

直播电商收入快速增长，持续推进业务转型

——星期六(002291)公司首次覆盖报告

报告要点:

● 剥离女鞋业务，携手遥望向轻资产运营转型

公司以鞋业起家，2015年起开启互联网业务转型，2019年并购遥望网络，布局直播电商业务。2021年，遥望网络成为抖音、快手等平台的头部MCN公司，GMV达到102.55亿元。2022年6月，公司挂牌转让子公司星期六鞋业100%股权，实现专注向品牌管理、供应链管理的轻资产运营模式转型，有望迎来业绩拐点。

● 直播电商市场快速增长，MCN头部效应明显

2020年，我国直播电商市场规模达1.23万亿元，年增长率为197.0%，根据艾瑞咨询的估计，预计2020年-2023年年均复合增速达58.3%，2023年市场规模将超过4.91万亿元，市场空间广阔。抖音、快手为代表的短视频平台贡献直播电商GMV主要增量。MCN机构竞争格局分散，行业增速放缓逐渐进入整合期，监管对于直播电商日渐趋严，中小机构长尾出清，头部机构规模优势明显。

● 构建标准化直播运营平台，发力非标打造新增长

公司以“人-货-场”商业逻辑，连接明星、达人与商家的社交电商服务，成为短视频双平台头部MCN机构，通过完善前端主播矩阵、加强后端供应链扩充细分品类、标准化平台建设等举措构建竞争壁垒，稳固头部地位。2022年，公司开始切入非标品服装领域，基于“遥望云”平台构建开放式SaaS平台，成为未来两三年内新的核心增长点。此外，公司布局数字业务赋能互联网营销，并与TikTok合作积极开展海外业务，培育发展新动能。

● 投资建议与盈利预测

公司旗下遥望网络为抖音、快手头部MCN机构，随着主播扩增、供应链整合以及遥望云中台建设持续推动直播电商业务增长。公司利用供应链优势新增品牌分销业务，并切入非标品服装领域提供SaaS平台服务，新业务有望推动GMV快速增长。传统鞋业有望年内完成剥离，对业绩带来正向影响。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为45.39/64.98/83.18亿元，归母净利润分别为6.17/9.76/12.77亿元，EPS为0.68/1.07/1.40元/股，对应PE为23x/15x/11x，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

行业监管趋严风险、宏观经济风险、疫情反复风险、鞋业剥离进度不及预期风险、市场竞争加剧风险。

买入|首次推荐

基本数据

52周最高/最低价(元): 25.00 / 11.32

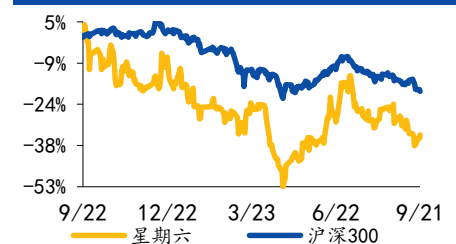
A股流通股(百万股): 842.67

A股总股本(百万股): 911.23

流通市值(百万元): 13238.38

总市值(百万元): 14315.43

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

分析师 路璐

执业证书编号 S0020519080002

电话 021-51097188-2174

邮箱 lulu@gyzq.com.cn

附表: 盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2150.94	2811.19	4538.84	6498.47	8317.73
收入同比(%)	3.89	30.70	61.46	43.17	28.00
归母净利润(百万元)	24.30	-699.99	616.83	976.19	1276.63
归母净利润同比(%)	-83.85	-2980.90	188.12	58.26	30.78
ROE(%)	0.73	-12.57	9.96	13.62	15.12
每股收益(元)	0.03	-0.77	0.68	1.07	1.40
市盈率(P/E)	588.27	-20.42	23.17	14.64	11.20

资料来源: Wind, 国元证券研究所

目 录

1.公司介绍：剥离女鞋业务，携手遥望向轻资产运营转型	4
2.财务分析：2022H1 表现亮眼，社交电商业务延续高增长	6
3.行业分析：直播电商市场快速增长，MCN 头部效应明显	9
3.1 直播电商市场增长空间广阔，预计 23 年将超过 4.9 万亿	9
3.2 直播电商平台 GMV 持续增长，抖音、快手平台凝聚增长推力	10
3.3 MCN 行业进入洗牌整合，头部机构优势明显	12
4.公司分析：构建标准化直播运营平台，发力非标打造新增长	17
4.1“人-货-场”运营持续升级，赋能移动互联网业务	17
4.1.1 艺人签约量扩增，主播矩阵不断完善	17
4.1.2 整合供应链资源，完善供应链组织及服务	19
4.1.3 全案营销持续发力，促进品效合一	20
4.2“遥望云”助力直播运营标准化，为业务规模化扩张奠定基础	21
4.3 发力非标品领域服装赛道，打造新增长点	22
4.4 创新数字业务，布局海外市场，培育发展新动能	23
5.盈利预测与投资建议	26
6.风险提示	26

图表目录

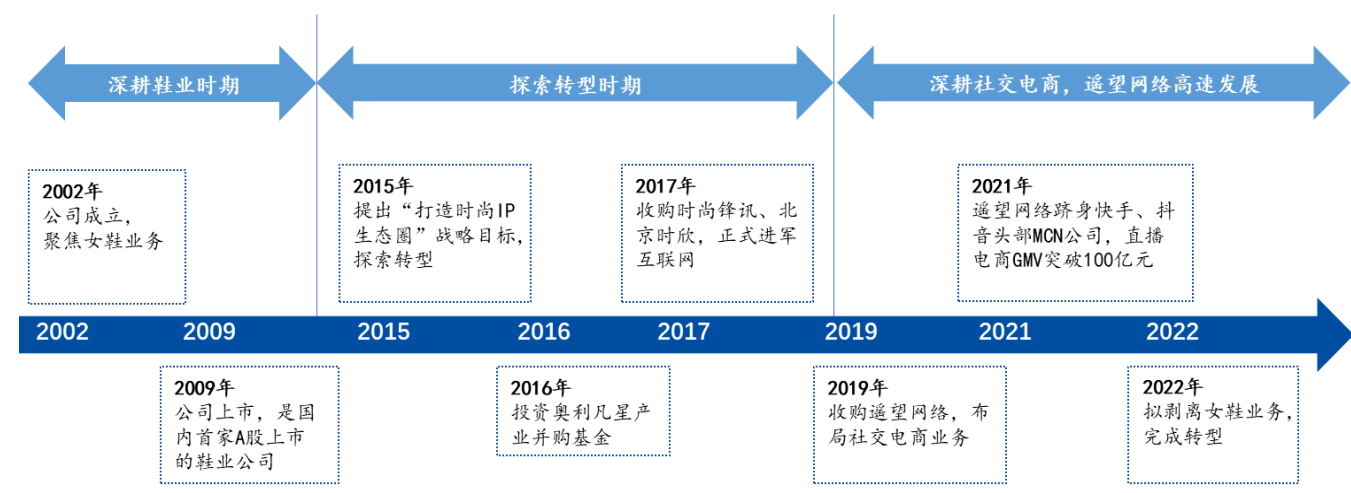
图 1：星期六发展历程	4
图 2：星期六股权结构	5
图 3：2017-2022H1 公司营收及增速	6
图 4：2017-2022H1 公司归母净利润及增速	6
图 5：2017-2022H1 公司分行业收入占比情况	6
图 6：2019-2022H1 公司社交电商收入及占比	6
图 7：2017-2022H1 遥望网络营收及增速	7
图 8：2019-2021 年公司 GMV 及增速	7
图 9：2017-2022H1 公司毛利率和销售净利率	7
图 10：2019-2022H1 公司各业务毛利率	7
图 11：2017-2022H1 公司期间费用率	8
图 12：2017-2022H1 公司现金净流量（单位：百万元）	8
图 13：2017-2022H1 公司货币资金情况（单位：百万元）	8
图 14：2017-2021 年中国社会消费品与实物商品零售额	9
图 15：2018-2023 年中国直播电商市场渗透率	9
图 16：2018-2023 年中国直播电商市场规模及增速	9
图 17：2021 年主要直播电商平台 GMV（亿元）	10
图 18：2022.02 典型消费行业直播销售额占比	11
图 19：2022.02 平台不同粉丝量级 KOL 直播销售额占比	11
图 20：2022.02 平台典型消费行业直播电商数据对比	12

图 21: 抖音“全域兴趣电商”经营策略.....	12
图 22: 快手电商服务商体系 2.0.....	12
图 23: 直播电商产业链.....	13
图 24: 2015-2021 年中国 MCN 机构数量及增速.....	13
图 25: 2020VS2021 年中国 MCN 机构营收规模分布.....	13
图 26: 2021 年中国 MCN 机构新增业务分布.....	14
图 27: 2020-2021 年典型业务实现盈利的 MCN 数量占比.....	14
图 28: 2021 年中国 MCN 机构直播带货平台选择.....	14
图 29: 遥望网络合作艺人.....	17
图 30: 遥望网络合作主播.....	17
图 31: 2022 年杨子&黄圣依抖音 618 购物节直播.....	19
图 32: 公司主播孵化赛马机制.....	19
图 33: “遥望未来站”第二日单场 GMV 过亿.....	19
图 34: 遥望数字影棚实现虚拟场景切换.....	19
图 35: 公司部分合作品牌.....	20
图 36: 公司全案营销方式.....	21
图 37: “遥望云”平台界面展示.....	21
图 38: “遥望云”平台部分板块.....	21
图 39: “遥望云”线上化直播流程.....	22
图 40: 2022 年 618 抖音各品类市场份额 Top5.....	22
图 41: 2022 年 618 快手各品类市场份额 Top5.....	22
图 42: 兴遥临平仓.....	23
图 43: “数字化服装采销产业基地”项目启动签约.....	23
图 44: 公司首款数字虚拟人“孔襄”.....	23
图 45: 公司旗下主播展示孪生主播技术.....	23
图 46: 虚拟人“孔襄”数字藏品发售.....	24
图 47: 望望龙数字徽章.....	24
图 48: 公司数字影棚展示.....	24
图 49: 公司旗下艺人使用数字影棚直播.....	24
图 50: 中国跨境直播电商市场规模.....	25
表 1: 星期六主要管理人员及其履历背景.....	5
表 2: 抖音和快手差异化运营.....	11
表 3: 各平台主要 MCN 机构表现情况.....	15
表 4: 2021 年以来直播电商和 MCN 机构相关规范.....	16
表 5: 遥望网络部分旗下艺人/主播直播带货情况 (2022.8.6-2022.9.6).....	18
表 6: 可比公司估值情况.....	26

1. 公司介绍：剥离女鞋业务，携手遥望向轻资产运营转型

星期六以鞋业起家，近年来深耕社交电商业务，向轻资产运营转型。公司成立于 2002 年 7 月，发展历程大致分为三个阶段。**第一阶段：2002-2014 年，深耕传统鞋履业务。**公司设立之初专注于为提供鞋履产品和服务，拥有 ST&SAT、FONDBERYL、D:FUSE 等多个知名女鞋自有品牌。**第二阶段：2015-2018 年，探索转型时期。**自 2015 年起，由于主营鞋履业务业绩承压，公司提出“打造时尚 IP 生态圈”战略转型目标，开启互联网领域的探索。2017 年，公司并购时尚锋讯和北京时欣，正式进军互联网营销行业。**第三阶段：2019 年至今，深耕社交电商时期。**2019 年公司继续推进战略转型升级，通过实施重大资产重组并购遥望网络，其主要业务涵盖社交电商、互联网广告投放、互联网广告代理。2021 年，遥望网络成为抖音、快手等平台头部 MCN 公司，GMV 达到 102.55 亿元。2022 年 6 月，公司公告以挂牌方式转让持有的子公司星期六鞋业 100% 股权，剥离鞋履业务，从而实现专注向品牌管理、供应链管理的“轻”资产运营模式转型，未来将集中资源推动移动互联网营销业务的发展。

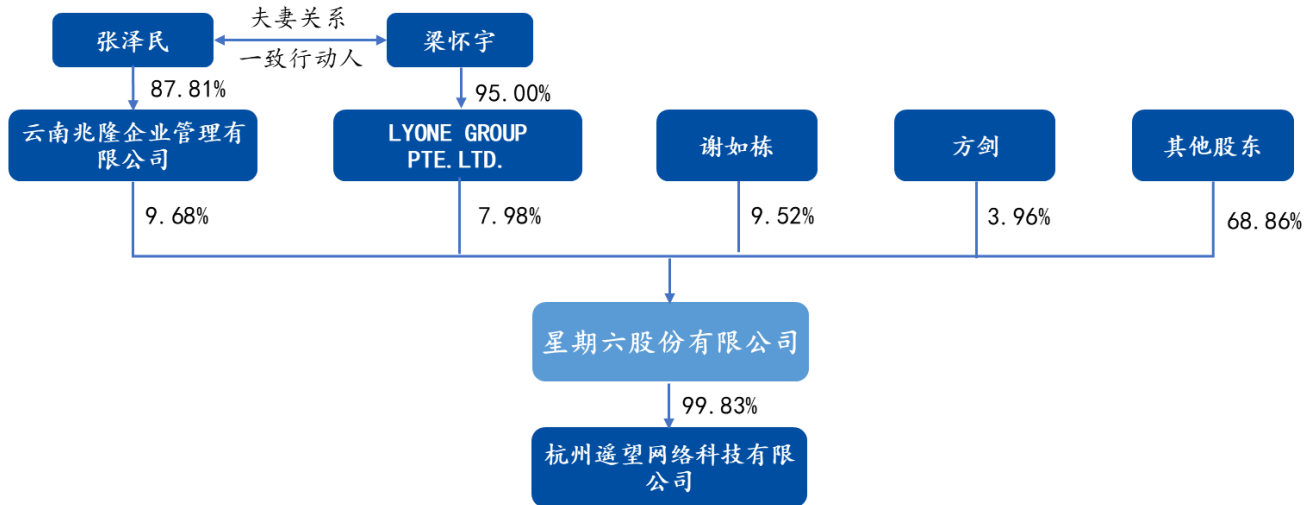
图 1：星期六发展历程



资料来源：公司公告，国元证券研究所

股权结构较为分散，遥望网络管理层合计持股 13.49%，深化公司战略转型。公司实际控制人为张泽民和其妻梁怀宇，通过云南兆隆企业管理有限公司和 LYONE GROUP 合计持有 16.1% 的公司股权。遥望网络董事长谢如栋和总裁方剑分别持有星期六 9.52%、3.96% 的股权，2022 年 4 月，遥望网络创始人谢如栋当选公司董事长兼总经理，遥望网络管理层成为星期六管理层主体，日常经营管理的参与程度加深，将有利于公司深化互联网业务、推动转型升级。

图 2：星期六股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所 注：截止 2022 年半年报

公司管理团队背景多元，管理经验丰富。公司董事长兼总经理谢如栋 2010 年创立杭州遥望网络科技有限公司，拥有十年以上互联网行业从业经验和营销管理经验，曾获“第十四届杭州市优秀企业家”、“2021 浙商新领军者”等多项荣誉和称号，遥望网络荣获“2018 年十大创新企业”奖项。副董事长、副总经理兼财务总监李刚具备多家企业的财务经验。董事、副总经理兼董事会秘书何剑锋 2012 年加入佛山星期六鞋业股份有限公司。董事、遥望网络副总裁马超在遥望网络就职多年，互联网行业经验丰富。整体看高管团队专业能力强且磨合时期较长，具有一定的稳定性。

表 1：星期六主要管理人员及其履历背景

序号	姓名	职位	履历背景
1	谢如栋	董事长兼总经理	1981 年出生，研究生学历，杭州市余杭区第十一届政协委员、余杭区第十六届人大代表。曾任杭州掘金网络科技有限公司总经理。2010 年 11 月创立杭州遥望网络科技有限公司，拥有十年以上互联网行业从业经验，具有丰富的互联网与移动互联网行业营销管理经验。
2	李刚	副董事长、副总经理兼财务总监	1965 年出生，本科学历，曾任哈尔滨纺织印染工业联合公司财务处主管会计；南海市福山鞋厂、南海市桂城福山鞋业有限公司会计主管、财务部经理、财务总监；2002 年起历任佛山星期六鞋业有限公司财务总监、董事兼财务总监、公司董事、副总经理兼财务总监。
3	何剑锋	董事、副总经理兼董事会秘书	1982 年出生，研究生学历，2005 年至 2012 年 11 月曾任佛山华新包装股份有限公司证券事务代表、董事会办公室主任；2012 年加入佛山星期六鞋业股份有限公司，2012 年 12 月起任公司副总经理兼董事会秘书。
4	马超	董事、遥望网络副总裁	1986 年出生，研究生学历，2012 年 7 月至 2016 年 5 月历任平安证券投资银行事业部业务经理、高级经理、高级业务总监。2016 年起历任杭州遥望网络科技有限公司总监、资深总监、董事会秘书。

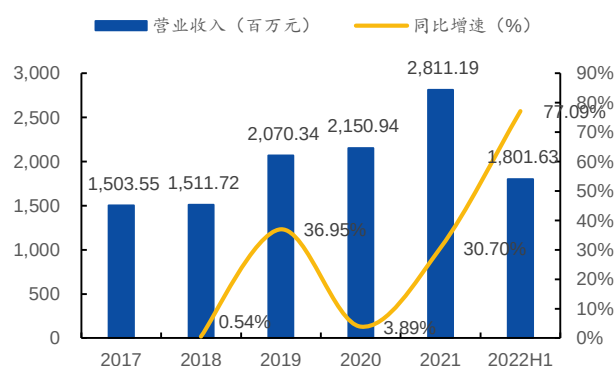
资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 财务分析：2022H1 表现亮眼，社交电商业务延续高增长

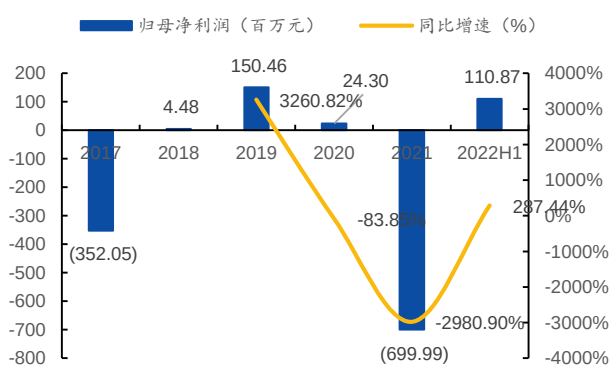
公司收入稳健增长，计划剥离鞋业业务轻装上阵。2017、2018 年公司分别实现营收 15.03/15.11 亿元，2019 年并购遥望网络后，营收快速增长，2019-2021 年分别实现营收 20.70/21.51/28.11 亿元，分别同增 36.95%/3.89%/30.70%，2022H1 实现收入 18.02 亿元，同增 77.09%。2021 年公司处于亏损状态，归母净利润为-7.00 亿，主要是疫情影响和公司传统鞋类业务拖累，公司加大鞋类库存促销，全年计提坏账准备及存货跌价准备约 3.15 亿元，计提时尚锋迅、北京时欣商誉减值 2.07 亿。2022 年公司逐步剥离鞋类业务，集中资源推动移动互联网营销业务的发展，2022H1 实现归母净利润 1.11 亿，同比增长 287%。

图 3：2017-2022H1 公司营收及增速

图 4：2017-2022H1 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

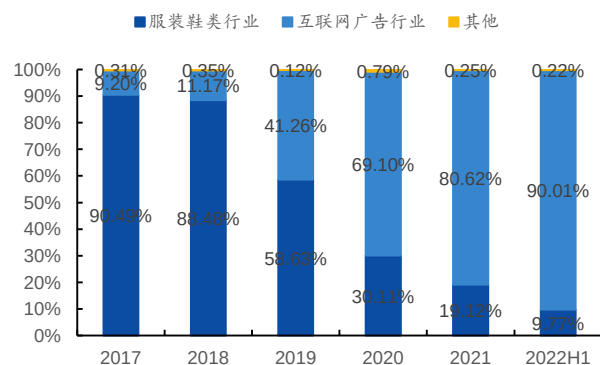


资料来源：公司公告，国元证券研究所

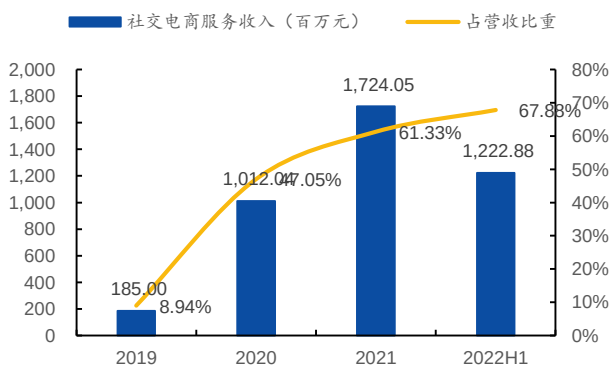
社交电商服务业务占比超 60%，成为主要收入来源。分行业看，公司营收由服装鞋类行业和互联网广告行业两大类组成，近年来传统鞋类业务逐渐式微；互联网广告行业收入占比快速增长，由 2017 年 9.20% 提升至 2021 年 80.62%，2022H1 进一步增加至 90.01%。拆分互联网广告业务结构来看，随着直播电商高速发展公司大力拓展社交电商业务，推动收入快速增长，2022H1 年社交电商服务收入占比达 67.88%。

图 5：2017-2022H1 公司分行业收入占比情况

图 6：2019-2022H1 公司社交电商收入及占比



资料来源：公司公告，国元证券研究所

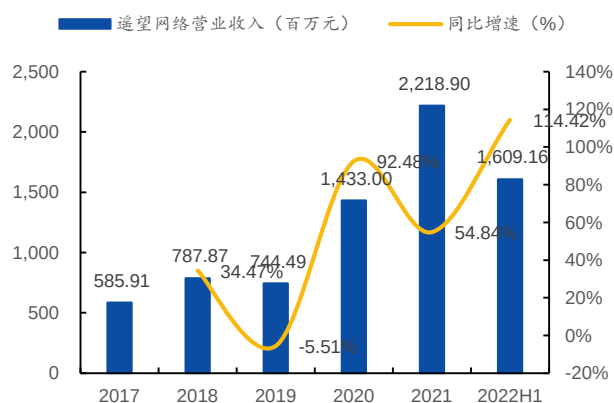


资料来源：公司公告，国元证券研究所

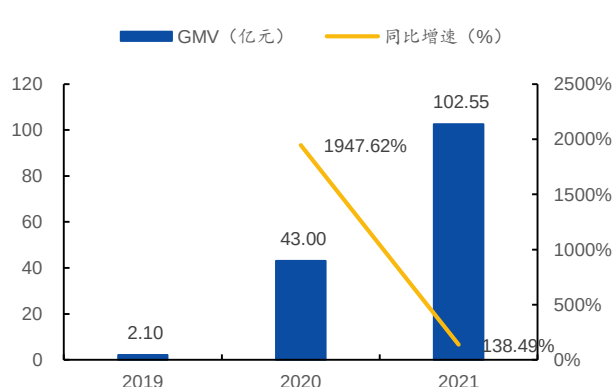
2022H1 遥望网络虽受疫情影响，但仍实现了较快增长，上半年销售 GMV 约 55 亿元。遥望网络 2021 年实现营收 22.19 亿元，同比增长 54.84%，2022H1 实现营收 16.09 亿元，同增 114.42%，成为公司主要驱动力。遥望网络运营能力成熟，且拥有完善的供应链体系，2021 年跻身抖音平台头部 MCN 机构，销售 GMV 约 102.55 亿元，同比增长 138.49%，2022 上半年销售 GMV 约 55 亿元。

图 7：2017-2022H1 遥望网络营收及增速

图 8：2019-2021 年公司 GMV 及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

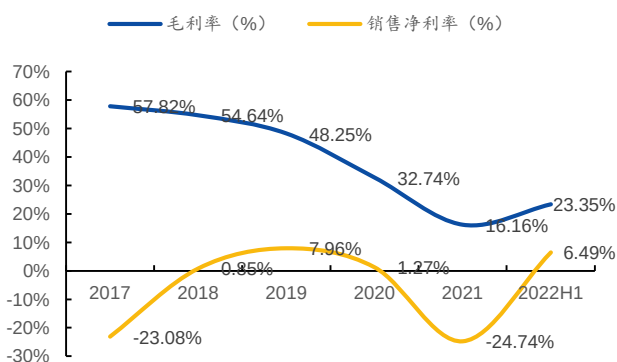


资料来源：公司公告，国元证券研究所

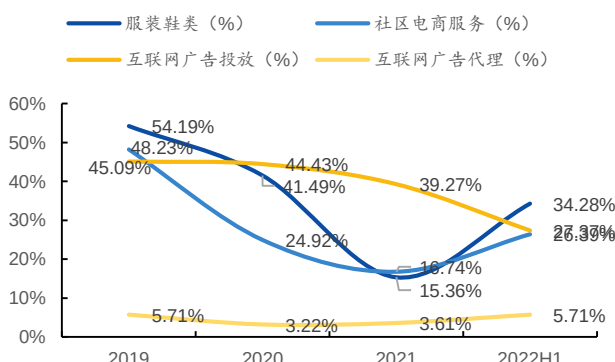
21 年毛利率、销售净利率下滑，22 年战略调整后有所回升。公司 2021 年毛利率和净利率分别为 16.16%/24.74%，分别同比下降 16.58pct/26.01pct。分业务来看，服装鞋类业务和社区电商服务业务毛利率明显下滑，主要原因为一方面鞋类业务促销清货，另一方面为迅速扩张社交电商业务，遥望网络签约大量艺人，降低商品佣金率以引入更多优质品牌方和广告主，艺人合作采取利润分成模式，致使毛利率下降。2022 年公司进行战略调整，直播逻辑由规模导向转为利润导向，2022 年 H1 毛利率和销售净利率分别回升至 23.35%/6.49%，服装鞋类业务和社区电商服务业务毛利率也回升至 34.28%/26.39%。

图 9：2017-2022H1 公司毛利率和销售净利率

图 10：2019-2022H1 公司各业务毛利率



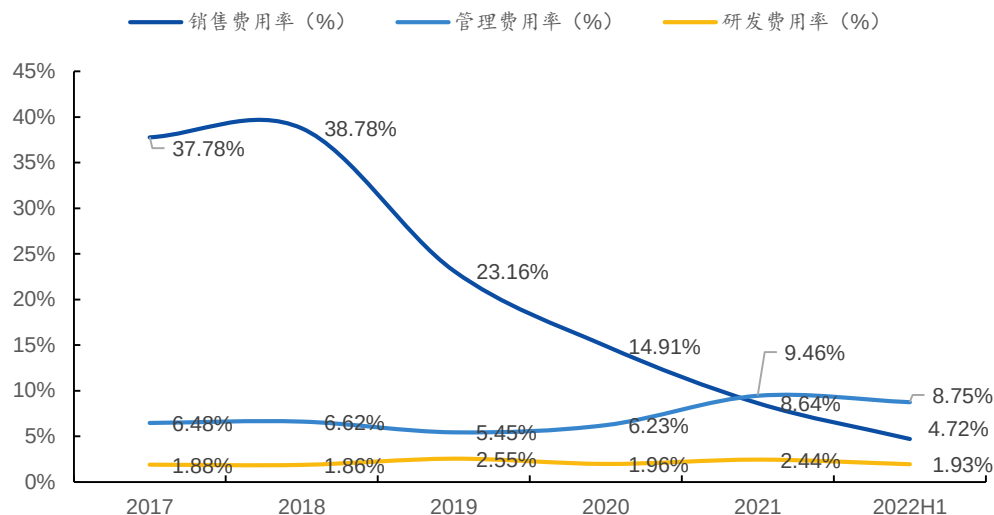
资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

销售费用率持续降低，管理费用率有所提升。2021 年公司销售费用率同比下降 6.27pct 至 8.64%，2022H1 持续下降至 4.72%，主要系直营店铺转至品牌公司经营，店铺、人员减少，线下服装鞋类业务营销费用减少。2021 年管理费用率同比增加 3.23pct 至 9.46%，系业务扩张、人员增加和股份支付费用共同影响。2021 年及 2022H1 研发费用率分别为 2.44%/1.93%，主要由于研发遥望云平台，相应研发人员的投入增加。

图 11：2017-2022H1 公司期间费用率

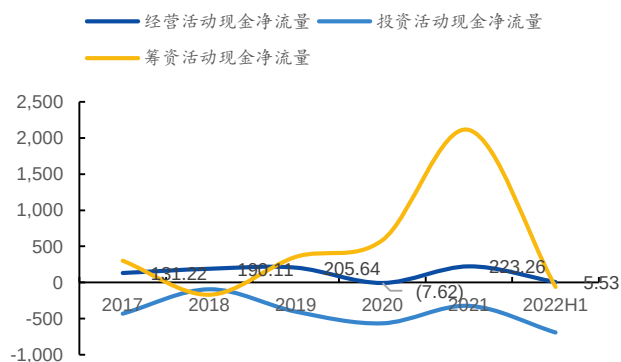


资料来源：公司公告，国元证券研究所

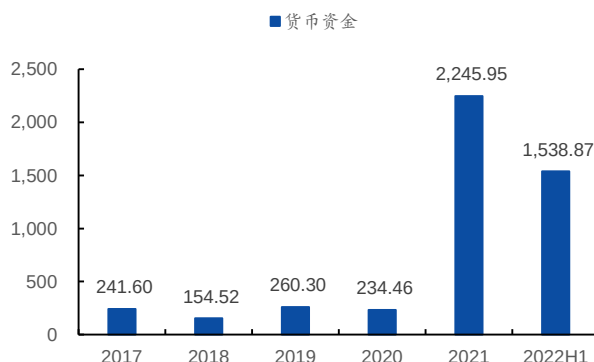
公司经营性现金流将迎改善，货币资金储备充足。2021 年，公司经营活动现金净流量达到 2.23 亿元，主要由于社交电商服务营收增加。根据公司 2022 年 7 月 21 日的公告，拟挂牌转让星期六鞋业 100%股权，此次交易将有效改善公司经营性现金流，优化公司资产配置。截至 2022H1 公司货币资金余额 15.39 亿元，现金储备充足。

图 12：2017-2022H1 公司现金净流量（单位：百万元）

图 13：2017-2022H1 公司货币资金情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

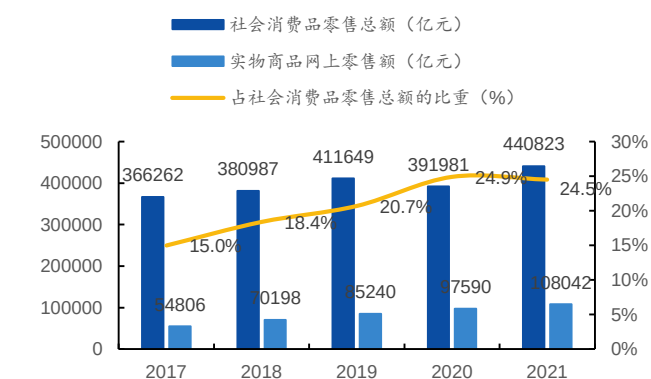
3.行业分析：直播电商市场快速增长，MCN 头部效应明显

3.1 直播电商市场增长空间广阔，预计 23 年将超过 4.9 万亿

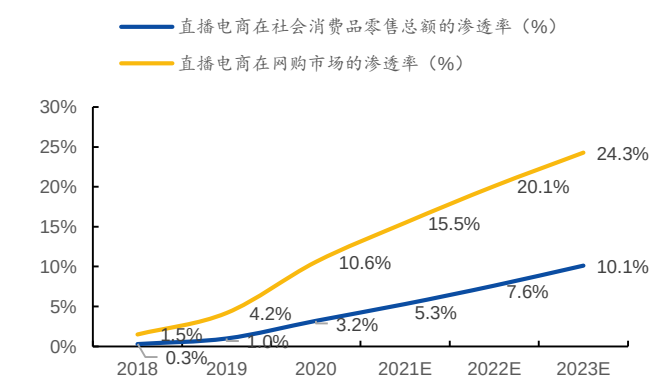
直播电商持续渗透，2023 年直播电商规模有望超过 4.9 万亿元。近年来实物商品网上零售额在社会消费品零售总额的占比不断提升，2021 年，实物商品网上零售额规模达 10.80 万亿元，线上消费已成为我国居民重要的消费渠道。其中，直播电商渗透率处于高速增长状态，在社会消费品零售总额和网购市场中的渗透率分别从 2018 年的 0.3%/1.5% 增长至 2020 年的 3.2%/10.6%。2020 年，我国直播电商市场规模达 1.23 万亿元，年增长率为 197.0%，根据艾瑞咨询的估计，预计 2020 年-2023 年年均复合增速达 58.3%，2023 年市场规模将超过 4.91 万亿，市场空间广阔。

图 14：2017-2021 年中国社会消费品与实物商品零售额

图 15：2018-2023 年中国直播电商市场渗透率

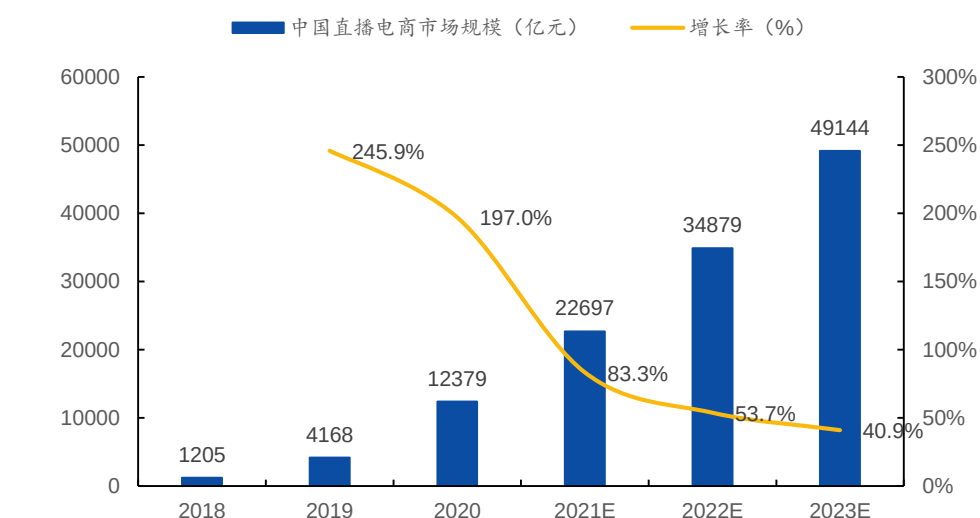


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

图 16：2018-2023 年中国直播电商市场规模及增速

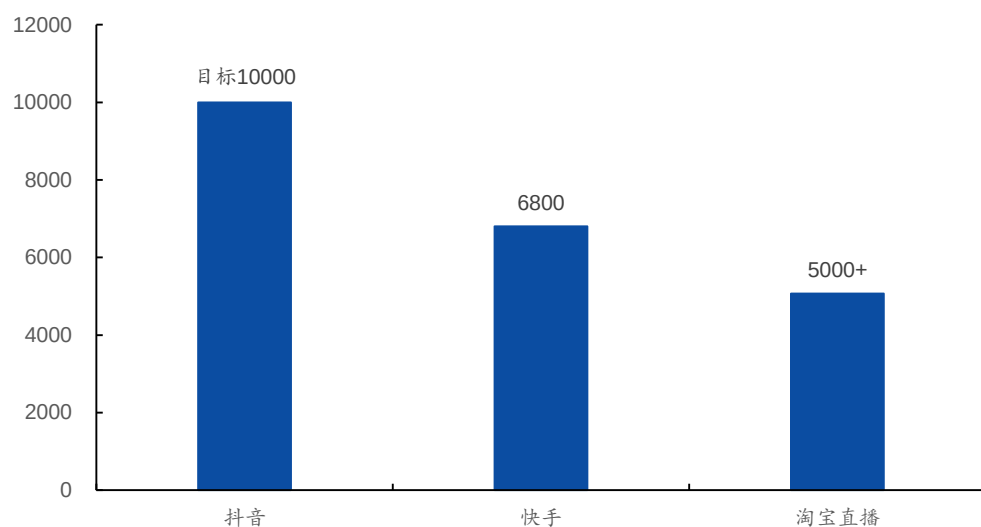


资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

3.2 直播电商平台 GMV 持续增长，抖音、快手平台凝聚增长推力

短视频平台贡献直播电商 GMV 主要增量。抖音和快手于 2018 年陆续进入直播带货领域，并迅速发展壮大，2021 年，快手直播电商 GMV 为 6800 亿元。抖音 2021 年直播电商 GMV 目标为 10000 亿元，根据抖音生态大会 2021.5.1-2022.4.30 抖音电商 GMV 为去年同期的 3.2 倍，预计目标完成度较好。2016 年率先进入该赛道的淘宝直播 2021 年电商 GMV 为 5074 亿元。抖音、快手短视频平台引流效果明显，已成为直播电商主要阵地。

图 17：2021 年主要直播电商平台 GMV（亿元）



资料来源：公司公告，晚点 LatePost，国元证券研究所

抖音 VS 快手差异化发展各具优势。抖音和快手虽然都是短视频主流平台，又都深耕直播电商领域，但二者在产品定位、算法机制、商家特征、带货主播特征等多方面存在较大区别。其中，核心差异来自底层驱动逻辑，抖音重视优质内容与兴趣标签的匹配，强调算法主打进行兴趣推荐，2022 年由兴趣电商升级为全域兴趣电商；快手则重视私域流量与信任关系的转化，流量分发原则更有利于中小品牌与白牌的发展。抖音和快手长期以来的发展形成各自的特点并各具优势，现阶段二者纷纷打造、完善各自的运营体系，将直播电商继续作为重要战略发展方向。

表 2：抖音和快手差异化运营

平台	抖音	快手
用户规模 (21 年)	平均日活跃用户超 6 亿	平均日活跃用户规模 3.1 亿
平台性质	娱乐平台+社交电商	娱乐平台+社交电商
算法机制	多轮流量池筛选, 向用户在首页推荐热度高、匹配度高的内容	社交化的算法分配机制, 综合考虑视频热度、新鲜度, 更侧重用户主动发现
商家特征	更靠近供应链源头, 主播自有品牌/货源占比较高	第三方品牌商占比较大
电商载体	淘宝、天猫、京东、抖音小店	淘宝、天猫、有赞、京东、拼多多、快手小店、魔筷星选
直播商品特征	主打食品、美妆及服装品类; 平均单件商品均价较低	高性价比的白牌商品较多, 产业带直播比重较大; 平均单件商品均价中等"
带货主播特征	腰部 KOL 直播带货贡献率高	头部 KOL 直播带货贡献率高
服务商激励体系	更侧重市场拓展以及 GMV 增长, 激励政策侧重覆盖更多的商家	更注重商家 GMV 量级与服务升级, 对于高体量服务商有更高返点

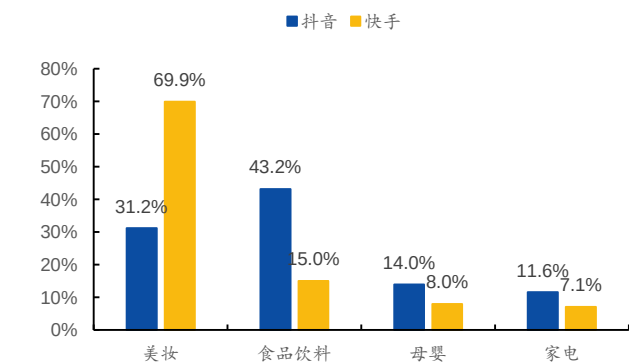
资料来源: 公司官网, 艾瑞咨询, QuestMobile, 国元证券研究所

直播商品结构方面, 抖音和快手以食品饮料、美妆类为主。根据 2022 年 2 月的数据, 快手直播销售额最高的为美妆类产品, 占比达 69.9%, 其次为食品饮料, 占比 15.0%; 抖音销售额最高为食品饮料类, 占比 43.2%, 美妆类占比 31.2%。抖音的月直播场次和月直播商品数量高于快手, 但抖音单件产品月均价为 37.2 元, 低于快手的 93.3 元。

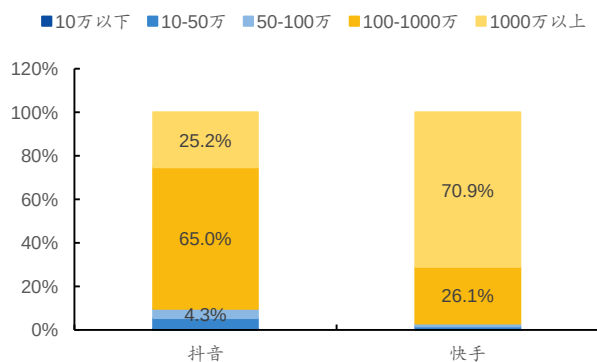
快手头部 KOL 直播带货效果显著, 抖音则主要以腰部带动。2022 年 2 月, 快手千万以上粉丝数的 KOL 直播销售额占比 70.9%, 比抖音相应级别的占比高出 45.7%; 抖音腰部 100-1000 万粉丝数量级的 KOL 直播销售额占比 65.0%。

图 18: 2022.02 典型消费行业直播销售额占比

图 19: 2022.02 平台不同粉丝量级 KOL 直播销售额占比

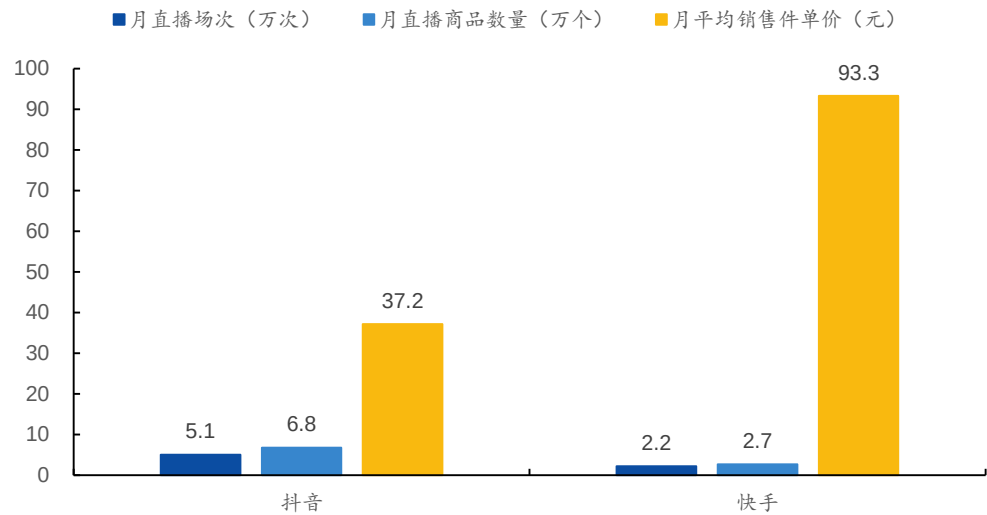


资料来源: QuestMobile, 国元证券研究所



资料来源: QuestMobile, 国元证券研究所

图 20：2022.02 平台典型消费行业直播电商数据对比



资料来源：QuestMobile，国元证券研究所

抖音经营策略升级为全域兴趣电商，快手“大搞服务商”战略持续深入，助力直播电商发展。2022 年，抖音对 FACT 经营方法论进行升级，将经营场域从内容场延伸至中心场和营销场，既打通了“货找人”和“人找货”的双向消费链路，又提升了内容触达能力，从而形成完整的“全域兴趣电商”经营体系，凝聚增长推力，支撑商家和生态伙伴健康长期发展。快手今年继续推进“大搞服务商”战略，激励服务商持续做到商业模式升级、服务组织升级、主播链接升级，支撑整体服务商的精细化运营能力提升，长效赋能服务商和保障生态健康。

图 21：抖音“全域兴趣电商”经营策略

图 22：快手电商服务商体系 2.0



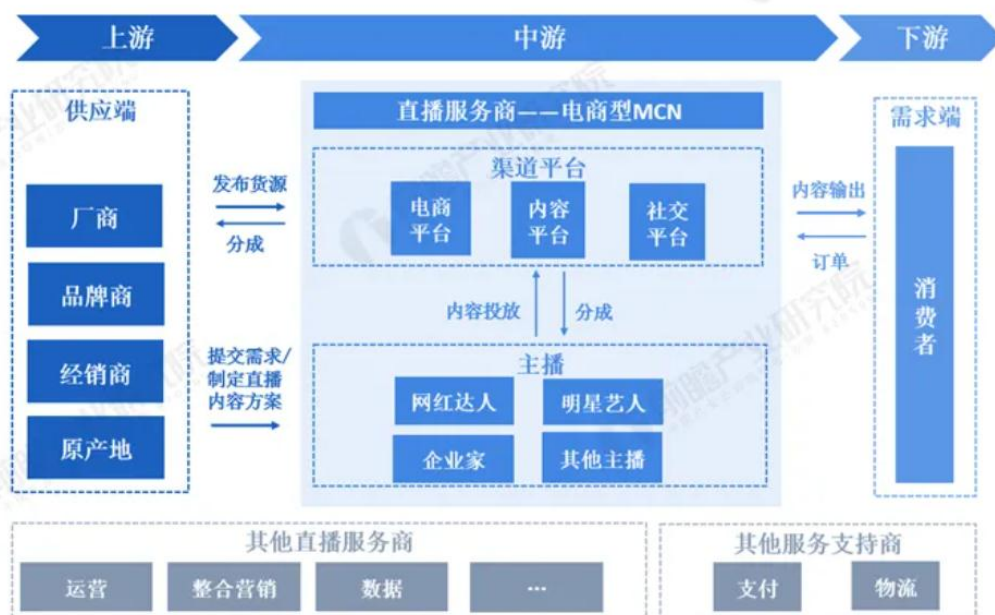
资料来源：抖音白皮书，国元证券研究所

资料来源：快手电商引力大会，国元证券研究所

3.3 MCN 行业进入洗牌整合，头部机构优势明显

MCN 机构在直播电商产业链中处于承上启下重要地位。从电商直播产业链来看，直播电商产业链上游主要为商品供应链，产业链中游为直播生产以及传播环节，主要包括主播、MCN 机构以及直播平台，产业链下游为消费者，直接为直播电商付费、实现直播变现。

图 23：直播电商产业链

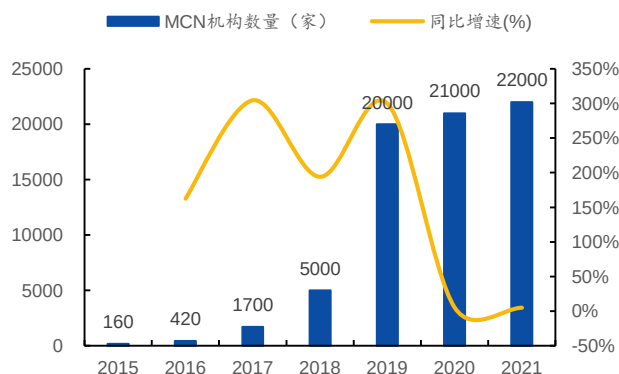


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

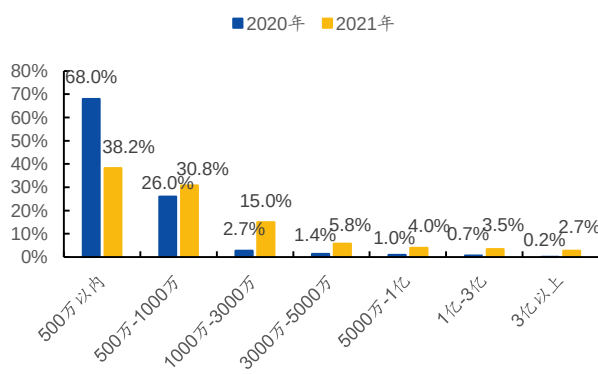
MCN 机构竞争格局分散，行业增速放缓逐渐进入整合期，头部效应明显。目前我国 MCN 机构数量众多，截至 2021 年，MCN 机构数量达 2.2 万家，行业集中度低，竞争激烈。MCN 机构自 2016 年以来快速成长，2018-2019 年，数量激增，由 0.5 万家增长至 2 万家；2019-2021 年，数量趋于饱和，增速开始放缓，根据克劳锐调研，部分机构正在加速退出 MCN 赛道，行业进入整合期。2021 年，将近七成的机构收入规模尚未突破千万级，市场占有率低；营收规模达 1 亿以上的 MCN 机构占比仅为 6.2%，头部机构规模优势明显。

图 24：2015-2021 年中国 MCN 机构数量及增速

图 25：2020VS2021 年中国 MCN 机构营收规模分布



资料来源：克劳锐，国元证券研究所

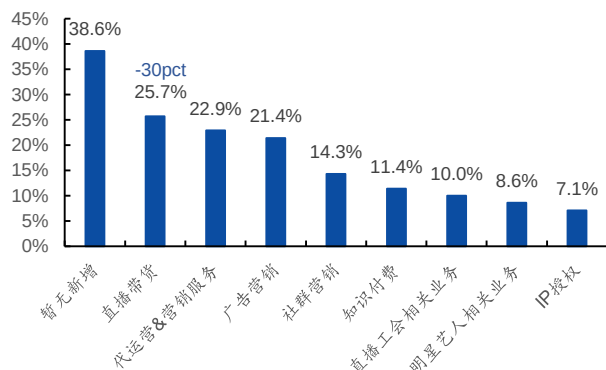


资料来源：克劳锐，国元证券研究所

2021 年，38.6% 的机构保守布局，选择稳固现有业务；25.7% 的机构选择新增直播电商业务，与 2020 年相比下降 30pct，赛道热度减退；激烈的竞争使得直播带货对

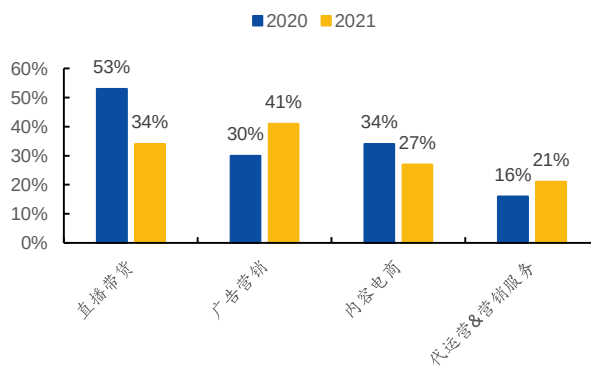
于机构团队的能力要求较高，通过直播电商业务实现盈利的机构数量占比由 2020 年的 53% 降低至 2021 年的 34%，头部电商 MCN 构筑起较强的竞争壁垒。

图 26：2021 年中国 MCN 机构新增业务分布



资料来源：克劳锐，国元证券研究所

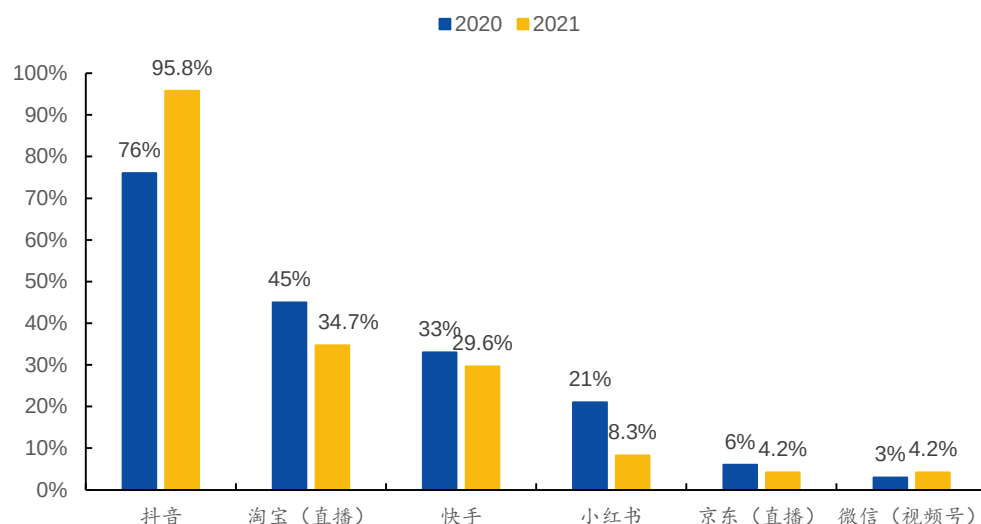
图 27：2020-2021 年典型业务实现盈利的 MCN 数量占比



资料来源：克劳锐，国元证券研究所

抖音、淘宝直播和快手为 MCN 机构直播带货布局主阵地，头部机构饱和稳定，GMV 体量大。2021 年，MCN 机构选择以抖音、淘宝直播、快手为直播带货平台的占比分别为 95.8%/34.7%/29.6%。其中抖音占比较上年提升 19.8pct，是对 MCN 机构吸引力最强的平台，淘宝直播和快手的占比较上年分别下降 10.3pct/3.4pct。从各平台机构来看，抖音平台拥有无忧传媒、交个朋友、遥望网络等头部 MCN 机构。快手平台上，以辛选集团实力最强，2021 年实现 GMV 体量在 300-500 亿元之间，遥望网络瑜大公子位列第二位。淘宝直播以美 ONE、君盟为主，拥有李佳琦等超头主播，贡献高额收入。

图 28：2021 年中国 MCN 机构直播带货平台选择



资料来源：克劳锐，国元证券研究所 注：调研周期为 2022.1-2022.3，总样本量为 600

表 3：各平台主要 MCN 机构表现情况

平台	MCN 机构	成立时间	2021 年 GMV (亿元)	主要 KOL
抖音	无忧传媒	2016 年	10-30	多余和毛毛姐、温精灵
	交个朋友	2020 年	50	罗永浩
	遥望网络	2010 年	102.55	贾乃亮、黄圣依
快手	辛选集团	2017 年	300-500	辛巴、蛋蛋小朋友
	遥望网络	2010 年	102.55	瑜大公子
	谦寻	2017 年	500	林依轮
淘宝直播	美 ONE	2014 年	300-500	李佳琦
	君盟	2020 年	100-300	烈儿宝贝

资料来源：新播场，公司公告，国元证券研究所

政策面上，监管对于直播电商日渐趋严，中小机构长尾出清。直播电商行业快速发展的同时，主播素质参差不齐带来交易风险，虚假宣传、售后难维权难等问题频发。对此，国家相关部门陆续出台相应的法律规范，明确直播营销平台、MCN 机构和主播等多方人员履行网络交易过程中的责任和义务，加强日常监管，强化违规处置，有利于直播电商规范运营、有序发展。行业政策趋严，行业门槛随之提升，对现有 MCN 机构的综合能力和合规性同样提出更高要求，将加速中小 MCN 机构洗牌。

表 4：2021 年以来直播电商和 MCN 机构相关规范

时间	发布机构	相关文件/专项行动	主要内容
2021.3.15	市场监督管理总局	《网络交易监督管理办法》	对当前“社交电商”“直播带货”等网络交易活动中的经营者定位作出了明确规范；网络社交、网络直播等网络服务提供者作为经营者同时提供网络经营场所、商品浏览、订单生成、在线支付等网络交易平台服务的，应当依法履行网络交易平台经营者的义务
2021.4.23	国家互联网信息办公室等七部门联合发布	《网络直播营销管理暂行办法（试行）》	对直播营销平台、直播间运营者和直播营销人员的行为规范和责任规范作了明确规定
2021.10.26	商务部、网信办、发展改革委	《“十四五”电子商务发展推动直播电商、短视频电商等电商新模式向农村普及。健全电子商务行业标准，重点开展直播电商、社交电商、农村电商等新业态标准研制	集中整治 MCN 机构及其旗下账号违法违规行；督促重点网站平台建立 MCN
2022.3.17	网信办	“清朗·MCN 机构信息机构分级管理制度，通过平台 MCN 机构入驻协议，明确 MCN 机构信息内容乱象整治”专项行动活动标准和责任，加强日常监管，定期开展培训，加强信息披露，建立专门举报受理渠道，强化违规处置	
2022.3.30	网信办、国家税务总局、国家市场监督管理总局	《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业分类管理；依法履行个人所得税代扣代缴义务；保护网络直播平台、网络直播服务健康发展的意见》	务机构、网络直播发布者依法规范开展生产经营活动的各项合法权益
2022.4.15	网信办、国家税务总局、国家市场监督管理总局	“清朗·整治网络直播、坚决整治直播间营造虚假人气、虚假带货量，短视频账号营造虚假流量等行为；短视频领域乱象”专项行动从严整治账号管理问题，包括将严管“网红账号”、MCN 机构账号，强化账号全流程管理	
2022.6.22	国家广播电视总局、文化和旅游部	《网络主播行为规范》	规范网络主播从业行为，网络主播不得营销假冒伪劣、侵犯知识产权或不符合保障人身、财产安全要求的商品，虚构或者篡改交易、关注度、浏览量、点赞量等数据流量造假；不得夸张宣传误导消费者，通过虚假承诺诱骗消费者，使用绝对化用语，未经许可直播销售专营、专卖物品

资料来源：市场监督管理总局，网信办，商务部，国家广电总局，文旅部，国元证券研究所

4. 公司分析：构建标准化直播运营平台，发力非标打造新增长

4.1 “人-货-场”运营持续升级，赋能移动互联网业务

公司并购遥望网络以来互联网广告业务迅速发展成为核心业务，以“人-货-场”商业逻辑，连接明星、达人与商家的社交电商服务，位于抖音、快手 MCN 机构排行头部。通过完善前端主播矩阵、加强后端供应链和标准化平台建设等举措，构建竞争壁垒，稳固自身头部地位。

4.1.1 艺人签约量扩增，主播矩阵不断完善

遥望网络加大短视频平台投入力度，持续扩充签约主播数量，完善主播梯队。截至 2022 年 3 月 31 日，遥望网络签约艺人/主播/达人共 229 位，外部合作主播 230 余位，其中签约艺人 33 位，包括贾乃亮、王祖蓝、张柏芝等，主播 87 位，包含头部美妆主播瑜大公子、酒类主播李宣卓等。公司持续扩增艺人签约量，推动在抖音、快手平台的业务规模快速扩张。2022 年上半年，公司累计签约艺人超过 40 位，新增黄圣依、杨子、郑秀妍等艺人，并快速布局服装直播带货的主播梯队，包含恩佳、雪宝、橙子大大等。

图 29：遥望网络合作艺人

图 30：遥望网络合作主播



资料来源：公司官网，国元证券研究所

资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司精细化运营，在双平台位居头部，艺人/主播带货品类由垂类向全品类拓展。2021 年公司 GMV 为 102.55 亿元，在抖音、快手平台位居头部。旗下有多位艺人/主播场均销售额突破百万级，带货商品覆盖全品类。抖音平台侧，公司以签约明星主播为主，通过系统培训快速实现冷启动，明星主播贾乃亮近一个月场均销售额为 2144.43 万元，618 期间三场直播总额 GMV 超 3.42 亿，单场 GMV 破亿，刷新抖音平台销售记录品牌 5 个。签约杨子、黄圣依夫妇在 618 购物节活动期间 GMV 达到 1.51 亿元。快手平台侧，公司孵化出瑜大公子、李宣卓等为代表的百余位主播达人。瑜大公子目前拥有超 3000 万粉丝量，由原先美妆垂类领域发展为全品类覆盖，快手 616 购物节期间直播间总 GMV3.64 亿，场均 GMV 超 1 亿。合资公司望望龙签约艺人七爷深耕珠宝领域，在 717 年度粉丝购物节单场销售额达 5200 万以上。

表 5：遥望网络部分旗下艺人/主播直播带货情况（2022.8.6-2022.9.6）

平台	艺人/主播	粉丝量 (万人)	直播场次	商品销售额 (亿元)	场均销售额 (万元)	场均销量 (万)	上架商品 (件)	销量 Top3 商品品类
抖音	贾乃亮	2917.69	4	1.95	3905.18	53.89	150	家居生活、美妆护肤、图书文娱
	黄圣依	1640.86	10	0.7	701.96	22.93	170	家居生活、美妆护肤、服装鞋帽
	沈涛	1084.62	14	0.23	162.14	3.66	428	美妆护肤、家居生活、食品饮料
	娄艺潇	2283.91	23	0.53	230.07	5.75	379	美妆护肤、家居生活、服装鞋帽
	陈嘉佳	115.99	23	0.05	23.45	0.32	142	食品饮料、美妆护肤、家居生活
快手	瑜大公子	3422.68	15	2.55	1700.73	25.94	788	家居生活、美妆护肤、食品
	李宣卓	1197.7	26	1.02	392.28	1.72	940	食品、3C 数码、家居生活
	七爷	451.44	17	0.64	374.56	1.39	735	服装鞋帽、珠宝钟表、食品
	橙子大大	525.73	22	0.15	67.18	0.38	842	服装鞋帽、家居生活、食品
	雪宝	250.01	18	0.12	64.25	1.49	1520	服装鞋帽、家居生活、母婴/乐器

资料来源：新抖数据，新快数据，国元证券研究所

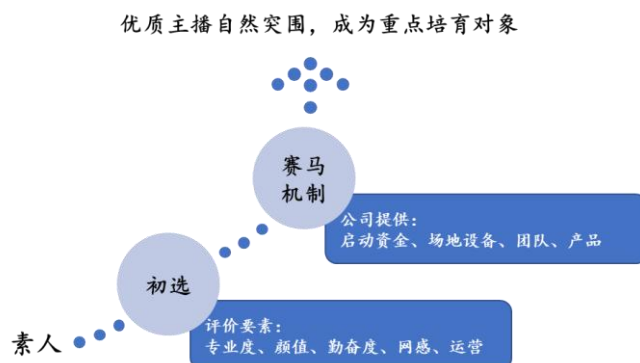
打造可复制的标准化主播孵化流程，赛马机制挑选优质主播。公司首先通过评价素人的专业度、颜值、勤奋度、网感和运营能力，初步选出数名素人；经过初选的主播将通过赛马机制再次筛选，公司为其提供启动资金、场地设备、运营团队和供应链支持，在 2-3 个月时间内根据带货表现选出实力强劲的主播。通过赛马机制，公司孵化出快手平台瑜大公子、李宣卓等优质主播。目前，公司主播矩阵中，明星主播与素人主播两个赛道并行，素人主播前期可以在明星直播间当助播，积累一定流量之后再行独立直播，形成可复制的标准化主播孵化方式。

图 31：2022 年杨子&黄圣依抖音 618 购物节直播



资料来源：遥望网络公众号，国元证券研究所

图 32：公司主播孵化赛马机制



资料来源：公司公告，国元证券研究所

打造“遥望未来站”官方品牌直播号，提升直播频次推动 GMV 增长。直播号于 9 月 19 日在抖音平台正式开播，着重为优质农产品、国货产品打造更高直播频次和时长的新平台。根据官方数据显示，首播当日其直播间涨粉超 150 万，最高在线人数超 50 万，人均停留 5 分钟以上，冷启动第二日单场 GMV 过亿，表现亮眼，后续实现常规稳定播放后有望推动 GMV 实现稳步增长。

图 33：“遥望未来站”第二日单场 GMV 过亿



资料来源：遥望未来站抖音号，国元证券研究所

图 34：遥望数字影棚实现虚拟场景切换



资料来源：遥望网络公众号，国元证券研究所

4.1.2 整合供应链资源，完善供应链组织及服务

加强供应链建设，完善品控、物流、售后等各个环节。公司自 2019 年开始储备供应链，未来计划通过“自营仓+合作仓+认证仓”模式搭建覆盖全国的仓配网络。在供应链组织及服务上，公司打造“5 分钟、1 小时、24 小时”售后保障机制，提升用户体验。为保证后端产品供应链的品质，公司建立品质管理人员专岗对供应商进行验货验仓，进一步完善选品流程，包含三轮筛选：首先是招商团队直接对接品牌客户进行第一轮筛选，考察产品品质；排播中心进行第二轮筛选，把每个产品打乱重组，适配主播定位，分配到每个直播间；最后进入工作室，主播和选品团队进行筛选。遥望网络也成立了相关的质检团队，从源头降低直播带货风险。

合作品牌数量众多，覆盖品类丰富。目前公司累计客户数量超过 2 万家，积累优质商品 SKU 几十万个，并且不断扩充细分品类并提升商品丰富度，目前包含美妆、个护家清、智能家居、服饰箱包、母婴图书、滋补保健、珠宝手表、酒水、食品饮料、虚拟等 10 大类目，采用投资、合资、战略合作等形式进一步深入供应链端。同时与更多海外品牌或供应链渠道形成良好合作，与银泰商城、海旅免税等优质商品供应链建立战略合作关系。

图 35：公司部分合作品牌

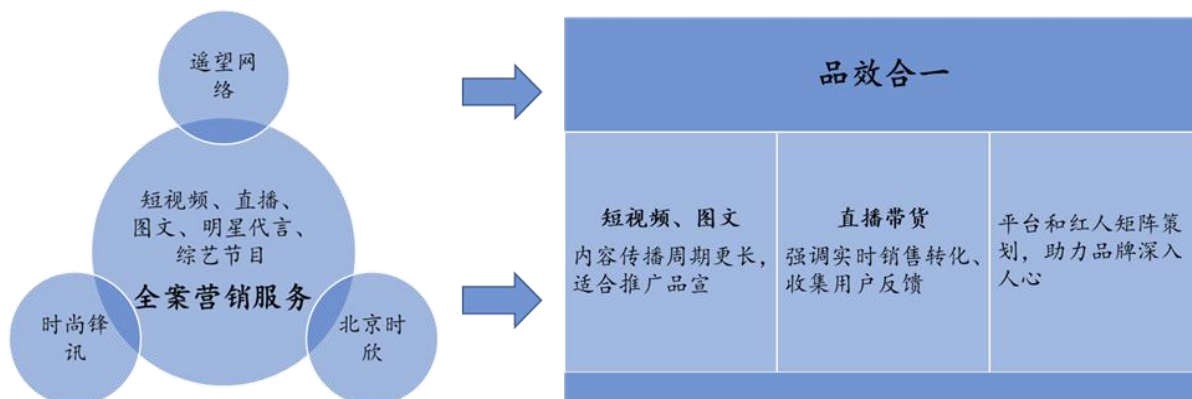


资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.1.3 全案营销持续发力，促进品效合一

提升全案营销能力，助力品牌客户快速发展。遥望网络、时代锋讯与北京时欣展开合作，综合布局短视频、直播、图文、明星代言、综艺节目等领域的全案营销服务。遥望网络基于自身直播带货业务品牌客户的积淀，结合不同品类的消费特点为品牌客户提供不限于“短视频+直播”的全案营销服务，发挥短视频、图文内容传播周期长和带货直播实时销售转化强的优势，更好地促进品效合一，同时充分利用明星红人的影响力，助力品牌推广，提高公司互联网营销业务的整体规模。

图 36：公司全案营销方式



资料来源：公司公告，国元证券研究所

4.2 “遥望云”助力直播运营标准化，为业务规模化扩张奠定基础

遥望云平台实现直播运营全链路管理的精细化、标准化、数字化，以大中台、小前台模式助力降本增效。2021 年四季度末公司“遥望云”云中台系统完整上线，该平台包括电商云、直播云、工具云多个板块，涵盖对供应商、主播、员工等多方主体的长期管理。平台能够帮助直播运营团队减少重复性工作，构建了较深的系统和信息化壁垒，为公司业务在规模化、标准化、数据化等各方面提供了较大助力，近期会将 OKR 整合至遥望云系统中，进一步完善系统建设。

图 37：“遥望云”平台界面展示



资料来源：遥望网络公众号，国元证券研究所

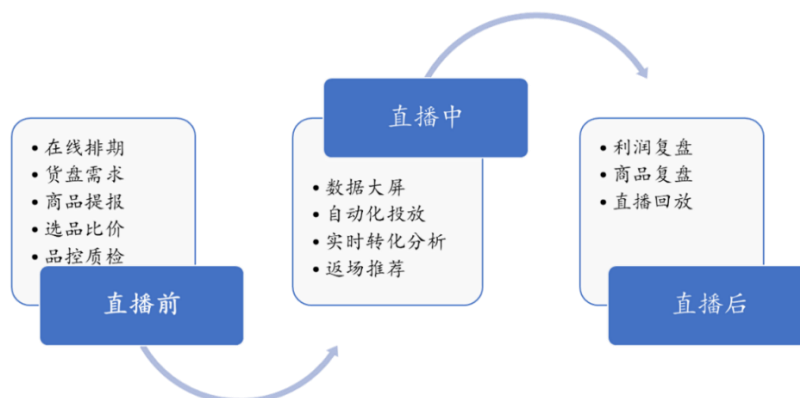
图 38：“遥望云”平台部分板块



资料来源：公司公告，国元证券研究所

平台实现播前、播中、播后三个环节的监管与运营。直播前，能够进行供应商管理，反馈供应商信用状态，从源头保障产品质量；合理安排直播时间和开播频率；通过需求匹配实现高校选品；直播中，通过中控平台实现实时数据反馈，分析流量波动原因，提示应对方案；直播后，提供录屏等记录，用于利润复盘、商品复盘。平台形成完整直播运营链路的反馈，将有助于推进直播标准化流程落地，加速直播运营团队孵化。

图 39：“遥望云”线上化直播流程

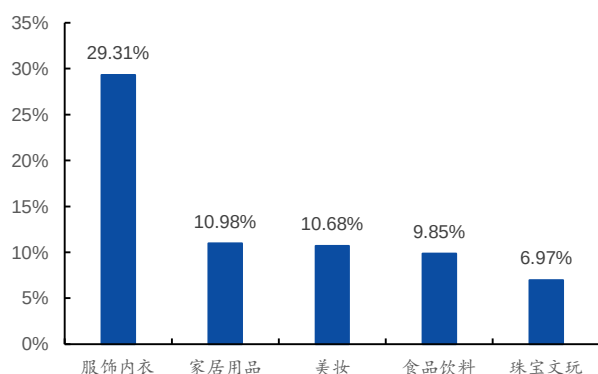


资料来源：公司官网，国元证券研究所

4.3 发力非标品领域服装赛道，打造新增长点

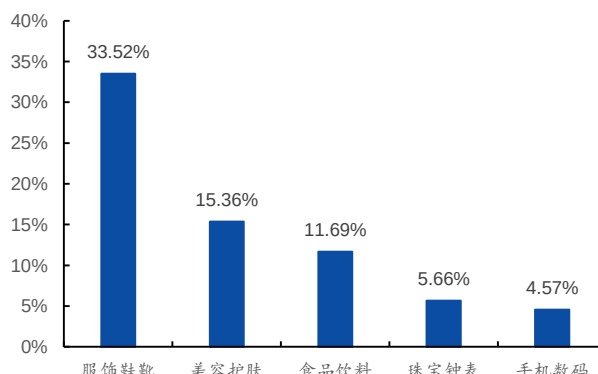
拓展非标领域，构建 SaaS 服务平台，打造业务新增长点。2022 年 618 期间，非标领域服饰、珠宝的市场份额均进入抖音、快手两平台排行榜 Top5，其中服饰类位居榜首，市场体量庞大。公司 2022 年以来努力确保标品领域稳定增长的同时，积极切入非标类目的服饰领域，首创基于“遥望云”平台构建开放式服务于海量服装类主播、供应链、服务商的 SaaS 平台，力争在服装类目大市场中快速成长，使非标领域成为公司未来两三年内新的核心增长点。

图 40：2022 年 618 抖音各品类市场份额 Top5



资料来源：飞瓜数据，国元证券研究所

图 41：2022 年 618 快手各品类市场份额 Top5



资料来源：飞瓜数据，国元证券研究所

兴遥临平服装仓启用，加速打造一站式仓配服务。2022 年 6 月 1 日，公司兴遥临平仓启用，兴遥临平仓是遥望网络自营仓，初期规划面积达 3 万多平米，第一期首开仓库为标准服装仓，已有 YKYB、N+恩佳、adidas、Nike、摇滚动物园等遥望网络合作的国内外知名品牌入驻。第二、三期正在建设中，除服装品类外，还规划有一般标品、冷链恒温等多种仓配业务模式。兴遥临平仓将通过实施部署 WMS 仓储管理系统，实现仓储信息化、数字化、精细化管理。公司预计至 2022 年底，兴遥临平仓日发货单

量可达 20 万单，能支持临平服装业务月 15 亿 GMV 销售目标。

搭建服装采销产业基地，供应链流转系统化。公司目前正在建设临平“数字化服装采销产业基地”项目，项目建成后旨在打造全天不间断营业的商业综合体场景，承载服装领域供应链流转的线下样品以及大小服装主播的入驻，实现全品类服装“漏斗式”的充分销售，减少库存。

图 42：兴遥临平仓



资料来源：遥望网络公众号，国元证券研究所

图 43：“数字化服装采销产业基地”项目启动签约



资料来源：遥望网络公众号，国元证券研究所

4.4 创新数字业务，布局海外市场，培育发展新动能

前瞻性布局数字业务，赋能互联网营销。公司已推出首位虚拟数字人“孔襄”、孪生主播技术、数字藏品以及数字影棚等数字资产库创新成果。今年 4 月，公司推出首位数字虚拟人“孔襄”，与薇姿、NYX、斯凯奇等品牌达成合作。“孔襄”具有深度学习功能，未来将赋能更多直播场景、电视剧和综艺，创造更多趣味内容。孪生主播技术则可于短期内在短视频、直播、TVC 中实现对任意主播的复制，让模型的表情、脸部细节定位完全达到真人表演者同步的状态。目前该技术可以支持一人同屏更换、多人同屏只更换一人。该技术投入使用后，能够延长主播直播时间，丰富公司主播资源。

图 44：公司首款数字虚拟人“孔襄”



资料来源：公司网站，国元证券研究所

图 45：公司旗下主播展示孪生主播技术



资料来源：快手账号@瑜大公子，国元证券研究所

公司利用 IP 和明星资源发布数字藏品。“孔襄” NFT 发发售仅一天已有超 5 万人预约报名，最终 2 万份全部售罄，限量 1 份的“孔襄·新生”以 13.45 万元成交。未

来公司计划上线数字潮流街区的线上化平台，将明星的粉丝经济、数字藏品和实物电商相结合。

图 46：虚拟人“孔襄”数字藏品发售



资料来源：遥望网络公众号，国元证券研究所

图 47：望望龙数字徽章



资料来源：公司官网，国元证券研究所

数字影棚领域探索稳步进行，拥有广泛应用前景。今年上半年公司成功打造出第一个标准化数字虚拟影棚，并于5月全面投入使用，屏幕尺寸达350-400平方米，是国内现有最大的尺寸。该影棚运用通过与数字虚拟拍摄技术的结合，可突破传统拍摄中距离、天气、交通、安全等因素的制约，实现电影级质量的拍摄，节省制作成本的同时提高效率。目前影棚已接到艺人MV、宣传片等业务，未来可广泛用于直播、短视频、影视剧、数字藏品发行、品牌代言等多个领域。

