### 互联网与传媒



# 直播电商:一切刚刚开始,未来无限可能

### ——电商行业专题之三

海外行业动态

### ◆喧嚣背后,从大框架出发理解直播电商

薇娅/李佳琦作为现象级带货主播,成为了人人口中热议的话题。然而喧嚣背后,我们试图从年初提出的社交电商大框架出发理解直播电商;我们再次强调社交电商的本质就是"人"这一元素在线上购物体验中的重现。传统的搜索式电商在购物体验方面类似线下商超,然而以商超为代表的自助式购物只是线下零售业态的组成部分之一,在美妆、服饰、珠宝等消费品类目的线下销售流程中,"导购"的专业素质及个人魅力对商品销售效果能够产生极为重要的影响,而直播电商本质上就是线下导购的线上化。

### ◆淘宝抖音快手共享直播电商盛宴

根据我们的产业调研及数据测算,直播电商 2019 年总规模有望达到 4400 亿。由于互动形式升级/评价体系完善,直播电商在短短 3 年时间内就实现了电视购物 10 倍以上的行业规模。从结构上看,预计淘宝直播 2019 年实现 GMV 2500 亿、抖音/快手分别实现 GMV 400 亿/250 亿。

### ◆直播电商改变了什么?

直播电商不仅仅是替代了传统货架式电商,也不仅仅是历史上电视购物简单的升级版本,而是从整个产业链的角度提升了消费者与品牌商之间的链接效率。从商品端看,直播提升了非标商品潜在线上渗透率;从用户端看,直播能够发现用户非计划性购物需求;从产业链看,直播加快了供给端产品开发速度,从而实现了用户需求的即时响应。

#### ◆5G 时代才是直播电商真正的大风口

早期受益于行业红利而崛起的商家与主播大多数都属于"草根商家"和"素人主播"。然而主流平台正不遗余力的用明星背书等方式提升直播间的用户认知;专业内容制作机构入圈,提升内容制作品质;越来越多一线品牌开始积极参与直播电商。直播内容质量有望加速改善。随着投入商用的 5G 网络普及以及未来 VRAR 等技术的逐渐成熟,线上购物体验将远远超越过去传统的超市货架式电商,向真正的"云逛街"逐渐接近。

### ◆投资建议:首推"阿里巴巴"

直播不仅是阿里继续提升站内流量的有效途径,更是阿里向外部内容平台获取流量的重要手段;凭借自身在资金流、商品流方面的把控能力,公司能够依靠强大的产业链话语权掌握各环节参与方收益分配格局,从而主导直播电商产业链的未来方向。预计随着 5G/VRAR 等技术的逐渐普及,围绕着阿里平台的内容生态也将更为成熟,直播电商将进一步提升阿里平台对品牌商与消费者的连接效率。我们维持公司 20-22 财年 Non-GAAP 净利润1189/1450/1699 亿元;维持目标价 221 美元/ADR,维持"买入"评级。

#### ◆风险分析:

5G/VRAR 等技术成熟及普及进度不及预期; 部分平台监管不力造成假冒伪 劣商品等产品质量问题; 直播电商从业者在直播电商内容创作方面没有突破,直播电商陷于目前"大甩卖"、"大清仓"风格的模式中。

证券	公司	股价	E	PS (元)	)		PE (X)		投资
代码	名称	(元)	20E	21E	22E	20E	21E	22E	评级
BABA	阿里巴巴	186.97	6.80	8.29	9.56	27.5	22.6	19.3	买入

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 11 月 13 日

注: 阿里巴巴 EPS 及 PE 数据为 FY20-22

# 电商:增持(维持)

### 分析师

范佳瓅 (执业证书编号: S0930518100002)

021-52523691 fanjiali@ebscn.com

孔蓉 (执业证书编号: S0930517120002)

021-52523837

kongrong@ebscn.com

### 相关研报

电商二十岁: 成年人的世界没有容易的事——电商行业首次覆盖报告...2019-02-26

要想富先修路:即时配送网络的基础设施效应——电商行业专题之一...2019-03-10

社交电商:流量红利末期的新机会——电商行业专题之二......2019-04-18



# 目 录

1、	喧嚣背后,从大框架出发理解直播电商	3
	1.1、 薇娅/李佳琦走红成为现象级带货主播	3
	1.2、 在社交电商大框架下理解直播电商	3
2、	淘宝抖音快手共享直播电商盛宴	6
	2.1、 直播电商 2019 年总规模 4400 亿	6
	2.2、 流量平台+供货平台组成产业链关键环节	7
3、	直播电商改变了什么?	9
	3.1、 从商品端看:直播提升垂直领域线上渗透率	9
	3.2、 从用户端看:直播发现用户非计划性需求	12
	3.3、 从产业链看:直播加快供给端产品开发速度	13
4、	收益分配:主流平台依靠结算权主导产业链	14
5、	5G 时代才是直播电商真正的大风口	16
	5.1、 直播内容生产质量有望加速改善	16
	5.2、 主播群体呈现多元化演变趋势	17
	5.3、 技术革命带给直播电商无限可能性	19
6、	投资建议:首推"阿里巴巴"	20
	6.1、 直播有效提升站内流量及用户停留时间	20
	6.2、 直播有效获取站外内容平台新增流量	20
	6.3、 维持"买入"评级	21
7、	风险分析	22



# 1、喧嚣背后,从大框架出发理解直播电商

### 1.1、薇娅/李佳琦走红成为现象级带货主播

2019年以来,直播电商开始成为消费者口中热议的话题:"口红一哥"李佳琦创造出5分钟卖出15000支口红的记录,成为了泛美妆品类最强势的渠道品牌之一;"直播一姐"薇娅在2018年收获了27亿销售额,与北上广深一线城市顶级商圈的销售业绩相比也毫不逊色。近来,众多演艺明星也开始加入到直播电商浪潮中,从国内的李湘、王祖蓝到国外的金·卡戴珊、米兰达·可儿,推动着直播电商不断吸引着消费者的眼球。

然而,在一片"OMG"的喧嚣和不断飞涨的 GMV 数字背后,怎样看待直播电商带货这一现象?全民直播带货的风潮能否持续?直播又将给消费品产业链带来怎样的改变?以上种种是目前市场最为关心的问题,我们在这篇专题报告中予以一一解答。

图 1: "口红一哥"李佳琦成为现象级红人



资料来源:淘宝直播、光大证券研究所

### 图 2: "直播一姐" 薇娅带货能力比肩一线城市顶级商圈



资料来源: 赢商网、淘宝直播、光大证券研究所

# 1.2、在社交电商大框架下理解直播电商

我们始终认为、线上购物的体验形式必将逐渐向成熟的线下场景靠近。

传统的搜索式电商在购物体验方面类似线下商超,消费者以自助式的方式完成"搜索-浏览-选品-加购-付款-评价"的购物全过程。然而线下购物体验告诉我们,以商超为代表的自助式购物只是零售业态的组成部分之一,大量消费品的销售过程需要包括试用、引导、讨论、甚至教育等全方位的交互与沟通(尤其是客单价高、决策流程长、产品非标属性强的消费品品类),而此类深度交互沟通过程则离不开"人"的参与。因此我们可以发现,在美妆、服饰、珠宝、汽车等消费品类目的线下销售流程中,"导购"的专业素质及个人魅力对商品销售效果能够产生极为重要的影响。

同样我们可以发现,在线下场景下,好友以个人信用背书的相互推荐也 是商品销售得以增长的重要因素。通过口碑传播能够使得商品推广效果得以 获得几何级数的增长。



我们认为,对于直播电商的研究需要置于社交电商的大框架中进行理解。 我们在 2019 年 4 月发布的报告《社交电商:流量红利末期的新机会》就曾 经明确提出,社交电商的本质就是"人"这一元素在线上购物体验中的重现。 社交电商从模式上可以分为:

1/ 以"线下导购"为原型的直播电商带货模式;

2/ 以"闺蜜推荐"为原型的社交私域推广模式;

本文由于篇幅限制,暂只讨论以"线下导购"为原型的直播电商带货。 我们认为直播电商本质上就是线下导购的线上化。李佳琦在线下场景下是一 位顶尖的美妆 BA (Beauty Advisor),而直播平台等技术工具让他将自身 的优势和魅力得以放大、最终成为了泛美妆品类最为强势的渠道品牌之一。

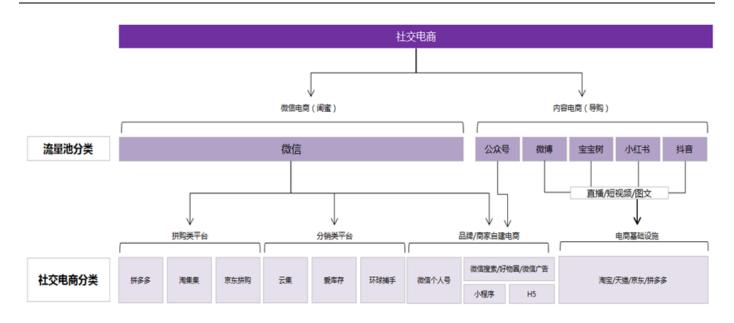
### 图 3: 线上购物体验终将与线下逐渐接近



资料来源:光大证券研究所



### 图 4: 社交电商全景框架图



资料来源:光大证券研究所



# 2、淘宝抖音快手共享直播电商盛宴

### 2.1、直播电商 2019 年总规模 4400 亿

提起直播电商,消费者的直观反应就是大约 10-20 年以前曾经风靡一时的电视购物。

彩电的普及带动了电视购物的兴起。1990-2000 十年时间内,全国城镇地区每百户家庭彩电拥有量从59 台提升到了117 台。随着彩电普及率的提升,各类卫视及地方电视台创办的电视购物频道风起云涌。然而从数据上可以看出,直播电商的规模在2016 年开始的3年之内就增长到了电视购物10倍以上的体量。

从绝对量角度看: 我们预计直播电商在 2019 年或将达到 4400 亿的成交规模,同比增长 214%。从行业格局角度看: 淘宝直播 2018 年实现 GMV1000 亿元, 2019 年预计 GMV 超过 2500 亿元, 是目前最大的直播电商平台。而快手与抖音两大短视频/直播平台也从 19 年开始投入大量资源参与到直播电商行业中,预计快手 2019 年实现 GMV 250 亿(窄口径,宽口径预计 1500 亿)<sup>1</sup>; 抖音 2019 年实现 GMV 400 亿。

图 5: 电视购物行业总规模



图 6: 直播电商行业总规模



资料来源: 商务部、橡果国际招股说明书、欧睿国际

资料来源:淘宝直播、产业调研、光大证券研究所估计

表 1: 各主流平台直播电商 GMV (亿元)

	为户去证	快手		14 元	24.3L
	淘宝直播 -	窄口径	宽口径	抖音	总计
2017	200	NA	NA	NA	200
2018	1000	50	300	100	1400
2019E	2500	250	1500	400	4400

资料来源:产业调研、光大证券研究所估算

<sup>1:</sup> 快手电商 GMV 分为宽窄两个口径。窄口径指快手主播直接在平台进行带货成交的 GMV 规模; 宽口径指窄口径规模加上主播通过引导粉丝至微信个人号进行卖货变现的成交规模。由于快手在 2019 年以前未对主播卖货实行严格监管,因此大量主播通过口播/露出等方式将粉丝流量引导至个人 微信号,并通过微信朋友圈/粉丝群进行卖货变现。由于快手对这部分站外成交无法实施有效监管并 获取商业化收益,因此从 2019 年开始快手开始着手建立电商平台基础设施并将站外成交引导至站内。



证券研究报告

诚然,从观众的角度观察直播电商与当年的电视购物有诸多类似之处,例如平台主播语言风格明快、卖货方式主打限时促销等等。然而直播电商与 电视购物的区别使得直播电商未来发展空间远超电视购物。

- 1、用户时间转移:移动终端的便携性使得抖音/快手/淘宝直播等内容平台能够占据大量用户时间与注意力,与电视相比具备无可置疑的优势;
- 2、互动形式升级:电视购物对消费者而言仍属于信息的单向输出,消费者仍然只能通过电话订购等方式对商家提供信息反馈。而通过直播平台用户可以通过转发/点赞/评论以及直播间停留时间等方式为主播提供实时的反馈信息,帮助主播及机构提高选品及沟通能力。
- 3、评价体系完善:与电视购物相比,电商平台主导的直播带货将评价体系纳入了流量分配政策中。平台根据每个主播粉丝群体的复看率、活跃度、直播间停留时间、下单转化率、售后满意度等多维度指标为主播分配流量资源,从而使得主播群体形成了良性的自然筛选机制,直播生态得以实现优胜劣汰的正向循环。

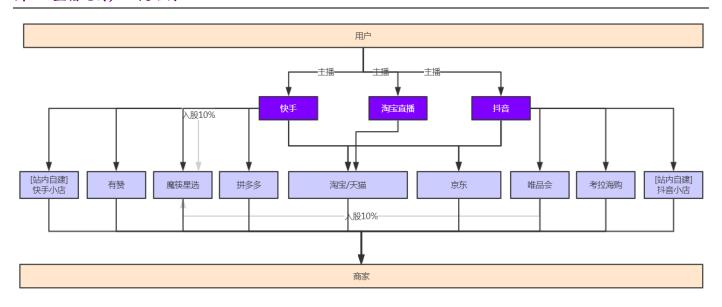
# 2.2、流量平台+供货平台组成产业链关键环节

在直播电商产业链中,用户和商户之间有流量平台与供货平台服务供需 两方。流量平台主要包括淘宝直播、抖音、快手等;供货平台主要包括淘宝、 天猫、拼多多、京东、唯品会等。

从前端流量平台环节上看,直播/短视频电商的入口仍然由淘宝直播/快手/抖音三家分享。淘宝直播在购物场景方面占据了显著优势,用户使用淘宝APP的购物目的性极强,因此在淘宝直播间能够实现更高的下单转化率;快手/抖音则是目前用户规模最大的短视频/直播平台,电商交易作为流量变现的重要手段也成为了两大平台的商业化重点。

从供货平台的角度看,快手与抖音均对接了淘宝/天猫/京东等目前最主流的电商供货平台。同时快手与抖音由于所属"阵营"不同而分别对接了不同的电商供货平台,快手单独对接的电商平台包括拼多多、有赞、魔筷等;而抖音单独对接的电商平台包括唯品会及考拉海购等。

图 7: 直播电商产业链结构



资料来源:产业调研、光大证券研究所

另外我们也可以发现,快手与抖音均依靠自己流量优势开始着手自建站内电商平台,并吸引商家入驻实现用户与商户的直接对接。然而从结果上看,抖音与快手目前自有电商平台承载的 GMV 占比均处于较低水平。那么为什么目前流量平台与供货平台仍然呈现割离状态? 为什么快手/抖音手握如此强大的流量资源,但仍需要与淘宝/京东/拼多多等供货平台进行对接从而打通电商变现链路呢?

我们认为流量方成功自建平台并直接对接用户与商户的可能性较小。

在互联网 20 多年的发展史中,很多流量方均曾经试图通过自建电商平台以实现商业化变现,百度、腾讯、微博等巨头做过类似的尝试均以失败告终,我们认为其原因主要在于以下几个方面。

1/流量平台考虑的核心是流量变现效率,如何从单位用户使用时长中获取更多的收入与利润是流量平台考量的重中之重。从流量变现效率的角度看,广告业务必然比电商业务变现效率更高,因此流量平台自建电商变现首先需要的是协调调动公司内部资源的能力。

2/ 电商平台的发展需要倚赖于强大的运营能力。电商平台经营所涉及到大量的活动资源分配、政策引导教育、售后纠纷处理等问题均需要精细化运营能力,快手/抖音急需培养出一支类似于"阿里小二"的运营团队,从而实现自有电商平台的良性运作。

3/ 电商平台成功的关键在于生态体系的搭建。在淘宝/天猫平台周围集中了大量服务商、代运营、物流商等等生态合作伙伴,这些生态合作伙伴的蓬勃发展提升了阿里生态体系的运营效率,从而帮助阿里平台商家实现高效经营,而抖音/快手等流量平台的生态服务商体系培育仍然需要时间。



# 3、直播电商改变了什么?

直播电商在短短两三年时间内成为了一个近 5000 亿的规模的大行业,那么直播电商究竟是否只是"换汤不换药"的挤压了传统电商的市场空间?直播对电商渠道究竟有没有产生结构性的改变? 我们认为答案是正面的: 直播在最近三年中对电商行业的改变,为电商行业带来了极大的增量空间。

通过用户交互形式的升级,直播电商打开了非标类目的线上渗透率天花板,未来随着 5G 和 VRAR 等技术的普及,线上卖车卖房也或将成为可能;通过主播介绍引导,直播电商开始触达用户非计划性购物需求,从而进一步提升服饰、美妆等可选消费品的潜在电商交易规模;通过用户端信息的快速反馈,直播电商加快了供给端产品开发速度,从而实现了供给与需求更高效的链接。

### 3.1、从商品端看:直播提升垂直领域线上渗透率

我们认为,直播为电商带来的最大的意义在于打开了部分非标垂直类目 的线上渗透率天花板。

传统电商平台形态大同小异,均属于自助搜索货架式电商,以图文形式对商品特点进行描述介绍;因此传统电商平台最适合标准化商品进行销售推广。除网络游戏等纯线上商品以外,机票/酒店标准化程度相对较高(且不存在履约难度)也因此造就了携程、去哪儿等在线旅游产品巨头; 3C 及家电等品类同样具备统一的产品与价格体系,因此也帮助早期的京东实现了平台规模的快速扩张;服饰鞋帽类目虽然 SKU 众多,但某些细分品类(例如牛仔裤、保暖内衣等)却也同样具备一定的标品属性,因此淘宝等平台也得以实现对线下服装市场的颠覆。

然而对于大部分非标品类来说,图文介绍的沟通效率大幅低于线下导购员的讲解和推荐,因此线上平台并没有成为家具家具、珠宝首饰、以及汽车等类目的主流销售渠道。

在这里我们以珠宝与汽车两个典型案例来说明直播对部分垂直类目潜在线上渗透率的提升作用。



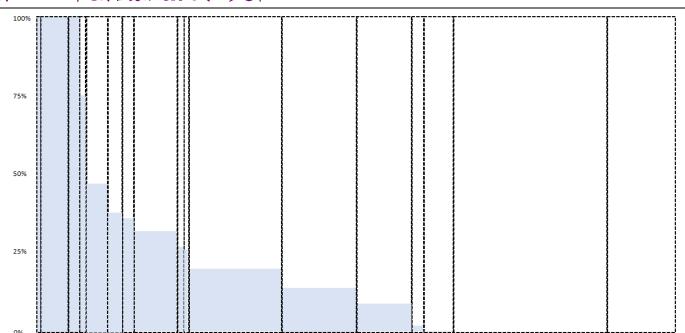


图 8: 2018 年电商各类目规模及线上渗透率

资料来源: Euromonitor、美团点评、民航总局、易观智库、铁道部、平安好医生、中国移动、中国联通、中国电信、伽马数据、商务部、国家统计局、光大证券研究所

-10-

餐饮

注:矩形宽度代表该类目行业规模,蓝色部分代表该行业已线上化部分

游戏 通信 航空 铁路 3C 家电 酒店 服饰 美妆 保健品

珠宝玉石是最典型的通过直播电商提升线上渗透率的商品类目。

家具家居 珠宝首饰 药品

传统图文电商并不是最适合珠宝玉石商品的销售方式;客单价较高、产品非标属性较强等因素都严重拉低了珠宝玉石品类的线上成交转化率。

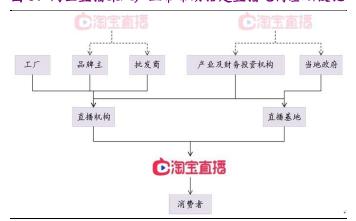
健康服务(除药品与保健品)

事实上我们可以发现,在线下场景下珠宝玉石品类的商品也不会被置于 类似超市大卖场以供人选购;更有效的销售方式是通过专业的导购员与顾客 深入沟通交流后以帮助顾客找到最适合的款式。

我们在前文中曾经提到,直播电商可以看作是线下导购的线上化。因此直播对传统电商平台的升级大幅改善了用户线上选购珠宝玉石商品的购物体验,从而显著提升了珠宝玉石品类的购买转化率与线上渗透率。根据《2018中国翡翠行业网络消费白皮书》,2018年全国翡翠线上交易额 1300 亿元,同比增长近 8 倍;而通过直播电商产生的线上交易占线上交易额近 90%。在GMV 数字大幅增长的背后,淘宝直播也深入产业带并协调调动产业带当地政府、投资机构、以及批发商等产业链生态服务商,打造玉石等品类专业直播基地,帮助商家更有效率的对接线上直播用户流量。



### 图 9: 淘宝直播深入产业带帮助搭建直播电商基础设施



资料来源:产业调研、光大证券研究所

### 图 11: 直播渠道推动翡翠线上交易额大幅增长



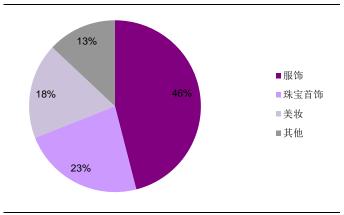
资料来源:《2018 中国翡翠行业网络消费白皮书》、光大证券研究 所

图 13: 广东四会某玉石直播基地



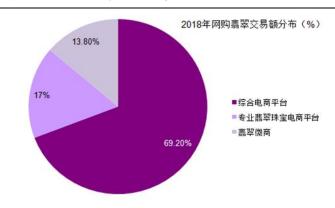
资料来源:天下网商、光大证券研究所

图 10: 2019 上半年淘宝直播 GMV 结构 (%)



资料来源:产业调研、光大证券研究所估算

### 图 12: 综合电商平台是翡翠网购的主要渠道



资料来源:《2018 中国翡翠行业网络消费白皮书》、光大证券研究所

图 14: 淘宝 APP 珠宝玉石直播频道



资料来源: 淘宝直播、光大证券研究所



从我们整理的各类目线上渗透率数据图上看,汽车整车类目由于客单价极高、购买决策流程极长,线上成交渗透率几乎为零。然而我们可以发现淘宝直播在汽车整车类目的尝试也显示出了令人欣喜的效果。2019 年 10 月,主播陈洁 KiKi 受邀与宝沃汽车代言人雷佳音、被誉为"民间爱迪生"的短视频网红"手工耿"联手参加宝沃汽车直播活动,在短短两个半小时内,完成了2.2 亿+的订单金额,在线预定 1623 辆,累计观看人数高达 459 万余人。

图 15: 陈洁 KiKi/雷佳音/手工耿参加汽车厂商直播



资料来源: 淘宝直播

### 图 16: 淘宝直播为汽车销售提供了多种操作模式



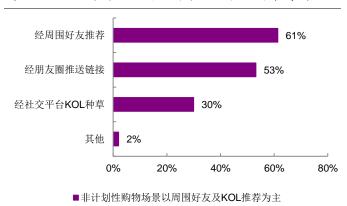
资料来源: 淘宝直播

### 3.2、从用户端看:直播发现用户非计划性需求

从 2019 年开始, 电商平台内容化就成为了深度挖掘用户全生命周期价值的重要手段, 而直播则是承载电商平台内容化的最佳手段。

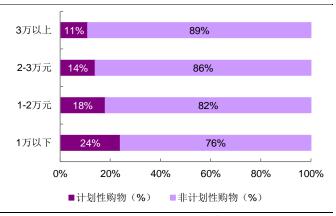
电商平台社交化内容化有利于激活用户非计划性购物。根据尼尔森数据,大量非计划性购物需求通过社交场景得到满足: 61%的消费者曾经被周围好友推荐购买了原本没有计划的商品; 30%以上的消费者经社交平台 KOL"种草"产生了非计划性的购物需求。

图 17: 大量非计划性购物需求通过社交场景得到满足



资料来源:尼尔森社交电商深度研究消费者(2019年8月)

图 18: 消费者非计划性购物频次与收入成正比



资料来源:尼尔森社交电商深度研究消费者 (2019年8月)



尤为重要的是,自从 2017 年以来拼多多激活了大量低线城市消费者线上购物需求,电商平台新增用户群体中的绝大部分均属于传统线下渠道难以触及到的三四线城市用户。与一二线城市用户相比,低线城市用户在购物决策方面能够获得的信息更少,其购物决策更容易被社交平台 KOL 影响。

70% 双十一期间购物决策的主要考虑因素 61% 60% 60% 50% 43% 40% 36% 33% 28% 30% 24% 21% 21% 21% 20% 14% 12% 13% 11% 12% 10% 0% 一线 二线 三线 四线 五线 ■社交互动(如朋友推荐、明星、综艺活动) ■特款产品(如新品发布、限量产品

图 19: 低线城市用户购物决策更容易被社交互动 (朋友推荐/明星/综艺活动) 影响

资料来源: 麦肯锡《2019年中国数字消费者趋势》(2019年9月)

### 张雨忻 《抱紧李佳琦,带货赚钱才 是正经事》

# "如果一条供应链只给图文网红店 主供货,那么一月一次、一次几十 款的更新速度便可;如果供直播, 由于每天都要用新款换掉部分旧 款,那在7-10天内要完成整个换新 周期,一盘货需要至少300个款左 右。"

# 3.3、从产业链看:直播加快供给端产品开发速度

得益于消费者偏好反馈的及时性,直播电商使得供应链产品开发速度实现了再次加速。

以目前线上最为成熟的女装产业链为例,传统服装品牌商以订货会为主要销售模式,其上新频率通常为每年2-4次,代理商提前6个月针对新品进行订货;然而2015年左右以张大奕、雪梨为代表的微博网红首次实现了供应链与消费者的直接对接,将供应链上新频率提升至1-2次/月;随着淘宝直播/快手/抖音的兴起,直播网红又促使女装供应链实现了再次提速。

表 2: 直播电商对服装供应链的反向改造

	代表主播	内容平台	上新频率	每次上新款式数量
传统服装供应链	NA	NA	2-3 次/年	NA
图文网红供应链	张大奕、雪梨等	微博	1-2 次/月	<100 款
直播/短视频 网红供应链	薇娅、烈儿宝贝等	淘宝	3-4 次/月	300 款以上

资料来源: 36Kr《抱紧李佳琦,带货赚钱才是正经事》、光大证券研究所



# 4、收益分配:主流平台依靠结算权主导产业链

目前直播/短视频电商主流佣金分配方式仍然以CPS为主,而淘宝联盟<sup>2</sup>则是目前最为成熟的电商CPS收益分配结算基础设施。

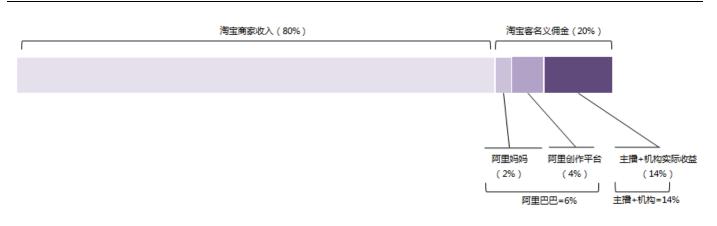
在淘宝联盟 CPS 结算框架下, 商家设定商品原价 P 及站外推广佣金比例 i %, 达人完成推广后商家获得 P\* (1-i%), 而 P\*i%则由淘宝联盟进行分配。淘宝联盟会首先收取(P\*i%)\*10%作为技术服务费, 另外(P\*i%)\*90%则在达人、达人所属机构、以及内容发布平台之间进行分配。

(头部主播如李佳琦/薇娅佣金比例可高达20-40%, 并不具备可参考性)

2019年6月,淘宝联盟发布"关于内容场景推广内容商品库的通知"及相关更新,宣布网红达人在内容平台通过三方分成方式推广的商品成交都需要扣除 6%的内容场景服务费,也就是说,带货党在快手、抖音等内容平台上卖货,只要货品链接跳转到淘宝的商品交易,都会被事先收取 6%费用,再进行佣金分成。

纵观目前的直播/短视频电商交易产业链,我们认为以淘系为代表的综合类平台具备完善的平台生态优势。通过多年积累,阿里等综合类电商平台牢牢把控了物流、资金流等电商交易基础设施。淘宝联盟在6月加收的"内容场景服务费"本质上是平台利用其资金结算权,提升了阿里在产业链中的收益分配能力,加收6%服务费后阿里能够通过返点等形式对内容平台及品牌商实现更高效的管控。

图 20: 阿里站内进行直播/短视频推广收益分配格局



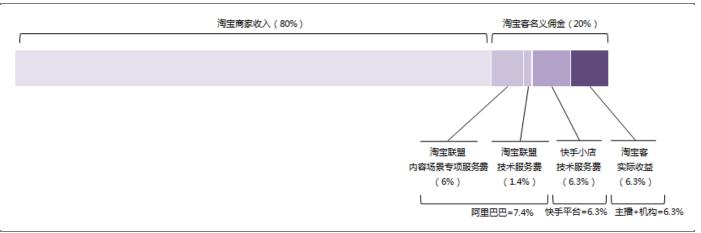
资料来源:产业调研、光大证券研究所

例如: 商家设定售价 100 元的商品佣金比例为 20%,则淘宝客在完成推广后商家入账 80元; 阿里妈妈淘宝联盟入账 2元(技术服务费);淘宝客入账 18元(推广佣金)。

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> 淘宝客是阿里妈妈(淘宝联盟) 旗下的一种按成交计费的 CPS 推广模式,同时也指帮助淘宝卖家推广商品并获取佣金的人。商家可以根据自身需求设定推广佣金比例,在淘宝客为商家完成推广成交之后,淘宝联盟按照事先约定的佣金比例为淘宝客结算佣金,同时平台抽取佣金总额的 10%作为平台技术服务费。

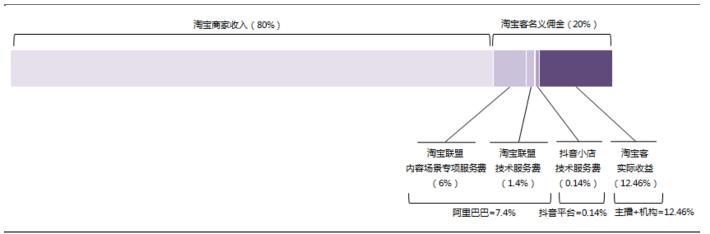


图 21: 快手直播/短视频电商交易收益分配格局



资料来源:产业调研、光大证券研究所

图 22: 抖音直播/短视频电商交易收益分配格局



资料来源:产业调研、光大证券研究所

以快手主播通过对接淘宝联盟卖货为例:假设商品原价为 100 元,商家设定推广佣金为 20%;若主播在快手平台上引导消费者实现一笔成交,则淘宝联盟首先收取原价 6%的内容场景专项服务费,在佣金余额中淘宝/快手/主播(及机构)按照 1:4.5:4.5 的比例分别获得商品原价的 1.4%/6.3%/6.3%。



### 赵圆圆 《双十一结束,淘宝直播, 再向前走1公里》

"2016 年的时候,面试阿里,面到 蒋凡,他问了我:怎么能让商家愿 意在淘宝里面做内容。

我不知道怎么回答,想了半天说: 首先,得让他们的内容在淘宝里面 找得到。"

# 5、5G 时代才是直播电商真正的大风口

直播与电商的融合起步于 2016 年,直播电商在这三年中从无到有的成长为一个总规模高达近 5000 亿的行业,得益于阿里从 2016 年就开始坚定实施的内容化战略(淘宝直播在 5000 亿规模中占据超过 50%的市场份额),也得益于抖音/快手等各类直播/短视频社交平台的异军突起(以及对用户购物决策影响力的逐渐加强)。

在这三年中我们可以发现,受益于行业红利而崛起的商家与主播大多数都属于被传统电商/传统社交平台边缘化的"草根商家"和"素人主播"。然而根据 2019 年双十一数据,淘宝直播实现 GMV 占阿里双十一大盘已经接近 7.5%,超过 50%的品牌商家通过直播获得新增长,直播电商已经开始成为了品牌商所不得不重视的新的增长点。

那么目前炙手可热的直播带货风潮是否能够持续?直播电商在未来将走向何方?直播电商的形态又将出现怎样的演变呢?

### 5.1、直播内容生产质量有望加速改善

虽然直播已经成为了电商带货的主流形式,然而我们可以发现大量主播的带货方式仍然停留在"大甩卖"式的初级阶段,直播间装修粗糙、主播素质低下、表达能力不足等问题仍然是大量主播存在的短板。

因此目前依然有大量品牌商认为,直播电商只是一种帮助清理库存的次级渠道,直播间及主播的素质及品位均有可能对品牌商的高端定位和品牌形象造成负面影响。然而我们可以发现,进入 2019 年之后,直播生态正在出现诸多变化:

1/ 越来越多一线品牌开始积极参与直播电商。以美妆品类为例,除了继续深化与李佳琦/薇娅等头部主播的业务合作以外,包括欧莱雅、纪梵希、雅诗兰黛等一线品牌均已开通了品牌商店铺直播间,并以类似店员导购的形式开始日常直播推广。头部品牌在行业中的影响力具备标杆与背书效应,品牌商对直播电商的接受程度正日益提升。

2/ 主流平台正不遗余力的用明星背书等方式提升直播间的用户认知。直播电商已经成为了李湘、王祖蓝等明星与粉丝沟通交互的重要渠道之一,而金·卡戴珊、米兰达·可儿等国际一线明星在电商直播间的频频亮相,也不断提升着直播电商在用户和品牌商心中的形象。

3/ 专业内容制作机构入圈,提升内容制作品质。直播/短视频电商的未来是以高质量的内容实现供给与需求的更高效连接。过去直播电商的内容制作团队大多专业程度不高,而随着直播电商"赚钱效应"的逐步扩散,专业内容制作机构及人才的涌入也将提升直播电商内容品质,从而使直播电商行业实现进一步突破。



### 图 23: 一线大牌开始积极参与直播电商



资料来源:淘宝直播、光大证券研究所

### 5.2、主播群体呈现多元化演变趋势

从主播群体层面看,我们认为主播群体也将呈现多元化演变的趋势。头部主播将成为强势渠道品牌,横跨多个品类形成资源和影响力的正向循环; 类目主播将凭借自身的专业度形成垂直领域的专家;而更多的中尾部主播则 将由海量的店铺导购及在线客服人员组成。

### ● 头部主播成为强势渠道品牌,形成资源和影响力的正向循环

从带货规模以及佣金比例等数据观察,目前头部主播已经成为了强势渠 道品牌。

根据阿里巴巴数据,2019年双十一淘宝直播实现GMV近200亿元,占双十一总交易额2684亿元约7.45%;其中李佳琦与薇娅两位头部顶尖主播分别实现成交近30亿元,占淘宝直播大盘约30%。从李佳琦品牌商合作报价情况看,2019年4月以来其直播混播单链接价格已经从4.5万上涨到了8-12万,佣金比例则在20-40%。

头部主播凭借直播电商流量红利以及出众的综合素质,积累起了大量忠实的粉丝群体;凭借粉丝流量把控力,头部主播又能够对品牌商形成极强的议价能力,在商品价格、新品首发等方面形成更高的壁垒,其品牌资源与粉丝影响力得以形成不断加速的正向循环。



表 3: 李佳琦品牌商合作报价情况

	粉丝数	类别	混播单链价	佣金比例
2019年4月	260 万	不限	45,000	国产 40-45% 国外 30-35%
		¥ 11.14 X ¥	80,000	20-40%
2010 <b>5</b> 11 E	1197 万 -	美妆/生活类	120,000	低佣
2019年11月		零食类	40,000	20%起
		口红试色	100,000	30%起

资料来源:美 ONE (李佳琦所属 MCN 公司)、光大证券研究所

### ● 类目主播凭借专业度成为垂直领域专家

除了头部综合类目主播以外,各个消费品类目也将出现垂直领域具备话语权的专家主播。从主播形态上看,目前活跃于微博、抖音、B站、小红书等平台的商品评测博主是最接近垂直类目主播形态的人群,假如此类博主能够更好的将内容专业性与趣味性结合,未来将在直播带货方面取得更大的商业化进展。

### ● 中长尾主播将由海量店铺导购及在线客服组成

除了头部主播及垂直类目主播以外,我们认为中长尾的主播群体将由海量店铺导购及在线客服组成。我们在淘宝平台上已经看到,直播模块已经成为了大量店铺的首页标配,直播这一消费者交互形态能够帮助品牌商与消费者建立更紧密的日常沟通,从而在线上时代更有效的获取消费者反馈。

图 24: 直播模块已经成为了大量店铺的首页标配



资料来源:淘宝、光大证券研究所



## 5.3、技术革命带给直播电商无限可能性

我们在报告开篇曾经提到:线上购物的体验形式必将逐渐向成熟的线下场景靠近;而随着投入商用的 5G 网络普及以及未来 VRAR 等技术的逐渐成熟,线上购物体验将远远超越过去传统的超市货架式电商,向真正的"云逛街"逐渐接近。

### ● 进店沟通:

过去:商品详情页跳转售前客服阿里旺旺文字聊天:"亲,有什么可以帮您?" 未来:商品详情页跳转客服视频直播:"亲,这条裙子搭配外套更显瘦哦!"

### ● 选品比较:

过去:看李佳琦将套装口红10个色号涂满手臂作比较;

未来:线上AR 试妆,自由选取10个色号看效果;

### ● 产品溯源:

过去: 薇娅滔滔不绝5分钟详细讲解某品牌奶制品原产地品控质量;

未来: 随时进店铺直播间观看牛奶工厂各环节实时生产情况;

#### ● 双线融合:

过去: 二三线城市用户定期前往一线城市顶级商圈"买买买";

未来:通过 VR/AR 技术二三线用户在家即可逛完各大一线城市顶级商圈;



# 6、 投资建议: 首推"阿里巴巴"

我们认为阿里巴巴是直播电商大趋势下互联网行业最为受益的标的。

直播不仅是阿里继续提升站内流量的有效途径,更是阿里向外部内容平台获取流量的重要手段;凭借自身在资金流、商品流方面的把控能力,公司能够依靠强大的产业链话语权掌握各环节参与方收益分配格局,从而主导直播电商产业链的未来方向。

### 6.1、直播有效提升站内流量及用户停留时间

随着互联网用户规模及日均使用时长的逐渐见顶,如何更有效的提高存量用户活跃度就成为了各家互联网公司需要共同面对的问题。阿里从 2015 年就开始启动内容化战略,经过3年多时间的孵化与积累,以淘宝直播为代表的内容创作者生态已经初具雏形。

根据 QM 数据,阿里系互联网产品用户使用时长占比从 2018 年 6 月的 10.0%小幅提升至 10.1%,在字节跳动以头条、抖音等现象级 APP 产品大幅 抢占用户时长与注意力的背景下,阿里对用户时长占比的提升完全可以归功于三年前内容化战略的开花结果。

2018年6月 45 9% 10.3% 10.0% 7.6% 26.3% 2019年6月 42.3% 11.7% 10.1% 29.7% 10% 20% 30% 40% 60% 100% 50% 70% 90% ■腾讯系 ■字节跳动系 ■阿里系 ■百度系 ■其他

图 25: 阿里系互联网产品用户使用时长占比同比略有增加

资料来源: Questmobile、光大证券研究所

### 6.2、直播有效获取站外内容平台新增流量

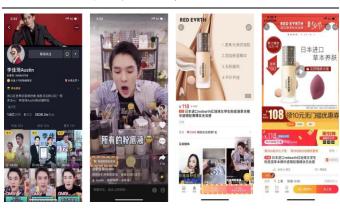
直播是阿里有效获取抖音/快手等站外内容平台新增流量的重要手段。由于淘宝/天猫仍然是目前品类最全、生态最完善的交易平台,因此抖音/快手等平台主播均倾向于将粉丝需求导入淘宝/天猫进行成交。

李佳琦是"走出淘宝,带回流量"战略最成功的案例。截至2019年11月12日,"李佳琦 Austin"抖音账号粉丝数高达3488万,淘宝直播账号粉丝数1214万,微博账号粉丝数715万,小红书粉丝数711万;而薇娅淘宝直播账号粉丝数618.2万,抖音粉丝数77.7万,小红书粉丝数23.7万,微博粉丝数243万。李佳琦的影响力更多的来自于抖音及小红书,而这背后则是淘宝为直播红人设计的"走出淘宝,带回流量"的战略。



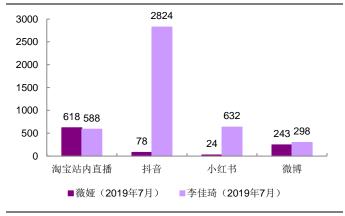
我们曾经在《社交电商:流量红利末期的新机会——电商行业专题报告之二》中提到,抖音、快手、小红书等优质内容平台的最大的竞争优势均在于流量(和 08 年的百度试图打造"有啊"/06 年的腾讯试图打造"拍拍网"一样),然而如果考虑到建设电商平台生态体系的资源投入的话,以自身的流量优势对接成熟且完善的阿里后台电商平台则是优质内容社交平台的更合理的选择。

#### 图 26: 李佳琦将抖音流量带回淘宝实现成交



资料来源:抖音、淘宝、光大证券研究所注:自左向右为抖音电商外链淘宝下单流程; 前三张图为抖音站内页面截图,第四张图为淘宝页面截图

#### 图 28: 2019 年 7 月两大头部主播粉丝规模 (万)



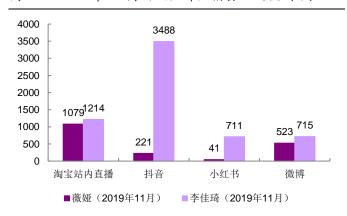
资料来源: 淘宝直播、抖音、小红书、微博

#### 图 27: 张沫凡淘宝直播前均在其他流量平台上预热宣传



资料来源: 微博、光大证券研究所

#### 图 29: 2019 年 11 月两大头部主播粉丝规模 (万)



资料来源:淘宝直播、抖音、小红书、微博

# 6.3、维持"买入"评级

直播电商的兴起绝不仅仅是替代了传统货架式电商,而是从整个产业链的角度使商品与消费者的连接效率实现了提升。我们预计随着 5G 以及 VRAR 等技术的逐渐普及,围绕着阿里平台的内容生态也将更为成熟,直播电商将进一步提升阿里平台对品牌商与消费者的连接效率。我们维持公司 20-22 财年 Non-GAAP 净利润 1189/1450/1699 亿元;维持目标价 221 美元/ADR,维持"买入"评级。



# 7、风险分析

1/ 技术层面: 5G/VRAR 等技术成熟及普及进度不及预期,直播电商在技术层面仍然停留在目前水平无法突破,行业规模增速不及预期。

2/ 政策层面: 随着行业红利的不断释放, 大量商家涌入直播电商领域, 部分平台监管不力造成假冒伪劣商品等产品质量问题, 监管部门加强政策管控在短期内造成对行业的冲击。

3/ 内容层面:直播电商需要融合电商运营与内容创作的综合素质,假如直播电商从业者在直播电商内容创作方面没有突破,直播电商或将停留在目前"大甩卖""大清仓"风格的模式中,在品牌商客户眼中成为边缘化的次级销售渠道。



#### 行业及公司评级体系

	评级	说明
行	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
业	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
及	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
公	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
司	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
评	正证加	因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使无法给出明确的
级	无评级	投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数;中小盘基准为中小板指;创业板基准为创业板指;新三板基准为新三板指数;港股基准指数为恒生指数。

#### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性,估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

#### 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证,本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与,不与,也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

#### 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称"本公司")创建于 1996 年,系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司,是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可,本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围:证券经纪;证券投资咨询;与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问;证券承销与保荐;证券自营;为期货公司提供中间介绍业务;证券投资基金代销;融资融券业务;中国证监会批准的其他业务。此外,本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称"光大证券研究所")编写,以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础,但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息,但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断,可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期,本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险,在做出投资决策前,建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下,本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突,勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发,仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失,本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

### 联系我们

The state of the s	北京	深圳
京 之 1 40 日	月坛北街2号月坛大厦东配楼2层外大街6号光大大厦17层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A座 17 楼