不论是在快手还是抖音，公司都是通过赛马机制的形式，让多名主播同时直播，采用淘汰制，将数据不好的主播全部自然淘汰掉，例如瑜大公子和李宣卓都是公司赛马机制下产生的达人。另外，在抖音平台上，公司孵化出了单场直播 GMV 超千万的美妆主播大利。

图表 37 大利在抖音上的粉丝及获赞情况



资料来源：新榜，华安证券研究所

3.2 相比店播，公司优势在于细分领域头部达人

目前快手与抖音都在大力发展店播。快手不仅在“2021 快手电商引力大会”中宣布在 2021 年打造 100 个十亿 GMV 的生态合作伙伴。随后，快手在“快手服务商大会”中宣布将“大搞信任电商、大搞品牌、大搞服务商”，并提出了品牌商家在快手平台的经营方法论“STEPS”，告诉了品牌如何在快手生态中经营。“STEPS”方法论是指品牌自播（Self-operation）、公域流量加持（Traffic）、达人分销合作（Elite distribution）、私域经营复购（Private domain）、品牌渠道特供（Specify supply），将这些关键环节串联起来就是“新店突破-店铺爬坡-行业 KA 品牌-SKA 品牌”的品牌成长路径。根据磁力引擎披

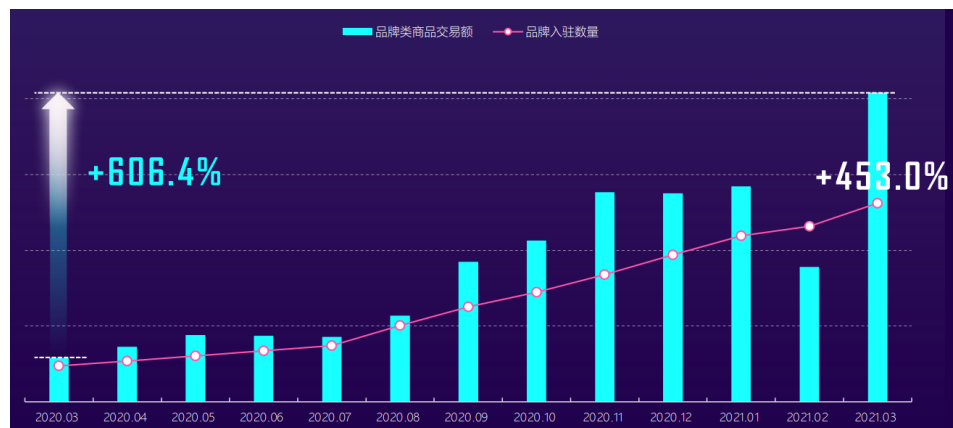
露数据称，到 2021 年 3 月，快手平台上品牌入驻数量和品牌类商品交易额同比分别增长了 4.5 倍和 6 倍。

图表 38 快手“STEPS”方法论



资料来源：快手服务商大会，华安证券研究所

图表 39 快手品牌入驻数量及商品交易额



资料来源：磁力引擎，华安证券研究所

抖音也在 2021 年大搞店播。在“2021 抖音电商生态大会”中宣布在未来一年助力 1000 个商家年销破亿，其中 100 个新锐品牌年销破亿。根据抖音官方公布的电商数据，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。

对于短视频平台而言，店播能够有效地拉动平台广告营销收入增长。随着快手、抖音与淘宝均在 2021 年发布相关政策扶持店播，市场对店播是否将挤占 MCN 机构的生存空间的担忧逐渐加剧。

对比达人播和店播，我们认为，对于达人播的价值，一方面是在于其所拥有的粉丝流量，另一方面是在于其专业的卖货控场节奏与直播氛围的调动。而店播的价值主要在于品牌方自己对产品的信用背书。从长期来看，达人播的 SKU 更丰富，可以让用户有更多类别的商品选择，而店播的 SKU 可能有瓶颈。从目前情况来看，头部达人带货影响力远超店播。我们认为，尤其是感性类消费品，如零食、美妆、快消品等非标品类，

达人播的效果会更好。

头部达人直播带货影响力远超店播。参考果集数据,从淘宝直播带货 2020 年度 GMV 排行榜达人/店铺 TOP30 榜单可以看出如下特征: 1) 头部达人带货金额高于任一店播, 即无单一店播金额超过薇娅或李佳琦在 2020 年度淘宝直播带货金额; 2) 达人带货中, 头部效应明显, 比如薇娅和李佳琦的带货金额是第三名雪梨的 3-5 倍。我们认为, 相较于达人直播带货而言, 店播的最大优势在于解决了消费者对商品品质的信任问题。而相较于小主播, 头部主播背后往往有强大的供应链支持、有严格的质检团队, 能满足消费者对商品品质有保障的需求。那么头部主播与店播之间的差距主要体现在主播的影响力与所销售的商品 SKU 数量上, 而这些就是头部主播的优势所在, 所以头部达人有超强的带货能力。

图表 40 淘宝达人直播带货和店播 GMV TOP30 榜单



资料来源: 果集数据, 华安证券研究所

我们认为, 如果公司拥有头部带货达人, 那么大可不必担心公司电商直播业务会受到店播影响。虽然遥望没绝对头部达人, 但是公司旗下拥有细分领域头部达人, 将有望构筑起公司持续性竞争优势。以快手为例, 参考壁虎看看数据, 2020 年前 11 个月中, 遥望旗下达人瑜大公子位居快手美妆类主播 GMV 榜单第二、李宣卓亦位居快手酒水类主播 GMV 榜单第二名。

图表 41 2020 年快手美妆类主播 GMV TOP5

主播	类目	销售额 (亿元)
时大漂亮	美妆	23.52
瑜大公子	美妆	16.95
赵梦澈	美妆	10.15
陈先生	美妆	9.68
周周珍可爱	美妆	8.01

备注：统计时间 2020 年 1 月 1 日—11 月 30 日

资料来源：壁虎看看，华安证券研究所

图表 42 2020 年快手食品酒水类类主播 GMV TOP5

主播	类目	销售额 (亿元)
爱美食的猫妹妹	食品酒水类	28.51
李宣卓	食品酒水类	5.86
阿浩	食品酒水类	3.76
吴一	食品酒水类	2.85
北京胖姐姐	食品酒水类	1.61

备注：统计时间 2020 年 1 月 1 日—11 月 30 日

资料来源：壁虎看看，华安证券研究所

3.3 快手站稳脚跟，抖音持续开拓中

快手是遥望电商直播营收的基本盘。2020 年遥望网络全年在短视频平台实现直播电商 GMV 约 43 亿元，我们以遥望在快手上的头部主播瑜大公子和李宣卓（酒仙）的直播带货销售额来看，参考果集数据，2020 年瑜大公子和李宣卓（酒仙）分别实现了 16.8 亿与 9.4 亿的销售额。在不考虑公司旗下其他的快手平台达人 GMV 的情况下，仅这两位达人的合计 GMV 就占到 2020 年全年的 60.8%。我们认为，公司在快手平台上进行达人直播带货已站稳脚跟。

图表 43 快手 TOP30 达人直播带货排行榜

快手直播	排名	博主昵称	销售量 (万件)	销售额 (万元)
	01	辛有志 辛巴 818	8568.42	866725.62
	02	蛋蛋	5562.79	479012.87
	03	贺冬冬	1151.12	393928.68
	04	散打哥	835.44	347251.53
	05	猫妹妹	6506.64	265112.58
	06	时大漂亮	1688.23	232372.59
	07	玩家就是玩	1037.10	212153.18
	08	瑜大公子	2548.10	167965.39
	09	猫七七	877.52	145815.37
	10	周周	963.31	142122.52
	11	半姐在广州开服装厂	2185.98	137522.35
	12	大璇 时尚搭配	2110.95	134030.05
	13	娃娃	2307.09	124403.08
	14	陈先生	2040.44	118518.60
	15	赵梦澈	2532.10	116191.47

快手直播	排名	博主昵称	销售量 (万件)	销售额 (万元)
	16	米姐	6772.76	115529.41
	17	老郭【严选珠宝】	1140.57	111589.84
	18	徐小米教搭配	1828.58	110539.13
	19	石家庄蕊姐	2319.51	110518.62
	20	二驴的	469.88	103008.52
	21	李宣卓 (酒仙)	405.10	93688.36
	22	超级丹	1097.39	86600.52
	23	斌哥	331.14	83128.15
	24	玉匠人	458.73	82823.55
	25	海丰[勇往直前]	734.00	72760.86
	26	华少	152.77	67502.26
	27	真姐定制 源头工厂	1303.72	66220.84
	28	\$小.佛叶\$品牌选品官	793.88	63683.01
	29	驴嫂平荣	893.85	61996.65
	30	MiMi在广州开服装厂	997.47	61082.60

资料来源: 果集数据, 华安证券研究所

遥望在抖音带货及运营能力表现亮眼。克劳锐基于抖音电商数据, 推出了“抖音电商百应机构榜”, 主要基于机构达人活跃度、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、商业化能力等各种能力。根据克劳锐数据, 从 2021 年 2 月到 2021 年 5 月, 遥望网络一直稳居抖音电商百应榜前十。

图表 44 遥望稳居抖音电商百应榜前十

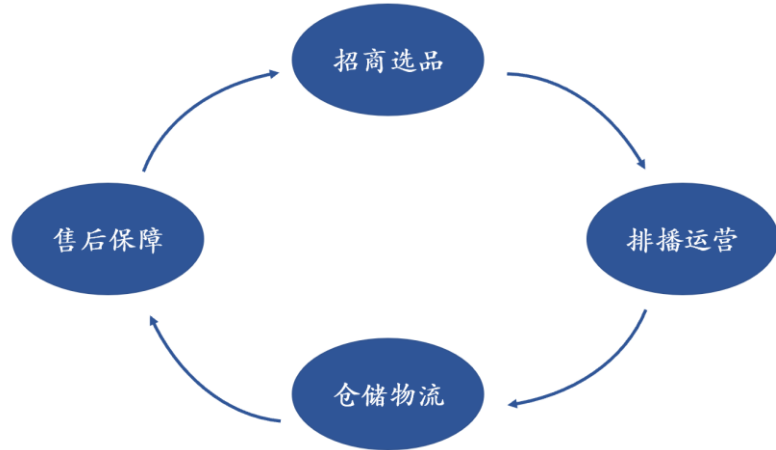
2021年2月				2021年3月				2021年4月				2021年5月			
排名	机构名称	代表人	擅长行业	排名	机构名称	代表人	擅长行业	排名	机构名称	代表人	擅长行业	排名	机构名称	代表人	擅长行业
01	交个朋友	罗永浩 李晨NIC	全品类	01	交个朋友	罗永浩 李晨NIC	全品类	01	交个朋友	罗永浩 李晨NIC	全品类	01	交个朋友	罗永浩 李晨NIC	全品类
02	遥望网络	王祖蓝 大利	全品类	02	愿景娱乐	朱梓琪 于美	全品类	02	愿景娱乐	朱梓琪 于美	全品类	02	无忧传媒	大张陈郑建康 高言真天舒	全品类
03	广州快火	大海心语 贝拉琳琳	服饰鞋包	03	达麦文化	张庭 雷姨王琳	全品类	03	遥望	王祖蓝 大利	全品类	03	愿景娱乐	朱梓琪 于美	全品类
04	愿景娱乐	朱梓琪 于美	全品类	04	玖通	玖皓 伍家兴商贾	食品饮料	04	谦寻	金美希 魏星华子	全品类	04	达麦文化	张庭	全品类
05	优壹	熊黛NONO 晏公主	全品类	05	遥望	王祖蓝 大利	全品类	05	达麦	张庭 雷姨王琳	全品类	05	优壹	熊黛NONO 晏晓晴	全品类
06	谦寻	金美希 魏星华子	全品类	06	谦寻	金美希 魏星华子	全品类	06	无忧传媒	大张陈郑建康 高言真天舒	全品类	06	遥望	大张EMME 大利	全品类
07	超有东	陈赫	全品类	07	无忧传媒	大张陈郑建康 高言真天舒 多余和毛毛姐	服饰鞋包	07	怪兽引擎	叶允 石榴咖啡	全品类	07	坚尼传媒	曹璐 明道	全品类
08	捷星	胡明产 媛媛女王	服饰鞋包	08	代世传媒	郑秋头 魏叫梅小玉	全品类	08	优壹	熊黛NONO 晏公主	全品类	08	潘公英	马坤白来 王丽圆	全品类
09	怪兽引擎	叶允 石榴咖啡	全品类	09	优壹	熊黛NONO 晏公主	全品类	09	库然	库然 大鱼 彭彭echo	全品类	09	中启传媒	潘梓潼 李国辉 刘纯陈陈	服饰鞋包
10	文蔚传媒	西西吃胖胖 142斤的胖朵啊	服饰鞋包	10	文蔚传媒	西西吃胖胖 142斤的胖朵啊	服饰鞋包	10	敬祥文化	敬祥公主妃 皮真真的爱 精品不吃辣	服饰鞋包	10	谦寻文化	天津一家人 哈哈兔	全品类

资料来源: 克劳锐, 华安证券研究所

3.4 供应链能力强，商品资源丰富

公司已建立起一体化的分发生态闭环。遥望网络与海量品牌及供应链深度合作，在选品策略、流量策略、品控管理、售后服务等环节不断发力，构建一体化分发生态闭环，实现真正的品效合一。

图表 45 公司一体化分发生态示意图

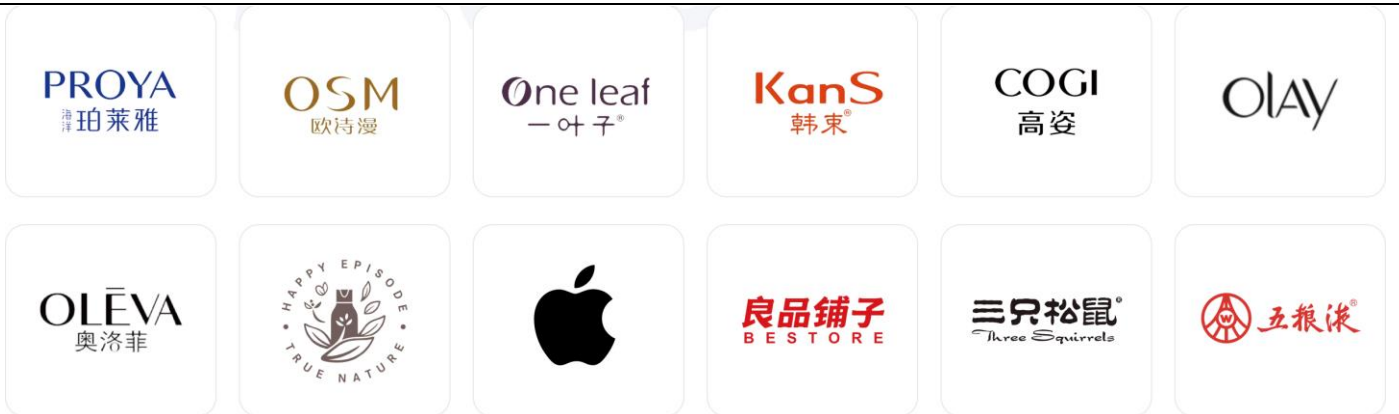


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司具备高效的运营与售后团队。一方面，遥望网络拥有近 150 人的招商及商品运营团队，以及近 500 人的直播运营团队，形成行业领先的供应链分发体系。另一方面，遥望网络拥有近 200 人的客服团队，负责对主播售出的商品进行售后保障，为用户提供 5min-1h-24h 的全方位售后保障机制，即面对 1 万次客户咨询，要实现 5 分钟内解决 80% 的问题、1 小时内反馈复杂问题、24 小时内给到令客户满意的所有问题的解决方案。

公司商品资源丰富。目前公司已与数百家国内外知名品牌建立稳定合作关系，并签约了数十家独家合作品牌，构建了较为完善的商品库，日更新 SKU200+，拥有最具市场竞争力的供应链分发体系，实现真正的以直播、短视频为形态的一体化分发平台。截至 2020 年底，公司商品库合作品牌超 2000 个，涉及 SKU 约 30 万个。

图表 46 公司部分合作品牌情况

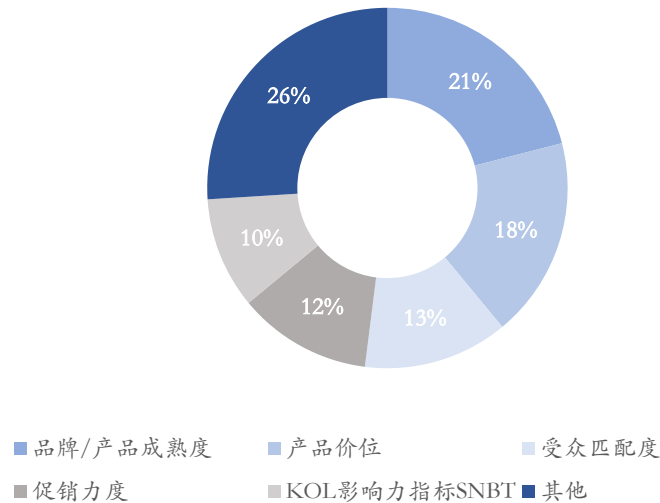


资料来源：公司官网，华安证券研究所

在供应链方面，公司通常直接对接品牌。对于库存，目前公司采用两种模式，第一种是给公司卖货链接，然后收取佣金；第二种是货品进入公司仓库，保证 100% 退换货。对于售后，第一种是直接上品牌方官方店铺的连接，卖品牌方的货，由品牌方发货，品牌方承担客服；第二种是品牌方把货拉到公司的店，在公司的快手小店上架，公司组织客服，卖不出的货退还给品牌方；第三种是对于公司买断的货品，公司自己卖。

货和价格本身是影响短视频营销效果的最大因素。不论是在传统电商平台上的货架销售模式，还是在内容平台上的直播与互动的销售模式，变化的是展现商品的形式，不变的始终是消费者对于商品品质及价格的关注。根据微播易的数据来看，比较商品品牌及产品成熟度、产品价位、受众匹配度、促销力度等因素，其中品牌及产品成熟度是影响短视频带货营销效果的最大因素，占比为 21%，其次是产品价位占比为 18%。而 KOL 的影响指标占比为 10%。我们认为，直播卖货的长期吸引力不在于主播，而在于商品本身的品质及性价比，而遥望就具备这样的资源优势。

图表 47 短视频带货营销效果影响因素



资料来源：微播易，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

核心假设:

直播电商业: 在行业性持续高增长与公司加强主播孵化、供应链管理的影响下，我们预计 2021-2023 年公司 GMV 为 125 亿元、207 亿元、293 亿元。受益于 GMV 的增长，预计 2021-2023 年公司直播电商业收入分别为 27.7 亿元、45.3 亿元、63.9 亿元，同比增长 173%、64%、41%。

互联网广告业务: 我们将公司互联网广告代理与投放业务统一成互联网广告业务来分析。受到直播电商业挤压，我们预计公司将更专注与电商业，原有广告业务增速将有所下滑，预计 2021-2023 年互联网广告业务收入 5.7 亿元、6.8 亿元、8.2 亿元，同比增长均为 20%。

女鞋业务: 我们预计女鞋业务将走出 2020 年疫情的影响，但长期来看将保持稳定，未来存在一定剥离的预期，预计 2021-2023 年实现收入 9.7 亿元、10.2 亿元、10.2 亿元，同比增长 50%、5%、0%。

图表 48 盈利预测表

单位 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2151	4328	6253	8247

YOY	3.89%	101.21%	44.47%	31.90%
直播电商收入	1012	2770	4533	6391
YOY		173.74%	63.61%	40.99%
互联网广告收入	474	569	683	820
YOY	-44.47%	20.00%	20.00%	20.00%
女鞋业务收入	648	971	1020	1020
YOY	-46.64%	50.00%	5.00%	0.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

综合以上，我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 43.28 亿元、62.53 亿元、82.47 亿元，同比增速分别为 101.21%、44.47%、31.90%。归母净利润 5.52 亿元、8.69 亿元、11.98 亿元，EPS 分别为 0.74 元、1.17 元、1.61 元，对应 PE 分别为 22.80X、14.49X、10.51X，考虑到目前估值低于行业水平，以及未来对公司增长的看好，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 49 行业对比

公司	股票代码	EPS(元)				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
天下秀	600556.SH	0.16	0.30	0.42	0.59	77.39	28.70	20.32	14.56
值得买	300785.SZ	1.77	2.32	2.91	3.59	51.46	31.17	24.81	20.10
壹网壹创	300792.SZ	2.15	1.93	2.59	3.24	51.37	22.53	16.82	13.42
	行业平均					60.07	27.47	20.65	16.03

资料来源：Wind 一致预期，华安证券研究所

风险提示：

女鞋业务恢复不及预期风险；
 直播电商行业竞争加剧风险；
 公司旗下明星/达人管理及丑闻风险；
 合作品牌方资源流失风险；
 直播电商行业监管政策风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2968	4795	6677	9092	营业收入	2151	4328	6253	8247
现金	234	249	337	1280	营业成本	1447	2933	4237	5516
应收账款	1180	2478	3597	4700	营业税金及附加	6	12	17	22
其他应收款	57	115	166	219	销售费用	321	346	469	660
预付账款	173	293	424	552	管理费用	134	173	219	289
存货	1281	1607	2089	2267	财务费用	89	69	74	79
其他流动资产	42	53	63	74	资产减值损失	-58	-20	-20	-20
非流动资产	2434	2651	2817	2981	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	68	118	168	218	投资净收益	5	16	19	27
固定资产	115	1	-113	-228	营业利润	41	714	1123	1548
无形资产	136	266	346	426	营业外收入	12	0	0	0
其他非流动资产	2116	2266	2416	2566	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	5403	7446	9494	12073	利润总额	48	714	1123	1548
流动负债	2006	3318	4290	5433	所得税	20	107	168	232
短期借款	647	647	647	647	净利润	27	607	955	1316
应付账款	267	701	898	1243	少数股东损益	3	55	86	118
其他流动负债	1091	1970	2746	3543	归属母公司净利润	24	552	869	1198
非流动负债	31	131	231	331	EBITDA	263	863	1247	1646
长期借款	30	130	230	330	EPS (元)	0.00	0.74	1.17	1.61
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	2037	3449	4521	5764	主要财务比率				
少数股东权益	39	94	180	298	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	738	744	744	744	成长能力				
资本公积	2277	2277	2277	2277	营业收入	3.9%	101.2%	44.5%	31.9%
留存收益	311	883	1772	2989	营业利润	-76.6%	1662.3%	57.3%	37.9%
归属母公司股东权	3326	3904	4792	6010	归属于母公司净利	-83.9%	2172.1%	57.3%	37.9%
负债和股东权益	5403	7446	9494	12073	获利能力				
					毛利率 (%)	32.7%	32.2%	32.2%	33.1%
					净利率 (%)	1.1%	12.8%	13.9%	14.5%
					ROE (%)	0.7%	14.1%	18.1%	19.9%
					ROIC (%)	2.1%	12.5%	15.6%	17.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	37.7%	46.3%	47.6%	47.7%
					净负债比率 (%)	60.5%	86.3%	90.9%	91.4%
					流动比率	1.48	1.45	1.56	1.67
					速动比率	0.75	0.87	0.97	1.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.40	0.58	0.66	0.68
					应收账款周转率	1.82	1.75	1.74	1.75
					应付账款周转率	5.41	4.19	4.72	4.44
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.03	0.74	1.17	1.61
					每股经营现金流薄)	-0.01	0.42	0.46	1.61
					每股净资产	4.47	5.25	6.44	8.08
					估值比率				
					P/E	538.67	22.80	14.49	10.51
					P/B	3.61	3.22	2.63	2.09
					EV/EBITDA	47.85	15.41	10.68	7.58

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 姚天航, 传媒行业高级研究员, 中南大学本硕。三年传媒上市公司经验, 曾任职于东兴证券、申港证券, 2020 年加入华安证券研究所。

联系人: 郑磊, 传媒行业高级研究员, 英国萨里大学银行与金融专业硕士, 三年买方传媒行业研究经验, 两年传媒上市公司内容战略和投资经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。