图 48：公司数字影棚展示



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 49：公司旗下艺人使用数字影棚直播



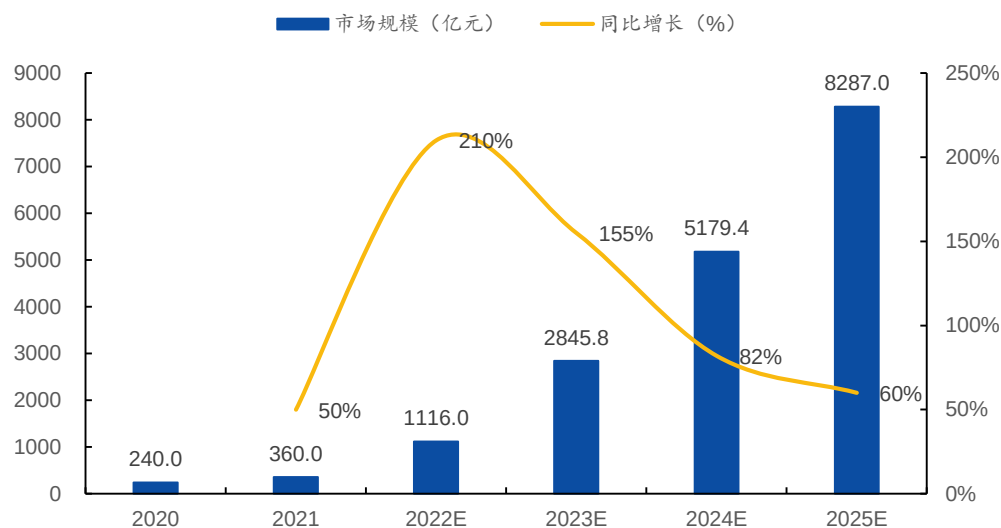
资料来源：遥望网络公众号，国元证券研究所

发力品牌出海新赛道，着眼全球布局。根据艾媒数据，2021年我国跨境直播电商市场规模达360亿元，较2020年同比增加50%。Tik Tok等电商平台的火爆，使得各大平台也将争相入局，预计我国跨境直播市场未来四年内仍呈上升趋势，2022年市场规模将达1116亿元，同比增长率高达210%。

随着公司在国内直播电商领域、短视频业务的逐渐成熟，公司将发力海外市场，打造全球KOL/KOC矩阵，在Tiktok、Facebook等各大平台开展业务，进行专业化运营全球直播。2022年3月，公司作为Tiktok核心合作伙伴，首先在英国实现了短视

频及直播业务的落地，同时也在逐渐开拓欧洲其他市场、以及东南亚、美国市场。公司还将在海外打造垂类独立站，精细化私域运营，做到全球布局、全网营销。海外市场将带来更多成长空间。

图 50：中国跨境直播电商市场规模



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

1) 社交电商服务：公司扩增签约主播矩阵，整合资源提供一体化的供应链保障，扩充细分品类，建设遥望云平台提升运营效率，2022 年公司切入非标服装领域，提供 SaaS 服务，有望带来业务增量。预计社交电商业务 2022 年-2024 年实现收入 34.79/54.33/70.63 亿元。2) 互联网广告代理业务：重点转向“短视频+直播”的全案营销服务，短视频平台广告需求有望带动业务快速增长，预计 2022 年-2021 年实现收入 7.58/10.04/12.06 亿元。3) 互联网广告投放业务：主要为传统广告投放及游戏推广，预计 2022 年-2024 年收入为 0.82/0.45/0.27 亿元。4) 鞋类业务：2022 年鞋类业务挂牌转让，预计年内完成剥离，预计 2022 年实现收入 2.10 亿元，2023 年起不再带来收入。

选取天下秀、壹网壹创、值得买作为同行业可比公司，2022-2024 年可比公司估值均值为 22x/17x/13x。考虑到公司作为头部 MCN 机构，主播团队、供应链、中台架构积累竞争优势，预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 45.39/64.98/83.18 亿元。实现归母净利润分别为 6.17/9.76/12.77 亿元，EPS 为 0.68/1.07/1.40 元/股，对应 PE 为 23x/15x/11x，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS (元/股)				PE			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600556.SH	天下秀	6.53	11,804.59	0.20	0.30	0.39	0.63	32.65	21.77	16.74	10.37
300792.SZ	壹网壹创	26.91	6,422.73	1.37	1.42	1.72	2.01	19.64	19.01	15.65	13.39
300785.SZ	值得买	35.30	4,696.10	2.02	1.38	1.79	2.23	17.48	25.53	19.72	15.83
	平均								22.10	17.37	13.19
002291.SZ	星期六	15.71	14,315.43	-0.77	0.68	1.07	1.40	-	23.17	14.64	11.20

资料来源：wind，国元证券研究所 注：可比公司预测值采用 wind 一致预期，收盘价日期为 2022.9.21

6. 风险提示

行业监管趋严风险、宏观经济风险、疫情反复风险、鞋业剥离进度不及预期风险、市场竞争加剧风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2968.19	4581.11	5738.61	6999.89	8598.68
现金	234.46	2245.95	2075.57	1885.70	2103.03
应收账款	1180.10	1082.80	1737.83	2489.35	3188.66
其他应收款	57.13	85.78	139.06	194.42	251.67
预付账款	172.80	270.78	393.96	539.57	689.61
存货	1281.44	799.94	1296.42	1795.10	2269.95
其他流动资产	42.27	95.86	95.76	95.76	95.76
非流动资产	2434.35	2480.82	2419.90	2335.55	2237.48
长期投资	67.67	78.42	78.42	78.42	78.42
固定资产	114.72	89.03	97.74	95.75	88.41
无形资产	135.75	131.77	152.56	170.93	184.71
其他非流动资产	2116.21	2181.61	2091.18	1990.45	1885.95
资产总计	5402.54	7061.93	8158.50	9335.44	10836.16
流动负债	2005.74	1380.17	1875.02	2043.28	2233.52
短期借款	646.94	584.16	612.45	608.77	605.90
应付账款	267.32	234.89	513.23	649.71	816.57
其他流动负债	1091.48	561.11	749.33	784.80	811.05
非流动负债	31.06	85.33	42.67	49.78	53.33
长期借款	30.09	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.97	85.33	42.67	49.78	53.33
负债合计	2036.79	1465.50	1917.68	2093.06	2286.85
少数股东权益	39.38	28.22	50.18	76.64	107.32
股本	738.49	909.84	909.84	909.84	909.84
资本公积	2276.90	5106.06	5106.06	5106.06	5106.06
留存收益	311.79	-388.20	228.63	1204.83	2481.46
归属母公司股东权益	3326.36	5568.21	6190.64	7165.74	8441.99
负债和股东权益	5402.54	7061.93	8158.50	9335.44	10836.16

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	-7.62	223.26	18.88	-50.44	351.16
净利润	27.39	-695.36	638.79	1002.65	1307.31
折旧摊销	109.26	135.13	116.88	121.65	123.04
财务费用	88.62	87.19	29.49	28.33	25.39
投资损失	-4.80	-20.59	-13.69	-14.51	-15.25
营运资金变动	-326.66	98.62	-830.09	-1421.43	-1301.30
其他经营现金流	98.56	618.27	77.50	232.87	211.97
投资活动现金流	-564.40	-322.54	-156.09	-106.33	-105.17
资本支出	340.06	220.93	0.00	0.00	0.00
长期投资	124.70	97.15	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-99.63	-4.47	-156.09	-106.33	-105.17
筹资活动现金流	584.52	2108.34	-33.17	-33.11	-28.65
短期借款	18.59	-62.78	28.29	-3.68	-2.87
长期借款	30.09	-30.09	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	171.35	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-53.29	2829.16	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	589.13	-799.30	-61.46	-29.43	-25.78
现金净增加额	12.62	2009.05	-170.37	-189.88	217.34

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2150.94	2811.19	4538.84	6498.47	8317.73
营业成本	1446.72	2356.99	3202.37	4507.21	5746.25
营业税金及附加	5.84	7.92	16.88	21.12	27.73
营业费用	320.78	243.02	213.33	324.92	415.89
管理费用	134.08	265.93	317.72	454.89	582.24
研发费用	42.26	68.69	79.00	94.79	118.49
财务费用	88.62	87.19	29.49	28.33	25.39
资产减值损失	-57.89	-481.62	-12.11	-8.32	-13.58
公允价值变动收益	0.00	0.24	0.12	0.14	0.15
投资净收益	4.80	20.59	13.69	14.51	15.25
营业利润	40.50	-689.64	687.15	1077.89	1405.24
营业外收入	11.69	4.52	6.56	6.73	6.30
营业外支出	4.43	14.11	9.04	9.96	10.35
利润总额	47.76	-699.23	684.66	1074.65	1401.19
所得税	20.37	-3.87	45.87	72.00	93.88
净利润	27.39	-695.36	638.79	1002.65	1307.31
少数股东损益	3.09	4.64	21.96	26.46	30.68
归属母公司净利润	24.30	-699.99	616.83	976.19	1276.63
EBITDA	238.39	-467.32	833.53	1227.87	1553.66
EPS (元)	0.03	-0.77	0.68	1.07	1.40

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	3.89	30.70	61.46	43.17	28.00
营业利润 (%)	-76.60	-1802.79	199.64	56.86	30.37
归属母公司净利润 (%)	-83.85	-2980.90	188.12	58.26	30.78
获利能力					
毛利率 (%)	32.74	16.16	29.45	30.64	30.92
净利率 (%)	1.13	-24.90	13.59	15.02	15.35
ROE (%)	0.73	-12.57	9.96	13.62	15.12
ROIC (%)	1.79	-15.61	14.78	18.33	20.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.70	20.75	23.51	22.42	21.10
净负债比率 (%)	42.59	44.47	33.50	30.52	27.81
流动比率	1.48	3.32	3.06	3.43	3.85
速动比率	0.76	2.53	2.21	2.32	2.56
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.45	0.60	0.74	0.82
应收账款周转率	1.55	2.25	2.92	2.79	2.66
应付账款周转率	4.98	9.39	8.56	7.75	7.84
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.03	-0.77	0.68	1.07	1.40
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.01	0.25	0.02	-0.06	0.39
每股净资产 (最新摊薄)	3.66	6.12	6.80	7.88	9.28
估值比率					
P/E	588.27	-20.42	23.17	14.64	11.20
P/B	4.30	2.57	2.31	1.99	1.69
EV/EBITDA	52.17	-26.61	14.92	10.13	8.01

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188