

纺织服装

2020年08月03日

星期六 (002291)

——直播电商爆发增长，公司迈入黄金赛道

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2020年07月31日

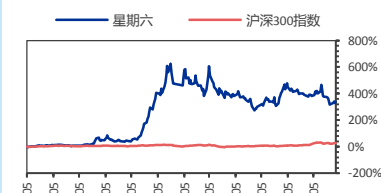
收盘价(元)	20.57
一年内最高/最低(元)	36.56/4.46
市净率	4.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	10998
上证指数/深证成指	3310.01/13637.88

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年03月31日

每股净资产(元)	4.48
资产负债率%	35.43
总股本/流通A股(百万)	738/535
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

戎姜斌 A0230118070010
rongjb@swsresearch.com

联系人

戎姜斌
(8621)23297818×7450
rongjb@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是女鞋龙头企业，收购遥望网络切入电商。**1) 公司原主业为女鞋，2016年起布局互联网业务，陆续收购了新媒体公司时尚锋迅、北京时欣，2019年并购MCN机构遥望网络，逐步打造“时尚IP生态圈”。2) 公司收入业绩持续提升，盈利能力持续改善。公司2019年实现营业收入20.9亿元，同比增长36.6%，归母净利润1.5亿元，同比增长1583%。净利率达7.9%，收购遥望后盈利能力得到改善。
- **迈入MCN黄金赛道，公司增长空间广阔。**1) 遥望网络主要经营传统互联网广告投放、基于微信的社交营销、以及社交电商业务。2019年实现归母净利润2.2亿元，同比增长29.4%。2) 直播电商行业高速发展，各大平台纷纷布局，MCN机构强劲生长。我国直播电商行业2019年GMV达到3900亿元，2017年-2019年CAGR高达255%。但目前渗透率较低，增量空间巨大。淘宝、快手、抖音等平台纷纷布局直播行业，推出众多扶持政策。随着行业的急速发展，MCN机构作为产业链中重要的一环，生长强劲，2019年市场规模达到168亿元，同比增速超过40%。3) 公司深谙“人、货、场”的电商逻辑，核心竞争力明显。公司通过外部签约明星、KOL以及内部孵化培养主播打造达人矩阵，目前已签约王祖蓝、张柏芝、瑜大公子等明星和网红，同时公司具有标准化且高效的达人孵化流程和体系。在货的方面，公司拥有强大的招商、选品能力，供应链稳定，并不断完善售后服务。平台方面，公司今年重点布局快手和抖音，公司可以将快手运营的成功经验运用到抖音上。此外，公司在各大平台陆续布局，开启跑马圈地的时代。
- **原有业务积极调整，新旧业务有望协同。**1) 女鞋业务，公司多品牌矩阵，逐步降低线下自营店铺比例，赋能品牌集合店，进行线上线下全渠道营销。2) 时尚新媒体业务，公司子公司时尚锋迅和北京时欣，拥有旗下Onlylady女人志和Kimiss闺蜜网两大时尚垂直平台，未来公司将进一步推进其影响力和变现力。3) 公司女鞋业务、时尚新媒体业务与直播电商业务有望形成协同效应，打造时尚IP生态圈。
- **公司并购遥望网络切入直播电商黄金赛道，充分享受直播电商行业红利。**目前公司拥有完善的明星+达人矩阵，且已形成一套高效且标准化的达人孵化体系，后端供应链能力强，在快手平台已经成功突围，拥有先发优势，未来有望将成功经验复制到抖音等其他平台。未来公司将利用多渠道优势，构建起与海量品牌及供应链深度合作，链接起海量中腰部主播的S2B服务平台，形成一体化营销服务闭环，实现真正的品效合一，首次覆盖给予买入评级。预计20-22年实现归母净利润2.0/4.8/7.7亿元，对应PE为76/32/20倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**直播电商业务低于预期；女鞋业务大幅下滑。

财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	2,092	336	2,440	3,747	5,728
同比增长率(%)	36.6	-21.3	16.7	53.6	52.9
归母净利润(百万元)	150	-49	198	476	768
同比增长率(%)	1582.6	-	31.5	140.9	61.4
每股收益(元/股)	0.20	-0.07	0.27	0.64	1.04
毛利率(%)	48.0	29.5	50.8	52.3	54.0
ROE(%)	4.5	-1.5	5.6	11.8	16.0
市盈率	101		76	32	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司并购遥望网络切入直播电商黄金赛道，充分享受直播电商行业红利。目前公司拥有完善的明星+达人矩阵，且已形成一套高效且标准化的达人孵化体系，后端供应链能力强，在快手平台已经成功突围，拥有先发优势，未来有望将成功经验复制到抖音等其他平台。未来公司将利用多渠道优势，构建起与海量品牌及供应链深度合作，链接起海量中腰部主播的 S2B 服务平台，形成一体化营销服务闭环，实现真正的品效合一。

公司主要有两块业务：女鞋业务和互联网广告业务，我们对公司采用分部估值法。

1) 考虑到 20 年公司女鞋业务预计处于亏损状态，因此采用 PS 法进行估值，给予 20 年 1.2 倍 PS 估值，对应 11.9 亿元市值。2) 互联网广告业务 20 年预计净利润 3.05 亿元，给予 20 年 60 倍 PE，对应市值 183 亿元。因此合计总市值为 195 亿元。

预计公司 20-22 年实现归母净利润 2.0/4.8/7.7 亿元，对应 PE 为 76/32/20 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

1) 互联网广告业务 20-22 年收入增速分别为 70%/90%/70%，其中传统互联网广告业务包括原上市公司的互联网广告业务以及遥望网络中传统广告业务和基于微信的营销业务，预计此块业务保持平稳增长。电商直播业务由于行业处于爆发期，公司于 2019 年起步，已经拥有了人货场三方面核心竞争力，今年公司重点布局快手和抖音，此项业务有望保持高速发展。

2) 女鞋业务受疫情影响，20 年女鞋业务营业收入下滑 20%，21/22 年恢复至正常水平，增速分别为 0%/5%。

有别于大众的认识

市场可能认为公司在快手平台的直播电商业务的成功经历很难复制到抖音平台，我们认为快手的直播难度大于抖音，公司的高效且标准化的达人孵化体系、运营团队较强的场控、品控和规划能力，都可以帮助公司在抖音平台上快速发展。目前抖音处在直播电商发展前期，加上抖音官方的政策扶持，公司有望在抖音平台大放光彩。

市场可能认为公司的女鞋业务会拖累公司业绩，我们认为公司女鞋业务有望在未来逐渐收窄亏损。公司女鞋业务正逐步降低线下自营店铺比例，赋能品牌集合店，进行线上线下全渠道营销，并且可以借由时尚新媒体业务、电商直播业务拉动女鞋业务，形成协同效应。

股价表现的催化剂

直播电商业务超预期。

抖音平台的直播电商业务开展超预期。

快手平台的直播电商 GMV 大超预期。

核心假设风险

直播电商业务低于预期。

女鞋业务大幅下滑，存货减值风险。

目录

1. 打造时尚 IP 生态圈，深度布局移动互联网	6
1.1 从女鞋到时尚 IP 产业圈	6
1.2 股权结构清晰，遥望创始人入股	8
2. 收购遥望网络，切入 MCN 黄金赛道	8
2.1 以广告互联网营销业务为基础，重点布局社交电商服务	8
2.2 直播电商高速发展，MCN 机构迎来黄金时代	11
2.3 深谙“人货场”电商逻辑，公司核心竞争力凸显	18
2.3.1 内部批量孵化主播，外部签约明星 KOL	18
2.3.2 强大的招商、选品、售后能力	20
2.3.3 多平台布局，构建多维生态圈	22
3. 时尚新媒体业务：进一步提升影响力与变现力	25
4. 新旧业务有望协同，女鞋龙头再发展	28
4.1 多元品牌矩阵，女鞋业务仍处调整阶段	28
4.2 线上线下联动发力，打造全渠道营销	29
5. 盈利预测与估值	31
5.1 盈利预测	31
5.2 估值	31

图表目录

图 1：星期六发展历程	6
图 2：2019 年营业收入 20.9 亿元，同比增长 36.6%.....	6
图 3：2019 年归母净利润 1.5 亿元，同比增长 1583%	6
图 4：公司 2019 年期间费用率均出现了不同程度的下降	7
图 5：2019 年公司毛利率为 48%，净利率达 7.9%.....	7
图 6：2019 年互联网广告业务收入占比提升至 40.8%.....	7
图 7：2019 年互联网广告业务毛利率为 40%	7
图 8：星期六股权结构	8
图 9：遥望网络发展历程.....	9
图 10：遥望网络主要的三块业务	10
图 11：遥望网络各项业务收入.....	10
图 12：遥望网络 19 年实现归母净利润 2.2 亿元.....	10
图 13：遥望网络期间费用率均出现了不同程度的下降	11
图 14：2016-2018 年公司毛利率和净利率均实现了 20%左右的涨幅.....	11
图 15：2017 年-2019 年直播电商 GMV 的 CAGR 达到 255%	11
图 16：2019 年网上商品和服务零售额 10.6 万亿元，同比增速 17%.....	11
图 17：2016 年至 2019 年中国在线直播用户的 CAGR 为 17.6%	12
图 18：2019 年中国网民数量为 8.8 亿人，同比增长 6.2%.....	12
图 19：2019 年头部网红带货能力远超顶级商场销售额	12
图 20：顶级网红电商直播间的消费者购物转化率达 20%	12
图 21：各大平台纷纷布局.....	13
图 22：直播电商产业链	14
图 23：2017 年中国 MCN 市场规模为 78 亿元，2019 年已达到 168 亿元	15
图 24：2019 年我国 MCN 机构 14500 家	15
图 25：2019 年 MCN 机构营业收入在 3 亿以上占比 3%	17
图 26：2019 年 MCN 机构营收方式分布	17
图 27：MCN 机构 2020 年重点布局电商变现和广告营销	17
图 28：MCN 机构核心竞争力	18
图 29：达人培养流程.....	19

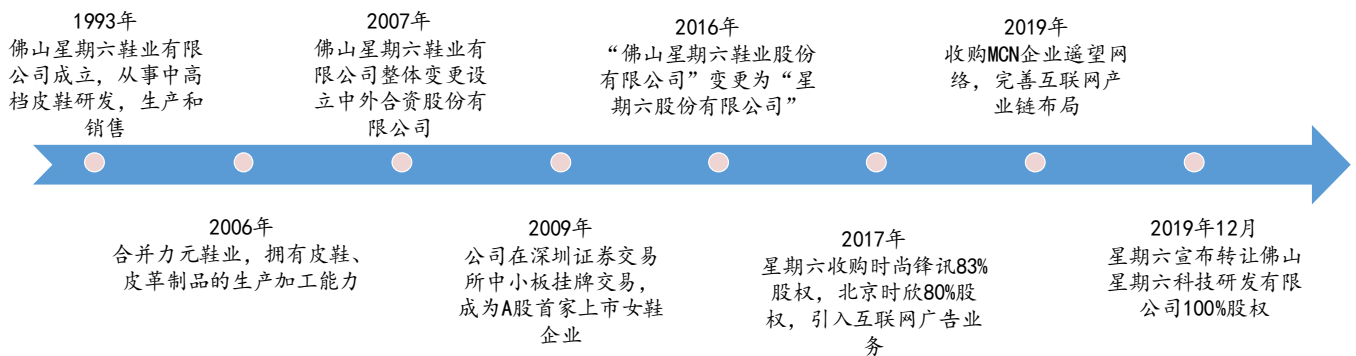
图 30 : 公司定制模式流程.....	20
图 31 : 公司合作品牌矩阵.....	20
图 32 : 化妆品、服装等行业毛利率较高.....	21
图 33 : 化妆品行业销售费用率较高.....	21
图 34 : 2020 年 3 月主要直播电商平台 MAU 对比.....	22
图 35 : 公司目前在直播电商平台的布局.....	23
图 36 : 公司设立直播电商产业园	25
图 37 : 2019H1 时尚锋迅和北京时欣营业收入分别为 5511 万元和 1216 万元 .	26
图 38 : 2019H1 时尚锋迅和北京时欣净利率分别为 27.4%和 18.3%	26
图 39 : Onlylady 官网	27
图 40 : Kimiss 官网	27
图 41 : 2019 年女鞋业务收入 12.4 亿元 , 同比下降 9%	28
图 42 : 2019 年公司平均单店收入 85.7 万元.....	28
图 43 : 2019 年公司线上销售以天猫和唯品会为主	29
图 44 : 2019 年线上销售收入 182.6 万元 , 同比增长 7.4%.....	29
图 45 : 2019 年公司门店数量 1231 家 , 同比下降 10.7%	30
表 1 : 各平台陆续推出一些列扶持直播电商政策	14
表 2 : MCN 主要存在于七大业态中	16
表 3 : 遥望旗下抖音、快手 IP 粉丝数据	18
表 4 : 各平台属性、带货模式不同	22
表 5 : 快手 MCN 影响力榜	24
表 6 : Onlylady 主要业务.....	26
表 7 : Kimiss 主要业务.....	27
表 8 : 公司主要品牌.....	29
表 9 : 公司收入拆分表	31
表 10 : 女鞋业务可比公司估值表 (2020/07/31)	32
表 11 : 互联网广告业务可比公司估值表 (2020/07/31)	32

1. 打造时尚 IP 生态圈，深度布局移动互联网

1.1 从女鞋到时尚 IP 产业圈

星期六 (002291.SZ) 成立于 1993 年，前身为佛山星期六鞋业有限公司，主营业务为皮鞋、皮革制品的生产和销售以及移动互联网营销。公司于 2009 年在深圳证券交易所中小板挂牌上市，成为首家在 A 股上市的女鞋企业。2016 年公司提出“打造时尚 IP 生态圈战略”，深度布局移动互联网业务。2017 年收购时尚锋讯 83% 股权及北京时欣 80% 股权，引入互联网广告业务。2019 年收购 MCN 企业遥望网络，进一步完善互联网产业布局。

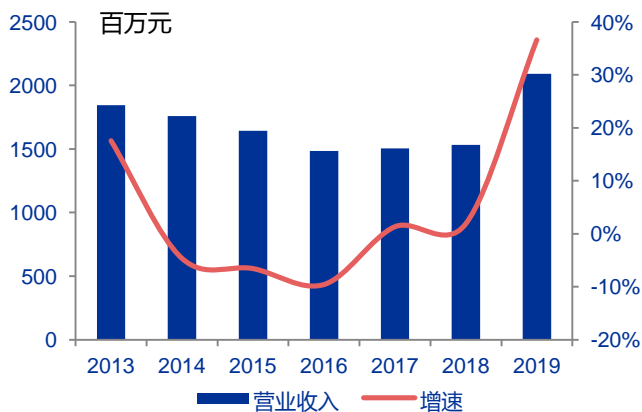
图 1：星期六发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

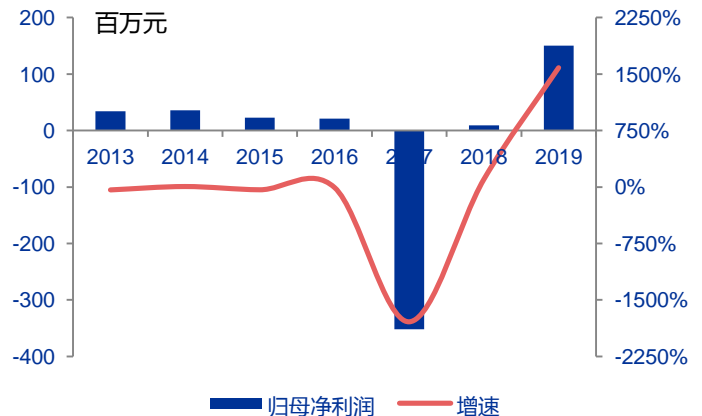
遥望并表带动营收和净利润双增。2013-2016 年，在消费升级、渠道转型的背景下，传统女鞋业务增速放缓，连续 3 年出现负增长且呈现加速下滑态势。2016 年之后公司推进“打造时尚 IP 生态圈”战略，营业收入状况转好，持续正增长。2019 年度实现营业收入 20.9 亿元，同比增长 36.6%。2019 年归母净利润激增，达到近七年峰值。2019 年实现归母净利润 1.5 亿元，同比增长 1583%。

图 2：2019 年营业收入 20.9 亿元，同比增长 36.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

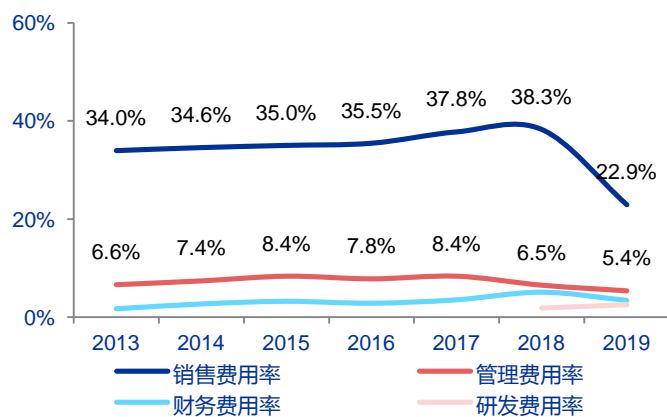
图 3：2019 年归母净利润 1.5 亿元，同比增长 1583%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

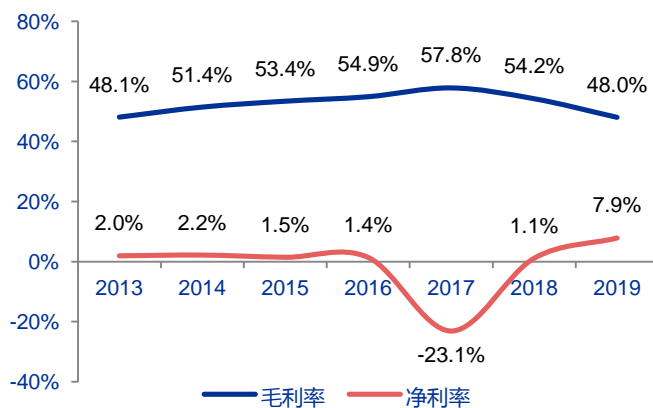
毛利率小幅下滑，合理控制费用，净利率显著改善。1) 受行业竞争格局和议价能力等因素影响，互联网广告业务毛利率低于女鞋业务，导致整体毛利率小幅下挫。2019 年公司毛利率为 48%，同比下降 6.2pct。2) 2019 年期间费用率均出现了不同程度的下降，其中销售费用率下降幅度最大，2019 年为 22.9%，同比下降 15.4pct，反映了调整渠道结构的显著效果；管理费用率为 5.4%，同比下降 1.2pct；研发费用率为 2.5%，研发费用同比增长 87.7%，反映了公司对于研发能力的重视，以确保及时、有效地把握行业技术走向，适时开发出符合市场需求的新产品，保持不断领先的竞争能力。3) 公司净利率除 2017 年由于公司对报告期期末的商誉、存货及应收账款等进行减值计提，导致大额亏损，净利率大幅下降为负值外，其余年份保持较低水平。2019 年盈利能力显著提升，净利率达 7.9%，同比增长 6.7pct。

图 4：公司 2019 年期间费用率均出现了不同程度的下降



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2019 年公司毛利率为 48%，净利率达 7.9%

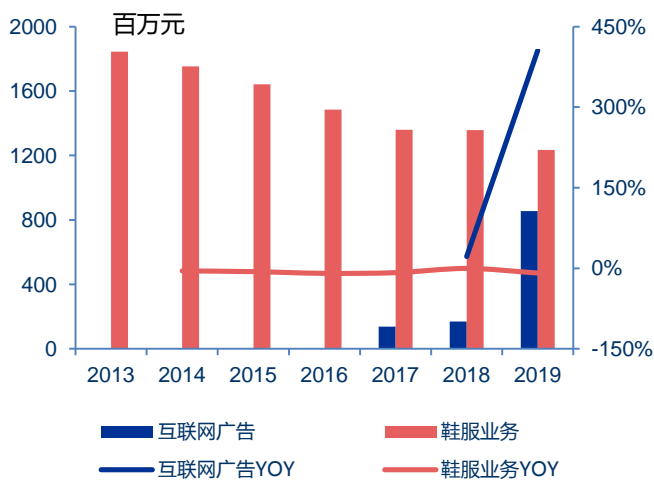


资料来源：公司公告，申万宏源研究

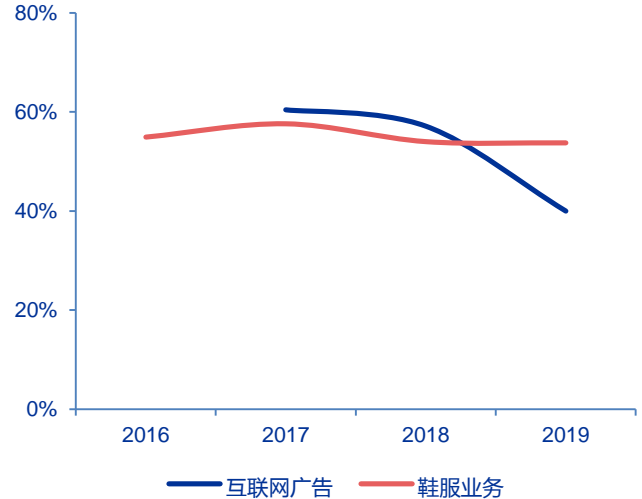
业务结构转型，互联网广告业务占比持续提升。收入构成方面，2017 年开始公司的业务结构逐渐由单一的鞋服类转向多元化。2019 年，互联网广告业务营业收入达到 8.5 亿元，同比增长 406%，占比提升至 40.8%，并且具有持续上升态势。鞋服类业务营收持续萎缩，由 2013 年的 18.4 亿元降至 2019 年的 12.4 亿元，占比由 100% 下降至 59.1%。毛利率方面，互联网广告的毛利率波动较大，鞋服类业务毛利率较为稳定。互联网广告的毛利率由 2018 年的 57.1% 降至 2019 年的 40%。鞋服类业务的毛利率稳定在 53% 至 58% 之间。

图 6：2019 年互联网广告业务收入占比提升至 40.8%

图 7：2019 年互联网广告业务毛利率为 40%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

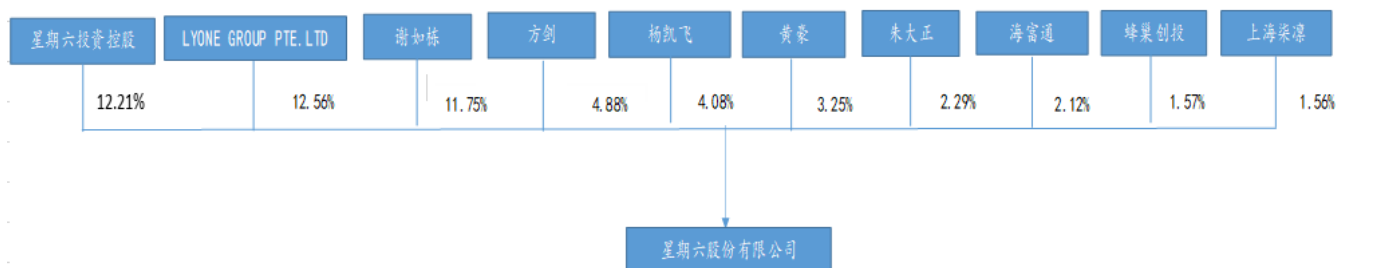


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 股权结构清晰，遥望创始人入股

股权结构清晰，遥望创始人入股。公司控股股东是深圳市星期六投资控股有限公司，张泽民先生持有该公司 87.8%股权。公司实际控制人为张泽民先生和梁怀宇女士，二者为一致行动人，分别通过深圳市星期六投资控股有限公司和 LYONE GROUP PTE. LTD.持有星期六股份有限公司 12.2%和 12.6%股权。遥望创始人谢如栋先生和方剑先生为一致行动人，分别持有 11.8%和 4.9%股权。

图 8：星期六股权结构



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

2. 收购遥望网络，切入 MCN 黄金赛道

2.1 以广告互联网营销业务为基础，重点布局社交电商服务

遥望网络成立于 2001 年 11 月，主要业务涵盖传统互联网广告投放、基于微信的社交营销、社交电商业务。2019 年 2 月，公司以发行股份和支付现金对价的方式收购遥望网络 88.6%股权，同年 8 月，以现金收购剩余股东 6.5%股权，现持股比例 95.1%。

公司发展历程主要分为四个阶段：

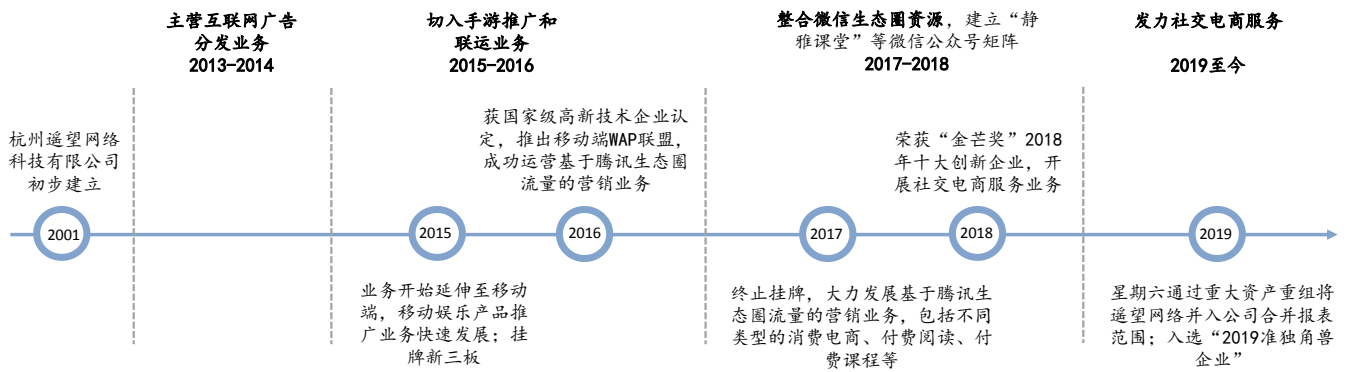
2013-2014 年，公司主营互联网广告分发业务，通过将采购的 PC 端媒体资源和移动端媒体资源整合 2F 传媒平台，经 YWDB 分析后进行再分配，实现流量定向导入广告主。

2015-2016 年，公司切入手游推广和联运业务。业务延伸至移动端，移动娱乐产品推广业务快速发展。

2017-2018 年，公司整合微信生态圈资源，大力发展基于腾讯生态圈流量的营销服务，包括不同类型的消费电商、付费阅读、付费课程等，建立“静雅课堂”等微信公众号矩阵。

2019 年公司发力社交电商服务，主要从事向客户提供社交媒体营销方案以及通过孵化、签约主播在直播平台直播带货、承接短视频广告。现已成为抖音、快手、淘宝直播等平台的 MCN 机构。

图 9：遥望网络发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司目前主要的三块业务：

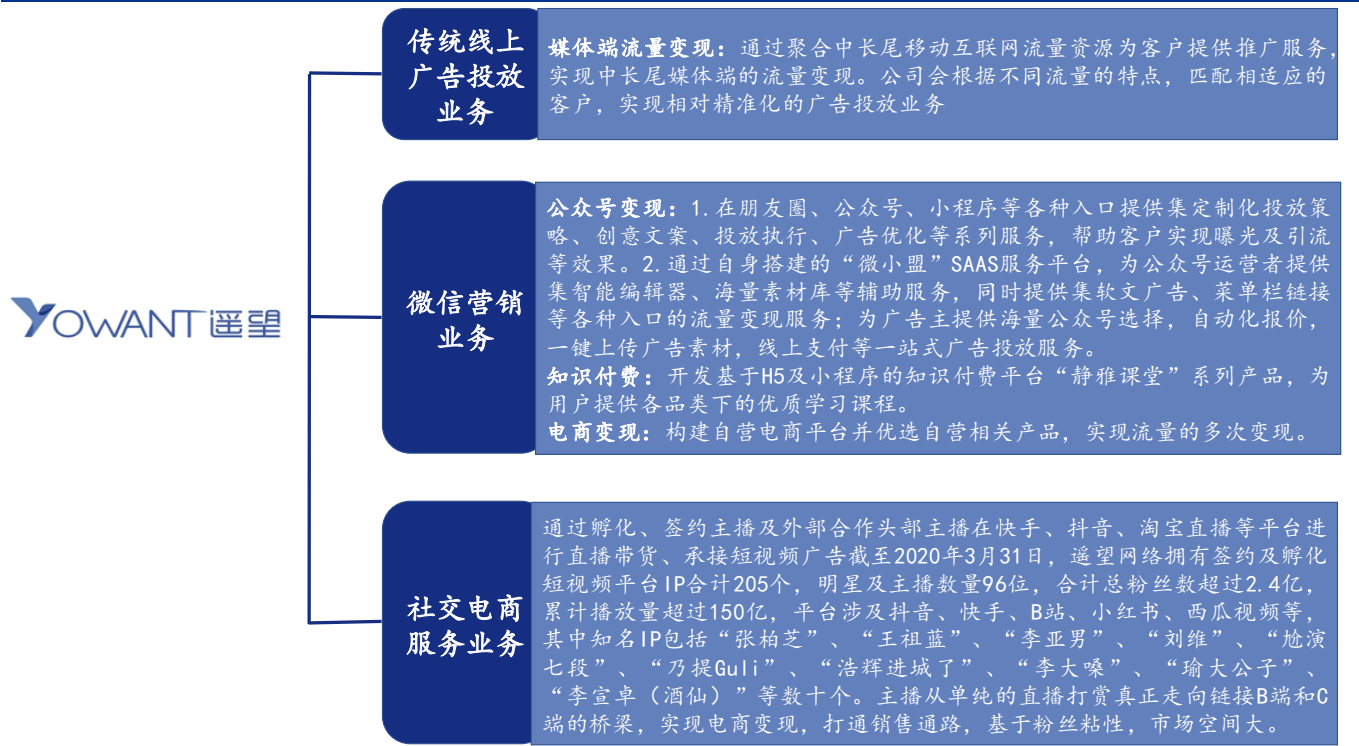
1) 互联网广告投放业务：也叫流量聚合业务，是传统 PC 端和移动端流量的买卖和整合过程。公司按照 CPM 来买流量，按照 CPC 来卖流量。同时游戏分发基于遥点平台，主要客户为游戏公司和一些大的平台。

2) 基于微信的社交营销业务：主要基于微小盟平台（SaaS 服务的开放式管理平台），目前全网拥有 4 亿+粉丝。变现方式：（1）公众号广告，按照粉丝量和广告量计算变现数额。（2）知识付费，通过公众号的引流在小程序平台成交。（3）私域流量电商和短视频，其中流量来源包括自有的公众号、买量公众股、外部代理合作公众号等；核心产品包括静雅书院、静雅课堂和微小盟。

3) 社交电商服务业务：是当前公司大力投入和发展的业务。以“人-货-场”的形式进行，截至 2020 年 3 月 31 日，公司旗下的顶级流量有王祖蓝、张柏芝等，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；招商资源目前有雀巢、良品铺子等数百家品牌的合作关系，并已取得一叶子、LOVO、欧诗漫、妇炎洁等

多个品牌在指定平台的独家经营权，同时拥有完善的供应链；涉足的短视频平台有快手、抖音、小红书、哔哩哔哩等，直播平台有快手、抖音、拼多多、西瓜视频、微信直播等。

图 10：遥望网络主要的三块业务



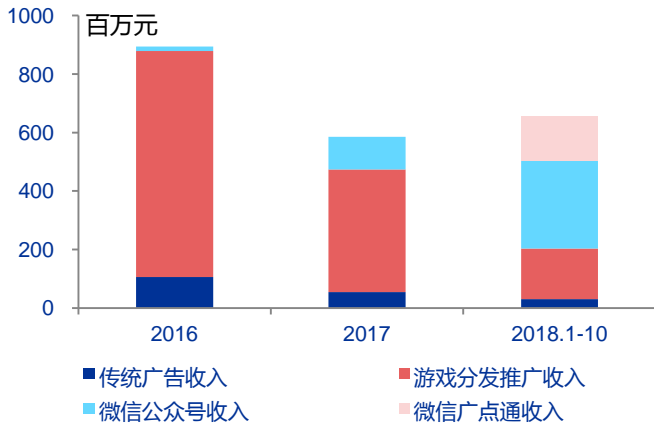
资料来源：公司公告，申万宏源研究

业务结构优化，超额兑现业绩承诺。2017年遥望网络逐步调整业务结构，发展重心向基于微信的营销服务转移，2018年前10个月，来自该项业务的收入已达到总收入的69%，取代游戏分发推广收入，成为收入的主要来源。业务结构的优化贡献利润新增量，2017-2019年公司归母净利润保持高速增长。遥望网络转让股份签订业绩承诺，承诺2018-2020年归母净利润分别不低于1.6亿、2.1亿、2.6亿。18-19年实现归母净利润1.7亿元、2.2亿元，完成率达105.2%、103%。

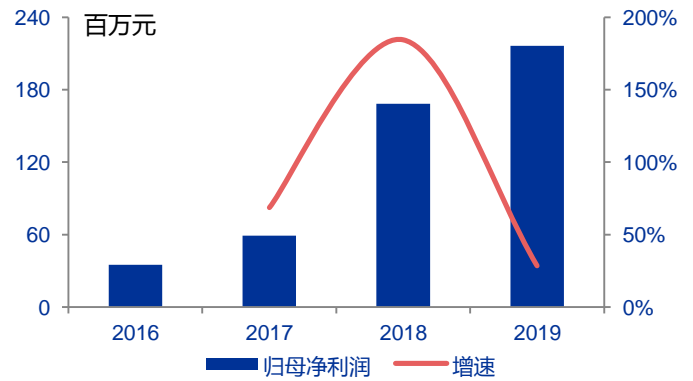
费用管控提效，盈利能力激增。得益于业务结构优化，公司主营业务逐渐转变为基于微信的营销业务，带动盈利能力攀升。2016-2018年公司毛利率和净利率均实现了20%左右的涨幅，18年前10个月分别达到了31.2%和23.2%。2017年以来，费用管控能力提效显著，期间费用率均出现了不同程度的下降。随着业务结构调整到位，公司整体运行效率有望进一步提升。

图 11：遥望网络各项业务收入

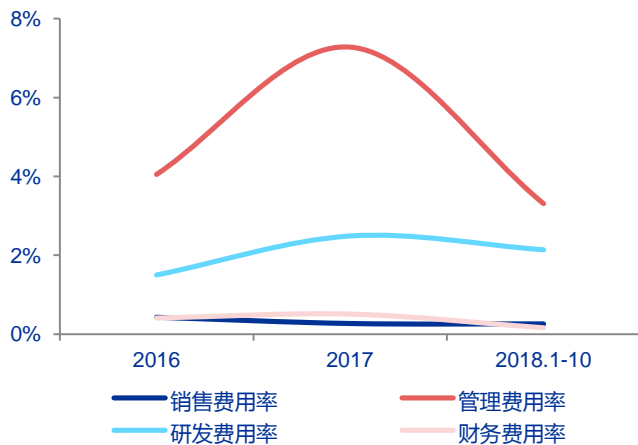
图 12：遥望网络 19 年实现归母净利润 2.2 亿元



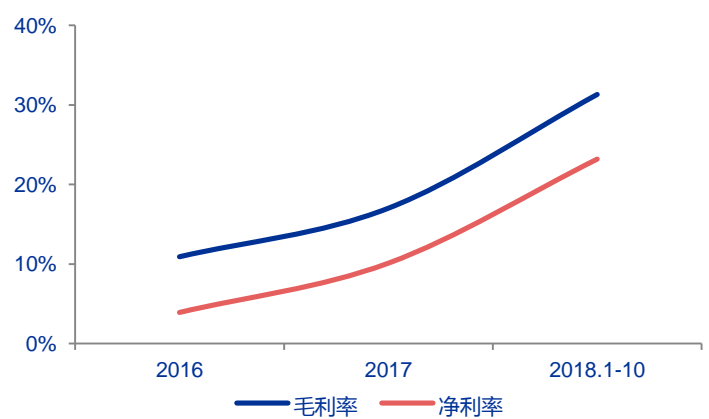
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13 : 遥望网络期间费用率均出现了不同程度的下降


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14 : 2016-2018 年公司毛利率和净利率均实现了 20% 左右的涨幅


资料来源：公司公告，申万宏源研究

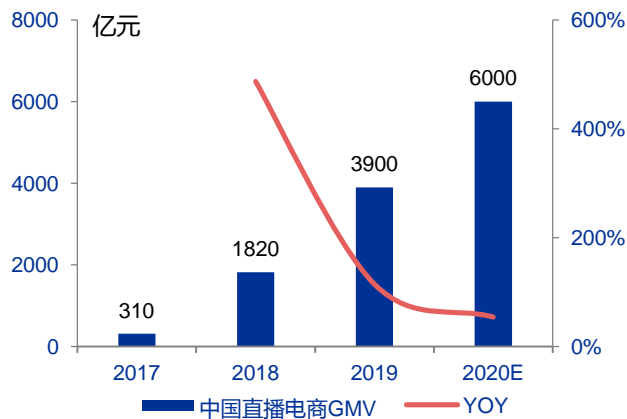
2.2 直播电商高速发展，MCN 机构迎来黄金时代

中国直播电商市场保持高速增长，未来市场广阔。直播电商 GMV 从 2017 年的 310 亿元增长到 2019 年的 3900 亿元，年复合增长率达到 255%，预计 2020 年将达到 6000 亿元的规模。2018 年，中国直播电商渗透率约为 2.0%，2019 年渗透率上升至 3.9%，整体渗透率较低，行业红利尚未完全释放，增量空间巨大。

在线直播用户规模稳步增长，行业模式深入人心。2016 年至 2019 年，我国在线直播用户规模保持在 10% 以上的增速稳定增长，2019 年达到 5 亿人，年复合增长率 17.6%，预计 2020 年将达到 5.3 亿人。2019 年中国大陆总人口 14 亿人，在线直播用户占总人口的 36%，在线直播普及率较高，行业模式广为接受。庞大的用户基数将为流量变现提供巨大的发展空间。

图 15 : 2017 年-2019 年直播电商 GMV 的 CAGR
图 16 : 2019 年网上商品和服务零售额 10.6 万亿元，

达到 255%



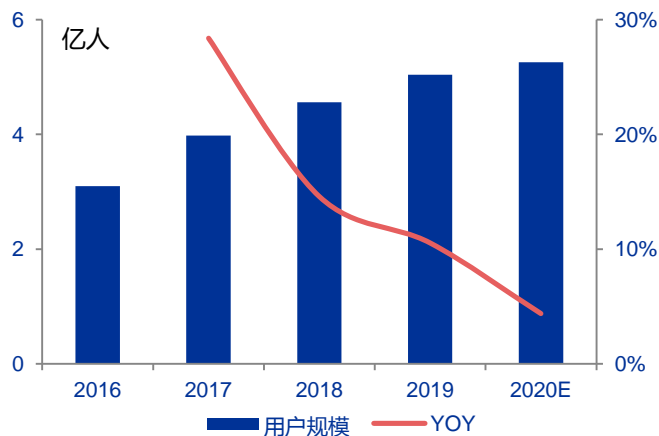
资料来源：阿里研究院，前瞻产业研究院，申万宏源研究

同比增速 17%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 17：2016 年至 2019 年中国在线直播用户的 CAGR 为 17.6%



资料来源：艾媒数据中心，申万宏源研究

图 18：2019 年中国网民数量为 8.8 亿人，同比增长 6.2%

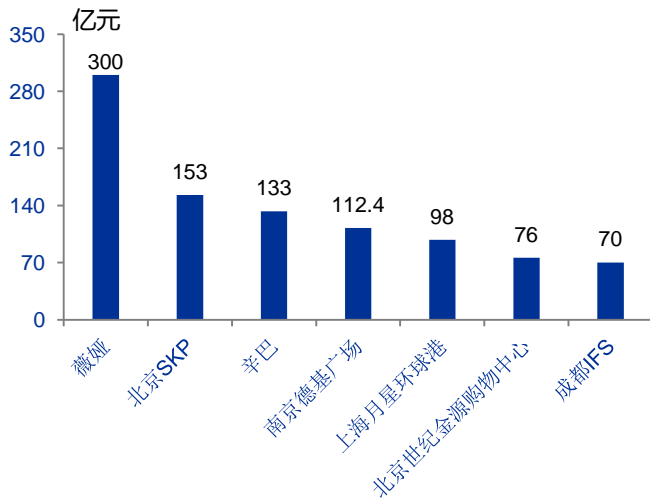


资料来源：艾媒数据中心，申万宏源研究

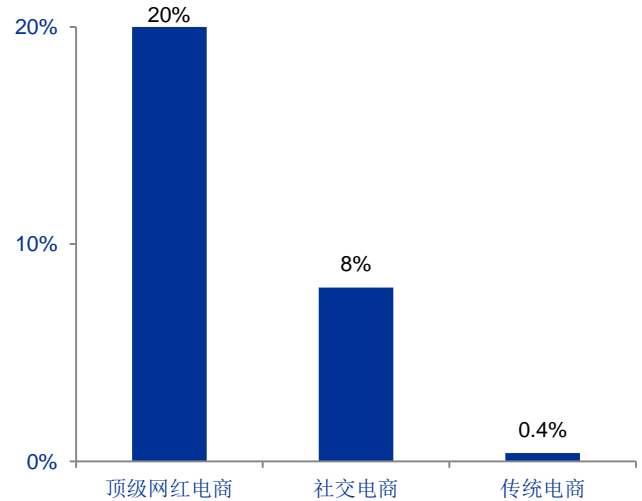
直播电商简化商品流通链条，且转化率更高。 1) 直播电商实现了拉近产品原产地、去中间商的目标，无论从货品的供应上还是流通上，都更加透明和贴近用户。2) 在传统销售模式下，商家先营销再销售，脱节的流程增加了卖货的复杂性。同时线下商店的运营需要更多的人力和成本，也需要用户亲临现场。3) 由于用户观看短视频和直播的时长增加，头部网红得以积攒大量的粉丝流量和更高的粉丝信任度，从而实现规模效应，提高带货效率。2019 年薇娅 300 亿和辛巴 133 亿的销售额甚至超过了许多线下的顶级商场。综合来看，由于粉丝信任度的提升和销售模式的真实简便，顶级网红电商直播间的消费者购物转化率达到了 20%，远远超过了社交电商的 8% 和传统电商的 0.4%。并且这种优势在未来将持续相当一段时间。

图 19：2019 年头部网红带货能力远超顶级商场销售额

图 20：顶级网红电商直播间的消费者购物转化率达 20%



资料来源：赢商网，亿邦动力网，36 氪，申万宏源研究



资料来源：淘宝直播，申万宏源研究

各大平台纷纷布局直播领域，相继推出直播电商扶持政策。 1) 淘宝、京东、蘑菇街等电商平台陆续推出直播功能、启动各项直播计划；快手、抖音等短视频平台自 2018 年以来也逐渐推出直播带货；拼多多于 2019 年开启好货直播；小红书、B 站、微信等平台于 2020 年加码布局电商直播；腾讯发力看点直播。2) 随着直播电商行业飞速的发展，各大平台都对这一板块更加重视并采取了一系列扶持措施，比如淘宝所有品牌商家和线下店均可以零门槛、一键入驻淘宝直播，商家还可以享受主播孵化扶持等政策。京东推出了“4+2”政策、全年优惠政策等。抖音推出了“线上不打烊”活动、“宅家云逛街”计划、“流量扶持”计划和抖音直播金牌主播政策等。快手也推出了零门槛、优惠技术服务费、直播课程培训、“光合计划”、“双 10 计划”等多项减免与扶持政策。各大平台扶持力度的加大吸引了更多品牌的加入和 MCN 机构以及主播的合作。同时，随着平台扶持力度的加大，直播对用户的吸引力也随之增大。预计通过多样化的扶持政策，直播电商行业将继续保持高速且全面的增长。

图 21：各大平台纷纷布局

	2016	2017	2018	2019	2020E
淘	2016.5 正式推出“淘宝直播”平台 2016 启动“BA 网红化”项目	2017.12 推出“超级 IP 入淘计划”	2018.3 直播入口转移至首屏；与抖音合作内容推广	2019.1 上线淘宝直播独立 APP；启动“村播计划” 2019.7 启动“明星计划” 2019.7 推出“双百计划”	
蘑菇街	2016.3 上线直播功能	2017.3 直播一周年，注册主播 >2w 2017.7 女装小程序加入直播功能；组建商家联盟，解决供应链问题			
京东	2016.9 上线直播功能			2019.7 投入 10 亿元，推动红人孵化计划	
B 站		2017 开始进行直播带货	2018.6 推出快手小店，与淘宝、有货、魔筷合作	2019.4 推出快手购物助手小程序 2019.5 与快手合作，调整快手技术服务费	
抖音			2018.3 推出购物车功能，开启直播带货 2018.12 正式开放购物车功能	2019.1 推出精选好物接入商城 2019.4 与京东、网易考拉、唯品会合作	
微信				2019.11 开启好货直播	
小红书					加码布局电商直播；腾讯发力看点直播

资料来源：公司公告，申万宏源研究

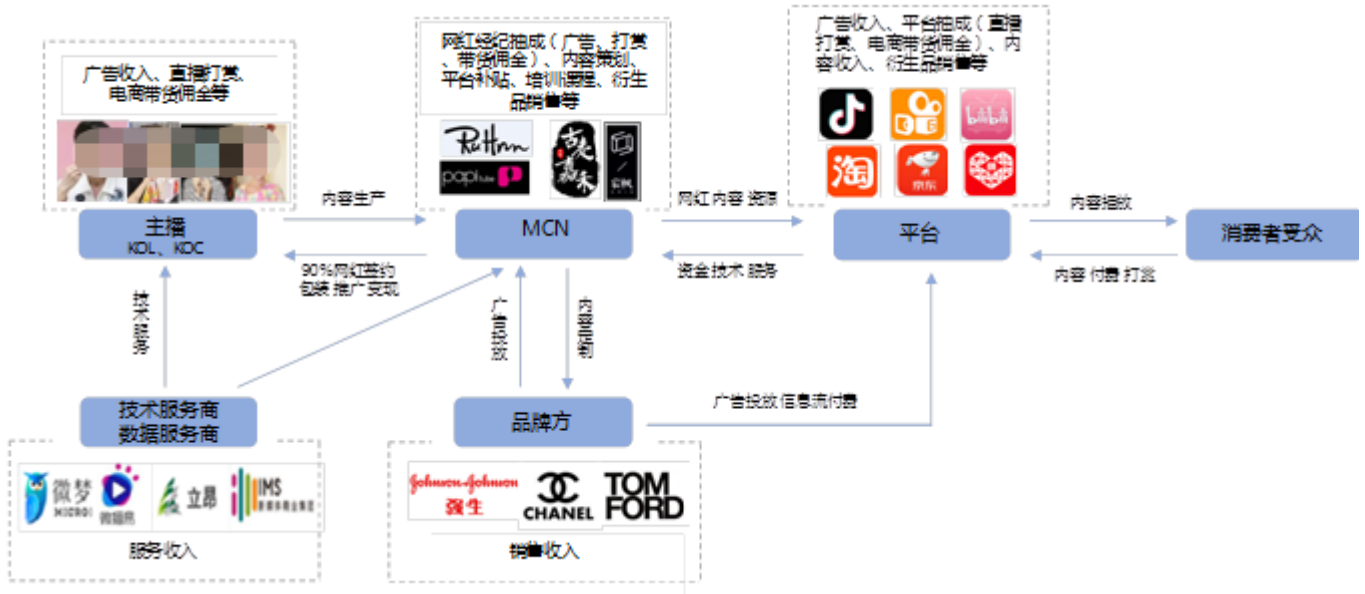
表 1：各平台陆续推出一些列扶持直播电商政策

平台	具体扶持政策
淘宝	<ol style="list-style-type: none"> 1. 主播扶持：对头腰部主播和新晋主播，分别给予社交活动，学习机会和扫盲班，流量任务等支持。 2. 零门槛、一键入驻淘宝直播。对不同需求的商铺给予主播、工具、流量扶持等。 3. 孵化支持：对于中小主播，推出主播卡片曝光的政策。 4. 百亿扶持：投入大量资金提供专业的培训和帮助等。
京东	<ol style="list-style-type: none"> 1. “4+2”政策：全面降扣、流量护航、专项补贴、0 服务费，对主播提供现金补贴和公域流量扶持。 2. 升级线上发布会：为全行业商家发布会和新品上新提供全民发布体验。 3. 新商家零成本入驻，极速审核，扣点低至 0.6%，免费代入驻服务，1 个月的免费代运营服务。 4. 全年优惠政策：第三方商家扣点最低降至 1%，佣金奖励等。
抖音	<ol style="list-style-type: none"> 1. “线上不打烊”：3 亿流量扶持，免费培训等。 2. “宅家云逛街”：10 亿流量扶持，小店入驻绿色通道，官方培训等。 3. “流量扶持计划”：达到首播和开播要求，给予 DOU+、视频曝光、和大咖连麦等机会。 4. 《抖音直播金牌主播政策》：达到平台要求的主播，给予直播收益、提现额度、流量扶持等福利。
快手	<ol style="list-style-type: none"> 1. 零门槛入驻快手小店，优惠技术服务费，提供直播课程培训等。 2. 10 亿流量补贴新商家，提供开店、首播、卖货流量包，并开通快手小店等。 3. “光合计划” “双 10 计划” “百万游戏创作者扶持计划”等：百亿流量支持，合作专业机构助力创作者。

资料来源：各平台官网，申万宏源研究

MCN 机构在直播电商产业链中扮演重要的链接角色。直播电商的产业链环节包括主播、技术及数据服务商、MCN 机构、品牌方、平台、消费者受众 6 个环节。（1）品牌方对接平台提供货源、投放广告、对信息流付费等；对接 MCN 机构投放广告、定制直播内容。（2）主播主要是 KOL 或 KOC，具有一定的粉丝粘性，通过消费者影响力，将流量导入平台，促使流量变现。收益一般来自广告、直播打赏和电商带货佣金。（3）MCN 机构签约网红主播获得内容生产，将网红、内容和资源导入平台，最终引导消费者在平台实现变现转化。收益一般来自网红经纪抽成、内容策划、平台补贴、培训课程、衍生品销售等。（4）平台包括电商平台和直播平台，作为内容播放的渠道传递给消费者，收益一般来自广告、内容、直播打赏抽成、电商带货佣金等。

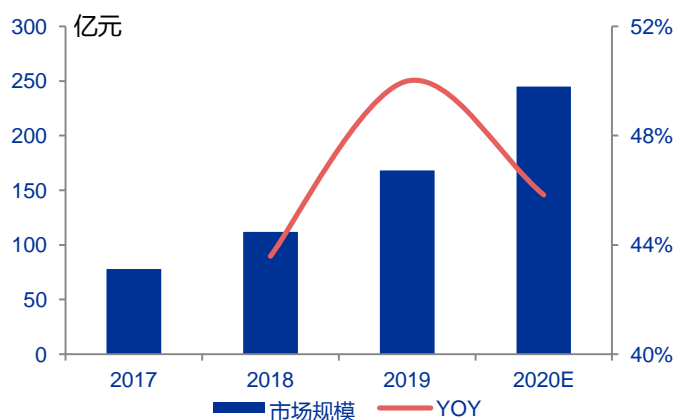
图 22：直播电商产业链



资料来源：前瞻产业研究院，克劳瑞，申万宏源研究

MCN 行业红利显现，机构数量爆发式增长。多频道网络（MCN, Multi-Channel Network）诞生于美国，为内容生产者和 Youtube 之间的中介机构，协助对接、聚合优质内容并进行持续变现。在电商直播之前，国内早期 MCN 多以微博微信图文短视频内容运营为核心，后续随着各类短视频平台、淘宝直播的崛起，基于新平台的 MCN 机构不断涌现。2017 年中国 MCN 市场规模为 78 亿元，2019 年已达到 168 亿元，同比保持在 40% 以上的高速增长。深度受益于行业的快速发展，MCN 机构如雨后春笋般涌现，2017 年以来经历了爆发式增长，年复合增长率超过 100%。2019 年我国 MCN 机构 14500 家，同比增长 150%。

图 23：2017 年中国 MCN 市场规模为 78 亿元，2019 年已达到 168 亿元



资料来源：克劳锐，申万宏源研究

图 24：2019 年我国 MCN 机构 14500 家



资料来源：克劳锐，申万宏源研究

MCN 是直播产业链的重要联结器，主要存在于七大业态中。MCN 机构是内容制作商、运营商，也是网红孵化器、网红经纪人，也是广告公司、广告代理商，还有电商业态。MCN

机构在直播产业链中是重要联结器，为网红们提供更多的流量和曝光机会，为广告主带来了更高效、更灵活的投放方式，以专业的能力带动产业的发展。90%以上的头部网红已经签约 MCN 公司，或成立了自己的 MCN 公司（如 papi 酱成立的 papitube）。

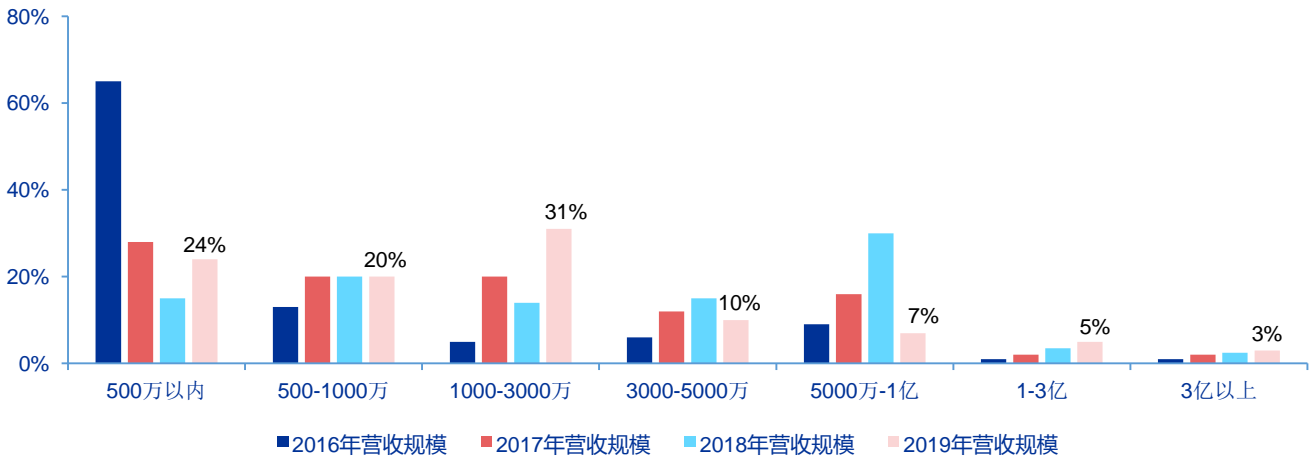
表 2：MCN 主要存在于七大业态中

业态类型	特点	代表举例
内容生产业态	主要以内容生产为主，并逐步开始工业化、IP 化。很多内容生产业态的 MCN 机构，往往都已形成了自己较为成熟的内容专栏。	二更、新片场、三感 video、罐头视频、小视频等
运营业态	主要运营方向涉及内容、平台和账号的各个方面。其中内容运营包括内容策划、选题把控、内容传播；平台运营包括规划研究和内容分发；账号运营包括账号定位、粉丝管理、矩阵规划。	大禹网络、蜂群文化、洋葱视频、未那传媒等
营销业态	主要运作模式多是综合多维度分析为广告主推荐整合营销方案，然后通过大批量的账号形成巨大的流量池，多渠道分发去触达潜在消费群体，从而实现高效转化。	橘子娱乐、蜂群文化、飞博共创、青藤文化等
电商业态	主要通过内容生产+电商的方式，实现销售转化。	红人电商类 MCN：杭州宸帆、如涵控股、美呗文化、达人说、美 one 等； 内容电商类 MCN：微念、洋葱视频、军武科技、有狐文化、鹿角熊等
经纪业态	致力于解决博主前端商务问题，通过内容生产+资源优势进行组合营销，达到互惠互利的目的。该类别的 MCN 机构，往往签约大量账号，然后利用自身的资源优势来驱动其商业化进程，变现途径多以广告为主，辅以 IP 授权、电商等。	无忧传媒、星匠联盟、papitube、贝壳视频等
社群/知识付费业态	主要是从大盘粉丝中来沉淀出“重垂粉丝”做专业变现，一般通过内容生产+粉丝沉淀的模式，进行社群经济的开发转化。具体方式有图书出版、付费课程、内容电商、影视项目开发等多个方位的商业变现模式可供选择。	灵魂有香气的女子、日日煮、米未传媒等
IP 授权/版权业态	一般是通过内容生产+品牌/栏目打造的模式，进行版权层面的变现。该业态往往有着自己广为人知的形象 IP，然后通过形象 IP 授权、周边电商、线下漫展、费用采购等形式开展业务。	十二栋文化、震惊文化、吾皇的白茶、幕星社等

资料来源：克劳锐，申万宏源研究

竞争格局较为分散，马太效应初显。2016 年-2019 年营收在 3 亿以上的头部 MCN 机构占比逐步提升，2019 年达到 3%。对于头部 MCN 而言，其进入时间早，积累时间长，借助时间、体量两个维度的优势汇集了大批早期网红，并在培养体系、平台资源对接、内容孵化及变现渠道拓展方面有针对性地巩固优势，进而形成强大的竞争壁垒，马太效应初步显现。对于新兴 MCN 机构而言，由于进入时间晚，积累资源不足，导致议价能力弱，因此多数处于盈亏平衡点以下。但通过加强自主研发、储备并孵化自有优质 IP，寻找新兴平台合作仍能享受行业发展红利，实现突围。

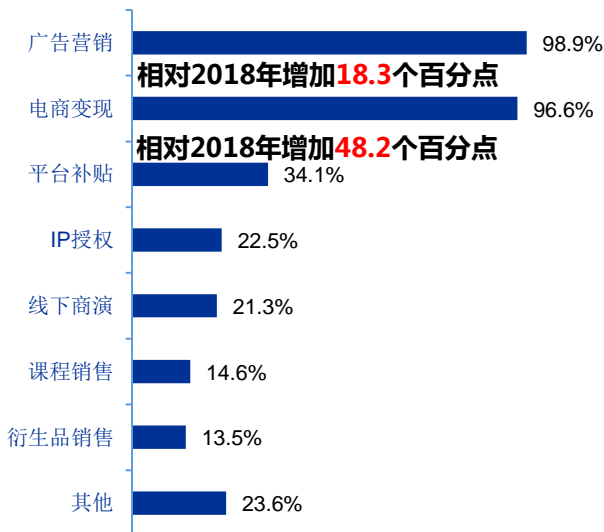
图 25 : 2019 年 MCN 机构营业收入在 3 亿以上占比 3%



资料来源：克劳锐，申万宏源研究

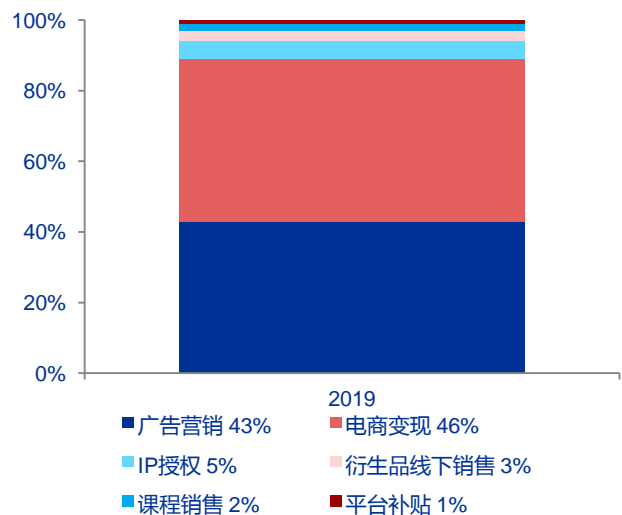
直播电商变现方式增长迅速，是 MCN 机构 2020 年布局的重点。在 2019 年 MCN 机构营收方式的分布中，广告营销和电商变现都占据相当高的份额，分别为 98.9%和 96.6%。二者相对于 2018 年也都有较大幅度的提升，其中广告营销增长 18.3 个百分点，电商变现的涨幅高达 48.2%。与此同时，平台补贴占比较前一年有所下跌，仅占 34.1%。值得关注的是，MCN 机构在 2020 年更加看好电商变现这一形式，其在公司未来重点布局的营收方式中占比 46%，反超广告营销的 43%，成为 MCN 机构准备着重发展的方向。

图 26 : 2019 年 MCN 机构营收方式分布



资料来源：克劳锐，申万宏源研究

图 27 :MCN 机构 2020 年重点布局电商变现和广告营销

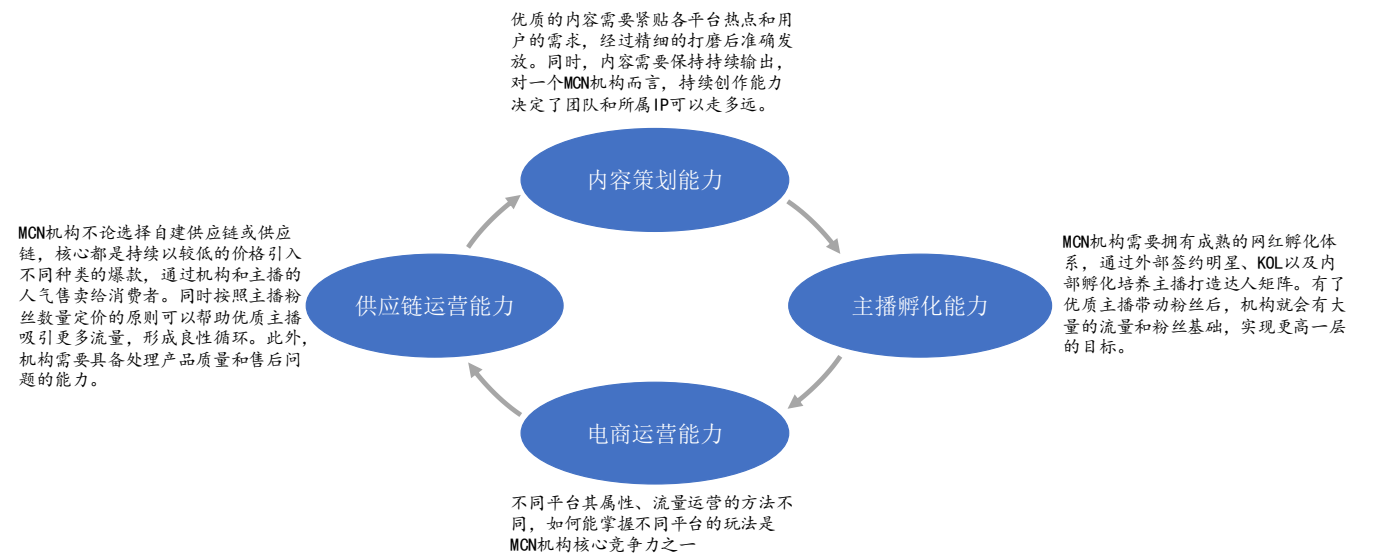


资料来源：克劳锐，申万宏源研究

大浪淘沙，拥有核心竞争力的 MCN 机构得以突围。MCN 机构的核心竞争力在于：1) 主播孵化能力：MCN 机构需要拥有成熟且标准化的网红孵化体系。有了优质主播带动粉丝后，机构就会有大量的流量和粉丝基础。2) 供应链运营能力：公司需要持续以较低的价格

引入不同种类的爆款，通过机构和主播的人气售卖给消费者。同时按照主播粉丝数量定价的原则可以帮助优质主播吸引更多流量，形成良性循环。此外，机构需要具备处理产品质量和售后问题的能力。**3) 内容策划能力**：机构需要持续不断为主播提供优质的内容。**4) 电商运营能力**：由于各电商直播平台属性不同，流量分发机制不同，其玩法各不相同。如何在不同平台运营也是 MCN 机构的核心竞争力之一。

图 28：MCN 机构核心竞争力



资料来源：申万宏源研究

2.3 深谙“人货场”电商逻辑，公司核心竞争力凸显

2.3.1 内部批量孵化主播，外部签约明星 KOL

公司通过外部签约明星、KOL 以及内部孵化培养主播打造达人矩阵。主播通过在抖音，快手，淘宝等平台直播带货，承接短视频广告。其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，公司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。**1) 明星方面**，遥望网络与明星经纪公司成立合资公司，进行明星电商变现；签约王祖蓝、李亚男、张柏芝等明星艺人通过直播带货、承接短视频广告进行变现。截至 2020 年 5 月，王祖蓝快手粉丝达 2850.5 万，抖音粉丝达 2165.4 万。**2) 网红方面**，2020 年以来，公司已经与浙江文广集团、杭州文广集团达成合作，已经签约共 32 位主持人为公司主播。目前公司已签约 70 余位头腰部网红，其中知名 IP 有“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。其中带货达人“瑜大公子”粉丝数达到 444.3 万。

表 3：遥望旗下抖音、快手 IP 粉丝数据

明星/KOL	快手粉丝（万）	抖音粉丝（万）
--------	---------	---------

明星		
王祖蓝	2850.5	2165.4
李亚男	438.8	527.0
张柏芝	-	1353.4
KOL		
浩辉进城啦	1209.8	
余机智	359	95.3
乃提 Guli	345.6	803.5
你的小 cc	314.1	95.3
瑜大公子	444.3	9.8
李宣卓	369.7	0.1
万事屋小慢	146.5	125.4
东琳琳	122.1	31.3
尬演七段	114.5	1409.2
孔小燃 shawn	84.1	180.2

资料来源：快手，抖音，申万宏源研究

标准化且高效率的主播孵化流程，今年有百名储备主播。遥望网络目前已形成“80%通用化培训+20%工作室层面差异化培训”的网红孵化机制。公司在同素人签约后会先将其放到主播流量池，统一进行通用培训 5-7 天，之后由各个工作室去主播流量池选人，模式类似于选秀。工作室选人后对其进行为期 3 个礼拜的个性化培训，并对其形成差异化的定位（平台、价位带等等），总体培训时长在一个月左右。公司对主播进行差异化管理，旗下工作室按平台划分，根据主播的能力长板入驻对应平台，形成具有差异化的平台分布，最大化主播效益。素人在经过标准化培训后初具带货能力，公司会给他们提供一条龙的拍摄、制作、宣传、分析等运营服务。凭借这套标准的网红孵化机制和完善的运营服务，公司已经成功孵化尬演七段、瑜大公子、李宣卓、李大嗓、乃提 Guli 等知名新兴网红。公司今年储备的主播大约有 100 个左右，其中直播带货的有 30 个左右，做情感类等直播的有几十个，还有几十个短视频达人。

图 29：达人培养流程



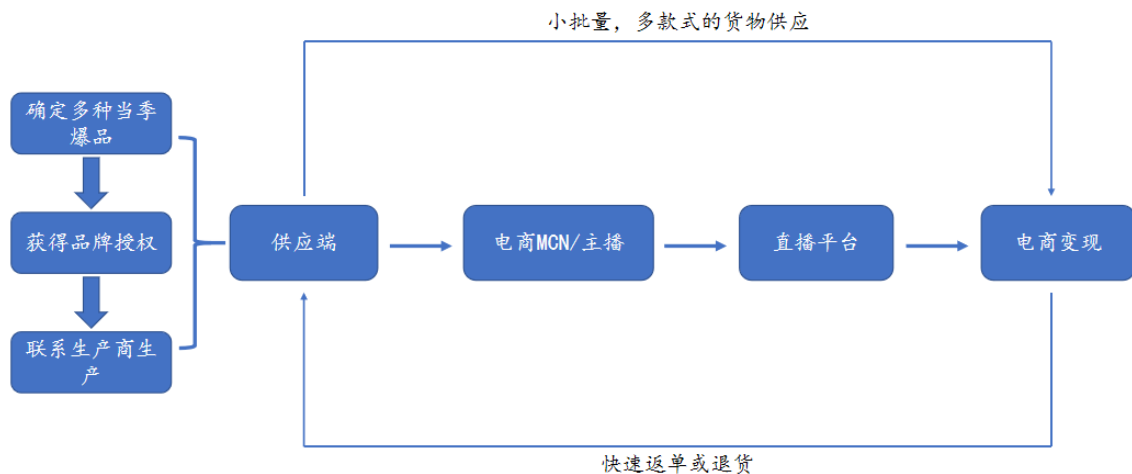
资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司在“人”方面的护城河在于，其已具备主播的批量培养能力以及公司给主播提供的系统化管理服务。一方面，公司拥有高效的顶层架构：公司设有管流量的部门负责购买流量，设有商品运营部门制定销售方向与内容，设有商品调换部门满足主播调换货需求。并由公司顶层负责数据匹配，设计数据模型，压缩业绩不理想的主播的投入成本。另一方面，公司拥有清晰的分区管理：公司旗下主播不可跨平台开播。工作室按平台划分，采用有针对性的模型考核业绩，在最大程度激发主播实力的同时搭建出系统的管理机制。

2.3.2 强大的招商、选品、售后能力

公司主要以代销为主，库存压力极小。公司目前与品牌方的合作主要以代销为主，经销模式占比较小，且可以做到 100%退货，基本没有库存压力。定制模式目前仍在尝试阶段，占比极小。在定制模式中，公司首先确定多种当季爆品，然后拿到品牌授权，再联系生产商生产。这样的反向定制开发减小了库存压力，也更适合直播电商较快的带货节奏。同时，为确保消费者的持续关注，货物的更新换代速度也需要提高，因此工厂的生产由“单一爆款”模式变为了“小批量，多款式”模式，并且具备快速返单的能力。

图 30：公司定制模式流程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司招商资源丰富，与国内超过五百家各品类的知名品牌建立起了良好的合作关系，选品能力强。公司拥有自身积累的丰富的招商资源，目前招商团队有 80 人左右，业务扩展迅速。公司目前主要以化妆品、服装、小家电、家纺、零食为核心的快速消费品品类为主，与雀巢、良品铺子、欧莱雅、珀莱雅、百雀羚、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。优质的合作项目可以使公司的货源得到保障，从而提高用户的满意度。此外，公司统一选品，选品团队一般是品牌公司产品线出身的人，选品能力较强。

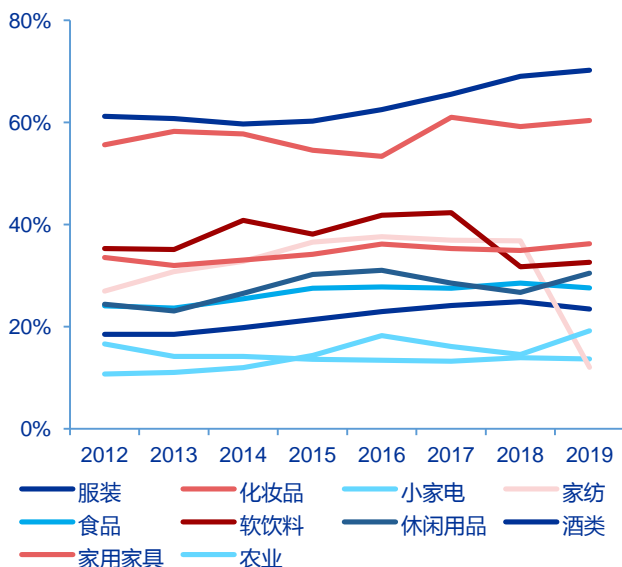
图 31：公司合作品牌矩阵



资料来源：公司公告，申万宏源研究

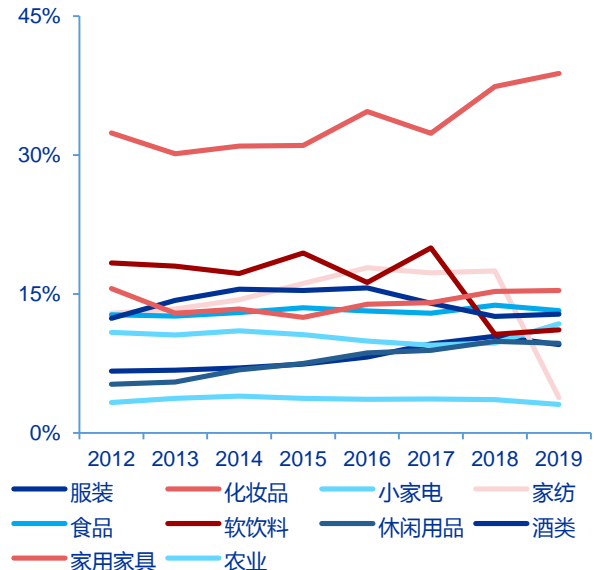
化妆品佣金率较高，未来通过扩客户、拓品类的方式持续增长。公司目前占比最高的品类为化妆品、服装、食品品类。通常而言，毛利率较高的行业和品牌能够投入更多的市场销售费用。化妆品、服装等行业毛利率较高，品牌公司有更多的销售费用可以投入到销售环节，其销售费用率较高。通过草根调研，化妆品行业的直播佣金率最高，行业均值可以达到 15%-20%；服装行业的直播佣金率均值为 10%-15%；小家电行业的直播佣金率较低，均值为 2%-10%。未来公司可以通过扩品牌客户以及拓品类的方式，为公司带来较大增量。

图 32：化妆品、服装等行业毛利率较高



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 33：化妆品行业销售费用率较高



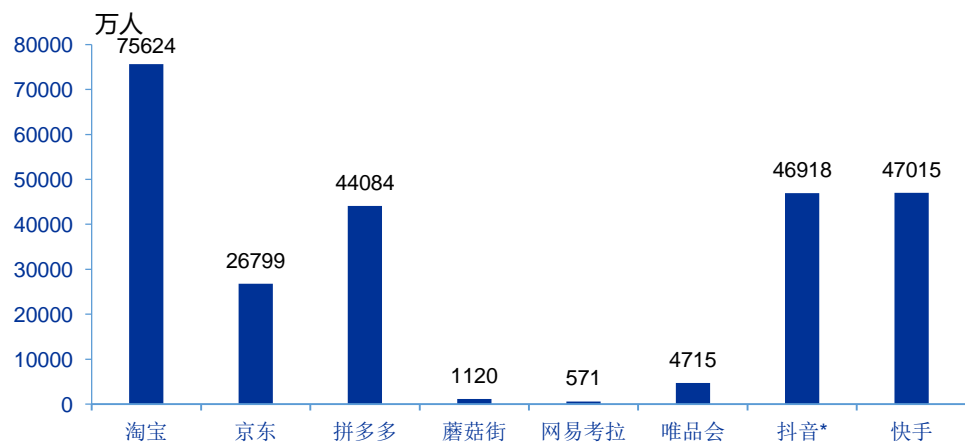
资料来源：Wind，申万宏源研究

设立“先行赔付”摇篮基金，完善售后服务。遥望网络出资 500 万元成立电商直播“先行赔付”摇篮基金，该基金将在杭州银行设立专户，专用于解决公司旗下明星和网红在电商直播过程中广大消费者遇到的售后服务方面的问题。公司承诺如果消费者遇到旗下艺人和 KOL 网红在直播过程中推荐的商品出现质量和售后服务问题，公司会在 72 小时内予以解决并支持消费者先行赔付。完善售后服务，有利于加强消费者购物体验 and 满意度，提高消费者忠诚度和复购率。

2.3.3 多平台布局，构建多维生态圈

直播电商平台用户数持续增长，但由于各平台属性、流量分发机制等不同，其玩法各不相同。电商平台拥有广泛的用户基础，包括传统电商平台如淘宝和京东，社交电商平台如拼多多，短视频平台如快手和抖音。2020 年 3 月，淘宝 MAU 突破了 7.5 亿人，处于遥遥领先的地位。这主要因为淘宝较早地布局了直播领域，而京东布局较晚，其 MAU 数量仅有 2.7 亿人，勉强超过淘宝的三分之一。拼多多、抖音、快手不相伯仲，MAU 都在 4.5 亿左右。由于平台属性、流量分发机制、带货模式等的不同，各平台的特点和客户群体呈现出较大的差异。

图 34：2020 年 3 月主要直播电商平台 MAU 对比



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

表 4：各平台属性、带货模式不同

平台	平台属性	带货模式	带货 KOL 属性	带货商品属性	流量来源	分润模式	机会点
淘宝直播	电商	商家自播和达人导购模式	头部主播高度集中 代表：薇娅、李佳琦	淘宝体系内全品类 主要靠头部达人出货 价格 200-500 元 退货率高	公域流量 内容矩阵 庞大用户基础	坑位+佣金为主 佣金一般在 10%-20% 坑位费根据	淘宝内机构入驻 现有客户维护
快手	社交+内容	达人直播打榜	头部主播相对分散 代表：散打哥、辛	百元内低价商品为主 食品、生活品、	偏私域 “老铁文化”	坑位费根据	网红矩阵和性价比供应链

		连麦等	巴	服装鞋帽、美妆等为主，高性价比，白牌居多	达人品牌崛起扶持产业带直播	红人等级有所不同	“低价爆量”
抖音	社交+内容	短视频上热门直播带货种草转化（内容为主）	头部主播相对集中代表：正善牛肉哥	美妆、服装百货占比高 价格集中在 0-200 元 品牌货，有调性	偏公域直播流量少		内容新奇特供应链
微博	社交+内容	话题热搜+直播+名人背书	头部主播相对集中代表：雪梨、张大奕	服装、生活日用品、鞋帽、配饰等非标品类为主	偏公域直播流量少		和阿里打通红人流量互通
京东直播	电商	为超级网红提供优质商品	缺乏代表人物	京东商城全品类依靠孵化超级红人+推荐优质产品 退货率高	公域流量强大用户基础		商家持续入驻庞大用户基础
小红书	种草基地	种草内容为主直播+笔记共同发力	头部 KOL 大都歌红人不红缺乏代表人物	美妆类为主商品价格待确定品牌货，有调性	公域和私域流量并存		新入局，流量扶持 直播内容模块精细化、精准用户迅速转化

资料来源：各平台官网，申万宏源研究

跑马圈地，公司布局各大平台。1) **快手方面**，公司上手较晚，但是现阶段做的最好，也是公司最先直播带货的平台，目前已有较好基础并持续增长。公司计划未来不以挂榜为主要流量获取方式，而是以短视频和直播的推广为主。2) **抖音方面**，公司虽然做的时间更久，但是之前的重心更多放在短视频变现。今年 2 月抖音改版以来，其处在直播电商发展前期，带货效果逐渐升温。公司决定在抖音平台发力，深度布局直播带货，形成更多增量。抖音和快手是今年公司的核心主力。3) **淘宝直播方面**，淘宝的用户消费区间更大，直播流量获取较难。公司存在直播带货的基础，但在主播培养和广告投放领域有所欠缺。4) **西瓜视频方面**，目前处于起步阶段，公司会进行尝试，涉足一些业务。5) **腾讯直播方面**，公司三月份起有腾讯直播的安排，3 月 15 日内测。6) **B 站方面**，目前公司以短视频为主。

图 35：公司目前在直播电商平台的布局

电商平台



短视频/直播平台



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司在快手平台运营能力强，具有先发优势，成功经验可以运用到抖音。1) 公司是快手首批九家电商服务商之一，是快手十大最具影响力 MCN 机构。2019 年 5-8 月，公司连续 4 个月登顶短视频工场&快手联合发布的快手 MCN 影响力排行榜。公司在快手平台运营能力强，具有一定的先发优势，作为今年重点布局的平台，公司在快手平台将保持稳定增长。2) 抖音也是今年重点布局的平台，公司有望将快手运营的成功经验运用到抖音。从直播难度上来说，快手是最大的，主要原因是快手是一个非常公平化的平台，流量更私域，即个人能力强的主播会获得更多的流量。这意味着快手平台上对主播的表现能力要求是最高最全面的，主播需要兼具卖货和聊天的口才与能力。因此通过公司体系培养出来的主播能力相对更全面。抖音的头部效应相对于快手而言比较明显，并且公司深耕抖音多年。此外，公司运营团队对场控、品控和规划能力较强，也对在抖音平台上大放光彩奠定了一定基础。目前抖音处在直播电商发展前期，加上抖音官方采取赠送流量的方式扶持，公司将把握抖音快速发展时期，大力发展抖音平台的业务。

表 5：快手 MCN 影响力榜

2019.5	2019.6	2019.7	2019.8
遥望	遥望	遥望	遥望
视玩佳传媒	视玩佳传媒	古麦嘉禾	古麦嘉禾
大禹	古麦嘉禾	大鹅文化	薇龙文化
大鹅文化	大鹅文化	视玩佳传媒	大鹅文化
古麦嘉禾	大禹	飞多宝文化	飞多宝文化
铭星娱乐	飞多宝文化	薇龙文化	渝欣传媒
乾派文化	铭星娱乐	惠红传媒	惠红传媒
秒看网络	薇龙文化	大禹	视玩佳传媒
小洲传媒	网艺领地	渝欣传媒	大禹
晋商行文化	秒看网络	乾派文化	乾派文化
飞多宝文化	门牙视频	门牙视频	青瓜视频
文弘音乐	乾派文化	网艺领地	秒看网络
青瓜视频	晋商行文化	秒看网络	综皇文化
掌上风暴	五月美妆	青瓜视频	papitube

五月美妆

动次哒次

源食文化

铭星娱乐

资料来源：快手，申万宏源研究

公司设立直播电商产业园，稳固行业领先地位。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圆满完成。公司将在电商产业园建立大大小小超过200个直播间，专门为直播达人服务，减少路途奔波时间，提高带货效率。同时，产业园将于众多品牌签约合作，为主播提供资金，供应链和孵化流程的支持，目前确定入驻意向的品牌达到100多个。

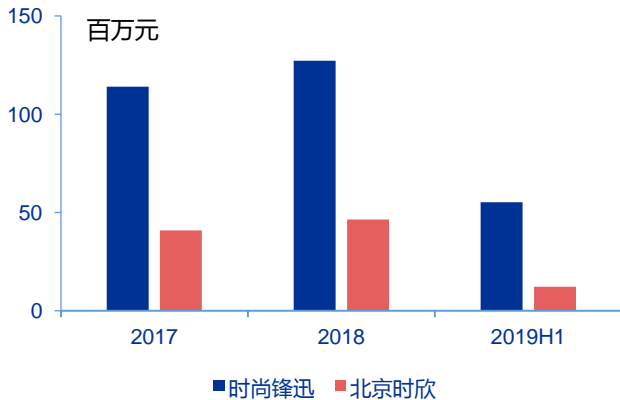
图 36：公司设立直播电商产业园

资料来源：公司公告，申万宏源研究

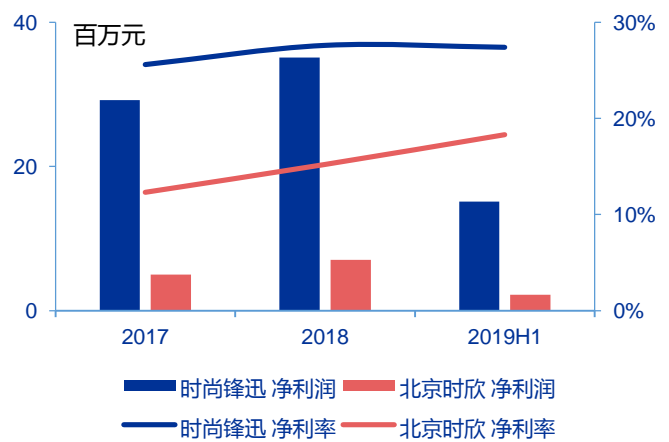
3. 时尚新媒体业务：进一步提升影响力与变现力

2017年4月，公司以3.9亿元现金收购时尚锋迅83%股权及北京时欣80%股权，获得旗下Onlylady女人志和Kimiss闺蜜网两大主打女性的内容信息媒体平台。公司开始进行互联网广告业务，着力建设时尚IP生态圈。Onlylady成立于2002年，深耕美容、时尚、生活三大领域多年，通过提供潮流资讯和互动交流服务吸引女性时尚消费者。Kimiss闺蜜网为美妆互动媒体，通过提供美妆资讯、美妆口碑点评、互动交流等吸引消费者。

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，两家公司主要收入来源均为广告业务收入，以媒体平台的传播价值为基础，以软性和硬广的方式为品牌商、广告公司等广告主提供广告投放业务。2019年H1时尚锋迅和北京时欣营业收入分别为5511万元和1216万元，净利润分别为1512万元和222万元。时尚锋迅和北京时欣均具有较强的盈利能力和增长态势，2019H1净利率分别为27.4%和18.3%。

图 37：2019H1 时尚锋迅和北京时欣营业收入分别为 5511 万元和 1216 万元


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 38：2019H1 时尚锋迅和北京时欣净利率分别为 27.4%和 18.3%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

时尚锋迅主要以 Onlylady 女人志时尚网站和时尚志 APP、优美妆 APP 以及第三方社交平台开设的账号为广告业务平台；北京时欣以 Kimiss 闺蜜网，闺蜜美妆 APP 以及第三方社交平台开设的账号为广告业务平台，两家公司主要收入来源均为广告业务收入，以媒体平台的传播价值为基础，以软性和硬广的方式为品牌商、广告公司等广告主提供广告投放业务。

表 6：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	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 及安卓平台，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

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 7：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。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

持续输出优质内容，全方位立体化整合营销策略。 Onlylady 与 Kimiss 持续强化美妆时尚和生活消费类内容质量，内容原创度、专业度、交互度进一步提升。与众多平台合作密切，在微博、微信等社交平台，今日头条、网易等资讯聚合平台，优酷、美拍等视频&直播平台，淘宝、京东等电商平台均开设有账号。截至 2019 年，Onlylady 与 Kimiss 各平台粉丝总数分别超 1500 万和 540 万，举办活动全网曝光总量超 7 亿。OnlyLady 女人志获得“2019 年度天猫金妆奖年度合作媒体”及“天猫金妆奖 2020 年度合作伙伴（媒体类）大奖”。

时尚 MCN 地位稳固，联手遥望发力社交媒体短视频与直播业务。 OnlyLady 女人志与 Kimiss 闺蜜已成为微博、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，OnlyLady 旗下拥有专属红人 45 个，签约战略达人超过 1000 个，Kimiss 拥有独家达人 43 个，同时与星期六旗下遥望网络密切合作，通过遥望签约的王祖蓝、李亚男、张柏芝、张予曦等知名艺人的快手、小红书、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 女人志获得克劳锐颁发的“2019 年度黑马 MCN”奖项，Kimiss 闺蜜获得克劳锐颁发的“2019 年度最佳创新营销”奖项。

图 39：Onlylady 官网

图 40：Kimiss 官网



资料来源：公司官网，申万宏源研究



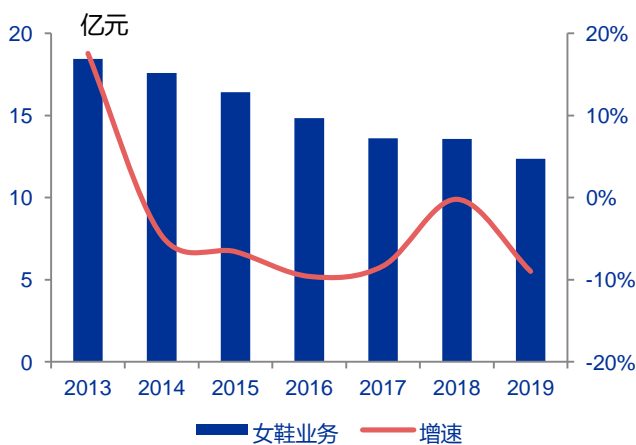
资料来源：公司官网，申万宏源研究

4. 新旧业务有望协同，女鞋龙头再发展

4.1 多元品牌矩阵，女鞋业务仍处调整阶段

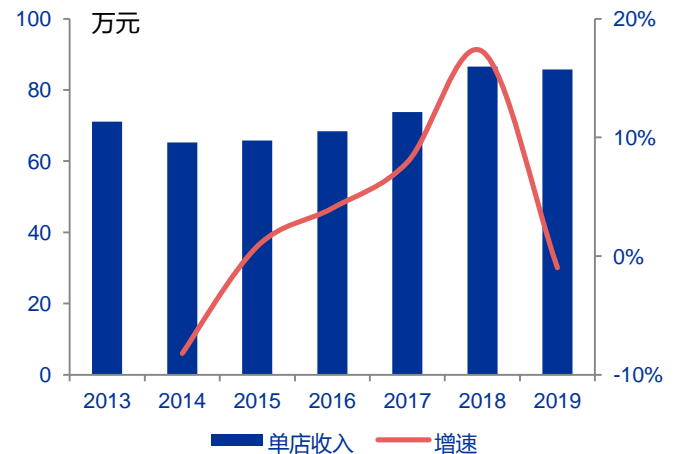
行业转型升级阶段，服装鞋类业务略显颓势。服装鞋类行业内企业众多，产品同质化高，市场竞争充分。近年来，伴随我国消费结构升级，新兴消费需求持续释放。同时，传统消费渠道因结构功能单一、商品同质化程度高、品牌终端表现受限等原因逐渐丧失优势。数字化营销、精准定位用户需求成为消费企业制胜的关键。公司仍处于转型升级、优势重构阶段，调整效果尚未显现。2014-2019年，公司女鞋业务收入连续六年出现负增长，2019年女鞋业务收入12.4亿元，同比下降9%；公司平均单店收入85.7万元，同比下降1%。预计未来调整效果将逐步释放。

图 41：2019 年女鞋业务收入 12.4 亿元，同比下降 9%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 42：2019 年公司平均单店收入 85.7 万元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

多元化品牌矩阵，精准定位消费人群。目前公司拥有“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。公司以时尚为核心的品牌群,多元化的产品品类,按消费者需求进行市场细分,精准定位目标消费人群,覆盖全年龄段时尚女性的需求。

星期六品牌以 20-35 岁年轻时尚女性为主要消费群,价格区间在 199-999 元,是女鞋业务的核心品牌,近年来占女鞋业务收入的比重呈现上升趋势。2019 年实现收入 6.7 亿元,占公司营业收入的 32%。

迪芙斯品牌覆盖面广,适合全年龄段都市年轻时尚女性,相应价格区间跨度较大,为 199-1499 元。2019 年实现收入 1.9 亿元,占公司营业收入 9.1%。

索菲亚品牌主打舒适的设计理念,以 25-35 岁休闲时尚女性为主要消费群,价格区间在 169-849 元。2019 年实现收入 1.3 亿元,占公司营业收入 6.3%。

菲伯丽尔品牌定位 25-40 岁时尚白领,面向职场化和正式化场景,价格区间在 149-999 元。2019 年实现收入 0.9 亿元,占公司营业收入 4.4%。

表 8 : 公司主要品牌

品牌名称	品牌介绍	品牌风格	主要消费人群	价格区间	收入占比
ST&SAT	品牌以时尚为主要风格,以追求时尚观念和流行品味的年轻女性为主要消费群,2013 年底国家工商行政管理总局商标局认定“ST&SAT”注册商标为驰名商标。	时尚流行 自我个性	20-35 岁年轻时尚女性	199-999 元	31.9%
D:FUSE	始于丹麦,为北欧时尚女鞋品牌,秉承着它的欧洲背景,品牌在吸引顾客的购物环境里提供时尚、潮流、摩登、富女性美而又价钱实惠的产品。	北欧潮流 时尚利落	都市年轻时尚女性	199-1499 元	9.1%
SAFIYA	品牌创立于 2002 年,品牌名称源于古希腊神话,以穿着舒适的设计理念为指导方向,追求舒适、时尚、有趣,在款式上致力新颖并富有世代潮流气息。	青春时尚 休闲运动	25-35 岁休闲时尚女性	169-849 元	6.3%
FONDBERYL	源自丹麦时尚动脉,诞生于上世纪 60 年代,定义着“新美人主义”,为现代女性提供高品味的鞋款及饰品,多为职场化、正式风。	优雅时尚	25-40 岁时尚白领女性	149-999 元	4.4%

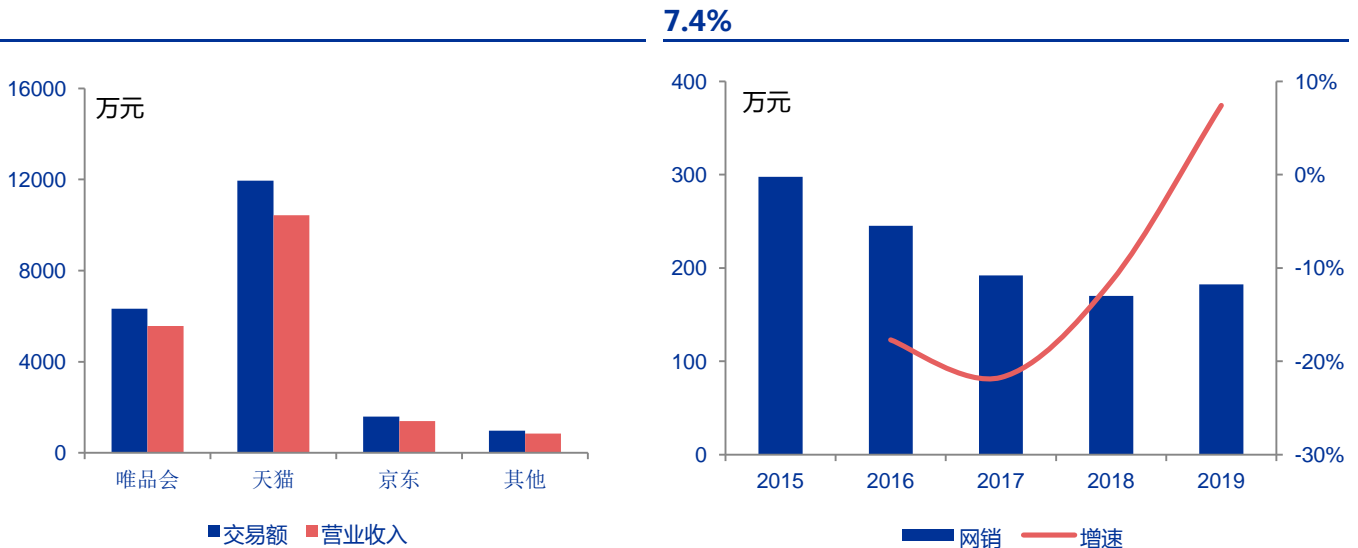
资料来源:公司公告,申万宏源研究

4.2 线上线下联动发力,打造全渠道营销

加速布局线上多元化渠道,新旧业务有望协同。公司积极利用直播平台如淘宝直播、社交平台直播以及封闭式的限时特卖及公众号销售等,进一步扩展新的销售渠道和营销模式。2019 年,公司实现线上销售收入 182.6 万元,同比增长 7.4%。此外,公司通过收购时尚锋迅、北京时欣以及遥望网络,接入丰富的流量入口,提升公司精准营销能力,将加快女鞋业务线上渠道的构建。

图 43 : 2019 年公司线上销售以天猫和唯品会为主

图 44 : 2019 年线上销售收入 182.6 万元,同比增长

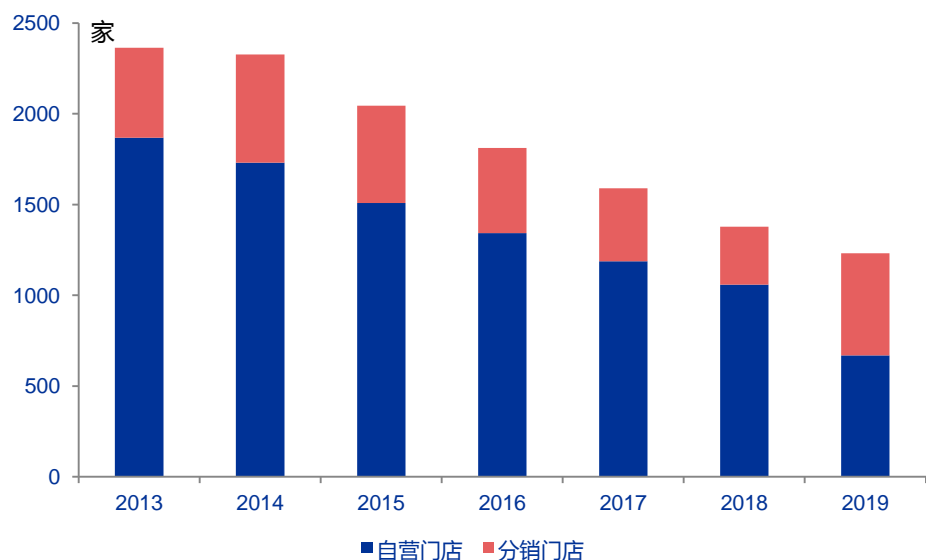


资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

优化渠道结构与质量，线下直营转分销。2019 年公司先后参股设立了三家品牌公司，通过全资子公司向品牌公司销售产品并收取品牌使用费的方式，逐步降低线下自营店铺的比例，将原有百货商场自营改为加盟店铺，一方面降低库存水平，优化资产结构，另一方面改善现金流，提升盈利能力。2013-2019 年，公司门店数量持续减少，分销门店逐渐取代自营门店。2019 年公司门店数量 1231 家，同比下降 10.7%；其中自营门店降幅明显，期末 669 家，同比下降 36.8%；分销门店期末 562 家，同比增长 76.2%。

图 45：2019 年公司门店数量 1231 家，同比下降 10.7%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

赋能品牌集合店，营造线上线下一体化的购物环境。公司持续拓展购物中心品牌集合店“Saturday Mode”，多品类产品陈列组合，打造更年轻化、差异化的店铺形象。目前门店已逐步引入鞋、包、配饰等时尚全品类产品，并按照风格、客户需求等进行组合陈列，

同时店内定期举办网红驻店直播、主题活动、消费者互动等环节，提升消费者体验。此外，公司在品牌集合店营造线上线下销售一体化、体验互动和购买分享一体化、内容制作和传播引流一体化、自有品牌和合作品牌一体化的时尚购物环境，实现与时尚 IP 生态圈战略的有效契合。

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

盈利预测核心假设：

1) 互联网广告业务 20-22 年收入增速分别为 70%/90%/70%，其中传统互联网广告业务包括原上市公司的互联网广告业务以及遥望网络中传统广告业务和基于微信的营销业务，预计此块业务保持平稳增长。电商直播业务由于行业处于爆发期，公司于 2019 年起步，已经拥有了人货场三方面核心竞争力，今年公司重点布局快手和抖音，此项业务有望保持高速发展。

2) 女鞋业务受疫情影响，2020 年女鞋业务营业收入下滑 20%，20/21 年恢复至正常水平，增速分别为 0%/5%。

表 9：公司收入拆分表

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
互联网广告业务	营业收入（百万元）	169	854	1452	2759	4690
	YoY	22%	406%	70%	90%	70%
	毛利率	57%	40%	50%	52%	54%
女鞋业务	营业收入（百万元）	1357	1235	988	988	1038
	YoY	0%	-9%	-20%	0%	5%
	毛利率	54%	54%	52%	53%	54%
其他业务	营业收入（百万元）	5	2			
营业收入合计	营业收入（百万元）	1532	2092	2440	3747	5728
	YoY	2%	37%	17%	54%	53%
	毛利率	54%	48%	51%	52%	54%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 估值

公司主要有两块业务：女鞋业务和互联网广告业务，由于分别处于不同的盈利状态和行业周期，因此我们对公司采用分部估值法。

考虑到 2020 年疫情对女鞋业务影响较大，公司女鞋业务预计处于亏损状态，因此采用 PS 法进行估值。A 股鞋业公司天创时尚、奥康国际 2020 年 PS 分别为 2.1/1.5，由于公司

女鞋业务处于渠道整合、调整阶段，因此给予 2020 年 1.2 倍 PS 估值，对应 11.9 亿元市值。

互联网广告业务 2020 年预计净利润 3.05 亿元，A 股电商营销服务公司壹网壹创、值得买和天下秀 2020 年 PE 分别为 73/66/86，由于公司同时拥有传统广告业务和社交电商服务业务，因此给予 2020 年 60 倍 PE，对应市值 183 亿元。因此合计总市值为 195 亿元。

表 10：女鞋业务可比公司估值表（2020/07/31）

证券代码	证券名称	总市值（亿元）	PS-2020E	PS-2021E	PS-2022E
603608.SH	天创时尚	43.35	2.08	1.84	1.64
603001.SH	奥康国际	33.64	1.48	1.28	1.19
	均值		1.78	1.56	1.42

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：计算所用 2020E\2021E\2022E 的各公司销售收入为 wind 一致预期中公司对应年份的营业收入

表 11：互联网广告业务可比公司估值表（2020/07/31）

证券代码	证券名称	总市值（亿元）	PE-2020E	PE-2021E	PE-2022E
300792.SZ	壹网壹创	235.00	73.06	51.53	38.70
300785.SZ	值得买	98.21	65.77	53.26	43.78
600556.SH	天下秀	326.00	86.43	55.72	36.09
	均值		75.09	53.50	39.53

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：计算所用 2020E\2021E\2022E 的各公司净利润为 wind 一致预期

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,532	2,092	2,440	3,747	5,728
营业收入	1,532	2,092	2,440	3,747	5,728
营业总成本	1,500	1,822	2,258	3,244	4,859
营业成本	701	1,087	1,200	1,789	2,635
税金及附加	19	17	20	31	48
销售费用	586	479	732	1,049	1,604
管理费用	100	113	146	187	286
研发费用	28	53	73	75	115
财务费用	78	72	85	112	172
其他收益	3	8	8	8	8
投资收益	-9	5	5	5	5
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	-4	0	0	0
资产减值损失	13	-107	31	30	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	25	173	226	546	881
营业外收支	-2	-1	0	0	0
利润总额	23	172	226	546	881
所得税	6	8	10	25	40
净利润	17	165	216	521	841
少数股东损益	8	14	19	45	73
归母净利润	9	150	198	476	768

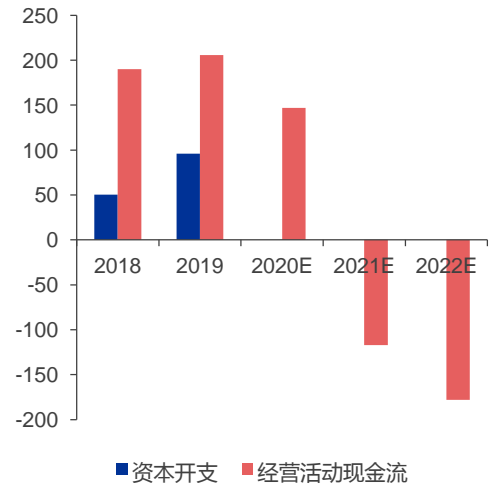
资料来源：Wind，申万宏源研究

合并现金流量表

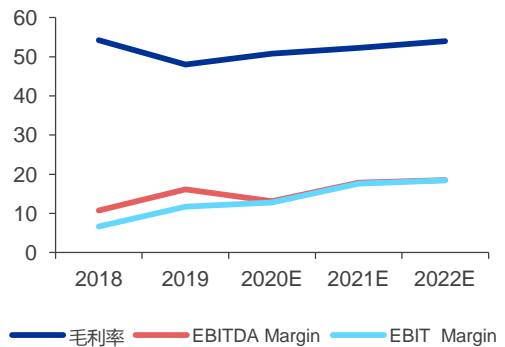
百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	17	165	216	521	841
加：折旧摊销减值	50	202	-24	-22	8
财务费用	77	65	85	112	172
非经营损失	3	-17	-5	-5	-5
营运资本变动	43	-209	-126	-723	-1,193
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	190	206	147	-117	-178
资本开支	50	96	0	0	0
其它投资现金流	-43	-307	5	5	5
投资活动现金流	-93	-403	5	5	5
吸收投资	168	421	0	0	0
负债净变化	28	21	-243	196	345
支付股利、利息	67	56	85	112	172
其它融资现金流	-299	-33	0	0	0
融资活动现金流	-169	354	-329	84	173
净现金流	-72	157	-177	-28	0

资料来源：Wind，申万宏源研究

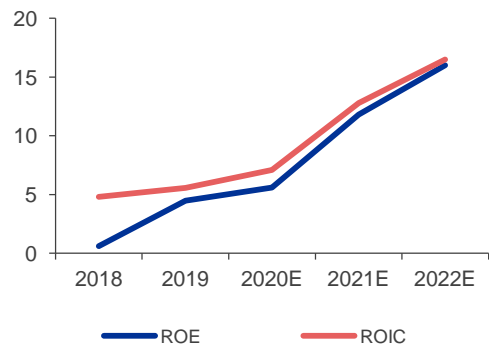
资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)



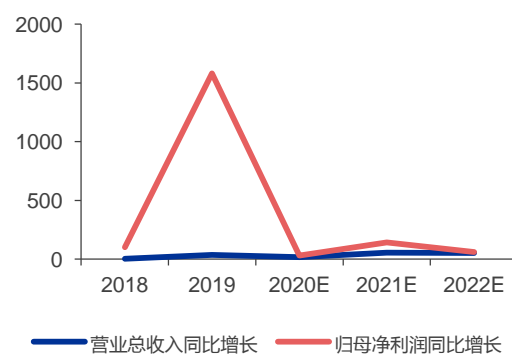
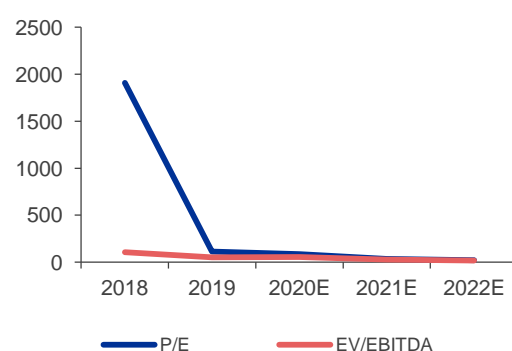
投资回报率趋势(%)



合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,414	3,061	3,042	3,766	4,960
现金及等价物	166	260	84	55	55
应收款项	829	1,578	1,572	2,335	3,546
存货净额	1,409	1,211	1,375	1,365	1,347
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	10	12	12	12	12
长期投资	41	81	81	81	81
固定资产	112	113	105	98	90
无形资产及其他资产	506	2,037	2,037	2,037	2,037
资产总计	3,073	5,291	5,265	5,982	7,168
流动负债	1,313	1,838	1,595	1,791	2,136
短期借款	491	871	628	825	1,169
应付款项	528	544	544	544	544
其它流动负债	294	423	423	423	423
非流动负债	243	19	19	19	19
负债合计	1,556	1,857	1,614	1,810	2,155
股本	399	738	738	738	738
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	950	2,330	2,330	2,330	2,330
其他综合收益	1	2	2	2	2
盈余公积	70	70	70	70	70
未分配利润	77	222	419	895	1,664
少数股东权益	20	72	91	136	209
股东权益	1,516	3,434	3,651	4,172	5,013
负债和股东权益合计	3,073	5,291	5,265	5,982	7,168

资料来源：Wind，申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.01	0.20	0.27	0.64	1.04
每股经营现金流	0.26	0.28	0.20	-0.16	-0.24
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.03	4.55	4.82	5.47	6.51
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	4.8	5.6	7.1	12.8	16.5
ROE	0.6	4.5	5.6	11.8	16.0
毛利率	54.2	48.0	50.8	52.3	54.0
EBITDA Margin	10.7	16.1	13.1	17.8	18.5
EBIT Margin	6.6	11.7	12.8	17.6	18.4
营业总收入同比增长	1.9	36.6	16.7	53.6	52.9
归母净利润同比增长	-	1582.0	31.5	140.9	61.4
资产负债率	50.7	35.1	30.7	30.3	30.1
净资产周转率	1.02	0.62	0.69	0.93	1.19
总资产周转率	0.50	0.40	0.46	0.63	0.80
有效税率	17.8	4.6	4.6	4.6	4.6
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	1909.6	113.5	76.3	31.8	20.2
P/B	11.4	5.1	4.8	4.2	3.6
EV/Sale	11.5	8.5	7.2	4.8	3.2
EV/EBITDA	107.5	52.7	55.3	26.9	17.3
股本	399	738	738	738	738

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

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