

星期六(002291)

报告日期: 2020 年 5 月 28 日

电商营销领先者, 卡位直播前景广阔

——星期六首次深度覆盖报告

分析师: 邱冠华 S1230520010003
联系人: 辛泽熙
xinzexi@stocke.com.cn

报告导读:

公司当前网红 IP 引流能力强、供应链运营支撑水平高; 我们认为市场低估了星期六长期的网红整合激发能力以及产品分销供应链能力。2020 年短视频直播带货行业增速有望超预期, 公司作为 A 股市场唯一资本化标的或将直接受益。

投资要点:

- ❑ **王牌 KOL 带货能力强, 直播带货 GMV 有望超预期。**截至 2020 年 3 月底, 遥望网络通过签约及自主培养, 共形成短视频平台 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, 其中部分 IP 带货能力极强。公司 2020 年 Q1 直播带货实现 1.5 亿元, 市场预期公司全年直播带货 GMV 或为 20 亿元, 我们认为市场低估了遥望网络的红人转化能力及后端供应链建设能力, 全年直播带货 GMV 有望超市场预期。
- ❑ **网红整合激发模式可持续性, 直播中心建设有条不紊。**公司极为注重直播的梯队化培养。对于公司而言, 自行培养的可持续性与性价比比较高。目前遥望的主力培养方向为带货网红, 选品以及网红的私域流量运营均为公司代办, 整个流程正逐步标准化。我们认为遥望网络将从“已有头部持续转化、自培网红接收成熟流量、基础设施吸引加盟”三个方向形成标准化输出优势。
- ❑ **深刻理解行业内核, 品牌议价能力行业领先。**遥望网络早于 2010 年便开始了电商运营相关工作, 深刻理解品牌代理权的重要性。目前公司已经取得如一叶子、LOVO、欧诗漫、如炎洁等知名品牌在指定平台上的独家经营权, 未来公司将推进与更多优秀品牌的深度合作。
- ❑ **坚持长期发展, 持续投入后端建设。**公司整体看好新流量形态下的短视频及直播带货的行业前景, 因此未来将持续加大该业务的投入力度, 公司于 2020 年初公告了定向增发预案, 筹资将用于短视频直播电商业务的发展。随着增发项目的逐步落地, 2020 年遥望网络 GMV 有望超预期。

盈利预测及估值

公司新兴业务弹性大, 原有业务稳健, 或将借助 2020 年短视频直播电商市场的发展而获得较强的营收驱动。我们预计公司未来三年收入分别为 32.8/47.3/65.3 亿元, 归母净利润 1.99/5.57/8.24 亿元, 分部估值法下, 2020 年目标市值 199.67 亿元。首次覆盖给予“买入评级”。

催化剂: 公司二季度直播带货 GMV 超过 7 亿元。

风险提示: 女鞋业务下滑过快、广告业务发展速度低于预期、MCN 机构竞争激烈程度超预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	2092	3282	4732	6530
(+/-)	36.57%	56.92%	44.17%	37.98%
净利润	150	199	557	824
(+/-)	1581.96%	32.42%	180.08%	47.77%
每股收益 (元)	0.18	0.24	0.68	1.01
P/E	112.60	85.04	30.36	20.55

评级

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 22.04

单季度业绩

元/股	
1Q/2020	-0.07
4Q/2019	0.08
3Q/2019	0.07
2Q/2019	0.07



公司简介

公司为国内领先的鞋业品牌运营商, 是深圳 A 股第一家上市的国内女鞋企业。2019 年切入互联网营销及直播赛道。

相关报告

报告撰写人: 邱冠华

数据支持人: 辛泽熙

深度报告

行业公司研究——服装 II 行业一

证券研究报告

正文目录

1. 星期六：鞋业起家，进军短视频社交电商领域	4
1.1. 遥望网络：电商运营熟练玩家，线上将成未来发展核心	7
1.1.1. 短视频直播电商业务	8
1.1.2. 时尚 IP 策略整合业务	8
1.1.3. 互联网广告业务	9
1.1.4. 基于微信的社交营销业务	9
1.2. 女鞋行业：业务量不断收缩，业绩拖累逐步消化	10
2. 公司所处行业：快速扩容，大浪淘沙	13
2.1. 短视频直播电商行业：迅速扩容，标准化是必然趋势	13
2.1.1. 市场快速扩容，小小屏幕之后需多方协同	13
2.1.2. 市场逻辑推演，短视频直播电商行业存在巨大标准化空间	16
2.1.3. KOL 红人现状：明星闪耀、新人艰难，长期发展需要梯队建设	17
2.1.4. MCN 机构竞争激烈，品牌化趋势不可避免	17
2.1.5. 主流内容分发平台各有千秋，红人阵营持续“出圈”	18
2.2. 电商广告营销行业：需求旺，供给强	20
3. 遥望网络：当前时点紧跟时代脉搏，后续发展动力充沛	21
3.1. 王牌 KOL 带货能力强，直播带货 GMV 有望超预期	21
3.2. 网红标准化输出可持续性，直播中心提升转化激发能力	23
3.3. 深刻理解行业内核，品牌议价能力行业领先	25
3.4. 坚持长期发展，持续投入后端建设	25
3.4.1. YOWANT 数字营销云平台建设项目	26
3.4.2. 社交电商生态圈建设项目	26
3.4.3. 创新技术研究院建设项目	26
4. 公司估值与投资建议	26
4.1. 营收预测：女鞋减缓，互联网收入加速	26
4.2. 公司业务特性下，分部估值法更为合理	27
4.3. 投资建议	28
5. 风险提示	28

图表目录

图 1：星期六营收基本情况	4
图 2：星期六营收分行业基本情况	4

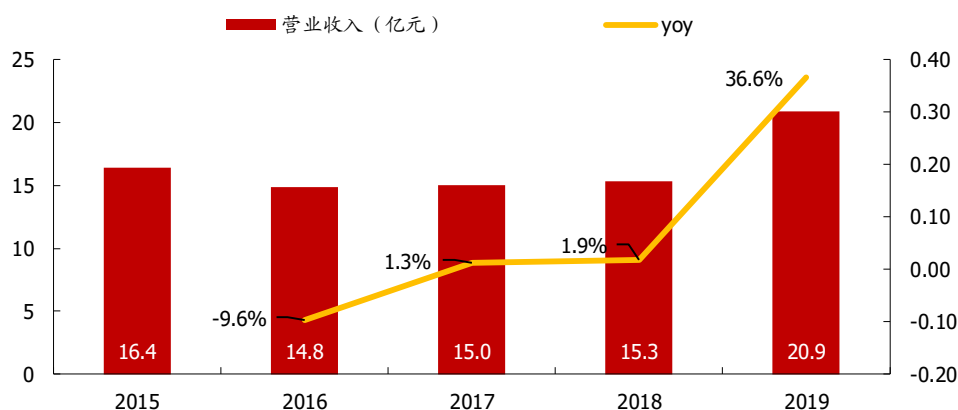
图 3: 遥望网络营收基本情况	7
图 4: 遥望网络归母净利润基本情况	7
图 5: 遥望网络业务分行业基本情况	7
图 6: 遥望网络互联网广告投放主要方向	8
图 7: OnlyLady 女人志与 Kimiss 闺蜜营销输出案例一览	9
图 8: 微小盟主要功能展示	10
图 9: 星期六女鞋主要品牌	10
图 10: 星期六女鞋主要品牌收入占比情况 (2019)	10
图 11: 星期六女鞋店铺数量基本情况	11
图 12: 星期六女鞋渠道店效基本情况	11
图 13: 星期六女鞋业务毛利率基本情况	11
图 14: 星期六原主体业务费用率基本情况	12
图 15: 星期六原主体业务净利润基本情况	12
图 16: 星期六原主体业务存货周转情况	13
图 17: 星期六原主体业务应收账款周转情况	13
图 18: 我国短视频直播电商市场规模 (亿元)	14
图 19: 我国短视频直播电商受众基本数量 (亿)	14
图 20: 短视频直播电商主要参与者关系一览	15
图 21: 我国部分城市人均食品饮料消费支出 (日)	15
图 22: 我国 MCN 企业数量	16
图 23: 我国短视频直播行业存在多个标准化空间	17
图 24: 阿里 2019 双十一主播热度 TOP15 一览	17
图 25: 我国 MCN 经营水平分布情况 (2019/亿元)	18
图 26: 我国主流短视频直播电商内容分发平台直播布局进程	18
图 27: 短视频平台红人直播典型案例	19
图 28: 阿里系培养的李佳琦是目前短视频直播电商行业核心 KOL	19
图 29: 我国电商营销服务公司数量变动情况一览	20
图 30: 我国电商营销服务行业市场规模一览	21
图 31: 遥望网络签约明星王祖蓝参与央视助鄂直播带货	23
图 32: 遥望网络签约明星李宣卓参与央视助鄂直播带货	23
图 33: 2020 年五月遥望签约明星王祖蓝与瑜大公子联动互相导流	24
图 34: 遥望电商产业园签约仪式	24
图 35: 淘宝直播各类目流量 (单位: 观看人次/万人)	25
表 1: 星期六发行股份及支付现金购买资产交易对价明细	5
表 2: 非公开发行募集配套资金获配具体情况	6
表 3: 星期六前十大股东 (2020Q1)	6
表 4: 遥望核心 IP 快手粉丝数据基本情况 (2020-5-16)	22
表 5: 遥望核心 IP 抖音粉丝数据基本情况 (2020-5-16)	22
表 6: 遥望网络增发项目明细	26
表 7: 遥望网络业务可比估值 (万的一致预期/5-15)	27
表 8: 互联网广告业务可比估值 (万的一致预期/5-25)	28
表 9: 女鞋业务可比估值 (万的一致预期/5-25)	28
表附录: 三大报表预测值	30

1. 星期六：鞋业起家，进军短视频社交电商领域

星期六股份有限公司是国内首家在 A 股上市的鞋业公司，是中国史上鞋业领先的多品牌运营商之一。公司在创立初期专注于为中国消费者提供时尚、舒适的鞋履产品与服务，之后于 2015 年起发力“打造时尚 IP 生态圈”战略转型，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”；2019 年通过重大资产重组实现对遥望网络的控股，逐步打造平台化、社交化的新零售战略矩阵。

公司 2019 年实现营收 20.9 亿元，同比增长 36.6%。2016-2018 年营收分别为 14.8/15.0/15.3 亿元，同比增速分别为-9.6%/1.3%/1.9%。

图 1：星期六营收基本情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

分行业观察，公司 2017-2019 年的营收增长主要来自于互联网广告行业的贡献。受益于收购遥望网络，星期六 2019 年互联网广告行业实现营收 8.5 亿元，同比增长 400%。

图 2：星期六营收分行业基本情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2019年3月，星期六收购杭州遥望网络股份有限公司88.57%股权，本次交易总体方案包括：1）发行股份及支付现金购买资产；2）募集配套资金。

发行股份及支付现金购买资产方面，星期六以发行股份及支付现金方式购买谢如栋、方剑、朱大正等13名自然人股东和杭州蜂巢、中小企业发展基金、东方汇富等17名机构股东持有的遥望网络88.57%股权。本次交易中，遥望网络88.57%股权的最终交易价格确定为17.71亿元。其中，星期六以现金方式支付交易对价4.72亿元，以发行股份的方式支付交易对价12.99亿元。

表 1：星期六发行股份及支付现金购买资产交易对价明细

交易对方	交易对价 (亿元)	获得的股份对价 金额(亿元)	获得的股份数量 (万股)	获得的现金对价 金额(亿元)	锁定期
1 谢如栋	6.94	4.34	8673.60	2.60	36个月
2 方剑	3.20	1.80	3607.42	1.40	36个月
3 上饶市广丰区伟创投资管理中心	0.38	0.34	681.41	0.04	12个月
4 上饶市广丰区正维投资管理中心	0.38	0.34	681.41	0.04	12个月
5 朱大正	0.94	0.85	1694.68	0.09	12个月
6 杭州蜂巢创业投资合伙企业	0.64	0.58	1158.40	0.06	12个月
7 王可心	0.59	0.53	1068.46	0.06	12个月
8 中小企业发展基金	0.58	0.52	1048.33	0.06	12个月
9 东方汇富投资控股有限公司	0.54	0.49	979.87	0.05	12个月
10 王磊	0.45	0.41	817.70	0.05	12个月
11 王帅	0.31	0.28	561.49	0.03	12个月
12 海盐联海股权投资基金合伙企业	0.26	0.24	470.18	0.03	12个月
13 马鞍山正和尚康股权投资合伙企业	0.23	0.23	465.63	-	12个月
14 杭州百颂投资合伙企业	0.23	0.20	408.85	0.02	12个月
15 宁波尚智投资管理合伙企业	0.21	0.19	381.59	0.02	12个月
16 杭州虎跃永沃投资管理合伙企业	0.20	0.18	354.34	0.02	12个月
17 方海伟	0.17	0.15	299.82	0.02	12个月
18 张颖	0.08	0.08	151.43	-	12个月
19 宁波梅山保税港区道通好合	0.15	0.14	272.57	0.02	12个月
20 深圳安达二号创业投资合伙企业	0.15	0.14	272.57	0.02	12个月
21 深圳安达一号投资管理合伙企业	0.13	0.12	231.68	0.01	12个月
22 唐林辉	0.12	0.11	218.05	0.01	12个月
23 杭州工创股权投资基金合伙企业	0.12	0.10	209.67	0.01	12个月
24 华安证券股份有限公司	0.11	0.10	204.51	0.01	12个月
25 杜群飞	0.08	0.08	159.00	-	12个月
26 杭州浙科汇福创业投资合伙企业	0.11	0.10	204.42	0.01	12个月
27 姚胜强	0.11	0.10	201.70	0.01	12个月
28 石惠芳	0.11	0.10	198.97	0.01	12个月
29 北京欧沃陆号股权投资合伙企业	0.09	0.08	160.13	0.01	12个月
30 项立平	0.08	0.08	151.27	0.01	12个月
合计	17.71	12.99	25989.14	4.72	-

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

募集配套资金方面，星期六于2019年2月收到中国证监会下发的核准批文，核准公司非公开发行股份募集配套资金不超过5.12亿元，有效期为自核准之日起12个月。2019年11月第三方鉴证机构对该发行进行了验资，并出具了验资报告。根据验资报告，本次募集资金总额为4.49亿元，扣除与本次发行股份相关的费用，实际募集资金净额为4.21亿元。

表 2：非公开发行募集配套资金获配具体情况

	发行对象	发行价格（元/股）	获售股数（万股）	获配金额（亿元）	锁定期
1	财通基金管理有限公司		514.18	0.29	12个月
2	常州投资集团有限公司		882.98	0.50	12个月
3	上海柒凇企业管理咨询合伙企业	5.64	1,152.48	0.65	12个月
4	杨凯飞		3,014.18	1.70	12个月
5	黄豪		2,403.55	1.36	12个月
	合计		7,967.38	4.49	-

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司前十大股东中，第一大股东深圳市星期六投资控股公司的实控人与第二大股东LYONE GROUPTTE.,LTD.的实控人为一致行动人；谢如栋为遥望网络董事长兼CEO，他与第四大股东方剑为一致行动人；朱大正为遥望网络董事及自然人大股东；黄豪、杨凯飞以及上海柒凇，均于2020年通过参与公司定增方案成为公司股东；杭州蜂巢创业投资合伙企业为遥望网络的企业股东。公司前十大股东合计持股比例为58.86%。

表 3：星期六前十大股东（2020Q1）

	股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（亿股）
1	深圳市星期六投资控股有限公司	境内非国有法人	14.80%	1.09
2	LYONE GROUPTTE.,LTD.	境外法人	12.56%	0.93
3	谢如栋	境内自然人	11.75%	0.87
4	方剑	境内自然人	4.88%	0.36
5	杨凯飞	境内自然人	4.08%	0.30
6	黄豪	境内自然人	3.25%	0.24
7	朱大正	境内自然人	2.29%	0.17
8	中国银行股份有限公司-海富通股票混合型证券投资基金	其他	2.12%	0.16
9	杭州蜂巢创业投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.57%	0.12
10	上海柒凇企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1.56%	0.12
	合计		58.86%	4.35

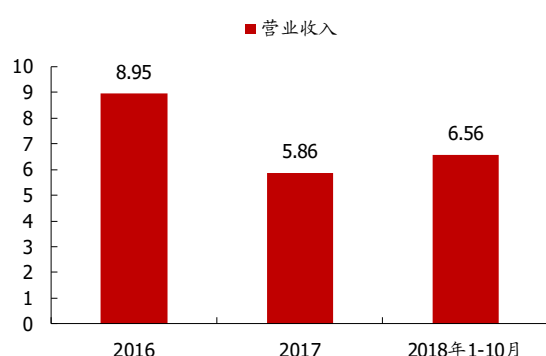
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.1. 遥望网络：电商运营熟练玩家，线上将成未来发展核心

遥望网络是一家拥有丰富互联网流量资源、高效的流量资源整合运营能力、精准营销技术以及坚实短视频直播电商供应链基础的优秀电商运营公司。收入端，2017 年公司实现营收 5.86 亿元、2018 年 1-10 月公司实现营收 6.56 亿元、2019 年 4-12 月公司实现 7.44 亿元，创收水平优秀。利润端遥望网络 2019 年扣费归母净利润为 2.16 亿元，同比增长 29%。

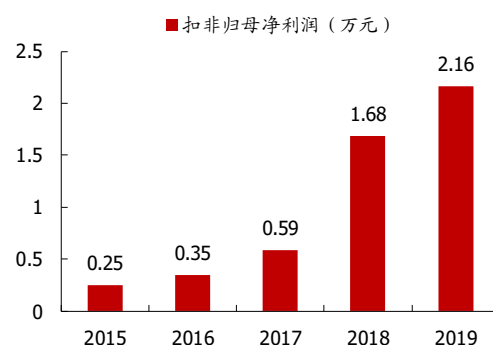
遥望网络与母公司星期六于合并时签订了期限为 2018-2020 年的业绩对赌协议，金额为扣非归母净利润分别不低于 1.6/2.1/2.6 亿，目前 2018-2019 年份的业绩承诺均已完成。

图 3：遥望网络营收基本情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

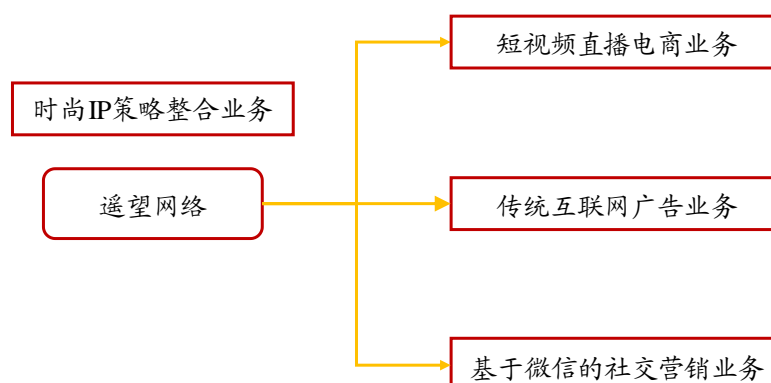
图 4：遥望网络归母净利润基本情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

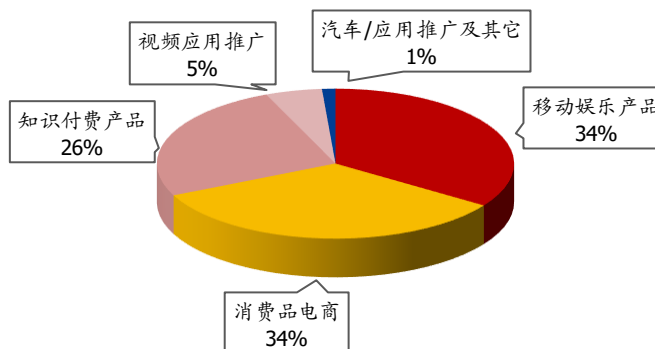
遥望网络主要业务可分为短视频直播电商业务、传统互联网广告业务以及基于微信的社交营销业务。多项业务均根植一线消费者需求，能够及时准确地识别行业最新动向。同时在遥望网络的广告业务投放端观察，广告内容主要聚集于美妆、消费品、汽车、情感和知识付费等领域，不涉及时事新闻等敏感题材，业务合规风险较小。同时星期六原有的时尚 IP 策略整合业务与遥望网络主营业务具有协同性，后续或将受益于遥望网络的业务发展，对遥望的短视频直播电商业务形成支持。

图 5：遥望网络业务分行业基本情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 6：遥望网络互联网广告投放主要方向



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.1.1. 短视频直播电商业务

遥望网络通过搭建专业运营团队，已形成实质上的 MCN 公司性质。遥望网络通过自主培养、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、淘宝直播等平台的合作 MCN 机构。

遥望网络开展短视频直播电商业务的时间较早。2018 年下半年，公司敏锐察觉到行业发展趋势，开始筹备该业务的运营；2019 年初，遥望网络逐步形成了短视频直播电商业务的基本能力，并于 2019 年 4 至 7 月于快手平台进行广告投放，投放效果良好。基于谨慎的筹备以及前期的试水，遥望网络于 2019 年 8 月开始正式进行短视频直播电商的运营，开始链接明星、达人与品牌电商，开展短视频与直播形态的社交电商服务业务。2019 年短视频直播电商的带货 GMV 实现约 2.1 亿元；2020 年 Q1 已实现 GMV1.52 亿元。

具体运营模式上，公司的短视频直播电商运营流程可按“人、货、场”具体描述如下：

- 1、“人”，公司通过自主培养达人、外部签约合作明星及达人的形式逐渐构建抖音、快手、淘宝直播、小红书各生态下的达人及明星艺人矩阵。
- 2、“货”，公司利用自身积累的招商资源，与国内数百家各品类的知名品牌建立起了良好的合作关系。
- 3、“场”，公司利用自有文创团队，在各短视频平台为达人/明星拍摄优质内容并结合运营策略不断积累粉丝，并利用创意短视频、直播等形式为品牌实现商品营销推广。

1.1.2. 时尚 IP 策略整合业务

本业务为星期六于 2015 年进行的互联网媒体业务的尝试，未来会由遥望进行整合进入互联网广告业务进行开发。公司 2015 年首次提出“打造时尚 IP 生态圈”战略发展目标；并于次年布局网红经济，通过投资北京奥凡星产业并购基金，开展网红孵化、时尚 IP 开发等业务；2017 年，星期六分别收购时尚锋迅 83% 股权和北京时欣 80% 股权。该部分业务是为了能够聚集优质流量资源，提高对消费者的影响力，进一步丰富流量变现方式。

图 7：OnlyLady 女人志与 Kimiss 闺蜜营销输出案例一览



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

时尚锋迅与北京时欣下属的“OnlyLady 女人志”与“Kimiss 闺蜜”，可以稳定地整合并输出立体化营销策略，深度影响消费者心智。2019 年，OnlyLady 女人志与 Kimiss 闺蜜与天猫、京东等主流电商平台进行了密切合作，共同打造了天猫美妆类目的“520 表白季”、天猫 CLUB 理想天团、天猫 V 榜单，时尚类目的“618 有好货大赏”，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”等项目，全网曝光量总计超过 7 亿，赋能 70 余个品牌。OnlyLady 女人志获得“2019 年度天猫美妆奖年度合作媒体”以及克劳锐颁发的“2019 年度黑马 MCN”奖项；Kimiss 闺蜜获得克劳锐“2019 年度最佳创新营销”奖项。2019 年该部分业务实现收入 1.06 亿元，未来或将稳定发展并持续协同遥望网络的发展。

1.1.3. 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。

1.1.4. 基于微信的社交营销业务

遥望网络基于腾讯生态圈流量的营销业务主要可分为以下几大方向：

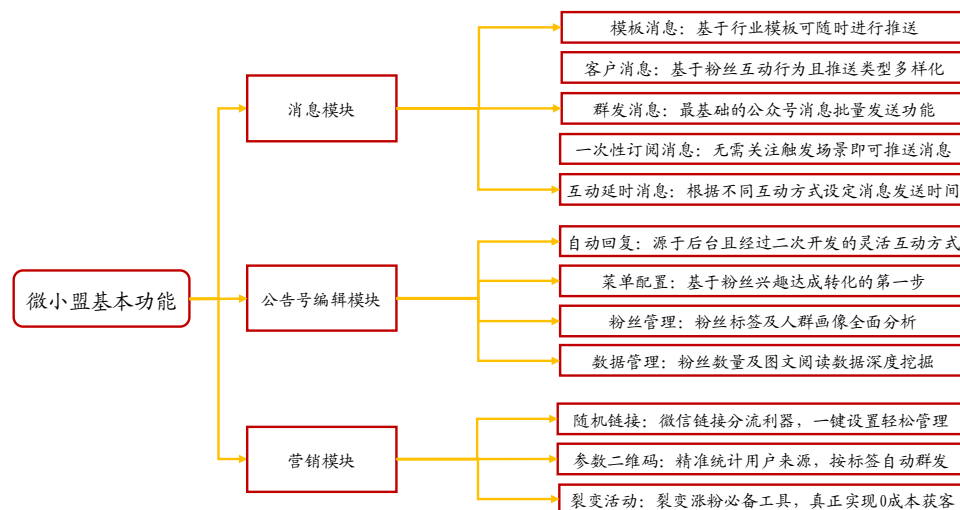
1、遥望网络通过自有专业团队，为各类客户在微信生态体系中的朋友圈、公众号、小程序等各种入口提供集定制化投放策略、创意文案、投放执行、广告优化等系列服务，帮助客户实现曝光及引流。

2、公司通过自身搭建的“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等服务。

3、公司基于 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。

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。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。

图 8：微小盟主要功能展示



资料来源：微小盟官网、浙商证券研究所

1.2. 女鞋行业：业务量不断收缩，业绩拖累逐步消化

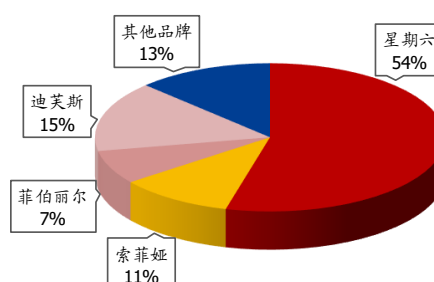
星期六的女鞋业务主要以中高端多品牌的矩阵化方式发展，核心品牌矩阵包括星期六（ST&SAT）、索菲娅（SAFIYA）、菲伯丽尔（FONDBERYL）、迪芙丝（D:FUSE）等，品牌覆盖了时尚、运动、商业、轻奢等多个领域。在收入端，星期六品牌占比最高，2019 年该品牌收入占鞋履行业收入比达到 54%。

图 9：星期六女鞋主要品牌



资料来源：浙商证券研究所、公司官网

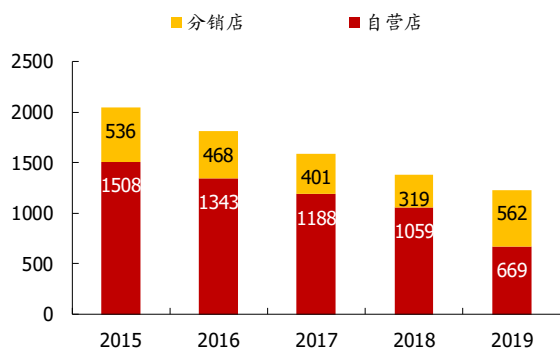
图 10：星期六女鞋主要品牌收入占比情况（2019）



资料来源：浙商证券研究所、公司公告

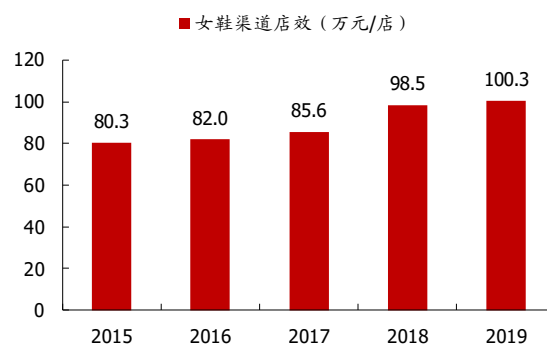
星期六的鞋履业务主要以线下分销店以及自营店销售为主，线上经济发展对本业务形成一定积压，近年来门店数量不断缩减，门店数量已由 2015 年的 2044 家回落至 2019 年的 1231 家，业务收入亦维持平稳回落的态势。

图 11：星期六女鞋店铺数量基本情况



资料来源：浙商证券研究所、公司公告

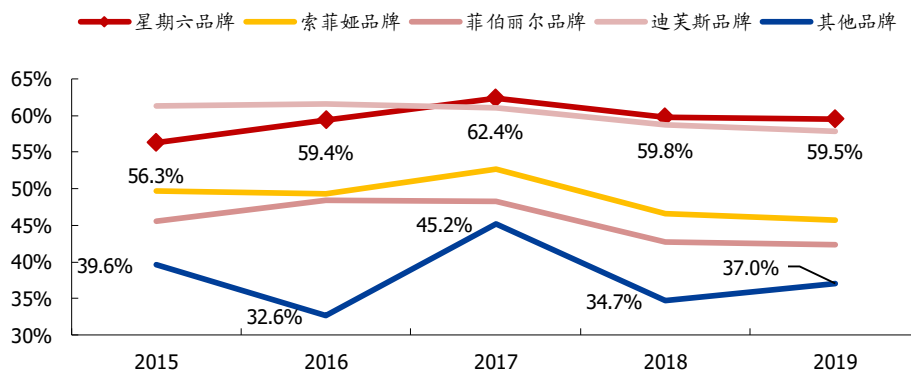
图 12：星期六女鞋渠道店效基本情况



资料来源：浙商证券研究所、公司公告

分品牌来看。公司星期六品牌毛利率最高，近年维持在 60% 左右。而索菲娅、菲伯丽尔以及迪芙斯品牌毛利率略低。公司女鞋毛利率整体较为平稳。

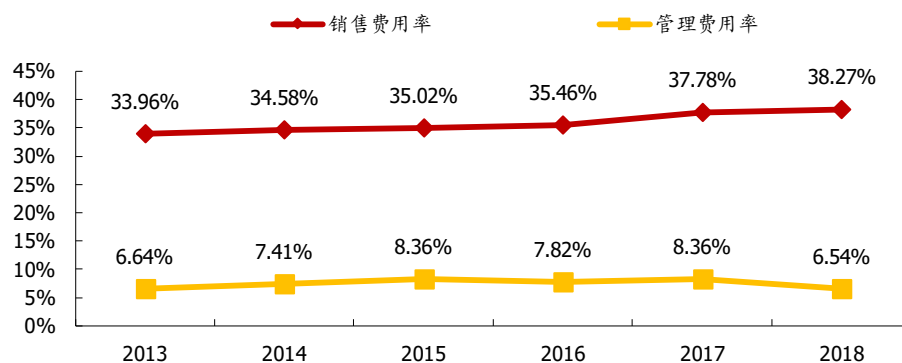
图 13：星期六女鞋业务毛利率基本情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

费用端观察，在 2018 年及之前年度，这段时期公司销售费用率与管理费用率的上涨趋势较为明显。2018 年公司销售费用率为 38.27%，同比增长 0.49pcts；管理费用率为 6.54%，同比下降 1.82pcts，下降主要系公司新增“研发费用”项目，部分费用从“管理费用”项目中分拆“研发费用”项目。

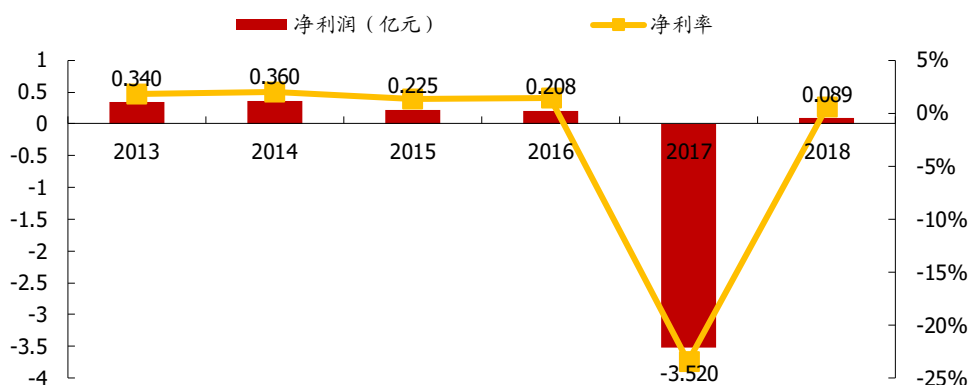
图 14：星期六原主体业务费用率基本情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

利润端观察。公司鞋类相关业务盈利能力相对较弱。2018 年，归母净利润扭亏为盈为 0.089 亿元，净利率为 0.58%。2017 出现大额亏损是由于公司对报告期末的商誉、存货及应收账款等进行减值计提，因此形成了大额资产减值损失。

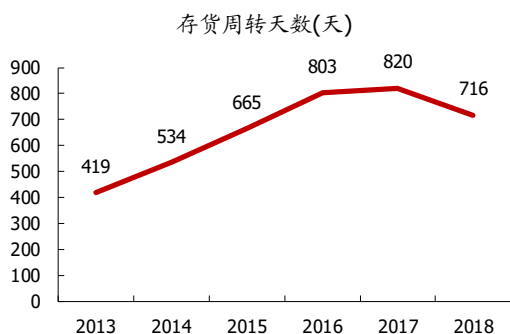
图 15：星期六原主体业务净利润基本情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

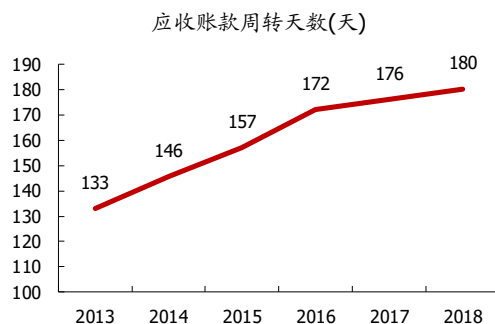
营运能力观察，星期六鞋类业务存货周转天数近年来提升明显，2017-2018 年受到时尚 IP 策略整合业务的影响略有回落。2018 年存货周转天数为 715.82 天，同比下降 12.76%；应收账款周转天数为 180.35 天，同比增长 2.45%。随着公司逐步精简该领域的业务布局以及加强对其余业务的持续赋能，未来公司女鞋业务对业绩的拖累有望持续缩减。

图 16：星期六原主体业务存货周转情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 17：星期六原主体业务应收账款周转情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2. 公司所处行业：快速扩容，大浪淘沙

公司在收购遥望网络之后，战略转向愈发明晰。因此与公司未来发展相关度较高的行业分别为短视频直播电商行业以及移动广告营销行业。

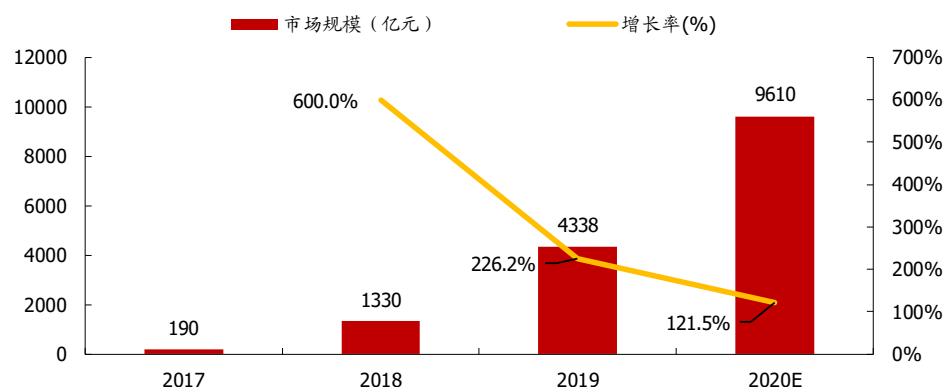
2.1. 短视频直播电商行业：迅速扩容，标准化是必然趋势

随着我国消费者可支配收入逐步提升，同时生活节奏渐渐加快。用户消费模式也由“人找货”向“货找人”转变，消费行为从满足生活为主的必选消费逐步过渡至可获得心情愉悦的可选消费，而红人 KOL 以及优秀内容推荐极易触发消费者购买欲望，击穿线上购物难以获得直观感受的壁垒。同时，硬件以及通讯技术的持续发展，也将推动短视频直播电商获得跨越式的增长。首先，通讯技术进步带来数据提速，可以使直播相关企业为用户推出更多个性化的服务，优化参与体验；其次数据提速可以使供销双方受益于供应链整体管理的优化，提升货品实现销售后的流动及售后服务效率。

2.1.1. 市场快速扩容，小小屏幕之后需多方协同

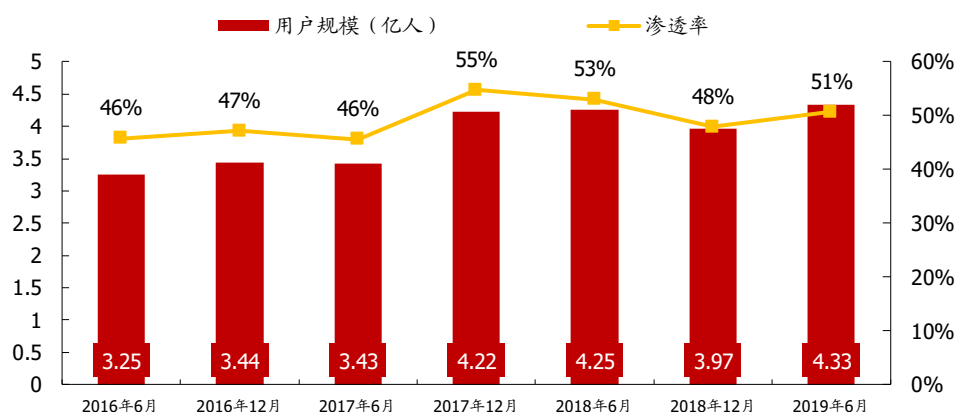
短视频直播电商行业起步较晚，但是发展迅速。艾瑞咨询数据显示，2017 年我国的短视频直播电商市场规模仅为 190 亿元，但 2019 年已实现 4338 亿元；同时 2020 年预计短视频直播电商仍将继续发展，全年销售规模有望实现 9000 亿元。在消费者端，QuestMobile 数据显示，2019 年 6 月我国短视频直播电商受众群体已经达到 4.33 亿人，渗透率达到 51%。2020 年一季度，疫情所导致的“隔离”，使得消费者的居家时间延长，短视频直播电商的渗透率得到了进一步的加深。

图 18：我国短视频直播电商市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

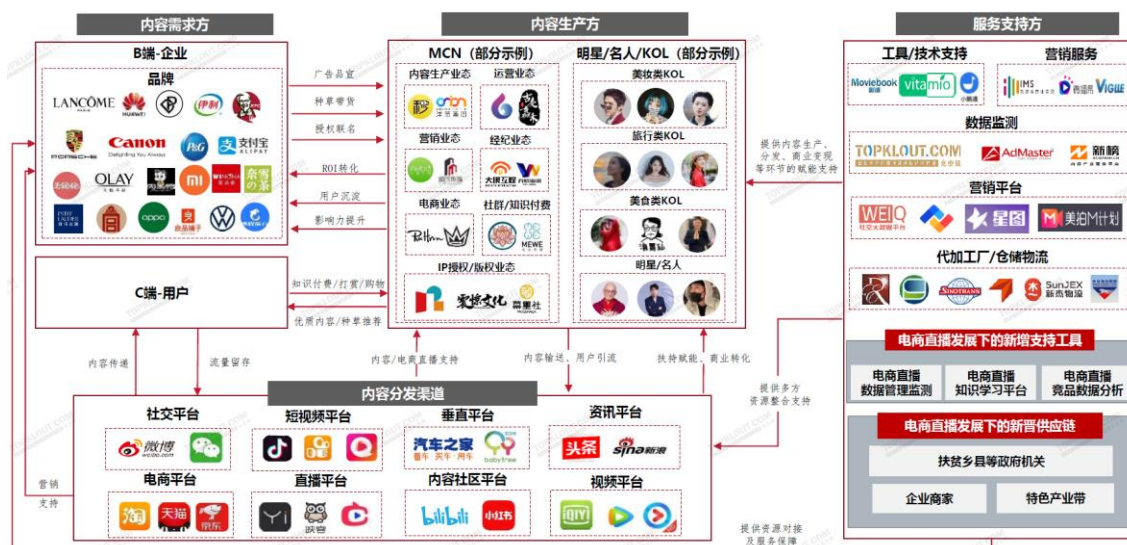
图 19：我国短视频直播电商受众基本数量（亿）



资料来源：QuestMobile、浙商证券研究所

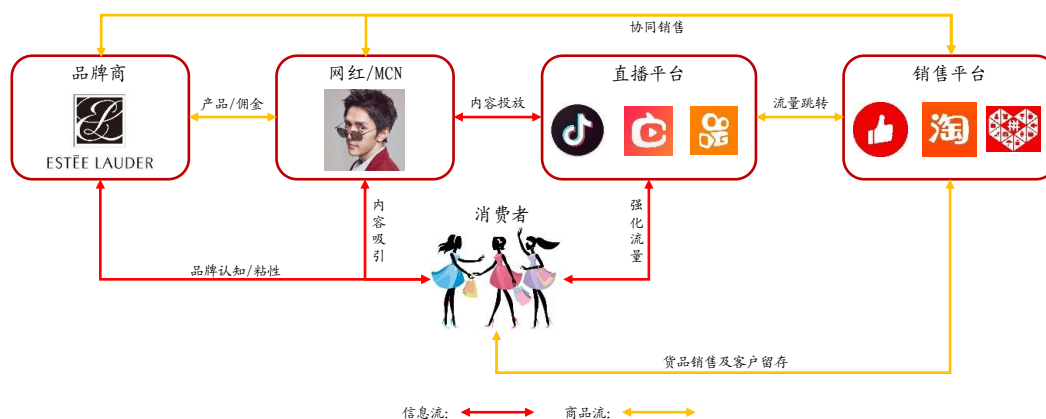
纵观短视频直播电商产业链，“红人 KOL”是直播的核心载体，品牌商、MCN 机构、内容分发渠道以及数据服务支持方，均围绕着主播红人开展一系列的服务。主播红人的能力与责任在于，通过“人格化的认同和信任促成商品销售”，而在此之外的引流、选品、产品供应、售后则均需要各类不同的专业团队协作完成。即消费者直观感受到的“直播卖货”仅为整个直播销售的一个环节，优秀的后台运作团队也是实现持续销售的必不可少的支撑。

图 20：短视频直播电商主要参与者关系一览



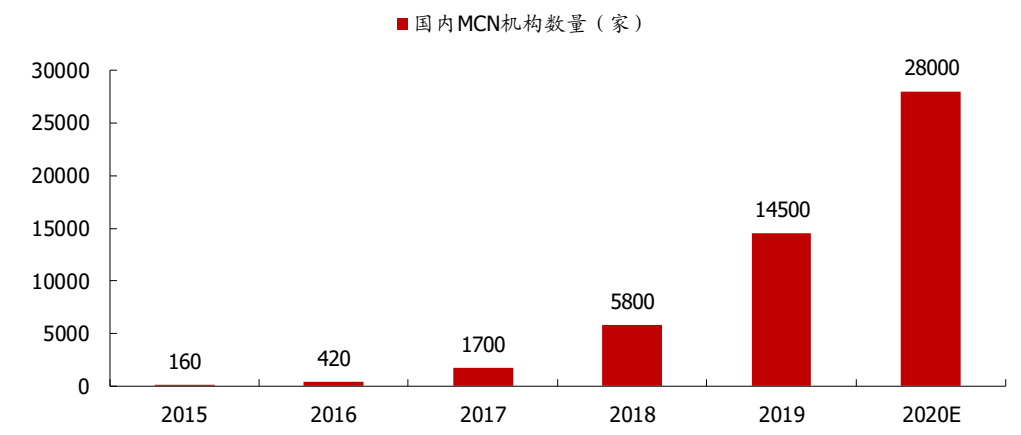
将流程进一步简化，可以清晰地发现：主播网红、消费者以及直播平台之间的信息流是构成整个直播销售行为的核心因素。而网红与 MCN 则是位于统一战线，当市场急速扩容时，头部网红可以独立于机构，利用强大的自身流量实现转化；而更多的腰部以下具有细分流量的网红博主，则需要借助 MCN 实现供应链的赋能、营销流量的分发、以及对品牌商的价格谈判。

图 21: 我国部分城市人均食品饮料消费支出 (日)



因此，我国 MCN 企业数量近年来也加速发展。2015 年我国 MCN 企业数量仅有 160 家，2019 年已经突破 14000 家。而由于我国短视频直播电商市场尚处于发展阶段，因此 2020 年 MCN 机构有望进一步发展，整体数量或将突破 28000 家。

图 22：我国 MCN 企业数量



资料来源：克劳锐、浙商证券研究所

2.1.2. 市场逻辑推演，短视频直播电商行业存在巨大标准化空间

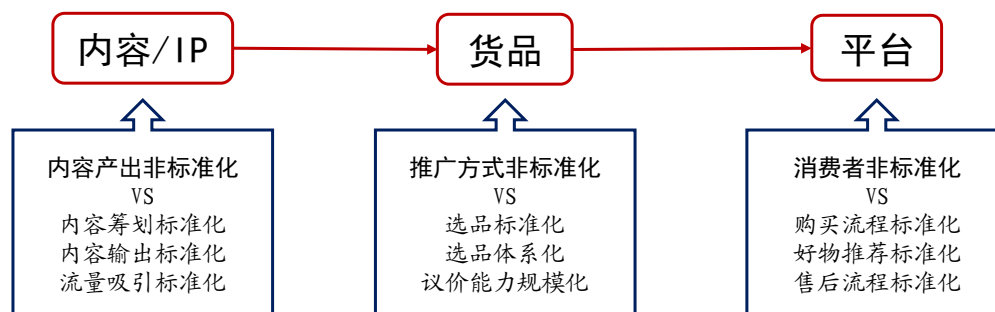
直观感受上，短视频直播电商是内容交互享受以及购买行为所组成的复合体验，整个流程的标准化程度较低。但是实际上，如果我们将该行业细化至“内容/IP、货品、平台”三个维度，会发现整个行业存在着较明显的标准化趋势，同时在当前的行业迅速扩容的背景下，标准化规模化的空间巨大。

内容/IP 端：内容筹划推广可标准化。红人是短视频直播电商的核心，但是在主播点货的背后，是一个涉及到文案编写、播前引流、现场运维、网络监控甚至是天气环境及不可抗力（例如 2020 年初疫情影响）多重因素的巨大体系来为直播进行支撑。在当前的行业迅速发展期，大部分红人可以仅需要自己的内容出产及演出特色进行流量吸取；但随着行业扩容速度逐步稳定，红人之间的竞争将会逐步激烈，届时红人对标准化运营支持的需求也会逐步增强。能够进行标准化内容筹划、内容输出以及流量吸引，甚至是能够模块化转化并激发红人的 MCN 公司，或将受益于行业趋势。

货品端：选品流程体系可标准化。产品是联通红人主播与消费者之间的纽带。虽然每个主播销售产品的方式以及产品品牌会有所不同，但是对于行业内绝大多数红人主播面对着两个问题：高频开播下的 SKU 丰富度如何保证、以及如何保证持续获得品牌产品支持。目前行业内的“超头部流量”主播如李佳琦、薇娅等人可以利用 IP 效应持续获得货品资源，但对于大部分腰部甚至腰部以下的红人，则需要 MCN 机构为其提供成熟且长期化的选品策略、完善的品牌合作协议，以及一定的针对品牌的规模化议价能力。因此在货品环节，能够提供标准化货品解决方案，具有标准化供应链平台支撑能力的 MCN 机构，将进一步提升市场份额。

平台端：售后维护及复购引导可标准化。目前短视频直播电商行业存在着部分“发货慢”、“退货难”、“售后难”的问题，这些情况不仅会对主播的流量转化率造成影响，还会降低粉丝的“复购”。因此完善的发、退货售后流程、实际购买平台上利用算法实现的主播相关推荐、以及在非直播时段如何提升主播影响力这几大因素，或将成为提升主播价值的第二战场。能够将该类支持进行标准化输出的 MCN 机构，将会更受网红达人主播的青睐。

图 23：我国短视频直播行业存在多个标准化空间

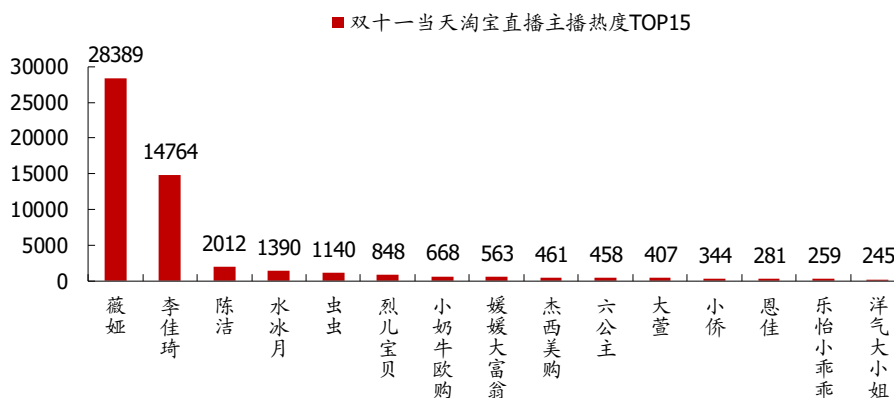


资料来源：浙商证券研究所

2.1.3. KOL 红人现状：明星闪耀、新人艰难，长期发展需要梯队建设

虽然网红直播如火如荼，但是当前的 KOL 群体的实际情况是：头部主播过于闪耀，新兴主播腰部 KOL 主播稀缺明显。以阿里为例，2019 年双十一，薇娅与李佳琪的主播热度分列前两名，而后第三位陈洁的热度仅为李佳琪的 13.6%；第十五位的洋气大小姐热度仅为李佳琪的 1.66%，分化极为明显。一个人的精力是有限的，头部主播不能承载过多的品牌，因此实现良好的梯队建设，持续推出腰部 KOL 是一个确定性较强的趋势，拥有较强 KOL 培养、整合及激发能力的 MCN 机构或将在直播购物的行业发展中脱颖而出。

