

证券研究报告

2021年09月16日

行业报告 | 行业深度研究

互联网传媒

直播电商行业：风口正盛，未来去往何方？

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

1、直播电商发展迅速，产业链各环节分享行业发展红利，市场空间广阔

直播电商从2016年淘宝、京东等传统电商探索“直播+电商”新模式开始，经历了萌芽期、成长期、快速发展期三个阶段，到2020年，直播电商GMV已经突破1万亿元。我们预计未来几年直播电商仍将迅猛发展，2025年直播电商市场GMV将接近7万亿元，20-25年CAGR高达37%，其中传统电商、内容电商、社交电商平台的直播电商GMV分别为4.48/2.01/0.43万亿元，分别占比64.8%/29.1%/6.2%。

产业链各环节受益于行业的发展与成熟，规模迅速扩张。服饰鞋包、美妆洗护、食品、生活日用、数码电器是直播带货上游商家的TOP5行业；MCN机构由2016年的420家上升至2020年的21000家，但马太效应凸显，营收过亿的机构不足1%，头部机构占据主要市场份额；直播电商运营难度高，传统MCN模式下商家和KOL匹配困难，代运营服务和供应链匹配服务需求强劲，我们推算2025年直播电商代运营服务商和供应链整合服务商的营收市场空间分别可达1245/1452亿元；抖音、快手借助电商实现流量变现，淘宝借助直播进一步拉新转化，直播电商平台形成淘抖快“三足鼎立”格局。截至2020年底，直播电商用户已将近4亿。

2、公域流量红利见顶，品牌自播成新趋势，抖音、快手发展路径差异化

现阶段中国互联网红利消退，流量增速放缓，叠加公域流量归属于平台，流量成本趋高，商家构建私域流量的需求日渐攀升。坑位费与佣金抽成挤压商家利润空间，品牌自播成新趋势。在公域和私域的岔口上，抖音和快手发展路径差异化，抖音提出的“兴趣电商”强调通过推荐算法匹配商品和用户兴趣，促进公域流量的需求转化和价值变现，快手则提出 $GMV=UV*内容消费时长*单位时长订单转化率*客单价*复购频次$ 的信任电商，看重私域流量更高的变现价值。

3、监管政策规范行业相关方行为，维护直播电商行业健康可持续的商业业态

随着直播电商行业市场规模扩大和乱象频出，相关部门针对现有直播乱象和潜在风险发布了一系列监管政策，建设和健全直播电商行业规范和管理体系，加强对相关企业运营和从业人员的督导、规范和管理，维护直播电商行业健康可持续的商业业态。

4、行业整体处于被市场低估的状态，提醒关注直播电商产业链的优质低估值标的

2020年-2025年直播电商行业的CAGR为37%，直播电商平台（阿里巴巴、快手）、MCN机构（星期六、天下秀）、代运营服务商（值得买、丽人丽妆）、供应链服务商（值得买）、营销服务商（华扬联众、姚记科技）、电商SaaS（中国有赞、微盟集团）等产业链各环节均受益于行业发展。目前行业中多数可比公司PEG小于1，行业整体处于被市场低估的状态，我们提醒关注港股和A股的优质低估值个股。

风险提示：市场竞争格局变化、公司其他业务营收不及预期、公司利润增长不及预期、宏观及政策监管风险、商誉减值等

1.直播电商市场综述

1.1 中国直播电商行业的定义及特点

直播电商是“直播+电商”相互融合产生的一种新销售渠道，商家或网红主播在直播平台以直播形式向消费者推销商品。相较以图文方式展示商品的传统电商模式，以直播形式展示商品的直播电商模式更为直观。

中国直播电商与传统电商模式对比，2020年

对比指标	直播电商	传统电商
定义	以直播为渠道达成营销目的的电商形式，是“直播+电商”相互融合的产物	主要依靠图片和文字呈现商品信息，是直播电商的基础
具体形式	货找人，主播将商品呈现给消费者，并实时答疑	人找货，消费者自行搜索所需商品
商品价格	价格低于传统电商，消费者可在直播间获取大额优惠券、参与秒杀活动或享受其他优惠	价格较稳定，优惠程度低于直播电商
互动性	强，主播实时互动	弱
目标用户特征	有购物、社交、娱乐需求	有购物需求
决策时间	即时互动、反馈缩短消费者决策时间（在直播的时间内，数分钟至数小时）	消费者选购时间较长（数小时至数天）
转化率	较高（> 5%，头部主播的转化率6%-18%）	较低（0.37%）
盈利方式	销售额分成、打赏分成、营销推广	销售额分成、营销推广
代表平台	淘宝、快手、抖音等	淘宝、京东、拼多多

资料来源：亿欧智库、36氪研究院、艾瑞咨询、天风证券研究所；注：转化率=产生购买行为的用户数/（到达店铺的人数或直播间的场均观看人数）

1.2 中国直播电商行业的发展历程

中国直播电商行业已历经萌芽期与成长期，受益于众多电商与内容平台开通直播功能以及新冠疫情下“宅经济”开始繁荣，直播电商行业已进入快速发展阶段。2020年，直播电商GMV突破万亿元。

中国直播电商行业发展历程



资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

1.3 中国直播电商行业市场格局

中国直播电商平台特征对比

对比指标	传统电商平台	内容电商平台	社交电商平台
特点	搭建直播板块，帮助平台商家销售运营并进行拉新转化	自带流量，通过直播电商实现流量变现	可聚合流量，主要通过直播电商实现商业价值的转化
主播类别	头部主播集中，商家自播比例较高	达人主播为主	以中小主播为主
用户属性	以消费为主	以娱乐为主	以社交、消费为主
商品特征	SKU丰富，供应链较稳定	白牌或品牌商品为主	低价白牌商品为主，如服饰、食品等
成交路径	自有平台	自有平台或跳转第三方平台	自有平台
转化率	中等偏高	较低	中等
优势	货品和商家资源丰富，电商服务、用户权益体系完善	流量与达人资源丰富	兼具电商与社交属性，用户覆盖广，店铺适宜构建私域流量池
代表平台及达人	淘宝（薇娅、李佳琦等）、京东、苏宁等	抖音（张庭、罗永浩等）、快手（瑜大公子、蛋蛋等）	微信、微博

按照直播电商平台的背景和特点，直播电商平台可以分为传统电商平台、内容电商平台、社交电商平台三种类型。其中，内容电商平台以抖音和快手为代表，社交电商平台以微信为代表。不同类型直播电商平台各有所长，侧重点有所不同。传统电商平台具有电商基因，自身拥有丰富的货品或商家资源、成熟的电商服务以及消费者权益保护，其通过直播电商主要目的在于拓展自身获客渠道，同时增强用户粘性；内容电商平台自身具有丰富的流量资源，其通过直播电商进行流量变现；社交电商平台，可聚合流量，主要通过直播电商实现商业价值的转化。

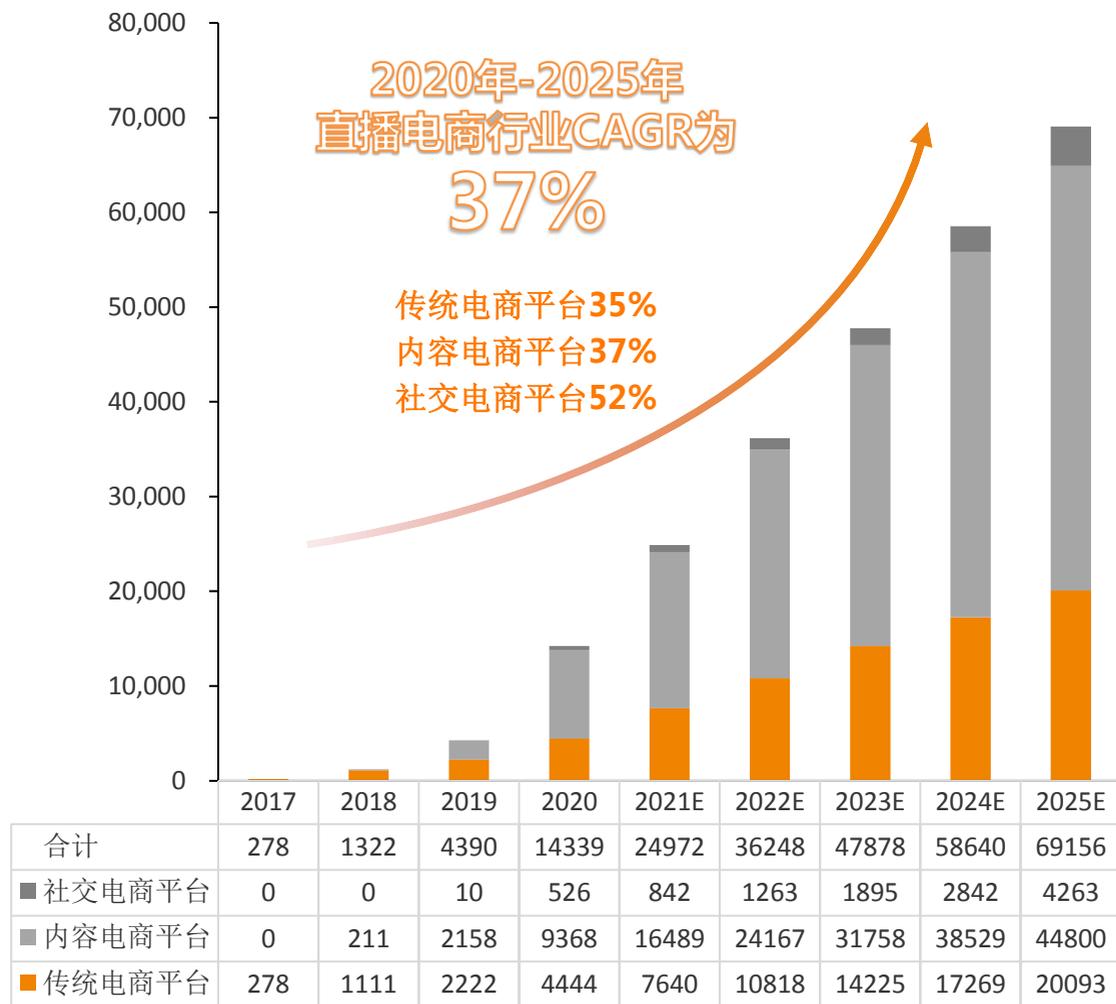
直播电商行业逐步形成三足鼎立格局。2020年，淘宝直播、快手、抖音GMV规模分别为4,000+亿元、3,812亿元、5,000+亿元，合计占据行业总市场规模的90%左右。淘宝直播的主要特点在于其具有电商基因，拥有海量用户，而快手与抖音依据自身短视频平台的优势（内容多元化，并具备强大的算法推荐机制），快速获取大量用户，进而通过直播电商探索流量的变现。

资料来源：国家统计局、36氪研究院、头豹研究院、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

1.4 中国直播电商行业市场规模

中国直播电商行业市场规模（按GMV计），2017-2025年预测，单位：[人民币亿元]



在政策利好、新兴技术不断进步、居民消费能力增强等因素驱动下，中国直播电商行业加速向好发展，行业市场规模（按GMV计）已从2017年的278亿元上升到2020年的14,339亿元，预计将于2025年接近7万亿元，其中内容电商平台GMV4.48万亿，占比64.8%，传统电商平台直播GMV2.01万亿，占比29.1%，社交电商平台直播GMV4263亿，占比6.2%。

政策利好：为规范与推动中国直播电商行业快速向好发展，中国出台了多项政策，如2020年7月杭州市商务局发布《关于加快杭州市直播电商经济发展的若干意见》，提出力争到2022年，全市实现直播电商成交额10,000亿元，对消费增长年贡献率达到20%。培育和引进100个头部直播电商MCN机构，建设100个直播电商园区（基地），引导商贸服务行业向数字化、社交化方向转化。

新兴技术持续进步：数字技术、云计算、大数据、直播、短视频、5G、AI等技术的不断发展成熟，为直播电商行业的实现与快速发展提供可能。数字技术使文字、声音、图片和图像转为可集成、操作和迅速传送的一系列数据流，是电商可实现的基础。大数据等技术的发展，使直播电商平台可更精准触达其目标人群，提高营销效率，降低运营成本。

居民经济水平提升：中国居民人均消费能力的提升是居民增加各项消费支出的保障。中国城镇居民人均可支配收入、人均消费支出分别由2016年的33,616元、23,079元上升至2020年的43,834元、27,007元。

资料来源：头豹研究院、天风证券研究所；注：传统电商平台以淘宝、京东、拼多多为代表，内容电商平台以抖音和快手为代表，社交电商平台以微信为代表

2. 直播电商行业产业链

2.1 中国直播电商行业产业链

中国直播电商行业产业链上游环节为品牌商、经销商或生产商，中游参与者主要为MCN机构、供应链服务商与代运营服务商，下游则由直播电商平台和用户构成。截至2020年底，直播电商用户已将近4亿。



资料来源: 各企业官网、CNNIC、头豹研究院、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

2.2 产业链上游：商家

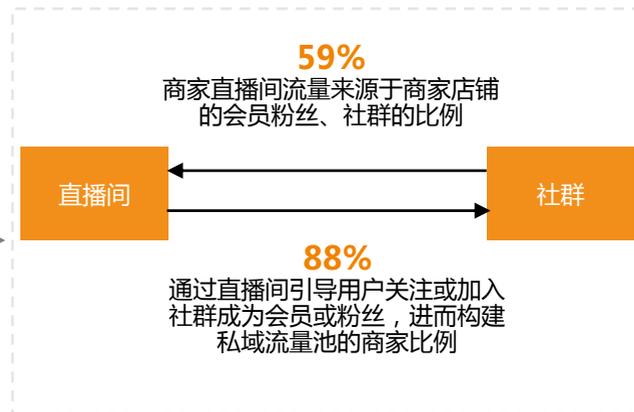
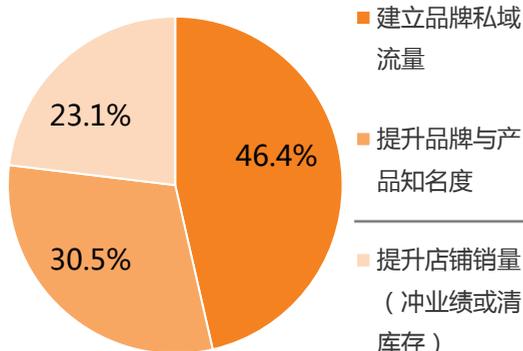
低单价、刚需高频是直播带货商家的主要特点。服饰鞋包、美妆洗护、食品、生活日用、数码电器是直播带货行业的TOP5行业，主要原因在于服饰鞋包、美妆洗护、食品、生活日用四类产品价格多在500元以下，相较于价格较高的商品而言，用户在购买较低单价商品无需考虑多方面因素，加之这些产品具有刚需高频的特点，因而成为直播带货的主要产品。而对于数码电器而言，尽管其价格相对较高（多在1,000-3,000元之间），但用户在直播间购买时，可享受更大折扣力度（商家在直播间多采用“促销优惠”的玩法，包括特价秒杀、大额优惠券等，如realme GT Neo闪速版手机在直播间下单至高可少200元，同时获赠耳机并享受保修期延缓半年服务），因而用户也倾向于在直播间购买此类产品。

