

星期六 (002291.SZ)

电商新势力，直播带货赛道的领跑者

核心观点：

- **子公司遥望网络是快手抖音等内容平台的电商头部服务商，业务进入快速增长期。**星期六原主营业务为时尚皮鞋的生产和销售；2017 年收购时尚锋迅及北京时欣，切入新媒体营销；2019 年收购遥望网络再丰富互联网营销业务。遥望网络在前端通过自主培养+外部签约形成主播矩阵，签约及孵化短视频平台 IP 合计 205 个、明星及主播数量 96 位，沉淀出精准电商粉丝，带货效率高。后端供应链积极与品牌合作，利用品牌好货塑造主播口碑、增强用户粘性，成立“摇篮基金”保障售后服务；搭建中国（杭州）直播电商产业基地（遥望直播电商产业园），帮助主播与品牌高效对接，同时提供设施、培训、各类供应链服务。
- **直播电商增长迅猛，服务商大有发展空间。**直播电商是电商行业中红利确定性最强的赛道，平台资源倾斜、品牌方大举投入、用户心智建立，各方贡献均推动着赛道高速增长。对比传统电商平台，快手、抖音等内容平台的电商运营多了一层主播管理，商品与主播的匹配更为复杂，且行业快速发展的过程中，平台政策更新频繁，需要专业团队紧跟赛道动态、调整运营策略，服务商需求量巨大。随着行业模式逐步成熟，专业型服务商也将走向功能整合，为品牌提供品效合一的综合营销或成为大型的供应链组织者；在这一过程中，对前端流量有掌控力、同时有后端供应链管理能力的服务商将有更强的竞争力。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测星期六 2020-2022 年营业收入分别为 23.8/36.8/52.5 亿元，净利润分别为 2.1/6.0/8.3 亿元。采用分部估值法，加总女鞋、媒体业务、遥望网络三部分估值，测算星期六上市公司合理总市值约为 200 亿元，对应合理价值 27.02 元/股（暂未考虑增厚摊薄因素），首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**女鞋业务持续下滑、存货减值风险；股东减持风险；直播销售快速增长引发供应链及商品质量问题；行业红利消失快于预期。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,532	2,092	2,382	3,681	5,251
增长率(%)	1.9	36.6	13.9	54.6	42.7
EBITDA(百万元)	160	435	443	755	1,003
归母净利润(百万元)	9	150	214	605	828
增长率(%)	102.5	1582.0	42.2	183.0	37.0
EPS（元/股）	0.02	0.20	0.29	0.82	1.12
市盈率（P/E）	200.50	96.67	64.87	22.92	16.73
市净率（P/B）	1.20	4.32	3.88	3.32	2.77
EV/EBITDA	13.33	34.83	31.06	17.52	12.85

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

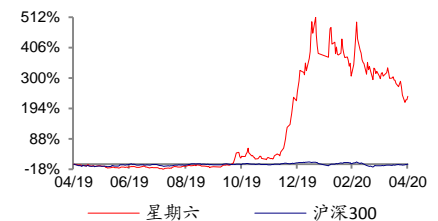
当前价格	18.77 元
合理价值	27.02 元
报告日期	2020-05-05

买入

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	738.49/534.66
总市值/流通市值（百万元）	13861/10035
一年内最高/最低（元）	34.10/4.56
30 日日均成交量/成交额（百万）	27.4/584.8
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-28.74/166.24

相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-60750604

mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

胡幸

huxing@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、女鞋龙头转型互联网营销	5
(一) 女鞋龙头转型互联网营销	5
(二) 股权结构情况	6
二、女鞋业务仍处调整期，未来有望企稳	7
三、时尚新媒体业务提升消费市场影响力，增厚业绩同时与其他业务形成有效协同	9
(一) “优质内容+全网布局”，进一步提升消费者影响力	11
(二) 多元化流量有效变现，显著增厚公司业绩	12
(三) 巩固时尚 MCN 影响力，助力女鞋销售	13
四、收购直播电商服务商龙头遥望网络，切入社交电商红利赛道	14
(一) 广告分发、游戏推广、微信营销为基础，深度布局社交电商领域	14
(二) 直播电商赛道红利确定性强，服务商成长空间广阔	16
(三) 遥望网络是兼具前端流量和后端供应链能力的龙头	21
五、盈利预测与投资建议	23
六、风险提示	25

图表索引

图 1: 星期六营业总收入及增速.....	5
图 2: 星期六归母净利润及增速.....	5
图 3: 各业务收入分布 (亿元)	6
图 4: 毛利率及净利率	6
图 5: 公司股权结构 (截止 2020 年 3 月 31 日)	6
图 6: 鞋类业务收入 (亿元, %)	7
图 7: 鞋类渠道数量 (家)	7
图 8: 服装鞋帽针织纺织品类销售额同比增速	8
图 9: 中国女鞋市场规模 (亿元)	8
图 10: 行业内品牌鞋类业务营收变动 (亿元)	8
图 11: 行业内品牌鞋类业务营收增速	8
图 12: 鞋类业务收入	9
图 13: 鞋类渠道数目变化 (家)	9
图 14: 女鞋渠道店效变动 (万元/店)	9
图 15: 星期六积极通过直播渠道销售	9
图 16: Onlylady 官网	11
图 17: Kimiss 官网	11
图 18: Onlylady 生态链	12
图 19: 时尚锋迅和北京时欣合计营收情况	13
图 20: 佛山星期六时尚产业并购投资合伙企业净利润	13
图 21: Onlylady MCN 矩阵	14
图 22: 遥望网络业务历史沿革	14
图 23: 遥望网络主要业务布局	15
图 24: 遥望网络营收情况	16
图 25: 遥望网络归母净利润情况	16
图 26: 直播用户规模及渗透率 (亿人)	17
图 27: 国内 MCN 机构数量快速增长 (家)	17
图 28: 淘宝直播销售额快速快速增长	17
图 29: 淘宝直播各类目的流量均在快速提升 (单位: 观看人次)	18
图 30: 2020 年 2 月淘宝直播高速增长	19
图 31: 2020 年 4 月 1 日罗永浩直播间数据	19
图 32: 众多品牌进入快手直播, 形式多样	20
图 33: 快手电商推出品牌扶持计划	20
图 34: 瑜大公子粉丝情况 (万人)	22
图 35: 李宣卓粉丝情况 (万人)	22
图 36: 中国 (杭州) 直播电商产业基地发布会	23

表 1: 募集资金使用计划.....	6
表 2: 品牌体系一览.....	7
表 3: Onlylady 主要业务	10
表 4: Kimiss 主要业务.....	10
表 5: Onlylady 和 Kimiss 与外界合作活动	13
表 6: 淘宝“陪伴永不停歇”优惠政策.....	18
表 7: 遥望旗下抖音 IP 情况（至 2020 年 4 月 29 日）	21
表 8: 星期六经营关键指标预测.....	24
表 9: 可比公司估值表（市值为 2020 年 4 月 30 日收盘）	25

一、女鞋龙头转型互联网营销

(一) 女鞋龙头转型互联网营销

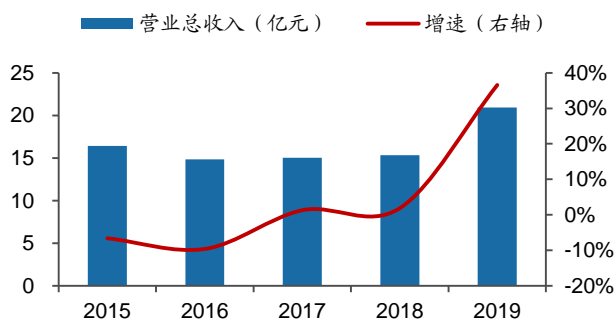
星期六是国内领先的鞋业品牌运营商，是深圳A股第一家上市的国内女鞋企业，主营业务为时尚皮鞋的生产和销售，目前是国内领先的中高端时尚品牌运营商之一。公司拥有“ST&SAT(星期六)”、“D:FUSE(迪芙斯)”、“SAFIYA(索菲娅)”、“SATURDAY MODE”、“FONDBERYL(菲伯丽尔)”等自有品牌。

2017年公司切入时尚新媒体营销领域，收购时尚锋迅83%股权及北京时欣80%股权。其中时尚锋迅主要经营Onlylady女人志互联网广告平台，负责Onlylady PC网站、移动终端APP、第三方平台账号运营，为用户提供时尚资讯服务；北京时欣主要经营Kimiss闺蜜网互联网广告平台，通过PC网站、闺蜜美妆APP以及第三方平台开设的官方账号为时尚女性提供专业资讯内容和优质互动服务。Onlylady和Kimiss主要收入来源均为广告业务收入。

2019年3月公司收购遥望网络88.57%股权，丰富互联网营销业务；同年8月，公司对遥望的持股比例增加至95.11%（剩余股权尚未完成过户）。遥望网络主要有传统互联网广告、基于微信的营销、社交电商三部分业务。遥望网络2018-2019年扣非归母净利润分别为1.68/2.16亿元，2020年业绩承诺为2.6亿元。

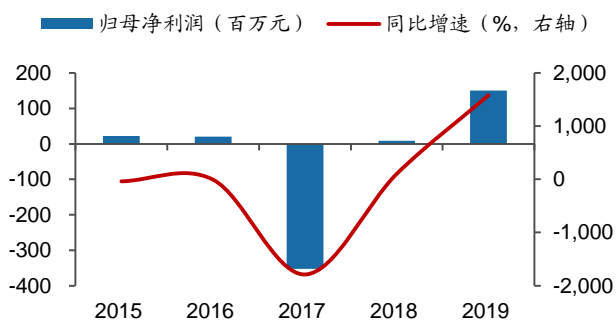
2017-2019年，上市公司营业收入分别为15.0/15.3/20.9亿元，归母净利润-3.5亿元/893万元/1.5亿元（2017计提资产减值损失4.25亿元，为业绩亏损主因）。2017年以来，互联网广告收入占比逐年提升：2017-2019年互联网广告收入为1.38/1.69/8.54亿元，收入占比9%/11%/41%。

图1：星期六营业总收入及增速



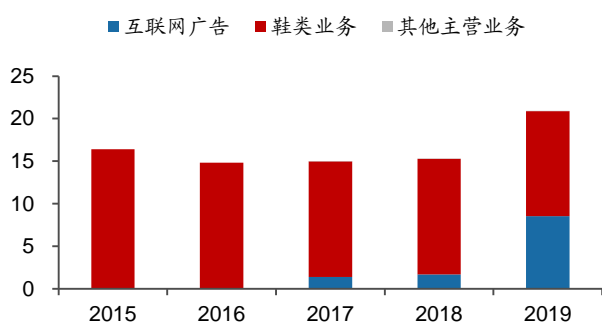
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：星期六归母净利润及增速



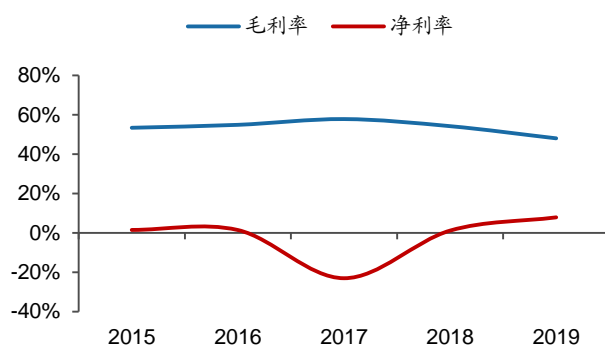
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3: 各业务收入分布 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 毛利率及净利率

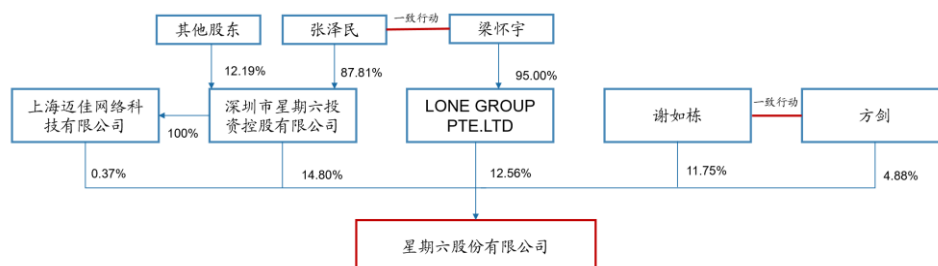


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 股权结构情况

公司第一大股东为深圳市星期六投资控股有限公司, 持有上市公司股权比例为 14.34% (截至2020年4月23日)。原星期六董事长兼总经理张泽民先生及其一致行动人梁怀宇通过深圳市星期六投资控股有限公司、LYONE GROUP、上海迈佳网络科技合计控制上市公司 27.3% 股份, 为上市公司的实际控制人。遥望网络董事长兼 CEO 谢如栋先生持股 11.75%、总裁兼 COO 方剑先生持股 4.88%, 二者为一致行动关系, 合计持股 16.63%。

图 5: 公司股权结构 (截止2020年3月31日)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2020年4月8日, 公司发布2020年度非公开发行A股股票预案, 计划向不超过35名特定对象发行不超过2.22亿股 (即本次发行前公司总股本的30%), 募集资金总额不超过29.7亿元, 募集资金净额将用于社交电商生态圈建设、数字营销云平台建设等项目。本次非公开发行方案尚需提交公司股东大会审议批准, 并经中国证券监督管理委员会核准后方可实施。

表1: 募集资金使用计划

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金额 (万元)
1	YOWANT 数字营销云平台建设项目	106,298	90,594
2	社交电商生态圈建设项目	142,849	79,122
3	创新技术研究院建设项目	39,142	38,491
4	补充流动资金和偿还银行借款	89,000	89,000
合计		377,288	297,207

数据来源: 星期六 2020 年度非公开发行 A 股股票预案, 广发证券发展研究中心

二、女鞋业务仍处调整期，未来有望企稳

星期六经营时尚女鞋业务历史长达20余年，涵盖业务环节包括女鞋的自主研发、设计、生产及销售环节，目前旗下拥有SA&SAT（星期六）、D:FUSE（迪芙斯）、SAFIYA（索菲娅）、FONDBERYL（菲伯丽尔）、SATURDAY MODE等品牌，风格多元，覆盖多个年龄层级的消费群体。

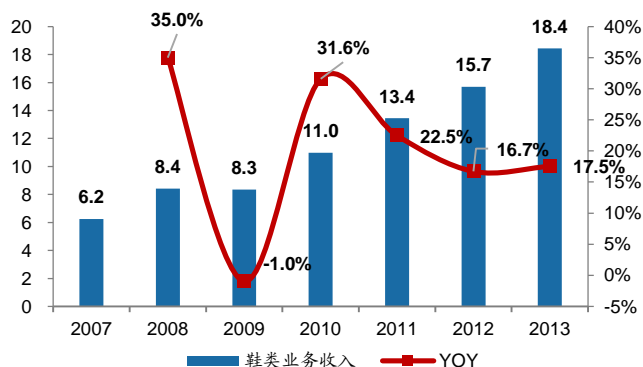
表 2：品牌体系一览

	ST&SAT	D:FUSE	SAFIYA	FONDBERYL
品牌风格	时尚流行 自我个性	北欧潮流 时尚利落	青春时尚 休闲运动	优雅时尚
主要消费人群	20-35 岁年轻时尚女性	都市年轻时尚女性	18-35 岁休闲时尚女性	25-40 岁时尚白领女性

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

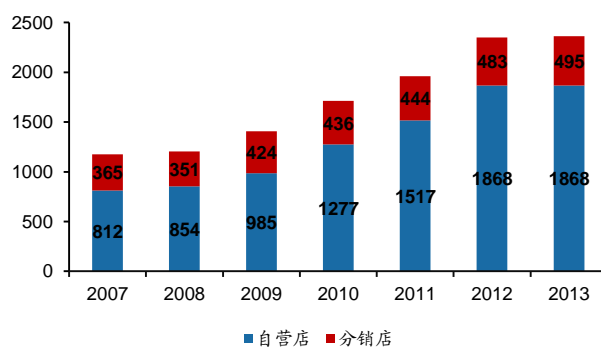
2013年以前，鞋类市场需求向好，产品具备竞争力，公司鞋类业务收入处于快速增长期。2007-2013年，公司鞋类业务收入从6.2亿增长到18.4亿，CAGR为19.8%。渠道数目从1177家达到2363家，CAGR为12.3%，其中自营渠道从812家达到1868家，经销渠道从365家达到495家。

图 6：鞋类业务收入（亿元，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

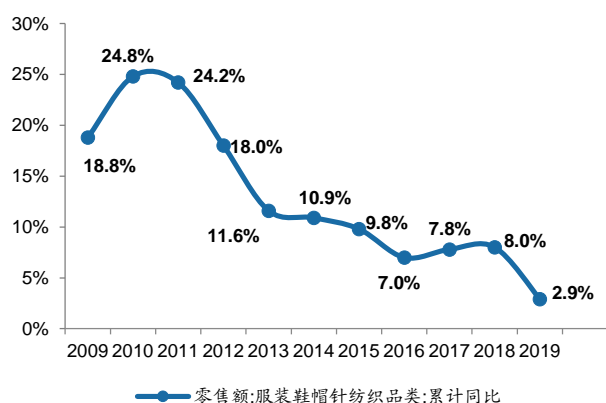
图 7：鞋类渠道数量（家）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

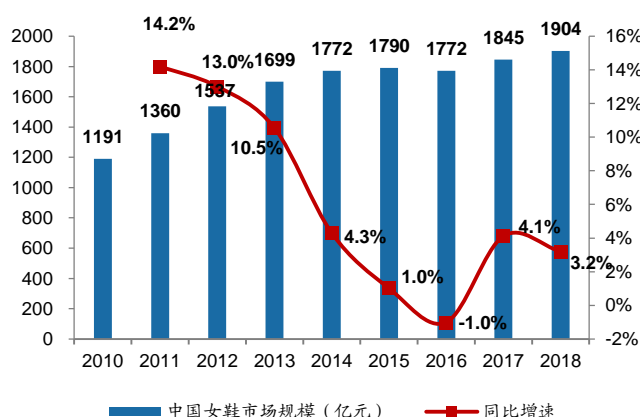
2013年至今国内女鞋市场增长放缓，时尚女鞋企业整体承压。近年来宏观经济增速放缓，服装鞋帽属于可选消费品受宏观经济环境影响较为明显。服装鞋帽纺织品零售额增速整体处于下降趋势，中国女鞋市场规模增速也逐步放缓。2013-2018年，中国女鞋市场规模从1699亿元增加至1904亿元，CAGR仅为2.3%。

图 8: 服装鞋帽针织纺织品类销售额同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

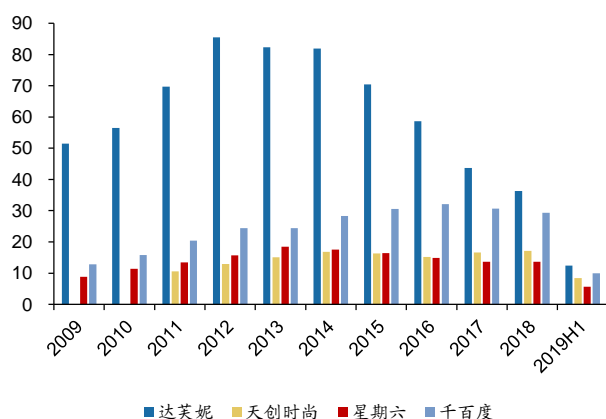
图 9: 中国女鞋市场规模 (亿元)



数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

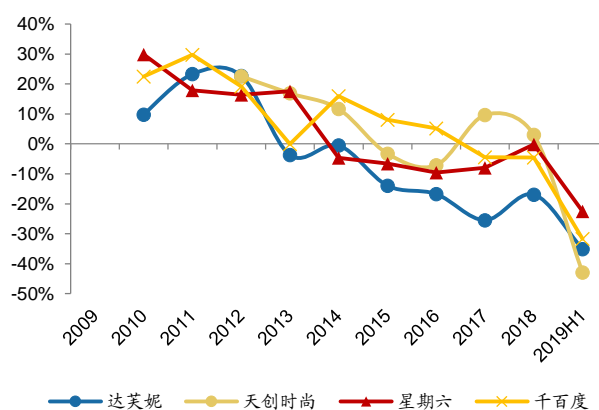
国内时尚女鞋企业面临行业下行压力, 收入持续下滑。星期六、达芙妮、天创时尚、千百度等企业收入增速均出现不同程度的下降。

图 10: 行业内品牌鞋类业务营收变动 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 行业内品牌鞋类业务营收增速



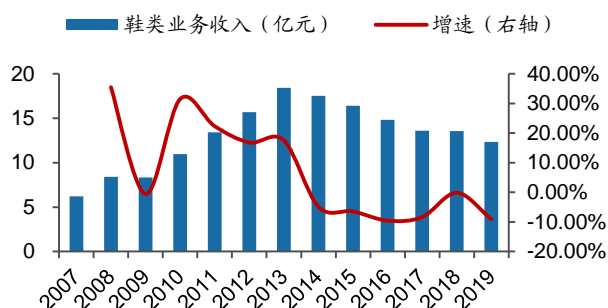
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司渠道目前仍处调整期。 2013年起, 公司持续进行渠道调整和优化, 主要通过关闭低效店铺和调整渠道结构两方面措施。截止2019年底, 公司渠道数量已调整至1231家, 其中自营门店669家, 分销门店562家; 根据2019年年报, 公司将逐步降低线下店铺的自营比例, 把原有百货商场自营店逐步改为加盟店铺, 有利于公司逐步降低库存水平, 优化资产结构, 提高资产运营效率, 有利于改善经营现金流、加快资金周转、减轻企业经营压力, 进一步提升盈利能力。此外, 公司自2014年开始尝试开设品牌集合店, 第一批集合店主要开设在北上广等一线城市的购物中心里。品牌集合店的开设主要是为了提升终端购物的消费体验, 获取更多的消费人流, 并且提升单店的投入产出比。截止2018年末, 公司已经开设168家品牌集合店, 未来仍将推动购物中心品牌集合店的扩张, 持续进行渠道结构优化, 鞋类业务收入未来有望企稳回升。

积极拥抱线上渠道, 鞋类业务亏损有望收窄。 根据公司年报, 目前星期六采用

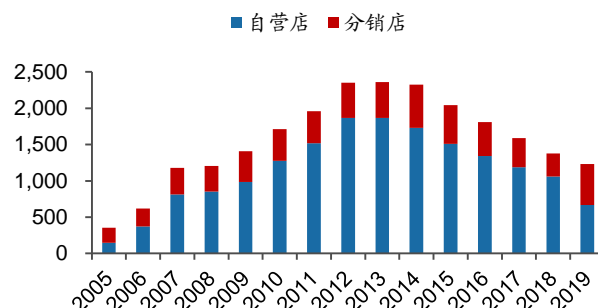
线上平台联动线下门店，消费场景打通融合的营销模式，积极发展全渠道销售，2019年线上销售GMV达2.1亿元，带来营业收入1.8亿元。星期六女鞋业务积极拥抱直播渠道，如蘑菇街主播“易兰yee”进店带货、参与新华都的直播活动，通过直播快速消化库存。

图 12：鞋类业务收入



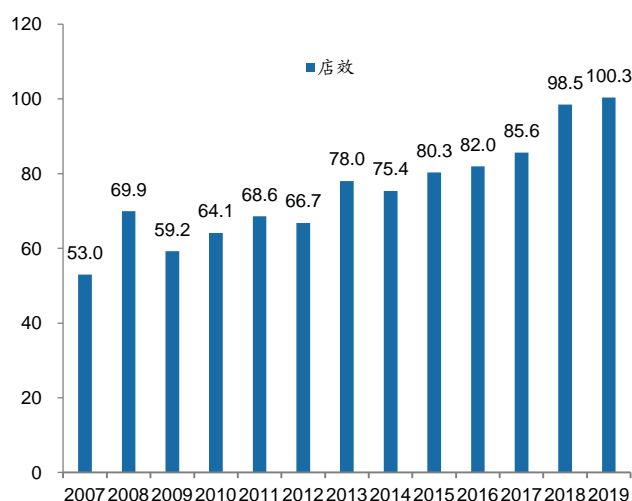
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 13：鞋类渠道数目变化（家）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 14：女鞋渠道店效变动（万元/店）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 15：星期六积极通过直播渠道销售



数据来源：新华都公众号，蘑菇街，广发证券发展研究中心

三、时尚新媒体业务提升消费市场影响力，增厚业绩同时与其他业务形成有效协同

2017年4月，公司以3.93亿元现金收购时尚锋迅83%股权及北京时欣80%股权。时尚锋迅和北京时欣主要从事互联网时尚媒体业务的垂直开发，其中时尚锋迅主要经营Onlylady女人志互联网广告平台，负责Onlylady PC网站、移动终端APP、第三方平台账号运营，为用户提供时尚资讯服务；北京时欣主要经营Kimiss闺蜜网互联网广告平台，通过PC网站、闺蜜美妆APP以及第三方平台开设的官方账号为时尚女

性提供专业资讯内容和优质互动服务。Onlylady和Kimiss主要收入来源均为广告业务收入。根据监测，Onlylady和Kimiss网站上所投放广告的点击率均约在0.5%至1%之间，转化率均约在0.5%-3%之间。

表 3: Onlylady主要业务

业务类型	业务介绍	业务特色
Onlylady 网站运营（PC 版网站及其移动版本）	通过向其用户提供专业的时尚、美容及生活消费相关产业精品资讯，吸引、覆盖、积累用户群体及投稿作者群体，形成较强的信息渠道和社会影响力	与国内外知名时尚媒体、博主、达人建立合作，报道全球时尚大事件、撰写独家时尚美容类资讯稿件。
时尚美容类 APP 的开发和运营	拥有时尚类 APP 时尚志和美容类 APP 优美妆，为用户提供移动端时尚、美容等相关信息及互动服务	Onlylady 女人志时尚及美容类 App 拥有移动端资讯阅读、互动、直播、试用等多重功能，全面覆盖 iOS 及 Android 平台，并获得小米、腾讯等多个应用市场精品推荐。
时尚达人/自媒体经纪业务	16 年成立时尚自媒体联盟，拥有近百名时尚自媒体人，为他们做商业经纪推广	2017、2018 两年携手天猫推出“年度风尚大赏”。2019 年 OnlyLady 女人志获得克劳锐颁发的“2019 年度黑马 MCN”奖项。
第三方平台公众账号运营	拥有官方微博、微信，在今日头条、美拍、秒拍、一直播等平台上运营账号	微信账号“Onlylady 女人志女人志”获选新榜“2015 年度十大时尚新媒体”；今日头条选定 Onlylady 女人志作为年度战略合作伙伴，多条文章单篇阅读量超过百万。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 4: Kimiss主要业务

业务类型	业务介绍	业务特色
Kimiss 闺蜜网站运营（PC 版网站及其移动版本）	美妆资讯	分析热点产品和口碑数据，发布美容类相关资讯以及产品评测内容。
	化妆品库	收录 4000 多个品牌的 16 万余款产品。定期发布美妆口碑榜单。16 年闺蜜与天猫美妆在美妆榜单领域达成合作，定期联名发布各类美妆榜单。
	晚九点（互动社区）	闺蜜重度用户进行美妆交流及达人活跃的宝地，每日产生近 2 万条 UGC 内容，通过各种主题讨论提高美妆用户的活跃度。
	体验团（试用）	为用户提供线上、线下化妆品试用机会，累计为用户提供超过了超过 300 多个美妆品牌的 1800 多期试用活动，累计申请人次超过 1000 万。
闺蜜美妆 APP	提供移动端美容资讯、美妆产品口碑查询、互动社区、用户肌肤状况检测等服务	拥有资讯阅读、互动社区、产品库、视频、肌肤测试等多重功能，全面覆盖 IOS 和 Android 平台。
第三方平台公众账号运营	拥有官方微博、微信，在今日头条、美拍、秒拍、一直播等平台上运营	以第三方平台账号作为资讯发布，互动服务、网络营销服务的载体。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

时尚新媒体业务不仅凭借优质内容持续提升在消费者群体中的影响力，还通过流量变现实现盈利，增厚了公司业绩。除此之外，作为流量入口，时尚媒体业务可以和公司的MCN和女鞋等业务形成了有效协同。

（一）“优质内容+全网布局”，进一步提升消费者影响力

Onlylady是中国第一个女性垂直网站，最开始选择美妆时尚领域作为网红经济的破题切入口，目前已经发展到涉及时尚、明星、珠宝腕表、美容、生活、婚嫁和男士等在内的多个领域，而Kimiss则专注于成为重度垂直美妆媒体。Onlylady和Kimiss都在内容的原创度、专业度和交互度上不断优化，旨在为用户提供深度服务，从而增强客户粘性。

图 16: Onlylady官网



图 17: Kimiss官网



数据来源：Onlylady官网，广发证券发展研究中心

数据来源：Kimiss官网，广发证券发展研究中心

Onlylady和Kimiss除了继续保持在PC端、APP端的优势外，同时在微博、微信等社交平台，在抖音、美拍、秒拍、一直播等视频及直播平台，今日头条等资讯订阅读平台不断拓展渠道，且与线上主流消费入口淘宝、天猫、京东等平台保持合作，以覆盖不同平台偏好的用户群体，保证用户在不同时间不同场景下对时尚相关内容的持续关注。如Onlylady利用自身资源在抖音发布与当红明星的1对1趣味采访视频，在微博对时尚明星的穿着进行点评与分享。这些方式不仅使得Onlylady和Kimiss的知名度得到提升，也提升了消费者对时尚的理解、增强了消费者的购买欲。根据2018年公司年报，当年Onlylady和Kimiss与电商平台联手，共举办20余场快闪活动，通过这些活动共服务150余个品牌，协助品牌客户总计获得全网10亿以上曝光量。2019年公司半年报数据显示，目前OnlyLady各平台粉丝总数超过1500万（2018年超过1300万），Kimiss各平台粉丝总数超过540万（2018年超过500万），OnlyLady女人志获得“2019微博十大影响力时尚媒体”大奖和“2019年度天猫金妆奖年度合作媒体”大奖。

图 18: Onlylady生态链



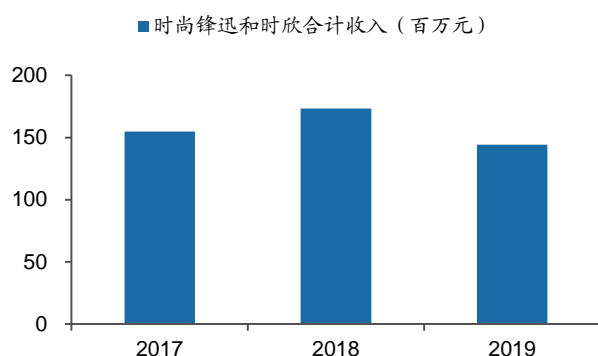
数据来源：Onlylady 官网，广发证券发展研究中心

（二）多元化流量有效变现，显著增厚公司业绩

Onlylady和Kimiss以自身优质内容为基础，不断尝试各种传播手段，借助媒体与达人、艺人、各电商平台的优势关系，联动品牌打造多种形式线上推广和落地活动，从而满足品牌及消费者的消费需求，为电商平台及时尚品牌提供多样化全渠道的整合营销方案。2017、2018连续两年在双十一前夕，Onlylady和Kimiss联手天猫举办年度风尚大赏，众多明星与网红达人的到来为Onlylady和Kimiss带来了大量的流量和知名度，同时帮助天猫双十一在时尚美妆领域收获较高热度。以OnlyLady和Kimiss为核心的社媒平台已实现从流量聚集、内容制作再到商业变现的一体化商业模式。2019年上半年，Onlylady和Kimiss共同打造了天猫美妆类目的“520表白季”、玩具类目的“次元潮玩正当红”；京东时尚类目的“2019伦敦男装周”、母婴类目的“海囤项目”等一系列成功项目，全网曝光量总计超过7亿，帮助70余个品牌成功收获消费者的喜爱。

时尚锋迅和北京时欣为上市公司全资子公司佛山星期六时尚产业并购投资合伙企业控制，2019年佛山星期六时尚产业并购投资合伙企业收入约1.44亿元，2018年时尚锋迅和北京时欣共实现营业收入1.7亿元。佛山星期六时尚产业并购投资合伙2019年净利润为3212万元。

图 19: 时尚锋迅和北京时欣合计营收情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 佛山星期六时尚产业并购投资合伙企业净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表5: Onlylady和Kimiss与外界合作活动

年份	合作活动
2017	微博时尚 X Onlylady 明星盛典、Onlylady X Kimiss X 天猫风尚大赏
2018	与天猫美妆共创 ba 网红化商业模式、Onlylady X Kimiss X 天猫风尚大赏、Onlylady X 京东时尚快闪活动
2019	天猫美妆类目“520 表白季”、玩具类目“次元潮玩正当红”、京东时尚类目“2019 伦敦男装周”、母婴类目“海囤项目”

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(三) 巩固时尚 MCN 影响力, 助力女鞋销售

随着KOL模式逐渐被认可且受到热捧, 明星或网红达人线上带货已逐渐成为一种强有力的商业模式。OnlyLady与Kimiss目前已成为微博、抖音、淘宝、快手、小红书等多个社交平台在时尚领域的重要MCN合作机构, 目前主要聚焦在时尚穿搭类、美妆类、母婴类、健康类这四类主要业务。同时随着公司收购遥望网络, OnlyLady与Kimiss也通过与遥望网络合作, 利用其签约的王祖蓝等知名艺人的快手、抖音账号, 为更多时尚品牌提供短视频和直播领域的营销传播服务。Onlylady获得克劳锐颁发的“2019年度黑马MCN”奖项。

公司也利用Onlylady和Kimiss的强大平台效应及流量资源为鞋类业务导流, 提振销售。2016年8月, 品牌集合店SATURDAY MODE就曾联合OnlyLady在多个平台直播30位网红变装秀, 借助OnlyLady在达人方面的资源和影响力, 利用达人, 让公司产品与消费者实现零距离接触。最终将流量导向SATURDAY MODE集合店, 实现驱动销售的目标。同时, Onlylady和Kimiss官网也有星期六女鞋品牌专栏, 会及时更新星期六最新产品动态并进行推荐, 从而吸引更多的消费者关注星期六女鞋业务。

图 21: Onlylady MCN矩阵



数据来源: Onlylady 官网, 广发证券发展研究中心

四、收购直播电商服务商龙头遥望网络，切入社交电商红利赛道

(一) 广告分发、游戏推广、微信营销为基础，深度布局社交电商领域

杭州遥望网络科技有限公司成立于2010年11月，是国内领先的综合性数字营销服务提供商之一。公司通过自研数字营销服务平台及产品体系构建，深度整合互联网及移动互联网端媒体与内容资源，提供优质的数字内容服务。

图 22: 遥望网络业务历史沿革



数据来源: 星期六发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书, 2019年年报, 广发证券发展研究中心

自成立以来公司先后切入互联网广告分发、手游推广与联运、微信知识变现、广告交易平台、微信消费品电商行业，业务运行平稳。2018年Q4公司开始布局社交电商，2019年直播电商开始商业化变现。

图 23：遥望网络主要业务布局



数据来源：星期六发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，2019年年报，广发证券发展研究中心

公司具体业务板块如下：

（1）传统互联网广告业务：遥望网络传统互联网广告投放业务，主要是通过聚合中长尾移动互联网流量资源为客户提供推广服务，实现中长尾媒体端的流量变现。公司会根据不同流量的特点，匹配相适应的客户，实现相对精准化的广告投放服务，客户主要是360、百度、腾讯、网易等各类大型互联网公司以及移动游戏公司为主。

（2）微信营销：

①遥望网络通过自有专业团队，为各类客户在微信生态体系中的朋友圈、公众号、小程序等各种入口提供定制化投放策略、创意文案、投放执行、广告优化等系列服务，帮助客户实现曝光及引流等效果。

②遥望网络通过自身搭建的“微小盟”SAAS服务平台，搭建起海量微信公众号与广告主的桥梁，为公众号运营者提供集智能编辑器、根据公众号属性推荐的海量素材库等辅助服务，同时提供微信公众号内部的集软文广告、菜单栏链接等各种入口的流量变现服务；为广告主提供海量公众号选择，自动化报价，一键上传广告素材，线上支付等一站式广告投放服务。截至目前，微小盟平台累计授权公众账号数量超过2万个，不去重状态下相应公众号合计授权用户数突破4亿，主要覆盖领域为情感、读书、汽车、生活、时尚穿搭、美妆等多个细分领域。

③遥望网络自身开发基于H5及小程序的知识付费平台“静雅课堂”系列产品，通过自有及合作的众多微信公众号的空余广告位引流实现课程的销售，为用户提供各品类下的优质学习课程。聚焦于读书和情感领域。

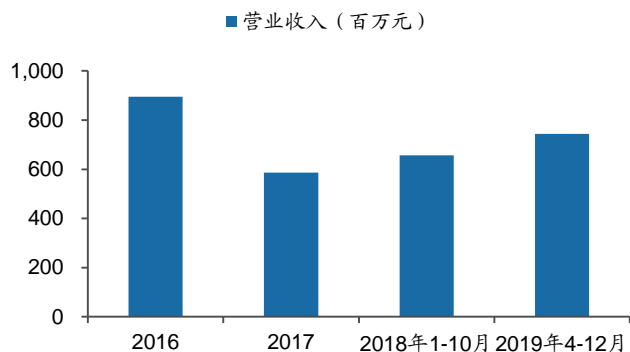
④遥望网络基于海量广告客户的变化趋势及商品特点，构建自营电商平台并优选自营相关产品，实现流量的多次变现。

(3) 社交电商业务：遥望网络可为客户提供个性化的推广文案和营销方案设计服务，根据客户需求，通过微信、微博、抖音、快手等社交媒体，将客户的推广信息融入到图文/短视频/直播资讯中，并不断优化营销服务效果。通过孵化、签约主播及外部合作头部主播在快手、抖音、淘宝直播等平台进行直播带货、承接短视频广告；目前遥望网络是抖音、快手、淘宝直播等平台的MCN机构。通过该业务发展，主播从单纯的直播打赏真正走向链接B端和C端的桥梁，实现电商变现，打通销售通路，基于粉丝粘性，市场空间大。截至2020年3月31日，遥望网络拥有签约及孵化短视频平台IP合计205个，明星及主播数量96位，合计总粉丝数超过2.4亿，累计播放量超过150亿，平台涉及抖音、快手、B站、小红书、西瓜视频等，其中知名IP包括“张柏芝”、“王祖蓝”、“李亚男”、“刘维”、“尬演七段”、“乃提Guli”、“浩辉进城了”、“李大嗓”、“瑜大公子”、“李宣卓（酒仙）”等数十个。

2019年公司短视频平台的带货GMV实现约2.1亿元，2020年一季度实现GMV约1.5亿元。目前已经取得如一叶子、LOVO、欧诗漫、妇炎洁等8个知名品牌在指定平台上的独家经营权，未来随着公司经营规模的不断扩大，将推进与更多优秀品牌的深度合作。遥望网络基于庞大的已有流量规模，奠定了行业先发优势，荣获2019年“金麦奖”短视频运营最具影响力奖、快手MCN十大影响力机构等众多奖项。

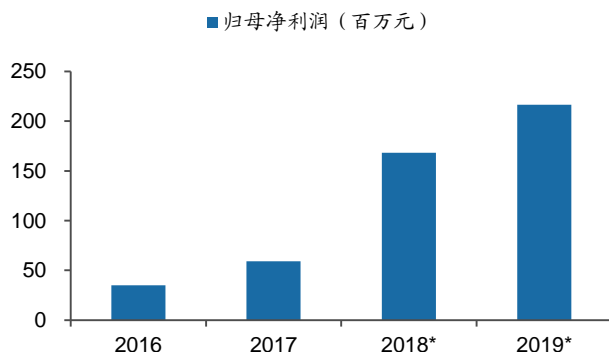
2016-2017年遥望网络营业收入为8.95/5.86亿元，2018年1-10月为6.56亿元，2019年4-12月为7.44亿元。利润端，2016-2017年归母净利润为0.35/0.59亿元，2018-2019年扣非归母净利润为1.68/2.16亿元，完成业绩承诺；2020年业绩承诺为2.6亿元。

图 24：遥望网络营收情况



数据来源：星期六发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，2019年年报，广发证券发展研究中心

图 25：遥望网络归母净利润情况

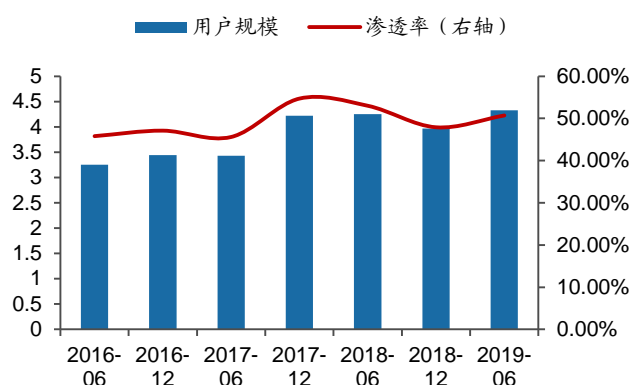


数据来源：星期六发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，2019年年报，广发证券发展研究中心
(注：2018-2019年为扣非归母净利润)

(二) 直播电商赛道红利确定性强，服务商成长空间广阔

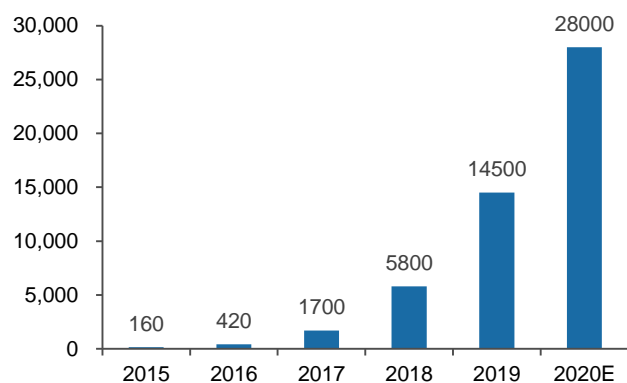
直播电商是2020年红利确定性最强的细分赛道。供给和需求都在不断扩张，赛道中新增长点非常多：下沉用户加大对电商的需求，品牌开始愈发重视直播电商渠道、倾斜更多资源，平台不断推进直播电商的升级、保障生态的健康繁荣。

图 26: 直播用户规模及渗透率 (亿人)



数据来源: QuestMobile, 广发证券发展研究中心

图 27: 国内MCN机构数量快速增长 (家)



数据来源: 艾媒咨询, 广发证券发展研究中心

如我们在2020年1月2日发布的报告《直播电商爆红的背后, 关于逻辑、现状、趋势的思考》中阐述的, 直播电商从诸多方面提高了商品流通:

- (1) 触达非传统电商的用户, 加速了低线城市消费线上化;
- (2) 直播购物有更好的互动性、体验感, 主播扮演线上导购的角色, 消费者有更接近线下的消费体验, 成交转化率高;
- (3) 加深了部分非标品、展示难度较高的产品电商渗透率, 例如珠宝、玉石;
- (4) 直播重构了信任背书的方式, 再度压缩了流通费用和沟通成本, 在长期是承接了线下无法消化的商品。品牌、主播口碑、实物展示、产地溯源等都是背书方式, 通过直播连接消费者与工厂效率更高。

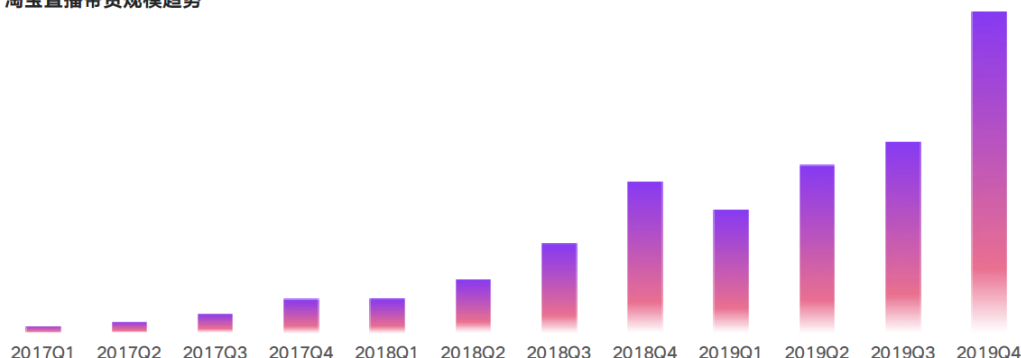
图 28: 淘宝直播销售额快速增长

淘宝直播全面爆发

淘榜单 × 淘宝直播

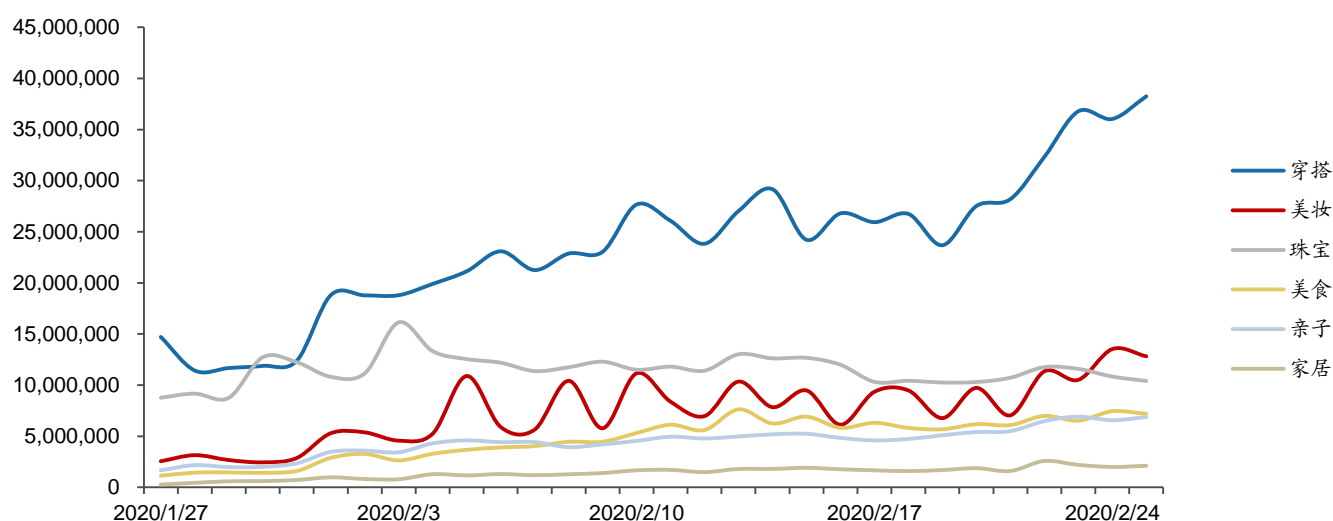
- 2019年直播电商爆发, 进入真正的电商直播元年;
- 淘宝直播带货能力在2019年全面爆发, 连续三年直播引导成交增速150%以上。这是近三年全球增长最快的电商形式。

淘宝直播带货规模趋势



数据来源: 星期六发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书, 2019 年年报, 广发证券发展研究中心

图 29：淘宝直播各类目的流量均在快速提升（单位：观看人次）



数据来源：直播眼，广发证券发展研究中心

春节和疫情又加速了供给和需求向直播电商转移的速度，整个行业的蛋糕持续做大。需求端，无论是快手、淘宝还是抖音的直播电商用户都上了一个台阶；供给端，线下商场和品牌都在将资源向线上转移，加大货品和营销的投入，也为线上带去了新的私域流量。

从淘宝、快手、抖音三个最大玩家的动作来看：

（1）淘宝直播：根据淘宝经济暖报，整个2月新开播商家环比增幅高达719%，3月淘宝直播节大促中，大量品牌店、线下商业直播数小时促销。

阿里在疫情期间推出“陪伴永不停歇”一系列优惠政策。3月30日，淘宝直播在年度战略宣布：①2020年将为主播创造百亿级收入、投入百亿级资源；尤其是中小主播将成为这轮扶持的重点，未来1年将培养10万名月入过万的中小主播。②针对线下商业对数字化的迫切需求，淘宝直播也将进一步发力，在全国范围内打造100个“云市场”，帮助20万个线下门店通过直播拥抱新经济大潮。③淘宝直播成为各类商家的经营标配，目前淘宝直播的MCN机构数量已在千家以上，未来将培育100家营收过亿的MCN机构。

表6：淘宝“陪伴永不停歇”优惠政策

- ①各类线下商家，0门槛，免费入驻（保证金、技术服务费、支付渠道费）。
- ②新开播商家满足3小时直播，享受次日流量补贴，连续3天满足3小时直播，再享受额外流量补贴。
- ③月度开播市场TOP30，次月会有首页推荐。
- ④门店导购员变主播整体解决方案，在线免费培训，一对一帮扶，专属本地服务渠道，品牌导购员100人以上且开播享受额外福利。
- ⑤满足时长条件的机构主播可参与粉丝争霸赛享官方推荐；MCN机构按照活跃开播主播数比赛，享主播孵化卡且优先获得官方推荐位；代播机构按照活跃店铺数享加权；主播爱心助力商家或年度盛典评选加权。
- ⑥淘宝直播对1000+淘宝主播免除合作服务费，按较低佣金进行商家商品推广合作。

⑦针对拥有导购的线下门店，淘宝直播推出门店导购直播疫期特别支持计划。导购们既可以线下商场或门店为场景做直播，也支持在家直播，并且可优先内测LBS直播，发掘周边区域潜在顾客。

数据来源：淘宝直播，广发证券发展研究中心

(2) 抖音直播：罗永浩带货，卖出了“抖音直播电商”的全民热点，证明了抖音对直播电商的扶持态度。4月1日，罗永浩在抖音完成了直播首秀，整场直播持续3小时，支付交易总额超1.1亿元，累计观看人数超4800万人，将“抖音直播电商”这一概念进行了广泛传播。

在疫情期间，抖音早已开始布局“云逛街”，引入线下商场（如株洲王府井）、品牌进行直播卖货。3月16日，抖音官方推出了“百万开麦”主播扶持计划，对不同粉丝级别的主播开播给予Dou+奖励，大力扶持直播间成长。

图30：2020年2月淘宝直播高速增长



数据来源：淘榜单，广发证券发展研究中心

图31：2020年4月1日罗永浩直播间数据



数据来源：抖查查，广发证券发展研究中心

(3) 快手直播：2019年，快手电商已经创造了约千亿的GMV，成为了电商领域不可忽视的新兴力量。往后看，快手电商已经积蓄了能量，孕育着更强的迸发：

用户端，2019年12月，快手直播DAU突破1亿，直播用户的体量已经远超其他内容平台。春节和疫情的影响又再次加速了快手直播的向上破圈，如李诞入驻快手等事件，为直播间注入了新的用户群体；快手直播的用户触达面再上一个台阶，消费行为也变得更加多元丰富。

供给端，我们观察到众多品牌开始重视快手渠道，如阿迪达斯、珀莱雅、三只松鼠、拉夏贝尔等品牌在快手开设直播专场，将快手当做拉新、打爆款的重要阵地。在快手中占主导地位的白牌产品，也在接受资源扶持，经历进一步的供应链整合。

图32：众多品牌进入快手直播，形式多样



数据来源：快手，广发证券发展研究中心

快手官方也推出了面向品牌商品的扶持计划，加速电商生态的品牌升级。2020年3月，快手商业化联合快手电商共同推出“品牌C位计划”，主要针对行业头部品牌，提供大量广告资源及网红资源支持、佣金大力度减免。

图33：快手电商推出品牌扶持计划

品牌C位计划

暨「原地逛街」活动品牌招募

招募开启

亲爱的品牌主：

为了帮助品牌商家在快手更快成长，快手推出「品牌C位计划」暨「原地逛街」活动，帮助入驻快手的品牌快速熟悉快手生态，参与专属营销活动以及流量支持。欢迎各类品牌加入我们！

首期时间

2020年3月27日-2020年3月28日

扶持形式

手把手帮助熟悉快手生态

- 零门槛入驻快手小店：免保证金、企业认证服务
- 手把手运营指导：官方小二将根据企业实际情况，提供专业的定制化支持

参与营销活动

- 活动介绍：快手电商和商业化联动线下品牌商家源地逛街项目，通过活动形式给到品牌成长资源和政策扶持，同时品牌以云导购、云逛街形式给用户带来更多品牌好货；
- 丰富曝光：择优提供大V/开屏广告等资源。

流量支持

- 开店/账号冷启动
- 短视频流量包
- 直播专项流量包（包含首次直播流量包、电商流量包等）

功能支持

- 销售能力支持：充电生产线，为复工做好储备
- 发货失败延迟：体谅当下的交付与物流困境
- 回款周期缩短：缓解企业资金流压力
- 技术服务费减免：开放高额度减免（减免后，仅承担1%支付渠道手续费）
- 优先入驻分库：优质品牌优先入驻快手小店分库

S级品牌招募要求

销售额及规模

- 年销售额在所处行业内 TOP100

商品及活动运营要求

- 开通品牌旗舰店及官方账号认证
- 日常商品价格不高于其余电商平台，并保持至少20个及以上SKU
- 每年3次大促活动的参与（如616老铁节、116购物节、年货节）
- 每月月度活动运营
- 活动阶段商品价格不高于天猫双十一
- 活动阶段提供优质秒杀单品和赠品
- CPS高于（不低于）其他电商平台

内容运营要求

- 在快手内持续进行至少1年的内容运营
- 短视频内容保持日更新至少1条
- 直播内容保持周有效直播（30分钟以上）至少3场

宣传要求

- 可配合快手平台进行联合PR

品牌引入扶持政策

入驻阶段	权益	品牌级别		
		S级	A级	B级
冷启动阶段	品牌广场定制	√	√	
	开屏广告资源	√		
	直播车广告资源	√		
	首场品牌活动及配套流量	√	√	
	单品牌活动	√		
	直播活动		√	
	配送top100网红	√		
	配送top300网红		√	
	粉券资源包	√	√	
	快币资源包	√		
常规运营阶段	短视频内容制作与供应	√		
	运营培训与支持	√	√	√
	月活动公域流量入口	√	√	
	每年3次大促活动支持及配置固定入口和流量	√	√	
	PR支持	√	√	
	直播间挂件商业能力支持	√	√	√
	超级挑战赛	√	√	√
	搜索入口品牌专区	√	√	
	日常单品品牌线上活动及配置流量	√		
	品牌合伙人计划支持	√	√	√
运营培训与支持	√	√	√	

数据来源：快手电商，广发证券发展研究中心

对比阿里京东传统的“专卖店”式运营，直播电商：①多了一层主播管理；②商品与主播的匹配为“多对多”的关系（一个主播接多个品牌、一个品牌会委托多个主播，旗舰店主要为“一对一”），招商对接服务需求量大；③行业快速发展的过程中，平台政策更新频繁，新机会不断涌现，需要专业团队紧跟赛道动态、调整运营策略。

基于此，我们认为直播电商生态中服务商的整合空间巨大，可衍生出如淘系代运营一样繁盛的服务商生态。行业红利阶段，营销、供应链、信息对接等各种类型的服务商均能够挖掘到新的机遇；随着行业模式逐步走向成熟，我们认为快手中的专业型服务商也将走向功能整合，为品牌提供品效合一的综合营销，或成为大型的供应链组织者；在这一过程中，对前端流量有掌控力、同时有后端供应链管理能力的服务商将有更好的竞争力。

（三）遥望网络是兼具前端流量和后端供应链能力的龙头

短视频/直播电商MCN机构的基本业务模式是在前端建立主播矩阵、制作内容，形成粉丝流量池，然后对流量进行商品销售（电商变现）。商业模式的核心在于获取更多低成本流量（考验对流量红利的敏锐程度、先发优势、内容制作能力）、在单个流量上实现更多的变现（考验供应链能力，尽可能提升用户粘性增加复购）。

2019年遥望网络短视频平台的带货GMV实现约2.1亿元，2020年一季度实现GMV约1.5亿元，已取得红利赛道中的先发优势，通过销售数据验证流量变现能力。

1. 前端主播：自主培养+外部签约形成主播矩阵，粉丝多为电商粉丝，带货效率高。

主播矩阵初具规模，已积累先发优势：根据星期六2019年年报，截至2020年3月31日，遥望网络拥有签约及孵化短视频平台IP合计205个，明星及主播数量96位，合计总粉丝数超过2.4亿，累计播放量超过150亿，平台涉及抖音、快手、B站、小红书、西瓜视频等，其中知名IP包括“张柏芝”、“王祖蓝”、“李亚男”、“刘维”、“枪演七段”、“乃提Guli”、“浩辉进城了”、“李大嗓”、“瑜大公子”、“李宣卓（酒仙）”等数十个。

表7：遥望旗下抖音IP情况（至2020年4月29日）

IP 名称	作品数	粉丝数（万人）	总点赞数（万）	平均点赞数（万）
枪演七段	197	1400	15000	76
浩辉进城了	101	82	684	7
李大嗓	240	679	9674	40
李亚男	73	525	3576	49
刘维	114	368	1294	11
乃提 Guli	253	803	13000	51
王祖蓝	92	1970	17000	185
张柏芝	42	1309	7090	169

数据来源：抖音，广发证券发展研究中心

图 34: 瑜大公子粉丝情况 (万人)

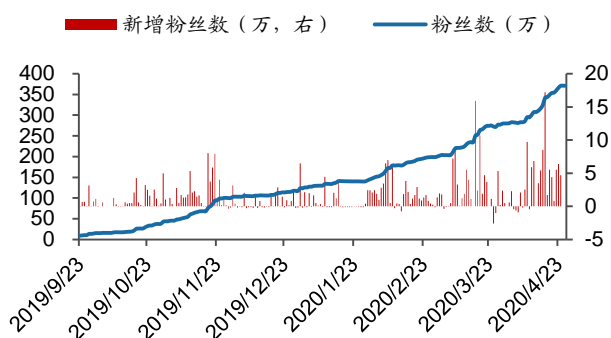
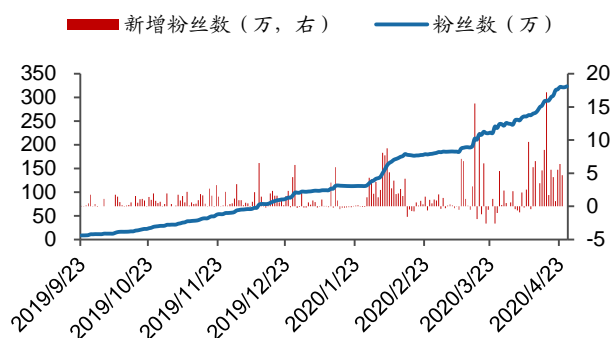


图 35: 李宣卓粉丝情况 (万人)



数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

数据来源：飞瓜数据，广发证券发展研究中心

自主培养+明星签约，盈利能力+影响力兼备。对于MCN机构而言，自主培养的主播往往带来更强的盈利能力（主播分成相对较低），外部签约的明星/成熟网红具有更强的带流量能力，遥望网络主播矩阵中自主培养+明星签约兼备，明星可与自主培养主播合作互动，提升公司整体的流量能力和盈利能力。

电商主播粉丝精准，支付转化率高。如我们在《直播电商系列之二：快手电商江湖的迭代》中阐述的：不同主播之间的粉丝，电商变现效率差别极大，粉丝数并不能代表主播的带货能力。粉丝对于主播存有比较强的心智定位，从最开始就以“电商”为定位的主播，吸引的粉丝往往是精准的购物粉丝，虽然涨粉速度较慢，但成交转化率更高；而供应链能力决定了产品性价比，决定了粉丝的复购率，决定了单个粉丝的电商变现价值。遥望网络旗下自主培养主播均以“电商”为基础定位，聚集的粉丝精准，成交转化率高，主播带货能力强。

2. 后端供应链：积极与品牌合作，好货+优质体验增强用户粘性，提高变现效率。

我们同样在《直播电商系列之二：快手电商江湖的迭代》中阐述过快手电商的商品升级趋势。我们始终认为品牌化将成为快手电商进化的一个重要分支方向——用户消费升级、追求更好产品品质的诉求是确定的；疫情的影响、平台的官方扶持又加速了大众消费品牌布局快手电商的进程。

遥望率先布局品牌商品，利用品牌商品塑造主播口碑、增强用户粘性。2019年11月星期六公告遥望网络与韩束旗下一叶子品牌签订《经销合同》，遥望网络成为一叶子在快手渠道的独家经销商，2020年全年回款指标为1.2亿元，若完成指标则可续约1年。目前遥望网络已取得一叶子、LOVO、欧诗漫和妇炎洁等8个知名品牌在指定平台的独家经营权。此外，遥望网络旗下主播亦多次与珀莱雅、三只松鼠、良品铺子、阿迪达斯等品牌进行合作。

“摇篮基金”保障售后服务。2019年双十一前夕，公司设立了500万元“先行赔付”基金，用以解决遥望网络旗下主播及合作艺人在电商直播过程中，广大消费者遇到的售后服务问题，并承诺2小时内核实问题，8小时内赔付处理。公司以良好的售后服务提升客户购物体验，顺应了直播平台规范化带货的趋势，有助于增强客户黏性。

成立中国（杭州）直播电商产业园，搭建主播-品牌方高效对接平台。2020年4

月28日，中国（杭州）直播电商产业基地发布会暨遥望直播电商产业园启动仪式上，遥望网络宣布了遥望电商产业园主要规划：①一期200个直播间，一部分作为品牌专属直播间（可由不同红人主播进入直播，品牌助播常驻），布置为品牌专属个性展厅，将品牌资源集中于产业园，避免红人播专场时异地奔波；一部分作为红人专属直播间，主播可以在产业园中拥有充足的品牌选择、快捷选货，提高选品效率。②造星梦工厂，为新人主播提供提供资金、供应链支持以及培养体系。产业园的成立为遥望网络的直播基地引入政府背书，印证遥望在直播电商服务领域的龙头地位。

图 36：中国（杭州）直播电商产业基地发布会



数据来源：遥望网络，广发证券发展研究中心

遥望网络依靠合理的运营管理和充分的资金，抓住了直播电商的流量红利，率先切入行业并成为头部电商型MCN，未来公司有望继续强化“人”“货”两端的核
心优势，加深电商营销业务护城河，保持行业前列的地位。

五、盈利预测与投资建议

我们预计星期六2020年-2022年营业收入分别为23.8/36.8/52.5亿元，归母净利润分别为2.1/6.0/8.3亿元。关键假设如下：

（1）女鞋业务2020年受疫情影响，线下销售受到较多影响，预期2020全年下滑25%，2021-2022年受行业景气度以及上市公司经营重点转移影响，逐年下滑5%。假设2020年合计计提8000万存货减值（1Q20已计提3390万元），毛利率稳定在55%。

（2）互联网广告业务预期2020-2022年分别增长70%/92%/58%，收入分别为14.6/28.0/44.2亿元：①传统广告代理业务主要包含原上市公司互联网广告业务、遥望网络的传统广告及微信营销业务，此部分业务基本平稳略有增长；②社交电商（抖音快手等平台的广告&直播电商）增长迅猛，2019年至2020年上半年属业务的起步阶段，储备品牌&供应链资源、积累前端流量，且1Q20疫情影响了电商发货，直播

电商销售受到冲击；预期2Q20直播电商业务进入起量阶段，2021-2022年继续保持高成长。直播电商业务中，抽取销售佣金为主要模式，此种模式的毛利率较高（高于广告代理），预期2020-2022年互联网广告业务的毛利率分别为60%/58%/56%。

（3）销售费用率2020-2022年分别为34%/32%/30%：2020年为直播电商起量阶段，公司需要投入较多流量成本，营销费用开支较大；随私域流量池扩大，营销投入占比将有所下降。

表8：星期六经营关键指标预测

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,532	2,092	2,382	3,681	5,251
鞋类业务	1,357	1,235	926	880	836
YoY	0%	-9%	-25%	-5%	-5%
互联网广告	169	854	1,455	2,801	4,415
YoY	22%	406%	70%	92%	58%
其他主营业务	5	2	-	-	-
营业成本	701	1,087	999	1,516	2,319
鞋类业务毛利率(%)	54%	54%	55%	55%	55%
互联网广告毛利率(%)	57%	40%	60%	58%	56%
其他主营业务	4	3	-	-	-
税金及附加	21	31	19	29	42
%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	898	1,234	810	1,178	1,575
%	35.0%	32.0%	34.0%	32.0%	30.0%
管理费用	128	193	119	184	263
%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	51	77	48	74	105
%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

由于公司各板块业务处于不同盈亏状态、所处的行业周期差异较大，我们对公司采用分部估值法：

（1）女鞋处于亏损状态，以可比公司的PS估值作为参考。A股鞋业公司天创时尚、奥康国际2020年PS分别为1.8/1.3倍，考虑可比公司处于盈利状态而星期六女鞋业务亏损，我们给予2020年1.0倍PS估值，对应9.3亿元市值。

（2）时尚锋迅及北京时欣2020年预计贡献归母净利润3200万元，参考传统互联网广告代理类公司，给予15倍PE，对应4.8亿元市值。

（3）遥望网络属于电商服务类公司，切入了直播电商这一快速增长的赛道，预计2020年的归母净利润2.85亿元。参考电商服务类公司估值情况，给予2020年65倍PE，对应185.5亿元市值。遥望网络所处的直播电商赛道目前仍然在跑马圈地做大基础粉丝量和卖货量的过程，未来随着体量变大，挂榜等营销费用投入减少，盈利能力会有明显提升。

加总以上三部分，测算星期六上市公司合理总市值约为200亿元，对应合理价值

27.02元/股（暂未考虑定增摊薄因素），首次覆盖给予“买入”评级。

表9：可比公司估值表（市值为2020年4月30日收盘）

鞋类可比公司估值				
证券代码	证券简称	市值（百万元）	PS	
			2020E	2021E
603608.SH	天创时尚	3,832	1.84	1.62
603001.SH	奥康国际	3,043	1.34	1.15
传统互联网广告可比公司估值				
证券代码	证券简称	市值（百万元）	PE	
			2020E	2021E
300058.SZ	蓝色光标	17,338	25.08	20.93
002400.SZ	省广集团	8,473	35.01	28.15
603825.SH	华扬联众	5,755	20.53	15.63
电商服务类可比公司估值				
证券代码	证券简称	市值（百万元）	PE	
			2020E	2021E
300785.SZ	值得买	9,219	61.76	49.93
600556.SH	天下秀	28,029	72.63	47.94

数据来源：wind，广发证券发展研究中心（盈利预测均使用 wind 一致预期）

六、风险提示

1. 受年初疫情影响，线下业态遇冷。星期六线下销售渠道面临较大压力，女鞋业务有持续下滑风险、存货计提减值风险；
2. 股东减持风险；
3. 销售量快速增长引发供应链及商品质量问题；
4. 直播电商赛道竞争加剧，行业红利消失快于预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,414	3,061	3,047	4,130	5,864	经营活动现金流	190	206	765	564	387
货币资金	155	260	337	868	1,212	净利润	17	165	243	617	841
应收及预付	781	1,497	1,067	1,100	1,101	折旧摊销	63	92	56	56	56
存货	1,409	1,211	1,560	2,029	3,362	营运资金变动	43	-209	343	-129	-538
其他流动资产	69	93	83	134	190	其它	67	158	123	20	28
非流动资产	658	2,230	2,191	2,149	2,108	投资活动现金流	-93	-403	-47	-34	-43
长期股权投资	33	37	37	37	37	资本支出	-50	-96	-20	-6	-18
固定资产	112	113	114	113	113	投资变动	-36	-320	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	其他	-7	13	-27	-28	-25
无形资产	31	51	40	29	18	筹资活动现金流	-169	354	-641	0	0
其他长期资产	483	2,029	1,999	1,969	1,939	银行借款	623	663	-628	0	0
资产总计	3,073	5,291	5,238	6,279	7,973	股权融资	168	421	0	0	0
流动负债	1,313	1,838	1,542	1,966	2,818	其他	-960	-731	-13	0	0
短期借款	463	628	0	0	0	现金净增加额	-72	157	77	530	344
应付及预收	423	380	564	769	1,098	期初现金余额	127	55	260	337	868
其他流动负债	427	830	978	1,198	1,720	期末现金余额	55	212	337	868	1,212
非流动负债	243	19	19	19	19						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	243	19	19	19	19						
负债合计	1,556	1,857	1,561	1,985	2,837						
股本	399	738	738	738	738						
资本公积	950	2,330	2,330	2,330	2,330						
留存收益	147	292	505	1,110	1,939						
归属母公司股东权益	1,496	3,362	3,576	4,181	5,009						
少数股东权益	20	72	101	113	126						
负债和股东权益	3,073	5,291	5,238	6,279	7,973						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,532	2,092	2,382	3,681	5,251	成长能力					
营业成本	701	1,087	999	1,516	2,319	营业收入增长	1.9%	36.6%	13.9%	54.6%	42.7%
营业税金及附加	19	17	19	29	42	营业利润增长	107.6%	595.5%	59.6%	154.1%	36.3%
销售费用	586	479	810	1,178	1,575	归母净利润增长	102.5%	1582.0%	42.2%	183.0%	37.0%
管理费用	100	113	119	184	263	获利能力					
研发费用	28	53	48	74	105	毛利率	54.2%	48.0%	58.1%	58.8%	55.8%
财务费用	78	72	7	-12	-21	净利率	1.1%	7.9%	10.2%	16.8%	16.0%
资产减值损失	-13	-107	-80	0	0	ROE	0.6%	4.5%	6.0%	14.5%	16.5%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	3.6%	7.6%	8.7%	13.6%	15.5%
投资净收益	-9	5	-7	-8	-5	偿债能力					
营业利润	25	173	276	701	956	资产负债率	50.7%	35.1%	29.8%	31.6%	35.6%
营业外收支	-2	-1	0	0	0	净负债比率	102.6%	54.1%	42.5%	46.2%	55.3%
利润总额	23	172	276	701	956	流动比率	1.84	1.67	1.98	2.10	2.08
所得税	6	8	33	84	115	速动比率	0.76	0.92	0.91	1.02	0.85
净利润	17	165	243	617	841	营运能力					
少数股东损益	8	14	29	12	13	总资产周转率	0.50	0.40	0.45	0.59	0.66
归属母公司净利润	9	150	214	605	828	应收账款周转率	1.97	1.57	2.43	3.65	5.21
EBITDA	160	435	443	755	1,003	存货周转率	1.09	1.73	1.53	1.81	1.56
EPS (元)	0.02	0.20	0.29	0.82	1.12	每股指标 (元)					
						每股收益	0.02	0.20	0.29	0.82	1.12
						每股经营现金流	0.48	0.28	1.04	0.76	0.52
						每股净资产	3.75	4.55	4.84	5.66	6.78
						估值比率					
						P/E	200.50	96.67	64.87	22.92	16.73
						P/B	1.20	4.32	3.88	3.32	2.77
						EV/EBITDA	13.33	34.83	31.06	17.52	12.85

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。

嵇文欣：联系人，南京大学硕士，2017年开始从事商贸零售行业研究，2020年加入广发证券发展研究中心，曾就职于西南证券。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。