

本报告的主要看点：

1. 详细分析网红直播带货不是电视购物的原因，解决的真实痛点并不相同。
2. 结合商家自播和明星直播带货的多形态格局，阐述网红在直播带货中的生存空间和必要性。
3. 网红直播带货形式具备经济性和长期性，而马太效应依平台生态而定。
4. 详细分析网红直播带货的用户画像，解析不同主播带货能力的差异、不同网红直播带货在品牌、品类、价格方面的具备差异的原因。
5. 阐述网红直播带货的演变与展望。从投资角度看，互联网公司网红直播带货的布局。

网红直播带货能走多远？ 效率为先，生态为本

基本结论

- **网红直播带货专题十问十答，破除误区与填补盲区并进。**从网红直播带货解决的根本痛点讲起，我们详细分析了网红直播带货的经济性和长期性，分别对比商家自播、明星直播与网红直播带货的不同。并从网红和用户两个维度阐述了各层级的分布与特征。而从消费角度出发，品牌、品类和价格在网红直播带货形态上的差异问题也得到了解答。最后，我们回归网红直播带货的演变进程，对行业进行了展望并给出相应的投资建议。
- **网红直播带货不仅保障强互动性和实时反馈性，而且提效。**与电视购物完全不同的在于，借力于网红极强的形象化能力，网红直播带货解决了直观体验的信息差和购物娱乐属性尚未被完全线上化的问题，是从搜索到体验的跨越。除了带货以外，网红直播带货本质上是直播，用户的首要需求是消磨时间，那么必须得足够有趣。网红之所以红，正是因其独特的有趣性。对网红而言，电商带货并不是纯流量生意，货品组合也是核心竞争力。对于商家而言，网红直播带货的作用有爆量、去库存以及阿里系流量配比等多方面原因。而对传统电商平台来说，商家自播通常是转化已有的商家资源和用户基础，而网红直播带货提供了新用户和商家的可能性。
- **网红直播带货的马太效应依平台生态而定，用户以低线城市为主，而年龄和性别分布具有综合性。**平台的流量的中心化程度决定了网红直播带货的中心化程度。淘宝直播的头部主播流量聚集效应突出，中小主播的流量几乎腰斩；抖音以“优质内容”为导向，中心化程度非常高；快手以“创作者”为导向，中心化程度相对较低。从用户角度来看，淘宝直播以25至35岁女性为主，而快手直播男性购买力也不容小视。而女性在个人消费外还可能承担家庭消费决策者角色，故而淘宝直播中爆量的品类除了服装、珠宝和美妆个护外，食品生鲜、母婴童装和家居百货也占不小比重。其中，有充足时间、相对小的经济压力以及存在线下购物尚未被满足的需求，低线城市的用户不断从“高增长”的故事中脱颖而出。
- **网红直播带货模式的演进是不断靠近货源。**流量、供应链、履约能力是电商绕不过的大山。五年以后的直播间可能会将“人-货-场”全部做到极致。在内容端，主播体系完善，兼具广告公司+MCN+红人经纪；在货端，自主供应链、自主工厂、自造品牌以及自我生产补货、仓配销的能力；在场端，对电商和线下都具有极其丰富的经验。未来，也可能出现更多“直播机构+MCN+商家+供应链”四合一的超级直播机构。

投资建议

- 网红直播带货为传统电商平台注入内容化的活力是不争的事实。我们认为，中心化电商平台阿里巴巴将继续得益于淘宝直播的高速发展。而去中心化电商环节中涉及的快手和中国有赞，或将迎来更大的发展机遇。

风险提示

- 宏观经济持续下行风险；技术变革、互联网流量衰退风险；政策监管风险

裴培 分析师 SAC 执业编号：S1130517060002
peipei@gjq.com.cn

高博文 分析师 SAC 执业编号：S1130519110003
gaobowen@gjq.com.cn

焦杉 联系人
jiaoshan@gjq.com.cn

内容目录

问题 1: 网红直播带货为什么不是电视购物?	4
购物行为是买东西和娱乐的结合体, 回归场景消费	4
直播充分发挥网红的形象化的能力, 正是用户购物决策需要的	6
问题 2: 既然商家也可以直播带货, 为什么还需要网红?	6
条件即逆境, 提高粘性的背后意味着注意力抢夺的难度	6
产品本身差异性越小, 越需要被赋予新的定义	7
问题 2: 网红直播带货具不具备经济性和长期性?	9
效率是网红直播带货的根本, 低价爆量打造四方共赢模式	9
问题 4: 为什么也兴起了“网红+明星”的直播带货模式?	12
要讲品效合一的故事, 先要理清品牌溢价和促销的关系	12
粉丝行为是经济行为, 本质是理性行为	13
问题 5: 网红直播带货是否存在马太效应? 效应是否长期存在?	14
淘宝直播追求效率, 薇娅&李佳琦双巨头模式长期存在	14
内容平台中心化决定网红带货马太效应	14
问题 6: 怎样的主播带货能力更强?	16
流量是顶级主播的带货基础, 低粉丝主播也有“春天”	16
问题 7: 看网红直播带货的用户到底是谁?	17
她经济强势占据视野, 被培育的年轻群体接棒消费主力军	17
有钱有闲, 生活状态决定心理状态	18
问题 8: 什么导致网红直播带货在品牌、品类、价格方面的差异?	19
扩品类、自有品牌是 TOP 网红的必然选择	19
平台造就“粉丝关系”, 快手更像拼多多、抖音更像天猫	21
问题 9: 网红直播带货模式的演变及展望?	22
人货场面面俱到, “直播机构+MCN+商家+供应链”四合一	22
问题 10: 从投资角度, 怎么看互联网公司在网红直播带货的布局?	23
阿里独享“流量草原”, 头条、快手蓄势待发, 有赞“推波助澜”	23
风险提示	26

图表目录

图表 1: 网红直播带货模式与其他购物方式的对比分析	4
图表 2: 消费者画像及市场特点	5
图表 3: 淘宝直播 1Q17 至 4Q18 带货规模	5
图表 4: 2019 年双 11 手机淘宝 App 内观看直播用户规模 (万)	5
图表 5: 直播带货各环节梳理	7
图表 6: 快消品线上及全渠道品类增长图	8
图表 7: 2019 年 6 月个护产品和饮料在高低线城市分别的销量增长率	8
图表 8: 不同年龄的受访者使用分期消费的比例	9

图表 9: 不同城市类型的受访者使用分期消费的比例.....	9
图表 10: 天猫双 11 品牌&明星指定产品、礼盒销售情况	10
图表 11: 李佳琦选品非常严格.....	10
图表 12: 李佳琦让粉丝退货事件.....	10
图表 13: 电商带货利益分配情况 (以淘宝联盟为例)	11
图表 14: 雅诗兰黛明星代言案例.....	12
图表 15: 2019 年双 11 淘宝直播战绩.....	14
图表 16: 双 11 站外达人 TOP 榜.....	14
图表 17: 抖音算法推荐机制及流程.....	15
图表 18: 电商达人年度卖货榜单 (根据 GMV 排序)	16
图表 19: 抖音 TOP 20 销售达人.....	16
图表 20: 抖音和快手直播用户性别结构.....	17
图表 21: 抖音与快手直播用户与 App 用户性别结构偏差	17
图表 22: 2019 年 6 月抖音和快手用户年龄结构.....	18
图表 23: 2018 年淘宝直播用户城市结构.....	18
图表 24: 2018 年网红粉丝城市结构.....	18
图表 25: 抖音和快手直播用户城市结构.....	19
图表 26: 抖音与快手直播用户与 App 用户城市结构偏差	19
图表 27: 直播网购人群月人均使用时长.....	19
图表 28: 直播网购人群线上消费能力与 TGI.....	19
图表 29: TOP 网红直播带货对比分析.....	20
图表 30: 李佳琦双 11 预售商品品类分布.....	20
图表 31: 薇娅双 11 预售商品品类分布	20
图表 32: 自有品牌是 TOP 美妆博主的必然选择.....	21
图表 33: 快手 7 日商品榜产品所属行业类别	21
图表 34: 抖音 7 日商品榜产品所属行业类别	21
图表 35: 哪个品牌最畅销 (以美妆个护为例)	22
图表 36: 客单价多少的产品最好卖.....	22
图表 37: 网红直播带货 1.0 模式.....	23
图表 38: 网红直播带货 2.0 模式.....	23
图表 39: 各网红聚集 App MAU (万) 趋势	24
图表 40: 手机淘宝 App in App 功能点击率.....	25

问题 1：网红直播带货为什么不是电视购物？

购物行为是买东西和娱乐的结合体，回归场景消费

- 网红直播带货不是电视购物的简单升级版，两者解决了不同的问题，而且电视购物不太可能沉淀私有流量。在传统网络购物已经很成熟的模式下，已存在图文导购平台的“种草”，但是网红直播带货解决了直观体验的信息差和借力购物娱乐属性的线上化而实现互动的问题，也就是从搜索到体验的跨越，从买东西到有人陪着买东西的转变。最重要的是，用户的主动选择权，不仅是主动选择商品，而且主动选择由谁来向自己推销和陪伴购买过程，被提到了前所未有的高度。有实实在在的真人来详细讲解和实时聊天，网红因用户的主动选择而具有明显的流量聚集效应和互动的正反馈机制，用户真切感受到众多买家购买意愿的蠢蠢欲动，集体消费的狂欢在一次次链接商品“秒空”中攀到情绪的高点。而电视购物解决了购物的不便利性，人们在家里打开电视就能知道商品信息，不用跑到商场去，减去了较高的信息获取成本，刺激了当下消费冲动。再加上略带夸张的表达技巧，以及在 10 年前或 15 年前还很有吸引力的产品价格及赠品数量，电视购物进入人们的视野。得益于电视台的信用背书，导购们面对的受众可能覆盖面是非常广的，但是广泛的受众因为缺乏互动性也基本上永远不可能成为导购们自己的粉丝（忠诚买家），而网红直播带货却或多或少可以做到这一点。

图表 1：网红直播带货模式与其他购物方式的对比分析



来源：淘宝，公开资料整理，国金证券研究所绘制

- 线下购物变成线上购物，又变回“线下购物”，这个问题是“衔尾蛇”。传统的网络购物是超市模式，用户自己浏览自己选择，加入购物车结账，交易完成。那么，直播带货是从原本只有“人-货”的状态，变成了“人-货-场”的模式。根据尼尔森线上购物报告，47%的消费者在线上购物之前会先到实体店查看商品。直观“查看商品”的需求还是存在的。而且 70%的消费者会受到社交媒体的影响，从而改变线上购物的决定。结合“查看商品”的需求以及网红的影響力，网红直播带货在 2016 年起步，2018 年实现高速发展并不是无迹可寻。无论是商家也好，还是网红或明星也好，他们负责直观地、动态地展示产品、讲述使用体验，用户们真正有了逛街的感觉，长时间地停留在同一直播间，像不像在店里坐下开始唠嗑的阶段。流量低的主播间是街边小店，流量高的主播间是批发市场。线上购物将渠道互联网化了，直播带货的形式满足了人们的交易需求和陪伴需求，这一点并没有发生变化。线上购物的场景化趋势变得越来越明显。消磨时间、加强互动、发现乐趣，不断创造出新的产品、新的消费对象和新的消费内容发挥程度都有了质的飞跃。

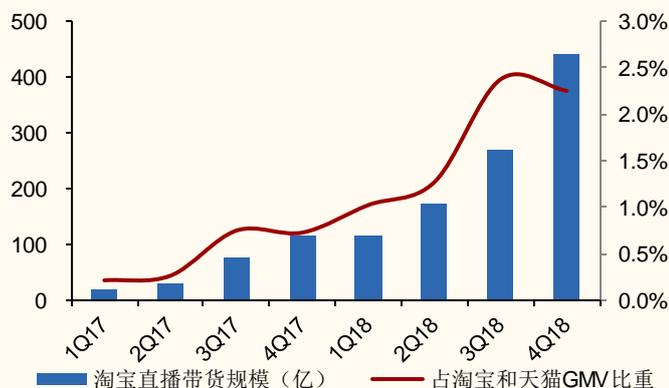
图表 2：消费者画像及市场特点



来源：尼尔森，国金证券研究所

- 而网红直播带货与线下有导购式的最大区别是，主动权在谁那里。网红主播态度其实更亲和的，即使是头部网红主播态度也非常好。用户基本没有购物的压迫感，通过视频面对面，但是消除了线下直面的尴尬和人情。用户在离开或是留下某一直播间时选择上占主动地位。点对点下回到人本身，信任感更容易建立。
- 淘宝直播迅猛发展，抖音和快手直播带货量级也不容小视。在讨论网红直播带货时，不得不提淘宝直播。背靠淘宝强大的电商流量基础，真正在内容、流量和玩法上有重大升级发生在 2017 年。相比早些年从微博上发图片和文字的网红，2017 年在短视频强势扩张下诸多网红冒出速度变得更快，传播范围也变得更广，对淘宝直播又有很强的流量反哺作用。而淘宝直播也有意培养或扶持出一批网红，李佳琦是其中受益一位。2018 年淘宝直播带货规模超千亿，同比增速达 350%。抖音和快手除了拥有孵化网红的流量优势外，自身带货规模的成绩也不错。2018 年 4 月，快手小范围内测“我的小店”，6 月与有赞合作推出“短视频电商导购”，并新增“快手小店”，同时推出“魔筷 TV”小程序，引导用户一键跳转完成购买。2018 年 5 月，抖音则上线了店铺入口。2019 年可以说是直播带货爆发的一年。2019 年，淘宝直播“618”截至 15 点 30 分成交规模为 130 亿元。根据 QuestMobile《2019 双 11 洞察报告》，手机淘宝 App 内观看直播的用户规模为 4133 万，同比增长 130.5%。而双 11 淘宝直播成交规模为 200 亿元，其中有超过 10 个亿元直播间，超过 100 个千万元直播间。

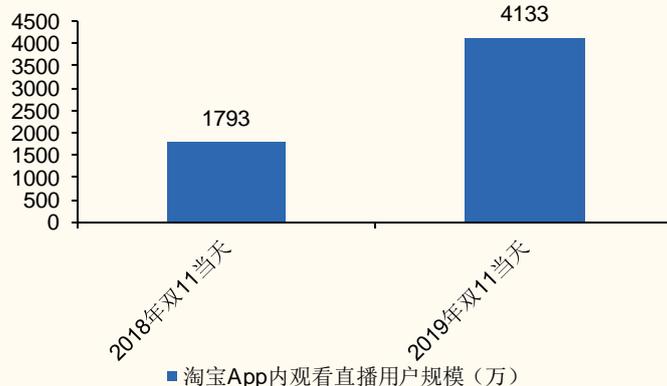
图表 3：淘宝直播 1Q17 至 4Q18 带货规模



来源：淘榜单，淘宝直播，国金证券研究所

注：淘宝直播和淘榜单披露 2018 年带货规模达千亿，我们预估 2018 年带货规模为 1000 亿，各季度数据按照报告中柱状图相对比例推算。

图表 4：2019 年双 11 手机淘宝 App 内观看直播用户规模 (万)



来源：QuestMobile，国金证券研究所

直播充分发挥网红的形象化的能力，正是用户购物决策需要的

- **网红因人格趣味性或专业性，或两者兼具脱颖而出，用户的信任和喜欢是难以割裂的。**人的大脑没有精准无误的独立存储功能，不像快门和镜头可以记录所有事情并存储成独立的印象。每个人的大脑其实都会有不同的想象力机制和空间。在接受外界信息的过程中，各种信息会融合、交织或淡化，每个信息不是像词条一样被独立地记录，而是通过因人而异的想象力被转化为独有的印象。在这一过程中，我们往往喜欢将事物人格化。用户所做决策的人性部分就隐藏在借助想象力加工后人格化的印象中。
- 在沃尔特·李普曼《舆论》一书中有提到，“若想引起人们的兴趣，则首先要将原始形象抽象化，再将抽象的东西具象化地表现出来”。在进行购买决策的过程中，因为我们并非无所不知，所以往往会想要求助于那些善于将事物提炼总结，再形象化的有才华的人。正是因为每个人形象化能力的不同，网红（KOL）就此产生。他们或本人具有姣好的面容和身材，善于展示商品的好看与合适程度，或拥有在某些领域较强的专业性，比如对于各种美妆产品如数家珍，经他挑选出来的产品就是格外好看，从而流行。那么，现在热度非常高的头部网红李佳琦可能恰恰是兼具了上述两点。通过抖音发布言简意赅极具感染力的短视频，以超越图文种草功课加强想象力的方式快速传播，人们闻讯赶来，在直播这一实时活动中被人格化的推销和促销打动。在每个细分领域，最有人格化特征（真实人性）、形象化能力的网红不断积累着用户，从认知到种草到购买的交易闭环被打通。网红直播带货市场滚雪球式地增长，也是内生传播和发生机制所决定的。
- **网红带货本质上是“种草”，那为什么视频或直播的“种草”更具有感染力呢？**在看待这个问题的时候，首先想到的是视频或直播比文字、比图片更直观，而且直播具有实时反馈性。种草的过程其实是一个问答的过程，截了当的解决问题是最高效的。这是正确的。但更进一步思考，我们就会发现购买行为更是一个被说服的过程，是一个分享直觉的过程。尤其是在不完全依靠产品使用价值定价的具有品牌溢价的美妆、服装等品类上，直觉分享的触达更重要。用户容易被生动表达的直觉打动，而直觉具有高度的隐私性，几乎是只可意会不可言传的。所以存在空间和触觉隔阂时，如果需要众多人统一思想去行动时，只有变得生动有趣和达到共鸣，触及用户内在诉求才容易实现。视频为表达出尽可能多的直觉感受提供了便利条件。所以，短视频的方式比图文更容易传播（转发冲动），是口碑营销的线上化，而直播的模式可以更快完成交易的闭环，且营造集体消费的兴奋氛围。

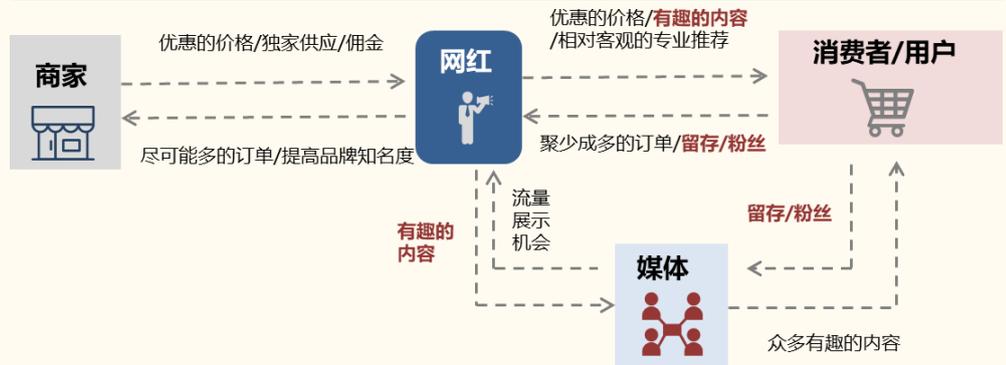
问题 2：既然商家也可以直播带货，为什么还需要网红？

条件即逆境，提高粘性的背后意味着注意力抢夺的难度

- **鱼缸为鱼提供了生存的条件，也为鱼划定了生活的边界。**如果仅仅是为了折扣，那么图文直接展示是更有效率的，即便考虑到网红的流量聚集效应可以作为“经销商”的作用，为品牌“以量补价”，而品牌自身很难做到这一点，不知名品牌更难做到。这都不是在直播带货中网红不能被替代的核心原因。直播可以更为直观地展现商品，可是不能忘记直播带货除了是带货外，本质上直播的形式会消耗用户大量的时间，即使网速再快，也无法改变每个人只有 24 个小时。
- **用户观看直播的首要需求是消磨时间，那么必须得足够有趣。**有趣的人和有趣的内容是网红直播带货商业模式可持续的基础。这也解释了，有了那么多流量平台，商家完全可以把最优惠的折扣直接放在上面来吸引买家，但还是选择与网红合作。传统的图文种草平台，如微博和小红书，网红的流量聚集效应也很强，但是短视频和直播或短视频+直播的方式极大地提高了趣味性和网红人格部分的展示，为商家降低了用户注意力抢夺的难度，用户信赖和喜欢的情绪更容易产生，购物行为也更容易发生，留存率也会提高。根据淘榜单联合淘宝直播的《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》显示，2018 年淘宝直播进店转化率超 65%，核心用户（每周访问淘宝直

播 3 天以上) 日均停留接近 1 小时。从非核心用户向核心用户转变的过程正是网红的价值。网红这个要素本身是不容易被淘汰的, 可能具体的某位网红会过时, 但是也会有长江后浪推前浪, 新的人会迅速顶上来。

图表 5: 直播带货各环节梳理



来源: 国金证券研究所绘制

- 那为什么直播带货淘宝直播里 90%是商家自播, 网红主播占比不到 10%? 电商直播行业其实才是发展初期, 仍在高速增长中。2018 年淘宝上用户观看直播内容超过 15 万小时, 可购买的商品数量超过 60 万款。不仅是淘宝直播, 还有抖音、快手、微信直播也在欣欣向荣。从直播间数量上来看, 确实淘宝上商家自播所占比例非常大, 但是如果从 GMV 来看, 可能网红主播的贡献是还是比较大的。商家自播是单一品牌直播, 分为两种, 即品牌商老板或自有员工上阵, 或者本身就是网红自己的品牌, 网红就是商家。而网红主播一般是做多品牌多品类的直播, 并在其中抽取一定的佣金分成, 其中因为需要自身具备流量基础, 所以网红主播总数量占比上较低, 但是头部网红主播的带货销售额爆发能力非常强。
- 抖音和快手的直播里, 也可以分为网红带自己品牌的货和带第三方品牌的货两种。快手和抖音的网红人设属性更强, 网红自有品牌和白牌商品的发展空间都很大。根据 2019 尼尔森社交电商深度研究消费者调研数据显示, 82%线上购物用户有非计划性消费行为, 其中 61%用户的非计划性购物源于周围好友推荐, 其次是朋友圈产品链接, 通过社交裂变产生非计划性购买。“周围好友推荐”的信任背书与在自下而上的快手这类短视频平台上的网红(或“老铁”)有异曲同工之妙。在这其中也诞生了直播机构, 类似于 MCN 或是公会的角色, 聚集网红主播们, 负责主播招商、运营粉丝、售后和外部宣传等工作。如今, 很多直播机构也开始接触供应链, 为主播主动寻找或打造适销对路的产品, 也有孵化网红主播的个人品牌。并且, 商家多是拥有从微信-微博-小红书-抖音/快手-直播的一条完整营销链路。毋庸置疑的是, 商家对于直播带货的投入是更大了, 不论是自己去做, 还是找网红去做, 整体量级都在提高。

产品本身差异性越小, 越需要被赋予新的定义

- 网红直播带货容易爆发的品类往往是低单价且高复购率的, 背后是用户对于小额消费以及囤积消费的偏好。除了快消品里面, 洗护用品、卫生纸、家居用品和零食外, 近年来随着国货美妆产品的崛起, 在美妆产品里单价相对较低的消耗类护肤品如面膜、彩妆产品里的口红乘网红直播带货的风潮实现了骄人的成绩。但其实这些低单价且高复购率的产品本身在使用价值上差异并不突出。那么除去价格之外(往往各品牌间价格差异也并不是特别大), 品牌性或者消费者的认知程度占据了购买决策实行时的很大一部分。网红, 不论是淘宝模特、专柜 BA、时尚博主, 他们通常都深谙消费者心理, 利用自己卓越的形象化能力, 用自身人格化特征的部分来赋予产品或品牌新的定义, 引发用户共鸣或共情。

图表 6：快消品线上及全渠道品类增长图

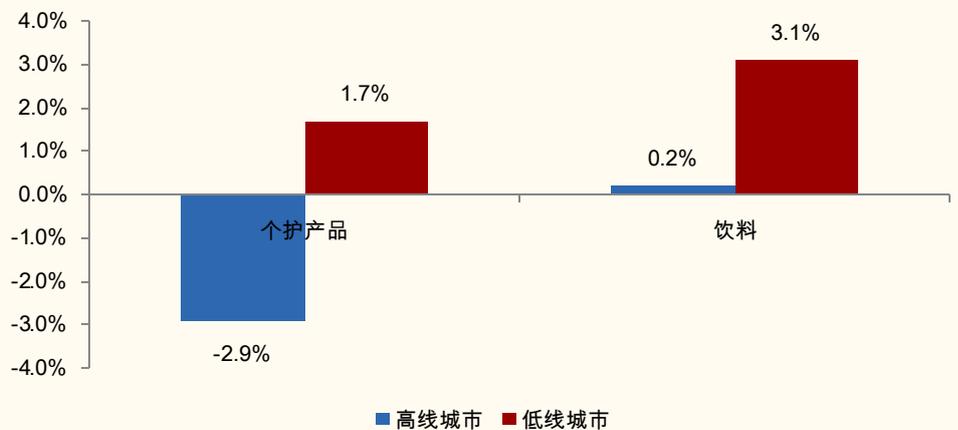
	销量 线上增速高 全渠道增速高	销量 线上增速高 全渠道增速低	销量 线上增速低 全渠道增速低	销量 线上增速低 全渠道增速高
销售额 线上增速高 全渠道增速高	新兴需求型： 麦类食品、卫生用品、护发素、卫生纸、家居清洁剂、宠物食品、包装米、酱油/蚝油、即食面、漱口水、力娇酒、威士忌酒、湿纸巾、伏特加、面巾纸、少儿/成人奶粉、香皂/浴液、有汽饮料/运动饮料、坚果	消费升级型： 婴儿奶粉、洗发水、婴儿尿布、洗洁精、白兰地酒		
销售额 线上增速高 全渠道增速低		线上迁移型： 即溶咖啡、液体奶、饼干、牙膏、洗衣粉、啤酒、小包装食用油、葡萄酒、牙刷、婴儿食品、果汁、香口糖、酸奶/酸味奶		
销售额 线上增速低 全渠道增速低			需求稳定型： 巧克力、干脆小食	
销售额 线上增速低 全渠道增速高				

来源：尼尔森，国金证券研究所

注：根据尼尔森与京东对典型快消品类聚合分析，结合全渠道增幅、线上增幅绘制。

- **品类与渠道的高速增长，在低线城市是统一的，注重性价比、强调熟人口碑效应和网红直播带货也是统一的。**在消费升级与消费降级并存的今天，当“下沉”这个词反复出现在人们视野时，我们谈论网红直播带货火起来时低线城市的贡献，到底在谈论什么？根据尼尔森调研统计数据，自 2015 年以来，快消品市场大约 60% 的增长来源于低线城市。与其他城市相比，低线城市的增长速度也是最快的。低线城市复合年均增长率为 7.9%，而一线城市为 2.6%。以个人护理产品为例，截止 2019 年 6 月，其在一、二线城市的销量下跌幅度为 2.9%，而在低线城市则增长 1.7。饮料产品也呈现出了低线城市更高增幅的情况。淘宝直播、抖音快手直播也在低线城市获得长足的发展，不断吸收从线下到线上购物迁移的红利。

图表 7：2019 年 6 个月个护产品和饮料在高低线城市分别的销量增长率



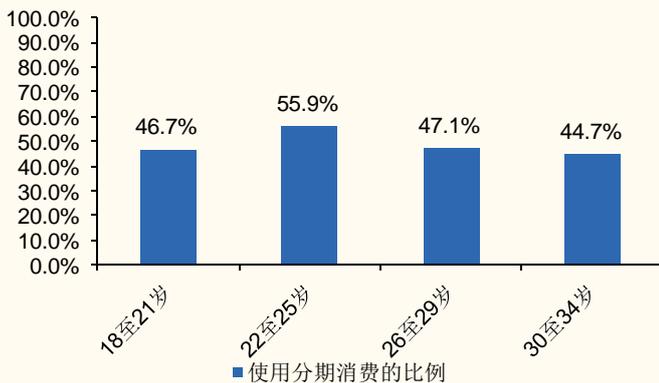
来源：尼尔森，京东，国金证券研究所

注：高线城市指一、二线城市，其余城市类型为低线城市。

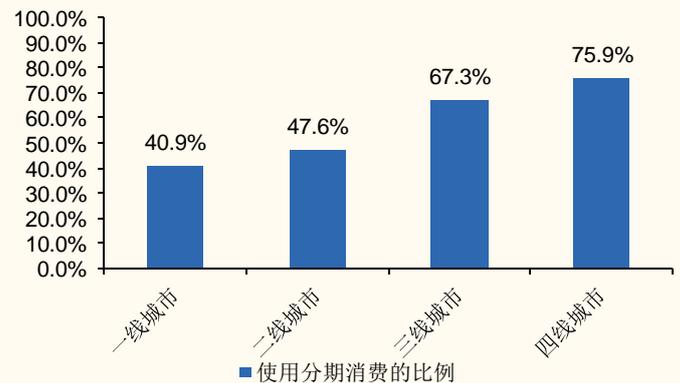
- **高单价、低复购的品牌在网红直播带货中也在受益，品类仍在扩展。**消费分期渗透加速，尤其在年轻群体中，直播带货进一步发展，同时拓展了品类。分期付款的流行助长了交易行为的发生，而电商平台的消费分期支付方式，如蚂蚁花呗、京东白条、苏宁任性付等也为网络购物助力不少。一方面降低了消费的门槛，另一方面也为用户冲动消费减少心理的阻力。尤其是对于单价较高的品类（超过千元），如电子产品（手机和电脑等）、大牌美妆和护肤产品、家电等电商分期付款显得具有诱人的吸引力。更甚者，汽车也有成功的案例。2019 年 10 月 16 日，宝沃汽车邀请代言人雷佳音、主播陈洁 Kiki 和网红“手工耿”走进工厂同时启动直播卖车，直播期间累计观看人数超过 459 万，累计预订宝沃汽车 1623 台，成交金额达 2.2 亿元，创 2019 年度整车厂商直播预订量的新纪录。根据 2019 年 4 月 18

日南都大数据研究院发布的《新青年·新消费：95后消费分期用户成长性报告》显示，在各年龄层中，22至25岁（95后）受访者中有55.9%的人使用分期消费，在各年龄层使用分期消费比重之首，位列第二的是26岁至29岁人群（90后）占比为47.1%。苏宁金融在2019年11月12日发布的双11战报中显示，任性付24期分期投放量同比增长498%。双11期间，申请任性付的95后人群数量同比去年增长70%，成为分期消费新主力。95后人群高频使用网络购物，具有较强的娱乐陪伴需求，而电商分期付款的方式也同样为其提供资金的灵活性选择。从城市层级来看，其实三四线城市的人群使用分期消费的比例其实更高，三线城市渗透率为67.3%，四线城市为75.9%。年轻人，尤其是三四线城市年轻人在消费能力进一步释放过程中，各电商分期付款支付，节省了繁琐的信用卡申领环节，满足了很大的提前消费需求。

图表 8：不同年龄的受访者使用分期消费的比例



图表 9：不同城市类型的受访者使用分期消费的比例



来源：南都数据研究院，国金证券研究所

来源：南都数据研究院，国金证券研究所

注：调查采用街头拦截访问与网络调查相结合的方式开展，共回收 2319 份有效问卷。

注：调查采用街头拦截访问与网络调查相结合的方式开展，共回收 2319 份有效问卷。

问题 2：网红直播带货具不具备经济性和长期性？

效率是网红直播带货的根本，低价爆量打造四方共赢模式

效率是所有电商模式生存的根本，而性价比更是重中之重。网红直播带货模式会是昙花一现（如电视购物一般）还是一种新趋势，其经济性是至关重要的。我们认为，网红直播带货是四方共赢的模式，具备效率和长期性，其特点就是高性价比和“爆量”。与普遍认知不同，直播电商是比纯流量生意更复杂的业态，货品组合才是主播的核心竞争力，哪怕是十几万粉丝的小主播，每天也要耗费大量精力在货品组合上，谁提供的商品更全面，更能满足粉丝的需求，才能留住粉丝。这也是电商主播与秀场类主播最大的不同。MCN 机构如果想要寻求电商变现，最终都要奔向杭州，薇娅的谦寻、快手辛巴也都迁到了杭州，这也主要由于杭州供应链发达程度超乎想象。

- 对于粉丝来说，“美眉、OMG”固然重要，但“选品能力”和“优惠”更为关键。回到那句“网红带货是比纯流量生意更复杂的业态”，那我们先看看什么是纯流量生意，比如明星代言。在 10 月 21 日开启的天猫双 11 预售中，肖战的雅诗兰黛礼盒和王一博的 A&F 联名帽衫几小时内就售罄，张艺兴代言的 MAC 口红预售 22 万支。明星代言/指定产品的特征是什么？高销量（当然也有一些滑铁卢产品）、适当溢价（证明明星的影响力）以及赠品（激发粉丝的购买欲望），并且这些产品明星基本没有使用过，粉丝购买是纯流量效应。当然网红也有纯流量效应，但与明星的流量效应不可同日而语，其选品能力和优惠是核心。

图表 10: 天猫双 11 品牌&明星指定产品、礼盒销售情况

明星	产品	周边	定价	单日预售
肖战	雅诗兰黛 DW 持妆粉底液	赠送肖战独家日历	390 元	6.7 万套
	OLAY 淡斑小白瓶 Prox	肖战人形立牌、明信片	329 元	47.5 万套
	OLAY 烟酰胺 A 醇身体乳	前 3.5 万送肖战备忘录	155 元	5.7 万套
王一博	悦木之源灵芝焕能精华水	限量 5 万送王一博 Q 盲盒	520 元	6.7 万套
	HFP 祛痘收缩毛孔套装	前 2 万送画册+明信片	468 元	3.6 万套
李现	海飞丝防脱青春水套装	前 1 万松明信片+卡通立牌	189 元	7, 5 万套
	雅诗兰黛全新沁水粉底液	赠送李现日历	490 元	5.6 万套
朱一龙	膳魔师保温杯	赠送朱一龙精美小海报	338 元	3.3 万套
	可口可乐朱一龙宠粉礼盒	亲笔签名手账	129 元	1.9 万套
张艺兴	MAC 魅可红金小辣椒口红		170 元	22.0 万套
罗云熙	施华蔻生姜洗护套装	赠送罗云熙手账	194 元	1.5 万套

来源: 娱乐产业, 国金证券研究所

- 第一点是选品能力，顶尖的带货网红都具有非常强的专业性。众所周知，李佳琦成名前是南昌市一名普通的欧莱雅 BA（化妆品专柜美容顾问），薇娅首次淘宝直播主要讲的也是一些护肤心得和穿搭技巧，在各自的领域都有着常人无法比拟的专业性和品味，“什么样的口红适合什么样的人、有着什么样的感觉”。对于薇娅和李佳琦来说，筛选商品是重要的日常工作，夜里 12 点直播后就是不停地试吃、试用、试穿。选品过程也是非常严格的，要经过选品团队的初选、核心团队体验试用以及主播的再次试用，最后的通过率不足 5%；而谦寻的招商选品团队超过 80 人，并且开发了羚客（Link）的中台系统。在不粘锅、阳澄湖状元蟹上“翻车”的李佳琦也会遭到粉丝们的“口诛笔伐”。
- 第二点是优惠，全网最低价 or 赠品。“全网最低价”是身份的象征，这意味着粉丝会更死心塌地追随他们，有了粉丝的信任，销量攀升，商家也会蜂拥而至，主播由此打通任督二脉。李佳琦曾因为兰蔻没有给其全网最低价，而让粉丝全部退货并在直播间“永远封杀兰蔻”。薇娅刚开始直播的时候每个月亏 50 万，为了打造品牌吸引力，不要链接费、不要用金或者最低佣金，自己再贴钱做出全网最低价，一点点养成。是不是很像今年以来的拼多多“百亿补贴”，可谓是殊途同归。当然直播的低价模式并不适合所有品牌，品牌的核心能力是溢价，直播间低价会损害品牌的价值，所以很多品牌宁愿多送赠品，也不愿意降价。但实际换算下来，粉丝还是拿到了优惠。

图表 11: 李佳琦选品非常严格



来源: 合鲸资本, 国金证券研究所

图表 12: 李佳琦让粉丝退货事件



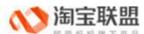
来源: 微博, 国金证券研究所

- 对于商家来说，网红直播带货的作用较为复杂，爆量、去库存以及阿里的流量配比。前两者比较简单，品牌方如果想在品牌日达到怎样一个级别的 GMV，当红网红是不二的选择，让利也是必须的（新品可以通过直播获得大量销量权重）；单纯为了出货、去库存，网红直播也非常有效。那么品

牌商为什么喜欢抖音/快手直播带货这种营销模式那？（而不是淘宝直播、天猫直通车等）这里涉及到阿里系的一个规则——对于商家从体外导入的流量予以优待，原则上在内部进行 1:1 的流量配比。简而言之：如果雅诗兰黛旗舰店从抖音直播导入 50 万个真实买家并在天猫完成交易行为，那么天猫/淘宝原则上会附送 50 万左右的内部分流量，通过各种流量入口界面完成。以上只是大致配比，实际执行非常复杂。这就是淘系电商的“流量草原”战略，鼓励从各个外部渠道获得流量，但是不允许任何渠道占据太重要的位置。也就是所谓的“只要毛细血管，不要主动脉”。

- 对于淘宝来说，网红直播带货意味着站外流量。淘宝直播非常欢迎自带流量的主播，比如本身就是快手或者抖音上的红人，入驻淘宝直播，理论上可以带来一部分站外流量，同时这些主播也比素人主播更容易涨粉。但向站外导流也是平台与平台之间的大忌。淘宝直播缺少流量来源，尤其是相比于抖音、快手这样的短视频内容平台，目前淘宝直播的日活不超过 2000 万（2018 年不超过 1000 万），这也就限制了其商业化和引导成交的能力。流量可以说是直播电商的基础，而站外网红意味着新的流量。
- 对于网红来说，通常会收取单链费用和抽成，收入相当可观，自有品牌趋势也较为明显。李佳琦 9 月份直播商品的单场费用按照品类从 1.5 万到 9 万不等，双十一期间的单条链接甚至超过 21 万，并且还会按照商品原价抽成。对于抖音、快手平台直播，内容平台也将分一杯羹。

图表 13：电商带货利益分配情况（以淘宝联盟为例）

淘宝联盟旧规			
			
佣金率 X (5%-50%) 无商品限制	技术服务费 10% * X	分成 45% * X	分成 45% * X
淘宝联盟新政			
			
佣金率 X (≥20%) 内容商品库专属商品	内容场景专业服务费 6% + 技术服务费 10% * (X-6%)	分成 45% * (X-6%)	分成 45% * (X-6%)

来源：淘宝联盟，国金证券研究所

实际上，网红直播带货是非常有效而且成功的电商模式，做到了四方共赢的格局，效率和效果甚至超过测评社区（值得买等）、拼多多等模式。对四方的益处上面也说得比较全面，不加赘述，突出的比较有意思的几点是：1）网红直播带货并没有消耗粉丝，反而通过低价和优惠增强自身的流量能力，这也进一步决定了强者恒强的生态结构。2）网红直播带货，相较于测评网站，具有更强的互动性和可视化（但对于电子等标准化程度高、低佣金率的品类，网红带货并没有值得买等测评社区高效、低成本）；相比于拼多多，其内容的丰富程度更高，未来将会成为重要的电商模式组成。3）对于商家来说，低价不仅换来了销量，也换来了新品的搜索权重，节省了一笔可观的营销支出。

问题 4：为什么也兴起了“网红+明星”的直播带货模式？

要讲品效合一的故事，先要理清品牌溢价和促销的关系

- 明星是代言人，网红是导购，正如广告分为建立品牌认知和促销两种导向。代言人引起的是情感共鸣，导购是帮助消费者加深产品的了解和对比。前者偏感性和记忆，后者偏理性和计算。而这两者其实分别作用于商品“价”和“量”两方面。建立品牌价值的本质是让用户熟知并创造品牌溢价，那么产品的自然提价也不会轻易损害到销量。而品牌建设主要有四个阶段：品牌知名、品牌认知、品牌联想和品牌忠诚。一个成功的品牌，首先具备比较高的知名度，然后是受众对品牌的内涵、个性等有充分的了解，并且这种了解带来的情感共鸣是积极和正面的，最后在使用了产品、认可了产品价值后，还会再次重复购买，成为忠诚的消费者。
- 从品牌知名和认知向联想的跨越隔着一个“德雷克海峡”，明星和名模代言往往是为这一环节做贡献。2019年双11预售开启前一天，雅诗兰黛宣布肖战为品牌亚太区彩妆及香氛代言人。2019年9月，雅诗兰黛签约李现为品牌亚太区护肤及彩妆代言人，同时杨幂是雅诗兰黛全球代言人。雅诗兰黛新推出的肖战限定礼盒，1小时内便卖出852万元的销售额。采用明星代言人的举措其实不仅是触达粉丝的效果，长期来看是维系品牌价值的过程，“年轻”、“精致”、“优雅”的关键词会烙印在受众的脑海里。而这种“远距离”是网红直播带货无法带来的。雅诗兰黛2019年双11也分别为薇娅和李佳琦开设了链接，基本上开设了雅诗兰黛历史以来最大的优惠力度，明星产品基本上是买一送一（赠品为小样叠加）。大力度的促销活动短时间内带动了老客户复购，也带动了一部分新客户的加入，但是长期来看明星代言人的价值也不可或缺。这也是为什么，雅诗兰黛愿意送非常多小样和赠品也不愿意直接降价的原因，价格的直接调低会一定程度上影响品牌性。网红直播带货是线上的促销平台，而不是最好的建立品牌联想的场景，尤其是高端品牌。

图表 14：雅诗兰黛明星代言案例



来源：雅诗兰黛，国金证券研究所

- 明星一旦“下凡”做主播，会严重地破坏自身的调性，网红+明星模式也许可能成就“鱼和熊掌兼得”。职业没有贵贱之分，并不是网红就“low”，而是受众所处场景不同，就会对网红或是明星有不同的印象和感受。明星如果单独直接直播带货，那一刻他就已经加入了网红达人的队伍，他将脱离原本演员、歌手或是主持人的身份。人们对于一个人的记忆和认知是场景化的。如果明星本人并没有出众的表达能力，可能所带来的成交成果还不如网红。相对而言，“网红+明星”模式可能会更好，角色定位被确定下

来，联想的维持度就还在。成功的案例，诸如朱一龙、R1SE 周震南、赖冠霖等明星与李佳琦合作直播带货，皆取得不错的成绩，而且其中还会不断引爆话题热度（频上微博热搜），通常也都是比较积极的受众反馈。

粉丝行为是经济行为，本质是理性行为

- **如果直播中娱乐是必要的，基本上必然会引向基于需求和喜好分化的人群分化，形成网红的粉丝群体（忠诚买家）。**网红直播带货，其实也可以算是效果广告的一种，网红所带动的是细化受众的分众传播。让我们设想一个场景，线下购物时消费者往往会选择离自己物理距离更近的商店，因为这样所花费的时间和交通成本是最低的。那么当物理距离转化为心理距离时，精准定位需求和喜好的社群则是花费寻找时间和沟通成本最低的。“我是薇娅的女人”、“我是李佳琦的女人”这类词汇层出不穷，除了考虑粉丝效应外，以理性角度来看，以网红为核心的品类和品牌的辐射面也是他们忠诚消费者的大致需求和兴趣圈的范围。李佳琦从抖音上以“口红一哥”的名号火起来，他对于口红或是彩妆产品的熟悉度和专业度是非常高的，他的直播间粉丝很大一部分也正是那些热爱口红、美妆的人群，而这些人群很大可能是年轻女性，所以也有护肤品、零食等需求。“淘女郎”出身的薇娅对于服装的专业度是相对较高的，也会聚集一批拥有同样喜好和需求的粉丝。出圈的前提往往都是用户自身喜好和需求的延展，很多用户共同的延展成就了网红的跨越品牌、跨越品类的成长。
- **购物行为的本质都是理性行为，永远不要低估消费者的聪明程度。**消费者是越来越聪明了，尤其是年轻消费者，非常明显的特征是，他们具备足够的辨别力识别出推销商品的真诚与否。首先，举个例子，也是很容易被误解的一点。为某位明星代言产品付费是否是非理智行为？不是，起码并不完全是。“饭圈”粉丝为明星代言的产品付费，“为喜爱买单”是外在表现，我们要明白这个“喜爱”到底指什么。其实是为了帮助自己喜爱的明星成就更好的代言数据成绩，以便明星有足够的报酬去继续在公众视野活跃而做出努力。本质上，粉丝是为未来明星发售歌曲、开演唱会、参演影视剧的机会而买单，明星的作品或本职表现在前，喜爱在后，然后形成正向循环。如果明星不再继续活跃在公众视野里，不再产出作品，而是专职成为网红进行导购，这个正向循环较难维持下去。因为很有可能明星带货的收益的金额和确定性一旦高于演艺事业，他将永远退圈。除非明星就此成为网红主播一员，那么带货的逻辑就还是网红带货的逻辑。网红的直播带货实力的加强会提高他在品牌商那边的议价能力，这部分折扣实际收益会最终让渡给消费者一部分，消费者完全有动力支持自己经常发生购买行为的直播间，不断加深忠诚度。

问题 5：网红直播带货是否存在马太效应？效应是否长期存在？

淘宝直播追求效率，薇娅&李佳琦双巨头模式长期存在

在淘宝直播中，尤其是双 11，“只有头部主播有流量，中小主播的流量几乎腰斩”。行业内有个判断，**淘宝直播每晚的 GMV，薇娅占了 30%，李佳琦占 20%，剩下的 50%才是各路主播抢滩的市场。**19 年双 11 淘宝直播引导成交近 200 亿，有 17 个直播间引导成交超过亿元，其中 4 个网红直播间（薇娅、李佳琦等）、3 个淘品牌直播间（雪梨、张大奕等）、其余都是传统大品牌的天下（小米、海尔等）。从淘宝直播双 11 巅峰直播热度排行榜也能看出主播带货的头部化，薇娅、李佳琦二人的热度（粉丝关注度、导购成交等指标综合考量）是第二梯队的 10 倍以上，考虑到成交额也是数倍以上，保守估计薇娅、李佳琦双 11 的引导成交至少超过 5 亿、3 亿。（薇娅 18 年双 11 引导成交 3.3 亿，全年引导成交 27 亿，19 年 618 引导成交超过 5 亿）与商家直播犬牙交错的格局相比，网红直播带货的马太效应无疑是巨大的。

图表 15：2019 年双 11 淘宝直播战绩

淘宝直播双 11 巅峰主播热度排行榜			2019 双 11 亿元直播间俱乐部	
	巅峰主播	热度	直播间	类型
TOP 1	薇娅 viya	45433 万	薇娅 viya	网红直播间
TOP 2	李佳琦 Austin	34920 万	李佳琦 Austin	网红直播间
TOP 3	陈洁 kiki	5056 万	钱夫人家 雪梨定制	淘品牌
TOP 4	水冰月 SailorMoon	2578 万	吾欢喜的衣橱	淘品牌
TOP 5	烈儿宝贝	1701 万	海尔官方旗舰店	传统品牌
TOP 6	虫虫 Chonny	1612 万	陈洁 kiki	网红直播间
TOP 7	祖艾妈	866 万	荣耀官方旗舰店	传统品牌
TOP 8	小奶牛欧洲购	799 万	华为官方旗舰店	传统品牌

来源：淘宝直播（巅峰主播热度截至 11 日凌晨，热度为新粉关注、商品引导加购、预售成交、导购成交等指标考量），国金证券研究所

- 在淘宝直播中，一方面，主播引导的成交量、连续直播的记录等，都会影响到第二天的推荐权重。这对主播和团队的门槛要求都很高，哪怕是薇娅，一个月开播场次也要在 20 甚至 25 场以上。另一方面，对于淘宝来说，效率更为关键，流量分配到主播目的就是促进成交，而将流量分配给太多小主播，却卖不出货，对于淘宝来说是不划算的。与其他内容平台不同，淘宝直播的日活用户目前不超过 2000 万，缺少流量的来源，对效率的追求以及头部效应过强进一步挤压小主播的生存空间。

内容平台中心化决定网红带货马太效应

对于内容平台来说，流量的中心化程度决定了网红直播带货的中心化程度。我们在此前的《快手的品格：快即是慢，慢即是快》的报告里有过详细的论述，抖音是以“优质内容”为导向，中心化程度高（3%的视频占据着 80%的用户播放量）；快手则以“创作者”为导向，去中心化程度高（头部内容限流在 30%左右），流量是网红直播带货的基础，流量结构也就对带货的马太效应有了决定性作用。根据淘宝联盟发布的 2019 年双 11 站外达人 TOP 榜单中，我们发现快手主播占据三成以上，分布亦较为平均（从淘宝站外卖货第一的辛巴到第三十九的贝源哥）；抖音主播约 16%（主要由于快手直播的供给与受众都更多一些），其中李佳琦 Austin 一马当先，其他主播带货能力较为分散。李佳琦的带货能力固然优秀，但也得益于抖音流量推荐及中心化机制，这是不依赖于个人的，这也是偶然性与必然性的辩证关系。

图表 16：双 11 站外达人 TOP 榜

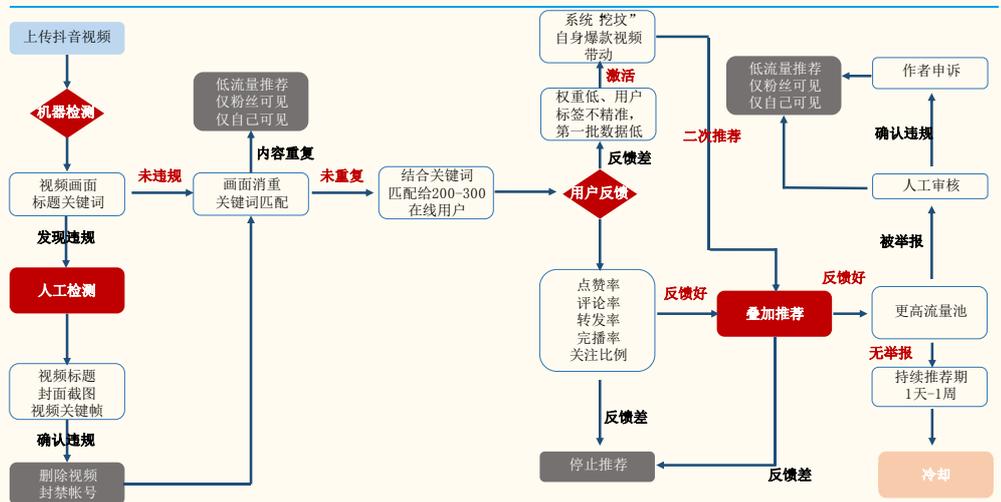
	抖音	达人卖货榜排名	粉丝数（万）	快手	达人卖货榜排名	粉丝数（万）
TOP 1	李佳琦 Austin	4	3502	辛有志辛巴	1	3325
TOP 2	韩国媳妇大璐璐	15	318	初瑞雪	3	2301

TOP 3	呗呗兔	21	938	蛋蛋小朋友	8	597
TOP 4	白白叶叶	25	128	驴嫂平荣	9	1977
TOP 5	豆豆_Babe	33	600	蔡儿 11.4	13	555
TOP 6	陈三废 gg	41	1461	散打哥	5	4720
TOP 7	企鹅妈妈	12	48	鹿	16	338
TOP 8	李子柒	49	2940	周周珍可爱	17	1130
TOP 9	美国空姐玲儿		88	球球新歌	19	1987
TOP 10	大狼狗郑建鹏		1275	娃娃	20	1306
TOP 11	老爸评测		1420	赵梦澈	23	427
TOP 12	醉鹅娘		270	猫妹妹	32	2788
TOP 13	破产姐弟		1100	韩承浩	36	52
TOP 14	我叫刘小帆		—	蔡儿 kuki	37	555
TOP 15	小小 101		782	贝源哥	39	1061
TOP 16	悠悠		582	炫迈妹儿 it		1469
TOP 17	牛肉哥严选		533	时大漂亮		32
TOP 18	二胖		50	王祖蓝		2504
TOP 19	UVN 许微娜		—	蔡儿 526		555
TOP 20	米糖大姐姐		—	小沈龙		1575

来源：淘宝联盟，卡思数据，小葫芦数据，国金证券研究所（2019.10.21-2019.11.11；各平台带货 TOP 20，数据与达人榜排名略有差异）

- 就算法上来说，核心都是“用户标签和内容标签的匹配，层层的用户池反馈机制”。抖音与快手的算法不同，主要体现在两个方面：1) 重复内容的处理，在抖音的算法体系内，疑似重复的内容会被低流量推荐；快手则为了保证每个创作者被看到的权力，哪怕是相似的内容也会获得推荐的机会。2) 流量触顶的处理，在抖音上可能存在着数亿用户观看过的内容，快手上则绝无仅有，当视频热度达到一定阈值后，曝光机会将不断降低。这也就决定了抖音在流量端的中心化以及快手的相对去中心化。

图表 17：抖音算法推荐机制及流程



来源：国金证券研究所

结合来看，淘宝、抖音的网红带货马太效应将会长期存在，快手则相对平均一些。这主要是由于流量和效率的推荐机制共同决定的，实际上快手是人工干预的流量机制、本质上仍存在着一定中心化趋势。此外，网红带货的马太效应无所谓于好坏，只是流量与效率的权衡选择。淘宝再出现下一个李佳琦或者薇娅的可能性已经不大，竞争已经白热化，淘宝的流量寸土寸金并且有着明显的官方导向性，成长为下一个巨头的挑战太大，但抖音和快手或许还有希望。

问题 6：怎样的主播带货能力更强？

流量是顶级主播的带货基础，低粉丝主播也有“春天”

流量是基础，但粉丝数不等于销量。根据淘宝披露的电商达人年度卖货榜单上看，排名前列的辛巴、散打哥等都是快手/抖音等平台的头部主播，流量正是这些主播的基本盘。

图表 18：电商达人年度卖货榜单（根据GMV 排序）



来源：淘宝联盟，国金证券研究所

- 在抖音的 TOP 20 销售达人里 40%的达人粉丝量低于百万，粉丝量并不决定销售量。在 30 日抖音达人畅销榜账号中，我们发现诸如李佳琦 Austin、破产姐弟等内容型账号带货界的扛把子。粉丝量并不决定销售量，好内容+直播，以及过关的产品品质，是 KOL 与粉丝建立起“强信任”纽带的核心。TOP 20 销售大人中 8 个粉丝低于百万，但带货能力仍然非常出众。持续发布种草开箱类视频，将好物安利给有需求的用户，提升转化率成为中腰部主播成为达人的首选。

图表 19：抖音 TOP20 销售达人

上榜次数排名	KOL 名称	内容类型	粉丝数量 (万)
TOP 01	悠悠	种草开箱	20
TOP 02	牛肉哥严选	种草开箱	523
TOP 03	李佳琦 Austin	美妆/种草测评	3,238
TOP 04	老爸测评	生活百科	1,369
TOP 05	钟文泽	科技/3C 数码	40
TOP 06	陈三废 gg	搞笑/整蛊	1,350
TOP 07	武轩	穿搭时尚/小哥哥	230
TOP 08	璐璐	种草开箱	45
TOP 09	豆豆_Babe	美妆/小姐姐	564
TOP 10	荣多威水果果园	食品	43
TOP 11	韩国媳妇大璐璐	美食/小姐姐	197
TOP 12	破产姐弟	剧情段子	919
TOP 13	陈婷 mm	搞笑/整蛊	814
TOP 14	常熟市孟杰服装商行	穿搭时尚	294
TOP 15	张贝贝 ibell	穿搭时尚	55
TOP 16	叁佰的日常穿搭	穿搭时尚	116
TOP 17	于子蛟好物分享	美食/种草开箱	9
TOP 18	霞光好物	运动健身	32
TOP 19	潘雨润 PanYR	美妆/小姐姐	93

来源：卡思数据，国金证券研究所（2019.9.11-2019.10.10）

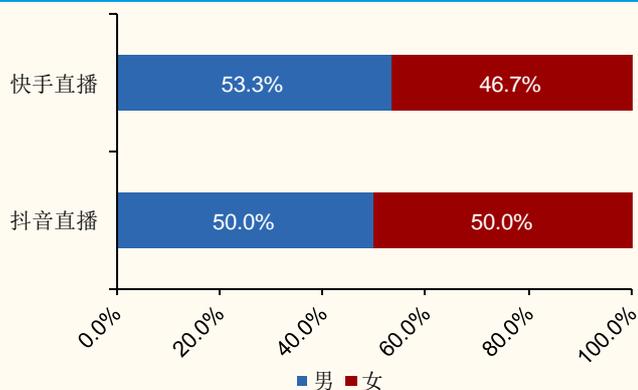
- 低粉丝主播怎样保持高转化率？其一，定位上，切入垂直品类，缩短变现路径。李佳琦精于美妆，薇娅起于服装，大主播亦是头部品类做起；垂直品类更容易体现专业性，增强信任感。其二，人设上，构建属于自己的高辨识度。李佳琦“口红一哥”的定位，末那大叔的父子档组合，提供了“反差萌”，提供辨识度更容易脱颖而出。其三，方式上，直播留存粉丝，尤其是快手，每天直播是维系与用户关系的重要途径。

问题 7：看网红直播带货的用户到底是谁？

她经济强势占据视野，被培育的年轻群体接棒消费主力军

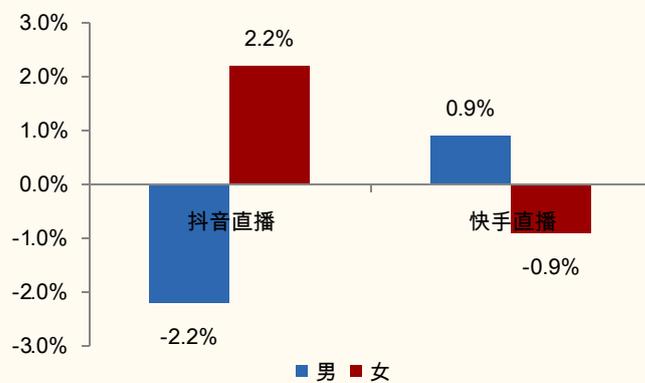
- 淘宝直播以 25 至 35 岁女性为主，快手直播男性购买力也不容小视。购物行为本身并没有明显的性别结构性差异，男性与女性对消费偏好的差异体现在品类差异上。对比抖音直播和快手来看，根据 Questmobile 用户画像数据，可以看出抖音直播男性与女性用户占比不分伯仲，而因抖音 App 基础用户中女性占比稍高，所以显示出抖音上的女性用户对于其中内嵌的直播更偏好。而快手则不同，快手直播的男性用户占 53.3%，与基础用户占比相比还要更加偏好直播形式。但是，女性除了个人消费外往往还承担着家庭消费决策者的角色，所以消费的潜力看起来更强。淘宝直播中主要的消费品类有服装、珠宝、美妆个护、食品生鲜、母婴童装和家居百货。对于偏好品牌类的品类消费（美妆、个护和母婴产品），相比于抖音和快手，淘宝和天猫具有天然吸引女性消费者的优势。

图表 20：抖音和快手直播用户性别结构



来源：QuestMobile，国金证券研究所（2019.06）

图表 21：抖音与快手直播用户与 App 用户性别结构偏差

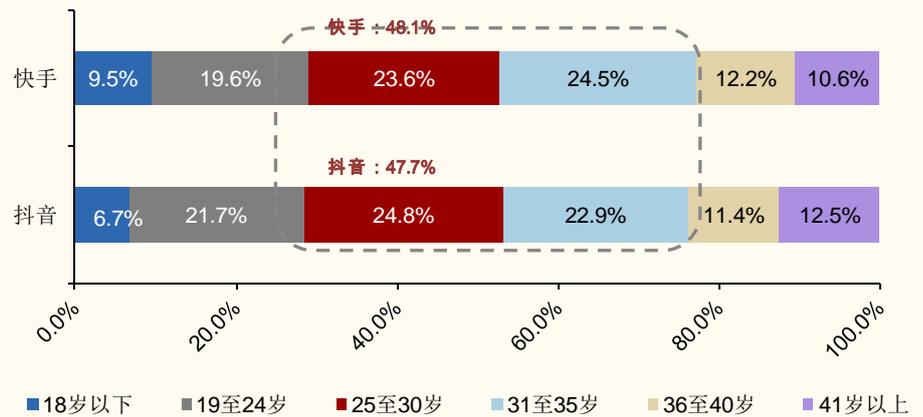


来源：QuestMobile，国金证券研究所（2019.06）

注：偏差=目标 App 直播用户基本属性占比-目标 App 用户基本属性占比

- 从年龄结构来看，抖音和快手 25 至 35 岁人群占比分别为 47.7%和 48.1%，我们推测观看抖音直播和快手直播的用户年龄结构与 App 用户属性相比，25 至 35 岁人群的占比可能还会稍高一些，这类人群购买意愿充足且购买力较高，对于直播带货的贡献相对较大。根据 2019 年淘榜单联合淘宝直播发布的《天猫 618 淘宝直播消费者画像》，90 后成为直播间的消费主力，00 后异军突起，同样具有很强购买力。网红直播带货是新兴的购物模式，那么 95 后、00 后正是成长于网红直播带货的高速发展期，是正在被培育的一代，已经初步展现出一定的消费潜能以及未来购物渠道的迁移偏好。

图表 22：2019 年 6 月抖音和快手用户年龄结构

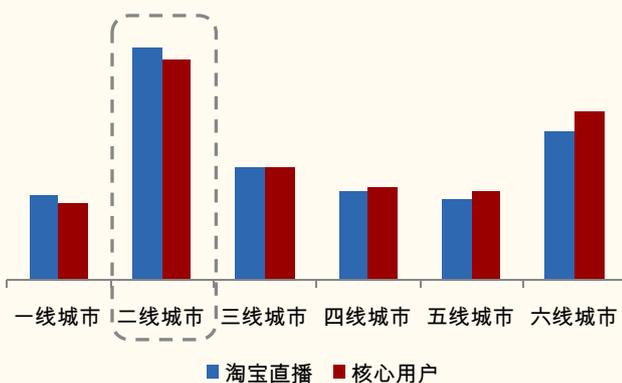


来源：QuestMobile，国金证券研究所

有钱有闲，生活状态决定心理状态

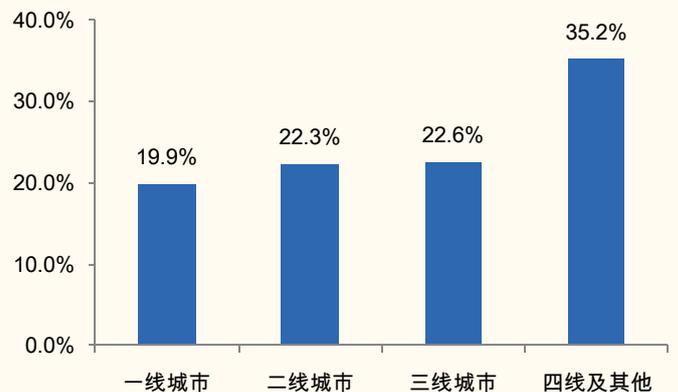
- 网红直播带货用“下沉”来描述并不准确，而是率先从低线城市跑出来。淘宝直播中用户渗透率最高的是二线城市、其次是六线城市，而一线城市是渗透率最低的。抖音直播和快手直播中三线及以下城市层级的用户占比也占相对多数，其中快手直播的占比为 60.4%，比抖音直播高出了 4.5pct。与抖音和快手 App 基础用户属性相对比，快手直播的三线及以下的相对正偏差更大，这也表明了快手用户中低线城市层级用户更接受并偏好直播的形式。而网红粉丝的城市结构分布也有着联动的统一关系，三线及以下城市人群相对一二线城市占比更高，高出 15.6pct。可以说，网红带货直播的大本营是在低线城市的，而目前已经开始有向高线城市“进攻”的苗头，不再像传统购物渠道是自上而下的下沉，网红直播带货跟随着社交媒体上传播范围的外拓，头部网红流行度不断攀升，也有略微展现出“农村包围城市”的态势。

图表 23：2018 年淘宝直播用户城市结构



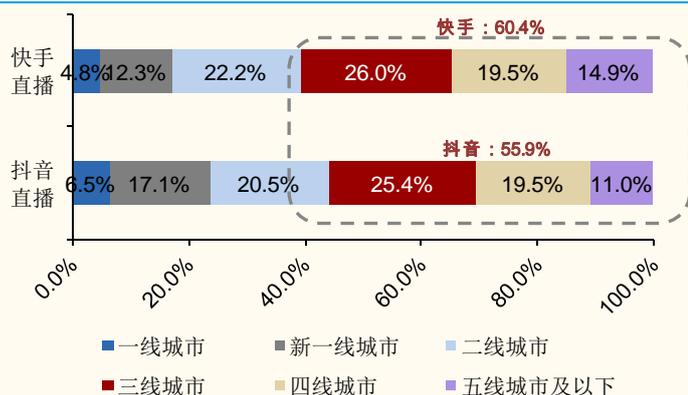
来源：淘宝直播，淘榜单，国金证券研究所

图表 24：2018 年网红粉丝城市结构



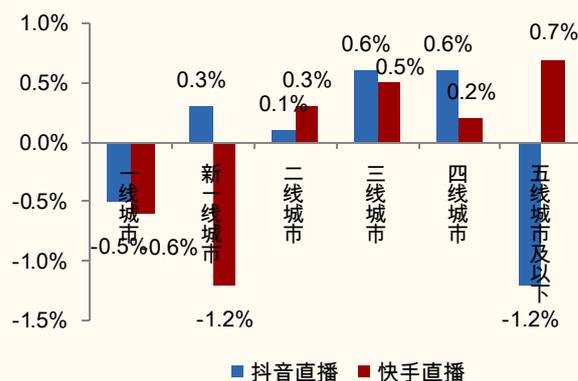
来源：艾瑞咨询，微博，国金证券研究所

图表 25: 抖音和快手直播用户城市结构



来源: QuestMobile, 国金证券研究所 (2019.06)

图表 26: 抖音与快手直播用户与 App 用户城市结构偏差

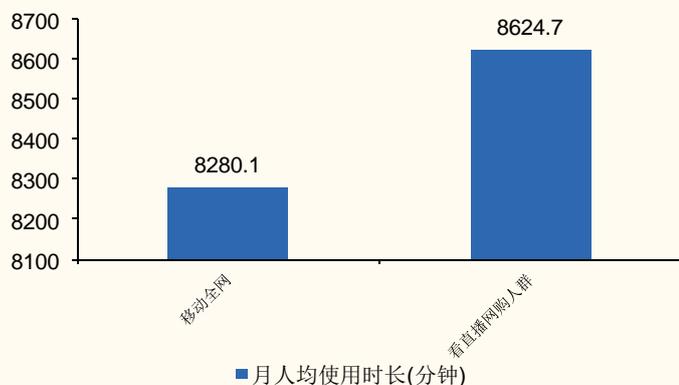


来源: QuestMobile, 国金证券研究所 (2019.06)

注: 偏差=目标 App 直播用户基本属性占比-目标 App 用户基本属性占比

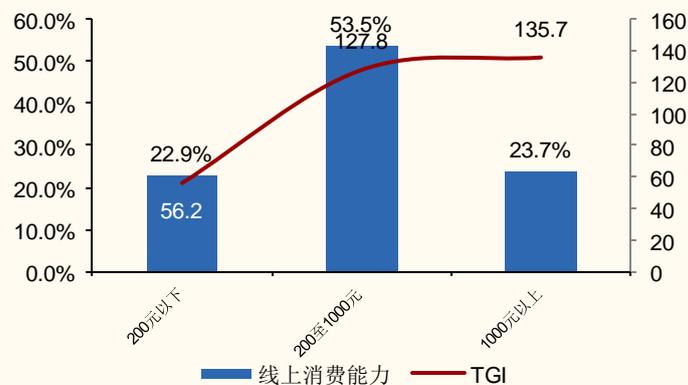
- 先理解后定义, 用户的心理状态往往是由外部生活状态描绘的, 正是因为有充足的时间、相对小的经济压力以及线下购物尚未满足的需求, 低线城市用户才能不断从“高增长”的故事中脱颖而出。经济下行的环境下, 新的增长点往往发生于尚未被注意到的重大供需不匹配的缺口。低线城市用户时间相对充裕, 而诸多新兴品牌 (尤其是国际品牌) 在线下渠道铺设已不再积极, 网红直播带货才会率先在这一层级跑出来。根据 QuestMobile 发布的《2019 年“6.18”电商大报告》显示, 直播网购用户群体的人均使用时长和次数均高于移动电商全网大盘数据, 接近 8 成的直播网购用户消费能力处于中高水平。相比于一、二线城市用户的高住房成本 (租房或房贷压力)、高工作压力 (更少的休闲娱乐时间)、高育儿压力 (教育成本), 低线城市用户的消费能力被激发是迟早的事情。

图表 27: 直播网购人群月人均使用时长



来源: QuestMobile, 国金证券研究所 (2019.05)

图表 28: 直播网购人群线上消费能力与 TGI



来源: QuestMobile, 国金证券研究所 (2019.05)

注: TGI=直播网购人群线上消费能力占比/移动全网上消费能力占比*100

问题 8: 什么导致网红直播带货在品牌、品类、价格方面的差异?

扩品类、自有品牌是 TOP 网红的必然选择

谈及直播带货, 无法逾越的是带货三巨头: 薇娅、李佳琦、辛巴。薇娅背后是淘宝直播, 李佳琦则是淘宝直播与抖音流量的合体, 辛巴属于快手, 三个人的年度引导成交金额都在 30 亿左右。但从品类、品牌、价格方面上, 三位顶级流量巨头却各有不同: 1) 品类方面, 李佳琦专于化妆品; 薇娅起于服装、逐步涉猎各个品类; 辛巴也是全品类覆盖, 但毋庸置疑化妆品占据着最大的份额。2) 品牌方面, 李佳琦都是第三方产品, 国产品牌和国际大牌都有; 薇娅有 30%

以上是定制产品；辛巴带货的定制比例要显著高于薇娅，快手上销量最好的就是辛有志严选的冻干粉和面膜。3) 价格方面，三者都基本上是全国最低价的标配，但由于品类和品牌的不同，李佳琦和薇娅的带货价格带都在小几百元，而辛巴单款产品基本都是几十。由此衍生出两个问题：其一，扩品类是不是所有头部主播的必然选择？其二，自有品牌是不是头部网红的最终选择？

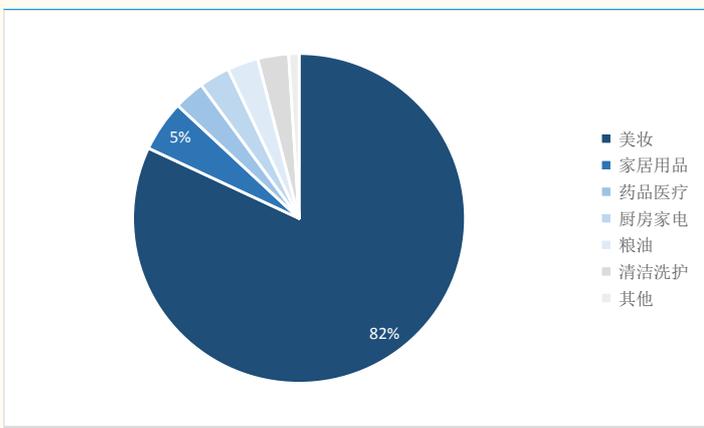
图表 29: TOP 网红直播带货对比分析

	李佳琦	薇娅	辛巴
带货平台	淘宝直播/抖音	淘宝直播	快手
品类	化妆品 82%、其他 18%	化妆品 40%、零食 11%、其他 49%	食品、化妆品、家具、电器、家纺、服装等
品牌	第三方产品	30%以上定制产品	大部分为定制产品
价格	几百元	几百元	几十元
用户画像——男女	9: 91	39: 61	55: 45
——年龄	18-24 (53.8%)、25-30 (24.5%)、31-35 (5.8%)	18-24 (53.2%)、25-30 (32.5%)、31-35 (6.4%)	18-24 (23.4%)、25-30 (36.9%)、31-35 (22.1%)

来源：知瓜数据，卡思数据，国金证券研究所（李佳琦、薇娅为双十一预售当天数据）

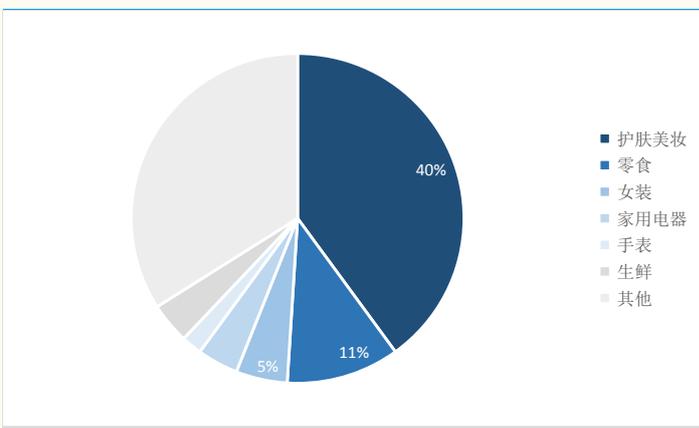
- 第一个问题的答案是肯定的，扩品类是所有头部主播的必然选择，但效果与平台、粉丝画像等都有一定关系。从供给端来看，化妆品是头部网红的首选品类，兼具高佣金率、冲动消费、弹性需求等优点，其次就是女装等。但单品类贡献的引导金额仍然有限，扩品类也就头部网红的应有选择；但对于中腰部及以下网红，“垂直流量+垂直品类”才是取胜之道。从需求端来看，主要需要分清主播与粉丝之间带货的关系，是属于“粉丝的纯流量效应”、“买手的导购关系”还是“老铁关系”，当然实际上头部网红与粉丝的关系是比较复杂的，一般都兼具其中的多个。其中“纯流量效应”以及“老铁关系”对于品类没有要求；但“买手的导购关系”却需要主播在相关领域的专业性，跨品类认可较低。由于内容平台决定一定程度上粉丝与主播的关系，像快手一样更注重社区属性的平台跨品类更为容易。

图表 30: 李佳琦双 11 预售商品品类分布



来源：卡思数据，国金证券研究所

图表 31: 薇娅双 11 预售商品品类分布



来源：卡思数据，国金证券研究所

- 第二个问题的答案也是肯定的，自有品牌也是必然的，但与平台、品类都有一定的关系。从供给端，自有品牌意味着更高的利润，此外，像服装等非标品自主品牌空间更大，产业链延伸也是头部网红的必经之路。李佳琦在近期的演讲中也表明未来会涉足自己的品牌。从需求端，获得粉丝的认可需要突破两个方面：1) 品类，服装等非标品、技术难度较低的标品都比较适合自有品牌；2) 关系，与品类相似，不同主播与粉丝之间的关系，依托于人还是专业水平，也决定着粉丝会不会为自有品牌买单。此外，我们研究了海外前十大美妆博主发现：1) 80%的美妆博主都创立了自有品牌，这也与整体美妆产业 ODM 成熟相关；2) Youtube 力压其他社交平台，成为美妆博主最活跃和粉丝数最多的地方，Instagram 紧随其后。

图表 32：自有品牌是 TOP 美妆博主的必然选择

美妆博主	粉丝情况	是否有自有品牌	品牌名称	范围	品牌情况
Zoe Sugg	968 万 (Instagram)	是	Zoella Beauty	香氛类身体护理	2014 年成立，平民价格
Michelle Phan	891 万 (YouTube)	是	Em Cosmetics	“集合式”彩妆	2013 年，欧莱雅联合创立
Huda Kattan	362 万 (YouTube)	是	Huda Beauty	全系列美妆产品	2013 年，中东本土品牌
Nikkie de Jager	1230 万 (YouTube)	否			
Shannon Harris	320 万 (YouTube)	是	xoBeauty	假睫毛、化妆刷	新西兰地区影响力大
Jeffree Star	1660 万 (YouTube)	是	Jeffree Star	彩妆	风格独特、产品创新
Kandee Johnson	390 万 (YouTube)	是	Sinful Colors	美甲	高销量
Manny Gutierrez	479 万 (YouTube)	否			
Christen Dominique	423 万 (YouTube)	是	Christen Dominique	彩妆	包容性强
Wayne Goss	373 万 (YouTube)	是	Wayne Goss	化妆刷	2014 年创立，纯手工

来源：福布斯，youtube，官网，国金证券研究所（粉丝数情况取粉丝量最大平台）

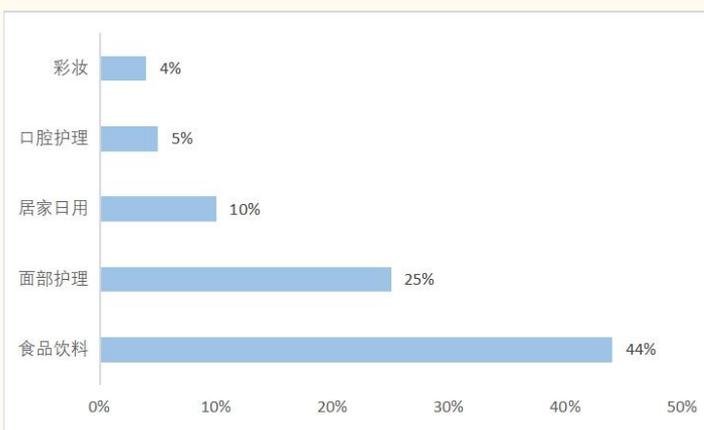
- 上面都提到了粉丝关系，我们举个例子：比如卖口红，李佳琦必须试色，底下的姑娘都等着，不试就卖不动，而且要深度讲解，这个产品质量到底怎么样，怎么用的。但同样的口红，如果是快手主播，一般说三句话，老铁们，今天就 3000 支，赶紧买，不买的给我双击一个小红心。其实还是社交行为为主，不是买卖行为为主。

平台造就“粉丝关系”，快手更像拼多多、抖音更像天猫

从上文我们可以看到平台对“粉丝与主播”关系的作用，那么作为短视频领域最大的两个平台：抖音和快手的带货有何差异？快手带货更像拼多多，抖音带货更像天猫，主要表现在品类、品牌以及价格方面：

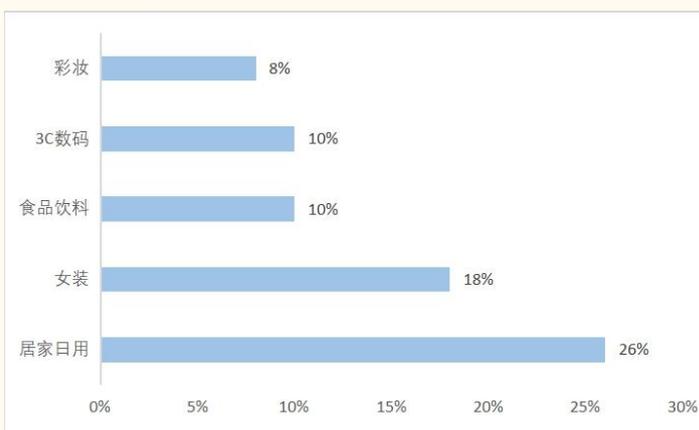
- 在快手什么样的产品最好卖？老铁更喜欢在直播间购买食品饮料（44%），面部护理（25%），居家日用（10%），口腔护理（5%）以及彩妆（4%）。相比之下，抖音在女装（18%）、3C 数码（10%）上具有非常明显的差异性，居家日用（26%）、彩妆（8%）也高于快手。（尽管抖音上用户最爱浏览彩妆，但浏览量≠销量）

图表 33：快手 7 日商品榜产品所属行业类别



来源：卡思数据，国金证券研究所

图表 34：抖音 7 日商品榜产品所属行业类别



来源：卡思数据，国金证券研究所

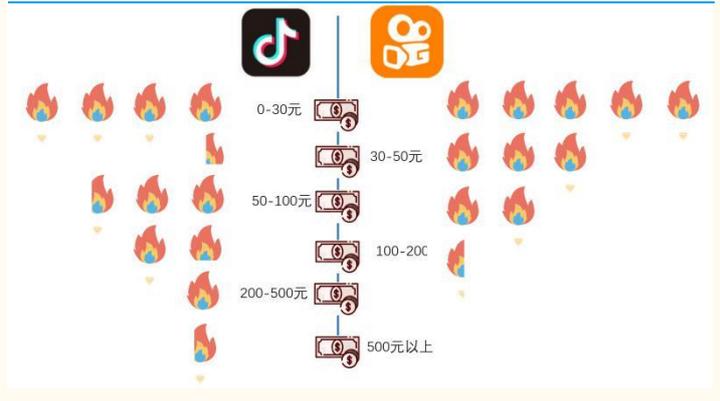
- 以化妆品为例来看快手和抖音直播带货品牌上的差异。抖音销量最佳的美妆品牌主要以国产品牌为主，包括“完美日记”、“珀莱雅”等，彩妆和面部护理产品占比最多；快手上销量最高有很多白牌/自有品牌产品，其中辛有志严选 6 款产品销售最佳，单场直播销量 5 万单（品牌名：辛有志和 zuzu）。价格上，低单价产品（0-30 元）都受到各短视频平台用户喜爱，而抖音上用户对价格接受程度更广，50-200 元产品也较为火爆；快手用户更青睐优质、低价产品，80% 产品单价不超过 50 元。

图表 35：哪个品牌最畅销（以美妆个护为例）



来源：卡思数据，国金证券研究所（综合评估产品销量和用户浏览量）

图表 36：客单价多少的产品最好卖



来源：卡思数据，国金证券研究所

问题 9：网红直播带货模式的演变及展望？

人货场面面俱到，“直播机构+MCN+商家+供应链”四合一

网红直播带货模式的演进就是不断靠近货源。1.0 时代，主播除了没有稳定的流量，甚至需要自己购买样品进行直播，包括薇娅早期。薇娅刚开始做直播，为了打造品牌吸引力，不要链接费、不要佣金，自己贴钱做全网最低价。2.0 时代，机构大规模进驻，也有了“走播”、“玉石基地”等新玩法。3.0 时代，头部主播已经开始深入供应链，并且把中台系统对接给其他中小主播。薇娅旗下的谦寻共有 80 多人的招商选品团队，在此基础上开发了名叫“羚客”（Link）的中台系统，将大品牌商品、自有服饰开放给淘宝主播。但实际上，哪怕是薇娅这样拥有诸多自制淘宝店铺的头部主播，从品控到定价一手把控，利润空间却惊人的低，库存也需要直播间二次销售。这么来看，网红直播带货更像是新品牌的引爆器，也推动更多国内品牌、ODM、OEM 厂商的新机会，但怎么走的更远，真正塑造国货品牌，还需要时间去验证。

- 1.0 的直播模式主要包括店铺直播模式、秒杀模式、达人模式。店铺直播模式，就是主播一款款介绍在售商品，其核心竞争力来源于**在播商品**。秒杀模式最为常见，主播和品牌商合作，帮品牌商带销量，马太效应显著，主播带货能力越强，越受到商家青睐，折扣也越低，主播**渲染商品价值的能力**是核心。达人模式则是在领域内非常深厚专业知识的消费意见领袖推荐，粉丝对主播信任度高，往往尽管**粉丝数不多但转化率非常高**。1.0 网红带货模式是基本盘，重要性不言而喻，具有相当高的普适性，此后模式也多由此演进，更适合更多细分品类。
- 2.0 的直播模式主要是国外代购模式、基地走播模式、产地直播模式、砍价模式以及博彩模式。其中比较有趣的就是基地走播、产地直播以及砍价模式，**对于传统电商触及不到的货品和领域有奇效**。基地直播由供应链构成基地，直播在各个直播基地去做直播，现场开播，容易造成冲动下单，有一定退货率风险。目前比较好的基地模式就是**品牌基地和产业带直播**。砍价模式非常适合珠宝/古玩等产品，而珠宝/古玩是快手带货排位靠前的品类，主播拿到翡翠后，把商品优缺点分析给粉丝听，征询有意向购买的粉丝，主播砍价，协商一致后，主播收取一定的代购费和佣金。2.0 的直播模式一定程度上解决了货源和选品的问题，基地、产地都有着充足的货品供给，并且进一步延伸到珠宝玉石甚至拖拉机等品类。

图表 37: 网红直播带货 1.0 模式



来源: 淘宝直播, 国金证券研究所

图表 38: 网红直播带货 2.0 模式



来源: 淘宝直播, 国金证券研究所

- 3.0 的直播模式就是 C2M。主播根据粉丝需求, 采用 OEM 或者 ODM 的方式推出特有款式, 同时也保证了品质。汇聚各类服装、美妆、食品等工厂产能, 基于 C2M 的生产模式赋能旗下主播, 逐渐提高自有货物的直播比例, 进一步提升直播间的利润率。对于仅为品牌带货的李佳琦而言, 自建供应链似乎暂时是一个性价比不够高的选择。而对于积累了自有服饰供应链的薇娅团队来说, 货品的重要性不言而喻。

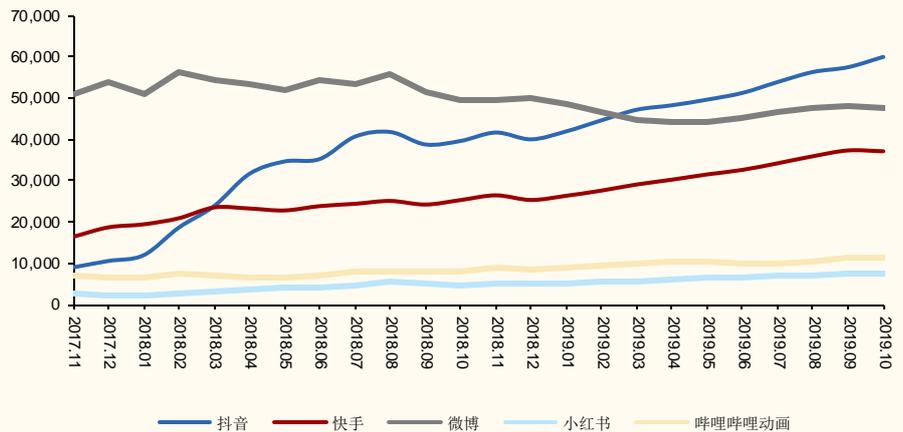
流量、供应链、履约能力是电商绕不过的大山。正如淘宝直播负责人所推演, 五年以后淘宝直播会是怎样的? 直播间可能会诞生一个物种, 叫超级直播机构, 将“人-货-场”三个全部做到极致而出现。在内容端, 主播体系完善, 兼具广告公司+MCN+红人经纪; 在货端, 自主供应链、自主工厂、自造品牌以及自我生产补货、仓配销的能力; 在场端, 对电商和线下都具有极其丰富的经验。像早期的淘品牌, 比如张大奕、雪梨这样的红人店铺, 就是红人跟店铺的双身份, 未来可能会出现更多的“直播机构+MCN+商家+供应链”四合一的超级直播机构。

问题 10: 从投资角度, 怎么看互联网公司在网红直播带货的布局?