建立品牌私域流量是商家参与直播电商的主要目的。流量成本愈趋高昂，商家依赖平台分配流量时，需投入大量资金方可获得平台流量资源倾斜，吸引用户。为降低营销成本，同时提高用户留存率，商家纷纷开始建立自有私域流量池，约46.4%的商家通过参与直播电商实现建立私域流量池的目的。88%的商家通过直播间引导用户成为其会员或粉丝，而商家直播间的用户约59%来自于这些用户，因而直播间与社群间的用户已成为商家的核心用户，是其营收持续增长的有力保障。

直播电商的商家行业TOP5



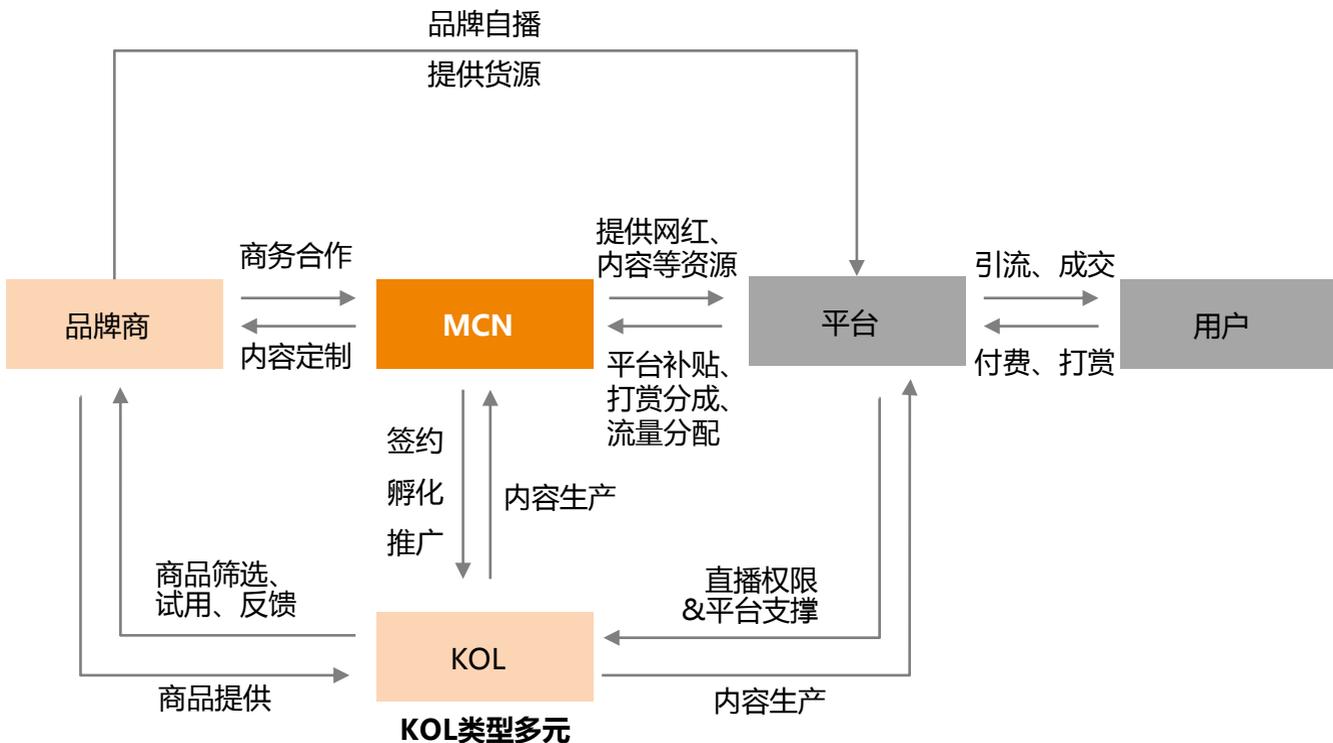
商家参与直播电商目的



资料来源：虎嗅&微盟、头豹研究院、天风证券研究所

2.3 产业链中游：MCN机构

中国电商型MCN机构运营模式



网红



明星



企业家



虚拟偶像及其他



MCN机构在直播电商产业中处于承上启下的地位。MCN机构可提供的服务较多元，可包括主播孵化、内容制作、运营、营销、供应链支持等，可为品牌方和主播提供全方位服务，在直播电商产业中具有承上启下的作用。

主播类型逐步多元化，同时主播马太效应凸显。在主播类型方面，随着直播电商行业的快速发展，直播间的主播逐步多元化，已从网红逐步发展为集结明星（如刘涛、李湘等）、企业家（如罗永浩等）、普通人（如品牌方自有员工等）、虚拟偶像（如洛天依等）等共同参与。在销售额方面，少数头部主播的销售额占据平台销售额大部分份额，行业马太效应逐渐明显，约2%的头部主播（薇娅、李佳琦等）占据淘宝达人直播超一半的市场份额，腰部、尾部的主播面临激烈的竞争。

资料来源：亿欧智库、头豹研究院、天风证券研究所

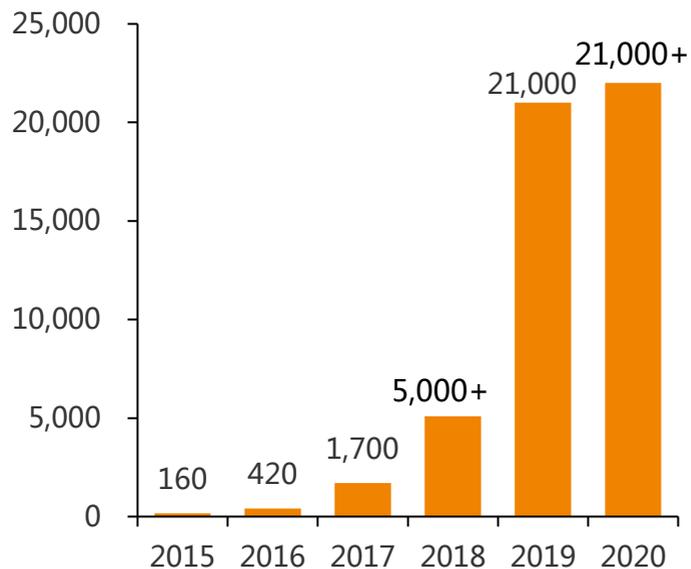
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

2.3.1 MCN机构行业马太效应凸显

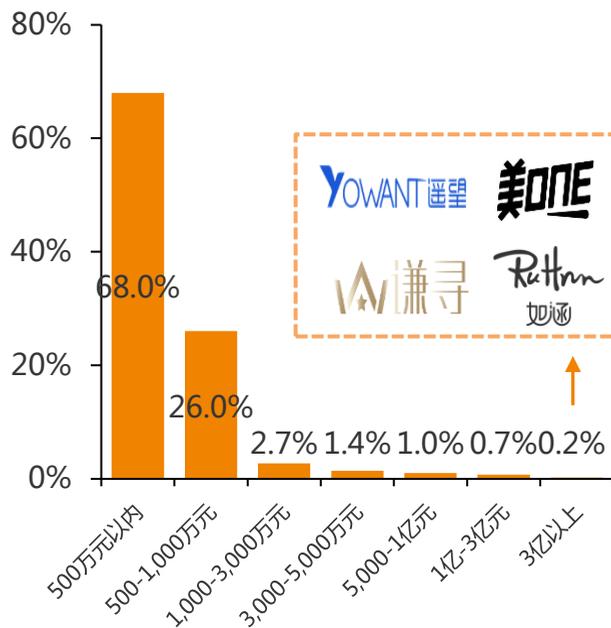
MCN机构行业马太效应凸显。在数量与规模方面，受直播电商与短视频行业快速发展驱动，近5年，MCN机构数量持续增加，已由2016年的420家上升至2020年的21,000余家，但其增速有所减缓。在营收方面，2020年超过90%的MCN机构营收规模（含电商GMV）不足1,000万元，营收超过1亿元以上的机构不足1%，头部机构占据主要市场份额，行业马太效应日趋明显。

MCN机构竞争白热化，头部红人流量增速放缓，陷入增长瓶颈期，品牌商精细化运营理念不断渗透，品牌自播成为一种趋势。头部MCN机构通过不同发展战略来巩固自己的竞争优势和行业地位。面对依赖单一头部主播风险，MCN机构加大对头部主播的运营力度，包括组建专业化的运营团队与售前售后团队，保证优质内容的持续产出和服务质量来提高粉丝粘性，延长头部主播的生命周期。同时通过签约、孵化等方式形成丰富的KOL矩阵，并进行专业化的运营管理。面对高质匹配的供应链资源越来越抢手的趋势，头部MCN机构或战略性重视品牌营销、代运营服务、与品牌深度绑定，展开多维度合作，或打造自有供应链基地，或孵化自主品牌。这些发展战略使得头部MCN在竞争中的优势愈发突出，也强化了行业的马太效应。

MCN机构数量（单位：家）



MCN机构营收分布（含电商GMV）



头部MCN机构的发展战略

趋势与挑战	头部MCN发展战略
头部红人流量增速进入瓶颈期，依赖单一头部主播存在风险	组建专业化的运营团队与售前售后团队，与外部品牌商的客服团队合作以保证服务质量。
	通过签约、孵化、运营管理来形成丰富的KOL矩阵。
品牌自播成为一种趋势，优秀货源越来越难得	战略性重视品牌营销、代运营服务、与品牌深度绑定，展开多维度合作。
	自建供应链基地。
	孵化自主品牌
	垂直化、专业化经营

资料来源：克劳锐、头豹研究院、天风证券研究所

2.4 产业链中游：直播电商代运营服务商

直播电商凭借有趣的内容创作和强互动性成为了广大消费者一个重要的消费渠道，入局直播电商和品牌自播成为了知名品牌寻求营收增量和新品牌扩宽知名度的新课题。但直播电商运营流程复杂，品牌缺乏相关的专业知识和能力，需要更为专业的服务商来帮助品牌规避经营风险，推动直播电商渠道的顺利开拓。**直播电商代运营服务商在此背景和需求下产生的负责店铺运营或品牌运营的服务商，其业务包括日常的店铺或品牌运营、内容产出，组织大型活动，策划营销推广，实现流量沉淀和品牌增值。**

直播电商代运营服务商按其背景或主业可以分为三种类型：MCN机构、传统电商代运营服务商、新媒体数据营销服务商。MCN机构积淀了大量的主播资源，在内容生产方面具有丰富的经验，但缺少店铺管理经验，投放直播服务工具时也多为粗放型投放；传统电商代运营服务商有丰富的电商运营经验，其传统渠道的客户高度信任，资源复用效率高，但缺少直播内容运营经验。新媒体数据营销服务商以强大的数据作为支撑，了解消费者偏好，对直播电商工具投放策略把握更为精准，但其KOL基础薄弱，也缺少店铺和仓储管理经验。

头部代运营服务商更凭借前期代运营经验形成了高效运营能力并持续积累底层消费数据，更容易受到品牌商的青睐，从而实现规模化运营，尤其是打造出标杆案例的服务商，更容易扩大知名度，构筑起持久的竞争壁垒。另外，拥有多个大品牌客户的服务商更容易享受到直播电商行业发展的规模红利，实现代运营业务营收规模的快速增长。

不同背景的直播电商代运营服务商对比

	MCN机构	传统电商代运营服务商	新媒体数据营销服务商
业务积累	机构的达人与品牌有合作基础；积淀了丰富的KOL矩阵和直播带货能力	在天猫等传统电商渠道积累大量的客户和标杆案例，客户信任度高，商务资源可复用	为品牌客户提供整合营销，商务资源延续性强
优势	拥有较强的内容生产能力和KOL运营能力，打造爆款短视频或直播内容的能力较强	拥有丰富电商运营经验，熟悉店铺运营及仓储物流管理	基于大数据更为了解消费者行为偏好，更有可能生产出有创意的短视频或直播内容；熟悉直播电商规则，同时依托系统实现更为精准投放
劣势	缺少店铺管理和仓储物流管理经验；投放直播服务工具时更多为依托经验的粗放型投放	缺少短视频或直播内容生产经验；KOL孵化和运营能力弱；缺乏对直播电商的相关规则和服务工具的了解	缺少KOL孵化和运营能力；店铺管理及仓储物流管理能力弱
代表性公司			

资料来源：抖音电商学习中心、值得买公司公告、天风证券研究所

2.5 产业链中游：直播电商供应链服务商

人和货是直播电商的两大要素，商家和KOL相互寻找以达成商务合作。在传统的直播电商供应链模式中，MCN机构对外招商并选品，对商家来说，传统的招商方式的流程漫长，且需要支付高昂的坑位费，对腰尾部的MCN机构和KOL来说，很难找到优质的匹配KOL调性的供应链资源。对此，**供应链整合服务商通过提供平台化的运营服务，提高招商与选品、匹配等多个环节效率，解决商家和腰尾部KOL的痛点，从而深度绑定上游供应链资源和下游的优质主播资源。**

目前，淘宝直播、抖音和快手平台搭建了官方的供应链整合服务平台，分别是淘宝的淘宝联盟、抖音的精选联盟、快手的好物联盟和磁力聚星，其中，快手通过磁力聚星整合包括淘宝联盟、魔筷星选等在内的第三方平台的供应链资源，为快手主播提供第三方供应链资源选品服务。头部MCN机构整合自己前期合作的品牌和厂商资源建立线下的供应链基地和直播基地并对外开放，进一步提高在直播电商产业中的分成比例。三个平台也通过认证产业带供应链基地的方式进一步扩展平台的线下商品池，产业带供应链基地通过汇集当地的品牌和产业资源，为当地的MCN机构和KOL提供线下选品服务。此外，一些SaaS服务商或内容类导购平台也通过自己商家资源和数据积累拓展线上供应链选品平台业务，如有赞客、星罗星选和魔筷星选。

不同供应链整合服务商对比

	传统电商平台	内容电商平台	电商MCN自建供应链基地	产业带供应链基地	第三方线上选品平台
优势	商品侧： 淘宝&天猫积累了大量商家资源，供应链资源丰富。	主播侧、流量侧： 内容社交平台用户量大，活跃度高，大量KOL入驻	商品侧、主播侧： 前期合作积累丰富的供应链资源，具有丰富的KOL资源；	商品侧： 熟悉当地的品牌和厂商，有效整合当地有直播带货需求的供应链资源	商品侧、流量侧： 电商SaaS服务商聚集很多有直播带货需求的商家；内容类电商导购平台则通过优质内容生产吸引了大量流量。
目的	整合平台具有直播带货需求的大量零售终端商品资源，通过直播为商家开辟新的流量入口。 在帮助商家提高经营业绩同时，为主播提供丰富的货源，促进淘宝直播电商生态的发展。	整合货源以帮助主播流量变现，优化以广告为主的盈利结构。 同时依靠丰富的KOL资源和平台流量吸引商家入驻，搭建电商体系	整合货源以帮助主播流量变现，同时利用前期的业务积累丰富机构原本以经纪业务、营销服务为主的盈利结构。 吸引更多中腰部主播加入合作，进一步丰富KOL矩阵和提高MCN的分成收入。	整合当地供应链资源，帮助当地品牌商和其他产商提高商品销量，分享直播电商红利。	利用前期SaaS业务积累的商家资源，或内容导购平台沉淀的选品能力和数据分析能力，尝试发展供应链平台型业务，分享直播电商红利。
代表平台或服务商	淘宝（淘宝联盟）	快手（好物联盟、磁力聚星） 抖音（精选联盟）	谦寻超级供应链基地、 遥望杭州直播电商产业园	各平台官方认证的供应链基地	有赞客、星罗星选、 魔筷星选

资料来源：亿欧智库、头豹研究院、天风证券研究所

2.6 代运营服务商和供应链服务商的市场规模空间

根据我们对直播电商市场规模的预测，2025年直播电商市场交易额将达到69,156亿元。2020年，抖音直播电商品牌自播的GMV占比为16%，我们预计2025年品牌自播的GMV占比将达到整体直播电商GMV的30%；根据艾瑞咨询的研究，传统电商中国内品牌代运营需求比例为20%-30%，我们预计直播电商中品牌商选择代运营服务的比例为40%。随着直播电商行业的发展与成熟，我们预计代运营服务的佣金比例2025年会降低至15%，则直播电商品牌代运营服务的营业收入的市场规模空间为 $69,156 \times 0.3 \times 0.4 \times 0.15 = 1,245$ 亿元。

参考2020年抖音品牌自播的占比情况，并考虑到白牌商品的店播，我们预计2025年达人播和店播 GMV 的占比为6:4；考虑到头部MCN机构和主播具有较强的招商能力，我们认为只有腰尾部主播需要第三方供应链服务平台的人货匹配服务。参考2020年各平台TOP1000主播GMV占比，我们预计头部主播和腰尾部主播 GMV 占比将达到3:7。假设供应链服务商收取5%GMV的服务费，我们可以推算出直播电商供应链整合服务商的营业收入的市场规模空间为 $69,156 \times 0.6 \times 0.7 \times 0.05 = 1,452$ 亿元。

代运营服务商的市场规模空间-敏感性分析，佣金分成按15%GMV

	品牌商选择代运营服务的比例					
	20%	30%	40%	50%	60%	
品牌店播占比	20%	415	622	830	1037	1245
	25%	519	778	1037	1297	1556
	30%	622	934	1245	1556	1867
	35%	726	1089	1452	1815	2178
	40%	830	1245	1660	2075	2490

供应链服务商的市场规模空间-敏感性分析，分成比例按5% GMV

	腰尾部主播的 GMV 占比					
	60%	65%	70%	75%	80%	
达人播占比	40%	830	899	968	1037	1106
	50%	1037	1124	1210	1297	1383
	60%	1245	1349	1452	1556	1660
	70%	1452	1573	1694	1815	1936
	80%	1660	1798	1936	2075	2213

资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

2.7.1 重点平台的直播电商布局

各平台逐步加大对直播电商领域的布局，推动直播电商走向成熟。随着公域流量见顶，微信等拥有庞大私域流量的平台凭借自身社交优势，有望成为直播电商行业的新风口。

部分平台在直播电商领域的布局，2018年至今

时间	淘宝	京东	拼多多	抖音	快手	微信
2018年	3月，淘宝直播入口转移至首屏	11月，京东购物圈小程序上线	-	3月，上线抖音购物车功能，开始尝试直播带货，支持跳转淘宝 5月，上线抖音小店，开放商品橱窗 12月，全网开放购物车功能，与购物车运营商合作	6月，上线快手小店，与淘宝、有赞、魔筷进行合作	-
2019年	2月，淘宝直播独立APP发布，品牌直播日上线 4月，村播计划发布	7月，投入10亿元资金推动“红人孵化计划”	11月，在“百亿补贴”专场上线直播带货	1月，“好物联盟”扶持达人；接入头条放心购平台 4月，上线小程序电商，与京东、网易考拉、唯品会联通	6月，与拼多多、京东联通，借助“魔筷星选”小程序实现微信卖货	12月，基于“看点直播”小程序推出“引力播”计划，助力商家变现
2020年	6月，618期间邀请300余位明星直播带货	6月，京东零售与快手宣布共同启动“双百亿补贴”，并在6月16日落地首场促销活动“京东快手品质购物专场”	1月，多多直播上线，并向全部用户开放 4月，拼多多“全球购”在义乌综合保税区开启保税仓直播，而后在各大保税区开设直播间	6月，成立“电商”命名的一级业务部门，上线“抖店”APP，并与苏宁共同打造直播电商IP 10月，直播间切断第三方平台链接	5月，与京东零售达成合作，快手可使用京东物流和售后服务	2月，企业微信发布“群直播”功能 8月，微信小商店对企业、个体、个人全面开放，有助于实现“云摆摊”和直播带货
2021年	1月，淘宝直播官方在阿里巴巴西溪园区举办2021年首届淘宝直播机构大会；点淘APP正式发布	2月，举办超级小年夜活动 5月，抖音京东合作，京东将在抖音开设官方的抖音小店，未来全量的京东商品将接入抖音小店。	5月，中央广播电视总台央视新闻、上海总站联合拼多多共同推出了“美好生活·多多拼单”百亿补贴带货直播专场	4月，召开首届抖音电商生态大会，明确“兴趣电商”定义。 5月，抖音京东合作，京东开设官方抖音小店，未来全量的京东商品将接入抖音小店。	3月，快手电商在杭州举办“2021快手电商引力大会”，发布2021快手电商策略	5月，微信进行改版，自身“视频号-公众号”可双向导流，实现用户内容在公域与私域之间的转换。

资料来源：阿里研究院&毕马威、天风证券研究所

2.7.2 直播电商平台路径

相较抖音、微信等平台而言，点淘的电商交易体系较为成熟、转化率更高。

平台资源丰富，主播专业度更高，同时用户认可度与转化率更高。

点淘通过直播促成交易。点淘在原有电商基础上，通过引入主播（达人或店铺主播）、采用直播方式展示及推销商品，为用户带来更真实、可靠的购物体验，进而提升各类商品交易转化率。相较抖音、微信等平台而言，点淘的电商交易体系较为成熟、平台资源丰富，主播专业度更高，同时用户认可度与转化率更高。

抖音通过兴趣调动用户购物需求。在用户打开抖音浏览时，抖音将为其推荐可能感兴趣的内容，通过内容激发用户的购物需求进而促成交易。抖音自身已依托短视频相关内容积累大量用户，除打赏外，其将可通过直播电商途径进一步扩大商业价值。

点淘

用户自行关注的直播间
正在直播的品牌
短视频内容
按品牌、商品类型等进行搜索



抖音

直播相关内容
不同城市直播内容
用户自行关注的内容
系统推荐的直播内容
按品牌、商品类型等进行搜索



资料来源：头豹研究院、天风证券研究所

2.7.3 直播电商平台路径：抖音、快手上线自家电商小店，打造商业闭环

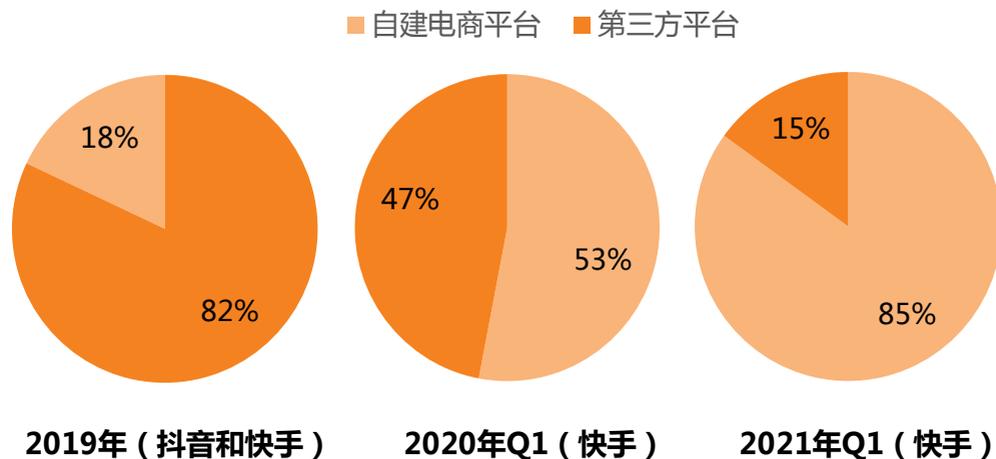
电商基础设施是完整的直播电商生态必不可少的一环，2018年抖音、快手相继上线自家小店，积极推进“去第三方平台化”，打造商业闭环。相比于内容电商平台，传统电商的主要优势是完善的供应链体系、丰富的货品种类、强大的用户消费数据等。抖音、快手作为内容电商平台，初入直播电商行业时，不得不依赖淘宝等第三方供应渠道。随着直播电商的发展，抖音、快手也在积极补足这方面劣势。2018年5月抖音上线抖音小店，开放商品橱窗，2020年6月上线抖音小店商家独立后台操作APP“抖店”，2020年10月，直播间切断第三方平台链接，体现出抖音向“独立自主”的电商平台靠拢、摆脱“引流”角色的决心。

内容电商平台搭建自有电商平台取得良好成效，供应链劣势得以弥补，对第三方电商平台的依赖逐渐减小。2019年，快手与抖音直播电商业务最终交易平台的成交额比例中，第三方交易平台与自建平台的占比分别为82%和18%。快手2020年年报披露，公司积极投资电商基础设施，通过提供多种工具帮助商家管理其在快手平台的店铺以促进平台交易，2021年第一季度，快手小店的电商交易额占平台电商交易总额的比例从2020年同期的53%上升至85%。继续自建电商平台的管理水平，提高自有电商平台的商户的体验，能够降低第三方平台佣金给予商户的压力，吸引更多商家入驻。

抖音直播电商发展历程



内容电商平台直播电商GMV结构

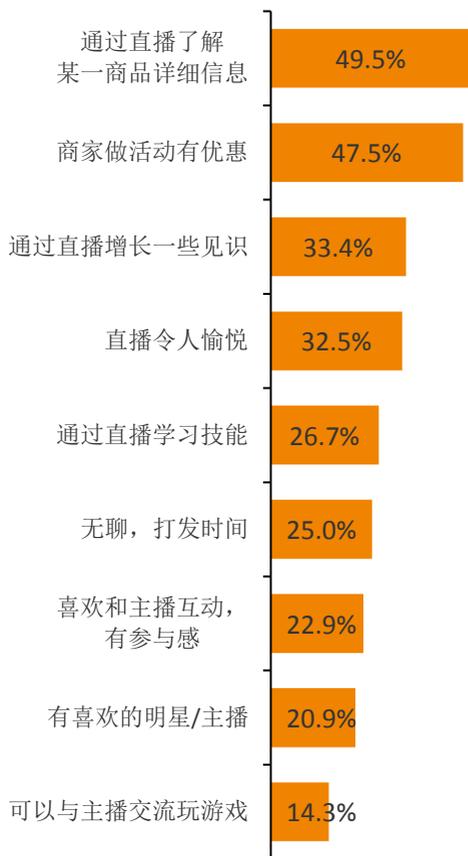


资料来源：阿里研究院&毕马威、快手公司公告、艾瑞咨询、天风证券研究所

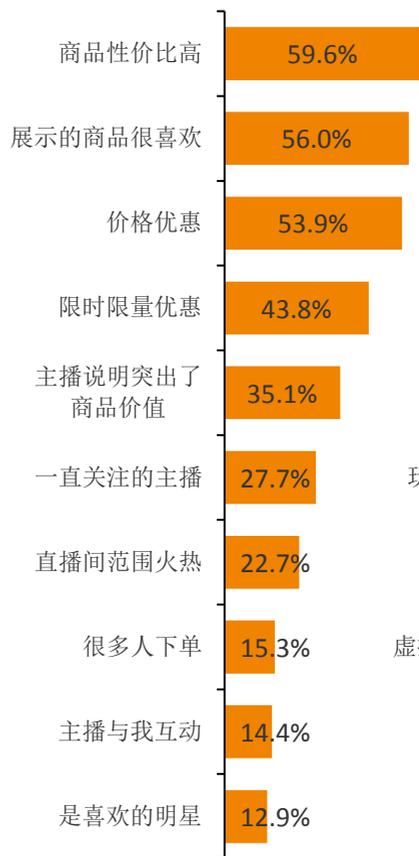
2.8 产业链下游：用户

中国直播电商行业用户调查，2020年3月

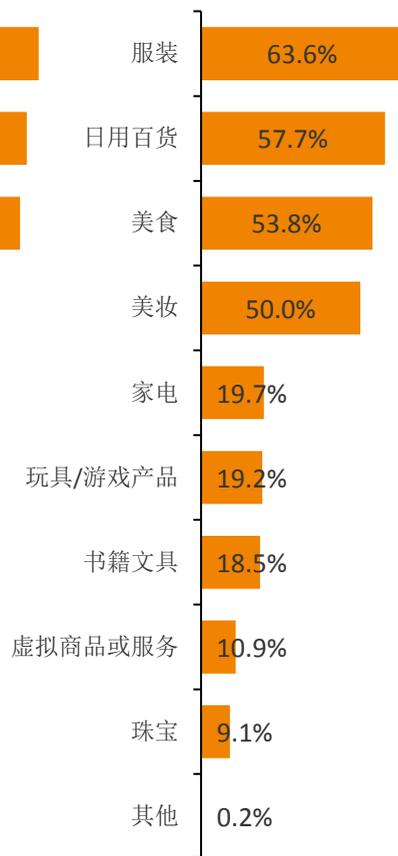
观看直播原因



直播购物原因



直播购物品类偏好



商品性价比和喜欢程度是用户在直播电商平台购物的重要因素。用户在观看直播时进行购物决策的主要因素是商品性价比高（59.6%）、展示的商品很喜欢（56.0%）、价格优惠（53.9%）、限时限量优惠（43.8%），综合而言，商品本身的性价比和价格优惠程度是主导因素。从直播购物品类偏好来看，用户在直播电商平台购买的品类多为服装（63.6%）、日用品（57.7%）、美食（53.8%）、美妆（50.0%），主要原因在于这些产品的价格相对较低且具有刚需高频的特点。

产品质量与售后服务是用户的主要顾虑。尽管用户选择直播电商是由于商品的性价比与价格优惠，但部分用户尚未选择直播电商购物，其主要顾虑是担心产品质量没有保障（60.5%）、担心售后问题（44.8%）。此外，直播电商行业整体退货率高达20%-30%（电商行业平均退货率约10%），主要原因在于部分主播对产品进行虚假宣传、产品质量无法满足用户需求、行业普遍存在刷单现象等。

资料来源：中国消费者协会、天风证券研究所

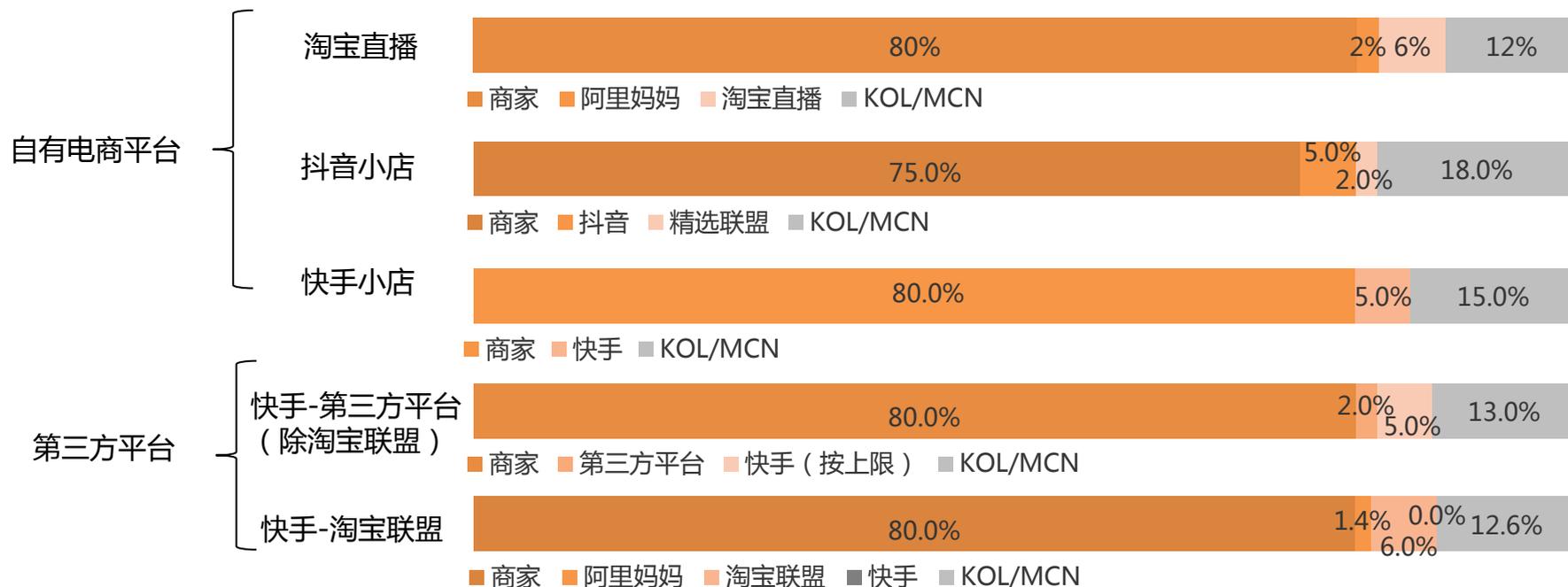
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

2.9 中国直播电商行业盈利模式——抽佣分成

直播电商行业的分成以CPS（按成交额收费）模式为主。

- 对于自有电商平台的商品，直播平台按规定的费率向商家收取技术服务费，不同品类的费率不同，整体在1%-5%之间，服饰类多为5%，食品类和3C数码家电类多为2%。快手和淘宝的技术服务费在佣金中抽取；抖音的技术服务费则是在佣金外额外扣除，除技术服务费之外，精选联盟商品还要向达人收取佣金的10%作为技术服务费。
- 快手链接到淘宝联盟的商品，淘宝联盟先在佣金中收取成交额的6%作为场景服务费，阿里妈妈收取扣除场景服务费后的10%作为技术服务费，快手收取0%的技术服务费，剩余GMV的12.6%由MCN机构和KOL分配。快手链接到除淘宝外的其他第三方平台，第三方平台先收取一定比例的场景或技术服务费（图中假设为2%），快手抽取剩余佣金的45%-50%或成交额的5%作为技术服务费，上限为成交额的5%，剩余13%为MCN机构和KOL所得。

中国直播电商行业抽佣分成比例（佣金以GMV的20%为例，假设技术服务费率为5%）



资料来源：亿欧智库、阿里妈妈规则中心、抖音电商学习中心、快手电商官网、天风证券研究所

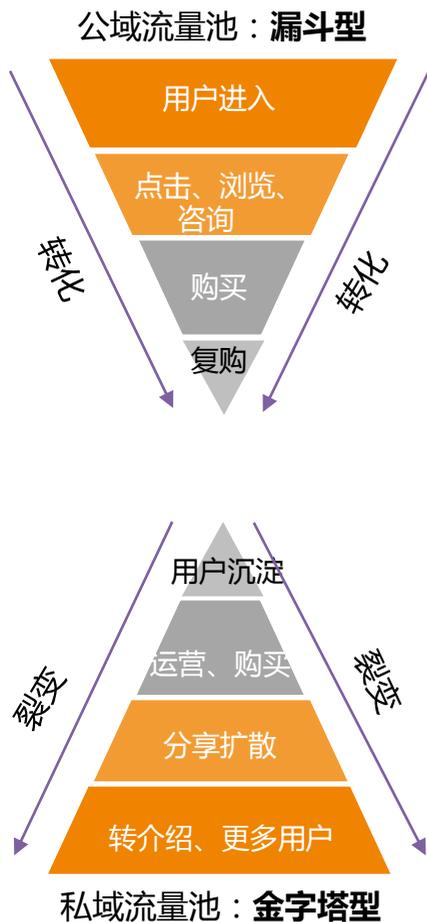
3.流量形式

3.1 电商平台流量形式：公域&私域流量

公域流量与私域流量特点对比，2020年

对比指标	公域流量	私域流量
平台属性	中心化	去中心化
流量归属	平台	商户、个人
竞争程度	很激烈，全平台商家或主播一同竞争	较小，流量只属于商家或主播
流量获取方式	平台算法分配；广告投放/向平台购买	公域流量转化沉淀；社交裂变
商家流量成本	较高，重复购买，且成本趋高	较低，可重复利用和裂变
转化率	较低	较高
留存度	粘性很低，一次性流量	粘性较高，可重复利用
用户触达	间接	直接
长期价值	较低，一次性流量	较高，复购率较高，社交裂变拉新
代表平台	淘宝、天猫、京东、抖音等	快手、微信、企业微信等

- 用户是流量，难以留存
- 流量需要购买，且成本不断提升
- 依赖于搜索、推荐



- 用户留存率较高，可反复利用
- 成本较低甚至免费
- 需要运营和沉淀

公域流量是归属于平台的流量，传统电商平台和内容电商平台的公域流量巨大，但由全平台的商家和主播共同竞争，平台对公域流量具有强掌控力，商家获得流量需由平台分配或向平台购买。私域流量是基于信任关系建立的属于商家的流量池，其粘性较高，可重复利用，商家与消费者产生直接联系，相较于公域流量，其销售转化效率更高，成本更低。

现阶段中国互联网红利消退，内容平台和电商平台流量增速逐渐放缓，渗透空间有限。根据QuestMobile，2021年6月，中国移动互联网月活跃用户规模为11.64亿人，与2019年6月相比仅增加了2723万人；短视频行业月活用户规模为9.05亿人，同比增长率由2020年6月的8.6%下降为6.2%，活跃渗透率已接近80%。移动购物APP行业月活用户规模为10.71亿人，同比增长7%，渗透率已超过90%。

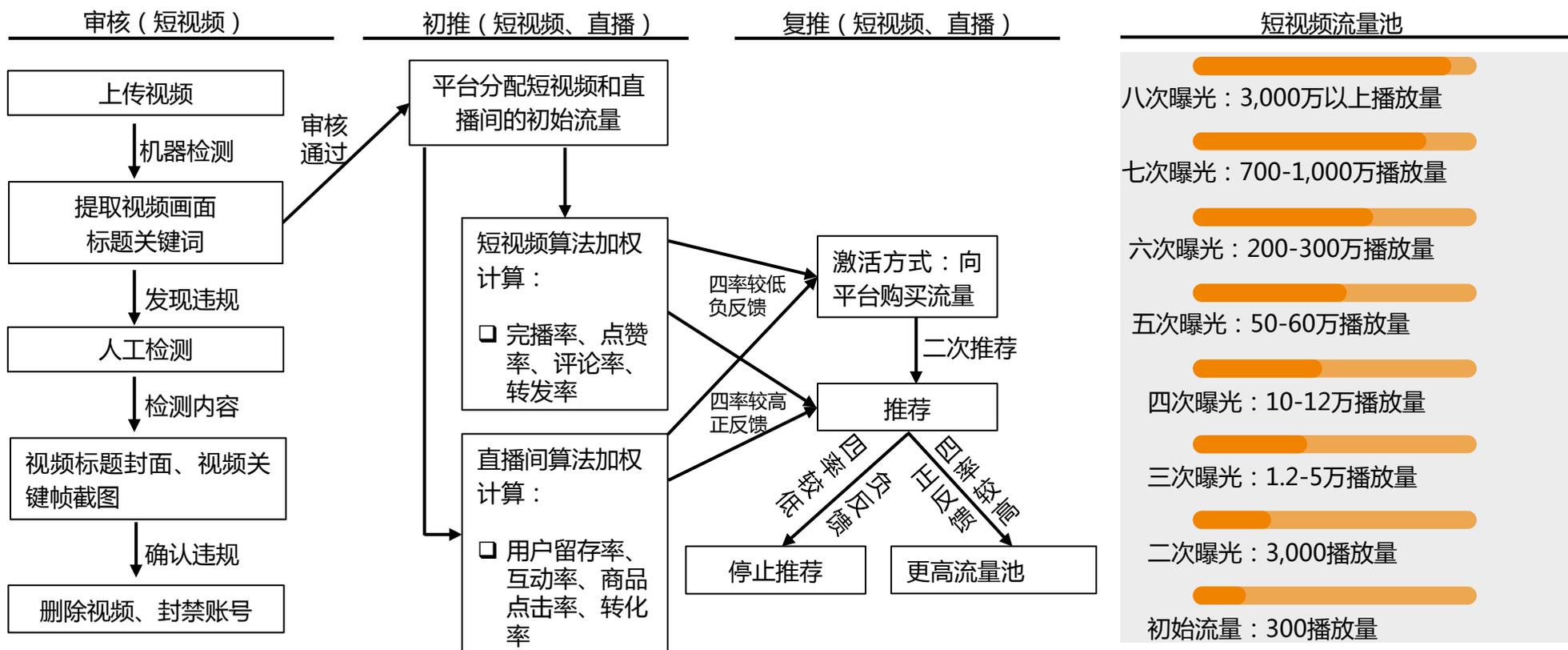
直播电商行业已步入私域流量时代。流量增速放缓促使平台进一步收紧了对流量的控制，更多流量聚集于头部企业。加之公域流量成本趋高，私域流量对商家尤其是中小商家而言成本低，长期收益高，商家开始逐步建立自己的私域流量池。

资料来源：QuestMobile、私域电商研究中心、天风证券研究所

3.2 电商平台流量形式：公域流量

根据抖音流量分配的算法逻辑来看，**完播率、点赞率、评论率和转发率**是短视频流量分配的主要依据和重要指标，权重的排序是：完播率 > 点赞率 > 评论率 > 转发率，若商家或直播达人上传优质的前期预热视频，且多次得到正反馈，最多可达到3,000万以上的播放量，这有利于前期提升直播间的市场知名度和曝光量。**用户留存率和留存时长、互动率、商品点击率、转化率**则是直播间流量分配的重要指标，商家或主播在直播带货时，可以通过吸引眼球的内容增加用户存留，通过派发福利引导用户在直播间打字、点赞，提升直播间互动，通过秒杀特价等方式提升用户的商品点击率和转化率，以此来增加抖音对直播间的流量分配。

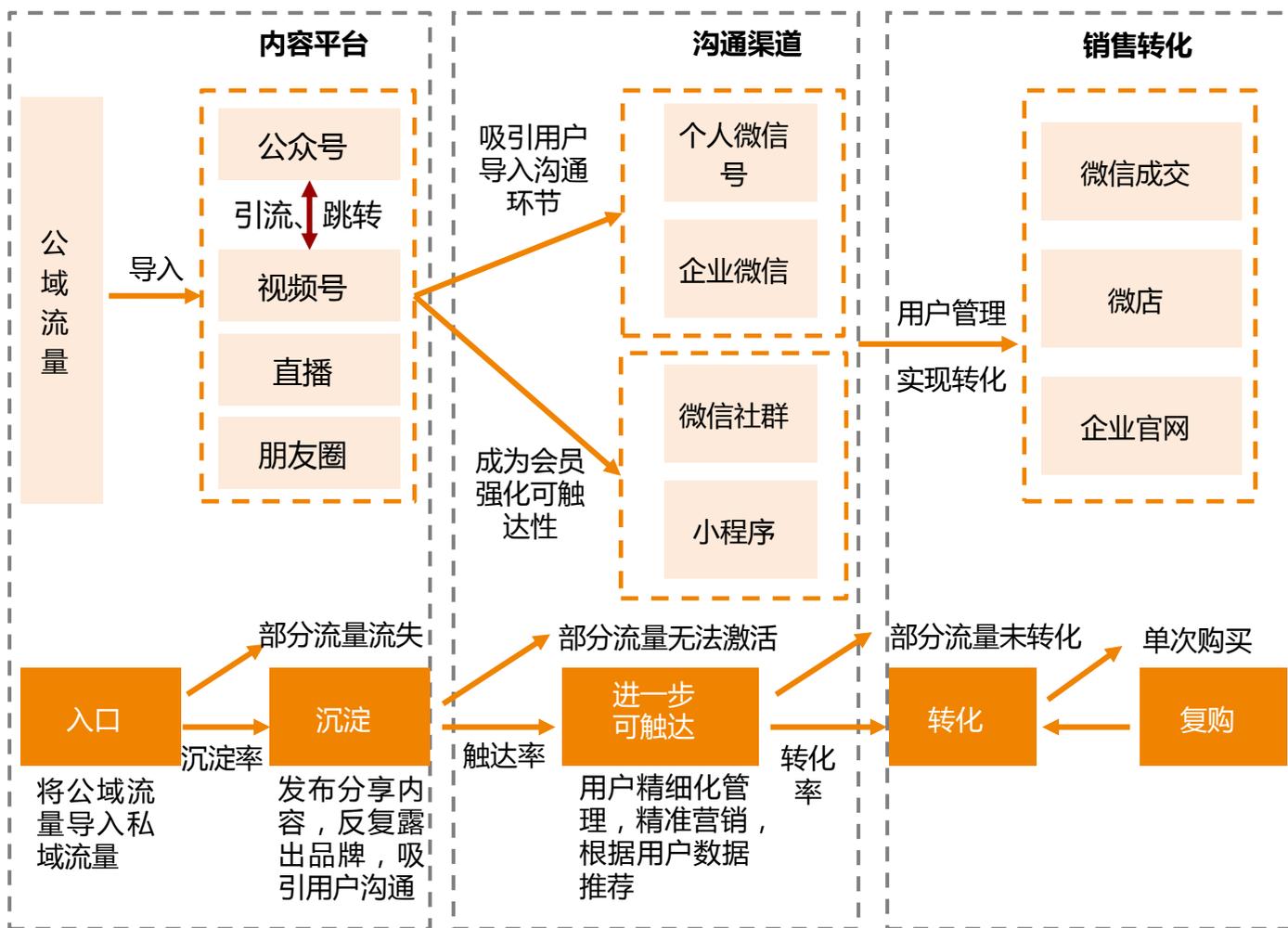
抖音短视频和直播流量分配逻辑，2020年



资料来源：私域电商研究中心、天风证券研究所

3.3 电商平台流量形式：私域流量

微信生态运营模式，2020年



微信生态是私域流量池搭建的绝佳平台，也是当前中国最大的私域流量平台，2020年底微信MAU突破12亿，是商家搭建私域流量池的优良选择。

微信生态运营模式分为内容平台、沟通渠道和销售转化三部分：

内容平台：商家通过内容平台展示产品，如朋友圈展示直播的商品，拍摄商品相关的短视频，吸引用户进入沟通渠道。

沟通渠道：商家利用个人微信及企业微信，快速高效的与消费者深入沟通，随时可触达的优势在个人与企业微信上表现的较为突出。同时，商家将用户引进直播社群或小程序等沟通渠道，以加入会员、专享优惠、积分兑换的方式增进客户可触达率与转化率。

销售转化：商家通过用户精细化管理进而促成销售转化，而用户可通过微信支付实现付款功能，或将用户导入官网实现购买。

资料来源：私域电商研究中心、天风证券研究所

3.3.1 微信“视频号-公众号”双向导流，实现用户内容在公域与私域之间的转换

微信“视频号-公众号”双向导流，实现用户内容在公域与私域之间的转换



2021年5月26日，微信改版后进一步打通了公众号和视频号之间的直播关联，视频号和公众号之间可双向导流，实现用户内容在公域与私域之间的转换，将助力其在飞速发展的直播电商进一步提升自身商业价值。在微信此功能上线的首日，部分主播已取得较为良好的效果，如情感公众号大V刘筱，当日直播两小时内实现100万人以上的观看，打破此前微信直播内仅数千到数万观看量的记录。随着微信直播功能的持续完善，预计其将可在飞速发展的直播电商进一步提升自身商业价值。

资料来源：头豹研究院、天风证券研究所

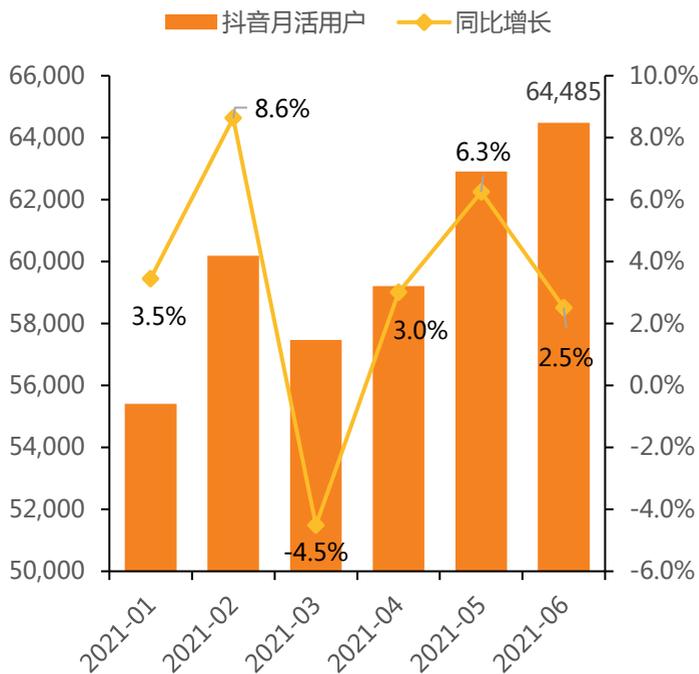
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

3.4 公域流量向私域流量的转化

私域流量可来源于公域平台（天猫、京东等）、私域平台存量（企业微信、公众号等）以及自身裂变的增量，其中公域平台是主要来源，主要原因在于公域平台的月活用户高，如淘宝等阿里系电商APP2021年3月的月活跃用户数为9.25亿，快手2021年Q2的平均月活跃用户数为5.06亿，抖音2021年6月的月活用户为6.4亿。

此外，在公域平台中，商家可通过品牌广告、官方账号宣传、平台直播、KOL推荐等多种途径获取更多流量，进而为私域流量的增加奠定良好基础。

抖音用户活跃情况，2021年（单位：万人）



公域流量向私域流量的转化途径



资料来源：阿里巴巴公司公告、快手公司公告、QuestMobile、天风证券研究所

3.5 公域平台的私域流量

在直播电商行业的爆发期，公域流量红利造福了很多商家，但随着行业逐渐成熟，公域流量成本不断攀升，商家越来越注重对私域流量池的建设。微信主要靠用户自身的社交网络进行流量分配，这种流量分配机制决定了它能够基于商家更多的主动权，而且微信本身作为社交工具方便商家对粉丝群体的精细化运营，这些决定了微信天然适合作为私域电商平台。2020年微信小程序交易额已超过1.6万亿元，随着视频号流量的不断积累和直播业务的持续发展，微信在直播电商领域有着不可忽视的力量。而公域平台的一些属性决定了它在构建一个有利于商家建立私域流量池的生态环境时存在着极大挑战。公域平台的中心化属性和流量分配机制导致了平台赋予商家更少的主动权，商家难以维系与粉丝之间的关系，导致商家在平台上的粉丝价值不高。

平衡好公域流量与私域流量之间的关系，是公域直播平台电商业务更上一层次的发力点。直播电商平台的收入包括公域流量分配带来的广告收入，公域流量匹配促成GMV的分成收入，私域流量促成GMV的分成收入，所以平台在注重公域流量分配的同时，要搭建适合私域流量发展的生态。第一，帮助商家建立私域流量池有助于提高商家在平台的粉丝的价值，降低商家的销售成本，从而提高商家对平台的依赖度，保证商家资源的充足。第二，建立私域流量池有助于增进商家和粉丝之间的信任，提高消费者的复购率，从而促进GMV的增长。2020年快手GMV为3812亿元，同比增长540%，而平均复购率由2019年的45%提升至2020年的65%。2021Q1，私域对于快手电商交易总额的贡献超过了公域。

主要公域电商平台与私域电商平台的属性对比

	淘宝	抖音&快手	微信
定位	电商平台	抖音：强媒体、弱社区 快手：社区	社交平台
用户信息获取	搜索为主	抖音：推荐为主 快手：关注&推荐	社交分发
平台信息传递	通知栏提醒	通知栏提醒	聊天界面
私域流量载体	微淘、 淘宝直播等	直播为主、短视频为辅	微信群、朋友圈、 公众号、企业微信
算法原则	关键词、效率 等，效率优先	抖音：用户体验、爆款 快手：公平原则	时间顺序/置顶
流量中心化程度	高	抖音：较高 快手：较低	低
粉丝价值	低	一般	高
变现方式	淘宝、天猫、 淘宝直播	抖音/快手小店+第三方	小程序、H5
商家掌控力	低	一般	高

微信生态中的公域和私域体系



资料来源：私域电商研究中心、天风证券研究所

4.发展趋势

4.1 人、货、场”三要素多元化

中国直播电商行业发展趋势——“人、货、场”方面

“人”

达人

案例：薇娅、李佳琦等
优势：入场早，在行业深耕多年，拥有粉丝基础，具备丰富直播经验

明星

案例：刘涛、林依轮等
优势：具有一定知名度，拥有丰富的流量资源，品牌认可度高

主持人

案例：撒贝宁、李静等
优势：有一定知名度，具备专业的主播素养

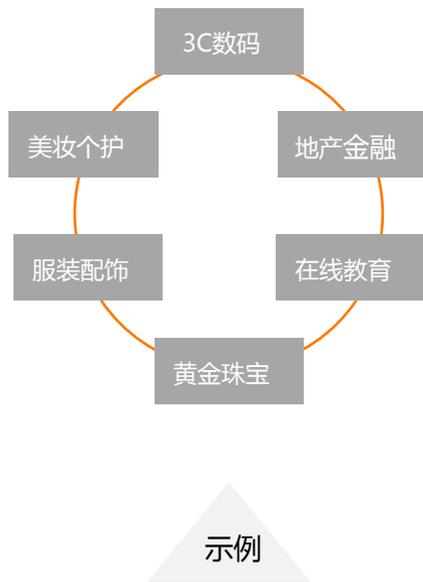
企业家或企业员工

案例：总裁（如董明珠）、导购员（如银泰品牌）、
优势：总裁具备行业影响力大、对品牌认知度强优势；导购员数量多，可实现24小时直播，同时其经过专业培训，更了解自身产品与目标消费者

虚拟主播

案例：洛天依、一禅小和尚等
优势：有一定知名度，可为用户带来新鲜感

“货”



万物皆可直播

“场”

多元化直播场景

打破直播场景限制，原产地、工厂等随处均可直播，使生产环节更加透明化

实现

4k/8k直播

实现超高清视界，放大细节，减少线下与直播购物体验差别

AR/VR

实现全息交互，打造身临其境式购物体验，将娱乐体验与消费融合

支撑

5G

低时延、海量连接、高可靠等特性

随着政策利好、资本加持、平台扶持，直播电商行业快速发展，其在“人、货、场”方面均呈现多元化趋势。

“人”：各行各业的名人明星进入直播间，成为带货主播，推动主播类型向多元化发展。除真人主播外，洛天依等虚拟偶像也进入直播间，有助于打破用户圈层，扩大直播电商的用户覆盖范围。如2020年5月1日，淘宝直播间邀请洛天依等虚拟偶像进行直播，洛天依上线后，淘宝在线观看人数高达270万，约200万人进行打赏互动

“货”：直播电商的火爆，推动3C数码、地产金融等众多商品进入直播间，商品SKU种类更为丰富

“场”：随着5G、云计算、AI、AR/VR等新兴技术持续进步，直播电商已可在工厂、原产地等不同场景进行

资料来源：亿欧智库、头豹研究院、天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

4.2 品牌入局直播电商

品牌入局直播电商的原因及案例解析

线下营销乏力（新冠疫情冲击、用户消费习惯改变等影响）



传统电商下用户粘度较低



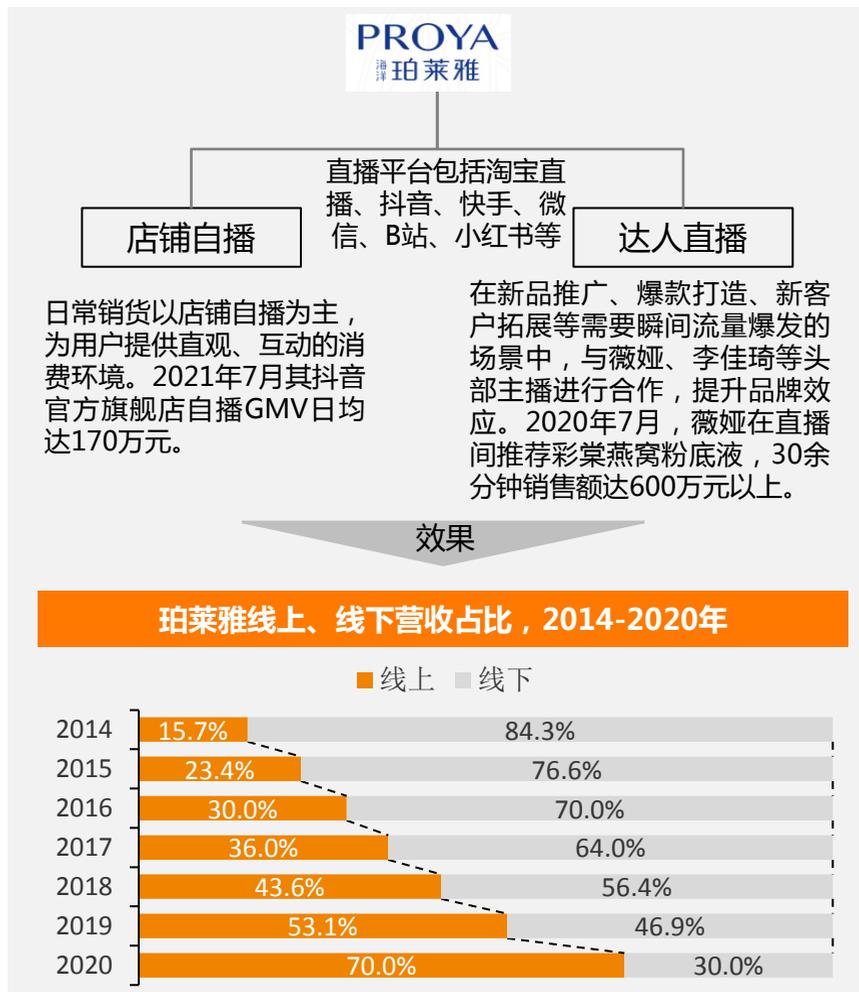
图文宣传下，用户转化率较低（0.37%）

推动

入局直播电商

直播带货下，用户转化率较高（头部主播的转化率6%-18%）

案例



商家线下营销乏力、传统电商下用户粘度低、图文宣传用户转化率低等因素推动商家入局直播电商。在直播电商模式下，“人货场”链条重构，用户与主播的信任度加强，有助于提升用户转化率。

以珀莱雅为例，珀莱雅在线上渠道已布局天猫、京东、淘宝、唯品会、拼多多、抖音等平台，直播电商方面采用店铺自播与达人直播方式，日常以店铺自播为主。珀莱雅在营收持续增加的基础上，线上营收占比逐年提升，已由2014年的15.7%上升至2020年的70.0%，其中直播电商已约占全部电商营收的20%-30%，直播电商为珀莱雅带来新的营收增长。

资料来源：艾瑞咨询、阿里研究院&毕马威、珀莱雅公司公告、天风证券研究所

4.3 坑位费与佣金抽成挤压商家利润空间，品牌自播成新趋势

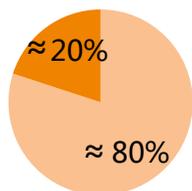
由于MCN机构与达人的坑位费与佣金抽成挤压商家利润空间，品牌与商家自播逐步成为直播电商新趋势。商家可通过与MCN机构、达人合作进行销售产品，或自建账号进行直播带货。由于MCN机构与达人的坑位费与佣金抽成较高，挤压商家利润空间，品牌与商家为提升利润，开始加快自建运营团队的步伐。同时，MCN机构与达人存在“出走”的风险，平台加大对品牌自播的支持力度。从绝对规模来看，抖音品牌自播绝对金额呈持续上升趋势，2021年6月总规模达69.39亿元，1-6月复合环比增速达14.67%，增量贡献主要来源于鞋靴箱包、美妆、家居、珠宝等品类。从相对占比来看，自2021年开始，抖音上新店播号数量显著增加，1月与2月期间，店播带货场次已约占20%，其销售额在2月8号至28号之间占带货总销售额50%以上，未来仍有较大增长空间。2021年618活动期间，抖音各品牌商家积极开展品牌自播与内容营销，太平洋女装官方旗舰店以7423.9万元GMV位列榜首，TOP30品牌自播号GMV合计高达8.6亿元，随着直播电商成为常态化的营销工具，品牌自播比例将逐渐提升。

