



开源证券

直播电商深度系列四——

直播电商黄金赛道深入发展，产业链机会持续涌现

姓名 方光照（分析师）

证书编号：S0790520030004

邮箱：fangguangzhao@kysec.cn

姓名 林瑶（联系人）

证书编号：S0790121020003

邮箱：linyao@kysec.cn

1. 高速发展中的直播电商产业链也日益成熟，抖快实现差异化发展

综合电商平台虽仍保持GMV领先地位，但增速已放缓；而直播电商正高速发展，天花板尚未可见，且产业链已日渐成熟。抽佣为平台核心盈利模式，营销推广辅之。直播电商两大主力玩家抖音和快手在2021年分别提出兴趣电商和信任电商的定位，实现差异化发展。目前抖音小店已完成闭环打造并测试开设电商tab，或逐步向货架电商演进从而提升复购率，而快手的电商闭环仍在加速建设中。

2. 短视频平台流量产品丰富，代运营服务商大有可为

(1) 流量来源：综合电商平台的搜索流量为最主要的免费流量，相比之下，短视频平台的流量产品更为丰富。2021年抖音推出巨量千川平台，构建营销闭环；快手的粉条和小店通等亦可为电商直播间获取额外流量。**(2) 代运营服务商：**代运营服务商或能以相对更低的成本完成更高效的流量运营，在直播电商时代或更重要，各电商平台的代运营服务商门槛均较高，或利于助推头部化。

3. “双十一”复盘：电商平台格局或趋于分散，直播带货热度依旧

反垄断及短视频流量崛起驱动下，用户选择更加多元化，“双十一”期间综合电商平台GMV增速放缓，新兴平台快速起量，电商格局或趋于分散。**(1) 天猫：**GMV增速降至8%，头部大主播李佳琦和薇娅表现超预期，预售首日首场直播共实现近200亿GMV（根据淘宝主播销售榜）。**(2) 京东：**创新性提前至10日晚上8点开启正式抢购，优化服务或成发展重点。**(3) 抖音：**大力扶持品牌自播，Top10品牌内国货居多，或已成为国货突围的重要渠道。**(4) 快手：**坚定“大搞品牌、大搞服务商、大搞信任电商”战略，品牌商家开播数量快速增长。主播方面，辛选家族的蛋蛋稳居带货榜Top1。**(5) 代运营服务商：**星罗（值得买子公司）的GMV同比增长超206%，壹网壹创代运营的店铺位列27个细分品类Top1，持续表现优异。

4. 重点推荐及受益标的主要为直播电商平台及代运营服务商

直播电商高速发展中，平台及产业链中负责代运营的MCN机构/专业服务商或更为受益，重点推荐快手-W、值得买、壹网壹创、元隆雅图，受益标的包括京东、星期六、天下秀。

5. 风险提示：直播电商政策监管趋严、代运营服务商竞争加剧、直播电商平台竞争加剧等风险。

目录

CONTENTS

1 高速发展中的直播电商产业链也日益成熟，抖快实现差异化发展

2 短视频平台流量产品丰富，代运营服务商大有可为

3 “双十一”复盘：电商平台格局或趋于分散，直播带货热度依旧

4 重点推荐：快手-W、值得买、壹网壹创、元隆雅图

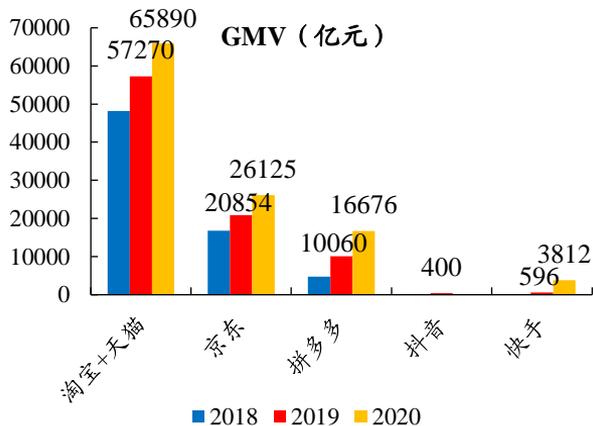
5 风险提示

1.1 综合电商增速放缓，但直播电商仍高速发展

综合电商平台保持领先地位，但GMV增速已逐渐放缓。综合电商平台主要分为传统货架电商（淘宝、京东等）及社交电商（拼多多等），根据各公司公告，2020年合计GMV已破10万亿元。但随着互联网人口红利消退，综合电商平台的GMV增速已呈放缓趋势，根据天猫官方数据，2021年“双十一”期间，天猫的GMV同比增速降至8.45%。

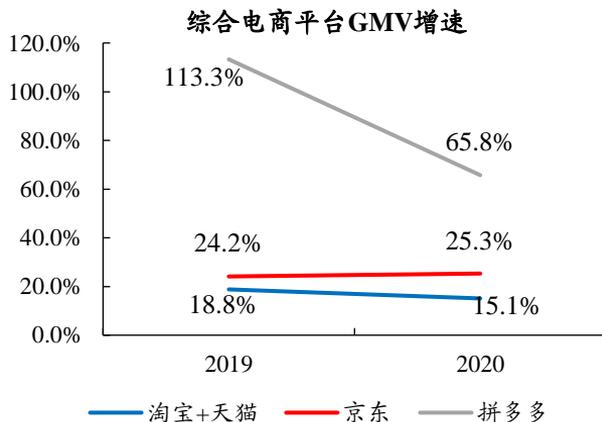
直播电商带来市场增量，实现GMV高速增长，抖音、快手持续追赶领头羊淘宝，且走出差异化路线。淘宝率先开辟“直播+电商”模式，短视频平台抖音、快手接力入局，2018年以来直播电商GMV保持高速增长之势。2021年，抖音主打兴趣电商，进一步加强店铺自播；快手突出信任电商，强化私域运营和对MCN机构的扶持。

图1：综合电商平台GMV仍明显领先



数据来源：快手公司公告、阿里巴巴公司公告、京东公司公告、拼多多公司公告、亿欧智库、开源证券研究所（抖音GMV数据仅有2018年和2019年）

图2：综合电商平台GMV增速已放缓



数据来源：阿里巴巴公司公告、京东公司公告、拼多多公司公告、开源证券研究所

图3：直播电商GMV快速提升

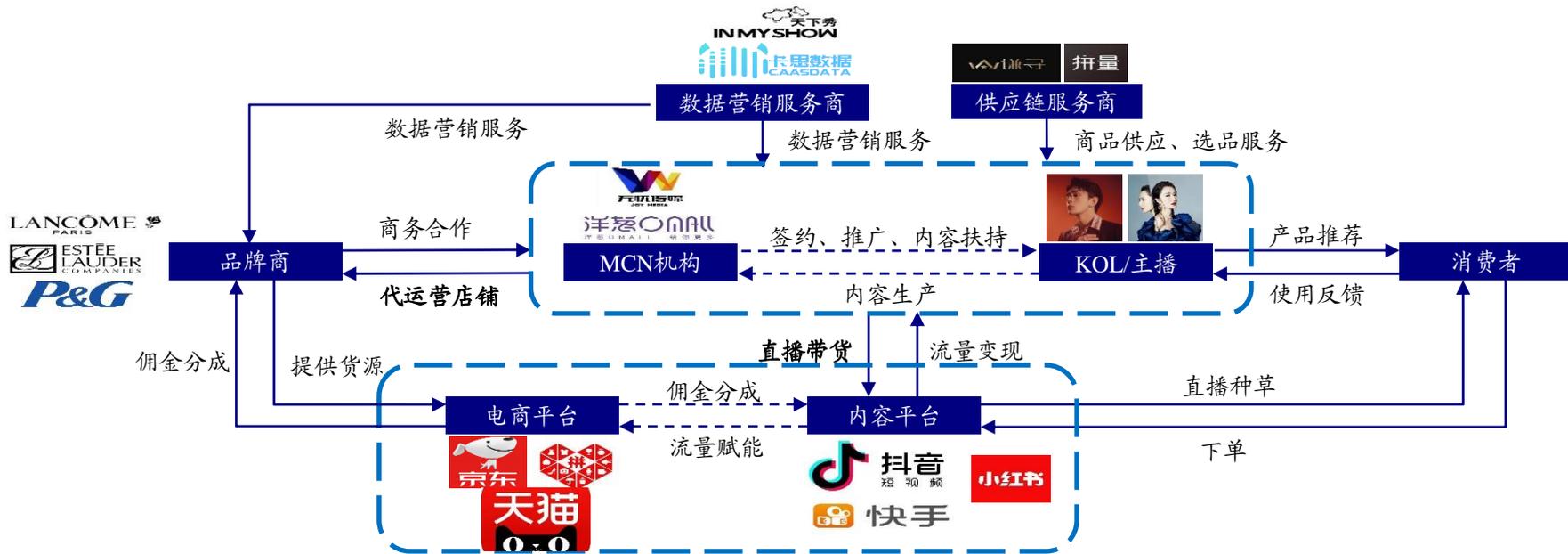


数据来源：快手公司公告、阿里巴巴公司公告、亿欧智库、开源证券研究所（抖音直播电商GMV数据仅有2018年和2019年）

1.2 高速发展之下，直播电商产业链已较为完善

直播电商产业链更为复杂，但目前也已较为完善。相比传统的消费者主动搜索“人找货”模式，直播电商带动的“货找人”产业链更为复杂，新增MCN机构、主播、供应链服务商等环节，致力于为消费者挖掘更多优质商品、为商家带来更高转化率。

图4：直播电商产业链内新增电商服务商、MCN机构、主播等节点



资料来源：亿欧智库、开源证券研究所

1.3 抽佣为平台的核心盈利模式，营销推广辅之

抽佣为各大平台最主要的盈利模式，淘宝直播的抽成相对较高。根据亿欧智库《“带货”的逻辑：直播电商产业链研究报告》，直播电商平台约收取品牌商20%的佣金，并通过CPS方式进行抽佣分成，最后将佣金中的6.3%-14%分予MCN/KOL。其中，淘宝直播作为行业早期玩家，抽佣比例相对较高；抖音电商起步较晚，目前抽佣比例仅约为0.14%-5%。

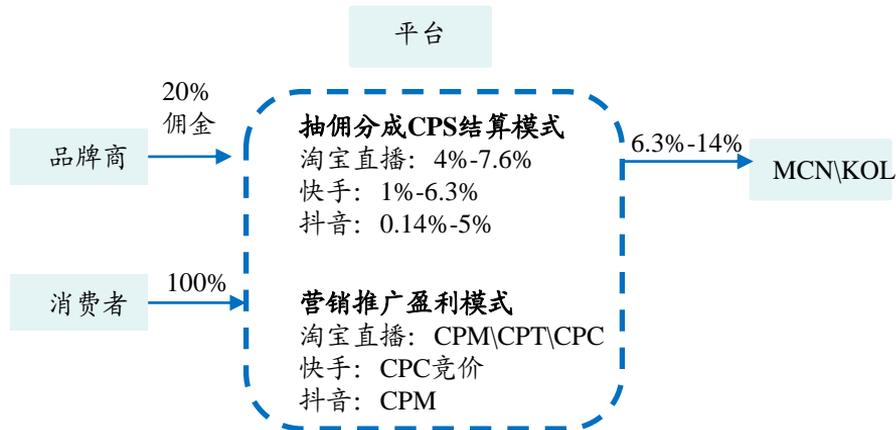
营销推广增强直播间曝光并实现引流。品牌商通过购买电商广告等营销推广产品，获得更多付费流量和曝光机会，直播电商平台从中按照CPM/CPC/CPT等方式进行收费。

图5：直播电商平台的收费方式主要分成两种

抽佣分成	<ul style="list-style-type: none">按照实际销售量的佣金进行抽成
营销推广	<ul style="list-style-type: none">淘宝平台上覆盖直播前后一系列营销推广产品抖音、快手在直播间付费推广引流

资料来源：亿欧智库、开源证券研究所

图6：抽佣方式按照CPS结算，营销推广模式中多为购买电商广告



资料来源：亿欧智库、开源证券研究所

1.4 兴趣电商VS信任电商，抖音、快手实现差异化发展

抖音：兴趣电商主动挖掘消费者潜在需求，实现从内容到兴趣的高效激发。抖音致力于通过精准及海量的用户兴趣标签，实现与用户需求相匹配的推荐，从而贡献有质量的GMV。同时，鼓励品牌进行自播，更好地进行互动沟通、品牌传播、口碑沉淀和粉丝积累。目前众多品牌选择在抖音上发布新品，用户“追新和买好”的消费特征日益凸显。

快手：信任电商以“内容+私域”为核心沉淀流量。快手社区具备强社交属性，同时主播依托特色卖货人设打造与用户的强信任关系，进而沉淀海量的私域流量。因此，快手电商的成交流量更多来自用户的关注页，达人和商家拥有更强的流量控制权。

表1: 快手的信任电商和抖音的兴趣电商在侧重品类、目标用户和核心逻辑等方面存在差异

	抖音“兴趣电商”	快手“信任电商”
品类	覆盖全品类，以女装、零食坚果、生鲜等为主	全面覆盖用户消费偏好，以服饰鞋包、美妆个护、食品饮料等为主
目标用户	80后、90后占绝对优势，95后增速最高	消费主力为女性（占比66.2%）和80后（占比40.5%），男性用户呈现出更高增速
核心逻辑	围绕流量和流量效率，用推荐分发技术，匹配人与货，挖掘用户的潜在购买需求，实现从内容到兴趣的高效激发	从传统的“商品+公域”的人货场思维到“内容+私域”的思维的升级，具体表现为从终结需求到创造需求，从货架到内容，从交易到关系
推广策略	推出“FACT经营矩阵”，布局四大经营阵地；推出2021年抖音电商UP计划，助力1000个商家年销售额破亿，扶持1万名年销售额过千万的达人，助力200款商品年销售额破亿	通过“极致信任”心智，沉淀千亿私域粉丝，打造100个十亿GMV的生态合作伙伴；推出“商家全周期红利计划”，分别针对品牌、主播、服务商提供利好政策、产品赋能、流量扶持三大平台红利
流量规则	基于推荐技术将商品通过内容主动地推荐给更多潜在兴趣人群，并通过转化及沉淀优化推荐给潜在消费者，获取精准流量注入	电商内容生产平台流量，成交流量来自于关注页私域流量，达人和商家更拥有流量控制权
公私域侧重点	看重公域流量，围绕“货”	以“内容+私域”为核心，围绕“人”

资料来源：36氪、巨量引擎、磁力数观、巨量算数《2021抖音电商生态发展报告》、2021抖音电商生态大会、2021快手电商引力大会、开源证券研究所

1.5 抖音、快手发力闭环打造，各家小店表现优异

抖音小店成功完成闭环建设，或逐步向货架电商发展。抖音已经实现内部电商闭环，且目前正在测试独立商城tab（与关注和推荐页并列），或意在逐渐减少对于直播卖货形式的依赖、向货架电商发展，从而解决复购率较低的问题。

快手小店紧随其后，联盟架构加快闭环构建。快手小店中仍全为直播卖货形式，更倾向于引导用户直接进入直播间；根据快手公司公告，2021Q3快手小店已贡献90%的GMV（2021Q1为85%）。2020年9月，快手推出好物联盟，致力于完善电商生态闭环；2021年11月，好物联盟升级为快分销，未来阶段目标为打造10个10亿+超级品牌、100个过亿商家、1万个百万单品、100个破亿团长。

图7：抖音正在测试把商城tab跟关注和推荐页并列



独立商城
tab

表2：抖音完成电商闭环建设，快手仍处于逐步完善阶段

平台	电商闭环建设过程
抖音	<p>2020年5-6月期间，抖音向个人开放小店功能，上线抖店App，推动直播带货全面“抖音小店”化，以实现抖音内部的电商闭环。</p> <p>2020年10月9日起，抖音不再支持第三方来源商品进入直播间购物车。</p> <p>2021年4月，抖音封禁淘宝PID端口，导致达人无法为其他淘宝店带货，倒逼淘宝店主们在抖音开店。</p>
快手	<p>2020年9月，快手正式推出好物联盟，由推广达人、商家/供应链和招商团长共同组成。</p> <p>2020年12月30日起，直播、视频带货中的商品，将根据商品来源分为快手小店商品和跳转第三方平台商品，如果商品来源为快手小店商品，商品挂载方式不变。但如果商品来源为第三方平台，包括但不限于淘宝、京东、拼多多等，则必须由下单客户通过磁力聚星平台统一上架挂品，达人才能挂小黄车。</p> <p>2021年11月，快手好物联盟正式升级为快分销，未来阶段目标是打造10个10亿+超级品牌、100个过亿商家、1万个百万单品、100个破亿团长。</p>

资料来源：抖音App、开源证券研究所

资料来源：磁力聚星官网、快手电商官网、抖音App、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 高速发展中的直播电商产业链也日益成熟，抖快实现差异化发展

2 短视频平台流量产品丰富，代运营服务商大有可为

3 “双十一”复盘：电商平台格局或趋于分散，直播带货热度依旧

4 重点推荐：快手-W、值得买、壹网壹创、元隆雅图

5 风险提示

2.1 综合电商平台：搜索流量为最主要的免费流量，亦提供多样的付费流量产品

对于综合电商平台而言，搜索流量为最主要的免费流量。以淘宝App为例，用户在搜索栏内主动搜索商品类别产生免费流量，一般而言排名受商品权重的影响；首页内各个栏目（今日爆款、天猫精选等）里亦存在免费的活动流量，首页的中心位置留给付费流量“超级钻展”，目前已升级成竖屏展示，拥有更大展示面积，提供强势曝光。

各综合电商平台均提供多样的付费流量产品。以京东为例，京东的付费流量产品可实现站内、站外全覆盖，如“京东直投”覆盖腾讯、百度等主流社媒和移动资讯资源。此外，产品可以按照点击、千次展示或成交订单等不同的情况进行收费，其中“购物触点”产品可实现根据tCPA智能出价，并在目标范围内提升下单量。

图8：淘宝App首页内既有免费搜索流量也有付费流量 图9：淘宝的超级钻展已经进一步升级

图10：京东平台上付费产品京挑客拥有四大产品优势

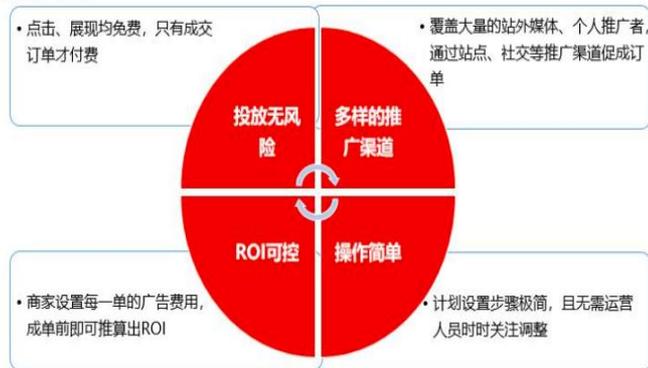


资料来源：淘宝App、开源证券研究所



资料来源：超级钻展官网

5. 京挑客产品优势



资料来源：京准通官网

2.1 综合电商平台：搜索流量为最主要的免费流量，亦提供多样的付费流量产品

表3: 综合电商平台免费流量以搜索流量为主，付费流量产品丰富多样

平台	免费流量	付费流量
淘宝	<p>手淘搜索流量和首页流量：通过手机淘宝客户端的搜索框进行搜索，或者通过天猫新品、今日爆款等页面直接进入店铺页面入口</p> <p>其他：通过淘宝外app或天猫app等淘系app 导航</p>	<p>直通车：按照卖家出价高低、产品优劣进行排序，每个IP点击一次广告图收一次费，单一时间段不重复收取同一IP的费用，能够实现商品的精准推广。</p> <p>超级钻展：按照CPM收费，位于手淘首页首屏视觉聚焦位</p> <p>淘宝联盟（淘宝客）：按照CPS收费，淘宝客只要从淘宝客推广处获取商品代码，任何买家通过这个推广链接进入后在淘宝店完成购买，都可以获得由卖家支付的佣金</p>
京东	<p>搜索流量：京东搜索是店铺主要的流量承接入口，影响因素主要是搜索权重，搜索权重越高，商品的搜索排名越靠前</p> <p>栏目流量：主要流量来源是领券中心、排行榜、发现好货</p> <p>活动流量：特别是对于需要审核海选的优质活动</p> <p>首页流量：系统推荐，根据人群去进行覆盖，一般都会推荐给浏览过特定类目的人群</p>	<p>京东快车：基于京东站内推广，按CPC收费的实时竞价类广告营销产品。通过对搜索关键词或推荐广告位出价，将推广商品、活动或店铺展示在京东站内丰富的广告位上</p> <p>京东海投：基于京东大数据及AI机器学习打造的智能广告产品，推广资源为站内搜索和站内推荐</p> <p>购物触点：只需设定目标CPA，系统会根据流量转化效果智能出价，且在目标范围内提升下单量</p> <p>京东展位：位居京东站内最优质的营销推广位，能让用户更快的注意到商家</p> <p>京东直投：覆盖主流社交媒体资源和移动资讯资源，降低广告主在不同媒体投放成本，帮助广告主抢占新资源流量红利，也通过大平台数据合作，有效提升广告定向精准度</p> <p>京挑客：以最终成交订单计佣的站外引流工具，点击、展示均免费</p> <p>京搜客：京准通搭建的海外搜索流量采买平台，目前已覆盖百度搜索资源，以搜索关键词作为广告竞价目标，CPC方式结算，曝光量大，点击率高</p>
拼多多	<p>搜索流量：目前平台最主要的流量来源，即消费者直接搜索产品关键词。</p> <p>平台推荐流量：根据每个用户的浏览、收藏、支付、分享等情况推荐不同的商品</p> <p>活动流量：仅次于搜索流量的第二大流量</p> <p>私域流量：一方面来自于用户的收藏和购物车，另一方面来自于用户分享的链接</p>	<p>广告流量：包括多多搜索、多多场景、明星店铺、聚焦展位、多多直播推广等</p> <p>活动坑位流量：通过付费获得相应的活动资源位、平台广告资源包流量等</p>

资料来源：京准通官网、超级钻展官网、淘宝/天猫直通车官网、拼多多App、京东App、淘宝App、开源证券研究所

2.2 短视频平台：免费流量和付费流量产品均更为丰富

抖音：直播间入口多样，巨量千川专门服务于电商广告。短视频平台的免费流量相似，皆主要来自基于用户兴趣的自然推荐。2021年抖音推出一体化电商广告平台巨量千川，融合DOU+、鲁班、直播间投放等多种产品，实现营销闭环。同时，抖音店铺、抖音账号和巨量千川账号全部打通，完成“一店一号一千川”。

快手：粉条、小店通等付费流量产品均助力商户获取更多额外流量。根据2020年快手磁力引擎双产品升级发布会上公布的数据，截至2020年9月，快手粉条的商业曝光日均超30亿次，日均连结粉丝关系超700万次，直播间日均引流超3亿人次。根据磁力引擎平台广告投放助手的数据，截至2020年11月7日，小店通累计涨粉量达7000万，直播间人气累计提升超10万，ROI达1.5-5。

表4：短视频平台的免费流量相似，2021年抖音推出一体化的电商广告平台巨量千川

平台	免费流量	付费流量
抖音	<p>自然推荐：（1）推荐feed：通过直播推荐算法在推荐feed流中看到直播间入口。（2）直播广场：通过直播广场中的入口进入。（3）同城feed：通过同城tab的入口进入。</p> <p>短视频引流：从推荐tab的主播短视频进入直播间，或点击短视频中主播头像进入</p> <p>关注tab：关注tab内的入口进入</p> <p>搜索流量：通过主动搜索进入直播间</p>	<p>DOU+广告：通过DOU+加热直播间、DOU+视频加热直播间渠道进入直播间</p> <p>品牌广告-toplive：通过投放的toplive渠道进入直播间</p> <p>品牌广告-其他：通过投放的品牌广告入口进入直播间</p> <p>巨量千川竞价广告：通过千川后台投放的广告</p> <p>其他竞价广告：其他渠道的广告推广</p>
快手	<p>短视频流量：用户可以通过点击主播头像进入主播个人中心和主播小店</p> <p>直播流量：当用户观看直播时，直接点击下方购物车进入小店</p> <p>快手小店流量：App侧边栏点击快手小店就可以进入小店</p> <p>搜索流量：在搜索页的频道广场内存在电商入口，且用户可制动搜索进入</p>	<p>信息流广告：有效缩短内容链路，提升品牌信息传递效率；原生沉浸体验，多营销场景适配，强效展示吸引点击</p> <p>快手粉条：额外流量倾斜，让作品获得最大化曝光，主要用于推广短视频、直播和快手小店</p> <p>小店通：助力电商商家在公域流量获取粉丝、提高商品访问量和订单</p>

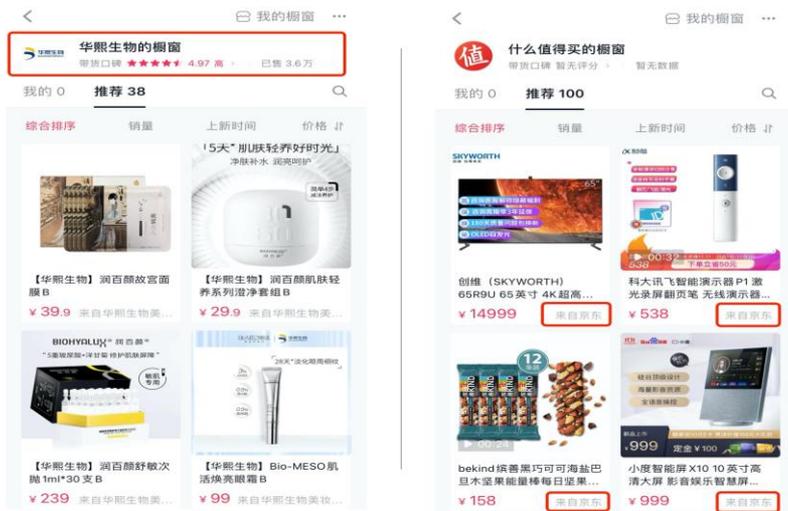
资料来源：抖音电商能量站、抖音App、快手营销平台、快手App、开源证券研究所

2.3 直播电商中代运营服务商或更加重要，高准入门槛或助推其头部化

抖音推动直播电商朝店播方向发展，代运营或成为性价比更高的方式。面对直播电商的新渠道新玩法，众多品牌缺乏线上流量运营能力，而代运营服务商所掌握的消费数据、用户标签、营销资源、推广策略或具有规模优势，使得其能以相对更低的成本完成更高效的运营，吸引了众多品牌商选择代运营。

代运营服务商的高准入门槛或推动其头部化。淘宝、抖音、快手的代运营服务商均需缴纳保证金，淘宝要求最为严格。提供淘宝直播代运营的服务商必须通过阿里V任务平台与商家建立合作关系，在快手上进行电商直播时必须使用快手小店小黄车作为交易工具，此外，天猫和抖音平台已产生官方代运营服务商名单，各平台严格的运营要求或提高代运营门槛，推动代运营服务商头部化。

图11：值得买代运营华熙生物的抖音小店，且自有账号为京东导购



资料来源：抖音App、开源证券研究所

表5: 淘宝对于代运营服务商的要求最为严格，且必须通过阿里V任务平台与商家合作

平台	代运营服务商入驻条件	运营规定
淘宝	<ul style="list-style-type: none"> (1) 必须为独立法人，有固定办公场地，且为一般纳税人资质。 (2) 成立时间1年及以上，不满1年的须补充优势说明。 (3) 注册资本为50万元及以上。 (4) 拥有淘宝账户，完成支付宝企业实名认证，且对应账户没有淘宝平台开店记录。 (5) 足额缴存10万元保证金(如已作为MCN机构入驻阿里创作平台且足额缴纳保证金，经向平台申请并获准后，可免除缴纳)。 (6) 具备一定淘宝直播代运营经验。 	通过商家服务商认证后，将同步开通阿里V任务平台服务权限。 服务商为商家提供淘宝直播代运营服务必须通过阿里V任务平台与商家建立合作关系 ，严格遵守相关平台规则，且独立承担给商家造成的损失。
京东	<ul style="list-style-type: none"> (1) 公司注册资本20万及以上，注册年限6个月及以上。 (2) 公司人员的规模大于10人。 (3) 公司有3家以上服务的成功案例。 	遵守京东平台规则，不得将平台的参考数据用于平台经营外的其他用途。
抖音	<ul style="list-style-type: none"> (1) 必须同时提供抖音账号定位包装、优质内容策划、蓝V认证服务。 (2) 提供至少3家粉丝量不低于10万的合作抖音账号+有效合作合同+抖音账号。 (1) 企业注册1年及以上，营业执照营业范围包含该类目所要求的服务内容且注册资金不低于50万元。 (2) 员工人数15人以上，策划师大于3人，有固定办公场所。 (3) 需缴纳入驻保证金2万元。 	诚信经营，遵守法律法规，不得危害客户的信息安全。
快手	<ul style="list-style-type: none"> (1) 企业必须为独立法人，有固定办公场地，且可开具服务类专用发票。 (2) 有专人负责的不少于10人的招商或运营团队。 (3) 具备短视频电商或直播电商运营经验，有快手账号电商经验和案例的优先。 (4) 具备优质商家资源或供应链资源。 (5) 保证金：10万元/服务商（平台有权根据服务商的实际情况调整保证金缴存标准）。 	服务商对外表述通称及字样和logo使用要符合快手的規定以及法律法规，不得与其他平台服务商名称共同出现。 进行相关的电商直播时，必须使用快手小店小黄车作为交易工具 。

资料来源：京东卖家论坛、淘宝开放平台、抖音App、快手App、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 高速发展中的直播电商产业链也日益成熟，抖快实现差异化发展

2 短视频平台流量产品丰富，代运营服务商大有可为

3 “双十一”复盘：电商平台格局或趋于分散，直播带货热度依旧

4 重点推荐：快手-W、值得买、壹网壹创、元隆雅图

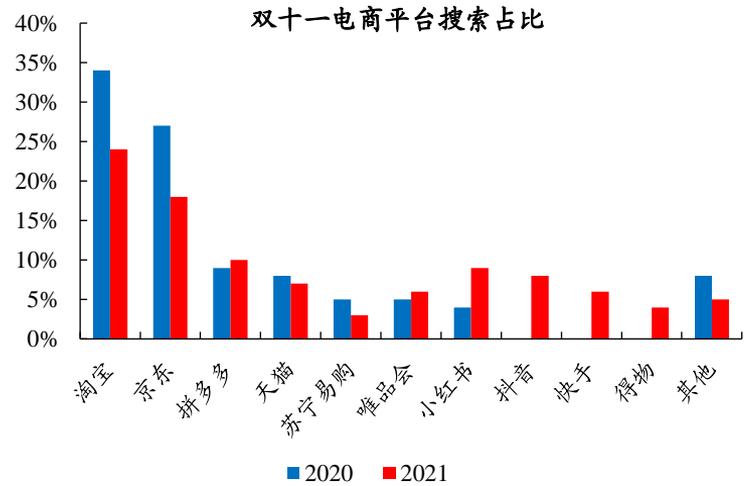
5 风险提示

3.1 反垄断或加速电商平台竞争格局趋于分散，直播带货热度依旧

电商平台头部效应减弱，用户选择更加多元化，抖音、快手等平台迅速崛起。根据百度热搜大数据，2021年“双十一”期间，京东和淘宝的搜索占比显著下降，抖音、快手两大内容平台逐渐占据消费者心智，新一代潮流网购社区得物凭借“社区+电商”的双服务模式逐步崛起，或由于反垄断及短视频流量的崛起，电商平台格局趋于分散。

直播带货持续火热，李佳琦搜索热度第一，辛巴有所下降。根据百度热搜大数据，2021年10月11日-11月11日，直播带货的搜索热度环比上涨141%，其中淘宝头部大主播李佳琦和薇娅遥遥领先，戚薇、张庭等多位明星凭借粉丝基础亦名列前茅。此外，或受此前“售卖假燕窝”被平台停播等事件的影响，快手知名主播辛巴的热度有所下降。

图12: 2021年“双十一”期间，淘宝和京东的搜索占比下降



数据来源: 百度热搜大数据、开源证券研究所

图13: 2021年10月11日-11月11日，李佳琦为搜索热度第一的主播



数据来源: 百度热搜大数据

3.2 天猫：GMV增速有所放缓，头部主播表现亮眼

“双十一”期间GMV增速放缓，薇诺娜和ITIB表现亮眼。根据天猫官方数据，2021“双十一”GMV为5403亿元，同比增长8.45%，增速较2020年“双十一”放缓。根据亿邦动力网的数据，截至2021年11月11日8:00，销售额超5亿元的品牌基本均为电器/化妆品国际品牌，而国货化妆品品牌薇诺娜和依托薇娅直播间成长的服饰类品牌ITIB成功上榜，表现亮眼。

李佳琦和薇娅“双十一”预售首日直播销售额大超预期。淘宝主播销售榜显示，2021年10月20日（预售首场直播），李佳琦直播最终销售额达106.53亿元，薇娅直播销售额为82.52亿元，李佳琦成为预售首日直播销售额冠军。对比2020年10月21日（预售首日），根据飞瓜数据，李佳琦销售额为38.7亿元，薇娅销售额为53.2亿元，2021年“双十一”首场直播数据超预期。

图14：2021年，李佳琦超越薇娅成为“双十一”预售首日直播销售额冠军



资料来源：淘宝主播销售榜

表6：天猫超5亿元销售额的品牌中，薇诺娜和ITIB为非电器/珠宝类国货品牌

超10亿	5-10亿
Apple/苹果	WINONA/薇诺娜
Haier/海尔	OLAY/玉兰油
Estee Lauder/雅诗兰黛	KIEHL'S/科颜氏
L'OREAL/欧莱雅	HR/赫莲娜
LANCOME/兰蔻	SK-II
Xiaomi/小米	ITIB
Midea/美的	SIEMENS/西门子
Shiseido/资生堂	Babycare
THE HISTORY OF WHOO/后	周大福
联想	极米

数据来源：亿邦动力网、开源证券研究所（截至2021年11月11日8:00，标红为国货品牌）

3.3 京东：“双十一”刷新大促记录，更加注重提升消费体验

2021年“双十一”再次刷新大促GMV记录，中小品牌增长迅速。根据京东官方数据：2021年“双十一”期间，京东平台累计下单金额为3491亿元，同比增长29%，较2021年“618”增长1.54%，再创大促GMV新记录；此外，京东通过降低扣点和质保金等政策，帮助中小商家节省基础成本约78.5%，且中小品牌新增数量同比增长超4倍，或丰富京东平台的供给。

提前至11月10日晚8点开启“双十一”正式抢购，优化服务成重点。根据京东黑板报公众号，京东与达达集团推出“小时购”业务，实现小时级乃至分钟级配送；且京东创新性提前至11月10日晚8点开启正式抢购，消费者无须熬夜，或进一步提升“双十一”用户体验，从而实现GMV绝对数量和服务质量的双重提升。

图15：京东的预售及正式开抢时间均提前到晚上8点



资料来源：京东官方微博

表7：2021年“双十一”京东表现亮眼，多数细分品类实现多倍增长

平台情况	品牌情况
31个品牌销售破10亿，其中Apple破百亿。 43276个商家成交额同比增长超200%，中小品牌新增数量同比增长超4倍。 从11月10日晚8点至11月11日0点，成交额TOP5品类分别为手机、冰箱、平板电视、洗衣机、空调，销量TOP5品类分别为牛奶乳品、抽纸、洗发水、食用油、饼干蛋糕。	(1) 电脑数码：电子教育品类成交额同比增长100%，4K投影机成交金额同比增长120%，高性能显卡成交额同比增长150%，高性能轻薄本增长4倍。 (2) 手机：小米、iQOO、OPPO、荣耀、华为、vivo高端旗舰手机销量超2020年11日全天4倍；新兴品类海信阅读手机5小时销量超2020年全年。 (3) 美妆：赫莲娜等超20个国际大牌以及欧诗漫等超10个国货品牌同比增长超100%，其中花西子成交额同比增长6倍。 (4) 服饰：SMFK、NOTHOMME、subtle、有棵树、京工美作等超百家国货品牌整体增长超10倍，Levi's、ECCO等超150家国际品牌整体增长超5倍，百丽、波司登等超300家国货品牌整体增长超6倍。 (5) 老字号：广州酒家成交额同比增长10倍，观云成交额同比增长15倍，活力28成交额同比增长10倍，Keeppley积木成交额同比增长10倍。

资料来源：京东官方微博、开源证券研究所

3.4 抖音：扶持商家自播，或成为国货品牌突围的重要渠道

大力扶持商家自播，国货品牌占据绝对优势，家居智能机器人成为热门单品。根据抖音官方数据：2021年10月27日至11月11日，抖音电商直播间累计时长达2546万小时，直播间累计观看395亿次。2021年“双十一”期间，Top10的品牌中国货占据6席位置，其中YAYA鸭鸭和简&搭均为服饰品类；抖音电商“抖in爆款榜”专区内国货数量占比达87.5%，“双11”实时热卖榜国产品牌数量占比为85.1%，可见抖音或已成为国货品牌寻求突围的重要途径。单品方面，扫地机器人和扫拖机器人表现亮眼，或体现出消费升级趋势下，居民对于解放双手的智能家居用品青睐度逐渐提升。

表8：国产品牌占据抖音“双十一”品牌榜Top10内的六大席位，扫地机器人和拖地机器人成为较为热门的单品

排名	品牌榜	热卖榜	新品榜	直播带货榜（11.11当日）
1	APPLE	鸭鸭时尚收腰加厚羽绒服	Apple iPhone 13	大狼狗郑建鹏&言真夫妇
2	YAYA鸭鸭	后天气丹花献系列礼盒	科沃斯扫地一体机器人X1	Appleclub.
3	后	Apple iPhone 13	鸭鸭太空人夜光羽绒服	adidas官方旗舰店
4	茅台	科沃斯扫地机器人X1	云鲸J2扫拖机器人	朱梓骁
5	阿迪达斯	五菱宏光MINIEV	石头G10扫拖机器人	马帅归来
6	简&搭	Positive Hotel地中海代餐粉	华为P50	大女王珠宝兰姐
7	华为	心相印茶语经典抽纸	凌博士凝时水乳组合	搭搭“随便夫妇”
8	中国黄金	老庙黄金镭射竹节手镯	BM肌活小蓝棒精华露	realme真我手机
9	雅萌	大希地整切调理牛排	阿尔法蛋AI词典笔T10	大LOGO吃遍中国
10	妃鱼	GIK柔嫩贴片面膜修护组合	诺特兰德左旋套餐	Apple产品青橙数码旗舰店

资料来源：抖音电商营销观察公众号、壁虎看看、开源证券研究所

3.5 快手：品牌商家开播数量快速增长，辛选团队主播蛋蛋稳居TOP1

坚持“三大搞”战略，品牌自播发展迅速。2021年7月，快手提出“大搞品牌、大搞服务商、大搞信任电商”战略。根据快手官方数据，本次“116品质购物节”期间电商商家开播数量同比增长52%，其中品牌商家开播数量同比增长391%，品牌商品GMV同比增长433%，“三大搞”战略或已初显成效。

头部主播格局略有变化，蛋蛋以绝对优势位居带货榜TOP1。蛋蛋和猫妹妹均为辛巴家族中的TOP女主播，分别销售美妆等全品类和食品类商品，而辛有志或受此前“售卖假燕窝”被停播等事件的影响，带货实力或有所下降。根据壁虎看看的数据，2021年11月8日至14日，蛋蛋的带货金额达6.08亿元，远超其他主播，稳居快手带货主播第一的宝座。

图16：快手“116品质购物节”投入更多流量和消费者购物福利



资料来源：2021快手电商116商家大会、开源证券研究所

表9：2021年11月8日-2021年11月14日，蛋蛋的带货成交金额最高

主播	开播场次	成交金额（亿元）
蛋蛋	3	6.08
猫妹妹	1	1.40
猫七七	1	1.31
瑜大公子	4	1.26
老银	5	1.14
半姐	6	0.93
安九	8	0.83
鹿	2	0.65
玉匠人	4	0.54
超级丹	5	0.52

