

# 世纪睿科 (01450)

证券研究报告

2022年09月06日

## 乘直播电商东风，深度布局新媒体

### 积极求变，乘行业东风全面发力直播电商产业链

2022年以来，世纪睿科全面发力直播电商产业链，陆续与产业中头部机构、相关方签订合作协议：1) 22年8月29日，公司公告与交个朋友达成5年独家运营合作协议，合作期间，运营收入均归公司所有，同时按照一定比例向交个朋友支付收益分成。充分借势头部直播电商MCN“人货场”基石拓展新媒体业务。2) 8月5日，公司公告与抖音电商签订50亿GMV(结算口径)年框协议，该协议下抖音电商将根据世纪睿科每季度销售目标达成情况支付相应的推广服务费、技术服务费优惠金额以及一定比例提供相应的资源支持。3) 5月5日，公司与值得买签订战略合作协议，与其他新媒体营销服务商达成营销合作协议，约定从客户、服务、人员多方协助公司开展新媒体业务。世纪睿科深入布局直播电商产业链，借力成熟的产业资源拓展新媒体营销业务。

### “交个朋友”直播间转型机构品牌MCN跨入发展新阶段，成长空间广阔

当前MCN机构竞争激烈但格局分散；头部马太效应显著。截至2021年全国MCN机构数量已达3.4万家，但头部机构数量极少(营收超过3亿机构数仅占2.7%)，20年头部MCN机构营收占总市场规模70%。交个朋友作为抖音头部直播电商MCN机构，以罗永浩个人IP起家，流量、销量、粉丝基础夯实，截至22年4月，交个朋友直播间粉丝数突破1900万，开播两周年，交个朋友直播间(含垂类)总GMV达100亿，成交订单超5551万。

当前，交个朋友直播间完成机构品牌IP转型，1) 搭建“1+N”垂类直播矩阵；2) 已合作过的品牌方累计达10万余家，已售卖的品牌方SKU超10万，上架商品数量超23万，在行业中处于领先水平；3) 打造7\*20.5小时直播模式，协同“主播”、“货品”、“供应链”三方发力。当前交个朋友直播间运行良好，直播场次为行业第一，且基于对品牌信任，交个朋友客单价280元为同行2-3倍水平，随着后期场均UV及UV转化率提升，以及与世纪睿科全方位合作，有望在直播电商赛道获得长足的成长空间。

### 世纪睿科主业稳健，盈利能力在新媒体业务加持下向好发展

世纪睿科致力于提供一站式全媒体应用解决方案，同时涵盖系统维运服务提供、产品研发销售以及新媒体服务业务共4项业务。过去3年来公司应用解决方案行业领先优势稳固，近5年营收平均占比高达70%，公司总体营收呈稳步增长态势。近年来，随着快手、抖音、B站等新型视频平台的崛起，公司自2019年布局新媒体业务，2021年实现营收2200万元，同比增速高达274.4%；22年上半年，公司与多家头部新媒体业务商签订合作协议，并取得巨量千川服务商资质，新媒体业务收入达5289万元，同比增长近6倍，已成为公司高速增长的新动源。并且，22年H1公司调整后non-GAAP净利润首次转正，达498.6万元，去年同期亏损2375万元。

**投资建议：**世纪睿科为直播行业头部供应商，且新媒体业务处于加速成长期，盈利能力逐步加强，我们预计公司2022-2024年营收分别为3.86/10.37/14.65亿元，同比分别增长91%/169%/41%；2023-2024年净损益分别为2.49/3.78亿元，同比分别增长401%/52%。考虑直播电商行业的高景气度，公司与交个朋友独家合作下，在主播、运营、供应链能力等多方面拥有较强壁垒，参考MCN行业可比公司估值情况，我们给予其2023年21.2倍P/E，对应市值60亿港元，目标价5.44港元。首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复，直播行业监管政策，市场竞争加剧，消费疲软抑制直播电商需求，跨市场估值风险，第三方数据风险，公司自身运营风险。

### 投资评级

行业 资讯科技业/软件服务

6个月评级 买入(首次评级)

当前价格 2.66 港元

目标价格 5.44 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股) 1,106.92

港股总市值(百万港元) 2,944.42

每股净资产(港元) 0.06

资产负债率(%) 81.65

一年内最高/最低(港元) 4.60/1.05

### 作者

文浩 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516050002  
wenhao@tfzq.com

秦和平 联系人  
qinheping@tfzq.com

苏燕妮 联系人  
suyanni@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 积极求变乘直播行业东风，全面发力新媒体业务</b>	<b>4</b>
1.1. 深入直播电商产业链，与国内头部公司开展合作	4
1.1.1. 独家合作“交个朋友”，扎稳直播电商 MCN 业务	4
1.1.2. 签订 50 亿抖音电商年框协议，行业地位及业务能力突出	4
1.1.3. 与值得买达成战略合作协议，拓宽新媒体客户资源	5
1.2. 世纪睿科股权、管理层架构调整，公司注入新血液	5
1.2.1. 新控股股东为公司带来新资源、新发展	5
1.2.2. 公司实控人具有产业资源积累，促进世纪睿科与头部 MCN 公司多项合作	6
<b>2. 直播电商行业景气正当时，公司深度布局面向长远</b>	<b>7</b>
2.1. 行业概览：MCN 市场高景气，行业进入整合期	7
2.2. 竞争格局：供应链整合赋能，直播矩阵形式多元化	7
2.3. 交个朋友作为直播电商头部 MCN，逐步完成机构化转型	8
2.3.1. 第一阶段 20-22 年：以罗永浩起家，头部主播奠定流量优势，夯实基础	8
2.3.2. 第二阶段 22 年 4 月至今：转型强化机构品牌 IP，搭建多垂类账号矩阵	9
2.3.2.1. 打造机构品牌 IP，搭建垂类直播矩阵	10
2.3.2.2. 强化自有供应链体系，货品种类数量丰富齐全	11
2.3.2.3. 打造 7*20.5 小时直播模式，主播、运营、供应链三方高效协作	11
2.4. 交个朋友直播间 GMV 增长空间与动力充足	11
<b>3. 世纪睿科主业稳健</b>	<b>14</b>
3.1. 一站式视频应用解决方案行业领先优势维持	15
3.2. 自主研发产品销售，毛利率维持高位	15
3.3. 新媒体服务业务带来增长新动力	16
<b>4. 盈利预测、估值与投资建议</b>	<b>17</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1：交个朋友旗下账号 MCN 机构情况（主账号及部分垂类账号）	4
图 2：世纪睿科股权结构图（截至 2021 年年报）	6
图 3：世纪睿科合作关系	6
图 4：2015-2023 年中国 MCN 市场规模及预测	7
图 5：2015-2023 年中国 MCN 机构数量及预测	7
图 6：2020、2021 年 MCN 机构营收分布	7
图 7：2020 年国内 MCN 市场头部机构占比情况	7
图 8：交个朋友直播间发展历程	9
图 9：交个朋友直播间 2020.04-2022.07 单月 GMV（亿元）变化	10
图 10：2020.04-2021.11 交个朋友单月累计直播场次和观看人数	10
图 11：抖音电商 FACT 经营矩阵 4 架马车	10
图 12：交个朋友“1+14”垂类直播矩阵	10

图 13: 直播电商 GMV 驱动因素拆解.....	11
图 14: 抖音头部主播单月累计上架带货商品数 (7.25 日-8.23 日) .....	12
图 15: 抖音头部主播场均 GMV 与单月累计销量 (7.25 日-8.23 日) .....	12
图 16: 抖音头部主播单月累计直播场数及客单价 (7.25 日-8.23 日) .....	12
图 17: 抖音头部主播单月累计销售额、场均 UV (7.25 日-8.23 日) .....	12
图 18: 抖音头部主播直播间人均 UV 值 (7.25 日-8.23 日) .....	13
图 19: 世纪睿科主营业务 .....	14
图 20: 公司营业收入规模 (百万) 及增速 (2017-2021,20H1-22H1) .....	14
图 21: 公司毛利、归母净利润及其增速 (2017-2021,20H1-22H1) .....	14
图 22: 公司毛利率及净利率 (%) 变化 (2017-2021,20H1-22H1) .....	15
图 23: 公司费用率 (%) 表现 (2017-2021,20H1-22H1) .....	15
图 24: 公司营收结构 (百万) (2017-2021 年、20H1-22H1) .....	15
图 25: 公司毛利结构 (%) (2017-2021 年、20H1-22H1) .....	15
表 1: 高管职务及持股变化 (2021 与 2020 年对比) .....	5
表 2: 头部 MCN 机构对比 .....	8
表 3: 头部 MCN 机构合作品牌及主播阵容对比 .....	11
表 4: 世纪睿科收入拆分表 .....	17
表 5: 世纪睿科盈利预测 .....	18
表 6: 可比公司估值表 (亿元) .....	18

## 1. 积极求变乘直播行业东风，全面发力新媒体业务

### 1.1. 深入直播电商产业链，与国内头部公司开展合作

#### 1.1.1. 独家合作“交个朋友”，扎稳直播电商 MCN 业务

2022 年 8 月 29 日世纪睿科发布公告与交个朋友签订的 5 年独家运营合作协议。据协议，合作期间，交个朋友旗下的所有抖音账号都将陆续交由世纪睿科进行独家运营，世纪睿科将获得运营过程中的全部新媒体收入，同时合理地向交个朋友支付一定比例的收益分成。根据抖音官方显示，目前交个朋友旗下已有 4 个垂类子账号 MCN 机构显示为世纪睿科，其他账号的所属机构尚在更新中。交个朋友承诺将在 2022 年 11 月 1 日前实现与世纪睿科的全面正式合作。我们认为世纪睿科和交个朋友的正式合作将开启长期、稳定的互助关系，助益双方实现业务能力以及盈利上的积极突破。

图 1：交个朋友旗下账号 MCN 机构情况（主账号及部分垂类账号）



资料来源：交个朋友抖音直播账号，天风证券研究所

#### 1.1.2. 签订 50 亿抖音电商年框协议，行业地位及业务能力突出

2022 年 8 月 5 日世纪睿科公告与抖音电商官方签订的年度合作协议。该协议的签署有利于世纪睿科与抖音建立长期、稳定、紧密的合作关系，并提升世纪睿科在全媒体行业的市场地位与影响力。该项合作中：

- 1) 根据协议预计合作期间（12 个月）的有效商品成交金额（结算 GMV）不低于人民币 50 亿元，根据有效成交金额的计算公式，我们认为支付 GMV 口径金额可能远高于 50 亿；
- 2) 抖音电商将协调相关平台资源，协助世纪睿科在抖音及其关联平台进行商品分享活动，包括：① 抖音电商将根据世纪睿科每季度销售目标达成情况支付相应的推广服务费，或精选联盟技术服务费优惠金额；② 抖音电商将根据结算支付 GMV 的一定比例提供相应的资源支持。

该项协议签署使得世纪睿科能够在获取更多流量扶持的同时有效降低成本支出。并且，世纪睿科可能是唯一一家和抖音签订年度协议的上市公司。50 亿年框协议的额度也突出了世纪睿科的业务能力以及行业地位。

### 1.1.3. 与值得买达成战略合作协议，拓宽新媒体客户资源

2022年5月5日世纪睿科公告与值得买的战略合作协议，以及其他新媒体营销服务商的营销合作协议。

根据协议，在相同条件下，1) 值得买会优先向世纪睿科购买视频系统设备和技术服务，并向世纪睿科推荐新媒体客户资源，协助公司开展新媒体服务；2) 世纪睿科也将使用值得买供应链服务以开展全媒体业务；3) 世纪睿科尽可能使用值得买优秀的供应链服务能力，开展全媒体业务。

此外，5家新媒体营销服务商与世纪睿科签订合作协议，新媒体营销服务商均为国内具有一定知名度的营销管理公司，旗下包括胡文君等新媒体从业人员(均为交个朋友旗下主播)，根据协议内容，新媒体营销服务商将向世纪睿科提供新媒体营销人员，共同开展新媒体业务。该协议是集团巩固政务+新媒体+商务服务运营模式的有力进展。

## 1.2. 世纪睿科股权、管理层架构调整，公司注入新血液

### 1.2.1. 新控股股东为公司带来新资源、新发展

Starlink Vibrant、Yoshiaki Holding、Orange Grove 和 Foga 于 2021 年 7 月购入卢志森以及执行董事梁荣辉分别间接持有的 59.53%和 5.76%股权。此前，集团实际控制人和第一大股东为集团创始人卢志森，持股占比 64.11%，股权转让后，卢志森仅持有公司 4.38%股权，梁荣辉不再持有股份。

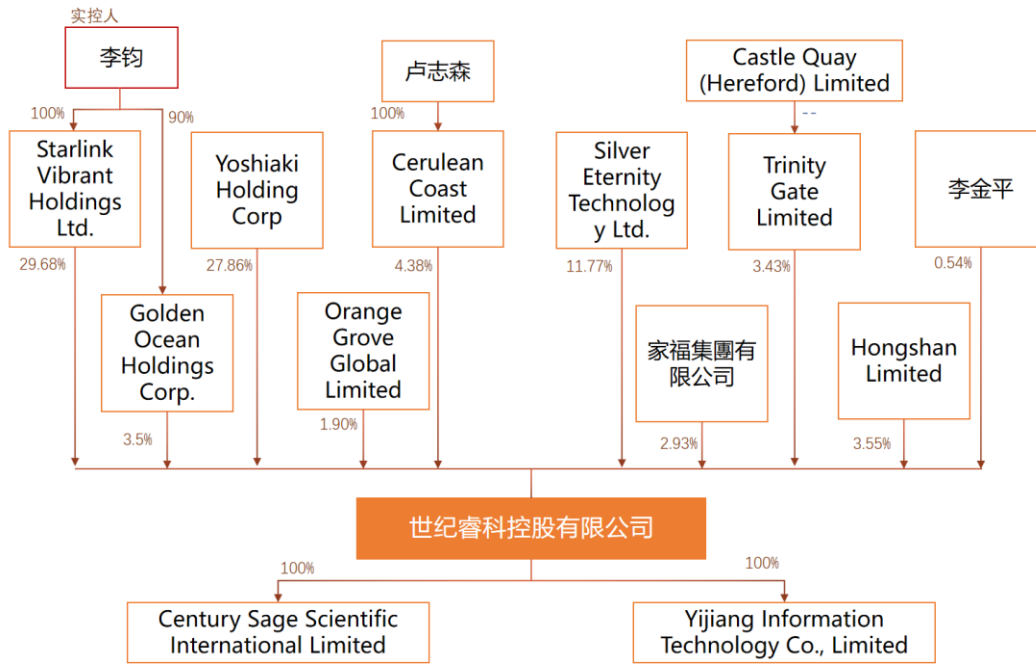
李钧通过其全资控股公司 Starlink Vibrant 及其附属公司 Golden Ocean 合计持有公司 33.18%股权，成为公司新控股股东。李钧毕业于浙江大学工商管理专业，曾担任第一财经研究院研究员，拥有全媒体行业经验；同时是新型电商及新媒体平台 SaaS 服务提供商——杭州尽微供应链信息服务有限公司的创始人。新实控人的加入为公司未来新媒体业务带来了新资源和丰富经验，有助于为公司新媒体业务带来新发展。

表 1: 高管职务及持股变化 (2021 与 2020 年对比)

持股人姓名	2021 年			2020 年		
	职务	持股数量(万股)	持股比例(%)	职务	持股数量(万股)	持股比例(%)
李钧	执行董事	36160	33.18	-	-	-
卢志森	主席,行政总裁,执行董事	4770	4.38	主席,行政总裁,执行董事	66750	64.11
李金平	执行董事	700	0.64	执行董事	-	-
赵慧利	执行董事	-	-	-	-	-
余国杰	独立非执行董事	-	-	-	-	-
吴志扬	-	-	-	独立非执行董事	100	0.10
麦国荣	-	-	-	独立非执行董事	100	0.10
马占凯	独立非执行董事	-	-	-	-	-
梁荣辉	-	-	-	执行董事	6000	5.76
洪木明	-	-	-	独立非执行董事	100	0.10
耿亮	-	-	-	执行董事	1780	1.71
崔晓波	独立非执行董事	-	-	-	-	-
王国辉	-	-	-	执行董事	671	0.64
孙清君	-	-	-	执行董事	204	0.20

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2：世纪睿科股权结构图（截至 2021 年年报）



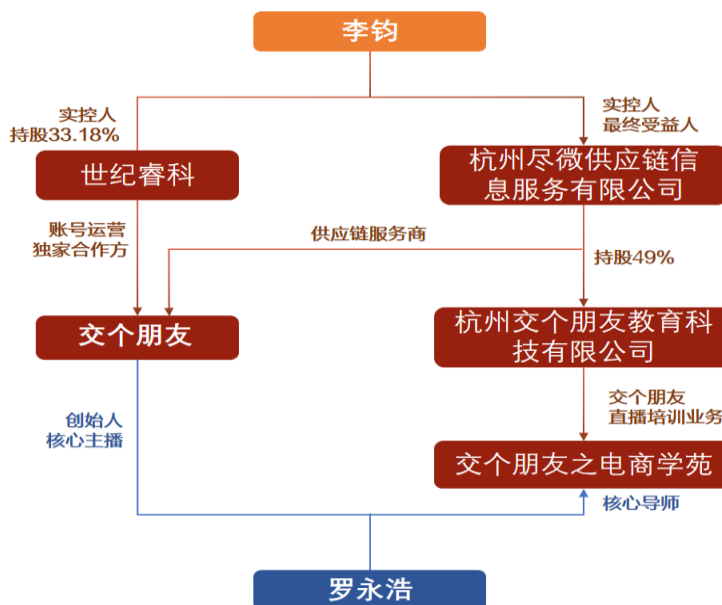
资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.2.2. 公司实控人具有产业资源积累，促进世纪睿科与头部 MCN 公司多项合作

世纪睿科与交个朋友直播间从供应链服务到直播培训业务的密切合作联系。除 2022 年 8 月末公告的与交个朋友核心直播业务相关的独家运营合作外，据公司 2021 年年报，公司实控人李钧还是杭州尽微供应链信息服务有限公司，以及杭州交个朋友教育科技有限公司的实际受益人。李钧关联公司具体与“交个朋友”直播间业务合作方面：

- 1) 杭州尽微为交个朋友直播间供应链合作伙伴，为其提供商品来源。
- 2) 据天眼查，杭州尽微为交个朋友旗下电商直播培训业务“交个朋友之电商学苑”实际运营主体（杭州交个朋友教育科技有限公司）第一大股东。

图 3：世纪睿科合作关系



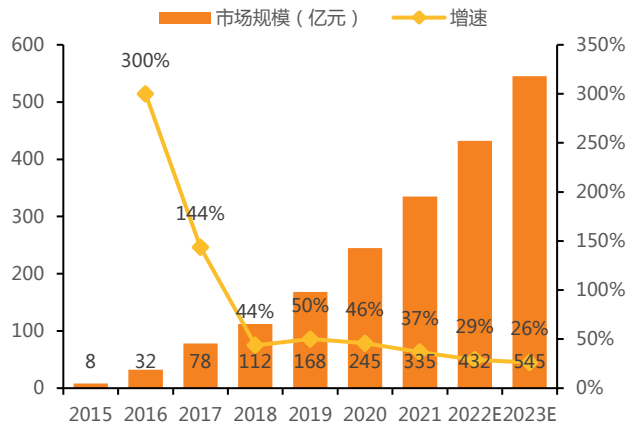
资料来源：wind，企查查，公司公告，天风证券研究所

## 2. 直播电商行业景气正当时，公司深度布局面向长远

### 2.1. 行业概览：MCN 市场高景气，行业进入整合期

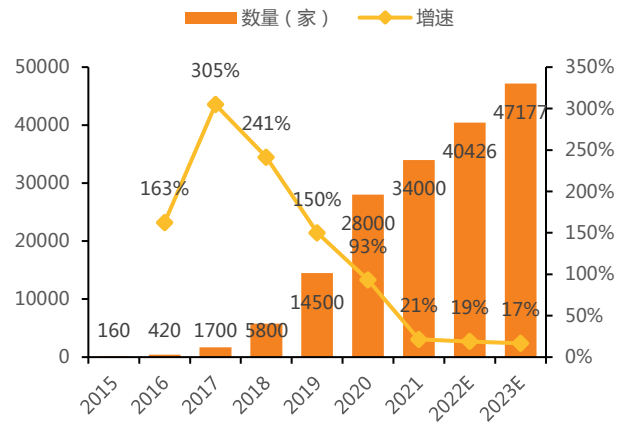
受益于网红经济的盛行及短视频、直播等内容形式的快速发展，中国 MCN 赛道保持高景气度。根据艾媒咨询，中国 MCN 市场规模由 2015 年的 8 亿元增长至 2021 年的 335 亿元，对应 CAGR 达 86.3%。截至 21 年全国 MCN 机构数量达 3.4 万家，增速放缓但增量较大。

图 4：2015-2023 年中国 MCN 市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 5：2015-2023 年中国 MCN 机构数量及预测



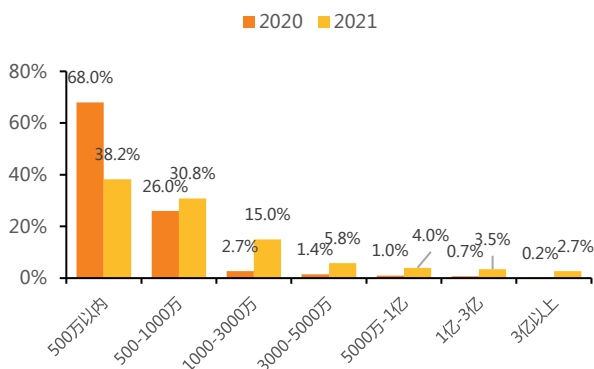
资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

### 2.2. 竞争格局：供应链整合赋能，直播矩阵形式多元化

**MCN 结构分散，头部具有马太效应。**由于 MCN 机构相对在曝光机会、流量引导、分发渠道、内容开发、专业技能等方面更具优势，据中产研究院，2018 年头部网红签约 MCN 的占比达到 93%。1) 从 MCN 不同营收量级的数量分布来看，2021 年营收超过 3 亿的 MCN 机构占比仅为 2.7% (20 年为 0.2%)，超过 38.2% 的 MCN 机构营收在 500 万以内，中长尾 MCN 数量占据大部分；2) 从 MCN 营收规模来看，20 年头部 MCN 机构营收可占据总市场规模 70%。

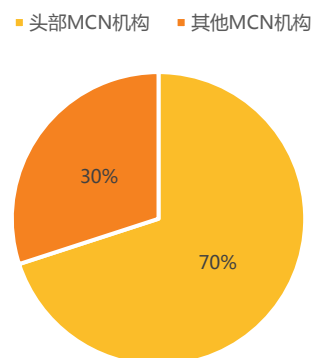
**平台主播的头部聚集效应更加明显，对 MCN 机构具有较强粘性。**2020 年 2.16% 的头部主播占据 90% 的市场份额。头部主播对团队具有较强黏性，同时部分主播为公司创始人或具有一定公司股权的情况下，头部主播 MCN 转换概率较低，2020 年 TOP20 主播仅有一位选择转换 MCN (占比 5%)。基于此，我们认为头部的 MCN 机构能够与头部主播达成稳定合作，并且发挥双方优势持续扩张规模。

图 6：2020、2021 年 MCN 机构营收分布



资料来源：克劳锐《2021/2022 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》，天风证券

图 7：2020 年国内 MCN 市场头部机构占比情况



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

研究所

**头部 MCN 机构资源禀赋、发展路径具有较大差距，或将维持差异化竞争。**当前市场有竞争力的 MCN 机构中，谦寻以 353 亿/年的 GMV 位列第一，美 ONE、辛选集团 GMV 突破 200 亿，交个朋友与遥望网络 GMV 则保持在 50-100 亿区间内。除美 ONE 外，交个朋友、辛选集团、谦寻等 MCN 均在头部主播与合作品牌基础上打造主播矩阵，并孵化自有品牌，建立仓储物流系统，升级自上而下的供应链结构获得长效竞争优势。东方甄选则以“内容知识”为核心推出“东方甄选图书”等知识型账号，孵化自营产品业务，实现差异化竞争。

表 2：头部 MCN 机构对比

机构名称	机构品牌 IP 矩阵		达人个人 IP 矩阵			
	交个朋友	东方甄选	遥望网络	辛选集团	谦寻	美 ONE
战略定位	直播、SAAS 系统、品牌代运营、直播基地、广告营销、主播培训和自有品牌全方位发展的综合性公司	以农产品为代表的产品和科技公司、文化传播公司和发挥影响力回馈社会的公益助农公司	以直播为核心的综合型科技企业	以供应链为核心的数字新零售企业	将主播矩阵的培养与品牌赋能作为集团增长的核心驱动	围绕李佳琦及衍生 IP 运营线上内容
直播电商 GMV (年/亿元)	70	-	103	215	353	201
头部主播影响力	创始人 罗永浩	创始人俞敏洪、董宇辉、顿顿	瑜大公子、酒仙李宣卓均为遥望通过赛马机制孵化出的素人主播	创始人辛有志	薇娅（董事长董海峰系配偶）	合伙人李佳琦
主播矩阵	1 个“交个朋友直播间”主账号+14 个垂类直播账号	1 个“东方甄选”主账号+“东方甄选图书”等 3 个子账号	明星主播 33 位+达人主播 87 位	60 位主播	50+位主播	聚焦李佳琦这一超级 IP
自有品牌业务孵化	孵化“交个朋友之电商学苑”开展直播培训业务；投资孵化“重新加载”等服饰配饰新品牌；并自研 Saas 系统服务。	孵化东方甄选自营产品业务	-	“辛造”发展计划：与 3000+工厂合作，截至 2020 年底，已孵化出 10 个销售额破亿的自营国货品牌	收购独立团队完成品牌孵化-	-
合作品牌	合作品牌 10w+，涉及 SKU 10w+，商品数量 23w+	-	合作品牌 2W+，涉及 SKU 20w+	合作品牌 5000+，2020 年共助力 50+ 品牌销售额破亿	合作品牌 5000+	-
仓储物流	由杭州尽微供应链服务有限公司提供供应链服务	-	兴遥临平仓（仓储面积 3w+平方米，预计 2022 年底，日发货量可达 20w 单，兴遥万纬仓（总仓储能力 1600w 件、单仓峰值发货单量 25w+单/天）	广州仓（仓储面积 4.7w 平方米）杭州仓（仓储面积 2w 平方米）海宁仓，2022 年 618 期间峰值发货能力累计可达 120w 单/天	在杭州、广州设有供应链基地	-

注：表中直播电商 GMV 数据均为支付口径；遥望网络、交个朋友为 2021 年 GMV 数据，其余 MCN 机构为 20 年 GMV 数据

资料来源：艾瑞咨询，投资界，公司公告，剁椒娱投，来咖智库，每日经济新闻，凤凰网，时代在线，遥望网络微信公众号，尽微好物公众号，交个朋友微信公众号、抖音号，交个朋友调研信息，东方甄选抖音号、微信视频号，天风证券研究所

### 2.3. 交个朋友作为直播电商头部 MCN，逐步完成机构化转型

北京交个朋友数码科技有限公司成立于 2019 年，是一家专注于电商直播带货和新媒体营销的企业，致力于成为明星达人、优质品牌和消费者在抖音等新兴平台上的桥梁。目前，交个朋友在直播电商领域全面“交朋友”，除了直播业务，还逐渐开展 MCN 机构、SAAS 系统、品牌代运营、直播基地、广告营销、主播培训和自有品牌等 7 大业务。

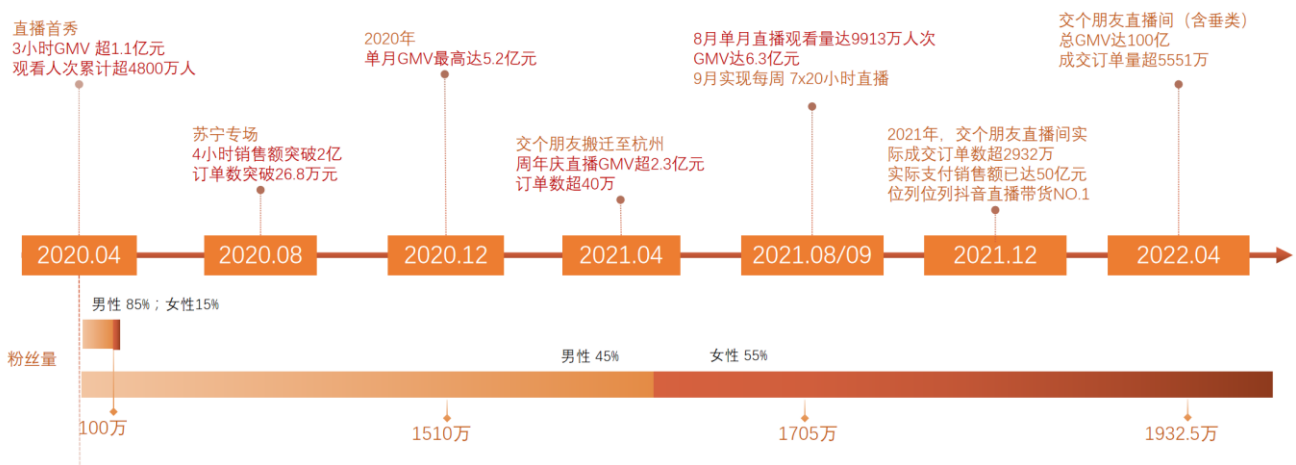
#### 2.3.1. 第一阶段 20-22 年：以罗永浩起家，头部主播奠定流量优势，夯实基础



在 2020 年 4 月-2022 年 4 月，最初的 2 年“交个朋友直播间”以罗永浩为核心，为直播间打下了较为坚实的发展基础：

- 1) **流量端：抖音头部网红主播罗永浩奠定流量基础。**罗永浩从 2020 年 4 月 1 日起入驻抖音平台，开启个人直播首秀，此时账号粉丝数仅 100 万，但期间累计 4800 万人观看。至 2020 年 12 月，8 个月内，罗永浩直播间粉丝数便突破 1500 万，月均涨粉超 175 万。2021 年 8 月单月直播间观看量已达 9913 万人次；至 2022 年 4 月，交个朋友直播间粉丝数突破 1900 万。
- 2) **GMV 端：高流量带来高消费。**2020 年 4 月罗永浩直播首秀当晚销售额便高达 1.1 亿元，同年 8 月苏宁专场直播 4 小时销售额便突破 2 亿，2020 年单月最高 GMV 高达 5.2 亿元。至 2021 年交个朋友直播间实际支付销售额达 50 亿元，位列当年抖音直播带货 NO.1。开播两周年，交个朋友直播间（含垂类）总 GMV 达 100 亿，成交订单超 5551 万。
- 3) **粉丝结构：多样化选品促进粉丝性别结构平衡优化。**交个朋友直播间起初以电子数码为主要标签，吸引了大量的男性粉丝和消费者，据交个朋友数据，2020 年 4 月，罗永浩直播间粉丝中女性粉丝占比仅 15%。随着直播间多样化选品，“电子数码产品+快消品”的商品矩阵较好优化平衡了期初直播间粉丝性别结构失衡的情况。至 2022 年 4 月，交个朋友直播间女性粉丝数占比已达 55%。

图 8：交个朋友直播间发展历程



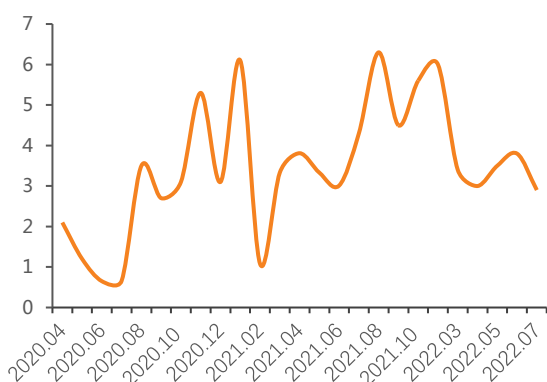
资料来源：交个朋友抖音直播账号，交个朋友科技有限公司官方公众号，天风证券研究所

### 2.3.2. 第二阶段 22 年 4 月至今：转型强化机构品牌 IP，搭建多垂类账号矩阵

去“罗永浩化”，平稳过渡，已经初步成型为“1+N”垂类机构化直播平台。2022 年 6 月 2 日罗永浩抖音个人直播间正式更名为“交个朋友直播间”；6 月 12 日罗永浩在微博公开宣布离开交个朋友公司管理层但依旧会参与直播。从 21 年开始，“交个朋友直播间”在逐步探索转型，一是横向壮大团队规模，截止 2022 年 4 月，交个朋友团队已有 1400 余人，主播团队 40 余人；二是纵向不断提升直播场次和直播时长，2021 年交个朋友单月直播场数已高达 62 场；2021 年 9 月交个朋友直播间实现 7\*20.5 小时的直播带货模式，使之成为全网唯一，能够实现全时段、全品类和多主播的直播电商机构。

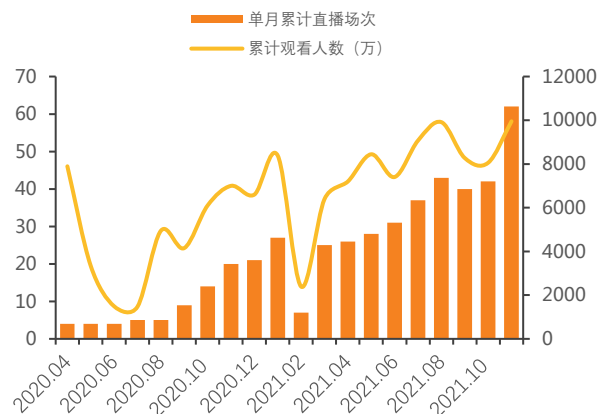
在此期间，罗永浩个人不论是时长、还是 GMV 的占比已经有明显下滑，2021 年罗永浩个人 GMV 占交个朋友总 GMV 比重 20%，截止 2022 年 3 月末，罗永浩个人直播时长占比不到 3%，GMV 占比 5%。但是交个朋友直播间整体的 GMV 表现和直播观看数量持续维持在较高水平。目前“交个朋友”直播间已经发展成为一个以机构品牌为核心，打造“1+N”垂类账号的专业直播平台。

图 9：交个朋友直播间 2020.04-2022.07 单月 GMV (亿元) 变化



资料来源：交个朋友科技有限公司公众号，飞瓜，天风证券研究所

图 10：2020.04-2021.11 交个朋友单月累计直播场次和观看人数



资料来源：交个朋友科技有限公司公众号，飞瓜，天风证券研究所

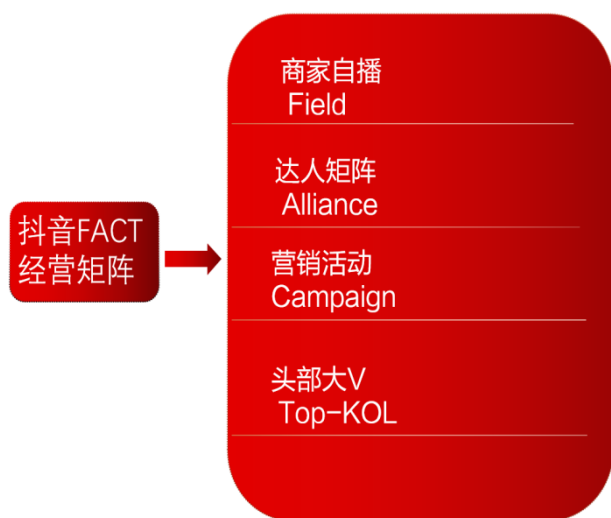
### 2.3.2.1. 打造机构品牌 IP，搭建垂类直播矩阵

在抖音兴趣电商的平台流量分配里，是由商家自播、达人矩阵、营销活动、头部大 V 组成的 4 架马车。根据抖音算法，要想获得更多的推荐主播须聚焦到特定的领域，抖音一共有 26 个领域，系统会根据主播设定的身份进行相关领域的粉丝推荐。

目前，交个朋友已经搭建起了“1+14”的垂类直播矩阵，均以“交个朋友”为账号名称进行背书，以“交个朋友”为核心打造机构品牌 IP。垂类直播矩阵相对具有 3 方面优势：

- 1) 对于机构而言，打造垂类直播矩阵能更好抓住抖音垂类流量红利。
- 2) 于消费者而言，垂类账号在心智上会建立起更强的关联，更加聚焦。
- 3) 机构化 IP 有助于消除“明星”依赖风险。相较于传统强调个人 IP 打造直播“明星”的模式，存在单一主播 GMV 占比过大的依赖风险，如薇娅、李佳琦，主播占公司 90% 以上的销售额。同时，以机构为核心打造平台 IP 的模式（如东方甄选、交个朋友），主播只是“主理人”，在累积个人 IP 的同时，更聚焦为直播间本身服务。弱化对“人”的依赖，有助于避免主播个人的声誉风险，更加稳健。

图 11：抖音电商 FACT 经营矩阵 4 架马车



资料来源：《2021 抖音电商生态白皮书》，交个朋友科技有限公司官方微博号、天风证券研究所

图 12：交个朋友“1+14”垂类直播矩阵



资料来源：交个朋友科技有限公司微信公众号，天风证券研究所

### 2.3.2.2. 强化自有供应链体系，货品种类数量丰富齐全

交个朋友依托杭州尽微打造了自有供应链服务体系,还集中精力开发了自己的 SaaS 系统,货品端商品类目广泛,包括服饰鞋包、美妆护肤、家电数码、本地生活等多品类,覆盖了直播电商从成熟期、成长期到新品期的全生命周期商品。

此外,交个朋友直播间合作品牌方及上架商品数量均显著领先于抖音其他头部直播电商 MCN 机构。**截止 22 年 8 月末,交个朋友已合作过的品牌方累计达 10 万余家,已售卖的品牌方 SKU 超 10 万,上架商品数量超 23 万。**我们认为随着交个朋友“1+N”直播矩阵的不断壮大,未来合作品牌、商品 SKU 及商品数量均有望进一步提升。

表 3: 头部 MCN 机构合作品牌及主播阵容对比

	辛选集团	谦寻	遥望网络	交个朋友
合作品牌	5000+	5000+	合作品牌 2W+ SKU20w+	合作品牌 10w+ SKU 10w+ 商品数量 23w+
主播矩阵	60 位主播	50+位主播	明星主播 33 位 达人主播 87 位	1 个“交个朋友直播间”主账号 14 个垂类直播账号

资料来源: 艾瑞咨询, 投资界, 公司公告, 交个朋友调研信息等, 天风证券研究所等

### 2.3.2.3. 打造 7\*20.5 小时直播模式，主播、运营、供应链三方高效协作

**交个朋友不断提升直播场次、延长直播时间:** 2020 年 4 月罗永浩交个朋友直播间刚开始直播时直播频率为一周一次, 2020 年 8 月, 交个朋友直播间开启一周双播, 从 2021 年 9 月至今, 交个朋友开始维持着 7\*20.5 的直播时长模式。

我们认为交个朋友 7\*20.5 小时直播可以有效满足用户和商家的双边需求: 1) 于用户而言, 能够有效满足其全时段的消费需求; 2) 于商家能够有效带动上架商品数量的提升。

但我们也可以看到, 7\*20.5 小时直播对于主播、供应链、运营端都有较高的要求, 交个朋友主播团超 40 人, 商品端超 10 万+的合作品牌, 商品数量超 23 万+, 叠加团队的精细化运营之下维持了 7\*20.5 直播间高效运转, 这也是交个朋友相较于其他 MCN 机构一个强有力的竞争点。

## 2.4. 交个朋友直播间 GMV 增长空间与动力充足

为更好分析 GMV 提升的驱动因素, 据艾瑞咨询, 我们将直播电商 GMV 拆解为“场均 UV X UV 转化率 X 客单价 X 直播场次”。

图 13: 直播电商 GMV 驱动因素拆解



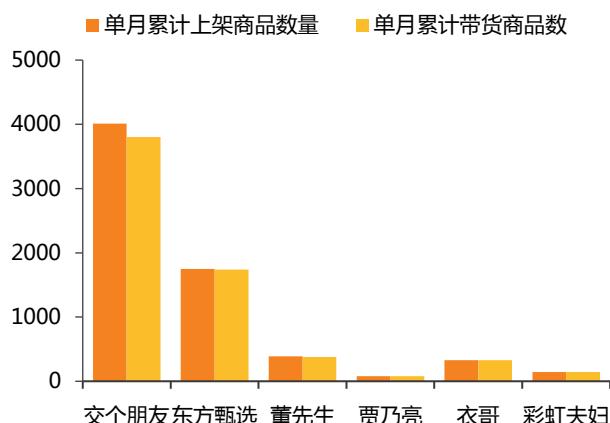
资料来源: 艾瑞咨询研究院, 天风证券研究所

**直播场次：7\*20.5 小时直播模式带动直播场次显著提升，较同行显著领先。**公司 2021 年 9 月至今维持着 7\*20.5 的直播时长模式，据交个朋友数据，2022.7.25 以来近 30 日交个朋友直播间直播场次高达 88 场，相较于以达人个人 IP 为核心的直播账号，“交个朋友直播间”利用机构平台 IP 以及主播团队，实现了直播时长和直播场次的大幅领先。直播场次数量优势显著，同时，也可以有效对接交个朋友充足的货源品类。

**客单价：基于直播间品牌信任下，单用户消费具有更高价值。**比较 2022.7.25 日以来近 30 日“交个朋友直播间”与其他抖音头部直播平台的带货客单价，交个朋友客单价达到 280 元，高于东方甄选等直播间 3-4 倍，基于对直播间的信任之下，消费者消费黏性强，具有更高复购以及愿意尝试更高单价商品，GMV 长期驱动力较强。

**场均 UV、UV 转化率：直播转化效率优化空间大。**对比场均 UV 以及场均 GMV，交个朋友目前低于同行水平，但我们认为主要是由于交个朋友直播间直播场次过多，时长过长一定程度拉低场均转化成果，但同时也可以看出交个朋友直播间在提升直播转化效率方面还有较大空间。

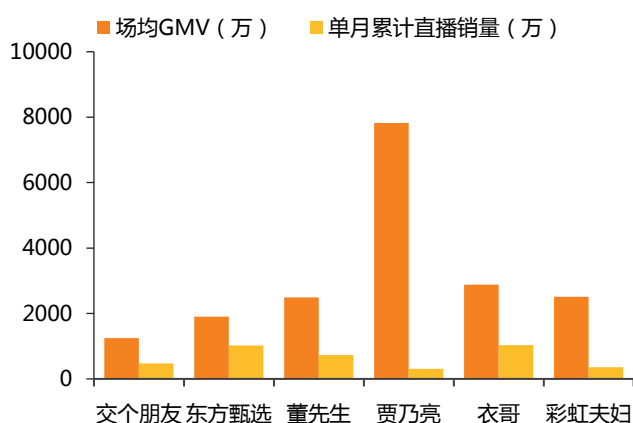
图 14：抖音头部主播单月累计上架带货商品数（7.25 日-8.23 日）



注：交个朋友数据仅统计交个朋友主直播间，不包含垂类直播间

资料来源：交个朋友调研信息，飞瓜，天风证券研究所

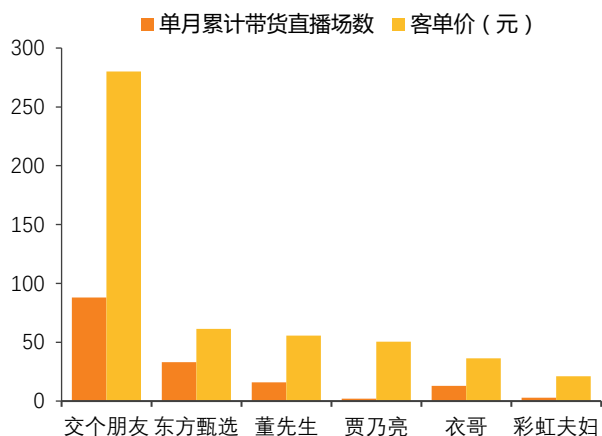
图 15：抖音头部主播场均 GMV 与单月累计销量（7.25 日-8.23 日）



注：交个朋友数据仅统计交个朋友主直播间，不包含垂类直播间

资料来源：交个朋友调研信息，飞瓜，天风证券研究所

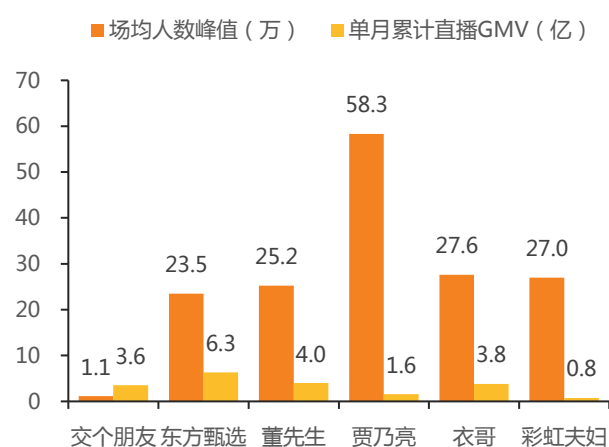
图 16：抖音头部主播单月累计直播场次及客单价（7.25 日-8.23 日）



注：交个朋友数据仅统计交个朋友主直播间，不包含垂类直播间

资料来源：交个朋友调研信息，飞瓜，天风证券研究所

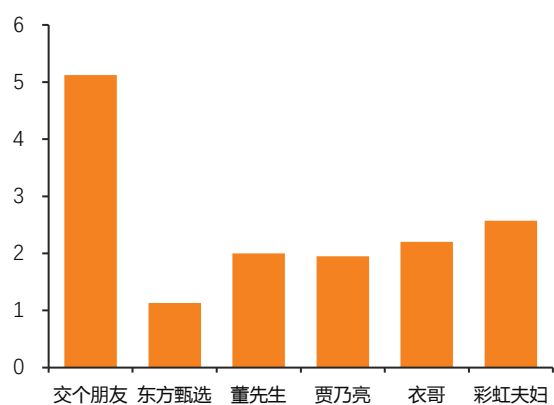
图 17：抖音头部主播单月累计销售额、场均 UV（7.25 日-8.23 日）



注：交个朋友数据仅统计交个朋友主直播间，不包含垂类直播间

资料来源：交个朋友调研信息，飞瓜，天风证券研究所

图 18：抖音头部主播直播间人均 UV 值（7.25 日-8.23 日）



注：交个朋友数据仅统计交个朋友主直播间，不包含垂类直播间

资料来源：交个朋友调研信息，飞瓜，天风证券研究所

### 3. 世纪睿科主业稳健

公司主营业务包括应用解决方案、提供系统运维服务、自主研发产品及销售、赛事及活动业务以及新媒体内容营销服务。

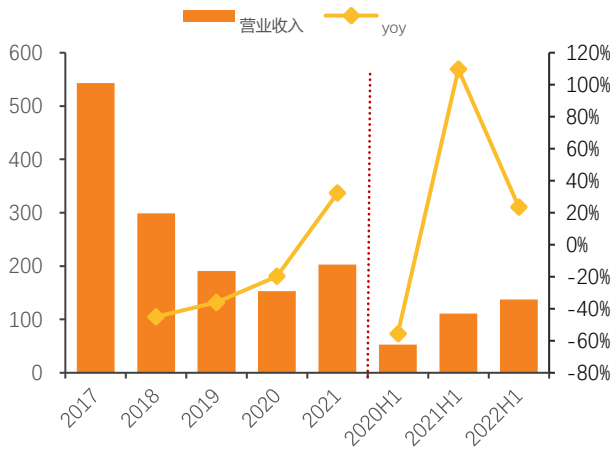
图 19：世纪睿科主营业务



资料来源：世纪睿科官网、高骏科技官网、永达天恒官网等，公司公告，天风证券研究所

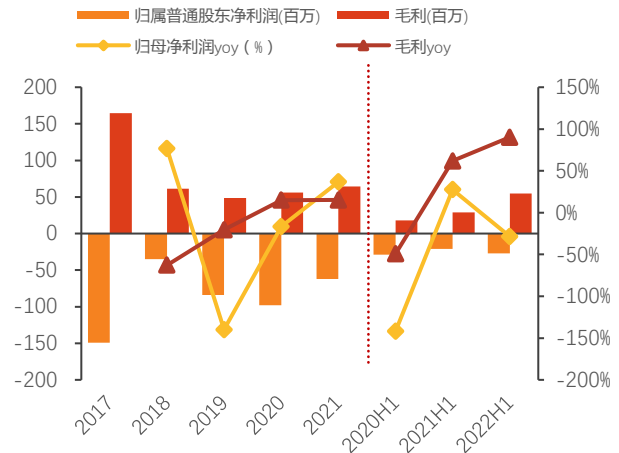
业务多元发展增强抗风险能力，新业务带来业绩拐点。得益于公司积极整合资源，多元发展新业务，新媒体内容营销业务增长显著，公司2021年实现营收2.03亿元，同比增长32.3%，公司近3年来营收增幅首次转正；22H1实现营收137.15亿元，同比增长23.5%。22年上半年受益于毛利率较高的新媒体内容营销服务，公司当期实现毛利润54.87百万元，同比增长90.19%。

图 20：公司营业收入规模（百万）及增速（2017-2021,20H1-22H1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

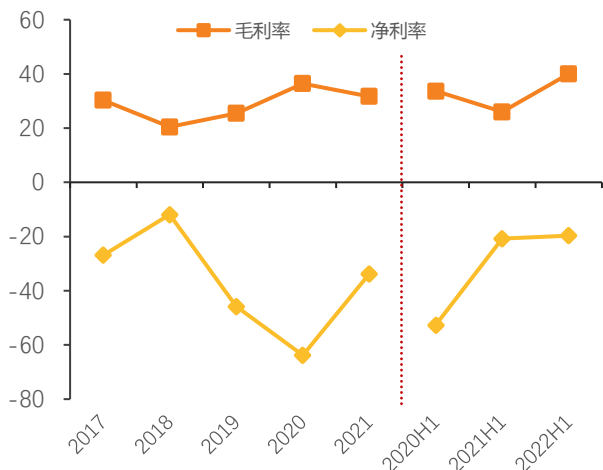
图 21：公司毛利、归母净利润及其增速（2017-2021,20H1-22H1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

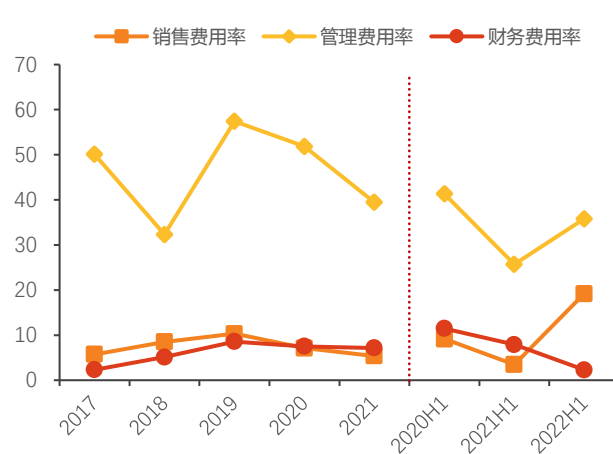
公司费用控制能力向好，费用率持续走低。公司管理费用率与销售费用率自2019年以来均保持下降趋势，反应公司控制费用能力改善。2021公司管理费用率为39.54%，同比降低12.35 pct，销售费用率为5.38%，同比降低1.73 pct，费用有效管控下，公司2021年归母净利润同比增长36.73%，2019年以来实现归母净利润正向增长。22年上半年销售费用及管理费用的增加主要系向营销、行政人员提供的股份支付费用。

图 22：公司毛利率及净利率（%）变化（2017-2021,20H1-22H1）



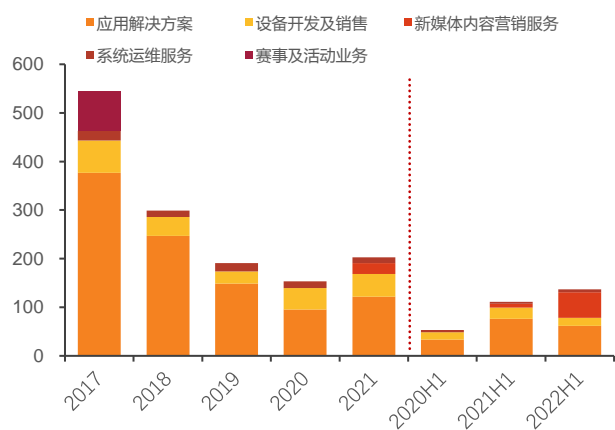
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：公司费用率（%）表现（2017-2021,20H1-22H1）



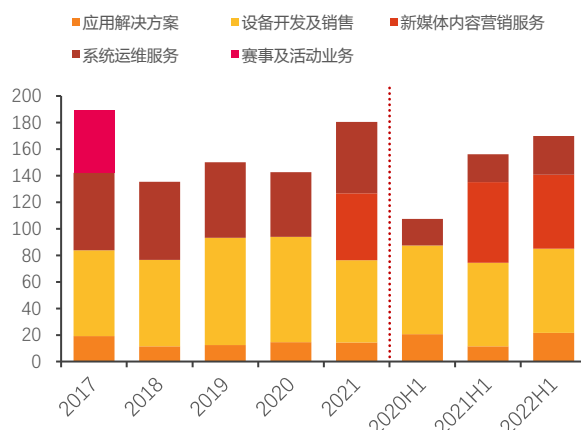
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：公司营收结构（百万）（2017-2021 年、20H1-22H1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：公司毛利结构（%）（2017-2021 年、20H1-22H1）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.1. 一站式视频应用解决方案行业领先优势维持

世纪睿科核心业务是致力于提供一站式全媒体应用解决方案。近 5 年应用解决方案业务营收平均占比高达 70.31%，2018-2020 年以来受制于全媒体行业技术革新和疫情影响，该部分业务营收有所下滑。2021 年该部分业务实现营收 1.21 亿元，同比增长 27.56%，主要是得益于公司并表北京格非带来的收入所致。

该业务下游客户涵盖国家级或省级、地级市的电视广播商以及其他高端全媒体制作公司和广播商；公司多年来深耕全媒体应用方案解决行业，与众多国家级大客户简历了稳固的客户关系。如，2021 年顺利为中央广播电视总台 4K/8K 空中直升机供应 4K 视频微波传输及中继系统以及相关应用解决方案服务。

### 3.2. 自主研发产品销售，毛利率维持高位

紧跟 5G 技术浪潮，硬件产品研发销售持续发力。在提供专业定制方案的同时，公司推进设备技术开发，还开展了广播传送设备研发及销售业务。该业务近 2 年稳健发力，营收持续增长并且保持着较为稳定的毛利空间；2021 年实现收入 0.47 亿元，同比增长 6.61%；近

5 年毛利率均维持在 60%以上。

该业务主要由旗下间接控股公司 Cogent 高骏科技负责，产品线主要包括卫星传输、5G 多链路聚合网关、编解码器、微波传输产品和 5G 直播背包等，构建了能够覆盖前、后端多种需求的传输体系。公司产品售卖及技术研发齐发力，2012-2018 连续 7 年荣获“中国广播电视设备工业协会科技创新企业奖”；并于 2021 年荣获“中国国际广播电视信息网络展览 CCBN 产品创新优秀奖”。

### 3.3. 新媒体服务业务带来增长新动力

**多方位加速布局新媒体业务，开拓电商、互联网营销新战场。**随着快手、抖音、B 站等新型视频平台的崛起，以短视频和直播形态为主的新营销方式成为了新媒体电商和营销行业的增长新动力。公司自 2019 年布局新媒体业务，2020 年开始不断加大新媒体业务的资源投入及创新力度。

截止 2021 年底，公司新媒体业务发展迅速，实现 2200 万营收，同比大幅增长 274.4%，占公司年度总收益的比重由 2019 年的 1.0% 上升至 10.8%；22 年上半年，公司与多家头部新媒体业务商签订合作协议，并取得巨量千川服务商资质，新媒体业务收入达 5289 万元，同比增长近 6 倍；已成为公司高速发展的增长新动力。业务雇员数也从 2019 年的 22 名增长至 2021 年的 108 名。



## 4. 盈利预测、估值与投资建议

**营业收入：**我们预计公司 2022/2023/2024 年营收分别为 3.86/10.37/14.65 亿元，同比分别增长 91%/169%/41%。分业务来看：

1) **传统业务方面，包括应用解决方案、设备开发及销售、系统运维服务：**我们认为公司主业成熟，随着公司业务重心逐渐转向新媒体业务，我们预计公司传统业务重心增速将逐渐放缓，给予营收增速 2%假设，同时假设毛利率维持相对稳定水平。

2) **新媒体内容营销服务：**我们预计公司将持续聚焦新媒体业务，公司今年与交个朋友签订了 5 年的独家运营合作协议，期间交个朋友直播间的运营收入将由世纪睿科所有，交个朋友 2020.04-2022.04 成交 GMV 达到 100 亿元，我们预计公司新媒体业务将得益于直播电商业务的带动保持高速增长，预计 2022-2024 年营收分别为 2.02/8.50/12.75 亿元，同比增速分别为 820.0%/320.0%/50.0%。考虑到世纪睿科与抖音签订 50 亿 GMV 年框协议下，抖音平台将给予一定资源扶持和技术服务费优惠等政策将为世纪睿科带来成本便利，叠加公司经营效率的优化带来毛利率提升，我们预计新媒体内容营销服务毛利率总体呈上升趋势。

表 4: 世纪睿科收入拆分表

世纪睿科(百万)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 ( 百万元 )	191.0	153.0	202.0	386.0	1036.7	1465.4
yoy	-36.1%	-19.9%	32.0%	91.1%	168.6%	41.4%
毛利润 ( 百万元 )	49.0	56.0	63.0	175.4	633.0	923.1
增长率(%)	-62.8%	-19.7%	14.3%	12.5%	178.5%	260.8%
毛利率(%)	25.7%	36.6%	31.2%	45.4%	61.1%	63.0%
<b>应用解决方案</b>						
收入	149.0	95.0	121.0	123.4	125.9	128.4
yoy	-39.7%	-36.2%	27.4%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率(%)	12.5%	14.7%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
业务收入比例(%)	78.0%	62.1%	59.9%	32.0%	12.1%	8.7%
<b>设备开发及销售</b>						
收入	25.0	44.0	47.0	47.9	48.9	49.9
yoy	-35.9%	76.0%	6.8%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率(%)	80.6%	79.2%	61.8%	61.8%	61.8%	61.8%
业务收入比例(%)	13.1%	28.8%	23.3%	12.4%	4.7%	3.4%
<b>新媒体内容营销服务</b>						
收入	-	-	22.0	202.4	850.1	1275.1
yoy	-	-	-	820.0%	320.0%	50.0%
毛利率(%)	-	-	50.6%	60.0%	68.0%	68.0%
业务收入比例(%)	-	-	10.9%	52.4%	82.0%	87.0%
<b>系统运维服务</b>						
收入	17.0	14.0	12.0	12.2	12.4	12.7
yoy	30.8%	-17.6%	-14.3%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率(%)	57.1%	48.8%	53.7%	54.0%	54.0%	54.0%
业务收入比例(%)	8.9%	9.2%	5.9%	3.2%	1.2%	0.9%

资料来源：wind，天风证券研究所

**调整后净损益：**我们预计公司 2023/2024 年净损益分别为 2.49/3.78 亿元，2023/2024 年同比分别增长 401%/52%。

综合考虑直播电商行业的高景气度，且公司今年与抖音签订 50 亿年框协议享头部平台资源扶持，与头部 MCN 机构进行独家运营合作，在主播、运营、供应链能力等多方面拥有深厚壁垒，应该给予估值溢价。由于公司于 22 年中期才全面发力直播电商业务，我们认为 23 年业绩将更加公允地表现公司未来整体发展情况，给予其 2023 年 21.2 倍 P/E，对应市值 60 港元，目标价 5.44 港元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：世纪睿科盈利预测

财务数据与估值	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	191	153	202	386	1037	1465
增长率（%）	-36%	-20%	32%	91%	169%	41%
毛利润	49	56	63	175	633	923
增长率（%）	-63%	-20%	14%	13%	178%	261%
毛利率（%）	26%	37%	31%	45%	61%	63%
调整后的净损益（百万元）	n.a.	-77	-40	50	249	378
增长率（%）	n.a.	n.a.	-48%	-	401%	52%
市盈率（P/E）	n.a.	n.a.	n.a.	56.78	11.33	7.46

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 6：可比公司估值表（亿元）

证券代码	公司简称	总市值	收盘价	归母净利润			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300792.SZ	壹网壹创	65.3	27.4	3.7	4.4	5.1	19.0	16.0	13.9
300785.SZ	值得买	33.2	25.0	1.9	2.4	3.0	21.3	16.7	13.4
600556.SH	天下秀	129.3	7.2	4.2	5.9	7.8	31.0	22.2	17.0
002291.SZ	星期六	155.1	17.0	6.8	10.1	13.7	23.2	15.6	11.5
1797.HK	新东方在线	201.1	20.1	5.1	7.5	9.7	51.7	35.2	27.0
均值							29.6	21.2	16.6

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

注：截止 2022 年 9 月 2 日；新东方在线收盘价和总市值货币单位为港币；截止 2022 年 9 月 2 日，港币：人民币=1: 0.8781

## 5. 风险提示

**疫情反复风险：**考虑到当前国内部分地区疫情形势较为紧张，若未来疫情反复超预期，或将影响供应链正常运行和消费回暖，从而继续压制电商 GMV 和广告主支出增长，公司可能面临业绩不及预期的风险。

**直播行业监管政策风险：**近期《关于进一步规范网络直播营利行为促进行业健康发展的意见》、《网络主播行为规范》等监管政策出台，针对直播账号管理、税收管理、网络主播培训等方面规范行业秩序，直播电商属于新兴行业，政策导向尚未明朗，若未来行业政策持续收紧，可能会对公司经营产生不利影响。

**市场竞争加剧风险：**MCN 行业进入门槛低，参与者众多，若主播、直播账号孵化不能适应市场节奏，公司收入增长可能放缓，影响公司盈利能力。

**消费疲软抑制直播电商需求：**新冠疫情持续，宏观经济下行，消费者收入增速有所下滑，消费者支出意愿疲软，可能影响直播电商销售成交额。

**跨市场估值风险：**由于宏观经济形势变动以及港元汇率波动，跨市场估值结果可能存在一定误差。

**第三方数据风险：**部分数据来源于第三方独立数据平台和机构，可能存在数据统计计算误差。

**公司自身运营风险：**由于电商直播业务为公司新业务，公司实际运营过程及效率可能不及预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com