

浙江富润 (600070)

证券研究报告

2020年08月04日

聚焦 2B MCN 新模式，驱动业绩持续高速增长

剥离传统纺织、钢管等主业，全面聚焦大数据、互联网营销新赛道，迈入发展新轨道。

浙江富润是老牌纺织、钢管重点企业，1997 年上市以来，公司经营稳健，管理团队成本费用控制能力突出。2016 年 12 月 29 日公司完成对泰一指尚 100% 股权的收购，实现大数据和互联网营销产业的布局。2020 年 8 月 3 日，公司挂牌转让子公司浙江富润印染 46% 股权、浙江富润纺织 51% 股权，转让价格 20139.10 万元，竞拍人为控股股东富润控股集团，交易完成后将完成传统纺织主业的剥离，全面聚焦大数据、互联网营销新赛道。

MCN 行业进入高速增长阶段，但面临头部主播议价能力强、腰部信誉度及变现能力较弱等痛点。

随着直播带货等模式的加速发展，MCN 行业处于快速收发展阶段，整体行业规模超百亿。但随着头部网红主播掌握大量粉丝和品牌渠道，头部主播在分成比例、更换 MCN 平台领域话语权很强，导致 MCN 机构议价能力被削弱。另一方面，腰部网红由于带货的产品信誉度不足、粉丝数量有限，导致变现能力较弱，同时将腰部网红培育成头部网红的难度和不确定性较大，投入产出的风险较高。随着 MCN 行业的持续发展，行业面临的痛点也逐渐凸显。

公司结合大数据、区块链、5G 套餐等产品和技术的积累，打造 2B MCN 新模式，有望解决行业瓶颈。

公司旗下子公司泰一指尚、富润数链等在大数据、区块链、5G 套餐等产品和技术的有着多年的积累，在政府、商业等领域有丰富的客户储备。公司基于自身资源禀赋，创新 2B MCN 模式，打造账号可控的 B 端 MCN 新模式，将零售商超、品牌商等 B 端客户与 MCN、区块链、5G 等技术相结合，有望解决头部网红议价能力过强、人员流动问题，以及腰部网红可信度有限、带货能力不足等瓶颈。随着公司 2B MCN 在商场等 B 端客户逐步落地，有望推动公司业绩加速成长。

投资建议及盈利预测

公司剥离传统纺织、钢管主业，全面聚焦以大数据、区块链及 5G 通信等为核心技术支撑的互联网营销新赛道，着力打造 2B MCN 新模式，有望在商场等场景加速落地，受益线上营销加速发展的新趋势以及基于账号体系构建的壁垒较高的 2B MCN 新模式，有望推动公司业绩持续高速增长。预计公司 2020-2022 年经营性净利润（不考虑持有上峰水泥股权等公允价值变动及投资收益）分别为 3.04、4.53、6.53 亿元，对应 20 年 26 倍、21 年 17 倍市盈率。参考同行业平均 2021 年 37 倍市盈率，公司目标市值 169 亿元，对应股价 32.19 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：业务转型风险、应收账款余额较大的风险、市场竞争超预期的风险、商誉减值风险、传统业务剥离仍需董事会审批

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,766.96	3,129.14	2,647.56	2,523.27	2,983.95
增长率(%)	43.57	13.09	(15.39)	(4.69)	18.26
EBITDA(百万元)	480.87	912.08	429.22	591.04	834.41
净利润(百万元)	216.79	485.48	303.76	453.31	652.66
增长率(%)	30.47	123.94	(37.43)	49.23	43.98
EPS(元/股)	0.42	0.93	0.58	0.87	1.25
市盈率(P/E)	36.36	16.23	25.95	17.39	12.08
市净率(P/B)	3.34	2.77	2.45	2.17	1.87
市销率(P/S)	2.85	2.52	2.98	3.12	2.64
EV/EBITDA	6.48	4.60	14.71	10.43	6.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	综合/综合
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	15.1 元
目标价格	32.19 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	521.95
流通 A 股股本(百万股)	521.95
A 股总市值(百万元)	7,881.39
流通 A 股市值(百万元)	7,881.39
每股净资产(元)	5.56
资产负债率(%)	32.47
一年内最高/最低(元)	15.45/6.83

作者

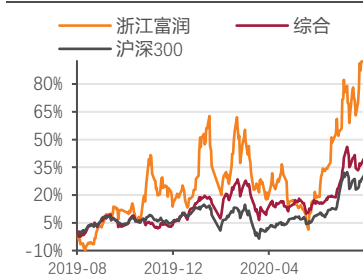
唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

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

姜佳汛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050001
jiangjiaxun@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 纺织业务逐步剥离，聚焦大数据互联网营销新赛道	4
1.1. 母公司为控股平台，旗下子公司业务结构清晰，管理层聚焦新赛道	4
1.2. 公司管理稳健，成本费用控制得当，新业务有望驱动长期成长	4
2. 依托大数据、区块链等核心技术，打造 2B MCN 新模式	6
2.1. MCN 行业蓬勃发展，商业模式百花齐放，头部效应逐步显现	7
2.2. MCN 行业面临头部主播议价能力强、腰部带货能力弱等痛点	11
2.2.1. MCN 内容跨平台复制能力偏弱，带货转化率不稳定	11
2.2.2. “头部红人” 议价权较高，MCN 盈利能力受到挤压	11
2.2.3. MCN 机构培育 KOL 难以实现品效合一	13
2.2.4. 头部腰部网红带货能力差异大，腰部网红的尴尬处境	13
2.3. 浙江富润创新 2B MCN 新模式，有望破解 MCN 行业核心痛点	15
3. 盈利预测与估值	16
3.1. 盈利预测和核心假设	16
3.2. 估值分析	16
4. 风险提示	17

图表目录

图 1：浙江富润股权结构图	4
图 2：营业收入、归母净利润及其增速	5
图 3：公司主营业务构成	5
图 4：公司毛利率与净利率	6
图 5：公司三大费用率	6
图 6：区块链+大数据可信计算实现方案	7
图 7：富润数链 5G 盘卡套餐指标	7
图 8：MCN 机构发展时间线	8
图 9：MCN 机构数量及增速	8
图 10：MCN 市场规模及增速	9
图 11：2019 年 MCN 机构重点运营垂类分布情况	9
图 12：2019 年 MCN 机构组织整体规模	10
图 13：2019 年 MCN 机构营收规模分布	10
图 14：李子柒分平台粉丝构成及带货转化率	11
图 15：红人依照平台和变现进行分约	12
图 16：MCN 机构和红人解约官司	12
图 17：KOL 无法带来品效合一	13
图 18：不同去重总粉丝量级的 KOL 分布及变化情况	13
图 19：时尚穿搭类 KOL Top 榜	14

图 20: 美妆类 KOL Top 榜	14
图 21: 2019 年双 11 预售首日主播热度值(万).....	14
图 22: 泰一指尚基于 5G、大数据、区块链等技术的 MCN 解决方案	15
表 1: 收入及毛利预测	16
表 2: 可比公司估值 (截至 2020 年 8 月 3 日收盘价)	16

1. 纺织业务逐步剥离，聚焦大数据互联网营销新赛道

富润控股集团前身是国营诸暨针织厂，创建于 1982 年，1992 年至 2003 年间，合并了国营诸暨酒厂、国营诸暨毛纺织厂、国营诸暨绢纺织厂、诸暨市商业(集团)公司(诸暨市商业局)及所属商贸公司、国营诸暨化肥厂等 22 家国有企业和二轻大集体企业诸暨纺织总厂。1997 年 6 月 4 日上市，2011 年经国务院国有资产监督管理委员会批准，由国有独资企业改制为国有资本参股企业。

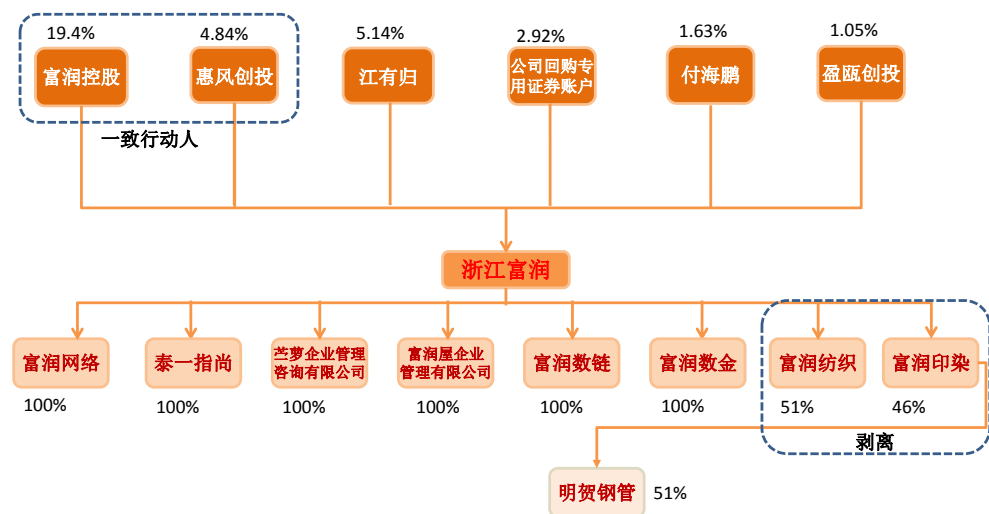
2016 年 12 月 29 日公司完成对泰一指尚 100% 股权的收购，交易对价 12 亿元。通过收购泰一指尚，公司实现大数据和互联网营销产业的布局。2020 年 8 月 3 日，公司挂牌转让子公司浙江富润印染 46% 股权、浙江富润纺织 51% 股权，转让价格 20139.10 万元，竞拍人为控股股东富润控股集团，交易完成后将完成传统纺织主业的剥离，全面聚焦大数据、互联网营销新赛道。

1.1. 母公司为控股平台，旗下子公司业务结构清晰，管理层聚焦新赛道

浙江富润形成了以母公司为控股平台，旗下子公司运营各项具体业务的结构。转让富润纺织 51% 和富润印染 46% 股权后，公司业务全面转型大数据、互联网营销板块，传统纺织、钢管等业务全部剥离。

公司控股股东富润控股及惠风创投合计持股 24.24%，公司副董事长江有归持股 5.14%，董事、常务副总经理付海鹏持股 1.63%。

图 1：浙江富润股权结构图



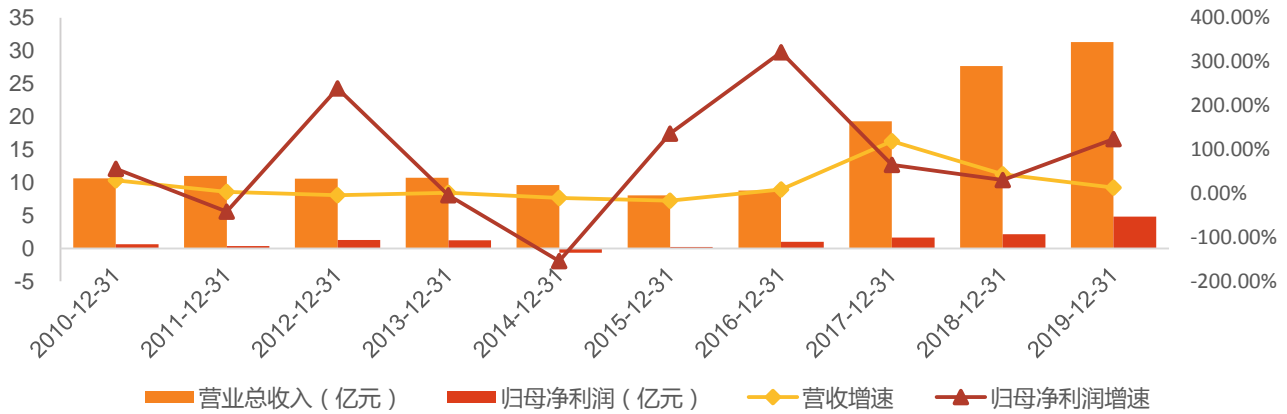
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 公司管理稳健，成本费用控制得当，新业务有望驱动长期成长

公司目前逐步从双主业向大数据、互联网营销新业务聚焦，从历史情况看，公司整体成本费用控制能力突出，业务转型中有望延续良好的公司管理能力。2020 年是公司转型的重要节点，通过剥离传统业务，全面聚焦新赛道。从公司历史数据看，公司管理风格稳健，面对市场的周期波动，成本和费用控制能力突出，保持稳定的盈利能力。

从总体营业收入及归母净利润来看，公司在上市以来，2016 年及之前主要围绕传统业务稳定运营，2017 年新增了互联网服务等的新兴业务。2010-2016 年公司营业总收入稳定在 8-11 亿元之间，在新增新兴业务后，公司营业收入 2017 年为 19.27 亿元，2019 年为 31.29 亿元，实现 2017-2019 年 27.43% 的年复合增长率。公司 2019 年实现归母净利润 4.85 亿元，与 2018 年同比增长 123.94%，主要系公司持有上峰水泥股票公允价值变动收益大幅增加。

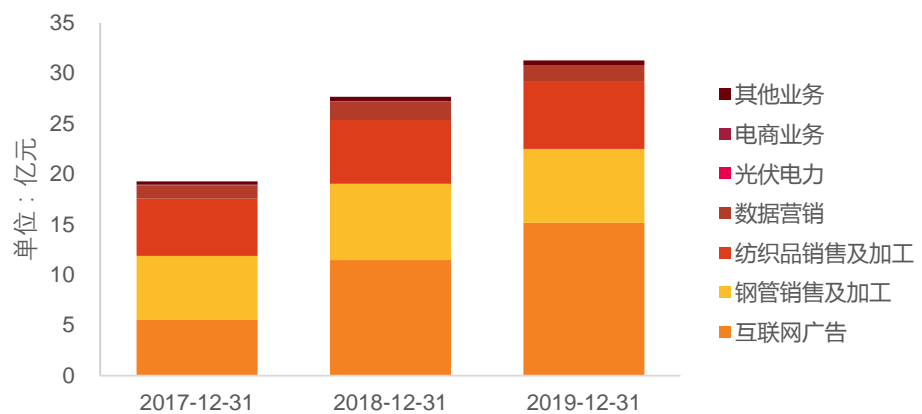
图 2：营业收入、归母净利润及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

从公司主营业务类别来看，近三年新兴产业中互联网广告业务占比逐年上升，2017-2019 年占比分别为 28.65%、41.42%和 48.46%。而传统业务占比均在下降，2017-2019 年纺织业务占比为 29.51%、22.91%和 21.29%，2017-2019 年无缝钢管业务占比为 33.01%、27.37%和 23.44%。

图 3：公司主营业务构成

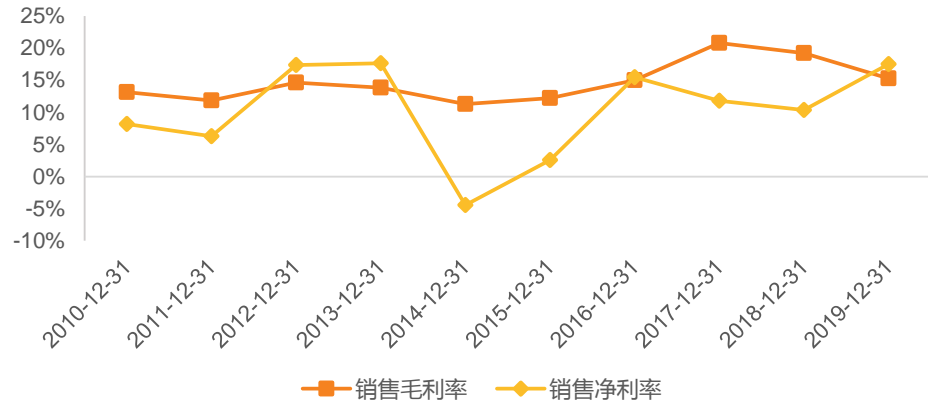


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 2019 年度主营业务收入（除去其他业务的营业收入）308,228.63 万元，同比增长 13.25%，主要原因是子公司泰一指尚为客户提供互联网营销及营销数据分析、服务本期增加主营业务收入 35,187.32 万元，占主营业务收入的 54.51%。钢管销售及加工方面，明贺钢管公司实现主营业务收入 73,346.63 万元，同比下降 3.15%。纺织品销售及加工方面，受行业整治、环保升级等影响，同行业部分中小企业关停，公司订单有一定增加，本期实现主营业务收入 66,628.97 万元，同比增长 5.12%。

从公司毛利率与净利率来看，2010-2016 年间，公司毛利率在 11.8%到 15%之间，自加入新业务后毛利率近三年在 15%以上，净利率在近三年在 10.3%-17.5%之间，相对保持稳定，成本和费用控制能力突出。2019 年公司主营业务毛利率为 15.05%，同比减少 3.95 个百分点，主要原因是信息服务业毛利率为 13.49%，同比减少 5.78 个百分点，其中互联网广告业毛利率 5.9%，同比减少 5.85 个百分点；钢管销售及加工毛利率 13.51%，同比减少 3.15 个百分点。纺织品销售及加工毛利率 20.62%，同比减少 0.11 个百分点。

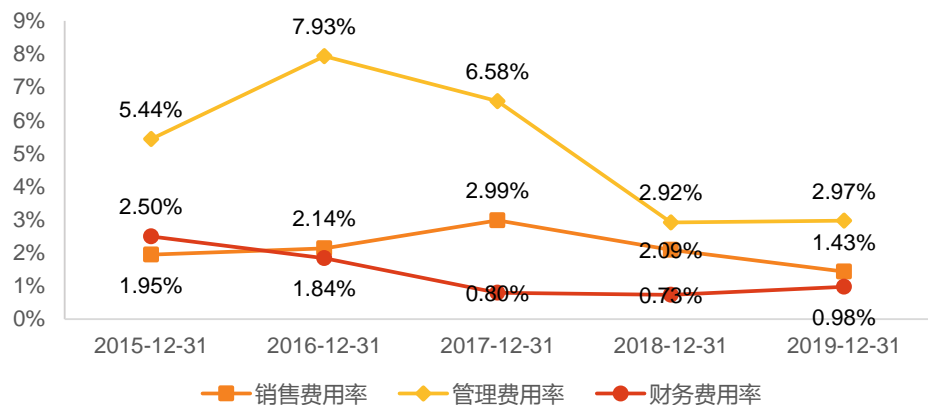
图 4：公司毛利率与净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

从公司各项费用看，相较于 2018 年，2019 年公司销售费用同比减少 22.43%，主要为泰一指尚营业费用减少 1351 万元所致，财务费用同比增加 51.05%，主要原因为泰一指尚银行借款利息增加所致。整体看，公司费用率基本稳定，费用投入管理良好，公司整体运营管理体系完善。

图 5：公司三大费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 依托大数据、区块链等核心技术，打造 2B MCN 新模式

公司互联网服务主要由全资子公司泰一指尚及其下属公司和富润数链实施。泰一指尚的经营模式为依托大数据技术优势，为客户提供互联网营销及营销数据分析、服务；富润数链基于区块链、大数据技术，持续向市场推出可信区块链平台和产品。通过长期的产品迭代的技术积累，公司形成了安全保密的数据分析应用的可信实现方案，在隐私保护、数据安全、大数据分析应用等领域积累了完善的产品线和实施经验。

公司富润数链结合自身在技术方面的积累，联合泰一指尚、国信泰一推出可信计算平台，整合了大数据、区块链、加密计算等技术，在数据采集、数据存储、数据处理、数据应用等环节，提供端到端数据隐私保护，结合区块链技术的不可篡改、可回溯等特点，全面保护用户数据隐私安全。在大数据、互联网营销和区块链等领域实现技术的全面打通，未来有望形成 2B MCN 等更多应用和商业模式。

图 6：区块链+大数据可信计算实现方案



资料来源：泰一指尚官网，天风证券研究所

另一方面，公司与运营商密切合作，推出 5G 盘卡等产品，运营商当前大力推动用户向 5G 切换，公司凭借与运营商多年的合作，有望将 5G 优惠流量套餐与公司互联网营销和 MCN 等新应用相结合，实现价值链的进一步延伸。富润数链与中国联通共同为社区用户开发的一款极具性价比的 5G 套餐。盘卡的主要特点是腾讯系全部 APP、今日头条、抖音等国民超级应用全国范围内免流，且因观看视频的片前广告、点击社交软件外链产生的额外流量费都在套餐赠送的全国流量范围内，实现“一份套餐价，流量放心用”。

图 7：富润数链 5G 盘卡套餐指标

名称	月费 (元)	流量 (GB/月)	语音 (分钟/月)	套外
山盘卡	19	1GB (全国流量)	100	国内语音0.1元/分钟 短信、彩信0.1元/条 日租宝1元/GB
水盘卡	39	5GB (全国流量)	200	国内语音0.1元/分钟 短信、彩信0.1元/条 全国流量5元/GBp
地盘卡	58	10GB (全国流量)	600	国内语音0.1元/分钟 短信、彩信0.1元/条 全国流量10元/GB
天盘卡	98	20GB (全国流量)	1000	

资料来源：富润数链官网，天风证券研究所

2.1. MCN 行业蓬勃发展，商业模式百花齐放，头部效应逐步显现

MCN (全称 Multi-Channel Network)，是一种多频道网络的产品形态，将 PGC 内容联合起来，在资本的有力支持下，保障内容的持续输出，从而最终实现商业的稳定变现。随着直播、短视频、电商等网红经济产业渠道不断扩展，国内的 MCN 机构在各大平台的助力下迅速扩张版图，并行生出了头部 IP 型 MCN、电商型 MCN 等不同类型的 MCN 机构，行业进入百花齐放、加速发展的新阶段。

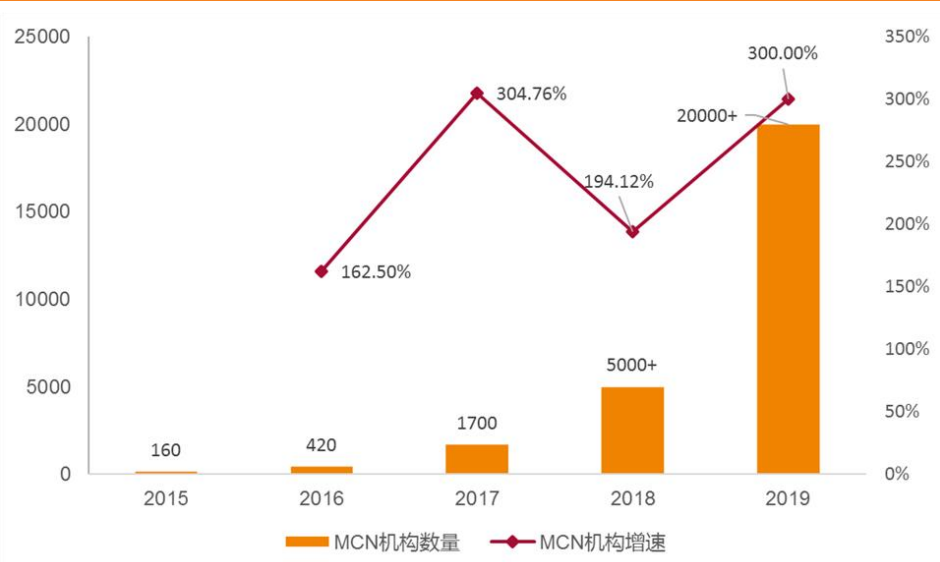
图 8：MCN 机构发展时间线



资料来源：2019 中国 MCN 行业发展白皮书，数英 digitaling，天风证券研究所

新晋短视频平台的兴起和电商平台内容板块、小众平台 DAU 的增加，更多流量的增加推动 MCN 与内容创作者迅猛增长。自 2016 年起，MCN 机构开始高速增长，到 2019 年 MCN 机构已经达到 20000+ 的程度了，行业呈现加速发展状态，各类模式不断演变，行业竞争日趋激烈。发展至今，MCN 依托内容生产业态和运营业态两个基础业态，呈现多种业态组合发展的趋势，加以平台方的政策扶持与资本加持，MCN 迎来蜕变式发展：其商业形态更加多元、变现途径愈加丰富，依托于各大主流媒体平台，为内容的生产分发及红人孵化贡献着自己的强大力量。

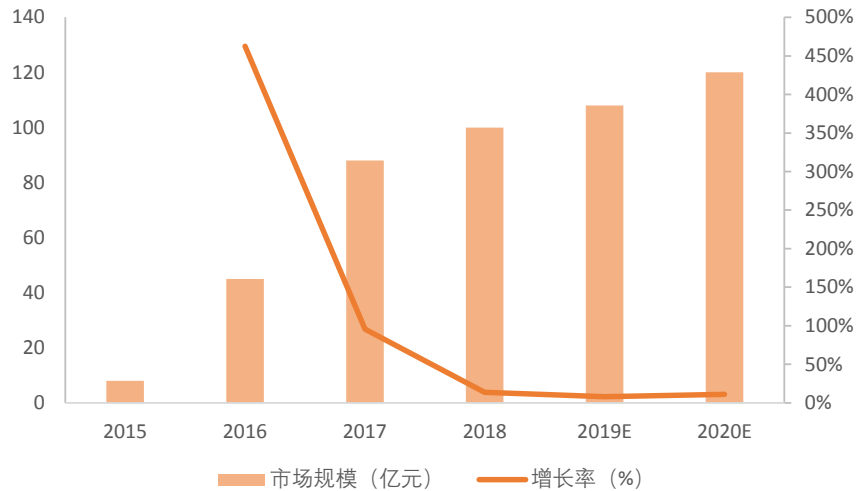
图 9：MCN 机构数量及增速（单位：家）



资料来源：《2020 中国 MCN 行业发展白皮书》，数英 digitaling，天风证券研究所

MCN 行业规模自 2016 年以来呈现高速增长，行业增速达到 475%，之后增长速度放缓，但仍保持高的增长体量。近年来，我国直播、短视频行业开始崛起并迅猛发展，催生出广告、电商等大量变现渠道，成为 MCN 机构发展的重要推动力量。另外，直播带货商业潜力吸引各内容&电商平台纷纷入局，抖音、B 站、小红书、拼多多等流量平台在直播电商领域重视程度不断提升，将推动行业继续快速成长。2020 年 MCN 市场规模将超百亿，行业呈现持续快速成长态势。

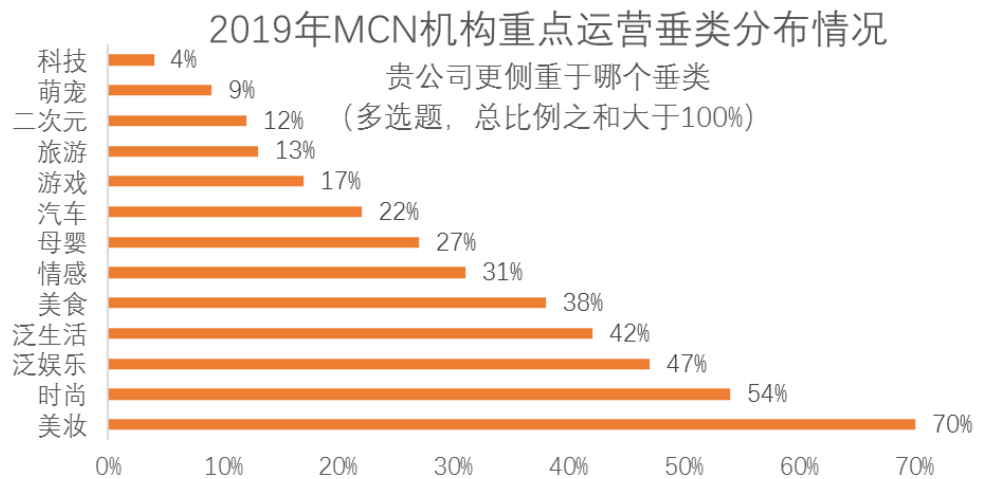
图 10: MCN 市场规模及增速



资料来源:《2019 中国 MCN 行业发展白皮书》, 数英 digitaling, 天风证券研究所

从商业模式上看, 目前 MCN 变现主要通过广告、电商带货等方式变现, 因此 MCN 机构多选择与“消费”强关系的垂直领域进行内容运营, 完成粉丝积累后进行变现。从 MCN 重点运营的细分行业看, 美妆、时尚和泛娱乐排名前三, 重点运营上述垂直行业的 MCN 机构占比分别达 70%、54%和 47%。而科技、宠物、二次元、旅游等细分行业在 MCN 机构运营过程中侧重相对较少。这一方面反应出不同垂直行业消费意愿的差异, 另一方面也由于相关内容创作难度和粉丝获取难度的差异, 美妆、时尚等领域 MCN 变现潜力相对突出。

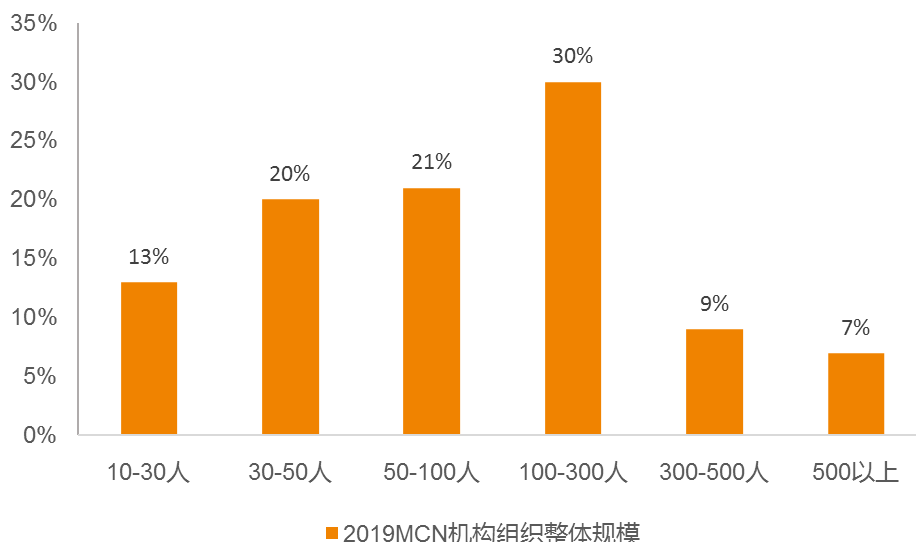
图 11: 2019 年 MCN 机构重点运营垂类分布情况



资料来源:《2020 中国 MCN 行业发展白皮书》, 数英 digitaling, 天风证券研究所

根据克劳锐 2019-2020 年进行的 2019 年 MCN 机构生存状况调查(总样本量 N=512)显示, 当前国内 MCN 机构规模集中在 300 人以下, 其中 100-300 人机构占比达 30%, 50-100 人机构占比达 21%。大部分 MCN 机构组织规模在 300 人以下。大规模的 MCN 机构对于这个行业来说还是占比少数, 500 人以上规模的只占 7%。当前行业仍处于快速发展阶段, 大量新进入者仍在涌入市场, 各类运营模式和变现模式仍在摸索和演进, 尚未形成巨头主导的行业格局。

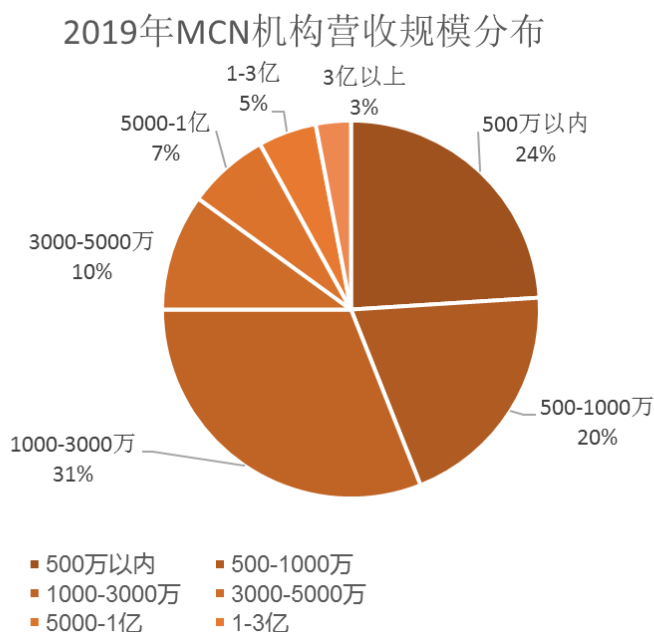
图 12：2019 年 MCN 机构组织整体规模



资料来源：2020 中国 MCN 行业发展白皮书，数英 digitaling，天风证券研究所

从盈利能力上看，MCN 机构头腰尾收入规模差距较大，2019 年 MCN 头部机构营收过亿占比显著提升，行业营收规模头腰尾部差距较大，行业优质主播及平台各集中于排名靠前的几家 MCN 机构。当前行业整体处于高速发展阶段，各类玩家仍能找到生存空间，但头部聚集效应已经逐步显现。随着 MCN 机构数量激增与竞争加剧，2019 年，MCN 机构的营收规模主要集中在 1000-5000 万元，头腰尾部营收规模差距较大，近 6 成 MCN 机构营收规模达到千万级，近 3 成头部 MCN 规模破 3000 万，24% 的机构营收不超过 500 万。随着行业的持续发展，头部 MCN 的主播优势、供应链优势等会更加明显，同时抖音、B 站等巨头玩家的入局，也可能加快行业聚集效应，未来行业有望逐步进入洗牌和出清阶段。

图 13：2019 年 MCN 机构营收规模分布



资料来源：《2020 中国 MCN 行业发展白皮书》，数英 digitaling，天风证券研究所

2.2. MCN 行业面临头部主播议价能力强、腰部带货能力弱等痛点

MCN 面临着来自自身、同行、品牌方等多方的压力，MCN 在内容产业链里扮演的是一个链接多边关系的角色。首先链接创作者与平台是其最首要的任务；其次它还链接着内容创作者、平台以及变现方（变现方包含广告主、电商平台、版权购买方等）。一片盛况之下，MCN 也面临着来自内/外部的双重压力挑战。于内，MCN 面临着如优质人才短缺、内容创意匮乏、账号管理不规范、新造血能力不足等问题；于外，MCN 面临着如红人出走、红人契约问题、核心账号管控、政策面、融资、变现、营收等诸多压力。

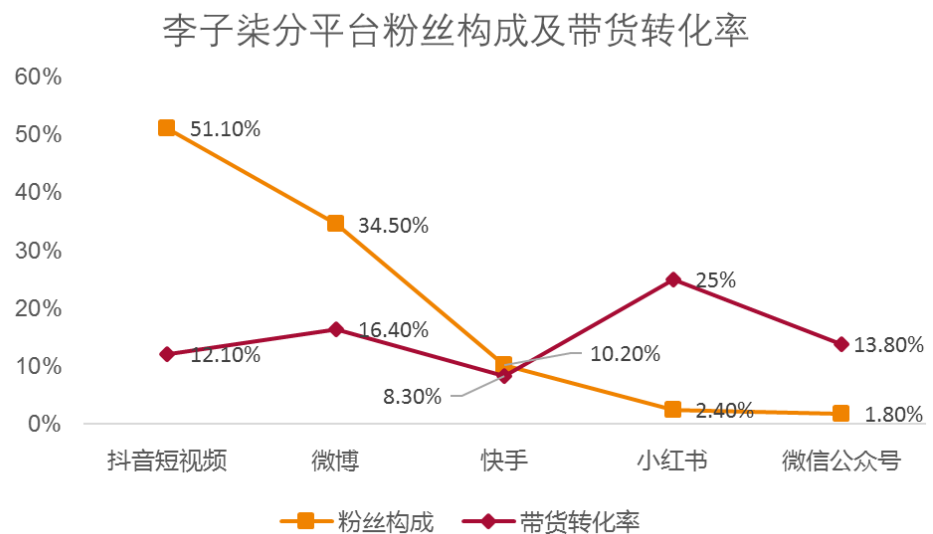
2.2.1. MCN 内容跨平台复制能力偏弱，带货转化率不稳定

由于平台“流量特点”不一致，直播带货在不同的平台显示出不同的生命体征，跨平台复制较难。以淘宝直播和快手直播为例，一个是流量由平台控制的生态，一个是私域流量运营较强的生态，MCN 在单一平台形成的知识和方法论无法顺利迁移到其他平台。

另一方面，对比抖音直播带货与淘宝直播带货，高传播 ≠ 高转化也成为平台带货痛点，MCN 平台投入大量精力进行内容培育和粉丝运营，但最终落实到变现效率上并不稳定，因此 MCN 机构在不同平台进行布局探索时，可能需要缴纳更多的跨平台学费。

以李子柒为例，虽然其在抖音短视频的粉丝量高达 51.1%，但在其他平台粉丝数量差距较大，同时抖音 51.1%的粉丝量，只带来 12.1%的带货转化率，充分说明高传播并不等于高转化，这是平台带货的普遍痛点。

图 14：李子柒分平台粉丝构成及带货转化率



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

2.2.2. “头部红人”议价权较高，MCN 盈利能力受到挤压

以 IP 孵化为主的自营型 MCN，虽拥有持续“造血”的能力，但由于受众群体的关注时间有限，随着大量“头部红人”形成较大粉丝规模，头部效应越发明显的当下，新培育的红人主播能够获得的关注度会逐步缩减，导致 MCN 平台打造新 IP 的难度逐渐加大。

以账号签约为主的经纪型 MCN，虽有着平台资源和商业化加持下的较高变现速度和营收规模，但同时账号的运营成本也在不断提升。无论是哪种类型的 MCN 机构，都有着相对明显的“天花板”，着手打造优质的内容创作团队和高效运作模式及商业变现途径，是各 MCN 机构提升内核实力、实现突围的关键。

图 15：红人依照平台和变现进行分约



资料来源：《2019 中国 MCN 行业发展白皮书》，数英 digitaling，天风证券研究所

一旦红人出现不当行为导致粉丝数量的流失，MCN 机构的前期投入所对应的红人价值就会大幅度缩水。更加直接的影响是，红人直接违约脱离 MCN 机构，MCN 机构为寻求机会成本，广泛培养素人的投入是没办法进行主张的，仅能针对该违约红人的前期投入和违约金等进行损失的主张。但是法院对于违约金的支持比例和金额相对较低，MCN 机构的利益比较难被保障。因此随着“头部红人”掌握的粉丝群体带来的话语权越来越高，MCN 机构的议价能力偏弱，在分成比例等方面受到较大压力。

图 16：MCN 机构和红人解约官司

序号	案件名称	审理法院	审理程序	违约原因	约定违约金数额	违约金支持数额
1	上海歌域网络科技有限公司与万子旗其他合同纠纷一审民事判决书	上海市青浦区人民法院	一审	1、未经原告书面允许与第三人进行本合同规定范	50 万	2 万
2	北京热度文化传媒有限公司、张颖合同纠纷二审民事判决书	安徽省宣城市中级人民法院	二审	张颖未经热度公司同意，在热度公司指定的“奇	181422.5 元	6 万
3	上海艾企锐文化传播有限公司与齐琦经纪合同纠纷一审民事判决书	上海市徐汇区人民法院		公司存在先行违约		0 元
4	不二城（厦门）科技有限公司、李娟娟合同纠纷二审民事判决书	福建省厦门市中级人民法院		提前解除合同	30 万	3 万
5	李翠翠、夏邑县宇帆文化传媒有限公司合同纠纷二审民事判决书	河南省商丘市中级人民法院		没有按合同约定履行自己的演艺义务，无故离开	20 万	
6	中山市汇星演出有限公司与张容月合同纠纷一审民事判决书	中山市第一人民法院		私自在外商演，违反了合同约定	100 万	0（证据不足）
7	韩雨桐与北京东洋天映影视文化有限公司委托合同纠纷一案一审民事判决书	北京市朝阳区人民法院		任意解除	27 万	5 万
8	北京盛华国际武术俱乐部有限公司等合同纠纷二审民事判决书	北京市第三中级人民法院		不辞而别擅自单方违约终止合作合同	200 万	
9	成都亿豆音乐文化发展有限公司与罗某某合同纠纷一审民事判决书	成都市金牛区人民法院		拒约接受原告安排的工作，并未经原告同意，私		
10	夏司祎与北京姿瓣文化传媒有限公司合同纠纷二审民事判决书			夏司祎未经姿瓣公司同意擅自解除合同，并私自	500 万（原告主张 100 万）	
11	鲍飞、广州斗鱼网络科技有限公司合同纠纷二审民事判决书	湖北省武汉市中级人民法院		被告在合同期限内无正当理由由单方解除合同，到	1500 万	450 万

资料来源：铅笔道，天风证券研究所

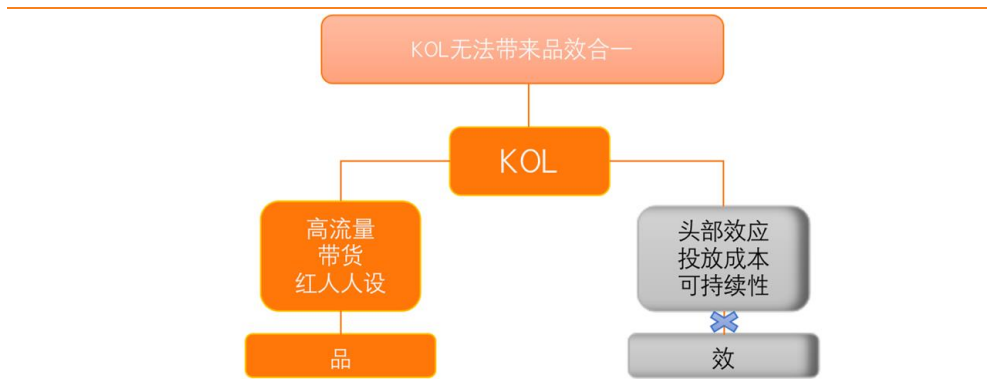
2.2.3. MCN 机构培育 KOL 难以实现品效合一

对于 MCN 机构而言，首先要运营和打造“头部网红”，实现“品”即品牌的塑造，其次要通过“头部网红”进行变现，实现“效”即效益。然而，头部主播的网红人设、流量标签都难以复制，导致了主播头部效应化明显，由于稀缺性带来的议价能力造成了商家的高投放成本，无法通过头部红人做到品效合一。

首先，KOL 不稳定性高，KOL 虽然粉丝多，转化率高，因此 KOL 对“人”和“货”的控制力高，容易成为绑架 MCN 机构的主要原因，对 MCN 机构来说变现效率不稳定。而品牌方在寻求 KOL 带货以提高收益的时候，选择较强带货能力的 KOL 意味着高成本，此时就可能达到成本和收益不匹配，货卖了很多但挣不到钱的情况。

其次，长期来看 KOL 与品牌将互相“解绑”。主播基于对产品的丰富性要求以及考虑到观众审美疲劳，与单一品牌方长期合作概率较低，同时，大品牌上亿的月销量指标对单一红人来说完成较难，因此长期来看，品牌方与 KOL 将互相“解绑”。对于品牌方来说，选择 KOC 工业化投放，形成独立的 KOC 矩阵反而有成本优势，同时较大的数量也能弥补其流量不足和 KOL 商业持续性不够的问题。

图 17: KOL 无法带来品效合一

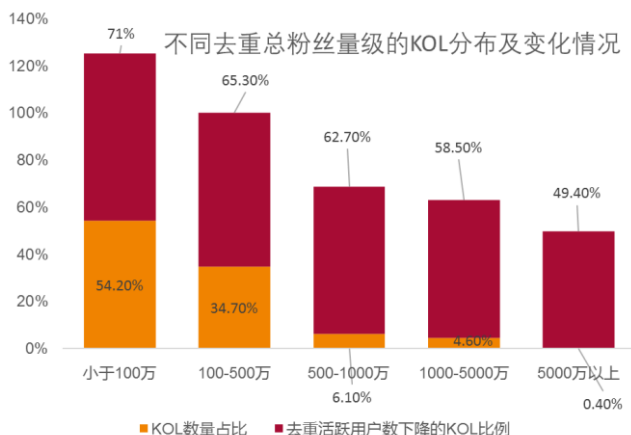


资料来源：天风证券研究所制图

2.2.4. 头部腰部网红带货能力差异大，腰部网红的尴尬处境

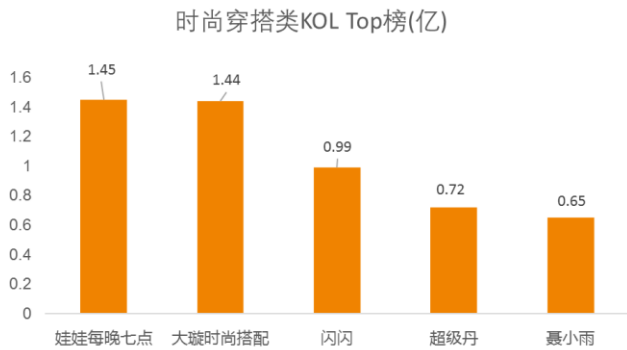
现有主流平台（淘宝直播、快手、抖音等）的电商流量和 GMV 进一步向少数头部网红集中，甚至会富集到头部百分之一、千分之一的网红。粉丝量级达到 5000 万以上的 KOL 占比只有 0.4%，有效活跃用户比例也最高。绝大部分 KOL 的粉丝量集中在小于 100 万，头部尾部差异明显。基于工业化生产的 KOL 生态中，不同层级的 KOL 均面临流失用户的生存危机，头部 KOL 在留存粉丝中具有优势。

图 18: 不同去重总粉丝量级的 KOL 分布及变化情况



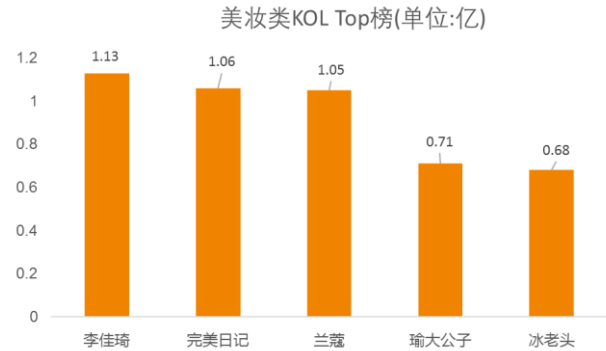
资料来源：QuestMobile 天风证券研究所

图 19: 时尚穿搭类 KOL Top 榜



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

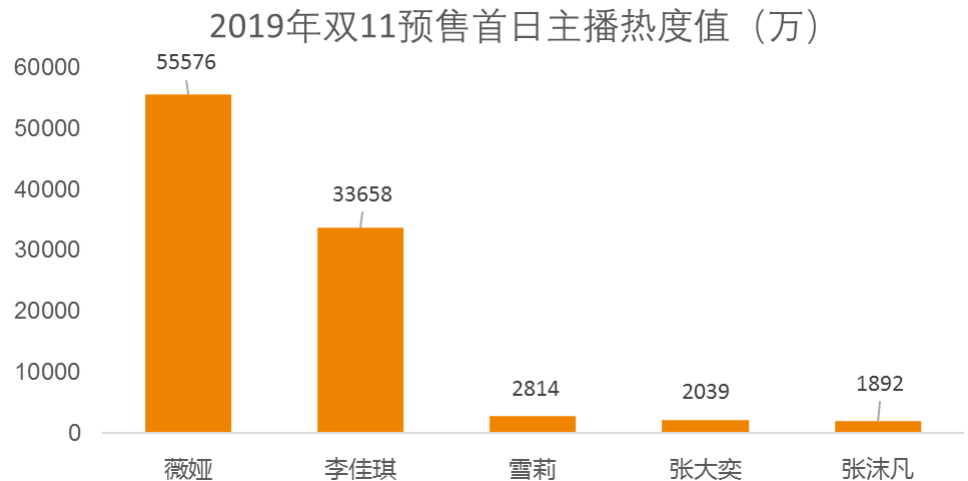
图 20: 美妆类 KOL Top 榜



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

以淘宝直播为例，薇娅、李佳琦已经与其他主播拉开了代差——他们能拿到最高级最稀缺的尖货、最大的折扣、全市场最早卖货。品牌商愿意把营销开支花在极少数经过验证的头部网红身上。头部主播数量稀少，且在流量、影响力均远远强于腰部主播。目前头部电商直播主播如薇娅和李佳琪，两人均为淘宝直播平台主播，且在流量、综合竞争力上远高于其他主播，头部主播优势十分明显且较为稀缺。由于头部主播之路难以简单复制，所以集中化格局或将长时间存在，对细分领域的覆盖短期内可能难以实现。薇娅和李佳琦在 2019 双 11 预售首日热度和其他网红比起来呈现断崖式上升，两人的层级和第三名相差了十倍，在流量和影响力方面远远领先于其他主播。

图 21: 2019 年双 11 预售首日主播热度值(万)



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

腰部网红的主要问题在于：1、获得的产品渠道和折扣有限，消费者对产品质量和是否为真品存在疑虑；2、网红个人本身特点不够明显或属性较为片面和单一；3、长期投入后收益有限导致长期动力不足。

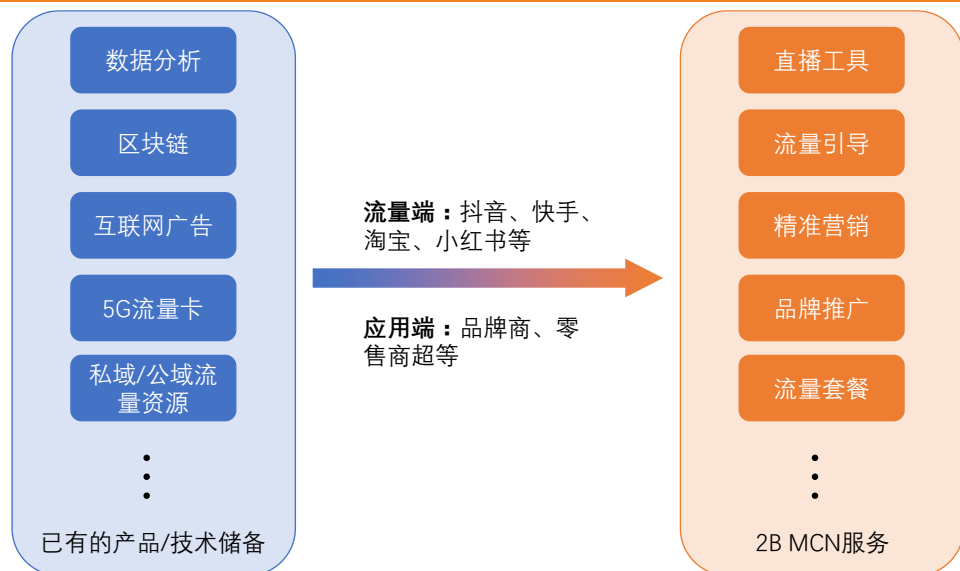
困扰腰部网红的核心问题是如何能快速积累粉丝和流量，以及将流量变现。由于腰部网红人气比不过头部网红，品牌方给的价格高，分成却较低。直播间内拼的不是人气就是低价，品牌方给的价格不够低，网红人气不高，进而导致腰部网红在直播带货的销量中也略逊一筹。

2.3. 浙江富润创新 2B MCN 新模式，有望破解 MCN 行业核心痛点

浙江富润全资子公司泰一指尚布局 MCN 业务，作为业内领先的数字商业服务提供商，泰一指尚在数字营销领域拥有完整的服务闭环，依托企业拥有的深厚数字技术能力，与运营商达成 5G 卡发行战略合作，发挥海量优质媒介资源及品牌服务渠道优势，不断拓展及深化企业在直播分销、私域流量、供应链等环节的服务能力，为品牌商、零售商提供在直播电商、内容变现等领域更完整的个性化营销服务，帮助品牌通过多业态融合重构新营销，实现在渠道、营销、品牌等领域的再升级。

目前泰一指尚已经在数据分析、互联网广告、私域流量等主营业务板块面向行业客户提供数据管理系统定制、用户标签化管理、消费数据洞察服务、整合营销传播服务、营销中台建设、私域流量运营等数字化赋能全域营销解决方案。在此基础上，为进一步完善在直播电商与私域流量的服务能力，泰一指尚面向上游流量端，与抖音、快手、淘宝、小红书等平台头部 KOL 达成合作意向；面向下游的品牌端和零售端，则拥有大量的国内外品牌商和零售商客户，通过内部平台建设与外部流量结合、品牌销售联营合作的形式，助力客户在选品、流量、营销、直播 SAAS 等环节协同发展。

图 22：泰一指尚基于 5G、大数据、区块链等技术的 MCN 解决方案



资料来源：公司官方公众号，天风证券研究所

针对 MCN 行业面临的主要瓶颈，公司重点打造 2B 的 MCN 产品矩阵，与 2C 的传统商业模式相比，拥有诸多优势：

- 1、向品牌和零售端提供全套 MCN 平台建设和流量合作，掌握账号资源，保持议价权：**相比通过具体的头部网红直播变现，公司打造的 2B MCN 聚焦 B 端客户，精选零售、出行、保险等行业，为商场等客户提供直播线上销售的解决方案，以零售场景举例，可以向商场的导购人员提供直播工具以及绑定 5G 流量卡的直播账号进行线上销售，若导购人员发生流动，由于商场掌握直播账号，可更换其他导购人员继续运营此账号，避免了对单一直播人员的依赖，通过围绕 5G 流量卡建立的账号体系，解决了 MCN 机构议价能力问题。
- 2、依托品牌方、零售客户等的信誉度，提升腰部网红变现能力：**公司与商超等零售客户合作，将传统线下商业模式拓展至线上直播电商，一方面增加了传统零售商户的曝光度和销售覆盖，另一方面也背靠零售客户自身的信用度，增强消费者在线上购物消费时的信任感，解决非知名网红、腰部网红等变现能力不足的核心痛点；
- 3、围绕 5G、MCN 拓展多样化变现途径：**传统 MCN 的在线电商、广告等变现方式之外，公司基于与运营商的深度合作，可以为 B 端 MCN 客户提供 5G 流量卡、大数据精准营销、平台导流等多样化的服务，拓宽了 MCN 变现途径，放大 2B MCN 商业模式的价值量。

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测和核心假设

公司计划转让传统业务相关子公司股权，转让完成后上市公司并表范围不再包含传统业务相关收入。

新业务板块相关子公司原有大数据、互联网营销等业务稳步发展，新布局的 MCN 业务有望进入加速发展阶段，推动公司收入和毛利率快速增长。

表 1：收入及毛利预测

		2020E	2021E	2022E	2023E
传统业务	收入 (百万)	600			
	同比增速				
	成本 (百万)	456			
	毛利率	24.00%			
互联网营销+2B MCN 等新业务	收入 (百万)	2048	2523	2984	3733
	同比增速	35%	23%	18%	25%
	毛利率	21%	28%	33%	39%
合计	收入 (百万)	2,648	2,523	2,984	3,733
	同比增速	-15%	-5%	18%	25%
	毛利率	22%	28%	33%	39%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 估值分析

我们选取布局 MCN 领域的相关上市公司进行横向估值比较，同行业上市公司盈利预测取自 Wind 一致预期。布局 MCN 相关上市公司 2020 年平均市盈率 54 倍，2021 年平均市盈率 37 倍。预计浙江富润经营性利润（不考虑持有上峰水泥等带来的公允价值变动损益及投资收益等）2020-2022 年分别为 3.04、4.53、6.53 亿元，对应 2020 年 26 倍市盈率，2021 年 17 倍市盈率。按照行业平均 2021 年 37 倍市盈率计算，对应公司目标市值 169 亿元，对应股价 32.19 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2020 年 8 月 3 日收盘价）

	总市值 (亿元)	一致盈利预测 (亿元)			市盈率		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
星期六	153	2.85	5.44	7.05	54	28	22
天下秀	323	3.77	5.85	9.03	86	55	36
中广天择	29	0.65	0.91	1.15	45	32	25
芒果超媒	1,246	15.62	19.05	22.87	80	65	54
元隆雅图	48	1.63	2.27	2.85	29	21	17
新文化	39	1.18	1.83	1.99	33	22	20
平均值					54	37	29
浙江富润	79	3.04	4.53	6.53	26	17	12

资料来源：wind，天风证券研究所

4. 风险提示

- 1、业务转型的风险。**公司新进入的大数据、区块链、MCN 等产业与公司传统业务存在较大差异，如果不能有效整合、深入融合，可能面临转型失败风险。
- 2、应收账款余额较大的风险。**公司账面应收账款余额较大，若主要客户偿付能力不足，将面临无法回收的风险，对营运资金也带来一定压力。
- 3、市场竞争超预期。**MCN 行业参与者较多，存在行业竞争加剧，导致份额、盈利能力出现不利变化的风险。
- 4、商誉减值的风险。**2016 年资产收购完成以后，公司确认商誉，若标的公司未来业绩出现波动，存在商誉减值风险。
- 5、传统业务剥离仍需董事会等审批。**目前传统业务子公司处于挂牌报价阶段，上市公司控股股东是唯一报价人，后续需要上市公司董事会审批等流程，剥离事项尚未全部完成。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	354.63	299.11	1,028.11	1,182.85	1,666.53
应收票据及应收账款	1,021.63	1,044.58	720.46	1,031.81	1,123.27
预付账款	217.73	295.44	107.11	245.22	146.39
存货	424.73	172.44	57.59	43.07	12.87
其他	95.22	1,046.06	1,064.03	1,043.07	1,068.00
流动资产合计	2,113.95	2,857.63	2,977.30	3,546.01	4,017.06
长期股权投资	3.37	11.16	11.16	11.16	11.16
固定资产	410.80	456.95	440.16	425.47	427.04
在建工程	1.23	1.86	5.91	9.55	35.73
无形资产	81.17	162.57	159.32	156.07	152.82
其他	1,536.99	1,272.07	1,271.41	1,270.75	1,270.61
非流动资产合计	2,033.55	1,904.61	1,887.97	1,873.00	1,897.36
资产总计	4,147.50	4,762.25	4,865.27	5,419.02	5,914.42
短期借款	496.94	504.27	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	344.20	342.29	175.27	257.59	212.35
其他	356.27	350.31	241.60	305.06	258.31
流动负债合计	1,197.41	1,196.87	916.88	1,062.65	970.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	268.41	385.32	385.32	385.32	385.32
非流动负债合计	268.41	385.32	385.32	385.32	385.32
负债合计	1,465.82	1,582.20	1,302.20	1,447.97	1,355.98
少数股东权益	319.68	337.74	347.13	347.13	347.13
股本	521.95	521.95	521.95	521.95	521.95
资本公积	1,110.70	1,110.48	1,110.48	1,110.48	1,110.48
留存收益	1,570.73	2,420.60	2,693.99	3,101.97	3,689.36
其他	(841.38)	(1,210.72)	(1,110.48)	(1,110.48)	(1,110.48)
股东权益合计	2,681.68	3,180.05	3,563.07	3,971.05	4,558.44
负债和股东权益总	4,147.50	4,762.25	4,865.27	5,419.02	5,914.42

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	287.12	548.61	303.76	453.31	652.66
折旧摊销	57.03	52.89	23.99	24.31	25.50
财务费用	21.56	32.32	5.20	(8.16)	(17.74)
投资损失	(62.95)	(20.24)	(22.27)	(24.49)	(26.94)
营运资金变动	(375.62)	(629.05)	334.26	(267.55)	(79.21)
其它	21.47	32.97	9.39	(0.00)	0.00
经营活动现金流	(51.40)	17.50	654.34	177.41	554.27
资本支出	(82.24)	43.53	8.00	10.00	50.00
长期投资	(46.54)	7.79	0.00	0.00	0.00
其他	189.34	39.31	6.27	4.49	(73.06)
投资活动现金流	60.57	90.64	14.27	14.49	(23.06)
债权融资	496.94	504.27	500.00	500.00	500.00
股权融资	(105.20)	(399.67)	95.77	8.89	18.46
其他	(296.12)	(276.74)	(535.37)	(546.05)	(565.99)
筹资活动现金流	95.62	(172.15)	60.40	(37.17)	(47.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	104.79	(64.01)	729.00	154.74	483.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,766.96	3,129.14	2,647.56	2,523.27	2,983.95
营业成本	2,235.51	2,651.76	2,070.27	1,811.96	2,014.00
营业税金及附加	12.68	11.77	9.00	7.57	8.95
营业费用	57.84	44.87	31.77	25.23	26.86
管理费用	80.84	92.97	79.43	68.13	74.60
研发费用	90.94	98.34	74.13	68.13	77.58
财务费用	20.27	30.62	5.20	(8.16)	(17.74)
资产减值损失	14.44	(30.94)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(3.98)	481.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	62.95	20.24	22.27	24.49	26.94
其他	(132.15)	(970.85)	(44.53)	(48.98)	(53.88)
营业利润	327.63	699.27	400.03	574.90	826.65
营业外收入	4.24	4.88	5.37	5.91	6.50
营业外支出	3.12	8.57	9.00	7.00	7.00
利润总额	328.75	695.58	396.40	573.81	826.15
所得税	41.63	146.97	83.24	120.50	173.49
净利润	287.12	548.61	313.16	453.31	652.66
少数股东损益	70.33	63.13	9.39	0.00	0.00
归属于母公司净利润	216.79	485.48	303.76	453.31	652.66
每股收益(元)	0.42	0.93	0.58	0.87	1.25

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	43.57%	13.09%	-15.39%	-4.69%	18.26%
营业利润	22.39%	113.43%	-42.79%	43.71%	43.79%
归属于母公司净利润	30.47%	123.94%	-37.43%	49.23%	43.98%
获利能力					
毛利率	19.21%	15.26%	21.80%	28.19%	32.51%
净利率	7.83%	15.51%	11.47%	17.97%	21.87%
ROE	9.18%	17.08%	9.45%	12.51%	15.50%
ROIC	16.35%	27.74%	16.01%	27.13%	33.56%
偿债能力					
资产负债率	35.34%	33.22%	26.77%	26.72%	22.93%
净负债率	5.31%	6.45%	-14.82%	-17.20%	-25.59%
流动比率	1.77	2.39	3.25	3.34	4.14
速动比率	1.41	2.24	3.18	3.30	4.13
营运能力					
应收账款周转率	3.28	3.03	3.00	2.88	2.77
存货周转率	6.49	10.48	23.02	50.13	106.68
总资产周转率	0.71	0.70	0.55	0.49	0.53
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.93	0.58	0.87	1.25
每股经营现金流	-0.10	0.03	1.25	0.34	1.06
每股净资产	4.53	5.45	6.16	6.94	8.07
估值比率					
市盈率	36.36	16.23	25.95	17.39	12.08
市净率	3.34	2.77	2.45	2.17	1.87
EV/EBITDA	6.48	4.60	14.71	10.43	6.81
EV/EBIT	7.34	4.88	15.59	10.87	7.02

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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com