



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

电商后浪推前浪，遥望屹立礁石上

—— 星期六（002291.SZ）深度报告

2020年06月01日

电商后浪推前浪，遥望屹立礁石上

——纺织服装行业“后浪”系列报告

2020年06月01日

本期内容摘要：

- ◆ **战略转型收购遥望网络：**公司以女鞋业务起家，2015年受行业低迷影响探索战略转型，布局互联网营销业务，2018年收购遥望网络。遥望网络先后拓展游戏线上营销、微信公共号营销等业务，2018年11月涉足直播电商，签约明星（如王祖蓝、张柏芝）、内部孵化网红（如瑜大公子、李宣卓），借助粉丝效应直播电商GMV快速放量，成为快手、抖音等平台头部MCN机构。
- ◆ **直播电商行业爆发、电商“后浪”来袭：**直播电商爆发于2019年，受益于平台力推、品牌商积极参与及消费者追捧实现快速增长。我们认为直播电商快速成长的核心驱动力在于满足消费者高性价比需求，直播电商具有减少流通加价环节、主播粉丝规模效应强、营销效果精准、流量成本低等优势，优化产业链效率，且增长可持续。直播电商头部MCN机构盈利模式快速向电商带货转变、电商带货品类及品牌更丰富、行业核心壁垒显著提升，未来成长天花板将会打开。
- ◆ **遥望网络运营经验丰富，直播电商优势明显：**遥望互联网运营能力较强，游戏线上营销、微信营销业务均成长为行业前列。公司较早涉足社交电商行业，分为短视频广告、直播带货两大业务，2020年3月底共签约明星、网红约100名，拥有粉丝2.4亿，第三方数据显示4月快手主播带货金额排名中瑜大公子、李宣卓均排第10名左右，形成一定领先优势。公司具有较强网红孵化能力、供应链聚合能力、流量运营能力及资金优势，未来直播电商业务有望持续增长。
- ◆ **不只是MCN，平台化战略推动增长超预期：**目前市场认为公司是一家直播电商MCN，担心MCN成长持续性、对头部网红依赖性。我们认为公司野心不止于此，未来将打造直播电商行业MCN平台，成长天花板有望超出市场预期。我们梳理公司发展历史发现，遥望网络在业务拓展中通常会借助技术、资金优势快速取得行业地位，然后借助优势地位整合行业其他“竞争对手”，最终打造全行业平台提升对上下游议价能力及产业链话语权。目前公司借助自有明星、主播优势地位积极拓展合作品牌，并探索与外部主播合作，我们认为在搭建“供应链池”后，公司将快速为更多外部主播提供品牌对接、直播基地、电商运营等服务，直播电商GMV及业绩有望超预期。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们认为公司女鞋业务将继续轻资产战略，将直营门店转为加盟，且受到新冠肺炎疫情影响，预计未来收入将逐步减少。遥望网络游戏线上营销、微信营销业务将保持稳步增长，直播电商业务快速放量。我们预计2020-22年公司EPS为0.32/0.66/0.89元，采用分部估值法给予目标价29.52元，对应20年92倍PE，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**直播电商业务超预期、合作签约头部网红。

证券研究报告

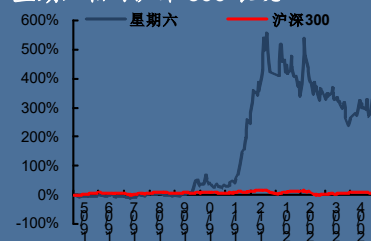
公司研究——深度研究

星期六 (002291.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

星期六相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.5.29)

收盘价(元)	24.27
52周内股价波动区间(元)	4.46-36.56
最近一月涨跌幅(%)	34.46
总股本(亿股)	7.38
流通A股比例(%)	72.49
总市值(亿元)	179.23

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

王建会 传媒行业分析师
执业编号：S1500519120001
联系电话：(010) 83326755
邮箱：wangjianhui@cindasc.com

◆ **风险因素：**新冠肺炎疫情影响超预期、库存损失大幅增加、直播电商拓展低于预期等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,531.68	2,091.87	3,243.11	4,382.16	5,575.91
增长率 YoY %	1.87%	36.57%	55.03%	35.12%	27.24%
归属母公司净利润(百万元)	8.93	150.26	239.09	484.19	658.06
增长率 YoY%	-102.54%	1581.96%	59.12%	102.51%	35.91%
毛利率%	54.22%	48.03%	45.21%	46.83%	48.36%
净资产收益率 ROE%	0.60%	6.18%	6.85%	12.52%	14.77%
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.20	0.32	0.66	0.89
市盈率 P/E(倍)	2006	119	75	37	27
市净率 P/B(倍)	11.98	5.33	4.96	4.35	3.74

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2020 年 05 月 29 日收盘价

目 录

公司概况：谋求战略转型、收购遥望网络	1
星期六：优化女鞋主业，打造 IP 生态圈战略转型	1
星期六：并表带动业绩向好，疫情短期拖累业绩	2
星期六：股权稳定，管理层从业经验丰富	5
行业分析：为何看好直播电商行业	6
直播电商：电商行业的“后浪”能否“滔天”	6
直播电商：快速成长的核心驱动力为高性价比需求	9
直播电商：高性价比的四点核心优势及持续性	10
行业分析：为何看好头部 MCN 公司	12
MCN 机构：直播电商产业链的核心角色	12
MCN 机构：直播电商带来了哪些变化让我们看好头部机构	14
公司分析：为何看好头部 MCN 遥望网络	15
遥望网络：历史发展及业务介绍	15
遥望网络：拓展直播电商业务核心优势	18
公司分析：为什么直播电商业务会超市场预期	20
遥望网络：业务发展思路一脉相承	20
遥望网络：定增项目拓展，打造直播电商平台优势	22
遥望网络：不只是 MCN，成长边界再思考	23
盈利预测、估值与投资评级	25
盈利预测及假设	25
估值与投资评级	26
风险因素	27

表 目 录

表 1：公司管理层基本情况介绍	5
表 2：各行业品牌商高管积极参与直播带货	8
表 3：电商型 MCN 需打造四大竞争壁垒	14
表 4：公司定增募资用于强化竞争力	23
表 5：女鞋可比公司收入及估值对比	26
表 6：互联网广告业务可比公司盈利及估值对比	26

图 目 录

图 1：公司发展历史情况	2
图 2：近年来公司门店数量增长情况	2
图 3：近年来公司收入结构情况（单元：亿元）	2
图 4：近年来公司收入变化情况	3
图 5：近年来公司净利润变化情况	3
图 6：近年来公司毛利率、净利率情况	4
图 7：近年来公司期间费用率变化情况	4
图 8：近年来公司存货、应收账款率情况	4
图 9：近年来公司现金流情况	4
图 10：公司股权结构图（截止到 2020 年 3 月 31 日）	5
图 11：近年来我国直播电商市场规模快速增长	7
图 12：直播电商造就代表性头部网红	7
图 13：淘宝直播发展历程	7
图 14：各大平台推出措施扶持直播电商业务发展	7
图 15：消费者观看直播及直播购物的原因（2020 年 4 月调查）	9
图 16：消费者直播电商购物消费频率（2020 年 4 月调查）	9
图 17：中国消费者更加注重消费的性价比	10
图 18：中国消费者增加储蓄占比提升、支出压力较大	10
图 19：不同渠道下服装产品的价值链分拆（不考虑增值税影响）	11
图 20：头部网红销售额与线下顶级商场对比（2019 年）	12
图 21：中国消费者获取信息形式向短视频、直播变化	12
图 22：2015 年后 MCN 机构数量快速增长	13
图 23：2018 年 MCN 机构营收规模占比情况	13
图 24：MCN 机构不同类型及主要特征	13
图 25：2018 年不同收入体量 MCN 机构主要变现方式	13
图 26：2019 年 MCN 机构营收方式分布	14
图 27：2020 年 MCN 机构重点布局营收方式占比	14
图 28：遥望网络发展历史情况	16
图 29：近年来遥望网络收入、业绩增长情况	16
图 30：遥望网络微信公共号业务介绍	17
图 31：遥望网络运营的部分公共号	17
图 32：遥望网络建立标准化短视频拍摄流程	18
图 33：遥望网络持续位居快手 MCN 影响力排行榜前列（2019 年）	18
图 34：公司代表性主播粉丝数量持续增长	19
图 35：2020 年 4 月快手主播带货金额排行榜	19
图 36：公司打造供应链聚合平台	19
图 37：2020 年 4 月公司建立直播电商产业基地	19
图 38：公司注重底层基础平台建设	20
图 39：2020 年 4 月公司发布定增预案强化直播电商等业务	20
图 40：中国移动互联网月活跃用户平均使用时长变化	21
图 41：公司把握游戏、微信、短视频流量红利	21

图 42: 公司微小盟平台为外部公共号提供技术性服务.....	22
图 43: 公司业务发展思路较为一致	22
图 44: 公司搭建直播电商平台、成长边界扩张	24
图 45: 2019 年 11 月快手 TOP20 带货主播带货金额分布	24
图 46: 公司快速拓展合作品牌矩阵	25
图 47: 2020 年 5 月公司协助快手主播“小伊伊”带货欧诗漫.....	25

投资聚焦

核心逻辑：公司以女鞋业务起家，2015 年受行业低迷影响探索战略转型，布局互联网营销业务，2018 年收购遥望网络。遥望网络从事游戏线上营销、微信公共号营销等业务，2018 年 11 月涉足直播电商。直播电商作为电商行业的“后浪”，2019 年来实现快速爆发，核心驱动力在于产业链优化后带给消费者的高性价比商品。公司借助直播电商行业发展红利以及签约、孵化的明星、主播，直播电商业务实现快速增长，未来具有较大成长空间。

与市场不同的观点：目前市场认为公司是一家直播电商 MCN，担心 MCN 成长持续性、对头部网红依赖性。我们认为公司野心不止于此，未来将打造直播电商行业 MCN 平台，成长天花板有望超出市场预期。我们梳理公司发展历史发现，遥望网络在业务拓展中通常会借助技术、资金优势快速取得行业地位，然后借助优势地位整合行业其他“竞争对手”，最终打造全行业平台提升对上下游议价能力及产业链话语权。目前公司借助自有明星、主播优势地位积极拓展合作品牌，并探索与外部主播合作，我们认为在搭建“供应链池”后，公司将快速为更多外部主播提供品牌对接、直播基地、电商运营等服务，直播电商 GMV 及业绩有望超预期。

公司概况：谋求战略转型、收购遥望网络

星期六：优化女鞋主业，打造 IP 生态圈战略转型

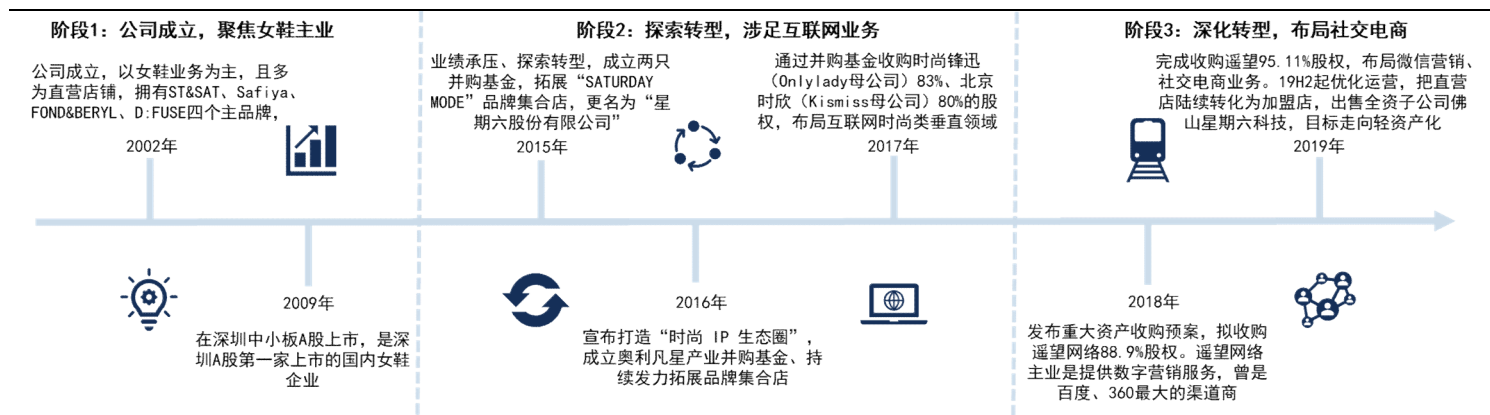
公司成立于 1993 年，主要从事女鞋的设计、生产和销售。经过 20 多年发展，公司已发展为业内领先的多品牌鞋履运营商，并拓展移动互联网营销业务。公司发展历程可分为 3 个阶段：

1) 1993-2014 年：公司成立后聚焦女鞋主业，2009 年实现上市，旗下拥有“星期六”、“迪芙斯”、“索菲娅”、“菲伯丽尔”等品牌。2014 年公司实现收入 17.58 亿元，根据 CIIC 数据显示市占率为 4.52%、处于女鞋行业第六。公司门店以直营为主，2014 年末共有门店 2327 家，其中直营店 1730 家，加盟店 597 家。

2) 2015-2017 年：受女鞋市场竞争激烈、线上渠道冲击等影响，2014 年后公司业绩增长承压，2015 年开始探索转型、成立产业基金，并优化低效女鞋店铺。2017 年公司完成收购 Onlylady 和闺蜜网两大新媒体公司，涉足品牌商广告营销、网红经纪等业务，2017 年实现互联网广告收入 1.38 亿、占比为 9.20%，转型效果初显。

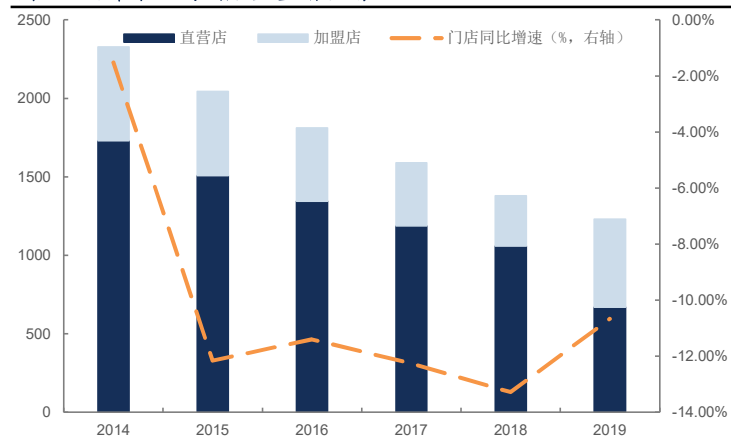
3) 2018 年以后：2018 年后公司深化战略转型，女鞋业务方面，公司向轻资产方向转型，出售生产、研发子公司，并在 19H2 开始逐步将直营店铺转化为加盟，2019 年底公司直营、加盟店分别为 669 家、562 家，加盟店数占比提升；互联网广告业务方面，2018 年公司收购遥望网络（2019 年 3 月完成），2019 年互联网广告业务实现收入 8.54 亿、占比达 40.83%。未来公司将进一步降低直营店铺占比，强化互联网相关业务，提升资产质量。

图 1：公司发展历史情况



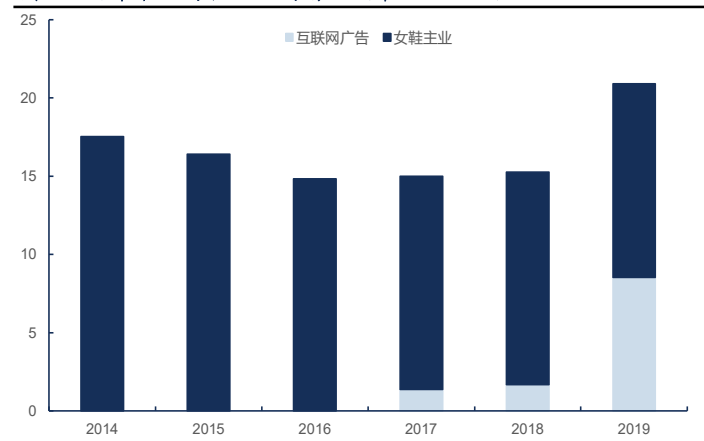
资料来源：公司官网，公司年报，信达证券研发中心

图 2：近年来公司门店数量增长情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：近年来公司收入结构情况（单元：亿元）



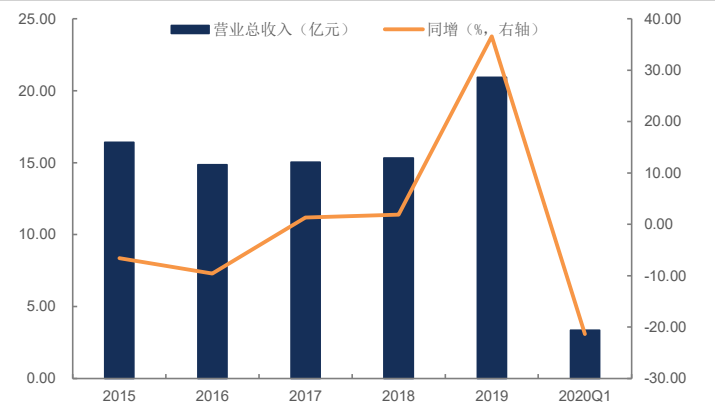
资料来源：Wind，信达证券研发中心

星期六：并表带动业绩向好，疫情短期拖累业绩

收入方面，2015-16 年受行业低迷影响，公司女鞋主业承压、收入持续下滑。2017-19 年受益于收购并表 Onlylady、闺蜜网以及遥望网络，公司收入同比恢复增长。20Q1 新冠疫情导致女鞋线下门店客流同比降幅较大，且社交电商业务受供应链复工、物流延期等影响，整体收入同比下降 21.35% 至 3.36 亿元。

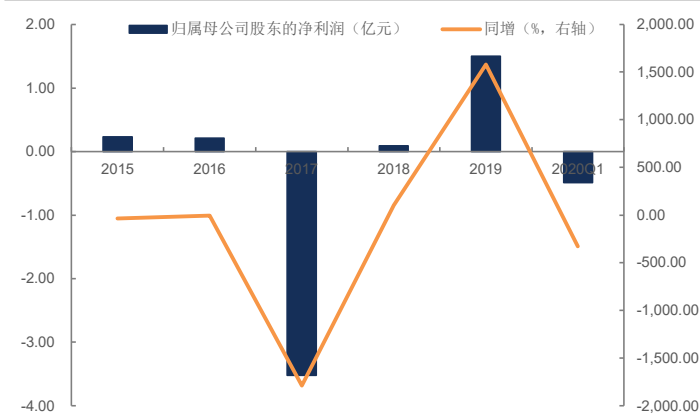
利润方面，2017 年公司库存水平较高、计提大额存货跌价准备导致净利大幅亏损，2018 年公司计提存货减值减少、盈利能力有所恢复，2019 年受益于遥望网络并表，净利同比显著增长。20Q1 公司受疫情影响收入下滑，部分成本、费用较为刚性，净利为-4921.15 万元、出现亏损。

图 4：近年来公司收入变化情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

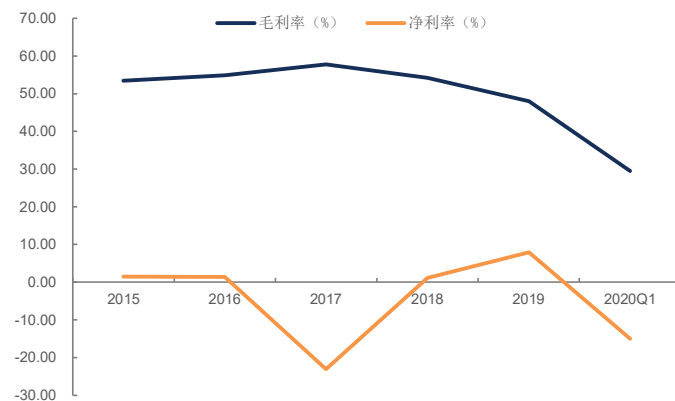
图 5：近年来公司净利润变化情况



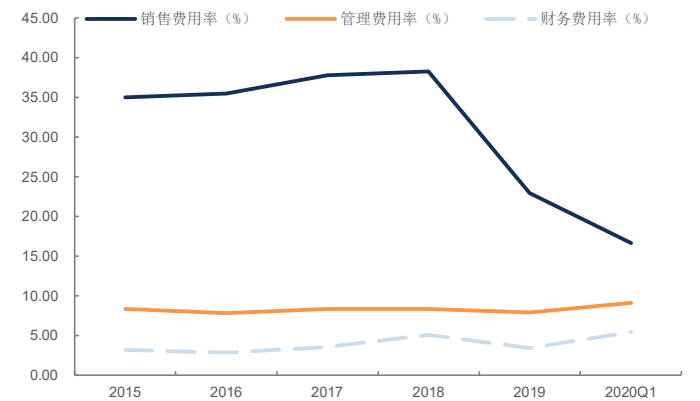
资料来源：Wind，信达证券研发中心

盈利能力方面，近年来公司毛利率基本较为稳定，2019 年由于并购遥望网络、低毛利率互联网广告业务收入占比提升导致整体毛利率同比下降，20Q1 疫情导致毛利率下滑幅度较大。

费用率方面，近年来公司期间费用率较为稳定，2019 年销售费用率同比下滑较大，主要由于收购并表以及职工薪酬、广告宣传及租赁等费用减少。20Q1 公司期间费用率同降 7.80CPT 至 33.85%，主要是疫情导致占比较高的销售开支减少。

图 6：近年来公司毛利率、净利率情况


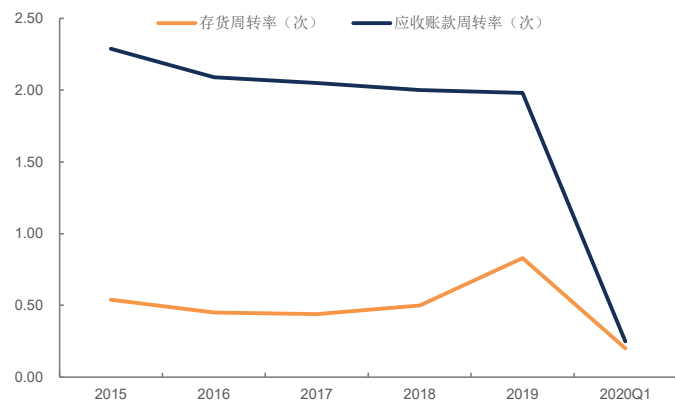
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：近年来公司期间费用率变化情况


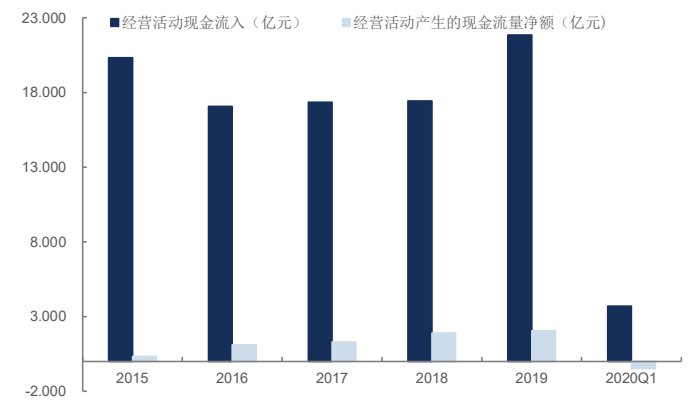
资料来源：Wind，信达证券研发中心

营运能力方面，2015-2018 年公司存货周转率较为稳定，2019 年提升至 0.83，主要由于收购并表、加盟渠道收入占比提升。2015-2019 年公司应收账款周转率呈下降趋势，主要由于加盟商现金流承压且公司加盟收入占比提升。

从现金流来看，近年来公司总现金流较为健康。2019 年经营性活动现金流入、经营性活动流量净额提升显著，主要是并购遥望网络后销售回款增加。20Q1 受疫情影响经营活动现金流同比恶化。

图 8：近年来公司存货、应收账款率情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

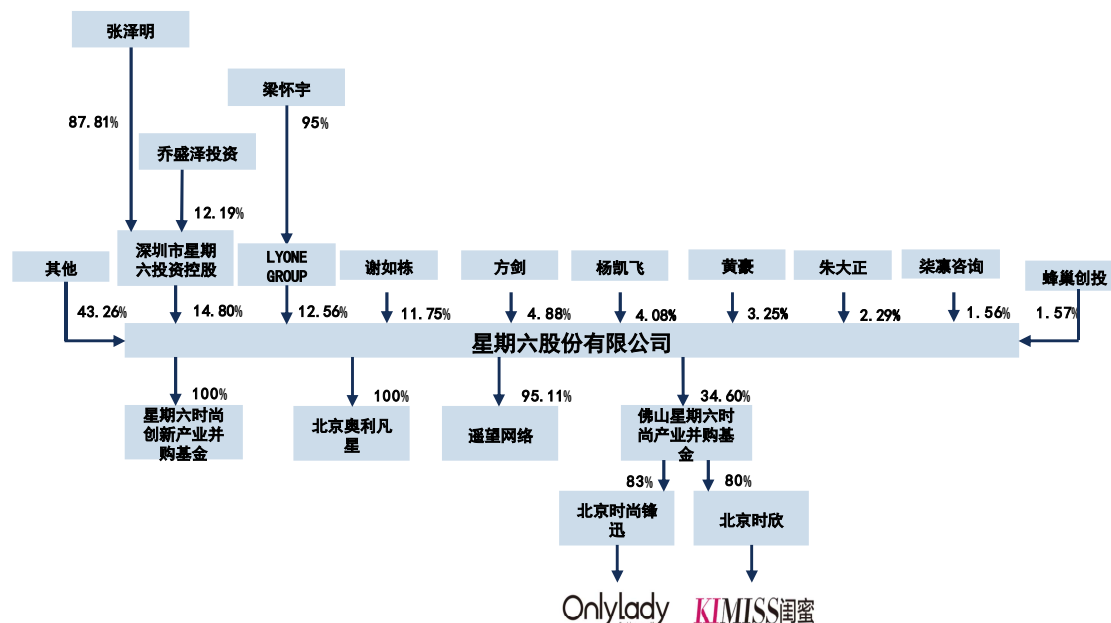
图 9：近年来公司现金流情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

星期六：股权稳定，管理层从业经验丰富

公司实控人为创始人张泽明、梁怀宇夫妇，2020 年 3 月 31 日分别通过深圳市星期六投资控股、LYONE GROUP 持股占比为 14.80%、12.56%，合计持股比例为 27.36%。此外遥望董事长谢如栋、总裁方剑位列公司前十大股东，分别持股 11.75%、4.88%，负责遥望网络的运营。由于聚焦移动互联网广告等业务多年、运营经验较为丰富，遥望网络被并购后仍保持独立运营，并加强与星期六女鞋业务协同效应。

图 10：公司股权结构图（截止到 2020 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

目前公司管理层以星期六高管为主，且在行业沉淀多年、运营经验丰富。于洪涛担任公司董事长、总经理，负责公司整体运营，营销、品牌运营经验丰富。公司董事、遥望网络董事长谢如栋具有约 20 年互联网行业从业经验，连续成功创业多次，互联网行业经验丰富，负责遥望战略布局。遥望网络总裁方剑 2007 年加入阿里巴巴，先后担任媒介公关、总裁助理、中国雅虎市场经理、淘宝拍卖资深经理，2014 年加入遥望网络担任总裁，负责遥望业务运营。

表 1：公司管理层基本情况介绍

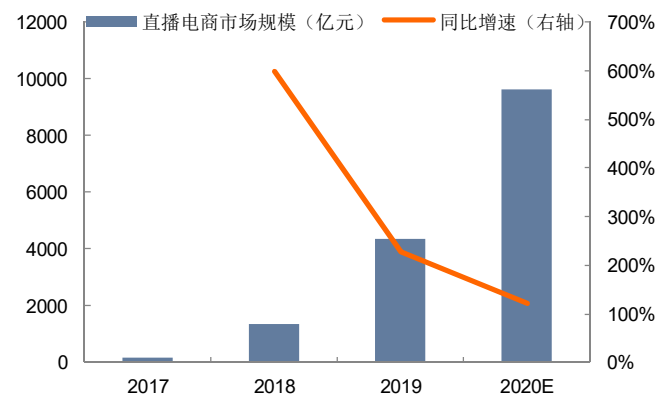
姓名	职务	年龄	任职日期	简介
于洪涛	董事长、总经理	53	2018-09-07	2002 年 7 月加入星期六，深耕鞋履行业 21 年。加入公司后长期担任营销总监，在公司及各部门的长短期战略规划方面有着丰富的经验，现任公司董事长、总经理
李刚	董事、副总经理、财务总监	55	2007-07-21	2002 年 7 月加入星期六，纺织鞋服行业从业 34 年，加入公司后长期担任财务总监，在风险管控和财务管理方面经验丰富，现任公司董事，副总经理，财务总监
何剑锋	董事、副总经理、董事会秘书	38	2012-12-27	2012 年 11 月加入星期六，从业 15 年，曾供职于华新包装，担任证券事务代表、董事会办公室主任，现任公司董事，副总经理，董事会秘书
李礼	副总经理	49	2013-09-04	2004 年 10 月加入星期六，从业 16 年，长期担任公司人力资源总监，在人员管理方面经验丰富，目前担任公司副总经理

资料来源：Wind，信达证券研发中心

行业分析：为何看好直播电商行业

直播电商：电商行业的“后浪”能否“滔天”

直播电商行业发展主要由各大平台主导，2016 年淘宝、蘑菇街等平台推出直播电商业务，通过网红、明星等 KOL 以直播的形式为消费者提供商品展示、讲解、购买等服务。2017-18 年苏宁、快手、京东、抖音等平台纷纷探索直播电商业务，直播电商受到更多消费者追捧。2019 年以来直播电商行业进入高速成长期，成为传统电商平台新的收入增长点，淘宝、快手等直播带货金额显著放量，并造就一批头部网红、MCN 机构成功“出圈”，成为电商行业的“后浪”代表。

图 11：近年来我国直播电商市场规模快速增长


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 12：直播电商造就代表性头部网红


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2019 年直播电商行业迎来爆发是多方因素催化的结果，我们认为驱动力主要包括：

- 1) 以淘宝为代表的电商平台和以快手、抖音为代表的社交平台重点扶持直播电商业务，成功孵化出头部网红形成粉丝经济，例如淘宝 2016 年推广内容化战略增加用户市场，开始探索直播带货，淘宝直播 GMV 不断增加、在淘宝 APP 的入口位置由最早的内嵌第 3 屏逐步提升至首页六大入口之一，2018 年淘宝推出淘宝直播 APP，2020 年发布淘宝直播年度战略，将投入 500 亿资源包，为生态伙伴提供资金、流量、技术在内的百亿级资源，1 年内帮助 10 万名淘宝主播月入过万、打造 100 个销售额过亿的 MCN 机构；此外快手、抖音等平台同样投入资源进一步扶持直播电商发展；

图 13：淘宝直播业务发展历程


资料来源：2019 淘宝直播商家大会，信达证券研发中心

图 14：各大平台推出措施扶持直播电商业务发展

平台	措施
淘宝	<ul style="list-style-type: none"> 商家开播激励：零门槛一键入驻，费用免除 门店导购计划：免费培训，店员变主播 开播福利：首次开播或持续开播达标，将有流量福利
快手	<ul style="list-style-type: none"> 零门槛入驻快手小店：免保证金、企业认证服务 减免技术服务费 提供预售能力、发货时效延迟、回款账期缩短和运营指导等服务
抖音	<ul style="list-style-type: none"> “线上不打烊”：面向全国线下商家推出 3 亿流量扶持、免费培训 “产业带商家扶持”计划：开通 0 粉丝开通“橱窗/直播带货”权限、服务费低至 1% 并给予流量加持

资料来源：各平台官网，信达证券研发中心

- 2) 品牌商积极参与直播电商渠道销售，投入产品、营销、人力等资源用于主播带货，尤其在新冠肺炎疫情发生后线下渠道“停

摆”，淘宝数据显示 2020 年 2 月淘宝直播新增商家数环比增长 719%，董明珠、刘永好、梁建章等知名企业家纷纷现身直播间，推销自家优质产品；

表 2：各行业品牌商高管积极参与直播带货

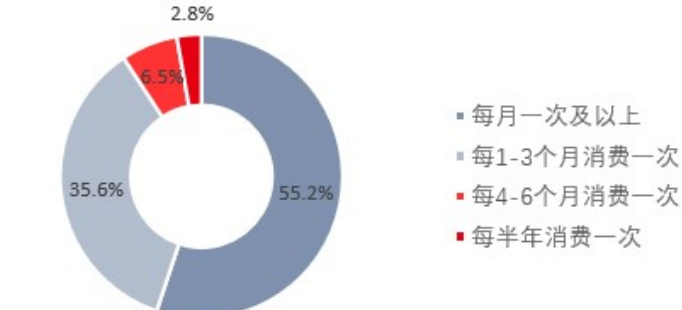
公司	参与高管	直播销售情况	行业	直播平台
格力电器	董事长董明珠	全场 3 小时成交额达 3.1 亿元	家电	快手
新乳业	董事长刘永好	小时榜第 4 名，收获超过 30 万点赞，7 万评论，数万打赏	食品	抖音
盒马	总裁侯毅	卖出 600 万只湖北小龙虾和 50 万个湖北脐橙	生鲜电商	淘宝直播
携程	董事长梁建章	8 场直播，带货总额超 2.5 亿	旅游	多平台直播
去哪儿	CEO 陈刚	累计观看人数 383.5 万，成交额达 1605 万	旅游	快手
春秋航空	董事长王煜	累计 838.7 万人观看，最高同时在线人数达 66.66 万人	旅游、航企	抖音
银泰商业	CEO 陈晓东	观看人数 22 万	百货商场	淘宝直播
红星美凯龙	五大总裁谢坚、朱家桂等	观看人数达 112.72 万，在线下单 1.74 万	家居	淘宝直播
林清轩	创始人孙来春	6 万人观看，销售额破 40 万	美妆	淘宝直播
奥康国际	董事长王振滔	最高峰流量超过 228 万人次，当日全网销量同比增长 108%	服饰鞋包	淘宝直播
红蜻蜓	董事长钱金波	红蜻蜓品牌旗舰店单日销量同比增长 136%	服饰鞋包	淘宝直播
三一重工	董事长梁林河	卖出 186 辆重型卡车，销售额达 5000 万	重卡	抖音
TCL 实业控股	CEO 王成	1 小时全网销量破 10000 台	家电	京东

资料来源：雷达财经，央视财经，信达证券研发中心

3) 在各大平台、品牌推广下，消费者积极参与直播电商，接受 KOL 影响力购买产品。传统线下购物场景渠道成本高、运营效率低，产品性价比较低，传统电商场景品牌与用户互动少、图文形式下消费体验较差，直播电商场景融合线下渠道体验较好、产品信息丰富及传统电商性价比高的优点，迅速得到消费者追捧。2020 年 4 月中国消费者协会发布的《直播电商购物消费者满意度在线调查报告》显示，消费者观看直播的主要原因是了解商品详细信息，购物决策的关键因素是商品性价比、很喜欢商品等，其中价格优惠是最重要的原因。

图 15：消费者观看直播及直播购物的原因（2020 年 4 月调查）


资料来源：中消协，信达证券研发中心

图 16：消费者直播电商购物消费频率（2020 年 4 月调查）


资料来源：中消协，信达证券研发中心

直播电商：快速成长的核心驱动力为高性价比需求

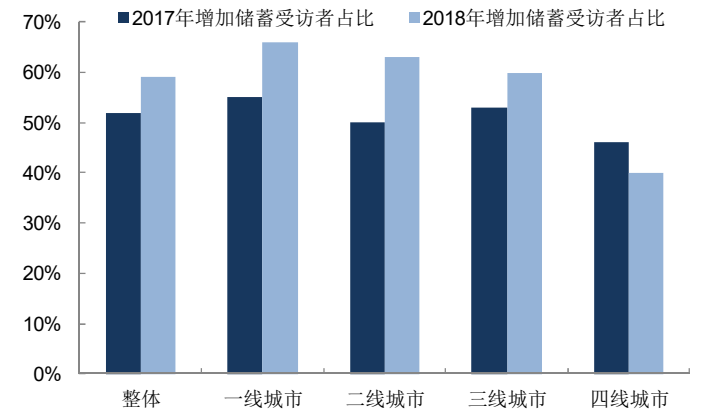
直播电商快速发展背后的核心因素在于高性价比。尽管直播电商的创造由供给方（电商、短视频等平台）推动、快速爆发离不开供给方（平台、品牌商）的支持，且部分消费者看重直播电商实时互动、娱乐性强等特征，但我们认为行业快速发展的核心驱动力主要在于需求端消费趋势的变迁，直播电商迎合了消费者对高性价比商品的海量需求。近年来本土消费市场热点纷呈，其中海淘、小米生态链、双十一、拼多多、C2M 等新消费业态或模式的快速发展都与性价比需求密切相关。中国具有丰富的供应链资源及明显的成本优势，但渠道端发展较为滞后、效率相对较低，很多消费品类传统品牌定价偏高，具有效率优化、价格下降的空间。

参考美国、日本等国家发展经验，我们认为在大众消费市场中，高性价比消费将成为主流，尤其对于服装、食品、家居等基础消费，驱动逻辑主要有：1）消费者观念改变，经过多年消费市场“教育”，消费者更加成熟、精明，对于基础消费注重价格，不愿意支付过高溢价，消费升级后会增加娱乐、教育、医疗等领域支出；2）互联网时代信息更为公开透明，消费者可以在各类渠道比价，选择更为优惠的销售渠道；3）生活成本较高，消费者面临较大的房贷、养老、子女教育等压力，可支配收入有限，尤其 2020 年初受新冠肺炎疫情影响可能收入减少，因此基础消费支出更为谨慎。

图 17：中国消费者更加注重消费的性价比

消费特征 (2017年11月-2018年10月)	
非基础护理品类	消费者更愿意选择高端产品，高端产品消费同比增长28%，市场占有率达52%以上，远高于其他价位产品
家庭必需品	消费者更注重实惠，价格实惠的消费品占市场份额为46.8%，高于其他价格段产品
购物方式	消费者选择通过办理会员或拼购模式降低总费用，31%的消费者为享受会员价办理会员，65%的消费者会因为价格便宜选择拼购

资料来源：尼尔森咨询，信达证券研发中心

图 18：中国消费者增加储蓄占比提升、支出压力较大


资料来源：麦肯锡《2020 中国消费者调查报告》，信达证券研发中心

新的消费趋势下直播电商场景下产品价格优势凸显，进一步冲击现有销售渠道定价体系，优化零售效率。优质电商主播通常可以直接对接品牌商获得优惠价格，并通过高性价比商品宠粉、引流，获得更多粉丝和更强的议价能力，形成正向循环。例如头部主播（如李佳琦、薇娅）通常要求商家确保带货产品全网最低价、且一定时间内锁定最低价格，腰部主播（如瑜大公子等）大多亦可获得商家优惠价格支持，直播电商的转化率、售罄率均显著高于其他渠道。

直播电商：高性价比的四点核心优势及持续性

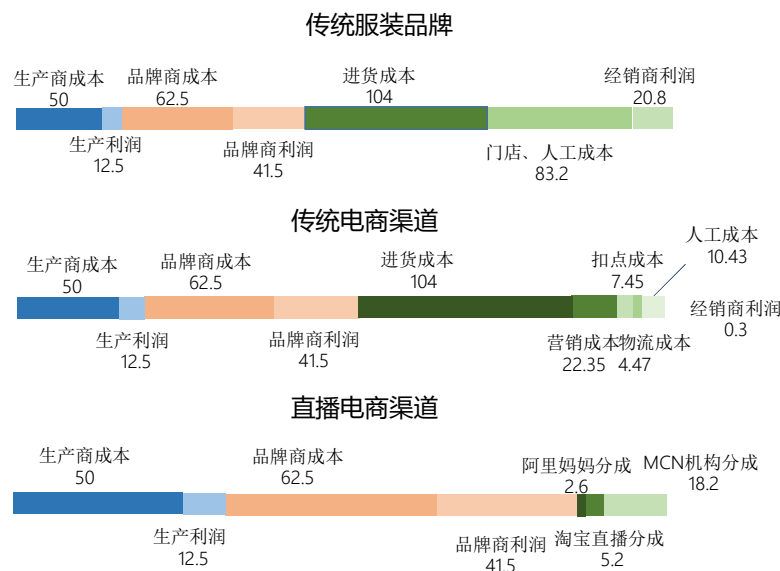
不可否认直播电商部分商品的高性价比是建立在亏损的基础上，且难以持续，但整体来看直播电商降低消费品产业链成本，确保产品性价比优势。

以服装为例，传统服装品牌线下以经销模式为主，产业链较长，大众定位服装加价倍率在 3~5 倍。假设服装品牌将生产、销售外包，一件衣服生产成本（包含原材料、人工等）为 50 元，销售给品牌商价格为 62.5 元（通常成衣生产商毛利率、净利率约为 20%、10%），品牌商向经销商批发价格为 104 元（假设大众服装品牌毛利率、净利率约为 40%、10%），经销商承担渠道、人工成本较高（假设毛利率、净利率约为 50%、10%），终端销售价格为 208 元，考虑季末打折影响品牌商可能会定价更高以弥补折扣款带来的损失。

传统电商渠道中，服装品牌线上多自建团队运营，假设服装生产成本、销售给品牌商价格为 50、62.5 元，品牌商定价 104 元，品牌在线上营销费用、平台扣点、物流仓储、人工等费用（估计营销、扣点、物流、人工占销售收入的 15%、5%、3%、7%），定价约为 149 元以确保盈利，考虑到目前电商退货率普遍较高，尤其女装，品牌定价可能会更高。

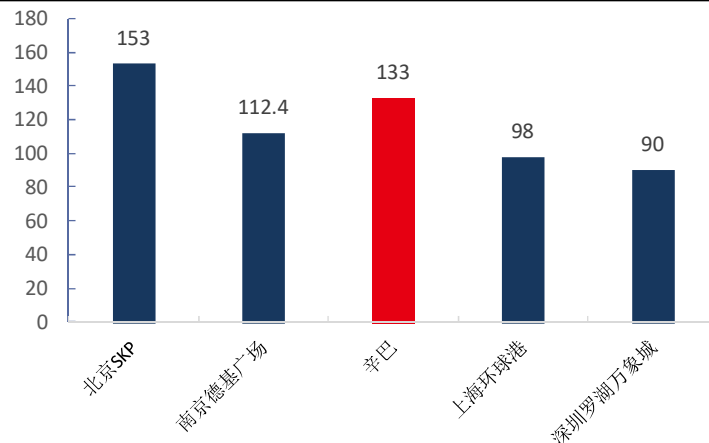
直播电商渠道中，假设服装生产成本、销售给品牌商价格、品牌商定价不变，在淘宝直播中品牌商分成为 GMV 的 80%，剩余 20% 由阿里妈妈、淘宝直播、MCN 机构（包含主播）按 1:2:7 的比例分成（即占 GMV 的 2%、4%、14%），由 MCN 负责人工、物流等，因此销售定价为 130 元，显著低于线下及传统电商渠道。（头部主播、不同品类的具体分成比例会有所不同。）

图 19：不同渠道下服装产品的价值链分析（不考虑增值税影响）

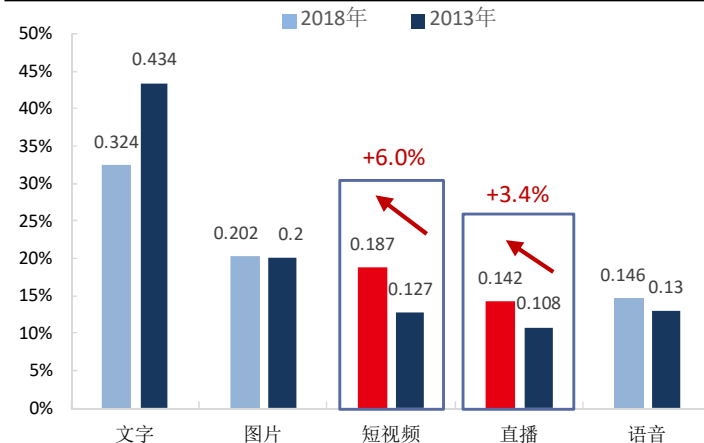


资料来源：产业链调研，信达证券研发中心

直播电商场场景性价比优势主要体现在缩短产业链、粉丝规模效应、提升销售及营销效率、享受直播流量红利等方面，其中：1) MCN/主播直接连接品牌商及消费者，减少代理商、经销商等流通加价环节；2) 头部、腰部主播通常拥有百万级甚至千万级体量的粉丝，规模效应明显（头部主播年带货金额相当于线下头部商场、购物中心），低价策略下适合爆款销售，分摊产业链成本；3) 传统销售模式下卖货与营销环节割裂，品牌营销投入在前、消费者购买在后，难以有效监控营销效果；传统线下渠道销售效率低，工作日客流量小但渠道仍需运营，产生大量成本费用均由消费者分摊；直播电商主播在销售产品的同时也兼具品牌营销、内容种草功能，品牌商可精准了解营销效果，且转化率、复购率高，此外直播电商销售所需人力少、未开播时间不会产生大量运营费用；4) 由于娱乐需求释放，用户短视频、直播观看时长持续增加，与传统电商相比直播电商具有流量红利，获客成本较低。

图 20：头部网红销售额与线下顶级商场对比（2019 年）


资料来源：赢商网，亿邦动力网，信达证券研发中心

图 21：中国消费者获取信息形式向短视频、直播变化


资料来源：人人都是产品经理，信达证券研发中心

我们认为直播电商渠道性价比优势有望持续，驱动行业 GMV 保持快速增长。1) 与传统线下渠道相比，直播电商缩短产业链、提升销售及营销效率等优势将持续存在，加价环节少，不用承担高额渠道运营成本，随着销售 GMV 扩大，销售规模效应进一步分摊费用成本；2) 与传统电商渠道相比，直播电商粉丝规模效应明显，分摊部分物流、人工等固定成本，且营销效率更高，价格更有优势；短期内流量红利、平台支持（扣点、佣金率相对较低）进一步提升价格优势，但长期难以持续。

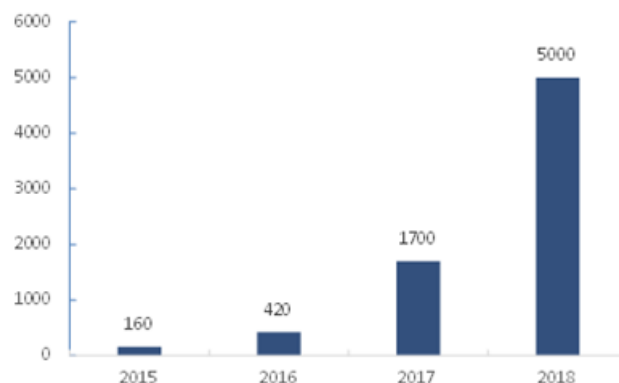
此外从平台的角度，优质内容与电商的结合是长期趋势，进一步提升人货场效率。一方面，淘宝率先提出内容化战略、增加用户时长、缓解流量焦虑，并试水直播电商获得成功，其他电商平台纷纷效仿，未来主流电商将不断扶持直播电商，通过优质内容引流；另一方面，快手、抖音等短视频平台拥有巨大流量及内容输出优势，需要增加商业变现手段，搭建电商业务闭环，通过粉丝经济提升人与货的匹配效率。

行业分析：为何看好头部 MCN 公司

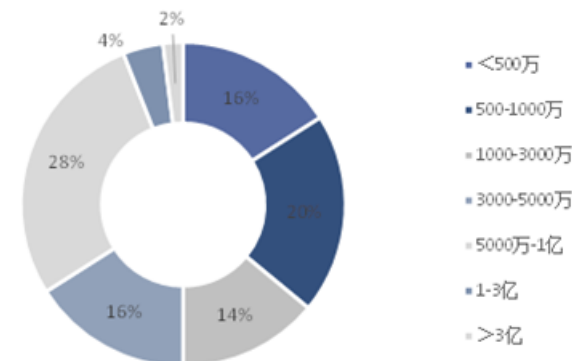
MCN 机构：直播电商产业链的核心角色

直播电商与传统电商的关键区别为内容输出，在直播电商产业链中 MCN 及主播主要负责内容的生产、输出和商业变现。

在直播电商诞生以前 MCN 机构就已出现。2015 年后以微博为平台、以图文网红为 KOL 的第一代网红经济崛起，催生 MCN 机构快速发展，但头部 MCN 机构（例如孵化出张大奕的 MCN 如涵控股、Papi 酱创立的 Papitube 等）体量相对较小、行业竞争格局分散。

图 22：2015 年后 MCN 机构数量快速增长


资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

图 23：2018 年 MCN 机构营收规模占比情况


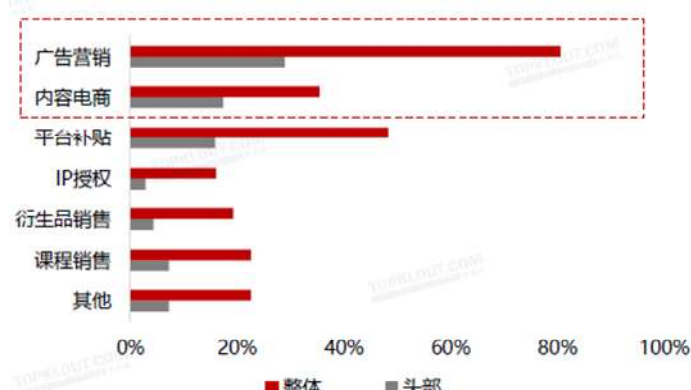
资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

根据商业模式、变现手段等不同，MCN 分为电商型、营销型、知识付费型、IP 授权型等类型。我们认为第一代网红经济下 MCN 行业未诞生大体量公司主要原因有：1) 变现模式较为多元化，但以广告营销为主，收入天花板较低（类似于阿里巴巴收入体量低于京东）；2) 电商型 MCN 品类、品牌受限，图文形式下网红带货主要集中在服装，且多为自有品牌，销售天花板较低；3) 短视频、直播的出现使得用户注意力、停留时间转移，降低了微博网红影响力、成长持续性。

图 24：MCN 机构不同类型及主要特征

类型	运营模式	代表企业
电商型	内部孵化或外部签约网红，协助网红内容产出、供应链管理、店铺运营、粉丝运营等，收入主要来源于带货收入分成，运营模式分为代销、经销等	如涵、美腕、遥望、谦寻等
营销型	孵化大量网红、营销账号，多渠道覆盖消费群体，为广告主提供整合营销方案，推荐最优化的 KOL 组合，收入主要来源于广告营销	橘子娱乐、蜂群文化、青藤文化等
知识付费型	网红具有较强专业性或是意见领袖，粉丝忠诚度较高，愿意通过网红获取知识、建议，收入主要来源于付费课程、图书出版、影视开发等	日日煮、米未传媒等
IP 授权型	以卡通、动漫 IP 为主，通过内容创造吸引粉丝，变现方式主要有广告营销、周边产品、IP 授权、付费观看等	一禅小和尚、十二栋文化等

资料来源：信达证券研发中心

图 25：2018 年不同收入体量 MCN 机构主要变现方式


资料来源：克劳锐

2019 年直播电商迎来爆发后，主播网红成为第二代网红经济代表，MCN 行业进入新的快速增长阶段，大量中小机构进入行业，克劳锐调研数据显示 2019 年全国 MCN 机构数量在 20000 家以上，同比大幅增长。直播电商 MCN 依托快手、抖音、小

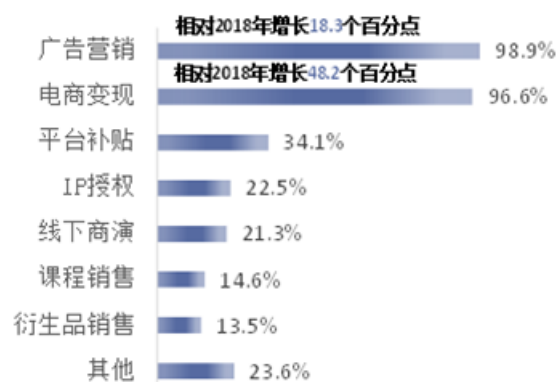
红书、B 站等短视频、社交平台，签约或孵化主播进行内容生产，通过粉丝经济进行变现，借助直播电商东风快速成长。

MCN 机构：直播电商带来了哪些变化让我们看好头部机构

我们认为，直播电商红利下 MCN 行业出现三大变化让我们看好头部机构持续成长，打破初代网红经济下 MCN 成长瓶颈：1) 变现模式快速向电商带货转变，2) 电商带货品类、品牌更为丰富，3) 电商型 MCN 行业核心壁垒显著提升。

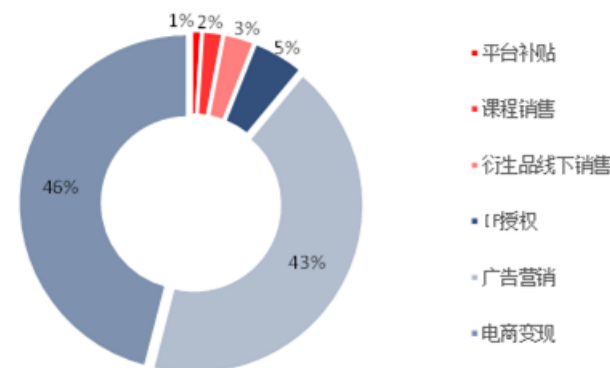
变现模式方面，主播通过直播电商变现可推动收入快速放量，MCN 成长天花板打开，其中头部机构议价能力、粉丝效应更强。克劳锐调研显示，2019 年 MCN 机构通过电商变现的比例为 96.6%，同比增加 48.2PCT，增幅显著高于其他变现方式，2020 年 MCN 重点布局的营收方式为电商变现、广告营销，分别占比为 46%、43%，电商变现首次超过广告营销。

图 26：2019 年 MCN 机构营收方式分布



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

图 27：2020 年 MCN 机构重点布局营收方式占比



资料来源：克劳锐，信达证券研发中心

变现手段方面，直播形式下用户可更清晰看到产品细节、使用效果，主播带货品类、品牌显著扩张，化妆品、服装、食品、家电等品类均可通过直播进行销售，而国内外消费品品牌均开始选择与 MCN、主播合作拓展直播电商渠道。因此电商型 MCN 可变现的商品选择显著增加，头部 MCN 供应链资源更为丰富。

商业模式变化后 MCN 行业核心壁垒提升，头部机构需要在主播孵化、供应链整合、电商运营、资金支持等方面均有竞争优势，才能确保主播带货持续性及粉丝体验，专业化要求将更高，中小 MCN 短期可借助行业红利实现发展，但长期增长难以持续，商家直播带货“被坑”“的新闻也时常见诸报端。

表 3：电商型 MCN 需打造四大竞争壁垒

竞争优势	具体内容
主播孵化	MCN 核心能力为孵化主播，拥有成熟的网红孵化体系，建立稳定的网红孵化梯队，确保持续的优质内容输出，吸引粉丝群体。因此直播电商 MCN 需要持续招聘素人孵化、签约外部成熟网红，批量打造主播团队。此外 MCN 需要成熟的直播、短视频运营能力，优化用户观看体验
供应链整合	主播带货通常需要储备较多的 SKU，MCN 机构需要很强的供应链整合能力，与各类品牌商直接对接，凭借主播粉丝数量拥有定价权，确保持续拿到低价、优质的产品，维护粉丝关系并吸引更多流量，例如薇娅、李佳琦均有 100 人以上的选品团队，快手主播辛巴自建供应链团队确保高性价比优势
电商运营	变现模式转为电商带货后，MCN 机构的电商运营能力尤为重要，例如淘宝直播的流量分发算法可能有几百个维度，比如成交金额、成交单数、在线人数、停留时长、转化率等等，且分发规则经常发生变化，如果主播运营团队无法及时把握流量变化规则，带货效果会大打折扣。因此 MCN 机构需拥有专业的电商代运营团队，对接淘宝、快手、抖音等主流带货平台，及时了解流量规则，完成上新、引流、直播、物流、客服、复盘等业务，确保用户体验
资金支持	直播电商业务需要较多资金投入，包括网红孵化（例如快手主播打榜引流、买粉等）、产品备货、电商运营等，中小 MCN 资金实力较弱、难以与头部机构持续竞争

资料来源：信达证券研发中心

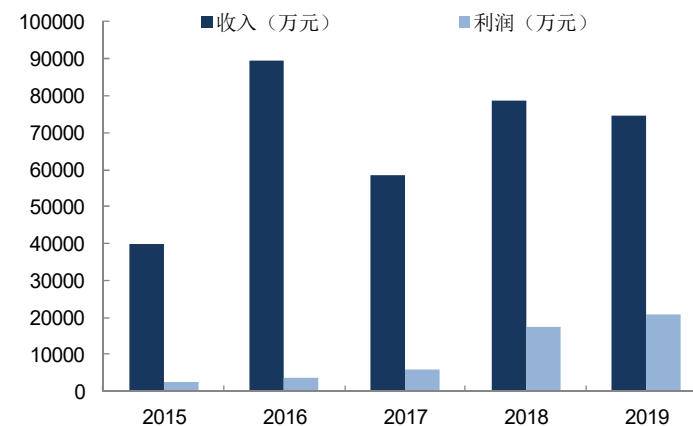
公司分析：为何看好头部 MCN 遥望网络

遥望网络：历史发展及业务介绍

遥望网络成立于 2010 年，2014 年开始拓展游戏线上营销业务，2015-16 年成为百度游戏、360 游戏最大的渠道商。2016 年公司拓展微信公号运营及商业变现业务，带动业绩实现快速增长。2018 年公司被上市公司星期六收购登陆资本市场（2019 年 3 月完成收购并表，目前星期六持股比例为 95.11%），2018 年 5 月后公司开始陆续拓展抖音短视频、快手直播电商等业务，2018 年 11 月开始推出主播带货，直播电商业务迎来快速发展。

图 28：遥望网络发展历史情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 29：近年来遥望网络收入、业绩增长情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：2019 年遥望网络收入、利润只并表 3-12 月份

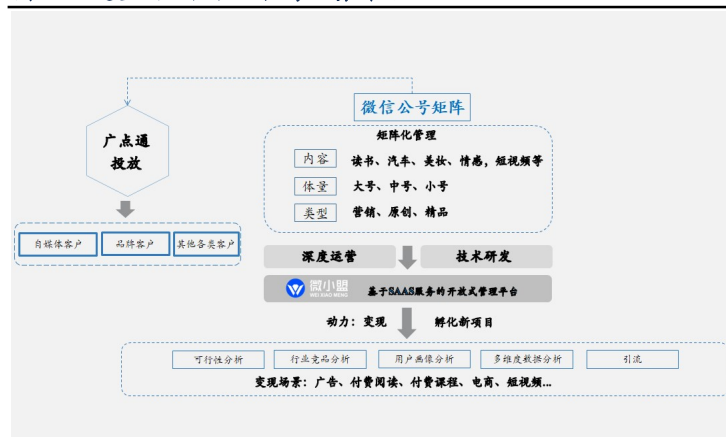
目前遥望网络主要拥有传统广告、微信营销、社交电商三大业务，2019 年估计上述业务收入占比约为 20%、60%、20%。

传统广告方面，公司打造遥点、手游 WAP 联盟等平台，与各类长尾互联网流量渠道合作，包括导航网站、门户网站、移动应用市场，主要为 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等客户提供移动营销服务，包括创意策划、流量采购、品牌展示、效果监测、反馈评估等服务。公司通过广告位和链接的统计代码监控广告投放效果，主要按照 CPA、CPC、CPM、CPT 等方式结算收入。

微信营销方面，公司建立微信公共号矩阵（包括自建、代理和购买外部公共号，以内容类为主，包括读书、汽车、美妆、情感、时尚穿搭等），并搭建微小盟 SAAS 服务平台，为外部公众号运营者提供智能编辑、海量素材、广告主对接、粉丝标签管理等服务方便流量变现，为广告主提供创意文案、广告投放、公共号对接等服务。

公司微信营销业务变现方式主要为 CPT、CPC 模式（传统广告业务、对广告主收费），并构建自营电商平台“潮小六严选”及知识付费平台“静雅课堂”等，实现流量多次变现。目前微小盟平台累计授权公共号数量超过 2 万个，不去重粉丝超过 4 亿，体量在微信公共号变现平台领域位居前列。

图 30：遥望网络微信公共号业务介绍



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 31：遥望网络运营的部分公共号

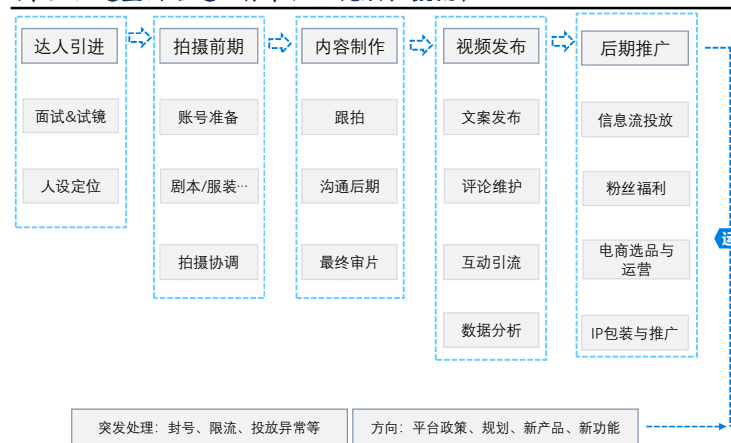


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

社交电商方面，公司主要分为短视频营销、直播带货两大业务，拓展快手、抖音、小红书、哔哩哔哩等社交平台。公司内部孵化主播，外部签约明星、主播，截止 2020 年 3 月底共拥有明星、主播 96 位（包括内部孵化、外部签约及买断等形式），签约及孵化短视频平台 IP205 个，合计粉丝超过 2.4 亿，其中明星包括王祖蓝、张柏芝、李亚男、刘维等，主播包括尬演七段、乃提 Guli、浩辉进城了、瑜大公子、李宣卓等。2019 年 5-8 月公司连续登顶短视频工场&快手联合发布的快手 MCN 影响力排行榜，行业地位较高。

短视频营销方面，公司根据客户需求提供个性化文案和营销方案设计，将广告信息融入短视频，并监测、优化营销服务效果。公司搭建了标准化的短视频制作流程，包括达人引进、拍摄前期、内容制作、视频发布、后期推广等，主要以每条固定刊例价+CPS 分成方式确认收入。

直播带货方面，公司在快手、抖音、淘宝直播等平台进行直播带货，服务快消品领域的品牌客户，与迪奥、科颜氏、欧莱雅、珀莱雅、完美日记、三只松鼠等数百家知名品牌建立合作关系，并已取得一叶子、LOVO、欧诗漫、妇炎洁等多个知名品牌在指定平台的独家经营权。公司与品牌商合作模式较为多样，其中代销模式占比较高，减少库存风险。

图 32：遥望网络建立标准化短视频拍摄流程


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 33：遥望网络持续位居快手 MCN 影响力排行榜前列(2019 年)

4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
视玩佳传媒	遥望	遥望	遥望	遥望	半壁	飞多宝文化
大局	视玩佳传媒	视玩佳传媒	古麦嘉禾	古麦嘉禾	飞多宝文化	法晴传媒
大鹅文化	大局	古麦嘉禾	大鹅文化	薇龙文化	遥望	半壁
遥望	大鹅文化	大鹅文化	视玩佳传媒	大鹅文化	家耀网络	古麦嘉禾
网艺领地	古麦嘉禾	大局	飞多宝文化	飞多宝文化	耀芬	创世万物
古麦嘉禾	铭星娱乐	飞多宝文化	薇龙文化	渝欣传媒	静水流深	OST娱乐
秒看网络	乾源文化	铭星娱乐	惠红传媒	惠红传媒	热度传媒	遥望
青瓜视频	秒看网络	薇龙文化	大局	视玩佳传媒	吴迪传媒	热度传媒
晋商行文化	小满传媒	网艺领地	渝欣传媒	大局	铭星娱乐	天幕互娱
五月美妆	晋商行文化	秒看网络	乾源文化	乾源文化	火种传媒	卡美啦

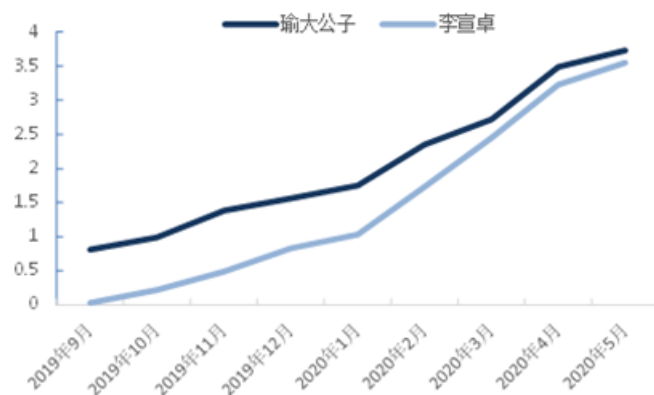
资料来源：短视频工场&快手，信达证券研发中心

遥望网络：拓展直播电商业务核心优势

公司未来大力发展社交电商业务，我们看好公司具备较强的网红孵化能力、供应链聚合能力、流量运营能力，并拥有资金优势，有望享受直播电商行业发展红利，成为行业头部 MCN 机构。

网红孵化能力：公司较早涉足快手直播，内部孵化网红，外部签约明星、网红、主持人，第一批脱颖而出的主播瑜大公子、李宣卓开始在快手带货，且带货金额、粉丝数量快速增长。目前瑜大公子、李宣卓在快手粉丝数为 446.8 万、375.5 万，2020 年 4 月带货金额位列行业第 10 名左右。2020 年 4-5 月王祖蓝、李宣卓均参与央视主办的直播带货活动、效果优异，据蝉妈妈数据平台统计，2020 年 5 月王祖蓝在抖音开播 8 场、销售额 9170.2 万元，带货能力在明星中位居前列。未来公司将加强与更多外部网红合作，建立供应链平台的流量分发体系，进一步丰富网红矩阵。

图 34：公司代表性主播粉丝数量持续增长



资料来源：炼丹炉，信达证券研发中心

图 35：2020 年 4 月快手主播带货金额排行榜

排名	主播	总销售额 (百万)	排名	主播	总销售额 (百万)
1	时大漂亮 超级品牌选品官	477.77	11	傅后传奇	64.67
2	鹿 [4.1 毕业破亿]	339.92	12	滑滑二姐超宠粉	62.12
3	爱美食的偏妹妹	217.59	13	李宣卓 521 粉丝回馈日	55.90
4	蜜蒙小朋友	217.38	14	77 莫姐 5.20 大活动	55.24
5	大璇时尚搭配	190.56	15	娃娃 (周一晚 7 点)	55.28
6	小沈龙	109.01	16	刘鸿飞 (3.19)	53.45
7	希姐广州开服装厂	95.24	17	欧打哥	53.06
8	石家庄露姐	74.85	18	周周珍可爱	46.40
9	赵梦豪	71.20	19	贺东东 921	46.07
10	喻大公子 520 百万回馈日	69.24	20	辰辰搭配	45.70

资料来源：城外圈，信达证券研发中心

供应链聚合能力：公司孵化出具有粉丝聚集效应的网红后，快速向上游供应链端延伸，签约大量知名品牌，主要包括服装、化妆品、食品、酒类等行业。借助公司主播地位、上市公司优势，目前公司拥有招商团队有 80 人左右，已累计合作 500 多个品牌，形成规模化供应链平台。公司自建平台“红人好货”，在杭州政府支持下建立直播电商产业基地，希望能连接海量品牌商与海量主播，为更多内外部主播提供选品、品牌对接服务，优化人、货、场关系。

图 36：公司打造供应链聚合平台



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37：2020 年 4 月公司建立直播电商产业基地



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

流量运营能力：公司管理层对流量变化趋势敏锐把握，自成立以来持续注重技术底层建设，搭建遥望大数据平台，运用数据进行用户分析，提高流量变现效率。公司对用户进行标签化分析，在数据分析、用户精准定位、广告监控、效果优化等方面有一定的技术积累，团队广告投入 ROI 较高，营销资源投放效率显著较高。在直播业务中公司会从推广形式、货品组合、直播时长、买赠机制等方面进行分析，为主播选货提供支持。

资金优势：MCN 机构的发展需要较多资金支持，包括网红孵化、供应链对接、电商运营、基础设施建设等方面，公司作为为数不多上市的电商型 MCN 机构融资渠道较为充足，且拟定增募资 29.72 亿元用于数字营销云平台、社交电商生态圈、创新技术研究院等项目，资金优势明显。未来公司将快速扩展供应链资源，与更多外部网红合作，成长为头部 MCN 机构。

图 38：公司注重底层基础平台建设



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 39：2020 年 4 月公司发布定增预案强化直播电商等业务

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)
1	YOWANT 数字营销云平台建设项目	106,297.70	90,594.20
2	社交电商生态圈建设项目	142,848.56	79,122.08
3	创新技术研究院建设项目	39,141.77	38,491.19
4	补充流动资金和偿还银行借款	89,000.00	89,000.00
合计		377,288.03	297,207.47

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

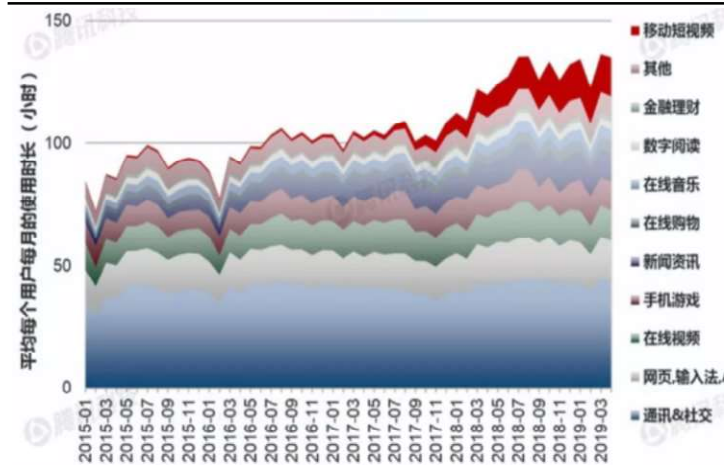
公司分析：为什么直播电商业务会超市场预期

遥望网络：业务发展思路一脉相承

对于公司（尤其直播电商业务）长期成长空间，市场存在一定的分歧。我们认为，从 2014 年开始拓展游戏营销业务到 2019 年登陆资本市场，公司在短时间内完成“跃迁”，成为互联网经济时代的优秀代表，其背后是管理团队带领下不断强化竞争优势、在各个细分领域中均脱颖而出。梳理公司各项业务的发展历程，我们发现底层是创始团队一脉相承的成长逻辑：寻找低成本、有潜力的流量聚集地→技术、资金等手段降维打击，抢占市场份额→借助优势地位整合行业→打造平台、提升产业链话语权。在此运营思路下公司直播电商业务发展有望超市场预期。

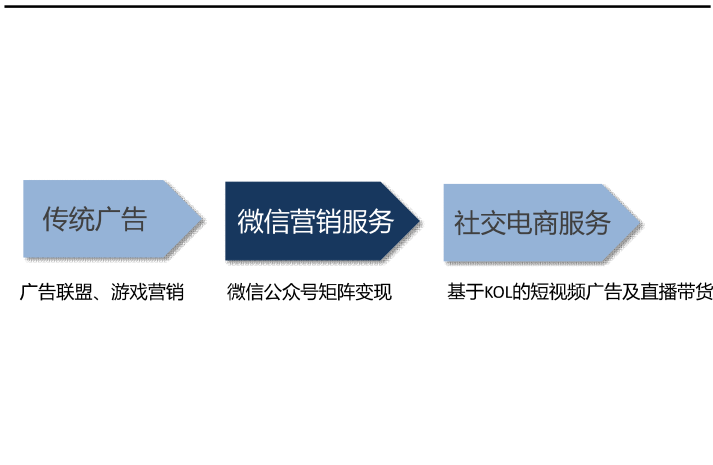
首先，公司具有对流量变化趋势快速反应能力，积极寻找下一个流量爆发点。创始人谢如栋是互联网行业知名连续创业者，早期从站长起步，先后从事过站群、页游、服装电商、导航网站等领域创业，创业嗅觉灵敏、经验丰富。互联网时代新模式、新业态层出不穷，流量风口快速变迁，遥望网络成立后分别把握住手游、微信公号、短视频（快手、抖音）等三次流量红利，均在平台爆发早期进入行业，形成先发优势。公司业务模式变化离不开一条主线：持续对接 B 端和 C 端，优化供需匹配效率，提供广告营销、产品销售等服务。

图 40：中国移动互联网月活跃用户平均使用时长变化



资料来源：《2019 年互联网趋势报告》，信达证券研发中心

图 41：公司把握游戏、微信、短视频流量红利

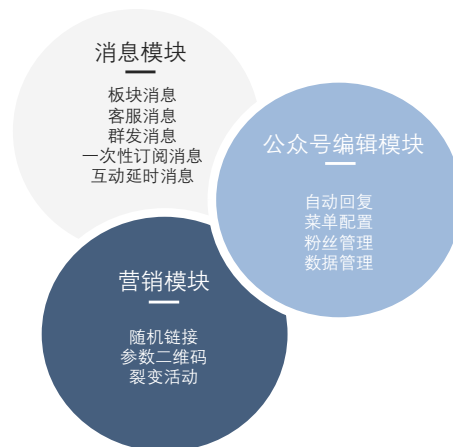


资料来源：遥望网络官网，信达证券研发中心

公司切入行业后，通过技术、资金等手段奠定竞争优势，快速成长为行业龙头。例如早期在游戏营销领域竞争对手（如游戏工会）主要通过手动方式记账、充点卡，效率低、用户体验差，公司通过技术优势研发遥点系统提升行业运营效率，进行精细化运营快速在行业内崭露头角，并成为百度游戏、360 游戏等平台最大的流量渠道商。在微信流量红利出现后公司迅速涉足公号运营，内部孵化公号积累粉丝，并开发 SAAS 平台微小盟，利用技术优势吸引外部公号入驻，微小盟成为行业排名前列的微信公号运营平台。

公司奠定一定行业地位后，通常会对行业进行整合，谋求对上下游议价能力、话语权的提升。例如谢如栋早期创立导航网站，在达到一定体量后与另外一家导航网站合并，行业地位提升后被盛大并购。公司游戏营销业务在具备一定规模后开始打造手游基地，外部合作 2000 多家游戏公会（全行业估计上万家），形成规模化优势。公司微信营销业务同样整合外部公号，微小盟平台拥有粉丝 4 亿（不去重），其中自有公号粉丝约 2000 万，以外部合作公号粉丝为主。

图 42：公司微小盟平台为外部公共号提供技术性服务



资料来源：遥望网络官网，信达证券研发中心

图 43：公司业务发展思路较为一致



资料来源：遥望网络官网，信达证券研发中心

遥望网络：定增项目拓展，打造直播电商平台优势

公司直播电商业务同样秉承一贯的发展思路，2018 年 5 月在短视频平台流量红利早期拓展抖音短视频、快手直播带货业务，并快速签约、孵化优质明星、主播，目前已在直播 MCN 行业位居前列，并逐步搭建起品牌丰富的供应链平台。未来公司将打造直播电商业务平台，依托运营经验、IT 基础、供应链资源、直播基地等优势，引进更多外部主播为其提供品牌对接、直播间租赁、直播赋能等服务，平台 GMV 将显著放量，从而对品牌、电商平台形成更强议价能力。

2020 年 4 月公司发布定增预案，拟募资 29.72 亿元用于数字营销云平台、社交电商生态圈、创新技术研究院等项目，助力搭建直播电商平台。未来直播电商、微信公共号等业务规模将显著扩大，公司互联网营销数据需求更为显著，需要针对粉丝标签、数据进行挖掘，提升互联网营销精准度。因此公司强化 IT 基础能力，为主播、品牌对接奠定基础。公司建立社交电商生态圈，借助资金优势扩张规模、对接外部网红，有助于快速实现规模优势。公司建设创新技术研究院，为以后挖掘更多行业成长机遇提供基础支持。

表 4：公司定增募资用于强化竞争力

建设项目	具体内容
数字营销云平台	公司在现有 YWDW 数据平台、微小盟 SAAS 服务平台、广告数字营销平台等基础上打造完善的数字营销平台，包括底层基础设施、中台海量数据处理、前台应用（IAAS、SAAS、PAAS）等部分，将大幅提升公司数据计算和处理能力，提升互联网营销效率，降低公司流量采购成本
社交电商生态圈	公司建立达人孵化基地、短视频场景化空间、直播运营中心、短视频监控及分析平台、供应链分发、用户运营中心等部分，构建社交电商生态闭环，提升公司内容产出、达人孵化能力，为用户提供更优质的商品及服务，为品牌商提供更为高效的营销服务
创新技术研究院	公司将进行与主业相关的技术研发升级、新技术创新研究等工作，包括研究院的建设、研发人才引进、软硬件设施搭建等部分，主要研发有技术的升级以及智能视频分析技术、基于区块链的产品溯源技术、智能语音的识别处理技术等新课题，确保公司长期竞争力
补充流动资金和偿还银行借款	募集资金有助于缓解公司营运资金压力，满足公司直播电商等业务扩张资金需求，优化公司债务结构，巩固现有市场地位

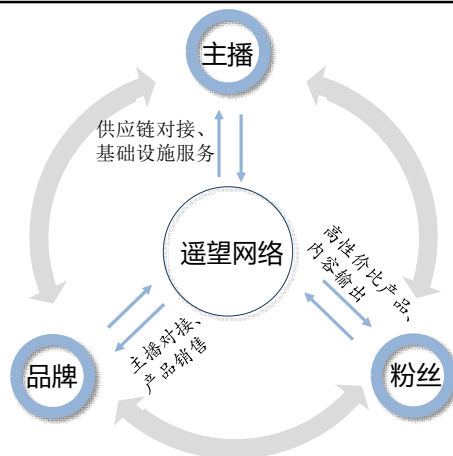
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

遥望网络：不只是 MCN，成长边界再思考

因此目前市场认为遥望网络是一家直播电商行业优质 MCN 机构，担心公司依赖头部主播、业务难以标准化复制等问题，长期成长边界有限。但我们认为，与之前业务发展路径相同，遥望网络未来将打造直播电商行业 MCN 平台，不只是依赖内部主播带货增长，而是聚集丰富供应链资源，借助自有数据处理、短视频制作、直播运营等优势，对接外部主播，为更多消费者带货，形成品牌、主播、粉丝数的正向循环增长。因此公司的平台化战略下成长边界将显著扩张，增长稳定性也将加强，可以批量化签约主播，不依赖于个别主播的增长。

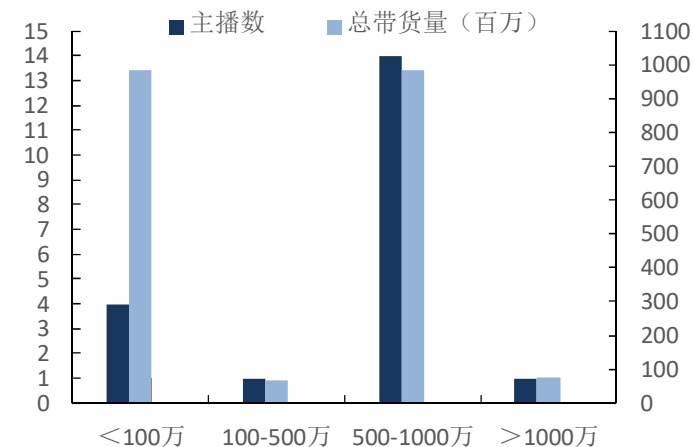
从全行业来看，目前直播电商的主播竞争格局较为分散，估计快手 TOP10 主播带货金额占比低于 10%，行业内大量中腰部主播没有签约 MCN 机构，主要通过自有团队对接供应链，但由于规模、经验、信息不对称等问题，供应链不稳定且议价能力较弱。而品牌商同样面临头部主播条件较为苛刻、排期较长等问题，且自行对接数量众多的中腰部主播成本较高。因此公司借助直播基地可汇聚品牌、外部主播资源，提升匹配效率，形成规模优势，为主播提供稳定、低价的供应链资源，公司抽取 GMV 的一定比例作为收入分成。

图 44：公司搭建直播电商平台、成长边界扩张



资料来源：信达证券研发中心

图 45：2019 年 11 月快手 TOP20 带货主播带货金额分布



资料来源：亿邦动力网，信达证券研发中心

注：横坐标为主播粉丝数量

因此我们认为，遥望网络不只是一家 MCN，未来成长边界不完全取决于内部优质明星、主播（如王祖蓝、瑜大公子、李宣卓等）的成长天花板，而更取决于公司打造 MCN 平台的速度和能力。因此公司近期在继续培育内部主播的同时，也在快速进行供应链拓展，增加合作品牌的数量，作为吸引外部主播合作的基础。目前公司的平台化战略刚刚起步，供应链平台初步搭建，并试水与外部主播合作带货，例如公司与快手头部带货主播小伊伊（快手粉丝数 3631 万）合作对接优质品牌，20 年 5 月专场带货欧诗漫美妆产品，实现销售额 1804 万元、累计观看人数超过 600 万。未来公司将继续推进平台化战略，特别定增资金到位后将进一步加速，直播电商 GMV、收入、利润空间将会显著打开。

图 46：公司快速拓展合作品牌矩阵

类别	品牌
化妆品	阿玛尼、迪奥、纪梵希、科颜氏、欧莱雅、珀莱雅、韩束、完美日记、欧诗漫等
服装家纺	滔博体育、拉夏贝尔、鸿星尔克、探路者、森马服饰、罗莱生活等
食品饮料	贵州茅台、泸州老窖、三只松鼠、百草味、良品铺子、味全食品等
其他	仁和药业、华熙生物等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 47：2020 年 5 月公司协助快手主播“小伊伊”带货欧诗漫


资料来源：中国经济网，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

20Q1 受疫情影响，公司收入同比下滑，预计 20Q2 后公司女鞋业务受疫情影响逐步改善，且社交电商业务放量，业绩有望恢复增长。未来公司持续调整女鞋业务，强化互联网营销业务，成长空间较大。我们假设：

- 1) 收入方面，公司女鞋业务继续将直营门店转为加盟，注重发力直播、微商城等线上渠道，考虑疫情影响及业务模式转变，预计 20-22 年女鞋收入将同比下滑；遥望网络重点拓展直播电商业务，收入有望显著放量，预计 2020-22 年公司互联网营销收入同比快速增长。
- 2) 毛利率方面，公司女鞋业务直营渠道转为加盟、且 20 年受疫情影响显著，预计未来毛利率将持续下降；遥望网络微信营销业务毛利率相对较高，社交电商业务形成规模后议价能力有望提升，预计未来毛利率将稳步增长。
- 3) 费用率方面，20 年受疫情影响，公司将控制费用支出，且未来直播电商收入放量后将摊薄部分固定支出，预计 2020-22 年公司期间费用率将持续下滑。

综上，我们预计 2020-22 年公司实现收入 32.43/43.82/55.76 亿元，同增 55.03%/35.12%/27.24%，归母净利 2.39/4.84/6.58 亿元，同增 59.12%/102.51%/35.91%，不考虑定增摊薄 2020-22 年 EPS 预测为 0.32/0.66/0.89 元。

估值与投资评级

相对估值

我们对公司采用相对估值，其中鞋类业务竞争对手主要包括天创时尚、奥康国际等，考虑到 20 年受疫情影响、公司女鞋业务预计亏损，采用 PS 方法估值；互联网广告业务竞争对手主要包括省广集团、蓝色光标等，采用 PE 方法估值。

我们预计 2020-22 年公司女鞋收入为 9.08/7.76/6.93 亿元，选取 20 年行业平均 1.57 倍 PS 测算公司女鞋业务合理市值为 14.26 亿元；利润方面我们预计 2020-22 年公司互联网广告业务（包含传统线上营销、微信营销、直播电商等）利润为 3.39/5.07/6.65 亿元，考虑到公司直播电商业务发展前景较广、业绩增速高于竞争对手，参考行业平均水平给予一定估值溢价，对应 20 年 60 倍 PE，合理市值为 203 亿元。综合来看我们认为公司合理市值为 217.26 亿元，对应 20 年 92 倍 PE。

表 5：女鞋可比公司收入及估值对比

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PS（倍）				收入（元）			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603608.SH	天创时尚	8.79	37.80	1.81	1.82	1.60	1.43	20.89	20.82	23.62	26.36
603001.SH	奥康国际	7.48	29.99	1.10	1.32	1.14	1.06	27.26	22.74	26.37	28.23
行业平均				1.45	1.57	1.37	1.25	-	-	-	-

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2020 年 05 月 29 日收盘价

表 6：互联网广告业务可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE（倍）				EPS（元）			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002400.SZ	省广集团	9.21	160.56	102.33	65.79	54.18	-	0.09	0.14	0.17	-
300058.SZ	蓝色光标	7.20	179.35	24.83	25.71	21.82	19.46	0.29	0.28	0.33	0.37
行业平均				63.58	45.75	38.00	-				

资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：股价为 2020 年 05 月 29 日收盘价

估值结论及投资评级

我们认为公司合理市值为 217 亿元，合理股价为 29.52 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险因素

疫情影响超预期：新冠肺炎疫情将显著影响公司女鞋业务线下收入增长，如果未来肺炎疫情加剧，将导致公司业绩增长低于预期。

库存减值损失大幅增加：公司女鞋业务库存仍相对较高，如果未来女鞋销售较为疲软，库存减值损失较大，将影响公司业绩表现。

直播电商业务拓展低于预期：公司直播电商业务处于拓展阶段，增长具有不确定性，如果直播电商行业发展低于预期，将会影响公司业绩增长表现。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,414.33	3,060.92	3,722.79	4,519.87	5,365.98
货币资金	154.52	260.30	330.73	435.25	596.30
应收票据	0.00	0.50	0.78	1.05	1.34
应收账款	777.46	1,330.77	1,783.71	2,191.08	2,509.16
预付账款	3.86	165.65	270.76	355.01	438.71
存货	1,409.46	1,210.78	1,243.89	1,444.56	1,727.55
其他	69.03	92.92	92.92	92.92	92.92
非流动资产	658.33	2,230.49	2,301.35	2,360.85	2,430.87
长期股权投资	32.57	37.00	37.00	37.00	37.00
固定资产(合计)	112.26	112.61	106.37	100.90	97.50
无形资产	30.93	51.48	62.64	75.08	92.27
其他	482.57	2,029.41	2,095.35	2,147.87	2,204.11
资产总计	3,072.66	5,291.41	6,024.14	6,880.71	7,796.85
流动负债	1,313.17	1,838.25	2,295.11	2,604.59	2,778.55
短期借款	463.22	628.35	778.35	828.35	828.35
应付票据	210.74	56.12	91.73	120.27	143.96
应付账款	203.77	314.01	513.27	672.98	748.61
其他	435.44	839.77	911.76	982.98	1,057.63
非流动负债	243.22	18.86	18.86	18.86	18.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	243.22	18.86	18.86	18.86	18.86
负债合计	1,556.39	1,857.11	2,313.97	2,623.45	2,797.42
少数股东权益	19.85	71.82	94.53	140.51	203.02
归属母公司股东权益	1,496.42	3,362.49	3,615.65	4,116.75	4,796.41
负债和股东权益	3,072.66	5,291.41	6,024.14	6,880.71	7,796.85

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,531.68	2,091.87	3,243.11	4,382.16	5,575.91
同比(%)	1.87%	36.57%	55.03%	35.12%	27.24%
归属母公司净利润	8.93	150.26	239.09	484.19	658.06
同比(%)	-102.54%	1581.96%	59.12%	102.51%	35.91%
毛利率(%)	54.22%	48.03%	45.21%	46.83%	48.36%
ROE%	0.60%	6.18%	6.85%	12.52%	14.77%
EPS(摊薄)(元)	0.01	0.20	0.32	0.66	0.89
P/E	2006	119	75	37	27
P/B	11.98	5.33	4.96	4.35	3.74
EV/EBITDA	62.65	56.99	43.31	24.15	18.19

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,531.68	2,091.87	3,243.11	4,382.16	5,575.91
营业成本	701.22	1,087.14	1,776.99	2,329.93	2,879.25
营业税金及附加	19.14	17.44	27.04	36.54	46.50
销售费用	586.18	479.43	681.05	898.34	1,143.06
管理费用	100.13	112.77	175.13	227.87	289.95
研发费用	28.10	52.75	81.08	109.55	139.40
财务费用	78.29	72.02	79.09	88.66	104.30
减值损失合计	-12.65	-110.10	116.21	71.23	130.98
投资净收益	-9.07	4.72	-3.75	-2.70	-0.58
其他	2.65	-212.27	5.44	6.61	6.03
营业利润	24.85	172.86	308.20	623.93	847.91
营业外收支	-1.85	-0.67	-0.20	-0.20	-0.20
利润总额	23.01	172.19	308.00	623.74	847.72
所得税	5.69	7.66	46.20	93.56	127.16
净利润	17.31	164.53	261.80	530.18	720.56
少数股东损益	8.38	14.27	22.71	45.99	62.50
归属母公司净利润	8.93	150.26	239.09	484.19	658.06
EBITDA	162.38	329.79	437.40	786.61	1,043.99
EPS(当年)(元)	0.02	0.20	0.32	0.66	0.89

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	190.11	205.64	94.26	254.16	390.00
净利润	17.31	164.53	261.80	530.18	720.56
折旧摊销	62.72	92.25	80.16	106.63	138.29
财务费用	76.65	65.35	49.23	56.23	57.98
投资损失	9.07	-4.72	3.75	2.70	0.58
营运资金变动	43.16	-209.10	-400.80	-504.31	-642.07
其它	-18.80	97.34	100.11	62.73	114.66
投资活动现金流	-93.03	-403.07	-124.60	-143.41	-170.96
资本支出	-50.41	-96.02	-120.85	-140.71	-170.38
长期投资	-23.07	-314.69	-3.75	-2.70	-0.58
其他	-19.55	7.65	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-169.31	354.02	100.77	-6.23	-57.98
吸收投资	0.00	421.39	0.00	0.00	0.00
借款	28.34	21.13	150.00	50.00	0.00
支付利息或股息	66.97	55.85	49.23	56.23	57.98
现金流净增加额	-72.21	156.60	70.43	104.52	161.06

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。