

# 直播电商新趋势，从流量导购到品效合一

## ——电商精品系列报告之三

证券分析师：赵令伊 A0230518100003

证券分析师：王立平 A0230511040052

报告联系人：张玲玉 A0230120050001

2020.12.03



- **直播带货是电商发展长期趋势：**1) 直播、短视频的兴起使得用户流量时长分配发生变化，同时也改变了广告主品宣投放计划；2) 直播展示性、互动性、真实性的特点强化了品宣效果，直播带货进一步提升了产业链效率和改善消费者体验。
- **以KOL直播带货形式构建的强双边市场实现渠道最低价，营销价值大于渠道价值：**KOL的粉丝流量提高了供应链议价能力，同时满足商家品宣需求，而高性价比的产品吸引更多的用户参与KOL直播购物，本质是商家让利MCN机构达到品牌宣传效应，关键在于将KOL粉丝沉淀为品牌长期用户。
- **直播电商起于流量，发展空间由供给决定：**用户对高性价比产品和更具互动性、场景化的线上购物体验的需求驱动了直播电商的蓬勃发展，然而具备真正带货能力的KOL稀缺，行业头部效应显著，商家对主播带货的品宣需求决定了直播渠道的资源投放。
- **平台多方面受益，规则决定竞争格局：**直播电商结合了传统电商和线下购物的优势，提高了平台的用户粘性和客单价，内容平台电商化趋势明显，我们认为平台的流量分发规则及佣金机制决定了KOL成长性，而KOL与用户之间的信用纽带决定了用户跟随KOL选择购物平台。同时，流量平台和电商平台从合作走向生态闭环，鼓励店播成为平台共识，商家入驻取决于平台流量和技术基础建设，丰富的商品、完善的电商平台建设在店播方面更具优势。
- **投资建议：**直播电商成常态化营销渠道，相关产业链多方受益。推荐平台：京东、拼多多，建议关注拟上市公司快手科技；MCN及红人营销机构：天下秀、建议关注起步股份、尚纬股份；电商代运营：宝尊、壹网壹创、丽人丽妆。
- **风险提示：**行业监管政策风险、行业竞争加剧、数据造假风险

## 有别于大众的认识

- **1) 市场认为直播带货对于商家“无利可图”，而我们认为，KOL直播带货模式对于品牌商家的意义更多在于品宣效果而非售货渠道。**并且，不同阶段的品牌满足的需求不同，成熟知名品牌更倾向于做新品推广、存货清仓、拉新用户和爆款打造，新锐品牌利用KOL的曝光度实现品牌知名度的快速提升，小众品牌结合KOL粉丝特点进行精准投放。
- **2) 市场认为KOL竞争格局的头部效应会削弱平台优势，而我们认为KOL的格局和发展取决于平台的流量规则和佣金机制。**我们观察到目前薇娅、李佳琦、辛巴等头部主播实现了全平台直播带货，具备全渠道营销能力，各个平台有私域布局，同时依赖于平台的公域流量提高曝光度。同时，KOL的成长性一定程度取决于平台的流量规则，具备带货能力的头部KOL主播稀缺，鼓励商家店播发展直播带货能力是平台共识。
- **3) 市场认为监管政策将直接打击直播电商的发展，而我们认为监管出台更进一步规范了直播电商的发展，形成良性运作机制。**广电总局出台关于《国家广播电视总局关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》重点指出对头部直播间、头部主播及账号、高流量或高成交的直播带货活动进行重点管理，加强合规性检查。我们认为监管政策的出台有助于挤出交易泡沫和行业中长期发展，形成良性竞争。

# 引：直播电商集中发力，双十一成交额再创新高

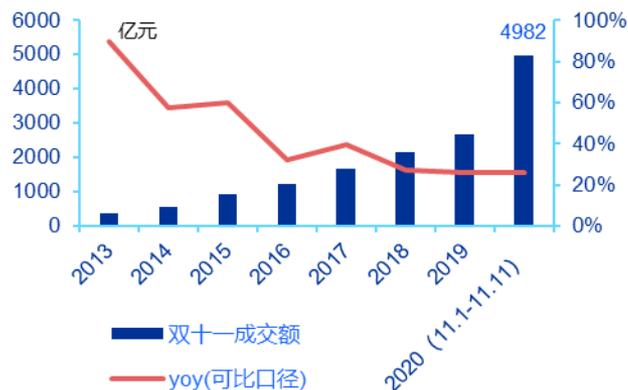
- **直播电商集中发力，2020年双11期间各平台直播销售亮眼。**2020年双十一期间（11月1日-11月11日）天猫成交额达4982亿元，双十一当日成交额超1900亿，占全网销售额的59%。11月1日京东直播10秒带货破亿拿下开门红，双十一期间（11月1日-11月11日）成交额达2715亿元，同比增长32.8%
- **抖音、快手入局，加速推进内容平台电商化。**据亿邦动力数据，快手头部主播、辛选创始人辛有志11月1日销售额18.8亿元，创造其个人电商直播单场纪录。抖音推出针对直播电商的“11.11抖音宠粉节”，10.30-11.11期间平台整体支付口径成交额破187亿，其中11月11日单日成交额破20亿。

**表1：双11期间各平台直播带货销售强劲**

直播平台	双十一期间直播销售成果
淘宝	超30个直播间成交额破亿。10月21日-11月11日期间，TOP3主播GMV分别为113/81/20亿。
苏宁易购	10月21日-11月11日期间，苏宁“超级买手直播间”预计销售额达6.3亿。
抖音	10月21日-11月11日期间，TOP3主播带货GMV分别为6.3/4.4/2.6亿。
快手	10月19日-11月11日期间，“辛选”总直播销售额突破88亿

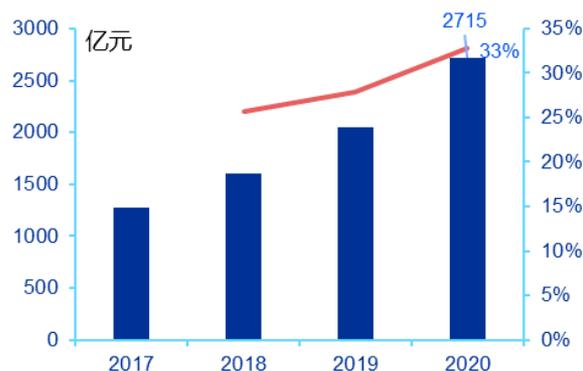
资料来源：各平台官网、卡思数据、亿邦动力网，申万宏源研究

**图1：2020年双十一天猫成交额同比增长26%**



资料来源：天猫官网，申万宏源研究；注：除2020年其他年份均为双十一当天的数据

**图2：京东双11期间销售额同比增长32.8%**



资料来源：京东官网，申万宏源研究；注：京东双十一期间数据均为11.1-11.11期间

# 引：头部主播马太效应明显，店铺自播渐成商家标配

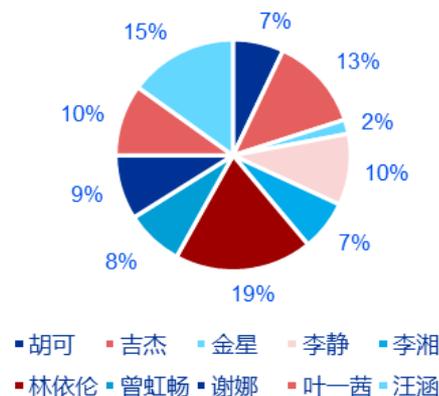
- **头部主播马太效应明显，明星破圈带货成趋势。**据星图数据，2020年双十一预售及狂欢期间（10.21-11.11）直播带货总额高达729亿元，其中薇娅、李佳琦、辛巴、雪梨位列主播带货TOP4，带货金额占总直播带货比重37%。“赢者通吃”局面将提升头部主播议价能力，中小品牌与头部主播合作门槛提升。同时，明星凭借其庞大的粉丝基础和曝光效应纷纷加入直播带货，带货规模更大程度取决于影视粉丝规模和信任，难以出圈裂变，GMV分布相对均匀。
- **店铺直播渐成商家标配，内容化、互动式品宣效果更佳。**双十一期间淘宝直播店家开播超10万场，店铺自播GMV同比增长509%，诞生超30个破亿直播间。

表2：双十一期间TOP10主播数据

排名	主播名称	主播类型	场次	带货额 (亿元)
1	薇娅	达人	23	123
2	李佳琦	达人	22	98
3	辛巴	达人	5	28
4	雪梨	达人	23	22
5	烈儿宝贝	达人	23	6.6
6	蛋蛋小朋友	达人	11	6.1
7	陈洁kiki	达人	22	5.8
8	苏宁易购超级买手	店铺	10	5.6
9	聚划算百亿补贴官方	店铺	22	4.3
10	二驴的	达人	3	4.2

资料来源：星图数据，申万宏源研究；注：监测直播平台为淘宝直播、抖音、快手，双十一期间时间段为2020.10.21-11.11

图3：明星主播直播GMV分布更加均匀



资料来源：知瓜数据，申万宏源研究；注：统计时间：10月21日-11月11日

# 主要内容

---

1. 直播带货是电商发展长期趋势
2. 发展：成长受需求驱动，规模取决于供给
3. 未来：流量的破与立，平台规则定义格局
4. 平台及MCN机构等重点公司分析
5. 投资建议及风险提示

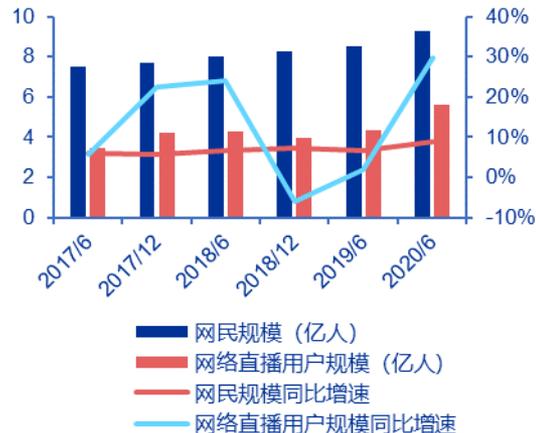
# 1.1 直播用户高速增长，直播电商发展空间广阔

## ■ 网民增长步入低增速新常态，网络直播应用时长提高显著。图4：网络直播用户自疫情以来保持较高增速

2017-2019年间网民规模同比增速保持在5%-7%。疫情期间短视频加速渗透，截止2020H1，网络直播用户达5.6亿，网络直播占据网民网络时间的7.3%，同比提升3.0pct。

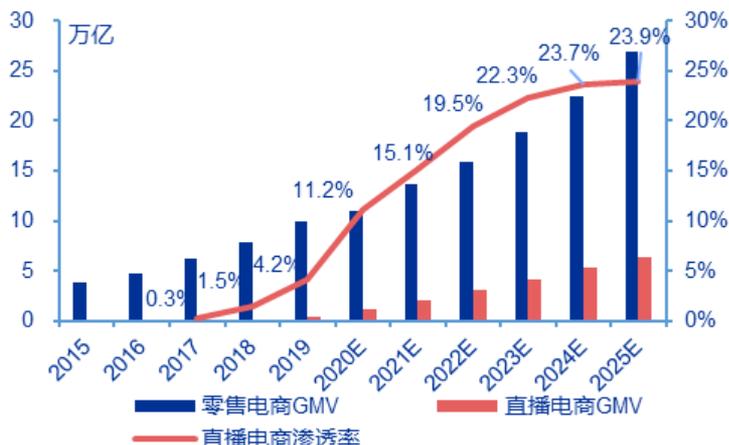
## ■ 高增长+低渗透率，2025年直播电商规模有望达到6.4万亿。

2016年淘宝直播和蘑菇街率先入局直播电商，2017-2019年CAGR达398%，2019年直播电商渗透率4.2%。据艾瑞咨询预测，2020年直播电商规模有望达到6.4万亿，直播电商渗透率达到23.9%，未来成长空间广阔。



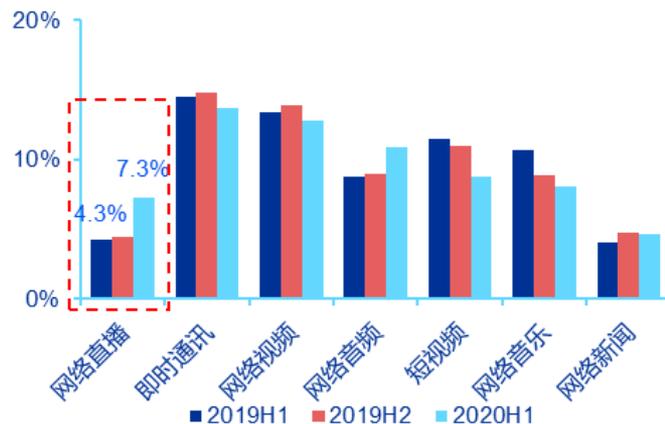
资料来源：CNNIC，申万宏源研究

## 图5：直播电商渗透率预计在2025年达23.9%



资料来源：艾瑞咨询，快手招股书，申万宏源研究；直播电商渗透率=直播电商规模/零售电商规模

## 图6：用户在网络直播应用上的时长大幅提升

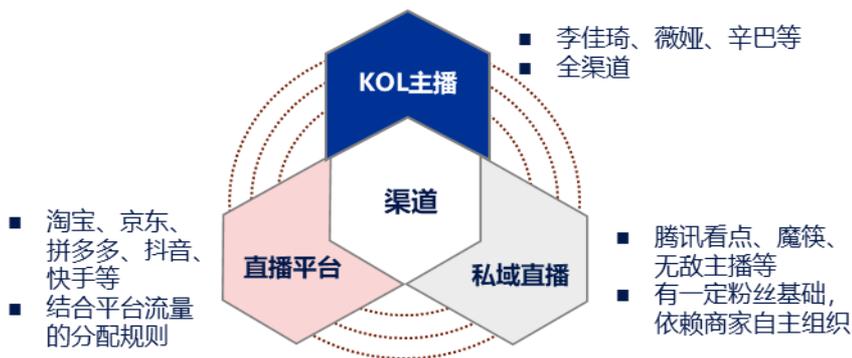


资料来源：CNNIC，申万宏源研究

## 1.2 直播丰富线上购物场景、提高互动性

- **对于商家而言，我们可以把直播场景分为三类渠道模式：**
  - 1) KOL主播：**李佳琦、薇娅、辛巴等头部主播具备全渠道营销能力，各个平台有私域布局，兼顾商品种草、预热、正售和二次传播的功能；
  - 2) 直播平台：**淘宝、京东、拼多多、抖音、快手等平台优势在于公域流量，商家需要结合平台流量分配规则做自播和达人直播的结合；
  - 3) 私域直播：**适合在微信的社群和朋友圈、公众号等里有一定的粉丝沉淀的达人或者商家，更偏工具属性，更依赖商家或者达人自主组织。
 本篇报告重点研究是KOL带货为主的直播形式。
- **在满足产品丰富度的前提下，直播进一步强化了线上购物互动性和真实性。**直播凭借其购物场景化、内容化和真实性，已经成为商家日常品牌宣传和导购渠道之一，店铺自播常态化发展趋势明显，随着VR/IOT技术的发展和商业化应用，消费者未来可能通过直播跟商品还能实现更真实的互动，甚至对供应链的自动化定制，想象空间巨大。

图7：直播场景三类渠道模式



资料来源：申万宏源研究

图8：直播网购进一步丰富线上购物场景

	直播网购	传统网购	线下购物
产品真实性	中	弱	强
产品丰富度	强	强	弱
体验互动	强	弱	强
购物时效	弱	弱	弱

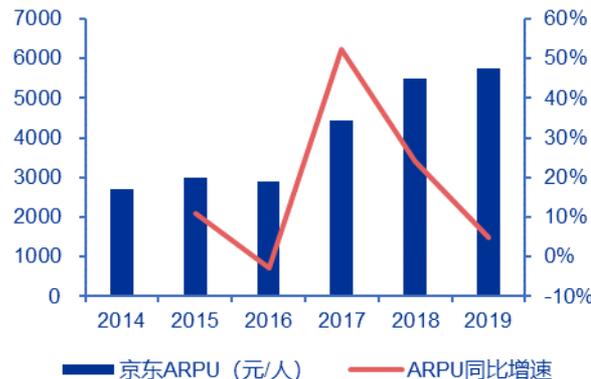
  

资料来源：淘宝，申万宏源研究

# 1.3 从合作走向生态闭环，内容平台电商化趋势明显

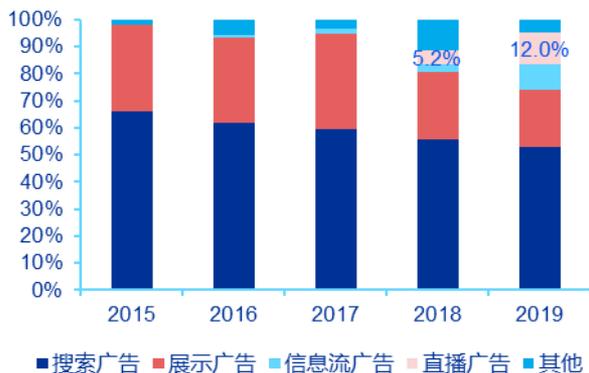
- **电商平台内容化：对内深耕存量提升ARPU，向外争夺增量提升AAC。** 1)对内：直播形式丰富顾客场景体验，有趣内容提高购买转化率推动ARPU上升，进一步挖掘存量价值。2)对外：内容平台电商化与新电商平台快速崛起，分流潜在用户与在线时长，电商平台内容化是被动守卫存量与主动拓展增量的双重需要。
- **内容平台电商化：直播带货将进一步打开内容平台变现方式。** 针对性地选择细分顾客群体，为企业提供精益化广告投放方案；“佣金+CPS”的付费机制，降低付费门槛与试错成本。2017-2019年直播广告占比从0提升至12%，企业直播营销投放意愿提升明显。

图9：京东ARPU增速放缓



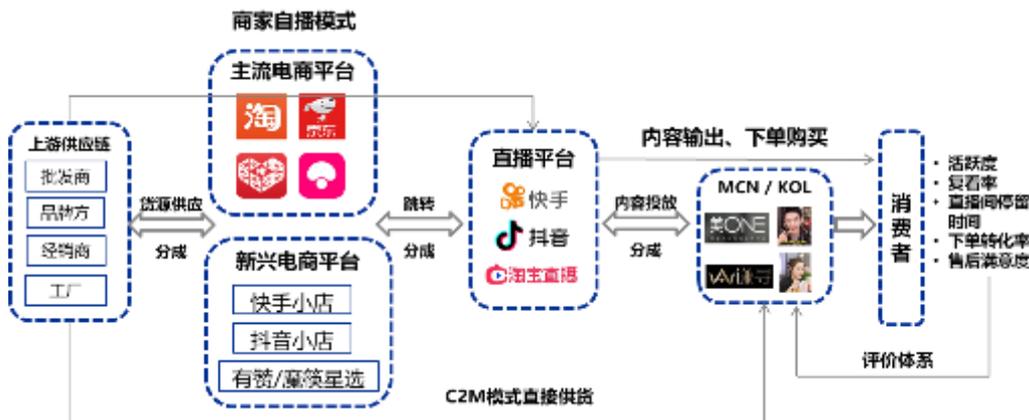
资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究；注：ARPU=GMV/AAC

图10：直播广告成为内容变现的着力点之一



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图11：电商与内容平台对接，打造种草-拔草闭环



资料来源：申万宏源研究

# 1.4 直播电商格局：淘宝、抖音、快手三足鼎立

- **专业主播生态+庞大商品供应链+领先的直播技术+长期用户认知教育，淘宝直播具有先发优势，占据龙头地位，平台内容化、商品品类拓宽、直播场景丰富化驱动其高速增长。** 淘宝直播自2016年5月正式上线，直播以带货为变现模式，2019年实现GMV超2000亿元，市场份额为47.98%（据艾瑞咨询，2019年直播电商规模达4168亿元），连续三年直播引导成交增速在150%以上。未来将通过扶持商家店播提高全品类直播能力，发展更良性的主播生态提高其竞争优势。
- **抖音/快手凭借其社交+优质内容的平台属性、红人IP和高用户粘性的优势，转化站内流量，直播电商迅猛发展。** 以快手为例，其拥有独特的“老铁文化”，流量偏私域，依托红人与用户之间的信任纽带，主播带货能力强。抖音/快手2019年GMV分别为400/596亿元，市场份额分别为9.6%/14.3%（据艾瑞咨询，2019年直播电商规模达4168亿元）。

图12：直播电商发展历程图



图13：淘宝直播GMV占绝对优势，快手、抖音迅猛发展



资料来源：中国消费者协会，《2020商家直播白皮书》，申万宏源研究

资料来源：中国消费者协会，2020商家直播白皮书，快手招股书，申万宏源研究；注：快手2020年数据为20H1直播GMV的两倍

# 主要内容

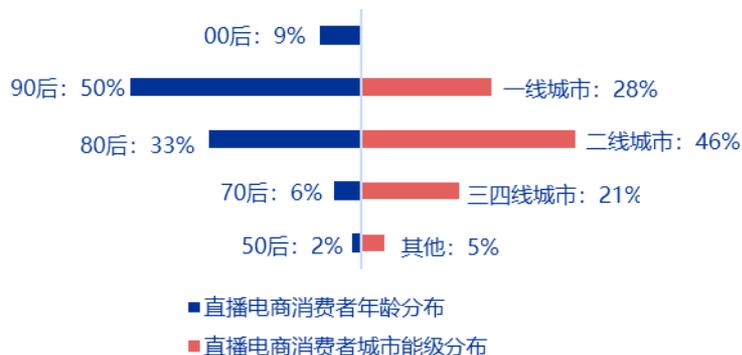
---

1. 直播带货是电商发展长期趋势
2. 发展：成长受需求驱动，规模取决于供给
3. 未来：流量的破与立，平台规则定义格局
4. 平台及MCN机构等重点公司分析
5. 投资建议及风险提示

## 2.1 用户：KOL信任背书，高性价比产品是关键

- **直播电商消费者集中在一二线城市，80后与90后青年占比超八成。**一方面，较高的一二线人群占比为商品矩阵可上探至高端、高毛利品类提供了用户基础；另一方面，占比较低的三线及以下城市人群孕育着广阔的下沉机会。
- **价格与主播信任是直播购物的两大驱动，非标类商品成销售主力。**直播电商用户倾向于信任KOL推荐，将直播作为过滤器以降低非标类商品的搜寻成本与决策难度，而做好品质担保与售后问题是直播发展的关键。从淘宝直播榜单看，珠宝首饰、美妆等非标品类直播渗透率更高，直播让一些电商渗透率较低的品类迎来线上发展机遇。

图14：直播电商消费者构成以一二线青年为主



资料来源：中国消费者协会、21测评，申万宏源研究

图15：淘宝直播各行业直播渗透率TOP10



资料来源：淘宝直播，申万宏源研究；注：统计时间段为2020.1-2020.10

图16：价格因素是直播购物的主要驱动力



资料来源：中国消费者协会，申万宏源研究

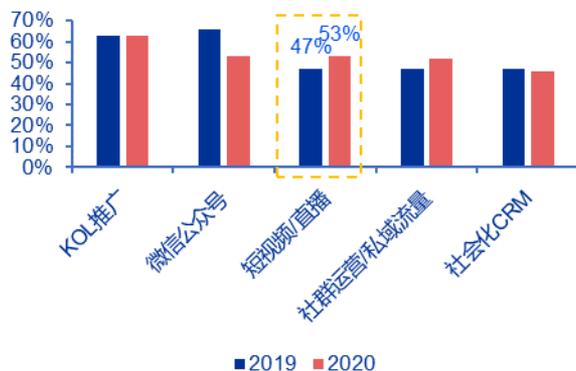
## 2.2 商家：营销投放再分配，直播满足多元推广需求

- **直播带货逐渐成为品牌商营销方式之一，带来营销资源投放再分配，不同定位品牌对主播带货需求不同。**
- **成熟知名品牌：新品推广、存货清仓、爆款打造、拉新用户。** KOL自带的庞大粉丝资源和流量效应为成熟知名品牌加大曝光度，提高促销宣传效果，适合新品推广、爆款打造和存货清仓，此外，将KOL粉丝转化为品牌用户是商家的最终诉求，因此愿意让利MCN机构，但不会成为常态化的销售渠道。
- **新锐品牌：知名度快速提升。** 新锐品牌主要通过知名主播背书，借用主播形象渲染品牌形象，搭乘主播庞大的直播流量，抢占消费者心智，加速品牌成长。
- **小众品牌：结合KOL特点的精准投放。** KOL的特点决定了粉丝群体的特征，为小众品牌提供了更精准的投放范围，提升人与货的匹配效率，进而节约营销开支。同时，小众需求较低的价格敏感度使得直播电商更倾向于好物推荐发展。

**表3：直播电商适用商户范围更广，转化率高**

营销模式	定义	结算方式	优点	适用广告主/商户类型
直播广告	在电商平台直播频道中以直播形式展示商品的营销模式	CPS	粉丝粘性高、互动性强、转化率高；通过限时优惠吸引转化	预算较少的商户可自行选择腰部、尾部主播，预算较多的商户可与头部主播合作
搜索广告	展示于商品搜索结果中、搜索结果页左下侧及下方商品推荐位中的广告形式	CPC	贴合强需求人群推送	投放预算较多的品牌主和商户
展示广告	以图片形式形成的电商平台页面焦点图、banner等广告形式	CPM CPD	醒目展示、加强品牌形象；展示图片可以跳转链接商品辅助消费转化	投放预算较多的品牌主和商户
导购营销	通过转发商户在电商平台生成的商品导购链接而产生商品交易的营销模式	CPS	操作简单；随着转发者广泛触达电商站外流量	高佣金商户更容易得到导购转载
信息流广告	在电商平台内容板块中以图文、短视频等形式出现的各式内容化商品推荐广告	CPS为主	商品宣传信息具有一定的真实性和互动性；可借助达人粉丝效应	没有长期稳定高销量的品牌主和商户

**图17：超五成广告主将直播作为社会化营销重点**



资料来源：秒针系统《2020年中国数字营销趋势》线上调研，申万宏源研究；注：数值代表被调查的机构中，将短视频/直播作为社会化营销重点的比例

资料来源：中国消费者协会，2020商家直播白皮书，申万宏源研究

## 2.3 强双边市场实现渠道最低价，商家为品宣付费

- **直播构建KOL和商家强双边市场，使得“全网最低价”成为可能。**主播粉丝越多，供应链议价能力越强，商品价格优势越大粉丝数量反向又会更多，商家更加愿意给主播让利，更多是为KOL带来的品牌曝光度付费。据艾瑞咨询，顶级网红电商直播的购买转化率可达20%，远高于社交电商8%和传统电商0.37%的水平。
- **MCN与KOL参与供应链资源整合，直播或成为C2M模式重要媒介。**我们认为，随着直播营销模式成熟，掌握流量的KOL、MCN或者直播平台对供应链的反向定制能力提升，对渠道的效率要求提高，以谦寻为代表的MCN机构参与供应链整合，提供更高效率的“人找货”对接模式，直播有可能成为C2M模式的一个重要撬动点或者说介质，未来有望孵化出成功的直播品牌。

图18：高带货转化率是直播电商的核心优势



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

表4：直播优惠力度大于旗舰店优惠力度

产品名称	双十一期间直播带货优惠价 (元/ml)	双十一期间天猫旗舰店优惠价 (元/ml)	折扣力度 (直播带货优惠价/天猫旗舰店优惠价)
科颜氏淡斑精华液	8.57	8.97	9.56折
资生堂红腰子精华	7.92	11.8	6.71折
雅诗兰黛七代小棕瓶	9.05	9.47	9.55折
SK-II神仙水	4.81	6.52	7.38折
兰蔻菁纯眼霜	23.48	27	8.70折

资料来源：淘宝，申万宏源研究

## 2.4 KOL：马太效应显著，破圈引流是关键

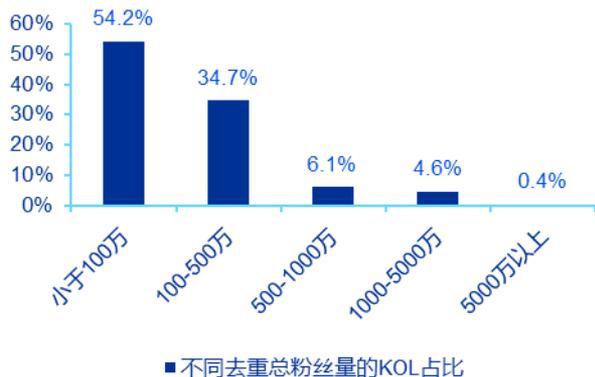
- **KOL马太效应显著，粉丝经济下破圈引流是关键。**高转化率与庞大粉丝基础是KOL的核心优势，但KOL格局头部效应显著，去重粉丝量超过1000万的KOL仅占5%左右。据艾媒咨询，头部主播以2.2%的人数占比，囊括了近80%的带货份额。同时，明星开始入局直播带货，KOL们也开始参加综艺、开线下粉丝见面会等，核心通过加强自身曝光度，吸引更多粉丝，加强自身的溢价能力。我们认为，未来明星、企业高管等加入直播带货是趋势，进一步加大KOL主播行业竞争，但也存在粉丝群体固化、推荐品类有限等问题。
- **主播全渠道运营能力拓宽直播场功能，声量、销量、拉新三效合一提高品宣效果。**随着主播和明星等公众人物的相互破圈，会进一步提高主播全渠道营销能力，使得品效合一直播场景更加高效，达人直播间相当于一个行走的流量池，实现品牌曝光、促销、拉新等需求，通过多平台布局多元化KOL等方式做广宣对同一个用户不同程度、不同频次的曝光，我们认为商家通过MCN机构实现全案营销将会常态化。

图19：明星与主播走出圈层界限相互破圈



数据来源：申万宏源研究

图20：主播分布马太效应明显



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究；注：去重总粉丝，指某指定KOL在各KOL平台中去重的累计粉丝数量

## 2.5 MCN：全案营销与KOL孵化是核心竞争力

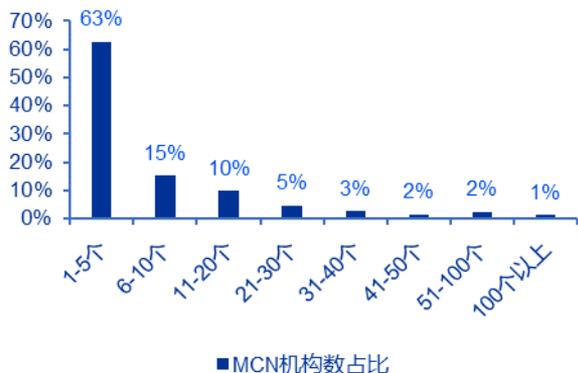
- **KOL精细化、专业化是趋势，具备全案营销能力的MCN机构更能满足商家需求。**全案营销延长企业与MCN机构的合作周期，使得MCN机构更全面地为企业定制多样化的营销策划，更灵活地配置不同专业领域和风格的KOL。
- **MCN市场格局分散，能力层次不齐，KOL孵化能力构建高护城河。**据艾媒咨询预测，2020年我国MCN市场规模或达245亿元，MCN机构数量或达2.8万家。2019年，营收规模在3亿以上的MCN机构不足10%，超六成MCN机构签约主播数≤5个，MCN机构对个别主播的依赖程度过高将削弱MCN机构的议价权力，系统化、标准化地批量孵化主播的能力有利于MCN机构的可持续发展。

图21：全案营销更为全面深入地介入品牌营销周期



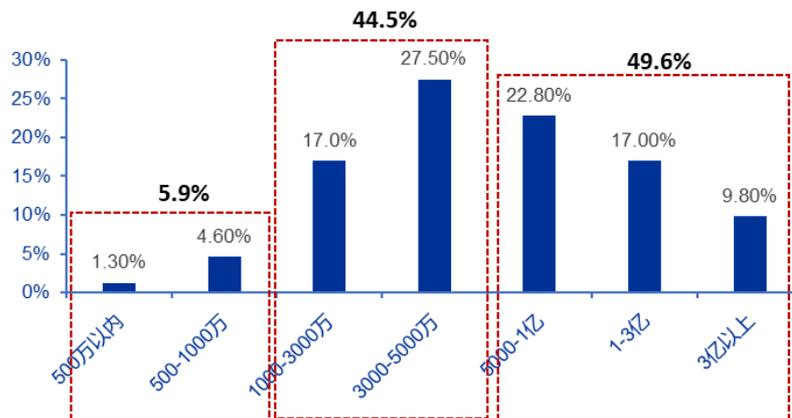
资料来源：欧塞思，申万宏源研究

图22：签约主播数在1-5之间的MCN占比超六成



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图23：2019年MCN机构营收规模分布



资料来源：克劳锐，申万宏源研究

## 2.6 空间：商家资源投放和KOL格局决定主播带货规模

- **商家对KOL主播带货的商品资源定量定额投放。**据我们观察统计，达人直播间SKU以爆款单品/组合套装或新品为主，单月SKU投放件数上百件，月直播场次约1500-2500场，平均每位KOL单月为品牌商播4-6场。根据直播眼和淘数据的统计数据，我们计算直播月销量占店铺月总销量比例仅为0.1%-2.4%，我们认为一方面商家对达人直播带货需求更重营销和导流，另一方面受制于真正有带货能力的KOL稀缺同时需要兼顾渠道价格管控。
- **重营销和导流：**达人直播的主要场景是新客拓展、新品上市、爆款打造以及大促蓄水，关键在于品牌商能否有效转化KOL粉丝，通过中长期的精细化运营，使流量沉淀为品牌忠实用户，KOL粉丝群体增长有限，特点鲜明，因此我们认为商家在达人直播渠道投放的商品资源有限，保持节奏而不是高频倾售。
- **重视渠道及价格管控：**一方面，由于直播间商品折扣力度更大，SKU单价更低，品牌商需要对供货量进行管控，避免对其他销售渠道产生影响；另一方面，达人主播佣金率、坑位费高，而商家营销预算有限，需要将有限资源进行合理有效配置。

**表5：知名品牌商家对主播带货渠道的投放计划**

品牌	美妆护肤		休闲零食		日用快消品
	雅诗兰黛官方旗舰店	兰蔻官方旗舰店	三只松鼠旗舰店	良品铺子	宝洁官方旗舰店
KOL投放人数/月	330	401	419	362	348
SKU特点	中高端明星单品/套装		新品+爆款单品/礼包		爆款套装
SKU件数/月	143	170	566	398	290
价位	500-2000元	500-2000元	50-200元	50-200元	10-150元
直播场次/月	2109	2382	2382	1992	1518
直播月销量/月	43902件	41165件	76325件	13408件	43.57万
直播销量占比店铺总销量	1.48%	1.32%	0.58%	0.12%	2.40%

资料来源：淘数据，直播眼，申万宏源研究；注：数据截至2020年11月26日

## 2.6 空间：商家资源投放和KOL格局决定主播带货规模

### ■ 核心假设：

- a) 假设直播电商KOL结构中，头部/肩部/腰部/尾部分别占比5%/8%/10%/77%。2019年淘宝共有177位GMV过亿的头主播，同比增长119%，根据果集数据，淘抖快Top50主播中，淘宝占比约30-55%。考虑到具备较强带货能力的头部KOL孵化难度较大，假设2019-2025年淘宝头部主播数量复合增速为25%，到2025年可以达到675位，占行业头部主播比重为50%，行业总头部主播数量约1350位，直播电商KOL整体为27008位。
- b) 根据果集数据，2020年5月-10月Top50主播的平均带货GMV为2.9亿/月，平均销量为260万件/月，平均客单价为112元。考虑到果集数据统计的Top50主播年GMV约34.8亿，KOL带货结构头部效应显著，我们假设2025年整体头部主播（年GMV在1亿元以上）平均月销量/均价分别为100万件/150元，假设肩部/腰部/尾部主播月销量分别为头部主播的10%/4%/1.5%，客单价分别80/60/50元。

- **结论：**我们测算得到2025年主播带货单月GMV可达1744亿元，全年约2万亿，占直播电商市场规模比重约33%，67%直播电商由商家自播实现。（艾瑞咨询测算2025E直播电商可达6.42万亿，渗透率为24%）

**表6：2025E主播带货单月GMV可达1744亿元，全年约2万亿**

	年GMV	KOL人数	占比	平均销售量 (万件/月)	均价 (元)	GMV (亿元/月)
头部KOL	1亿元以上	1350	5%	100	100	1350
肩部KOL	3000万元至1亿元	2161	8%	10	80	173
腰部KOL	1000万元至3000万元	2701	10%	4.0	60	65
尾部KOL	100万元至1000万元	20796	77%	1.5	50	156
合计		27008	100%			1744

资料来源：申万宏源研究；注：我们定义年GMV在100万以上的纳入我们测算的直播带货KOL，其他类型KOL及自播商家不在我们测算范围内。

# 主要内容

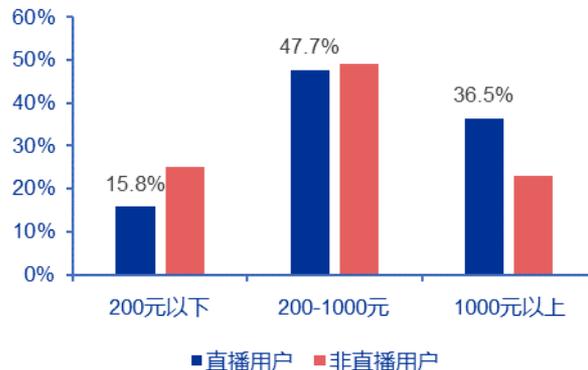
---

1. 直播带货是电商发展长期趋势
2. 发展：成长受需求驱动，规模取决于供给
3. 未来：流量的破与立，平台规则定义格局
4. 平台及MCN机构等重点公司分析
5. 投资建议及风险提示

### 3.1 对平台：直播增加变现方式，提高商品成交转化率

■ **电商平台：直播拉动转化率上升。**根据QuestMobile数据，图24：直播用户消费能力强于非直播用户。抖音、快手用户周人均单日使用时长超过120分钟，远高于非直播用户，用户粘性强；2020年手机淘宝app直播用户的支付率为55.6%，高于非直播用户的49.7%，购买转化率较高。同时，平台服务费收入将受益于高毛利非标产品渗透率的上升。

■ **佣金结构：**直播带货佣金分成以CPS模式为主，头部MCN机构和交易平台议价权较高。根据主播带货能力和品牌品类不同而抽佣比例会不同，一般在20%及以上。从佣金结构看，各平台均鼓励平台内商品入驻，抵制第三方外链商品进入直播。



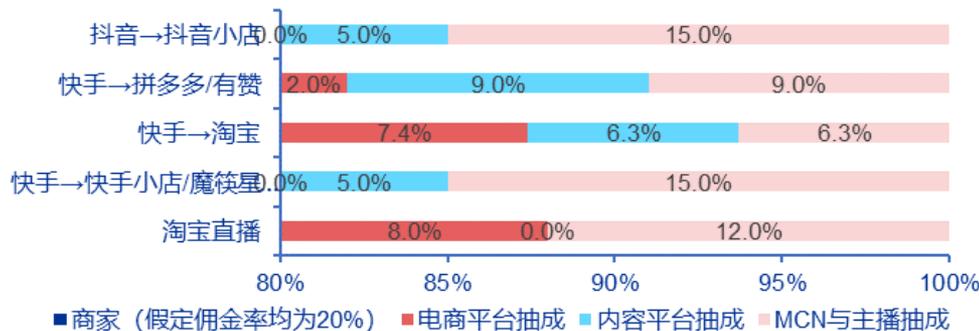
资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

表7：高毛利非标品渗透率增幅较大

排名	淘宝直播成交额增速TOP10行业	淘宝直播渗透率增幅TOP10行业
1	大家电	美妆
2	运动户外	大家电
3	3C数码	医美
4	汽车	女装
5	家装	箱包配饰
6	手表眼镜	生活电器
7	生活电器	3C数码
8	男装	手表眼镜
9	内衣	医药保健
10	女装	内衣

资料来源：淘榜单，申万宏源研究；注：2020年618购物节数据

图25：平台抽佣比例随路径发生较大变化

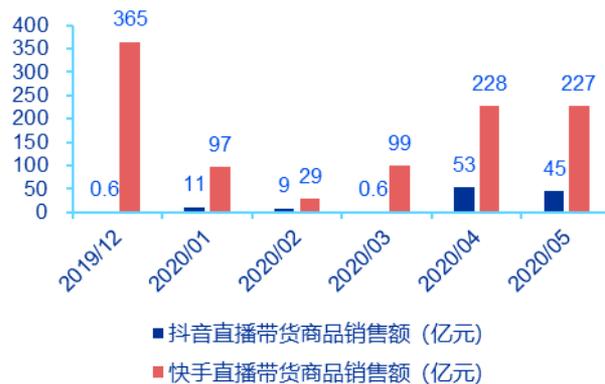


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

## 3.2 对KOL：流量分发机制决定引流效率与质量

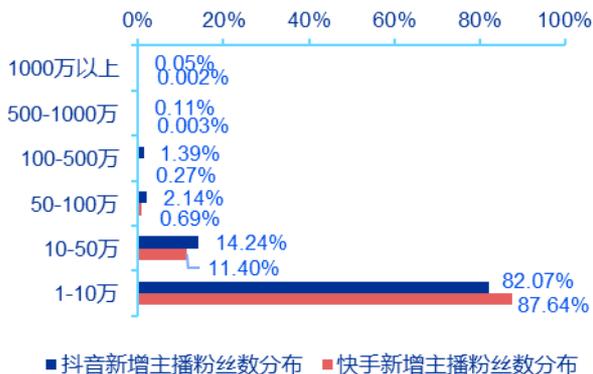
- **中心化分发下引流效率更高，去中心化分发下用户粘性更强。**以淘宝直播、抖音为代表的中心化分发机制，更适合具备流量基础的机构、店铺与头部主播；以快手为代表的非中心化分发机制更适合腰尾部与新人主播。
- **中心化分发机制对平台而言更有利于头部KOL的复制。**据飞瓜数据，2019年12月-2020年5月间，粉丝数大于1000万的新增主播中抖音有146个，快手仅有4个。
- **非中心化分发机制更契合直播电商业务。**非中心化机制较强的社交属性带来了更高的用户购买转化率，据飞瓜数据，2020年5月快手直播带货销售额为227亿，是抖音的5倍。

图26：快手直播电商销售额规模远超抖音



资料来源：面朝研究院、飞瓜数据，申万宏源研究

图27：中心化分发机制有利于打造头部主播



资料来源：面朝研究院、飞瓜数据，申万宏源研究；注：统计时间为2019年12月-2020年5月，仅统计粉丝数大于1万的新增主播数量

表8：主流直播平台流量分发模式与优缺点

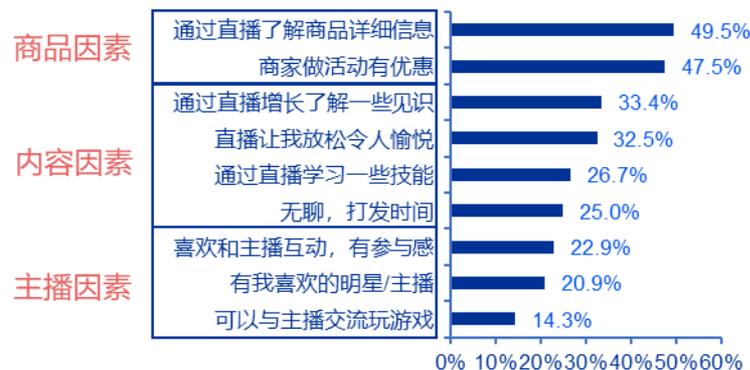
平台	抖音	快手	淘宝直播
流量分发特点	中心化	去中心化	中心化
流量分发机制	<b>智能分发：</b> 以附近和关注为主，配合用户标签与内容标签。 <b>叠加推荐：</b> 以内容的综合权重作为评估标准。 <b>热度加权：</b> 转发量 > 评论量 > 点赞量 > 评论量 > 转发量。	<b>社交传播：</b> 流量主要依据关注与兴趣分发，老铁社区文化兴盛。 <b>新人友好：</b> 普通用户分配到流量的机会更多。	<b>标签竞争：</b> 在标签之下与竞争对手进行流量争夺。 <b>层级攀登：</b> 更高等级的主播将获得更多平台流量倾斜。 <b>活动排名：</b> 在活动与排位赛中靠前的主播将获得更多流量倾斜。
优点	高效快速打造爆款，适合有一定流量基础机构与组织吸引与沉淀粉丝流量。	粉丝忠诚度与转化率更高。	流量分配更加高效。
缺点	用户忠诚度与粘性低于快手，直播带货规模尚小。	头部主播带货集中度相对较低。	对头部主播依赖程度过高。

资料来源：搜狐网，申万宏源研究

### 3.3 对用户：所有的直播消费都回归于商品本身

- 直播消费起于KOL与粉丝间信任纽带，但落点仍在商品性价比。据中消协调查，用户观看直播的因素中：商品因素 > 内容因素 > 主播因素，主播信任并不改变消费主线。
- KOL主播阵地更大程度决定用户购买平台。主播方通过形成主播联盟增强议价权（如辛选）、自建供应链（如薇娅）等方式获得渠道专属折扣，满足用户对商品折扣的需求，我们认为本质是高性价比产品决定用户的购买渠道和方式。
- 各平台用户满意度仍有较大提升空间，淘宝直播凭借先发优势和电商平台基础购物体验满意度领先同业。

图28：需求围绕商品的本质没有改变



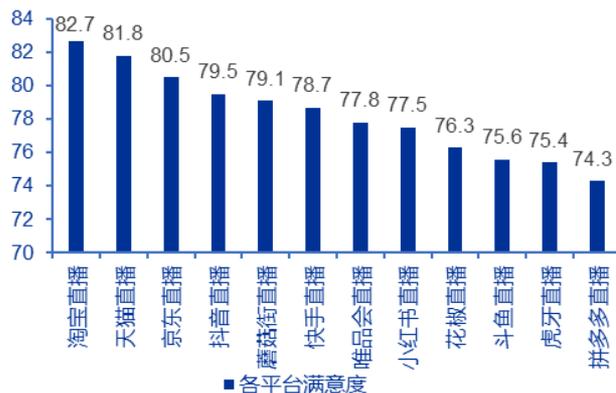
资料来源：中消协《直播电商购物消费者满意度在线调查报告》，申万宏源研究

表9：薇娅“四步选品”获得高性价比优质产品

选品步骤	选品措施
第一步：初筛	只选择性价比高、品质过硬的商家合作。
第二步：试样	由 50 人组成的产品体验团试用并且填写反馈报告后，达到 80% 以上的赞美率才能通过。如涉及美妆产品，体验成员中会有化工博士、医师等专业人士检查成份。
第三步：议价	通过体验的产品，要有专属于薇娅的优惠折扣。
第四步：终审	所有筛选过的商品能否上直播，薇娅拥有一票否决权，她会把所有待定商品再亲自试用试吃一遍，认可后才能进入直播排期。

资料来源：搜狐网，申万宏源研究

图29：兼具流量与先发优势的平台满意度更高



资料来源：中消协《直播电商购物消费者满意度在线调查报告》，申万宏源研究

### 3.4 对商家：店铺自播规模化，流量需求差异化

- **电商供应链基础和营销工具等技术服务决定店家自播规模化发展。** 抖音、快手等内容平台电商变现，逐步打造生态闭环。我们认为，具备带货能力的头部KOL主播供不应求，鼓励店铺自播是平台共识，日常店铺直播发展空间巨大，而商家入驻取决于平台流量和技术基础建设，丰富的商品、完善的电商平台建设在店播方面更具优势。
- **商家流量需求差异化。** 2020年上半年商家对流量的诉求主要为：1) 直播流量池拓宽、2) 协助流量获取、3) 错峰流量竞争、4) 分层流量扶持。分行业/分等级扶持、流量券、小时榜等新机制将助力满足多层次、差异化的店家流量需求。
- **新技术赋能店铺自播提效。** 通过虚拟试装、在线福袋等小程序与店铺主播讲解结合，打造更加丰富立体的互动体系，助力店铺自播营销质量的提升。

**表10：淘宝多措并举满足商家差异化的流量需求**

商家诉求	应对措施
直播流量池拓宽	明星合作：通过明星吸引、拉动粉丝及兴趣人群转化，拓展淘宝直播整体流量池。
协助流量获取	流量券获流：1个流量券可以兑换一个直播间访问量，即流量券是一种获取直播公域确定性流量的简单方式。
错峰流量竞争	小时榜错峰：让更多单位时间内符合要求的直播间进入榜单获取公域流量以及小时前排商家获得资源扶持机会。
分层流量扶持	品类日分层：在品类日对相应类目直播给予流量扶持，同时针对不同商家直播等级建立针对性的分层扶持计划。

资料来源：阿里妈妈，申万宏源研究

**图30：新技术助力店铺自播效果提升**



资料来源：阿里妈妈，申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 直播带货是电商发展长期趋势
2. 发展：成长受需求驱动，规模取决于供给
3. 未来：流量的破与立，平台规则定义格局
4. 平台及MCN机构等重点公司分析
5. 投资建议及风险提示

## 4.1 淘宝直播：拥有完整直播产业链的行业先行者

- 从“攻”到“守”，背靠淘宝丰富供应链，推动平台内容化和商家自播完善电商直播生态。**2015年，淘宝直播立项，2016年5月正式上线，前期重点扶植PGC内容，提高直播内容的质量，完善基础生态搭建；2017-2018年，“带货女王”薇娅和“口红一哥”李佳琦前期利用平台给予的流量扶持，分别在服装和美妆细分领域深耕，后期凭借丰富的货品组合、突出的选品和商品议价能力、讲解的专业性和人设打造，建立与消费者的信任纽带，积累大量忠实粉丝，成为淘宝头部主播。2019年主播明星化趋势逐渐凸显，薇娅、李佳琦通过明星互动、助农公益直播、魔性短视频等方式实现出圈，在淘宝站内站外形成庞大流量效应；2020年，行业竞争更加激烈，淘宝直播通过培养商家直播能力，提高站内活跃用户的购买转化率，开放直播技术、选品能力、运营能力，减少对超头部主播和站外流量的依赖。

图31：淘宝直播发展历程

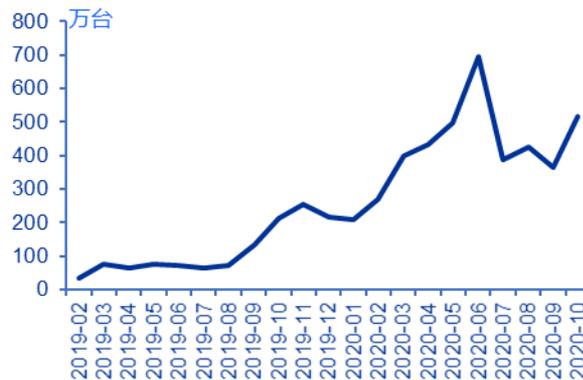


资料来源：淘宝直播，亿欧，申万宏源研究

## 4.1.1 淘宝直播：用户以高线城市女性为主，消费能力强

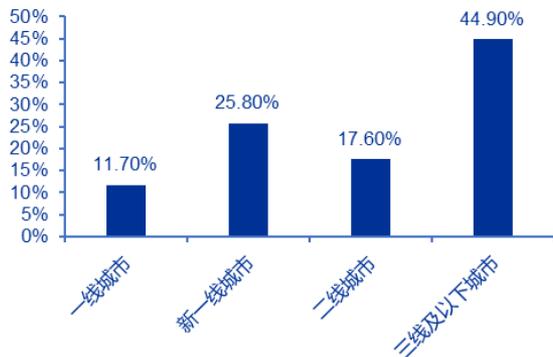
- **一二线女性用户为主**：据Oratings，淘宝直播的核心用户群集中在26-40岁，占比80.5%；以一二线城市为主，占比达55%；女性用户占主导，男性用户占比逐渐提升，据阿里研究院，2019年男性用户比重近40%，同比提升6pct。
- **淘宝直播用户线上消费能力强**：月网购消费金额在200-1000元/1000元以上的用户占比分别为50.4%/28.5%，均高于15-35岁的移动购物用户。
- **淘宝直播App月活用户数在上半年快速增长，618大促当月MAU达690万人。**

图32：淘宝直播App月活用户在20H1快速提升



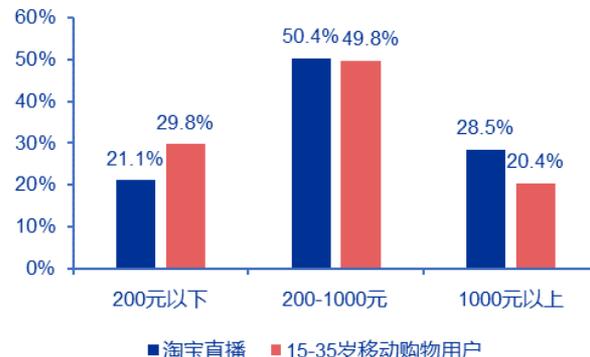
资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图33：一二线城市用户占比55%



资料来源：Fastdata极数，申万宏源研究

图34：淘宝直播用户线上消费能力强



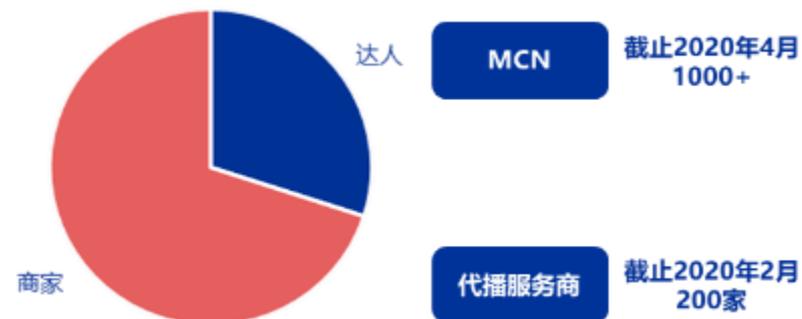
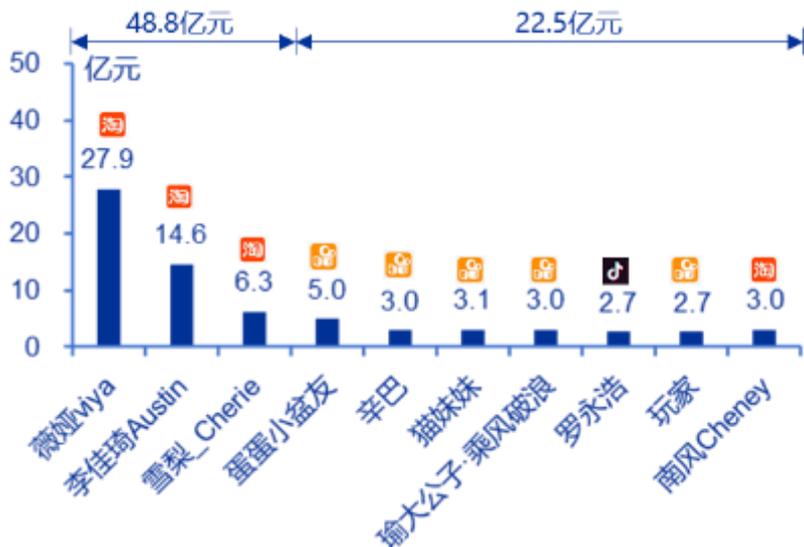
资料来源：QuestMobile，前瞻产业研究院，申万宏源研究

## 4.1.2 淘宝直播：培养商家自播及腰部主播，打造健康直播生态

- **淘宝达人直播带货能力大幅领先快手、抖音，议价能力高，影响平台和品牌商利润率，依赖头部主播带货的持续性低。**据艾媒咨询，截止2020年9月，淘宝直播KOL数量约1.6-1.7万。9月淘抖快Top50的电商主播合计实现117.5亿元GMV，淘宝头部三名主播GMV占比达42%，淘抖快Top30带货GMV分别为79/23.5/39.1亿元，淘宝优势突出。但头部主播在擅长品类佣金率高达30-50%，坑位费可过十万，商家处于相对弱势地位。
- **直播带货更大的潜力在于商家，通过培养腰部主播和商家自播，完善良性商业生态。**据淘榜单，截止2020年天猫双十一，在过去十二个月里，参与淘宝直播的商家数量增幅超220%。平台专业化能力不断提高，截止2020年4月MCN机构超1000家，代播服务商从2019年6月的0家增长至2020年2月的200家。淘宝直播计划在未来1年内培养10万名月入过万的中小主播，培养100家营收过亿的MCN机构。

图35：淘宝超级头部直播带货能力领先快手、抖音

图36：618商家自播GMV占比近7成



资料来源：果集数据，申万宏源研究；注：数据时间为2020年9月

资料来源：淘榜单，申万宏源研究

## 4.1.3 淘宝直播：淘宝全面信息流化，构建多元内容矩阵

- 淘宝通过加强商品信息流和内容化建设，提升获客效率，淘宝直播是内容化战略中重要的一环：1) 构建多元化内容矩阵：图文、短视频、直播等多元内容展现形式，鼓励商家自制内容，淘宝直播融入淘宝首页、推荐信息流、商品主页等各功能板块；2) 增加微详情页，打造沉浸式消费体验：无限信息流，主题式推荐，呈现商品主图+价格关键信息，增加购买及商家直播链接，强化“逛”的体验，决策效率更高，形成从“种草”到“下单”的闭环。

图37：淘宝全面信息流化



资料来源：淘宝，百度，申万宏源研究

## 4.1.4 淘宝直播：短视频丰富内容生态，提高用户粘性

- 短视频内容将成为商家展示商品重要形式之一，与直播互补满足用户全方位需求，提高站内流量转化率：淘宝站内短视频通过算法机制对同一品类商品进行系列推荐，提高消费者购买转化率。
- 丰富内容供给和巩固产业链优势是关键：1) 趣味内容提高消费者购物体验，5G技术应用丰富直播场景：一方面，鼓励达人和商家创作趣味内容，多元形式推动用户完成种草到下单的过程；另一方面通过5G技术应用，改造传统行业，提高直播行业渗透率，通过全息投影提升用户沉浸感，增强主播与粉丝联系；2) 庞大商品池为主播提供选品基础：淘宝直播背后是淘系强大的货品供应能力和履约能力、以及对用户需求的深刻理解，是核心竞争优势。

图38：站内短视频内容对同品类商品进行系列推荐



资料来源：淘宝，申万宏源研究

图39：淘宝直播App可以对短视频内容进行商品识别

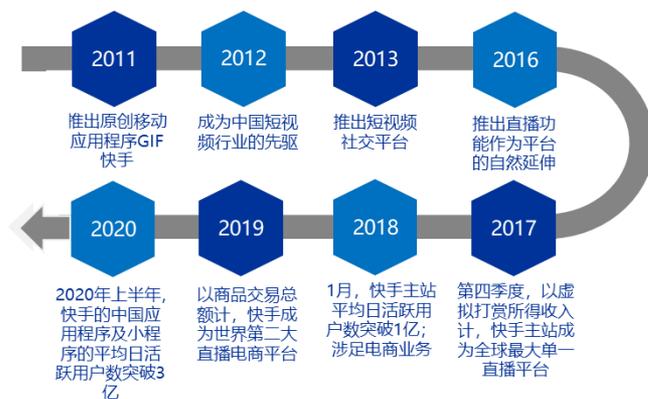


资料来源：淘宝直播App，申万宏源研究

## 4.2.1 快手科技：电商打造新增长点

- **立足广阔流量，电商业务蓬勃开展。**公司以直播业务为轴沉淀用户流量池，2020上半年MAU达7.76亿，日活跃用户日均使用时长超85分钟，用户基础有质有量。2020上半年含电商、游戏在内的其他业务收入占比仅为3.2%，电商业务发展仍处于初期阶段；电商GMV规模为1096亿，为去年同期的32倍。
- **推出快手小店完善供应链建设，让利商家最大规模。**快手小店的推出，完善了快手对消费流量的全程把控，内容-购物闭环将进一步扩大平台力量，增强平台内容变现能力。相较于淘宝平台，当前快手小店5%的技术服务费率，为商家、KOL与MCN提供了更大的盈利空间，旨在吸引更多合作方而非盈利。

图40：快手主要业务发展历程



资料来源：快手官网，申万宏源研究

图41：快手电商业务处于高速增长阶段

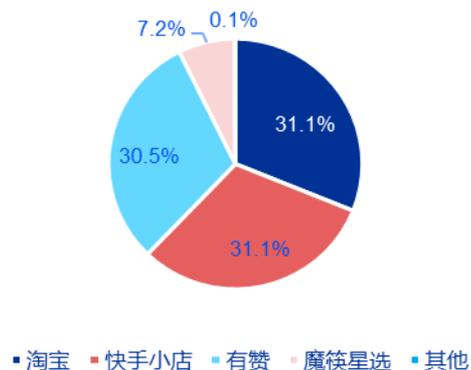


资料来源：快手招股说明书，申万宏源研究

图42：20H1快手电商等业务收入占比3.2% 图43：国庆期间快手直播带货商品渠道分布



资料来源：快手招股说明书，申万宏源研究

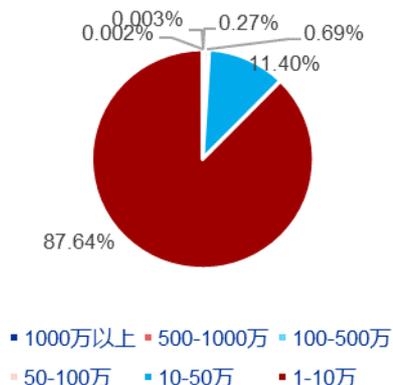


资料来源：Questmobile，申万宏源研究；注：商品渠道指分布商品链接数量分布

## 4.2.2 快手科技：流量、内容、技术三位一体支撑电商发展

- **平台用户有质有量。**基于老铁社群构建社交文化，通过圈层关系裂变拉新引流，实现用户规模的高速增长。据快手招股书，2020上半年月活跃用户人均互关数/评论数为16/252，主播与粉丝间的密切联系与互动强化了主播信任，提高流量变现的转化。
- **用户自播普适化，提供丰富内容矩阵。**普惠原则下，平台长尾主播内容生产积极性更高。据快手招股书，2020上半年内容生产者占MAU的26%，高UGC率带来高内容丰富度。
- **基尼系数算法控制平台马太效应。**基于基尼系数的推荐算法与去中心化的流量分发机制，缩小头部与尾部主播差异，增加小微主播曝光机会与粉丝联系，是平台强社区文化与高UGC率的技术基础。

图45：普惠原则下顶级主播复制难度大



资料来源：飞瓜数据，申万宏源研究；注：飞瓜数据，统计时间：2020年2月-2020年5月。仅统计粉丝数大于1万的直播新增主播数量进行比较。

图44：庞大流量奠定电商基础



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图46：双列feed流利于更多主播得到曝光

双列feed流对推荐算法的要求较单列feed流低，用户宽容度更大，能够有更多的主播得到曝光

展示的是封面而非内容，给主播留下了更多可操作的空间，内容欠佳的主播可通过设计封面来弥补



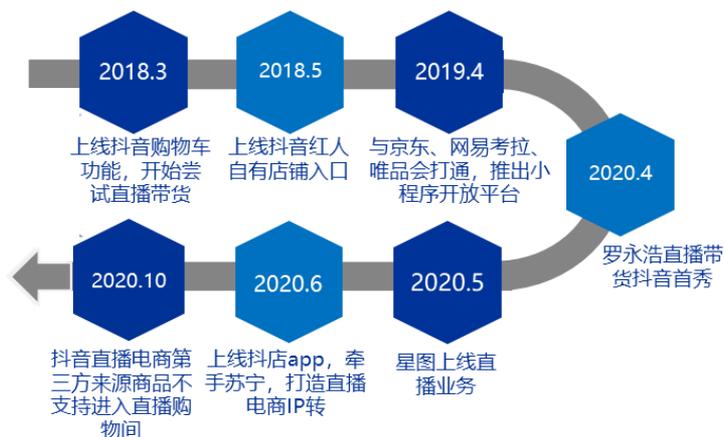
不同于抖音，快手视频下拉是评论区，社交氛围更浓

资料来源：快手APP，申万宏源研究

## 4.3.1 抖音电商：高流量内容平台积极打造电商生态闭环

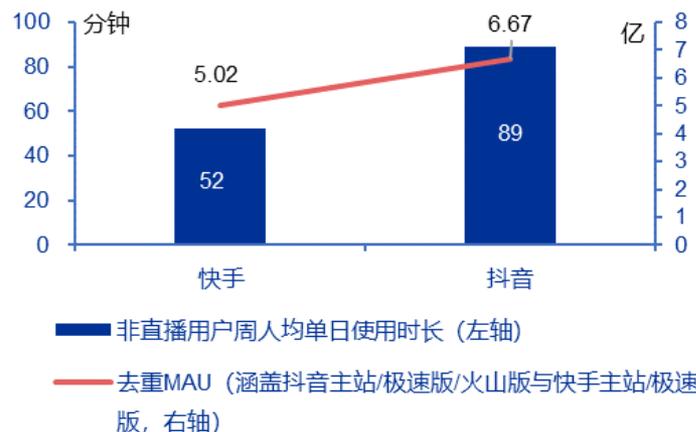
- **流量基础位于全国内容平台之首。** 抖音平台用户规模大、停留时间长，为孕育KOL提供更好的土壤。据克劳锐数据，截至2019年末抖音TOP10000账号中100-1000万粉丝量级的KOL占比达61%。
- **直播带货规模尚小，切断第三方商品外链打造生态闭环。** 据飞瓜数据，2020年5月抖音带货GMV仅为快手的20%，重内容、轻社交的规则设计使抖音缺乏电商带货基因。自10月9日起，第三方来源的商品将不再支持进入抖音直播间购物车，直播带货流量将全部导入抖音小店。伴随字节跳动支付牌照的获取，抖音打造完全“用户-商品-支付”闭环势在必行。

图48：抖音入局直播带货时间线



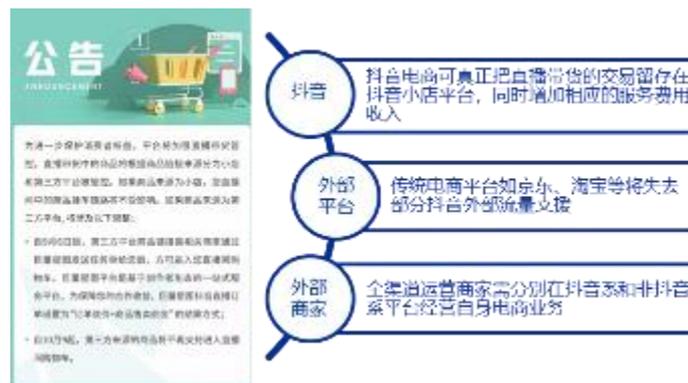
资料来源：抖音官网，申万宏源研究

图47：抖音流量积累优于快手



资料来源：面朝研究院、QuestMobile，申万宏源研究；注：使用时长统计时间：2020.2.17-2020.2.23，去重MAU数统计时间截至2020年6月

图49：切断外链将直播带货流量收归平台

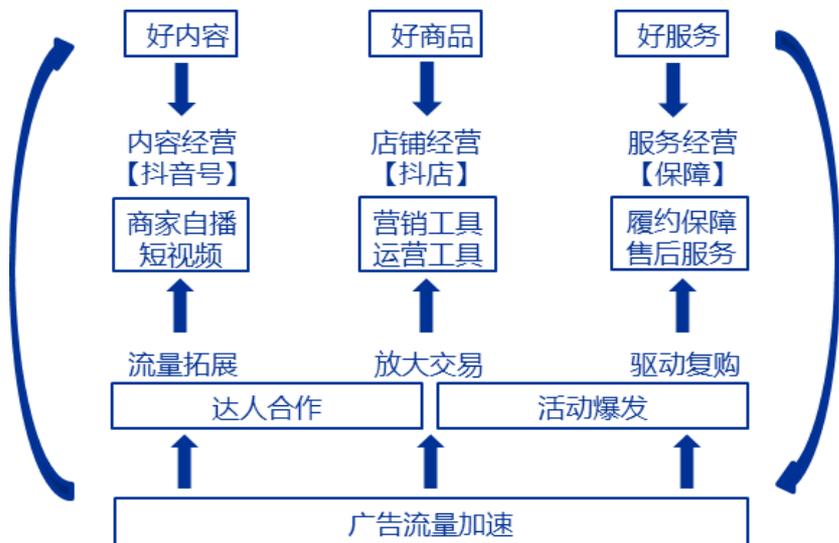


资料来源：抖音电商官网，申万宏源研究

## 4.3.2 抖音电商：中心化机制下，顶级主播复制性更好

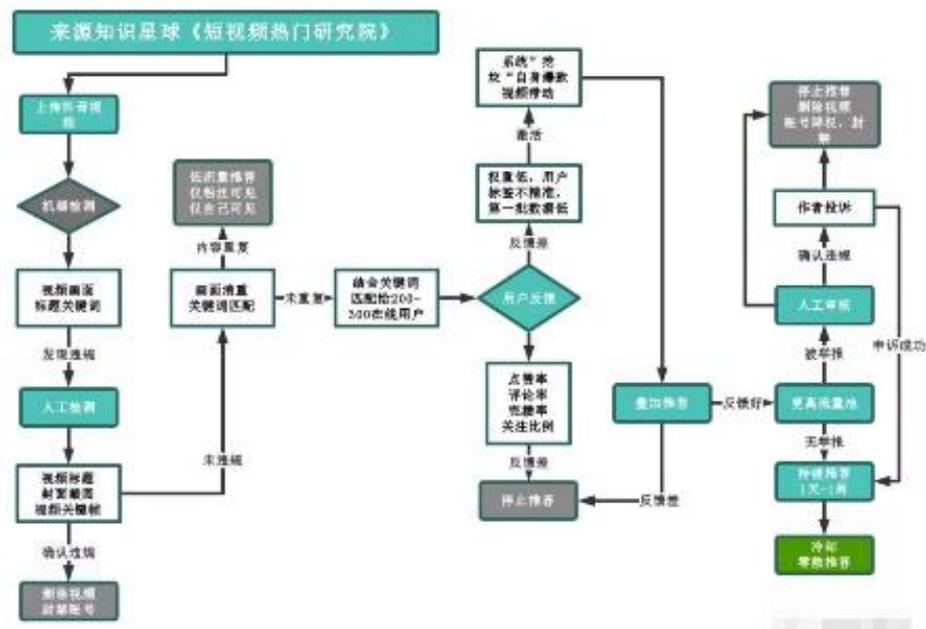
- **全面的经营框架打造更好的购物体验。** 抖音电商公布“3+3”经营模型，建设好内容、好商品、好服务三个基本面和达人合作、流量爆发、广告流量加速三条营销通路，以底层框架确保服务质量。
- **中心化流量分发下，头部主播复制性强但转化率较低。** 与快手的普惠理念相反，抖音算法将加速优势主播的成长。仅2019年12月-2020年5月期间，千万粉丝量级的新增主播达146个，是快手的36.5倍，顶级主播复制更加可控。另一方面，快速催熟的顶级主播缺乏与粉丝间的信任关系，在直播带货领域缺乏优势。

图50：“三好”经营完善电商基建



资料来源：抖音电商官网，申万宏源研究

图51：抖音流量分发机制



资料来源：《短视频热门研究院》，申万宏源研究

## 4.4 京东：强供应链优势，高直播转化率

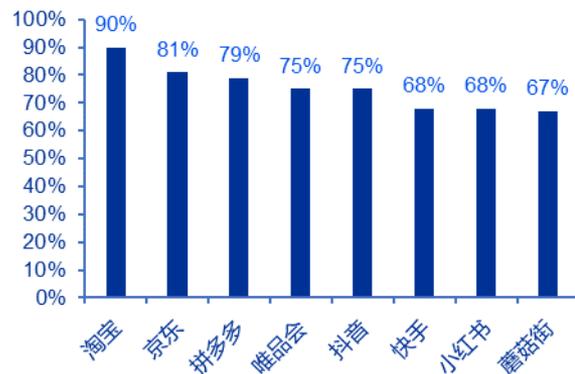
- **京东直播起步早，但发展较慢，目前市场份额较小但转化率较高。**据中国消费者协会，2020年淘宝、快手、抖音的直播交易规模的市场份额共占92.82%，剩余市场份额被京东、苏宁易购、拼多多、小红书等平台瓜分。据Data100，京东直播的从观看至购买转化比例为81%，仅次于淘宝直播，高于抖音和快手。
- **店播为主优势显著，联合快手弥补流量和KOL短板。**据京东管理层，2020年要推动京东自营商家实现100%开播率，入驻的POP商家实现60%以上的开播率。京东商家自播具有以下优势：**1) 高转化率：**品质背书、专业性强，符合京东用户专业理性的消费需求，同时聚焦于有购物意向的精准人群，转化率更高；**2) 高性价比：**在保证产品质量的基础上，商家节省KOL投放成本为消费者让利。2020年5月，为进一步开发外部流量场、吸收KOL稀缺资源，京东与快手达成合作，并对外开放供应链能力。
- **京东平台的多维优势助力直播业务发展：****1) 供应链：**自营模式使平台与商家、供应链保持紧密的合作关系；**2) 物流：**京东到家直播实现直播购物一小时送达，降低履约成本；**3) 以店铺直播为主，**与快手合作，弥补流量和KOL短板；**4) 直播内容偏PGC模式，品牌展示功能大于带货功能。**据京东公布数据，今年618大促开场开始2分钟，京东直播带货GMV破亿；今年双十一零点过后仅6秒，京东直播带货GMV破亿。

图52：京东直播业务发展历程



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图53：京东直播从观看至购买的转化率较高



资料来源：Data100，申万宏源研究；注：调查时间：2020.5

# 4.5 拼多多：一脉相承的下沉基因

- **直播主打大众白牌商品。**在多多直播主页涵盖的11个板块内，带货商品单价较低，以小微品牌为主，直播带货的低价策略与平台特点相互契合。
- **带货主播平民化。**基于对直播“运营商家私域流量”的工具化定位，多多直播中顶流KOL、明星等人群参与极少且内容化程度低，主播主要由店铺、素人构成。推荐位采用随机算法使更多的商家能够在公域曝光，流量分散带来主播结构的扁平化。
- **直播赋能农业电商。**“多多助农”作为直播场景的重要组成，借助政府合作在社会上具有较高的影响力，进一步赋能其农业电商业务。

图54：零门槛、易操作的直播开展流程



资料来源：拼多多APP，申万宏源研究

图55：随机推荐化流量分发利好小微店铺



资料来源：拼多多APP，申万宏源研究

图56：改版后的APP增加了公域流量入口

1. APP内覆盖的11个细分板块商品都以中低端为主，商品平均单价低。
2. 直播场景中，县镇区长直播知名度最高，内容一般为助农带货。
3. 原“关注”Tab更改为“直播Tab”，为直播店家提供公域流量入口



资料来源：拼多多APP，申万宏源研究

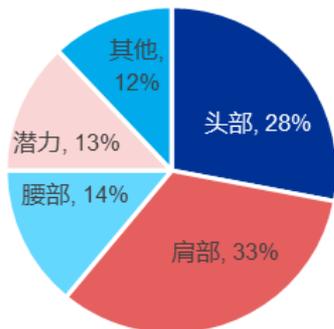
## 4.6 如涵：转型平台服务商，探索多元变现模式

- **如涵是目前国内最大的网红孵化与营销平台。**根据Frost&Sullivan，公司在网红电商MCN领域的市占率为4.9%，位居中国市场第一。拥有成熟和完善的网红孵化机制，挖掘潜在KOL，对其进行全方位的培训和内容涨粉能力、带货能力考核，并量身定制人设，进行粉丝的精准运营、全网孵化。截至2020年9月30日，如涵共签约孵化了180名网红，并覆盖了2.95亿粉丝，均处于行业头部。
- **平台模式转型加速发展，探索多样化变现方式，已宣布私有化提案。** FY20平台模式57%的毛利率远高于自营模式的30%，平台化转型将推动未来长期盈利。FY21Q2平台业务服务收入占总营收比重已达到48%，其中品宣广告和直播电商分别占服务收入的51%和26%。依靠红人矩阵和多元化平台模式，能为不同类目的品牌提供品效合一的全案营销服务。11月25日，如涵宣布公司董事已收到三位创始人冯敏、孙雷和沈超（买方集团）发出的初步非约束性私有化提案。

图57：如涵红人矩阵



图58：红人矩阵呈健康的分布状态



数据来源：如涵公告，申万宏源研究

数据来源：如涵公告，申万宏源研；注：FY21Q2平台模式下各类红人带来的服务收入占比

图59：平台模式下多种商业变现方式：品宣广告、电商直播、红人联营店、淘宝轻店铺



数据来源：如涵公告，申万宏源研究

## 4.7 起步股份：辛选战略入股，联合布局母婴童新零售

- **起步股份是国内知名童装与童鞋市场品牌，拥有完善的母婴童产业链。**旗下ABCKIDS 品牌为国内童鞋龙头，根据Euromonitor 数据，公司2019 年中国童鞋、童装市场占有率分别为3.5%/ 0.5%，国内排名第4/第12。2019 年，公司线下渠道销售占比达95%，重点布局二三线城市。
- **获快手顶级直播电商团队辛选战略入股，有望产生协同作用，加速布局母婴新零售。**据9月17日公告，辛选4.32 亿元获公司10%股权。辛选拥有强大流量和带货能力以及强大的供应链体系，全平台粉丝量超过3亿，辛选用户超过3500万，用户复购率达90%，双十一期间共直播带货50场、累计销售额超88亿。与辛选的合作将帮助公司新建直播新零售渠道，拓展公司线上线下增长空间，双十一期间公司与辛选联手直播成交额达1.85亿元，同比增加655%。9月25日，双方合资成立辛起新零售公司，利用起步股份产业资源和研发能力，发挥辛选供应链管理和流量优势，共建从供应链到直播流量的母婴童新零售平台。

图61：辛选和起步股份的母婴童新零售产业规划



数据来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.8 天下秀：大数据驱动KOL营销，赋能红人经济产业链

- **天下秀国内领先的新媒体营销服务商，连接广告主、媒体平台、红人IP、MCN机构、终端用户。**2018年，公司公告将借壳ST 慧球上市并于19年完成资产过户，2020年4月公司正式更名天下秀，成为A股红人经济第一股。公司起步于微博KOL营销业务，目前已构建WEIQ、SMART、TOPKLOUT 克劳锐、IMsocial 四大品牌矩阵，覆盖包括微博、微信、短视频、直播和音频多个主流自媒体平台，为中小企业提供红人广告投放工具、为大型企业提供综合解决方案、为红人搭建价值评估体系，为红人成长孵化赋能的红人经济全链路。
- **红人经济+直播带货，打造第二成长曲线。**公司推出红人经济+x 赋能传统行业的变现模式，已推出分别面向传统商圈景区、地方风味食品、中小零售企业推出直播带货解决方案，打开新的成长空间。

图62：天下秀形成红人经济基础设施服务的完整闭环



数据来源：艾瑞咨询，天下秀，申万宏源研究

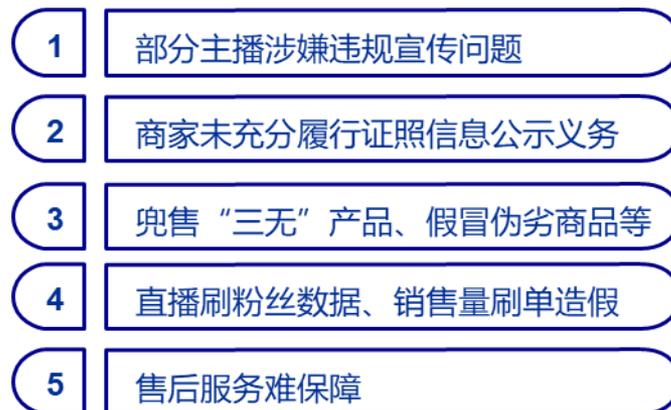
# 主要内容

---

1. 直播带货是电商发展长期趋势
2. 发展：成长受需求驱动，规模取决于供给
3. 未来：流量的破与立，平台规则定义格局
4. 平台及MCN机构等重点公司分析
5. 投资建议及风险提示

- 近期多项针对直播电商的监管条例出台，直指虚假营销、数据造假、售后维权难等多种不良行为，明确规范相关主体责任义务，有助于保护直播平台、MCN 和消费者三方权益，有利于直播电商行业的长期健康发展。
  - 平台：落实平台规则，建立分级管理制度和相关资质审核
  - MCN、主播：完善准入门槛，严控产品质量
- 行业规范趋严背景下，直播电商行业将从“野蛮生长”走向“优胜劣汰”阶段，头部平台、MCN、主播的竞争优势将进一步强化。

图63：直播带货主要问题



资料来源：中消协，申万宏源研究

表12：直播电商监管大事记

日期	监管事件	监管重点
6月24日	中国广告协会发布《网络直播营销行为规范》	加强对入驻本平台内的商家主体资质规范，防止主播采取链接跳转等方式，诱导用户进行线下交易
11月6日	市场监管总局发布《关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》	根据提供服务的差异，为不同的网络平台经营者设定有区别的义务和责任；提出三种禁止以网络直播方式销售商品或提供服务；依法查处网络直播营销违法行为
11月13日	国家网信办发布《互联网直播营销信息内容服务管理规定（征求意见稿）》	直播营销平台应当记录、保存直播内容，保存时间不少于六十日，并提供直播内容回看功能
11月17日	浙江省电子商务促进会牵头联合相关单位共同起草《电子商务直播机构管理与服务规范》等六项直播电商团体标准	加强直播商品的品控管理，在直播销售员的的行为规则方面，语言表达、仪容仪表、举止动作等都明确了底线
11月23日	国家广电总局下发《国家广播电视总局关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	督导相关平台建立直播内容分级分类管理和审核制度，完善直播间、主播、审核员数量的结构报备、打赏控制等管理机制；不得为无资质、无实名、冒名登记的商家或个人开通直播带货服务；对点击量高、成交量虚高等容易出问题的直播间，要建立人机结合的重点监看审核机制，进一步规范直播间虚假刷单刷量行为

资料来源：中国产业经济信息网，广电总局官网，申万宏源研究

- 投资建议：**直播电商结合了传统电商和线下购物的优势，提高了平台的用户粘性和客单价，内容平台电商化趋势明显，我们认为平台的流量分发规则及佣金机制决定了KOL成长性，而KOL与用户之间的信用纽带决定了用户跟随KOL选择购物平台。同时，流量平台和电商平台从合作走向生态闭环，鼓励店播成为平台共识，商家入驻取决于平台流量和技术基础建设，丰富的商品、完善的电商平台建设在店播方面更具优势。直播电商成常态化营销渠道，相关产业链多方受益。
 **推荐1) 平台：**京东、拼多多，建议关注拟上市公司快手科技；
 **2) MCN及红人营销机构：**天下秀、建议关注起步股份、尚纬股份；
 **3) 电商代运营：**宝尊、壹网壹创、丽人丽妆。

表13: 重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2020/12/2		PB	EPS (元, 人民币)					PE		
			收盘价 (元, 当地货币)	总市值 (亿元, 当地货币)		2019A	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
JD.O	京东	买入	85.36	1,336	6.0	7.3	10.3	14.2	18.5	54	39	30	
PDD.O	拼多多	买入	136.54	1,674	40.1	(3.69)	(1.79)	5.32	9.52	n.a.	169	94	
BZUN.O	宝尊电商	增持	38.84	32	3.8	6.00	6.80	8.90	10.80	38	29	24	
600556	天下秀	买入	14.22	257	7.9	0.15	0.24	0.37	0.56	59	38	25	
300792	壹网壹创	增持	113.85	164	12.0	2.74	2.16	2.96	4.20	53	38	27	
605136	丽人丽妆	-	34.50	138	6.3	n.a.	0.40	0.50	0.56	86	70	62	
603557	起步股份	-	10.39	52	2.8	0.39	0.40	0.50	0.56	26	21	19	
300785	值得买	增持	101.99	82	9.5	2.23	1.94	2.40	2.88	53	42	35	

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 丽人丽妆、起步股份盈利预测为Wind一致预期, 京东、拼多多、宝尊电商市场数据日期为12月1日; 12月2日人民币: 美元汇率为6.57元

## 风险提示

- **行业政策监管风险：**广电总局加强直播带货监管，对头部主播、高流量、高成交活动重点管理，设立登记备案、实时监控等合规审查方式，直播平台、MCN公司面临经营合规风险。
- **流量刷单造假风险：**直播电商乱象频发，出现刷单虚假交易、直播流量造假、销售数据造假，带来行业发展无序、消费者信任度下降的风险。
- **产品质量风险：**产品质量与宣传不符、售后退货难等问题。

## 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	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	梁皓凯	0755-23832050	18188609757	lianghaokai@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

### A股投资评级说明

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。
本报告采用的基准指数	： 沪深300指数

### 港股投资评级说明

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) :	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

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。
本报告采用的基准指数	： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

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，可以向我们的销售索取。

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)