



开源证券

抖音电商渠道解析：

兴趣电商崛起，纺服板块先行

姓名 吕明（分析师）

证书编号：S0790520030002

邮箱：lvming@kysec.cn

2021年7月14日

核心观点

直播电商成为消费新引擎，抖音电商增长空间广阔。政策驱动、供需旺盛催化直播电商成为继社交电商之后新崛起又一电商模式，抖音凭借内容、技术、用户、策略优势，成功转型“兴趣电商”：内容上已拥有了完善的短视频、直播内容；技术上基于兴趣标签的推送规则、工具逐步完善；且抖音前期积累的用户形成电商业务用户优势；策略上“品牌+服务商”模式支撑营销和交易的长逻辑，其他电商短期难以复制。内容、技术、用户、策略四方面优势打开抖音电商业务的成长空间，2022年GMV规模预计将扩张至1.2万亿元。

抖音已从流量、产品、支付、供应链四方面全面推进生态链闭环。(1)流量端：流量分发规则分为默认广告推送与兴趣推送，其中电商广告占比较高，商品精准触达潜在用户的同时完成即刻转化；流量工具包括广告及辅助工具，广告投放可进一步提高商品曝光度，使产品高频次触达消费者，辅助工具帮助商家实现精细化经营；抖音电商已建立多流量入口矩阵，垂直化经营的抖音小店受流量倾斜且开店门槛低、品类不设限，承接前端汇集的所有流量，完成转化。(2)产品端：商品库颗粒度小，且大力扶持品牌商家；(3)供应链端：供应链体系较为薄弱，达人带货缺少稳定货源。

服装行业契合抖音电商特点，已成为部分品牌重要渠道。抖音体系内的优势品类具有非标+女性化两个特点，服装品类SKU丰富且女性消费者居多，推广的商品数和销量在抖音电商体系内占据绝对优势，同时现场试穿的立体化展示进一步促进消费者转化。由于淘系内获客成本提高、竞争持续激烈，抖音电商闭环形成后引流至第三方电商平台的成本持续上升，同时直播电商模式有利于品牌方实现品销合一，因此抖音电商正逐渐成为各品牌新品发布与销售的重要渠道。

乘抖音电商东风，南极人品牌抖音小店迅速起量。南极电商在抖音的机遇为：(1)各电商平台的角逐最终将落点至供应链的争夺，南极电商拥有庞大的优质供应商资源和数字化管理能力；(2)抖店垂直化经营可获流量倾斜，南极电商多品类策略形成店群效应，拓宽流量入口；(3)抖音电商的搜索功能有望成为新发力点，南极电商掌握在搜索规则主导的货架电商上打造单品爆款的逻辑，搜索趋势下仍保持优势。我们认为，南极电商线上渠道占比高且通过抓住拼多多渠道的机遇实现渠道持续的高增长，目前南极电商“独家品类授权+大量达人分销”的策略起效，南极人品牌在抖音电商的模式已经跑通，叠加南极电商握有抖音电商重视的优质供应链资源，有望充分享受抖音电商增长红利，同时森马服饰、海澜之家、安踏、李宁在抖音渠道的业绩表现同样亮眼。因此，我们继续重点推荐南极电商、安踏体育、李宁、森马服饰、海澜之家，看好其在抖音渠道的进一步发展，受益标的有太平鸟、锦泓集团。

风险提示：抖音电商业务发展未及预期，品牌在新渠道的经营不及预期

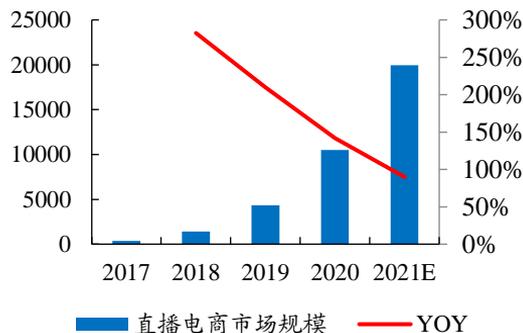
目录

CONTENTS

- 1 抖音电商：定位兴趣电商，以直播、短视频开启电商新赛道
- 2 抖音电商生态：产品、流量、供应链已形成闭环，未来可期
- 3 服装行业契合抖音电商特点，抖音电商已成品牌重要渠道
- 4 乘抖音电商东风，南极人品牌抖音小店迅速起量
- 5 投资建议及风险提示

- **直播电商市场增长空间广阔。**据毕马威咨询数据，2020年直播电商交易规模为1.05万亿元（+142%），市场渗透率为8.6%，仍存在较大增长空间，预计2021年直播电商将继续保持较高速增长，GMV规模将达2万亿元，渗透率达到14.3%。
- **直播电商快速发展的驱动因素：**
 - （1）政策驱动直播电商良性发展：广州出台《广州市直播电商发展行动方案（2020-2022年）》，并提出打造“直播电商之都”，预计培养一万名直播带货达人；杭州、上海、北京等地电商主播可享受人才政策，并为直播电商产业提供专项资金。
 - （2）供需关系促进直播电商高速增长。供给端，据天眼查数据，截至2020年直播产业相关企业达3.9万家，新增2.8万家，同比增长5倍；需求端，据CNNIC数据，截至2020年12月电商类直播用户规模为3.9亿（+46.4%），占直播整体用户的62.9%。

图1：2020年直播电商市场规模超万亿



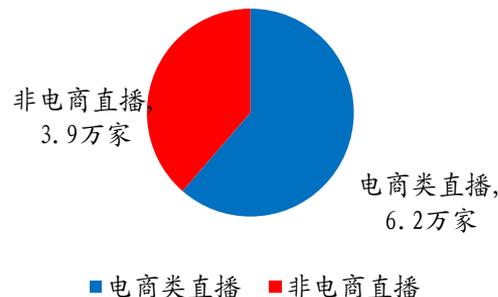
数据来源：毕马威咨询、开源证券研究所

图2：2020年直播电商渗透率为8.6%



数据来源：毕马威咨询、开源证券研究所

图3：2020年电商类直播占网络直播的62.9%



数据来源：CNNIC、开源证券研究所

抖音已拥有了完善的短视频、直播内容，形成了内容优势。

- 商品经短视频、直播赋予内容后直接触达广大用户，形成“导购”经济，“商品内容化”不仅可以直观展示产品，还可以起到教育消费者的作用，即指出用户的痛点，让其发现潜在需求。抖音商业内容合作方面表现同样亮眼，如全屏竖屏的原生信息流广告、定制站内挑战赛和抖音创意贴纸。这些创新、趣味的内容特性，不仅容易被用户接纳，也有较高传播性，提升品牌的认知度的同时为其电商业务带来增量。
- 内容是商家和品牌实现抖音电商长期运营的核心，内容质量不仅决定流量曝光，还决定了转化和沉淀的数据表现。

图4：通过直播将抽象产品内容化，提醒用户的潜在痛点，形成“导购经济”



资料来源：抖音

图5：抖音平台话题挑战赛、全民任务等商业内容丰富

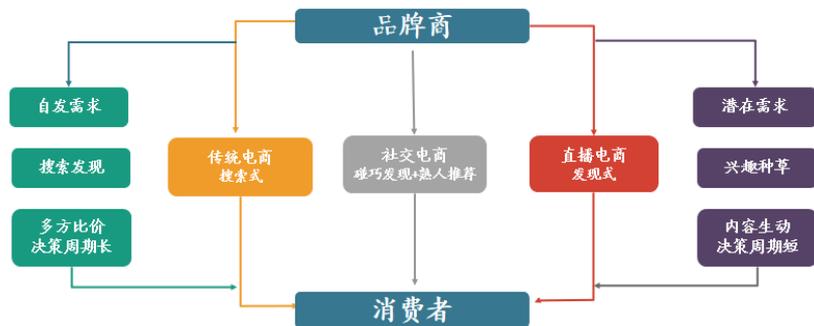


资料来源：抖音

“搜索式消费”转向“发现式消费”的消费趋势下，抖音电商具有技术优势。

- **传统货架式电商**以规模化商品供应为核心，通过渠道和商品营销触达具有明确消费目的的消费者，以“搜索”作为主要的消费路径，即“人找货”模式；**社交电商**较传统货架电商进一步，实现了搜索式购物到发现式购物的转化，据企鹅智库数据，拼多多平台的搜索购物行为仅占44.9%，其余为“碰巧发现”及“社交种草”。
- **抖音电商**作为直播电商的标杆，定位兴趣电商，通过内容化的展示形式，将商品推荐、分发给用户，这种以“兴趣标签”为媒介将商品内容精确匹配潜在用户的模式，形成了发现式消费，呈现“货找人”的主要特征。一方面触发超6亿日活用户的海量消费需求，另一方面极速压缩商品转化路径，实现用户从认知、兴趣到购买、复购的高效转化与沉淀。

图6：流量新入口带来电商模式转变



资料来源：抖音电商、开源证券研究所

图7：兴趣电商通过“兴趣标签”匹配商品内容和潜在用户



资料来源：巨量算数

作为Z世代的热门娱乐方式之一，抖音前期积累的用户形成抖音电商的用户优势。

抖音不断扩容的用户池，预计会催生出旺盛的消费需求，这将为商家、服务商创造出较多商业机会。

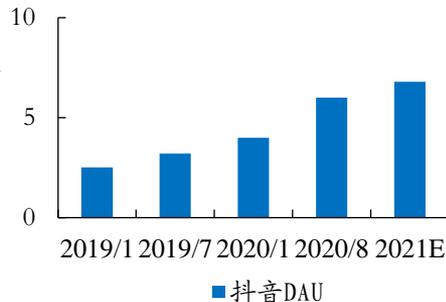
- 从用户体量的增速看，互联网用户增长放缓背景下抖音用户保持快速增长，目前我国互联网用户增长已经步入成熟阶段，2017-2019年全网日活跃用户数（DAU）平均年新增率约2%，但抖音DAU增长迅速，自2019年1月的2.5亿增长至2020年8月的6亿，日均视频搜索次数突破4亿次。
- 同时抖音平台拥有千万级的内容创作者、MCN机构、商家服务商等不同的群体，为抖音电商的崛起打下基础。

表1: 抖音电商服务商和MCN机构在电商体系内连接商家和消费者

参与者	主要业务	电商体系内角色
MCN机构	抖音电商作者生态的“融合共生者”，主要负责：服务和培养平台达人主播	电商达人的引入、服务、管理
电商服务商	提供以内容为核心的抖音电商运营能力，主要负责：账号人设打造、短视频&直播内容运营、达人合作与人货撮合、流量获取与投放优化，及商品管理与售后保障	帮助商家提升经营效率

资料来源：巨量算数、开源证券研究所

图8: 抖音DAU快速增长



数据来源：巨量算数、开源证券研究所 资料来源：巨量算数

图9: 抖音平台用户画像年轻化

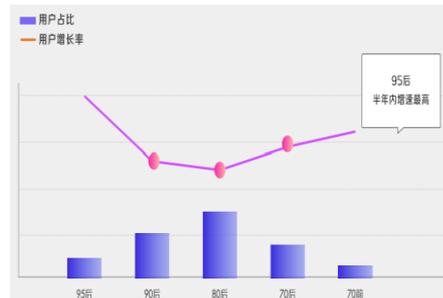
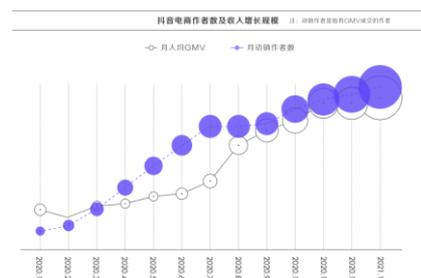


图10: 抖音电商体系内的服务商角色特殊



资料来源：巨量算数

图11: 抖音电商成为达人收入的重要增长点



资料来源：巨量算数

在抖音FACT的经营矩阵下形成品牌+服务商模式，是抖音电商独特的策略优势。

在培育“以内容为中心的电商经营”模式下，抖音电商针对流量、转化、滚动制定出“FACT经营矩阵”策略。策略指出，想要领跑抖音电商，商家可以从内容、商品、达人、广告、服务五大基础维度出发，升级组织结构，即商家自播（鼓励商家开展自播）+达人矩阵（撮合内容创作者与商家之间达成合作）+平台活动（抖音电商会不定期举办各类营销活动，带动销量）+头部达人（强强联合，实现销售力和影响力的双赢）。

FACT策略下，品牌+服务商模式已跑通。抖音服务商鸭梨互动在服务服装品牌Teenie Weenie的过程中，从前期选款库存、直播运营到后期投入、内容运营施行全流程管理，仅用了10天时间，帮助Teenie Weenie“冷启动”实现了直播GMV单日破1800万、品牌月GMV破亿的成绩。

图12：抖音FACT经营矩阵，实现经营商家的长效增长



资料来源：巨量算数

图13：服务商可为品牌提供的服务



资料来源：巨量算数

内容、技术、用户三轮驱动下，打开抖音直播电商业务的成长空间。在以内容、创意、交互见长的抖音电商中，“品牌+服务商”模式支撑营销和交易的长逻辑是货架电商、其他电商平台难以短期复制的。

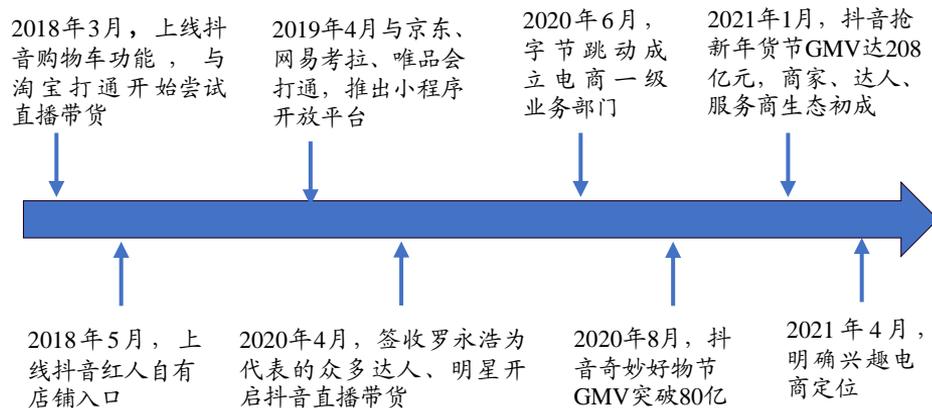
- 截至2021年1月，抖音电商GMV超5000亿，同比增长超50倍，其中抖音小店的GMV约为1000亿，跳转连接完成交易的GMV为3000多亿元，随着抖音电商生态闭环外链、全力构建抖音小店，生态闭环基本完成，预计2021H2抖音好物节将催化全年GMV规模达5000亿以上，2022年GMV规模预计将扩张至1.2万亿元。

图14: 抖音小店GMV高速增长



资料来源：巨量算数

图15: 字节跳动不断加码电商业务



资料来源：抖音电商、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 抖音电商：定位兴趣电商，以直播、短视频开启电商新赛道
- 2 抖音电商生态：产品、流量、供应链已形成闭环，未来可期
- 3 服装行业契合抖音电商特点，抖音电商已成品牌重要渠道
- 4 乘抖音电商东风，南极人品牌抖音小店迅速起量
- 5 投资建议及风险提示

在转型兴趣电商的背景下，抖音已从流量、产品、支付、供应链四方面全面推进生态链闭环，具体举措包括：

- (1) 流量端：流量分发规则、流量工具、流量入口；
- (2) 产品端：精细化商品、垂类经营的抖店使得商品更加精细；
- (3) 供应链端：供应链较为薄弱，平台重视产业链端商家及货源资源；
- (4) 支付端：收购支付牌照、完成抖音支付流程。

表2：推进抖音电商生态闭环实施4大举措

转型方向	操作	描述
电商增效工具	商品橱窗	发布10条抖音视频，账号通过实名认证即可开通
	抖音小店	经营阵地，全部货物端口由抖音小店产出
	巨量星图	掌握达人，为实现去工会话目的，抖音增设达人运营部门，商家可通过“巨量星图”选择达人带货，抖音通过星图、MCN机构、抖音直播基地，完全掌握平台的达人
	巨量千川	智能营销，融合所有电商广告工具的同时叠加其他模式，通过系统分流准确了解商品适合的流量广告种类
	抖音罗盘	辅助性数据工具，提供经营分析和诊断功能，通过打通交易数据和内容数据，为平台内的各种角色提供数据解决方案
	巨量百应	生态连接，为商家、达人、机构打造的综合服务平台
产品端	扶持品牌方，品质升级	2019年开始品质升级，2020年大量扶持品牌方，包括零门槛的流量扶持、佣金扶持、广告工具扶持、运营扶持、冠名扶持
支付端	支付牌照	2020年10月抖音收购武汉武汉合众易宝的线上支付牌照
	抖音支付	在过年的红包活动推出了抖音的支付系统，用于绑定银行卡收取费用
供应链端	切断外链	2020年7月切断所有外链，仅保留部分淘宝和京东的Top品牌
	抖音直播基地	大量商家、资源由合作的电商输出，未来抖音将打造大量垂类运营的抖音直播基地（例如：广州服装直播基地、深圳工艺品直播基地），打造闭环、增加产业带，目前抖音全国有110家抖音直播基地。
	货源	通过第三方服务商、直播基地感受货源
	供应链/物流体系人才建设	引进多位阿里供应链/物流相关的高P级别人才

资料来源：抖音电商、开源证券研究所

2.1.1 汇流量：推送规则、流量工具基本成熟，商品可精准触达消费者

抖音平台内容分发规则分为默认推送与兴趣推送，电商业务享受流量倾斜。

- 总体来看，抖音日均VV（Video View--视频播放量）约1000亿，电商好物推送占整体推送的4.8%，电商广告推送占比较高；拆分来看，电商广告在默认推送中占比为4.8%，在兴趣推送当中占比为3.2%，均属较高水平。
- 电商广告的用户触达规则表现为：当用户使用抖音一定时长后将被贴上约250个标签（兴趣标签与用户标签），默认推送模式下抖音会推送用户标签匹配程度最高的商品，例如为“注重性价比”消费者提供“好货不贵”的商品；兴趣推送模式下抖音会推荐视频内容与用户“兴趣标签”相匹配的商品。
- 基于定向标签与兴趣标签的推送规则，抖音电商对消费者画像刻画相对淘宝、京东更精细，可以将相关产品精准推送给标签用户。

表3: 抖音平台的内容分发种类及规则

内容分发种类	默认定向推送	兴趣内容推送
分发规则	单个用户约250个标签（人群、性别、年龄、地域等），广告系统会根据用户标签和广告的关键词将广告定向推给用户	关注、点赞、完播率形成用户的兴趣标签
推送占比	上限8条，基于今日头条的智能推送引擎默认分发	标签实时变化，当兴趣标签不足时会用系统默认矩阵进行推送
电商广告推送占比	分发给老用户的广告推送占比为35%-40%，新用户由于缺少兴趣标签，系统默认推送占比略有提升	分发给老用户的兴趣推送占比为60%-65%、新用户占比略有下降
广告工具（2020年改版前）	4.80%	3.20%
广告工具（2020年改版后）	鲁班、直播间广告、电商引流、dou+	融合型工具巨量千川、辅助型工具优选联盟、精选联盟和抖店罗盘

资料来源：抖音电商、开源证券研究所

图16: 基于兴趣推送，非热度视频也可触达用户



即使非热度视频（评论、点赞数量多）也可触达至有潜在需求的消费者

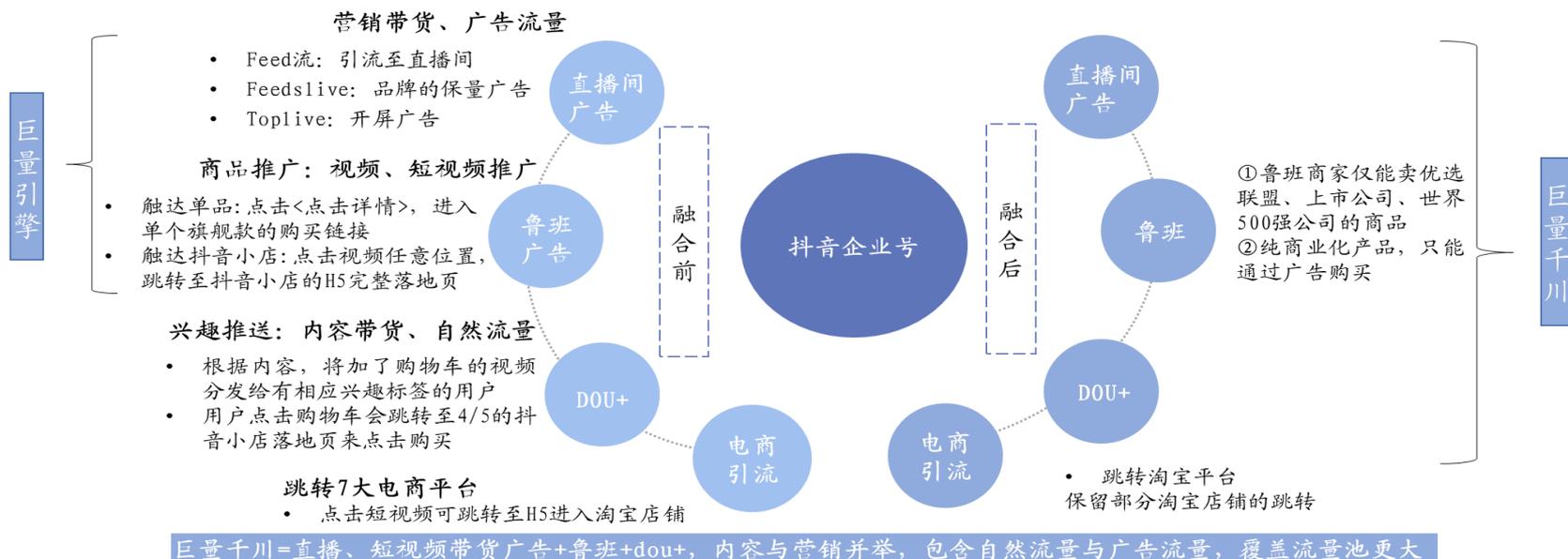
资料来源：抖音、开源证券研究所

2.1.1 汇流量：推送规则、流量工具基本成熟，商品可精准触达消费者

流量工具：巨量千川结合辅助型电商业务工具，商品覆盖流量池扩大，消费者触达更精准。

(1) 巨量千川整合所有电商广告工具。在改版前，抖音平台主要广告工具为直播间广告、鲁班、电商引流、短视频电商，但直播广告（店铺推广）、鲁班广告（商品推广）、DOU+（兴趣推送，内容营销）三块业务需要分别申请账户，融合成巨量千川后，系统可以精确得出哪些流量工具适合某种商品，内容与广告并举，在自然流量与广告流量双加持下，商品将精确覆盖更广流量池。

图17：抖音平台主要广告工具已融合成巨量千川



资料来源：抖音电商、开源证券研究所

2.1.1 汇流量：推送规则、流量工具基本成熟，商品可精准触达消费者

(2) 辅助型电商业务工具：

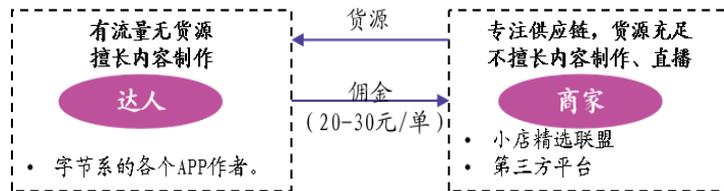
- 抖店罗盘为商家提供数字化运营服务。罗盘有详细的数据分析，包括所有商品的分析对比、点击量、购买人次、按月/周/日的销量、同相关产品的销量，帮助商家实现精细化运营。
- 精选联盟是撮合达人和商家的双边平台，即选品库。达人有流量无货源，而专注供应链的商家不擅长内容制作，此时符合平台要求的入驻商家可以把商品设置佣金后添加到精选联盟商品库，供达人选品推广，达人将精选联盟的商品连接添加至橱窗即可进行带货，用户从达人的短视频进入其橱窗进而最终到达商家的抖音小店，通过精选联盟可以成货源和流量的对接。
- 优选联盟包括抖音官方比较认可的品牌方（目前有2.4万家），例如李宁、安踏、阿迪达斯、花西子。在推出巨量千川后，鲁班广告主仅能卖优选联盟等高端品牌方的产品。

表4：精选联盟撮合达人和商家，完成选品、推广过程

	限制	操作流程
达人端	加入精选联盟仅需要达人的抖音账号粉丝数超过1000，并开通橱窗（付费即可）和小店（营业执照、保证金）	达人在线选择商品，试用后，制作商品分享视频，产生订单后，平台按期与商家或达人结算
商家端	1. 关闭精选联盟次数<3次 2. 商家体验分>=4.0分	商家在选择商品推广时，为商品设置定向佣金率

资料来源：抖音、抖音电商学习中心、开源证券研究所

图18：达人和商家端在精选联盟内完成货源、佣金的对接



资料来源：抖音电商学习中心、开源证券研究所

图19：达人将精选联盟商品纳入橱窗后即可开始带货



资料来源：抖音、开源证券研究所

2.1.2 汇流量：流量入口矩阵已初步建立，抖音小店承接卖家汇集的所有流量

短视频+直播间+搜索建立流量入口矩阵，抖音小店作为唯一出口承接汇集的流量。

(1) 短视频/直播间：在平台流量规则分发的定向推送和兴趣推送流量外，商家可以投放相关广告，利用反复的信息流做商品营销、直播卖货，增强曝光，利用单品爆款吸引流量进入小店；

(2) 搜索截流用户需求：当信息流反复触达用户，将激发用户使用搜索功能认识品牌的行为，抖音搜索功能首先展示商品板块，其中直播中的小店位于第一，同时搜索功能也可以直接进入达人主页，从橱窗功能进入抖音小店。

图20：抖音搜索功能下展示的排序规则



资料来源：抖音电商、开源证券研究所

图21：短视频、直播、搜索建立流量入口矩阵，以抖音小店为输出端口



资料来源：抖音、开源证券研究所

2.1.2 汇流量：流量入口矩阵已初步建立，抖音小店承接前端汇集的所有流量

目前约240万个抖音小店，旗舰店约23万家，其中品牌方旗舰店约13.5万，抖音小店作为流量唯一产出窗口的特点在于：

(1) 字节跳动电商体系通用抖音小店且销量可以共存，包括今日头条、火山、西瓜和抖音；今日头条和抖音在账号方面独立运营的（粉丝量分别统计），但开通了抖音小店的商家通过今日头条、抖音销售的商品销量都会在抖音小店累积。

(2) 目前抖音允许品牌方开多个旗舰店，而白牌只能开1个旗舰店。

(3) 根据垂类开店，将获流量倾斜。以海澜之家为例，由于品牌方在淘系上仅能开一家店，在天猫官方店内设多个品类入口，而在抖音电商上会根据不同的垂类开店，共有约36家旗舰店。南极人品牌同样根据不同的垂直品类开不同的旗舰店，包括内衣、女装、母婴、生活日用等。

表5：南极人、海澜之家均拥有多个垂类旗舰店

南极人旗舰店	体验分	海澜之家旗舰店	体验分
母婴旗舰店	4.63	服饰旗舰店	4.9
家纺旗舰店	4.4	服装旗舰店	4.87
服饰旗舰店	4.18	男装旗舰店	4.76
生活日用旗舰店		HLA衣饰旗舰店	4.83
服饰内衣旗舰店	4.34	床上用品旗舰店	4.99
生活家居旗舰店	4.74	HLA家纺旗舰店	4.88
女装旗舰店	4.58	HLA四件套旗舰店	4.81
婴童旗舰店	3.94	男鞋旗舰店	4.63
女士官方旗舰间	4.98	服饰配件旗舰店	4.03
打底裤旗舰店	4.84	凉席旗舰店	4.56

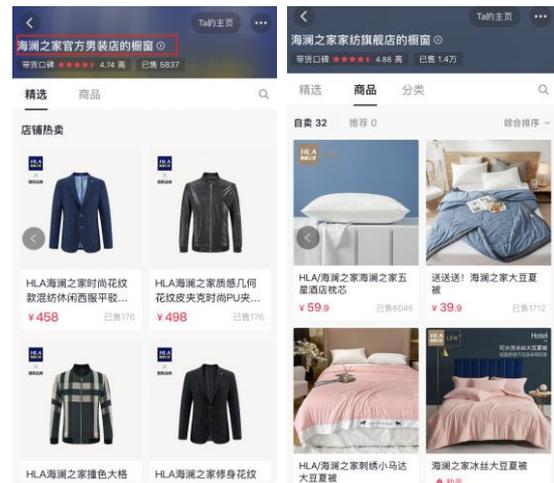
数据来源：抖音、开源证券研究所

图22：天猫旗舰店内设多品类入口



资料来源：淘宝

图23：小店除特殊品类外以各品类开店不设限制



资料来源：抖音

2.1.3 汇流量：短视频带货下优质内容配合投放，有利于单品爆款商家

dou+提高短视频带货基于内容（定向/兴趣）分发流量，优质内容制作配合dou+投放有利于单品爆款商家

- 短视频带货：主要指短视频中附带了小黄车（购物车），用户点击小黄车跳转至抖音小店的落地页购买。商家会对小黄车投放广告，工具一般选择巨量千川中的dou+和鲁班，但在dou+购买的广告没有广告LOGO，不占广告位，仅增加账号的基础播放值。
- 对于单品爆款的店铺，短视频的投放更有针对性。明星、头部达人带货为商品进行背书、中腰部和尾部达人的大量短视频投放特提升品牌认知，同时结合用户痛点介绍产品的优质短视频内容容易激发用户兴趣（种草），可以提升巨量千川的投放效率。

图24：融合成巨量千川后，小黄车相关推送不能投鲁班在内的巨量广告，仅能投dou+



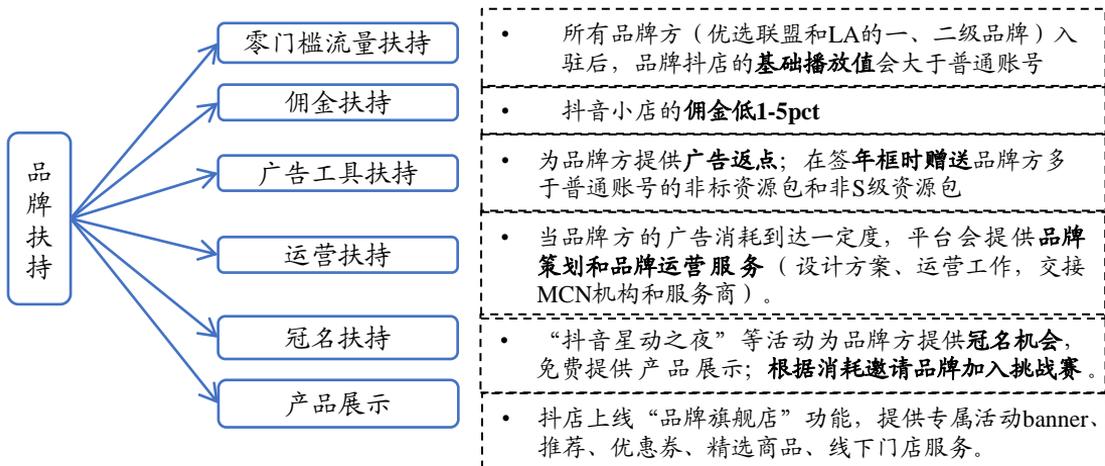
资料来源：抖音、开源证券研究所

相较于快手以白牌发展为主，抖音更注重品牌商家的资源。

对于抖音电商业务来说，扶持品牌方的好处体现在：（1）品牌方自带销售需求动力，相比于短视频创作者、带货主播，也更懂得自身商品卖点和客户痛点；（2）品牌商品的高客单价以及广告流量需求，亦能带给抖音更大的盈利空间。

在平台多重扶持政策下，品牌商家入驻提速。在“抖音618好物节”期间，平台以“品质商家新选择”为主题，并推出“新品好货扶持计划”为品牌方的新品发布提供流量、运营、产品展示等方面的扶持，吸引更多知名、新锐品牌入驻。据中新经纬研究院、中国国际电子商务中心研究院联合发布的《“618”前瞻观察报告》显示，2021年618天猫平台上有459家老字号品牌和108个新锐品牌，京东有424家老字号品牌和98个新锐品牌，抖音有107家老字号品牌和71个新锐品牌。

图25：抖音对品牌方在流量、入驻、运营方面的扶持政策



新品好货扶持：为知名、新锐品牌的新品发布提供专享流量、达人撮合、新品标识、升级好货池等

资料来源：抖音电商、开源证券研究所

图26：抖音平台官方活动时将为冠名品牌提供免费展示



资料来源：抖音

图27：上线“品牌旗舰店”功能，品牌方获更好的产品展示机会

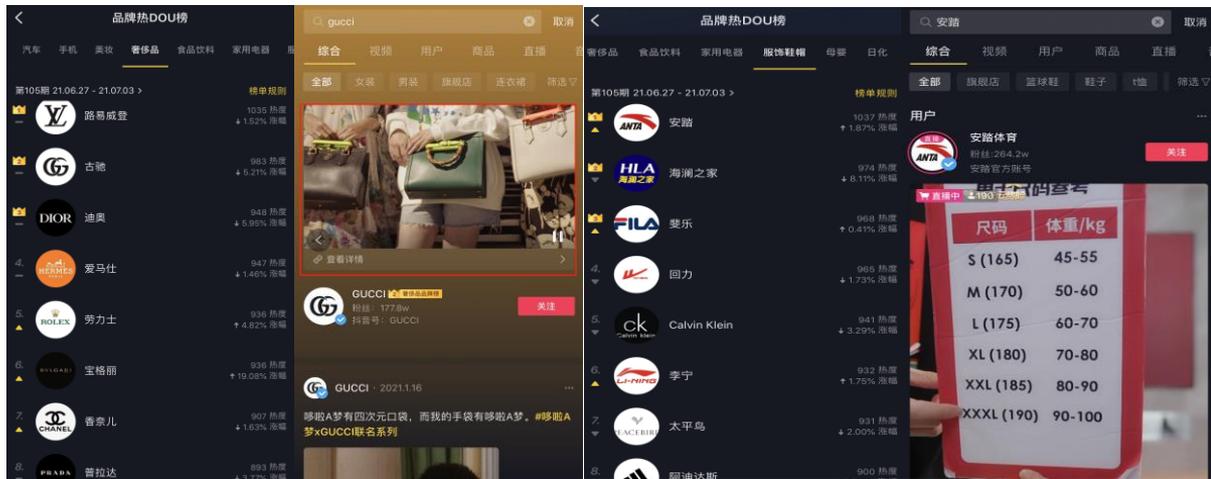


资料来源：抖音、开源证券研究所

扶持政策：侧重扶持影响力大的高奢品牌及广告消耗高的腰部品牌，新锐品牌的扶持依赖品牌运营能力

- 扶持的品牌需要有销量、能带来广告消耗。抖音扶持的品牌商家一般为年销量过亿、广告消耗4000万以上的品牌，或为抖音原有LA的一、二级品牌，其中（1）高奢品牌，抖音会提供免费资源包提高品牌曝光，以提高抖音的市场品牌影响力；（2）腰部品牌，例如海澜之家等腰部偏上的国产品牌广告消耗较高，会获得抖音的品牌扶持；（3）新锐品牌：抖音会提供基础门槛值的扶持，如果品牌入驻优选联盟，在基础门槛值扶持的基础上会提供流量扶持、点扣；后期是否提供策划和更多流量倾斜取决于品牌方的广告消耗。

图28：抖音为高端品牌免费为品牌提供强曝光机会



资料来源：抖音电商、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 抖音电商：定位兴趣电商，以直播、短视频开启电商新赛道
- 2 抖音电商生态：产品、流量、供应链已形成闭环，未来可期
- 3 服装行业契合抖音电商特点，抖音电商已成品牌重要渠道
- 4 乘抖音电商东风，南极人品牌抖音小店迅速起量
- 5 投资建议及风险提示

- 非标、适用女性消费者的品类契合抖音电商**，主要系：
 - 非标产品SKU丰富，有利于消费者重复购买多件；定价非透明，可以支撑更多玩法。
 - 适用女性消费者：抖音电商体系内主要消费者为女性，据抖音电商数据，观看电商直播的女性占比在70%左右，消费能力约是男性的2倍。
- 快反应、货盘灵活的中小品牌契合抖音电商**，主要系：
 - 快反应：中小品牌决策速度快，适用于快节奏的抖音体系；
 - 货盘灵活：抖音为品牌主要渠道，全盘供应于抖音体系，同时产品结构清晰（引流爆款、利润款），而大品牌方在全渠道考量下价格管控较为严格。
- 服装推广商品数和销量占据绝对优势，现场试穿的立体化展示促进销售转化。**服饰行业非标且女性消费者较多，且产品重体验，通过主播试衣进行效果展示，可以让用户直观看到商品特性，缩小购买决策链。需求端：据巨量算数数据，2020年抖音用户购买品类排行榜中，男装、女装均进入2020年度抖音电商用户最爱第一。销量端：据蝉妈妈数据，女装销量在抖音所有商品销量中占比连续6月第一；618活动期间，在全品类销售额中服饰内衣销售占比31.42%，排名第一。

图31：与抖音电商契合的品类、品牌特征



非标品类（SKU丰富+定价透明）



适用于女性消费者的品类



中小品牌快反应、货盘灵活

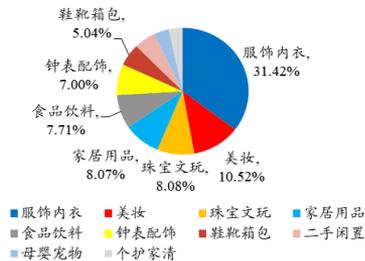
资料来源：抖音电商、开源证券研究所

图33：2020年抖音电商用户最爱购买品类榜单



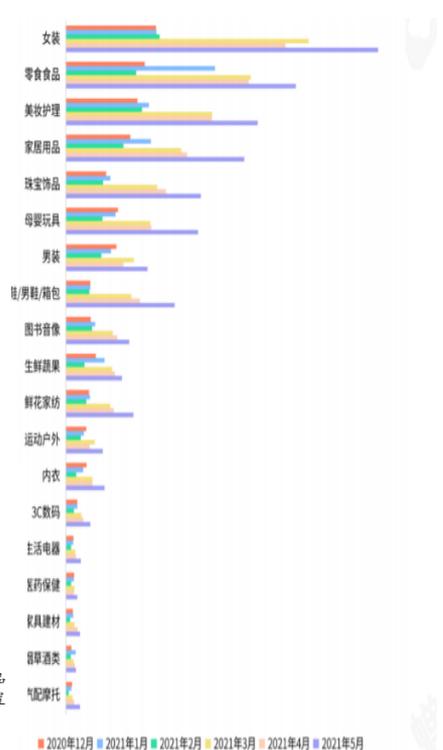
资料来源：巨量算数

图34：服饰类618销售占全品类31.42%



数据来源：飞瓜数据、开源证券研究所

图32：女装销量连续6月排名第1，618期间服饰内衣销售额占比第1



资料来源：蝉妈妈

抖音已成为品牌日常销售和新品发布的重要渠道，部分品牌业绩亮眼。

- 由于淘系内获客成本提高、竞争持续激烈，抖音电商闭环形成后引流至第三方电商平台的成本持续上升，同时直播电商模式有利于品牌方实现品销合一，因此抖音电商正逐渐成为各品牌的重要渠道，据巨量算数，抖音新品池中主要行业为服装、母婴图数、3C数码等。
- 根据天猫618服装品类销售额排行榜，天猫内各服装品牌多数已在抖音开店，且在抖音电商体系内的品牌排名靠前。

图37：抖音已成为部分品牌重要渠道

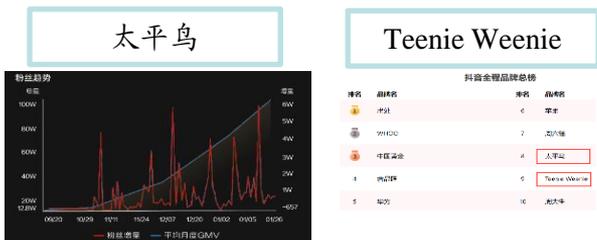
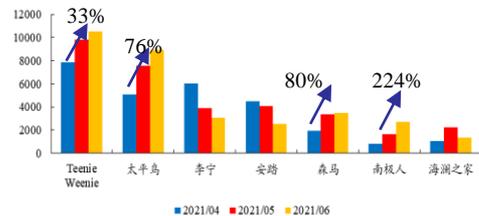
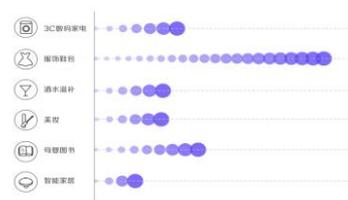


图35：服装品牌抖音渠道的GMV增长迅速 图36：服装品类新品GMV增长迅速



数据来源：蝉妈妈、开源证券研究所



资料来源：巨量算数

图38：天猫销售榜单上的品牌积极布局抖音渠道

2021年抖音6月品牌月榜TOP10			
女装	男装	内衣	运动户外
南极人	MCRJODN	南极人	卡帝乐鳄鱼
高梵	米子琪	俞兆林	阿迪达斯
简&搭	罗蒙	北极绒	蕉下
晶咕	海澜之家	浪莎	佑游
妖精的口袋	POLPSPORT	雅鹿	李宁
森马	雅鹿	猫人	西域骆驼
啄木鸟	JEEPSPRIT	品杉	万聚王
太平鸟	罗蒙	顶呱呱	安踏
Teenie Weenie	LACHAPELLEHOMME	Ubras	阿迪达斯
可柔爱	极方圆	极方圆	361°

2021年天猫618服装品类销售额TOP10				
女装	男装	童装	内衣/家居服	运动/休闲
优衣库	优衣库	巴拉巴拉	Ubras	FILA
UR	南极人	安踏	南极人	NIKE
ITIB	花花公子	Dave&bella	蕉内	ADIDAS
伊芙丽	海澜之家	南极人	内外	李宁
MO&Co	九森虎	优衣库	曼妮芬	Under Armour
ONLY	太平鸟	GAP	优衣库	安踏
Vero Moda	罗蒙	Paw in Paw	猫人	迪桑特
ZARA	森马	FILA	恒源祥	LULULEMON
诗篇	雅戈尔	迪士尼	有棵树	PUMA
太平鸟	恒源祥	Mini Peace	浪莎	迪卡侬

资料来源：亿邦动力、开源证券研究所

- 2020年9月-1月，太平鸟品牌自播的月度GMV的CAGR为78%；
- 抖音年货节期间自播单场GMV突破2800万；
- 618期间全品类总榜排名第8，品牌自播排名第1。
- 2020年12月18日开始品牌自播，2021年4-6月均为抖音服装自播榜第一名。
- 618期间全品类总榜排名第9，品牌自播排名第2。
- 2020年8月入驻抖音电商，快速搭建了短视频+直播的体系；
- 2020年12月初实品牌自播单场GMV破千万，单场涨粉6.8万，实现用户积累和转化的双重价值。

资料来源：蝉妈妈、巨量算数、亿邦动力、开源证券研究所

目录

CONTENTS

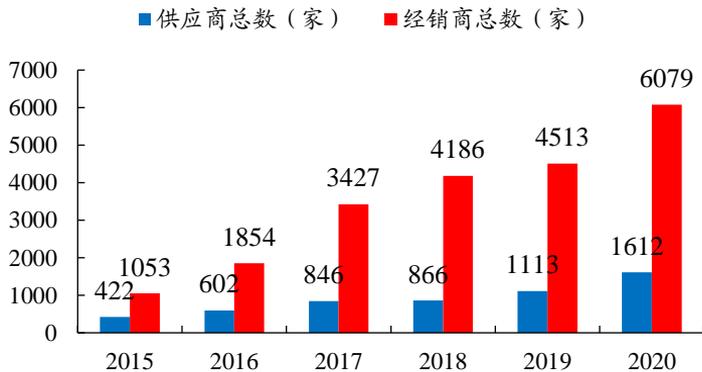
- 1 抖音电商：定位兴趣电商，以直播、短视频开启电商新赛道
- 2 抖音电商生态：产品、流量、供应链已形成闭环，未来可期
- 3 服装行业契合抖音电商特点，抖音电商已成品牌重要渠道
- 4 乘抖音电商东风，南极人品牌抖音小店迅速起量
- 5 投资建议及风险提示

4.1.1 机遇一：供应链是抖音破局的重要抓手，南极电商拥有庞大的优质供应链资源

各电商平台的角逐最终将落点至供应链的争夺。在抖音电商体系内，达人通过精选联盟选品进行带货，但货源不稳定会导致达人带货体系的运转失衡，因此优质且稳定的供应商资源对目前的抖音生态十分重要。南极电商拥有庞大的优质供应商资源和数字化管理能力，将成为抖音电商在供应链方面的重要合作伙伴。

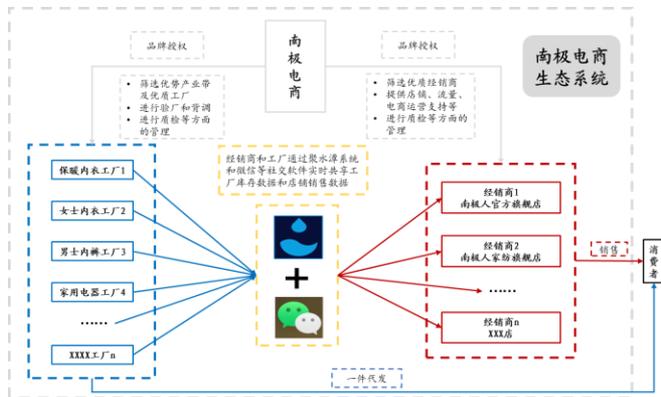
- **供应商侧：**中国的制造业产业带聚集现象显著，南极电商于各细分品类优势产业带中，通过验厂、背调等方式挑选出头部工厂作为供货商，积累了庞大的供应商资源。截至2020年底，已同1,612家优质供应商达成合作。以天猫南极人官方旗舰店为例，其一家店铺供货商便多达200余家；体系内工厂实力强大，具备研发能力，能为经销商提供差异化的产品，提高市场竞争力。
- **经销商侧：**凭借体系内优质的供货商以及实时有效的信息共享系统，经销商可以轻松掌握市场主动权，实现“低库存、高周转、高性价比、高ROE”的经营模式，供应链得到高效率的配置。截至2020年底，经销商数量为6079家（已合并渠道重复数），同比净增1566家。

图39：南极电商拥有庞大供应链资源



数据来源：南极电商公告、开源证券研究所

图40：南极电商数字化管理能力为上下游赋能



资料来源：南极电商公告、开源证券研究所

4.1.2 机遇二：南极电商多品类覆盖支撑抖店垂直化经营，拓宽流量入口

抖店垂直化经营下，多品类的品牌可以形成店群效应，拓宽流量入口。目前公司产品品类方面主要集中在4大板块，分别是大纺织类、母婴类、以生活电器和个人护理为主的非纺织类，以及食品类。除了积极扩品类以外，公司还会在进行一些新品牌的孵化。孵化新品牌的工作将会在扩充品类的过程中进行，当扩充的品类孵化效果良好时，可将其作为一个独立类目。抖音小店的垂直化经营规则下，南极电商多品类的经营策略将获丰富流量入口。

多品类下在直播电商领域的优势也体现在：公司产品大多是生活必需品，可以每天不间断进行直播，持续给供应商带来稳定订单。其他品牌的带货产品更多是生活非必需品以及购买频次较低产品，虽然单场直播的GMV会更高，但如果要提高直播次数，则需要不断变换直播品类或者对客户进行大规模拉新。不断变换直播品类会使得供应商没有长期稳定订单，不利于供应商的长期生存以及公司长期和供应商的关系。

图41：南极电商的每一个抖音小店对应不同的垂类商品且不间断直播



资料来源：抖音、开源证券研究所

4.1.3 机遇三：搜索可能成为抖音电商新突破点，南极电商搜索规则下的电商经验丰富

消费者的搜索需求不变，但搜索行为转变，抖音电商搜索功能有望成为新发力点。

- 搜索的本质是消费者对内容的需求，而内容视频化的发展趋势越来越明显。国内以百度为代表的搜索引擎创新推出知识短视频品牌“秒懂百科”，以短视频重新定义知识，提升搜索的效率。在内容视频化的驱使下，消费者的搜索行为不仅发生在百度、微信和淘宝等传统渠道，抖音、小红书等也成为消费者搜索的重要平台；
- 搜索行为不再是“即搜即走”的点状行为，而是与平台内容融合，产生“即看即搜”的行为：在内容激发下激发好奇心产生搜索行为。据字节跳动数据，截至2020年12月，在日活用户6亿的基础上抖音日均视频搜索次数突破4亿次，日搜索频率抖音平台的搜索需求大幅提升。
- 南极电商有着丰富的电商运营经验，且掌握在搜索规则主导的货架电商上打造单品爆款的逻辑，搜索趋势下仍保持优势。

图42：搜索内容视频化趋势明显



资料来源：百度百科、开源证券研究所

图43：抖音/微博/小红书成为搜索平台之一



资料来源：抖音、开源证券研究所

南极电商积极布局抖音渠道。根据第三方平台数据，截至2021年6月30日，南极人共有约80家店铺。（1）按销量排名，3-6月在品牌排行榜上排名分别为第19/1/1/1名，月均销售量超540万件；（2）根据抖音小店的销量排行数据，南极人恒欧专卖店连续3周上榜抖音小店，排名分别为3/3/1名；南极人安广专卖店销量排名连续6周上榜，且6.21-6.27一周的销量相较于首次上榜提升近1倍至62.2亿件。

表6：南极电商恒欧专卖店连续3周上榜抖音小店，排名分别为3/3/1名

单位： 万件/ 元	南极人恒欧专卖店			南极人安广专卖店			南极人豫农专卖店			南极人正博专卖店			
	日期	排名	销量	销售额	排名	销量	销售额	排名	销量	销售额	排名	销量	销售额
	5.10-5.16	3	30	30	10	32.7	30	-	-	-	-	-	-
	5.17-5.23	3	42.8	42.8	8	39.7	42.8	-	-	-	-	-	-
	5.24-5.30	1	55.5	55.5	2	51.4	55.5	4	43.7	34.1	2	72.9	68.1
	6.07-6.13	-	-	-	4	60.3	97.5	-	-	-	-	-	-
	6.14-6.20	-	-	-	7	43.5	68.4	5	62.3	43.7	2	67.8	140.7
	6.21-6.27	-	-	-	4	62.2	89.4	-	-	-	-	-	-

数据来源：蝉妈妈、开源证券研究所

表7：南极人品牌持续4个月上榜品牌销量周榜，排名分别为19/1/1/1名

抖音商品品牌月榜			
月份	排名	月销量（万件）	月销售额（万元）
3月	19	44.6	1,028.7
4月	1	342.4	827.6
5月	1	887.9	1,159.3
6月	1	893.1	2,153.1

数据来源：蝉妈妈、开源证券研究所

4.2.1 南极人品牌案例：顺应抖音发展趋势，在抖音电商体系内迅速起量

公司在抖音的战略与过去在淘宝的战略有所区别，主要区别为独家品类授权以及大量达人账号做分销。

(1) 独家品类授权

- 由于新平台规模有限，不适合淘宝、拼多多等大平台的全品类销售模式，且由于原有的淘系供应商会对淘系渠道产生一定的依赖，当原有供应商在新平台的投入产出比没有原有平台高时，供应商的积极性会较低。
- 于是在进入抖音渠道时，公司筛选已经在新平台做到单品类前3的商家进行合作，做独家品类授权，公司的供应链资源、数字化平台助力头部商家进一步巩固在新平台的竞争优势。
- 未来的供应商选择策略仍然为控货控价，避免供应商过度竞争导致亏损。

(2) 品牌自播+达人分销：目前抖音大力扶持品牌自播，在此趋势下南极人品牌选择大量品牌自播和达人带货的品宣策略，叠加投放大量广告做直播间推送，因此南极人品牌的多个抖音小店迅速起量。

- 除旗舰店自播外，还进行大量KOC投放，根据不同KOC所具有的不同标签匹配不同类型的商品，做到达人过去生产的内容与商品协同；在广告方面，前期和官方签了约3500万的年框，后期加至4600万的品牌框+年框，并投放大量直播间广告，与抖音代运营服务商合作，由服务商打造直播间。

4.2.2 南极人品牌案例：顺应抖音发展趋势，在抖音电商体系内迅速起量

南极人品牌的抖音小店迅速起量的发展路径：

- (1) 高曝光：建立品牌自播的店播矩阵+流量工具的大量投放，保证在不同时间段均可接触到潜在用户；结合兴趣推送的流量规则，即使非热度短视频（点赞、评论数不高）也可接触到用户。
- (2) 深互动：通过与用户互动，建立情感连结，提升用户对品牌的认知度和认可度，为转化奠定基础。
- (3) 强带货：在高曝光和深互动下，小店销量大幅提升。
- (4) 速涨粉：达成转化后，通过后续产品反馈、优惠等服务沉淀品牌忠实用户。

图44：南极人品牌在抖音电商体系内的发展路径



资料来源：抖音、蝉妈妈、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 抖音电商：定位兴趣电商，以直播、短视频开启电商新赛道
- 2 抖音电商生态：产品、流量、供应链已形成闭环，未来可期
- 3 服装行业契合抖音电商特点，抖音电商已成品牌重要渠道
- 4 乘抖音电商东风，南极人品牌抖音小店迅速起量
- 5 投资建议及风险提示

兴趣电商崛起，纺服板块先行，重点推荐南极电商、安踏体育、李宁、森马服饰、海澜之家，受益标的太平鸟、锦泓集团。电商平台作为品牌布局的重要渠道，已经从以搜索为主的“人找货”模式转变至“货找人”模式的社交电商、内容电商、直播电商，抖音定位兴趣电商，在内容、技术、用户、策略方面均建立了先发优势，崛起之势明显。在电商平台模式的更迭中，如何适应平台的运营规则是品牌获取流量的关键。在抖音电商的流量、产品、供应链的规则下，服装品类更适应抖音规则，在抖音电商体系内占比最高，因此抖音渠道也逐渐成为服装品牌发布新品及销售的重要渠道。我们认为，南极电商线上渠道占比高且通过抓住拼多多渠道的机遇实现渠道持续的高增长，目前南极电商“独家品类授权+大量达人分销”的策略起效，南极人品牌在抖音电商的模式已经跑通，叠加南极电商握有抖音电商重视的优质供应链资源，有望充分享受抖音电商增长红利，同时森马服饰、海澜之家、安踏、李宁在抖音渠道的业绩表现同样亮眼。因此，我们继续重点推荐南极电商、安踏体育、李宁、森马服饰、海澜之家，看好其在抖音渠道的进一步发展，受益标的有太平鸟、锦泓集团。

表8：我们重点推荐南极电商、森马服饰、海澜之家、安踏、李宁，受益标的太平鸟、锦泓集团

公司代码	公司名称	评级	收盘价(元)		EPS		PE		
			2021/7/14	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002127.SZ	南极电商	买入	11.29	0.48	0.63	0.85	23.5	17.9	13.3
2020.HK	安踏体育	买入	11.23	0.59	0.69	0.82	19.0	16.3	13.7
2331.HK	李宁	买入	7.05	0.41	0.70	0.85	17.2	10.1	8.3
002563.SZ	森马服饰	买入	154.29	2.92	3.74	4.54	52.8	41.3	34.0
600398.SH	海澜之家	买入	74.69	1.46	1.71	2.12	51.2	43.7	35.2
603877.SH	太平鸟	未评级	59.80	1.5	1.99	2.44	39.9	30.1	24.5
603518.SH	锦泓集团	未评级	26.83	-2.47	1.32	1.72	-10.9	20.3	15.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（太平鸟、锦泓集团盈利预测来源于Wind一致预期，其余均来源于开源证券研究所；对于安踏体育、李宁的收盘价及PE均按2021年7月14日汇率：1HKD=0.83RMB）

- (1) 电商平台竞争加剧，抖音电商发展未及预期。
- (2) 品牌在抖音渠道的经营不及预期。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注： 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，连接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券