抖音品牌自播概况，6月1日-6月18日

排名	品牌自播抖音号	销售额 (单位: 万元)
1	太平鸟女装官方旗舰店	7423.9
2	Teenie Weenie官方旗舰店	7302.3
3	华为终端	5064.6
4	adidas官方旗舰店	4884.7
5	百丽官方旗舰店	4696.2
6	iQOO官方旗舰店	3621.0
7	举石珠宝	3500.3
8	妖精的口袋 ELFSACK 官方旗舰店	3287.3
9	联想	2655.6
10	周大生珠宝严选	2628.3
TOP10	-	45064.2
TOP30	-	86439.4

中国直播电商行业品牌自播概况（以抖音为例），2021年，【单位：百万元】

主播直播带货场次比例

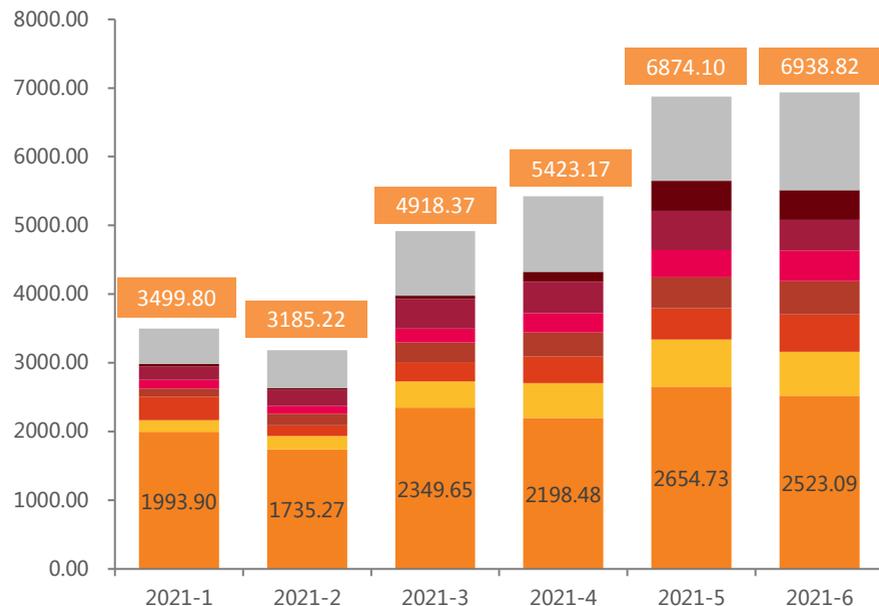


■ 非店播带货场次
■ 店播带货场次

品牌带货中店播号
销售额占比



■ 服饰内衣 ■ 鞋靴箱包 ■ 食品饮料 ■ 美妆 ■ 家居用品 ■ 母婴宠物 ■ 珠宝文玩 ■ 其他



资料来源：飞瓜数据、天风证券研究所

4.4 兴趣电商：优质内容+精准投放，激发用户潜在购物兴趣

抖音电商总裁康泽宇于2021年4月首次提出“兴趣电商”概念，它是指一种基于人们对美好生活的向往，满足用户潜在购物兴趣，提升消费者生活品质的电商。**兴趣电商是抖音内容电商的另一面属性，它从用户体验出发，通过优质的内容呈现加上精准投放，提高人货匹配效率，契合用户的兴趣和需求，能够提高用户的决策效率，获得更加令人愉悦的购物体验。**高转化率和愉悦的购物体验不断增强用户和高质量商家对平台的粘性，形成一个美好的电商生态。

抖音提出的兴趣电商需要拥有四大要素：一是深厚的用户群众基础，6亿的日活用户帮助抖音对用户的兴趣爱好形成更深入、更细微的认知。二是优良的UGC内容创作生态，通过优质内容的持续生产吸引用户进入抖音社区“逛街”。三是基于兴趣推荐内容的技术和算法，抖音在短视频业务时期就积累了相关技术，这毋庸置疑是抖音的一大优势。四是以用户为中心的态度，对兴趣电商来说，GMV不是第一指标，有质量的GMV才是核心指标，这种态度促使抖音不断提高对商家的服务能力，商家和平台一同为用户提供极致的购物体验。

内容电商与兴趣电商对比

	内容电商	兴趣电商
定义	通过生产优质内容吸引观众，进而引发兴趣和购买，达成营销目的的电商形式，其采取的手段通常为直播、短视频等。	基于人们对美好生活的向往，满足用户潜在购物兴趣，提升消费者生活品质的电商。
出发点	从产品展现形式出发，将产品以有趣的、互动性强的方式展示给观众，激发用户的购买欲望。	从用户体验出发，强调在各种场景下，用户都可以获得更好的产品，更好的服务，以及更加令人愉悦的体验。
具体形式	货找人，内容呈现	货找人，内容呈现+精准推荐
人货匹配效率	中等	高
消费者需求的明确程度	较低	低
信息量	高	高
信息价值密度	中等	高，更可能匹配兴趣和需求
决策效率	较高	高
转化率	较高	很高

兴趣电商四要素



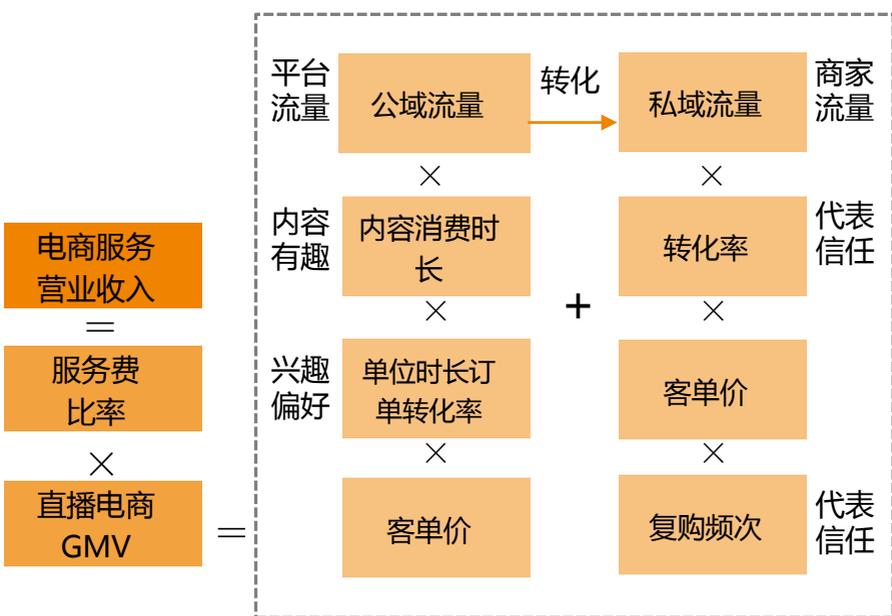
资料来源：公众号“新经销”、天风证券研究所

4.5 抖音和快手差异化的发展路径：兴趣电商vs信任电商

直播电商行业发展的目前阶段，牺牲部分利润服务好商家和用户，不断扩大整体的交易规模是各平台采取的重要战略。整体的交易规模由公域流量和私域流量双轮驱动，公域流量贡献的GMV规模取决于公域流量的多少、由内容质量决定的内容消费时长和受兴趣影响的公域流量转化率，私域流量基于信任而产生，由信任拉动的转化率和复购频次决定了私域流量贡献的GMV规模。

抖音和快手作为内容直播电商的两大巨头，在发展直播电商业务的过程中选择了不同的发展路径。抖音提出的“兴趣电商”从用户体验出发，旨在通过特定的推荐算法匹配公域用户的兴趣偏好，促进公域流量的需求转化和价值变现；快手则提出GMV=UV（私域确定UV+公域投放UV）*内容消费时长*单位时长订单转化率*客单价*复购频次的信任电商，看重私域流量更高的变现价值。根据2021年抖音电商大会的数据，在抖音电商的消费者中，85%是新客，从这个角度来看，抖音品牌店播的冷启动更容易过渡，用户对商家的粘性较低。快手电商主播的粉丝的转化率高达40%，用户平均复购率由2019年的45%提升至2020年的65%，体现了私域流量对于快手电商交易总额贡献的重要性，商家通过沉淀流量来降低销售成本，用户与主播之间具有更强的互动性和更高的信任度，用户粘性也相对较高。

直播电商平台GMV和营收驱动逻辑



抖音“兴趣电商”vs快手“信任电商”

	抖音“兴趣电商”	快手“信任电商”
未来定位	兴趣电商：采用基于兴趣的推荐算法进行个性化的内容分发，为用户推荐极可能感兴趣的商品，激发其购物需求并转化	信任电商：通过优质内容和商客互动打造极致信任关系，沉淀私域流量，促进双方交易
出发点	用户体验	人际信任
流量分发逻辑	中心化，通过对公域流量的强控制来促进公域流量的需求转化	去中心化，注重公平普惠，给予商家和主播建立私域流量池的空间和主动权
GMV驱动逻辑	看重公域流量海量的市场需求，通过精准匹配用户兴趣的推荐提高公域流量的转化率，促进公域流量的价值变现	强调建立在信任关系上的私域流量池，私域流量具有更高的转化率、复购频率和变现价值
对用户的影响	随时随地发现自己感兴趣的商品，拥有更愉悦的购物体验	和商家建立起信任关系，接受的服务质量提高，拥有更高的购物满意度
对商家的影响	商家和品牌自播的冷启动环节更容易过渡	商家和品牌通过积淀私域流量降低销售成本
主播与用户的关系	用户购买商品出于对主播产出内容的兴趣，用户与主播的互动性较弱，对作者信任度较低，用户粘性较低。	用户与主播的互动更频繁深入，关注作者的认可度高，信任度高，用户粘性较高。

资料来源：快手公司公告、卡思数据、艾瑞咨询、天风证券研究所

5.行业政策

5.1 直播电商行业政策

随着直播电商行业市场规模扩大和乱象频出，相关部门针对现有直播乱象和潜在风险发布了一系列监管政策，建设和健全直播电商行业规范和管理体系，加强对相关企业运营和从业人员的督导、规范和管理，维护直播电商行业健康可持续的商业业态。

中国电商直播相关国家政策，2020-2021年

颁布日期	颁布主体和政策名称	主要内容及影响
2021.08	商务部 《直播电子商务平台管理与服务规范》（征求意见稿）	<ul style="list-style-type: none">规定了直播电商生态体系中直播营销平台、直播主体、电子商务交易平台等相关方在直播电商中的管理和服务要求，比如规定了直播平台资质，直播平台对直播主体的审核要求和对消费者权益的保护要求；对主播的直播资质、直播形象、直播行为和直播场景作出明确要求；对MCN机构的资质、主播培训与管理、产品/服务选择、产品/服务信息展示等方面作出相应要求和指导，等等。
2021.04	国家互联网信息办公室、公安部、商务部等七部门 《网络直播营销管理办法（试行）》	<ul style="list-style-type: none">针对网络直播营销中的“人、货、场”，将“台前幕后”各类主体、“线上线下”各项要素纳入监管范围，明确细化直播营销平台、直播间运营者、直播营销人员、直播营销人员服务机构等参与主体各自的权责边界，进一步压实各方主体责任。明确了国家七部门对网络直播营销相关监督管理工作和工作机制，加强对行业协会商会的指导，查处违法违规行为，对严重违法违反法律法规的直播营销市场主体依法开展联合惩戒。
2021.02	国家互联网信息办公室、全国“扫黄打非”工作小组办公室等七部门 《关于加强网络直播规范管理工作的指导意见》	<ul style="list-style-type: none">网络直播平台应当建立健全和严格落实相关管理制度。建立直播账号分类分级规范管理制度，对主播账号实行基于主体属性、运营内容、粉丝数量、直播热度等因素的分类分级管理针对不同类别级别的网络主播账号应当在单场打赏总额、直播热度、直播时长和单日直播场次、场次时间间隔等方面合理设限，对违法违规主播实施必要的警示措施建立直播带货管理制度，依据主播账号分级规范设定具有营销资格的账号级别，依法依规确定推广商品和服务类别
2020.11	国家广播电视总局 《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	<ul style="list-style-type: none">网络秀场直播平台、电商直播平台要坚持社会效益优先的正确方向，积极传播正能量，展现真善美，着力塑造健康的精神情趣，促进网络视听空间清朗。开办网络秀场直播或电商直播的平台要切实落实主体责任，着力健全网络直播业务各项管理制度、责任制度、内容安全制度和人资物配备，积极参与行风建设和行业自律，共同推进网络秀场直播和电商直播活动规范有序健康发展。
2020.11	国家互联网信息办公室 《互联网直播营销信息内容服务管理规定（征求意见稿）》	<ul style="list-style-type: none">直播营销平台应当依据相关法律法规和国家有关规定，制定并公开互联网直播营销信息内容服务管理规则、平台公约直播营销平台应当加强互联网直播营销信息内容服务管理，发现违法和不良信息，应当立即采取处置措施，保存有关记录，并向有关主管部门报告

资料来源：商务部、国家互联网信息办公室、国家广播电视总局、天风证券研究所整理

6.行业可比公司估值 &个股分析

6.1 直播电商行业可比公司估值

根据我们对直播电商行业市场规模的预测，2020年-2025年直播电商行业的CAGR为37%。目前行业内多数可比公司的PEG小于1，行业整体处于被市场低估的状态，我们提醒关注港股和A股的优质低估值个股。

证券代码	证券简称	电商属性	总市值 (亿元)	2021E净利 润(亿元)	2022E净利 润(亿元)	2021E净利 增速	2022E净利 增速	2021PE	2022PE
9988.HK	阿里巴巴-SW	电商平台	30743.06	1800.75	1697.01	20.51%	-5.76%	17.07	18.12
9618.HK	京东集团-SW	电商平台	8230.18	129.66	203.56	-73.76%	57.00%	63.47	40.43
PDD.O	拼多多	电商平台	8283.20	5.41	76.74	107.54%	1317.41%	1529.96	107.94
1024.HK	快手-W	直播电商平台	3539.67	-214.13	-131.08	81.64%	38.79%	-	-
9991.HK	宝尊电商-SW	电商代运营	123.80	5.40	8.10	26.87%	49.83%	22.91	15.29
300792.SZ	壹网壹创	电商代运营	129.45	4.06	5.31	30.94%	30.67%	31.88	24.40
002605.SZ	姚记科技	电商代运营	73.00	7.98	9.50	-27.04%	19.12%	9.15	7.68
002878.SZ	元隆雅图	电商代运营	35.82	2.28	3.13	39.64%	37.42%	15.73	11.44
300785.SZ	值得买	电商代运营、 MCN	72.84	2.05	2.58	30.43%	25.92%	35.62	28.29
002291.SZ	星期六(遥望)	MCN	168.77	5.59	9.39	2200.62%	67.98%	30.19	17.97
603598.SH	引力传媒	MCN	24.27	1.89	2.59	85.16%	37.06%	12.83	9.36
600556.SH	天下秀	MCN	176.98	5.42	7.69	83.30%	41.98%	32.68	23.01
8083.HK	中国有赞	电商SAAS	162.20	-3.72	-2.76	-26.32%	25.91%	-	-
2013.HK	微盟集团	电商SAAS	279.35	-2.81	-1.26	75.72%	54.98%	-	-

资料来源：Bloomberg（港股、美股）、Wind（A股）、天风证券研究所；注：净利润取自Bloomberg一致预期（港股、美股；截至9.7）、Wind一致预期（A股；截至9.14）

个股名称：阿里巴巴

✓ 公司简介

阿里巴巴创立于1999年，旨在助力企业，帮助其变革营销、销售和经营的方式，提升其效率。阿里为商家、品牌及其他企业提供技术基础设施以及营销平台，帮助其借助新技术的力量与用户和客户进行互动，并更高效地进行经营。集团业务包括核心商业、云计算、数字媒体及娱乐以及创新业务。除此之外，集团的非并表关联方蚂蚁集团为其平台上的消费者和商家提供支付服务和金融服务。围绕着阿里的平台与业务，一个涵盖了消费者、商家、品牌、零售商、第三方服务提供商、战略合作伙伴及其他企业的生态体系已经建立。

✓ 投资逻辑

1、强竞争下用户数与GMV实现结构性增长，淘特与MMC持续挖掘下沉市场潜力

- 核心商业收入保持强劲增长，2021财年阿里巴巴在中国零售市场的GMV和年度活跃消费者持续增长至7.49万亿/8.11亿（淘特FY2022Q1活跃买家人数达到1.9亿人，环比新增4000万），在国内保持领先地位。我们认为基于阿里在电商行业的深度布局，阿里核心商业有望维持增长态势。
- 直播电商竞争激烈（抖音、快手），阿里加大攻势，扩充流量/内容供给、加大生态产品广告投放等，并且采取一系列对商家让利动作，以短期利润换取长期价值增长。同时，我们认为要重视阿里电商护城河（海量长尾商品、天猫品牌价值、电商生态等）具备较高壁垒。
- 新零售稳步推进，加速推进社区电商（MMC）。阿里巴巴新零售战略旨在构建一套数字商业基础设施，整合线上线下，为消费者提供升级体验。MMC整合后战略清晰，C端（盒马集市）+B端（零售通）同时发力，整合渠道资源。

2、政策风险弱化，生态开放或给阿里带来流量机遇

- 互联网数据安全及反垄断监管系长期趋势，阿里在率先接受大额罚单后，相较其他互联网平台公司压力已经明显降低，管理层也强调将根据数据监管要求规范数据使用、不以补贴推动业务的增长，同时，未来平台间将实现互联互通、生态开放，腾讯、抖音等或为阿里提供增量的流量机会。

✓ 盈利预测和估值

- 我们预期FY2022-FY2024收入分别为9135亿元/11050亿元/13269亿元，同比增长27.4.0%/21.0%/20.1%，考虑到投资、税收增加，我们预计预期FY2022-FY2024调整后归属股东净利润（Non-GAAP）分别为1777亿元/1802亿元/2092亿元，分别同比变化-0.7%/1.4%/16.1%。2021年8月4日美股收盘价对应FY2022-FY2024年PE分别为20.0/19.7/17.0倍，维持“买入”评级，给予目标价285美元。
- 短期催化剂：核心商业业务提供业绩支撑，新零售与社区电商有望继续驱动增长，云计算业务发展扩充收入
- 风险提示：电商行业竞争加剧；新零售业务进展不及预期；云计算业务增速恢复不及预期；公司利润增长不及预期；其他监管风险。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

个股名称：京东

✓ 公司简介

京东是中国领先的一站式电子商务平台，为近 5 亿活跃客户提供一系列无与伦比的正宗优质产品，并帮助领先的本地和国际品牌进入中国快速增长的电子商务市场。京东正在为在线购物体验设立全球标准，提供涵盖各个主要类别（电子产品、服装和家居用品、快速消费品、生鲜、家用电器等）的大量产品，并以惊人的速度交付为中国消费者提供真正的“一站式”购物体验。

✓ 投资逻辑

1、全渠道战略打开京东零售长期发展的天花板

- 京东不断探索在全渠道领域优势，积极与抖音、快手、知乎开展合作（京东开设抖音品牌小店合作年框200亿GMV），618期间京东购物车接入抖音，流量端接入线下、电视广告等多渠道资源，线下联动300万家实体店，全渠道战略快速推进，推动京东零售高质量增长，供应链中台能力使京东零售相较于纯线上平台模式或B2C模式更加高效地满足消费者。京东零售2Q21实现营收2326亿，yoy+22.7%，在行业竞争加剧的Q2保持2.6%（不含未分配项目）的经营利润率，与去年同期高基数持平。

2、POP生态赋能商家，促进3P业务及一般商品类别营收增长

- 受POP生态赋能商家减负提效影响，3P业务同比增速和两年CAGR均高于1P业务，本季度POP业务取得了三方面的进展：1）商家的种类和数量环比和同比均实现增长；2）商家的经营效率、经营满意度和续约率在持续提升；3）平台业务的NPS也在不断提升。分市场看，电子产品及家用电器收入同比增长20%，两年CAGR为24%，一般商品类别收入同比增长29.5%，两年CAGR为37%，相较电子产品表现出更高增速，或由于政府的反垄断政策以及POP赋能吸引全品类商家入驻京东，加之一般商品类基数相对较小。

3、用户数量增长创新高，用户生命周期价值提升

- 用户数量方面，21Q2核心活跃买家达到5.32亿，环比净增3210万，单季度净增量再次刷新了历史记录，其中下沉市场贡献了80%的用户增量。用户质量方面，用户的留存率、购物频次及ARPU等指标均显示用户的全销售生命周期价值提升。

✓ 盈利预测和估值

- 预期京东2021-2023年收入分别为9289/11439/13394亿元，调整后归属股东净利润（Non-GAAP）分别为167/198/270亿元，分别同比增长-0.7%/18.6%/36.1%。2021年8月27日美股收盘价对应2021-2023年PE分别为44.9/37.9/27.8倍，维持“买入”评级。
- 短期催化剂：零售业务收入、利润率上升，下沉市场用户增加，物流和运营效率持续提升。
- 风险提示：宏观及政策监管风险，行业竞争加剧，京东物流经营亏损扩大，电商行业竞争加剧，其他监管风险。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

个股名称：拼多多

✓ 公司简介

拼多多成立于2015年9月，是国内移动互联网的主流电子商务应用产品，专注于C2M拼团购物的第三方社交电商平台。用户通过发起和朋友、家人、邻居等的拼团，可以以更低的价格，拼团购买优质商品，旨在凝聚更多人的力量，用更低的价格买到更好的东西，体会更多的实惠和乐趣。通过沟通分享形成的社交理念，形成了拼多多独特的新社交电商思维。

✓ 投资逻辑

1、布局社区团购，收入提升空间主要源自 ARPU 与货币化率提升

- 百亿补贴拓宽品牌商品，提高客单价，向上破圈。
- C2M布局社区团购，多多买菜入局农产品市场，凭借高频生鲜品提升用户复购率，提升 ARPU 以带动 GMV 提升。
- 拼多多“百亿补贴”1月向商家宣布对其将开始抽佣，3月正式施行，抽佣比例为1%-3%，货币化率提升将进一步拓宽收入提升空间。

2、活跃买家数居电商平台之首，用户增速有所放缓在所难免，公司运营重点在于提高用户粘性。

- 公司21Q2MAU为7.39亿，同比增长29.8%，环比增长1.9%，环比净增1390万，增速有所放缓。截至21Q2的12个月内年化活跃买家达8.5亿，同比增长24.4%，环比增长3.2%，环比净增2610万，活跃买家数居三大电商平台之首，本季度环比净增首次处于第二名。我们认为公司在绝对用户数量保持高位的基础上，缩减营销开支，用户增长会有所放缓在所难免，公司运营重点将从用户增值逐渐转化为转变消费者消费观念，提高用户粘性，构建信任关系。

✓ 盈利预测和估值

- 预期公司2021E-23E年营收为1121亿/1742亿/2290亿元，同比增长88%/56%/32%，Non-GAAP归母净利润预测至-10.6亿/101.6亿/221.5亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：GMV增长低预期，多多买菜投入超预期，公司治理结构变动。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

个股名称：快手

✓ 公司简介

公司是领先的内容社区和社交平台。快手诞生于2011年3月，最初是一款用来制作、分享GIF图片的手机应用。2012年11月，快手从纯粹的工具应用转型为短视频社区，用于用户记录和分享生产、生活的平台。2021年2月5日，快手正式在香港交易及结算所有限公司上市。

✓ 投资逻辑

1、用户端：用户基本盘稳健，用户粘性表现亮眼，海外持续拓展抢夺蓝海市场

➢ 2Q21快手DAU达2.9亿，同比增长11.9%，环比降低0.7%；MAU达5.1亿，同比增长4.5%，环比降低2.6%；公司用户数在高基数背景下保持平稳增长，环比降低主要受Q1春节及寒假高基数影响。快手凭借社区文化与内容建设不断提高用户粘性。Q2日活用户日均使用时长达106.9分钟，同比增长25.2%，在Q1高基数的背景下仍保持环比增长7.7%；用户活跃度（DAU/MAU）持续上涨达57.9%，同比增长2.6pct，环比增长1.1pct。用户粘性的不断提升得益于快手优质内容建设与社区文化：2021H1快手发力短剧成绩优异，单部累计观看过亿系列短剧超800部；垂类内容持续丰富，奥运会等头部内容转播形成独特内容生态，中长期有望实现4亿DAU目标。2021年6月，公司海外市场MAU超过1.8亿（2021年4月MAU超过1.5亿）。中国短视频发展领先海外，我们认为目前海外仍处于蓝海市场，通过投放提升渗透率抢占先发优势，长期有利全球化拓展。

2、商业化：广告持续高增拉动营收增长，带货GMV和货币化率双升打开电商持续成长空间

➢ 线上营销业务：公司广告体系不断完善，投放效率不断提升，品牌广告主占比提升拉动线上营销ARPU同比高增130%达34元。我们预期下半年由于个人信息保护落地及教育行业监管政策影响广告主投放，信息流广告或受到一定影响。电商业务：2Q21公司GMV达1454亿元，同比增长100.5%，货币化率达到1.36%，同比增长0.49pct。电商闭环不断完善，快手小店的GMV占比增至90.7%，好物联盟GMV环比增加近90%。直播业务：2Q21公司直播收入同比降低13.7%，主要由于快手公域短视频内容优化吸引用户，叠加疫情高基数影响。随着公司工会体系建设，预计下半年有所回暖。

✓ 盈利预测和估值

- 我们预计2021-2023年公司收入分别为806/1068/1374亿元，yoy+37%/33%/29%。快手截止2021年9月8日收盘市值对应2021-2023年P/S分别为5.1x/3.9x/3.0x，维持“买入”评级，期待公司未来潜力和弹性。
- 短期催化剂：直播电商业务快速增长提供业绩支撑。
- 风险提示：市场变化剧烈风险，互联网监管风险，经营能力不及预期等。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

个股名称：星期六

✓ 公司简介

星期六原主营女鞋销售，19年收购遥望后已全面转型互联网零售新业态。公司目前移动互联网业务主要通过19年收购互联网营销和MCN机构遥望网络等子公司进行，遥望19年净利润为2.09亿元，20年深耕短视频及直播电商业务，预估净利2.6~2.8亿元，yoy+24.4%~34.0%，正处快速增长期。

✓ 投资逻辑

1、直播电商行业渗透率低，红利期持续。

➢ 商家、平台、MCN机构与主播为直播电商行业的主要参与方，平台的参与及补贴、政府的扶持助力直播电商发展。21年中国直播电商的市场规模可达24972亿元，直播电商在电商市场中的渗透率将大幅提升，直播正在成为电商的“标配”。

2、旗下公司遥望网络已跻身头部MCN机构，红人储备丰富+成熟供应链管理增加发展前景确定性。

➢ 遥望网络21上半年GMV达36亿元，为去年同期4倍。直播电商高速增长使得业务整体贡献收入约6.22亿元，yoy+115.66%。公司在抖音平台新增贾乃亮(抖音818明星带货榜第2，近两个月GMV达2.4亿)、娄艺潇(抖音818明星带货榜第6，近两个月GMV达1.1亿)、沈涛等较多艺人主播，更有王祖蓝等重返开播(抖音818明星带货榜第4，近两个月GMV达1.3亿)，预计为Q3销售额带来增长推动。在抖音平台成功孵化主播组合“美少女嗨购”IP等较多创新的直播形态；与“盗墓笔记”等众多优质IP合作，以短剧助力艺人/主播孵化。加大对供应链端的组织投入力度，在美妆护肤、家居生活、酒水等多品类供应链上不断加深。加大品牌综合营销服务，如冠名、视频预热、短视频种草及直播销售等。

✓ 盈利预测和估值

- 预计公司2021-2023年净利分别为5.11/8.63/11.63亿元，分别同比增长2001.08%/69.12%/34.68%，对应2021-2023年P/E分别为34x/20x/15x，维持“买入”评级。
- 短期催化剂：融资落地夯实公司资金实力，下半年直播电商行业红利持续。
- 风险提示：直播电商市场竞争加剧影响公司业绩增长，产品质量风险，行业监管风险，头部网红KOL可控性及道德风险，网红孵化不及预期，治理结构及商誉管控风险。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

个股名称：值得买

✓ 公司简介

值得买成立于2011年，是一家集导购、媒体、工具、社区属性为一体的消费领域门户型网站服务平台，主营业务是运营内容类导购平台什么值得买网站及相应的移动客户端，为电商、品牌商等提供信息推广服务，并以此为延伸提供海淘代购平台服务和互联网效果营销平台服务。2021年初公司进行了全面的战略升级，在坚持以消费内容为核心的基础上，深入布局消费内容、营销服务和消费数据三大核心板块。

✓ 业绩情况

2021H1实现营业收入6.32亿元，YoY+74.26%，实现归母净利润0.85亿元，YoY+23.73%，扣非归母净利润0.77亿元，YoY+31.21%。主站什么值得买21H1月活用户数达到3427.13万，GMV104.79亿元，YoY+15.17%，实现营收4.42亿，同比增长28.68%。新业务实现营收1.90亿元，YoY+892.79%，新业务占比上升至30.05%，同比提升24.7pct。

✓ 投资逻辑

1、传统业务稳健增长，社区活跃度持续提升

➢ 什么值得买是国内消费内容社区龙头，历经十年搭建起一套成熟的UGC内容生产体系，用户规模稳健增长，2021H1平台MAU达到3427.13万人，YoY+15.07%，内容发布活跃度及单用户GMV持续提升，2021H1“什么值得买”内容发布量为648.95万，同比增长65.73%，其中用户贡献内容（UGC）发布量为477.03万，同比增长45.10%；GMV104.79亿元，YoY+15.17%，主站收入持续增长，为值得买业绩提供强力支撑。

2、星罗、有助的内容电商业务有望构建公司第二增长曲线

➢ 旗下星罗撮合KOL与商家的平台型业务迅速起量。截至2020年12月，星罗拥有月活跃商家超过4,000家，月活跃达人超过2,200人，其背后触达的粉丝数量超过18亿。2020年全年对接的直播场次超过1万次，累计产生2,088.77万笔订单，确认GMV为18.31亿，同比增长940.34%。2021H1星罗GMV（含代运营服务）达到19.42亿元，YoY+277.51%，高速增长态势持续。

➢ 代运营服务方面，星罗和有助已具备成熟的代运营能力，星罗获得抖音电商首批品牌服务商、巨量引擎品牌号服务商TOP10、淘宝联盟2020优秀招商服务商等资质与荣誉；有助获得抖音、快手、淘宝等平台的官方认证。2021H1星罗与有助为宝洁集团、妮维雅、屈臣氏、当当童书、丸美、百雀羚、南极人、习酒等约20个优质品牌客户提供服务，实现代运营服务收入1.34亿。伴随直播电商崛起，新业务下半年有望继续放量，公司未来成长空间广阔。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

个股名称：微盟集团

✓ 公司简介

微盟集团是中国领先的企业云端商业及营销解决方案提供商（SaaS），也是中国领先为中小企业提供在腾讯等社交网络进行精准营销的服务提供商。公司在成立之初主打 SaaS 业务，其产品覆盖社交电商、智慧零售、智慧餐饮、智慧酒店、本地生活等多个垂直行业布局，致力于为企业提供完整的一站式解决方案。2016 年，微盟顺应微信生态广告业务变现的趋势，推出精准营销业务。公司业绩在 SaaS 和精准营销业务双轮驱动，持续高速增长。

✓ 投资逻辑

1、大客化、生态化、国际化三大核心战略打造未来核心竞争力，推动业绩加速增长。

公司于2019年底提出大客化、生态化、国际化三大战略，2020年和2021年H1取得良好成效。大客化战略持续推进客户结构优化，客户流失率维持在稳定的低水平，客单额有明显提升，时尚服饰、家居建材等行业的知名品牌标杆案例有助于提高未来客户增量。生态化战略拓展抖音、快手、支付宝等流量渠道帮助商家实现全渠道、全流域经营升级，丰富开发者生态为客户提供个性化的定制应用和服务，增加客户粘性，同时通过并购或投资向蜜鸟、达摩网络、雅座和海鼎，实现SaaS产品对智慧酒店、餐饮和零售领域的覆盖。7月发布的跨境独立站产品ShopExpress目前已有超100家企业加入内测，未来将加快拓展海外服务商和国际客户，培育国际化业绩成为新的增长引擎。

2、剔除战略性投入后的运营效率持续改善，战略投入有望持续优化研发和运营效率，未来实现盈利可期。

剔除上市、SaaS破坏事件等一次性影响和战略投入后，公司经营费用占数字商业收入的比例从2019年的92.4%逐年下降至2021H1的79.5%，公司运营效率持续提升。2021H1公司加大战略投入，长期来看，公司战略方向明晰，打造新商业操作系统，搭建PaaS云平台和SaaS应用平台有望带来远期开发成本削减，建设运营中台，积极布局流量运营有助于未来运营效率提升，深化流量生态推广及品牌营销持续提高品牌知名度和客户增量，未来实现盈利可期。

✓ 盈利预测和估值

➢ 考虑市场监管情况，我们维持原有预期，预计微盟集团2021-2022年营业收入25.86/34.37亿元，分别同比增长31.3%/32.9%。我们采取分部估值法，给予数字服务20倍P/S以及数字媒体15倍P/E，计算得到微盟集团目标市值448亿港币，对应目标价17.34港币/股，维持“买入”评级。

➢ 风险提示：行业竞争加剧，付费商家数增长不及预期，付费商家流失率提升。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

个股名称：中国有赞

✓ 公司简介

中国有赞是一家为商家提供线上线下电子商务解决方案（SaaS）以及各类支付服务的科技服务企业。公司向商家提供强大的基于社交网络的全渠道经营SaaS系统和一体化新零售解决方案，包括有赞社交电商城、有赞零售、有赞连锁、有赞美业和有赞教育等，并应用PaaS云服务实现个性化定制。此外，公司提供有赞担保、有赞分销、有赞推广等增值服务，帮助每一位重视产品和服务的商家私有化顾客资产、拓展互联网客群、提高经营效率，全面助力商家成功。

✓ 业绩情况

21H1公司实现营业收入 8.03 亿元，yoy- 2.5%。21H1订阅解决方案实现收入 5.08 亿元，yoy+ 6.8%。21H1商家解决方案收入 2.89 亿元，yoy-15.2%。总毛利达4.87 亿元，yoy+1.2%，毛利率达 60.7%，yoy+2.3pcts。

✓ 投资逻辑

1、社交电商市场持续增长，第三方服务商需求扩大

➢ 据艾瑞咨询，预计2021年全球云应用服务SaaS规模预计达1178亿美元，同比增长16.1%，预计2023年中国社交电商市场规模达132210亿元。SaaS服务持续深化将推动社交电商市场进一步成熟和完善。参照全球头部SaaS服务商Salesforce2016-2021年营收达26%CAGR的高速增长，同时也将催生出更多科技服务商发展机会，SaaS服务商借助社交生态平台和社交电商模式实现全新商业价值和增长潜力。

2、门店 SaaS 解决方案的 GMV 翻倍增长，ACV逆势增长体现大客化

2021年6月底存量付费商家数为87457家，yoy-12%。21H1整体GMV达481亿元，yoy+4%。其中，21H1门店SaaS解决方案的GMV翻倍增长，达约120亿元，占整体比例约为25%。21H1公司ACV达12811元，yoy+8%，逆势增长体现大客化。

3、多渠道布局持续推进，加码布局直播电商，提升及优化有赞云PaaS有望带来远期边际效应

➢ 公司持续拓展与流量平台合作，深耕微信平台的同时，整合快手、百度、陌陌、微博、虎牙、酷狗等渠道，扩展流量来源，满足商家需求。公司通过微信小程序直播、与快手等平台合作，布局直播电商领域，并认购杭州爱逛网络信息服务有限公司（运营直播购物平台爱逛直播）10%股权，积极尝试直播及短视频渠道或将进一步托高客户GMV。长期看，透过提升及优化有赞云PaaS，让更多第三方开发者使用有赞应用市场，从而丰富有赞应用市场上的SaaS产品，为整体生态带来活力，有望带来远期边际效应。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

相关个股

✓ 元隆雅图 (002878.SZ)

- 元隆雅图是国内卓越的创新型整合营销服务机构，主要为世界500强公司及国内知名企业提供整合营销服务，聚焦于礼赠品创意设计和供应、数字化营销和新媒体营销。其中新媒体营销业务向品牌客户提供基于微信、微博、抖音、快手、小红书等互联网媒介的营销服务。旗下子公司谦玛网络从事新媒体营销，身兼B站花火平台服务商、抖音星图代理商、快手快接单服务商、小红书代理商等多平台服务商，2020年服务品牌客户已超过220家，其中新客户100家。
- 公司 2020 年实现营收 19.90亿元，yoy+26.65%，其中，礼赠品业务全年实现营业收入 11.37 亿元，yoy+15.06%，促销服务业务实现营业收入2.27亿元，yoy+12.09%，子公司谦玛网络的新媒体营销业务实现营收5.39 亿元，yoy+74.46%；实现归母净利润 1.63 亿元yoy+42.03%，扣非归母净利润1.56亿元，yoy+43.05%；2021H1实现营收 9.32亿元，yoy+9.81%，实现归母净利润 0.57亿元，yoy-16.69%，扣非归母净利润0.45亿元，yoy-30.84%。

✓ 华扬联众 (603825.SH)

- 华扬联众是以驱动增长为核心、整合全渠道营销的全域营销公司，为品牌主提供品牌营销、品牌运营、品牌内容、品牌技术、品牌传播等全案服务内容，其中品牌营销服务包括内容制作、全域媒体投放、IP 内容合作、公关服务、社交媒体运营等，品牌运营服务包括产品创意设计与策划、新渠道（如抖音、快手、B站、小红书等）开拓、品牌营销服务、效果营销服务等。
- 公司 2020 年实现营收 91.44亿元，yoy-12.97%，实现归母净利润 2.10亿元，yoy+9.04%，扣非归母净利润2.20亿元，yoy+9.32%。2021H1实现营收 55.04亿元，yoy+15.07%，实现归母净利润 0.80亿元，yoy+21.04%，扣非归母净利润0.81亿元，yoy+21.69%。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

相关个股

✓ 天下秀 (600556.SH)

- ▶ 天下秀是一家立足于红人新经济领域的大数据平台企业，服务抖音、微博、小红书等平台的红人、MCN机构、品牌商家、中小商家。主营业务为WEIQ红人营销平台，此外还延拓红人+新IP、红人+新消费等红人经济生态链创新型业务。截至2021H1，WEIQ平台注册红人账户数累积达到181.13万，其中职业化红人账户数达到42.22万，与2020年末29.06万的数量相比增长显著；入驻的MCN机构的数量达到9070家，较2020年末增加了1579家。2021H1活跃商家客户数达5165个，占全年2020年全年客户数的61.92%；2021H1订单达184.64万笔，超过去年全年。红人+新消费领域，孵化零食品牌“宅猫日记”，成功打造爆品零食“宅猫日记岩烧芝士脆饼干”，该产品单品仅在抖音小店已售出400万余单，连续登上多个饼干爆款榜第一名。
- ▶ 公司2020年实现营收30.60亿元，yoy+54.78%；归母净利润2.95亿元，yoy+14.26%；扣非后归母净利润3.73亿元，yoy+47.80%。2021H1实现营收21.51亿元，yoy+62.89%；归母净利润2.12亿元，yoy+56.08%；扣非后归母净利润2.13亿元，yoy+41.22%。

✓ 姚记科技 (002605.SZ)

- ▶ 姚记科技主要从事互联网移动游戏研发运营、扑克牌生产销售，2019年-2020年开始布局互联网营销业务，逐渐实现了以互联网移动游戏业务为重心，不断向互联网领域扩张的格局，成为一家互联网与相关服务行业的公司。公司互联网创新营销板块以信息流广告为主，内容营销为辅，构建了覆盖数据分析、效果营销、效果优化、短视频内容生产、内容营销的互联网营销全链条，为品牌客户提供在线营销解决方案，客户主要为网络服务、游戏、互联网金融、电商、快消等行业头部公司。
- ▶ 公司2020年实现营收25.62亿元，yoy+47.52%；归母净利润10.93亿元，yoy+217.06%；扣非归母净利润5.68亿元，yoy+78.65%。2021H1实现营收19.95亿元，yoy+95.84%；归母净利润3.67亿元，yoy-54.15%；扣非归母净利润3.27亿元，yoy+17.19%。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

相关个股

✓ 丽人丽妆 (605136.SH)

- 丽人丽妆是一家国内领先的化妆品网络零售服务商，公司主要接受品牌方的委托，在线上开设、运营官方旗舰店，实现产品的在线销售。公司为品牌方提供包括店铺基础运营、整合营销策划、精准推广投放等多个环节的全链路网络零售综合服务，助力品牌在线上渠道的价值重塑和销售转化。公司在天猫等电商平台开展代运营服务的基础上，对于抖音平台持续保持关注、及时跟进，与包括佳丽宝集团、皮尔法伯集团、LG集团等美妆品牌方进行合作，为芙丽芳丝、Kate、皓丽、雅漾、馥绿德雅等品牌运营其抖音小店，截至2021H1，公司运营的抖音小店超过20家。此外，公司在抖音平台上也开拓了包括城野医生（护肤）、三谷（洗护）等在内的新品牌，丰富了公司的品牌矩阵。2021 H1，旗下子公司上海妆雅化妆品有限公司荣获“抖音电商年度品牌服务商”。
- 公司2020年实现营收46亿元，yoy+18.72%，归母净利润3.39亿元，yoy+18.70%，扣非归母净利润3.09亿元，yoy+41.72%。2021H1实现营收18.56亿元，yoy+2.83%，归母净利润2.05亿元，yoy+36.64%，扣非归母净利润1.61亿元，yoy+30.31%。

✓ 壹网壹创 (300792.SZ)

- 壹网壹创的主营业务是为国内外知名快消品品牌提供全域电子商务服务，从品牌形象塑造、整合营销策划、线上品牌运营、精准广告投放、售前售后服务等全链路为品牌提供线上服务，帮助各品牌方提升知名度与市场份额。2020年四季度，公司抖音事业部成立，公司计划搭建品效合一的服务体系，通过标准化快速复制，迅速完成200+直播间建设。未来，公司将关注更多新渠道，不断提升电商全域服务的能力。2021H1DP业务完成探索、实现快速扩张，截至2021H1已合作蒙牛、双汇等10多个品牌。
- 公司2020年实现营收12.99亿元，yoy-10.49%，归母净利润3.10亿元，yoy+41.54%，扣非归母净利润2.84亿元，yoy+41.00%。2021H1实现营业收入4.86亿元，yoy-12.82%，归母净利润1.27亿元，yoy+16.66%，扣非归母净利润1.15亿元，yoy+9.47%。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

风险提示

- **市场竞争格局变化**：直播电商行业竞争激烈，若公司不能通过有效竞争稳固行业地位，将可能会造成玩家流失，市场份额也将会降低，将对公司的经营业绩产生不利影响。
- **公司其他业务营收不及预期**：公司除电商业务外的其他占比较大的业务营收不及预期也会对公司的经营业绩产生不利影响，如阿里巴巴的云计算业务、京东的物流业务、抖音/快手的直播和广告业务等。
- **公司利润增长不及预期**：若公司对内容的生产、运营和管理等规划存在重大失误或由于受外部因素影响而发生偏离，无法满足商家和用户的服务需求，可能导致流量损失，市场份额下降，削弱公司未来的盈利能力。
- **宏观及政策监管风险**：直播电商行业还存在售卖假货、售后服务质量差等不规范现象，若行业发生重大不良影响事件，可能会导致监管趋严，发展可能有所限制。
- **商誉减值**：若目标公司未来经营中不能较好地实现收益，商誉将面临计提资产减值的风险，从而对公司经营业绩产生不利影响。

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/或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/或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