阿里独享“流量草原”, 头条、快手蓄势待发, 有赞“推波助澜”

平台与平台的竞争, MCN 或直播机构对于不同平台的选择, 网红对于不同平台的选择, 是多方博弈的动态平衡结果。MCN 或直播机构与网红选择平台的主要依据是受众的基数和稳定程度, 以及带货完成的变现效率。在流量成为稀缺资源的如今, 其占有用户注意力的困难程度并不小, 而单纯的电商平台在占用用户注意力方面是显然不如娱乐化和社交化平台的。所以, 单纯的电商平台需要流量平台为其宣发导流, 流量平台上的网红也需要完成变现。对网红来说, 在各流量平台实现变现的方式有广告(接推广)、流量分成、直播打赏或电商带货, 电商带货无疑在现阶段是效率较高且稳定性较强的一种方式。而用户注意力所在之处即网红出现的地方, 网红是依靠用户“捧”起来的, 所以诞生新网红的地方往往是每个阶段的主流娱乐平台。从图文向视频再向直播的变迁, 也分别成就了微博、小红书、抖音和快手。

图表 39：各网红聚集 App MAU（万）趋势



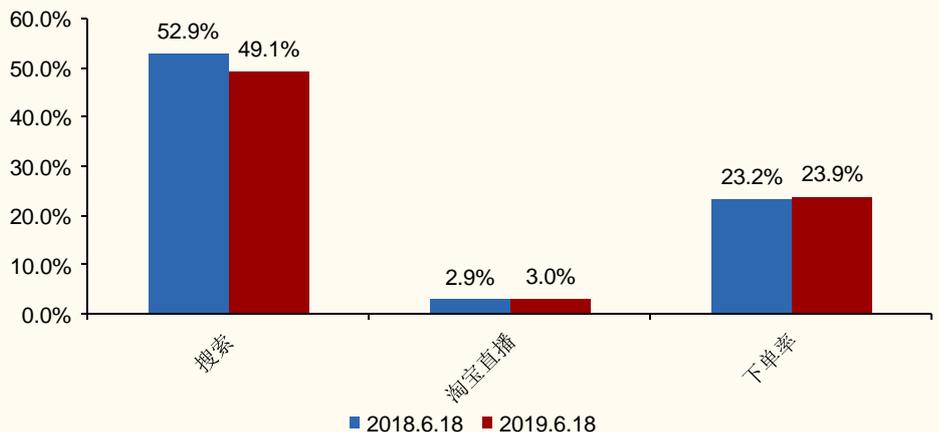
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

- 微博。**以引入明星起家的微博虽然受到其他新兴娱乐方式的猛烈冲击，但是庞大的存量用户基础仍是网红进行宣发的窗口之一（可能不是主战场）。2019年6月，微博上粉丝规模大于2万或月阅读量大于10万的头部作者规模为78万，与去年同期相比增长32%，其中粉丝规模大于50万或月阅读量大于1000万的大V用户规模接近6万。2019年上半年7.8万个内容作者通过电商获得收入，大V用户中发布电商内容的比例达到30%。但是微博的流量掺杂一定“水分”。2017年开始，微博开始给用户塞“僵尸粉”，叠加微博选择性“被吞”机制（用户发一条微博并不是推送给全部粉丝，而是按照一定的权重计算推送给部分粉丝），如果被塞的“僵尸粉”越多，那么原本的“活粉”（实实在在的活跃粉丝）能看到这条微博的几率越小。微博目前也缺乏直播窗口，图文+商品链接的方式的变现效率相对较低，网红带货的体量并不是很大。如果品牌为直接获取销售的收益，微博可能不是最好的选项。
- 今日头条。**相比于“美丽精致”，“有趣”的成分被抖音放大了不少。当经济压力大、生活压力大与工作压力大叠加在一起时，用户对于“好玩好笑”的优先级会被提到“追求高端”之前。李佳琦作为“口红一哥”的流行，并不是偶然的。抖音中心化的流量扶持机制，注定会给予优秀的內容以最大的流量分配优势。但是，也正是因为依赖于算法而不依赖于关注，用户持续刷抖音的过程，也是流量被不断集中分配的过程，更难形成归属于某个人的稳定粉丝群。从平台整体来看，这样的机制对于广告变现更为友善。而每一位在抖音上火起来的创作者都会想尽办法，尽可能快地将自己的流量价值予以私有变现，最好还能变得稳定下来，电商直播带货无疑是快速且稳定沉淀粉丝（忠诚买家）并提高留存和粘性的方法。充分利用品类的天然复购优势，内容创作者收益的稳定会有一定保障。所以抖音导向电商平台如淘宝可能也是必然的，当内容创作者借助抖音火起来，他会转战淘宝直播，每天稳定直播获得较为稳定的收益是人之情。但是，抖音仍然是非常好的宣发平台，毕竟它给予创作者爆红成为头部的可能性，这一点不用怀疑。回归抖音本身，因为交易的闭环需要借助电商平台来完成，最终带给抖音的效益可能远不如带给电商平台的高，如果带货的成分过重，还有可能会影响平台自身的娱乐属性。
- 快手。**作为内容类社区带货能力最强的平台，不仅拥有散打哥、辛巴等头部流量主播，还存在大量中长尾带货达人。得益于社交分发与公平算法分发，快手主播得以拥有私域流量，给广大中长尾主播商业化变现机会。根据尼尔森调研，84%的商户在快手上获得商业交易，其中42%的商户年收益超过10万，并且快手占据其绝大部分的交易额（56%以上），平均每个视频带来收益超过1068元。在品类、品牌、价格等方面，快手带货与拼多多有异曲同工之妙，食品饮料为先、白牌/自有品牌为主，低单价产品为主。短期来看，快手将成为淘宝下沉的重要抓手、腾讯遏制抖音的前锋兵，受益于巨头“合纵连横”，流量和商业化能力有望进一步加强。9月起快手

官方打击私下交易，快手红人在魔筷商品和有赞占比迅速增加，长期来看，快手更深入电商环节已是必然，成为电商领域一股强劲新势力。

- 阿里巴巴。**阿里确定了内容化是淘宝未来三大发展方向之一，淘宝直播是战略落地的其中一个举措。2016年，淘宝直播上线。2018年，淘宝为了扶持淘宝直播，启动“超级IP”计划，能从淘宝外引入流量的网红，将会被分配更多的内部流量。毕竟，娱乐平台（图文、视频）是“种草”过程，那么交易闭环完成就是“拔草”的结果。而淘宝直播的主要优势在淘宝本身，在于庞大的商家体量。商家自播在淘宝直播里占有非常重要的位置。现阶段直播带货的体量已小有成绩。2019年双11全天，淘宝直播带来的成交额接近200亿元，超过10个直播间引导成交过亿元。阿里电商在搭建自己的内容生态链，弱化固有的买卖关系，想要增加用户间的话题互动与情感连接，加强用户粘性。那么直播带货确实是提供助力的方法之一。为了让淘宝直播快速吸引用户的注意力，网红带货直播也是可以算是内容生态的捷径之一。那么，当考虑直播带货的终极形态时，更可能是网红与商家共存的局面，但是会有更为深度的交织。一部分头部的网红可能创立自己的品牌转变为商家，而新网红会成为头部再为商家补足内容的趣味性，内容的创作成分的增量和想象空间远比我们想的大，基本不太可能被商家抹平。不论是中短期来看，还是长期来看，网红直播带货对于阿里来说都是增量的亮点。

图表 40: 手机淘宝 App in App 功能点击率



来源: Questmobile, 国金证券研究所

- 腾讯控股。**提到私有流量，提到人群深度分化，腾讯不会缺席。依托于微信公众号和小程序，微信直播正在快速成长。2019年3月内测期间，微信公众号“女神进化论”1小时直播有4212人订阅，同时观看人数有1363人，完整观看人数占总人数28%，小程序店铺下单转化率为48.5%。2019年4月21日，微信直播进行公测。小小包麻麻在5月7日的1场直播吸引了13.1万人，成交额为216万元。5月29日，微信宣布所有公众号均可开通直播，而且均可进行小程序电商带货，交易环节最后在小程序内完成。总体来说，公众号的流量分散程度比较高，而且吸引品牌商家进驻的比例还比较低，电商直播带货量级并不大。我们认为，中期内微信直播对于公众号和小程序的用户粘性提高有一定帮助，作为广告变现的增量补充有助于公众号和小程序创作者生存。但也正是因为私有流量的属性，微信公众号和小程序较难培育出头部的网红。相比于阿里深耕商家土壤的存量优势和快手的内容娱乐成分，微信直播两边不讨好，较难取得爆发式的增长。
- 中国有赞。**有赞作为SaaS服务商，电商SaaS商业化进程在近年来已取得一些成绩。在考虑网红带货直播时，有赞作为非阿里系电商服务的合作选项，受益比较明显。除了微信商城以外，有赞与快手的合作在2019年取得跨越式的成长。2018年7月有赞与快手打通，推出“快手小店”短视频电商解决方案。2019上半年，有赞在快手平台实现GMV有10亿元。

2019年11月6日，由快手电商联合有赞发起的直播购物狂欢节启动网红带货PK赛，首次使用有赞客（有赞旗下的电商营销分佣推广平台）模式进行网红分佣。在2天的活动中，快手电商有赞商家的总交易额同比增长达400%，订单量增长230%，观看总热度突破超过60亿。快手直播卖货成交1次以上的商家数量超过3000个，GMV总量和成交订单数均持续高速增长。其中，阿芙精油、宝洁、良品铺子、韩都衣舍、周黑鸭、珀莱雅、娇兰佳人等商家加入有赞客成为供货商。有赞也覆盖了贝源哥、高迪家族、芭比、牛肉哥、小佛爷、胡颜雪和魔兮美少奶奶等网红。作为服务提供商，有赞是受益于网红带货行业整体发展红利的。

风险提示

- **宏观经济持续下行风险。**以直播、广告、电商等为主要变现模式的互联网公司，其收入与经济相关性较高。如果宏观经济持续下行，互联网公司的正常经营可能受到一定影响。
- **技术变革风险。**从大周期角度上看，传媒互联网行业受技术驱动，技术变革可能导致个别公司被替代。
- **移动互联网中行业流量衰退风险。**互联网娱乐方式日新月异，短视频行业或其他现有细分行业用户增长或许乏力。
- **政策监管风险。**网红带货可能面临监管趋严的风险，导致个别公司或行业整体的正常经营受到一定影响。
- **数据准确性差异。**MAU和DAU等相关数据通过自有技术监测获得，力求客观准确地反映业务表现，因统计方法和口径的差异，不排除与官方数据稍有出入。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH