

新流量、新消费兼论直播电商与MCN

——新零售行业深度报告之一

推荐|维持

报告要点:

● 内容和电商相互渗透，直播电商爆发增长

电商内容化和内容电商化大势所趋，其中高转化率的直播电商被寄予厚望，平台资源不断倾斜。电商侧，淘宝直播2019年GMV破2500亿，拼多多和京东等平台纷纷入局。内容侧，以抖音、快手为核心的平台从过去的导流、广告模式逐渐向自建电商闭环过渡。传统货架式电商被内容电商切割市场份额。

● 去中心化电商崛起，私域流量价值逐渐凸显

传统以淘宝为例的中心化电商平台下，商户与客户难以直接链接，平台控制流量分配，公域流量价格攀升下，商家生存压力加大，去中心化的电商和私域流量运营对于商家的意义逐渐凸显。微信成为私域运营的主阵地，生态日益完善。2019年小程序交易规模达到8000亿，同比增长160%，日活超过3亿。

● 新趋势下，“人”成为核心的内容载体，价值放大

内容电商特别是直播电商下消费者购买转化链路短化，消费者短时间内即完成“种草”到“拔草”的闭环。“人”作为内容的核心载体，价值被放大，MCN/KOL持续受益，议价能力提升。另一方面，广告+佣金分成结合的模式使得MCN/KOL收入天花板被打开。

● 新渠道、新人群、新供给催生新品牌

以上渠道的变化，叠加新人群和新供给，催生出一批快速成长的新锐消费品牌，并在2019年迎来了全面的爆发。供应链端，目前新消费品牌主要集中在食品饮料、美妆个护、小家电等品类，相对标品、高频、低单价、上游供应链成熟，早期无需大量固定资产投入，依靠OEM、ODM模式迅速扩张。人群方面，Z世代逐步成长为中国新消费主导力量，并成为新品牌主要聚焦的核心人群，他们偏好互动营销，习惯于跟随偶像或KOL的推荐购买商品，崇尚“悦己型消费”。渠道和营销方面，新品牌更加注重与消费者的情感连接，适应销售与营销的短链化。我们认为新消费的趋势不可阻挡，并有望复制到其他上游壁垒更高的消费品类之中，新锐品牌加速崛起，积极拥抱新变化的传统品牌也有望在变革中提高自身市场份额。

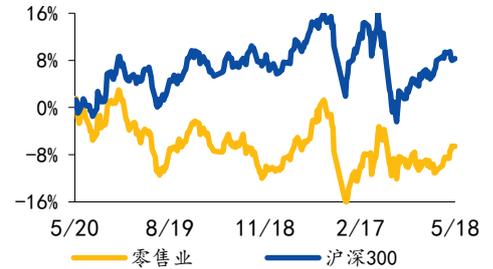
● 投资建议

1) 平台端：关注Z世代聚集、拥有良好PUGC内容生态的平台**哔哩哔哩**；导购电商平台**值得买**。2) 品牌端：推荐组织架构柔性、学习能力强、对渠道和市场趋势把控精准的化妆品品牌**珀莱雅**。3) 运营服务商端：推荐美妆头部代运营商**壹网壹创**；在去中心化电商的大趋势下，推荐私域电商SaaS服务商**中国有赞**、**微盟集团**。4) 内容电商快速发展，MCN/KOL享受行业红利，同时议价能力持续提升，关注**星期六**。

● 风险提示

政策的不确定性，行业发展不及预期。

过去一年市场行情



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-商贸零售板块 2019 年报&2020 一季报 总结: 板块短期承压, 关注消费回补》2020.05.07

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 杨柳
邮箱 yangliu@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603605	珀莱雅	买入	153.50	30894.88	1.96	2.37	3.10	78.32	64.72	49.56
300792	壹网壹创	买入	345.60	27696.04	3.37	3.94	5.81	102.55	87.73	59.45
300785	值得买	买入	193.88	10340.27	2.61	2.81	3.44	74.28	69.11	56.30
002291	星期六	未评级	20.68	15271.91	0.24	0.33	0.69	86.17	62.00	29.89
BILI.O	哔哩哔哩	买入	30.88	72024.93	-3.99	-5.67	-2.20	-	-	-
2013.HK	微盟集团	买入	5.80	11906.27	0.14	0.03	0.07	41.70	210.84	81.29
8083.HK	中国有赞	买入	0.69	10571.42	-0.06	-0.04	-0.03	-	-	-

资料来源：Wind，国元证券研究中心（*美元-人民币汇率、港币-人民币汇率均以2020年5月18日汇率为准）

目 录

1、引言	7
2、新流量、新生态	8
2.1 流量之变：新老平台更替、电商与内容相互渗透、直播电商爆发式增长、去中心化电商崛起私域流量被重视	8
2.1.1 流量红利收缩，新老更迭，流量存量市场再分配	8
2.1.2 内容和电商相互渗透，电商直播快速崛起	11
1) 电商内容化	12
① 淘宝	12
② 拼多多等其他平台	16
2) 内容电商化	17
① 抖音	18
② 快手	21
③ 哔哩哔哩	22
④ 小红书	23
2.1.3 去中心化电商崛起，私域流量价值逐渐凸显，看好微信私域电商增长	23
2.2 传播之变：“人”成为核心的内容载体，价值放大	26
2.2.1 MCN 机构：链接广告商、平台、KOL 的关键服务商	28
2.2.2 KOL：直接影响消费者购买力，在产业链中逐渐掌握话语权	33
3、新消费、新品牌	37
3.1 供给端：上游供应链成熟，OEM、ODM 模式为新消费品牌提供制造支持	37
3.2 需求端：Z 世代人群逐渐成为消费主力，悦己型消费观念不断深化	41
3.3 渠道和传播：销售与营销短链化，品牌方与消费者的沟通更加充分	44
4、推荐逻辑及主要标的公司梳理	46
4.1 哔哩哔哩	46
4.2 值得买	46
4.3 珀莱雅	46
4.4 壹网壹创	47
4.5 中国有赞	47
4.6 微盟集团	47
4.7 星期六	47
5、风险提示	49

图表目录

图 1：2019 年中国移动互联网典型细分行业月活跃用户数 TOP30（单位：亿）	8
图 2：单用户月均使用时长（单位：小时）	9

图 3: 2020-02VS2019-02 中国移动互联网典型细分行业月总使用时长占比...	9
图 4: 各类媒体平台互联网广告收入占比情况.....	10
图 5: 2019 年中国互联网广告收入 TOP10 企业.....	10
图 6: 2019 年 1-9 月快消品行业联合泛电商平台广告投放情况.....	11
图 7: 品转效和效转品平台的广告路径演变过程.....	11
图 8: 内容平台与电商平台发展的两大趋势.....	11
图 9: 电商直播 GMV 市场规模.....	12
图 10: 淘宝平台消费场景升级的三个方面.....	13
图 11: 2017Q1-2019Q4 淘宝直播带货规模及增速.....	14
图 12: 淘宝直播日均观看用户及同比增长.....	14
图 13: 淘宝直播季度日均展示商品数.....	14
图 14: 淘宝直播用户观看品类结构.....	15
图 15: 淘宝直播季度日均观看时长.....	15
图 16: 淘宝直播功能架构.....	15
图 17: 淘宝直播开播场次与成交额分布情况.....	16
图 18: 淘宝直播未来规划成交额分布格局.....	16
图 19: 拼多多直播间“现金红包”营销工具.....	17
图 20: 抖音 DAU 变化情况.....	19
图 21: 抖音种草+链接向淘宝导流过程.....	19
图 22: 抖音电商化发展历程.....	19
图 23: 抖音直播的公域流量.....	20
图 24: 抖音直播的私域流量.....	20
图 25: 快手 DAU 变化情况.....	21
图 26: 快手 APP 推荐与直播界面.....	21
图 27: 快手用户画像.....	21
图 28: 快手电商化发展历程.....	22
图 29: 哔哩哔哩平台 MAU (单位: 百万).....	23
图 30: 二次元 IPs 明星带货力.....	23
图 31: 2018Q4 跨境进口零售电商市场竞争格局.....	23
图 32: 小红书直播流程与传播链路.....	23
图 33: 商家视角的用户运营模型 (AARRR 模型).....	24
图 34: 公域引流、私域运营, 最终为品牌沉淀数字资产.....	25
图 35: 微信生态主要主播小程序.....	25
图 36: 看点直播小程序预约、观看、购买流程.....	25
图 37: 腾讯直播的主要入口.....	26
图 38: 直播带货和传统电商决策路径变化.....	26
图 39: 在淘宝联盟下各平台抽佣及 MCN/KOL 分成情况 (以 100 元 成交额, 20%佣金比例计算).....	27
图 40: 平台、MCN、KOL、品牌广告主关系图.....	28
图 41: MCN 机构的基础作业链条.....	29
图 42: 2015-2020E 中国 MCN 机构数量及增速.....	29
图 43: 2015-2020E 中国 MCN 市场规模及增速.....	30

图 44: 2016-2019 中国 MCN 组织规模变化	30
图 45: 2018 年 MCN 营收规模现状	31
图 46: 2016-2019 中国 MCN 行业融资金额及增速	32
图 47: 传统电商与内容电商销售模式	33
图 48: KOL 直接影响消费者购买行为, 品牌主加速入局 KOL 营销	33
图 49: 按粉丝数量划分的美妆 KOL 层级	34
图 50: 淘宝主播粉丝金字塔	34
图 51: 2019 财年如涵控股旗下 KOL 带货能力	35
图 52: 各类型账号受众对该垂直领域兴趣 TGI 均值 (Target Group Index-目标群体指数)	35
图 53: 各平台账号内容互动率情况	35
图 54: 2019 天猫双十一销售额过亿的品牌	37
图 55: 2019 天猫双十一 13 个新锐品牌进入行业前 5 名	37
图 56: 化妆品生产材料供应链细分	39
图 57: 三只松鼠新品开发周期	40
图 58: 完美日记新品开发周期	40
图 59: 数字化柔性供应链生产流程	40
图 60: 中国居民消费水平 (元/人)	41
图 61: 中国城市妇女生育子女个数变迁	41
图 62: Z 世代消费者的消费观念	42
图 63: 悦己型品类线上销售增速	42
图 64: 新消费品牌代表及其目标人群	42
图 65: 元气森林产品外包装设计	42
图 66: 不同年龄用户对网红博主推荐物品接受度	43
图 67: Z 世代偏好的偶像类型占比	43
图 68: 美妆产品 KOL 种草全过程	43
图 69: 完美日记小红书投放达人类型占比	43
图 70: DTC 销售链条与传统线下销售链条	44
图 71: 品牌方利用用户数据可以进行用户洞察与私域流量运营	44
图 72: 完美日记私域流量运营体系	45
表 1: 不同电商/内容平台催化出新的典型品牌与业态	7
表 2: 各大互联网平台 2019 年广告收入及同比增速	10
表 3: 淘宝内部广告推广类型及内容	13
表 4: 主要电商平台“直播”发展进程	16
表 5: 两大短视频平台带货对比	18
表 6: 主要内容平台及其特点	18
表 7: 2020 年以来抖音对直播电商与抖音小店的扶持举措	20
表 8: 快手平台电商商品佣金设置、技术服务费收费标准和结算方式	27
表 9: 主要的七大类 MCN 业态及其代表机构	30
表 10: 主要的营收亿元级别 MCN 机构	31

表 11: 2020 年 2 月淘宝直播主播热度排名.....	34
表 12: 如涵控股 2019 年 12 月微博平台刊例价.....	36
表 13: 代表性新消费品品牌及其特征.....	37
表 14: 主要新消费品类频次、单价、毛利率、生产方式特征.....	38
表 15: 化妆品类、家电类、服装类代表性代工厂及其行业地位.....	38
表 16: 完美日记主要合作代工厂及其客户情况.....	39

1、引言

互联网“新旧更迭”，新平台崛起带来流量红利，同时形成与传统平台间的流量成本势能差，而这种势能差使品牌得以借渠道之风快速崛起。淘宝和天猫的流量红利孕育出了以三只松鼠、御泥坊为代表的“淘品牌”；2013-2015 微博流量红利期孕育出张大奕、雪梨等网红，进而引流至淘宝创立了自有品牌服装店；2017 年微信公众号生态下 homefacialpro 迅速成长；2018 年小红书生态红利催生出美妆品牌完美日记；2019 年淘宝直播捧红了彩妆品牌花西子；同年抖音短视频平台产生了以珀莱雅泡泡面膜、半亩花田磨砂膏、colorkey 口红等一系列爆款单品/品牌。

表1：不同电商/内容平台催化出新的典型品牌与业态

时间	红利平台	品牌	孵化途径
2010-2015	B2C 电商	三只松鼠、御泥坊	抓住电商红利，在淘宝快速成长起来的“淘品牌”。
2013-2015	微博	张大奕、雪梨等网红的服装店	网红通过个人魅力吸引众多粉丝，进而引流至淘宝平台，通过自有品牌进行变现。
2015-2017	微信公众号	homefacialPro	通过大量微信公众号软文投放，吸引目标客户。
2016-2018	小红书	完美日记	利用图文展示吸引消费者，以各层级 KOL 种草的打法形成转化。
2017 至今	淘宝直播	花西子	通过深度绑定头部主播，利用主播的个人魅力与信任背书实现销售爆发
2017 至今	抖音、快手	半亩花田、zeesea、珀莱雅泡泡面膜等	通过短视频、直播实现“产品展示+消费者沟通”，实现爆款产品打造。

资料来源：国元证券研究中心整理

当前时点，从流量和平台到消费品牌都在发生的滔天的变化。我们认为电商内容化和内容电商化将会成为长期的大趋势，同时传统货架式电商将被内容电商逐渐切割市场份额，其中高转化率的直播电商迎来爆发。同时，去中心化的电商模式崛起，私域流量越来越受到商家重视，我们看好微信生态下私域电商的发展。新电商和营销模式下，“红人”作为内容核心载体议价能力持续提升，KOL 以及 MCN 受益，带货抽佣的方式相比于传统广告变现打开了 KOL/MCN 的盈利天花板。消费品侧，在新渠道和新营销的变革之下，一批品牌短期之内快速崛起颠覆传统，目前主要集中在食品饮料、美妆个护、小家电等品类，未来有望复制到其他上游壁垒更高的消费品类之中，新品牌有望持续涌现，而积极拥抱新变化的传统品牌有望在变革中提高市场份额。

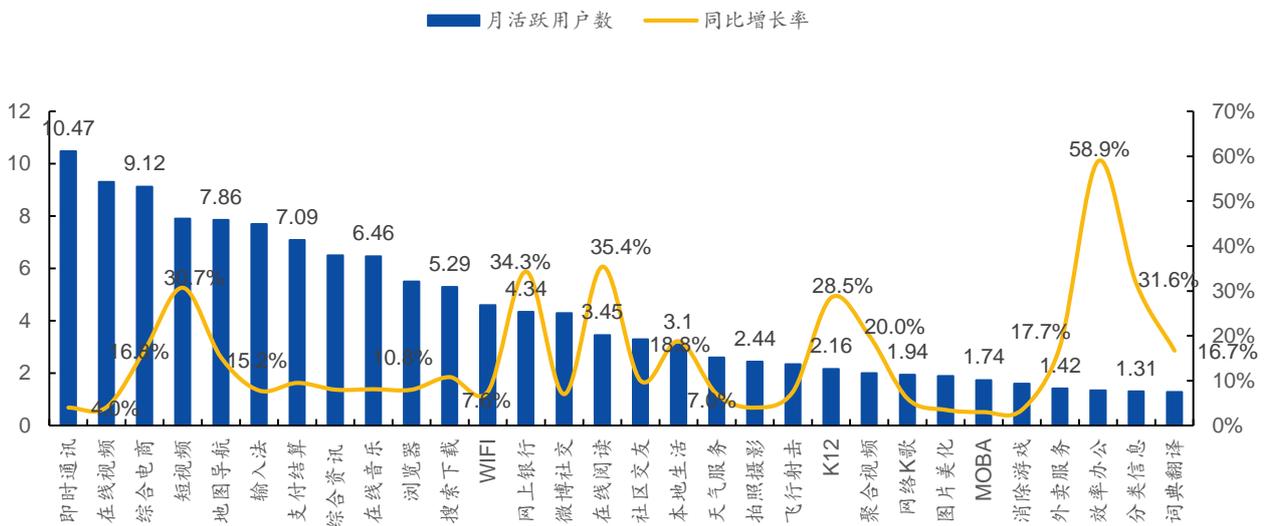
2、新流量、新生态

2.1 流量之变：新老平台更替、电商与内容相互渗透、直播电商爆发式增长、去中心化电商崛起私域流量被重视

2.1.1 流量红利收缩，新老更迭，流量存量市场再分配

流量红利收缩，单用户价值提升成为重点。从2011年移动互联网的元年开始算起中国移动互联网发展接近10年，根据QM数据，2019年我国移动互联网月活跃用户规模达到11.35亿，人均用户使用时长达到6.2小时，流量池基本饱和，红利见顶，存量博弈加剧，提高单用户价值成新阶段的重点。超级APP微信、支付宝、QQ、手淘、抖音等通过小程序布局全景生态，并利用自身流量优势赋能生态内产品或增加变现。存量博弈市场中，以抖音、快手为代表的短视频平台自2017年起迅速崛起，活跃用户数呈指数飙升，2019年末抖音、快手的MAU分别超过5亿与4亿。

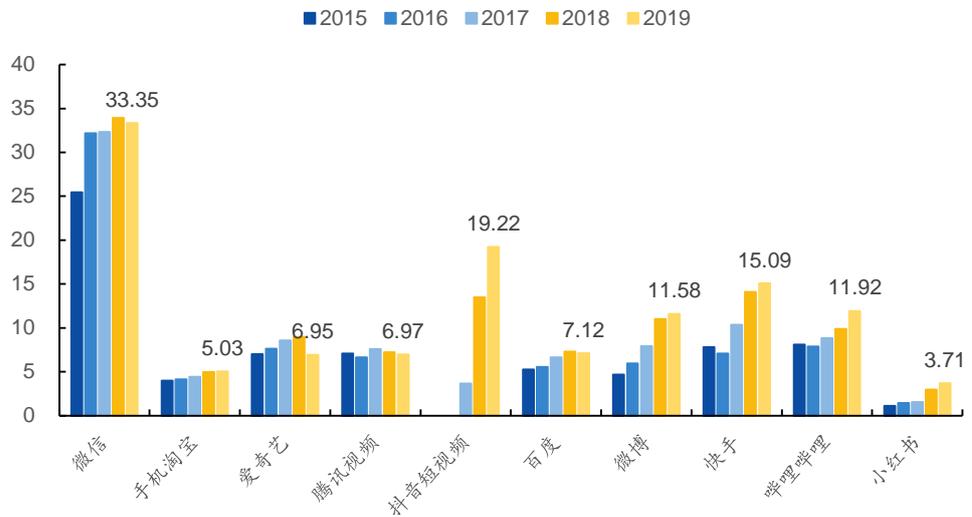
图 1：2019 年中国移动互联网典型细分行业月活跃用户数 TOP30（单位：亿）



