

证券研究报告

2021年06月01日

行业报告 | 行业深度研究

互联网传媒：Q1电商业绩总结及618前瞻 新业态催化线上消费景气度上行

作者：

分析师 冯翠婷 SAC执业证书编号：S1110517090001

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002

联系人 翟一柠



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

核心观点

电商Q1业绩总结：线上消费恢复景气，低线、新业态等要素催化竞争。疫情复苏，21Q1线上消费反弹明显，社零总额同比增长34.2%（19Q1-21Q1两期CAGR为5.75%），线上化率连续5期维持在30%左右的较高水平（但需考虑社零基数较低）。总观21Q1业绩电商平台龙头及产业链公司业绩呈结构性增长，受益于电商新业态加速发展，产业链（代运营、MCN）业绩弹性优于平台型公司。具体来看，一方面低线市场竞争加剧，阿里、京东活跃买家人数环比新增显著（分别+3200万/2800万），但同时GMV增速放缓，拼多多用户数突破新高但也或面临瓶颈；另一方面，新业态（直播电商、小程序电商）兴起促使电商平台加大投入积极反击，代运营正经历结构调整或在后期受益，而MCN公司如星期六（遥望）已乘直播电商东风，21Q1利润同比出现翻倍增长。

“618”前瞻：直播电商开局成绩亮眼，后期在传统龙头电商平台及新电商势力同发力下，“618”GMV有望再创佳绩。5月20日快手率先开启“616品质购物节”，紧接着24日天猫、京东、抖音开始“618”预售（6月1日-20日促销20天），今年“618”各大电商平台升级玩法，聚焦规则简化、优惠力度提升（满200减30）、多平台多渠道联动（京抖合作、台网联动）等，没有二选一后首个电商大促各平台关注重点重回消费体验，催化消费热情。21年5月25日0点，“618”预售李佳琦/薇娅直播间销售额分别达到24.32/28.85亿元（去年同期约为2.2/1.8亿元，同比增长超过10倍），观看人次均破亿；抖音直播带货预估11.96亿元。2020年“618”全电商行业GMV合计4573亿元（占当年线上GMV3.9%），天猫超110家品牌成交过亿，今年在传统龙头电商平台及新电商势力同发力下，GMV有望再创佳绩。

核心观点

投资建议：我们推荐电商平台【阿里巴巴（低估值区间，短期关注市占率提升淡化利润率）、京东（零售业务稳健，加大战略领域投资）、拼多多（活跃用户数创新高，关注多多买菜进展）】及直播平台【快手（私域+闭环电商生态逐步完善）】，建议关注淘宝/抖音/快手/微信视频号电商产业链【星期六（瑜大公司预售首周快手带货9494万第6，李宣卓第9，定增过会落地）、姚记科技（抖音代运营公司商策科技获姚记千万级投资，早前姚记投资有短视频营销公司芦鸣科技）、值得买（20年星罗确认GMV为18.31亿，同比增长940.34%）、引力传媒、壹网壹创】等，及微信生态电商SAAS【有赞（5月29日新零售峰会推出K100战略和ONE战略继续发力企业微信及视频号等微信生态）、微盟（5月25日腾讯第三次增持）】，特别提醒关注头部潮玩消费旺季催化【泡泡玛特（4月至618旺季众多IP新品旺季上线催化业绩）、奥飞娱乐（玩具及婴童业务受益三胎政策，《贝肯熊》电影定档7月，下半年众多盲盒新品上线）】。

风险提示：宏观经济不景气；电商市场竞争加剧；行业监管趋严；直播电商行业发展不及预期；货币化率提升速度不及预期。

表：电商可比公司估值表（2021年5月26日）

股票市场	证券代码	当前股价（元）	证券简称	总市值（亿元）	2021E 净利润	2022E 净利润	2021E 增速	2022E 增速	2021PE	2022PE
A股	002605.SZ	23.01	姚记科技	92.53	7.82	9.44	-28.52%	20.79%	10.58	8.76
	002291.SZ	20.72	星期六	154.12	6.77	11.65	2686.14%	72.16%	22.90	13.30
	300785.SZ	113.76	值得买	101.06	2.05	2.54	30.75%	24.06%	41.47	33.42
	603598.SH	10.84	引力传媒	29.34	2.16	3.10	111.48%	43.52%	13.53	9.43
	300792.SZ	86	壹网壹创	124.05	4.18	5.55	34.81%	32.78%	26.95	20.30
	600556.SH	11.09	天下秀	200.48	5.45	7.71	84.44%	41.47%	34.26	24.22
	603877.SH	54.35	太平鸟	259.10	9.46	11.64	32.71%	23.04%	25.36	20.61
	002612.SZ	61.27	朗姿股份	271.09	2.54	3.55	78.83%	39.80%	100.93	72.19
港股	9988.HK	207	阿里巴巴-SW	36962.12	1270.77	1658.71	41.70%	30.53%	20.80	16.82
	9618.HK	287.6	京东集团-SW	6330.71	106.68	204.86	-13.57%	92.02%	38.57	26.35
	1024.HK	204.8	快手-W	6521.06	-120.79	30.07	-16.64%	-	-	82.53
	9991.HK	94	宝尊电商-SW	171.64	7.61	11.04	36.21%	45.01%	27.12	19.16
	2013.HK	17.42	微盟集团	326.36	0.86	2.53	779.46%	191.68%	227.64	129.20
	8083.HK	1.67	中国有赞	237.30	-6.02	-4.47	3.90%	25.65%	-	-
	9992.HK	67.1	泡泡玛特	774.46	14.12	22.50	96.98%	59.35%	73.07	45.84
美股	BABA.N	211.13	阿里巴巴	36743.71	1270.77	1658.71	41.70%	30.53%	20.66	16.71
	JD.O	72.81	京东	6253.91	99.25	202.97	-19.59%	104.51%	42.89	29.62
	PDD.O	130.82	拼多多	9824.46	-126.94	-29.96	-35.33%	76.40%	-	234.41
	BZUN.O	35.8	宝尊电商	1692.35	7.61	11.04	36.21%	45.01%	26.71	18.87

