

星期六(002291)

报告日期: 2022年7月20日

直播电商绝对头部, 主播星光映照供应链护城河

——星期六深度报告

✍️ : 陈腾曦 执业证书编号: S1230520080010
☎️ : 13916068030
✉️ : chentengxi@stocke.com.cn

报告导读

遥望网络布局短视频和直播电商业务较早, 当前社交电商业务已成为公司核心支柱, 新兴技术下直播形式或将颠覆, 视频领域依然具备开拓空间, 公司也在积极探索直播电商新玩法。

投资要点

□ 主播阵容强大, 艺人自带流量, 达人深耕垂类

公司已经形成了艺人+达人的主播结构, 签约主播超 100 位, 是业内艺人最多的 MCN 机构。同时公司秉承着“赛马不相马”及“80%标准化+20%差异化”的原则积极孵化自营主播。旗下贾乃亮、黄圣依等艺人主播常居平台带货榜一位。

□ 供应链端强议价能力造就直播商品低单价与消费者高复购率

遥望网络打造了一个从招商选品、排播运营到仓储物流和售后保障一体化的供应链生态闭环。供应链产业覆盖面广, 合作品牌超 2,000 家, SKU 达 30 万个, 同时与 40 多家品牌达成独家分销合作。

□ 稳抓平台流量, GMV 成绩亮眼, 遥望抢占先机

快手和抖音是公司产生 GMV 的主战场, 艺人在公域流量玩法的抖音平台直播, 红人、达人在粉丝粘性较高的快手平台直播。公司 GMV 已经达到快手第二, 抖音第一的市场地位。在超头部主播退场, 东方甄选异军突起的背景下, 直播电商行业回归本质, 遥望抢占先机, 不断发展突破, 稳坐头部位置。

□ 盈利预测及估值

未来几年公司也将继续深耕社交电商领域, 以直播电商为基础形式, 全行业多平台同步发展。预计 22/23/24 年公司总营收分别实现 48.25/79.32/120.65 亿元, yoy+71.6%/64.4%/52.1%; 归母净利润分别实现 7.76/12.49/18.85 亿元, yoy+210.8%/61.1%/50.9%, 考虑到遥望网络的行业先发优势, 已拥有优质供应链及庞大的合作艺人及主播优势, 具备后续成长动力, 公司目前 22-24 年对应 PE 分别为 22.6X/14.1X/9.3X, 上涨空间充分, 给予“买入”评级。

□ 风险提示: 政策监管风险; 行业竞争加剧; 红人孵化效果不及预期。

评级

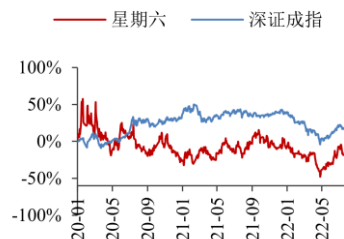
增持

上次评级 买入
当前价格 ¥17.92

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
1Q/2022	0.10
4Q/2021	-0.74
3Q/2021	-0.08
2Q/2021	-0.09



公司简介

公司为国内领先的鞋业品牌运营商, 是深圳 A 股第一家上市的国内女鞋企业。公司采用多品牌全产业链纵向一体化的运营模式, 通过构建不用消费细分、不同风格的多品牌组合, 满足各类时尚消费者不同生活阅历和价值取向的装扮需求。

相关报告

1《电商营销领先者, 卡位直播前景广阔——星期六首次深度覆盖报告》
2020.05.28

报告撰写人: 陈腾曦

深度报告

行业公司研究——服装 II 行业

证券研究报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2,811	4,825	7,932	12,065
(+/-)	30.7%	71.64%	64.38%	52.11%
归母净利润	-700	776	1,249	1,885
(+/-)	-2,980.6%	210.8%	61.06%	50.90%
每股收益(元)	-0.77	0.85	1.37	2.07
P/E	-25.07	22.63	14.05	9.31

正文目录

1. 星期六：电商服务资深玩家，行业浪潮中的“常青树”	5
1.1. 发展历程：商业嗅觉敏锐，转型及时且成功	5
1.2. 组织架构：股权结构优化，管理团队稳定	5
1.3. 财务情况：社交电商服务为核心收入源，并持续聚焦发力	6
1.3.1. 社交电商服务贡献主力收入，鞋履业务“轻”资产运营	6
1.3.2. 遥望布局早，投入深，直播电商收入增速持续，后将持续重点聚焦发力于此	7
2. 直播电商行业发展正盛，配套产业链逐渐完善	8
2.1. 消费升级点燃直播电商增长，淘抖快分庭抗礼	8
2.2. 平台流量玩法各异，抖音/快手流量分配原则侧重不同	9
2.3. MCN 竞争激烈但大局未定，可持续发展依靠优质内容与流量沉淀	9
2.4. 抖音蓬勃发展，内容电商加速崛起	10
2.5. 超头部主播淡出，行业新星异军突起，遥望抢占先机	11
3. 遥望网络：深耕社交电商服务，供应链生态支撑核心竞争力	12
3.1. 根植垂类土壤，打造供应链护城河	12
3.1.1. 行业客观规律：标品集中，头部品牌集中趋势不减	12
3.1.2. 供应链优势突出，垂类主播形成供应链壁垒，议价能力强	13
3.2. 内容生态打造——艺人+达人主播阵容百花齐放	13
3.2.1. 遥望星河闪耀，艺人主播矩阵不断扩充	14
3.2.2. 头部达人定位鲜明，主播培育机制完善	15
3.3. 结合抖音平台大局，布局发力非标品类	15
3.4. 品牌深度孵化，区别于大牌标品，实现品销合一	15
3.5. 抖快主战场排兵布阵，因地制宜稳抓平台流量	16
4. 未来看点	17
4.1. 艺人携星光与流量而来，自营主播孵化卓有成效	17
4.2. 视频领域犹有开拓空间，新兴技术或将颠覆直播形式	19
5. 盈利预测与估值	20
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：遥望网络被收购前后股权结构（截至 2022.06）	5
图 2：遥望网络发展历程	5
图 3：星期六股权结构（截至 2022Q1）	5
图 4：网络购物用户规模（万人）及使用率	8

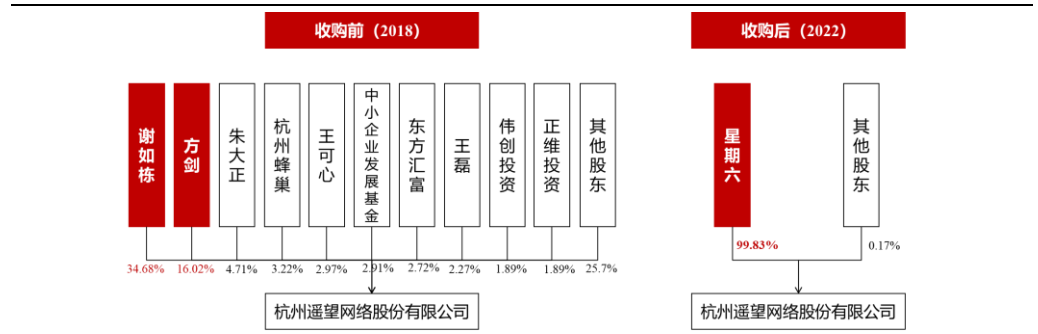
图 5: 网络直播用户规模(万人)及使用率	8
图 6: 网民每周上网时长(小时)	8
图 7: 抖音对于直播间四部分流量推荐结构	9
图 8: 抖音流量池结构示意图	9
图 9: 直播电商产业链	10
图 10: 中国 MCN 机构数量(家)	10
图 11: 抖音、快手平台 MAU 情况(单位: 百万)	11
图 12: 抖音、快手平台 DAU 情况(单位: 百万)	11
图 13: 抖音、快手平台用户日均使用时长情况(单位: 分钟)	11
图 14: DAU/MAU	11
图 15: 抖音平台 6 月品牌排行榜前 100 品牌品类 GMV 占比情况	12
图 16: 遥望网络品牌入驻流程	13
图 17: 遥望网络部分合作品牌	13
图 18: 遥望网络旗下合作艺人矩阵	14
图 19: 遥望官宣黄奕、郑秀妍加盟海报	14
图 20: 瑜大公子直播预告与直播截图	15
图 21: 李宣卓直播预告与直播截图	15
图 22: 独家合作——瑜大公子直播卖韩束套盒, 瑜大公子与珀莱雅代言人黄子韬直播, 瑜大公子与奥洛菲代言人徐海乔直播	16
图 23: 轻一 22Q2 直播销量及销售额情况整理	16
图 24: 遥望网络合作模式	17
图 25: 费乃亮直播截图及 2022 年 618 销售成绩	17
图 26: 黄子韬快手直播带货截图及直播首秀成绩	18
图 27: 杨子黄圣依直播间 2022 年 618 成绩(6/16、6/18 均进入带货榜前十位, 6/18 当天为带货榜第二)	18
图 28: 美少女嗨 Go 抖音直播与抖音视频截图	18
图 29: 遥望数字资产——虚拟人孔襄	19
表 1: 星期六收入按行业拆分(单位: 百万元)	6
表 2: 遥望网络核心数据(单位: 百万元)	7
表 3: 直播电商平台类型	9
表 4: 珀莱雅、兰蔻 5-6 月达人主播抖音带货情况(单位: 万元)	12
表 5: 遥望深度合作品牌——欧诗漫 5-6 月达人主播抖音带货情况(单位: 万元)	13
表 6: 遥望网络旗下艺人主播 2022 年以来抖音平台带货 GMV 情况(单位: 万元)	14
表 7: 遥望网络旗下主播 2022 年以来快手平台带货 GMV 情况(单位: 万元)	15
表 8: 遥望深度合作品牌——轻一 5-6 月达人主播抖音带货情况(单位: 万元)	16
表 9: 公司主要业务盈利预测(单位: 百万元)	21
表 10: 公司与同业估值比较(PE)	22
表附录: 三大报表预测值	23

1. 星期六：电商服务资深玩家，行业浪潮中的“常青树”

1.1. 发展历程：商业嗅觉敏锐，转型及时且成功

2019年3月底，星期六发布公告，宣布完成对于电商运营公司遥望网络的收购，正式迈入电商直播领域，成为“网红”概念股。此次收购获得了遥望网络88.57%的股份，根据2021年年报披露，星期六已手握遥望网络99.83%的股份。

图 1：遥望网络被收购前后股权结构（截至 2022.06）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：遥望网络发展历程

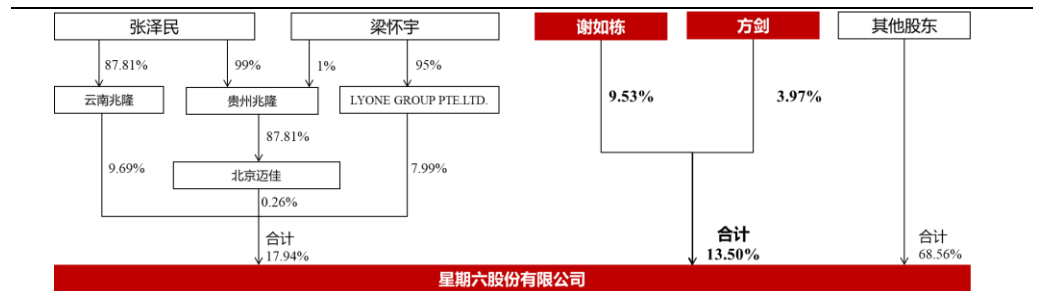


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2. 组织架构：股权结构优化，管理团队稳定

公司股权结构较分散，遥望网络创始人具备话语权。据2021年年报披露，公司实际控制人张泽民、梁怀宇夫妇共持股17.94%，遥望网络董事长谢如栋和总裁方剑作为一致行动人合计持股13.50%，其他股东持股68.56%。公司现任董事长为遥望网络董事长谢如栋，充分体现了公司治理结构优化后，将持续充分发力直播电商业务。

图 3：星期六股权结构（截至 2022Q1）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

遥望网络创始人与董事长谢如栋具有十年以上互联网行业从业经历，积累了丰富的互联网与移动互联网行业营销管理经验。公司任职高管阿里系背景深厚。遥望网络总裁方剑阿里系出身，具备丰富的媒体公关以及互联网从业经历。2007年起方剑先后任职阿里巴巴媒体公关部、市场部、中国雅虎、淘宝拍卖。公司股东王帅曾先后担任阿里巴巴公关总监、副总裁、CMO；公司副总、首席技术官朱振华曾任阿里资深专家，完成阿里首个无人超市项目；公司网络技术总监李大鹏曾任阿里高级开发工程师、天猫技术专家。

1.3. 财务情况：社交电商服务为核心收入源，并持续聚焦发力

1.3.1. 社交电商服务贡献主力收入，鞋履业务“轻”资产运营

遥望网络主导的社交电商服务已成为公司最核心的主要收入来源。此外，公司业务还涵盖了传统互联网广告业务和基于微信的社交营销业务。广告业务内容主要聚焦于美妆、消费品、汽车、情感和知识付费等方面。公司2020年和2021年的营收增长主要依赖于社交电商服务。2020/2021年公司实现营收21.51/28.11亿元，其中社交电商服务贡献营收10.12/17.24亿元，占总营收的47.05%/61.33%。

收购遥望网络之后，根据市场情况及公司战略发展需要，公司对多品牌时尚鞋履业务的运营模式进行优化，逐步转向专注品牌管理、供应链服务的“轻”资产运营方式，在此过程中对原有品牌业务、结构进行梳理优化，加快改善存货结构，盘活公司资产，提高资产运营效率，减轻运营包袱。2022年6月27日公司公告拟以挂牌方式转让旗下星期六鞋业有限公司100%股权，首次挂牌转让底价不低于6.02亿元。

表 1：星期六收入按行业拆分（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020	2021
互联网广告行业	138.36	168.81	854.12	1,486.33	2,266.40
YOY		22.01%	405.97%	74.02%	52.48%
毛利率	60.40%	57.10%	39.96%	28.16%	16.16%
/总营收	9.20%	11.17%	41.26%	69.10%	80.62%
其中：					
互联网广告投放			543.10	366.47	163.19
YOY				-32.52%	-55.47%
毛利率			45.09%	44.43%	39.27%
/总营收			26.23%	17.04%	5.80%
互联网广告代理			126.03	107.82	379.16
YOY				-14.45%	251.66%
毛利率			5.71%	3.22%	3.61%
/总营收			19.46%	5.01%	13.49%
社交电商服务			185.00	1,012.04	1,724.05
YOY				447.05%	70.35%
毛利率			48.23%	24.92%	16.74%
/总营收			8.94%	47.05%	61.33%
服装鞋类行业	1,360.47	1,357.50	1,213.76	647.65	537.62
YOY	-8.34%	-0.22%	-10.59%	-46.64%	-16.99%
毛利率	57.59%	54.44%	54.19%	41.49%	15.36%
/总营收	90.48%	88.48%	58.63%	30.11%	19.12%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3.2. 遥望布局早，投入深，直播电商收入增速持续，后将持续重点聚焦发力于此

今后公司将聚焦发力于直播电商业务。遥望网络 2018 年底开始布局直播电商业务，在经过一年的投入期之后，2020 年实现 GMV43 亿元，2021 年上半年达成 GMV36 亿元，为去年同期的 4 倍；2021 全年遥望网络销售 GMV 约 102.55 亿元，成交订单量达 10,351 单。公司营业收入从 2019 年的 7.44 亿元增加到 2020 年的 14.33 亿元，同比增长 92.58%。2021 年遥望网络营业收入 22.19 亿元，同比增长 54.84%，依然维持高速增长。

表 2：遥望网络核心数据（单位：百万元）

	2019	2020	2021H1	2021
营业收入	744.49	1,433.00	750.46	2,218.90
	yoy	92.48%	51.41%	54.84%
营业利润	213.44	273.94	66.87	62.80
净利润	209.14	266.86	60.76	65.29
	yoy	27.60%	58.23%	-75.53%
综合收益总额	206	266.86	60.76	56.49
经营活动现金流量	118.67	219.12	-36.72	158.76
总资产	1,085.37	1,591.54	1,858.37	3,943.29
	流动资产	789.83	1,078.98	3,177.61
	非流动资产	295.54	512.56	765.68
总负债	243.14	481.84		2,700.71
	流动负债	243.14	481.84	2,619.49
	非流动负债	0	0	81.21
净资产	842.24	1,109.7	1,175.34	1,242.58

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 直播电商行业发展正盛，配套产业链逐渐完善

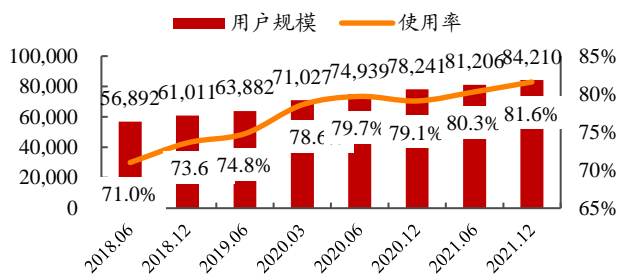
2.1. 消费升级点燃直播电商增长，淘抖快分庭抗礼

我国直播电商行业虽然起步较晚，但是发展飞速。2016 年蘑菇街、淘宝、苏宁、京东等陆续开始推出直播功能，产生了区别于传统图文形式的“直播+电商”的新销售模式，至 2019 年直播电商行业规模就已达到 4,338 亿元，2020 年直播电商市场规模已经突破万亿元，预计 2021 年直播电商的整体行业规模将达 2 万亿元。

直播电商行业的爆发式成长，究其原因：

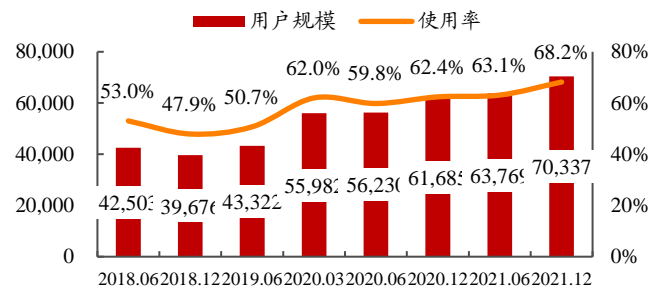
居民的消费需求升级催生了电商直播的蓬勃发展，2021 年 6 月中国网络购物用户规模已经超过 8 亿人次，使用率为 80.3%；而网络视频用户规模已经超过 6 亿人次，使用率为 63.1%，至 2021 年底，中国网络视频用户超 7 亿人次，使用率达 68.2%。

图 4：网络购物用户规模（万人）及使用率



资料来源：CNNIC，浙商证券研究所

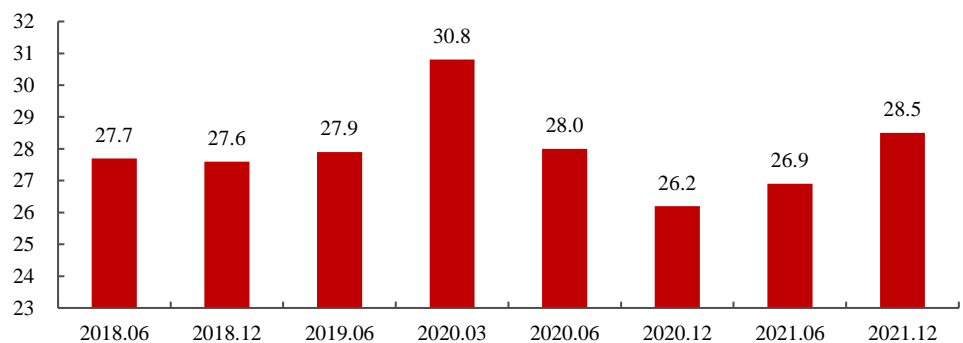
图 5：网络直播用户规模（万人）及使用率



资料来源：CNNIC，浙商证券研究所

“宅经济”的发展使得电商直播渗透率得到持续提升，电商直播短时间内完成了从帮助复工复产到反哺制造业的角色转变。截至 2021 年 12 月，我国网民人均每周上网时长长达 28.5 个小时，互联网已深度融入人民日常生活。其中，手机为上网的最主要设备。在网民中，网络视频及短视频用户使用率分别高达 94.5%/90.5%，直播电商在网民生活中的渗透率亦不断提升。

图 6：网民每周上网时长（小时）



资料来源：CNNIC，浙商证券研究所

目前**市场竞争格局**：淘宝、抖音、快手占据绝大部分市场。2021 年淘宝 GMV 规模超 5,000 亿，快手 GMV 规模 6,800 亿，抖音 GMV 规模超 8,000 亿。抖音虽然上线直播功能较晚但后来居上，2020 年全年 GMV 超过淘宝和快手，2021 依然领先行业，已经成为发展增速最快的直播电商平台。

当前，传统电商、内容电商、社交电商都已具备各自的代表平台及明显画像。

表 3：直播电商平台类型

	传统电商	内容电商	社交电商
代表平台			
用户主要诉求	消费	娱乐	消费娱乐兼具
优势	商品丰富，电商服务体系完善，以直播作为拉新转化工具	流量资源丰富，以直播为切入点，探索流量变现新路径	用户多覆盖广，适合搭建私域流量池
交易平台	自有平台	自有平台或跳转第三方平台	自有平台
商品画像	SKU 丰富，供应链稳定	白牌与品牌商品兼具	白牌或垂类商品为主
主播特征	商家自播为主	达人主播为主	红人主播为主
代表主播	李佳琦	抖音：罗永浩、广东夫妇 快手：辛巴、瑜大公子	付鹏、陈彦妃
转化率	中等偏高	较低	较高

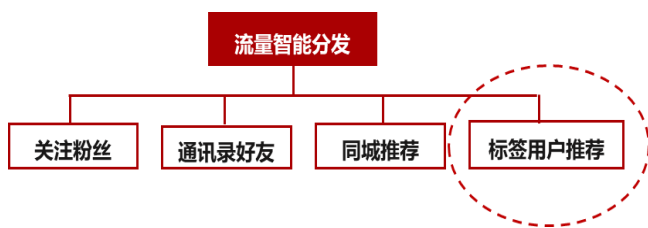
资料来源：网络资料整理，浙商证券研究所

2.2. 平台流量玩法各异，抖音/快手流量分配原则侧重不同

公域流量属于平台，根据平台算法向用户推荐，若想获得流量需要向平台购买，用完需要归还平台。

抖音短视频的流量分配原则基于四率，按权重大小排列：完播率>点赞率>评论率>转发率。在初始曝光之后，平台会根据四率反馈分配流量。如果四率较高会获得更高的流量池，并以此类推；如果四率较低则只能平台购买流量。**抖音直播的流量分配也基于四率**：用户留存率和留存时长、互动率、商品点击率、转化率。直播间往往通过各种互动形式以提高或增加四率，如通过不定时发放福利以提高用户留存率与留存时长，通过留言抽奖引导用户和主播互动，通过秒杀活动增加商品点击率，通过关注领优惠券增加转化率等。

图 7：抖音对于直播间四部分流量推荐结构



资料来源：抖音官网，飞瓜数据，浙商证券研究所

图 8：抖音流量池结构示意图



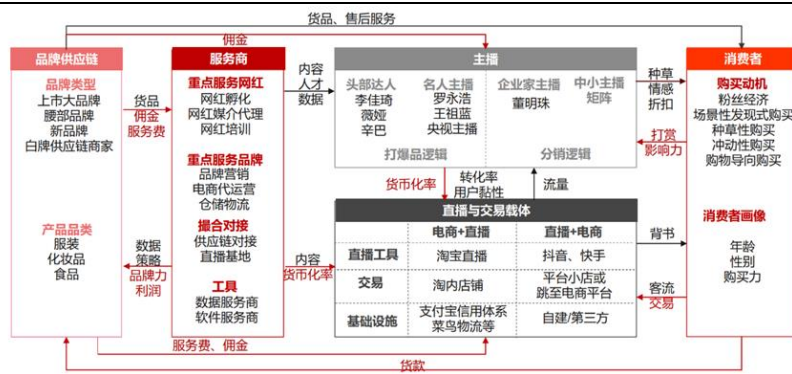
资料来源：抖音官网，飞瓜数据，浙商证券研究所

快手的流量分配原则：单次视频的流量分配主要基于用户观看时长及直播互动相关指标；长期导购账号的流量分配则是基于粉丝忠诚度、粉丝负反馈（取关/拉黑）情况、打赏率、粉丝留存率、GMV 转化率、复购率等综合衡量。

2.3. MCN 竞争激烈但大局未定，可持续发展依靠优质内容与流量沉淀

直播电商的产业链条分为五大板块：（1）商品供给端：品牌商、经销商；（2）服务商；（3）主播；（4）平台载体；（5）用户。其中 MCN 是连接广告主、平台、KOL 三方的服务商。

图 9：直播电商产业链

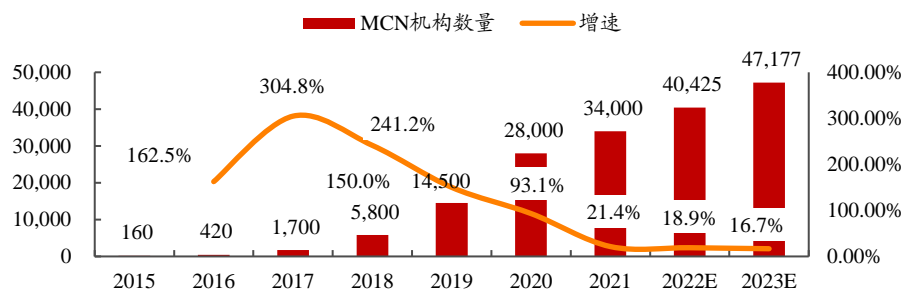


资料来源：浙商证券研究所

MCN 机构是粉丝经济下诞生的新业态。MCN 机构早期的主要功能是在资本的支持下联合各种 PGC（专业生产内容），从而保障持续的内容产出，主要商业变现途径来自于旗下 KOL 的广告收入，是一个类似于网红经纪公司的角色。随着电商直播的兴起，MCN 机构的角色变得更加多元，业务边界不断拓宽。当前 MCN 机构已经可以通过红人签约孵化（以广告、电商为主）、批量账号管理（以流量分成为主）、专业创作技术支持与创意支持、选题/审核社群运营（以知识付费为主）、内容生产运营、内容渠道分发、平台资源对接（以广告、电商流量分成为主）等业务实现多元化商业变现。

根据艾媒咨询数据显示，中国 MCN 机构数量从 2015 年的 160 家一增长到 2020 年的 28,000 家。在电商直播的东风刚刚吹起的 2016 年，MCN 机构纷纷布局电商业务，当年 MCN 行业融资的金额高达 165 亿元，不过随着 MCN 机构数量的跃升，资本市场对此态度回归理性，2020 年行业融资金额已缩减至 35 亿元。2021 年，中国 MCN 机构数量为 34,000 家，可见增速显著放缓。

图 10：中国 MCN 机构数量（家）



资料来源：艾媒咨询，浙商证券研究所

目前 MCN 机构的盈利主要来自于**广告营销**和**电商变现**两个主要途径，其他的营收来源还有平台补贴、IP 授权、线下电商、衍生品销售等。行业营收规模分布极不均衡，2019 年头部 MCN 机构的营收超过 3 亿元，但是大部分 MCN 机构营收处在 2,000 万-3,000 万元的区间。2021 年星期六移动互联网业务营收 22.66 亿元，按照营收规模，国内头部 MCN 公司依次是：谦寻、辛选、美 one 和遥望网络。MCN 机构的可持续发展高度依赖于优质内容的持续产出及私域流量的不断沉淀。

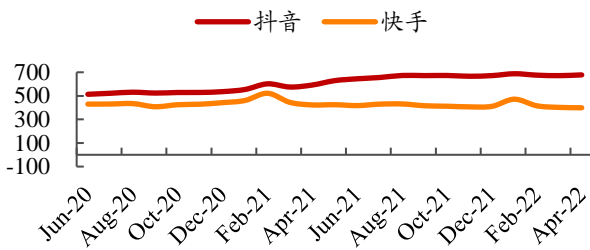
2.4. 抖音蓬勃发展，内容电商加速崛起

平台端增速稳定，直播电商行业规模超 3 万亿。抖音平台增长或高于此前公司披露的预期值，全年依旧维持高增速增长。直播电商市场体量不断增长，消费端用户感知体验

与传统电商模式相比依旧存在较大吸引力,“东方甄选”直播间的现象级爆火吸引市场热度,同时反映出优势内容驱动流量与销售,内容电商魅力充分展现。

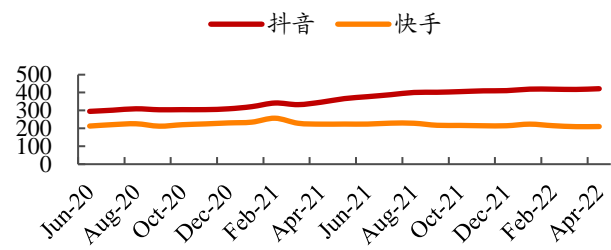
直播电商逐步成为传统大促“主战地”,抖音用户粘性进一步增强,内容电商加速崛起。21年直播电商用户量持续增长,用户消费水平显著提升。抖音和快手为主的直播电商平台在其优势的达人商家和品牌商家直播基础上,进一步发力短视频带货,扩充消费场景,将进一步拉动平台GMV。

图 11: 抖音、快手平台 MAU 情况 (单位: 百万)



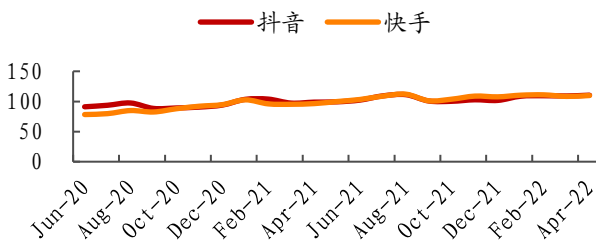
资料来源: QM, 浙商证券研究所

图 12: 抖音、快手平台 DAU 情况 (单位: 百万)



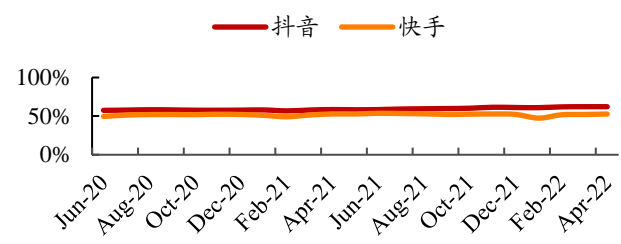
资料来源: QM, 浙商证券研究所

图 13: 抖音、快手平台用户日均使用时长情况 (单位: 分钟)



资料来源: QM, 浙商证券研究所

图 14: DAU/MAU



资料来源: QM, 浙商证券研究所

2.5. 超头部主播淡出, 行业新星异军突起, 遥望抢占先机

随着薇娅、李佳琦等超头部主播淡出,直播电商行业进入百花齐放新格局。超头部主播(薇娅、李佳琦、辛巴)均为直播电商行业在商品稀缺时代(18-19年)入局的先行者,自然而然享受到了行业主播稀缺时代的大红利。且超头部主播的生长土壤(淘宝、快手)天然具备头部集中相应,其核心竞争力为以商品本身为直播的核心内容,依靠竞争选品的专业性与性价比获得消费者青睐,并在后期形成了中心媒体属性。

东方甄选直播间异军突起,凭借优质内容获得市场关注。东方甄选主播均来自于新东方名师团队,在介绍商品本身外,融合英语、历史、地理等相关知识,凭借优质内容输出吸引消费者,使得行业整体回归本质。

遥望抢占先机,受益于行业资深经验及累计规模效应。直播电商行业超头部主播缺失,品牌及供应链将转向其他主播,新兴直播间初期无法承载爆发式工作量,因此利好行业资深规模MCN,能够一站式解决品牌及供应链于直播电商业务拓展的问题,遥望由此脱颖而出,为当前行业绝对头部。

3. 遥望网络：深耕社交电商服务，供应链生态支撑核心竞争力

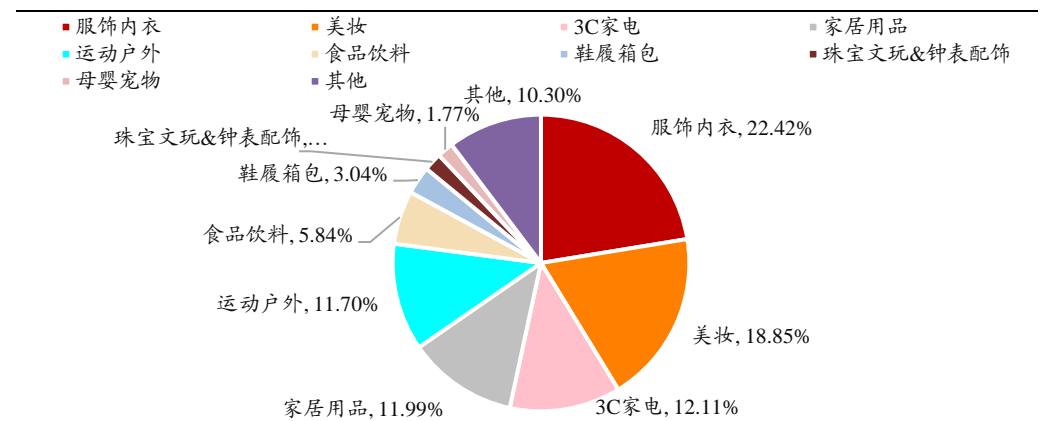
遥望网络自 2018 年开始布局短视频和直播电商业务，2021 年全年公司社交电商服务营收占总营收 61.33%，2021 年全年 GMV102.55 亿元，同比增加 138%。

3.1. 根植垂类土壤，打造供应链护城河

3.1.1. 行业客观规律：标品集中，头部品牌集中趋势不减

头部 MCN 机构高筑内容壁垒，遥望市占率遥遥领先。超头部主播淡出后，原与之合作的头部大牌品牌都需寻找新的优质新媒体合作渠道，选择自然向当下头部 MCN 机构集中。其中标品集中度最高的美妆赛道，在 6 月抖音平台 GMV 占比近 19%，榜单前 100 品牌中多为雅诗兰黛、后、欧莱雅、珀莱雅、兰蔻、欧诗漫、韩束等国内外知名头部品牌。遥望网络与其中部分品牌深度合作，从品牌孵化开始，兼具品销合一特色。从头部品牌 5-6 月主播抖音带货情况数据可见，遥望签约艺人主播具备显著优势，叠加公司强劲的综合运营能力，使得遥望的品牌商务资源进一步集中壮大，成为头部品牌合作的不二之选。

图 15：抖音平台 6 月品牌排行榜前 100 品牌品类 GMV 占比情况



资料来源：飞瓜数据，浙商证券研究所

表 4：珀莱雅、兰蔻 5-6 月达人主播抖音带货情况（单位：万元）

品牌	5 月		6 月			
	GMV	占品牌当月总 GMV 比	GMV	占品牌当月总 GMV 比		
珀莱雅	朱梓骁	465.2	5%	贾乃亮	856.4	9%
	曹颖	202.4	2%	朱梓骁	156.6	2%
	高梓淇	69.9	1%	琦儿 Leo	43.6	0%
	沈涛	175.6	3%	沈涛	209.1	11%
兰蔻	交个朋友	499.2	8%	广东夫妇	2,375.5	29%
	保剑锋	481.9	8%	交个朋友	420.9	5%
	沈涛	175.6	3%	贾乃亮	664.7	11%

资料来源：飞瓜数据，浙商证券研究所

图 18: 遥望网络旗下合作艺人矩阵

 王祖蓝 演员、歌手、主持人	 李亚男 演员	 陈嘉佳 演员	 张予曦 演员、模特	 张柏芝 演员、歌手
 郭少芸 演员	 颖儿 演员	 熊梓淇 演员	 娄艺潇 演员、歌手	 倪虹洁 演员、模特
 沈涛 主持人	 辰亦儒 演员、歌手、主持人	 贾乃亮 演员	 唐禹哲 演员、歌手	 黄新淳 歌手
 何泓姗 演员、模特、歌手	 吴雅婷Iris	 孟佳 歌手、演员	 温格夫妇 主持人	 黄奕 歌手
 黄圣依 演员、歌手、出品人	 杨子 收藏家、出品人、演员	 黄宥明 演员、歌手	 高晓攀 演员、导演、编剧	 卢星宇 演员
 薛亦伦 演员	 黄子韬 望望龙董董事长	 郭品超 演员、歌手、模特	 徐艺洋 歌手、演员	 七爷 珠宝主播

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.2.1. 遥望星河闪耀, 艺人主播矩阵不断扩充

遥望网络是业内艺人主播数最多的MCN机构。2021年8月以来贾乃亮、娄艺潇、沈涛、辰亦儒、金莎、倪虹洁等签约艺人纷纷开始在抖音平台上直播带货, 使得公司在抖音平台取得了更佳的业务规模扩张。由于艺人自带知名度和演播能力, 艺人的背书效应深受中高端品牌青睐, 从而帮助公司进一步拓展品牌合作商。

基于艺人自身强化内容, 直播电商变现之外, 助力艺人商务发展, 进一步深化遥望网络直播内容生态。从遥望体系艺人矩阵能够观察到, 并非大众所理解的“过期艺人”才入驻直播电商行业, 贾乃亮在拍戏之余, 亦有《声临其境》、《极限挑战》等代表综艺; 沈涛本为浙江卫视王牌主持人; 而黄圣依更是趁着“浪姐”后的热度加盟。遥望7月8日官宣最新“浪姐”黄奕、郑秀妍为新加盟伙伴, 进一步壮大遥望闪耀艺人矩阵。通过艺人历史从业生涯中的观众积淀, 转化为消费者认识, 铸就了艺人本身成为遥望直播电商体系的核心内容。而遥望同时也为艺人进一步丰富了自身生态内容, 为其事业商务发展提供强助力, 这是当前业内其他竞争者无法做到的。

表 6: 遥望网络旗下艺人主播 2022 年以来抖音平台带货 GMV 情况 (单位: 万元)

2022 年	贾乃亮	黄圣依	杨子	沈涛	娄艺潇	倪虹洁
1 月	25,100	3,717	4,001	6,893	323	-
2 月	15,477	-	-	5,125	-	90
3 月	18,700	1,989	6,247	6,149	825	2,466
4 月	12,700	-	6,658	2,981	603	-
5 月	17,800	14,400	534	5,222	5,319	802
6 月 (截至 6.10)	8,853	1,854	-	1,026	728	39

资料来源: 飞瓜数据, 浙商证券研究所

图 19: 遥望官宣黄奕、郑秀妍加盟海报



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.2.2. 头部达人定位鲜明，主播培育机制完善

瑜大公子为目前公司主推的达人主播，已经进入全网头部主播序列。其定位是美妆护肤品类的垂类主播，目前快手粉丝量已突破 2,000 万。目前，瑜大公子直播转换率已超过 15%（上午场转换率超过 19%），粉丝复购率达 90%，人均停留时长 5 分钟。

李宣卓是遥望网络旗下另一位达人主播，在快手平台人设为“酒仙”，为酒水类垂类主播。

图 20：瑜大公子直播预告与直播截图



资料来源：快手平台，浙商证券研究所

图 21：李宣卓直播预告与直播截图



资料来源：快手平台，浙商证券研究所

表 7：遥望网络旗下主播 2022 年以来快手平台带货 GMV 情况（单位：万元）

2022 年	瑜大公子	李宣卓	ACE-七爷	董哲
1 月	10,742	5,029	1,715	1,050
2 月	16,446	1,236	3,409	286
3 月	17,956	3,243	3,314	953
4 月	13,482	1,835	4,064	410
5 月	31,464	5,838	5,317	528
6 月（截至 6.10）	6,338	1,765	1,063	4

资料来源：飞瓜数据，浙商证券研究所

公司的主播分为自营主播和商务约主播。腰部以上的主播为自营主播；腰部以下的主播签商务约，公司不负责运营，但是管理招商、商品运营、广告投放、客服、售后等流程，广告投放盈亏由商务约主播自己承担。合作的主播如果三个月之内没有冲到腰部及以上就会自动降为商务约。

3.3. 结合抖音平台大局，布局发力非标品类

坚持标品实现快速稳定增长，希望在非标领域实现大突破。在非标品上以管理供应链的流转为主，最终的商业模式是利用 SaaS 平台提供供应链管理，服务市场上的海量服装类主播。抖音平台亦在发力非标领域，遥望已结合平台发展大局，实现率先布局。目前起步的方式是签约大量成熟的、中腰部以上的主播形成基础量，同时开始整合服装类供应链以及工厂资源，形成平台侧供应链商品池。公司近期正加快签约非标领域服装主播。

3.4. 品牌深度孵化，区别于大牌标品，实现品销合一

致力于品牌孵化，高效撬动孵化品牌强势破圈，并实现深度绑定。遥望与一叶子、欧诗漫、韩束、奥洛菲等 40 多家品牌达成独家分销合作，同时助力公司孵化品牌。

遥望通过合作艺人为品牌代言，核心主播与品牌代言人合作直播的方式展现品牌，并通过实时抽奖，超低价秒杀等活动加大转化力度，提高品牌曝光与转化，实现“为一线品

牌扩流，二线品牌推流，小众品牌引流”效果。最终，遥望运用其平台、主播与艺人资源搭建而成的直播电商生态，为品牌及消费者搭建起桥梁，实现品销合一，之后深度绑定孵化品牌，进一步维护遥望特色的直播电商生态路径。

图 22：独家合作——瑜大公子直播卖韩束套盒，瑜大公子与珀莱雅代言人黄子韬直播，瑜大公子与奥洛菲代言人徐海乔直播



资料来源：快手直播间截图，浙商证券研究所

轻一——2022 年抖音平台火热出圈的主打材料创新的服饰品牌，为遥望近期孵化品牌的得意之作。从该品牌的主播带货情况可见，遥望旗下艺人主播在 5-6 月为该品牌 GMV 贡献均超 30%，整个 Q2 季度直播销量及销售额峰值均为遥望合作艺人主播贾乃亮和黄圣依直播间产出，公司孵化能力可见一斑。

表 8：遥望深度合作品牌——轻一 5-6 月达人主播抖音带货情况（单位：万元）

轻一	5 月		6 月	
	GMV	占品牌当月总 GMV 比	GMV	占品牌当月总 GMV 比
黄圣依	899.4	32%	1,475.9	37%
贾乃亮	196.8		1,004.1	
广东夫妇	201.1	6%	701.6	10%

资料来源：飞瓜数据，浙商证券研究所

图 23：轻一 22Q2 直播销量及销售额情况整理



资料来源：飞瓜数据，浙商证券研究所

3.5. 抖快主战场排兵布阵，因地制宜稳抓平台流量

遥望网络的直播地点覆盖直播间、品牌展厅和线下门店等。2021 年公司已经达到快手第二（辛选第一），抖音第一的市场地位。

图 24：遥望网络合作模式



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

不同平台的流量分配机制存在显著区别。抖音更加注重优质内容的产出，最开始对于直播质量关注较少，适合自带流量的艺人开播，因而贾乃亮、娄艺潇、沈涛、辰亦儒等遥望合作艺人都在抖音直播。而快手的机制则更加市场化，主播占据流量端的主导权，带货能力强的主播能够获得更多的流量。淘宝直播头部效应过于显著，超级头部主播之下很难再造出下一个头部主播。

遥望在快手平台持续投入的同时，今年进一步加大了在抖音平台的投入力度，力求超越大盘增长。目前公司在抖音平台的艺人/主播数量不断增多，2021 年公司在抖音平台新增贾乃亮、娄艺潇、辰亦儒、沈涛等多位艺人主播，同时开始在抖音平台孵化达人。

综上，遥望网络业已成为具备天然规模效应的头部直播电商 MCN 生态，为艺人进入直播电商行业及头部品牌商务合作的不二选择。

4. 未来看点

4.1. 艺人携星光与流量而来，自营主播孵化卓有成效

公司已成熟掌握艺人主播直播带货模型，其中贾乃亮抖音直播带货的成绩亮眼。自 2021 年 8 月 10 日第一场直播开始，此后的每一场直播 GMV 都在上亿水平。据飞瓜数据，由于贾乃亮自身知名度高，能够吸引大量公域流量，流量比例中自然流量占大部分，付费流量只占 10%，成交转化率为 15%左右。

图 25：贾乃亮直播截图及 2022 年 618 销售成绩



资料来源：遥望官网，抖音平台整理，飞瓜数据，浙商证券研究所

2021 年 10 月 16 日遥望最新签约艺人黄子韬在快手进行首次直播，并安排公司在快手平台两大主播瑜大公子和李宣卓为其助力。黄子韬以“耿直发言”人设登上微博热搜，吸引了大量的粉丝和网友观看直播，当日 GMV 达 2.3 亿元，累计观看超 4,000 万，订单数突破 160 万，直播期间涨粉超 120 万。当天上架的 131 件产品中销售额最高的是黄子韬代言的欧诗漫护肤套装，也是遥望网络独家合作品牌，销售额为 3,309 万元。

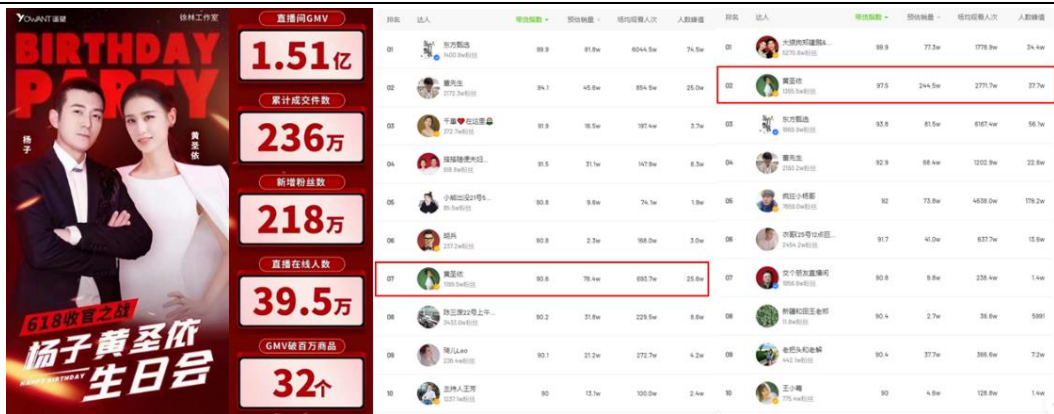
图 26：黄子韬快手直播带货截图及直播首秀成绩



资料来源：抖音平台整理，浙商证券研究所

公司主播矩阵当前已基本稳定。在 618 时期行业强势竞争背景下，公司艺人主播成绩依旧突出，均能进入当日抖音达人带货榜前十之列。2022 年 618 公司战报亮眼。

图 27：杨子黄圣依直播间 2022 年 618 成绩（6/16、6/18 均进入带货榜前十位，6/18 当天为带货榜第二）



资料来源：遥望官网，抖音平台整理，飞瓜数据，浙商证券研究所

此外，公司一直在积极孵化自营主播。孵化原则为“赛马不相马”+“80%标准化+20%差异化”，公司不安排主播赛道，同一批主播分配同样的资源（即场地、产品、运营团队等），优胜劣汰，卖的货越多则后续资源越多，从培训到投入变现的周期为一个月。素人主播的成长路径为：先以低于市场的价格卖品牌货，建立粉丝粘性，然后找大主播连麦挂榜，但连麦挂榜的稳定性不强，因此找艺人合作直播效果更好，或者通过快手小店通和快手粉条购买流量。素人主播孵化率大约在 1%-2%。2021 年遥望网络预计孵化 50-60 位腰部主播。

遥望通过不断探索新型直播业务模式，在规模增长的同时开创更多的创新性直播案例，如在抖音平台上遥望已经成功孵化主播组合“美少女嗨购”IP（标签：美女+蹦迪+点歌）。比起传统带货主播，“美少女嗨购”更像一个偶像女团组合，凭借高颜值和唱跳表演以及闲聊吸引流量。该直播间主打客单价低的零食、视频平台会员卡等商品，其粉丝七成成为男性，开播 4 个月吸粉 172 万，销售额超 3,000 万元。

图 28：美少女嗨 Go 抖音直播与抖音视频截图



资料来源：抖音平台整理，浙商证券研究所

遥望网络作为一家旗下主播众多的头部 MCN 机构，一直积极履行纳税义务，并监督旗下主播及时纳税，坚决杜绝税务隐患。

4.2. 视频领域犹有开拓空间，新兴技术或将颠覆直播形式

5G、AI、VR 等新兴技术或将带来直播方式变革。公司在实体直播间与真人主播之外，也可以向虚拟直播间、虚拟主播等多元直播场景探索。遥望现有数字资产——虚拟人孔襄，由纯 CG 技术制作，造型由徐建操刀，上海巧克力为剧集制作方。遥望对虚拟人定位是将其运用到直播场景、影视剧、综艺等全方位内容场景。孔襄现在已接到薇姿、NYX、透乐肤三个品牌代言。此外，公司将会延续孔襄 IP 进行剧集制作，在更多的虚拟人推出后，将会形成共同的 IP 世界观，制造更多的互动与曝光。

图 29：遥望数字资产——虚拟人孔襄



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

加大技术投入，进行数字领域前瞻性研究。遥望致力于成为完全数字化的服务型科技公司。2021 年四季度末“遥望云”云中台系统上线，该系统由遥望自主研发，将行业领先的直播电商运营经验和方法论沉淀到系统，实现了直播流程在线化、分析数字化、选品智能化的直播全数字化流程，为公司后续的规模化扩张直播电商业务奠定了坚实基础。此外，遥望致力于建立数字资产库，数字资产使用 NFT 技术保证其复用性且不被篡改、盗用，具有唯一性及不可分割性。公司将结合 LED 数字棚把景、人、物进行多点结合，应用在短视频、TVC 广告、影视剧、综艺、演唱会。目前公司已经完成第一个 LED 数字棚的搭建，同时和政府合作打造线上线下载流街区。

5. 盈利预测与估值

公司近年主要营收增长主要来自于收购遥望网络后的互联网广告行业，包含互联网广告投放、互联网广告代理及社交电商服务。其中，社交电商服务为核心营收来源。

互联网广告投放：收入 1.96/2.15/2.33 亿元，yoy+20.0%/10.0%/8.0%，毛利率为 4.2%/3.7%/3.8%。遥望网络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的进入短视频广告、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。

互联网广告代理：收入 8.29/12.43/17.413 亿元，yoy+119.0%/50.0%/40.0%，毛利率为 42.9%/42.2%/41.5%。近两年受疫情及宏观经济下行影响，上游广告主减少各项营销活动，所见广告营销预算，时尚媒体广告营销需求大幅下降，业务量呈下降趋势。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，从而使得遥望网络的社交电商业务规模，尤其抖音平台的业务规模迅速扩大，行业地位进一步提升。后续增长推动：（1）在输入产品领域，公司以艺人经济、输入产品和实物电商相结合，计划推出数字潮流街区线上平台；（2）逐步进入海外市场，与 TikTok 合作，开始海外运营短视频及直播业务；（3）数字虚拟人孔襄推出即获得欧莱雅等品牌代言，叠加公司数字虚拟影棚逐步投入使用。以上三点将共同助力公司互联网广告代理业务持续增长。

社交电商服务：收入 37.93/64.48/103.17 亿元，yoy+120.0%/70.0%/60.0%，毛利率为 20.0%/30.0%/36.0%。遥望网络在社交电商平台布局较早，目前以头部红人及独家签约艺人主播作为竞争优势，前期通过平台及头部红人粉丝效应，形成忠实粉丝客户群，从而提升品牌合作议价能力，与多品牌达成合作。后期独家签约多位艺人主播，充分发挥艺人主播的表演及品牌背书影响力而进行直播带货，不断刷新平台单场 GMV 最高值。此外，公司强大的供应链网络为直播建立坚实基础，合作品牌超 2,000 家，SKU 达 30 万，并与 40 多家品牌达成独家分销合作。因而公司在整体互联网广告端的收入将继续高增，其中社交电商服务收入占总收入比持续提升，预计稳定在 80% 水平。公司目标 2023 年能够搭建好可承载 1,000 个签约主播的供应链体系，当前以每月新增个位数签约艺人主播，结合若干达人主播的数量增长，公司主播不分级，以人均产出考核，集中培养出中腰部主播，使得公司增长稳定性较强。此外，2022 年是遥望进入规模化盈利的第一年，后续标品依然可实现规模化增长，而公司的非标品供应链体系也在紧密搭建中，今年同时重点布局非标品，非标品的突破，后续将带来显著增量。后续短视频电商的崛起也将带来高增长，短视频电商与直播电商销售商品重叠度低，当前公司在短视频带货领域开发依然有较大成长空间。综上，公司社交电商服务业务将保持高速增长。

女鞋业务方面：公司旗下各品牌女鞋业务收入近年呈显著下降趋势，公司计划在 2022 年将鞋类业务做战略转型调整，计划将鞋类销售相关业务及资产出售，转向专注品牌授权、品牌管理、供应链服务的轻资产运营方式，因此后续女鞋业务收入无增长。2022 年 6 月 27 日公司公告拟以挂牌方式转让旗下星期六鞋业有限公司 100% 股权，首次挂牌转让底价不低于 6.02 亿元。

综上，遥望网络将继续深耕社交电商领域，以直播电商为基础形式，全行业多平台同步发展，在内容平台持续稳定其头部地位。公司整体毛利率维持在 45% 的基础上，预计 22-24 年公司总营收分别实现 48.25/79.32/120.65 亿元，yoy+71.6%/64.4%/52.1%；毛利率分别为 44.9%/45.6%/48.4%，归母净利润分别实现 7.76/12.49/18.85 亿元，yoy+210.8%/61.1%/50.9%，对应 EPS 为 0.85/1.37/2.07 元。

表 9：公司主要业务盈利预测（单位：百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,811.19	4,825.14	7,931.58	12,065.11
YoY	30.70%	71.64%	64.38%	52.11%
毛利率	16.16%	44.92%	45.58%	48.39%
归母净利润	-699.99	775.69	1,249.30	1,885.24
YoY	-2980.63%	210.81%	61.06%	50.90%
归母净利率	-24.90%	16.08%	15.75%	15.63%
（一）互联网广告行业				
互联网广告投放	163.19	195.82	215.41	232.64
YoY	-55.47%	20%	10%	8%
收入占比	5.80%	4.06%	2.72%	1.89%
毛利率	39.27%	42.9%	42.2%	41.5%
互联网广告代理	379.16	828.87	1,243.31	1,740.63
YoY	251.66%	119%	50%	40%
收入占比	13.49%	17.18%	15.71%	14.15%
毛利率	3.61%	4.2%	3.7%	3.8%
社交电商服务	1,724.05	3,792.91	6,447.95	10,316.72
YoY	70.35%	120%	70%	60%
收入占比	61.33%	78.61%	81.47%	83.89%
毛利率	16.74%	20.0%	30.0%	36.0%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

估值及投资建议：22/23/24 年行业平均 PE 为 27.9X/18.8X/15.7X，从同业 PE 估值来看，市场多给予供应链资源强大的行业头部公司以相对高的估值定价，给予旗下主播资源成熟且丰富的公司以相对高的估值定价，给予深耕行业，熟悉行业内全平台玩法规则的公司以相对高的估值定价。

综上，我们预计 22/23/24 年公司总营收分别实现 48.25/79.32/120.65 亿元，yoy+71.6%/64.4%/52.1%；毛利率分别为 44.9%/45.6%/48.4%，归母净利润分别实现 7.76/12.49/18.85 亿元，yoy+210.8%/61.1%/50.9%，对应 EPS 为 0.85/1.37/2.07 元。我们认为遥望网络入局直播电商领域较早，具备先发优势，并已具备优质供应链及庞大的合作艺人及主播优势，深耕直播电商赛道，具备后续成长动力，目前公司 22/23/24 年对应的估值分别为 22.6X/14.1X/9.3X，拥有充分上涨空间，给予“买入”评级。

表 10：公司与同业估值比较 (PE)

上市公司	市值 (亿元)	归母净利 (亿元)				归母净利 YOY				PE			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
新东方在线	158.7	-6.2	4.3	8.1	-	62.4%	168.3%	90.9%	-	-23.1	33.8	17.7	-
天下秀	150.0	3.5	5.1	6.9	9.0	19.9%	43.7%	36.3%	29.5%	63.0	29.5	21.6	16.7
壹网壹创	77.4	3.3	3.8	4.6	5.3	5.4%	16.9%	19.5%	5.3%	35.8	20.3	17.0	14.6
平均值										25.2	27.9	18.8	15.7
星期六	175.5	-7.0	7.8	12.5	18.9	-2980.6%	210.8%	61.1%	50.9%	-25.1	22.6	14.1	9.3

资料来源：Wind 一致预期、浙商证券研究所

6. 风险提示

- 政策监管风险：**前期行业不规范现象较多，飞速发展后，政策端监管相继下达且日益趋严。
- 行业竞争加剧：**直播电商行业发展迅速，随着行业参与者增加，整体行业竞争加剧。
- 红人孵化效果不及预期：**红人孵化前期投入巨大，但在行业竞争加剧背景下，效果或不及预期。
- 新业务开展不及预期：**公司新业务开展需大规模前期投入，资金、人力等不可控因素较多，新业务开展速度或不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,581	6,422	8,091	10,252
现金	2,246	1,399	1,131	1,430
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,083	2,388	3,245	3,897
其它应收款	86	155	236	371
预付账款	271	345	524	759
存货	800	2,086	2,892	3,724
其他	96	50	62	69
非流动资产	2,481	2,547	2,827	3,163
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	78	61	69	69
固定资产	89	86	81	73
无形资产	132	157	187	200
在建工程	37	40	45	51
其他	2,144	2,203	2,446	2,769
资产总计	7,062	8,969	10,917	13,414
流动负债	1,380	2,517	3,220	3,831
短期借款	584	620	642	813
应付款项	312	636	881	1,196
预收账款	0	8	4	9
其他	484	1,253	1,692	1,814
非流动负债	85	36	41	54
长期借款	0	0	0	0
其他	85	36	41	54
负债合计	1,465	2,554	3,261	3,885
少数股东权益	28	23	15	2
归属母公司股东权益	5,568	6,392	7,642	9,527
负债和股东权益	7,062	8,969	10,917	13,414
现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	223	(812)	(131)	254
净利润	(695)	771	1,241	1,873
折旧摊销	135	106	112	115
财务费用	87	14	23	28
投资损失	(21)	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	(524)	(541)	(895)	(1,682)
其它	1,241	(1,140)	(592)	(59)
投资活动现金流	(323)	(206)	(111)	(82)
资本支出	(2)	(5)	(6)	(4)
长期投资	(48)	42	(12)	(6)
其他	(272)	(243)	(92)	(72)
筹资活动现金流	2,108	170	(25)	127
短期借款	(63)	36	23	171
长期借款	(30)	0	0	0
其他	2,201	134	(48)	(44)
现金净增加额	2,009	(847)	(267)	299

利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,811	4,825	7,932	12,065
营业成本	2,357	2,658	4,317	6,226
营业税金及附加	8	22	27	44
营业费用	243	751	1,035	1,498
管理费用	266	340	601	969
研发费用	69	118	194	295
财务费用	87	14	23	28
资产减值损失	523	149	467	1,109
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	21	21	21	21
其他经营收益	31	17	20	23
营业利润	(690)	811	1,310	1,940
营业外收支	(10)	(10)	(10)	(10)
利润总额	(699)	802	1,300	1,931
所得税	(4)	31	59	58
净利润	(695)	771	1,241	1,873
少数股东损益	5	(5)	(8)	(12)
归属母公司净利润	(700)	776	1,249	1,885
EBITDA	(569)	915	1,429	2,067
EPS (最新摊薄)	-0.77	0.85	1.37	2.07
主要财务比率				
	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	30.70%	71.64%	64.38%	52.11%
营业利润	-421.86%	217.66%	61.42%	48.14%
归属母公司净利润	-	-	61.06%	50.90%
获利能力				
毛利率	16.16%	44.92%	45.58%	48.39%
净利率	-24.74%	15.97%	15.65%	15.52%
ROE	-15.62%	12.92%	17.76%	21.94%
ROIC	-11.10%	10.78%	14.85%	18.00%
偿债能力				
资产负债率	20.75%	28.47%	29.87%	28.96%
净负债比率	44.47%	30.81%	24.05%	24.16%
流动比率	3.32	2.55	2.51	2.68
速动比率	2.74	1.72	1.61	1.70
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.60	0.80	0.99
应收帐款周转率	2.48	2.67	2.48	2.55
应付帐款周转率	9.39	7.12	7.21	7.67
每股指标(元)				
每股收益	(0.77)	0.85	1.37	2.07
每股经营现金	0.25	-0.89	-0.14	0.28
每股净资产	6.12	7.03	8.40	10.47
估值比率				
P/E	-25.07	22.63	14.05	9.31
P/B	3.15	2.75	2.30	1.84
EV/EBITDA	-29.34	18.58	12.07	8.28

资料来源: 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>