

互联网电商 | 公司研究

2022年8月10日

买入

首次覆盖

市场数据: 2022年8月9日

收盘价 (港币)	3.65
恒生中国企业指数	6795
52周最高/最低价 (港币)	4.60/0.65
H股市值 (亿港元)	40
流通H股 (百万股)	1107
汇率 (港币/人民币)	0.86

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

赵令伊
A0230517060002
Zhaoly2@swsresearch.com

联系人

赵令伊
A0230517060002
Zhaoly2@swsresearch.com

发力新媒体，携手抖音打造直播电商新龙头

世纪睿科 (1450.HK)

世纪睿科于2014年在香港联合交易所有限公司主板上市，是国内优秀的一站式全媒体应用解决方案服务商，包括内容制作、直播、系统维护及产品销售等服务，多年来为国内外大型项目、体育赛事等活动的视频直播和转播提供技术支持，积累了丰富的全媒体行业经验。2022年5月，公司战略转型至新媒体服务商，在抖音平台独家运营17个直播带货账号。我们预计公司22-24年每股净利预测值分别为0.09元、0.27元(221%yoy)和0.43元(57%yoy)。我们的目标价为6.31港币，对应64倍22年PE，20倍23年PE，首次覆盖给予“买入”评级。

与抖音签订不低于50亿结算GMV重大合同，有望获得抖音官方流量支持。2022年8月5日，公司发布重大合作协议公告，与抖音电商签订了结算GMV不低于50亿元的合作协议，体现公司在全媒体领域的综合服务能力及资源开拓能力。根据协议，抖音电商将为世纪睿科提供商品推广、平台流量的资源支持，协助世纪睿科在抖音及其关联平台通过直播、视频等形式进行商品分享活动。我们认为，公司与中国顶尖新媒体平台达成合作，表明其运营服务能力获得顶尖平台认可，未来公司将在新媒体领域获得流量资源，并有望增厚利润。

国内全媒体行业龙头，进军新媒体直播行业。公司全媒体应用解决方案技术行业领先，主要面向包括广播电视台、新媒体机构在内的客户提供全套定制的一站式应用解决方案。随着抖音、快手、B站等视频平台的崛起，公司将超高清视频与直播服务能力拓展至新媒体市场，为品牌客户提供以直播及新媒体营销为核心的新媒体服务。新媒体业务2019-2021年营收分别为190/588/2200万元，占总收入比重1.0%/3.8%/10.8%，2020-2021年同比增速达209%/274%，正逐步成长为公司发展的新引擎。

直播服务品质化升级，打造直播综合技术服务。从内容传播工具出发，直播迈入品质化升级阶段。凭借高流量、低成本、可及时了解终端需求等特点，企业直播在企业数字化转型中的价值凸显，企业加强与第三方服务、技术提供商的合作，面向直播活动寻求全生命周期管理服务，与服务商共同构建企业直播生态。世纪睿科深耕直播和转播行业多年，成熟的技术服务能力筑建竞争壁垒，同时公司积极布局直播产业链，与值得买、冷冷不冷等公司开展战略合作，拓宽新媒体业务广度和深度，逐步构建起多层次客户体系和多层次服务能力，打造直播综合技术服务商，满足用户的多样性、精细化需求。

首次覆盖，给予“买入”评级。公司未来将加速直播产业链布局，针对多层次、多类性的客户提供个性化服务，深化直播综合服务商定位。我们预计2022-2024年公司实现营收4.63/11.74/15.86亿元，实现调整后归母净利润0.95/3.04/4.76亿元，当前股价对应PE分别为37/11/7倍。我们采取相对估值法，选取与公司业务相近的4家开展直播电商相关业务的公司进行可比公司估值比较，考虑到公司在22年年中开始发力新媒体业务，23年业绩将更加公允地表现出公司整体业务情况，故给予2023年可比公司平均估值20×PE，对应目标价为6.31港币，对应2022-2024年PE分别为64/20/13倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示:行业竞争加剧，业绩不及预期，消费疲软对直播电商的持续影响。

财务数据及盈利预测

人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	153	203	463	1,174	1,586
同比增长率 (%)	n.a.	32.3%	128.1%	153.9%	35.1%
调整后归母净利润 (百万元)	-77	-33	95	304	476
同比增长率 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	221.2%	56.6%
每股收益 (元)	(0.07)	(0.03)	0.09	0.27	0.43
净资产收益率 (%)	(0.73)	(0.34)	0.41	0.45	0.39
股息率 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
市盈率 (倍)	n.a.	n.a.	36.7	11.4	7.3
市净率 (倍)	30.9	38.7	9.4	3.5	2.4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

我们预计 2022-2024 年公司将实现营收 4.63/11.74/15.86 亿元, 实现调整后归母净利润 0.95/3.04/4.76 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 37/11/7 倍。我们选取与公司业务相似的 4 家开展直播电商相关业务的公司进行可比公司估值比较, 给予 2023 年可比公司平均估值 20×PE。对应目标价为 6.31 港币。对应 2022-2024 年 PE 分别为 64/20/13 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

关键假设点

我们预计 2022-2024 年公司新媒体服务业务收入同比增速分别为 1173%/254%/41%。随着新媒体服务业务体量持续增长, 品牌效应提升, 人工成本被规模效应摊薄, 我们预计 2022-2024 年新媒体服务业务的毛利率分别为 66.0%/66.3%/73.0%。

公司发力新媒体业务, 积极开拓新客群, 我们预计会逐步提高营销投放, 预计 2022-2024 年公司的销售费用率分别为 4.5%/5.5%/7.0%, 行政费用率分别为 20.5%/20.0%/20.0%。鉴于 22 年 8 月份, 世纪睿科与抖音电商达成不低于 50 亿结算 GMV 合作协议, 假设净利润转化率为 5%, 公司未来 12 个月内预计将获得不低于 2.5 亿元净利润。故预计 2022-2024 年公司调整后归母净利润为 0.95/3.04/4.76 亿元。

有别于大众的认识

市场上普遍认为, 直播电商服务商领域竞争激烈, 我们认为世纪睿科依托于抖音电商的流量支持, 有望突围。世纪睿科新媒体业务发展速度较快, 抖音合作结合公司在直播和转播行业积累的技术壁垒, 收入规模有望跃升至新台阶。

股价表现的催化剂

公司与抖音电商签订不低于 50 亿结算 GMV 重大合作协议。

核心假设风险

行业竞争加剧, 业绩不及预期, 消费疲软对直播电商的持续影响。

1. 全媒体解决方案服务商，转型新媒体直播电商

1.1 国内全媒体行业龙头，进军新媒体直播行业

从系统应用解决方案起家，逐步扩展至新媒体电商直播业务。北京世纪睿科系统技术有限公司成立于 2007 年，并于 2012 年成立世纪睿科控股有限公司，公司于 2014 年在香港联合交易所有限公司主板上市，旗下已拥有世纪睿科、时代华睿、永达、高骏等服务品牌。作为一站式全媒体应用解决方案供应商，公司致力于提供系统应用解决方案，包括内容制作、直播、系统维护及产品销售等服务，多年来为国内外大型项目、体育赛事等活动的视频直播和转播提供技术支持，积累了丰富的全媒体行业经验。2019 年，联营子公司永达传媒（原全资子公司，后转让 55% 股权给万达体育）开始在抖音、B 站、微信小程序等平台为品牌客户提供直播服务，凭借扎实的技术能力正式进军新媒体电商直播行业。同时，公司拥有融合媒体“中央厨房”式解决方案，可以迅速收集、制作、分发直播现场的最新动态，便捷高效地响应直播现场的突发事件，同时支持主播自行发布购物、投票、抽奖、打赏、捐款等互动活动。此外，解决方案还能够利用大数据技术准确跟踪用户的访问轨迹，通过实时用户画像为精准营销提供数据支持。

图 1：2007~2021 年大事记年表



资料来源：公司官网、公司公告，申万宏源研究

表 1：公司多次荣获国家级及行业奖项

年份	级别	奖项名称	颁发机构
2011	国家级	国家新闻出版广电总局 2010 科技创新奖 (工程技术类一等奖)	国家新闻出版广电总局
2013	国家级	国家新闻出版广电总局 2012 科技创新奖 (工程技术类一等奖)	国家新闻出版广电总局
2014	行业	中国广播电视设备工业协会 2014 科技创新奖 (企业奖)	中国广播电视设备工业协会/国家科学技术奖励工作办公室
2015	国家级	国家科学技术进步奖二等奖	国务院
2018	行业	中国广播工业协会科技创新奖 (BodyCaster T-40 便携式 4G 直播系统)	中国广播电视设备工业协会
2019	国家级	“绽放杯” 5G 应用征集大赛一等奖 (5G 全媒体平台应用)	工信部
2019	行业	中国联通 5G 应用创新联盟会员单位	中国联通 5G 应用创新联盟

2019	行业	中国电影电视技术学会外场转播综合技术奖 一等奖	中国电影电视技术学会转播技术专业委员会
2020	行业	中国电信 5G 产业创新联盟成员单位	中国电信 5G 产业创新联盟
2021	行业	中国广播电视设备工业协会 2020 科技创新奖	中国广播电视设备工业协会
2021	行业	产品创新优秀奖 (BodyCaster T-50 5G 4K 直播背包)	中国国际广播电视信息网络展览会

资料来源：公司公告，申万宏源研究

新股东新资源，为新媒体业务保驾护航。2021 年 7 月原控股股东卢志森及执行董事梁荣辉分别出售其间接持有的 59.52%和 5.76%股权，买方为 Starlink Vibrant、Yoshiaki Holding、Orange Grove 和 Foga。调整后，新控股股东李钧通过 Golden Ocean 和 Starlink Vibrant 间接持有公司 33.18%股权，卢志森间接持有公司 4.38%股权，梁荣辉不再持有公司股权。李钧毕业于浙江大学，创办了杭州尽微供应链信息服务有限公司并担任董事长职务，该公司主营为新型电商及新媒体平台提供 SaaS 服务。新股东的入局将为公司在新媒体服务领域带来丰富管理经验和社资源，协助公司在成熟的视频技术基础上重点拓展以直播及新媒体营销为核心的新媒体业务，从而进一步扩大客户基础，推动业务多元化发展，优化行业布局。

图 2：2021 年调整前后公司股权结构对比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：管理层背景介绍

姓名	职位	年龄	背景介绍
卢志森	董事局主席兼 CEO	62 岁	上海交通大学企业管理硕士、武汉大学企业管理博士 · 曾担任安恒利(国际)有限公司销售经理, 担任安达斯集团有限公司董事职务; · 2007 年 4 月, 创立世纪睿科, 负责集团整体业务策略及业务营运。
李钧	执行董事	32 岁	浙江大学工商管理学士 · 曾担任第一财经研究院研究员, 拥有全媒体行业经验; · 2020 年, 创办杭州尽微供应链信息服务有限公司并担任董事长; · 2021 年成为世纪睿科的控股股东。
李金平	执行董事; 时代华睿(北京) 总裁	39 岁	哈尔滨工程大学电子信息工程学士 · 曾在北京安达斯信息技术有限公司任职工程师; · 2007 年加入世纪睿科, 负责时代华睿(北京)的业务管理及日常营运。
赵慧利	执行董事	33 岁	武汉大学会计专业硕士 · 曾担任零壹智库信息科技(北京)有限公司的合伙人、副总裁及首席财务官, 负责金融科技研究、财务管理及股本融资; · 2012-2014 年, 在上海第一财经报业有限公司任职记者;

			· 2021年9月，担任杭州世纪睿科信息技术有限公司的董事及总经理
杨小帆	财务总监	35岁	北京大学经济学硕士 · 2011-2016年，担任德勤华永会计师事务所高级核数师； · 2016-2020年，担任易纳购科技（北京）有限公司高级财务经理； · 2020年5月，加入世纪睿科集团，负责财务管理。
叶阳	营运副总裁 行政总裁助理	32岁	对外经济贸易大学国际法硕士 · 2014-2016年，担任奥睿律师事务所资本市场顾问； · 2016年加入世纪睿科，负责董事会日常事务、人力资源及行政管理工作。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 围绕直转播业务全线布局，新媒体业务蓬勃发展

全媒体应用解决方案技术行业领先，与多类客户展开深度合作。公司主要面向包括广播电视台、政府机关、新媒体机构在内的客户提供全套定制的一站式应用解决方案，包括音视频系统集成、可视化显示集成、宽带网络传输以及无线通讯解决方案等。公司在高清技术领域中的研发成果优异，曾荣获“国家科学技术进步二等奖”。同时，公司凭借可靠的技术能力与中央广播电视总台保持着良好合作关系，曾是其最大的服务提供者，2021年顺利完成向央视4K/8K空中直升机提供4K视频微波传输和中继系统以及相关应用解决方案服务。

图3：应用解决方案技术行业领先



资料来源：公司官网，申万宏源研究

自主研发产品覆盖场景全面，应用于多项国家级活动。公司从事广播及传输设备的研发及销售业务，包括音视频产品、显示产品、信号处理产品、多业务传输产品、无线产品、融合媒体产品等，设备可直接用于应用解决方案或单独销售。公司坚持推进技术和产品优化，多次荣获行业及国家级奖项，2021年自主研发的传输产品成功应用于中国共产党成立100周年庆典活动以及神舟十二号发射直播。

图 4：自主研发产品覆盖多场景



- 5G 4K直播背包
- 满足移动直播产品5G与超高清技术的升级需求
- 荣获CCBN产品创新优秀奖



- 可视化视音频处理调度系统
- 提供高保真音视频信号传输、调度、拼接处理，全通道可视化操作



- 直播活动导播产品
- 满足会议、活动、在线访谈、教学培训等网络直播活动的自动录制保存等应用需求

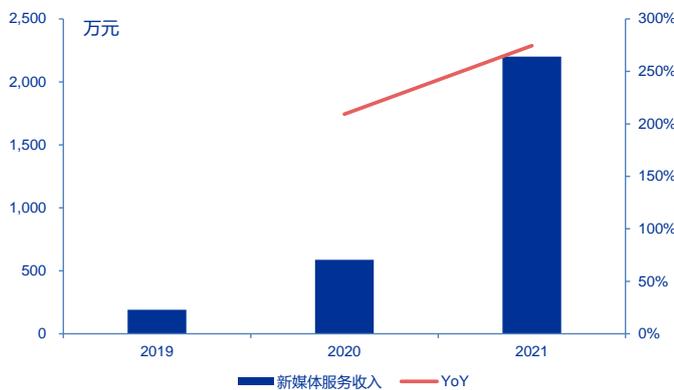


- 全自动Ka卫星便携站
- 用于新闻采集、体育赛制直播、远程医疗、地面路由补充

资料来源：公司官网，申万宏源研究

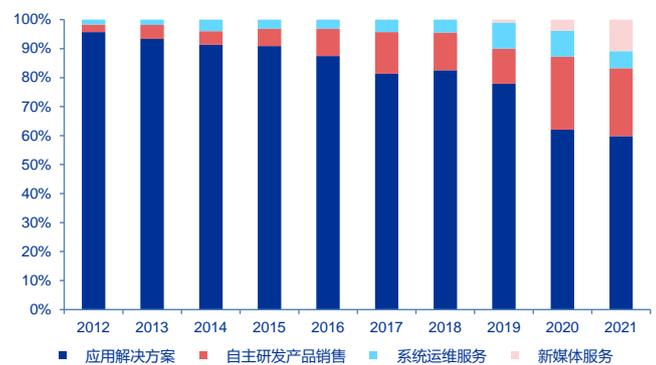
互联网内容平台崛起，新媒体服务顺势发展。随着抖音、快手、B 站等视频平台的崛起，公司将超高清视频与直播服务能力拓展至新媒体市场，为品牌客户提供以直播及新媒体营销为核心的新媒体服务。公司不断加大新媒体业务的资源投入，快速引入运营、数据策略分析人才，2021 年相关员工数量从 22 人增加至 108 人。新媒体业务自开展以来发展势头强劲，2019-2021 年业务营收分别为 190/588/2200 万元，2020-2021 年同比增速分别达 209%/274%，新媒体业务占比分别为 1.0%/3.8%/10.8%，正逐步成长为公司业务增长的新引擎。随着短视频及直播形态的营销方式成为电商和互联网营销的新战场，公司未来将持续布局以直播及新媒体营销为核心的新媒体服务行业，通过与产业上下游伙伴及众多客户达成战略协议的方式快速补充自身不足，致力于为目标客户提供一站式的产品和服务。此外，公司还将进一步加大相关科研投入，完善治理结构，吸引技术人才，充分把握新媒体市场带来的新机遇。

图 5：新媒体服务业务收入及增速



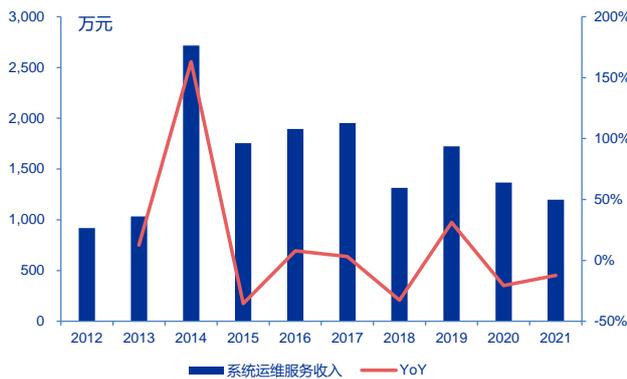
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：新媒体服务和自主研发产品销售业务占比上升



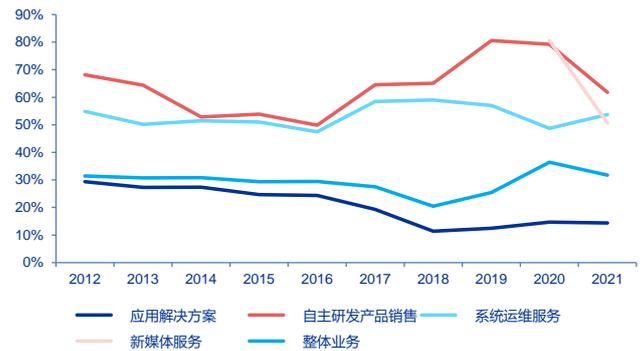
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7: 系统运维服务分部收入及增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 8: 除应用解决方案, 其他业务毛利率在 50%以上



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.3 轻装上阵, 新媒体业务注入活力

2017 年大客户乐视体育突发债务危机, 营收利润断崖式下跌。2016 年, 公司与乐视体育达成超 3 亿港元的项目合作, 为其在北京和香港的内容制作基地提供视频、直播集成设备以及相关技术服务。2017 年, 乐视体育突发债务危机, 公司无法及时收回相关联的 1.7 亿元应收账款, 陆续计提减值损失, 2017 年公司归母净亏损 1.5 亿元。同时, 爆雷事件对公司的现金流和业务经营产生负面影响, 公司营收规模从 2017 年 4.6 亿元下滑至 2020 年 1.5 亿元。

新媒体业务正在成为新增长引擎, 经营基本面有望大幅改善。2021 年公司营收同比增长 32.3%至 2.0 亿元, 一方面因为公司成为北京格非控股股东后, 将其业务收入并入集团财务报表, 另一方面公司正逐步摆脱乐视爆雷的消极影响, 并积极探寻新媒体业务的突破口, 2020 年和 2021 年新媒体业务营收同比增速达 209.3%和 274.4%, 为公司发展注入了新活力。随着 2021 年营收规模回暖, 公司归母净利润为-6162 万元, 较 2020 年明显收窄, 未来在新媒体业务的带动下, 预计营收和归母净利润均有望快速提升。

图 9: 公司整体营收呈现下滑趋势



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

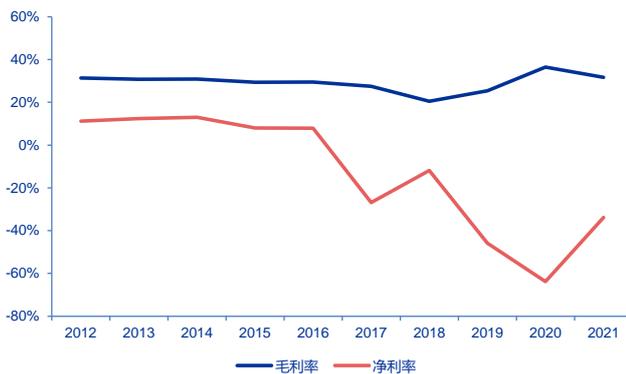
图 10: 归母净利润有望回暖



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

位于业务多元化发展调整期,盈利水平波动较大。2017年以前公司整体毛利率稳定在30%,之后由于应用解决方案业务毛利率走低的影响而下降。2019年公司开始加强成本控制,同时自主研发产品销售、新媒体服务等高毛利业务占比逐步提升,公司整体毛利率回升并在2020年创下历史新高。2021年受新媒体业务战略布局以及北京格非业务合并的影响,毛利率短期内出现下降,预计未来公司整体毛利率水平仍有上行空间。2017年公司将乐视体育的1.7亿元应收账款损失记入行政费用,导致管理费用率于短期大幅提升。2021年公司营收规模扩大,同时加大了对行政开支管理和效率提升的力度,管理费用率降低至39.5%。在公司亏损的背景下,短期借款余额处于高位,导致财务费用率不断上升,但随着经营情况改善,财务费用率从2020年9.5%下降至2021年8.0%。未来伴随整体营收规模回暖以及乐视爆雷影响的散退,期间费用率将进一步下降,盈利能力有望修复。

图 11: 公司整体毛利率在波动后逐渐向好



资料来源:公司公告,申万宏源研究

图 12: 2017 年应收坏账记入行政费用致相应费率骤升

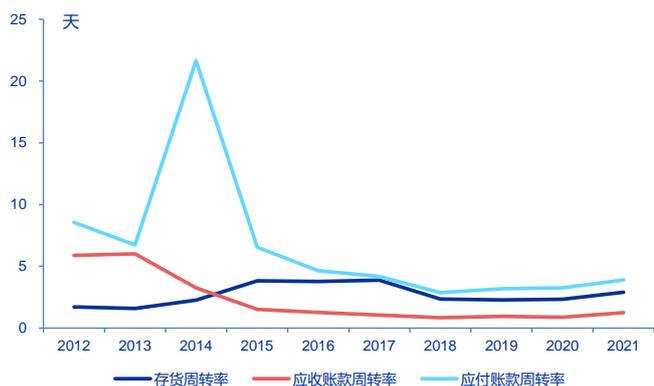


资料来源:公司公告,申万宏源研究

公司资金周转率趋势下滑,运营效率仍待提高。公司库存水平稳定,周转率略有下降主要由整体营业收入缩水所致。公司的应收账款周转率明显低于应付账款周转率,对经营性现金流造成了一定压力,运营资金的使用效率有待提高。2021年公司上调了逾期2年及以上的贸易应收账款亏损率,同时加强了对付款条件有利项目的战略布局,初步提高了应收账款的周转率,期末整体应收账款金额有所下降。

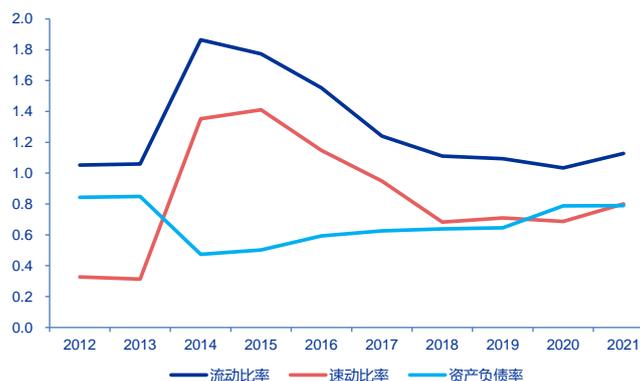
公司存在一定的偿债压力,但整体处于可控水平。公司的流动比率和速动比率相对弱势,短期内存在一定的偿债压力。但是2021年业务体量回暖,公司现金流得到改善,提高了偿还流动负债的能力,预计未来短期偿债能力会跟随现金流的改善继续提升。2020和2021年公司的资产负债率上升至相对高位水平,分别为增加银行短期贷款和提高应收账款减值准备所致,预计未来会恢复正常水平。

图 13: 公司运营效率仍待提高



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 14: 公司偿债能力处于可控水平



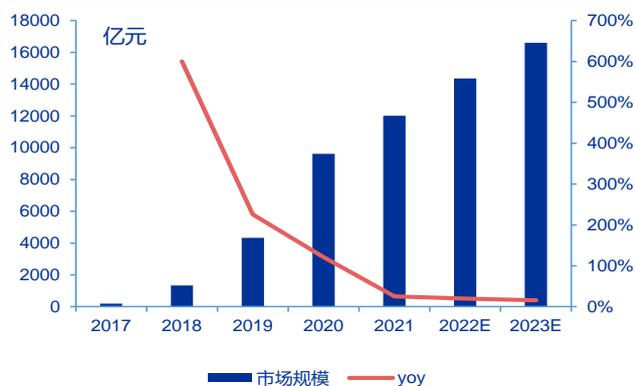
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2. 直播行业蓬勃发展, 服务商举足轻重

2.1 多因素驱动发展, 直播电商市场空间广阔

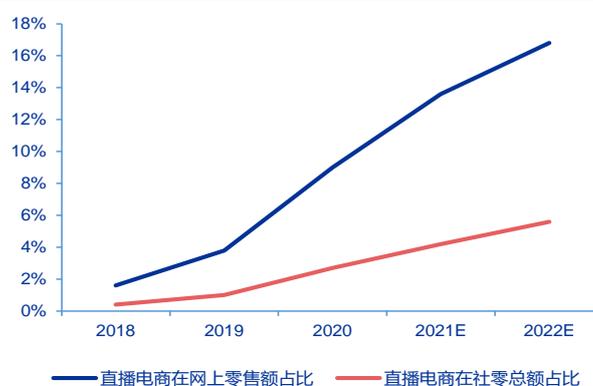
直播电商市场规模增长迅速, 渗透率有望进一步提升。2020年, 中国直播行业在线用户数达 6.17 亿人, 占整体网民的 62.4%, 覆盖电商、电竞、体育、财经等多类场景, 随着直播应用场景趋于多元化, 预计 2022 年在线用户数将增长至 6.60 亿人。直播电商作为直播行业的重要分支发展强劲, 2021 年市场规模破万亿, 此外, 当前直播电商在电商领域的渗透率仅为 13.6%, 处于较低水平, 随着直播技术的进步、供给需求端的变化以及政策法规的完善, 直播电商渗透率将持续维持增长态势, 进一步扩大直播电商的市场规模, 预计未来两年将保持 17.5% CAGR, 于 2023 年达到 1.66 万亿元。

图 15: 直播电商市场规模增长迅速



资料来源: 艾媒咨询, 申万宏源研究

图 16: 直播电商渗透率有较大上升空间



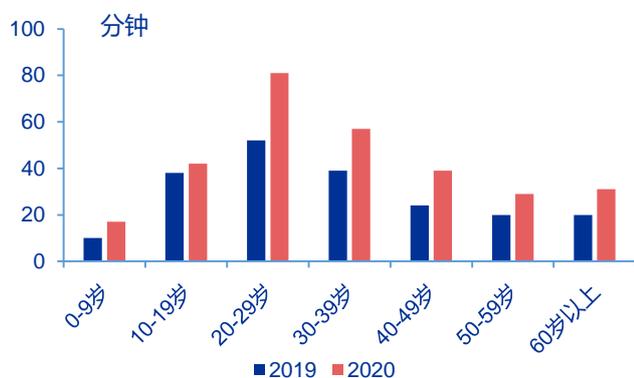
资料来源: 易观分析, 申万宏源研究

年轻消费者对购物体验的需求升级, 直播电商带来互娱式购物新体验。年轻消费者个性鲜明, 乐于尝试新鲜事物, 其线上消费习惯呈现出重社交和重服务的特点。传统的购物方式基于“人找货”模式, 即消费者在日常生活中感知到购物需求, 通过线上或线下渠道购买相应产品。购物过程以消费者明确的需求为导向, 导购人员和线上客服仅为消费者提供基础的问答服务,

整体购物体验较为单一。直播电商开启了“货找人”的新型购物方式，在消费者没有明确购物需求的情况下，平台通过智能算法为其匹配可能感兴趣的直播频道，让消费者在与主播互动的过程中产生或激发新的购物需求并下单购买。整体购物过程以娱乐互动为导向，主播可以和消费者进行实时交流，营造出朋友种草分享的氛围感，消费者购物体验更加立体。2020年，20-29岁消费者群体每月观看直播时长达81分钟，位于所有年龄段之首，且增幅最大。

直播电商提高营销效率，为品牌方寻找新突破口。传统电商平台的流量红利见顶，营销工具同质化现象严重，大大降低了品牌方的营销效率，获客成本持续上升。直播电商依托于直播行业庞大的用户体量，以全新购物体验吸引用户的流量红利逐步凸显。此外，品牌方可以在直播平台通过视频的形式进行内容营销，不仅可以向消费者全面介绍产品的性能，还可以在与消费者互动过程中传播品牌故事和价值，不断强化品牌势能，以差异化的营销方式提高消费者的转化率和粘性。2021年53.4%的网络广告媒体通过短视频/直播的方式投放广告，网络营销形式中内容营销和直播营销占据前两位，占比分别为55.1%和47.5%。

图 17: 年轻消费群体短视频/直播观看时长显著增长



资料来源:《2021 抖音电商商家经营方法论白皮书》，申万宏源研究

图 18: 近一年增加投放广告的媒体和营销形式



资料来源: 易观分析, 申万宏源研究

云计算、数据传输等新技术的成熟为直播电商的发展提供支持。阿里云、腾讯云等平台云技术的发展应用，不仅能够通过精准的用户画像分析将相应的直播间智能推送给目标用户，还可以支持百万并发用户在直播间互动聊天。同时，5G 高速网络的研发和应用增强了在线直播的流畅性，减少了视频卡顿，数据传输技术的进步保证了终端平台播放的高清画质，为终端用户的使用体验保驾护航。

图 19: 直播电商技术流程



资料来源：亿欧智库，申万宏源研究

政策法规规范产业生态，鼓励直播电商行业健康良性发展。2016年以来，广电总局、文化部等监管机构陆续出台政策法规，规范产业生态，细化监管内容。最初的法规针对直播内容加以限制，组织开展了违规内容的清理工作。在疫情的催化下，2020年直播业务飞速发展，行业野蛮生长现象严重，政府相关政策持续升级，逐步上升至法律层面，明确了主播的权利、义务和法律责任，同时对消费者的合法权益制定了保护措施。2021年以来，监管条例覆盖的内容进一步细化，直播电商行业监管体系趋于完善。规范化管理既可以为品牌方营造公平公正的竞争环境，还可以提升消费者于直播平台的购物体验，吸引更多的参与者进入直播电商行业，持续扩大市场规模。另一方面，以直播电商为代表的数字化经济在满足居民生活需要、释放国内消费潜力、带动偏远地区经济发展等方面发挥着重要的作用，国家在政企合作建立直播基地、加强直播人才培养等方面给予了大力支持，不断出台利好政策，推动行业稳定发展。

表 3: 行业监管政策持续升级

时间	监管部门	政策	内容
2016.12	文化部	《网络表演经营活动管理办法》	网络表演经营单位应当根据相关规定向省级文化行政部门申请许可证，明确许可的直播/表演内容范围
2018.12	公安部等	《关于加强网络直播服务管理工作的通知》	组织开展存量违规网络直播服务清理工作
2019.11	国家互联网信息办公室	《网络安全威胁信息发布管理办法（征求意见稿）》	违反本办法的直播内容应当立即停止发布并采取删除等处置措施，并保存相关记录，报告至网信部门等机关
2020.06	中国广告协会	《网络直播营销行为规范》	规定了商家、主播、平台以及其他参与者等各方在电商直播活动中的权利、义务与责任，是国内目前出台的第一部对于网络直播营销活动的专项规范
2020.10	市场监管总局	《网络交易监督管理办法（征求意见稿）》	网络交易平台经营者需要采取必要措施保护消费者和相关经营者的合法权益
2020.11	国家互联网信息办公室	《互联网直播营销信息内容服务管理规定（征求意见稿）》	对直播营销平台、直播间运营者和直播营销人员行为作出规定
2021.2	工业和信息化部等	《关于加强网络直播规范管理工作指导意见》	网络直播平台要建立健全直播账号分类分级规范管理制度、直播打赏服务管理规则和直播带货管理制度
2021.3	市场监管总局	《网络交易监督管理办法》	细化了各项监管条例
2021.4	中国广告协会	《网络直播营销选品规范》	涉及商品质量把控、直播描述、售后服务等方面
2021.4	国家税务总局	《国家税务总局关于网络直播营销管理办法》	对直播平台，直播间运营者和直播营销人员的交税制度进行明确
2021.7	人力资源和社会保障部	《互联网营销师国家职业技能标准（征求意见稿）》	制定了互联网营销师职业技能标准
2021.8	商务部	《商务部关于加强“十四五”时期商务领域标准化建设的指导意见》	加强商务领域数字技术应用标准体系建设，促进直播电商、社交电商等规范发展。
	商务部	《直播电子商务平台管理与服务规范（修	强调保护消费者隐私以及交易售后权益，提出对虚假宣传直播主体

		改)》	实施相应惩罚, 规定直播平台运营资质。
2021.12	国家互联网信息办公室	《清明 打击流量造假、黑公关、网络水军专项行动》	分环节治理刷分控评、刷单炒信、刷量增粉、刷榜拉票等流量造假问题, 持续整治网络黑公关乱象, 坚决查处涉网络水军信息、账号及相关操控平台。
2022.3	国家互联网信息办公室等	《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》	落实管理主体责任, 加强网络直播账号注册管理、加强网络直播账号分级分类管理并配合开展执法活动。

资料来源: 政府官网, 申万宏源研究

2.2 数字赋能全产业链, 直播服务商精细化发展

综合服务商的服务内容“大而全”，垂直领域“小而精”的企业满足客户个性化需求。根据业务侧重的差异，直播服务商可大致分为 MCN 机构、店播代运营机构、供应链服务商、培训服务商、流量服务商和工具服务商六大类。其中 MCN 机构专注达人直播，店播代运营机构以品牌商家为核心，提供长周期一站式的直播服务，其余四类服务商主要为 MCN 机构和店播代运营机构提供服务支持。目前除了 MCN 机构和店播代运营机构外，其他各类服务商的业务界限相对模糊，出现了以辛选集团为代表的综合产业解决方案服务商，业务布局涵盖红人孵化、供应链管理和 SaaS 系统开发。未来随着客户个性化和精细化直播需求的提升，深耕于某一细分领域的服务商有机会充分发挥自身技术优势，满足客户的非标准化需求。届时综合服务商或将聚焦于标准化服务产品，而细分领域服务商在非标准化服务方面优势更加明显。六大类直播服务商中，工具服务商技术性最强，非标准化服务的竞争门槛相对较高，以微赞、微吼、世纪睿科为代表的成熟工具服务商有望快速脱颖而出，根据客户对直播效果的个性化需求提供成熟可靠的技术支持。

图 20: 直播电商技术流程



资料来源: 艾瑞咨询, 申万宏源研究

工具服务商竞争激烈，细分场景服务存在差异。工具服务商可以按照营收规模划分成三个竞争梯队，第一梯队的玩家包括微赞、微吼等，其中微吼深耕直播营销领域，专注于中大型客

户的定制化需求。第二梯队的玩家虽然较早布局直播行业，但受限于公司产品布局和发展方向的影响，营收规模与第一梯队存在差距。第三梯队玩家主要是长尾新晋服务商。企业直播服务商的竞争格局已经初步形成，微赞、微吼在直播营销领域具有优势，百家云、保利威等平台逐渐在教育直播领域形成壁垒。

图 21：2021 年中国企业直播服务商市场竞争梯队



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

2.3 直播服务品质化升级，综合技术服务商大放异彩

从内容传播工具出发，直播迈入品质化升级阶段。直播在初期定位为服务工具，帮助克服空间及地域限制，实现主播与用户的实时互动，降低活动组织成本，同时触达广泛用户群体。随着直播在应用端的使用场景多元化，企业直播的重要性日益显现，从早期的内容传播工具逐步演变为企业的基础数字化能力。企业直播的发展历程可分为三个阶段，**1) 2010年-2016年，内容传播工具阶段：**2010年前后，企业直播服务商开始涌现，但受限于无线传播技术的发展水平，直播主要在PC端展开，未能实现大规模普及。**2) 2017年-2021年，“直播+”场景应用阶段：**直播结合多元化场景展开差异服务，在企业内部满足日常培训、跨区域公司交流等通信需求，在企业外部协助品牌宣传及营销活动，逐步从工具属性演变为场景化解决方案。**3) 2022年起，直播品质化升级阶段：**直播凭借高流量、低成本、可及时了解终端需求等特点，在企业数字化转型中的价值凸显，同时企业客户呈现出多元化、深层次直播需求，将加强与第三方服务、技术提供商的合作，寻求全生命周期管理服务，与服务商共同构建企业直播生态。

图 22：企业直播的发展历程



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

品质直播构建三大支柱，推动直播价值释放。第一支柱为打造企业在数字化时代的名片，服务商除了满足企业的技术需求和场景需求外，还需要通过场景布局、实体布置、所载技术选择等方面为企业调配出与品牌匹配度最高的画面效果。此外，服务商还要协助企业完成推广策划，形成有周期、有节奏、有主题的直播，为企业打造品牌名片，提升客群触达能力和转化效果。第二支柱为沉淀企业的数字资产，服务商要对企业的运营经验进行数字化沉淀和加工分类管理，提高内容运用效率，同时还要在直播过程中沉淀用户的直播前关注度、互动率、直播后回访率等数字化统计指标，形成可视化数据结论，并依此为企业提供更精准的营销管理策略，辅助企业精细化运营。第三支柱是建立企业与用户的交互及信任关系，服务商通过低延时等技术加强用户的沉浸式体验，丰富客群活跃度，发挥直播真实性、互动性和即时性的特点，加速双方建立信任关系，服务商还应实时监控直播内容符合监管要求，采取风控措施保证直播稳定进行。品质化直播的趋势下，服务商不再聚焦于技术服务和场景服务，而是基于企业的需求提供完整立体的综合服务，满足其多样化的精细需求，加速孕育综合服务商入局。

图 23：品质直播的三支柱七维模型



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

世纪睿科直播技术优势显著，立足直播综合服务商，加强直播产业链布局。世纪睿科深耕直播和转播行业多年，成熟的技术服务能力打造了竞争壁垒，同时公司积极布局直播产业链。在产业链上游，2022年5月，公司与互联网消费内容平台值得买开展战略合作，值得买以消费产业和内容行业为根基，为客户提供商品与媒体匹配的全链路服务、消费数据产品与服务、

以及品牌营销服务等，未来将优先购买公司的视频系统设备及相关技术服务，同时会向公司推荐有新媒体业务需求的客户，通过以点带面的形式帮助公司加速拓展新媒体业务。同时，合作还为公司提供了使用值得买供应链服务能力的机会，深度挖掘新媒体业务中的潜在机遇。在产业链下游，公司与冷冷不冷文化传媒等新媒体营销服务商展开合作，汲取合作方丰富的行业经验和专业营销人员，共同开拓新媒体业务。在供给端，公司深耕全媒体行业多年，拥有成熟的服务体系和技术能力，在需求端，直播行业参与者对直播效果的期望加大将带来需求的放量。同时公司得到值得买业务体系和专业营销公司的加持，新媒体直播业务的生态布局崭露头角，随着与产业链各方的紧密合作，公司新媒体直播电商综合服务商的定位将日益加深。

3. 获得抖音流量支持，新媒体业务增添新引擎

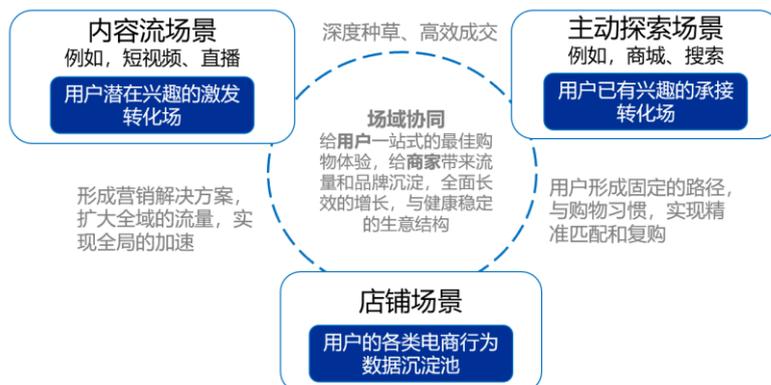
3.1 世纪睿科与抖音签订合作协议

与抖音签订不低于 50 亿结算 GMV 重大合同，有望获得抖音官方流量支持。2022 年 8 月 5 日，世纪睿科与抖音电商签署不低于 50 亿结算 GMV 的合作协议。根据合作协议，抖音电商及其关联公司将协调相关平台资源，协助世纪睿科在抖音及其关联平台通过直播、视频等内容进行商品分享活动，包括抖音电商将根据杭州世纪睿科每季度的销售目标达成情况，向杭州世纪睿科支付相应的推广服务费或精选联盟技术服务费优惠金额。我们认为，世纪睿科与抖音电商签订年度合作协议，积极推进与新媒体电商机构的合作，也证明了中国头部新媒体平台对世纪睿科全媒体服务能力的认可，有望为世纪睿科在新媒体业务带来充沛的流量资源和巨大发展潜力。

3.2 升级全域兴趣电商，抖音电商打造生意增长新模式

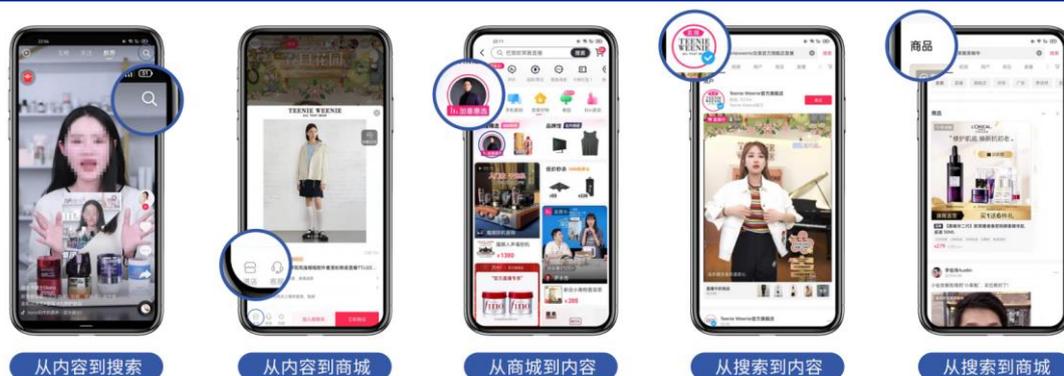
抖音升级全域兴趣电商，内容、探索、店铺三大场景深度优化、高效协同，优化消费者旅程、带来商家全面增长。根据抖音电商生态大会，今年以来，有商品意图的搜索行为与去年相比增长了 217%，抖音商城 GMV 增长 6.6 倍，店铺页面浏览量增长 279%。在推荐算法加持下的“货找人”推送模式之外，“人找货”的货架模式与消费者需求更为贴近，并有助于巩固用户对品牌的认知、积累品牌私域流量、提升粘性，抖音将兴趣电商发展到全域阶段，以覆盖用户全场景、全链路的购物需求。

图 24：全域兴趣电商场景图



资料来源：抖音电商生态会，申万宏源研究

图 25: 抖音电商内容、搜索、商城场景之间的联动



资料来源: 抖音电商《全域经营方法论白皮书》, 申万宏源研究

加强商城和搜索等中心化场景建设, 打造抖音兴趣电商第二增长曲线。抖音电商部门在完善传统内容场景建设的基础上, 也加强了对于商城和搜索等中心化场景的产品建设, 带动商城购买用户数同比提升 69%, 支付用户同比增长 431%, 同店复购订单数同比增长 76%。搜索场景方面, 抖音搭建了完整的搜索产品矩阵, 例如搜索热榜、品牌专区、达人内容、商城到商品搜索, 搜索场景正在成为联动各个场景的重要桥梁, 精准高效地加速交易转化。抖音商城数据表示, 25%的电商商家通过搜索带来的 GMV 占比达到 33%, 一系列搜索优化动作帮助提升触达转化率 24%, 提升品牌相关搜索率 77%, 提升曝光进入率 50%。搜索场景正在成为兴趣电商生意的第二增长曲线。

图 26: 抖音购物行为数据



资料来源: 抖音电商生态大会, 申万宏源研究

注: 数据对比范围为 2022 年 4 月同比 2021 年 4 月

3.3 服务商为抖音电商提供内容支持, 商家自播加深双方合作

商家服务商提供以内容为核心的抖音电商运营能力。从账号人设打造、短视频及直播内容运营, 到达人合作与人货撮合, 再到流量获取、投放优化以及商品管理与售后保障, 服务商是商家在抖音电商提升经营效率、获得快速发展的重要助力。

图 27: 抖音电商服务体系



资料来源：抖音电商&巨量算数，申万宏源研究

全域电商建设驱动经营方法论升级，中心场与营销场发力，打通人找货、货找人双链路。在 F 阵地自营、A 达人矩阵、C 主题活动和 T 头部大 V 的 FACT 内容经营方法论之上，抖音提出 FACT+ 经营体系，新增中心场与营销场两个场景点。同时，抖音优化了商品链接的人群策略与商品策略。

- 中心场，即抖音商城，已成为用户选购、转化与复购的关键场域。以美妆品牌为主的商家通过优化店面装修、货盘与商品详情页设计、结合抖音资源与自身新品、爆款，实现了货币曝光率于是商城 GMV、用户数的暴增。
- 营销场，作为商家声音的放大器，不断为内容引流，放大内容价值。商家借助抖音提供的巨量引擎、巨量星图、巨量千川、巨量云图等产品工具，组合搭配多种转化目标，实现精准引流和承接。休闲食品品牌借助品销一体模式实现 GMV 提升与费销比优化。

图 28: FACT+经营方法论升级点



资料来源：抖音电商《全域经营方法论白皮书》，申万宏源研究

“场域+商品+人群”策略，助力商家打造优质服务体验。优质的服务体验是用户购买、商家生意增长、生态健康发展的基石，抖音电商从用户消费体验视角出发，在用户购物的完整路径中不断优化，帮助商家建立健康、稳定、可持续的长期生意经营。

- 场域策略：以内容经营为核心，FACT 四大内容经营矩阵为商家保障优质的内容供给，实现深度种草与高效成交；抖音商城与搜索组成中心场，延伸转化场域，提升转化效率；在营销场，付费流量与自然流量的协同经营，拓宽流量开口、提升流量效率。
- 商品策略：做好商品研发与成长，供给优质好货。提出构建完整货盘的思路，并提供爆款、新款研发案例，鼓励商家洞察供需，把握机会点。
- 人群策略：提出“5A 人群资产”分级，甄别用户对于品牌的认知程度和购买意愿，强化种草、拉新和复购经验案例，帮助提升消费者生命周期价值，量化品牌增长。

图 29: 经营“全域兴趣电商”



资料来源：抖音电商《全域经营方法论白皮书》，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

收入端

关键假设：公司深耕直播和转播行业多年，积累了丰富的技术经验，为新媒体服务业务的发展提供了底层支撑，未来伴随股权结构调整以及产业链布局完善，公司将进一步获得相关产业资源的加持，快速抢占新媒体直播行业市场份额，我们预计 2022-2024 年公司新媒体服务业务收入同比增速分别为 1173%/254%/41%。

核心结论：应用解决方案、自主研发产品销售等传统业务受疫情影响，需求端疲软，预计营收将基本维持当前水平，新媒体业务的快速放量是公司营收增长的核心驱动力，我们预计 2022-2024 年公司总收入同比增速为 128%/154%/35%。

利润端

关键假设：

- 1) 毛利率：**随着新媒体服务业务体量持续增长，品牌效应提升，人工成本被规模效应摊薄，我们预计 2022-2024 年新媒体服务业务的毛利率分别为 66.0%/66.3%/73.0%。
- 2) 费用率：**公司发力新媒体业务，积极开拓新客群，我们预计会逐步提高营销投放，预计 2022-2024 年公司的销售费用率分别为 4.5%/5.5%/7.0%，行政费用率分别为 20.5%/20.0%/20.0%。
- 3) 净利润：**鉴于 22 年 8 月份，世纪睿科与抖音电商达成不低于 50 亿结算 GMV 合作协议，假设净利润转化率为 5%，公司未来 12 个月内预计将获得不低于 2.5 亿元净利润。故预计 2022-2024 年公司调整后归母净利润为 0.95/3.04/4.76 亿元。

核心结论：公司 2022-2024 年毛利率分别为 51.7%/60.5%/67.9%，调整后归母净利率分别为 20.5%/25.9%/30.0%，预计 22 年调整后归母净利润由负转正，同比提高 1.27 亿元，23-24 年调整后归母净利润增速分别为 221%/57%。

表 4：盈利预测与收入拆分简表

(单位: 千元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	191,030	153,306	202,788	462,595	1,174,421	1,586,265
(+/- %)	-36.0%	-19.7%	32.3%	128.1%	153.9%	35.1%
调整后归母净利润	-	-76,871	-32,525	94,610	303,894	475,930
(+/- %)	-	-	-	-	221.2%	56.6%
毛利率	25.4%	36.4%	31.7%	51.7%	60.5%	67.9%
调整后归母净利率	-44.1%	-50.1%	-16.0%	20.5%	25.9%	30.0%
新媒体服务						
营业收入	1,900	5,876	22,001	280,000	990,000	1,400,000
(+/- %)	-	209.3%	274.4%	1172.7%	253.6%	41.4%
占总营收比重	1.0%	3.8%	10.8%	60.5%	84.3%	88.3%
毛利率	-	80.6%	50.6%	66.0%	66.3%	73.0%
应用解决方案						
营业收入	148,761	95,164	121,390	122,604	123,830	125,068
(+/- %)	-39.7%	-36.0%	27.6%	1.0%	1.0%	1.0%
占总营收比重	77.9%	62.1%	59.9%	26.5%	10.5%	7.9%
毛利率	12.5%	14.7%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
自主研发品牌销售						
营业收入	23,141	38,593	47,409	47,883	48,362	48,846
(+/- %)	-40.5%	66.8%	22.8%	1.0%	1.0%	1.0%
占总营收比重	12.1%	25.2%	23.4%	10.4%	4.1%	3.1%
毛利率	80.6%	79.0%	61.8%	61.2%	60.6%	60.0%
系统运维服务						
营业收入	17,228	13,673	11,988	12,108	12,229	12,351
(+/- %)	31.1%	-20.6%	-12.3%	1.0%	1.0%	1.0%
占总营收比重	9.0%	8.9%	5.9%	2.6%	1.0%	0.8%
毛利率	57.0%	48.7%	53.7%	53.7%	53.7%	53.7%

资料来源：申万宏源研究

相对估值：

我们选取与世纪睿科业务相近的星期六、天下秀、壹网壹创、数码视讯作为可比公司。

星期六主营业务逐渐从时尚鞋履销售转型为信息技术服务商，2021 年信息技术服务相关业务营收占比超 80%。子公司遥望网络的短视频及直播电商业务发展迅速，已成为拥有成熟运营能力和完善供应链体系的 MCN 机构。此外，公司自主研发出直播全流程数字化平台“遥望云”，在直播供应链、数据化选品、货品健康度、大规模直播流程在线化协同等领域拥有成熟技术储备，帮助主播及运营团队提升管理的精细化程度。

天下秀通过大数据、区块链以及 AI 等技术服务 KOL、MCN 和品牌商家。公司自主研发出 WEIQ 红人营销平台，根据客户的需求在全网匹配相应的合作对象，并提供一站式营销服务支持。此外，公司大力发展创新数据产品及商业服务，构建了自有数据服务平台，为客户提供行业数据参考、数据监测和多维度的 KOL 价值评估，帮助客户在自媒体采买服务中实现降本增效。

壹网壹创的主营业务是在“电商全域服务商+新消费品牌加速器”的双轮驱动下，为品牌提供全域电子商务服务。公司目前合作的品牌覆盖了天猫、京东、唯品会、拼多多、抖音等全渠道平台，并从品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、视觉设计、大数据分析、线上

品牌运营、精准广告投放、CRM 管理、售前售后服务、仓储物流等全链路为品牌提供线上服务，帮助各品牌方提升知名度与市场份额。

数码视讯主营传媒科技行业相关业务，为客户提供云直播等软件技术服务以及应急广播端到端解决方案、8K/4K 超高清视频处理技术、全媒体平台解决方案、电视台超高清解决方案等视频服务。同时，公司向三大通信运营商销售 IPTV/OTT 平台的视频编解码等软件系统，以及向互联网电商、游戏类商户等客户提供互联网支付渠道。

给予 23 年 20 倍市盈率，对应目标价为 6.31 港币。我们预计 2022-2024 年公司将实现营收 4.63/11.74/15.86 亿元，实现调整后归母净利润 0.95/3.04/4.76 亿元，当前股价对应 PE 分别为 37/11/7 倍。我们选取与公司业务相似的 4 家开展直播电商相关业务的公司进行可比公司估值比较，给予 2023 年可比公司平均估值 20×PE。对应目标价为 6.31 港币。对应 2022-2024 年 PE 分别为 64/20/13 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表 5：可比公司估值

公司代码	股票简称	2022/8/9 收盘价 (元, 当地货币)	总市值 (亿元, 当地货币)	PB 2021A	EPS (人民币)			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002291.SZ	星期六	17.87	163	2.86	-0.77	0.78	1.55	-	23	12
600556.SH	天下秀	7.93	143	3.89	0.20	0.28	0.38	40	28	21
300792.SZ	壹网壹创	28.76	69	2.63	1.37	1.60	1.91	21	18	15
300079.SZ	数码视讯	5.47	78	1.97	0.07	0.10	0.14	78	55	39
可比公司2023年按市值加权PE为 20倍										
1450.HK	世纪睿科	3.65	40	38.69	-0.03	0.09	0.27	-	37	11

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：除世纪睿科以外，其余公司预测数据为 Wind 一致预期；世纪睿收盘价和总市值货币单位为港币；截止 2022 年 8 月 9 日，港币：人民币=1: 0.86。

5. 风险提示

行业竞争加剧：随着相关技术不断发展成熟以及市场规模扩大，有意愿进入公司所在行业的竞争者不断增加，公司所在行业竞争更为激烈。

业绩不及预期：受疫情影响，社交距离限制为公司业务代理持续的不确定性，尤其是线下大型主要赛事的延期即取消会对公司转播和运营业务造成影响。

消费疲软对直播电商的持续影响：新冠疫情持续近三年以来，消费者收入增速较疫情前有所下降，消费者消费需求及消费意愿回归理性，直播电商收入面临压力。

附录 – 财务报表

综合损益表

人民币千元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	153,306	202,788	462,595	1,174,421	1,586,265
营业成本	-97,455	-138,451	-223,598	-463,602	-509,565
毛利润	55,851	64,337	238,997	710,819	1,076,700
其他收入	-34,289	-28,579	-47,482	-33,127	-36,739
行政开支	-79,559	-80,178	-94,832	-234,884	-317,253
销售及营销开支	-10,922	-10,929	-20,817	-64,593	-111,039
adj. EBITDA	-55,171	-48,719	132,448	420,047	653,701
adj. EBIT	-67,392	-55,256	125,866	413,215	646,670
财务费用	-14,624	-16,247	-11,987	-10,457	-7,127
税前净利润	-70,620	-58,859	95,866	470,154	762,806
所得税支出	-1,701	-3,510	20,000	91,939	151,136
少数股东损益	426	7,109	1,316	8,275	13,602
调整后归母净利润	-76,871	-32,525	94,610	303,894	475,930

资料来源：公司数据，申万宏源研究

综合资产负债表

人民币千元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	389,897	344,717	609,217	1,214,448	1,634,887
现金和现金等价物	6,575	54,556	295,842	883,429	1,220,441
应收账款和其他应收款	193,707	134,434	152,086	193,055	260,756
存货	89,473	73,270	73,512	76,209	69,803
其他流动资产	100,142	82,457	87,777	61,756	83,887
固定资产	33,824	30,326	29,164	27,185	24,744
无形资产	17,556	7,227	6,352	4,858	2,938
其他长期资产	57,365	40,411	40,411	40,411	40,411
总资产	498,642	422,681	685,145	1,286,903	1,702,981
流动负债	376,817	306,472	295,264	286,412	223,602
短期借款	160,988	143,749	143,749	92,747	42,747
应付账款和其他应付款	129,098	121,475	110,267	152,417	139,607
其他流动负债	86,731	41,248	41,248	41,248	41,248
非流动负债	16,039	27,815	20,921	20,921	10,921
总负债	392,856	334,287	316,185	307,333	234,523
所有者权益	105,786	88,394	368,959	979,569	1,468,458
股本	8,290	8,694	10,494	13,494	13,494
资本公积	72,593	57,106	334,555	933,890	1,409,177
归属于母公司股东权益	80,883	65,800	345,049	947,384	1,422,671
少数股东权益	24,903	22,594	23,910	32,185	45,787
总负债和所有者权益	498,642	422,681	685,145	1,286,903	1,702,981

资料来源：公司数据，申万宏源研究

综合现金流量表

人民币千元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前净利润	-70,620	-58,859	95,866	470,154	762,806
加: 折旧摊销	12,221	6,537	6,582	6,832	7,031
财务支出	14,624	16,247	11,987	10,457	7,127
投资损失	0	0	0	0	0
营运资本和负债变动	-27,824	79,599	-36,469	-27,847	-96,672
其他经营活动	69,985	-35,718	-11,927	-168,443	-280,400
经营活动所得现金流量	-1,614	7,806	66,039	291,153	399,891
CAPEX	-1,028	-371	-4,545	-3,359	-2,670
其他投资活动	-2,152	4,655	0	0	0
投资活动所得现金流量	-3,180	4,284	-4,545	-3,359	-2,670
发行股票	0	0	180,000	300,000	0
负债变动	31,461	-10,330	-6,894	-51,002	-60,000
支付股息和利息	-10,705	-13,043	-8,783	-7,253	-3,923
其他融资活动	-47,709	-74,361	0	0	0
融资活动所得现金流量	5,001	36,099	180,000	300,000	-60,000
现金或现金等价物增加/ (减少) 净额	207	48,189	241,494	587,795	337,220

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

核心财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股 (人民币)					
adj. EPS	(0.1)	(0.0)	0.1	0.3	0.4
adj. 稀释后 EPS	(0.1)	(0.0)	0.1	0.3	0.4
营运现金流/股	(0.0)	0.0	0.1	0.3	0.4
股息/股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产/股	0.1	0.1	0.3	0.9	1.3
核心运营指标 Ratios(%)					
ROIC	-14.2%	-12.8%	17.3%	47.7%	51.0%
ROE	-72.7%	-33.5%	41.4%	45.1%	38.9%
毛利率 (%)	36.4%	31.7%	51.7%	60.5%	67.9%
EBITDA%	-36.0%	-24.0%	28.6%	35.8%	41.2%
EBIT%	-44.0%	-27.2%	27.2%	35.2%	40.8%
营业收入增长率(YoY)	-19.7%	32.3%	128.1%	153.9%	35.1%
净利润增长率(YoY)	n.a.	57.7%	290.9%	221.2%	56.6%
负债/资产	78.8%	79.1%	46.1%	23.9%	13.8%
净资产周转率	1.45	2.09	2.02	1.74	1.30
总资产周转率	0.31	0.44	0.84	1.19	1.06
有效税率 (%)	25	25	25	25	25
股息收益率 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
估值比率 (X)					
P/E	n.a.	n.a.	36.7	11.4	7.3
P/B	30.9	38.7	9.4	3.5	2.4
EV/营业收入	23.9	18.5	8.2	3.2	2.3
EV/EBITDA	(64.6)	(76.9)	46.0	9.8	6.0

资料来源: 公司数据, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。