资料来源：公司公告，WIND，Bloomberg，天风证券研究所 注：20、21年PE为wind/Bloomberg一致预期

1

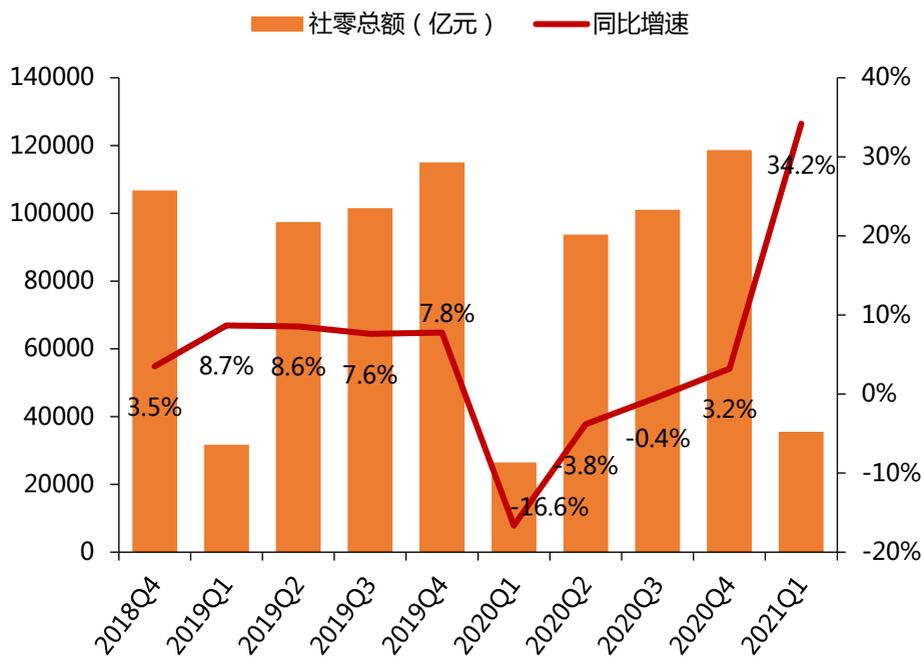
Q1电商业绩总结：

线上消费恢复景气，低线、新业态等要素催化竞争

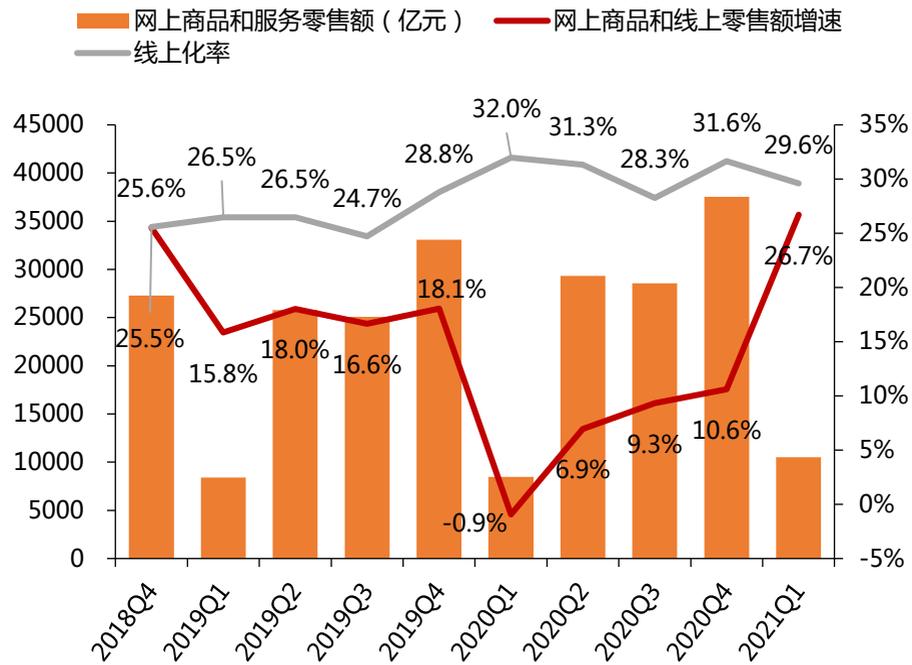
1.1 社零总额及线上消费：疫情后反弹显著，景气度或将延续

疫情复苏，21Q1线上消费反弹明显，受新电商业态催化全年或延续高景气。受到疫情影响，20年前三季度社零总额增速为负，20Q4社零总额同比增速开始由负转正，21Q1加速反弹，社零总额同比增长34.2%，平滑疫情影响来看19Q1-21Q1两期CAGR为5.75%，在此背景下，线上消费景气度维稳后持续上行，同比增速攀升，21Q1网上商品和服务零售额同比增长26.7%（19Q1-21Q1两期CAGR 11.86%，优于社零增速），与此同时，线上化率维持在30%左右的较高水平（考虑社零基数较低），虽然Q1线上化率环比下降2pct，但考虑到季节性因素，我们认为全年线上消费在电商新业态催化下或将维持高景气。

2018Q4-2021Q1 社会零售总额及同比增速



2018Q4-2021Q1 网上商品和服务零售额及线上化率

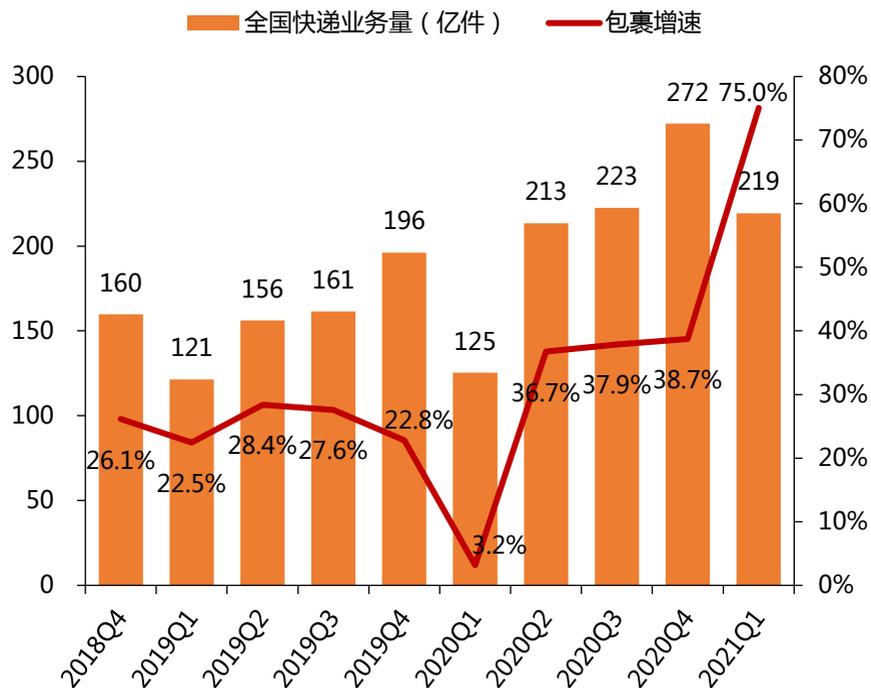


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.2 快递业务量：包裹数量高增长，单包裹价值量走低

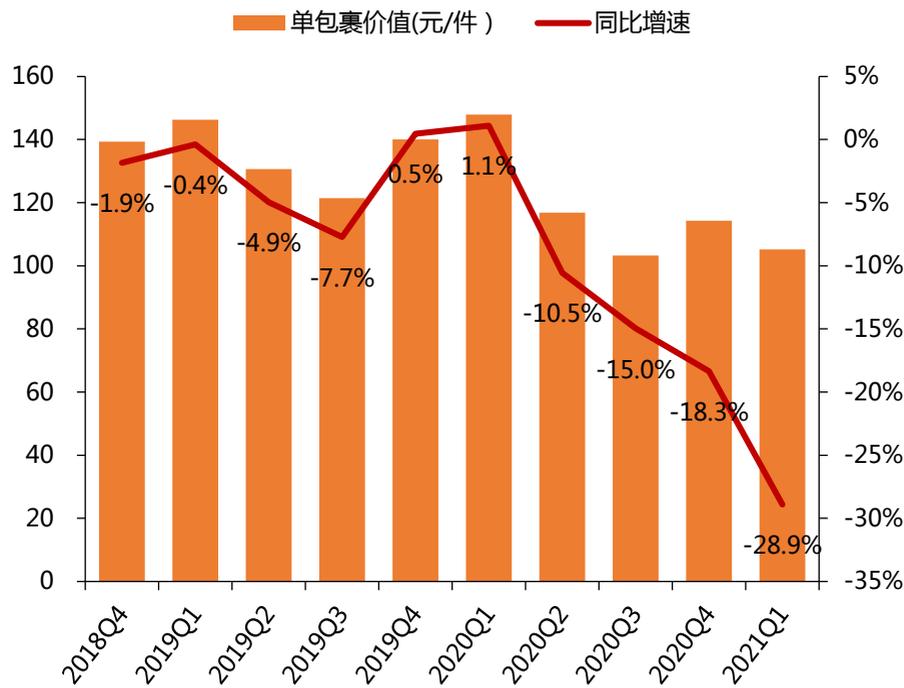
物流包裹数量维持高速增长，单包裹价值量显著下滑。受疫情影响1Q20物流受阻严重，包裹量增速显著下滑，从2Q20恢复至今包裹量维持30%以上增速，21Q1的同比增速达到75.0%（19Q1-21Q1两期CAGR 34.53%）。同比网上商品和服务零售额的同期增速，包裹量增速更快，拆分来看单包裹价值下滑较为明显，推测是因为：1）拼多多、淘特等低价电商快速发展拉低平均包括价值；2）为提升发货速度，商家拆分订单多批发货；3）刷单因素影响。

2018Q4-2021Q1 全国快递服务企业业务量及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

2018Q4-2021Q1单包裹价值及增速



注：单包裹价值=实物GMV/全国快递业务量

1.3 电商板块公司业绩及估值总览

电商板块21Q1业绩结构性增长，受益于电商新业态加速发展，产业链（代运营、MCN）业绩弹性优于平台型公司。总观电商板块公司21Q1收入在考虑去年疫情低基数影响下，均基本实现稳健增长，平均营收增速超过60%，利润方面呈现出结构性差异，平台型公司如阿里、京东利润增速放缓，代运营公司如宝尊、壹网壹创各平台业务结构调整，利润出现不同幅度波动，而MCN公司如星期六则受益于直播电商，其MCN子公司遥望21Q1实现净利润7000-8000万元（相当于20年前三季度遥望利润的总和）。

电商板块公司业绩及估值

证券简称	电商属性	总市值 (亿元)	20全年营收 增速 (%)	1Q21营收 增速 (%)	20全年利润 增速 (%)	1Q21利润 增速 (%)	1Q21GMV 同比增速 (%)	E21净利润 (亿元)	E22净利润 (亿元)	2021E净利 润增速 (%)	2022E净利 润增速 (%)	2021 PE	2022 PE
阿里巴巴-SW	电商平台	36962.12	40.72	63.90	26.60	18.00	13.70	1270.77	1658.71	41.70	30.53	20.80	16.82
京东集团-SW	电商平台	6330.71	29.28	38.97	224.65	33.60	-	106.68	204.86	-13.57	92.02	38.57	26.35
拼多多	电商平台	9824.46	97.37	238.89	-9.86	-	-	-126.94	-29.96	-35.33	76.40	-	234.41
快手-W	直播电商平台	6521.06	50.24	36.61	-868.80	-	-	-120.79	30.07	-16.64	-	-	82.53
宝尊电商-SW	电商代运营	171.64	21.62	32.61	51.44	135.50	43.76	7.61	11.04	36.21	45.01	27.12	19.16
壹网壹创	电商代运营	124.05	-10.49	4.20	41.00	9.10	95.32	4.18	5.55	34.81	32.78	29.68	22.35
姚记科技	电商代运营	92.53	21.62	32.61	51.44	26.49	43.76	7.82	9.44	-28.52	20.79	11.84	9.80
值得买	代运营、MCN	101.06	37.39	85.87	34.09	49.53	37.74	2.05	2.54	30.75	24.06	49.30	39.74
星期六（遥望）	MCN	154.12	3.89	49.25	-79.93	-	-	6.77	11.65	2686.14	72.16	22.77	13.22
引力传媒	MCN	29.34	86.55	70.62	107.63	123.65	-	2.16	3.10	111.48	43.52	13.58	9.46
天下秀	MCN	200.48	54.78	58.73	47.80	48.35	-	5.45	7.71	84.44	41.47	36.79	26.00
中国有赞	电商SAAS	237.30	55.77	11.87	-2.88	-30.16	13.46	-6.02	-4.47	3.90	25.65	-	-
微盟集团	电商SAAS	326.36	37.03	-	-667.05	-	-	0.86	2.53	779.46	191.68	227.64	129.20

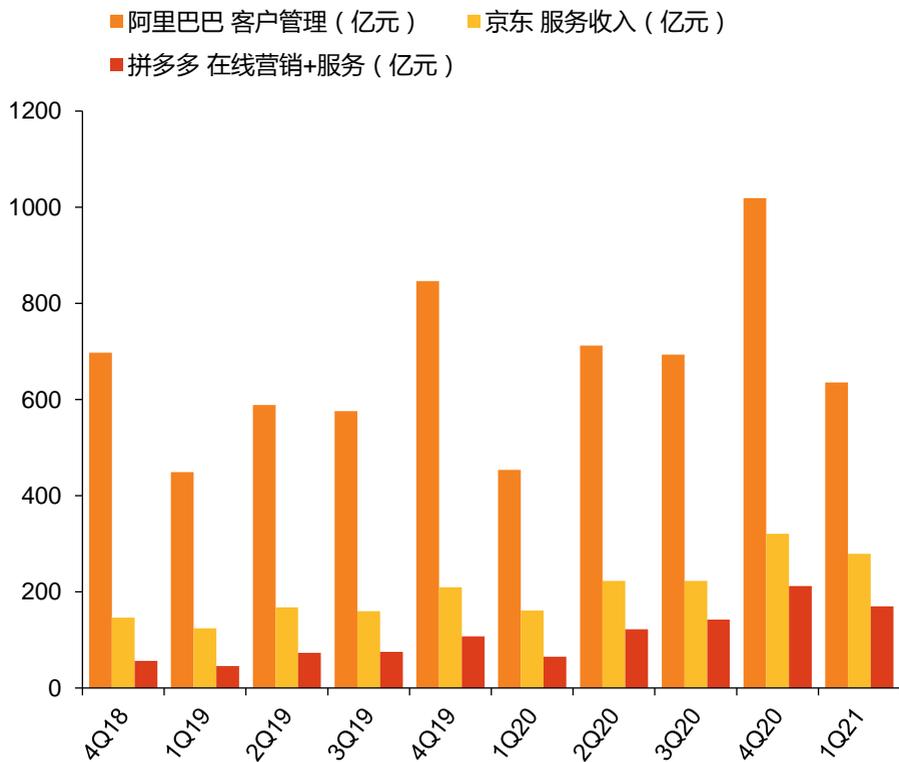
资料来源：公司公告，WIND，Bloomberg，天风证券研究所

注：A股利润增速为扣非归母净利润，美股、港股利润增速为non-GAAP净利润；20、21年PE为wind/Bloomberg一致预期

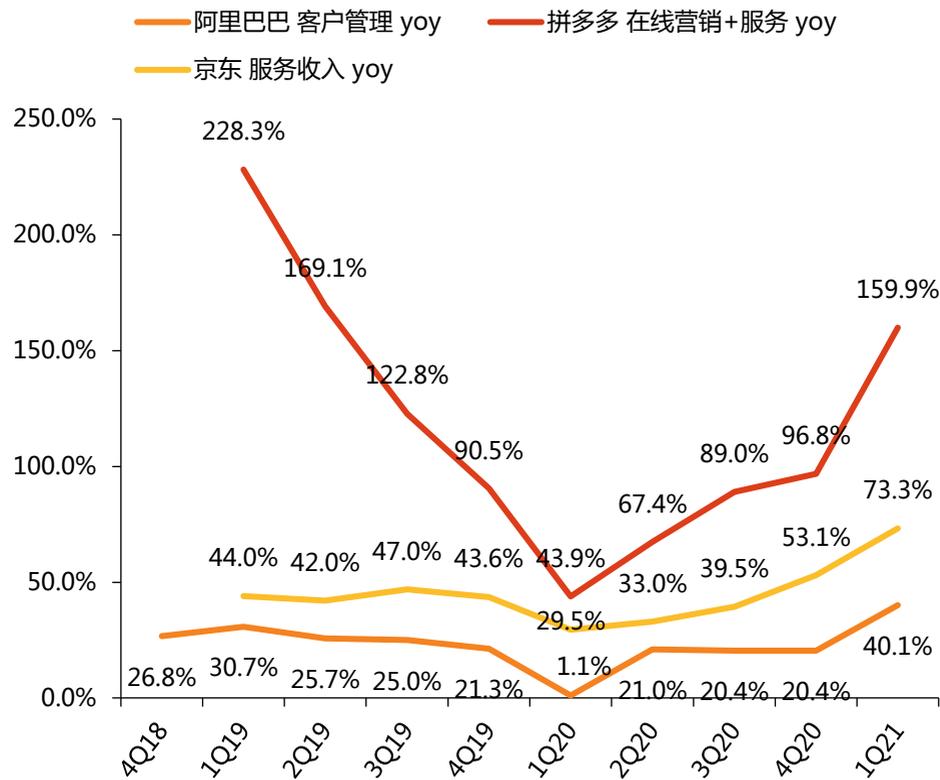
1.4 电商三大平台：收入增速恢复高增长

电商平台3P业务21Q1均恢复较高增速，阿里受基数影响增速相对较低，拼多多3P模式收入增长表现强劲。长期以来三家电商平台3P模式收入增速趋势基本一致，疫情反弹后21Q1阿里/京东/拼多多3P业务同比增速分别为40.1%/73.3%/159.9%（19Q1-21Q1两期CAGR分别为19.02%/50%/94%），阿里由于前期基数较大，收入增速相较较低，拼多多收入增长的加速度最大，表现出更好的成长性。

2018Q4-2021Q1 电商平台3P模式收入



2018Q4-2021Q1 电商平台3P模式收入增速

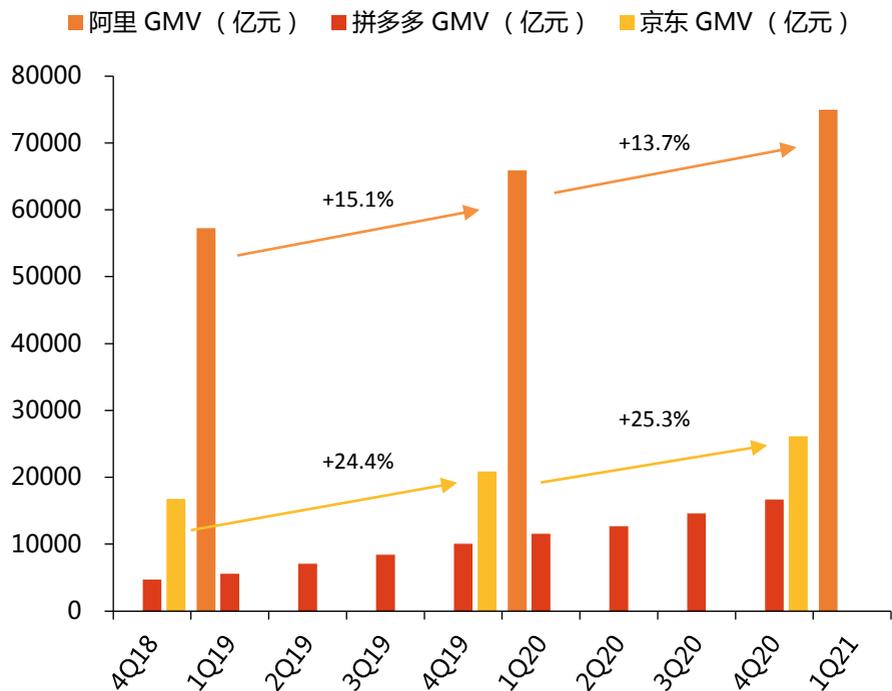


资料来源：公司公告，天风证券研究所

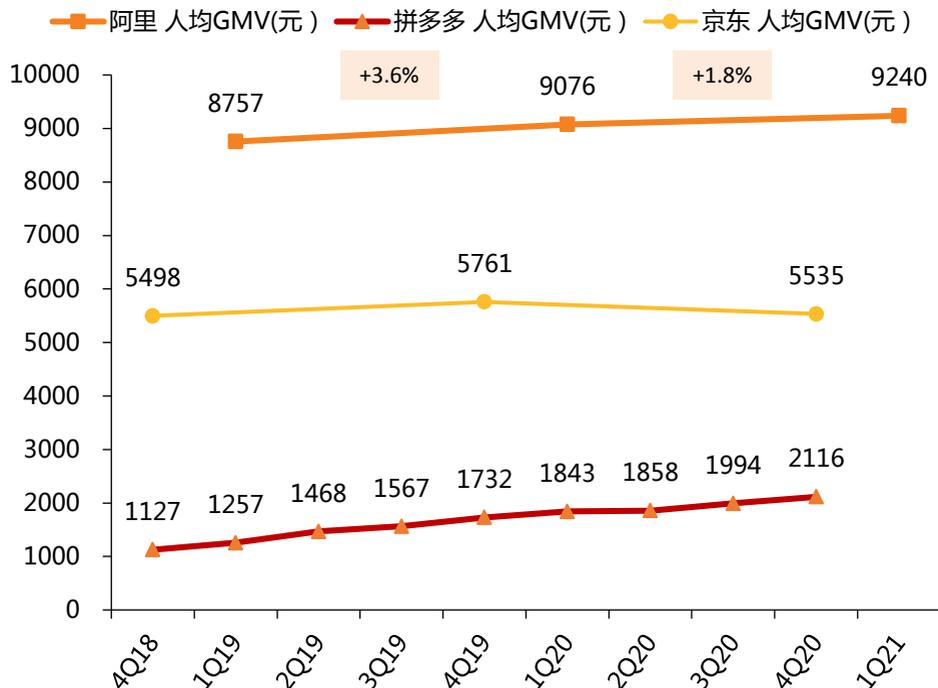
1.4 电商三大平台：GMV增速维稳，下沉市场竞争拖累客单价

阿里FY21年GMV增速稍降至13.7%，人均GMV增长再次降速，下沉市场竞争加剧拉低客单价。阿里在大基数的前提下仍保持GMV（12个月）平稳增长，21Q1同比增长13.7%（上一期yoy+15.1%），人均GMV增速再次降速，主要是受到下沉市场加速推进的影响。比较阿里与4Q20京东和拼多多披露的数据，阿里：京东：拼多多12个月GMV比例为4.5：1.6：1，2019年这一比例为12：3.6：1，阿里、京东与拼多多的GMV明显缩窄。人均GMV方面，阿里、京东、拼多多在最近一期的披露中均能看到明显的增速放缓，推测原因主要来自于激烈的低线市场竞争。

2018Q4-2021Q1 电商平台GMV



2018Q4-2021Q1 电商平台人均GMV



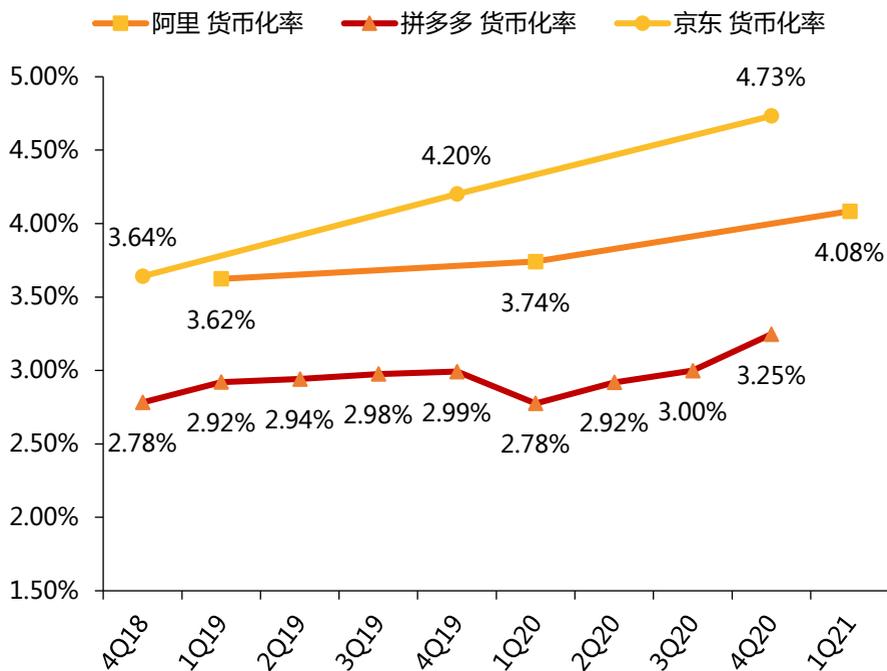
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：阿里、京东只在年报披露全年GMV，拼多多21Q1不再披露季度GMV

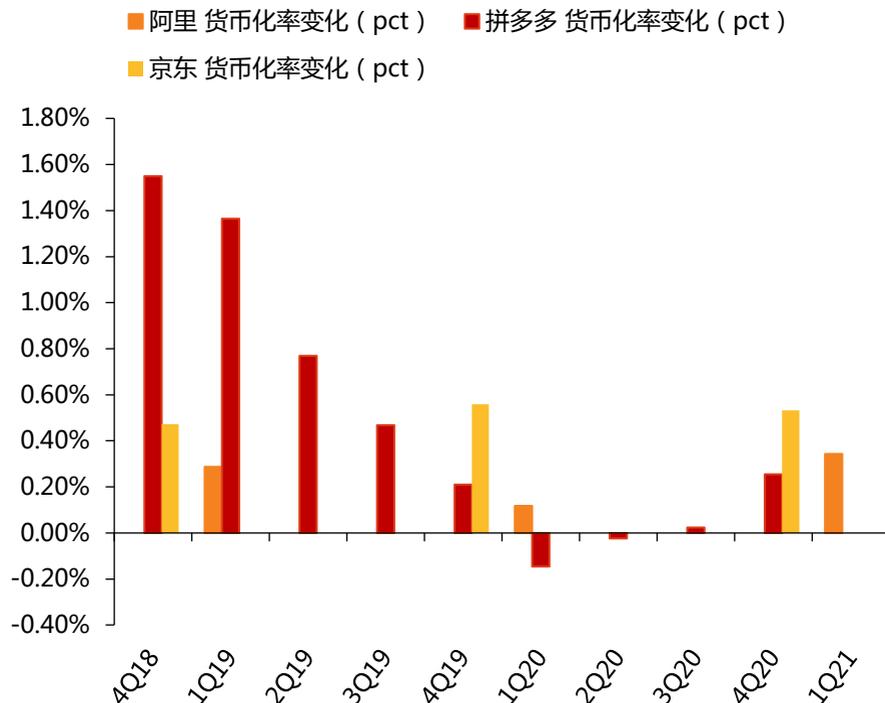
1.4 电商三大平台：3P业务货币化率提升显著，但后期或下降

京东保持最高的货币化率且持续提升，具备较好的变现能力。FY21阿里货币化率达到4.08%，比上期增加0.34pct，同比京东和拼多多最新一期的披露，货币化率分别为4.73%/3.25%，同比增长0.53pct/0.26pct，其中京东货币化率提升最为明显，根据公司21Q1业绩交流会，分析原因主要为商品结构变化，高毛利的服装、美妆品类占比提升。目前看来前期三大电商平台均维持了货币化率的稳步提升（除1Q20受疫情影响外），但随着直播电商、小程序电商等新业态发展，叠加政策高压，平台间竞争加剧，我们认为后期货币化率提升大概率会维稳或者下降。

2018Q4-2021Q1 电商平台3P业务货币化率



2018Q4-2021Q1 货币化率同比变化

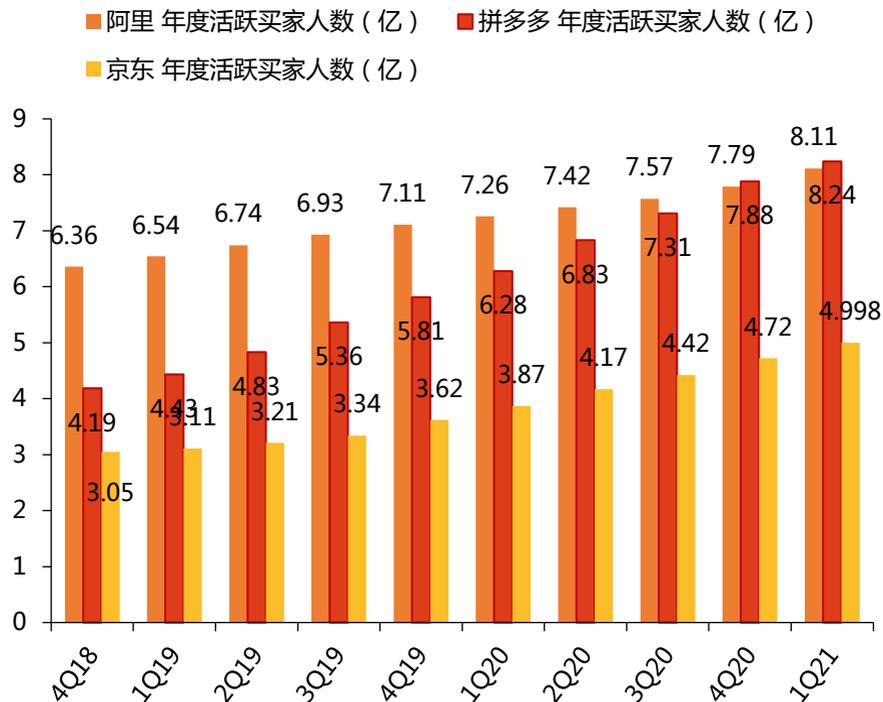


资料来源：公司公告，天风证券研究所

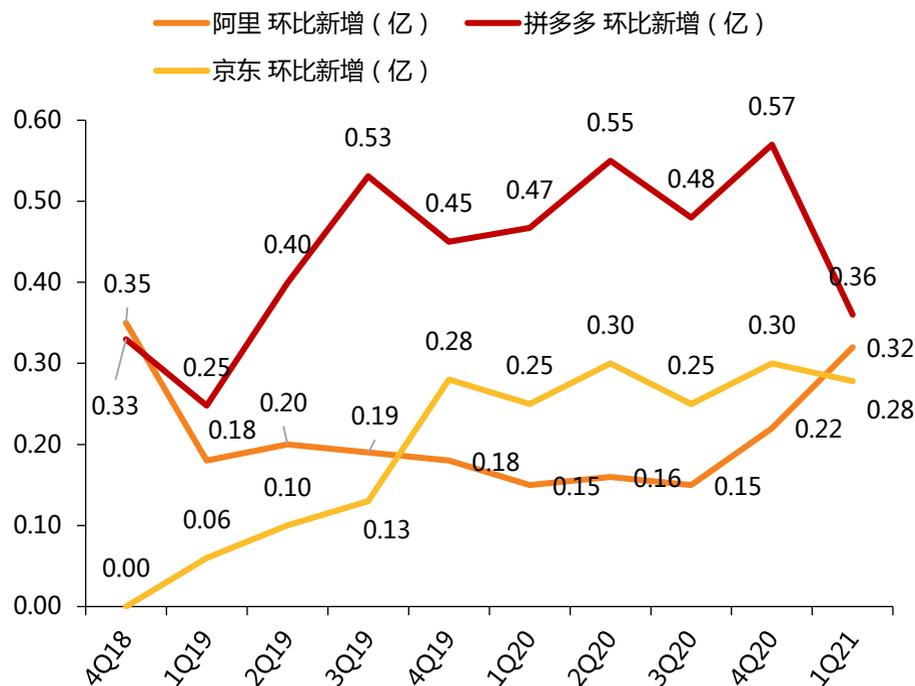
1.4 电商三大平台：低线地区用户为增量主要来源

阿里21Q1新增活跃买家人数达3200万创新高，拼多多活跃买家数达到电商市场第一，但增长略逊前期。拼多多近年来活跃买家人数保持高速增长，21Q1达到8.24亿人（需考虑社区团购用户贡献增量），较4Q18人数近翻倍，阿里、京东则增长相对平稳。21Q1阿里环比新增达到3200万人，为连续8个季度以来新高，来自欠发达地区用户贡献70%增量（淘特一季度活跃买家人数达到1.5亿，MAU为1.3亿）；京东基本维持延续前期增长，来自欠发达地区用户贡献80%增长，拼多多则出现新增用户数相较前6期以来的下滑，用户增长遇到短期瓶颈。

2018Q4-2021Q1 电商平台年度活跃买家人数



2018Q4-2021Q1 电商平台年度活跃买家人数环比新增

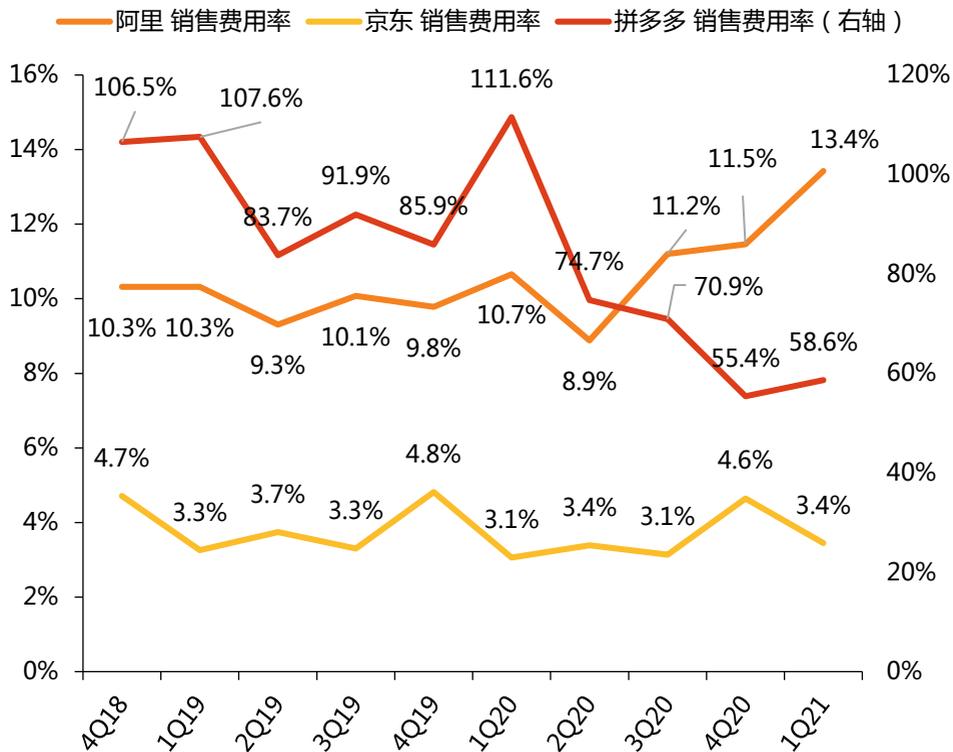


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4 电商三大平台：销售费用率走向三家分化

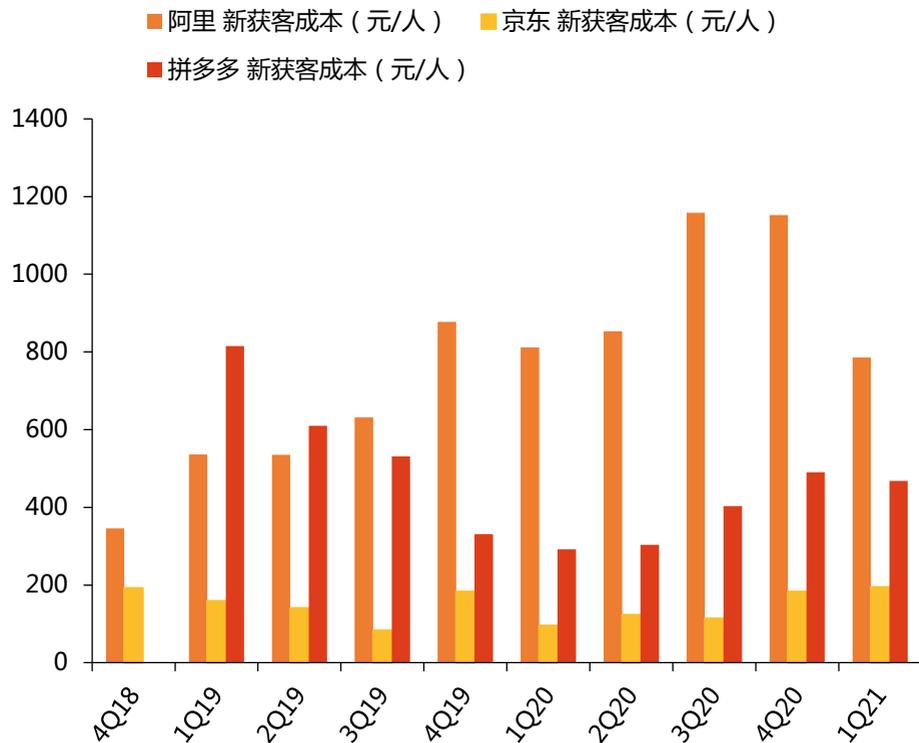
应对竞争阿里加大费用开支，拼多多控费成果显著，京东保持稳定。为应对外部竞争，阿里加大了费用开支投放于广告等，21Q1销售费用率达到13.4%，环比+1.9pct，同比+2.7pct；拼多多费用控制取得显著成效，21Q1的销售费用率相较20Q1降低近一半；京东相对稳定。新获客成本方面，阿里相对新获客成本相对较高，但21Q1下降明显；拼多多19Q1至20Q1期间新获客成本不断降低，但20Q1后又呈上升趋势，或由于活跃买家数量增长逐渐见顶。

2018Q4-2021Q1 电商平台销售费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018Q4-2021Q1 电商平台新获客成本



1.5 电商产业链上其他公司

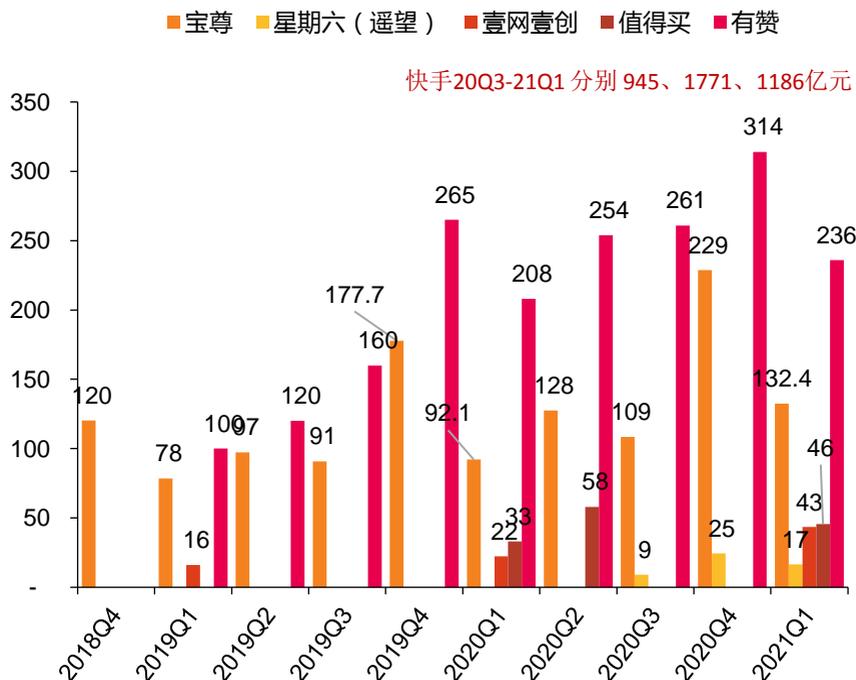
直播电商平台-快手：快手Q1广告及电商业务带动收入同比增长36.61%，Q1实现GMV1186亿元，其中小店GMV占比85%，电商闭环+私域生态逐步完善。

电商代运营-壹网壹创、值得买、宝尊电商：适应多新平台，业务模式、结构进入调整期，代运营公司如壹网壹创利润低增长（yoy+9.1%），值得毛利率下滑9.28pct，宝尊非天猫渠道GMV占比达到35%（20年全年为25%）。

MCN-星期六、天下秀：受益于直播电商兴起，星期六（遥望）21Q1GMV为16.5亿元（1H20为9亿元）增长显著；天下秀红人经济平台效应显著。

电商SAAS-有赞：21Q1付费商家同比下滑43%至7961家，利润承压（同比-30.16%），据MENLO 2021有赞新零售会，来自于快手端成交的GMV占比大幅下降。

2018Q4-2021Q1 电商产业链公司GMV（亿元）



资料来源：公司公告，WIND，天风证券研究所

2018Q4-2021Q1 收入、利润变化

证券简称	电商属性	21Q1营收增速 (%)	21Q1利润增速 (%)	21Q1GMV同比增速 (%)	21Q1毛利率 (%)	毛利率较去年同期变化 (pct)	21Q1销售费用率 (%)	销售费用率较去年同期变化 (pct)
快手-W	直播电商平台	36.61	-	-	41.06	8.23	68.50	3.50
姚记科技	电商代运营 (新)	83.59	26.49	-	45.15	-14.89	23.18	-6.21
壹网壹创	电商代运营	4.2	9.1	95.32	48.57	4.34	15.33	-1.64
值得买	电商代运营	85.87	49.53	37.74	60.95	-9.28	48.86	-8.31
宝尊电商	电商代运营	32.61	135.50	43.76	59.30	-1.90	23.29	-0.74
引力传媒	MCN (新)	70.62	123.65	-	4.40	-0.44	4.30	0.21
星期六	MCN	49.25	-	-	27.29	-2.01	22.95	-6.08
天下秀	MCN	58.73	48.35	-	23.82	-1.83	12.32	0.52
中国有赞	电商SAAS	11.87	-30.16	13.46	58.74	1.16	50.30	7.30
微盟集团	电商SAAS	未披露	-	-	-	-	-	-

注：GMV口径电商代运营：在第三方平台为品牌商提供线上营销服务实现的商品交易额；MCN：商家通过MCN机构进行KOL营销实现的商品交易额；电商SaaS：商家通过订阅解决方案及增值服务实现的商品交易额。

1.5 有赞微盟电商SaaS龙头，深耕私域流量

私域流量崛起，行业迅速发展。20年有赞/微盟充分受益于行业景气，实现营业收入1.8/2.1亿元（yoy+56%/44%），毛利率为59%/49%，订阅解决方案ARPU为10786/7326元（yoy+50%/15%），研发费用为25%/12%。21Q1有赞实现总收入4.17亿元（yoy+12%，qoq-19%），20年一季度疫情高基数下同比依旧保持增长，快手回收部分品类销售权影响有赞总成交额。

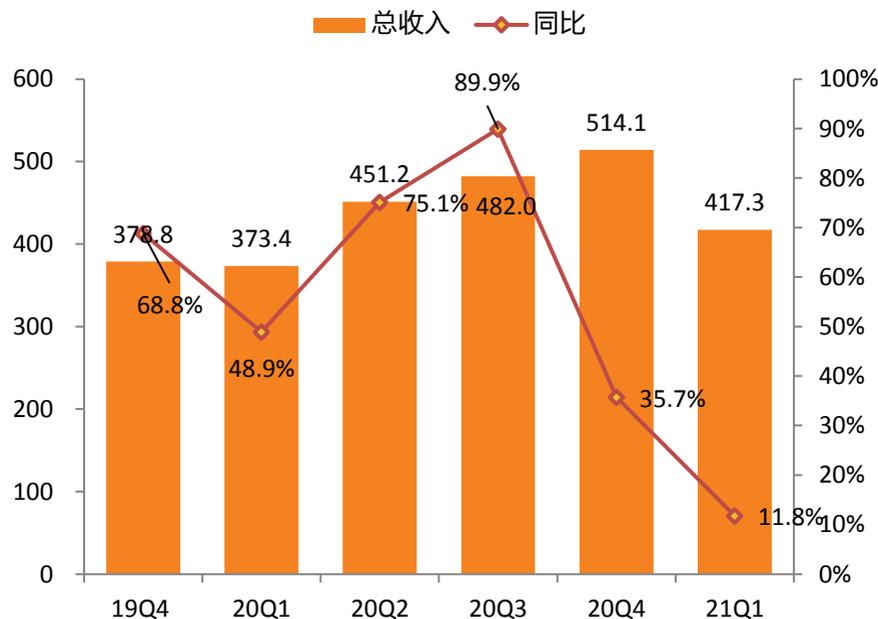
微盟增发6亿美元可转债，腾讯认购20%份额，自2019年第三次增持微盟。21年5月25日微盟集团完成6亿美元新股增发及可转债发行，用于产品研发、战略并购。其中，腾讯作为战略投资者第三次投资微盟股份，认购20%的份额，这是继2019年4月2日以来腾讯第三次增持微盟，深度参与微盟成长，认同其长期价值。

有赞微盟2020年财务/经营数据对比

单位百万人民币	有赞	微盟
收入	1821	2064
同比增长	56%	44%
归母净利润	-295	-1157
毛利率	59%	49%
销售费用	782	919
销售费用率	43%	45%
行政费用	241	261
行政费用率	13%	13%
研发费用	452	251
研发费用率	25%	12%
订阅解决方案ARPU（元）	10786	7326
订阅解决方案ARPU同比增长	50%	15%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019Q4-2021Q1 有赞总收入及同比增速



注：微盟数据剔除SaaS破坏事件

1.5 有赞微盟电商SaaS龙头，深耕私域流量

有赞推出ONE战略、K100计划以及会员运营工具CRM，发力有赞新零售。5月29日有赞举办MENLO 2021有赞新零售见面会，有赞宣布全面升级“新零售”业务：

- 1) 有赞ONE战略联合优秀同行通过系统融合一站式地解决用户痛点，创造增量价值，助力零售数字化升级；
- 2) 有赞大客户服务，以多年积累的专业能力、专家的团队，试图去构建一个满足客户需求的更个性化的解决方案。从咨询开始入手，到落地到最后的产出都给出明确的方案，一站式地解决问题。
- 3) 有赞K100战略陪同100家行业引领者，基于战略层面的合作，提供新零售顶层业务设计、营销策略、运营陪跑、系统落地等端到端的一站式的服务。



资料来源：有赞新零售大会，天风证券研究所

2

“618” 前瞻：

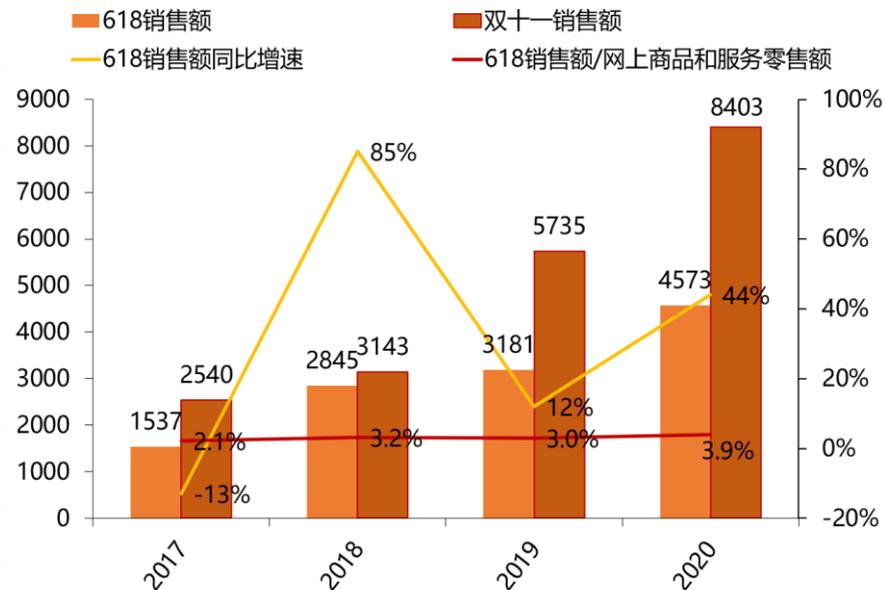
直播电商开局成绩亮眼
传统龙头及新势力协力望再创佳绩

2.1 “618” 开局成绩亮眼，直播电商提振消费热情

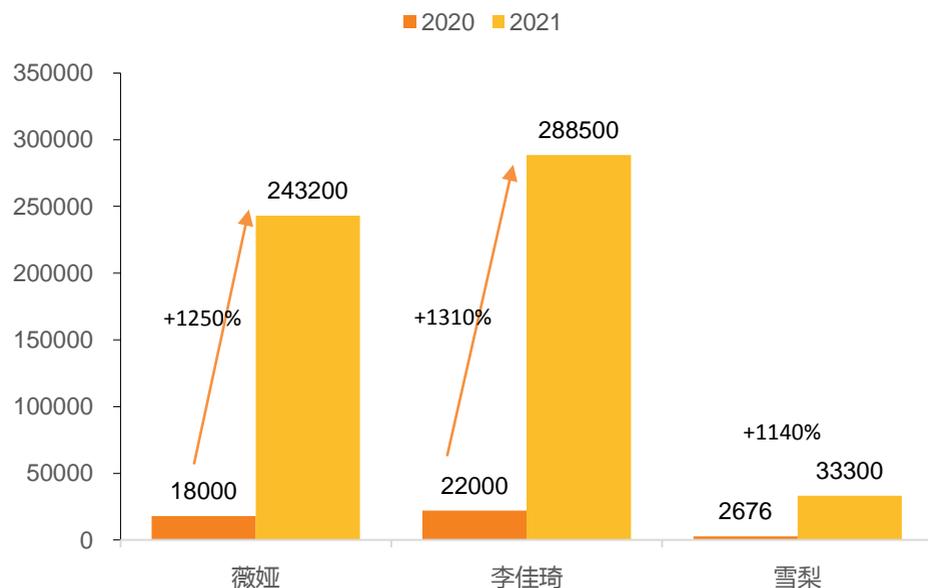
20年“618”疫情后首个线上购物节，提振电商消费。“618”线上经作为疫情以来的第一个全国性线上购物季，期间累计GMV达到4573亿元（占到20年线上消费总额的3.9%），同比2019年增长44%。2020年天猫/淘宝、京东“618”GMV占到全年总GMV比重超过10%。

21年“618”在传统龙头电商平台及新电商势力同发力下，GMV有望再创佳绩。20-21年直播电商快速发展，“618”表现备受关注，根据胖球数据，天猫方面618”预售首日李佳琦/薇娅直播间销售额分别达到24.32/28.85亿元，观看人次均破亿，销售总额超过20年“618”首日淘宝全平台直播的成交支付金额（51亿）；预售首日抖音直播总带货预估11.96亿元；25日，快手top10主播总计实现近7亿销售额。直播电商开局战报喜人，后期直播电商持续发力，叠加各大平台在其他规则上的优化调整，今年“618”GMV有望再创佳绩。

2016-2020 全网618销售额（亿元）



20年VS21年“618”首日淘宝直播TOP3主播预售额（万元）



资料来源：星图数据，胖球数据，天风证券研究所

2.1 “618” 开局成绩亮眼，直播电商提振消费热情

- 5月20日，快手为期一个月的616大促正式开启。当天0点，快手电商开启“珠宝夜市”专题直播，据悉，“珠宝夜市”专题直播活动将持续举办一个月，带动快手电商“夜经济”的发展。
- 购物节期间，快手电商正式宣布推出“品牌合伙人计划”，鼓励品牌自播。快手616品质购物节期间，快手电商将拿出千万级流量和千万级补贴额度扶持品牌自播。快手电商将提供616主会场公域流量强曝光、官方对投流量、小店通和粉条消耗返点以及商品百亿补贴等多项扶持政策，预计将投入千万级流量和千万级补贴额度。
- 重视产品品牌质量，和山寨涉事企业永不合作表明快手立场。针对网红被指卖山寨手机一事，“快手小店”微博发布公告称，向所有在快手电商购买了“朵唯12Pro”手机的消费者在“退款不退货”的基础上，给予共计9倍的补偿。快手电商决定，禁止朵唯品牌所有产品在快手电商平台销售。
- 5月24日，辛巴开启辛选带货大幕。上周快手购物节启动以来，带货TOP3席位均归属辛巴团队，瑜大公子位列第六名，李宣卓位列第九名。TOP10 主播部分将自己ID改为直播时间+品类，同时发布短视频做好直播间预热与宣传。

资料来源：壁虎看看，天风证券研究所

快手带货TOP10 (5月24日-5月30日)

日榜	周榜	月榜	05/24 - 05/30
数据更新时间 05:31 08:00			
1		蛋蛋 30号超级珠宝节 3264.61万 粉丝 上架商品 215 总销量 268.57万	销售额 ¥5.18 亿
2		辛有志 辛巴 818 8600.35万 粉丝 上架商品 45 总销量 475.17万	销售额 ¥4.02 亿
3		漂亮3号品质生活送卡地亚 2183.77万 粉丝 上架商品 43 总销量 79.34万	销售额 ¥1.27 亿
4		葵儿5月26日年度宠粉节 1317.99万 粉丝 上架商品 156 总销量 74.62万	销售额 ¥1.06 亿
5		赵梦澈 周6晚6点 1580.09万 粉丝 上架商品 56 总销量 156.33万	销售额 ¥9592.17 万
6		瑜大公子 2481.56万 粉丝 上架商品 282 总销量 131.28万	销售额 ¥9494.42 万
7		贺冬冬25号彩妆面膜节 1375.67万 粉丝 上架商品 192 总销量 35.97万	销售额 ¥5352.70 万
8		真姐定制 品质优选 1205.42万 粉丝 上架商品 333 总销量 100.16万	销售额 ¥5271.41 万
9		李宣卓 (酒仙) 1029.44万 粉丝 上架商品 262 总销量 19.49万	销售额 ¥4629.98 万
10		吴召国 1690.22万 粉丝 上架商品 225 总销量 50.65万	销售额 ¥4123.96 万

2.2.1 “618”玩法亮点：时间跨度拉长，抖快加码

活动开场再提前，抖音、快手加码年中大促。相比20年，天猫、拼多多、抖音、快手布局年中大促时间点稍有提前，且天猫预售时间由0：00前移至20：00，减轻消费者熬夜负担；高潮狂欢依然集中在18日前后；抖音、快手作为电商新势力今年在活动节奏的安排上加码向其他成熟平台靠拢。

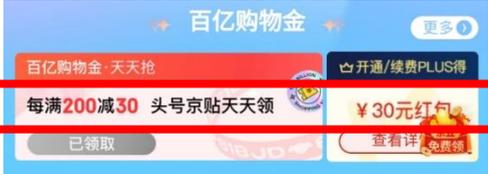
各平台活动节奏对比

	2020年	2021年
天猫	<ol style="list-style-type: none">1. 预热期：5月29日-31日2. 专场期：6月1日-12日3. 二次预热：6月13日-15日4. 618狂欢：6月16日-20日	<ol style="list-style-type: none">1. 天猫6.1开门红：5月24日(20:00) -6月3日2. 天猫品类日狂欢：6月4日-13日3. 天猫618狂欢日：6月16日-20日
京东	<ol style="list-style-type: none">1. 预售期：5月21日-31日2. 专场期：6月1日-15日3. 高潮期：6月16日-18日4. 续售期：6月19日-21日	<ol style="list-style-type: none">1. 预售期：5月24日-31日2. 专场期：6月1日-15日；（6月1日-3日开门红；6月4日-15日品类日）3. 高潮期：6月16日-18日4. 续售期：6月19日-20日
拼多多	<ol style="list-style-type: none">1. 大牌专场：5月23日-25日2. 各类目会场：5月26日-6月15日3. 高潮+返场：6月16日-20日	<ol style="list-style-type: none">1. 百亿补贴：5月22日-6月20日2. 大牌日、爆款会场、高潮与返场：5月24日-6月20日
抖音	<ol style="list-style-type: none">1. 抖来人气战：6月1日-6日2. 抖来买好货：6月6日-13日3. 抖来中国造：6月13日-21日	<ol style="list-style-type: none">1. 定金预售：5月25日-31日2. 尾款阶段：6月1日-3日3. 互动城：6月1日-18日
快手	<ol style="list-style-type: none">1. 618快手电商狂欢月：6月1日-30日	<ol style="list-style-type: none">1. 专场活动：5月20日-6月5日2. 信任答谢会：6月5日-9日3. 端午狂欢：6月9日-14日；真心夜晚会：6月15日4. 线上购物大促：6月16日-20日

资料来源：天猫APP，京东官网，拼多多官方客服，抖音APP，快手小店公众号，星图数据，亿邦动力网等，天风证券研究所等

2.2.2 “618”玩法亮点：简化规则，加大优惠力度

21年优惠规则较往年更为简化，基于竞争加剧，各平台加大优惠力度让利消费者。与20年相比，今年“618”各平台均加大了优惠力度，并且制定了更加简单明晰的优惠规则，同时今年平台之间的竞争更加激烈，天猫、京东、拼多多等平台都通过满减、满返、补贴的方式让利消费者，而快手、抖音也借力“打榜”、“主播PK”、促销活动小游戏等互动玩法，使用户在参与直播的同时获得优惠商品。

各平台优惠力度对比		活动界面	
	2020年	2021年	
天猫	<ol style="list-style-type: none"> 1. 满300减40，下单自动扣减 2. 现金消费券和补贴预计超100亿，天猫出资追加40亿现金消费券 3. “非常6免1”分期政策；数码家电整点5折抢购 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 满200减30 2. 20天狂补100亿 3. 88VIP叠加95折优惠，每人至少再领520元 	
京东	<ol style="list-style-type: none"> 1. 百亿补贴、百亿优惠券 2. “叠蛋糕”瓜分10亿 3. 京享红包：每天可领三次，面额随机，最大618元 4. 提供超过2亿件的五折商品、 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 跨店满200减30，平均每天补贴5亿 2. 红包雨+京享红包 3. 预售优惠+超级秒杀 	
拼多多	<ol style="list-style-type: none"> 1. 加大补贴力度，部分商品补贴力度从10-20%提升至50-60% 2. 满减优惠券、无门槛红包 3. “秒杀万人团”享30%至50%现金返利 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 百亿补贴覆盖范围更广、持续时间更长 2. 跨店满返：满200返30 3. “万券齐发”板块直降20元 	
抖音	-	<ol style="list-style-type: none"> 1. “互动城”玩法兑换商品 2. 定金预售、“每晚9点秒1折新潮好物” 	-
快手	<ol style="list-style-type: none"> 1. 快手联手京东推出“双百亿”补贴 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 6.16品质购物节直播间百亿补贴 2. “打榜”主播享优惠 	-

资料来源：淘宝APP，京东APP，拼多多APP，抖音APP，快手APP，星图数据，天风证券研究所

2.2.3 “618”玩法亮点：直播助势，关注直播“排位赛”

“排位赛”模式倍受关注，达人为直播电商比拼关键。淘宝、京东、快手纷纷推出排位赛模式，排名靠前则会获得更多流量，从而要求主播和卖家注重宣传和造势以及制定计划（如发放店铺优惠券、合理选择直播时间）来吸引人气，激发商家热情的同时也为活动和平台带来热度。达人主播依然受到各大平台的追捧和关注，天猫根据账号等级分别制定激励政策，京东则邀请明星和总裁助力，抖音直播间也向达人倾斜。此外，各平台直播间存在各自特色，如天猫和快手的秒杀活动，抖音的直播间的节日主题划分等等，呈现百花齐放的态势。

各平台直播间玩法对比

	2020年	2021年
天猫	<ol style="list-style-type: none">1. 新零售直播：品牌门店、导购直播、本地生活直播和商场商圈直播2. 明星、企业家直播带货3. 直播万人团	<ol style="list-style-type: none">1. 双端联动：淘宝直播+点淘APP2. 三大激励政策：头部账号“灯塔计划”；腰部潜力账号“哥伦布计划”；中长尾计划“黑马计划”3. 五大玩法：宠粉红包、平台红包、会员运营、排位赛、倒计时秒杀
京东	<ol style="list-style-type: none">1. 通过主会场站内搜索推荐或站外联动，形成高流量曝光的全场景直播2. 携手快手、抖音、微视、B站等打造直播带货生态，形成全域连麦的热闹景象。	<ol style="list-style-type: none">1. 店铺排位赛，商家促销角逐2. 300余名超级明星、600余位品牌总裁参与直播，打造超 1000位专业 KOC 种草官
拼多多	<ol style="list-style-type: none">1. 百亿补贴加码直播带货	<ol style="list-style-type: none">1. 百亿补贴时间提前，加码补贴生鲜农产品
抖音	<ol style="list-style-type: none">1. 明星自发直播带货2. 推出“515王牌直播间”，达人无需报名，只要符合基础门槛就可以自动归位赛道参与活动	<ol style="list-style-type: none">1. 重点直播间：面向达人2. 品牌直播间：面向品牌，今年的核心玩法之一3. 主题直播间：设置“童心未泯、快乐一夏、端午节、全民狂欢”四大节日主题
快手	<ol style="list-style-type: none">1. 与京东达成合作，快手主播为京东平台带货2. 达人直播、打榜、连麦	<ol style="list-style-type: none">1. 三大特色玩法：多角色排位赛、内容专项扶持、线上线下融合2. 四大升级：商家权益升级、保障升级、台网联动、商家工具升级3. 福利与优惠：无门槛券、整点红包、1分秒杀等

资料来源：淘宝APP，京东商家学习中心，抖音APP，快手APP，新浪财经等，天风证券研究所

2.2.4 “618”玩法亮点：多渠道、跨平台融合协作

布局全场景、全渠道，升级用户体验。天猫榜单基于最真实的消费洞察，为用户提供最佳的消费指引；京东618联动超300万家线下实体门店，无限拉近与消费者之间的距离。拼多多通过平台流量带动更新鲜、更实惠的农产品上行，加强渠道优势。抖音与京东的合作也进一步升级，抖音能享受京东提供的物流、仓配等服务。此外，抖音采取差异化竞争策略，聚焦国潮好物和源头好货，并利用流量优势推出主播竞争和内容创作活动；快手上线“小店信任卡”，升级信任保障，并加大流量扶持力度，推出了“616真心夜”专场直播。

各平台特色对比

	2020年	2021年
天猫	<ol style="list-style-type: none"> “天猫club”场景化直播 与江苏卫视合作，举办618晚会 	<ol style="list-style-type: none"> 推出天猫榜单（包括热销榜、好评榜、回购榜等） 与湖南卫视合作，举办618晚会
京东	<ol style="list-style-type: none"> 启动“百大县长”、“总裁价到”、“群星播”主题直播 演唱会、音乐节落地直播间 	<ol style="list-style-type: none"> 京东购物车接入抖音 联动线下300万家实体店，打通全场景、全渠道 聚焦Z世代消费场景 “沸腾之夜直播盛典”+“惊奇探秘夜”双晚会
拼多多	<ol style="list-style-type: none"> 百亿补贴叠加“明星推荐官”补贴 明星直播 	<ol style="list-style-type: none"> 百亿补贴向生鲜农货倾斜资源，深耕“农产品上行”
抖音	-	<ol style="list-style-type: none"> 推出“遇见新国潮”专场和源头好货 作者、机构服务商排位赛、短视频挑战赛，带#抖音618好物节话题参赛，赢官方奖励
快手	<ol style="list-style-type: none"> 京东与快手达成战略合作，京东优势品类由快手主播选品销售 	<ol style="list-style-type: none"> 推出小店信任卡（包括退款不退货、退货补运费、假一赔十等权益） “快手616真心夜”

活动界面



资料来源：天猫APP，京东APP，抖音APP，快手APP，新浪财经，36氪等，天风证券研究所

2.3 微信生态新变化：视频号公众号双向导流，助力商业变现

视频号-公众号双向导流，私域、公域加强联通，逢“618”大促，助力微信生态商业化变现。微信视频号从2020年10月至今，历经4次与公众号互联的功能加强，5月26日最新一次改版中实现了视频号-公众号的双向导流，从而实现了创作者作品在公域流量与私域流量之间流畅的流通转换。大促“618”期间，视频号直播有望通过公众号实现公域流量导流，推进视频号电商进入阶段。

视频号公众号加强连接历程

时间

具体内容

2020年10月

公众号图文可嵌入**视频号动态**卡片，一篇文章最多可以插10条视频号动态。

2021年1月7日

重点为**视频号直播**。公众号图文可以插视频号直播预告，用户可以在公众号图文中一键预约视频号直播，预约后会在对话页收到显著提示，成为视频号直播重要的启动入口。

2021年3月7日

公众号视频号主页面的强关联。微信推出视频号主页和公众号**主页关联显示**功能，两者绑定后，可以在各自的主页直接显示关联入口。

2021年5月26日

双向导流。订阅号信息流、常读订阅号都是公众号最显著的入口，视频号直播的提示方式也极为突出，而从视频号直播的评论区，可再向公众号导流。

视频号-公众号双向联通



资料来源：新榜微信公众号，热风视频号，公众号，天风证券研究所

2.3 微信生态新变化：视频号公众号双向导流，助力商业变现

公众号和视频号实现关联拓宽内容创作者流量渠道，效果显著。参考新榜发布的案例：在公众号和视频号之间的直播关联的第一晚，部分主播开始尝鲜此功能，这一变化助力内容创作者潘乱提高了热度和观看量，此前该行业KOL直播时通常只有小几百人同时在线，在当晚实现了全程千人在上的在线，最终收获27.6万人次观看；刘筱的成绩更优，作为一个情感公众号大V，两小时实现了超过100万人观看，下播后，刘筱朋友圈发文对这一功能表示肯定。

视频号-公众号 导流案例-潘乱、刘筱



视频号-公众号 导流案例-刘筱



刘筱 | 夜听

两小时直播100万场观记录一下，公众号入口对视频号直播帮助不小。还是上条朋友圈的观点，因为视频号，公众号值得再做一次。



昨天 22:46

资料来源：新榜微信公众号，天风证券研究所

风险提示：

1. 宏观经济不景气。疫情以来，中外经济环境复杂，宏观经济仍存在下行风险。
2. 市场竞争加剧。随着底层技术发展、流量红利逐渐消失，直播电商、小程序电商等新业态和新进入增加，电商市场面临竞争加剧风险。
3. 行业监管趋严。反垄断指南下对平台型公司已有处罚案例，未来行业仍有加强监管的风险。
4. 直播电商行业发展不及预期。直播电商商业模式具备一定的局限性（品类、时长等），且新进入者较多，可能未来有供需错配或供大于求的风险。
5. 货币化率提升速度不及预期。由于行业竞争加剧，电商平台公司加大投入，货币化率短期提升或面临难以提升风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS