

电商服务系列之导购

羊毛剪，种草机，电商导购的前世今生

分析师： 洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE.no: BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

核心观点：

● 电商导购：电商平台的牛犊鸟，小而美的流量补充

电商导购依附于交易平台而生，具备辅助用户完成网购决策、促成交易的功能。导购平台的核心价值是为用户提供“薅羊毛”和“种草”的渠道，相应为品牌商提供低成本流量来源。生意核心在于流量聚集和变现的效率。

复盘国内，导购行业的变迁与电商巨头的诉求关系紧密：2006-2012年线上流量红利充足，导购与电商行业一同快速成长；2013-2014年，逐渐壮大的导购威胁到下游电商的流量和利润而遭封杀，导购龙头纷纷转型自营或海淘；2015年至今，电商交易平台与导购平台的体量已然差距悬殊，电商巨头重新拥抱导购以丰富流量来源。

借鉴美国市场，电商导购兴起于上世纪末，龙头主要有折扣（如 Slickdeals）、海淘（如 Ebates）、内容社交（如 Pinterest）三大延伸方向，分别为品牌商提供促销冲量、拓展国际市场、提高成交转化率的价值。

● 导购进化论：国内龙头的转型探索

从引流方式来看，由纯价格驱动转向添加内容社区或配套服务、扩大粘性用户群是行业主流选择；从变现方式来看，坚持导购本职与自营商品打造产业链闭环是不同的发展路径，相应的财务经营表现和价值评估体系均有不同。从头部平台发展历程来看：1) 返利网等价格型玩家：折扣返利类业务盈利平稳但存在同质化竞争，不同平台通过引入特卖、社交裂变等方式寻求用户增长。2) 蘑菇街：转型自营&定制产品，all-in 直播，发力小程序引流，FY19 实现 GMV174 亿元。3) 宝宝树：浅尝垂直电商后，回归母婴社区内容运营。4) 小红书：爆红于明星 KOL 短视频带货，19 年 5 月注册用户达 2.5 亿，自营供应链完善尚需时日。5) 值得买：3C 内容见长，经营稳健，18 年确认 GMV 达 102 亿元、ROE 32%，上市后具备扩张潜力。

● 投资建议：关注内容型平台的增长弹性和流量价值

流量的体量和粘性决定平台的长期价值。对于三类导购的投资机会：1) 价格驱动型：竞争壁垒较低，发展受下游限制程度最高，但有较好的现金流和盈利性，关注返利网、花生日记。2) 内容驱动型：规避供应链风险，充分发挥专注品类或客群的专业价值、塑造用户粘性，关注值得买。3) 自建电商型：商业闭环带来更强的用户粘性和平台独立性，但自建电商需要长期打磨供应链和平台管理，关注小红书和蘑菇街。

● 风险提示：流量争夺加剧，获客成本上扬；下游客户集中度高，核心客户的经营策略变动或引起导购平台收入大幅波动；消费偏好变化，既有导购形式对用户的吸引力下降。

相关研究：

商业贸易行业:海外巡礼之 The RealReal——信任机制+高效运营，开拓二手奢侈品市场

2019-09-01

电商 2Q19 财报总结:低线魔盒打开，巨头扩张提速

2019-08-26

商业贸易行业:什么值得买：软文配好价，导购平台之形，广告变现之实

2019-07-04

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	10.05	2019/8/22	买入	14.3	0.51	0.67	19.71	15.00	17.71	13.57	25.1%	24.9%
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.83	2019/9/2	买入	14.8	2.10	0.41	5.16	26.41	20.38	12.93	19.8%	3.8%
永辉超市	601933.SH	CNY	9.41	2019/8/29	增持	10.9	0.25	0.31	37.64	30.35	30.60	20.84	10.9%	12.1%
家家悦	603708.SH	CNY	25.16	2019/8/25	增持	26.3	0.82	0.98	30.68	25.67	16.81	14.19	14.9%	15.1%
天虹股份	002419.SZ	CNY	11.88	2019/8/16	买入	14.0	0.82	0.92	14.49	12.91	7.90	7.55	14.2%	13.9%
王府井	600859.SH	CNY	15.10	2019/9/2	买入	21.0	1.62	1.72	9.32	8.78	3.75	3.48	10.9%	10.7%
重庆百货	600729.SH	CNY	27.90	2019/8/28	买入	39.0	2.24	2.74	12.46	10.18	6.02	5.44	14.5%	15.6%
周大生	002867.SZ	CNY	22.09	2019/8/24	买入	28.5	1.44	1.75	15.34	12.62	12.21	9.74	20.1%	19.6%
老凤祥	600612.SH	CNY	51.68	2019/8/28	买入	59.6	2.71	3.14	19.07	16.46	8.14	6.98	18.6%	17.8%
上海家化	600315.SH	CNY	33.39	2019/8/16	增持	37.1	1.06	1.25	31.50	26.71	29.86	23.45	11.1%	11.5%
珀莱雅	603605.SH	CNY	78.82	2019/8/22	买入	81.5	1.94	2.51	40.63	31.40	30.36	23.08	18.8%	19.5%
丸美股份	603983.SH	CNY	50.61	2019/9/1	增持	52.0	1.30	1.51	38.93	33.52	34.83	29.41	19.0%	18.1%
爱婴室	603214.SH	CNY	38.55	2019/8/13	买入	44.4	1.48	1.75	26.05	22.03	15.34	13.06	15.4%	16.3%
红旗连锁	002697.SZ	CNY	7.25	2019/8/18	增持	7.08	0.29	0.35	25.00	20.71	16.99	15.45	13.3%	13.7%
阿里巴巴	BABA.N	USD	177.78	2019/9/9	买入	225	6.92	9.03	25.69	19.69	23.34	17.99	13.5%	13.8%
京东	JD.O	USD	31.48	2019/8/15	买入	37.7	0.77	1.02	40.88	30.86	31.96	20.87	9.3%	7.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 1) 表中估值指标按照最新收盘价计算; 2) 阿里巴巴 2019E 指 FY2020E (2019/3/31 至 2020/3/31), 采用 non-GAAP 口径 EV/EBITDA 和 EPS; 3) 京东采用 non-GAAP 口径 EPS

目录索引

一、电商巨头的牛棕鸟，小而美的流量补充.....	6
（一）理解导购的生意本质.....	6
（二）国内复盘：自由生长到被封杀再到被拥抱，羊毛剪与种草机一波三折.....	6
（三）海外之鉴：看折扣、海淘、内容三大延伸方向.....	10
二、导购进化论：国内龙头的转型探索.....	12
（一）价格型玩家：折扣类业务经营平稳，用户增长各显神通.....	12
（二）蘑菇街：昔日社区导购之王，几经转型 ALL IN 直播.....	14
（三）宝宝树：母婴社区平台，垂直电商回归内容运营.....	16
（四）小红书：兴于短视频，盛于明星 KOL 的国民种草机.....	18
（五）值得买：3C 内容见长，上市后具备扩张潜力.....	20
三、投资建议：关注内容型平台的增长弹性和流量价值.....	23

图表索引

图 1: 电商导购的三个发展阶段.....	7
图 2: 淘宝是最主流的购物渠道, 用户覆盖度高.....	7
图 3: 2014 年在线导购行业增速下挫.....	7
图 4: 2012 年淘宝联盟佣金流向.....	8
图 5: 2013 年电商龙头市占率差距相对小.....	8
图 6: 2018 年电商市占率集中度更高.....	9
图 7: 2018 年用户 APP 使用时长占比.....	9
图 8: 返利型导购平台 MAU 情况 (万).....	9
图 9: 内容型导购 MAU 崛起 (万).....	9
图 10: 美国电商市场相对分散 (2018 年市占率%).....	10
图 11: Slickdeals 主打折扣+用户评论.....	10
图 12: Ebates 首页以品牌展示为主.....	11
图 13: Pinterest 上市后的市值变动情况.....	11
图 14: Pinterest 尚处亏损状态.....	11
图 15: Pinterest 用户数稳步增长.....	11
图 16: 返利网发展历程.....	12
图 17: 淘粉吧发展历程.....	13
图 18: 淘粉吧收入利润情况.....	13
图 19: 淘粉吧的导购业务模式.....	13
图 20: 淘粉吧电商和广告业务收入规模下降.....	13
图 21: 淘粉吧销售费用变动情况.....	13
图 22: 蘑菇街发展历程.....	14
图 23: 蘑菇街小程序与直播 GMV 占比提升.....	15
图 24: 蘑菇街移动端 MAU 情况.....	15
图 25: 蘑菇街的分业务营收和综合毛利率情况.....	15
图 26: 蘑菇街 non-GAAP 尚处亏损.....	15
图 27: 蘑菇街市场推广费率较高.....	16
图 28: 蘑菇街上市以来的市值变动情况.....	16
图 29: 宝宝树发展历程.....	16
图 30: 宝宝树的分业务营收和综合毛利率情况.....	17
图 31: 2018 年宝宝树电商收入增速大幅放缓.....	17
图 32: 宝宝树直销和平台 GMV 变化情况.....	17
图 33: 宝宝树存货水平逐年下降.....	17
图 34: 宝宝树平均 MAU 情况.....	18
图 35: 宝宝树的用户单量增长和复购占比情况.....	18
图 36: 宝宝树 non-GAAP 净利润情况.....	18
图 37: 宝宝树集团上市后市值表现.....	18
图 38: 小红书发展历程.....	19
图 39: 小红书注册用户已达 2.5 亿.....	20

图 40: 小红书的商业闭环逻辑	20
图 41: 值得买费用率保持平稳	20
图 42: 值得买 ROE 情况	20
图 43: 信息推广服务为主要营收	21
图 44: 广告展示收入增长更快	21
图 45: MAU 长期呈上升趋势	21
图 46: 佣金类业务的 GMV 转化率呈上升趋势	21

表 1: Ebates 和 Pinterest 扩张过程中伴随持续并购	11
表 2: 小红书历次融资情况	18
表 3: 值得买佣金业务前十大客户情况	21
表 4: 值得买对京东的佣金变化情况	22
表 5: 值得买为京东导流的 GMV 呈现品类结构变化	22
表 6: 值得买对阿里平台的佣金变化情况	22
表 7: 主要导购平台关键经营数据及估值情况	24

一、电商巨头的牛椋鸟，小而美的流量补充

牛椋鸟属雀形目椋鸟科，体长20厘米，常栖息于犀牛河马等大型食草动物体上，在它们身上来回飞翔攀爬啄食寄生虫，为寄主清理皮肤、整理毛发；但它们也吸取寄主鲜血为食，甚至有意扩大寄主的皮肤伤口、滋生更多寄生虫补充食物来源。

导购之于电商交易平台如牛椋鸟之于犀牛：依附于电商交易平台而生，为电商带来撮合和流量，又分食交易平台的广告与佣金收入。

（一）理解导购的生意本质

导购的生意本质是流量贩卖，核心价值是通过辅助消费购物决策，为下游的广告交易平台、广告公司、品牌商提供低成本流量来源。

导购聚集流量的方式主要分两个方向：

1) 价格优惠：①通过指定渠道购买商品可获得一定的折扣或消费返利；②更快地获取各个平台的商品比价及优惠信息（通过技术手段及用户分享实现）；③国内外商品销售差价较大的情况下提供海淘辅助。典型平台有返利网、好券、淘粉吧、惠惠网、北美省钱快报等。

2) 内容种草：通过图文、视频、线上线下场景互动等方式进行内容营销（包括UGC、PGC等），过滤过剩信息、激发用户消费需求，促进成交转化，典型代表有什么值得买、虎扑识货、礼物说、小红书（前身香港购物指南）等。

导购变现流量的对象分为两类：

1) 广告主：直接投放广告的品牌商；导购平台是广告主的流量来源和广告位，导购价值取决于向广告主提供的流量大小与成交转化率。

2) 广告代理：电商的广告交易平台、广告代理公司，如阿里妈妈、蓝色光标等，为广告主的代理人。

电商导购的长期存在来源于两个核心需求：

1) 广告主的上新、冲量、打爆款需求。销量是交易平台搜索排序的重要考核维度，缺少基础销量的新品链接很难在站内获得自然流量，通过站内广告起量成本高昂，站外导购+优惠折扣的促销方式可以更高效地完成原始积累。

2) 站外的碎片化低成本流量始终存在。广告代理商实质是向导购平台购买流量后贩卖给背后的广告主，因此当导购平台的导流佣金率低于广告平台向品牌商收取的营销佣金率时有利可图，导购与广告代理的商业模式成立。

（二）国内复盘：自由生长到被封杀再到被拥抱，羊毛剪与种草机一波三折

复盘国内电商导购的发展，大致可以分为三个阶段：1) 2006-2012年为发展初期，网购价格导向性强，比价、折扣等价格驱动的平台多，行业跟随电商流量红利粗放生长；2) 2013-2014年，导购威胁电商平台价格秩序和流量来源，以阿里为代表的电商巨头封杀导购，部分导购转型自营、海淘服务；3) 2015年后，移动互联网流量去中心化，内容型导购崛起，巨头重新拥抱导购。

图1: 电商导购的三个发展阶段

2006-2012价格驱动:

比价、折扣等以价格驱动的网站较多
不同电商渠道价格有差别, 动态定价机制不完善
流量红利期, 电商培养消费者网购习惯

2015至今拓展延伸:

向UGC、PCG驱动转型, 消费者解决信息过剩
线下互动、海淘等增值服务出现
营销功能增强, 向前端品牌商收费

2013-2014转型巨变:

阿里封锁部分导购链接
部分导购转型自营电商

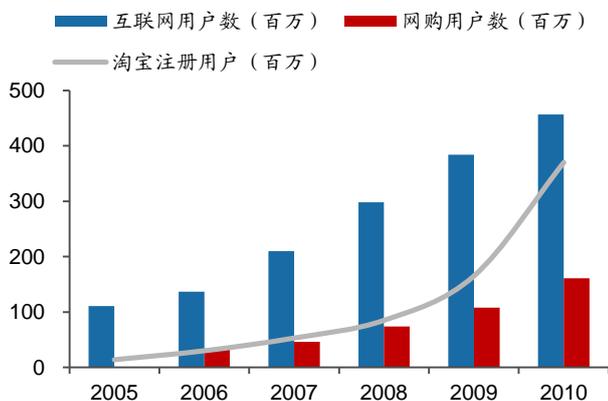
数据来源: 广发证券发展研究中心

2006-2012年粗放阶段, 行业流量红利充足, 与电商共同成长。

根据艾瑞咨询的数据, 2012年以前网购中70%以上份额来自C2C交易; **淘宝是C2C模式的霸主, 也是最初的导购生态基础。**最早的返利类导购网站返利网于2006年上线, 主打购物现金返现: 淘宝时代的网购用户价格敏感度高, 返利模式可以有效帮助商家冲销量, 在淘宝站内获得更好的搜索排序; 用户、商家、导购三方皆大欢喜。

2008年阿里封杀百度搜索爬虫, 用户全网商品搜索需求、广告主对由百度转移出的购物流量的争夺刺激了导购的发展。2010年阿里淘宝联盟整合完成, 阿里官方比价导购平台一淘网上线, 2011年折扣型导购米折网上线、主打女性社区分享导购的蘑菇街上线...以淘宝为核心的流量和广告交易生态逐渐完善。根据艾瑞咨询的数据, **在线导购行业2013年营收规模达到21亿元, 同比增长68%。**

图2: 淘宝是最主流的购物渠道, 用户覆盖度高



数据来源: CNNIC, 淘宝, 广发证券发展研究中心

图3: 2014年在线导购行业增速下挫



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

2013-2014年转型调整阶段, 导购的发展威胁了下游电商平台的流量和利润, 遭巨头封杀。

1) 流量端: 从电商平台的竞争格局上看, 2013年阿里市占率约为45%, 地位领先但难言稳固, 后有京东等竞争者追赶, 又面对着互联网流量从PC向移动端迁移带来的不确定性。根据淘宝联盟的披露, 2012年以美丽说和蘑菇街为核心的导购社区贡献了淘宝近10%流量, 分得淘宝联盟21%佣金; 移动端方面, 淘宝联盟中无线业务分成达1亿元, 其中美丽说、蘑菇街等APP运营商分成近5000万元, 占比近半。

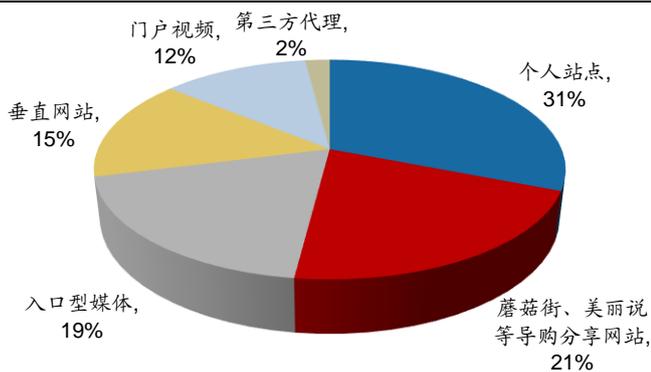
导购对淘宝的流量根基构成了威胁。

2) 利润端：淘宝平台不向商家收取交易佣金或开店费用，盈利完全依赖广告主的营销投放；导购分流了商家的广告需求，分流了阿里的核心利润来源。

2013年下半年阿里开始封杀部分导购链接并停止支付宝交易支持（微信支付于2014年9月发布），11月微信无法访问淘宝链接；2014年7月阿里禁止返利类淘宝客向用户提供淘宝平台商品链接等URL搜索服务，京东、当当、亚马逊、1号店等也在同期关闭了返利搜索接口；阿里站内，返利导购网站产生的销量被降权，虽然部分返利导购网站的链接仍可跳转至淘宝，但降权从源头上弱化了广告主对返利型导购的需求。从结果上看，2014年导购行业营收增速明显下挫，由2013年的68%大幅下降至2014年的35%。

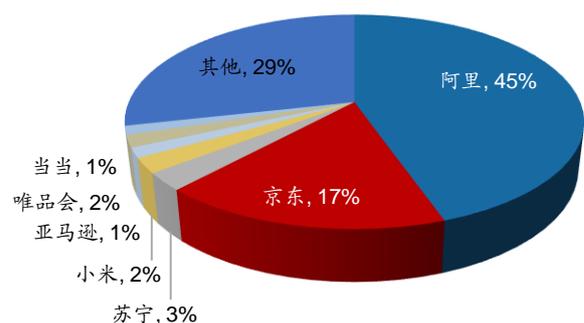
2014年，两大导购社区选择转型：蘑菇街尝试4个月的海购频道夭折后下线社区，全面转型网购平台，美丽说则选择自建工厂经营服装。作为封杀导购后的流量补充，2013年阿里重新启用“阿里妈妈”品牌名，淘宝联盟平台从以服务淘宝系商家为主转向面向全网所有广告主开放的广告交易平台；2014年推出“鹊桥计划”，匹配商家与淘宝客，撮合定制化营销服务，增强平台整体的流量捕获能力。

图4：2012年淘宝联盟佣金流向



数据来源：淘宝联盟，广发证券发展研究中心

图5：2013年电商龙头市占率差距相对小



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

2015年至今，电商寡头格局趋稳，巨头重新拥抱导购、丰富自身流量入口；导购自有生存空间，只是更可能保持“小而美”的状态。

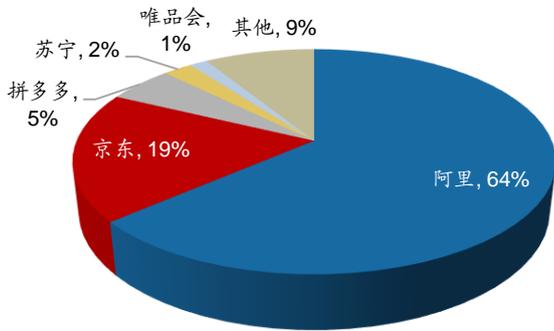
2016年，微信小程序上线，购物流量的去中心化大幕徐徐拉开，占据用户32%上网时长的即时通讯、9%的短视频开始跨界入侵仅占3%时长的综合电商。对于以阿里为代表的下游巨头，导购逐渐转变为利大于弊的角色：1) 满足商家上新推广、促销冲量时的降价需求，避免破坏站内价格秩序；2) 综合电商站内内容化成本高、难度大，导购的内容运营作为一种广告工具，可以有效提高成交转化率；3) 对冲电商流量分散化的风险，收集中心化入口未能捕获的流量（避免为对手获得）。

电商交易平台巨头总是需要导购和淘客作为流量收集器。根据阿里巴巴年报，FY2019淘宝客业务产生的收入占阿里总营收2%（对应约75.4亿元），占客户管理收入约5%（FY2017该数字为3%）；考虑阿里一般从佣金中收取10%作为技术服务费，对应仅阿里系商家一年可为导购提供754亿元佣金。

但导购依旧很难突破下游电商巨头的限制。电商平台的诉求是将流量留存于自

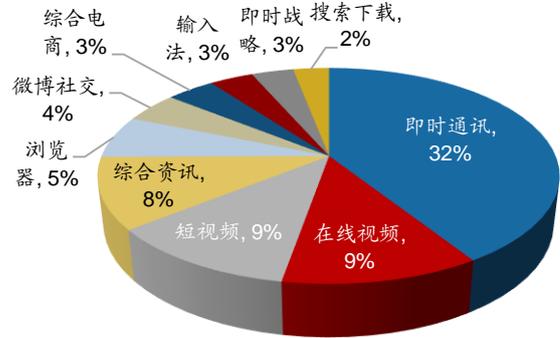
身生态闭环内，与导购存在天然流量竞争。电商在适度借力导购的同时增加内容运营提高用户粘性，与内容型导购平台形成功能重叠；综合电商的海淘服务不断完善（天猫国际、京东全球购等），海淘型导购生存空间受到挑战；电商巨头始终在平衡自身与导购的关系，需要保持着无法颠覆的体量差距，如犀牛与牛椋鸟的差距。

图6：2018年电商市占率集中度更高



数据来源：统计局，各公司年报，广发证券发展研究中心

图7：2018年用户APP使用时长占比

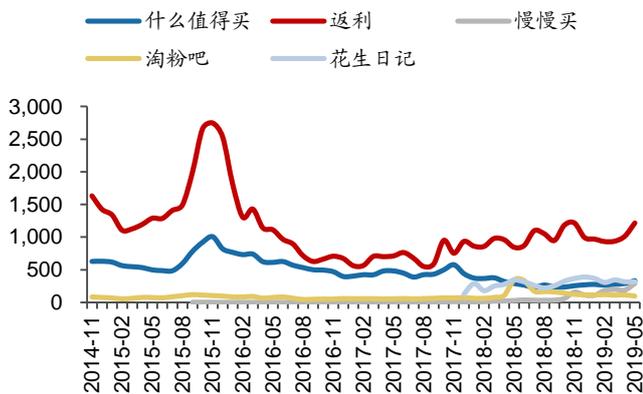


数据来源：QM，广发证券发展研究中心

内容型导购为产业链贡献更多价值，或是空间更广的发展方向。对价格驱动型导购，用户端，国内电商的寡头垄断局势、商品同质化情况削弱了跨平台对比的价值，消费升级趋势降低了消费者的价格敏感度，对比价、返利的的需求没有明显扩张；商户端，返利、折扣主要服务于新SKU的销量起步，其需求在电商交易大盘中总是有限的，占比难有跃升。而内容运营一方面有助于消费决策、产生用户粘性，一方面补充了综合平台的内容能力、提高成交转化率。

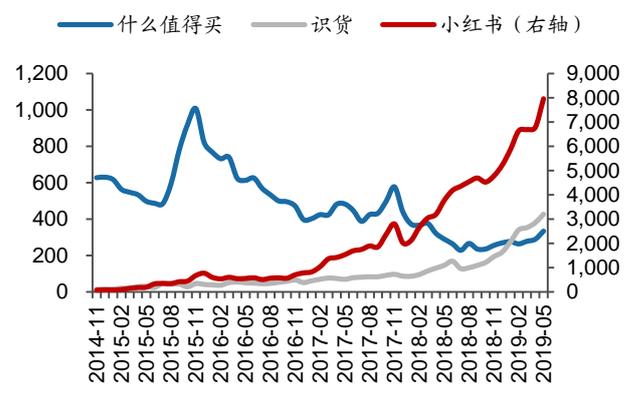
根据QM监测的数据，2015年以来价格驱动型导购并未表现出明显的用户增长趋势，头部平台返利网2019年5月MAU为1217万，与2015年同期大致持平；主打用户测评和内容种草的垂直型导购平台则快速崛起，内容型代表小红书MAU快速增长至7963万并呈加速态势。

图8：返利型导购平台MAU情况（万）



数据来源：QM，广发证券发展研究中心

图9：内容型导购MAU崛起（万）



数据来源：QM，广发证券发展研究中心

部分头部导购转型垂直电商，保持平台独立性。以小红书为代表，部分头部内容型导购经历2013-2014年行业变革后选择自建供应链转型垂直电商，流量变现方式从广告转向商品销售，平台独立性大大加强。从财务结果看，转型垂直电商所需

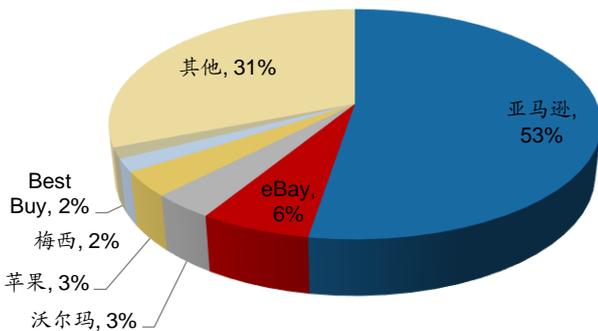
的供应链能力非一日之功：母婴平台宝宝树切入电商后又逐渐退出，蘑菇街转型垂直电商后持续亏损，较为纯粹的导购平台值得买与淘粉吧则保持稳定盈利。导购的专业能力往往集中于内容运营，即选品环节，在综合电商供应链高度完善、SKU足够丰富的环境下，巨头把握着核心品牌商资源，缺乏规模效应的自建体系很难与既有平台竞争货源、价格和体验。

（三）海外之鉴：看折扣、海淘、内容三大延伸方向

美国电商入口较中国更分散，提供了更好的导购发展环境。2018年，亚马逊市占率为53%（VS阿里在中国占64%），CR5为67%（VS中国87%），集中度显著低于中国，电商对导购平台的限制力较弱。美国导购龙头大致向折扣、海淘、内容三个方向延伸，具体来看：

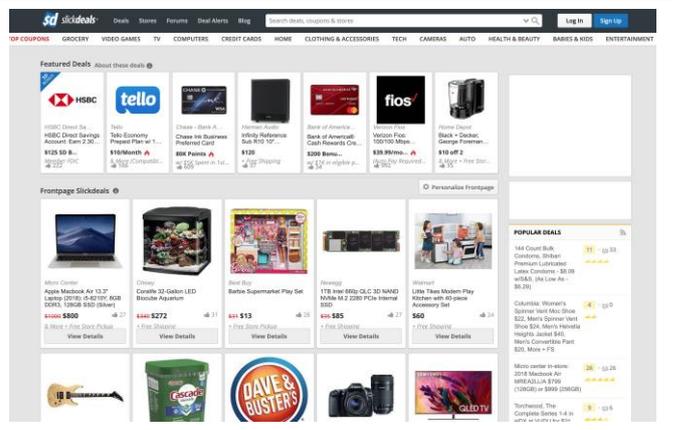
1) **Slickdeals**（SD）1999年上线，目前是美国最大的折扣信息平台，也是亚马逊目前最大的外链引流平台，主要服务于商家短期迅速提升商品销量和排名的需求；被编辑推荐至首页的商品往往能实现销量翻数倍的效果。**SD注重平台生态环境维护**：发帖的亚马逊商家需拥有1000个以上店铺评分、商品须有50条以上可信评价；一般普通商家自行发布难以通过后台筛选，通常需要付费选择红人发帖（根据发帖频率、活跃度等判断账号等级，价格10-150美元/帖不等；红人账号的养成难度较大）或编辑发帖（每月500美元可提交5个产品）。美国市场还有retailmenot、dealsplus、bradsdeals等诸多同类型折扣返利导购网站，SD具备一定先发优势（拥有更大的站点流量、更易吸引商家发布高质量优惠信息），但各家差异有限，竞争仍在继续。

图10：美国电商市场相对分散（2018年市占率%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图11：Slickdeals主打折扣+用户评论



数据来源：Slickdeals网站截图，广发证券发展研究中心

2) **Ebates**是美国首家返利网站，成立于1998年，主打海淘返利，目前业务已覆盖加拿大、中国、韩国、新加坡等多个国家，对接3000余家在线购物平台，为各国用户提供海淘解决方案和现金返利优惠，已在规模布局上形成优势。Ebates通过持续的同业并购巩固市场地位，2011年以来已并购Fatwallet、AnyCoupons、Extrabux、Shopular、ShopSyle等导购平台。Ebates自身亦两经收购，2014年被日本乐天10亿美元收购，2017年中国业务被55海淘收购。同类竞争者有Mr.Rebates等。

3) **Pinterest**（PINS.N）成立于2010年，现已发展成美国最大的图片社交分享

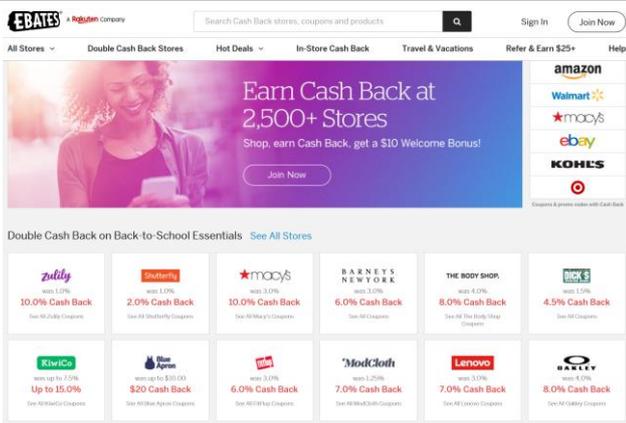
网站。Pinterest并非典型导购公司，而是以广告为主要收入的社交网站；由于被众多广告主用作商品推广途径，Pinterest便具备了导购属性；2015年Pinterest增加了站内购物功能，缩短用户操作流程，电商成为重要的变现方式。截至4Q18，Pinterest全球MAU为2.65亿；2018年Pinterest营收达7.6亿美元，同比增长60%，净亏损0.63亿美元，同比降52%。2019年4月Pinterest于纳斯达克上市，首日收盘市值达到132亿美元。

表1: Ebates和Pinterest扩张过程中伴随持续并购

Ebates		Pinterest	
时间	被收购方	时间	被收购方
2011年	FatWallet (电商导购)	2013年	Livestar (点评App)
2011年	AnyCoupons (电商导购)	2015年	Kosei (移动广告)
2014年	Extrabux (电商导购)	2016年	URX (移动广告)
2014年	日本乐天 10亿美元收购 Ebates	2016年	tote (时尚类电商)
2016年	Shopular (电商导购)	2018年	VisualGraph (图像识别)
2017年	ShopStyle (时尚类电商导购)		
2017年	55海淘收购 Ebates 中国业务		

数据来源: Crunchbase, 广发证券发展研究中心 (灰色表示被收购)

图12: Ebates首页以品牌展示为主



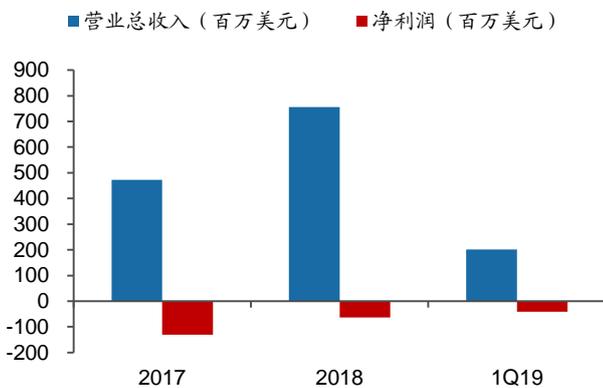
数据来源: 网站截图, 广发证券发展研究中心

图13: Pinterest上市后的市值变动情况



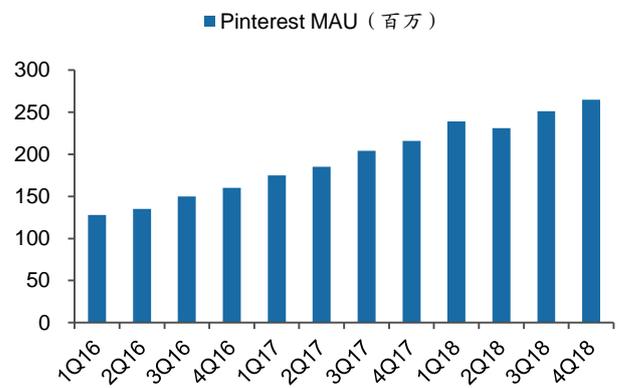
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图14: Pinterest尚处亏损状态



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图15: Pinterest用户数稳步增长



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

二、导购进化论：国内龙头的转型探索

以导购的引流策略区分，主流平台可以分为价格驱动与内容驱动；以变现模式区分，又可分为广告佣金变现（纯导流）和商品变现（自建商城，多来源于内容导购的转型）。据此我们将国内主流导购平台分为三类：

- 1) 价格驱动&单纯导流，如返利网、淘粉吧；
- 2) 内容驱动&单纯导流，如值得买、宝宝树；
- 3) 内容驱动&自建商城，如小红书、蘑菇街，已基本转为独立垂直电商。

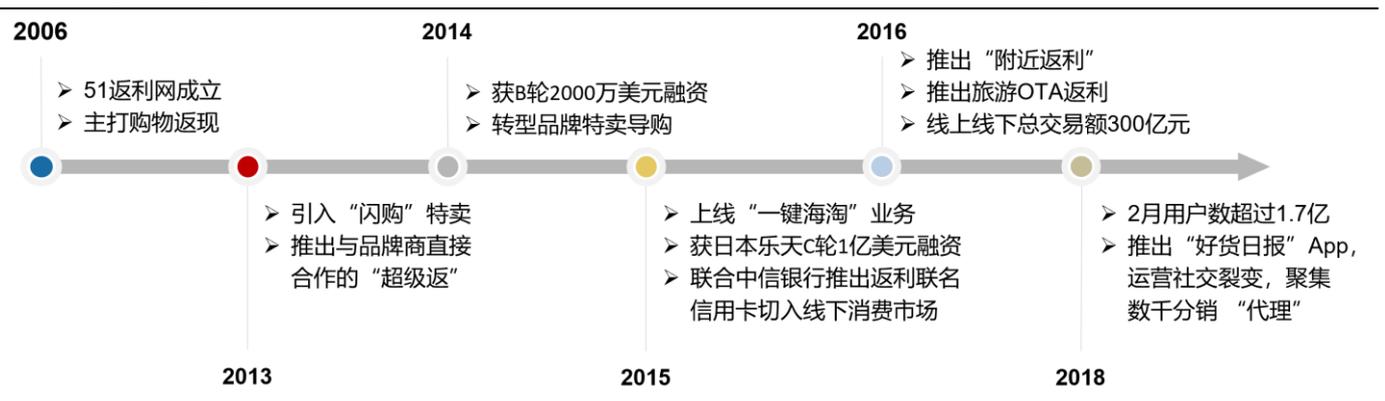
不同的定位将体现为扩张策略的差异，最终体现为报表上收入费用结构和现金流情况的差异。从龙头的转型探索中，我们可以一窥不同商业模式的发展生存特征和未来可能去往的方向。

（一）价格型玩家：折扣类业务经营平稳，用户增长各显神通

返利网于2006年上线，主打购物现金返现。根据官网信息，2016年线上线下总GMV已达到300亿元，2018年2月用户数超过1.7亿，现有合作伙伴包括天猫、淘宝、京东、亚马逊等400多家电商网站、2万多个品牌店铺。

2013-2014年的行业变革中，主打折扣、返利的导购网站失去了优惠的来源（淘宝对返利导购带来的销量降权，商家不再补贴导购），对比内容社区，以返利网为代表的价格驱动型导购遭受了更明显的冲击。2013年返利网引入“闪购”特卖，并推出与品牌商直接合作的“超级返”高佣金业务，绕过电商平台限制；2014年获得2000万美元B轮融资后返利网转型品牌特卖导购；2015-2016年推出“一键海淘”切入旅游产品，并借助信用卡返利切入线下市场，增强平台的消费服务能力，从向消费者提供折扣信息延伸至提供购物所需的“水电煤”，近似Ebates路径。

图16：返利网发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

淘粉吧与返利网模式相近，用更短的返利支付账期吸引用户。淘粉吧2015年9月挂牌新三板，2018年5月摘牌，摘牌时市值9.4亿，2017财年营收1.37亿元、净利润0.31亿元。导购返利、广告为淘粉吧的两大收入来源（商品销售来自子公司杭州爱泡，截至上市仍处亏损状态，2015年5月剥离）；根据公司招股书说明，广告业务因ios系统2015年开始限制嵌入式下载端口，收入大幅下滑；返利业务成为收入支柱。

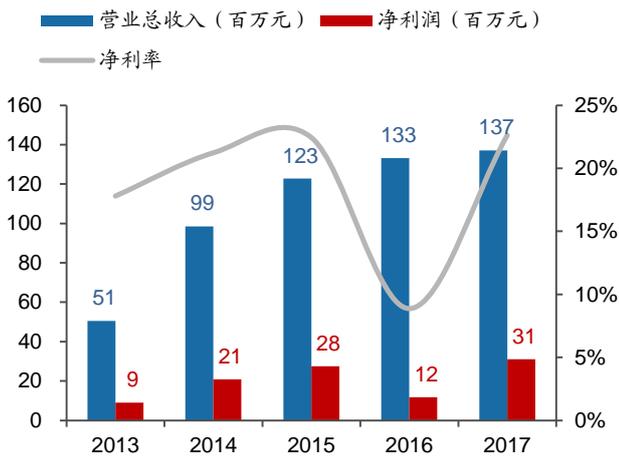
导购业务具备一定现金牛特征。除2016年，淘粉吧维持着20%左右净利率，导购返利毛利率因“超高返”业务占比增加有所降低，但2016年综合毛利率仍高达49%。费用端，淘粉吧2015年以来并未大量增加营销开支维持扩张，收入与费用端基本保持平稳，存量用户粘性和自然流量足以维持稳定的盈利模型。

图17: 淘粉吧发展历程



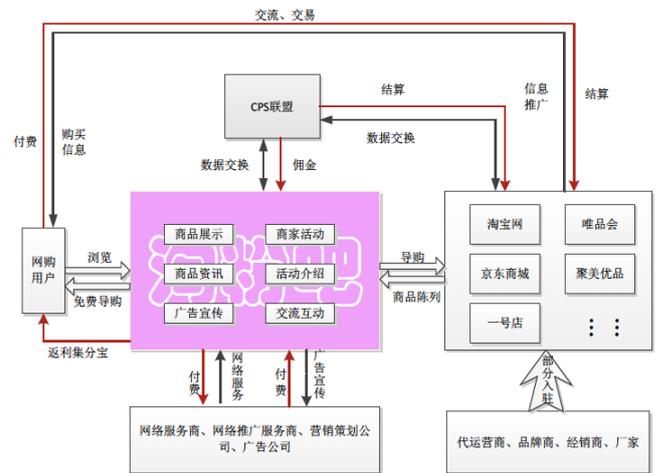
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图18: 淘粉吧收入利润情况



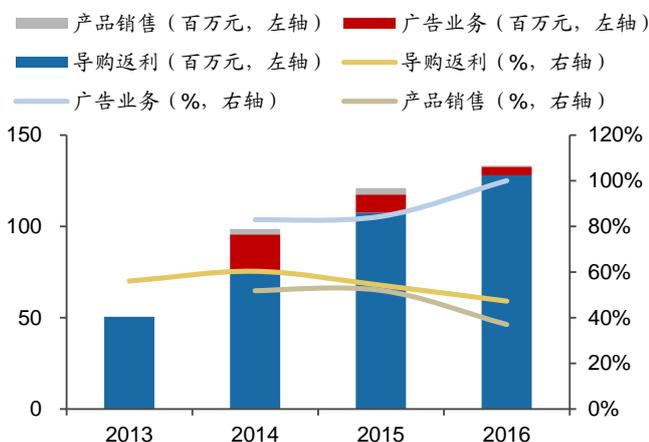
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图19: 淘粉吧的导购业务模式



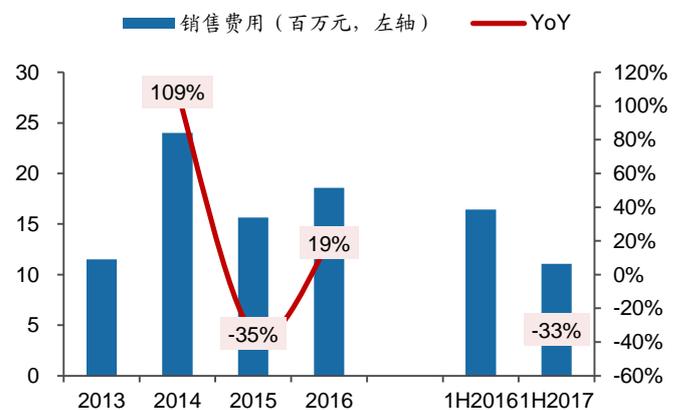
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图20: 淘粉吧电商和广告业务收入规模下降



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图21: 淘粉吧销售费用变动情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

花生日记将价格型导购业务与社交裂变相结合，用户量与交易规模快速增长。花生日记成立于2017年7月，会员可在花生日记领取淘宝等平台的优惠券、获得消费返利，也可邀请他人成为会员、在他人随后的消费中分得部分返利，整体上形成了“平台—运营商（类似淘客组织）—超级会员（个体消费者）”的多层计酬体系。花生日记不设会员费或“人头费”，平台与整个会员体系分享的佣金来源于淘宝等平台上商家的推广开支。2019年8月，花生日记在2周年庆典上宣布获得起行资本3亿元A+轮融资，同时公布，截至2019年7月，花生日记已拥有6000万注册用户，平台GMV达到420亿元。

（二）蘑菇街：昔日社区导购之王，几经转型 All in 直播

历经8年调整转型，如今的蘑菇街定位于面向时尚女性、以直播为抓手的电商平台，由曾经的蘑菇街、美丽说、淘世界合并而来。

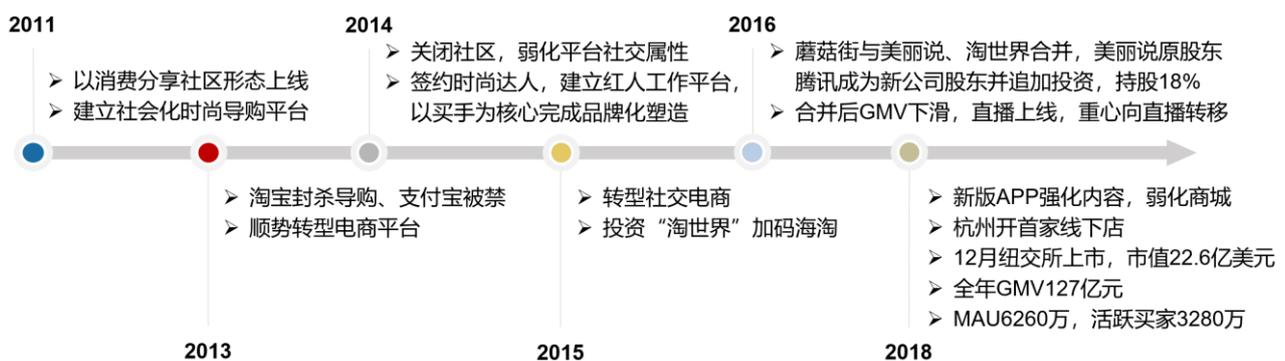
蘑菇街诞生于2011年，创始人陈琪曾在阿里工作6年、创办过返利网站“卷豆网”。上线之初，蘑菇街定位于时尚女性消费者的导购平台，为她们打造涵盖穿搭、化妆、减肥等时尚建议的分享社区。美丽说创立于2009年，主要为淘宝提供导流服务，同样定位于年轻女性用户。

2012年以美丽说和蘑菇街为核心的导购社区贡献了淘宝近10%流量；移动端方面，淘宝联盟中无线业务分成达1亿元，其中美丽说、蘑菇街等APP运营商分成近5000万元，占比近半。美丽说与蘑菇街定位的时尚女性，正是阿里核心品类服饰美妆的消费群体。核心用户群的粘性转移，甚至消费平台的转移，引起了阿里的警惕。

2013年遭淘宝封杀后，蘑菇街迅速建立起自有在线交易体系，加速电商转型；2014年10月底关闭社区频道，UGC全面转型PGC，正式转型网购平台；2015年再度尝试社交电商模式。另一方面，2014年美丽说选择自建工厂、改造服装供应链，转型电商；同年获得腾讯D轮融资，先后进入了手机QQ和微信钱包入口。2016年，蘑菇街、美丽说、淘世界合并为美丽联合集团（2018年底更名蘑菇街）。

2016年蘑菇街开始发力直播与小程序。根据蘑菇街招股书，2017财年（2016年3月31日至2017年3月31日）118亿元总GMV中6.8%来自小程序、1.4%来自直播，2019财年二者的比例分别上升至174亿元总GMV中的26%、23.6%，即小程序带动4.5亿元GMV、直播带动4.1亿元。蘑菇街的战略重心再次向内容化转移，all-in KOL直播，通过直播销售独有的工厂商品，弱化商城平台存在感。

图22：蘑菇街发展历程

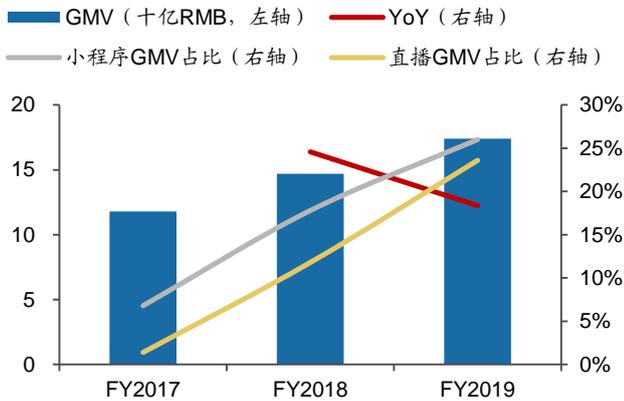


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

蘑菇街转型中面对着GMV与MAU增长放缓压力。蘑菇街主要收入来源为营销服务（广告）和佣金（优店平台交易佣金），增长的空间和速度均由用户流量主导。FY2018，蘑菇街移动MAU为6520万、活跃买家3300万；FY2019 MAU仅增长200万至6720万、活跃买家同比略下滑至3280万，GMV增长18.7%至174亿元。根据蘑菇街年报，公司在加大直播内容投入的同时降低了对品牌商营销服务的供给，导致该项收入逐年下滑，由FY2017的7.4亿元降至FY2019的4.0亿元；佣金量得益于GMV增长，维持整体营收平稳，FY2017-2019佣金收入分别为3.3亿元/4.2亿元/5.1亿元；其他业务中的金融服务悄悄支撑起流量变现角色，FY2017-2019其他业务实现96%复合增长，收入增长至1.7亿元。FY2019蘑菇街整体营收恢复至10.7亿元，接近FY2017 11.1亿元的水平。

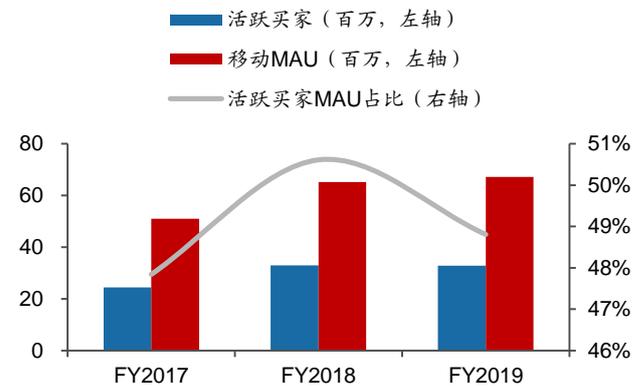
FY2019年non-GAAP亏损2.4亿人民币，自造血能力不足。2011年成立以来，蘑菇街上市前累计融资数亿美元、IPO融资7650万美元，FY2017-FY2019 non-GAAP口径下累计亏损超过11亿人民币，FY2019亏损率达22%，虽有大幅收窄，但频繁的战略调整加大了公司盈利的不确定性，转型直播的效果仍有待观察。

图23: 蘑菇街小程序与直播GMV占比提升



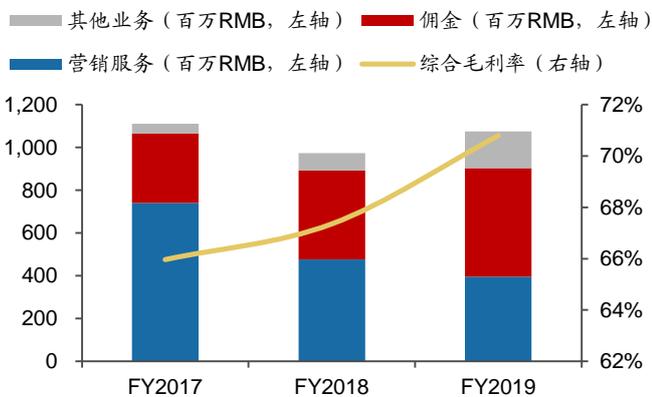
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (蘑菇街财年截至当年3月31日, 其他业务包括金融、自营、技术服务等)

图24: 蘑菇街移动端MAU情况



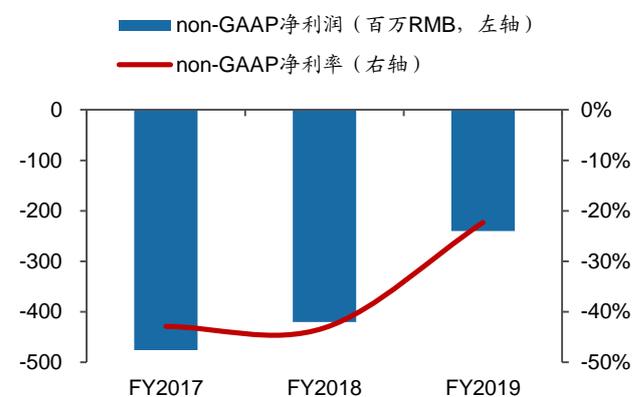
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心 (移动MAU统计口径包括手机APP、手机网页、微信小程序访问)

图25: 蘑菇街的分业务营收和综合毛利率情况



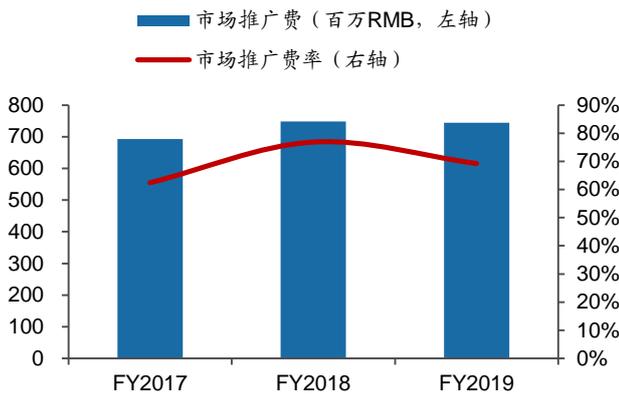
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (蘑菇街财年截至当年3月31日, 其他业务包括自营、技术服务等)

图26: 蘑菇街non-GAAP尚处亏损



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图27: 蘑菇街市场推广费率较高



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图28: 蘑菇街上市以来的市值变动情况



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(三) 宝宝树: 母婴社区平台, 垂直电商回归内容运营

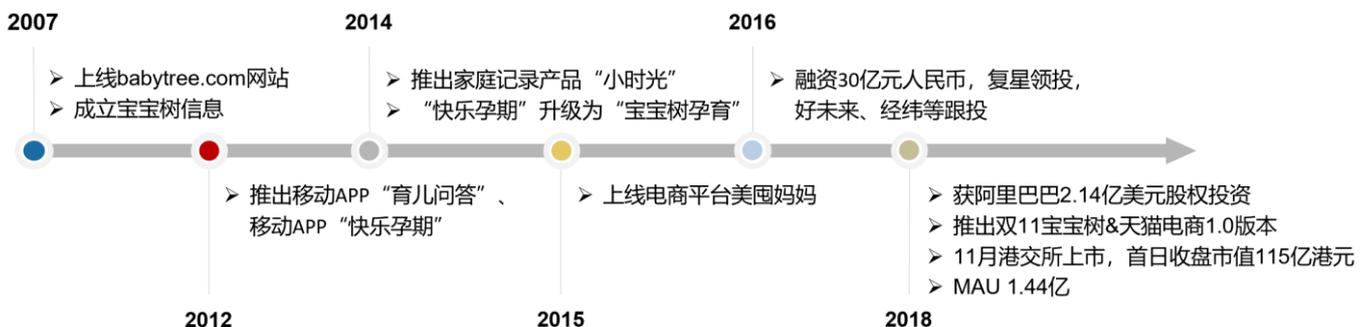
宝宝树创立于2007年, 致力于为中国年轻家庭搭建一个集“母婴社区+互联网工具+电商购物”于一体的垂直交流平台。2018年宝宝树实现营收7.6亿元、non-GAAP净利润2.0亿元。宝宝树通过搭建年轻妈妈交流社区、引入专家PGC育儿知识吸引流量; 流量变现端, 主要有广告、电商、知识付费三种形式:

1) 广告是公司核心收入来源, 2018年宝宝树广告收入6.0亿元, 同比增长60%, 收入占比78%; 主要广告主为母婴相关产品的品牌方, 后续向医药、化妆品等目标孕妈的产品拓展(非母婴产品占27%)。

2) 电商, 包括直销与平台两种形式, 以平台为主。宝宝树2015年上线电商平台美国妈妈, 2017年GMV达14.7亿元, 同比增长15%, 其中平台模式产生GMV12.6亿元; 电商业务共产生收入3.3亿元。2018年5月, 淘宝中国战略投资宝宝树, 宝宝树主要电商业务转移至天猫旗舰店, 同时降低直销占比(存货水平亦从2016年的4028万下降至2018年1466万元), 上市公司重回轻资产内容运营模式。

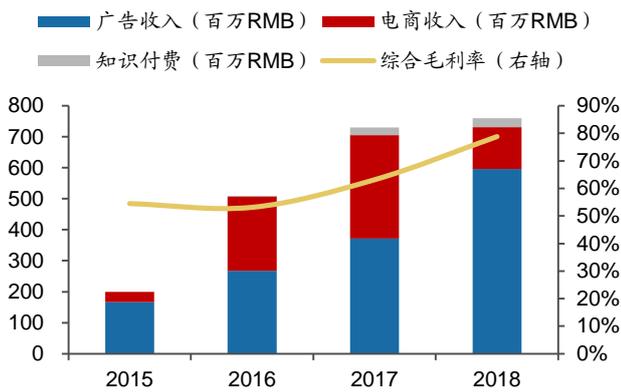
3) 知识付费是PGC变现的一种新形式, 2018年收入仅2859万元, 尚属发展早期, 对整体营收贡献较小。

图29: 宝宝树发展历程



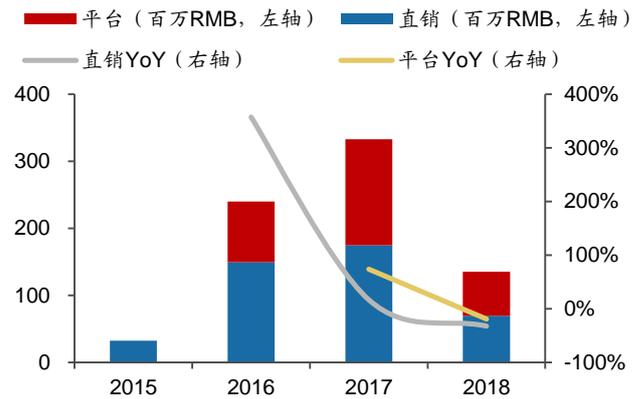
数据来源: 宝宝树集团招股书, 广发证券发展研究中心

图30: 宝宝树的分业务营收和综合毛利率情况



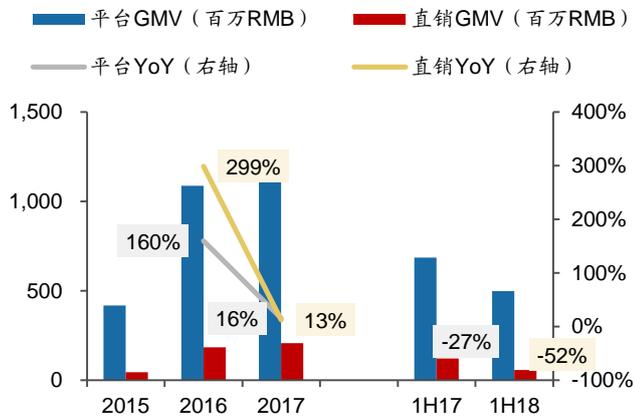
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图31: 2018年宝宝树电商收入增速大幅放缓



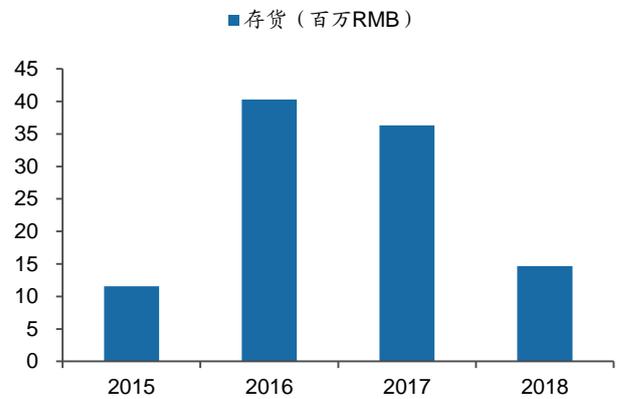
数据来源: 宝宝树集团招股书, 广发证券发展研究中心

图32: 宝宝树直销和平台GMV变化情况



数据来源: 宝宝树集团招股书, 广发证券发展研究中心

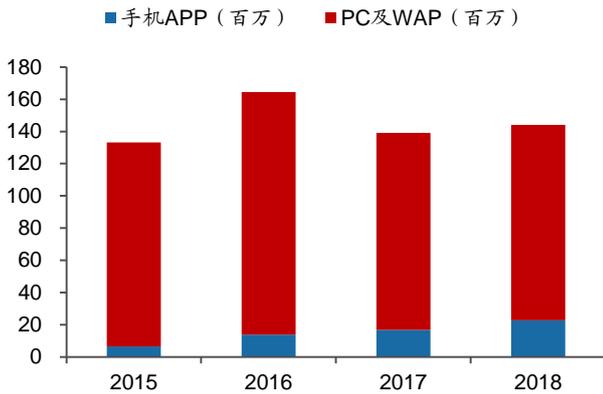
图33: 宝宝树存货水平逐年下降



数据来源: 宝宝树集团招股书, 广发证券发展研究中心

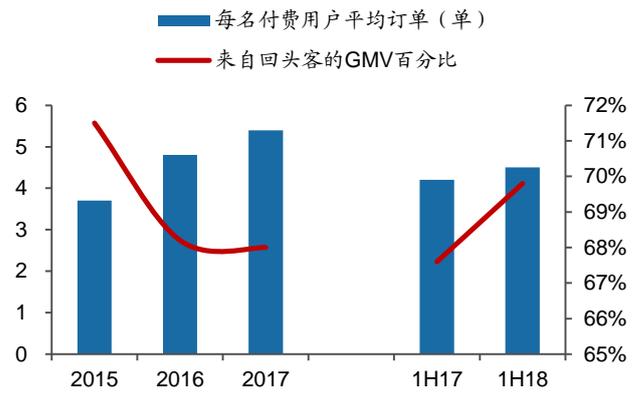
用户拉新放缓, 存量消费者保持高粘性。2018年宝宝树平均MAU达到1.4亿, 同比2017年微增500万, 不及2016年1.65亿的水平。核心用户ARPU提升, 2015-2017年每名付费用户平均订单数由3.7提升至5.4, 回头客消费GMV约占整体68%。2016-2018年, 宝宝树年销售开支在1.4-1.8亿之间, 收入占比约25%, 投入可控。

图34: 宝宝树平均MAU情况



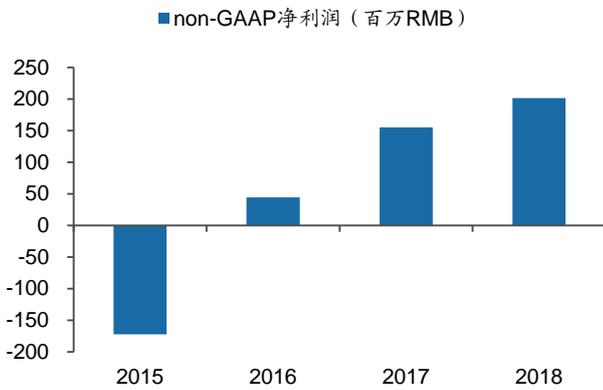
数据来源: 宝宝树集团招股书, 广发证券发展研究中心 (移动MAU统计口径包括手机APP、手机网页访问)

图35: 宝宝树的用户单量增长和复购占比情况



数据来源: 宝宝树集团招股书, 广发证券发展研究中心

图36: 宝宝树non-GAAP净利润情况



数据来源: 宝宝树集团招股书, 广发证券发展研究中心

图37: 宝宝树集团上市后市值表现



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(四) 小红书: 兴于短视频, 盛于明星 KOL 的国民种草机

小红书是如Pinterest的社区型内容平台,“非专业型”导购;其独特的明星KOL+短视频内容已收获2.5亿注册用户(2019年5月)。2018年5月D轮融资投后估值达30亿美元。

小红书始于2013年的一份pdf旅游攻略,同年PC、APP客户端上线,演变为分享旅游攻略、晒物的线上社区。对比同时代的蘑菇街,小红书定位于做“生活方式入口”,并非纯粹的导购或电商平台,商业色彩更淡,带来更强的用户互动与内容沉淀;创始人瞿芳曾道“小红书不是电商,而是一个游乐场”。2014年小红书完成A、B各数百万美元的融资,并上线“福利社”电商平台,在社交平台中引入电商模块,建成商业闭环。

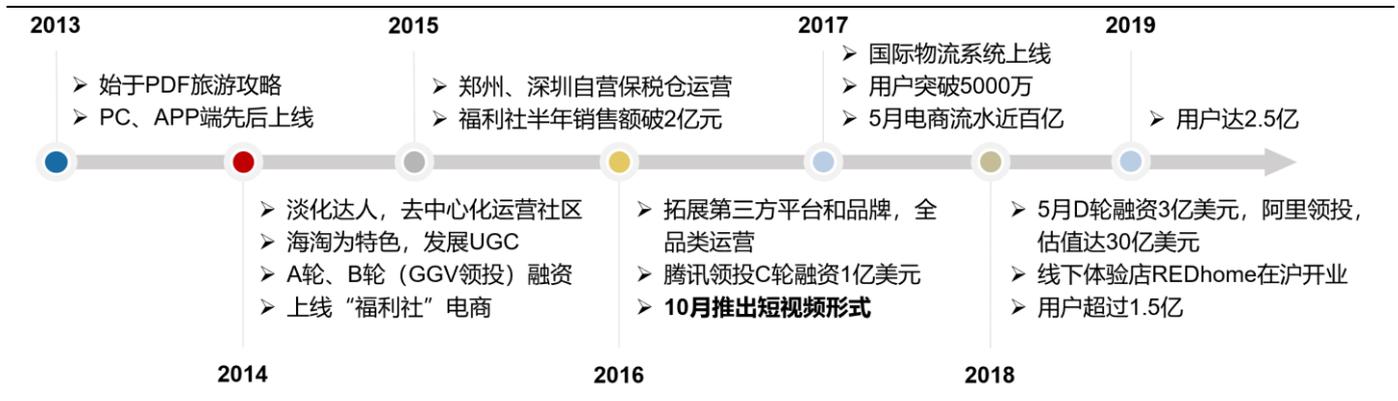
表2: 小红书历次融资情况

时间	轮次	金额	投后估值	主要投资方
2013.10	天使轮	数百万人民币		真格基金
2014.06	A	数百万美元		金沙江创投、真格基金
2015.06	B	数千万美元		GGV、金沙江创投

2016.03	C	1 亿美元	10 亿美元	腾讯投资、元生资本、天图投资
2018.05	D	3 亿美元	30 亿美元	阿里巴巴、金沙江创投、腾讯投资、GGV、元生资本、天图投资、真格基金、K11 郑志刚

数据来源：创业邦，广发证券发展研究中心

图38：小红书发展历程



数据来源：36Kr，广发证券发展研究中心

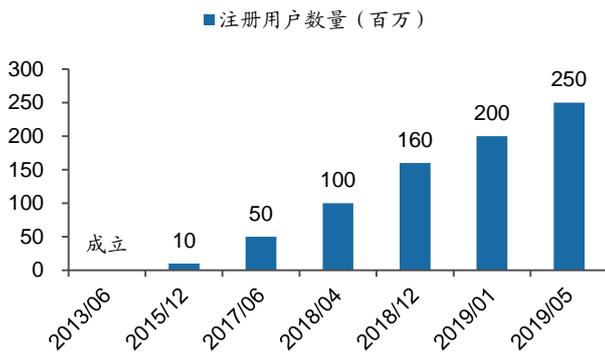
明星KOL的生活分享让小红书爆红。从最初的林允、范冰冰，到后来的《偶像练习生》、《创造101》，明星的入驻和日常生活分享是小红书内容运营有别于其他平台的重要因素。对于用户，专业明星产生的高质量内容是引流利器；对于明星KOL，小红书的“生活方式分享”给予他们宽松的圈粉和人设补充环境，短视频带货又是简单高效的商业变现途径。小红书作为平台，核心作用是引入合适的KOL，协调PGC与UGC的比例，控制商业化力度，维持社区生态的平衡。

小红书选择了较重的商业变现模式，自建电商、打造产业链闭环。2014年小红书上线“福利社”提供海淘服务并自建保税仓，自营保障正品；2016年小红书开放了品牌商和其他第三方卖家入驻，吸引了大量美妆品牌入驻开设旗舰店。引入电商后，小红书建成了“内容种草→一站购买→体验分享→二次传播→内容沉淀→传播种草”的闭环逻辑。

极具消费潜力的用户群和强大的用户粘性为小红书的商业化打开想象空间。根据小红书在亿欧2019全球新经济年会披露的信息，2.5亿注册用户中60%为一二线城市用户，70%为90后、55%为95后；90%的用户在小红书了解商品信息，平均每日有20万+新笔记生成。高毛利率、高营销费用投放意愿的化妆品是小红书的核心品类，也是电商平台易于实现盈利的品类。2018年上半年小红书销售额超过7亿；即使不通过小红书自身电商平台变现，巨大流量带来的广告价值同样值得期待。

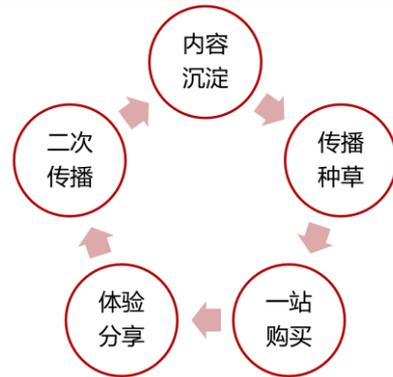
盈利或许仍在路上。参考Pinterest财务情况，对比短平快的返利型导购，内容社区的商业变现或许需要更长时间。小红书大量引入的明星KOL本身成本较高，据虎嗅数据，小红书约分得明星带货利润的40%，且对接明星的主要成本为运营团队人力开支，不具备明显的规模效应。2013年以来，小红书累计融资4亿美元以上，处于快速扩张阶段，用户数量增长和粘性培养是更重要的观察指标。

图39: 小红书注册用户已达2.5亿



数据来源: 2019亿欧全球新经济年会, 广发证券发展研究中心

图40: 小红的商业闭环逻辑



数据来源: 2019亿欧全球新经济年会, 广发证券发展研究中心

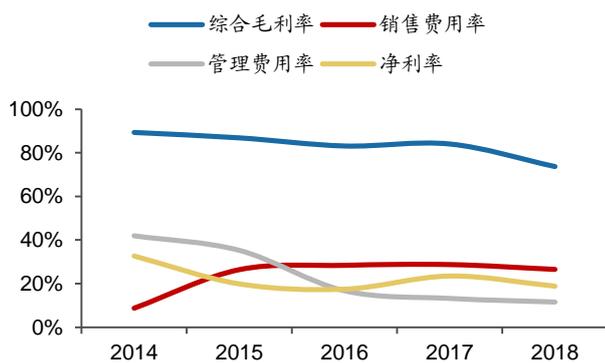
(五) 值得买: 3C 内容见长, 上市后具备扩张潜力

值得买是定位于内容驱动的综合导购平台, 以电子数码领域见长, 2019年7月15日登陆A股。

值得买成立于2011年, 早期以优惠信息为主, 后逐渐加入海淘、原创等多个频道。目前值得买已经成长为多品类、一站式的内容类导购平台, 形成了基于“三好架构”(即好价、好物和好文)的内容体系。

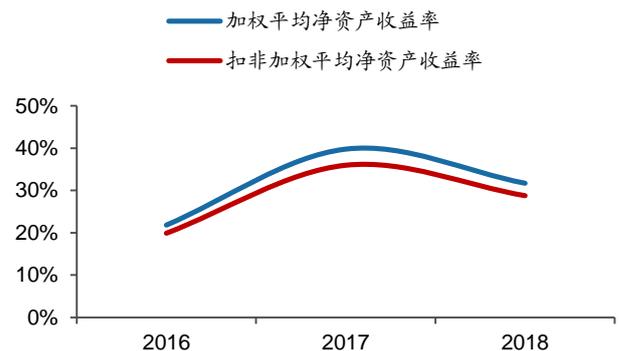
值得买是经营稳健、小而美的公司, 上市融资后具备扩张潜力。2018年公司营收同比增长38%至5.1亿元, 归母净利同比增长11%至9572万元; 1H19营收增长38%至2.7亿元, 归母净利增长15%至4681万元。上市前仅2015年融资1亿元, 后续持续盈利且经营现金流健康, 销售费用率不超过30% (并未大规模烧钱扩张), 净利率位于20%上下, 2018年加权平均ROE达31.7%。

图41: 值得买费用率保持平稳



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图42: 值得买ROE情况



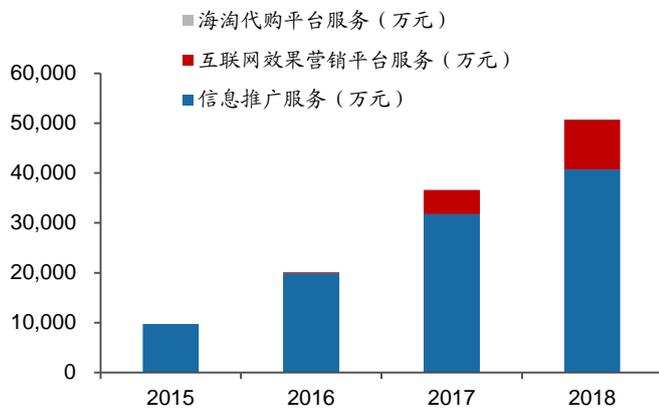
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

值得买收入主要来源于广告和佣金。2018年广告收入占比达60.4%, 为收入利润支柱。广告展示和交易佣金收入最终都将取决于站点的流量和转化率: 2016-2018年值得买平均MAU分别为1862万、2402万及2654万, 用户流量保持增长; 佣金类业务的GMV转化率亦呈上升趋势。

广告展示收入的增长更体现平台的流量价值。受益流量增长, 我们可以观察到

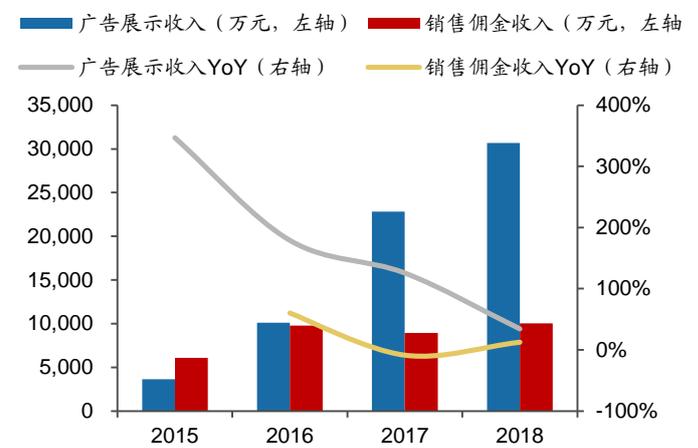
驱动广告收入增长的三个因素均在提升：1) 价格提升：2016-2018年值得买广告位综合平均价格分别为1.58 / 2.28 / 2.40万元/天；2) 出租率提升：主要广告位的售出比例约为30% / 40% / 42%；3) 广告位扩容：APP信息流、通栏广告位个数在2017、2018年分别有明显增加，增加收费基数。

图43: 信息推广服务为主要营收



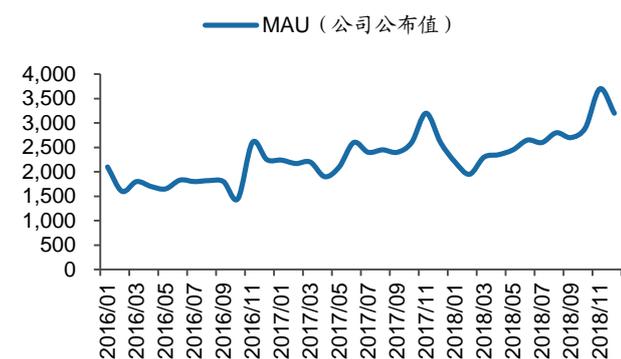
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图44: 广告展示收入增长更快



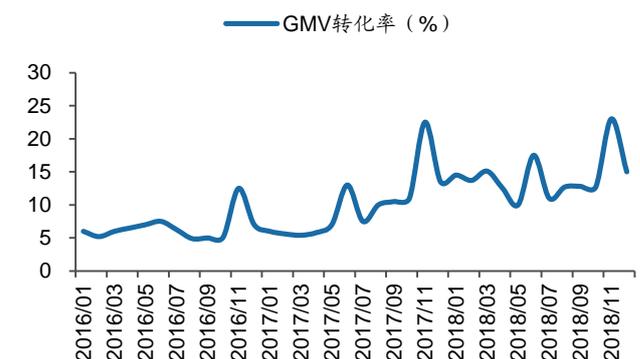
数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图45: MAU长期呈上升趋势



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

图46: 佣金类业务的GMV转化率呈上升趋势



数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

佣金类业务中, 值得买与阿里、京东的共存关系可以为导购与下游电商的依存关系提供数据参考(根据招股书披露, 公司对京东平台的收入存在口径变更, 我们将京东产生的计入互联网效果营销平台服务的营收还原至信息推广业务后进行计算):

2018年, 值得买实现佣金收入1.0亿元(调整京东口径后1.8亿元, 同比增长44%, 前十大客户占比98%); 前十大客户导流金额(GMV)达77.0亿元, 同比增长53.4%。

表3: 值得买佣金业务前十大客户情况

	2016	2017	2018	编号	备注
经调整的佣金收入(万元)	9,790	12,472	17,922		公布佣金值+京东未计入的部分
YoY		27%	44%		
经调整的前十大客户导购GMV(万元)	308,166	502,062	770,272	①	公布佣金值-京东嘉海已计入部分+京东实际应计值

YoY		62.9%	53.4%	
经调整的前十大客户佣金收入 (万元)	8,723	12,030	17,641	② 公布佣金值+京东计入互联网效果营销平台的部分
经调整的前十大客户佣金率	2.83%	2.40%	2.29%	①/②

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

京东是值得买导流GMV占比最高的客户，2018年达47.5亿元，占前十大客户GMV的61.7%。针对京东平台，电商导购佣金收入与互联网效果营销平台服务收入合计值代表实际的佣金收入，2018年为8035万元。则值得买2016-2018年对京东平台收取的综合佣金率为1.45%/1.56%/1.69%，呈逐年提升态势，主要来源于导流的品类结构变化，特定品类的佣金比例相对稳定。

表4: 值得买对京东的佣金变化情况

针对京东	2016	2017	2018
电商导购佣金收入 (万元)	1,035	140	162
互联网效果营销平台服务收入 (万元)	11	3,541	7,874
合计 (万元)	1,046	3,682	8,035
GMV (百万元)	720	2,353	4,753
值得买对京东的佣金率	1.45%	1.56%	1.69%

数据来源：值得买招股书，广发证券发展研究中心

表5: 值得买为京东导流的GMV呈现品类结构变化

京东商城导购 GMV 品类比例	2015	2016	2017	2018	佣金比例
电脑数码	29%	32%	34%	32%	1%
家用电器	24%	23%	23%	20%	1%-2%
食品保健	13%	13%	12%	15%	1.5%-3.5%
家居家装	4%	5%	7%	6%	2%
个护化妆	7%	6%	3%	2%	2%
日用百货	5%	4%	4%	3%	1.5%-2%
其他	19%	18%	17%	22%	1%-8%

数据来源：值得买招股书，广发证券发展研究中心

2018年值得买对阿里的确认GMV为25.7亿元，对比阿里2019财年5.7万亿元的总GMV规模可谓九牛一毫。阿里妈妈平台向广告交易收取一定技术服务费（多数为佣金的10%），此处我们扣除技术服务费影响后，计算值得买为阿里平台导购产生的实际净佣金率，2016-2018年分别为2.96%/2.78%/2.97%，表明二者的依存关系较为稳定。

表6: 值得买对阿里平台的佣金变化情况

针对阿里	2016	2017	2018
GMV (百万元)	1,540	1,975	2,567
对阿里的佣金收入 (万元)	5,036	6,020	8,435
对阿里的佣金率	3.27%	3.05%	3.29%
阿里妈妈技术服务费 (万元)	477	537	809

扣除技术服务费的净佣金（万元）	4,560	5,483	7,626
扣除技术服务费后对阿里的真实佣金率	2.96%	2.78%	2.97%
值得买对阿里的广告收入（万元）	494	3,451	1,451
值得买对阿里的合计收入（万元）	5,530	9,471	9,886
值得买对阿里的总变现率	3.59%	4.80%	3.85%

数据来源：值得买招股书，广发证券发展研究中心

透过值得买对阿里京东的佣金率，我们可以看到：

1) 以值得买为代表的导购平台仍然是下游巨头的低成本流量来源（导购平台的佣金率低于广告平台向品牌商收取的营销佣金率），导购的商业模式成立；

2) 即使是龙头导购，相对于电商巨头的交易规模，依然是九牛一毛，无法再对下游构成如2013年的威胁；伴随电商规模的扩大，依然可以获得显著高于行业增速的增长；

3) 在体量悬殊的情况下，下游电商平台欢迎导购为其收集零散的站外流量，并且支付合理平稳的佣金率。

关于值得买的更多探讨，欢迎参考我们2019年7月4日发布的报告《什么值得买：软文配好价，导购平台之形，广告变现之实》。

三、投资建议：关注内容型平台的增长弹性和流量价值

电商导购的核心价值是辅助用户完成网购决策、促成交易，为用户提供“薅羊毛”和“种草”的渠道，面对的用户群往往是某一类特定客群：折扣型导购面向价格敏感的“羊毛党”，内容型导购则面向具体品类的资深消费者，类似于垂直电商平台。

内容型导购平台的壁垒在于“深度”，是专注于某一客群、某一品类的专业内容生产、聚合能力。内容生产大多不具备跨品类规模效应，且单一平台承载的内容量往往有限，平台“定位”决定了品类与客群的范围；这些因素共同造就了导购共存数量多、大都小而美的格局。

引流与变现策略上，坚持导购属性、以广告为核心变现流量，还是自营电商、打造产业链闭环；以优惠返利吸引用户、还是深耕内容经营用户粘性，不同公司选择不同，相应的财务经营表现、价值评估体系、长期发展路径均有所不同。我们将导购平台归为三类：

1) 价格驱动型导购主要服务于品牌商的促销需求，以“薅羊毛”引流，竞争壁垒相对较低。经历2013年的行业变革，返利型导购龙头错失成长为中国版Slickdeals的最佳窗口期；现阶段发展受制于下游数倍甚至数十倍体量与自身的电商巨头，且未能与竞争对手拉开足够的体量差距，想象空间有限。返利型网站通常仅坚持导购属性，模式较轻（自建电商平台则类似拼多多）。返利优惠导购拥有较强的赚钱能力，是电商中少有的小而美却稳定盈利的业态。关注返利网、淘粉吧。

2) 内容型&自建电商平台型导购已形成商业闭环，具备更强的用户粘性和平台独立性，更适宜用垂直电商的角度观察；但自建电商平台背后所需的供应链管理（直

营)、第三方商家管理(平台)均需要时间打磨,垂直电商扭亏为盈将花费较长的调整周期,需谨慎看待投资机会。建议关注小红书和蘑菇街:小红书当前仍处于用户和GMV快速扩张的阶段,用户粘性强且具备品类优势,资本支持力度大(同时获得腾讯与阿里的投资);蘑菇街经历多次转型调整后确定发力直播+小程序、重KOL内容运营的方向,或带来新一轮用户增长。

3)内容驱动&仅专注导购的模式具备用户粘性优势,规避了自建电商平台隐含的供应链风险。内容导购的专业价值集中体现于选品环节,在综合电商供应链完备的情况下,自建交易平台带给用户的体验未必具有比较优势。**建议关注龙头值得买,经营稳健、具备持续盈利能力和良好现金流,具备粘性用户基础,上市融资后具备扩张潜力。**

流量的体量和粘性决定平台的长期价值。对于纯粹的佣金型导购平台,发展空间或受到下游巨头的较多限制;导购平台拥有一定自有流量后,转型内容化的种草平台,提高流量粘性、增加口碑传播,可直接对接广告主通过展示广告变现,路径变短、独立性更强。

表7: 主要导购平台关键经营数据及估值情况

用户数	GMV (亿 RMB)	2018 年收入 (百万 RMB)	2018 年净利润 (non-GAAP, 百万 RMB)	市值 (百万 RMB)	P/GMV	P/User	
值得买	2654 万 (2018 年平均 MAU)	102	508	96	6,397	0.63	241
宝宝树	14,410 万 (2018 年全口径平均 MAU)		760	201	3,510		24.4
蘑菇街	3280 万 (FY2019 平均 MAU)	174	1,074	-240	1,872	0.11	57.1
小红书	2.5 亿 (注册用户, 2019 年 5 月) 1 亿 (注册用户, 2018 年 4 月)			30 亿美元 (2018 年 5 月 D 轮融资)			213

数据来源: 各公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (市值截至 A 股 2019/9/9、美股 2019/9/9 收盘, 汇率以 2019/9/10 人民币中间价计算, 1 美元=7.0846 人民币, 1 港元=0.9038 人民币)

风险提示

1. 行业竞争加剧: 电商及其他导购平台对流量的争夺加剧, 造成新用户获取成本快速提高、存量用户流失;
2. 核心电商及广告公司客户营销策略变动: 下游客户集中度高, 客户在产业链中议价权较强, 核心客户的经营策略变动或引起值得买收入的大幅波动;
3. 消费偏好变化, 既有导购形式对用户吸引力下降。

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。

高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

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

法律主体声明

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

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

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

重要声明

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

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

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

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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