图 24：阿里 2019 双十一主播热度 TOP15 一览

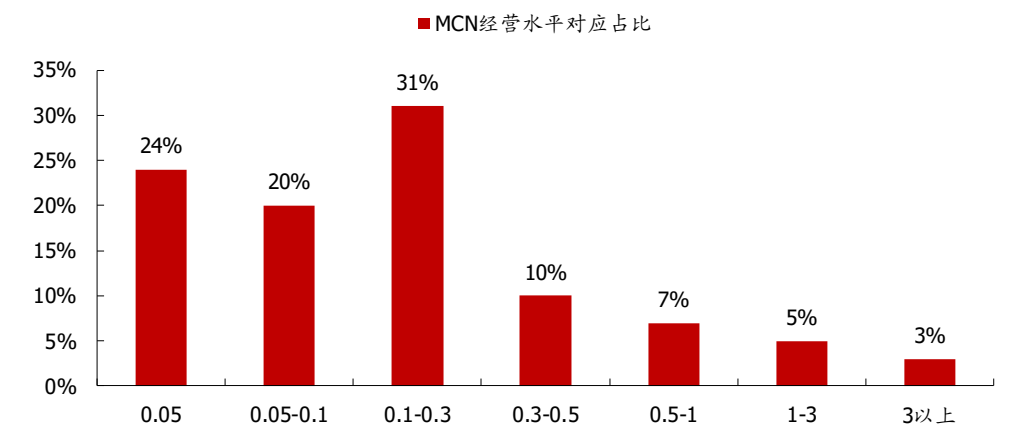


资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

2.1.4. MCN 机构竞争激烈，品牌化趋势不可避免

根据克劳锐数据显示，我国 MCN 机构的营收水平主要集中于 500 万元至 3000 万元的区间内。考虑到我国 MCN 机构的数量仍处于上升态势，未来 MCN 机构的发展形势将进一步激烈。作为对接 KOL 与产品之间的桥梁，MCN 机构承担着供应链建设的责任，由于直播带货是消费进化下催生的新经济业态，因此品牌化的趋势就不可避免，消费者将对性价比高的优质商品的需求会一直延续。所以未来能够整合品牌资源，为自家 KOL 提供优质货源的 MCN，将占据行业竞争中的优势地位。

图 25：我国 MCN 经营水平分布情况（2019/亿元）



资料来源：克劳锐、浙商证券研究所

2.1.5. 主流内容分发平台各有千秋，红人阵营持续“出圈”

目前国内主流的短视频直播电商内容分发平台可分为短视频平台、线上电商平台以及社交内容平台三大类，大部分平台于 2016 年起步，抢占了较早的行业先机，具体情况如下：

- 短视频平台：以抖音、快手为主；
- 线上电商平台：以淘宝、拼多多及京东为主；
- 社交内容平台：以微博、小红书、蘑菇街为主。

图 26：我国主流短视频直播电商内容分发平台直播布局进程



资料来源：微博易、浙商证券研究所

随着短视频社交电商直播受众规模的持续提升，该行业的待转化流量也逐步提升。因此许多传统媒体人甚至企业家均参与进直播中，这类“出圈”主播的参与，丰富了直播的趣味性以及知识深度，拉近了消费者与品牌之间的距离，促进了行业良性循环。我们认为这类“跨界”行为或将常态化，直播电商将成为品牌企业树立形象的重要战场。

短视频平台：

短视频平台的粉丝与 KOL 关系极为密切，信任关系强。分别来看，快手主打“老铁经济”，红人以直播粉丝沟通为主，视频数量较抖音较少，但通过直播，快手网红可以拥有更强的

圈层影响力，能够更好地辐射并影响其关注的人，进而带动销量转化。抖音则以颜值经济为主，风格偏向幽默搞笑和高颜值 KOL，整体粉丝号召力略弱于快手。2020 年 4 月，著名数码商业 KOL 罗永浩入驻抖音直播间，当日支付总额超过 1.1 亿元，累计观看人数超过 4800 万元，罗永浩的加入或将催化抖音粉丝号召力的发展。

图 27：短视频平台红人直播典型案例



资料来源：快手、抖音、浙商证券研究所

线上电商平台：

淘宝通过长期积累，已经拥有了两大核心 IP：薇娅以及李佳琦。两者分别为国内直播带货的一姐及一哥。在 2020 年 3 月，薇娅实现直播带货 18 亿元、李佳琦实现 16.2 亿元；当月李佳琦整体观看人次超 4.2 亿，3 月 5 日单日观看人次达到 5200 万，领先行业优势明显。2020 年 4 月 6 号，央视新闻“谢谢你为湖北拼单”公益行动首场开播，央视新闻主播朱广权隔空连麦带货达人李佳琦，组成“小朱配琦”组合，直播吸引了 1091 万人观看，累计观看次数 1.22 亿。两个小时的直播，累计卖出总价值 4014 万元的湖北商品。

李佳琦及薇娅的头部效应，不仅为阿里平台实现了引流，更提升了平台单个 UV 价值，更为阿里持续培养带货主播提供了完善的方法论。

图 28：阿里系培养的李佳琦是目前短视频直播电商行业核心 KOL



资料来源：新浪微博、浙商证券研究所

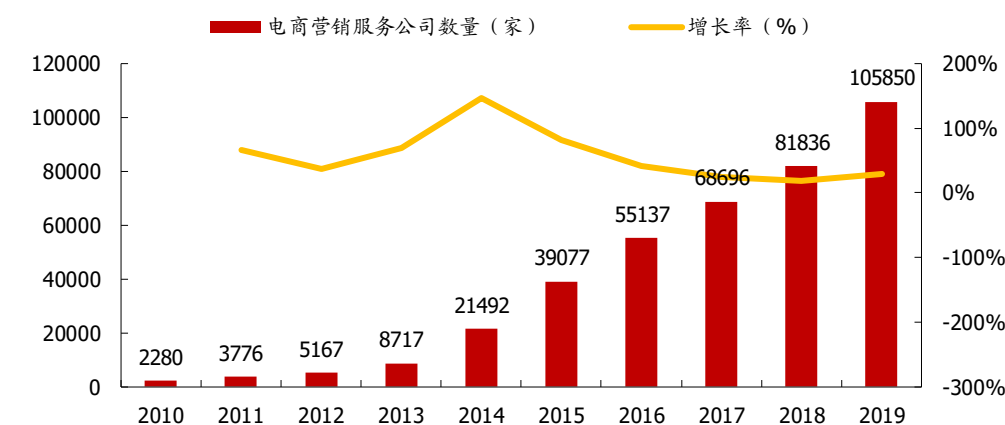
目前京东直播未有代表性网红主播和商家，但基因庞大的用户基础和京东电商全品类的电商优势，京东会更倾向于推出爆款商家和主播联合的方式，以此吸引更多商家加盟。此外，京东直播将会联合更多经纪公司，探索“艺人+电商+综艺”的新玩法，吸引年轻群体线上围观，通过“表演+带货”形式，打破内容和电商之间的壁垒。

2.2. 电商广告营销行业：需求旺，供给强

随着近年来网络媒体的快速兴起、线上消费习惯逐步养成。越来越多的广告主开始认可移动广告营销的高效性，不仅积极参与互联网营销活动，亦逐步提高互联网营销预算的比例。目前互联网广告营销行业的广告主构成日趋多元，品牌企业与中小企业、新兴势力与传统企业均存在。广告主的需求有精准化与高端化的变动趋势，该类需求的增长，将有效推动遥望网络的互联网广告业务以及基于微信的社交营销业务的发展。

由于我国网络端广告位数量多，投放复杂程度高，因此精准投放需求也推动了我国移动广告营销服务相关企业的快速增长。从 2010 年至 2019 年，我国移动广告营销服务相关企业公司由 2280 家快速增长至十万余家。移动广告营销服务相关企业的增长，直接反映出了在电商平台营销模式逐步丰富的大背景下，广告主需要更多服务商的鼎力配合；同时也间接反映出移动广告营销需求仍处于较旺盛的阶段，行业洗牌阶段尚未开始，龙头企业或在未来逐步产生。

图 29：我国电商营销服务公司数量变动情况一览



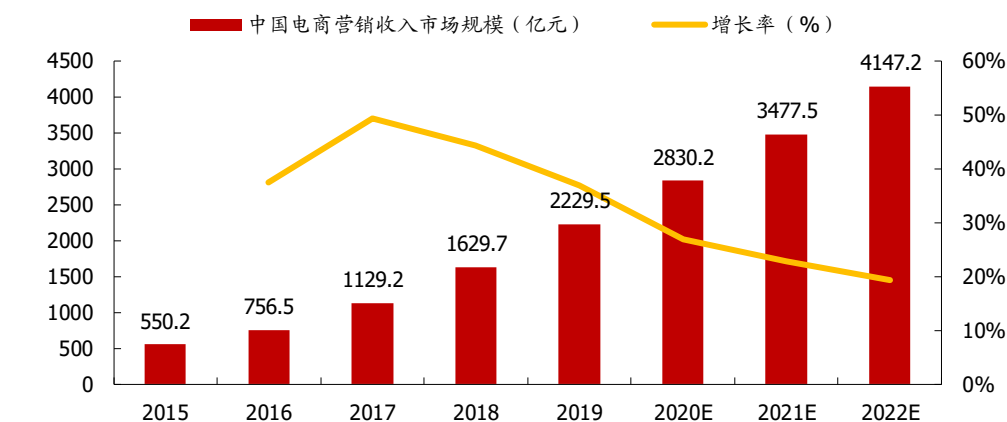
资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

艾瑞咨询数据显示，我国移动广告营销市场规模迅速扩大，2015 年起以 41.9% 的年复合增长率快速增长，并于 2019 年达到 2229.5 亿元的规模。由于移动广告营销营销的核心是互联网广告营销技术，随着大规模分布式计算、海量数据挖掘等基础技术逐渐成熟并得到应用，大型互联网广告营销服务商或将在竞争中不断扩大领先地位，随着行业内一些中小规模服务商不断被整合或淘汰，行业集中度也将进一步提升。

同时由于我国移动短视频领域发展迅速，“红人-内容生态”模式能够有效激发用户购买欲，打透圈层用户，实现稳定的商业变现。因此能够合理运用红人并积极进入该领域的营销公

司，将更容易通过品牌与消费者产生关联，并能够掌握消费者真实付费需求，再反向推动前端广告的精准投放，遥望网络或将受益于行业的发展趋势。

图 30：我国电商营销服务行业市场规模一览



资料来源：艾瑞咨询、浙商证券研究所

3. 遥望网络：当前时点紧跟时代脉搏，后续发展动力充沛

作为公司 2019 年重点收购的资产，遥望网络的发展方向对星期六的发展起到了决定性的作用，遥望的业务亮点亦为公司亮点。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，为个人与企业用户提供优质的数字内容服务。公司基本业务实力强劲，新兴直播电商业务增速快，转化率高。

3.1. 王牌 KOL 带货能力强，直播带货 GMV 有望超预期

公司 KOL 实力强劲。自 2018 年起，截至 2020 年 3 月底，遥望网络通过签约及转化整合，共形成短视频平台 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，其中部分 IP 粉丝量均为百万级甚至千万级。同时今年以来，公司已经与浙江文广集团达成合作，已经签约共 32 位电台主持人为公司主播，后续将继续推进与其旗下其他电台电视台主持人的签约。

表 4：遥望核心 IP 快手粉丝数据基本情况（2020-5-16）

	作品数	粉丝数（万）	平均点赞数（万）	集均浏览（万）
王祖蓝	100	2844.9	47.3	1407.3
李亚男	44	431.1	34	618.7
刘维	36	50	-	-
尬演七段	80	112	10.1	179.9
乃提 Guli	369	333.2	2.4	48.4
李大嗓	80	64.8	5.5	77.5
瑜大公子	210	403.8	0.6	28.2
李宣卓（酒仙）	230	347	0.7	25.6

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 5：遥望核心 IP 抖音粉丝数据基本情况（2020-5-16）

	作品数目	粉丝数（万人）	总点赞数（万）	平均点赞数（万）
张柏芝	44	1314.8	7244.3	164.64
王祖蓝	103	2105.1	18000	174.76
李亚男	76	527.7	3611.5	47.52
刘维	116	366.9	1296.1	11.17
尬演七段	197	1407.8	15000	76.14
乃提 Guli	257	804.6	13000	50.58
浩辉进城啦	101	81.4	683.3	6.77
李大嗓	242	689.5	9794	40.47
瑜大公子	26	9.6	13.3	0.51
李宣卓（酒仙）	11	0.11	0.0929	0.01

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

遥望的核心带货主播张柏芝、王祖蓝、瑜大公子以及李宣卓均有较强的粉丝号召力，带货能力强。通过网络直播及短视频播放，公司通过刊例价以及 CPS 模式赚取收入，目前遥望网络是王祖蓝微博以外的唯一官方直播平台。部分遥望旗下明星红人的接受度正逐步提升，已经由“小屏”走向“大屏”，比如 2020 年 4 月至 5 月，遥望签约明星红人王祖蓝、李宣卓均参与了央视主办的助力武汉带货行动。随着直播短视频行业的不断发展，遥望网络的红人效应或将进一步增强，进而拉动公司广告收入以及带货 GMV 不断增长。

图 31：遥望网络签约明星王祖蓝参与央视助鄂直播带货



资料来源：百家号-老辛妈娱乐报、浙商证券研究所

图 32：遥望网络签约明星李宣卓参与央视助鄂直播带货



资料来源：新闻直播间、浙商证券研究所

遥望网络目前已荣获 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，并与腾讯、阿里、抖音、快手等机构一同入选“中国电视剧制作产业协会短视频内容工作委员会”，这些先发优势有助于遥望逐步改进发展方向，持续提升转化效率，让直播业务有效提升公司业绩弹性。

2019 年遥望网络短视频直播电商的带货 GMV 实现约 2.1 亿元；2020 年 Q1 已实现 GMV1.52 亿元，如果站在传统电商角度观察，与全年 GMV 对比，一季度的 GMV 占比约为 10%，即遥望的市场预期 GMV 底线应该为 15.2 亿左右，而市场一致预期认为遥望的直播带货 GMV 或为 20 亿元。我们认为直播电商作为新兴业态，还处于行业爆发期，同时遥望的红人培养整合模式竞争优势大，供应链能力强，因此我们认为遥望网络的 GMV 有望大幅超越市场预期。

3.2. 网红标准化输出可持续性强，直播中心提升转化激发能力

公司极为注重直播的梯队化培养。对于公司而言，当前市场上的头部 IP 红人签约价格过高，自行培养的可持续性与性价比较高。同时考虑到不同背景的红人带货能力不同，自行培养的红人从入行之处便接受专业带货指导，其转化能力会略高于短视频类搞笑博主等。目前遥望的主力培养方向为带货网红，选品以及网红的私域流量运营均为公司代办，整个流程正逐步标准化。同时公司会利用已签约的知名明星与新兴网红互动，有效提升新人人气。目前公司的网红培养产出率维持在 1%-2%左右，培养数量依赖于素人自身素质。

图 33：2020 年五月遥望签约明星王祖蓝与瑜大公子联动互相导流



资料来源：财经网、浙商证券研究所

为了进一步完善主播梯队建设。2020 年 4 月，中国（杭州）短视频直播电商产业基地发布会暨遥望短视频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将做好 2B 服务、升级 2C 服务、为主播打造“梦工厂”，未来将逐步建立超过 200 个直播间。产业园的建立，预示着遥望的战略符合当前国家发展“新经济”的战略构思，也是公司后续持续产出直播人才的有力保证。

图 34：遥望电商产业园签约仪式



资料来源：余杭发布、浙商证券研究所

综上所述，我们认为，遥望网络将从三个方向形成长期的网红标准化输出优势：

- 1、已有头部持续转化。目前遥望旗下的头部红人已经形成了自己的稳定粉丝群体，因此可以为公司提供一个较强韧的流量基本盘，基于此基本盘公司可以进行品牌的转化。
- 2、自培网红接收成熟流量。首先，公司自培模式较为成熟，可以保证“素人-红人”不断档；其次就是新兴红人可接收倒遥望红人的导流，从而迅速发展。

3、基础设施吸引加盟。公司新投入的“直播基地”基础设施全面，可以迅速地承接并转化行业内的其他网红。直播基地的建立，或将有效丰富公司的网红层次，实现红人升级。

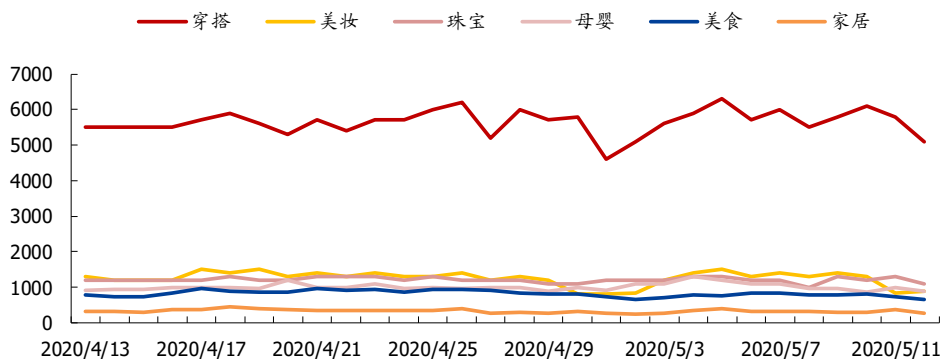
3.3. 深刻理解行业内核，品牌议价能力行业领先

对于短视频直播电商而言，品牌商品具有双层重大意义。首先，品牌消费是中国消费者的消费演化方向，谁掌握了品牌在某平台上的销售分销权，谁就能获得更强的导流能力；其次，品牌商品对拥有网红梯队的 MCN 公司而言极为重要，品牌产品能够有效地为新兴主播引流，即“人不熟但品牌熟”。

同时，由于 2019 年是我国短视频直播电商的爆发之年，因此行业内产品品质标准良莠不齐，存在着“直播甩尾货”、“直播甩假货”的现象。在长期视角观察，这些现象将会被行业淘汰掉，而淘汰的过程，就是行业销售品牌化的过程以及头部 MCN 形成马太效应的过程。因此对品牌商品的掌控，将成为 MCN 机构的重点争夺方向。

遥望网络早于 2010 年便开始了电商运营相关工作，深刻理解品牌代理权的重要性。目前公司已经取得如一叶子、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。结合直播销售的产品分布，我们认为遥望网络的独家经营权的品类选择主要以美妆、个护以及穿搭为主，符合行业发展趋势，随着公司经营规模的不断扩大，未来或将与更多优秀品牌形成深度合作。

图 35：淘宝直播各类目流量（单位：观看人次/万人）



资料来源：直播眼、浙商证券研究所

3.4. 坚持长期发展，持续投入后端建设

从直播带货的全流程上看，从新品上市的品宣及销量提升，到库存尾货的出清等方面，均需要 MCN 公司拥有较强的供应链整合能力。从而为品牌方提供服务，进而为品牌方或品牌的代运营方的产品形成全生命周期的营销服务。由于公司整体看好新流量形态下的短视频及直播带货的行业前景，因此未来将持续加大该业务的投入力度，公司于 2020 年初公告了定向增发预案，筹资将用于进一步的短视频直播电商业务建设。随着增发项目的逐步落地，未来遥望网络的 GMV 有望超预期。

表 6：遥望网络增发项目明细

	项目名称	投资总额（亿元）	拟使用募集资金额（亿元）
1	YOWANT 数字营销云平台建设项目	10.63	9.06
2	社交电商生态圈建设项目	14.28	7.91
3	创新技术研究院建设项目	3.91	3.85
4	补充流动资金和偿还银行借款	8.90	8.90
	合计	37.73	29.72

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.4.1. YOWANT 数字营销云平台建设项目

该项目在遥望现有 YWDW 数据平台、微小盟 SAAS 服务平台和广告数字营销平台等平台的基础上，结合遥望互联网广告业务的发展情况，建设一套完善的集底层基础设施、中台海量数据处理、前台应用（IAAS、PAAS、SAAS）于一体的整体架构型数字营销云平台。本项目建成后将大幅提升遥望数据计算和处理能力，提高互联网营销精准度，降低遥望流量采购成本。

3.4.2. 社交电商生态圈建设项目

该项目旨在通过构建以优质的达人整合赋能基地、短视频场景化空间、直播运营中心、海量短视频监控及分析平台、供应链分发、用户运营中心及相应的配套运营平台为一体的完善的社交电商生态闭环。项目建成后，遥望作为国内优秀的 MCN 机构将大幅提升优质内容产出能力、达人培养及转化能力，同时可以为用户提供更优质的商品及服务，为品牌客户提供更优秀的“品效合一”营销服务。

3.4.3. 创新技术研究院建设项目

该项目拟建设创新技术研究院，用于进行遥望主营业务相关的技术研发升级、新技术创新研究等工作，有助于提升公司技术研发实力以及可持续发展能力。项目建设内容主要包括研究院建设和装修、软硬件设施搭建、研发人才引进等。研发内容主要包括现有技术的进一步升级以及“智能视频分析技术”、“基于区块链的产品溯源技术研究”、“基于自然语言理解的智能客服系统研究”、“智能语音的识别处理技术研究”以及“基于机器学习的代码生成技术”等新课题的研究。本项目的实施将大幅提升遥望研发条件，全面升级遥望现有主要产品。同时，公司基于对行业技术发展趋势的判断，进行新技术的研究开发工作。凭借产品技术优势增强公司市场竞争力，巩固公司行业领先地位。

4. 公司估值与投资建议

4.1. 营收预测：女鞋减缓，互联网收入加速

短视频直播电商业务，考虑到公司已逐步形成短视频直播电商经营方法论，且行业初期存在一定马太效应及规模优势，直播业务或将联动广告业务形成发展。因此我们认为该部分业务未来三年营收将高速发展。

艾媒咨询数据显示，2017-2019 年我国直播电商市场规模分别为 190/1330/4338 亿元，2020 年市场容量预计为 9610 亿元，增速达到 121.53%。在当前阶段，我国直播市场仍处于行业扩容阶段，龙头及具备一定资金实力的公司的发展速度或将高于行业均值。

到 2020 年 Q1, 遥望网络已经实现带货 GMV1.5 亿元, 按传统电商逻辑推演, 全年 GMV 或位于 15-20 亿元之间, 市场预期约为 20 亿元。但我们认为, 市场低估了遥望网络全年 GMV 具体原因如下:

1. 中国电商报报道, 2020 年 5 月快手已将年初制定的 1500 亿元 GMV 计划提升至 2500 亿元, 提升幅度约为 67%。快手平台是公司目前主要的直播内容分发平台, 遥望网络在 2019 年曾连续多月蝉联快手 MCN 影响力排行榜冠军, 了解快手平台粉丝受众及平台流量规则, 如果公司希望持续提升快手平台的影响力进而提升 GMV, 则孵化及签约主播数量或将进一步提升, 同时在竞争效应以及品牌资源的加持下, 人均创收亦有望逐步提升。
2. 2020 年 Q1 公司共有 96 位签约网红及艺人, 共实现 1.5 亿 GMV。在市场预期基础上进行推算, 考虑到快手直播电商业务或将扩容, 以及公司能够容纳 200 人进行直播的电商产业园逐步投入使用, 我们认为 GMV 将受益于公司网红团队人数将逐步提升, 以及人均创收亦逐渐提升两个维度, 进而实现公司 2020 年 GMV 超预期。

综上, 我们认为 2020 年遥望网络的直播 GMV 收入或将达到 30 亿元, 2021-2022 年公司 GMV 分别为 45、70 亿元。同时直播电商行业仍处于行业快速发展阶段, 类比 2012-2016 年的搜索型线上购物行业的发展速度, 我们认为行业未来年均增速将保持约 50%, 而遥望网络作为行业资本实力较强的公司, 增速或将略高于行业, 因此该假设较为合理。同时参考行业的常规操作, 预计公司的直播收入结算方式为 25% 的 GMV 为买断经销, 75% 的 GMV 为代销, 其中前者 GMV 全额确认收入, 后者按 GMV 的 25% 确认。因此未来三年销售额分别为 13.1/23.6/36.8 亿元。

- 互联网广告业务, 考虑到受到一季度疫情影响以及公司战略转向, 我们预计 2020-2021 年该部分业务合计收入分别为: 10.4/13/16.25 亿元, 2020 年对应业务利润 3 亿元。
- 女鞋业务, 由于受到一季度疫情影响, 我们预计 2020 年销售额下滑 25%, 2021 年至 2022 年逐步恢复至正常水平, 对应收入分别为: 9.3/10.7/12.3 亿元。

综上公司未来三年营业收入为 32.8/47.3/65.3 亿元, 同时考虑到市场竞争环境或将逐步优化, 我们预计未来公司销售费用率及管理费用率将逐步下调。

4.2. 公司业务特性下, 分部估值法更为合理

公司兼有短视频直播电商、互联网广告以及女鞋三部分业务, 从总体出发估值会造成结果与公司实际内容差异较大, 因此我们选取分部估值法:

- 1、短视频直播电商业务: 该部分业务经营效率高, 弹性强; 有望受益于 2020 年短视频直播电商的持续发展, 预计 2020 年营业收入为 13.13 亿元, 选取同行业电商服务业公司的平均 PS 水平, 给予 10 倍 PS, 对应市值 131.3 亿元。

表 7: 遥望网络业务可比估值 (万的一致预期/5-15)

证券名称	总市值(亿元)	PS-2020E	PS-2021E	PS-2022E
值得买	91	12.2	9.7	7.9
壹网壹创	274	14.3	10.7	8.5
行业平均		13.24	10.19	8.20

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

- 2、互联网广告业务：预计 2020 年该部分业务归属于遥望网络的归母净利润为 2.6 亿，归属于星期六 IP 类业务的归母净利润预计为 0.4 亿元。选取同行业传统互联网广告代理类公司的平均 PE 水平，给予 20 倍 PE，对应市值 60 亿元。

表 8：互联网广告业务可比估值（万的一致预期/5-25）

证券名称	总市值(亿元)	PE-2020E	PE-2021E	PE-2022E
省广集团	116	38.5	52.1	41.9
蓝色光标	156	25.0	20.7	18.5
行业平均		31.7	36.4	30.2

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

- 3、女鞋业务：该业务利用 PS 估值法，通过与行业可比公司对比，我们选取 0.9 倍 PS，预计 2020 年该部分业务合理市值为 8.37 亿元。

表 9：女鞋业务可比估值（万的一致预期/5-25）

证券名称	总市值(亿元)	PS (2019)
红蜻蜓	35.5	1.26
奥康国际	30.00	0.91
行业平均		1.09

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

综上，星期六 2020 年目标市值为 199.67 亿元。

4.3. 投资建议

公司新兴业务弹性大，原有业务稳健，或将借助 2020 年短视频直播电商市场的发展而获得较强的业绩驱动。我们预计公司未来三年收入分别为 32.8/47.3/65.3 亿元，归母净利润 1.99/5.57/8.24 亿元，分部估值法下，2020 年目标市值 199.67 亿元。首次覆盖给予“买入评级”。

5. 风险提示

女鞋业务下滑过快

公司产品定位时尚消费市场，营业收入大部分来自于面向国内消费者的时尚产品销售业务。随着消费者需求个性化、年轻化、时尚化趋势的增强，公司可能未能完全及时引导和迎合时尚趋势，导致消费者对公司品牌认同度降低，对公司经营业绩产生不利影响。

广告业务发展速度低于预期

互联网营销行业作为新兴行业，行业集中度较低，竞争较为激烈。同时，随着移动设备的进一步普及和发展，移动互联网受众的不断增加，市场竞争将越加激烈。公司如果不能持续获取优质客户、开发流量渠道资源、引进优秀人才、扩大业务规模和增强资本实力，则可能面临竞争优势被削弱、盈利空间被压缩的风险。

MCN 机构竞争激烈程度超预期

目前 MCN 行业正处于快速发展阶段，行业进入门槛低、竞争格局分散，尤其是社交电商直播的 MCN 机构发展时间短、市场占有率较低，市场竞争激烈。未来随着新的市场参与者不断地涌入，市场竞争将更加激烈，如果公司不能持续创作优质内容、获取优质客户、开发流量渠道资源、引进优秀人才、扩大业务规模和增强资本实力，则可能面临竞争优势被削弱、盈利空间被压缩的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3061	3973	4449	5736	营业收入	2092	3282	4732	6530
现金	260	219	211	771	营业成本	1087	1937	2603	3591
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	17	27	39	54
应收账款	1331	1379	1558	1636	营业费用	479	716	989	1339
其它应收款	81	127	183	253	管理费用	113	161	222	294
预付账款	166	295	397	547	研发费用	53	75	109	150
存货	1211	1937	2082	2514	财务费用	72	53	51	43
其他	12	17	17	15	资产减值损失	110	98	95	131
非流动资产	2230	2162	2186	2255	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	10	6	6	投资净收益	5	5	5	5
长期投资	37	36	35	36	其他经营收益	8	8	8	8
固定资产	113	102	92	83	营业利润	173	228	636	940
无形资产	51	53	56	62	营业外收支	-1	-1	-1	-1
在建工程	0	0	0	0	利润总额	172	227	636	939
其他	2029	1960	1996	2068	所得税	8	9	25	38
资产总计	5291	6135	6634	7991	净利润	165	218	610	902
流动负债	1838	1998	1885	2332	少数股东损益	14	19	53	78
短期借款	628	693	550	536	归属母公司净利润	150	199	557	824
应付款项	370	875	863	1191	EBITDA	292	337	750	1049
预收账款	10	21	26	36	EPS (最新摊薄)	0.18	0.24	0.68	1.01
其他	830	410	446	569	主要财务比率				
非流动负债	19	36	38	46		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	19	36	38	46	营业收入	36.57%	56.92%	44.17%	37.98%
负债合计	1857	2034	1923	2378	营业利润	595.49%	31.68%	179.55%	47.72%
少数股东权益	72	91	144	222	归属母公司净利润	1581.96%	32.42%	180.08%	47.77%
归属母公司股东权益	3362	4011	4568	5392	获利能力				
负债和股东权益	5291	6135	6634	7991	毛利率	48.03%	41.00%	45.00%	45.00%
					净利率	7.87%	6.64%	12.89%	13.81%
					ROE	6.07%	5.28%	12.65%	15.95%
					ROIC	4.51%	5.46%	12.55%	15.57%
					偿债能力				
					资产负债率	35.10%	33.15%	28.98%	29.76%
					净负债比率	46.93%	35.54%	30.16%	23.81%
					流动比率	1.67	1.99	2.36	2.46
					速动比率	1.01	1.02	1.26	1.38
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.57	0.74	0.89
					应收帐款周转率	1.98	2.34	2.93	3.52
					应付帐款周转率	4.20	3.56	3.46	4.14
					每股指标(元)				
					每股收益	0.18	0.24	0.68	1.01
					每股经营现金	0.25	-0.29	0.30	0.84
					每股净资产	4.55	4.90	5.58	6.59
					估值比率				
					P/E	112.60	85.04	30.36	20.55
					P/B	4.54	4.22	3.70	3.14
					EV/EBITDA	52.09	52.00	23.31	16.19

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn