



2021年9月23日

耀世星辉 (GSMG.US)

快速成长的内容电商新势力

耀世星辉成立于2016年11月，是中国领先的在线数字媒体和娱乐公司。公司通过为卫星频道制作视频内容起家，2018年公司推出了悦享系列App，目前公司旗下拥有悦享视频和悦享商场两大核心应用，将公司的电子商务服务与专业制作的内容整合在一起，开创了集电子商务服务与优质视频内容为一体的全新商业模式。

报告摘要

中国电商行业持续增长，内容和社交是未来主流方向。在疫情下，中国电商行业持续增长，2020年实物商品网上销售额依然保持了14.5%的同比增长。但随着互联网流量红利衰退，渗透率接近饱和，电商平台获客成本上升，内容和社交成为了挖掘存量用户价值的主要手段，也孕育了一批以内容电商和社交电商为理念的新电商平台。PGC视频内容电商平台是内容电商平台的一个细分板块。与其他视频内容驱动的电商平台相比，由于有专门的内容制作团队，PGC视频内容电商平台在保持高质量的内容制作方面具有更大的优势。根据艾瑞咨询预测，2019年PGC视频内容电商平台的GMV规模约为35亿元，2016至2019年复合年增长率为151.6%；预计到2024年，PGC视频内容电商GMV规模将达到145亿元，年复合增长率为32.5%。

耀世星辉是快速成长的内容电商新势力。公司用户规模持续增长，2021年上半年DAU超过710万人，同时电商业务迎来爆发，电商业务GMV由2019年的1900万美元增至2020年的1.32亿美元，并在2021年上半年增至1.81亿美元，超过了去年全年。公司不断加大在内容制作上的投入，持续产出优质内容，同时，公司持续推进新业务布局，持续探索服务电商、车载终端、跨境电商等新业务增长点。与同业相比，PGC的内容模式是公司的一大亮点，可以实现更好的内容质量，有利于建立用户对于公司和平台的长期认知，也有利于公司在“生活”这一细分场景下的持续深耕；同时，更好的内容质量也保证了视频内容和直播的转化效率，有望长期吸引高质量商家与公司建立合作关系，从而实现平台生态的良性发展。

预计未来三年收入及经调整净利润复合增速为38%和37%。我们预计未来三年公司收入分别为1.80亿、2.46亿和3.24亿美元，未来三年复合增速将达38%；预计未来利润率将趋于稳定，未来三年公司Non-GAAP净利润分别为0.46亿、0.65亿和0.89亿美元，未来三年复合增速将达37%。

首予“买入”评级，目标价5.80美元。考虑到公司已实现稳定盈利，我们以P/E方式为公司估值。与主要视频及电商行业的可比公司相比，公司规模偏小，因此我们按照同业P/E给予一定折扣。我们以公司2022E Non-GAAP净利润为基准，按照2022E P/E 5.6x为公司定价（按唯品会22E P/E 7x的80%），目标价5.80美元，较现价有166%上涨空间，首予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；内容制作成本上升；用户规模增长不及预期。

(31/12年结；千美元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	65,777	123,763	180,380	246,201	323,812
增长率 (%)		88.2	45.7	36.5	31.5
经调整净利润	26,403	34,626	46,206	65,296	88,863
增长率 (%)		31.1	33.4	41.3	36.1
经调整净利润率 (%)	40.1	28.0	25.6	26.5	27.4
经调整每股收益 (元)	0.64	0.64	0.75	1.00	1.30
每股净资产 (元)	1.50	1.95	2.44	3.33	4.47
经调整市盈率	3.6	3.5	3.1	2.3	1.8
市净率	1.5	1.2	0.9	0.7	0.5
净资产收益率 (%)	16.8	41.6	36.1	35.5	34.1

数据来源：Wind，安信国际预测

公司深度分析

证券研究报告

电子商务

投资评级： 买入

目标价格： 5.80 美元

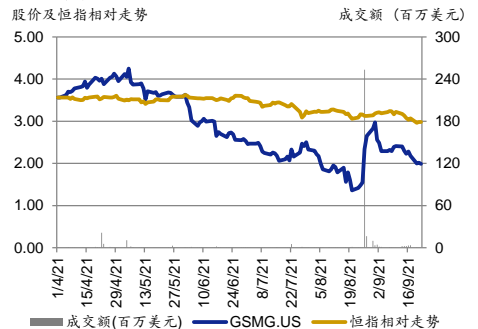
现价 (2021-9-22): 1.99 美元

总市值(百万美元)	134.43
流通市值(百万美元)	134.43
总股本(百万股)	67.55
流通股本(百万股)	67.55
12个月低/高(美元)	1.28/4.86
平均成交(百万美元)	5.46

股东结构

张兵先生	28.7%
Mr. Jia Lu	9.9%
Mr. Ran Zhang	3.0%
TKK Symphony Sponsor 1	9.2%
Investment PTY LTD	6.5%
Rich Starlight Limited	5.4%
Wealth Starlight Limited	5.3%
其他	31.8%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	48.85	-11.16	-43.60
绝对收益	46.32	-27.11	-41.47

数据来源：Wind，安信国际

李想 行业分析师

+86-21-35082569

lixiang7@essence.com.cn

目录

公司简介	3
耀世星辉的业务概览	3
耀世星辉的股权结构及管理团队	5
行业分析	6
电商市场持续增长，电商行业进入变革期	6
PGC 视频内容电商仍是蓝海，潜力巨大	7
耀世星辉：快速成长的内容电商新势力	9
用户规模快速增长，电商业务迎来爆发	9
优质内容持续积累，用户体验不断增强	10
持续推进新业务布局，培育新业务增长点	10
同业对比：耀世星辉的 PGC 模式独特，增长潜力巨大	11
财务分析	13
预计未来三年收入及经调整净利润复合增速为 38%和 37%	15
首予“买入”评级，目标价 3.30 美元	16
风险提示	16
附表：财务报表预测	17

公司简介

耀世星辉成立于 2016 年 11 月，是中国领先的在线数字媒体和娱乐公司。公司通过为卫星频道制作视频内容起家，2018 年公司推出了悦享系列 App，目前公司旗下拥有悦享视频和悦享商场两大核心应用，将公司的电子商务服务与专业制作的内容整合在一起，开创了集电子商务服务与优质视频内容为一体的全新商业模式。

目前，公司是 PGC 视频电商行业中 GMV 排名靠前的市场参与者之一。公司通过第三方平台和公司的 App 服务数百万用户。通过电子商务服务与优质生活内容的创新融合，公司有效地开创了一种新媒体运营模式。公司将高度吸引人的内容与电子商务服务整合在一起的能力，使我们能够利用中国移动直播和短视频市场的巨大增长潜力，同时培育新的、创新的货币化机会。

耀世星辉的业务概览

耀世星辉专注于提供广告和内容制作服务，通过专业制作生活方式、文化和时尚内容，公司已成为中国领先的移动和网络广告、媒体和娱乐企业。2018 年，公司推出了悦享系列 App，将我们的电子商务服务与专业制作的内容整合在一起。公司持续制作新的短视频、电视剧和直播节目，以丰富其媒体库，并在自有的移动应用、IPTV 和在线平台上播放，并向中国和世界各地的电视台和第三方在线流媒体平台等其他媒体发行和授权。同时，公司利用专业制作的内容和分销网络，推动观众进入“悦享”应用生态系统，将他们转化为公司的在线视频、在线商城和在线游戏的客户。

悦享系列 App

悦享系列 App 是公司的核心业务平台，包含悦享视频和悦享商场。公司通过提供专业制作的生活、文化、时尚等视频，吸引用户下载安装移动应用，目前悦享系列 App 下载数量已超过 2 亿，日活跃用户数量超过 700 万人。作为公司商业模式的核心，悦享系列 App 已经发展成为一个全面的内容驱动的电子商务平台，用户可以访问多个细分领域，如在线商店、直播节目、原创短视频和在线游戏：

- 电子商城：2019 年 4 月，借助公司的品牌、观众和悦享视频应用的用户，公司推出了自己的电商平台 App “悦享商场”，通过公司筛选的第三方商家向用户提供产品。公司向电子商城平台上的第三方商家收取服务费和销售他们产品的佣金。经过两年发展，目前悦享商场 App 的下载量已达约 500 万，活跃买家数量超过 50 万，商场内 SKU 超过 23 万个，2021 年上半年 GMV 超过 1.8 亿美元。
- 在线直播：2018 年 6 月，公司推出了第一个直播节目《购物天才》，目前公司有 4 款直播节目，包括《购物天才》、《议价天才》、《猜谜游戏》和《无敌幸运卡》。此外，应一部分客户的要求，公司也定制了一些直播节目，以引导观众在客户的网店或其他电子商务平台，如京东、淘宝。公司也通过推广产品来货币化直播节目，用户可以通过悦享商场购买产品。此外，公司的电子商务供应商和电子商城的分销商也可以选择与公司签订单独的广告协议，在公司的直播节目中推广他们的产品。
- 短视频：公司在悦享视频上播放专业制作的内容，并从视频前、视频内、横幅广告和弹出广告中产生广告收入。公司还从原创视频内容的产品植入中获得收入。与其他短视频平台不同，公司的内容多为自制的 PGC 内容，因此内容的针对性更强、转化效率更高。公司利用深厚的专业内容库、庞大的观众基数和大数据分析能力，帮助广告客户锁定中国的特定人群。
- 在线游戏：公司目前开发了 4 款在线游戏，公司通过用户在应用内购买礼品包和游戏特权获得收入。

图 1：耀世星辉的业务版图



资料来源：公司资料，安信国际

系列电视节目

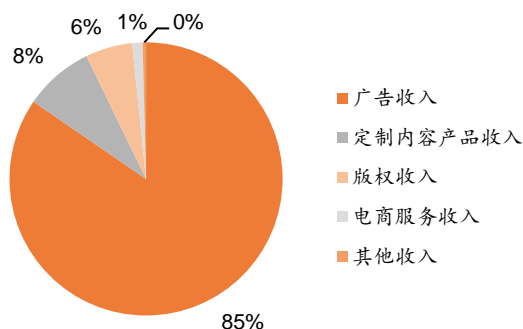
2017 年 2 月，公司开始制作自有的系列电视节目，包括 6 个生活类节目，包括悦美食、悦健康、悦时尚、悦世界、悦宝贝、悦空间，每集 30 分钟。公司通过授权给电视台独家广告时间，以及通过展示电子商城产品而收取广告费。公司在各在线视频平台、移动应用、IPTV 和电视频道上发布和推广电视节目内容，并从视频前、视频内和弹出式广告中获得广告收入。公司也从植入系列电视节目的软产品植入中获得收入。此外，公司制作并授权系列电视节目在地方广播。

剧集和综艺节目

公司与第三方合作制作原创网络剧和综艺节目，并在网络视频平台上发布。公司目前开发的网络剧和综艺节目有：《我的盖世英雄》、《你好！说唱酱》（第 1-3 季）。根据与合作伙伴的合同，公司既可以分享由观众数量产生的收入，也可以分享由内容产生的广告收入。

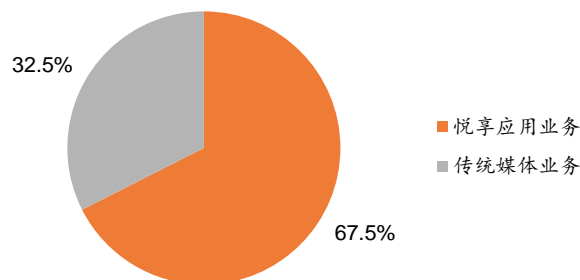
从收入结构看，按来源划分公司的收入可分为广告收入、定制内容产品收入、版权收入、电商服务收入及其他收入，其中广告业务是主要来源，2020 年占公司收入比重达 85%，而基于乐享商城的电商服务收入增长迅速，未来占比提升空间巨大；按业务划分看，公司收入可分为悦享应用收入业务收入和传统媒体业务收入，目前主要收入来自悦享应用业务收入，2020 年占比达到 67.5%，较 2019 年的 43% 提升明显。

图 2：2020 年耀世星辉收入结构-按来源划分



资料来源：公司资料，安信国际

图 3：2020 年耀世星辉收入结构-按业务划分



资料来源：公司资料，安信国际

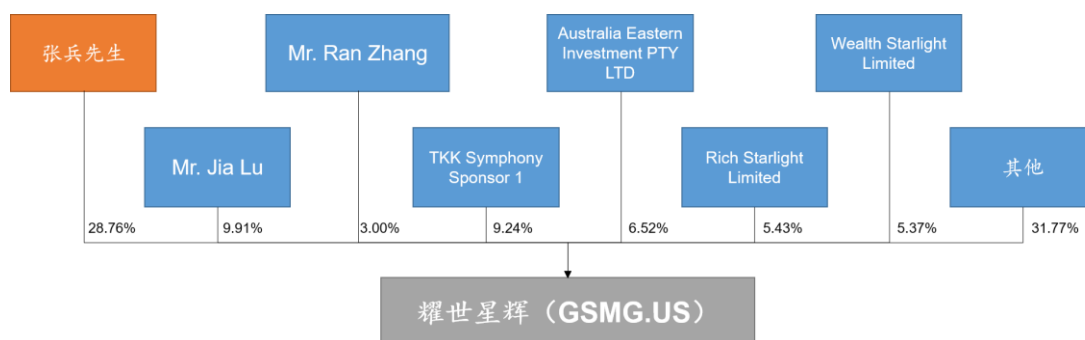
耀世星辉的股权结构及管理团队

目前董事长张兵先生持有公司 28.8% 的股份，公司管理层合计持股 41.7%。公司管理团队拥有丰富的行业经验：

张兵先生自 2019 年起担任耀世星辉集团董事长，自 2016 年起担任 Horgos 和 Xing Cui Can 的首席执行官。2011 年至 2016 年，张兵先生担任 Trends 集团的副总裁、Trends Star 的董事长兼总经理。张兵先生拥有清华经管学院 EMBA 学位和湖南大学学士学位。

吕聪先生于 2020 年 8 月成为公司的首席财务官。吕聪先生曾于 2018 年 5 月至 2020 年 4 月在美菜网担任高级会计经理；于 2017 年 7 月到 2018 年 5 月，担任视觉中国(000681.SZ)的高级并购经理；于 2015 年 10 月至 2017 年 1 月，在房天下 (SFUN.US) 担任高级财务报告经理；从 2009 年 9 月到 2015 年 10 月，吕聪先生分别在安永英国事务所、联想集团(00992)和瑞华会计师事务所工作。吕聪先生在利物浦大学获得会计学士学位，在曼彻斯特城市大学获得会计和金融硕士学位。

图 4：耀世星辉股权结构图



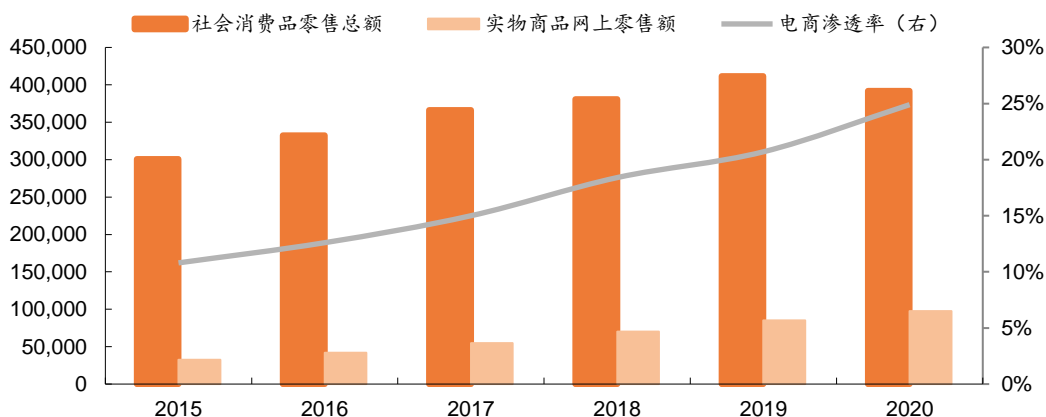
资料来源：公司资料，安信国际

行业分析

电商市场持续增长，电商行业进入变革期

电商行业持续增长。2015-2020年，中国社会消费品零售总额稳定增长，年复合增长率为5.4%，而电商行业的快速增长带动实物商品网上零售额由2015年的3.24万亿元增长至2020年的9.76万亿元，年复合增长率达到24.7%。2020年，由于受疫情影响，社会消费品零售总额同比下滑4.8%，而实物商品网上销售额依然保持了14.5%的同比增长，实物商品网上销售额占社会消费品零售总额的比重也进一步增长至24.9%。我们预计未来电商行业零售规模仍将维持较高速增长。

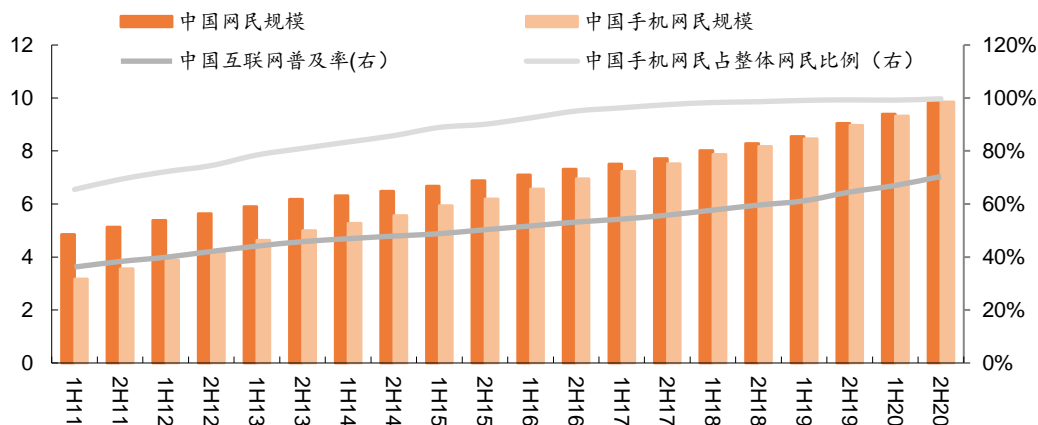
图5：中国社会消费品零售总额及实物商品网上销售额（亿元）



资料来源：国家统计局，安信国际

互联网红利消退，电商行业进入变革期。根据中国互联网信息中心统计，得益于疫情对线上娱乐和消费的刺激作用，截止2020年底中国网民数量达到9.89亿人，同比增长9.4%，手机网民数量达9.86亿人，同比增长9.9%，均为近年来较高水平。但同时我们也需要看到，中国互联网普及率已超70%，手机网民占比已达99.7%，未来用户规模的增长将持续放缓，互联网红利将持续消退。在此背景下，传统依赖于用户规模增长的传统电商逻辑近年来持续受到冲击，而以社交电商、内容电商、兴趣电商等为切入点的新电商平台（如拼多多、抖音、小红书等）在持续快速增长，电商行业已进入变革期。

图6：中国网民规模及手机网民规模（亿人）



资料来源：中国互联网信息中心，安信国际

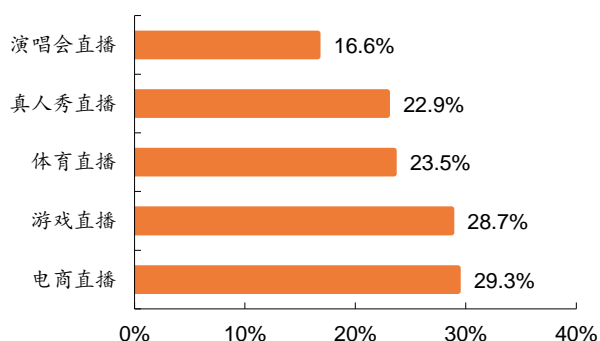
内容和社交是未来电商行业发展的主流方向。国内电商行业发展至今经历了多轮的演化：早期（03年以前）国内电商主要以B端的交易信息撮合为主，C端需求处于萌芽阶段；03年以后随着淘宝网等成立，C端需求逐步发力成为主要增长点，同时随着支付、物流体系的建立，电商平台从信息撮合逐步发展为集成了信息、支付、物流服务于一体的综合平台，生态概念逐步形成；13年以后，随着4G技术快速普及，电商消费从PC端向移动端快速转移，同时垂类电商和跨境电商平台持续涌现，互联网红利的持续释放带动电商行业进入爆发期；18年以后随着互联网流量红利衰退，渗透率接近饱和，电商平台获客成本上升，内容和社交成为了挖掘存量用户价值的主要手段，也孕育了一批以内容电商和社交电商为理念的新电商平台。

PGC 视频内容电商仍是蓝海，潜力巨大

以直播电商为代表的视频电商发展如火如荼。2016-2017年，以淘宝、蘑菇街为代表的电商平台和以芒果TV、快手为代表的平台率先试水视频内容+电商的商业模式。2018年，短视频和直播的相互渗透催化了视频内容电商发展，电商平台和短视频平台快速打通，建立合作；2019年起，直播带货成为新风口，电商平台的内容布局和短视频平台的电商体系搭建初见成效，由深度合作向竞争合作转移。与传统以图文内容载体的电商平台相比，拥有丰富、高质量和多样化的视频内容的电商不仅使得用户对商品的接受程度高，也有利于平台扩大用户规模、沉淀忠诚用户。根据CNNIC第45次中国互联网络发展状况统计，截至2020年3月，电商直播用户规模达2.65亿，占网民整体的29.3%。

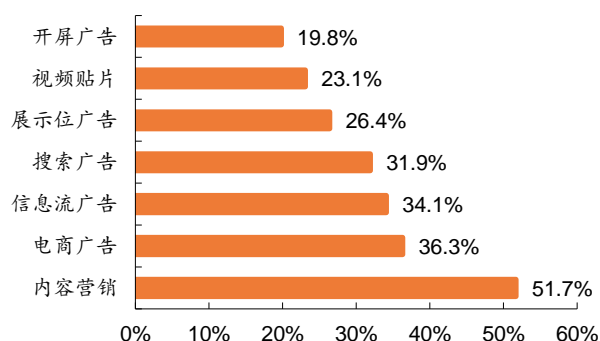
广告主在内容相关营销方面的预算增加。随着互联网流量红利逐渐消退，网络广告市场增速也在放缓，广告主对于优化营销效果的需求不断增长。根据艾瑞广告主调研显示，60%的广告主重点关注营销预算的投放路径和效果。在众多广告形式中，内容营销能够通过优质内容占领用户心智，电商广告则能够直接引导用户发生购买行为，两者结合成为了广告主预算增长的主要方向。

图 7：2020 年 3 月中国各类型直播用户占网民数量比例



资料来源：艾瑞咨询，安信国际

图 8：2020 年中国广告主计划增加营销预算的广告形式

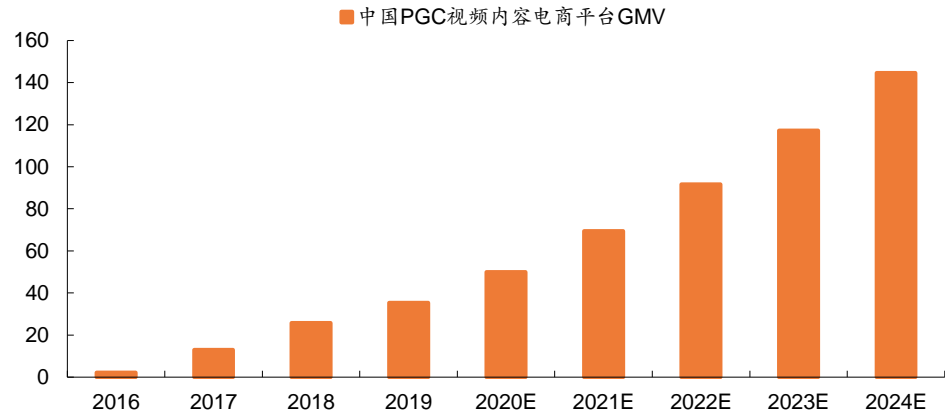


资料来源：艾瑞咨询，安信国际

兴趣电商概念提出，内容电商发展有望进一步加速。2021年4月，在2021年抖音电商生态大会上，抖音电商总裁康泽宇进一步提出了兴趣电商的概念，认为兴趣电商是基于用户对美好生活的追求，核心是主动帮助用户发现他潜在的需求，并预计兴趣电商的GMV到2023年会超过9.5万亿，将带来电商营销模式的第二次革新。我们认为兴趣电商的载体即是内容，是将消费者获取商品信息的方式由传统的页面推荐+搜索转变为视频或主播的直接推荐，这使得信息的传播方式由被动变为了主动，商家可以针对特定客群有选择地进行投放，营销效率大幅提升。随着抖音电商业务的全面推进，我们预计内容电商整体市场增长有望进一步加速。

PGC 视频内容电商仍是蓝海，潜力巨大。 PGC 视频内容电商平台是内容电商平台的一个细分板块。与其他视频内容驱动的电商平台相比，由于有专门的内容制作团队，PGC 视频内容电商平台在保持高质量的内容制作方面具有更大的优势。总体来看，PGC 视频内容电商尚处于早期阶段，市场参与者有限，仍属于蓝海。根据艾瑞咨询预测，2019 年 PGC 视频内容电商平台的 GMV 规模约为 35 亿元，2016 至 2019 年复合年增长率为 151.6%；预计到 2024 年，PGC 视频内容电商 GMV 规模将达到 145 亿元，年复合增长率为 32.5%。

图 9：中国 PGC 视频内容电商平台 GMV（亿元）



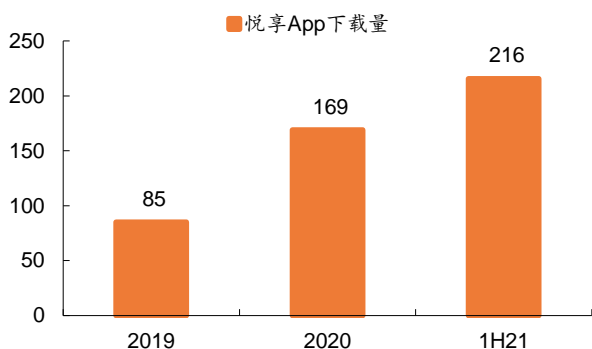
资料来源：艾瑞咨询，安信国际

耀世星辉：快速成长的内容电商新势力

用户规模快速增长，电商业务迎来爆发

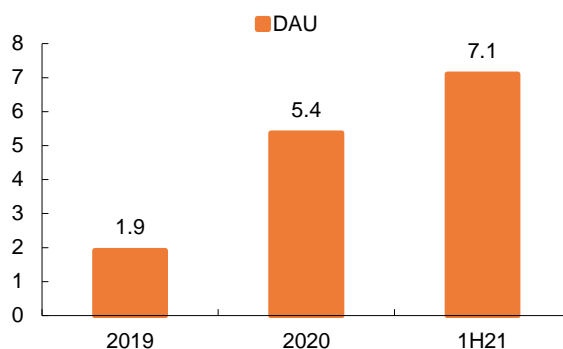
用户规模快速增长，活跃率持续提升。得益于公司持续的用户拉新，以及公司自制的高质量内容对用户的吸引，公司用户规模持续增长，悦享 App 下载量从 2019 年底的 8500 万次增至 2020 年的 1.69 亿次，并进一步增至 2021 年中的 2.16 亿次；日活跃用户数量从 2019 年的平均 190 万人增至 2020 年的平均 540 万人，并在 2021 年上半年增至 710 万人。同时，悦享 App 用户的活跃度持续提升。我们预计随着悦享 App 生态持续完善，用户使用及购买体验将不断增强，带来用户黏性的提升，用户规模及活跃度也将持续增长。

图 10：耀世星辉悦享 App 下载数量（百万）



资料来源：公司资料，安信国际

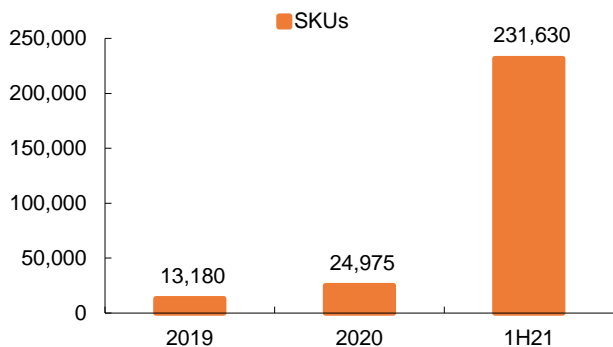
图 11：耀世星辉悦享 App 日活跃用户（百万）



资料来源：公司资料，安信国际

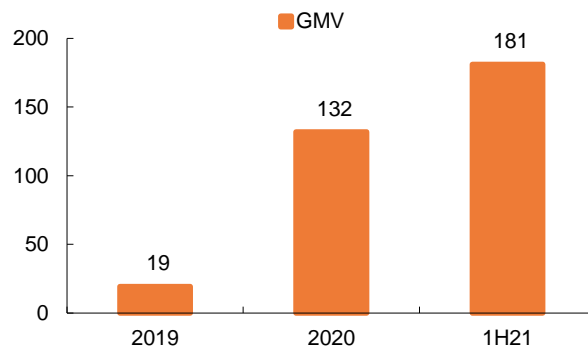
电商业务迎来爆发。尽管公司电商业务起步较晚，但增长迅速，生态不断完善，带动 SKU 和 GMV 快速增长。悦享商场 SKU 数量由 2019 年的 1.3 万个增长至 2020 年的 2.5 万个，并在 2021 年上半年暴增至 23.2 万个；电商业务 GMV 由 2019 年的 1900 万美元增至 2020 年的 1.32 亿美元，并在 2021 年上半年增至 1.81 亿美元，超过了去年全年。我们认为公司 SKU 在 2021 年上半年的快速增长表明了公司电商生态已基本成熟，目前已进入业绩爆发期，也表明了合作伙伴对公司作为市场上稀缺的 PGC 视频内容电商平台的价值的认可。我们相信公司电商业务拥有极大的增长空间，随着这些新接入的 SKU 逐步产生贡献，未来公司电商业务 GMV 将有望实现成倍增长。

图 12：耀世星辉电商业务 SKU 数量



资料来源：公司资料，安信国际

图 13：耀世星辉电商业务 GMV（百万美元）



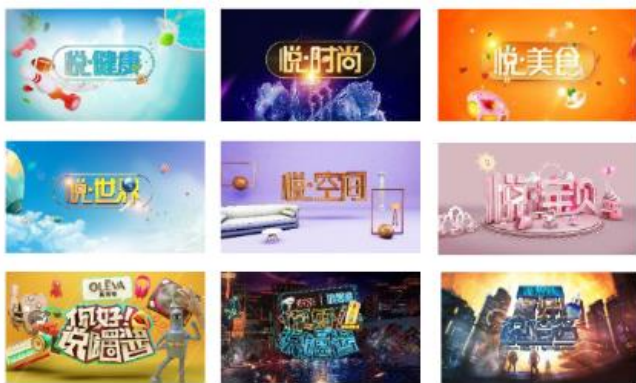
资料来源：公司资料，安信国际

优质内容持续积累，用户体验不断增强

公司内容制作能力突出，持续产出优质内容。公司从内容制作起家，制作了各式各样的电视节目、综艺节目和直播节目，在内容的创制方面拥有深厚的经验。公司于 2021 年 Q2 重磅推出的一档素人时尚改造类综艺节目《星我改造团》连续十周荣登晚间档全国卫视收视排行前十，并同时爱奇艺、腾讯视频、哔哩哔哩、抖音、快手等全网主流互联网和新媒体平台同步上线播出。2021 年 9 月，公司旗下悦享商城《悦享吃货》、《大牌小样》、《十元 GO》三档全新带货直播节目开播，分别从美味零食、大牌美妆、日用百货三个维度为用户打造全新直播购物体验。至此，加上已经在播的《杀手天才》《竞猜大作战》《砍价天才》《无敌幸运牌》共七档直播节目，悦享商城已实现了促销直播节目的全天无缝连播。我们认为公司具备持续产出优质内容的能力，一方面可以不断为自有 App 吸引新用户，另一方面也极大地提升了现有用户的活跃度和黏性。

外部合作不断深入。公司已和主要卫视频道和在线视频网站建立长期合作关系，同时也在不断开拓新业务资源。2021 年 5 月，公司与中国电信旗下天翼视讯传媒有限公司续签 2700 万人民币内容服务系列合作协议。我们认为借助中国电信所拥有的庞大用户群，公司旗下优质内容将可实现快速推广，将显著提升市场占有率。

图 14：耀世星辉主要电视节目及综艺节目



资料来源：公司资料，安信国际

图 15：耀世星辉主要直播节目



资料来源：公司资料，安信国际

持续推进新业务布局，培育新业务增长点

从商品到服务，产品种类持续丰富带来综合服务能力提升。2021 年 6 月，公司与海尔集团旗下最大战略业务集团-青岛日日顺电器服务有限公司签署重大战略合作协议，公司将与海尔家生活服务及海尔智家系列产品、生态方产品等展开深度合作，并将开通定制化的“家生活服务”平台专区，实现海尔“家生活服务”内容的全面入驻。作为日日顺电器的战略级合作伙伴，此次入驻悦享商城的“家生活服务”内容将全面覆盖传统的家电安装、售后、维护服务，以及整装、局部改造、家电洁护、墙面刷新、消杀服务等创新服务类别。我们认为公司悦享商场向服务领域的拓展将可以为公司带来新的业务机会，并且可以进一步丰富公司在以生活为主题的消费场景下的服务能力，为用户带来一站式的消费体验，进一步提升公司电商业务的竞争力。

从手机到车辆，积极探索新一代移动智能终端新机会。2021 年 9 月，公司独立研发的悦享车载应用产品“CheerCar”作为首批合作应用，正式接入腾讯车联智能系统。“CheerCar”将以内容场景的方式载入到腾讯车联智能系统：在推荐页面，以悦享视频优质内容，采用个性化智能算法推荐系统，精准匹配用户的喜好；在场景页面，打造丰富的内容场景，满足前后排车载用户多样化的娱乐生活；此外，在搜索场景的设计上，“CheerCar”利用大数据和 AI 等领先的产业技术，通过智能搜索推荐，完善对车载用户的客群分层，服务于精准营销、

消费者识别分析、智能广告投放等更多应用场景。目前，包括奥迪、奔驰、宝马、大众、沃尔沃、广汽、蔚来、比亚迪、中国一汽、上汽大众等在内的主流车企品牌已经搭载该系统。我们认为公司积极开发基于智能汽车的应用产品反应了公司对于行业发展趋势的深度理解，我们相信公司在智能汽车领域的率先发力将使得公司有望抢占这一新的市场机遇，创造新的用户使用和消费场景，带来新的业务增长点。

从境内到境外，打造电商业务增长新引擎。2021年9月，公司宣布旗下悦享商城申请对外贸易经营者备案、以及海关进出口货物收发货人备案分别获得商务部和中国海关批准通过，悦享商城平台对跨境电商经营者及进出口贸易商将全面开放。近年来，跨境电商获得了政府的大力倡导，2021年6月22日召开的国务院常务会议确定加快发展外贸新业态新模式，完善跨境电商发展支持政策。过去5年间中国跨境电商规模增长了近10倍，2020年中国跨境电商进出口1.69万亿元，同比增长31.1%，跨境电商已逐渐成为电商行业增长的新引擎。我们相信未来跨境电商业务将成为公司电商业务增长的又一有利推动。

同业对比：耀世星辉的 PGC 模式独特，增长潜力巨大

抖音电商：

抖音电商 2020 年开始全面发力。早在 2018 年，抖音就已开始试水电商业务，18 年 10 月抖音购物车（“小黄车”）功能上线，允许发布者在视频下方添加商品购买链接。2019-2020 年，抖音不断丰富电商生态内的产品功能，先后上线抖音小店、商品搜索、直播带货、商家管理 App 抖店等功能或应用，并在 20 年 9 月收购了合众易宝，取得了支付牌照，进一步完善了电商生态的闭环。2020 年 6 月，抖音成立了以“电商”为名字的一级事业部。2021 年的抖音电商生态大会上，抖音电商也推出三大扶持计划，未来一年，将帮助 1000 个商家实现年销破亿元，其中 100 个新锐品牌年销破亿元；帮助 10 万个优质达人实现年销 10 万元，其中 1 万个达人年销破千万元；帮助 100 款优质商品年销破亿元。

依托算法的流量分发是抖音的主要优势。抖音利用自身媒介平台属性和强运营优势，以短视频广告营销为核心，配合直播带货，为商家提供常态化内容营销和直播去库存的组合服务。抖音作为短视频内容分发平台，其流量以公域为主，通过算法可以实现流量的精准分发，在电商方面主要为抖音小店的自有商城和为第三方平台导流。在短视频营销的公域流量以外，抖音也在快速发展直播带货，通过流量的循环形成期私域流量池。

图 16：抖音电商业务发展历程及里程碑



资料来源：公司资料，安信国际

小红书：

社交属性是小红书的最大亮点。社区属性是小红书稳固用户的护城河，通过内容生产者分享其生活、购物和产品体验，吸引关注人群分享和“种草”，进而激发消费欲望。在电商变现的过程中，小红书努力维持社区与电商的平衡，对商业化推广进行强管控，要求对商业笔记强制报备、限制商业笔记频次，并采取人工+机器的双重审查，确保良好的内容社区的质量和用户体验。同时，小红书也持续推动图文内容的视频化，以顺应互联网用户触媒习惯的转变，加深对用户的触动。

小红书电商业务的发展主要依托丰富的 KOC 资源。在电商业务上，小红书主要鼓励商家/达人进行私域直播，在不影响公域社区用户体验的基础上提高电商变现效率。2020 年小红书投入百亿流量扶持未来品牌，将小红书打造成新品牌孵化和初期成长的核心平台。小红书最大的优势来自于其独有的大量 KOC，小红书通过对达人进行培训，协助其生产高质量种草内容，把达人作为链接用户和产品端的纽带，形成 B2K2C 的业务闭环，提升用户体验，从而提高种草带货的效率。在发展电商生态的过程中，小红书也把达人直播作为主要的端，将直播入口放在达人和品牌账号首页，被给予了持续的扶持，如佣金减免等。目前，小红书电商已形成了高转化率、高客单价、高复购率和低退货率的良好态势。

京东直播：

京东直播重点打造垂类的专业主播。京东直播在达人培养方面采取差异化打法，重点关注垂类主播在其专业领域内的专业性。京东直播通过培育和引进各垂直领域主播，打造了高内容质量的直播，在带货的同时也可以帮助品牌商传递品牌价值，提高直播服务的附加价值。这种模式下，主播在垂类商品上可以吸引更多的用户关注，并提升营销服务的转化效率。如科技大 V 王自如在京东直播的首秀在讲解、带货的同时也为华为新品进行内容营销，单场峰值在线人数 340 万人、带货 GMV 超过亿元。

加强外部流量合作。流量瓶颈下，京东也和抖音、快手合作打开下沉流量入口，通过资源置换形成优势互补。2020 年 5 月，京东和快手达成战略合作，通过快手主播为京东商品带货，并通过外链导流到京东 App 完成购买过程；2021 年 5 月，京东也和抖音签订了 200 亿 GMV 的战略合作协议，并正式入驻抖音小店，京东自营商品在抖音小店上架，由主播选品进行带货销售，用户无需跳转即可完成下单，避免了购买过程的割裂。

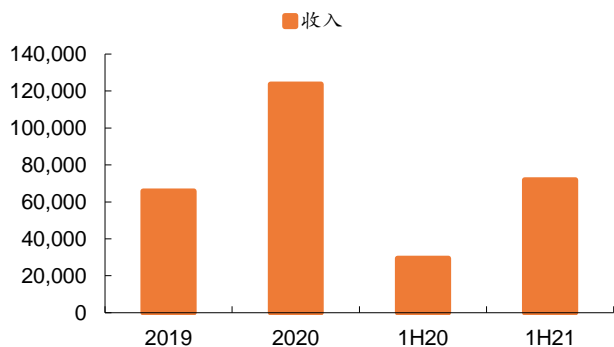
与同业相比，PGC 的内容模式是公司的一大亮点。对比来看，在内容端，抖音、小红书、京东等平台在视频内容段都为 UGC 的内容，内容质量分化，而耀世星辉的视频内容均为 PGC 内容，由公司统一把控制作过程，内容更为精致，制作过程更为专业，因此整体内容质量有较好的保证，也确保了在商业端的转化效率。在主播端，抖音、小红书、京东等平台的主播多为个人，其直播效果难以统一把控，且较为依赖主播的个人影响力和个人信誉，而耀世星辉的直播团队大部分具备电视台级别的专业背景，部分拥有 10 年以上的电视导演经验，拥有演播室级别的直播棚和 6-7 个机位，并配备导播、切换台、交互等方面的支持，整体直播更工业化及标准化，这使得公司的直播效果更为统一且专业。同时，以平台官方背书的直播模式将更有利于建立消费者对于公司或平台品牌的信赖和黏性，避免了因单个主播流失而带来的用户流失的风险。

依托 PGC 的内容模式，公司有望实现平台生态的良性发展。综合而言，我们认为耀世星辉的 PGC 内容模式可以实现更好的内容质量，有利于建立用户对于公司和平台的长期认知，也有利于公司在“生活”这一细分场景下的持续深耕；同时，更好的内容质量也保证了视频内容和直播的转化效率，有望长期吸引高质量商家与公司建立合作关系，从而实现平台生态的良性发展。

财务分析

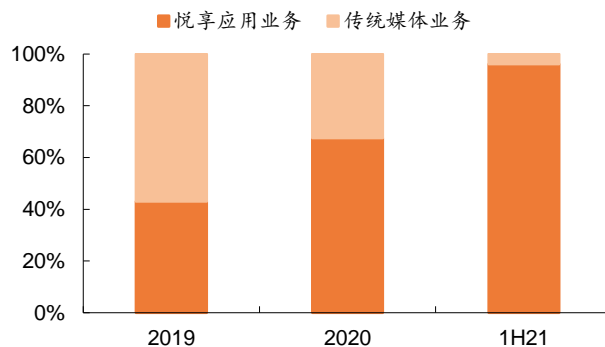
上市后公司收入持续快速增长。2020 年公司收入由 2019 年的 6577 万美元增长至 1.24 亿美元，同比增长 88%。1H21 公司延续了快速增长的势头，收入由 1H20 的 2941 万美元增长至 7190 万美元，同比增长 145%。从收入结构看，悦享应用业务已成为公司收入增长的主要动力，占公司收入比重从 2019 年的 43% 增至 2020 年的 68%，并进一步增至 1H21 的 96%，展现了极强的增长潜力。

图 17: 耀世星辉 2019-1H2021 收入 (千美元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 18: 耀世星辉 2019-1H2021 收入构成

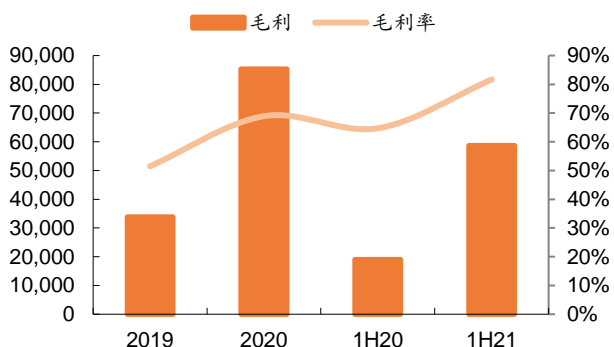


资料来源: 公司资料, 安信国际

毛利率持续提升。2020 年公司实现毛利 8528 万美元，同比增长 152%，毛利率由 2019 年的 52% 提升至 2020 年的 69%。1H21 公司实现毛利 5970 万美元，毛利率进一步提升至 82%。这是由于公司的视频内容均由自己产出，公司不需要支付大量的内容采购成本或向其他内容创作者进行分成，因此公司的毛利率始终保持在较高水平，并随着公司悦享应用业务的发展不断提升。

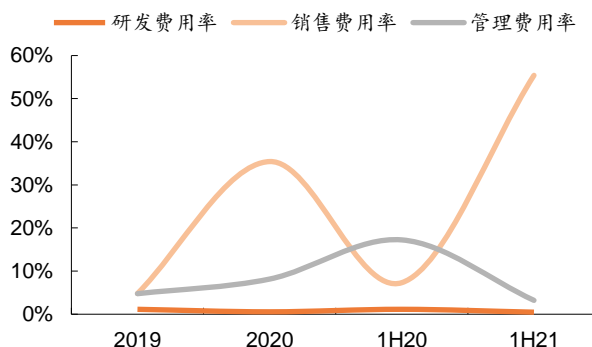
销售费用率增加，管理费用率回归正常。过去 2 年，公司研发费用率总体保持平稳；但消费费用率持续增长，主要因公司加大了品牌建设和悦享应用的获客投入；管理费用率在 1H21 恢复至常规水平，主要 1H20 公司在 SPAC 上市期间为部分员工提供了股权激励。

图 19: 耀世星辉 2019-1H2021 毛利及毛利率 (千美元)



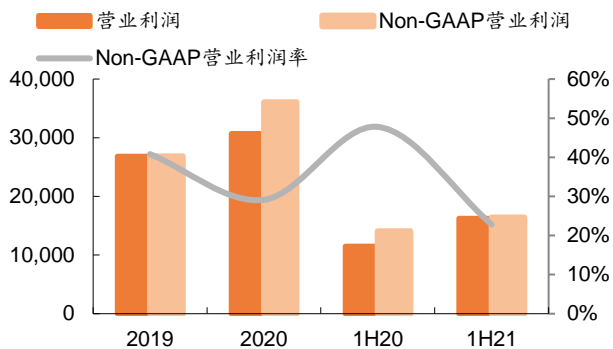
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 20: 耀世星辉 2019-1H2021 费用率



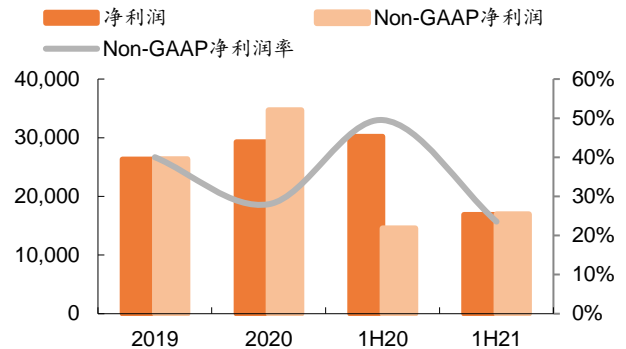
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 21: 耀世星辉 2019-1H2021 营业利润 (千美元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

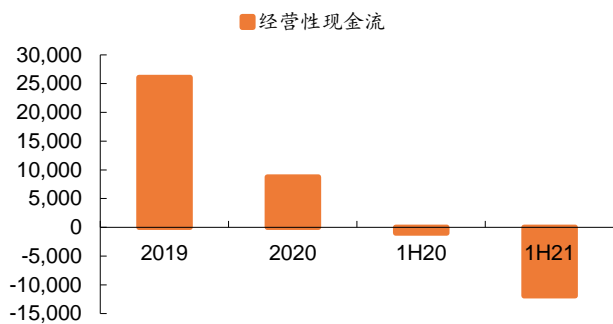
图 22: 耀世星辉 2019-1H2021 净利润 (千美元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

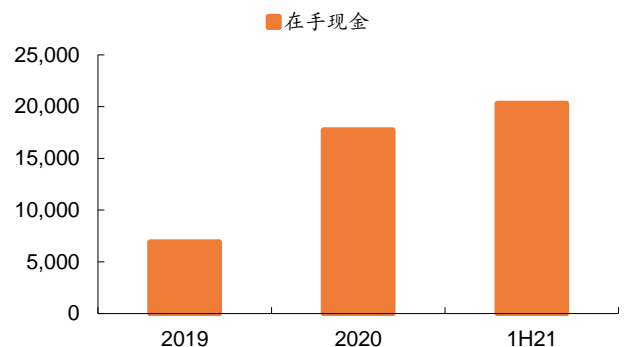
利润规模持续增长, 利润率有所波动。2020 年公司实现 Non-GAAP 营业利润 3605 万美元, 同比增长 34%, 实现 Non-GAAP 净利润 3466 万美元, 同比增长 32%; 1H21 公司实现 Non-GAAP 营业利润 1640 万美元, 同比增长 17%, 实现 Non-GAAP 净利润 1694 万美元, 同比增长 16%。公司的利润率自 2H20 年开始有一定程度的下滑, 主要因公司自 2H20 开始增加投入用于品牌建设和悦享应用的用户拉新, 导致销售费用率上升。我们相信这是短期情况, 随着公司业务逐步进入稳健发展阶段, 公司利润率将在未来逐步恢复至正常水平。

图 23: 耀世星辉 2019-1H2021 经营性现金流 (千美元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 24: 耀世星辉 2019-1H2021 在手现金 (千美元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

经营性现金流呈季节性, 在手现金充沛。2020 年公司经营性现金流入较 2019 年有所减少, 主要因业务规模扩张导致应收账款增加。此外, 公司经营性现金流也呈现一定季节性特征, 上半年通常为负, 主要因广告业务结算周期导致。公司现金充沛, 截止 1H21 公司在手现金为 2031 万美元, 公司于 2021 年 9 月通过增发融资 1000 万美元, 进一步丰富了公司的现金储备。

预计未来三年收入及经调整净利润复合增速为 38%和 37%

预计 2023E 收入将达 3.24 亿美元，未来三年收入复合增速达 38%。我们预计到 2023 年耀世星辉的悦享 App 应用下载量将超过 4 亿次，DAU 将达到 1400 万人，电商业务 GMV 将超过 14 亿美元。我们预计未来三年公司收入分别为 1.80 亿、2.46 亿和 3.24 亿美元，未来三年复合增速将达 38%；其中广告收入依然是收入的第一大来源，占比为 87%，电商服务收入将成为第二大收入来源，占比将达为 7%。

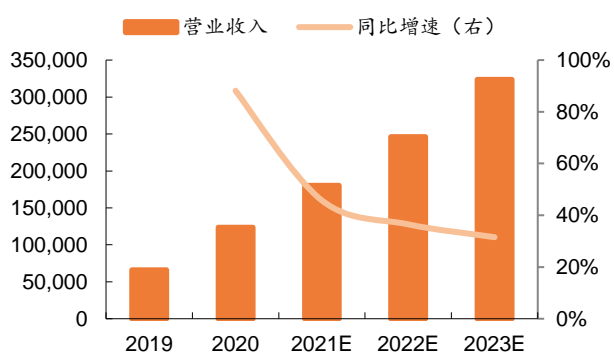
预计未来三年 Non-GAAP 净利润复合增速将达 37%。我们预计随着公司前期费用投放逐步完成，未来利润率将趋于稳定。我们预计未来三年公司 Non-GAAP 净利润分别为 0.46 亿、0.65 亿和 0.89 亿美元，未来三年复合增速将达 37%。

表 1：耀世星辉盈利假设

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
运营指标						
应用下载量	百万	85	169	249	329	409
DAU	百万	1.9	5.4	8.2	11.2	14.3
电商 GMV	百万美元	19	132	411	839	1,432
财务指标						
广告收入	千美元	48,391	104,664	156,706	215,803	283,310
定制内容产品收入	千美元	9,098	10,200	11,220	11,781	12,370
版权收入	千美元	7,369	6,883	6,539	6,212	5,901
电商服务收入	千美元	670	1,517	5,341	11,745	21,473
其他收入	千美元	249	499	574	660	759
合计	千美元	65,777	123,763	180,380	246,201	323,812
占比						
广告收入	%	74%	85%	87%	88%	87%
电商服务收入	%	1%	1%	3%	5%	7%

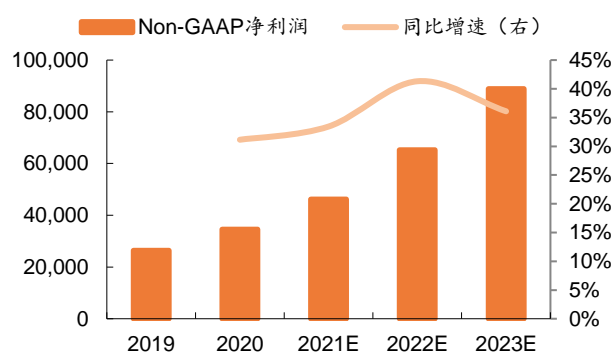
资料来源：公司资料，安信国际

图 25：2019-2023E 公司营业收入（千美元）



资料来源：公司资料，安信国际

图 26：2019-2023E 公司 Non-GAAP 净利润（千美元）



资料来源：公司资料，安信国际

首予“买入”评级，目标价 5.80 美元

首予“买入”评级，目标价 5.80 美元。考虑到公司已实现稳定盈利，我们以 P/E 方式为公司估值。与主要视频及电商行业的可比公司相比，公司规模偏小，因此我们按照同业 P/E 给予一定折扣。我们以公司 2022E Non-GAAP 净利润为基准，按照 2022E P/E 5.6x 为公司定价（按唯品会 22E P/E 7x 的 80%），目标价 5.80 美元，较现价有 166% 上涨空间，首予“买入”评级。

表 2：耀世星辉估值表

	2022E	估值方法	估值倍数	估值
Non-GAAP 净利润（百万美元）	65	P/E	5.6x	366
市值（百万美元）				366
总股数（百万）				63
目标价（美元）				5.80

资料来源：公司资料，安信国际

表 3：同业估值对比

名称	代码	市值 百万美元	P/E (x)			EPS 增速 (%)			P/S (x)		
			Y1f	Y2f	Y3f	Y1f	Y2f	Y3f	Y1f	Y2f	Y3f
视频及电商											
阿里巴巴-SW	9988.HK	414,344	18.6	15.6	13.5	-4.7	19.0	15.7	2.9	2.4	2.0
拼多多	PDD.O	119,188	-371.7	107.1	42.7	-72.8	248.8	151.0	7.3	5.0	3.8
京东集团-SW	9618.HK	116,496	84.7	43.4	28.4	-82.6	95.4	52.5	0.8	0.6	0.5
快手-W	1024.HK	51,708	-5.7	-25.3	366.4	-88.8	-77.5	-106.9	4.0	2.9	2.2
哔哩哔哩-SW	9626.HK	27,754	-41.2	-43.5	-62.7	29.9	-5.3	-30.6	9.2	6.3	4.6
唯品会	VIPS.N	8,311	8.3	6.8	5.8	-20.6	21.1	9.2	0.4	0.4	0.3

资料来源：Wind、安信国际

风险提示

- 1) 行业竞争加剧；
- 2) 内容制作成本上升；
- 3) 用户规模增长不及预期。

附表：财务报表预测

(31/12 年结; 千美元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					
主营业务收入	65,777	123,763	180,380	246,201	323,812
营业成本	-31,901	-38,481	-54,281	-71,626	-90,967
毛利	33,876	85,282	126,099	174,575	232,845
研发费用	-749	-691	-902	-1,231	-1,619
销售费用	-3,154	-43,827	-63,133	-86,170	-113,334
管理费用	-3,134	-10,095	-14,430	-19,696	-25,905
营业利润	26,839	30,669	47,634	67,478	91,987
利息收入	0	0	0	0	0
利息支出	-295	-282	-244	-256	-269
其他利得/损失	50	531	722	985	1,295
公允价值变动	0	0	0	0	0
税前利润	26,594	30,918	48,111	68,206	93,013
投资收益	0	0	0	0	0
所得税	-191	-1,673	-2,406	-3,410	-4,651
少数股东权益	-80	31	48	68	93
净利润	26,323	29,276	45,754	64,864	88,456
经调整净利润	26,403	34,626	46,206	65,296	88,863
经调整 EPADS	0.64	0.64	0.75	1.00	1.30
EBIT	26,839	30,669	47,634	67,478	91,987
EBITDA	27,628	34,110	51,365	71,728	96,807
经调整 EBITDA	27,498	38,991	51,191	71,311	96,105
同比 (%)					
收入		88.2	45.7	36.5	31.5
毛利		151.7	47.9	38.4	33.4
营业利润		0.1	0.6	0.4	0.4
经调整 EBITDA		41.8	31.3	39.3	34.8
经调整净利润		31.1	33.4	41.3	36.1
现金流量表					
税前利润	26,594	30,918	48,111	68,206	93,013
折旧和摊销	739	2,910	3,009	3,266	3,524
营运资本变动	-38,446	-18,048	-29,059	-33,829	-40,398
其他	37,205	-7,039	-1,662	-2,654	-3,882
经营性现金净流量	26,092	8,741	20,400	34,989	52,258
资本开支	-18,639	-3,081	-6,201	-6,207	-6,213
其他	3,321	-1,337	0	0	0
投资性现金净流量	-15,318	-4,418	-6,201	-6,207	-6,213
新发股份	12,801	2,000	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
新增债务	718	7,216	397	417	437
利息支出	-295	-282	-244	-256	-269
其他	-19,448	-3,553	0	0	0
融资性现金净流量	-6,224	5,381	153	160	168
净现金流	4,550	9,704	14,352	28,942	46,213
汇兑损益	-68	1108	0	0	0
期初现金余额	2,437	6,919	17,731	32,083	61,026
期末现金余额	6,919	17,731	32,083	61,026	107,239
FCFF	7,453	5,660	14,200	28,782	46,045
FCFE	7,876	12,594	14,352	28,942	46,213

(转下页...)

财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 千美元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产负债表					
现金	6,919	17,731	32,083	61,026	107,239
应收账款	51,061	81,110	118,606	161,886	212,918
预付媒体成本	2,499	2,544	3,718	4,906	6,231
其他流动资产	0	1,732	2,524	3,445	4,532
流动资产合计	60,479	103,117	156,931	231,262	330,919
固定资产	331	251	1,078	1,735	2,219
无形资产	14,683	15,632	17,795	19,874	21,864
商誉	2,027	1,689	1,890	2,097	2,310
长期投资	0	0	0	0	0
其他长期资产	2,190	22,707	22,707	22,707	22,707
非流动资产合计	19,231	40,279	43,471	46,412	49,101
总资产合计	79,710	143,396	200,402	277,674	380,019
应付账款	4,546	7,887	11,125	14,680	18,644
递延收入	6,134	11,291	16,456	22,461	29,542
短期借款	718	6,560	6,665	6,998	7,348
其他流动负债	4,338	9,618	11,618	13,618	15,618
流动负债合计	15,736	35,356	45,864	57,757	71,152
长期借款	0	1,374	1,666	1,749	1,837
递延税及其他	1,718	1,386	1,386	1,386	1,386
非流动负债合计	1,718	2,760	3,052	3,135	3,223
负债合计	17,454	38,116	48,916	60,893	74,375
股本	4	6	6	6	6
储备	61,777	104,803	151,057	216,421	305,377
少数股东权益	475	471	423	355	262
所有者权益合计	62,256	105,280	151,486	216,782	305,644
负债及所有者权益合计	79,710	143,396	200,402	277,674	380,019
主要财务比率					
P/E (x)	3.6	3.5	3.1	2.3	1.8
P/B (x)	1.5	1.2	0.9	0.7	0.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
GP margin (%)	51.5	68.9	69.9	70.9	71.9
Adj. EBITDA margin (%)	41.8	31.5	28.4	29.0	29.7
Adj. NP margin (%)	40.1	28.0	25.6	26.5	27.4
R&D/sales (%)	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5
SG&A/sales (%)	9.6	43.6	43.0	43.0	43.0
Effective tax rate (%)	0.7	5.4	5.0	5.0	5.0
ROE (%)	16.8	41.6	36.1	35.5	34.1
ROA (%)	15.9	31.0	26.9	27.3	27.0
Current ratio (x)	3.8	2.9	3.4	4.0	4.7
A/R turnover days (s)	283.3	239.2	240.0	240.0	240.0
A/P turnover days (s)	52.0	74.8	74.8	74.8	74.8
Interest coverage (x)	91.0	108.8	195.2	263.4	342.0
Net debt/(cash) to equity (%)	-10.0	-9.3	-15.7	-24.1	-32.1
Total asset to equity ratio (x)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源: 公司数据, 安信国际预测 (2021E-2023E)

客戶服務熱線

香港：2213 1888

國內：40086 95517

免責聲明

此報告只提供給閣下作參考用途，並非作為或被视为出售或購買或認購證券的邀請或向任何特定人士作出邀請。此報告內所提到的證券可能在某些地區不能出售。此報告所載的資料由安信國際證券(香港)有限公司(安信國際)編寫。此報告所載資料的來源皆被安信國際認為可靠。此報告所載的見解，分析，預測，推斷和期望都是以這些可靠數據為基礎，只是代表觀點的表達。安信國際，其母公司和/或附屬公司或任何個人不能擔保其準確性或完整性。此報告所載的資料、意見及推測反映安信國際於最初發此報告日期當日的判斷，可隨時更改而毋須另行通知。安信國際，其母公司或任何其附屬公司不會對因使用此報告內之材料而引致任何人士的直接間接或相關之損失負上任何責任。

此報告內所提到的任何投資都可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也可能不適合所有的投資者。此報告中所提到的投資價值或從中獲得的收入可能會受匯率影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此報告沒有把任何投資者的投資目標，財務狀況或特殊需求考慮進去。投資者不應僅依靠此報告，而應按照自己的判斷作出投資決定。投資者依據此報告的建議而作出任何投資行動前，應諮詢專業意見。

安信國際及其高級職員、董事、員工，可能不時地，在相關的法律、規則或規定的許可下 (1)持有或買賣此報告中所提到的公司的證券，(2)進行與此報告內容相異的倉盤買賣，(3)與此報告所提到的任何公司存在顧問，投資銀行，或其他金融服務業務關係，(4)又或可能已經向此報告所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。投資銀行或資產管理可能作出與此報告相反投資決定或持有與此報告不同或相反意見。此報告的意見亦可能與銷售人員、交易員或其他集團成員專業人員的意見不同或相反。安信國際，其母公司和/或附屬公司的一位或多位董事，高級職員和/或員工可能是此報告提到的證券發行人的董事或高級人員。(5)可能涉及此報告所提到的公司的證券進行自營或莊家活動。

此報告對於收件人來說是完全機密的文件。此報告的全部或任何部分均嚴禁以任何方式再分發予任何人士，尤其(但不限於)此報告及其任何副本均不可被帶往或傳送至日本、加拿大或美國，或直接或間接分發至美國或任何美國人士(根據1933年美國證券法S規則的解釋)，安信國際也沒有任何意圖派發此報告給那些居住在法律或政策不允許派發或發布此報告的地方的人。

收件人應注意安信國際可能會與本報告所提及的股票發行人進行業務往來或不時自行及/或代表其客戶持有該等股票的權益。因此，投資者應注意安信國際可能存在影響本報告客觀性的利益衝突，而安信國際將不會因此而負上任何責任。

此報告受到版權和資料全面保護。除非獲得安信國際的授權，任何人不得以任何目的複製，派發或出版此報告。安信國際保留一切權利。

規範性披露

- 本研究報告的分析員或其有聯繫者(參照證監會持牌人守則中的定義)並未擔任此報告提到的上市公司的董事或高級職員。
- 本研究報告的分析員或其有聯繫者(參照證監會持牌人守則中的定義)並未擁有此報告提到的上市公司有關的任何財務權益。
- 安信國際擁有此報告提到的上市公司的財務權益少於1%或完全不擁有該上市公司的財務權益。

公司評級體系

收益評級：

- 買入 — 預期未來6個月的投資收益率為15%以上；
- 增持 — 預期未來6個月的投資收益率為5%至15%；
- 中性 — 預期未來6個月的投資收益率為-5%至5%；
- 減持 — 預期未來6個月的投資收益率為-5%至-15%；
- 賣出 — 預期未來6個月的投資收益率為-15%以下。

安信國際證券(香港)有限公司

地址：香港中環交易廣場第一座三十九樓

電話：+852-2213 1000

傳真：+852-2213 1010