资料来源：Questmobile，国元证券研究中心

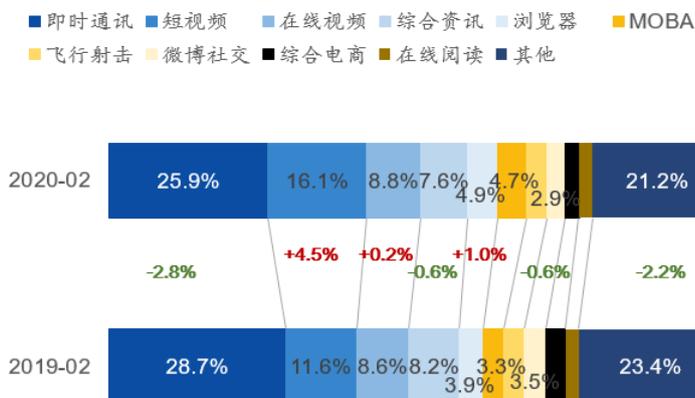
用户时长竞争白热化，短视频类使用时长继续显著提升，搜索类、长视频、社交类平台时长下降。短视频用户使用时长快速增长，抖音单用户的月均使用时长2019年底达到了19.22小时，快手15.09小时。社交平台微信、长视频平台爱奇艺、腾讯视频、搜索平台百度的使用时长则在2019年出现下滑。根据QM对2020年2月互联网细分行业月使用总时长的统计显示，短视频平台使用时长占比已达到16.1%，比去年同期提升了4.5Pct.，流量持续向更加可视化、碎片化的短视频平台聚集。

图 2：单用户月均使用时长（单位：小时）



资料来源：Questmobile，国元证券研究中心

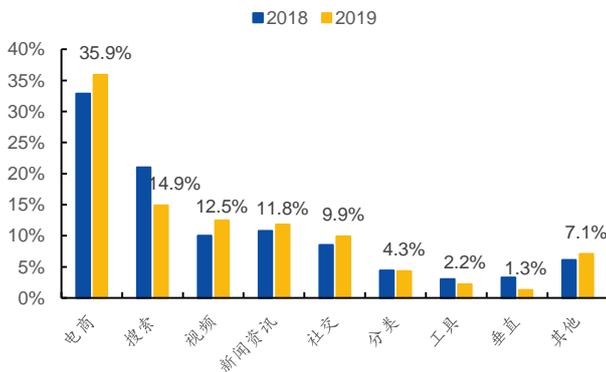
图 3：2020-02VS2019-02 中国移动互联网典型细分行业月总使用时长占比



资料来源：Questmobile，国元证券研究中心

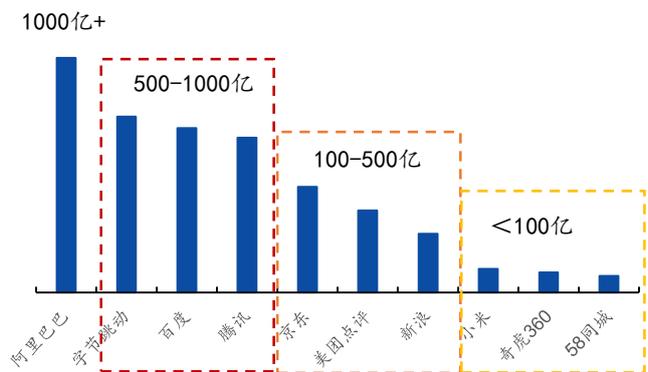
广告作为最重要的平台变现模式之一，在各互联网平台中重新分配，搜索、垂直类平台广告收入显著下滑，电商、视频、社交平台维持增长态势，短视频平台表现突出。2019 年互联网广告中，电商平台广告占总量的 35.9%，稳居第一，较 2018 年增长 3%，搜索类平台广告份额虽仍排在第二，但其市占率已从 2018 年的 21.0% 大幅下降至 14.9%。以抖音为代表的短视频平台广告快速起量，抖音母公司字节跳动 2019 年互联网广告收入预计达到 1000 亿左右，同比几乎翻倍，一举超越百度与腾讯成为第二大互联网广告平台。

图 4：各类媒体平台互联网广告收入占比情况



资料来源：中关村互动营销实验室，国元证券研究中心

图 5：2019 年中国互联网广告收入 TOP10 企业



资料来源：中关村互动营销实验室，国元证券研究中心

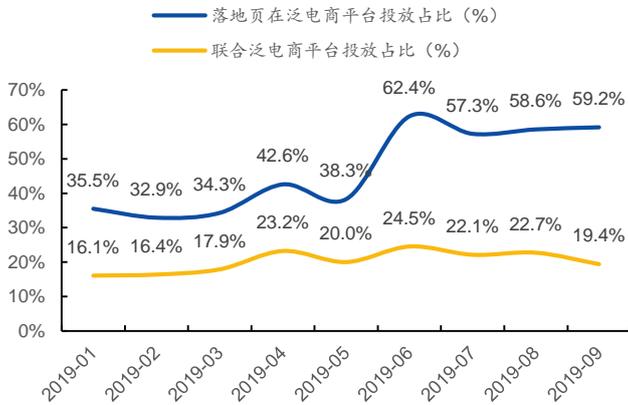
表 2：各大互联网平台 2019 年广告收入及同比增速

分类	公司名称	广告收入				广告收入同比增速			
		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
电商	阿里巴巴	301.2	419.5	413	612	31.0%	26.9%	25.5%	23.0%
	京东	81.4	110.8	99.9	134.7	27.4%	24.0%	29.5%	28.8%
	拼多多	39.5	64.7	67.1	96.9	254.1%	173.0%	125.7%	91.4%
生活服务	美团点评	28.6	36.3	44.1	49.4	91.2%	73.0%	61.8%	60.8%
搜索	百度	176.6	192.4	204.3	208	3.2%	-7.6%	-8.6%	-2.0%
	腾讯社交	99	120.1	146.9	162.7	34.0%	28.0%	31.6%	37.0%
社交	微博	24	26	29	28.8	12.6%	0.2%	0.8%	-3.0%
	腾讯媒体	35	44	36.8	39.5	6.1%	-7.0%	-27.7%	-24.0%
长视频	爱奇艺	21.2	22	20.7	19	0.4%	-15.9%	-13.7%	-14.6%
	网易	4.7	5.8	6.1	-	1.0%	-8.3%	-5.0%	-
媒体	搜狐	19.5	22.5	23.6	22.1	0.2%	-3.6%	7.0%	-5.3%
	趣头条	10.2	13.9	13.9	15.9	343.3%	215.6%	54.6%	27.3%
	字节跳动	2019 年全年约 1000 亿				全年同比增长约 100%			
短视频	快手	2019 年全年约 100-150 亿							

资料来源：公司公告，国元证券研究中心（网易 19 年 Q3 起，广告、严选、网易云音乐等均归为创新业务，Q4 合计 37.2 亿元，同比+18%，无单独广告数据。）

经济下行压力下，品牌更加注重投产比，效果类广告份额持续提升。传统广告投放分为品牌广告与效果广告两类，品牌广告以树立产品品牌形象、提高产品市占率为根本目的，有时间长、渗透慢、跨媒介等特点；效果广告以获得可量化的效果为目标，广告主只需为可衡量的结果付费，具有时间短、效果快的特点。经济增速下行压力下，品牌方营销预算收紧且更倾向于投放短期回报显著的效果广告，根据 QuestMobile 的数据，2019 年 1-9 月快消品广告投入落地页在，在下半年达到 60%左右。

图 6：2019 年 1-9 月快消品行业联合泛电商平台广告投放情况
图 7：品转效和效转品平台的广告路径演变过程



资料来源: QuestMobile, 国元证券研究中心 (泛电商平台主要包括以京东、拼多多等实物为主的电商平台以及以美团、大众点评等服务为主的电商平台)

资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究中心

2.1.2 内容和电商相互渗透，电商直播快速崛起

内容电商化和电商内容化成大趋势，两者互相渗透。电商侧，淘宝不断加大内容投入，其中重要的内容化产品淘宝直播 2019 年 GMV 破 2500 亿。其他平台中，拼多多的“多多直播”1 月正式上线，京东则将直播作为 2020 年核心战略进行发力。另一方面，以抖音、快手为核心的内容平台向加大电商领域的布局，从过去的导流、广告模式逐渐向自建电商闭环过渡。

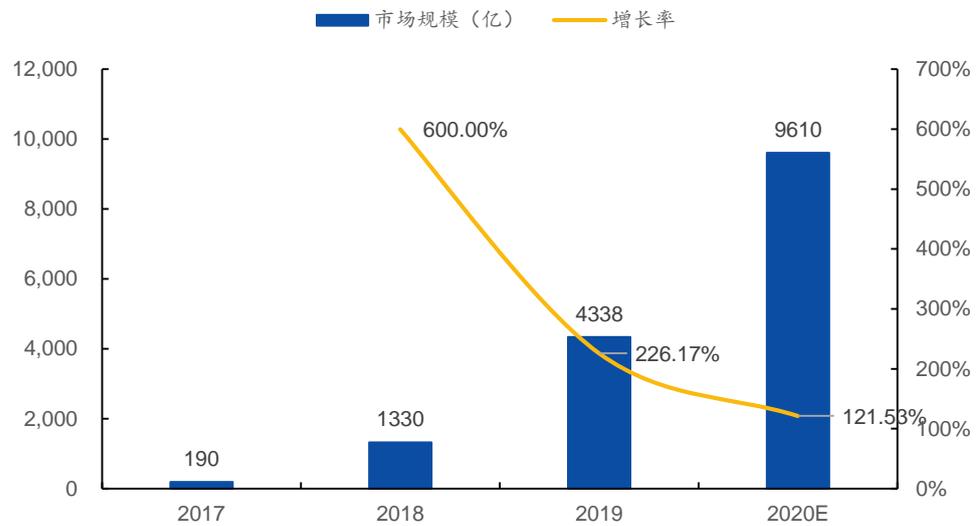
图 8：内容平台与电商平台发展的两大趋势



资料来源: QuestMobile, 国元证券研究中心

直播电商成为电商和内容互相渗透的重要模式，双方都加大资源投入力度，直播电商快速崛起，2019 年直播电商的规模预计达到 4338 亿，同比增速达到 226%，2020 年预计至少翻倍。

图 9：电商直播 GMV 市场规模



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究中心

直播电商交易额爆发的底层逻辑是什么呢？我们认为主要来自于新增+平台倾斜流量及高转化率两块。GMV=流量*转化率*客单价，**(1) 流量：**流量红利收缩下传统电商平台寻求新的流量增长点，直播电商的流量增量一方面来自于主播/KOL等红人自带的粉丝/流量，另一方面内容平台的入局给直播电商带来新增流量。而传统平台在做大直播电商的过程中配给了较多的存量资源，共同作用下拉动了直播电商的流量快速增长。**(2) 转化率：远高于传统电商。**传统的购买转化链路较长，从认知、种草到搜索、购买，链条较长，而在直播电商下，转化链路非常短，短时间内即完成“种草”到“拔草”的闭环。从主播讲解到用户下单购买往往仅需几分钟时间，叠加主播话术和“套路”，容易形成冲动购买。转化率上，顶级网红电商直播的购买转化率可达到 20%，而社交电商为 6-10%，传统电商仅为 0.37%，效率远远高于传统电商。**(3) 价格：通常低于传统电商，以价格换取销量，毛利空间大的品类更为适合。**直播电商整体通过去中间环节或品牌方让渡盈利空间实现了比传统电商更低的价格吸引消费者，逻辑上以价格换取销量。

1) 电商内容化

① 淘宝

淘宝近年来注重消费场景升级，发力内容化，提升用户活跃度，解决手淘停留时间短、远离种草环节等问题。具体包括娱乐化互动、信息流和淘宝直播三大方向，其中淘宝直播被寄予厚望。2013年起淘宝开始发力内容生态，当年上线生活消费类内容社区微淘、2015年推出生活消费资讯平台淘宝头条、2016年推出“内容+电商”深度融合平台淘宝直播，2018、19年平台进行全面消费场景升级。同时，手机淘宝首页进行信息流改革，从过去以固定频道业务的栏目为核心，转化为现在以内容推荐信息流为核心，使其成为用户种草、长草的大本营。最终在淘宝内容生态中，淘宝直播脱颖而出，成为淘内热度最高的内容玩法之一。

图 10：淘宝平台消费场景升级的三个方面



资料来源：阿里巴巴投资者日交流材料，国元证券研究中心

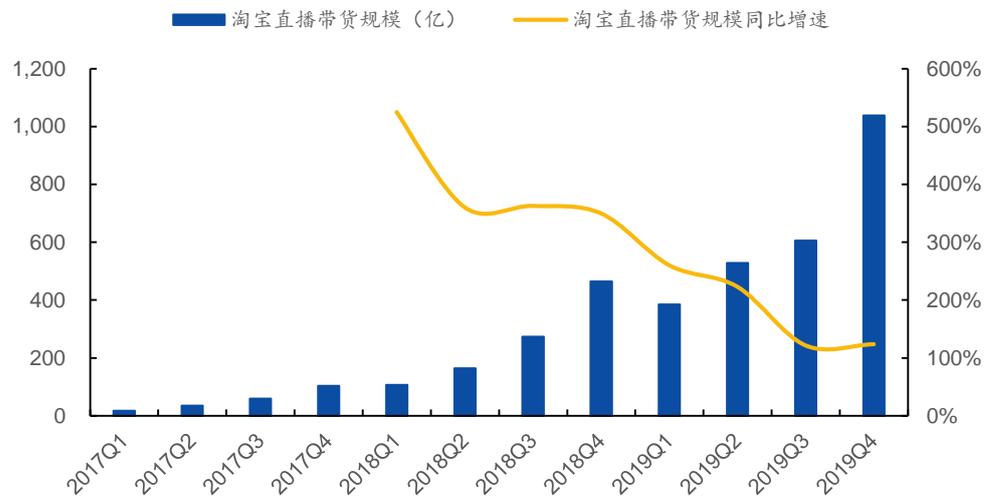
表3：淘宝内部广告推广类型及内容

推广产品	具体推广方式
钻石展位	是淘宝网和天猫的图片类广告位竞价投放平台，依靠图片创意吸引买家点击而获取流量。
直通车	是为淘宝网和天猫的卖家用于实现产品精准推广的、按点击付费的效果营销工具，其推广原理是根据产品设置的关键词进行排名展示，按点击进行扣费。
品销宝	是为淘宝网和天猫的卖家用于精准推广的、按千次展现计费的营销工具，通过设置品牌流量包、出价系数以及制作推广创意，可完成整个推广操作。当有买家在淘宝网/手机淘宝/UC浏览器的搜索框中输入特定品牌关键词时，只要出价为第一名，即可在搜索结果页最上方的位置获得展现。
淘宝客	是一种按成交计费的推广模式，也指通过推广赚取收益的人。淘宝客从推广专区获取商品代码，任何买家经过其推广（链接、个人网站）进入淘宝卖家店铺完成购买后，就可得到由卖家支付的佣金。
聚划算	是阿里巴巴集团旗下的团购网站
微淘	以关注关系为核心的生活消费类内容社区，致力于为达人，为商家提供内容平台服务，为消费者提供最新的消费资讯。
淘宝头条	是阿里巴巴集团旗下生活消费资讯媒体聚拢平台，媒体、达人及自媒体，可以通过这一专业的信息发布平台，创建“淘宝头条号”，借助淘宝海量流量和精准算法个性推送，内容生产者可以获得更多曝光和关注。
淘宝直播	是淘宝内容营销渠道之一，通过直播前预热、提高与观众互动、与宝贝相关平台合作等方式进行推广，用户进入直播间后，可直接点击链接购买商品，完成购物。

资料来源：壹网壹创招股说明书，淘宝，国元证券研究中心

淘宝直播 2019 年成交额超 2500 亿元，连续三年增速超 150%。 电商直播使得产品从宣传种草到收割的链路大幅缩短，相较图文、短视频种草的模式短期效果更显著。2018 年淘宝直播实现初步爆发，成交额超过 1000 亿，同比增速接近 400%，进店转化率超 65%。2019 年进一步实现跨越式发展，全年引导成交额超 2500 亿元，同比增速超 150%，177 位主播年度 GMV 破亿，其中双十一当天直播 GMV 突破 200 亿元，GMV 渗透率接近 7.5%。同时头部主播李佳琦、薇娅成功出圈，二者全年合计引导成交额破百亿，为平台带来更多流量。

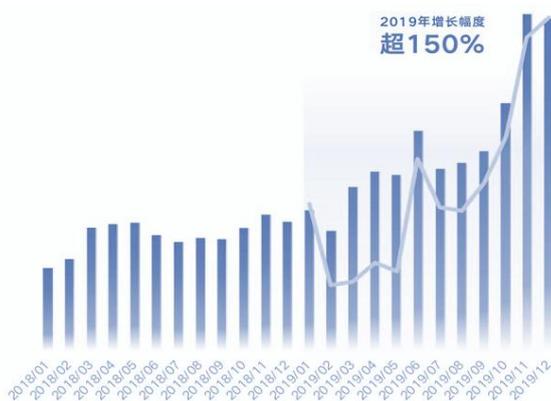
图 11: 2017Q1-2019Q4 淘宝直播带货规模及增速



资料来源: 淘榜单, 淘宝直播, 国元证券研究中心

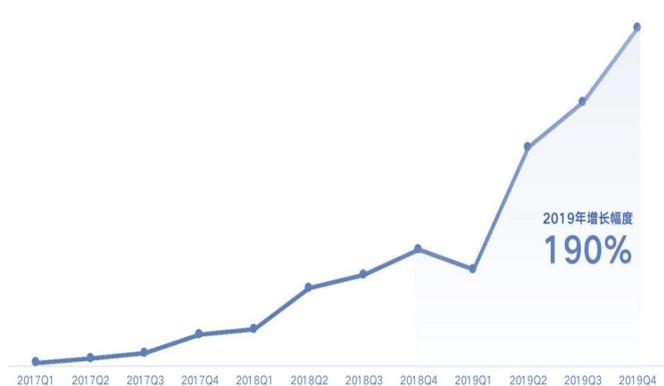
淘宝直播的本质是“人肉聚划算”，互动式的立体交流，叠加有平台背书的高性价比产品，促使销售转化率显著高于传统方式。“人”方面，2019 年淘宝直播日均观看用户数同比增长超 150%，环比增速在 3、6、10、11 月最明显。同期开播账号数量同比增幅也超过 100%，有 100 余种职业转战淘宝直播，达人与商家均在新风口的驱动下大量入场。“货”方面，2019 年末淘宝直播每天可购买商品数量同比增长 190%，覆盖淘宝天猫的绝大部分品类，其中女装、美妆、母婴、食品为最热门的品类。“人+货”形成了丰富的直播内容场景，截至 2019 年末，消费者每天可观看的直播内容时长超 35 万小时，直场景也由直播间扩展至工厂、田间、档口、商场、街头、市场等。

图 12: 淘宝直播日均观看用户及同比增长



资料来源: 淘榜单, 淘宝直播, 国元证券研究中心

图 13: 淘宝直播季度日均展示商品数



资料来源: 淘榜单, 淘宝直播, 国元证券研究中心

图 14：淘宝直播用户观看品类结构



资料来源：淘榜单，淘宝直播，国元证券研究中心

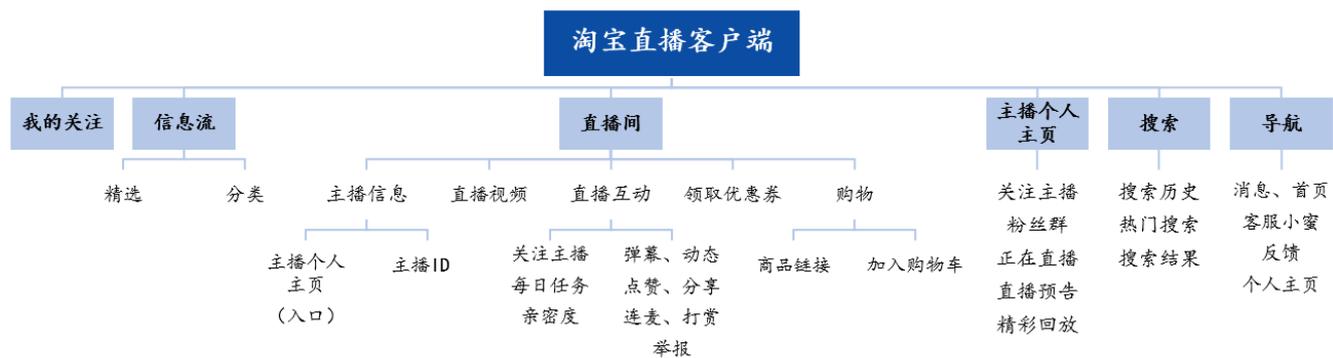
图 15：淘宝直播季度日均观看时长



资料来源：淘榜单，淘宝直播，国元证券研究中心

淘宝直播目前主要依靠手机淘宝/手机天猫内嵌入口引流，同时发展独立 APP，流量分发机制上以公域私域 1:1 为分配目标。与传统平台型电商“平台→商家”的流量分发方式的有所区别，淘宝直播在中间加入了直播间（平台→直播间→商家），将内容作为流量分发的中间层，利用内容提高“人与商品”之间的匹配精准度，从而提高流量运作效率。目前淘宝直播的流量仍以手机天猫/手机淘宝 APP 内嵌入口为主，随着关注度的提升，淘宝直播于 2018 年 9 月进入手淘第一屏六大金刚板块之一，随后入口一步步上移，目前已经位于首页一级入口右侧第一顺位，阿里对于其重视程度不言而喻。同时，淘宝直播独立 APP 也于 2019 年 2 月上线，直播入口进一步丰富。流量分发上，淘宝直播平台在掌控一部分公域流量的同时，注重保护商家私域流量。公域方面，平台通过对流量的掌控与分配，奖励与孵化一些表现好、有潜力的商家与主播，掌握一定的话语权。私域方面，用户可通过关注、订阅主播/商家的方式进行沉淀，主播/商家可通过开播提醒进行反复用户触达。未来根据淘宝直播的规划，平台理想的私域公域流量分发比例为 1:1。

图 16：淘宝直播功能架构



资料来源：淘宝直播，国元证券研究中心

当前淘宝直播较依赖头部主播，2020 年商家自播为重要发展方向。淘宝直播场次分类中，商家直播规模遥遥领先，场次占比超过 90%；但达人直播的影响力更为显著，

2019年双十一期间李佳琦与薇娅两大头部主播引导成交额占比超20%。淘宝直播生态目前看过度依赖于头部主播，造成生态失衡，因而增加商家自播以及腰部尾部的主播占比成为后续重点。2020年淘宝直播重要的发展方向之一是商家自播，未来店铺直播、头部主播、明星及中小主播引导成交额占比或达到4:3:3。

图 17：淘宝直播开播场次与成交额分布情况

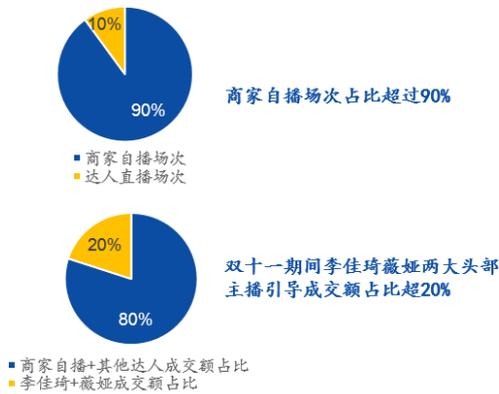
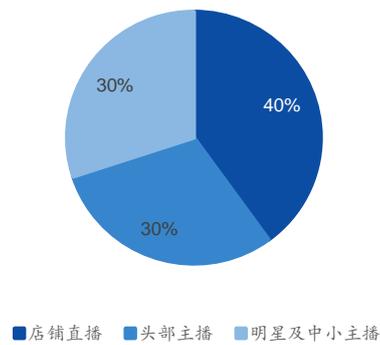


图 18：淘宝直播未来规划成交额分布格局



资料来源：淘宝直播，产业调研，国元证券研究中心

资料来源：产业调研，国元证券研究中心

② 拼多多等其他平台

除淘宝外，蘑菇街、京东、拼多多等电商平台也纷纷入局直播。垂直类服装电商蘑菇街在2016年最早开始尝试直播卖货，2019财年（20180401-20190331）直播GMV 41亿元，目前平台合作主播2.4万个，每天产生约3000-4000小时的直播视频，平台内头部主播“小甜心”2019年GMV超10亿元。京东虽也在2016年切入电商直播，但因直播缺乏足够的内容吸引力，同时平台目标客户匹配度低等原因，一直没有产生较大水花，2020年京东推出直播商家和机构“4+2”扶持政策，还全面升级线上发布会，同时推出全新IP“科学实验室”，及“京源助农”计划等，持续推进起直播业务。社交电商平台拼多多于2019年5月开始与快手合作，打通系统后台，引进部分快手直播资源，打开新的流量入口。2019年11月，拼多多正式试水直播，2020年1月，“多多直播”正式上线。

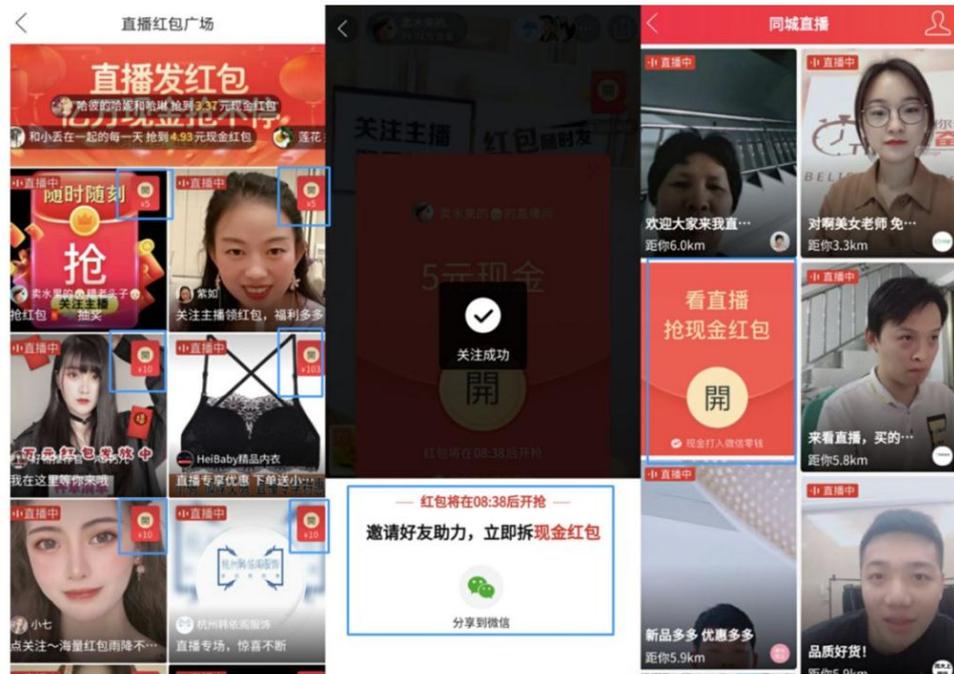
表4：主要电商平台“直播”发展进程

平台	直播发展进程
淘宝	2016年切入直播，2018年成交额超1000亿，2019年成交额约2500亿，同比增速超150%，其中双十一成交额近200亿，预计2020-2021年会突破5000亿的目标。头部主播薇娅2018年引导成交额27亿元，2019年约70亿。李佳琦2019年成交额约50亿。
京东	2016年切入直播，一直表现平平，2020年针对直播商家和机构推出“全面降扣、流量护航、专项补贴、0服务费”和针对主播“现金补贴和公域流量扶持”的“4+2”扶持政策，希望持续推进起直播业务
拼多多	2019年开始与快手合作，打通系统后台，引进部分快手直播资源，打开新的流量入口。2019年11月，拼多多正式试水直播，2020年1月，“多多直播”正式上线。
蘑菇街	2016年切入直播，2019年5月建立第一个全球美妆供应链池，为品牌商匹配主播资源，同时为主播打造选品库。2019财年直播GMV 41亿元，目前平台合作主播2.4万个，平台内头部主播“小甜心”2019年GMV超10亿元。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

拼多多直播定位更偏向于工具。与淘宝直播不同，拼多多直播没有专门的直播频道和显眼的流量入口，同时更加偏向于店铺直播（80%左右），为商家提供低门槛、高转化率和丰富营销玩法、私域流量运营的工具，店铺自播为核心的方式有利于生态平衡，但整体看爆发性略逊于淘宝直播。流量获取上，多多直播主要依赖于私域流量或者公域投放广告的方式获取。同时，拼多多为商家提供“现金红包”的营销工具，通过微信，引导消费者邀请好友进入直播间。

图 19：拼多多直播间“现金红包”营销工具



资料来源：拼多多，国元证券研究中心

2) 内容电商化

内容平台出于货币化的需求，通过向电商导流或自建电商的方式实现商业变现。目前主流的内容平台主要包括微博、小红书、抖音、快手、B站等，以图文、短视频等娱乐性内容为主。从平台生态属性上来看，两大短视频平台的电商化发展更加积极，且均采用了直播的方式进行销售变现。抖音“强运营轻粉丝”，社交属性较弱，当前平台以广告营销变现为主，2019年起加大对直播的扶持力度，2020年加速直播布局的同时，开始招募生态服务商，包括内容、电商和品牌三大类型，为完善自建电商平台做出铺垫；快手“老铁”文化下私域粉丝价值更强，更有利于电商变现，当前平台的主要变现来自直播；B站目前商业更为克制，多通过植入、测评等视频种草带货，未来与电商合作带货潜力大；微博、小红书平台目前以广告种草为主，在2020年新冠疫情的驱动下，加速入局直播电商。

表5：两大短视频平台带货对比

平台	切入直播时间	直播带货规模	头部主播成绩	平台扶持政策
快手	2017	2019年预计GMV 1000亿	辛有志团队2019年成交额133亿	快手直播公会于2019年12月22日开放。采用“主播自提+公会服务费+公会与主播自行协商比例”的模式，同时对主播和公会保持激励。激励措施为：在和公会主播五五分成的基础上，给予公会流水返点，返点分为2%、4%和7%三档，月流水达到150万元可获得7%的返点，根据有效主播和新增有效主播的数量还可以再获得最高3%的返点。
抖音	2018	2019年初，月流水2亿左右，2019年末月流水是年初10倍，预计约GMV 400亿	2020年月罗永浩首场直播成交额1.1亿；呗呗兔2019年618带货成交额超1200万	2019年9月推出“黑马计划”：1、流量优化。针对不同直播垂类创作者给予专业领域的流量扶持，鼓励直播多元内容。2、新人成长扶持。根据创作者的成长阶段，制定相应阶段性任务。3、多元商业化服务。从短视频、星图、直播、电商各个方面帮助创作者更加高效便捷地实现自己的商业价值。2020年初推出“10亿直播流量扶持”、“小店入驻绿色通道”、“官方专属培训”等支持性举措。2020年4月字节跳动旗下营销服务品牌“巨量引擎”开始全面招募生态服务商，包括内容、电商和品牌三大类型，为完善自建电商平台做出铺垫。

资料来源：公司公告，36氪，国元证券研究中心

表6：主要内容平台及其特点

平台	分发逻辑	用户基础特征	内容调性	KOL营销重点	成功孵化KOL案例
微博	社交+算法内容分发、关注流、热门流、好友圈	幽默搞笑、时尚、美女帅哥	大V引领，全内容式的运营	大量KOL资源池，强曝光，KOL硬广造势	张大奕、雪梨
抖音	机器算法、人工推送、强内容运营、粉丝关系、地域算法	潮流、时尚、年轻	有趣、潮酷、年轻	视频创意、原生植入、话题互动	毛毛姐、温精灵
快手	机器算法、粉丝关系、地域算法	大众、接地气	猎奇、搞怪、趣味	结合剧情/段子来迎合主流用户偏好	辛有志
B站	粉丝关系、兴趣推送	年轻、二次元	动画、cos、鬼畜等主流二次元文化	深度测评，仿妆教学，激活圈层影响力	机智的党妹、周六野 Zoey
小红书	粉丝关系、兴趣推送、人工推送	垂直、种草、女性	分享、种草、搭配	美妆和时尚类博主居多，KOL+明星影响力背书，UGC分享，深度种草，口碑宣传	大猫妈妈、Miss 周星星
淘宝直播	机器算法、人工推送、热门流	闲暇时间多、有一定经济实力、女性为主	讲解产品、卖货	直接的产品推荐、销售，与用户实时互动	薇娅、李佳琦

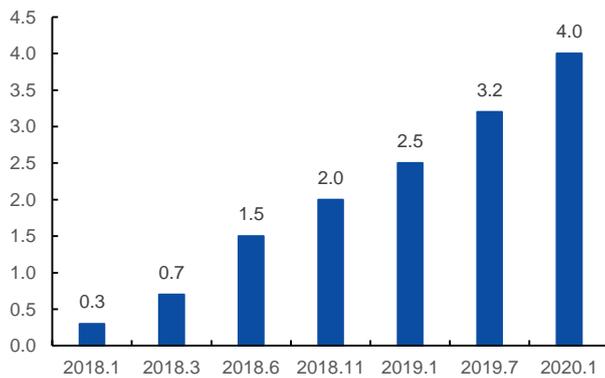
资料来源：各大内容平台，国元证券研究中心整理

① 抖音

“强运营轻粉丝”模式下内容导向性强、社交属性偏弱，2019年前平台以广告变现为主，2020发力直播。抖音目前DAU超4亿，高线城市用户占比高于快手。抖音采用流量集中算法分发，主打内容推荐页，流量放大的核心在于内容的质量反馈，关

注关系被弱化，用户与内容创作者之间不易建立深度链接。但集中管控的模式下更容易制造爆款话题，粉丝获取效率高，有利于品牌方进行广告营销打造爆款产品。2019年及以前，抖音主要通过广告种草+购物车外链的方式向第三方电商平台导流，以广告变现为主要收入来源，自有电商主要为带货链接或直播链接服务。2019年抖音与淘宝签订了70亿元的框架合作，其中10亿为带货分佣，60亿为广告。

图 20: 抖音 DAU 变化情况



资料来源: Questmobile, 字节跳动, 国元证券研究中心

图 21: 抖音种草+链接向淘宝导流过程



资料来源: 抖音, 国元证券研究中心

2020年起，抖音加大对直播与电商相关的扶持力度，引入知名网红罗永浩，加速入局直播电商。2019年起，抖音即开始对尝试扶持直播电商，4月宣布引入1000家直播公会，9月推出“黑马计划”，“流量+扶持+变现”支持直播生态建设，但直播变现在抖音生态的重要度始终低于广告变现。2020年初，抖音推出“10亿直播流量扶持”、“小店入驻绿色通道”、“官方专属培训”等支持性举措，并在4月引入知名网红罗永浩进行带货直播，首场直播曝光量3亿+，观看人数4700万+，实现成交额1.1亿元，其中约一半商品来自抖音小店。同时，2020年4月字节跳动旗下营销服务品牌“巨量引擎”开始全面招募生态服务商，包括内容、电商和品牌三大类型。对直播+抖音小店的密集扶持，体现出抖音对于自有电商体系建设的决心。

图 22: 抖音电商化发展历程



资料来源: Questmobile, 卡思数据, 抖音, 国元证券研究中心

表7：2020年以来抖音对直播电商与抖音小店的扶持举措

抖音对直播与电商的扶持举措	具体内容
10亿直播流量扶持	2020年1月1日-2月29日没有使用过直播购物车功能的线下商家，若在3月4日-4月30日之间开始购物车直播，则可以获得2个星期的“新手期流量扶持”；这些直播带货“新手”将共享10亿流量。
小店入驻绿色通道	以前入驻抖音小店需要主账号粉丝量超过30万，现在这一门槛予以取消，每个店铺可以绑定5个零粉丝开通购物车权限的抖音号，新入驻小店的商家将享受技术服务费优惠。
官方专属培训	3月9日-14日，抖音推出官方线上公开课，从入门到进阶，详细指导商家玩转抖音直播和短视频带货。
签约罗永浩进行直播带货	首场给予3亿+曝光量，观看人数4700万+，实现成交额1.1亿元，其中约一半商品来自抖音小店。
巨量引擎招募电商相关服务商	2020年4月字节跳动旗下营销服务品牌“巨量引擎”开始全面招募生态服务商，包括内容、电商和品牌三大类型，为完善自建电商平台做出铺垫。

资料来源：抖音，36氪，国元证券研究中心

目前抖音的公域流量主要包括短视频推荐流、直播推荐流、直播广场、同城页、官方活动和话题；私域流量主要包括预告短视频、花絮短视频、个人账号和关注页。同时商家还可购买直播和短视频dou+，提升流量。

图 23：抖音直播的公域流量



资料来源：抖音，国元证券研究中心

图 24：抖音直播的私域流量

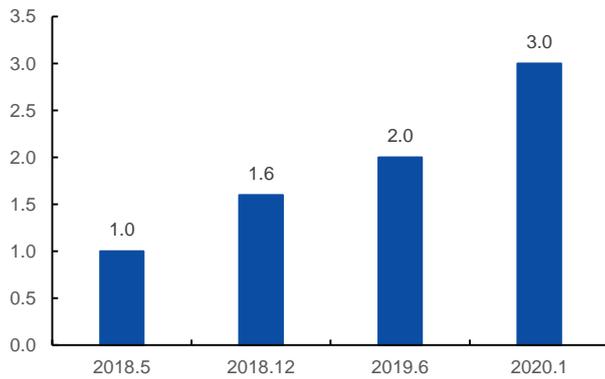


资料来源：抖音，国元证券研究中心

② 快手

“老铁”文化下私域粉丝价值更强，电商变现更具优势。快手目前 DAU 超 3 亿，用户相对下沉，卡思数据显示平台三线以下城市用户占比超过 67%。快手采用去中心化的分发模式，基于社交+兴趣进行内容推荐，主打推荐“关注页”内容。同时，快手首页以双列的方式进行展示，用户的选择权更大，更倾向于社区属性，因此内容创作者可以通过短视频或直播，反复触达粉丝，加深与粉丝的联结，由此诞生“老铁经济”。用户形成“先认人再认货”的习惯，私域流量价值较高，更易形成直播销售转化。

图 25：快手 DAU 变化情况



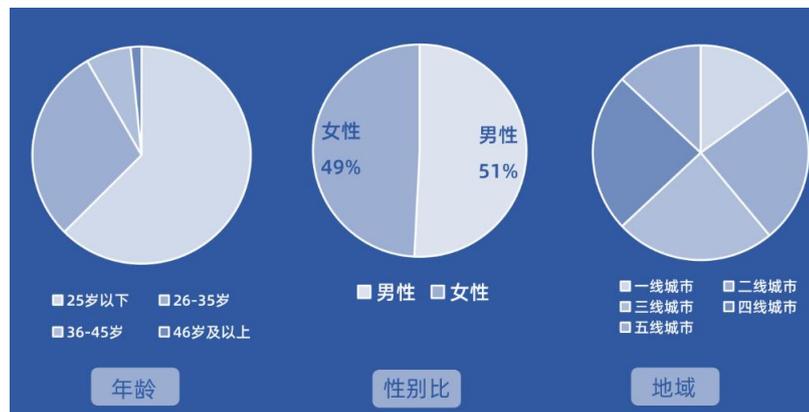
资料来源：Questmobile, 快手, 国元证券研究中心

图 26：快手 APP 推荐与直播界面



资料来源：国元证券研究中心

图 27：快手用户画像

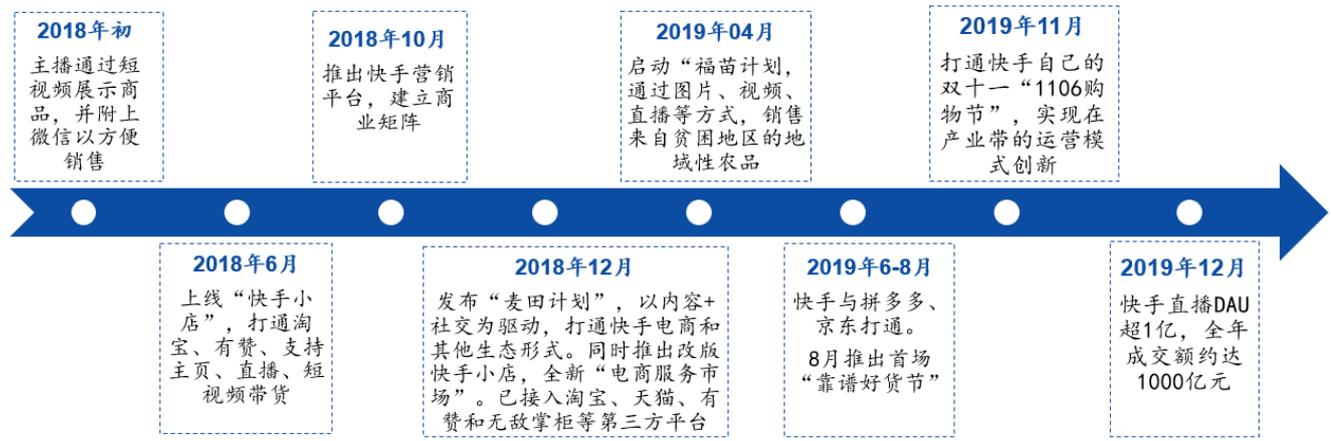


资料来源：快手, 国元证券研究中心

2018 年起快手发力打造直播电商生态，2019 年实现跨越式发展，全年直播引导成交额约 1000 亿元。2018 年以前，快手主播即开始通过短视频展示商品，并引流至微信的方式进行商品销售。2018 年起，快手陆续接入第三电商平台如淘宝、拼多多、有赞、魔筷星选、京东等，同时自建快手小店构建电商闭环，直播电商生态渐趋成熟。截至 2019 年 12 月底快手直播日活用户突破 1 亿，全年直播引导成交额预计接近

1000 亿元，其中头部主播辛有志团队引导成交额达到 133 亿元。

图 28：快手电商化发展历程



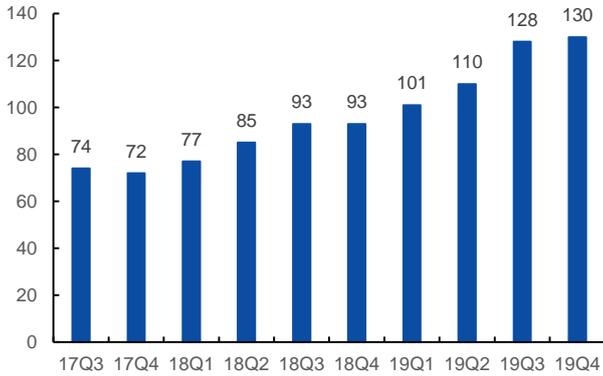
资料来源：Questmobile，卡思数据，快手，克劳锐，国元证券研究中心

③ 哔哩哔哩

“圈层文化+UGC 内容主导”的特性使得 B 站用户具有高粘性、高活跃度，商业化相对克制，主要通过视频植入、测评的方式进行种草。B 站用户规模（2019Q4 平均 MAU/DAU 为 1.3 亿/3760 万）虽然与大型社交平台与短视频平台差距较大，但基于圈层、兴趣而产生的粉丝关系粘性极高，粉丝价值也更高。同时，B 站采用相对公平的流量分配机制，依托粉丝关系、兴趣进行分发，根据用户关注话题等数据进行优质内容的推荐，中腰尾部的 UP 主也可能凭借优质内容形成爆款，一定程度上避免了“寡头”垄断。目前 B 站带货以视频种草为主，多为产品植入、测评等种草类视频，符合 B 站“强内容”的基调。

2019 年 2 月阿里入股 B 站，双方深度合作打通商业化链路，未来电商变现潜力巨大。2018 年 12 月淘宝与 B 站宣布达成战略合作，双方在 UP 主商业变现、自有 IP 商业化等方面展开合作。2019 年 4 月 B 站上线电商小程序，同时通过邀约广告接入了淘宝、天猫、京东等第三方平台，用户可通过电商小程序或评论区购物链接接入第三方平台，商业化链路打通，内容变现加速。通过与阿里巴巴的合作，B 站形成了一套符合自有生态特色的整合营销打法，包括通过品牌广告建立品牌的认知，通过 UP 主的内容生态完成产品种草，也通过效果广告形成消费转化。预计未来 B 站在加速商业化的过程中将释放更大的电商变现潜力。

图 29：哔哩哔哩平台 MAU（单位：百万）



资料来源：哔哩哔哩公司公告，国元证券研究中心

图 30：二次元 IPvs 明星带货力

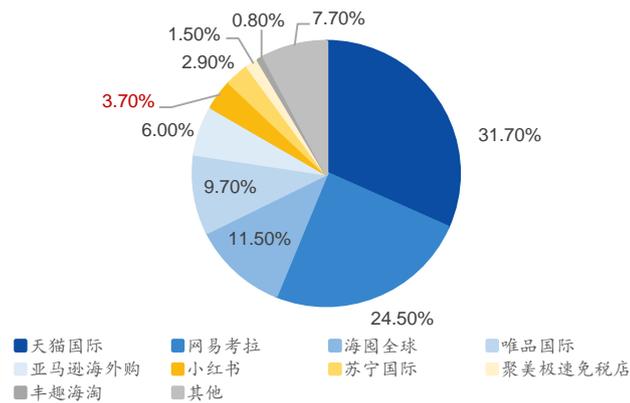


资料来源：蓝鲸财经，国元证券研究中心

④小红书

以深度种草与口碑宣传为主，自有电商发展遭遇瓶颈，2019 年末开始探索直播等新兴变现方式。小红书定位内容分享社区，深耕美妆、服装等时尚品类，通过 KOL+明星影响力背书、素人 UGC 分享，实现产品的深度种草与口碑宣传。平台采用去中心化的分发模式，重内容轻粉丝，根据用户标签与内容标签智能分发，原创度和互动率高的笔记有机会获得更多的推荐流量。2014 年小红书入局跨境电商，但因商品品类有限、货源把控不善、价格缺乏竞争力、售后体验不佳、信息泄露等因素，小红书跨境电商业务遭遇瓶颈，2018 年 Q4 市场份额仅为 3.7%。2019 年 11 月，平台开启直播内测；2020 年新冠疫情爆发后，小红书向所有创作者开放直播权限；2 月初，小红书试水企业号直播，探索更多内容变现模式。

图 31：2018Q4 跨境进口零售电商市场竞争格局



资料来源：易观，国元证券研究中心

图 32：小红书直播流程与传播链路



资料来源：小红书，国元证券研究中心

2.1.3 去中心化电商崛起，私域流量价值逐渐凸显，看好微信私域电商增长

去中心化的电商崛起。以传统淘宝为例的中心化电商下，商户与客户难以直接链接，平台控制流量分配，品牌方需要反复购买流量，公域流量持续上升挤压商家利润，同时平台的集中促销要求以及商家自身的转化率和增长压力，使得商家不得不通过价

格战拉动增长。另一方面不少品牌和商家在线下拥有庞大的经销商体系，线下线上的利益不匹配、控价难度大对于品牌方造成损伤。对于商家来说中心化电商痛点日益突出，而以微信、快手为核心的去中心化电商开始受到青睐。

私域流量运营越来越被品牌方所重视。所谓私域流量即可反复触达、低成本运营、相对安全可控的流量。广告主从公域平台获得流量后，为放大这部分用户的价值，将用户沉淀在私域，再通过多样化的运营与触达引导复购，同时中台应用数据分析提取用户画像，据此进行精准投放，实现流量的裂变，形成流量运营的闭环。在公域流量成本攀升、私域人群需求多样化、数据资产在品牌打造全流程重要度提升的大背景下，私域流量的汇集与运营价值凸显。

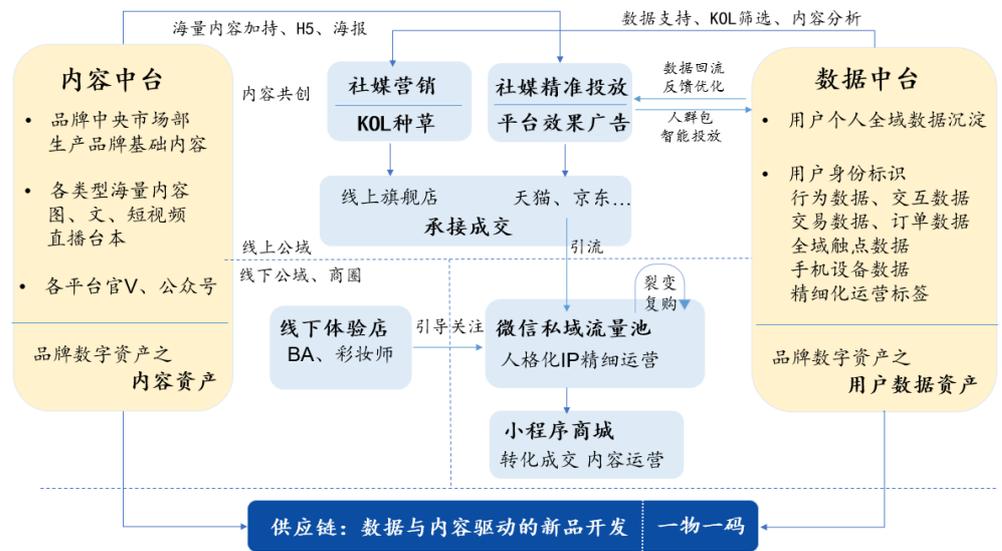
图 33：商家视角的用户运营模型（AARRR 模型）



资料来源：有赞，国元证券研究中心

从私域流量的长期意义看：1) 线上线下打通可实现不同渠道会员的融合，品牌方可以更加直接高效的掌控消费者，同时缓解线上线下利益平衡的问题。线上线下互联后，产品包装上的二维码、新零售业态下的商家购物 APP、小程序、社交拼团活动等均可成为触点，将消费者导入私域流量池。过往分散在经销商、电商平台上的会员信息可汇总在品牌后台数据库，由品牌方直接做分类和触达，更有助于建立品牌资产。另外，通过 LBS 功能，可以引导客户对应用到门店，经销商、零售终端以及 BA 参与分成。2) 私域流量承载了品牌的数字化体系，可反向赋能产业链全流程。线上可实现万物数据化，用户的行为数据、交互数据、交易数据等均可捕捉，反向赋能品牌从研发-生产-营销-销售-售后全流程。研发端，可以根据用户的需求与兴趣进行产品开发；生产端，可根据前期销售的反馈制定生产计划；营销端，可通过对消费者画像的捕捉，总结关键用户特征并据此进行公域投放，提升拉新效率；销售端，可根据消费者行为数据或消费周期进行适时的触达。

图 34：公域引流、私域运营，最终为品牌沉淀数字资产



资料来源：聚美丽，国元证券研究中心

微信成为私域运营的主阵地，生态日益完善。2019年小程序交易规模达到8000亿，同比增长160%，日活超过3亿。在私域流量方面，微信也在不断迭代，优化工具，拓展触点。微信侧的迭代主要包括，微信搜一搜的升级，企业微信号打通消费者与客户服务，看点直播，视频号等等。直播方面，目前腾讯直播入口主要包括三大块，分别是公众号、社群和微信广告，除腾讯PCG团队开发的“腾讯/看点直播”外，两大微信服务商有赞与微盟分别推出“爱逛直播”与“直播购物台”助力商家进行在线直播销售。我们看好微信私域电商的长期增长。

图 35：微信生态主要直播小程序



资料来源：微信小程序，国元证券研究中心

图 36：看点直播小程序预约、观看、购买流程



资料来源：腾讯直播，国元证券研究中心

图 37：腾讯直播的主要入口

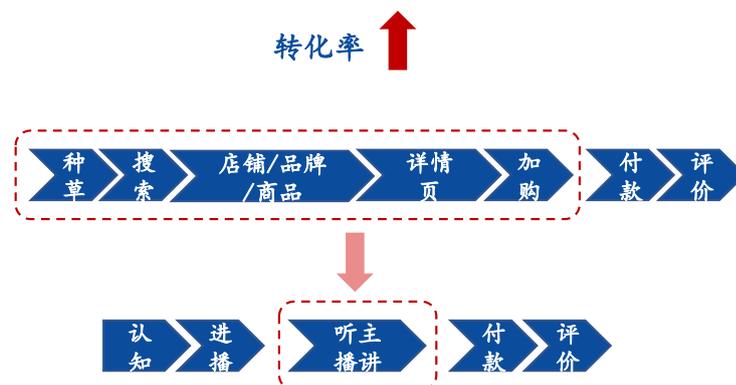


资料来源：腾讯直播，国元证券研究中心

2.2 传播之变：“人”成为核心的内容载体，价值放大

当前营销的格局发生了翻天覆地的变化，整个消费者决策链条中 KOL 成为了关键一环。传统线下品牌从营销“种草”到完成销售转化的路径很长，品牌方通过投放广告使得消费者形成品牌认知，消费者通过线上搜索，或者线下消费完成购买，“种草”与“购买”的环节往往不在同一时间跟空间内，转化路径较长，营销活动缺乏针对性且难以衡量成效。在当前直播带货或者网红带货下，品牌方对接不同的 KOL (MCN) 进行多平台投放，消费者出于对 KOL/主播的认知和喜爱，进入直播间或观看视频、图文，通过链接跳转或直接进行购买，短时间内即完成“种草”到“拔草”的闭环。尤其是在电商直播模式下，从主播讲解到用户下单购买往往仅需几分钟时间，转化链路大大缩短。同时通过秒杀、独家、优惠、赠品以及配合话术，能够大大提升销售的转化效率

图 38：直播带货和传统电商决策路径变化



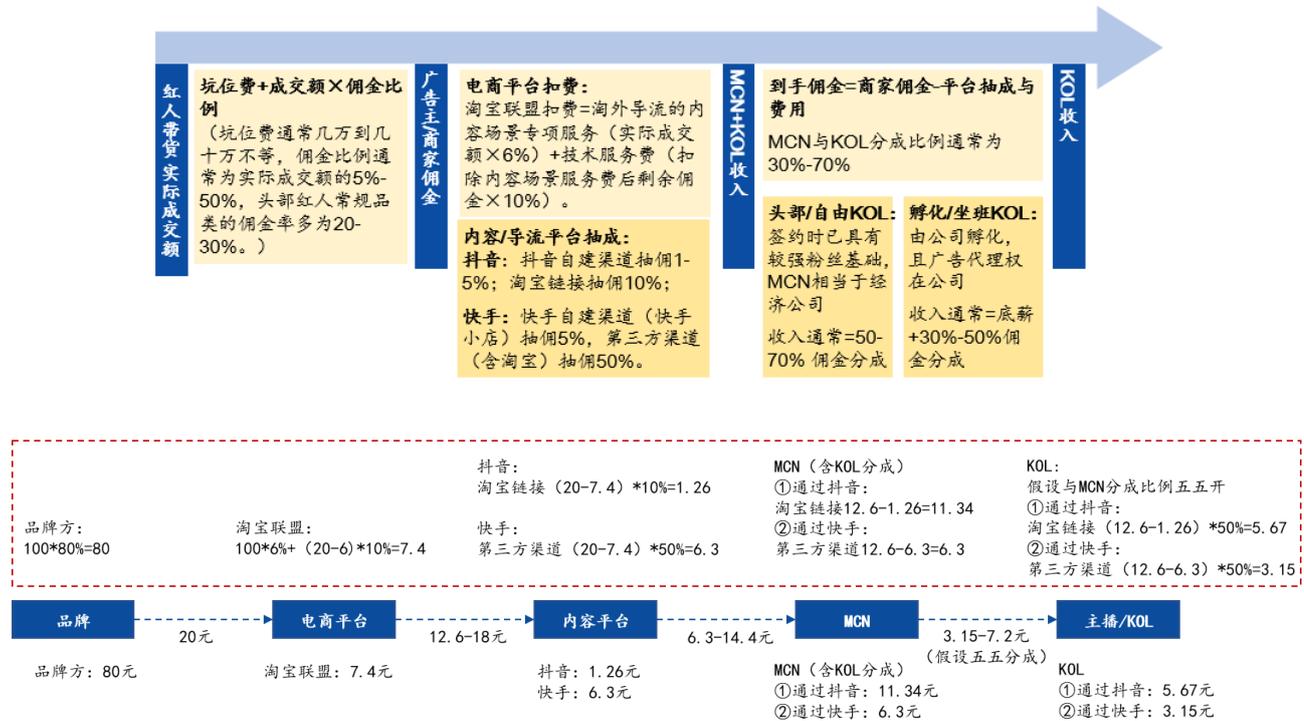
- ✓ 转化链路短，粘性高，跳失信息可捕捉、及时调控
- ✓ 部分传统搜索转化的销售额被直播推荐切走
- ✓ 秒杀（饥饿营销）、独家（个性化）、赠品等主播常用套路能有效提升转化

资料来源：亿邦动力，国元证券研究中心

广告+佣金分成结合的模式下，KOL (MCN) 收入天花板被打开。过往 KOL 主要通过广告变现，单一产品广告带来的收入有限。直播模式下收入分为坑位费+佣金提成

两部分，坑位费类似广告收入，为一个产品固定支付的金额，而佣金抽成则是基于成交额，提取一定比例佣金的CPS模式，头部红人的佣金率（常规品类）通常可达20-30%。随着带货规模的上升，单一产品可为KOL带来的佣金规模同比上升，由此打开KOL（MCN）变现的天花板。

图 39：在淘宝联盟下各平台抽佣及 MCN/KOL 分成情况（以 100 元 成交额，20%佣金比例计算）



资料来源：淘宝联盟，淘宝客，快手，抖音，国元证券研究中心

表8：快手平台电商商品佣金设置、技术服务费收费标准和结算方式

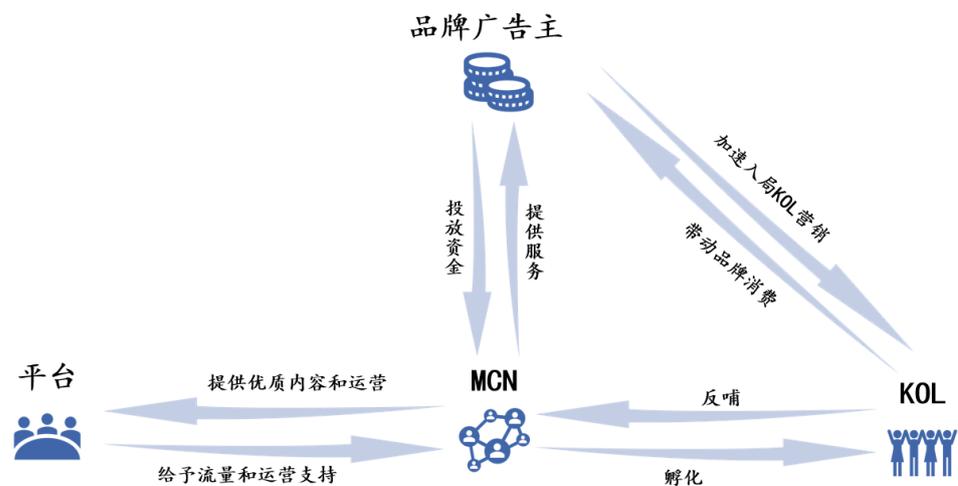
商品渠道	快手添加商品佣金设置要求	快手技术服务费收费标准
快手电商商品	无	订单实际成交金额 2%或 5%； 食品与数码品类 2%； 其余品类 5%；
三方商品渠道		
淘宝联盟	1、商品佣金比例≥10%； 2、商品需要在淘宝联盟内容库中；	0%
有赞	1、有佣金率分成的商品佣金比例≥10%； 2、普通商品需有赞商家在有赞平台进行授权	1、有佣金率分成的商品：佣金部分的 45%，上限为订单实际成交金额的 5% 2、普通商品：订单实际成交金额的 5%
拼多多	商品佣金比例≥10%	订单实际成交金额的 5%
魔筷星选	需要魔筷商户在魔筷平台进行授权	订单实际成交金额的 5%
京东	商品佣金比例≥10%	佣金的 50%，上限为订单实际成交金额的 5%

资料来源：快手官网，国元证券研究中心

2.2.1 MCN 机构：链接广告商、平台、KOL 的关键服务商

MCN 链接平台、KOL 和广告主等多方环节，主要通过规模化的签约或孵化红人、帮助红人通过内容生产、包装推广、多平台运营等方式进行商业变现。对平台而言，MCN 提供了丰富的优质内容，有助于平台更高效的构建内容生态；对 KOL 而言，MCN 机构以工业化的生产方式组织内容生产，在选题策划、脚本创作、拍摄剪辑等阶段可提供专业的支持，同时，中小型 KOL 还有望受益于 MCN 机构给予的资源倾斜；对广告主而言，MCN 机构可根据品牌方需求进行达人匹配、多渠道分发，成为品牌广告营销的关键环节。

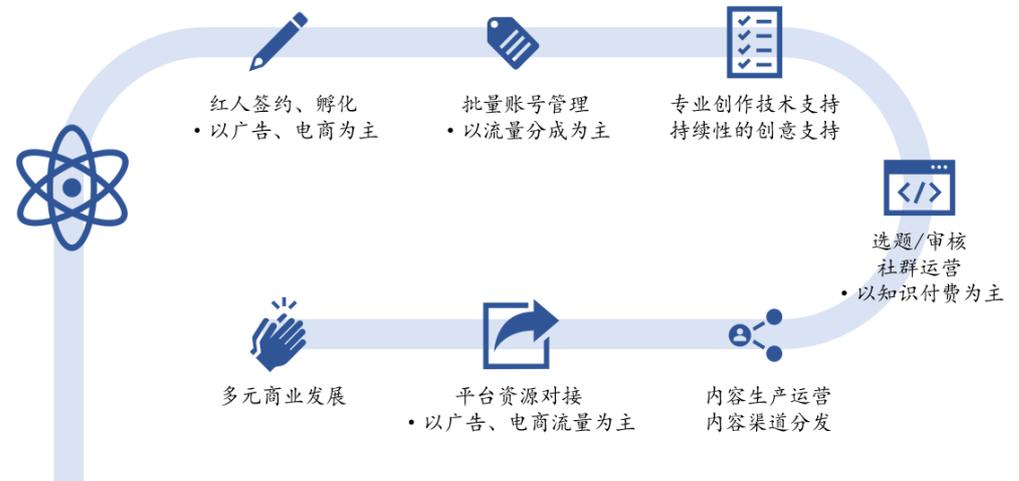
图 40：平台、MCN、KOL、品牌广告主关系图



资料来源：克劳锐，国元证券研究中心

MCN 机构业务覆盖红人签约、孵化（以广告、电商为主）、批量账号管理（以流量分成为主）、专业创作技术支持及持续性的创意支持（以服务为主）、选题/审核通过社群运营（以知识付费为主）、内容生产运营、内容渠道分发、平台资源对接（以广告电商流量分成为主）等，旨在通过内容生产、KOL 运营以实现多元化的商业变现。

图 41: MCN 机构的基础作业链条



资料来源: 克劳锐, 国元证券研究中心

2012-2014 年为 MCN 行业萌芽期, 微博、微信等平台开始出现一些有影响力的自媒体, 部分广告营销公司转型从事 MCN。2015-2016 年进入发展期, 资本推动短视频 PGC 行业迅速崛起, 多账号矩阵的孵化模式进化而成, 创业者开始进行电商、付费等多种商业尝试。2017-2018 年进入爆发期, 各大平台转型并推出“内容补贴”战略, 吸引大批包括直播公会在内的红人机构转型 MCN。MCN 机构数量在 2017 年激增 304% 达到 1700 家。2019 年起行业进入进化期, 一方面, 原有 MCN 在内容输出的基础上强化商业输出模式, 并紧跟淘宝直播等热点, 拓宽自身业务边界; 另一方面, 新的 MCN 还在趁新平台崛起还在不断涌现。

图 42: 2015-2020E 中国 MCN 机构数量及增速



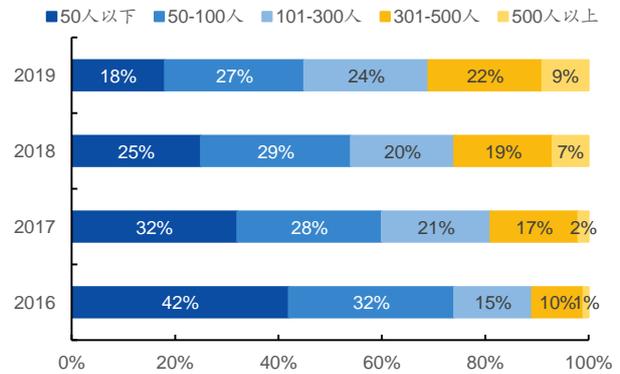
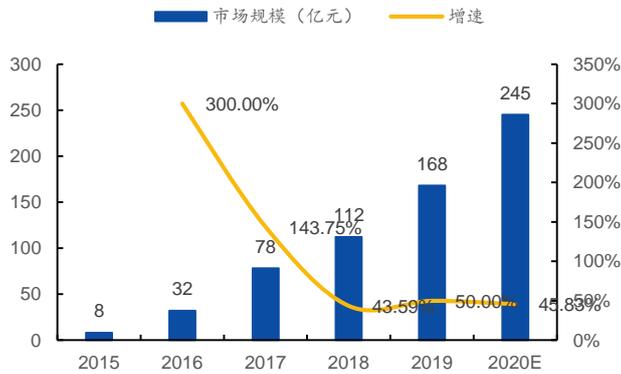
资料来源: 艾媒数据中心, 国元证券研究中心

2019 年中国 MCN 市场规模达到 168 亿元, 中大型 MCN 机构占比不断提升。2015 年起步初期的中国 MCN 市场规模仅为 8 亿元, 2016 年快速发展, 同比增速高达

300%，此后每年都保持 40-50 亿的绝对数增长。2018 年后行业增速放缓至 50% 左右，逐渐进入整合期，一些小型机构开始被淘汰，中大型机构不断拓展组织规模以寻求规模效应。对比 2016 与 2019 年，50 人以下的 MCN 机构占比由 42% 降至 18%，300 人以上的 MCN 占比由 11% 提升至 31%。

图 43：2015-2020E 中国 MCN 市场规模及增速

图 44：2016-2019 中国 MCN 组织规模变化



资料来源：艾媒数据中心，国元证券研究中心

资料来源：艾媒数据中心，国元证券研究中心

MCN 业务以内容生产和运营为内核，以此为基础衍生出多种业态形式，主要包括七大类：内容生产业态、运营业态、营销业态、电商业态、经纪业态、社群/知识付费业态、IP 授权、版权业态。其中电商业态在基础业态中融合电商元素促进销售转化，将传统以广告变现、IP 变现为模式拓展至电商销售变现，一定程度上拓宽了单一 KOL 商业变现的天花板，逐步成为更受 MCN 青睐的变现方式。

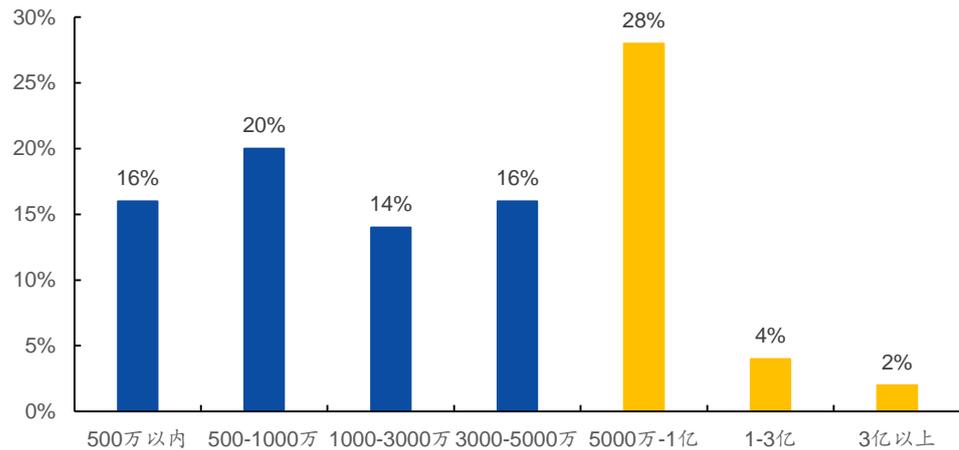
表9：主要的七大类 MCN 业态及其代表机构

业态	代表 MCN	亮点特色
内容生产业态	二更	从短视频到长内容，建立综合性内容集团
	新片场	国内专业的短视频内容品牌矩阵
运营业态	大禹	强运营基因带动内容、滚雪球式 IP 孵化系统
	末那传媒	人物形象 IP+内容 IP 的双 IP 运营制，出版、电视节目辅以真人 IP 塑造，合作品牌众多
营销业态	蜂群文化	批量账号形成巨大的流量池，高效触达消费群体
电商业态	美 One	主打“口红一哥”李佳琦，其试色直播让消费者欲罢不能
	微念科技	头部红人李子柒，从内容流量积累到电商变现
经纪业态	谦寻	主打红人“淘宝直播一姐”薇娅，创业基因中自带着女装供应链体系
	Papitube	强娱乐基因，从经纪业态到多业态组合
社群/知识付费业态	星匠联盟	利用资源优势驱动商业化进程
	灵魂有香气的女子	全方位商业模式对自媒体全面升级，创新社群运营机制，深度挖掘社群价值
	日日煮	沉淀粉丝，实现品牌 IP 落地和变现
IP 授权、版权业态	米未传媒	致力于互联网内容的生产、开发及衍生，打造年轻人热爱的生活方式品牌
	十二栋文化	以卡通形象 IP 驱动，系统性布局 ACG 全产业链
	幕星社	围绕动漫业务，多元变现

资料来源：克劳锐，国元证券研究中心

竞争格局方面，行业处于百家争鸣的状态，头部 MCN 机构的规模多在亿元级别，头部机构探寻多样化变现渠道以拓宽业务规模。根据克劳锐对 315 家 MCN 机构的调研结果，2018 年营收规模超 5000 万的机构超 3 成，但营收规模大于 3 亿的机构占比仅约 2%，头部机构如涵 2019 财年收入也仅为 10.93 亿元，并未出现明显的行业龙头。当前多数 MCN 的变现模式仍相对单一，头部机构在巩固自身优势的基础上，也在不断地探索适合自身运营模式的多样化变现渠道。

图 45：2018 年 MCN 营收规模现状



资料来源：克劳锐 2018 年中国 MCN 生存现状调查，国元证券研究中心（样本总数:315；数据周期：2018.10-2019.01）

营收过亿的 MCN 大都建立了各自的 KOL 矩阵，由于头部 KOL 打造具有偶然性，腰尾部 KOL 的孵化成为各大 MCN 扩大业务规模的核心。营收亿元以上的 MCN 全网 KOL 账号总数通常过百，但头部 KOL 通常仅为个位数，主要原因在于，“人”具有典型的非标准化属性，头部网红的孵化除公司运营外，需要独特的个人气质与时间机遇，几乎不具有可复制性，因此各大机构将重心集中于孵化腰尾部网红。以上市公司如涵为例，其网红孵化策略为：选择基础粉丝 2000-3000 的素人进行筛选，正式签约后在 6-8 个月的时间内投入资源为 KOL 打造人设、制作内容、投放平台，促使其迅速成长为拥有 30-50 万粉丝的腰部红人，随后通过广告、电商等方式进行商业变现，这一策略下的腰部红人孵化成功率较高，可帮助公司持续拓展业务规模。

表 10：主要的营收亿元级别 MCN 机构

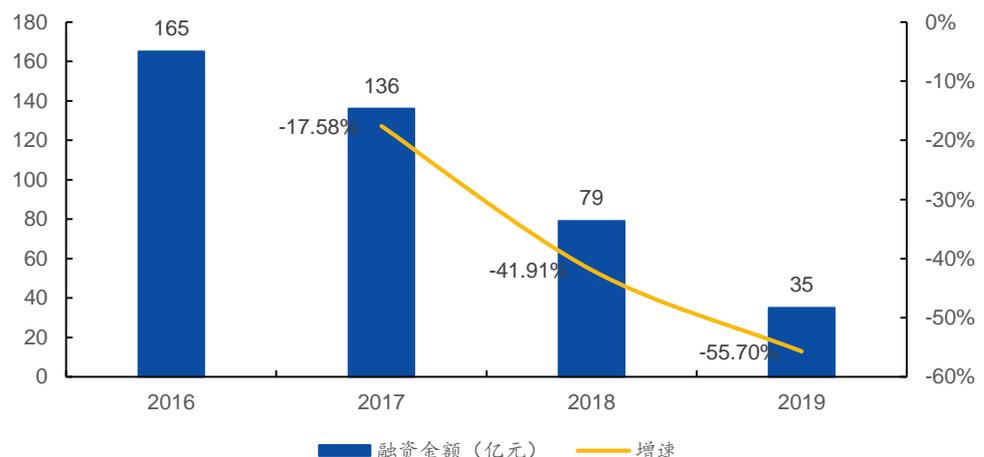
名称	核心内容/业务	主要依托平台	KOL 数据	成功孵化 KOL 案例
青藤文化	时尚、美妆、母婴	微博、B 站、抖音、小红书	全网账号约 155 个，总粉丝约 8148.4w	代表红人：鹿小草参加《创造 101》，取得第 32 名成绩；母婴博主@董完了原创视频浏览量突破 5000 万，单条视频平均浏览量达 200 万。
蜂群文化	搞笑、测评、原创视频、电商	微博、B 站、抖音、微信	全网账号约 481 个，总粉丝约 92816.4w	代表红人“铁馆教练”、“酷酷的滕”、“中华小鸣仔”等在微博公布的最新一期视频原创机构和 MCN 机构排行榜跻身各细分的搞笑、游戏、舞蹈、美食类榜单前列。
达人说	时尚、美妆	微博、B 站、抖音、快手、美拍	全网账号约 123 个，总粉丝约 8866.0w	代表红人张凯毅，2018 年 4 月开业第一家美妆买手店，上线首日营业额突破 700 万，三天销售额突破 1000 万，13 万订单全部来源于粉丝。
如涵	美妆、护肤、服装、穿搭	微博、B 站、微信、小红书	全网账号约 222 个，总粉丝约 19976.6 w	代表红人张大奕，如涵控股 CMO，2019 年双 11，张大奕淘宝店 1 小时 48 分 GMV 破 2 亿，个人品牌成交额高达 3.4 亿。

古麦嘉禾	剧情、小姐姐、美妆、搞笑	微博、抖音、快手	全网账号约 213 个，总粉丝约 27736.1 w	代表红人“山村小杰”、“喵小兔漫画”、“初心行动”等均在抖音有 1 千多万粉丝，获赞数均过亿。
飞博共创	生活、娱乐、种草、情感	微博、抖音、微信	全网账号约 118 个，总粉丝约 27435.0w	代表红人@冷笑话精选、@看书有道、@仙女酵母、@他只是个孩子啊 @资深观众韩梅梅等获“2018 年度秒拍最具人气红人”、“微博 2018 美食红人”、“微博 2018 年中十大影响力美食大 V”称号。
无忧传媒	颜值、搞笑、剧情	抖音	全网账号约 212 个，总粉丝约 45193.0w	代表红人：王思忆“微博一直播年度红人冠军”，卢伟“微博一直播年度巅峰亚军”，边振源“2018 一直播年度男神亚军”，大凡、刘花花、Amazing 甜甜、小 99、子宜“抖音年度十大巅峰主播”。
门牙视频	生活、美妆、时尚	抖音、快手、小红书	全网账号约 119 个，总粉丝约 22910.3w	代表红人吃不胖娘，抖音粉丝 1000 多万，获赞数 1.3 亿，被网友称为“最美厨娘”。
美 ONE	美妆、护肤、时尚	淘宝、微博、抖音、小红书	全网账号约 4 个，总粉丝约 6519.4w	代表红人李佳琦，全网粉丝 5000 多万，2019 年双 11 单人销售额突破 10 亿，入选 2019 福布斯中国 30 岁以下精英榜。
洋葱集团	生活、情感、美妆、种草	微博、抖音	全网账号约 37 个，总粉丝约 14599.9w	代表红人办公室小野，获得过“2018 年 YouTube 金色百万粉丝奖”，作为唯一受邀华人出席世界网红大会 VidCon。

资料来源：36 氪，公司官网，国元证券研究中心

当前 MCN 机构具有明显天花板，未来标准化运作能力、价值链打造能力有望成为行业的核心竞争力。 MCN 机构“天花板”的局限性主要在于：1) 同业竞争激烈使得“头部红人出走”现象频繁，单一机构难以运营多个头部 KOL；2) KOL 的非标属性叠加迅速变化的互联网环节使得 KOL 孵化的可复制性较低；3) 优质内容产出需要投入匹配的人与资源，人效比提升具有瓶颈。因此行业在经历了 2015、16 年爆发期后，资本融资趋于理性，行业融资规模出现明显下滑，2019 年行业融资金额仅为 35 亿元。我们认为，在多年运营下，头部 MCN 机构在标准化运营、流量分发渠道、内部管理体系、内容创作及网红资源等方面都具备一定优势，同时部分机构积极布局上游供应链，可对网红进行反向赋能，未来行业有望出现马太效应。

图 46：2016-2019 中国 MCN 行业融资金额及增速

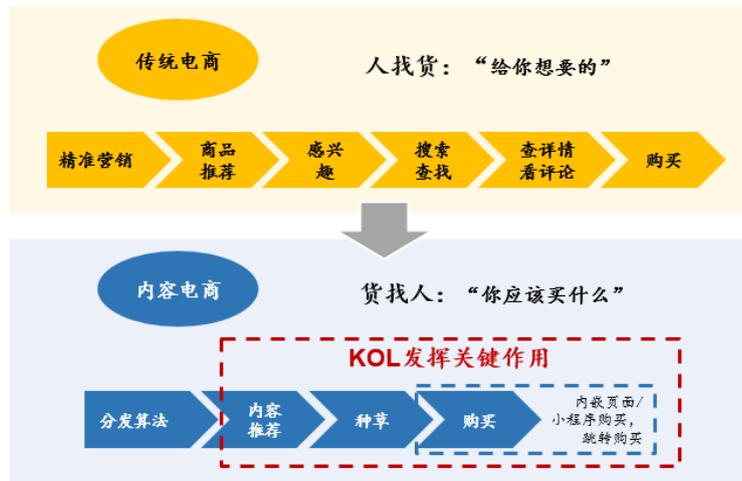


资料来源：艾媒数据中心，国元证券研究中心

2.2.2 KOL：直接影响消费者购买力，在产业链中逐渐掌握话语权

KOL 作为内容的载体/创作者，是直接影响消费者购买力的关键一环，在产业链中逐渐掌握话语权。传统电商向内容电商转型的过程中，由传统的“人找货”发展为“货找人”。内容电商模式下，KOL 与品牌方进行内容共创，通过图文/视频/直播等形式，将产品种草给其背后特定的粉丝群体。每个 KOL 的人设、风格决定了其背后有一定共性的粉丝群体，基于 KOL 与粉丝的情感连接，成员对营销信息有着更高的信赖度，因此合适的 KOL 可以使货品精准触达目标客群，提升营销的转化率。KOL 对自身定位和流量受众越明确，与用户情感联结就越强烈，选品/内容共创就能越契合，营销转化效率就越高。

图 47：传统电商与内容电商销售模式



资料来源：Questmobile，国元证券研究中心

超过半数用户购物前参考 KOL 种草贴，品牌广告主加速入局 KOL 营销。2019 年上半年微播易平台的调研数据显示，52%的用户会在购物前参考 KOL 种草帖，约 1/3 用户看到 KOL 帖子后会发生消费。随着 KOL 产业的成熟，2019 年广告主加大对 KOL 的投放力度，自 2019Q1 起，广告主投放短视频 KOL 的意向订单数呈现爆发式增长。

图 48：KOL 直接影响消费者购买行为，品牌主加速入局 KOL 营销



资料来源：微易播，中国传媒大学，国元证券研究中心

平台 KOL 多成金字塔式分布，头部 KOL 数量有限，腰尾部 KOL 占比高。根据卡思数据，美妆标签下，抖音平台头部 KOL (500 万+粉丝) 数量占比 1.21%，尾部 KOL (10-100 万粉丝) 占比高达 71.43%；快手平台头部 KOL (500 万+粉丝) 占比 2.10%，尾部 KOL (10-100 万粉丝) 占比 65.49%。B 站格局较为分散，粉丝量超过 50 万的头部美妆 UP 主占比 8.89%，拥有 10-30 万粉丝的腰部美妆 UP 主占比最高，达 53.33%。淘宝直播平台上，粉丝数超过 2000 万的 KOL 约 5 个，占比 0.9%，而 150 万粉丝以下的 KOL 占比高达 73.8%。

图 49：按粉丝数量划分的美妆 KOL 层级

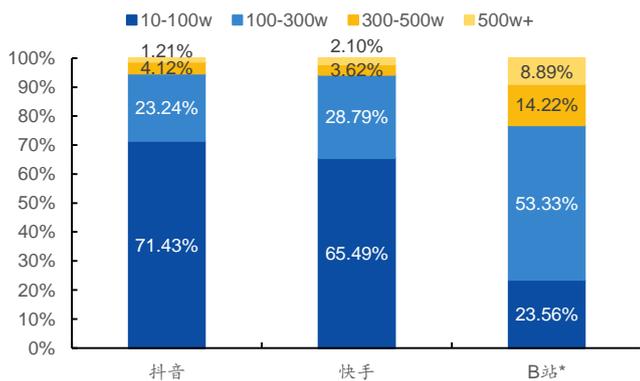
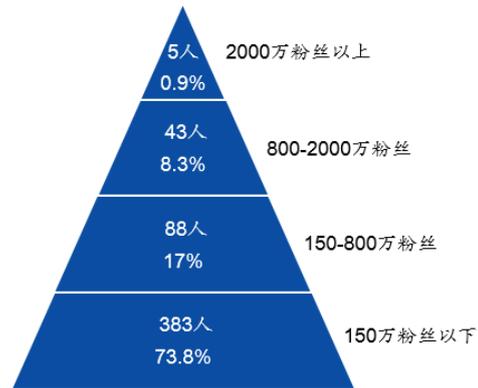


图 50：淘宝主播粉丝金字塔



资料来源：卡思数据，国元证券研究中心；B 站各层级粉丝数量为 1-10w, 10-30w, 30-50w, 50w+

资料来源：知瓜数据，增长黑盒，国元证券研究中心

KOL 带货能力二八分化严重，平台与 MCN 机构均倚重头部 KOL 的影响力。以淘宝直播平台为例，2019 年双十一期间头部主播李佳琦、薇娅两人引导成交额合计约 40 亿元，约占当期淘宝直播成交额的 20%。从热度上看，2020 年 2 月李佳琦、薇娅的粉丝数与平台热度均遥遥领先，约是排名第三的个人主播的 5-6 倍，头部效应显著。这一现象同样体现在 MCN 机构上，头部 MCN 如涵 2019 财年公司顶级 KOL (12 个月带货 GMV 超 1 亿) 仅有 3 人，但这 3 人创造了公司 53.50% 的带货成交额，而腰尾部新兴 KOL 共 117 人，合计带货成交额占比 32.30%。头部 KOL 对平台与 MCN 的发展起着至关重要的作用。

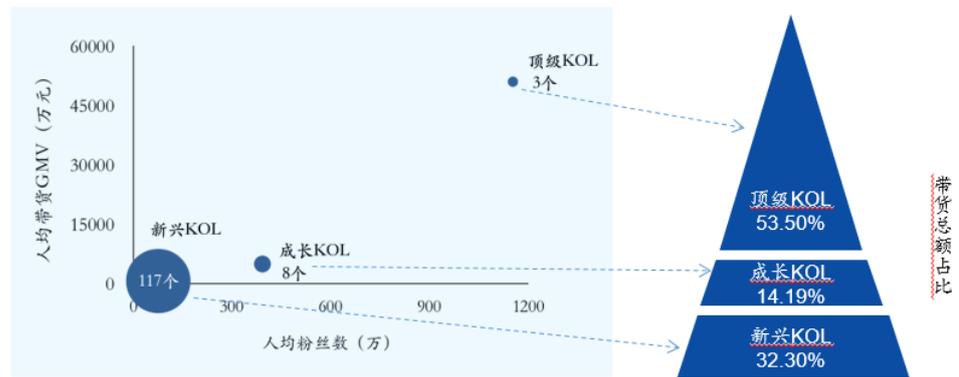
表 11：2020 年 2 月淘宝直播主播热度排名

排名	主播	粉丝数 (万)	PV (万)	UV (万)	热度指数	直播场次	频道
1	李佳琦 Austin	1,816.72	8,281.60	1,953.24	2,990,997	6	美妆
2	薇娅 viya	1,494.42	12,235.61	2,126.01	1,813,672	14	穿搭
3	点题成金	133.83	1,941.87	1,594.70	1,448,670	15	穿搭
4	火星造物局	23.21	269.87	194.39	1,289,394	2	美食
5	烈儿宝贝	355.75	2,220.08	732.75	495,931	16	穿搭
6	祖艾妈	187.50	343.25	195.96	404,960	6	穿搭
7	陈洁 kiki	274.74	1,322.44	417.24	394,430	14	穿搭
8	未来生活家	3.42	267.68	34.20	275,128	1	美食
9	大晶 ada	52.77	1,133.62	966.91	273,280	22	穿搭
10	林依轮	52.17	42.81	22.77	258,678	1	家居

11	小翔小 BABY	57.43	1,617.12	1,310.97	237,689	38	美妆
12	天猫超市	2,361.42	241.97	184.03	215,076	8	美食
13	搭配师周末	14.68	389.77	346.80	199,189	16	买全球
14	Cc 芒果酱	24.94	1,001.83	848.55	196,779	23	穿搭
15	阿里健康说	7.99	323.24	239.77	194,159	36	乐活

资料来源：直播眼，国元证券研究中心；数据统计时间跨度为 2020 年 1 月 16 日至 2 月 16 日

图 51：2019 财年如涵控股旗下 KOL 带货能力

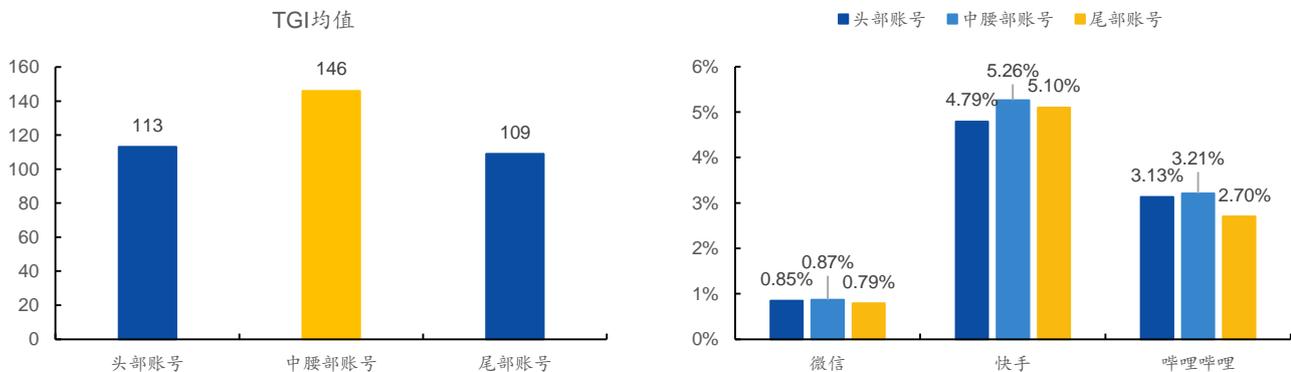


注：顶级KOL指过去12个月带货GMV超过1亿元，成长KOL指过去12个月带货GMV在3000万-1亿元，新兴KOL指过去12个月带货GMV小于3000万元

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

部分中腰部垂直类 KOL 具有深度圈层影响力，在口碑种草与电商带货领域有较强潜力。头部 KOL 的因其突出的粉丝规模与强大号召力，在重大节日和重要活动上影响优势十分明显，但部分中腰部 KOL 在垂直品类的圈层影响力可媲美头部。根据微播易的数据，中腰部 KOL 在垂直领域内容针对性更强，在微信、快手、B 站等平台的粉丝互动率也高于头部个尾部账号，可与粉丝产生深度交流，其影响力不容小觑。

图 52：各类型账号受众对该垂直领域兴趣 TGI 均值 图 53：各平台账号内容互动率情况 (Target Group Index-目标群体指数)



资料来源：微博易大数据监测，国元证券研究中心（2019.1-2019.8）

资料来源：微博易大数据监测，国元证券研究中心（2019.1-2019.8）

KOL 主要通过广告、电商销售变现，与 MCN 机构分成比例通常在 30-70% 区间。 MCN 根据 KOL 粉丝数、影响力定期制定刊例价：广告方面，KOL 在各平台发布图文消息、视频、植入等均对应不同价格，顶级 KOL 单条微博刊例价可达 50 万左右；直播销售方面，通常根据品类、品牌不同设定链接费+佣金比例，佣金抽成通常在 5-50% 之间，因品类毛利差异，美妆类通常抽成较高，零食类相对低，头部主播对多数产品的抽成比例在 20-30% 之间。广告/佣金收入扣除平台抽成后即为 MCN+KOL 所得收入，此后根据双方签订协议进行收入分成，MCN 与 KOL 的分成比例通常在 30-70% 之间，其中头部红人获得的分成比例通常为 50-70%，MCN 公司内部孵化的红人分成比例通常在 30-50%。

表12：如涵控股 2019 年 12 月微博平台刊例价

KOL	粉丝数 (万)	标签	供稿直发	转发	原创九宫格 图文	定制视频 (4-6min)
张大奕 eve	1156	如涵控股 CMO/微博最佳时尚红人/国内首位 迪士尼 IP 合作者	480000	/	600,000	650,000
虫虫 Chonny	452	美妆、护肤、养猫、情侣 cp、澳洲留学海归	110400	96600	138,000	210,000
杨霞-Sunny	439	美妆、护肤、情侣 cp、辣妈、2 个孩子 (2 岁 男孩和 5 岁女孩)	92000	80500	115,000	170,000
delicious 大金	416	服装、美妆、护肤、女版王源、刘昊然亲手戴 发箍	120000	105000	150,000	200,000
满满 Cyim	383	美妆、护肤、服装、养猫、cp	64000	56000	80,000	135000
温婉 Wenwan_	360	停车场女孩、2018 年现象级红人、18 岁、美 妆、护肤、服装、搞笑	80000	70000	100,000	150,000
彭特务	308	美妆、护肤、仿妆、成都话	68000	59500	85,000	150000
宝剑嫂	217	美妆、护肤、精分、幽默、湖南话	140800	123200	176,000	300000
魏妮妮 Yanni	325	模特、服装、美妆、护肤、养狗、cp、已婚	64000	56000	80,000	140,000
刘梓萌吗	239	欧美妆、个性、美妆、服装	17600	15400	22,000	35,000

资料来源：如涵控股，国元证券研究中心

总结：内容电商化和电商内容化大势所趋，高转化率的直播电商作为突出代表，2020 年将继续爆发，预计超过翻倍增长。同时去中心化电商崛起，私域流量越来越受到品牌方和商家的重视，我们看好微信生态下的私域电商的发展。内容电商在切割传统货架电商份额的过程中，KOL/MCN 在产业链中话语权加大，将持续受益于本轮内容电商的发展。

3、新消费、新品牌

在渠道和营销端的变化下，品牌侧也发生了快速的变化，一批新锐消费品牌快速成长，并在 2019 年迎来了全面的爆发，颠覆传统。典型品牌包括，美妆的完美日记、花西子；食品饮料的三顿半、自嗨锅等；2019 双十一 6 个新锐品牌迈入亿元俱乐部，13 个新锐品牌拿下行业 TOP5，11 个新锐品牌登顶。而这种消费品巨变，我们认为从底层逻辑上主要来自新供给、新人群、新渠道、新营销的共同催生。

图 54：2019 天猫双十一销售额过亿的品牌

图 55：2019 天猫双十一 13 个新锐品牌进入行业前 5 名



13 个新锐品牌拿下行业 TOP5

- 完美日记 登顶彩妆品类 TOP 1
- 三顿半 登顶咖啡品类 TOP 1
- 王饱饱 登顶麦片品类 TOP 1
- SHARK 登顶蒸汽拖把品类 TOP 1
- Bissell 登顶洗地机品类 TOP 1
- Nespresso 登顶咖啡机品类 TOP 1
- 徕芬 登顶足浴器品类 TOP 1
- ZHIYUN 登顶手持稳定器品类 TOP 1
- 喵喵机 登顶错题打印机品类 TOP 1
- 阿尔法蛋 登顶智能机器人品类 TOP 1
- 佳贝艾特 登顶羊奶粉品类 TOP 1
- 西屋 位列高端按摩椅品类 TOP 3
- 素士 位列电吹风品类 TOP 5

资料来源：天猫，国元证券研究中心

资料来源：天猫，国元证券研究中心

表 13：代表性新消费品品牌及其特征

品类	品牌	成立时间	主营业务	过往业绩	最新估值
美妆	完美日记	2017	创新时尚彩妆	2018 年天猫 GMV 约 6.5 亿、2019 年收入超 30 亿+	20 亿美元
	花西子	2017	“东方彩妆，以花养妆”为理念的彩妆	2019 年 GMV 约 12.87 亿	暂无
	元氧森林	2016	主打健康的创新饮品	2019 年约 10 亿	40 亿人民币
食品饮料	自嗨锅	2017	有颜、有料、有趣、有味的自热锅系列	2018 年 1 亿，2019 年 5 亿+	暂无
	拉面说	2016	健康、高端方便食品	2019 年 2.5 亿收入	暂无
	三顿半	2015	精品速冲咖啡	2018 年 4000 万，2019 年 1.5 亿	1.2 亿美元
小家电	摩飞	2013 年进中国	时尚创意型厨房电器	2019 双十一全平台成交额 8000 万+	暂无

资料来源：鲸准、36 氪，Wind，国元证券研究中心

3.1 供给端：上游供应链成熟，OEM、ODM 模式为新消费品牌提供制造支持

新消费品牌主要集中在食品饮料、美妆个护、小家电等品类，成熟的供应链为新品牌提供了制造支持。我们总结发现，新消费品牌多选择标品、高频、低单价、高毛利、低制造门槛的品类进行切入。其一，高频、低单价的产品试错成本较低；其二，高毛利产品如美妆、咖啡、精品雪糕、创意家电等，可以支撑较高的营销投放；其三，标品、低制造门槛的品类多拥有成熟的供应链，新品牌无需自建工厂进行大量固定资产

投入，可依靠 OEM、ODM 模式迅速扩张。

表14：主要新消费品类的频次、单价、毛利率、生产方式特征

品类	代表品牌	消费频次	核心产品单价	毛利率	生产方式
食品饮料	元气森林	日频	饮料类 5-10 元 餐食类 10-20 元	一般食品饮料品类 30-40%； 高阶咖啡类 60-70%	新消费品牌 以代工为主
	自嗨锅				
	三顿半				
	拉面说				
化妆品	完美日记 花西子	月频	30-200 元	60-70%	新消费品牌 以代工为主
小家电	摩飞	季频/年频	180-1000 元	30-40%	代工厂自产

资料来源：天猫品牌旗舰店，Wind，国元证券研究中心

我国在食品、美妆、小家电、服装等品类拥有成熟的制造体系，代工生产助力品牌轻资产扩张。过去几十年间，中国作为“世界工厂”，承接了多个行业头部企业的生产制造环节。目前，我国在食品、美妆、小家电等消费品领域均形成了成熟的代工体系，可以高效、灵活的为品牌方进行 OEM、ODM 生产。知名代工生产企业包括美妆行业的莹特丽、科丝美诗、诺斯贝尔等；小家电行业的新宝电器、宋腾实业、友嘉电器等；服装行业的申洲国际、联泰、联业等。初创品牌只要有想法、会营销、懂运营，就可以依靠代工，以轻资产的模式迅速扩张。

表15：化妆品类、家电类、服装类代表性代工厂及其行业地位

行业	中国代工厂	行业地位/企业规模	合作品牌
化妆品类	莹特丽中国	2017 年中国收入约 10 亿；截至 2016 年，成品总产能已达 1.78 亿件。	欧莱雅，雅诗兰黛，宝洁，科蒂，资生堂，雅芳，露华浓，花王，香奈儿等
	科丝美诗中国	2018 年中国业务收入 28.4 亿元；2015 年销售额在全世界化妆品 OEM/ODM 行业中居首位	欧莱雅、宝洁、联合利华、兰蔻、雅诗兰黛、资生堂、百雀羚、自然堂、卡姿兰等
	诺斯贝尔	2018 年销售额超过 19 亿元。发展至今，化妆品 ODM 规模在全球排名第四，中国第一。	屈臣氏、韩后、上海家化、佰草集、美肤宝、膜法世家、珀莱雅、御泥坊等
家电类	新宝电器	2019 年总营收为 91.24 亿元人民币；过去十年，多个类目的产品出口量位居全国首位。	飞利浦、松下、摩飞、歌岚、百胜图、莱卡等
	松腾实业	为众多国际家电品牌大牌做代工 30 余年，拥有超过 70 项国际专利。	霍尼韦尔、惠而浦、必胜、飞利浦、Severin
	友嘉电器	目前配套二大智能制造基地，两大研发设计中心和一个销售总部。	全智科技、小米等
服装类	申洲国际	2018 年总营收 209.68 亿元；连续几年名列中国针织服装出口企业出口规模排名第一位。	NIKE、ADIDAS、PUMA、ANTA、UNIQLO 等
	联泰	2018 年总营收为 8.51 亿美元，其中成衣/纺织品收入占比 62.39%。	Adidas、Coach、Dillard's、Fast Retailing、Limited Brands、Polo Ralph Lauren 等
	联业	年营业额超 6 亿美元，年产各类成衣超 5000 万件。	DKNY、J Crew、NAUTICA、Givenchy、Burberry 等
	溢达	全球最大的纺织制衣跨国集团之一，也是目前全球最大的全棉衬衫制造及出口商。	Hugo Boss、Polo Ralph Lauren、Nike、Lacoste、Tommy Hilfiger

资料来源：品牌官网，亿欧，搜狐，国元证券研究中心

细分化、高效化、数字化是我国消费品供应链的三大优势，新消费品牌依托以上优势，可在短时间内推出大量有品质保证的SKU，迅速占领市场。例如，美妆品牌完美日记从2017年到2020年一共备案了近千个SKU，其中大多数都为代工厂生产。完美日记总计合作数十个代工厂，主力代工厂包含韩国第一大代工厂科丝美诗、欧洲第一大代工厂莹特丽、中国知名彩妆代工厂上海臻臣等，这些工厂的客户不乏国际大牌迪奥、欧莱雅、雅诗兰黛等，其生产工艺、产品质量均有保障。高性价比的产品，叠加新品牌擅长的营销与流量运营，辅以电商渠道销售，使得完美日记在3年内销售额突破30亿元，最新估值达到20亿美元（2020年4月）。

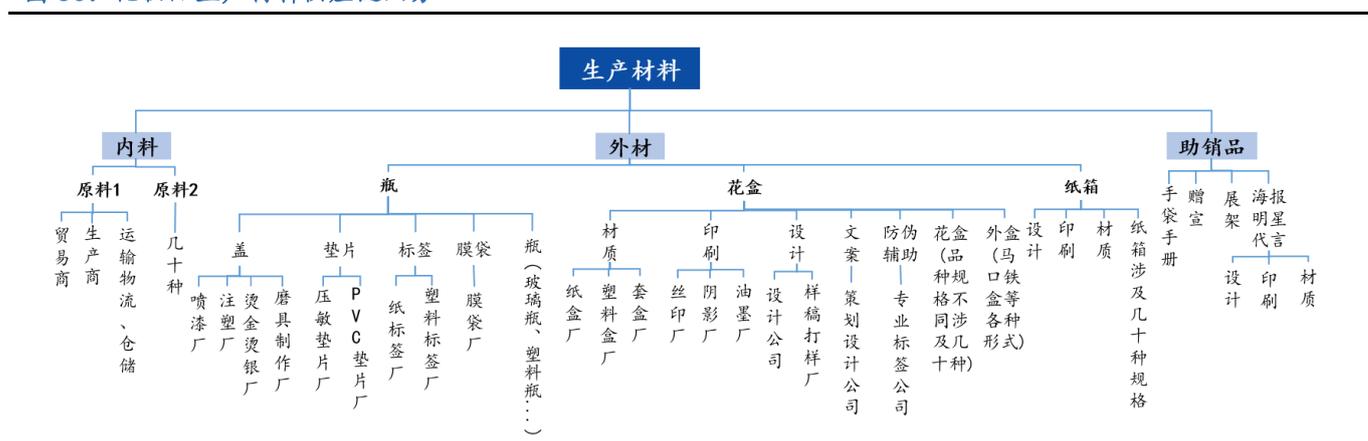
表16：完美日记主要合作代工厂及其客户情况

代工厂	主要代工产品线	代工厂其他客户
科丝美诗 (韩国第一大美妆代工厂)	眼影盘、BB霜等	雅诗兰黛、兰蔻、资生堂、植村秀、YSL、迪奥、MAC等
莹特丽 (欧洲第一大美妆代工厂)	口红等	迪奥、阿玛尼、香奈儿、海蓝之谜、自然堂、玛丽黛佳等
上海臻臣	唇膏、粉底液、眼影等	宝洁、玉兰油、欧莱雅、雅诗兰黛等

资料来源：36氪、虎嗅、增长黑盒，国元证券研究中心

细分化：消费品上游供应链划分精细、环环相扣，共同组成低成本、高效率的供应链网络。以化妆品生产为例，原料商、包材商、代工厂、印刷厂等共同组成化妆品供应链，其中原料商又可细分为油脂类、香精类、表面活性剂、粉体类等；包材厂商也可细分为瓶身、瓶盖、泵头、滴管、喷头、垫片等；生产过程中还会涉及设计、印刷、辐照杀菌等处理过程，每一细分环节都有各自擅长的工厂。通过社会专业化分工，一方面可将产业链成本压到更低（专业化厂商具有规模效应，成本更低），另一方面，也有助于实现短周期、小批量的柔性供应。

图56：化妆品生产材料供应链细分



资料来源：聚美丽，国元证券研究中心

高效化：成熟供应链为品牌带来的高效化运作主要体现在两方面：1) 品牌节省了自建工厂、采购设备等前期筹备时间；2) 在行业趋势发生变化时，企业可灵活选择合作代工厂，缩短产品开发周期，迅速跟进潮流推出新品。新兴消费品牌对高效的供应链需求依赖大，对休闲零食企业而言，单一细分产品具有明显的爆发期与天花板，品牌必须不断推出新的SKU来维持消费者热度，保持品牌的扩张趋势；对彩妆品牌而

言，一种颜色和妆容的流行具有明显的周期性与时效性，“款多量少、定制化、轻库存”成为品牌适应市场需求的诀窍。

以知名零食品牌三只松鼠为例，品牌通过供应商合作，在产品开发时仅需在研发、工艺、配方、品控等形成标准，其余环节均由供应链去执行。时效方面，三只松鼠内部从商品洞察（选品会）到上新只要 40 天，其中包括新品试验、包装、筛选生产厂家、淘宝网页制作、推广促销玩法、第一波用户数据回流等流程。高效的供应链同样应用于彩妆行业，过往国际彩妆品牌的新品筹备通常需要花费半年到一年的时间，而现在新兴彩妆品牌的产品开发周期基本可做到 3 个月以内。以完美日记在 2020 年 2 月底新推出的小狗盘眼影为例，这一产品与李佳琦宠物 Never 的合作在 2019 年 12 月末敲定，在 2020 年 2 月末上线，整个流程仅用时约 2 个月。

图 57：三只松鼠新品开发周期

图 58：完美日记新品开发周期

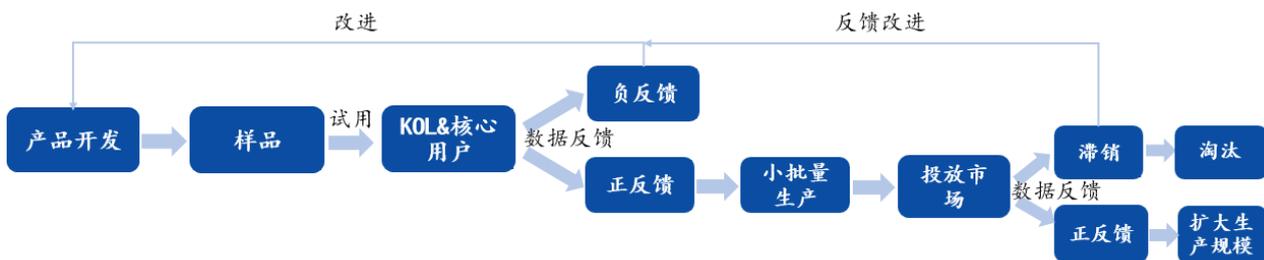


资料来源：国元证券研究中心

资料来源：李佳琦直播间，天猫，国元证券研究中心

数字化：线上销售使得需求数据可追踪，数字化进程倒逼供应链质量提升，推动柔性供应链发展。过往消费品采用线下经销模式，生产和销售端的反馈相对较慢，品牌方与零售端容易因终端动销不畅而产生大量库存积压。如今，线上数据可视化使品牌方可及时将用户评价和检测数据反馈给上游供应商，促进供应链改善。同时，品牌方在产量和库存上也更加柔性，在新品推出时，品牌方通常会先邀请 KOL 和核心用户体验测试，随后根据测试反馈先进行小批量生产、投放市场，此后利用数据模型分析销售情况，确定生产，合理控制库存。

图 59：数字化柔性供应链生产流程



资料来源：国元证券研究中心

3.2 需求端：Z 世代人群逐渐成为消费主力，悦己型消费观念不断深化

Z 世代逐步成长为中国新消费主导力量。中国的 Z 世代，也称互联网世代，从时间角度定义为生于 1995-2009 年的人群（95 后、00 后）。Z 世代成长于中国经济高速成长的时期，1995-2010 年我国的居民消费水平从 2317 元/年加速增长 10550 元/年。与此同时，95 后生于“计划生育”实施时期，多为独生子女，受到的家庭关注与物质投入也更多。根据国家统计局人口与出生率数据测算，我国 Z 世代人群总人数约 2.6 亿，约占 2019 年全国总人口的 18.75%，根据凯度的调研数据，Z 世代每月的人均可支配收入高达 3501 元，显著高于 2018 年全国人均可支配收入 2352 元。当前时点，Z 世代开始步入职场，进入事业上升期，正逐步成长为未来 5 至 10 年中国新消费的主导力量，凯度预测到 2020 年 Z 世代占整体消费力的比例可达到约 40%。

图 60：中国居民消费水平（元/人）

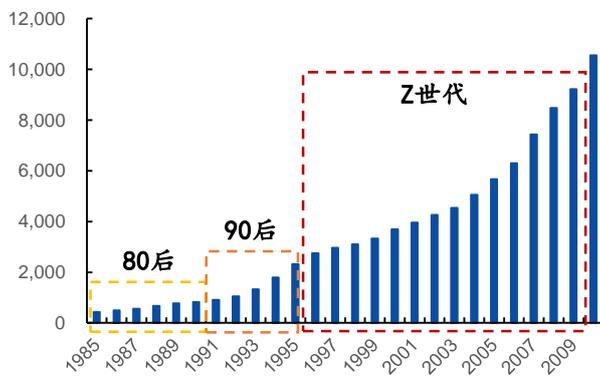
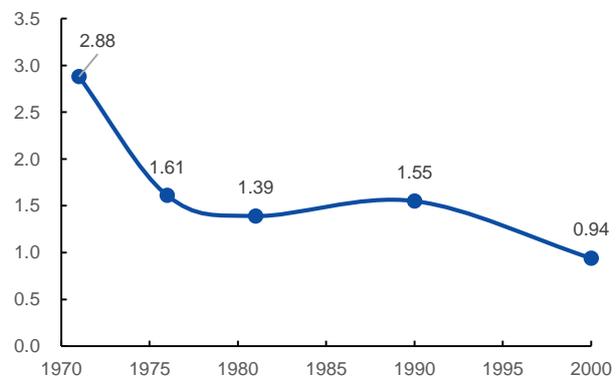


图 61：中国城市妇女生育子女个数变迁

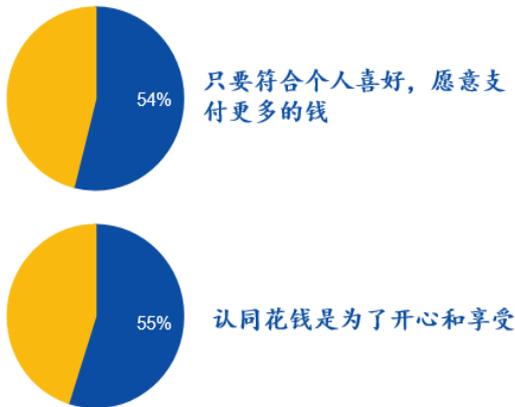


资料来源：国家统计局，国元证券研究中心（*居民消费水平=报告期国内生产总值中的居民消费总额 / 报告期年平均人口）

资料来源：国家统计局，凯度，国元证券研究中心

Z 世代消费者崇尚“悦己型消费”，对符合自身兴趣爱好的产品愿意支付高溢价。Z 世代从小受到较全面的素质教育，同时是互联网时代的“原住民”，不断拥抱新生事物，因此塑造出了他们勇于尝新、追求个性、注重自我满足的消费观念，他们对于自身兴趣、颜值相关的品类展现出强劲的消费意愿，即“悦己型”消费行为。根据凯度对 2000 多名 Z 世代用户的调研，54%的人愿意支付更多的钱为自己的喜好买单，55%的人认同花钱是为了开心和享受。具体品类上，兴趣型品类如盲盒（201807-201906 同比+609%）、IP 模玩（201807-201906 同比+30%左右）等产品均受到了年轻群体的追捧，近几年实现高增长；颜值相关品类如护肤、彩妆用品、限量版服饰、鞋类等产品的消费额在近几年也保持着较高增长。Z 世代强劲的消费力，与逐渐增长的悦己型需求为新消费品牌的崛起提供了充足的土壤。

图 62: Z 世代消费者的消费观念



资料来源：凯度，QQ 广告，国元证券研究中心

图 63: 悦己型品类线上销售增速



资料来源：淘宝天猫，CBNData，用户说，国元证券研究中心（注：盲盒与 IP 模玩增速为 CBNData 抓取的 201807-201906 期间同比增速，美容护肤与彩妆增速为用户说抓取的淘宝天猫平台 2019 年品类销售增速）

新消费品牌多定位年轻人群消费升级需求，符合 Z 时代悦己型消费的理念。例如，完美日记与花西子所处的美妆行业本身就具有悦己与消费升级属性；拉面说定位有优质速食需求的白领人群与单身人群，具有“精致速食料理”的消费升级概念；三顿半定位有品质咖啡需求的都市白领，打造可媲美现磨咖啡的“精品速溶”咖啡。精准的人群定位与产品概念打造，为新消费品牌的快速发展奠定了基础。同时，新消费品牌注重产品外观设计，以高颜值、醒目的包装吸引消费者。例如，元气森林主打的“元气水”与“燃茶”均采用日系包装风格，将“气”与“燃”的关键字标注在瓶身最醒目的位置，同时附有“零糖、零脂、零卡”的标注，强化健康饮品这一定位，容易让人产生以五元左右的低成本尝鲜的念头。此外，三顿半的小咖啡杯的设计、花西子的东方美学雕花口红、钟薛高的中式瓦片形状雪糕，均以颇具特色的产品设计达到了“包装即广告”的效果。

图 64: 新消费品牌代表及其目标人群

品牌	目标人群
完美日记	90 后、95 后喜爱时尚潮流的年轻女生
花西子	注重品质、认可东方文化的年轻女性
三顿半	有喝咖啡习惯的城市白领（过往可能是星巴克用户）
元气森林	崇尚健康、但热爱碳酸饮料、茶饮料的人群
自嗨锅	有“一人食”需求的 Z 世代人群
拉面说	有“一人食”需求、追求品质速食的人群
摩飞	具有多样化需求、但追求极简生活方式的年轻人

资料来源：品牌官网，36 氪，国元证券研究中心

图 65: 元气森林产品外包装设计



- 1、“燃”与“气”均标注在最醒目的位置，第一眼就吸引消费者；
- 2、包装上含有“零糖、零脂、零卡”的字样，打造健康饮品概念；
- 3、包装为简约日系风格，强化健康饮品这一概念的可信度；

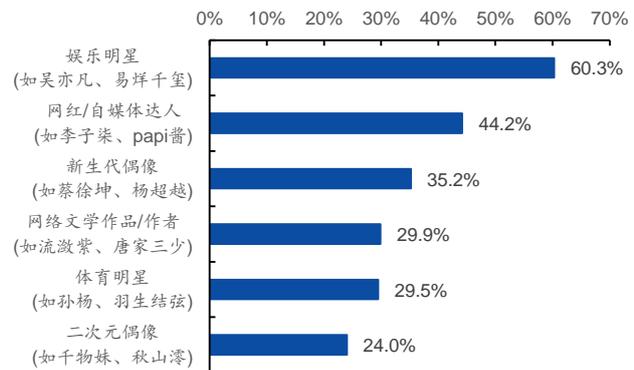
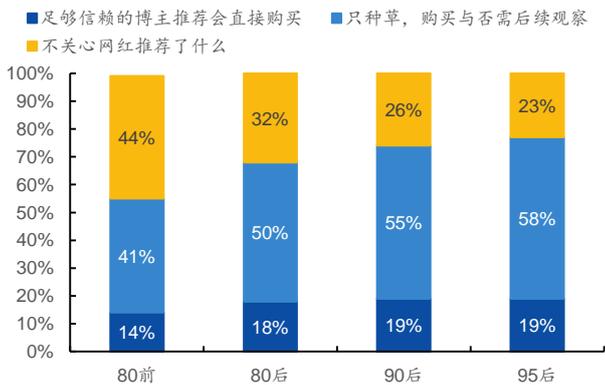
资料来源：品牌官网，国元证券研究中心

同时，Z 世代偏好互动营销，习惯于跟随偶像或 KOL 的推荐购买。Z 世代习惯于互联网社交娱乐，从早期的微博、到图文社区小红书、到短视频平台抖音快手的一步步发展丰富，使得 KOL 种草、拔草已经成为 Z 世代购物的重要参考因素。95 后在社交

平台上多有特定关注的娱乐明星或 KOL，会关注其发布的代言、推荐信息，还会通过评论或直播的方式进行互动，双方具有一定的情感连结与信任感。相比其他年龄用户，95 后对网红博主推荐的物品有更高的接受度，77%的用户均表示会受到 KOL 种草的影响。根据 Questmobile 的研究估算，2018 年 Z 世代因偶像推动的消费规模超过 400 亿。

图 66：不同年龄用户对网红博主推荐物品接受度

图 67：Z 世代偏好的偶像类型占比



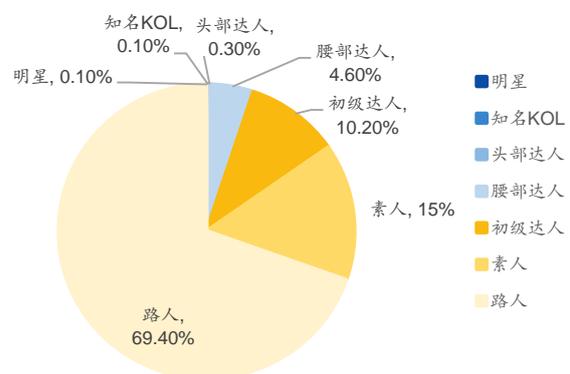
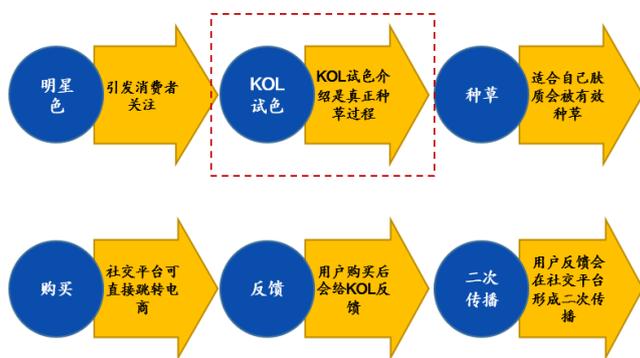
资料来源：微博，易观，国元证券研究中心

资料来源：Questmobile，国元证券研究中心

新消费品牌积极把握消费者心智，擅长通过 KOL 投放触达消费者。 KOL 本质上起到传播+背书的作用，一方面品牌通过与特定 KOL 的合作可触达到其背后具有共性特征的消费群体，另一方面 KOL 与粉丝之间具备信任关系，可为产品背书。新消费品牌玩转社交营销，对于不同 KOL 及其背后粉丝的特质、痛点、及运营方式把握到位。例如，完美日记 2018 年起在小红书上采用“金字塔式”KOL 投放策略：1) 少量明星及头部 KOL 负责打造声势；2) 大量腰部/初级美妆达人负责引导种草；3) 素人通过分享使用心得进行二次传播；4) 路人跟风分享自发传播，营造出产品火爆销售的盛况。利用 KOL 对粉丝的影响力，以及用户被多次种草后易跟风购买的心理特征，品牌成功实现爆款打造。

图 68：美妆产品 KOL 种草全过程

图 69：完美日记小红书投放达人类型占比



资料来源：聚美丽，国元证券研究中心

资料来源：小红书，千瓜数据，国元证券研究中心

3.3 渠道和传播：销售与营销短链化，品牌方与消费者的沟通更加充分

新消费品牌擅长通过内容平台进行消费者触达，营销与销售链路都更短，品牌与消费者的情感沟通也更加充分。食品饮料、美妆、小家电这类高频、高颜值、低单价的消费品在直播、短视频的传播下，容易引起消费者的冲动购买。此外，社媒时代品牌与消费者的双向沟通更加充分，品牌在营销中可以通过价值观的传达，与消费者建立情感连接，促进消费者的复购与自发传播。

销售链条由传统线下经销模式转变为短链的 DTC 模式，消除中间重重加价环节，产品具有更高的性价比。新消费品牌多依托互联网崛起，直营模式使得品牌方直达消费者，销售链条大大缩短，以往线下经销商层层加价的模式被打破。以化妆品行业为例，传统美妆产品的加价倍率大约在 10 倍，中间的利润大多被经销商与零售商赚取；现在以完美日记为代表的部分新消费品牌，主要通过天猫旗舰店等直营渠道销售，消除中间商赚差价，将产品加价率压缩至 2-3 倍，为用户提供高性价比的消费体验。

图 70：DTC 销售链条与传统线下销售链条



资料来源：品牌官网，国元证券研究中心

营销链条上，“种草”到“拔草”可以在短时间内迅速完成，营销成效更具可追踪性，同时品牌方掌握用户数据、积累私域流量，进而更有针对性的进行用户运营与营销投放。在 DTC 的销售模式下，品牌方可直接掌握用户数据，并能有效的将用户沉淀为私域流量，后续可通过有温度的反复触达，提升复购率，进而提升客户的终身价值。此外，品牌方也可利用大数据算法对私域用户进行行为分析，将用户分类，并提取用户特征，再利用这些共同特征进行公域投放，寻找更加精准的目标客户，从而实现更高的营销投放效率。

图 71：品牌方利用用户数据可以进行用户洞察与私域流量运营



资料来源：国元证券研究中心

以美妆品牌完美日记为例，品牌通过产品附带的二维码作为流量入口，利用微信群与个人客服号构建私域流量运营体系，实现了深度消费者沟通。消费者在完美日记首次完成购买后会收到附带的红包卡，引导客户关注完美日记公众号和个人客服“小完子”，品牌方仅需花费 1-2 元红包即可获得一个公众号粉丝、一个个人号好友、一个群成员。完美日记的个人号“小完子”是有独立人设的美妆顾问，她的朋友圈会发美妆教程、素颜自拍、产品图片，同时为客户解答疑问，分享优惠。环环相扣的私域流量运营，使得品牌方对每个粉丝都实现了深度触达，在提升复购率的同时，帮助完美日记塑造了品牌的人格化魅力。

图 72：完美日记私域流量运营体系



快速携带红包卡

关注公众号后推送个人号

个人号发送小程序码及入群邀请

扫码领红包

个人号小完子的朋友圈人设塑造

资料来源：增长黑盒 Growthbox，国元证券研究中心

总结：新渠道的变化，叠加新人群和新供给，一批新锐消费品牌快速成长，并在 2019 年迎来了全面的爆发颠覆传统。供应链端，目前新消费品牌主要集中在食品饮料、美妆个护、小家电等品类，相对标品、高频、低单价、上游供应链成熟，早期无需大量固定资产投资，依靠 OEM、ODM 模式迅速扩张。人群方面，Z 世代逐步成长为中国新消费主导力量，并成为新品牌主要聚焦的核心人群，他们偏好互动营销，习惯于跟随偶像或 KOL 的推荐购买商品，崇尚“悦己型消费”。渠道和营销方面，新品牌更加注重与消费者的情感连接，适应销售与营销的短链化。我们认为新消费的趋势不可阻挡，并有望复制到其他上游壁垒更高的消费品类之中，新锐品牌加速崛起，积极拥抱新变化的传统品牌也有望在变革中提高自身市场份额。

4、推荐逻辑及主要标的公司梳理

1) 平台端：具备优质内容生态，用户粘性强，商业变现空间大的内容平台具有较大成长潜力，推荐 Z 世代聚集、拥有良好 PUGC 内容生态、且目前尚处于商业化初期的内容平台**哔哩哔哩**；建议关注深耕内容、在男性用户中具有渗透优势的导购电商平台**值得买**。2) 品牌端：优质品牌有望通过对行业与流量风口的积极把握，持续实现高成长，推荐组织架构柔性、学习能力强、对渠道和市场趋势把控精准的化妆品品牌**珀莱雅**。3) 运营服务商端：一方面，电商代运营平台作为连接品牌与平台的关键环节，将持续受益于电商行业成长及代运营渗透率的提升，推荐具备拓品类、拓品牌、拓渠道潜力的美妆头部代运营**壹网壹创**；另一方面，在去中心化电商的大趋势下，以微信小程序为代表的私域电商成为品牌方布局的又一风口，2020 年新冠疫情爆发，更催化了品牌方对私域平台的布局，推荐私域电商 SaaS 服务商**中国有赞**、**微盟集团**。4) 内容电商快速发展，MCN/KOL 享受行业红利，同时议价能力持续提升，关注**星期六**。

4.1 哔哩哔哩

哔哩哔哩是国内年轻一代的领先内容社区。2019 年公司营业总收入 67.78 亿元 (yoy+64.16%)，归母净利润-12.89 亿元。公司主营业务包括移动游戏、直播及增值业务、广告收入，其中移动游戏 2019 年收入 35.98 亿元 (yoy+22.53%)，占营业总收入 53.08%；直播及增值业务收入 16.41 亿元 (yoy+180.21%)，占比 24.21%；广告收入 8.17 亿元 (yoy+76.27%)，占比 12.05%。我们认为公司具备优质内容生态、是 Z 世代兴趣社区，目前平台用户保持良好增长与较高活跃度 (2019Q4 月活数达 1.3 亿，同比增长 40%)，成长潜力大。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 -5.67/-2.20/1.19，对应 2022 年 PE 为 25.95x。

4.2 值得买

值得买是国内头部内容导购平台，通过比价、返利及内容营销等方式，吸引并引导用户前往电商平台交易。2019 年公司营业总收入 6.62 亿元 (yoy+30.43%)，归母净利润 1.19 亿元 (yoy+24.35%)。公司主营业务包括信息推广服务、互联网营销效果平台服务，其中信息推广服务 (包括广告展示+佣金收入) 2019 年收入 4.49 亿元 (yoy+10.21%)，占营业总收入 67.79%；互联网营销效果平台服务收入 2.13 亿元 (yoy+113.22%)，占比 32.11%。我们认为公司内容类导购平台的定位具有一定稀缺性，同时公司过去主打 3C 数码类产品导购、男性用户比例高，整体用户质量优、粘性强，未来有望持续受益内容营销与网红经济趋势，保持高成长性。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.81/3.44/4.21，对应 PE 为 69.11/56.30/46.00x。

4.3 珀莱雅

珀莱雅是国内大众化妆品龙头，对于渠道和行业趋势把握精准，近年来电商与新兴营销媒体红利拉动公司业绩高增长。2019 年公司营业收入 31.24 亿元 (yoy+32.28%)，归母净利润 3.93 亿元 (yoy+36.73%)，其中线上渠道实现营收 16.55 亿元，同比增长 60.97%，线上占比提升至 53.09%。我们认为公司对于新渠道与新模式的把握与布局相对领先，除公司内部设立的专业电商运营公司**美丽谷**外，还通过参股的方式布

局多家内容营销类公司，包括专业互联网内容策划公司熊客电商，以及具备 MCN、红人电商、品牌孵化等业务的杭州万言传媒，逐步形成了围绕电商与内容营销的全平台产业链。未来公司有望凭借柔性的组织架构、极强的学习能力，以及对行业与流量风口的积极把握，持续实现高成长。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.37/3.10/3.74 元，对应 PE 64.72/49.56 /40.99x。

4.4 壹网壹创

壹网壹创是国内领先的垂直型、一站式电子商务服务运营商，专注美妆、个护等快消品类。2019 年公司营业总收入 14.51 亿元 (yoy+43.25%)，归母净利润 2.19 亿元 (yoy+34.71%)。公司主营业务包括品牌线上营销服务、品牌线上管理服务、线上分销业务。2019 年公司品牌线上营销服务收入 8.18 亿元 (yoy+30.92%)，占比 56.41%，线上管理服务收入 3.31 亿元 (yoy+44.83%)，占比 22.83%；线上分销收入 2.95 亿元 (yoy+94.91%)，占比 20.35%。上市以来公司积极拓展品牌与品类，新签美妆品牌丸美、潮玩品牌泡泡玛特、以及小家电品牌等，同时拟收购知名家电家具 TP 上佰电商拓宽品类布局。我们认为电商代运营平台作为连接品牌与平台的关键环节，将持续受益于电商行业成长及代运营渗透率的提升，具备拓品类、拓品牌、拓渠道能力的 TP 有望保持高成长。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 3.94/5.81/8.25 元，对应 PE 87.73/59.45/41.90x。

4.5 中国有赞

中国有赞是国内电商交易 SaaS 的龙头服务商，为商家提供一体化新零售解决方案。2019 年公司营业总收入 11.74 亿元 (yoy+64.6%)，归母净利润-5.92 亿元。公司主营业务包括 SaaS 及延伸服务、交易费用，其中 SaaS 及延伸服务收入 7.44 亿元 (yoy+85.6%)，占营业总收入 63.6%；交易费用收入 3.34 亿元 (yoy+22.6%)，占比 28.5%。我们认为去中心化电商是未来电商的大趋势，同时 2020 年新冠疫情爆发，催化了品牌方对私域平台的布局。目前消费类 SaaS 行业仍处于发展初期，未来发展潜力巨大，公司作为微信生态头部 SaaS 服务商有望受益行业高速增长趋势。预计公司 2020-2022 年收入 19.73/31.78/47.19 亿元，对应 PS 为 5.36/3.33/2.24x。

4.6 微盟集团

微盟集团是基于微信生态的中小企业的第三方服务商，主要借助于去中心化平台连接商家和客户。2019 年公司营业总收入 14.37 亿元 (yoy+66.10%)，归母净利润 3.12 亿元，由负转正。公司主营业务分为精准营销业务、SaaS 产品两部分，其中精准营销服务收入 9.30 亿元 (yoy+79.52%)，占营业总收入 64.72%；SaaS 产品收入 5.07 亿元 (yoy+46.07%)，占比 35.28%。我们认为去中心化电商是未来电商的大趋势，以微信小程序为代表的私域电商成为品牌方布局的又一风口，同时经济景气度下行时期，品牌方对效果广告投放需求增强。公司作为微信生态头部 SaaS 服务商+广告服务，有望受益行业高速发展趋势。预计公司 2020-2022 年营业收入为 21.02/29.08/37.97 亿元，对应 PS 为 5.66/4.09/3.14x。

4.7 星期六

星期六是国内知名女鞋品牌商之一，公司积极把握时尚和零售行业趋势，2019 年以现金支付和发行股份的形式收购互联网营销及 MCN 机构遥望网络。2019 年公司营

业总收入 20.92 亿元 (yoy+36.57%)，归母净利润 1.50 亿元 (yoy+1581.96%)，其中互联网广告业务 (主要来自遥望网络) 实现收入 8.54 亿元 (yoy+405.97%)，服装鞋类行业实现收入 12.35 亿元 (yoy-9.00%)。我们认为当前内容电商快速发展，MCN/KOL 享受行业红利，同时议价能力持续提升，公司旗下遥望网络作为头部 MCN 机构之一，有望分享行业红利，成为公司重要增长点。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.33/0.69/0.97 元，对应 PE 62.00/29.89/21.26x。

5、风险提示

政策的不确定性，行业发展不及预期。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188