

星期六 (002291)

证券研究报告

2022年08月10日

转型网络精准营销，深化全流程直播带货优势

近十年变革求索，开启直播电商新篇章

公司原为女鞋龙头，2014年起探索业务转型，于2019年并购遥望网络，积极布局直播电商赛道。2021年，遥望网络实现营收22.19亿元，同比增长54.84%，其中社交电商业务营收17.24亿元，同比增长70.35%。我们判断公司处于基本面拐点，伴随鞋类业务剥离，直播电商发展战略逐步由规模扩张向降本增效过渡，盈利能力向好的趋势性拐点显现。

天时、地利、人和兼备，遥望网络乘风而起

1) **天时**：根据艾媒咨询数据，中国MCN市场规模增速维持在50%左右的高景气区间，监管趋严催化市场份额向行业龙头集中，流量重构驱动中腰部主播带货潜力凸显。公司凭借专业化运营能力、多层次主播矩阵有望加速脱颖而出；2) **地利**：2021年，抖音、快手直播GMV首超淘宝，成为直播带货的首发阵地。遥望率先布局呈领跑之姿，有望把握两大平台发展红利；3) **人和**：公司管理层是脚踏实地的实干者，下沉业务一线，把握行业脉搏，为公司发展保驾护航。

“人-货-场”多方协同，构筑飞轮效应支撑确定性增长

1) **主播端**：公司已形成可复制的主播孵化体系，凭借扎实的供应链基础和运营能力保证主播生命周期可持续，带动达人主播进入“量产时代”，目前公司已构建多层次、漏斗型主播生态，实现商家与主播的双向协同。2) **供应链**：遥望聚焦商品供应能力、选品能力、物流能力，不断加强一体化供应链建设，国内外合作品牌超2万家，涉及SKU几十万个；3) **技术赋能**：公司基于“大中台、小前台”的逻辑，上线“遥望云”中台系统，赋能直播全链条环节，提升运营效率，弱化主播端议价权。

直播电商多点开花，前瞻布局海外赛道，数字资产布局未来

1) **直播电商**：公司计划后续拓展以服饰为代表的非标品类，触达更广泛的粉丝群体，提升销售额天花板，同时前瞻性布局海外直播电商赛道，目前已在英国率先实现短视频及直播业务的落地，有望打开新的成长空间。2) **全案营销**：公司基于直播电商客户积淀，发力全案营销服务，提升客户粘性，扩大互联网营销业务的整体规模和毛利水平。3) **数字资产**：公司积极布局数字资产前沿技术，推出虚拟人、孪生主播、数字影棚等项目。

投资建议：

考虑直播电商行业的高景气度，且公司作为头部MCN机构之一，在供应链、主播矩阵、运营能力等多方面拥有深厚壁垒，应该给予估值溢价。给予其2022年35倍P/E，对应市值215.2亿元，目标价23.6元。

风险提示：鞋类业务剥离进展不及预期，疫情反复，直播监管加强，市场竞争加剧，商誉减值风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,150.94	2,811.19	4,496.05	6,546.30	8,893.27
增长率(%)	3.89	30.70	59.93	45.60	35.85
EBITDA(百万元)	325.06	463.75	780.53	1,114.21	1,532.07
净利润(百万元)	24.30	(699.99)	614.82	950.32	1,390.62
增长率(%)	(83.85)	(2,980.90)	(187.83)	54.57	46.33
EPS(元/股)	0.03	(0.77)	0.67	1.04	1.53
市盈率(P/E)	631.90	(21.93)	24.97	16.16	11.04
市净率(P/B)	4.62	2.76	2.47	2.14	1.80
市销率(P/S)	7.14	5.46	3.41	2.35	1.73
EV/EBITDA	37.44	34.31	19.28	13.18	9.76

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/广告营销
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	17.87元
目标价格	23.6元

基本数据

A股总股本(百万股)	911.20
流通A股股本(百万股)	842.56
A股总市值(百万元)	16,283.13
流通A股市值(百万元)	15,056.49
每股净资产(元)	6.24
资产负债率(%)	20.46
一年内最高/最低(元)	26.08/10.20

作者

文浩 分析师
SAC执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

秦和平 联系人
qinheping@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《星期六-半年报点评:H1亏损落地，H2明星网红双发力，关注定增进展》 2021-08-30
- 《星期六-公司点评:上半年业绩承压，下半年电商发力》 2021-08-06
- 《星期六-首次覆盖报告:乘直播电商东风，凭遥望扬帆起航》 2021-03-24

内容目录

1. 星期六：鞋业企业转型，MCN 业务发力	5
1.1. 传统鞋业调整，直播电商加速发力	5
1.2. 股权结构相对分散，创始人及遥望网络管理层为主要股东	6
1.3. 股权激励提振员工积极性	7
1.4. 鞋类业务疲软，社区电商贡献主要营收	7
2. MCN 机构：行业加速整合，关注龙头突围	8
2.1. 行业概览：MCN 市场高景气，行业进入整合期	8
2.2. MCN 的主要业务模式	9
2.3. 电商型 MCN 产业链分析	10
2.4. 竞争格局：原生主播机构化 VS 遥望	11
3. 遥望具有天时地利人和的发展红利	12
3.1. 天时：监管趋严+流量重构孕育发展机会	12
3.1.1. 监管政策持续推动行业规范，头部 MCN 机构有望受益	12
3.1.2. 中腰部主播带货潜力凸显，变现空间有待挖掘	13
3.2. 地利：抖音、快手后来居上，遥望率先布局呈领跑之姿	14
3.3. 人和：脚踏实地，行稳致远	14
4. 核心竞争力：“人-货-场”多方协同，构筑飞轮效应	15
4.1. 主播：赛马机制+漏斗型生态，主播矩阵进一步强化	15
4.1.1. 赛马机制带动达人主播进入“标准化”“量产时代”	16
4.1.2. 漏斗型主播生态实现主播-商家双向协同	16
4.1.3. 货品为基——主播生命周期可持续，与粉丝经济有本质区别	17
4.2. 供应链：加强一体化供应链建设	18
4.3. 运营：因地制宜打造差异化主播矩阵	19
4.4. 技术赋能：标准化流程构筑竞争壁垒	21
5. 业务增长引擎：多点开花，布局未来	22
5.1. 进军标品领域，打造直播电商新增长极	22
5.2. 全案营销（短视频+直播）发力，释放互联网广告业务增长潜力	23
5.3. 跨境业务或成为未来重要发展方向	23
5.4. 数字领域前瞻投入，挖掘潜在商业价值	24
6. 财务分析	24
7. 盈利预测、估值与投资建议	27
8. 风险提示	29

图表目录

图 1：以遥望网络为核心，剥离鞋履业务进行时	5
图 2：公司历史沿革	6
图 3：公司实际控制人股权关系	6
图 4：2015-2023 年中国 MCN 市场规模及预测	8

图 5: 2015-2023 年中国 MCN 机构数量及预测	8
图 6: 2020 年 MCN 机构营收分布图	9
图 7: 2021 年 MCN 机构营收分布图	9
图 8: MCN 机构业务模式分类	10
图 9: 电商型 MCN 产业链	10
图 10: 直播电商价值分配	11
图 11: 商家进行直播带货具有多重商业目的	13
图 12: 2021 年与 2022 年快手带货主播粉丝量级分布	13
图 13: 2020 年 10 月抖音直播带货商品渠道分布	14
图 14: 抖音、快手直播 GMV 超过淘宝, 成为直播带货首发阵地	14
图 15: 多方协同, 实现飞轮效应	15
图 16: 明星达人近一年销售额 (单位: 亿元)	16
图 17: 公司整体直播电商 GMV 及收入	16
图 18: 遥望网络新人主播成长框架	16
图 19: 漏斗型生态实现商家端和主播端的双向协同	17
图 20: 瑜大公子 2021 年至今直播预估销售额	17
图 21: 李宣卓 2021 年至今直播预估销售额	18
图 22: 国内外品牌合计近 2 万个, 涉及 SKU 几十万个	18
图 23: 控股子公司成为五粮液抖音电商平台专卖店授权经销商	18
图 24: 遥望网络选品流程	19
图 25: 遥望深谙平台差异, 因地制宜调整运营打法	19
图 26: 抖音和快手产品形态对比	20
图 27: 快手下沉用户占比更高	20
图 28: 抖音中心化分发, 快手去中心化分发	20
图 29: " 遥望云" 中台系统	21
图 30: 2022 年 618 各品类快手市场份额 (销售额) TOP10	22
图 31: 2022 年 618 各品类抖音市场份额 (销售额) TOP10	22
图 32: 服装垂类主播销售额分布	22
图 33: 遥望网络全域营销	23
图 34: 中国跨境直播电商市场规模	24
图 35: 全球 KOL 营销市场规模	24
图 36: 公司数字技术布局	24
图 37: 星期六 2017-2021 营业收入及增速	25
图 38: 星期六 2017-2021 年归母净利润及增速	25
图 39: 遥望网络 2017-2021 年营业收入及增速	25
图 40: 遥望网络 2017-2021 年净利润及增速	25
图 41: 星期六 2017-2021 年净利率和毛利率	25
图 42: 星期六 2017-2021 年分行业毛利率	25
图 43: 星期六 2017-2021 年费用率	26
图 44: 星期六 2017-2021 年经营活动现金净流量情况	26

表 1: 截至 2022 年一季报公司十大股东明细	6
表 2: 股票期权/限制性股票各年度业绩考核目标	7
表 3: 解除限售比例安排	7
表 4: 头部 MCN 机构对比	11
表 5: 相关法律法规	12
表 6: 遥望管理团队具有丰富的互联网经验	14
表 7: 遥望针对不同平台, 采取差异化策略	21
表 8: 星期六收入拆分表	27
表 9: 利润简表	28
表 10: 可比公司估值表 (百万元)	28

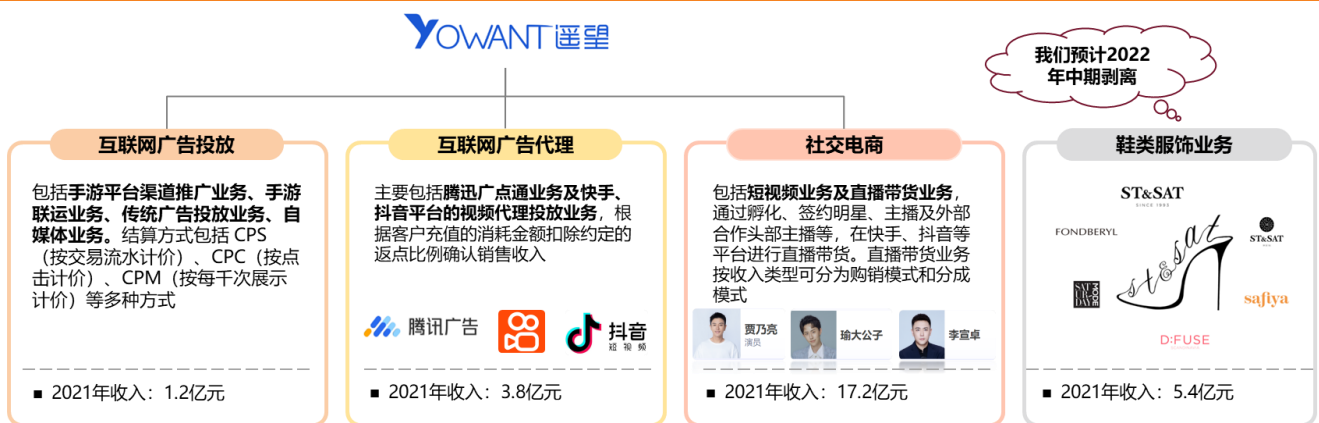
1. 星期六：鞋业企业转型，MCN 业务发力

星期六股份有限公司 (SATURDAY CO.,LTD) 是国内领先的鞋业多品牌运营商，于 2009 年作为首家在 A 股上市的鞋业公司(证券代码:002291)登陆深圳证券交易所。公司于 2019 年 3 月完成对于数字营销公司遥望网络的收购交易，入局直播电商赛道，遥望网络董事长谢如栋自 2019 年 6 月 26 日起担任星期六董事。2022 年 1 月，星期六发布公告，拟转让公司鞋类销售相关业务及资产，我们预计将于 2022 年中期前后正式剥离。

遥望网络主要业务涵盖互联网广告投放、互联网广告代理、社交电商服务。公司以社交电商业务为核心，2021 年在保持快手基本盘的基础上，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，全年成交订单量突破 1 亿单，销售 GMV 超 100 亿元。2021 年，遥望网络实现营收 22.19 亿元，同比增长 54.84%，其中社交电商业务 2021 年实现营收 17.24 亿元，同比增长 70.35%。

我们判断星期六位于基本面拐点，增收不增利主要系社交电商业务规模扩张和鞋类服饰业务拖累。伴随公司全面转向以遥望网络为核心的“轻”资产运营方式，发展思路逐步从规模扩张向降本增效过渡，盈利能力向好的趋势性拐点显现。

图 1：以遥望网络为核心，剥离鞋履业务进行时



注：2021 年互联网广告投放收入（1.2 亿元）为遥望网络实现收入，不包括星期六子公司时尚锋迅和北京时欣的营销收入

资料来源：Wind，各公司官网，天风证券研究所

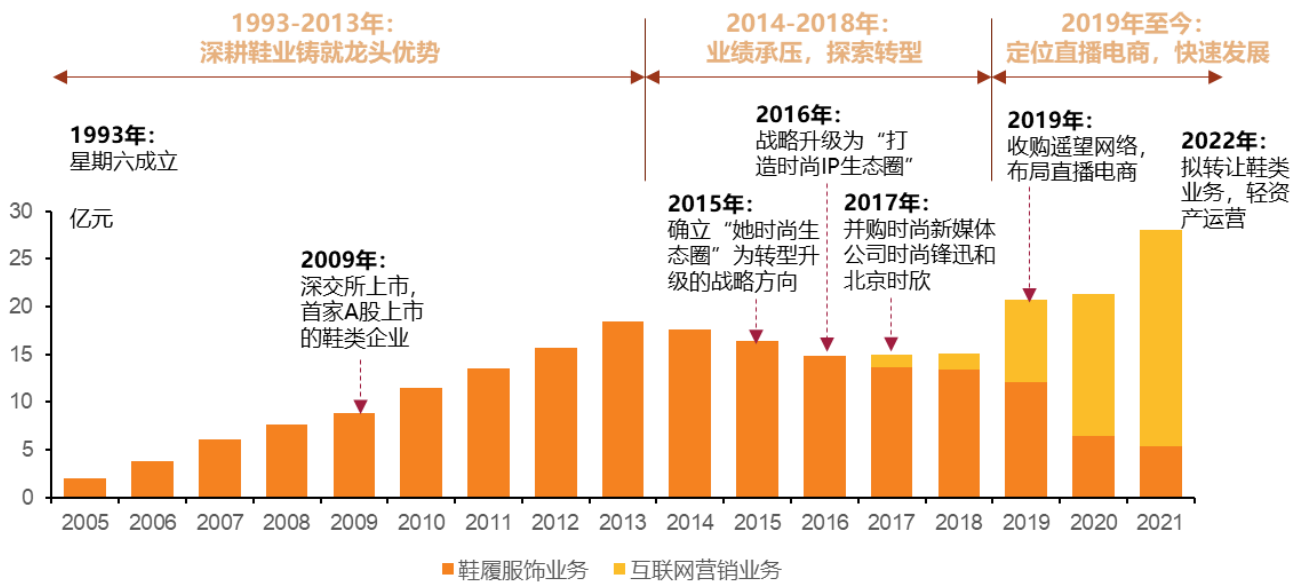
1.1. 传统鞋业调整，直播电商加速发力

1993-2013 年：深耕鞋业铸就龙头优势。星期六前身佛山星期六鞋业股份有限公司成立于 1993 年，于 2009 年作为首家在 A 股上市的鞋业公司登录深交所。

2014-2018 年：业绩承压，探索转型。2014 年起，公司鞋类业务受电商冲击业绩持续承压，公司发力探索业务转型，于 2014 年参股亿动非凡，发起时尚消费品牌与时尚社交网游互动相结合的跨界尝试。2016 年，公司确定了“打造时尚 IP 生态圈”的战略发展方向，着力构建“媒体和社交平台”、“时尚 IP 孵化运营平台”及“时尚 IP 集合平台”，公司于 2017 年并购时尚新媒体公司时尚锋迅和北京时欣，探索互联网营销业务。

2019 年至今：定位直播电商，快速发展。2019 年公司并购数字营销企业遥望网络，明确直播电商的业务方向，2021 年遥望 GMV 达 102.6 亿，成为公司业务的核心增长引擎。公司于 2022 年 1 月发布关于拟转让全资子公司股权的公告，剥离鞋类销售相关业务及资产，转向于专注品牌授权、品牌管理、供应链服务的“轻”资产运营方式。

图 2：公司历史沿革

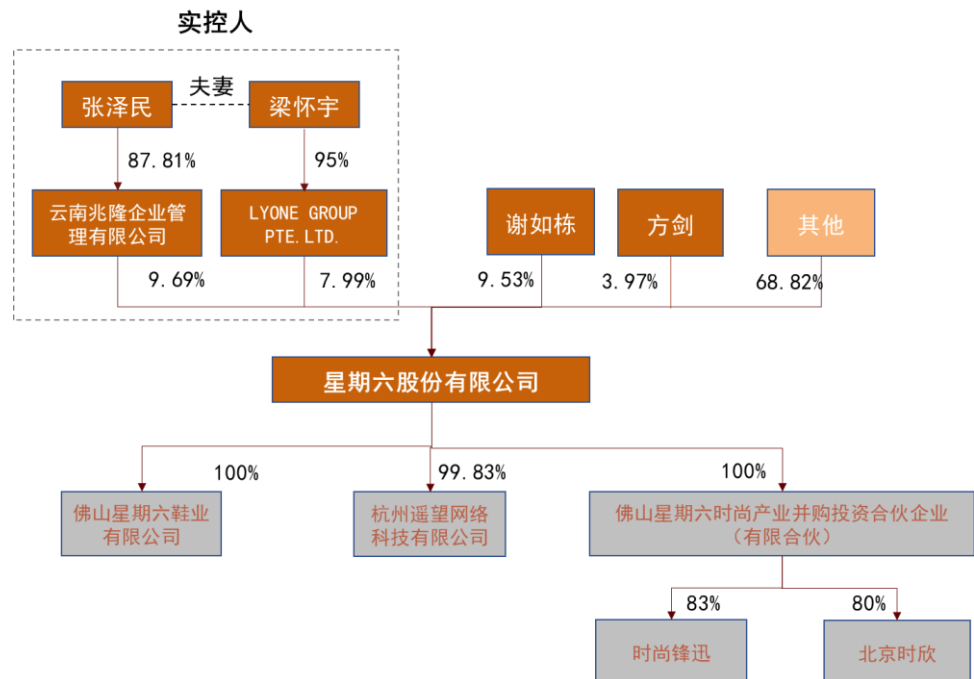


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构相对分散，创始人及遥望网络管理层为主要股东

星期六实际控制人为张泽民和梁怀宇（二人为夫妻关系），两人通过云南兆隆和 LYONE GROUP 持有公司约 16.10%的股权。2022Q1 财报中显示，前十大股东中还包括遥望网络董事长谢如栋（持股 9.53%）和总裁方剑（持股 3.97%）。

图 3：公司实际控制人股权关系



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 2022 年 7 月 17 日

表 1：截至 2022 年一季度公司十大股东明细

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
云南兆隆企业管理有限公司	8,814	9.69
谢如栋	8,674	9.53
LYONE GROUP PTE. LTD.	7,269	7.99
方剑	3,607	3.97
银河德睿资本管理有限公司	3,364	3.70
中信证券股份有限公司	2,746	3.02
泽源利旺田 1 号私募证券投资基金	1,827	2.01
华夏创新未来混合型证券投资基金(LOF)	1,749	1.92
国泰大健康股票型证券投资基金	1,733	1.91
广发多因子灵活配置混合型证券投资基金	1,334	1.47

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 股权激励提振员工积极性

星期六收购遥望时要求谢如栋、方剑、伟创投资、正维投资对遥望网络的业绩作出承诺：2018 年、2019 年、2020 年经审计扣除非经常性损益后归属于母公司的税后净利润分别不低于 16000 万元、21000 万元和 26000 万元，并设置了股份补偿安排。

股权激励计划的落地进一步彰显管理层对于公司中长期业绩增长的信心。公司的解除限售考核年度为 2021 年-2023 年，分年度进行业绩考核并行权，行权条件为遥望网络各年度营业收入在 2019 年的基础上，分别增长 150%/200%/250%。公司 2021 年营业收入相对于 2019 年营业收入的增长率为 156.3%，已达到第一年的股权激励要求，并于 2021 年 2 月 4 日向 222 名激励对象授予股票期权 4833 万份，向 222 名激励对象授予限制性股票 537 万股，管理层与公司利益深度绑定，有利于提升公司运营活力。

表 2：股票期权/限制性股票各年度业绩考核目标

解除限售期	对应考核年度	年度营业收入 (亿)		完成情况
		目标值 (Am)	触发值 (An)	
第一个解除限售期	2021 年	21.6	19.0	已完成
第二个解除限售期	2022 年	26.0	22.5	尚未
第三个解除限售期	2023 年	30.3	26.0	尚未

资料来源：2021 年年报，天风证券研究所

表 3：解除限售比例安排

考核指标	业绩完成度	公司层面解除限售比例(X)
	$A \geq A_m$	$X=100\%$
年度营业收入 (A)	$A_n \leq A < A_m$	$X=80\%$
	$A < A_n$	$X=0$

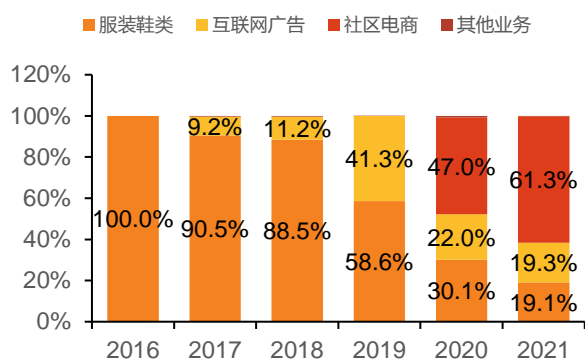
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 鞋类业务疲软，社区电商贡献主要营收

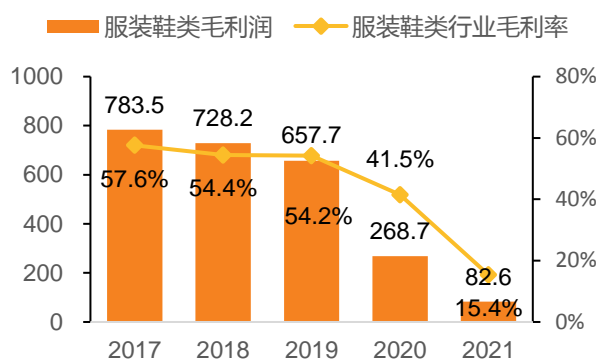
公司曾经的主业鞋类产品收入占比逐渐下降，2021 年服装鞋类收入为 5.38 亿元。2017 年至 2021 年，星期六服装鞋类业务的毛利率逐年下降，2021 年服装鞋类业务毛利润为 8257 万元。

图 3：2017-2021 年服装鞋类业务收入 (百万元) 占比变化

图 4：2017-2021 年服装鞋类业务毛利润 (百万元) 及毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

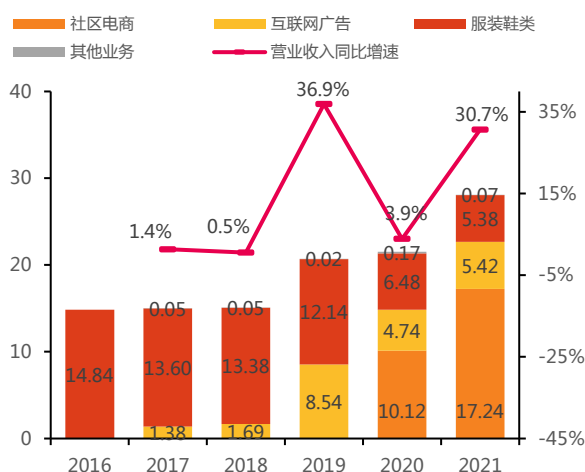


资料来源: Wind, 天风证券研究所

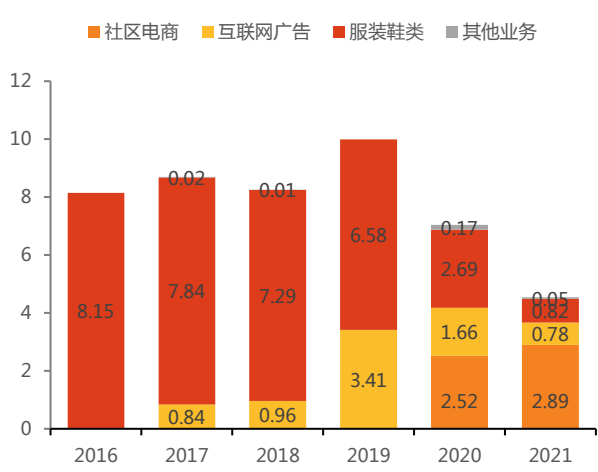
公司从 2017 年以来布局移动互联网行业, 2020 年开始, 公司将主营业务按产品调整为 4 类, 分别为社区电商、互联网广告、服装鞋类以及其他。其中, 2019 年互联网广告产品收入同比增速达 405.3%, 从 2020 年开始, 社区电商产品成为收入和毛利润的主要来源, 2021 年该类收入/毛利润分别占比 61.33%/63.66%。

图 5: 2016-2021 年收入 (亿元) 结构及增速

图 6: 2016-2021 毛利润 (亿元) 结构



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

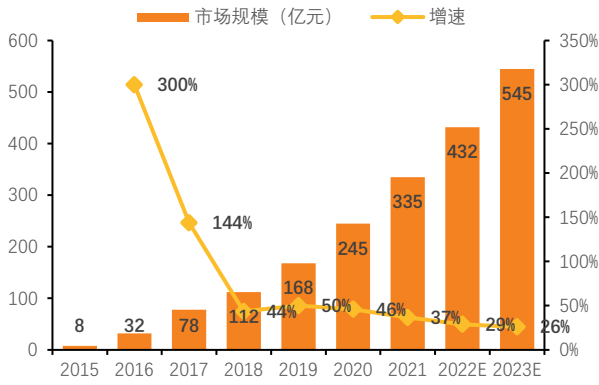
2. MCN 机构：行业加速整合，关注龙头突围

2.1. 行业概览：MCN 市场高景气，行业进入整合期

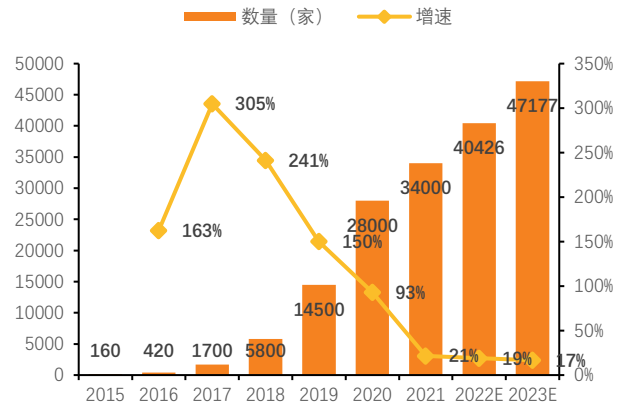
受益于网红经济的盛行以及短视频、直播等内容形式的快速发展, 中国 MCN 赛道保持高景气度。根据艾媒咨询数据, 中国 MCN 市场规模由 2015 年的 8 亿元增长至 2021 年的 335 亿元, 对应 CAGR 达 86.3%。截至 2021 年全国 MCN 机构数量达 3.4 万家, 增速放缓但增量较大。

图 4: 2015-2023 年中国 MCN 市场规模及预测

图 5: 2015-2023 年中国 MCN 机构数量及预测



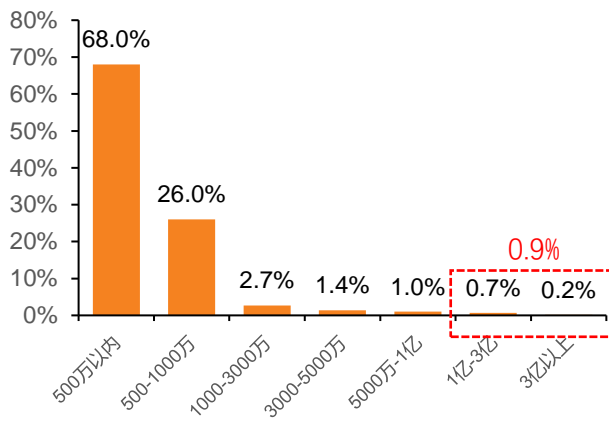
资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

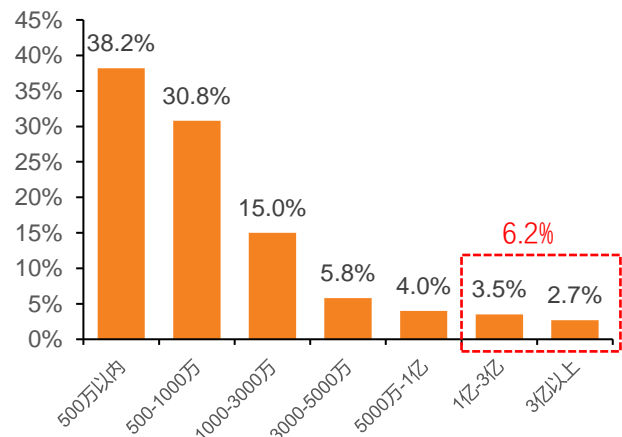
行业迈入监管时代，MCN 机构进入整合期。MCN 市场进入门槛较低，在行业发展初期存在较多运营不规范、规模较小的企业，随着监管趋严，品牌方会倾向于选择符合法规要求、更值得信任的头部机构，“品牌效应+规模效应”下，市场份额逐渐向旗下主播众多、拥有专业化运营能力的行业龙头集中。根据克劳锐数据，2021 年营收在 500 万以内的机构占比由 2020 年的 68% 收窄至 2021 年的 38.2%，年营收在 1 亿以上的企业由 2020 年的 0.9% 上升至 6.2%，头部效应逐渐显现。

图 6：2020 年 MCN 机构营收分布图



资料来源：《2022 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》，天风证券研究所

图 7：2021 年 MCN 机构营收分布图



资料来源：《2021 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》，天风证券研究所

2.2. MCN 的主要业务模式

MCN 为 Multi-Channel Network 的简称，是一种网红经济模式，最早源于美国的 YouTube，由几位头部网红形成资源共享联盟。经过本土化创新后，中国 MCN 机构则是将个体的内容创作转换成系列化的公司制生产，并作为创作者和平台之间的中介，保障优质内容持续输出，实现稳定变现。MCN 机构的业务模式主要分为以下四种：

- (1) 内容生产：**此模式下，MCN 机构主要以内容生产为主，通过成熟的生产流程，促使内容生产进入工业化。
- (2) 孵化+经纪+营销：**主要以 IP 孵化和内容运营为主，MCN 全方位地参与到内容制作当中，包括账号定位、粉丝管理、矩阵规划等。此类 MCN 机构在前期投入资源较多，失败率也比较高。
- (3) 知识付费：**通过内容生产+粉丝沉淀的模式进行社群经济的开发转化，主要变现方式有图书出版、付费课程、P 授权、影视节目开发。

(4).**电商**：主要通过内容生产+电商的方式，实现销售转化，电商型网红最重要的是“带货能力”，即通过与粉丝的互动实现销售。

图 8：MCN 机构业务模式分类



资料来源：华经情报网，SocialBeta，天风证券研究所

2.3. 电商型 MCN 产业链分析

直播电商 MCN 产业链涉及**供应商、MCN 机构、主播、平台**四大主体。上游供应链包括品牌商、生产商、经销商等，它们委托 MCN 机构完成商品推广与销售；MCN 机构和主播是连接上下游的关键节点，MCN 机构与主播签约，孵化优质主播并且提供商业赋能，依靠平台资源实现商品推广，同时以流量增量和用户粘性反哺平台；平台是流量的分配者，扮演着制定带货规则和维护直播生态的角色。以上主体的互动，最终形成了直播电商的商业模式。

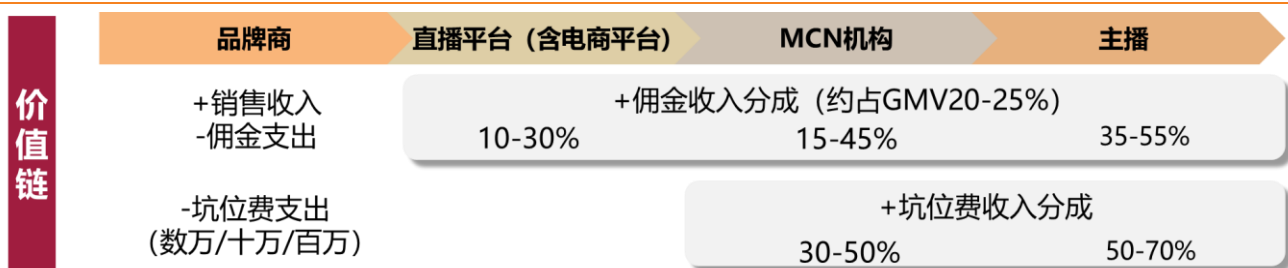
图 9：电商型 MCN 产业链



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

利益分配模式：产业链的收益来源是品牌方提供的佣金和坑位费，头部主播单场直播的坑位费可达百万；佣金则为 GMV 的一定比例，通常在 20-25%左右，因品类而异。从价值分配来看，各环节的话语权和利益分成因其对流量的掌控能力而有所差异。平台作为流量的聚合者和分配者，拥有较高的话语权，通常收取品牌支付佣金的 10-30%作为技术服务费。剩余佣金由 MCN 机构和主播自行分配，一般来说，MCN 机构分成比例在剩余佣金的 15-45%之间，主播的分成比例占到剩余佣金的 35-55%，头部主播议价能力较强，能享受到较高的分成比例。

图 10：直播电商价值分配



资料来源：亿邦动力研究院，天风证券研究所

遥望网络的营业收入和销售 GMV、退货率、佣金率直接相关：社交电商业务营业收入=销售 GMV × (1-退货率) × 商品佣金率/(1+增值税率)。我们简单分析一下公式中关键的生意要素，详细的分析也将在今后展开：

- 1) **销售 GMV：**公司通过赛马机制批量化培育达人主播，同时扩增签约明星主播，打造多层次的双平台主播矩阵，有望带来新的 GMV 增量。伴随主播经验积累，从垂类产品向全品类拓展，获取粉丝增量，进一步打开销售额天花板。
- 2) **退货率：**公司深耕一体化供应链建设，覆盖招商、品控、物流售后全流程，保障产品质量和履约时效，降低退货率。
- 3) **商品佣金率：**我们认为遥望的直播电商模式具有正向飞轮效应，伴随公司主播矩阵、供应链生态和“遥望云”中台系统的持续建设，将形成正向反馈，增强遥望在产业链中的话语权。

2.4. 竞争格局：原生主播机构化 VS 遥望

早期的直播电商主要依靠主播个人运营，由于缺乏电商运营经验，没有形成货源-销售-售后服务的全链路专业化分工，工作效率和服务质量都相对较低。这样的背景下，一些粉丝规模较大的主播开始尝试自建供应链团队，确保货品端的稳定可靠，同时孵化新人主播弱化对于单一主播的依赖，于是诞生了一批由头部主播衍生出来的 MCN 机构：如辛选集团、谦寻、美 ONE 等。**这种原生主播机构化的模式与遥望存在较大差异：**

在管理模式上，头部主播对流量拥有超强的掌控力，难以淡化头部主播的个人 IP 色彩。例如，辛巴和薇娅能够在新人主播成长初期为其引流，同时新人主播也延续其带货风格，这就导致旗下主播的独立性相对更弱。而遥望针对主播个人特质打造人设标签，彼此之间无利益绑定关系，主播的独立性相对更强。

在运营思路，针对供应链和主播孵化环节的布局各有侧重。遥望致力于赋能品牌商家、孵化主播矩阵，高效链接并匹配供应链和主播。而辛选集团注重自有品牌建设，积极推进“辛造”发展计划，C2M 方式深入产品设计、研发、生产等环节；美 ONE 的业务主要围绕李佳琦及其衍生 IP 运营线上内容，对主播孵化和供应链降本增效布局有限，各方竞争不完全在同一纬度上。

表 4：头部 MCN 机构对比

	原生主播机构化			专业 MCN 机构
	辛选集团	谦寻	美 ONE	遥望网络
战略定位	以供应链为核心的数字新零售企业	将主播矩阵的培养与品牌赋能作为集团增长的核心驱动	围绕李佳琦及衍生 IP 运营线上内容	以直播为核心的综合型科技企业
直播电商 GMV (亿元)	215	353	201	103
头部主播影响力	创始人辛有志	董事长董海峰 (系薇娅配偶)	合伙人李佳琦	瑜大公子、酒仙李宣卓均为遥望通过赛马机制孵化出的素人主播
主播矩阵	60 位主播	50+ 位主播	聚焦李佳琦这一超级 IP	明星主播 33 位+达人主播 87 位
自有品牌孵化	“辛选”发展计划：与 3000+ 工厂合作，C2M 方式深入供应链上游的设计、生产环节，截至 2020 年底，已孵化出 10 个销售额破亿的自营国货品牌	收购独立团队完成品牌孵化-	-	-
合作品牌	合作品牌 5000+，2020 年共助力 50+ 品牌销售额破亿。	合作品牌 5000+	-	合作品牌 2W+，涉及 SKU20w+
仓储物流	广州仓 (仓储面积 4.7w 平方米)、杭州仓 (仓储面积 2w 平方米)、海宁仓，2022 年 618 期间峰值发货能力累计可达 120w 单/天	在杭州、广州设有供应链基地	-	兴遥临平仓 (仓储面积 3w+ 平方米，预计 2022 年底，日发货量可达 20w 单，实现服装业务 GMV15 亿/月)、兴遥万纬仓 (总仓储能力 1600w 件、单仓峰值发货单量 25w+ 单/天)

注：遥望网络为 2021 年 GMV 数据，其余 MCN 机构为 2020 年 GMV 数据

资料来源：艾瑞咨询，投资界，公司公告，剁椒娱投，来聊智库，每日经济新闻，凤凰网，时代在线，遥望网络微信公众号，天风证券研究所

3. 遥望具有天时地利人和的发展红利

3.1. 天时：监管趋严+流量重构孕育发展机会

3.1.1. 监管政策持续推动行业规范，头部 MCN 机构有望受益

随着参差不齐的从业者快速涌入直播领域，虚假营销、消费者售后无法保障、偷税漏税等乱象频发。2021 年以来，相关监管法规相继出台，进一步规范直播电商行为、明确红线边界、优化行业秩序。我们认为，随着直播电商行业监管政策的推进，MCN 机构将逐步走向规范化和专业化，行业竞争门槛的提升有望促进市场份额进一步向符合监管要求、具有较强运营实力的头部机构集中。

表 5：相关法律法规

时间	法规	内容	发布部门
2021 年 9 月	《关于加强网络文明建设的意见》	深入推进“清朗”、“净网”系列专项行动，深化打击网络违法犯罪，深化公众账号、直播带货、知识问答等领域不文明问题治理，开展互联网领域虚假信息治理	中共中央办公厅、国务院办公厅
2021 年 9 月	《关于进一步压实网站平台信息内容管理主体责任的意见》	建立信息内容评价体系，注重遴选优质“自媒体”账号、MCN 机构等，丰富网站平台信息来源，保障信息内容健康向上	国家互联网信息办公室
2021 年 10 月	《关于进一步加强娱乐明星网上信息规范相关工作的通知》	对于有组织或批量发布涉明星不实爆料、恶意抹黑、拉踩引战等信息，或进行刷量控评、恶意营销炒作的娱乐	中央网信办秘书局

类公众账号，从严处置处罚。根据情节严重程度，对违法违规账号所属 MCN 机构及旗下其他账号连责处置，采取禁言、限制搜索、限制商业推广收益等措施。

2022	《关于开展“清朗·整治网络直播、短视频领域乱象”专项行动的通知》	严管 MCN 机构账号。从严整治 MCN 机构通过发布“擦边球”、真假难辨等内容，恶意制造“网红账号”行为；整治 MCN 机构账号恶意“串联互动”博流量、恶意发布同质化文案炮制热点等行为；督促 MCN 机构切实履行签约账号管理责任；从严整治网络主播或账号运营者借助他人、MCN 机构、第三方企业偷逃个人所得税等行为。 从严打击直播、短视频“图文不符”、带货商品与实际货品不一致等虚假宣传行为。	中央网信办
2022 年 3 月	《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》	不得在知道或者应当知道直播带货委托方或其他第三方存在违法违规或高风险行为的情况下，仍为其推广、引流。	国家互联网信息办公室、国家税务总局、国家市场监督管理总局
2022 年 7 月	《网络主播行为规范》	进一步加强网络主播职业道德建设，规范从业行为，强化社会责任，树立良好形象	国家广播电视总局、文化和旅游部

资料来源：新华网，中国政府网，中国网网，人民日报，天风证券研究所

3.1.2. 中腰部主播带货潜力凸显，变现空间有待挖掘

1、超头格局变化，直播电商迎来流量重构的窗口期。一方面，薇娅涉税被查处，李佳琦直播间停播，两大事件引发市场对于超头主播不确定性风险的关注；另一方面，中腰部主播有望承接超头溢出流量，实现窗口期突围。在此背景下，具有多层次主播矩阵的 MCN 机构，其运营端优势将进一步凸显。

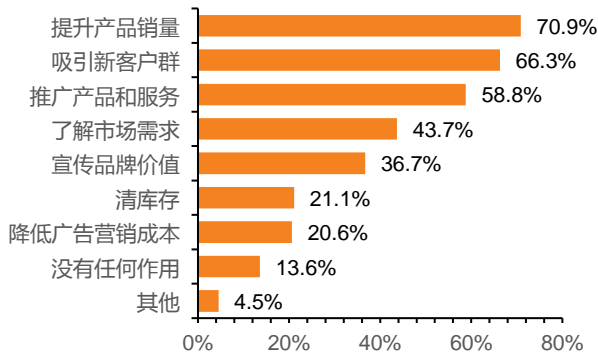
2、需求端（商家端）：直播电商对于商家来说不止是提升产品销量，还包括新用户获取、了解市场需求、品牌形象塑造、清理库存等多重商业目的，不同目的需要不同层级的主播。例如，对于那些希望了解市场需求或是清理库存的商家而言，头部主播的高额坑位费在成本上是不经济的。又如商家在进行高成本的品牌推广后，一个重要的变现方式是通过店铺自播/中腰部主播的高频触达提高成交转化率。

3、供给端（主播端）：以快手为例，对比 2021 年 4 月与 2022 年 4 月带货主播的粉丝量级分布，100 万以上粉丝量级的主播数量占比大幅下降，而 100 万以下粉丝量级的带货主播正在快速崛起。根据 QuestMobile 数据，2021 年抖音粉丝增量主要来自腰部达人（粉丝量在 10-100 万的主播）和潜力主播（粉丝量在 10 万以下的主播），其中潜力主播贡献 29.2% 的粉丝增量，腰部及以下主播带货潜力凸显。

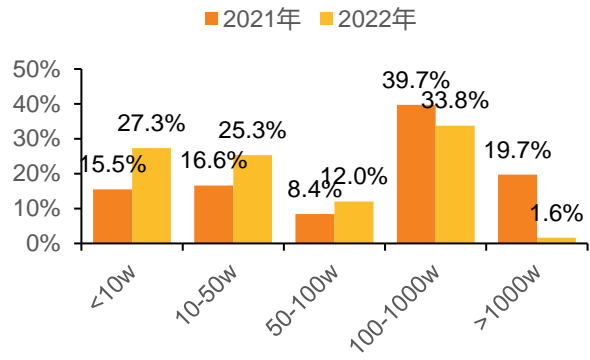
随着各个平台加速推进“去头部化”，中腰部主播变现可期。直播电商并没有改变零售的基本逻辑，多快好省是核心经营要素。中腰部主播在面对品牌时往往没有较高的议价权，且在选品、运营、售后等环节面临人手不足的情况，从而难以给消费者提供更多样的品类、更高效的物流售后、更有趣的直播体验和更优惠的价格。遥望凭借多层次的主播矩阵、专业的运营团队和完善的供应链体系，为中腰部主播提供全链路支持，有望激发其变现潜力。

图 11：商家进行直播带货具有多重商业目的

图 12：2021 年与 2022 年快手带货主播粉丝量级分布



资料来源：KPMG，阿里研究院，天风证券研究所

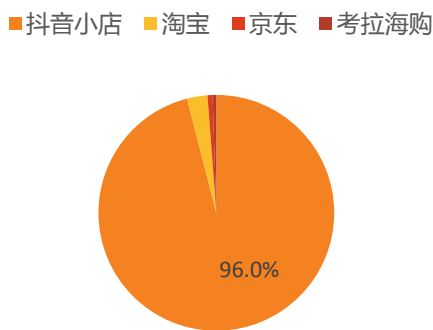


资料来源：CBNData，QuestMobile，天风证券研究所

3.2. 地利：抖音、快手后来居上，遥望率先布局呈领跑之姿

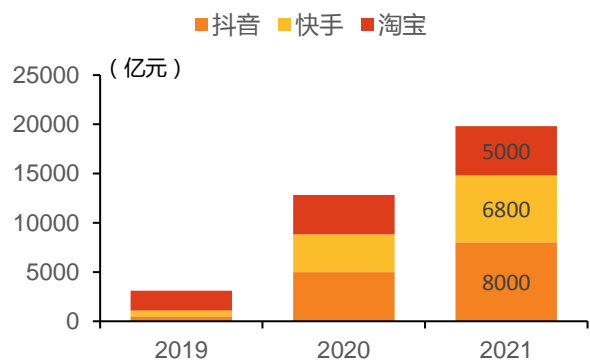
遥望提前布局抖音、快手两大平台，把握平台发展红利。早期无论是抖音还是快手，在直播中购买商品都需要跳出 APP 进入第三方电商平台完成交易，页面的跳转大大降低了用户的支付转化率。随着抖音、快手电商生态闭环日趋完善，行业逐渐形成三足鼎立（淘宝、抖音、快手）的竞争格局，且两大头部短视频平台呈现出更为强劲的增长势头，成为直播带货的首发阵地。2021 年抖音直播 GMV 为 2020 年的 3.2 倍，全年购买用户数同比增长 69%；2021 年快手电商 GMV 同比增长 78.4%至 6800 亿元。遥望作为较早布局两大平台的头部 MCN 机构，具有先发优势，有望享受平台发展红利。

图 13：2020 年 10 月抖音直播带货商品渠道分布



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

图 14：抖音、快手直播 GMV 超过淘宝，成为直播带货首发阵地



资料来源：36 氪，前瞻网，证券市场周刊公众号，投资界，天风证券研究所

3.3. 人和：脚踏实地，行稳致远

遥望管理团队具有丰富的互联网经验和脚踏实地的实干精神。董事长谢如栋深耕互联网创业领域，培养了敏锐的商业嗅觉，如适时入局直播电商新风口，开创性地引入赛马机制，实现主播孵化可复制。COO 方剑与 CTO 胡幸江均为阿里系出身，拥有 10 年左右互联网从业经历，对行业理解深刻，经验丰富。

直播电商作为新兴赛道，没有成熟的运营经验，高管团队下沉到一线，熟悉业务和流程。董事长谢如栋兼任运营总监，深入直播间并总结出“直播解构”的方法论，助力主播实现从 1 到 10 的快速增长；COO 方剑兼任招商部总监，亲自带领团队招商、选品，严格把控直播全链路环节；副总裁邵钦参与小店通的流量投放、客服部和用户运营部。我们认为，公司管理团队是脚踏实地的实干者，凭借丰富的经验，洞悉行业变化，为公司发展保驾护航。

表 6：遥望管理团队具有丰富的互联网经验

姓名	职位	简介
 谢如栋	董事长	十一届余杭区政协委员，长江商学院 EMBA。十年以上互联网行业从业经验，2006 年，凭借创办的留贴网，获得中国第一届超级站长大赛十强；2009 年，创立 46.com 网址导航；2010 年，46.com 网址导航被盛大边锋集团收购；2011 年，参与创立上饶信息产业园，并投资至今；2016 年，就读长江商学院 EMBA
 方剑	总裁	2007 年，加入阿里巴巴集团，任职媒体公关部；2009 年，任职阿里巴巴集团市场部，举办阿里巴巴网商大会，全国 2000 万网商参与；2010 年，任职阿里巴巴集团中国雅虎，负责中国雅虎品牌、市场；2013 年，任职淘宝网，负责淘宝拍卖；2015 年、2016 年，荣登两届《阿里校友创业琅琊榜》；
 胡幸江	高级副总裁	2013 年，加入 IBM 中国开发中心，任职 WebSphere 应用服务器事业部开发工程师；2016 年，担任 Apache 开源基金会 CFX Committer；2016 年，加入销冠网络科技有限公司，任职基础架构部负责人；2017 年，任职销冠网络科技有限公司技术总监；2018 年，加入蚂蚁集团任职印尼钱包无线团队负责人；2019 年，任职蚂蚁集团万里汇 WorldFirst 亚太技术负责人；
 邵钦	副总裁	2011 年开始自主创业，选择社交媒体行业，一年时间成为 QQ 空间大博主拥有娱乐、游戏等 4750 万粉丝矩阵；2012 年，创建杭州刀之刀网络科技有限公司任职总经理；

资料来源：遥望网络官网，全球浙商总会，天风证券研究所

4. 核心竞争力：“人-货-场”多方协同，构筑飞轮效应

我们认为多层次的主播矩阵、一体化的供应链生态、专业的运营能力和底层技术支撑构成遥望网络的核心竞争力，多方协同，实现飞轮效应。

图 15：多方协同，实现飞轮效应

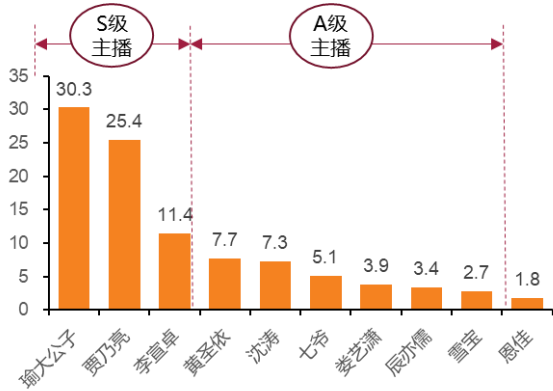


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1. 主播：赛马机制+漏斗型生态，主播矩阵进一步强化

MCN 机构作为轻资产代表，核心竞争优势之一在于“人”，即多层次的主播矩阵。截至 1Q22，遥望网络签约艺人/主播/达人共 229 位，外部合作主播 230 余位，其中签约明星主播（贾乃亮、王祖蓝、张柏芝等）33 位，达人主播（瑜大公子、李宣卓等）87 位，其余为短视频达人，签约主播人数处于行业领先水平。目前已形成三大 S 级主播，六大 A 级主播，若干年销售额过亿主播的矩阵架构，覆盖抖音、快手双平台。我们认为，遥望网络在以下方面的努力，有助于强化和巩固主播矩阵，促进业务规模进一步扩张。

图 16：明星达人近一年销售额（单位：亿元）

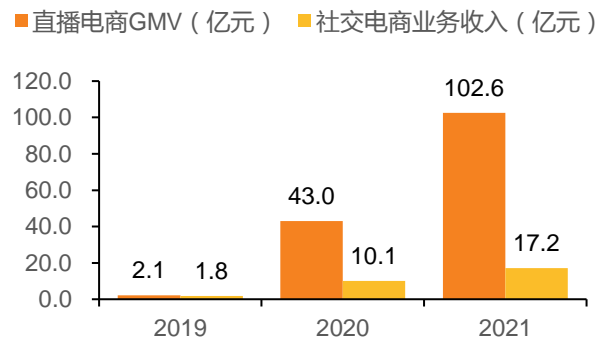


注：统计周期为 2021 年 7 月 2 日到 2022 年 7 月 1 日，根据遥望网络主播分

级标准：S 级主播年度销售额过 10 亿元，A 级主播年度销售额过 2 亿元

资料来源：新榜数据，天风证券研究所

图 17：公司整体直播电商 GMV 及收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

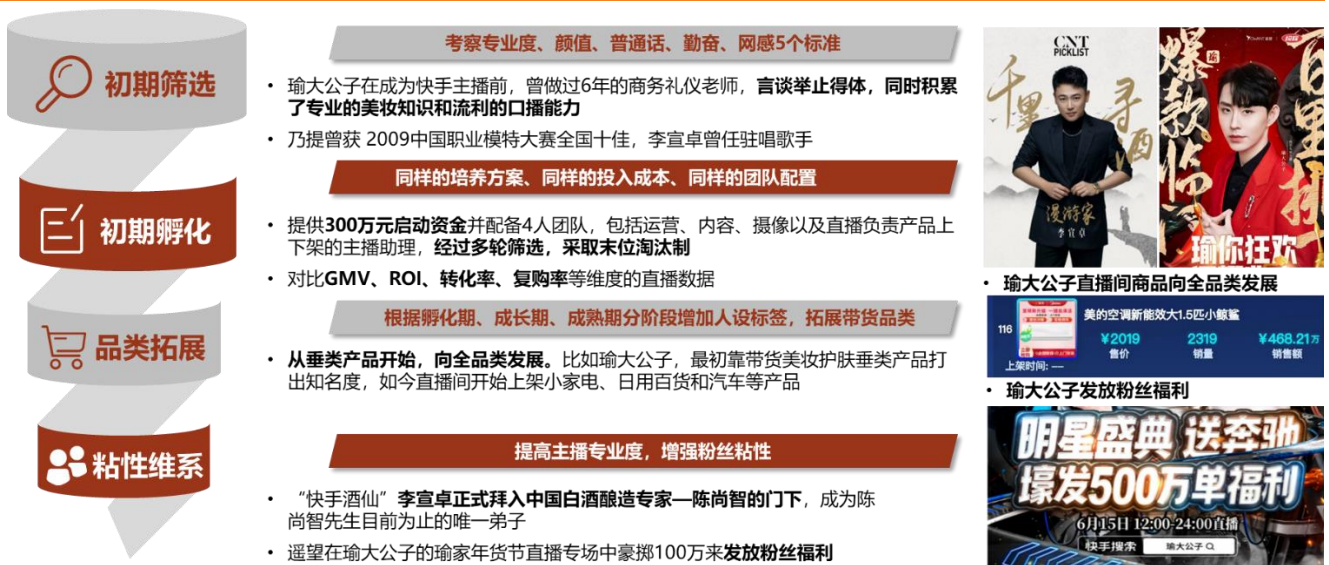
4.1.1. 赛马机制带动达人主播进入“标准化”“量产时代”

赛马机制使得主播孵化更加标准化、专业化，提升从 0 到 1 的确定性。公司将赛马机制引入主播孵化中，为数名艺人提供相同的场地、资金（300w）和团队(包括运营、内容、摄像和直播助理)，经过 3 个月左右的培养周期，经历 3-5 轮激烈的淘汰赛，最终选出优胜者，瑜大公子、李宣卓等主播正是从这样的赛马机制中脱颖而出。

聚焦后续成长，助力达人主播实现从 1 到 10 的持续增长。对于赛马机制中“跑出来”的优秀主播，公司凭借多年业务积累，在达人成长的过程中，分阶段增加人设标签，拓宽主播带货品类的界限，获取粉丝增量，延长达人生命周期。同时提高主播专业度，增强粉丝粘性，实现用户复购的提升。

以瑜大公子为例，早期从美妆品类切入，逐渐向 3C 数码、家居生活等全品类发展。根据飞瓜数据，目前家居生活、服饰鞋帽等其他品类占到其近 30 天销售额的 66.8%，随着品类的拓展，瑜大公子粉丝池进一步扩大，截至 2022 年 8 月 8 日，瑜大公子过去 90 天共涨粉 225.3w，公司主播孵化能力进一步验证。

图 18：遥望网络新人主播成长框架



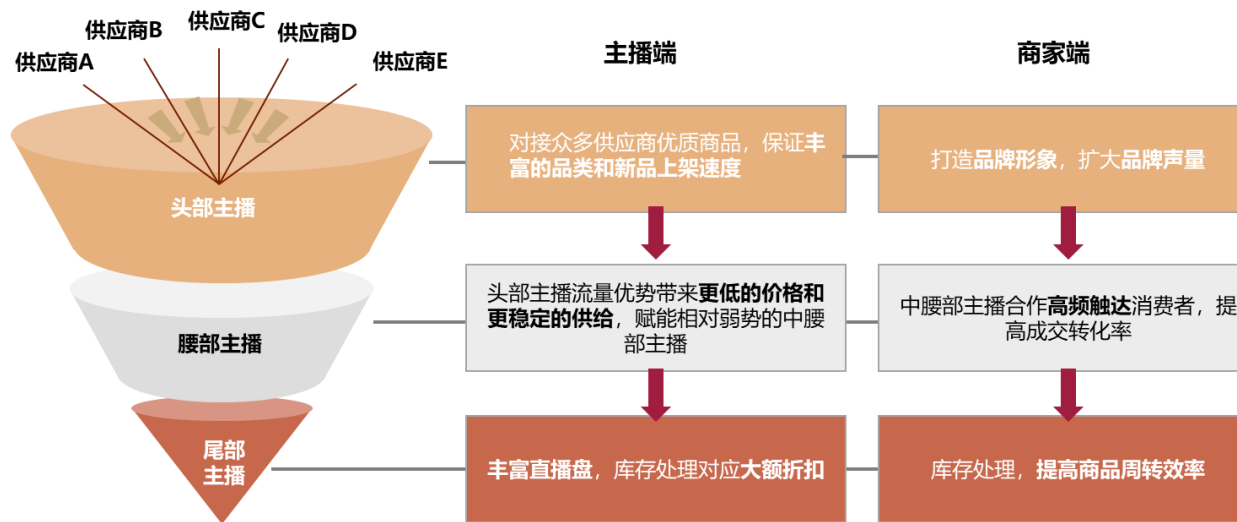
资料来源：凤凰网电商研究院，公众号新榜，商业中国网，ZAKER，顶尖文化，天风证券研究所

4.1.2. 漏斗型主播生态实现主播-商家双向协同

漏斗型主播生态释放中腰部主播带货潜力。前面我们提到，直播电商流量向超头主播高度集中的格局有所重构，中腰部主播带货潜力凸显。但是，这些主播在供应链端议价能力不足成为当前痛点。公司致力于借助其头部主播的影响力打造 N 对 N 的供应链平台，开放并链接所有货源和主播，实现供应链体系的复用，头部主播的流量优势能够带来更低的价格和更稳定的供给，从而赋能机构内中腰部主播，深挖其变现潜力。

多层次主播矩阵扩大商家利润空间。直播电商的库存管理难度较大，尤其是非标品类上新频率快、库存压力较大，中腰部主播能够承接和消化零散库存，提高商品周转效率，同时帮助品牌以更低的营销成本高频触达消费者，扩大商家利润空间。

图 19：漏斗型生态实现商家端和主播端的双向协同



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1.3. 货品为基——主播生命周期可持续，与粉丝经济有本质区别

直播电商激烈竞争的红海，引发市场对于主播生命周期有限的担忧。我们认为，直播电商与粉丝经济有着本质区别，虽然用户短期的留存和复购一定程度上取决于粉丝对主播的信任与喜爱，但消费者在中长期必然会趋于理性选择质优价廉、售后体验更优的商品，因此长期来看，用户粘性的基础是主播背后的供应链能力。

遥望凭借扎实的供应链基础和专业化的运营能力带动主播生命周期可持续。由于单场直播销售额受促销力度的周期性影响，我们关注较长时间维度的销售额均值变化，根据新榜数据，瑜大公子、酒仙李宣卓 2021 年至今销售额高点保持稳定，具备中长期可持续、健康成长的能力。

图 20：瑜大公子 2021 年至今直播预估销售额



注：瑜大公子 2021 年至今直播频率在每周 4 场左右，因此图中展示了 4 场直播销售额的移动平均值

资料来源：新榜数据，天风证券研究所

图 21：李宣卓 2021 年至今直播预估销售额



注：李宣卓 2021 年至今直播频率在每周 7 场左右，因此图中展示了 7 场直播销售额的移动平均值

资料来源：新榜数据，天风证券研究所

4.2. 供应链：加强一体化供应链建设

遥望聚焦商品供应能力、选品能力、物流能力，不断加强一体化供应链建设。

商品供应方面：公司与 2 万多个国内外知名品牌建立合作关系，涉及几十万个 SKU，在美妆护肤、家居生活、酒水等类目上，通过投资、合资、战略合作等形式进一步深入供应链端。

图 22：国内外品牌合计近 2 万个，涉及 SKU 几十万个

图 23：控股子公司成为五粮液抖音电商平台专卖店授权经销商



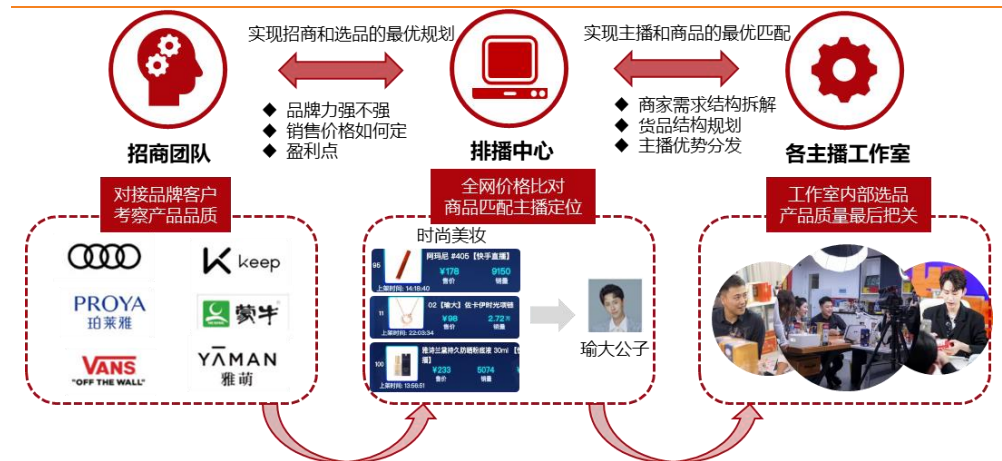
资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：抖音 APP，爱企查，天风证券研究所

选品品控方面：目前，遥望网络拥有 200+人的招商质检团队，公司完善招商选品流程，建立了质检专岗和审核台账备查制度、严格把控产品质量，此外，遥望网络引入第三方检测机构对产品质量进行外部监督，确保把住商品质量关，从源头降低直播带货风险，积累长期口碑。

图 24：遥望网络选品流程



资料来源：快手融媒研修院，天风证券研究所

物流售后方面：公司着眼于用户体验，打造 24 小时急速发货，以及“5 分钟-1 小时-24 小时”售后 SOP 标准化服务（80%的问题 5 分钟内解决、复杂问题 1 小时内反馈、所有问题须 24 小时内解决），提升消费者体验，努力追求与平台现有其他主播或机构的差异化。

4.3. 运营：因地制宜打造差异化主播矩阵

2018 年底，遥望网络社交电商业务由快手起家，2021 年公司以明星带货切入抖音直播，分别斩获快手“年度影响力机构”和抖音“年度 MCN 机构”大奖，彰显公司全渠道运营能力。

遥望网络在抖音平台持续打造明星主播矩阵，在快手平台重点孵化达人主播矩阵。从营业利润来看，签约达人采用 GMV 分成模式，而签约明星采用利润分成模式。2021 年遥望在抖音平台扩大明星艺人的合作规模，使得社交电商业务的整体毛利率有所下降，但差异化打法的背后是遥望对平台运营规则的深刻理解。

图 25：遥望深耕平台差异，因地制宜调整运营打法

明星主播 (按利润分成)

营业利润=[GMV×(1-退货率)×佣金率-货补投流成本]×(1-主播提成率)-期间费用-其他项

达人主播 (按GMV分成)

营业利润=GMV×(1-退货率)×(佣金率-主播提成率)-货补投流成本-期间费用-其他项

抖音 (明星主播) 33位, 位列市场第一	+	快手 (达人主播) 近200位, 持续孵化中	=	双平台头部MCN机构
 <ul style="list-style-type: none"> 领跑双十一 现货不用等 贾乃亮 2021年10月29日 领跑双十一 现货不用等 GMV: 1.7亿+; 累计观看数: 2892w+; 累计订单数: 145w+ 黄圣依 (演员、歌手、出品人) 沈涛 (主持人) 王祖蓝 (演员、歌手、主持人) 张柏芝 (演员、歌手) 		 <ul style="list-style-type: none"> 全明星盛典 喻大公子 2020年11月5日 聚星回馈盛典 GMV: 3.68亿+; 半小时销售额: 3000w+ 累计观看数: 1020w+ 芳芳很挑食 李宣卓 董哲 妮宝一家 		 <ul style="list-style-type: none"> 抖音电商 年度MCN机构 遥望网络 快手 2020 年度MCN机构 遥望

资料来源: 遥望网络官网, 公司公告, ZAKER, 遥望网络公众号, 新榜排行榜公众号, 天风证券研究所

从产品侧来看, 抖音的产品形态是单列上下滑, 降低了用户的主动决策行为, 平台对流量拥有更强的把控力; 快手的产品形态是双列瀑布流, 由用户主动决定内容的点击, 容易建立起用户和 KOL 之间的信任。

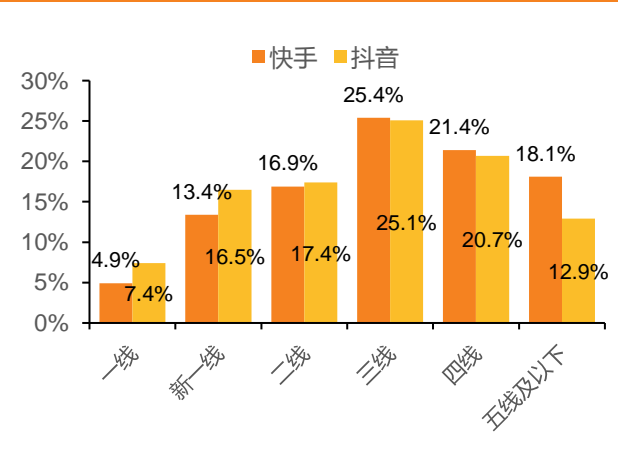
从用户画像来看, 快手更偏下沉市场用户, 三线及以下城市用户占比达 64.9%, 高于抖音的 58.6%。

从算法机制来看, 抖音中心化分发, 马太效应尤为明显。快手去中心化分发, 在流量分配上确保普惠, 热度权重会起到“择新去旧”的作用, 防止流量过于集中在头部。

图 26: 抖音和快手产品形态对比



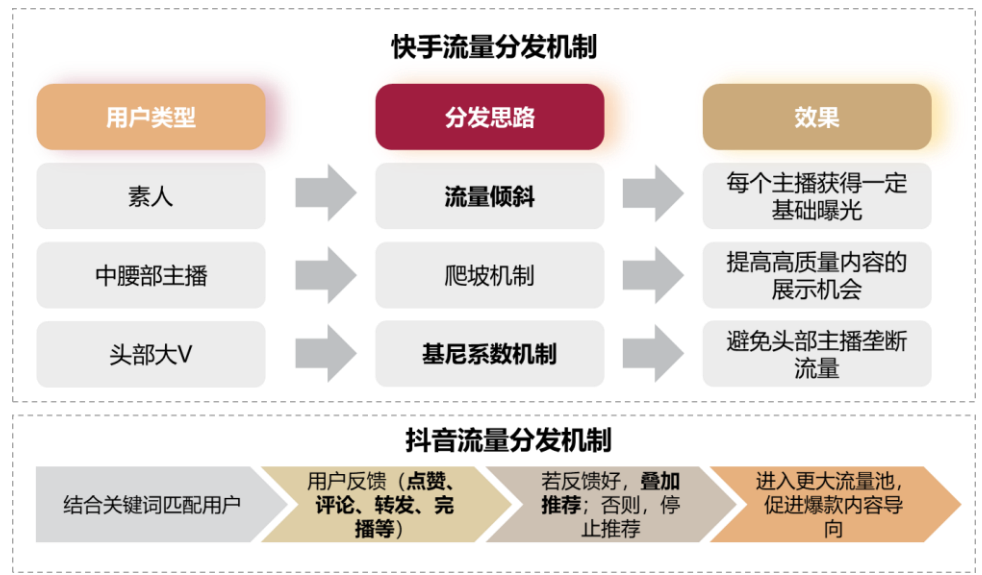
图 27: 快手下沉用户占比更高



资料来源: 抖音 APP, 快手 APP, 天风证券研究所

资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 28: 抖音中心化分发, 快手去中心化分发



资料来源：《直播电商的逻辑》（楚燕来、薛元昊、杨静著），36 氪，天风证券研究所

公司深谙平台差异，因地制宜调整运营打法。多数情况下，明星与粉丝的互动是单向的，而达人与粉丝的互动更加频繁，能够建立起双向的交流，契合快手的信任电商属性；达人可以看作是庞大粉丝群体的代表，与厂商和品牌议价，而明星更多代表品牌，向消费者传递品牌形象、产品调性等，差异化的主播矩阵更加契合平台用户画像；达人的影响力源自粉丝，而明星自带曝光度，在抖音中心化的流量分发机制下，能够充分享受到平台的流量红利。

表 7：遥望针对不同平台，采取差异化策略

	抖音	快手	差异化主播矩阵匹配平台特点
产品侧	兴趣电商	信任电商	● 达人与粉丝的互动更加频繁，契合快手的信任电商属性
用户画像	下沉不及快手	偏下沉	● 达人可以看作庞大粉丝群体的代表，与厂商和品牌议价； ● 明星更多代表品牌，向消费者传递品牌形象、产品调性等
算法机制	中心化分发	去中心化分发	● 明星自带曝光度，在抖音中心化的流量分发机制下，能够充分享受到平台的流量红利

资料来源：36 氪，天风证券研究所

4.4. 技术赋能：标准化流程构筑竞争壁垒

公司基于“大中台、小前台”的逻辑，于 2021 年 4 季度末完整上线“遥望云”中台系统，构建了较深的系统和信息化壁垒。公司将行业领先的直播电商运营经验和方法论沉淀到系统，赋能选品智能化、直播流程在线化和分析数字化，具体来说：

- 1) **选品环节**：构建选品中心增加商品的广度和深度，配备商品中心和智能仓储系统(WMS)，实现库存管理、发货履约的全流程信息化管理；
- 2) **直播环节**：利用大数据技术监测直播数据，并提供实时反馈建议，提升流量投放效率；
- 3) **数据分析环节**：直播数据可视化分析，全链路环节复盘，优化直播流程。

我们认为该系统 1) **提升运营效率，发挥规模效应**。该系统有效提升了管理的精准化和标准化程度，帮助直播运营团队减少重复性工作，将团队月度直播时长从 30-50 小时提升至 80-100 小时，新人开播时间由 3 个月缩短至 7 天；2) **有助于增强遥望网络对于主播的议价权**。由于“遥望云”系统涵盖直播前、直播中、直播复盘在内的全链路标准化流程，公司对主播的赋能大于其对主播的依赖，弱化头部主播的流失对公司的冲击。

图 29：“遥望云”中台系统



资料来源：公司公告，快手融媒研修院，遥望网络公众号，天风证券研究所

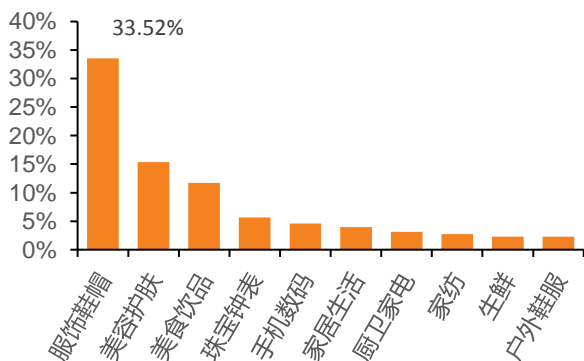
5. 业务增长引擎：多点开花，布局未来

5.1. 进军标品领域，打造直播电商新增长极

品类扩张，贡献 GMV 新增量。2022 年，公司重点发力以服饰为代表的非标品类，计划在临平新城成立全资子公司，建设数字化服装采销产业基地，打造全国最大的服装供应链集群，有望进一步深挖直播电商布局，挖掘赛道新增量。2022 年 6 月，遥望网络兴遥临平仓正式开仓运营，第一期首开仓库为标准服装仓，已有 adidas、Nike 等国内外知名品牌入驻，公司预计至 2022 年底，日均发货量可达 20 万单，实现服装业务单月 15 亿 GMV 的销售目标。

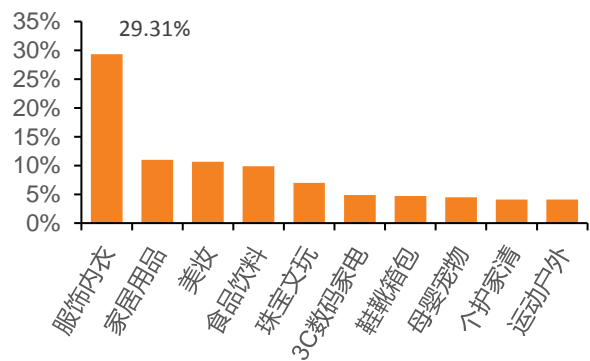
主播培育，完善多层次主播矩阵。服饰垂类作为抖快平台销售额占比最高的品类，交易呈现去中心化的特征，肩部、腰部和潜力主播销售额占比高达 80%，服饰品类的拓展带动中腰部垂类主播变现潜力进一步释放，完善漏斗型主播生态。

图 30：2022 年 618 各品类快手市场份额（销售额）TOP10



资料来源：果集·飞瓜，天风证券研究所

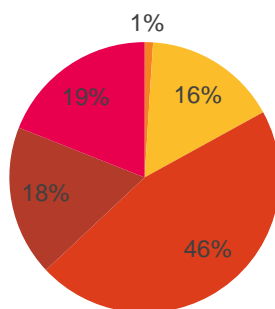
图 31：2022 年 618 各品类抖音市场份额（销售额）TOP10



资料来源：果集·飞瓜，天风证券研究所

图 32：服装垂类主播销售额分布

■头部达人 ■肩部达人 ■腰部达人 ■潜力主播 ■品牌自播



资料来源：飞瓜数据，天风证券研究所

5.2. 全案营销（短视频+直播）发力，释放互联网广告业务增长潜力

发力全案营销，促进品效合一。2021年起，遥望网络基于直播带货业务的品牌客户积淀，与时尚锋讯、北京时欣展开合作，发力“短视频+直播”的全案营销服务。一方面，公司为品牌客户策划不同平台、不同类型的红人矩阵，通过短视频、图文等内容展开全网推广，延长传播周期；另一方面，通过带货直播实现实时销售转化，同时及时收集用户反馈助力品牌快速改进和迭代。两者的结合能更好地促进品效合一，推动用户与品牌的协同增长。全案营销方案有望成为公司新的业务增长引擎，提高公司互联网营销业务的整体规模和毛利水平。

公司已有多次全案营销的成功尝试，助力品牌客户快速发展。例如，针对鸭鸭羽绒服的品牌现状，公司整合娄艺潇进行品牌代言与品牌专场营销，通过明星代言进行营销造势，以明星进店直播进行声势转化，当天销售转化超 1500 万元。其他案例包括欧诗漫、伊贝诗的明星代言人张予曦以及缤善、春雨的品牌代言人贾乃亮等。

图 33：遥望网络全域营销



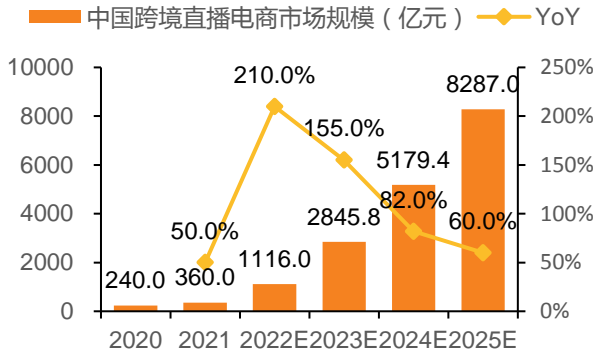
资料来源：遥望网络官网，天风证券研究所

5.3. 跨境业务或成为未来重要发展方向

TikTok 电商平台的火爆吸引各大平台发力跨境直播电商赛道，围绕平台流量池展开的营销

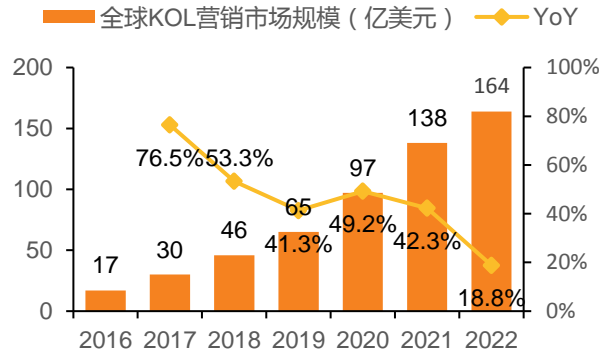
生态也迅速发展。公司在红利期迅速入局，建立进出口事业部，打造全球社媒及 KOL/KOC 矩阵，拓展 Tiktok、Facebook、Instagram、YouTube 等平台的短视频和直播带货业务，抢占品牌出海先机。2022 年 3 月，公司作为 Tiktok 核心合作伙伴，在英国率先实现了短视频及直播业务的落地，同时，欧洲其他市场、东南亚市场以及美国市场也在同步开拓过程中。公司计划在海外打造有产业特色的垂类独立站，精细化私域运营，做到全球布局，全网营销，海外市场有望成为下一个“掘金之地”。

图 34：中国跨境直播电商市场规模



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 35：全球 KOL 营销市场规模



资料来源：Influencer MarketingHub，天风证券研究所

5.4. 数字领域前瞻投入，挖掘潜在商业价值

遥望网络秉持互联网技术创新发展的理念，目前通过场景、硬件、软件等内容的结合，在该领域实现了初步探索，未来将持续开发数字人、数字场景、孪生主播等数字资产，

图 36：公司数字技术布局



资料来源：遥望网络官网，天风证券研究所

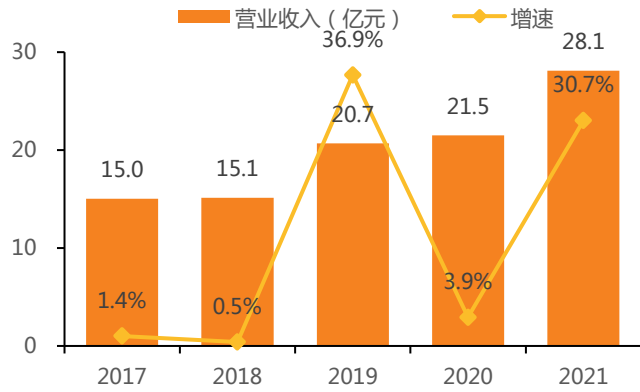
- ①**发布首款数字虚拟人「孔襄」**：孔襄已参与品牌代言，进一步 IP 孵化后有潜力实现更多商业价值。
- ②**搭建数字影棚**：运用数字虚拟拍摄技术，可以便捷高效进行电影级质量的拍摄，有助于形成跨时空、跨场景拍摄的解决方案。
- ③**开创孪生主播项目**：该项技术可以支持一人同屏更换、多人同屏只更换一人。通过使模型的表情、脸部细节定位与真人表演者同步，可在短视频、直播、TVC 中实现主播的“复制”，有望降低视频制作成本。

6. 财务分析

星期六近五年营业收入稳步上升，2021 年度实现营收 28.1 亿元，同比上升 30.7%；归母净利润近三年波动较大，2021 年度为-700 百万元，同比下降 2980.9%。2021 年归母净利润

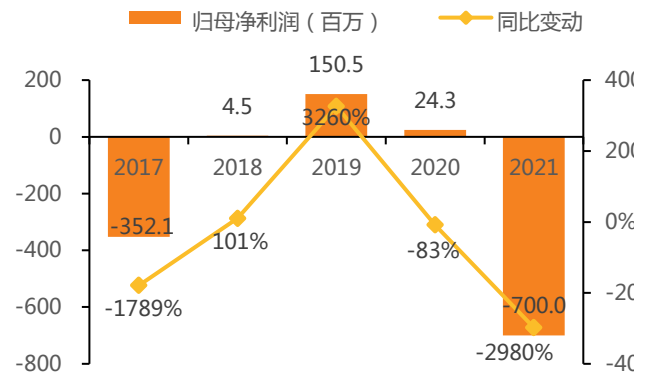
出现大幅度下滑的原因有：加大了对鞋类库存的促销力度，售价降低、折扣费用率增加导致计算存货可变现净值所用的平均售价较上年度下降，致使全年计提坏账准备及存货跌价准备约 31500 万元；对公司控股的时尚锋迅及北京时欣两家时尚新媒体公司计提商誉减值 20700 万元；2021 年股权激励计划产生摊销费用约 6923 万元。

图 37：星期六 2017-2021 营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

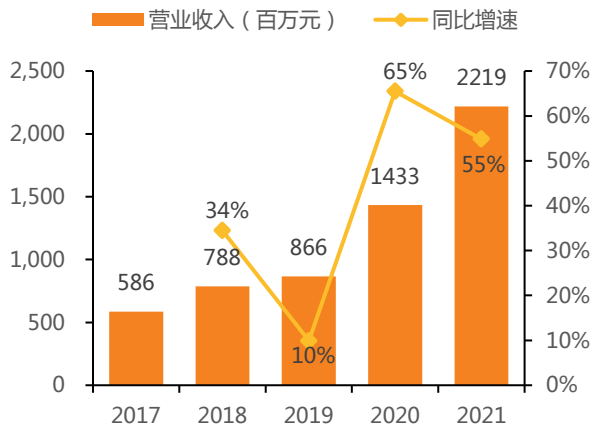
图 38：星期六 2017-2021 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

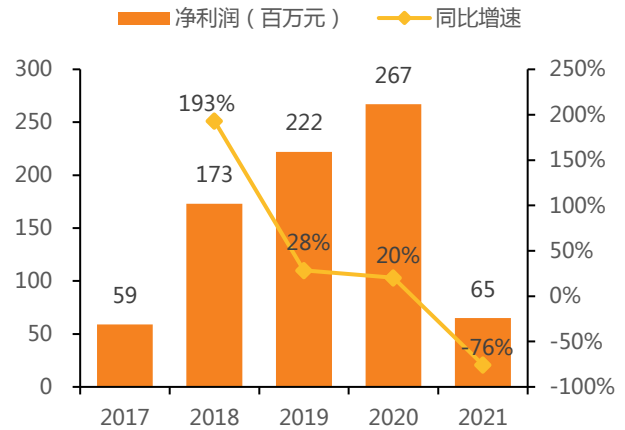
从 2017 年起，遥望网络近五年营业收入持续增长，同比增速在近两年分别保持 65%和 55%的水平。净利润从 2017 年到 2020 年持续增长，但增速有所下降，2021 年的净利润降至 65 百万元，同比增速-76%。主要原因在于，公司拓展市场至抖音平台，签约大量明星，营销成本显著增加，且 2021 年股权激励计划产生摊销费用约 6923 万元。

图 39：遥望网络 2017-2021 年营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：遥望网络 2017-2021 年净利润及增速

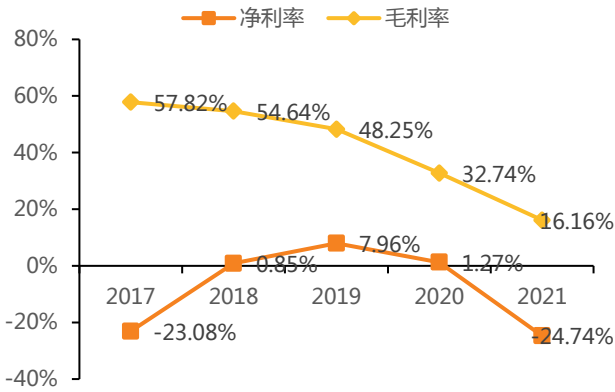


资料来源：Wind，天风证券研究所

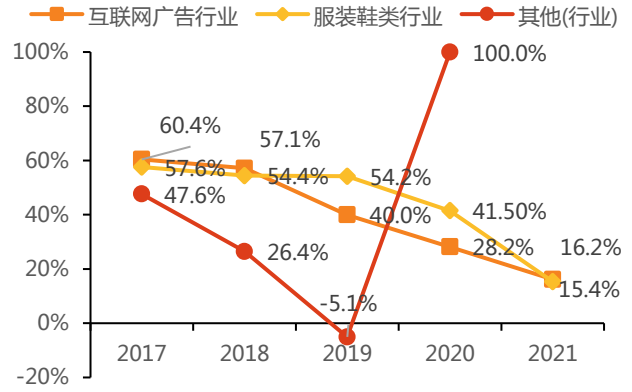
由于疫情对线下零售和线上销售的影响，毛利率逐年下跌，净利率自 2020 年起也出现下降趋势，其中 2021 年实现毛利率 16.16%，同比减少 16.58pct，净利率-24.74%，同比减少 26.01pct。

图 41：星期六 2017-2021 年净利率和毛利率

图 42：星期六 2017-2021 年分行业毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

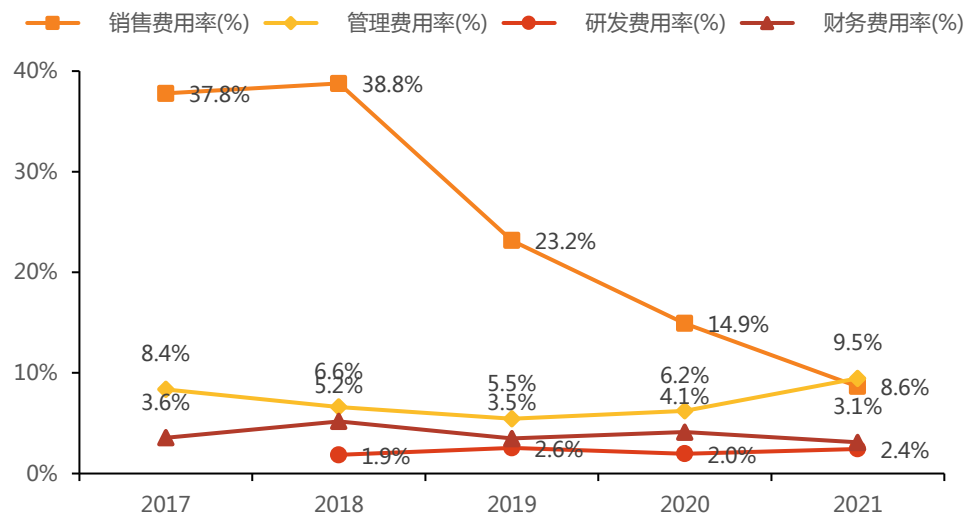


资料来源: Wind, 天风证券研究所

费用方面:

- 1) 销售费用率 2018-2021 期间逐年下降, 从 2018 年的 38.78% 下降至 2021 年的 8.64%, 2021 年同比减少 6.27pct, 主要是直营店铺转至品牌公司经营, 店铺减少、人员减少导致;
- 2) 管理费用率自 2017 年开始下降直至 2019 年, 后又开始回升至 2021 年的 9.46%, 同比增加 3.23pct, 主要系遥望网络于 2020 年和 2021 年分别新设子公司 32 家和 28 家, 同时人员也大量增加, 以满足业务增长的需要, 及 2021 年新增的股份支付费用所共同影响;
- 3) 研发费用方面, 公司近四年该费用率水平基本维持在 2% 上下, 2021 年有所增加至 2.44%, 同比增长 0.48pct, 主要是由于子公司杭州遥望为增加业务竞争优势, 研发新业务平台。截至目前遥望网络拥有超百人的技术研发团队, 已申请发明专利 20 项, 其中已授权 1 项, 进入实质性审查阶段 14 项, 申请并获得软件著作权 112 项。
- 4) 2017-2021 年公司的财务费用率较为平稳, 约为 3%-5%, 2021 年财务费用率为 3.10%。

图 43: 星期六 2017-2021 年费用率

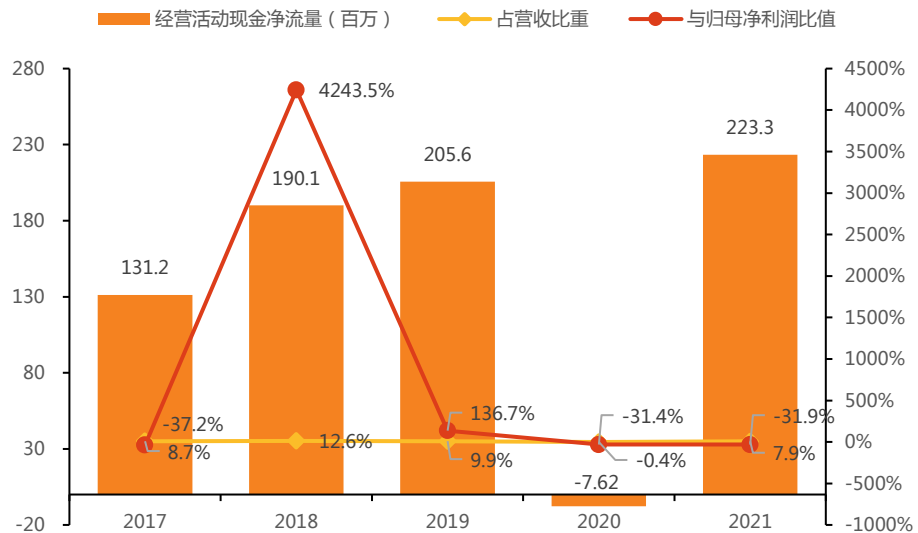


注: 2017 年管理费用包含研发费用

资料来源: Wind, 天风证券研究所

现金流方面, 2020 年受疫情影响, 回款不达预期, 导致公司经营活动现金流量净额为负; 待 2021 年疫情影响减小, 公司经营活动现金流量净额为 223.26 百万元, 较疫情前有所增长。

图 44: 星期六 2017-2021 年经营活动现金流净额情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

7. 盈利预测、估值与投资建议

营业收入: 我们预计公司 2022/2023/2024 年营收分别为 44.96/65.46/88.93 亿元, 同比分别增长 59.93%/45.60%/35.85%。分业务来看:

- 1) 服装鞋类:** 我们预计服装鞋类业务将于 2022 年中期前后正式剥离, 至 2023 年营收为 0。
- 2) 互联网广告投放:** 伴随视频化趋势的加深, 公司业务重心逐渐向“内容、短视频”平台转移, 手游平台渠道推广、传统平台广告投放等业务规模将持续收缩, 预计 2022-2024 年营收分别为 0.82/0.45/0.25 亿元, 同比增速分别为 -50%/-45%/-45%。
- 3) 互联网广告代理:** 我们预计受益于抖快平台的快速崛起, 全案营销服务进一步推进, 公司互联网广告代理业务将迎来高增长, 预计 2022-2024 年营收分别为 7.20/9.22/10.60 亿元, 同比增速分别为 90%/28%/15%。
- 4) 社交电商服务:** 我们预计公司将继续聚焦社交电商业务, 作为优质的头部 MCN 机构, 目前正处于业绩快速增长阶段, 未来成长空间广阔: 从行业端来看, 公司有望受益于我国直播电商市场的持续扩容, 以及行业整合带来的龙头市场份额提升; 从公司自身成长逻辑来看, 天时地利人和兼备, 依托“人货场”多方优势协同, 构筑飞轮效应, 支撑后续高确定性增长, 预计 2022-2024 年营收分别为 34.83/55.72/78.00 亿元, 同比增速分别为 102%/60%/40%。

表 8: 星期六收入拆分表

星期六(百万)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	2070.34	2150.94	2811.19	4496.05	6546.30	8893.27
1) 服装鞋类						
收入	1213.76	647.65	537.62	204.30	0.00	0.00
% YoY 增长	-10.59%	-46.64%	-16.99%	-62.00%		
2) 互联网广告						
收入	854.12	1486.33	2266.40	4284.58	6539.13	8886.11
yoy(%)	405.97%	74.02%	52.48%	89.05%	52.62%	35.89%
互联网广告投放	543.09	366.47	163.19	81.59	44.88	24.68

% YoY 增长		-33%	-55%	-50%	-45%	-45%
互联网广告代理	126.03	107.82	379.16	720.41	922.12	1060.44
% YoY 增长		-14%	252%	90%	28%	15%
社交电商服务	185.00	1012.04	1724.05	3482.58	5572.13	7800.98
% YoY 增长		447%	70%	102%	60%	40%
3) 其他						
收入	2.46	16.97	7.17	7.17	7.17	7.17

资料来源: Wind, 天风证券研究所

毛利率: 考虑到公司直播电商发展战略逐步从规模扩张向降本增效过渡, 有望驱动盈利能力稳步向上, 预计公司 2022-2024 年毛利率分别为 29.64%/28.54%/29.12%。

期间费用: 公司鞋类业务将于 2022 年中期前后剥离, 有望带动销售和管理费用率进入下行通道, 预计 2022-2024 年销售费用率和管理费用率分别为 4.70%/4.70%/4.70%, 6.45%/5.43%/5.43%。公司定位以直播为核心的综合型科技企业, 打造“遥望云”数字中台, 布局数字资产等领域, 持续夯实研发实力, 受益于规模效应预计后续研发费用率稳中有降, 2022-2024 年分别为 2.38%/2.08%/2.08%。

表 9: 利润简表

Rmb(百万)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	2070.34	2150.94	2811.19	4496.05	6546.30	8893.27
%增长	35.17%	3.89%	30.70%	59.93%	45.60%	35.85%
成本	1068.89	1446.72	2355.12	3163.29	4677.74	6303.49
%增长	53.30%	35.35%	62.79%	34.32%	47.88%	34.76%
毛利	998.87	704.22	448.91	1,332.76	1,868.56	2,589.78
毛利率	48.37%	32.74%	16.22%	29.64%	28.54%	29.12%
销售费用	479.43	320.78	243.02	211.31	307.68	417.98
占收入比率 (%)	23.16%	14.91%	8.64%	4.70%	4.70%	4.70%
管理费用	112.77	265.93	265.93	290.08	355.50	482.58
占收入比率 (%)	5.45%	12.36%	9.46%	6.45%	5.43%	5.43%
研发费用	42.26	68.69	68.69	106.92	136.04	184.82
占收入比率 (%)	2.04%	3.19%	2.44%	2.38%	2.08%	2.08%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综合考虑公司作为头部 MCN 机构之一, 在供应链、主播矩阵、运营能力等多方面的深厚壁垒以及直播电商行业的高景气度, 采取 PE 估值法对公司进行估值, 给予其 2022 年 35 倍 P/E, 对应市值 215.2 亿元, 目标价 23.6 元。

表 10: 可比公司估值表 (百万元)

证券代码	公司简称	总市值	2021 年总营业收入	3 年复合营业总收入增长率	归母净利润	3 年复合归母净利润增长率	22 年市盈率 PE
300792.SZ	壹网壹创	6,871.4	1,135.1	3.9%	326.8	26.2%	18
002027.SZ	分众传媒	85,064.6	14,836.4	0.6%	6,063.2	1.4%	19
300058.SZ	蓝色光标	14,373.3	40,077.9	20.2%	521.8	10.3%	19
600556.SH	天下秀	14,082.4	4,511.7	307.1%	354.3	-	28
300413.SZ	芒果超媒	59,451.5	15,355.9	16.7%	2,114.1	34.7%	24
均值							22

资料来源: Wind 一致预期, 天风证券研究所

注: 截至 2022 年 8 月 7 日

8. 风险提示

疫情反复：考虑到当前国内部分地区疫情形势较为紧张，若未来疫情反复超预期，或将影响供应链正常运行和消费回暖，从而继续压制电商 GMV 和广告主支出增长，公司可能面临业绩不及预期的风险。

行业监管持续加强：近期《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》、《网络主播行为规范》等监管政策出台，针对直播账号管理、税收管理、网络主播培训等方面规范行业秩序，直播电商属于新兴行业，政策导向尚未明朗，若未来行业政策持续收紧，可能会对公司经营产生不利影响。

行业竞争超预期：MCN 行业进入门槛低，参与者众多，若主播孵化不能适应市场节奏，公司收入增长可能放缓，影响公司盈利能力。

鞋类业务剥离进展不及预期：公司 2021 年亏损系鞋类业务拖累，2022 年 1 月，公司公告拟剥离鞋类销售相关业务及资产，若剥离进展不及预期，将继续拖累公司扭亏进度。

商誉减值风险：目前公司账面商誉净值 14.6 亿元系收购遥望网络、时尚锋讯和北京时欣形成，若子公司经营状况不及预期，将存在商誉减值风险，对公司业绩表现造成冲击。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	234.46	2,245.95	359.68	700.72	711.46	营业收入	2,150.94	2,811.19	4,496.05	6,546.30	8,893.27
应收票据及应收账款	1,180.80	1,082.90	3,400.68	3,080.96	5,197.48	营业成本	1,446.72	2,356.99	3,163.29	4,677.74	6,303.49
预付账款	172.80	270.78	341.14	618.70	614.33	营业税金及附加	5.84	7.92	20.92	22.23	32.21
存货	1,281.44	799.94	3,321.39	2,773.06	4,557.45	销售费用	320.78	243.02	211.31	307.68	417.98
其他	98.70	181.55	229.39	262.65	366.77	管理费用	134.08	265.93	290.08	355.50	482.58
流动资产合计	2,968.19	4,581.11	7,652.28	7,436.08	11,447.50	研发费用	42.26	68.69	106.92	136.04	184.82
长期股权投资	67.67	78.42	78.42	78.42	78.42	财务费用	88.62	87.19	0.00	0.00	0.00
固定资产	114.72	89.03	76.85	64.67	52.49	资产/信用减值损失	(86.88)	(522.97)	(62.50)	(57.54)	(46.43)
在建工程	9.42	37.20	37.20	37.20	37.20	公允价值变动收益	0.00	0.24	0.00	0.00	0.00
无形资产	135.75	131.77	121.89	112.01	102.13	投资净收益	4.80	20.59	17.06	19.15	23.93
其他	2,106.79	2,144.41	1,877.24	1,802.05	1,806.05	其他	154.23	973.22	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,434.35	2,480.82	2,191.59	2,094.34	2,076.28	营业利润	40.50	(689.64)	658.08	1,008.72	1,449.70
资产总计	5,402.54	7,061.93	9,843.87	9,530.42	13,523.78	营业外收入	11.69	4.52	6.20	7.47	6.06
短期借款	646.94	584.16	233.16	100.00	300.96	营业外支出	4.43	14.11	7.21	8.58	9.96
应付票据及应付账款	348.09	312.05	1,278.89	716.10	1,825.26	利润总额	47.76	(699.23)	657.08	1,007.61	1,445.80
其他	961.75	436.63	2,000.41	1,378.00	2,566.69	所得税	20.37	(3.87)	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,956.78	1,332.84	3,512.46	2,194.10	4,692.91	净利润	27.39	(695.36)	657.08	1,007.61	1,445.80
长期借款	30.09	0.00	0.00	0.00	44.03	少数股东损益	3.09	4.64	42.25	57.29	55.18
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	24.30	(699.99)	614.82	950.32	1,390.62
其他	0.97	85.33	36.47	40.92	54.24	每股收益(元)	0.03	(0.77)	0.67	1.04	1.53
非流动负债合计	31.06	85.33	36.47	40.92	98.27						
负债合计	2,036.79	1,465.50	3,548.93	2,235.03	4,791.18	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	39.38	28.22	70.47	127.76	182.94	成长能力					
股本	738.49	909.84	911.20	911.20	911.20	营业收入	3.89%	30.70%	59.93%	45.60%	35.85%
资本公积	2,276.90	5,106.06	5,106.06	5,106.06	5,106.06	营业利润	-76.60%	-1802.79%	-195.42%	53.28%	43.72%
留存收益	311.79	(388.20)	226.62	1,176.94	2,567.56	归属于母公司净利润	-83.85%	-2980.90%	-187.83%	54.57%	46.33%
其他	(0.81)	(59.49)	(19.41)	(26.57)	(35.16)	获利能力					
股东权益合计	3,365.75	5,596.43	6,294.94	7,295.39	8,732.60	毛利率	32.74%	16.16%	29.64%	28.54%	29.12%
负债和股东权益总计	5,402.54	7,061.93	9,843.87	9,530.42	13,523.78	净利率	1.13%	-24.90%	13.67%	14.52%	15.64%
						ROE	0.73%	-12.57%	9.88%	13.26%	16.27%
						ROIC	2.01%	-16.82%	19.81%	17.03%	22.31%
						偿债能力					
						资产负债率	37.70%	20.75%	36.05%	23.45%	35.43%
						净负债率	18.81%	-28.49%	0.64%	-6.29%	-2.76%
						流动比率	1.48	3.32	2.18	3.39	2.44
						速动比率	0.84	2.74	1.23	2.13	1.47
						营运能力					
						应收账款周转率	1.71	2.48	2.01	2.02	2.15
						存货周转率	1.73	2.70	2.18	2.15	2.43
						总资产周转率	0.40	0.45	0.53	0.68	0.77
						每股指标(元)					
						每股收益	0.03	-0.77	0.67	1.04	1.53
						每股经营现金流	-0.01	0.25	-1.86	0.54	-0.26
						每股净资产	3.65	6.11	6.83	7.87	9.38
						估值比率					
						市盈率	631.90	-21.93	24.97	16.16	11.04
						市净率	4.62	2.76	2.47	2.14	1.80
						EV/EBITDA	37.44	34.31	19.28	13.18	9.76
						EV/EBIT	39.74	36.18	19.84	13.44	9.90

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com