

商业贸易行业

直播电商爆红的背后，关于逻辑、现状、趋势的思考

分析师： 洪涛



SAC 执业证号: S0260514050005

SFC CE.no: BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

核心观点：

- **直播电商爆红背后，供给与需求从何而来？**（1）需求端，直播及短视频体验丰富+kill time 的特性更契合低线用户行为习惯，直播成为重要带货渠道顺应了网购用户下沉的结构性变化。（2）供给端，现阶段直播相对低廉的流量成本和高 ROI，持续吸引商家投入资源，而全网最低价大大增强对用户的吸引力，促成了直播带货的爆红。（3）长期来看，直播不仅是线上购物的媒介升级，更是流量和产业链效率的提升；主播的选品、对产品质量的口碑背书降低了消费者的商品选择成本，“产业带直播”加强了工厂商家 2C 销售的能力，在部分品类、用户群体中工厂直发是更为高效的流通方式。我们认为直播带货对传统电商有分流，但更多是创造增量市场，将推动下沉市场电商渗透率的持续提升。
- **直播带货的滚滚浪潮将向何而去？**（1）头部流量平台和交易平台均向直播倾斜资源，其中淘宝、快手、抖音是更有影响力的玩家，腾讯、拼多多、京东等巨头动作亦不容忽视。淘宝直播是体量最大的直播带货平台，手淘流量+高转化率是独有的优势；快手发力网红带货与“产业带直播”，较平均的流量分配机制和偏私域的生态为腰部主播和品牌提供了较多生存空间；抖音目前以短视频广告为主，更侧重品牌宣传，但直播亦是其重要战略方向。（2）品类上，体验性强、毛利率高、客单价低、退货率低的相关品类更为受益，如服饰鞋帽、美妆个护、休闲食品等。品牌上，现阶段直播电商尚处于草莽发展的早期阶段，白牌低价商品居多，但品牌化仍是长期方向，具体表现为传统品牌借助直播下沉，同时一批达人品牌和产地品牌崛起。（3）头部主播往往自成闭环体系，中腰部主播则需要专业的粉丝拉新、招商选品和供应链服务，我们认为具有先发优势、资金实力、在流量和供应链两端都有所控的综合服务商将充分受益赛道红利，而其经营表现也将更稳健持续。
- **投资建议：**2019 年直播电商的爆发，是流量和供应链效率的进一步提升，在平台巨头资源倾斜下将加速发展。（1）整个产业链中，平台具备最强的收割能力，头部流量平台如腾讯、抖音、快手，头部交易平台阿里、拼多多、京东等都是这一赛道的主力玩家；（2）产业链各个环节的服务商均受益赛道红利，其中以遥望网络为代表，在主播和品牌两端都有涉足的综合服务商将更为稳健持续；（3）直播电商的发展或为商家输送更多私域流量，中国有赞等提供底层基础设施的 SaaS 服务商有望受益；（4）长远来看，我们认为直播或将成为消费品进军下沉市场的重要路径，建议关注重视新流量红利的消费品牌，如南极电商、三只松鼠、珀莱雅等。
- **风险提示：**巨头间合作破裂；销售激增引发供应链及商品质量问题；新媒介形式代替直播；宏观经济压力。

相关研究：

商业贸易行业:化妆品行业的变与不变：研究框架与趋势思考	2019-12-22
商业贸易行业:2020 年投资策略：成长是零售主旋律，聚焦电商+美妆赛道	2019-12-16
商业贸易行业:2019 年“双十一”点评：头部平台表现超预期，美妆与直播大放异彩	2019-11-12

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	12.00	2019/10/17	买入	14.30	0.51	0.67	23.53	17.91	21.64	16.58	25.1	24.9
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.26	2019/10/31	买入	14.06	2.13	0.39	4.82	26.31	18.96	12.03	19.8	3.8
永辉超市	601933.SH	CNY	7.73	2019/10/30	增持	10.58	0.24	0.31	32.21	24.94	25.45	17.33	10.9	12.1
家家悦	603708.SH	CNY	24.70	2019/11/21	增持	28.78	0.82	0.98	30.12	25.20	16.13	13.61	14.9	15.1
天虹股份	002419.SZ	CNY	10.68	2019/10/24	买入	12.75	0.75	0.80	14.24	13.35	6.52	6.23	14.2	13.9
王府井	600859.SH	CNY	14.11	2019/10/31	买入	18.46	1.42	1.48	9.94	9.53	2.43	2.25	10.9	10.7
重庆百货	600729.SH	CNY	29.84	2019/10/20	买入	39.80	2.38	2.74	12.54	10.89	6.40	5.79	14.5	15.6
周大生	002867.SZ	CNY	19.41	2019/10/30	买入	26.82	1.34	1.62	14.49	11.98	10.92	8.71	20.1	19.6
老凤祥	600612.SH	CNY	48.25	2019/10/27	买入	63.00	2.72	3.15	17.74	15.32	8.96	7.68	18.6	17.8
上海家化	600315.SH	CNY	30.97	2019/10/24	增持	39.43	0.94	1.10	32.95	28.15	27.96	21.96	11.1	11.5
珀莱雅	603605.SH	CNY	89.30	2019/10/30	买入	101.20	1.92	2.53	46.51	35.30	34.49	26.21	18.8	19.5
丸美股份	603983.SH	CNY	63.15	2019/10/30	增持	72.22	1.29	1.57	48.95	40.22	44.15	37.29	19.0	18.1
爱婴室	603214.SH	CNY	42.75	2019/10/22	买入	55.80	1.52	1.86	28.13	22.98	15.97	13.60	15.4	16.3
红旗连锁	002697.SZ	CNY	7.66	2019/10/17	增持	8.84	0.34	0.41	22.53	18.68	18.01	16.38	13.3	13.7
壹网壹创	300792.SZ	CNY	194.34	2019/11/12	买入	181.50	2.86	3.63	67.95	53.54	52.46	38.59	17.8	19.0
三只松鼠	300783.SZ	CNY	68.50	2019/10/30	增持	66.83	1.00	1.25	68.50	54.80	53.07	42.63	18.9	19.1
阿里巴巴	BABA.N	USD	212.10	2019/12/3	买入	226.00	6.53	8.15	32.48	26.02	28.23	21.76	20.4	14.1
阿里巴巴-SW	9988.HK	HKD	207.20	2019/12/3	买入	221.00	6.31	7.88	32.84	26.29	28.23	21.76	20.4	14.1
京东	JD.O	USD	35.23	2019/11/18	买入	38.20	1.04	1.33	33.88	26.49	35.58	23.24	8.0	11.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 阿里巴巴 (BABA.N) 收盘价、合理价值、EPS 单位均为美元/ADS (1ADS=8 股), 阿里巴巴-SW (09988.HK) 收盘价、合理价值、EPS 单位均为港元/股, EPS 采用 non-GAAP 口径计算; 京东 (JD.O) 收盘价、合理价值、EPS 均为美元/ADS, EPS 采用 non-GAAP 口径计算。

目录索引

一、直播电商爆红背后，供给与需求从何而来？	5
（一）用户端：价格便宜+体验丰富+KILL TIME，顺应电商下沉的用户结构变化.....	5
（二）商家端：流量依然便宜，吸引品牌涌入.....	7
（三）直播电商的长期价值：媒介升级与产业链提效.....	9
二、直播电商的滚滚浪潮将向何而去？	9
（一）平台：淘宝、快手、抖音引领，腾讯、拼多多、京东不容小觑.....	10
（二）商品：强体验性商品、低退货率消耗品最受益，品牌化是长期方向.....	16
（三）服务商：在主播和品牌两端都有涉足的综合服务商将更为稳健持续.....	19
三、投资建议.....	21
四、风险提示.....	21

图表索引

图 1: 日均上网时长 (分钟) 随下沉而提高	5
图 2: 移动购物用户数分层增长情况	5
图 3: 短视频/直播 APP 用户画像更偏低线	6
图 4: 视频类 APP 对用户上网时长的占用继续增加	6
图 5: 三四线用户观看短视频/直播后的付费比例更高	6
图 6: 淘宝直播四线以下核心用户更多	6
图 7: 南极人品牌主要品类市占率持续上升	8
图 8: 南极人头部店铺的销售占比提升 (前 10/前 100)	8
图 9: 抖音快手与电商平台的 MAU 对比 (亿)	8
图 10: 抖音快手与电商平台的 MAU 对比	8
图 11: 直播产业的价值环节示意图	10
图 12: 主要电商及内容平台的直播带货动作	10
图 13: 阿里、快手、抖音的直播电商生态对比	11
图 14: 淘宝直播带货规模趋势示意图	11
图 15: 淘宝直播时长及商品数变化趋势示意图	11
图 16: 快手商品来源分布 (2019 年 11 月)	12
图 17: 1688 档口直播频道	12
图 18: 淘宝的主播层级金字塔 (2019 年 11 月)	12
图 19: 淘宝直播开播类型比例 (2019 年 11 月)	12
图 20: 淘宝直播内头部效应明显 (2019 年 11 月)	12
图 21: 快手电商服务市场提供的三类服务商	13
图 22: 快手热销商品品牌货较少 (2019 年 10 月)	13
图 23: 抖音购物车改版前后对比	14
图 24: 拼多多店铺直播页面	15
图 25: 京东直播入口及内部页面、京喜直播页面	16
图 26: 淘宝直播流量分行业去向 (以 2019 年 12 月 22 日周日为例)	16
图 27: 淘宝直播各行业类目场均流量排行 (以 2019 年 12 月 22 日周日为例)	17
图 28: 抖音浏览榜各品类占比	17
图 29: 快手热销商品榜各品类占比	17
图 30: 阿里低线用户消费量与大盘接近	18
图 31: 低线用户线上年消费力不弱于高线城市	18
图 32: 辛有志品牌销售情况	19
图 33: 辛巴店铺销售情况	19
图 34: 综合服务机构的运营流程示意图	20
图 35: 遥望网络旗下李宣卓、瑜大公子销售战报	21
表 1: 辛巴 2019 年 11 月某场直播销售情况	6
表 2: 2019 年 11 月快手食品与美妆品类销售前十	18

一、直播电商爆红背后，供给与需求从何而来？

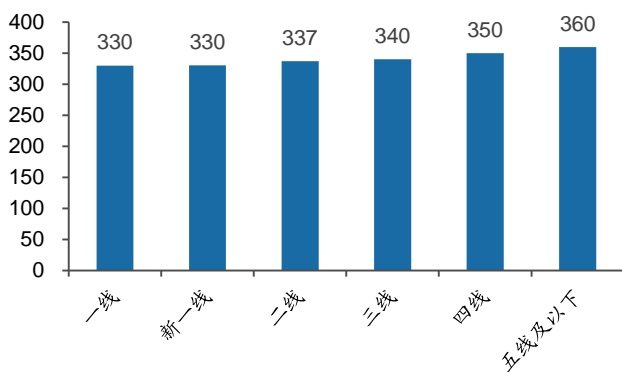
（一）用户端：价格便宜+体验丰富+kill time，顺应电商下沉的用户结构变化

直播电商提供了更接近线下的交互式购物体验、优化了产品的展示性，显然是网购的一种重要演进趋势；而将逐步演进的趋势推升至爆发性增长的，是“全网最低”的价格。

对比图文电商，直播引入了视频型介绍，引入了专业主播机构的选品能力，更引入了用户群与主播的互动，消费体验更接近配有导购的线下专柜。淘宝京东为代表的货架式电商以佛系自助购物为主，而直播卖货形式则先由主播或其机构优选SKU，再由专业主播引导，更生动地展示产品、降低了消费者信息获取成本（对于多数消费者，听主播推荐10分钟比自行阅读产品详情页5分钟容易得多，也节约了同类商品间的对比成本），主播的互动和鼓励更易激发用户的消费冲动，与直播间其他买家互动&共同购买则提供了类似社交拼团的心理背书。

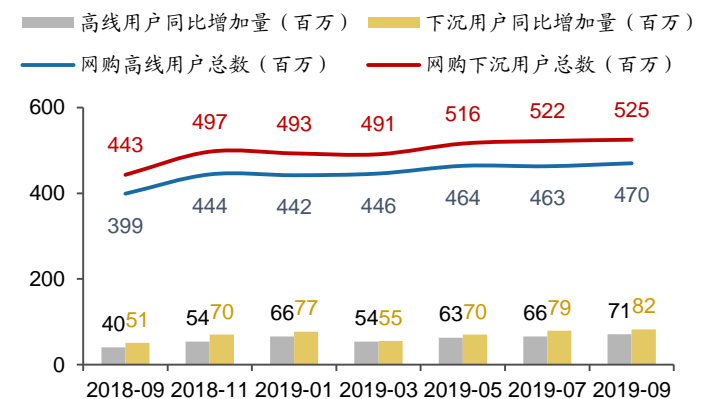
“有闲”的低线消费者欢迎体验丰富+kill time的媒介，电商下沉带来的用户结构变化是直播电商崛起的重要因素。2015-2016年，电商巨头开始陆续进入下沉市场，网购人群中来自三线以下城市的占比不断加大；根据QM数据，至2019年9月网购用户三线以下消费者占比已达53%。低线消费拥有更多上网时长（一线城市日均330分钟VS三线以下340-360分钟），更多地在短视频&直播APP中kill time，都为直播电商提供了基础条件。根据QM数据，三四线用户观看短视频/直播后的付费比例更高（无论是打赏还是购物），对短视频/直播这类娱乐途径的认可更深。淘宝直播的用户分布中，四线以下核心用户比例更高（每周访问淘宝直播3天以上的用户）。

图1：日均上网时长（分钟）随下沉而提高



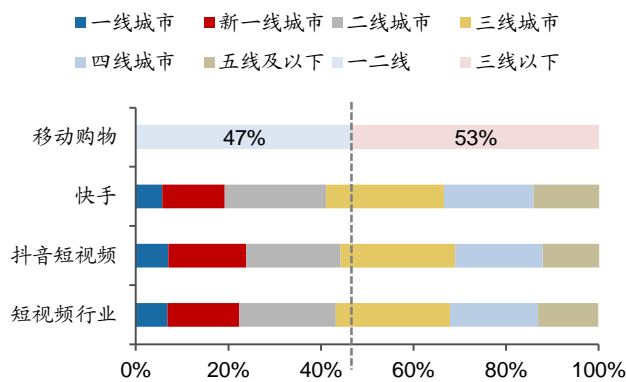
数据来源：QM，广发证券发展研究中心

图2：移动购物用户数分层增长情况



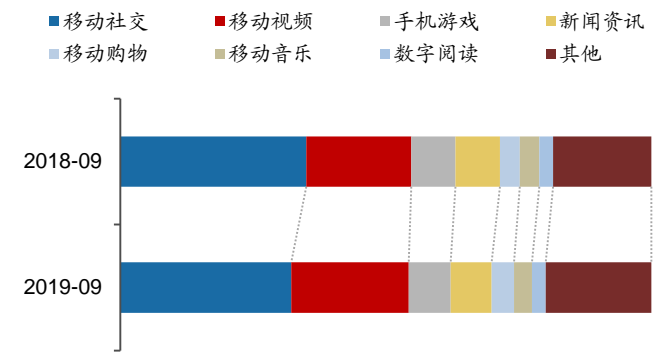
数据来源：QM，广发证券发展研究中心（下沉指三线及以下城市）

图3: 短视频/直播APP用户画像更偏低线



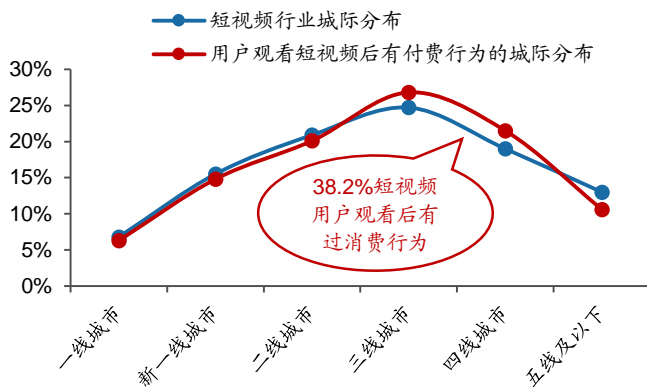
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图4: 视频类APP对用户上网时长的占用继续增加



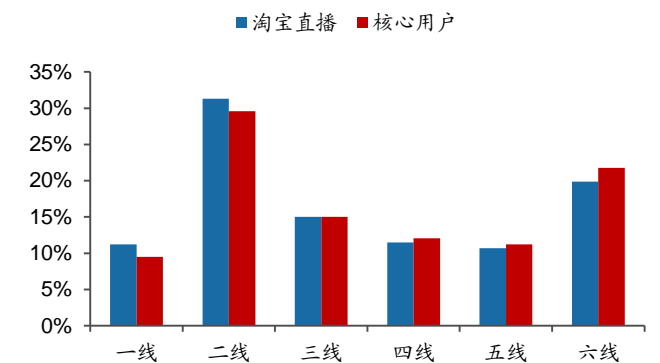
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图5: 三四线城市用户观看短视频/直播后的付费比例更高



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图6: 淘宝直播四线以下核心用户更多



数据来源: 淘榜单×淘宝直播, 广发证券发展研究中心(注: 核心用户为每周访问淘宝直播3天以上的用户)

直播带货的爆发则更多源于“限时低价”的定价刺激。直播间全网最低的价格是促成成交转化的最后一步，也是最重要的一步。在比价毫不费力的网购环境下，如果缺少限时低价的刺激，用户立即在直播间完成交易的动机并不强（可能只种草不拔草，流失潜在销售），也不易于建立消费者对主播的信任和依赖感。

典型的，薇娅、李佳琦的上播商品，品牌方必须保证是“全网最低价”，且附带一定保价协议（李佳琦曾因拿货成本不是最低价，在直播间宣布“永远封杀兰蔻”）。我们以快手最大带货主播辛巴2019年11月某场直播的价格为例，21支SKU中，13支的价格低于天猫同款售价且价差在10%以上，另外8支标价与天猫相同但带有优惠券折扣（店铺满减优惠券）。

表1: 辛巴2019年11月某场直播销售情况

商品	天猫价格(元)	直播间价格(元)	标价折扣比例
乳胶床垫	1881.8	881.8	53%
乳胶枕头	199.99	99.99	50%
A201 嫩肤护手霜 生活	29.98	14.99	50%
7008 小青柑 150g 生活	168	119.99	29%

A30 鸡尾酒 严选	69.99	49.99	29%
D283 海苔	36.99	26.99	27%
1186 老金麦片	44.9	35.9	20%
5.0 双耳通话铝合金音质蓝牙耳机	99	79.99	19%
7003 茶化石	218	178	18%
D290 费列罗金球	58	47.6	18%
D526 桂花坚果藕粉羹	59.7	49	18%
超薄充电宝便携小巧 10000 毫安时	79	69.99	11%
D523 原装全脂高钙奶	89	79.9	10%
华为旗下 HONOR/荣耀 20	2699	2699	0%
华为旗下 HONOR/荣耀 9X	1299	1299	0%
D519 法国拉菲	359	359	0%
3083 爱敬气垫	178	178	0%
3081 爱敬全能粉底 Cc	198	198	0%
D525 煌上煌卤鸭	44.9	44.9	0%
D085 海鸭蛋	34.8	34.8	0%
D520 卡乐比麦片	129	129	0%

数据来源：快手数据，天猫数据，广发证券发展研究中心

这一阶段，直播间里的产品无一能逃脱折扣促销的命运。而品牌方，无论大小品牌，愿意“放下身段”、少赚钱甚至不赚钱也要挤进直播间，其根本原因在于无论出于品宣、拉新还是卖货的需求，直播对于商家而言都是更为便宜的流量洼地。

（二）商家端：流量依然便宜，吸引品牌涌入

流量成本决定了品牌主的盈利状况，决定了商家的阵地转移。流量洼地中，中腰部以下的品牌在寻找新的生存空间，头部品牌在寻找新的增长点、巩固市场地位。

传统电商体系中，中腰部以下的品牌承受着更大的运营成本压力，对直播、社交等相对低成本的站外流量资源更有诉求。中心化的电商平台中，公域流量分配存在自然流量（销量为核心的综合评分排序）+付费流量（点击广告和展示广告竞价计费）两种形式，后者支撑着电商平台的利润。头部品牌和店铺拥有更高销量（存量用户多）、更高评分（转化率和复购率更优），免费的自然流量大，形成低流量成本→更高商品性价比→更大销量→更多复购和转化的正循环，综合流量成本相对可控；中腰部品牌尽管支付流量成本远低于大品牌，但因其销售规模有限，综合流量费率显著高于头部品牌，承担的运营压力也更大，对于站外低成本流量有着更急迫的诉求。

能高于1。（关于电商导购，可参考我们2019年9月10日发布的深度报告《电商服务系列之导购——羊毛剪，种草机，电商导购的前世今生》）

（三）直播电商的长期价值：媒介升级与产业链提效

我们理解直播电商具备两点长期价值：（1）直播是图文的进阶媒介，互动性、体验感是直播为线上渠道创造的新价值；（2）直播再度压缩了流通费用和沟通成本，提高了产业链效率。前端直播流量与后端产业带资源的结合，是下沉市场电商渗透率持续提升的重要推动力。

直播加深了部分非标品的电商渗透率。“在快手上卖玉石”是电商界的一道新风景，快手打造的第一类产业带直播基地也正是玉石品类（基地例如云南瑞丽、广东四会、河南镇平等）。玉石是典型的非标品，每一块石头的成色、标价各异，导致买卖双方信息沟通成本巨大；直播大大降低了商品介绍的成本（拿实物讲解VS为每一个产品制作图文/录制视频）、价格谈判更加便捷，大幅提高销售效率，有助于增加此类产品的电商渗透率。

直播重构了信任背书的方式。消费者对直播间产品的信任一方面来源于对主播的口碑信赖，一方面来自实物展示、产地溯源等“眼见为实”的介绍。直播同时降低了商家的卖货门槛，上架商品无需传统电商中专业的封面图、品名、文案、详情页等制作，可以使用最朴素直观类似于面对面介绍的方式展示商品。

通过直播连接消费者与工厂，是对渠道流通费用、信息沟通成本的极致压缩。以拼多多的工厂直播与快手产业带直播为代表，直播赋予了制造端更多2C的能力，不仅剪除了传统经销环节，将现有电商产业链中“工厂-小批发商-零售终端”的中间层级继续压缩，还将终端销售数据直接反馈到制造端，优化生产流程。

二、直播电商的滚滚浪潮将向何而去？

和每一次流量红利变迁带动的渠道变革一样，直播电商赛道的竞争力也将经历流量红利→精细化运营→供应链效率的进化路径。

由此，我们理解产业链中的利益分配：（1）平台方掌握了流量入口与消费者心智，长期来看具备最强的收割能力；（2）渠道层面，头部主播脱颖而出，腰部红人矩阵运营，在主播端和商品端有所控制的综合服务机构的商业模式更为稳健持续，现阶段充分享受行业红利跑马圈地，但其盈利能力随着平台规范和竞争加剧大概率逐步走低；（3）商品层面，品牌化仍是长期趋势，表现为传统品牌的下沉和达人品牌的进化。分品类看，体验性强、毛利率高、客单价低、退货率低的相关品类更为受益，如服饰鞋帽、美妆个护、休闲食品等。

图11: 直播产业的价值环节示意图



数据来源: 抖音、淘宝、快手、有赞收费规则, 广发证券发展研究中心

(一) 平台: 淘宝、快手、抖音引领, 腾讯、拼多多、京东不容小觑

直播电商分流存量电商, 但更多是创造增量市场。我们认为直播带货的爆发将加速下沉市场的电商渗透率提升, 因此头部交易平台和头部流量平台都将是最终也是最直接的受益者。其中, 我们认为淘宝、快手、抖音将是直播电商中的引领者, 而腾讯、拼多多、京东的动作亦不容忽视。

图12: 主要电商及内容平台的直播带货动作

	2016 初步兴起	2017 快速发展	2018 精细化运营	2019 市场爆发
淘宝直播	2016.05 淘宝直播平台上线	2017.02 淘宝直播和天猫直播合并 2017.12 推出“超级IP入淘计划”	2018.03 淘宝直播入口从手淘App第四屏移至第一屏	2019.01 淘宝直播独立APP上线 2019.01 启动“村播计划” 2019.07 推出“启明星计划”
快手			2018.06 推出“快手小店”, 嵌入淘宝、有赞、魔筷等第三方电商平台, 与有赞合作推出“短视频电商导购”	2019.04 推出“快手购物助手”小程序 2019.05 与拼多多合作 2019.08 快手电商技术服务费比例调整
抖音			2018.03 出现购物车按钮, 与淘宝实现一键互通 2018.05 为部分达人开通商品橱窗链接 2018.12 正式开放购物车功能	2019.01 推出精选好物, 接入放心购商城 2019.04 与京东、考拉、唯品会等打通, 支持红人带货, 同期推出小程序电商 2019.05 抖音上线商品搜索功能
蘑菇街	2016.03 蘑菇街直播平台上线	2017年下半年组建商家联盟帮助主播解决供应链问题		2019.07 发布“双百计划”
京东	2016.09 京东直播上线		2018.11 京东购物圈小程序上线	2019.07 投入10亿元推动“红人孵化计划”
小红书				2019.11 称将于近期推出直播平台
拼多多				2019.11 拼多多APP首场直播

数据来源: 亿邦动力, 36kr, 广发证券发展研究中心

图13: 阿里、快手、抖音的直播电商生态对比

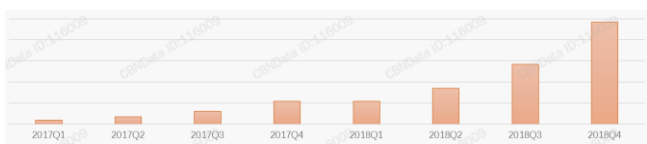
	用户体量	流量特征	体量	核心价格带	带货主播集中度
	淘宝直播DAU 1500万量级 手淘MAU7.9亿	购物为目的 主要转换了手淘 APP内部存量流量	2018年突破千亿	任意价格	高度集中
	DAU2.6亿 MAU4.9亿	偏公域 直播流量少	直播带货较少, 曝光广告多	50~300元 品牌货有调性	
	DAU1.7亿 MAU3.4亿	偏私域 达人品牌崛起 扶持产业带直播	千亿量级	30~200元	相对分散

数据来源: QM, 淘宝直播, 广发证券发展研究中心

1. 我们认为阿里依然是最重要的玩家

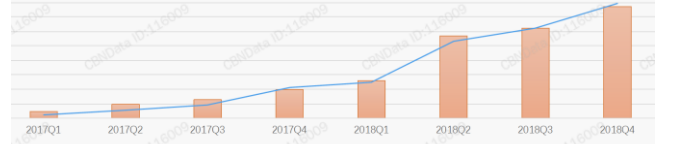
(1) 阿里一直是电商营销玩法的引领者,也是商品最丰富、成交转化率最高、成交价格带最宽的渠道;淘系在直播电商的现有规模与布局深度均位居行业首位。根据《淘宝直播生态发展趋势报告》及阿里2019投资者日披露,2018年淘宝直播GMV已突破1000亿元,增速达350%,FY1Q20-2Q20直播GMV同比增速约为140%;2019年6月天猫商家渗透率已超过50%。

图14: 淘宝直播带货规模趋势示意图



数据来源: 淘榜单 × 淘宝直播, 广发证券发展研究中心

图15: 淘宝直播时长及商品数变化趋势示意图



数据来源: 淘榜单 × 淘宝直播, 广发证券发展研究中心

(2) 站外直播带动的商品交易,将有相当比例回流淘宝天猫。阿里平台的交易、履约、售后等全链路的权益保障和使用的流畅性已形成消费者的牢固认知,用户对淘宝链接的信赖有利于达成交易转化;多数商家仍以淘宝为主要销售阵地,以更低成本提升淘内排名是直播带货的一个重要目的(链接到有赞等私域流量,则不存在提升公域流量排名的作用)。

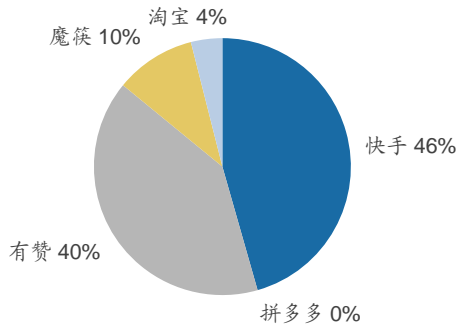
由此,我们观察到一个有趣的现象:以2019年11月的数据为例,快手的上架商品来源中,淘宝仅占4%(阿里收取的佣金率更高,降低了商家选择淘宝链接的动力),而各类目销售排行榜中,销售额位居前十的商品均来自淘宝。

(3) 1688提供产业带直播的供应链支持。产业带直播将是直播电商的一种重要形式,是阿里、快手、拼多多争夺价格敏感型用户的武器。根据阿里巴巴1688官网,2019年145个百亿级源头产地通过1688触网数字化,涵盖义乌、织里、保定、青岛、温州、东莞全国6大产业带,厂货货品可直接供应给消费者;1688的厂货商

品在2019年的双11和双12已经跟淘宝主播进行了深度的合作。

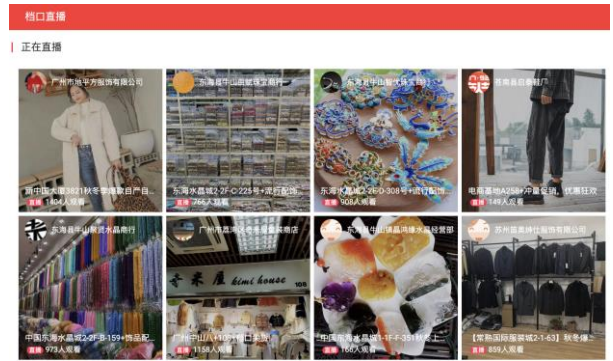
(4) 淘宝直播的流量来源与内部生态仍存挑战。现阶段，淘宝直播尚没有为阿里带来显著的增量流量，更多的是存量转移；达人直播是对淘宝首页流量的存量再分配，店铺直播大多数流量来自进店顾客。达人直播体系内，以薇娅、李佳琦为代表的头部效应明显，随着马太效应的进一步加强（头部主播总是拿到更好的货源和更低的价格），中腰部主播的生存空间持续受到挤压。

图16: 快手商品来源分布 (2019年11月)



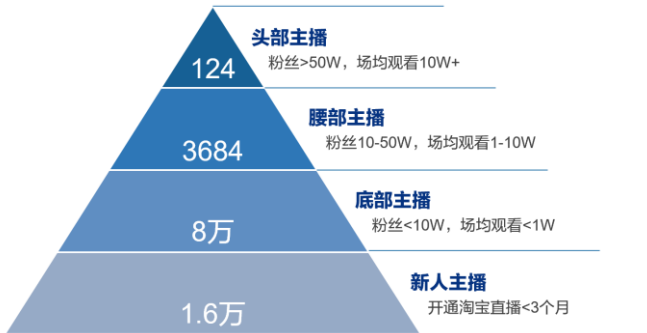
数据来源: 快手数据, 广发证券发展研究中心

图17: 1688档口直播频道



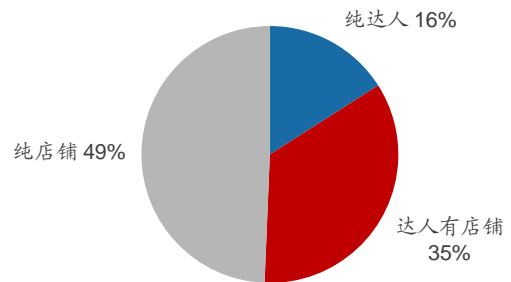
数据来源: 1688, 广发证券发展研究中心

图18: 淘宝的主播层级金字塔 (2019年11月)



数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心 (统计 2019 年 11 月上播的主播)

图19: 淘宝直播开播类型比例 (2019年11月)



数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心

图20: 淘宝直播内头部效应明显 (2019年11月)

排名	主播名称	粉丝数 (万)	点赞数 (万)	观看人数 (万)	排名	主播名称	粉丝数 (万)	点赞数 (万)	观看人数 (万)
1	李佳琦Austin	1,535	42,278	4,393	16	六公主	304	5,212	925
2	薇娅viya	1,224	33,867	6,365	17	fashion美美搭	126	2,590	456
3	李湘	220	4,468	1,223	18	林珊珊Sunny	919	1,474	483
4	陈洁kiki	268	8,607	2,378	19	于momo小饺子	928	5,360	460
5	烈儿宝贝	342	2,514	2,238	20	安an	229	579	437
6	雪梨_Chérie	1,314	5,967	1,180	21	南风-陈小南	763	3,013	383
7	PG生活家	957	6,822	275	22	欧舒丹旗舰店	451	2,055	79
8	张大奕eve	1,151	21,143	999	23	点题成全	112	113	20
9	祖艾妈	183	3,864	1,199	24	喵爪探全球	341	1,435	25
10	olay官方旗舰店	958	6,252	269	25	SandyT	10	237	277
11	杨迪	17	1,138	226	26	飞猪旅行官方号	2,995	185	31
12	小侨Jofay	184	1,964	730	27	大英子LOVE	120	2,279	460
13	ANNAITISAMAZING	865	8,006	316	28	Lin张林超	544	3,337	393
14	华为终端	1,834	1,968	112	29	良品铺子吃货社长	2,819	1,880	268
15	恩佳N	128	7,104	880	30	天猫超市	2,006	482	651

数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心

2. 快手越来越深入产业链，或成为电商界一股爆发性力量

(1) 快手是直播流量最充沛的平台，且中腰部主播有着更好的生存状态。根据《2019快手直播生态报告》，2019年12月快手直播DAU已突破1亿，仅直播流量而言，体量大于淘宝直播与抖音（短视频为主）。快手的流量分配机制更加公允，站内马太效应弱于淘宝、抖音，私域特征明显（打开快手APP优先显示关注对象的动态，而抖音优先显示算法推荐），中腰部达人及商家有机会获得更均匀的曝光、形成自有用户群（快手要做的就是公允，在资源匹配上尽量把尾巴往上抬一抬，把头部往下压一压，让分配稍微平均一些。——宿华《快手是什么》）。

(2) 快手扶持产业带直播，探索“产业链+产业带”直播基地模式，低价、性价比层面优势巨大。快手电商在玉石和服装两大产业带已与数家基地签约达成合作（服装例如浙江杭州、河南郑州、辽宁佟二堡等，玉石例如云南瑞丽、广东四会、河南镇平等），快手平台及专业第三方机构（类TP）把成熟的平台运营经验和资源导入产业基地，重点扶持培养本地电商主播，进一步压缩消费者与货品的流通链路。

2019年11月1日-6日快手116购物狂欢节中，快手主打“源头好货”、“货源地，一件也是批发价”，扶持农产品原产地、产业带商家、工厂直供货品、达人品牌四大类商品，卖货榜单上榜主播可得到不同程度的流量激励。

图21: 快手电商服务市场提供的三类服务商

快手电商服务市场是由“电商服务商”、“供货商”、“电商TP”组成。通过电商服务市场，为快手用户的电商供应链能力赋能；解决用户无货可卖，不知道怎么卖的烦恼。

电商服务商:

为红人提供货源支持，销售能力培训，店铺运营等综合服务。

供货商:

为红人提供优质、可靠的商品。具有较强供应链能力，可支持分销、代销、一件代发等综合服务。

电商TP:

为红人提供店铺代运营支持，销售技能培训。

图22: 快手热销商品品牌货较少（2019年10月）



数据来源: 快手官网, 广发证券发展研究中心

数据来源: 卡思数据, 广发证券发展研究中心

3. 抖音加速电商内容洗牌，与阿里合作更密切

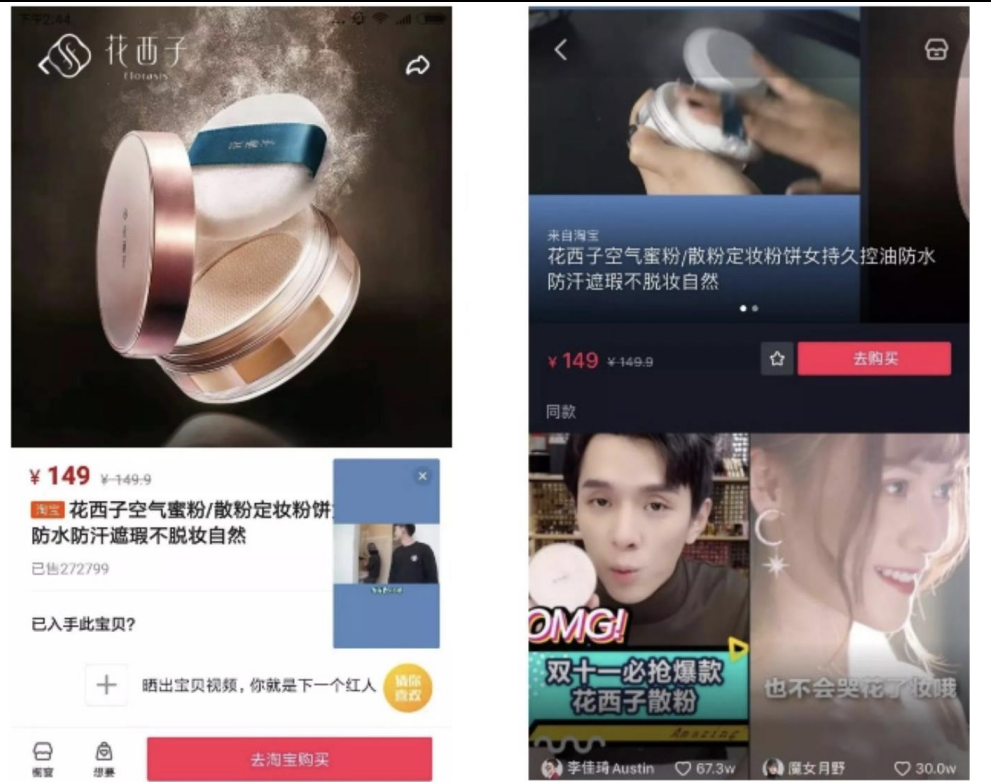
现阶段抖音以短视频带货居多，对比直接出货，品牌方在抖音的投放更追求曝光和热度。短视频是更侧重“种草”的展示广告，以品宣为主，而直播更偏向“种草一体”的效果广告。短视频并不一定需要消费者在当下或者在抖音链接完成交易，但能通过曝光度沉淀品牌、热度持续时间更长（高热度的短视频在一段时间内会被反复打开，直播则是结束后不再重复）。公域流量为主、算法主导分配决定了抖音的流量中心化强于快手，主播的头部效应也将更加明显。

2019年12月，抖音购物车改版，加速电商内容的优胜劣汰。老版本中，短视频底部点击购物车后将跳转“商品详情页”，可直接购买；新版中，跳转页顶端是视频播放和购买按钮，下方为按累计点赞高低排序的同款推荐视频、相似商品的推广视频。对于消费者，更多推送意味着更全面的种草、商品对比、甚至连带购买，提高了理性购物型消费者的使用体验；而对于内容制作方，推荐内容的累计点赞数排

序增强了马太效应，优质内容和其创作者可以源源不断地获得流量导入，缺失特色的带货视频则可能被分流佣金收入。

从抖音的用户城市线分布及“记录美好生活”的slogan来看，抖音是保持调性的内容平台，对比快手上老铁们推荐的白牌厂货，品牌货更适合抖音的定位——这也正是阿里的长处，二者一直保持良好的合作。

图23: 抖音购物车改版前后对比



数据来源：抖音，广发证券发展研究中心

4. 腾讯看点打通公众号+小程序电商+直播，再次尝试社交与电商的融合

腾讯看点直播定位于“互动直播电商新平台”，是腾讯在电商方向的又一重大尝试。2019年12月，腾讯看点直播在深圳举行了看点直播合作者大会，宣布了“引力播”计划，希望2020年内助力微信平台上10万商家更好的获取用户、完成商业变现，并扶持超过1000+商家通过直播电商模式突破1000万的年成交额。

根据官方简介，看点直播是基于腾讯直播能力推出的信息流直播小程序，能够为微信体系的内容创作者和商家提供在线直播服务，以及电商直播解决方案，并拓宽信息流传播渠道。商家可选择直播跳转商品小程序（也可将直播嵌入小程序，类似淘宝店铺直播）或跳转合作方电商平台（京东、微店等）。

腾讯看点具备调动微信资源的绝佳优势。腾讯直播主要面向商家私域流量，开播前的微信提示可以大幅提高用户在线率；腾讯视频接入了腾讯广告体系，投放的精准程度具有独特优势，腾讯看点直播也是唯一可在朋友圈投放广告的直播产品。

5. 拼多多蓄势待发

拼多多直播正处于爆发前的平静。2019年11月27日，拼多多首次试水直播，微信小程序“好货内购”和拼多多百亿补贴页面同步开启了“小小包麻麻”的直播。12月以来，拼多多陆续在站内测试直播工具（例如正善牛肉哥店铺首页可看到直播提示页面），我们预计拼多多店铺直播将在近期大规模铺开。

考虑拼多多用户时间充裕（拼多多消耗时间的互动小游戏较多），平台商品既有低价白牌、也有大牌促销，易产生冲动消费，直播有望成为一种极好的销售媒介，值得期待。

图24: 拼多多店铺直播页面



数据来源：拼多多，广发证券发展研究中心

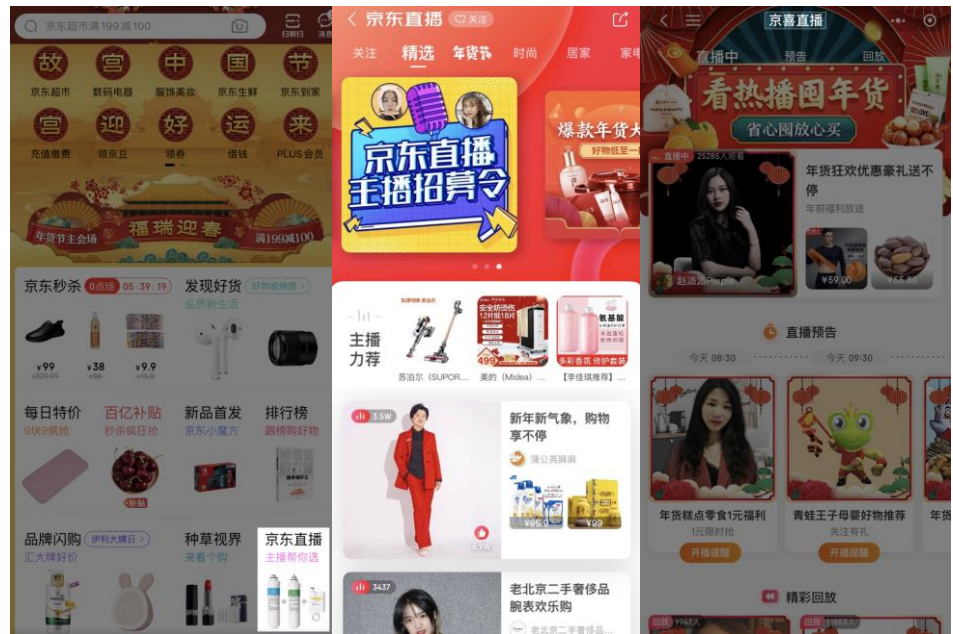
6. 京东十亿资源加码超级网红孵化

京东以“为超级网红提供优质商品”的思路加码直播；2019年10月完成改版的京喜同样嵌入了直播频道，有望在下沉拉新中发挥作用。据网经社报道，京东近期将至少投入10亿资源推出红人孵化计划（包括京东App发现频道、视频直播等站内资源，以及抖音、快手、今日头条等站外流量资源）邀请知名MCN机构参与其中，最终孵化出不超过5名的超级网红，成为京东平台独有的“京品推荐官”。

2019年12月京东直播商家机构大会上，京东直播负责人张国伟表示，2020年，京东直播将针对不同发展阶段的商家分层定制营销方案，并推出商家赋能“2+2”计划，即以商家大会、直播商学院为两大抓手，北极星计划、攀登者计划为两大阵地，

持续为主播、机构、商家提供政策、流量、营销产品及服务方面的扶持。

图25: 京东直播入口及内部页面、京喜直播页面



数据来源: 京东, 广发证券发展研究中心

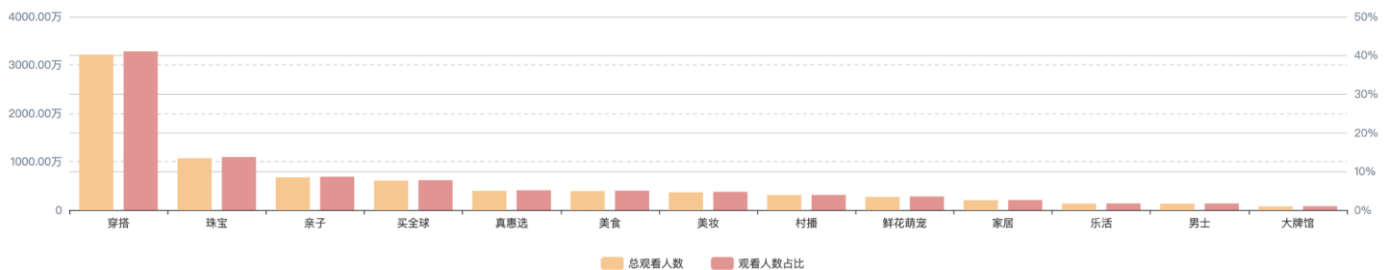
(二) 商品: 强体验性商品、低退货率消耗品最受益, 品牌化是长期方向

直播媒介的直观展示加深了用户对服饰、美妆、珠宝等产品的感知、突破了玉石等典型非标品的线上渗透; 商家端则提高了周转效率、降低库存压力, 且有较高毛利支撑退换货成本。此外, 零食、纸巾等低单价商品易产生冲动消费, 拆包不退、消耗品可囤货等特征压低退货率, 也将受益于直播带货。从数据来看:

(1) 根据淘宝数据, 淘宝直播流量分行业去向(以2019年12月22日周日为例), 用户侧, 约4成消费者观看穿搭直播、超过10%观看珠宝直播, 亲子、美食、美妆位居其后(买全球、真惠选非品类频道); 主播侧, 穿搭、珠宝的直播场次数目遥遥领先。大牌馆、买全球等综合性直播场次较少而效率较高(场均每小时观看人数高)。

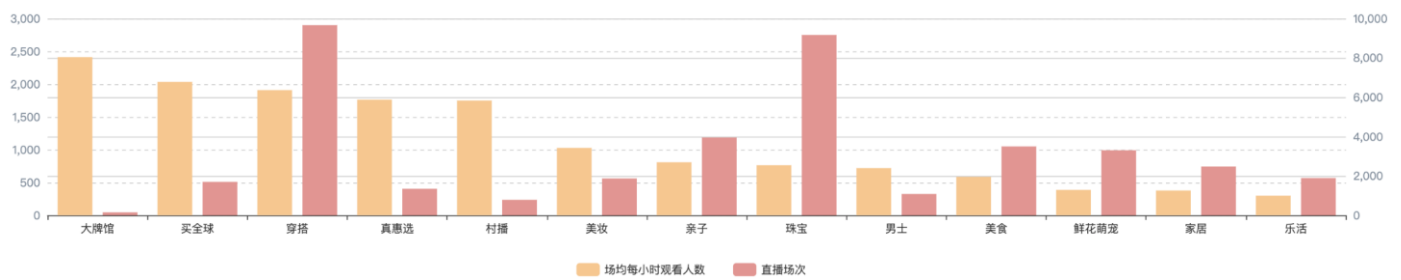
(2) 根据卡思数据统计, 抖音浏览榜、快手热销榜(以2019年10月为例)中食品、服饰、个护美妆为头部三大类目。

图26: 淘宝直播流量分行业去向(以2019年12月22日周日为例)



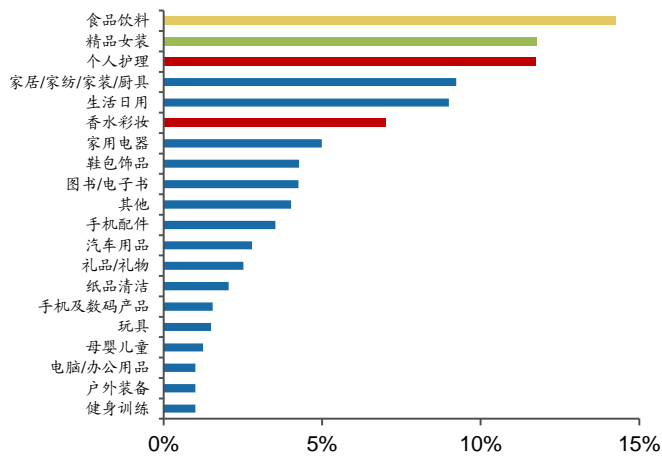
数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心

图27: 淘宝直播各行业类目场均流量排行 (以2019年12月22日周日为例)



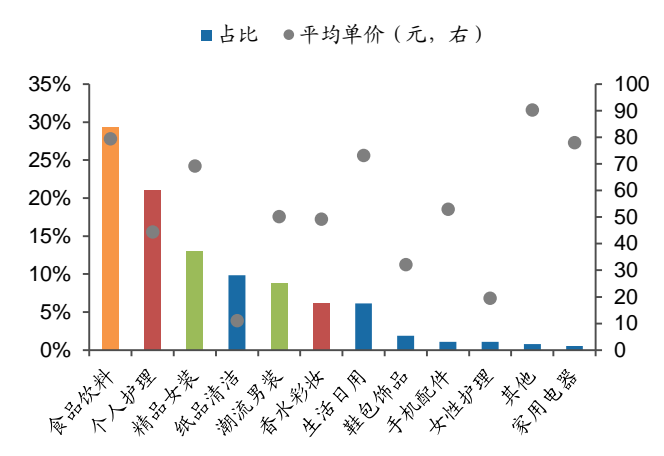
数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心

图28: 抖音浏览榜各品类占比



数据来源: 卡思数据, 广发证券发展研究中心 (注: 取数时间为2019年9月11日至10月10日)

图29: 快手热销商品榜各品类占比



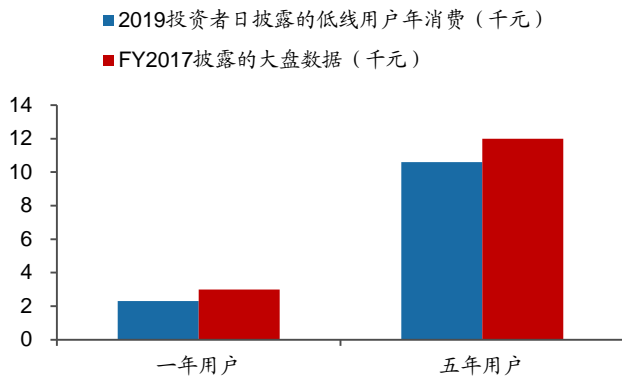
数据来源: 卡思数据, 广发证券发展研究中心 (注: 取数时间为2019年9月11日至10月10日)

现阶段的直播带货尚处草莽的发展初期，品牌化是长期趋势。消费者对于好产品的追求与渠道变化无关。在直播电商赛道的竞争力从流量红利→精细化运营→供应链效率的进化过程中，对流量侧变化敏感且反应速度最快的品牌将享受第一波红利、头部网红将孵化一批“达人品牌”，而在长期竞争中，运营效率和供应链效率决定了品牌的生命长度——崛起的好产品将积淀为品牌，仅依靠营销爆红的商品将逐步被淘汰。这一过程，将重演淘宝崛起后的淘品牌变迁，但厂牌沉淀为品牌的概率会大于淘品牌，核心原因在于下沉用户对于性价比商品的需求强烈。

低线用户线上消费力不逊于高线用户，消费升级的需求真实存在。根据阿里巴巴披露的数据，低线新老用户的年消费金额与大盘数据差距不大，低线一年新用户年均消费2300元 (VS高线3000元)、五年老用户消费1.06万元 (VS高线1.2万元)，QM数据显示“小镇青年”的线上消费200元以上、1000元以上的比例比大盘更高。

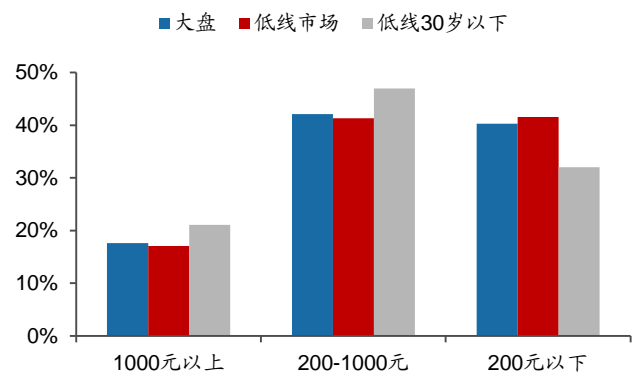
从卡思数据统计的快手热销榜来看，2019年10月各类目内平均价格均低于100元，低尝鲜门槛的商品是主流；我们前文曾提及，2019年10月快手热销榜前6中仅一席为品牌产品，而2019年11月大促期间，以零食、美妆个护为代表，前十名基本均为品牌产品——这印证了品牌商品需求的存在性。长远来看，直播带货可能成为消费品牌下沉的一个重要途径。

图30: 阿里低线用户消费量与大盘接近



数据来源: 阿里巴巴投资者日, 广发证券发展研究中心

图31: 低线用户线上消费力不弱于高线城市



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

表2: 2019年11月快手食品与美妆品类销售前十

食品生鲜销售前十名		美妆个护销售前十名	
1	ZB 达利园鲜风紫米小面包蛋糕零食 1000g 休闲礼盒 营养早餐整箱学生	1	【辛巴推荐】舒客舒克声波电动牙刷软毛成人防水充电自动牙刷
2	AKOKO 经典小花曲奇饼干铁盒好吃的高颜值网红休闲零食 560g 礼盒装	2	后天气丹花献光彩紧颜系列礼盒肌肤护肤品套装
3	【三只松鼠_零食大礼包】网红爆款坚果休闲美味零食散装食品一箱	3	[前 90 分钟赠 10 件]善草纪第二代茶树控油保湿套装 油性痘肌油皮水乳
4	【三只松鼠_年货坚果大礼包 1418g/7 袋】零食礼盒 每日坚果混合送礼	4	[双 11 狂欢]百雀羚草本水嫩倍现护肤套装补水保湿控油 化妆品套装
5	【百草味-每日坚果 750g/30 袋】孕妇零食混合小包装 干果组合大礼包	5	阿道夫轻柔亮泽丝滑洗护套装 520ml*2 瓶装洗发水旗 舰店官网正品
6	三只松鼠 每日坚果 750g/30 天装混合礼盒送礼零食 大礼包小包装腰果	6	美康粉黛丝绒唇釉雾面哑光唇彩唇蜜女学生款平价 小众品牌防水口红
7	李子柒 红糖姜茶大姨妈体寒手工红糖水生姜汁枣茶 冲饮小袋装 2 盒装	7	【韩国直邮发货需要提供身份证】雪花秀 滋盈肌本 3 件套
8	滋食网红日本小圆饼植物油饼干粗粮天日盐饼干零 食奶盐味休闲零食	8	[立即抢购]珀莱雅补水保湿男女神经酰胺面膜深层清 洁收缩毛孔紧致
9	【百草味-年货坚果大礼包 1652g/10 袋】每日干果过 年零食混合礼盒	9	完美日记小酒管水光唇釉唇彩唇蜜口红持久保湿镜 面染唇液女学生
10	【百草味-抱抱零食大礼包 2122g/16 袋】巨型网红年 货小吃圣诞礼物	10	美康粉黛祛角质啫喱慕斯清洁收毛孔面部死皮去 闭口黑头粉刺男女

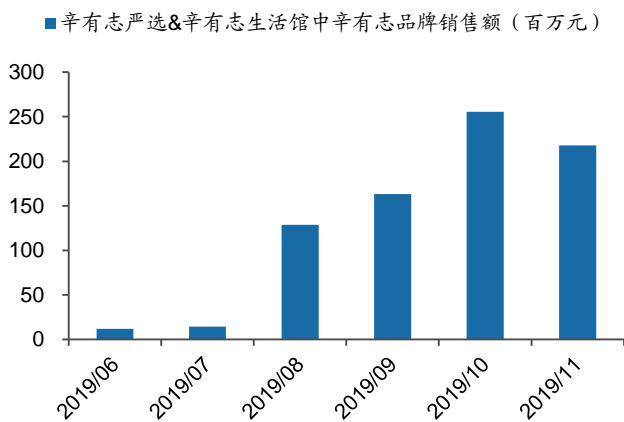
数据来源: 快手数据, 广发证券发展研究中心

优秀的达人品牌与好的厂货将积淀出长期品牌。头部网红、产业基地的流量已经具备孵化新品牌的能力。典型的, 张大奕在2016年就推出了个人的服装与美妆品牌; 快手一哥辛巴已创立“辛有志严选”品牌, 在辛有志严选、辛有志生活馆两大天猫店铺中月销售额达到2亿元量级; 薇娅以服装店起家, 本身具备良好的服装供应链能力, 其母公司谦寻正在筹划一个“超级供应链基地”, 将薇娅积累的供应链整合为选品基地; 李佳琦曾在2019创业周暨全球创业周演讲中透露“我的终极梦想是

做一个李佳琦的美妆品牌，不是一个网红品牌，而是享誉世界的新国货品牌。”做品牌，就意味着网红们需要建立供应链支持团队，建立长期竞争力。

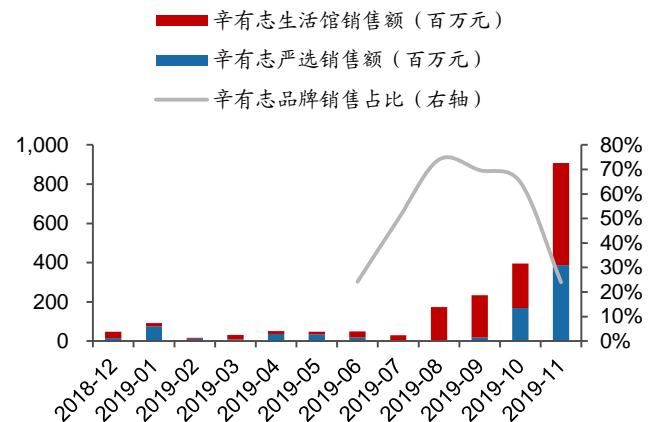
Fenty Beauty是李佳琦们的标杆，成功背后离不开专业供应链的支持。2015年，蕾哈娜以自己名字命名注册彩妆品牌Fenty Beauty；2016年4月，LVMH投资1000万美元与蕾哈娜联手推出Kendo彩妆系列Fenty Beauty by Rihanna，2017年9月，Fenty Beauty首个系列在全球丝芙兰美妆连锁店开售，四十天内销售额就达到了一亿美元；2018年，Fenty Beauty运营的第一个财年，获得收入约5亿欧元。伴随品牌发展，蕾哈娜从艺人转变为美妆博主，保持品牌热度与流量；供应链与渠道方面，LVMH负责提供高素质的研发人才，还有全球范围内的分销渠道，共同促成了Fenty Beauty的成功。

图32: 辛有志品牌销售情况



数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心

图33: 辛巴店铺销售情况



数据来源: 淘宝数据, 广发证券发展研究中心

(三) 服务商: 在主播和品牌两端都有涉足的综合服务商将更为稳健持续

头部主播往往自成闭环体系，中腰部主播则需要专业的粉丝拉新、招商选品和供应链服务，我们认为具有先发优势、资金实力、在流量和供应链两端都有所控的综合服务商将充分受益赛道红利，而其经营表现也将更稳健持续。

头部主播已经聚集了足够的前端流量和后端招商储备，具备自持供应链、自成闭环的能力，并能整合产业资源，形成供应链效率外溢。以薇娅为代表，根据亿邦动力的信息，薇娅母公司谦寻正在筹划一个“超级供应链基地”，将薇娅积累了三年的供应链集中在一起，形成一个线下选品基地，谦寻邀请商家入驻供应链基地展示自家商品，供主播自主选择。

对于中腰部主播，粉丝拉新、招商选品和供应链服务等均需要服务商提供支持。

(1) 货是直播电商的核心要素，直播本质是一种渠道，消费者为商品买单，产品价格、品质、售后决定了用户忠诚度，对于卖货主播，招商选品和履约能力决定了生意的可持续性；(2) 中腰部与新晋主播的流量导入需要较多资金投入。

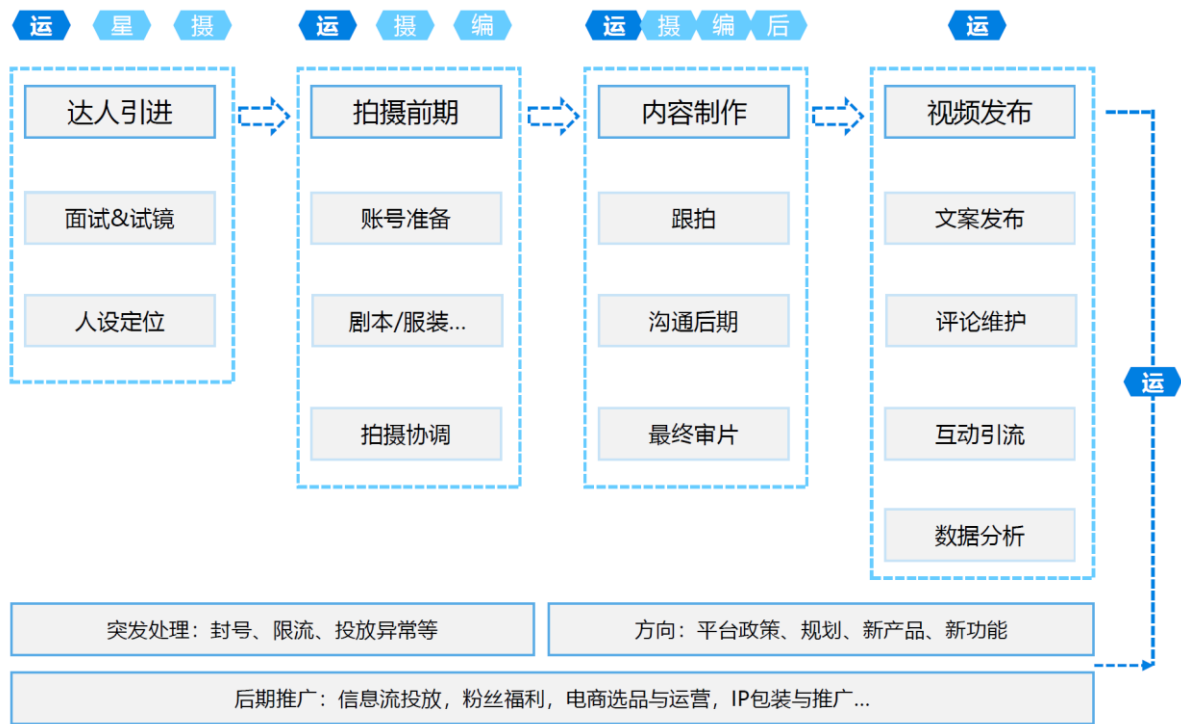
以遥望网络为典型代表，在主播和品牌两端都有涉足、对履约链路有较强把控能力的综合服务商将更为稳健持续：

(1) 主播端：搭建自有主播矩阵，具备基础红人粉丝量及品宣&销售能力。根据公司公告，遥望网络已签约王祖蓝、张柏芝等10余明星，培养瑜大公子（快手粉丝量120万+）、李宣卓（快手粉丝量100万+）等50余达人。短视频方面，遥望旗下全网粉丝量约1.5亿（不去重），累计播放量100亿+，月曝光量25亿+；直播方面，内生培养的素人主播带货能力强，以瑜大公子为例，2019年10月粉丝量突破94万时，单周已可以产生林家铺子黄桃罐头29万罐、妇炎洁卫生巾16万包、一叶子隔离乳1.6万瓶的销售战绩，奥洛菲眼精华单场销售即突破1.8万瓶。

(2) 品牌端：积极与品牌达成战略合作，成为品牌进军直播销售的一站式服务商。公司11月公告与韩束旗下一叶子品牌签订《经销合同》，遥望网络成为一叶子在快手渠道的独家经销商，2020年全年回款指标为1.2亿元，完成指标后可续约1年。

现阶段服务商能够充分享受行业红利跑马圈地，但其盈利能力随着平台规范和竞争加剧大概率逐步走低。行业洗牌整合阶段，在主播（渠道）和品牌（供应链）均有扎实布局的服务商有望持续做强做大，以基础规模吸引更多主播、品牌签约，形成网络效应，不断提升行业集中度。

图34：综合服务机构的运营流程示意图



数据来源：遥望网络，广发证券发展研究中心

图35: 遥望网络旗下李宣卓、瑜大公子销售战报



数据来源: 遥望网络, 广发证券发展研究中心

三、投资建议

电商产业链是近期最为亮眼的细分板块, 尤其是直播带货逐步被市场认知。下沉市场用户的触网, 推动了直播及短视频的普及, 而不断进化的快递配送体系和工厂供应链资源使得直播带货迎来爆发。

2019年“双十一”李佳琦、薇娅、辛巴等头部主播的崛起, 也促使各大平台加大资源的投入。值得重视的是, 2020年快手独家赞助春晚, 有望带来下沉市场用户触网的又一波高潮, 直播仍然是2020年最为重要的流量端红利, 而电商亦是直播流量最好的变现手段。

(1) 平台端, 阿里、快手、抖音、腾讯、拼多多、京东等都是2020年直播带货赛道上的主力玩家; 整个产业链中, 平台具备最强的收割能力, 建议关注电商和内容巨头的布局动作。

(2) 行业红利期, 产业链各个环节的服务商均受益赛道红利, 建议关注以遥望网络为代表, 在主播和品牌两端都有涉足的综合服务商。

(3) 直播电商的发展可能为商家输送更多私域流量, 建议关注中国有赞等提供底层基础设施的SaaS服务商。

(4) 长远来看, 我们认为直播或将成为消费品进军下沉市场的重要路径, 建议关注重视新流量红利的消费品牌, 如南极电商、三只松鼠、珀莱雅等。

四、风险提示

巨头平台间合作破裂; 销售量爆发引发供应链及商品质量问题; 新媒介形式出现, 代替直播; 宏观经济压力。

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛**：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 高峰**：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦**：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。