

证券研究报告

公司研究

公司点评

星期六 (002291.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师

执业编号: S1500522010001

联系电话: +86 17317141123

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

星期六 (002291.SZ): 直播电商龙头回复问询
函明确方向, 下半年业绩改善戴维斯双击

2022年06月27日

- **事件:** 2022年6月25日, 星期六 (002291.SZ) 发布《关于对深圳证券交易所年报问询函回复的公告》, 我们梳理问询函及其回复的核心要点:
- **社交电商业务收入快速提升, 成为核心增长点。**根据公告, 2021年遥望网络跻身抖音直播带货 MCN 机构榜前列, 全年成交订单量突破 1 亿单, 销售 GMV 超 100 亿元。业务规模的扩大使得遥望网络社交电商营业收入规模也得以快速提升。此外遥望抓住行业发展契机较早地进入短视频广告、直播带货等业务领域, 通过社交电商业务的拓展为企业带来新的业务增长点。受疫情反复等因素影响, 人口代际变迁和渠道形态变革推动零售行业“人、货、场”持续演进升级。
- **2021 年销售 GMV 创新高, 商品佣金率水平有待提升。**遥望网络 2021 年上半年和下半年在抖音平台实现 GMV 约 7.7/36 亿元, 分别占上半年及下半年全部 GMV 的 21%/54%, 有行业季节性以及公司抖音电商业务发展的影响。下半年抖音平台 GMV 较上半年增长 368%, GMV 占比较上半年增长 33 个百分点。为了扩大业务规模, 遥望扩充商品丰富度并把控商品质量, 因此商品佣金率出现降低, 2022 年遥望网络将深入拓展供应链, 扩大商品的推广销售, 稳定并提升商品佣金率水平。
- **“遥望云”系统赋能直播流程, 有效提升直播管理能力。**为赋能直播流程, 提高直播排期, “遥望云”系统于 2021 年第四季度上线, 有效改善直播管理精细化程度, 月度直播时长由 30-50 小时提升至 80-100 小时, 研发费用较上年增加 3,111.70 万元, 同比增长 89.76%。此外公司将社交电商业务作为募投项目之一进行较多升级性投入, 主要有场景化建设、直播间装修等。
- **签约艺人数量增加, 虚拟人技术将被应用于营销。**除了稳固在快手平台的直播电商业务之外, 遥望新增贾乃亮、娄艺潇、辰亦儒、沈涛等艺人主播, 以迅速扩大规模和提高遥望在抖音平台的影响力。同时, 遥望和签约明星直播大部分采用基于利润分成模式, 而与签约素人主播/达人采用基于 GMV 分成模式, 基于利润分成模式下的主播分成占营业收入的比例高于基于 GMV 分成模式下的素人主播/达人分成占营业收入的比例, 因此与明星艺人的合作规模增加, 提高了整体分成比例成本, 使得社交电商业务的整体毛利率有所下降。2022 年, 遥望网络通过虚拟人技术, 加强内容制作能力, 拓展短视频与短剧商品的推广和广告植入、微综艺制作和广告植入, 充分利用签约合作的明星艺人资源, 丰富营销变现模式, 努力提高公司互联网营销业务的整体毛利水平。
- **投资建议:** 综上, 公司持续推进战略转型升级, 积极发展移动互联网

营销业务，直播电商（尤其抖音）业务迅猛发展，22 年品类及明星矩阵扩展有望带来新增量。盈利能力有望提升，受益于供应链扩展、“遥望云”提升选品效率、内容制作能力提升等原因。公司在元宇宙（尤其是数字资产领域技术）储备充足、资源整合能力优秀，是公司未来另一大核心竞争力。我们维持前期盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利为 6.11/10.20/12.64 亿元，对应 EPS 为 0.67/1.12/1.39 元，对应 PE 为 26x/16x/13x，维持“买入”评级。

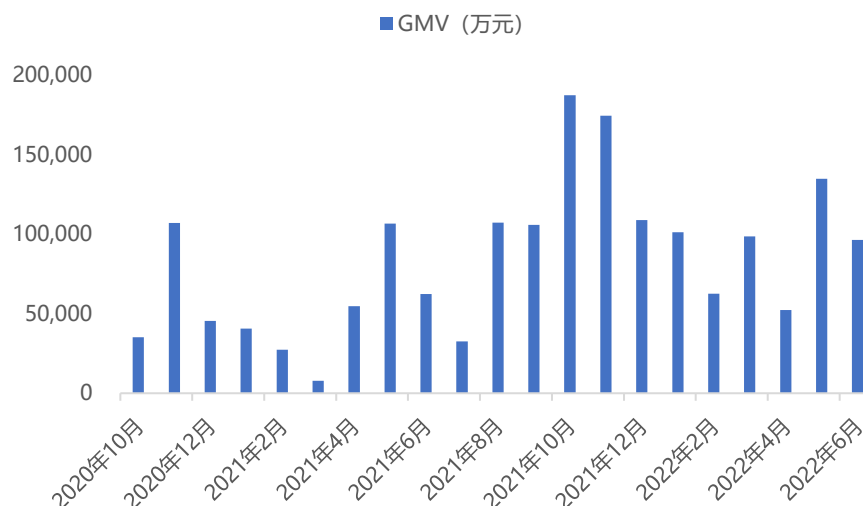
➤ **风险因素：**行业政策风险，市场竞争加剧风险，KOL 风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,151	2,811	4,720	6,145	7,607
增长率 YoY%	3.9%	30.7%	67.9%	30.2%	23.8%
归母净利(百万元)	24	-700	611	1,020	1,264
增长率 YoY%	-83.9%	-2980.9%	187.3%	66.9%	23.9%
毛利率%	32.7%	16.2%	32.6%	36.3%	36.1%
净资产收益率 ROE%	0.7%	-12.6%	9.9%	14.2%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.03	-0.90	0.67	1.12	1.39
市盈率 P/E(倍)	538.67	—	26.12	15.65	12.63
市净率 P/B(倍)	3.59	3.26	2.58	2.22	1.89

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 6 月 24 日收盘价

遥望网络月度数据表现亮眼，截至 6 月 18 日，遥望网络 6 月直播带货 GMV 已接近 10 亿元，其中贾乃亮、黄圣依 618 直播带货表现亮眼。贾乃亮 6 月 17 日“618 年度好物收官”直播贡献 GMV 约 7,743 万元，黄圣依 6 月 18 日“618 生日大放送”直播贡献 GMV 约 1.04 亿元。

图 1：遥望网络月度 GMV（万元）



资料来源：壁虎看看，信达证券研发中心；截止 2022 年 6 月 18 日数据，我们预计 6 月 GMV 将继续创新高

遥望网络社交电商业务发展分为三个阶段，目前快手、抖音等已有较大进展，已进入市场规模扩展后的利润率回升期：

第一阶段，成立期深耕快手。2019 年社交电商的业务初步兴起，遥望在快手直播开展不到一年，抖音直播尚未全面开展，在业务初期公司社交电商业务主要聚焦于快手平台，业务收入以 CPS 分佣方式为主；2020 年中期快手平台开放小店通等公域流量的投放工具，用户可在平台进行流量投放及直播间推广，平台流量投放成本增加。遥望网络为抢占直播经济“风口”，一方面对旗下签约主播加大了流量投放力度，以实现主播粉丝量及销售额的提升；另一方面，随着公司业务规模的扩大和配套供应链的完善，遥望网络购销模式下的社交电商服务业务收入占比增加。

第二阶段，成长期开拓抖音。2021 年，遥望网络电商直播业务在稳固快手平台投入的同时，进一步加大在抖音平台的投入力度，不断完善主播矩阵，艺人签约量扩增，与达人主播不同，遥望网络和签约明星大部分采用利润分成模式，对明星直播的分成计入营业成本，营业成本的增加也降低了社交电商业务的整体毛利率。

第三阶段，发展期盈利能力提升，2022 年，受益于供应链扩展、“遥望云”提升选品效率、内容制作能力提升等原因，盈利能力有望提升。实现了直播流程在线化，分析数字化，选品智能化，构建了较深的系统和信息化壁垒。基于“遥望云”系统构建的“良品池”增加了选品的广度和深度，有助于整体商品佣金率的提升。

遥望社交电商业务收入快速提升。公司通过与各类互联网流量渠道建立合作关系，聚集流量资源，依托优秀的流量资源整合能力、丰富的互联网营销经验及较强的营销方案策划能力，通过多样化的广告形式实现流量变现，并抓

住行业发展契机较早地进入短视频广告、直播带货等业务领域，通过社交电商业务的拓展为企业带来新的业务增长点。

2021 年，受疫情反复等因素影响，社会消费在曲折中复苏。后疫情时代，人口代际变迁和渠道形态变革推动零售行业“人、货、场”持续演进升级，新人群、新渠道、新品牌为行业带来新机会。2021 年，遥望网络的社交电商业务在保持快手平台基本盘基础上，积极拓展抖音等渠道，凭借成熟的运营能力和完善的供应链体系迅速跻身抖音直播带货 MCN 机构榜前列，遥望网络全年成交订单量突破 1 亿单，销售 GMV 超 100 亿元。遥望网络社交电商收入大部分以推广服务费（商品佣金率）体现，销售 GMV 和社交电商营业收入的关系一般为： $\text{营业收入} = \text{销售 GMV} \times (1 - \text{退货率}) \times \text{商品佣金率} / (1 + \text{增值税率})$ 。业务规模的扩大使得遥望网络社交电商营业收入规模也得以快速提升。

遥望积极调整经营策略，未来专注于直播电商业务。因公司战略转型需要，公司自 2019 年下半年开始通过三家品牌公司将部分单一品牌自营专柜转换为加盟店，导致鞋类服饰业务高毛利率的自营营业收入占比下降，低毛利率的分销收入占比上升。面对移动互联网营销行业的需求变化，遥望将更专注于以短视频、直播为代表的社交电商业务，减少了传统互联网广告营销业务的投入，因此，遥望 2021 年互联网广告投放业务的营业收入较上年有所下降。

互联网营销业务行业存在一定的季节性，不存在 Q4 突击确认收入情形。主要表现在下半年的业绩收入通常好于上半年，第四季度为业绩收入高峰。主要原因为年初广告主当年的年度营销预算往往还没有确定，因此客户在营销投放规模上有所控制；且一季度有最重要的传统假期春节，互联网用户页面浏览量减少，这也决定了广告主通常不会选择在年初进行大规模的广告投放。随着广告主年度营销预算的确定，广告的投放量逐渐增加，下半年营销投放量大幅增长，且第四季度是互联网营销、社交电商的传统旺季，主要原因包括临近年终，众多商家为了突击全年销售额相应增加广告投入和促销活动；受中秋节、国庆节、双十一、双十二、圣诞节、元旦节等节日因素影响，产生大量营销活动。故互联网营销业务收入业绩受行业季节性影响和市场需求季节性变化影响明显，每年第四季度的营业收入往往均高于前三季度。

2021 年销售 GMV 增创新高，直播规模增长迅速。2021 年 7 月，遥望网络开始在抖音平台发力，新签约了一批明星艺人主播，直播规模迅速增加：2021 年上半年遥望网络在抖音平台实现 GMV 约 7.7 亿元，约占上半年全部 GMV 的 21%，2021 年下半年遥望网络在抖音平台实现 GMV 约 36 亿元，约占下半年全部 GMV 的 54%，下半年抖音平台 GMV 较上半年增长 368%，GMV 占比较上半年增长 33 个百分点。

为了迅速扩大业务规模，遥望网络优先希望大幅扩充商品丰富度并把控商品质量，因此在推广服务费（商品佣金率）上降低了标准，以期快速引入更多优质品牌方/广告主，例如在抖音平台新合作了部分海外大牌美妆品牌，这类品牌支付的商品佣金率较低，约为 3-5%，例如部分国内美妆品牌，在不同主播竞争机制过程中，推广佣金率下降了 2-5 个百分点。抖音平台业务规模迅速扩大、行业地位也进一步提升，但相应地降低了社交电商业务的佣金率和业

务毛利率。2022 年，遥望网络将深入拓展供应链，扩大如服饰、家纺、滋补保健等类目商品的推广销售，并尝试开发自有品牌产品，稳定并提升商品佣金率水平。

签约艺人数量增加，明星艺人分成比例提高。除了稳固在快手平台的直播电商业务之外，遥望新增贾乃亮、娄艺潇、辰亦儒、沈涛等艺人主播，以迅速扩大规模和提高遥望在抖音平台的影响力。同时，遥望和签约明星直播大部分采用基于利润分成模式，而与签约素人主播/达人采用基于 GMV 分成模式，基于利润分成模式下的主播分成占营业收入的比例高于基于 GMV 分成模式下的素人主播/达人分成占营业收入的比例，因此与明星艺人的合作规模增加，提高了整体分成比例成本，使得社交电商业务的整体毛利率有所下降。但随着明星主播直播场次数量提升和对供应链进一步整合开发，推广产品将转向定制、非标品类，后期抖音平台毛利率预计将有所改善。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,968	4,581	6,464	7,869	9,797
货币资金	234	2,246	1,859	2,070	3,310
应收票据	1	0	1	1	1
应收账款	1,180	1,083	1,940	2,525	2,501
预付账款	173	271	255	313	340
存货	1,281	800	2,179	2,683	3,328
其他	99	182	230	277	317
非流动资产	2,434	2,481	2,535	2,579	2,622
长期股权投资	68	78	78	78	78
固定资产(合计)	115	89	98	97	95
无形资产	136	132	152	172	192
其他	2,116	2,182	2,207	2,232	2,257
资产总计	5,403	7,062	8,999	10,448	12,419
流动负债	2,006	1,380	2,730	3,046	3,613
短期借款	647	584	600	600	600
应付票据	81	77	174	215	266
应付账款	267	235	523	537	666
其他	1,011	484	1,432	1,695	2,081
非流动负债	31	85	85	85	85
长期借款	30	0	0	0	0
其他	1	85	85	85	85
负债合计	2,037	1,465	2,815	3,131	3,698
少数股东权益	39	28	5	118	258
归属母公司股东	3,326	5,568	6,179	7,199	8,463
负债和股东权益	5,403	7,062	8,999	10,448	12,419

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,151	2,811	4,720	6,145	7,607
同比(%)	3.9%	30.7%	67.9%	30.2%	23.8%
归属母公司净利	24	-700	611	1,020	1,264
同比(%)	-83.9%	-2980.9%	187.3%	66.9%	23.9%
毛利率(%)	32.7%	16.2%	32.6%	36.3%	36.1%
ROE%	0.7%	-12.6%	9.9%	14.2%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.03	-0.90	0.67	1.12	1.39
P/E	538.67	—	26.12	15.65	12.63
P/B	3.59	3.26	2.58	2.22	1.89
EV/EBITDA	53.78	-67.75	26.27	13.50	10.10

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,151	2,811	4,720	6,145	7,607
营业成本	1,447	2,357	3,182	3,917	4,860
营业税金及附加	6	8	12	15	19
销售费用	321	243	519	676	837
管理费用	134	266	378	369	456
研发费用	42	69	85	104	129
财务费用	89	87	-6	-3	-18
减值损失合计	-58	-482	0	0	0
投资净收益	5	21	19	40	48
其他	-19	-10	37	61	76
营业利润	41	-690	606	1,168	1,448
营业外收支	7	-10	0	0	0
利润总额	48	-699	606	1,168	1,448
所得税	20	-4	18	35	43
净利润	27	-695	587	1,133	1,404
少数股东损益	3	5	-23	113	140
归属母公司净利	24	-700	611	1,020	1,264
EBITDA	234	-246	565	1,085	1,327
EPS(当年)(元)	0.03	-0.90	0.67	1.12	1.39

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-8	223	-311	271	1,293
净利润	27	-695	587	1,133	1,404
折旧摊销	109	172	21	21	22
财务费用	89	95	36	36	36
投资损失		-5	-21	-19	-40
营运资金变动	-327	168	-936	-879	-121
其它	99	505	0	0	0
投资活动现金流	-564	-323	-56	-25	-17
资本支出	-340	-219	-55	-45	-45
长期投资	-276	-97	0	0	0
其他	52	-7	-1	20	28
筹资活动现金流	585	2,108	-20	-36	-36
吸收投资	0	2,977	0	0	0
借款	943	911	16	0	0
支付利息或股息	-38	-153	-36	-36	-36
现金流净增加额	13	2,009	-387	210	1,240

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

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

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

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。