数据来源：壁虎看看、开源证券研究所

3.6 代运营服务商：作为直播电商产业链参与方而受益，GMV快速增长

值得买旗下代运营公司GMV快速增长。星罗为值得买旗下代运营子公司，目前已成功入选抖音电商十大影响力精选联盟服务商。根据星罗官方数据，本次“双十一”期间，星罗总GMV突破15.1亿元，同比上涨206%，订单单量超700万。此外，根据值得买官方数据，“什么值得买”淘宝直播间累计GMV突破3400万，相比“618”期间GMV提升356%。

TP和DP业务齐头并进，壹网壹创再创佳绩。根据壹网壹创官方数据：2021年“双十一”期间，集团GMV同比增长30.56%，其中存量业务GMV增长13.26%，增量业务GMV增长46.91%。此外，其代运营的宝洁官方旗舰店直播间连续六年为店播个护家清品类第一，POP MART、星巴克等店铺均位列27个细分品类第一，保持稳定发挥。

图17：在值得买社区的三大板块中，国货品牌GMV增长迅速



资料来源：值得买公众号

图18：壹网壹创代运营的宝洁官方旗舰店直播间荣获店播该品类Top1



资料来源：壹网壹创公众号

目录

CONTENTS

1 高速发展中的直播电商产业链也日渐成熟，抖快实现差异化发展

2 短视频平台流量产品丰富，代运营服务商大有可为

3 “双十一”复盘：电商平台格局或趋于分散，直播带货热度依旧

4 重点推荐：快手-W、值得买、壹网壹创、元隆雅图

5 风险提示

4.1 重点推荐——快手-W：在线营销服务和电商双轮驱动，商业化步伐加快

(1) 加快公域拓展，商业化体系持续完善，维持“买入”评级

公司是国内头部短视频内容社区和社交平台，一方面加快公域及一二线城市用户拓展，用户规模仍有增长空间；另一方面，依托“线上营销服务+电商+直播”的完善商业化变现体系，变现步伐有望加快。我们维持2021-2023年盈利预测，预计2021-2023年营业收入分别为821/1074/1373亿元，净利润分别为-160/21/108亿元，对应EPS分别为-3.84/0.51/2.59元，当前股价对应PS分别为3.6/2.8/2.2倍，维持“买入”评级。

(2) 用户数量及质量稳步提升，短剧和体育或已成为优势内容垂类

2021Q3，或因用户获取效率和留存率持续提升，用户数持续增长，快手应用DAU为3.20亿（同比+17.9%，环比+9.2%）、MAU为5.73亿（同比+19.5%，环比+13.2%）；每位DAU日均使用时长达119分钟（同比+35.0%，环比+11.3%），主要系快手重点激活老用户并加深用户在生态上的参与度。短剧和体育板块或为快手重点突破垂类。2021Q3，快手上单部累计观看量超过1亿的短剧超850部，短剧DAU达2.3亿；用户在体育内容上花费的总时长同比增长超1.5倍，且快手手握2022年北京冬奥会版权，对流量的拉动值得期待。

(3) 品牌广告为重点发展方向，信任电商增长潜力十足

快手大力发展品牌广告并依托快速增长的日均流量生产出更多原生广告内容，或受益于广告精准度和单列信息流占比提升，2021Q3品牌广告主实现高双位数的同比增长。2021Q3，电商GMV达1758亿元（同比+86.1%，环比+20.9%），其中快手小店贡献90.0%；快手持续强化“信任电商”的定位，保持较高复购率（2021年9月超70%），且品牌商品GMV增速超过整体电商GMV增速，品牌商户拓展取得积极成效，有望共同推动电商GMV可持续地快速增长。

（1）以内容构筑生态，有望打造“导购界的快手”，维持“买入”评级

公司以内容为核心，以导购佣金和广告展示为收入来源，构筑一体两翼的导流生态，业绩保持较快增长。我们看好公司新增直播+短视频的内容形式，结合以UGC+私域流量为主的导流模式，有望高效引导消费者至电商平台完成交易，打造“导购界的快手”，拓展长期成长空间。我们维持2021-2023年盈利预测，预计2021-2023年归母净利润分别为2.05/2.44/2.87亿元，对应EPS分别为2.31/2.74/3.23元，对应当前股价PE分别为43.4/33.1/27.9倍，维持“买入”评级。

（2）毛利率有所下降或因新业务占比提升，三大费用率均同比下降

目前公司大力发展三大新业务，由于营销业务相关代理成本、运营活动成本等增长较快，新业务毛利率或相对较低。2021年上半年，新业务收入占比已提升至30%，或拉低公司整体毛利率，2021年前三季度仅为56.54%（同比-12.27pcts）。此外，2021年前三季度，公司的销售费用率同比下降1.81pcts，管理费用率同比下降1.76pcts，研发费用率同比下降2.84pcts。我们认为，公司已进入提升人效、增强核心能力建设阶段，主要费用率均显著下降。

（3）星罗和有助均布局代运营业务，“双十一”等电商大促驱动GMV更上一层楼

星罗分为平台型业务和代运营业务，其中平台型业务为品牌和KOL实现资源对接，代运营业务则帮助品牌运营抖音、快手渠道的小店并提供自播服务，主要服务宝洁、京东超市、妙可蓝多、华熙生物、丸美、唯品会、学而思等品牌；根据星罗官方数据，2021年“双十一”期间，星罗总GMV突破15.1亿元，同比上涨206%，订单单量超700万。有助亦从事代运营业务，2021Q1已成为南极电商抖音渠道的独家代理商。我们认为，公司主站“什么值得买”作为稀缺性较强的垂直类消费决策平台，有望直接受益于大型购物节带来的增量市场和抖音、快手等新平台崛起带来的新机遇。

（1）DP等新业务值得期待，维持“买入”评级

公司主要在天猫渠道从事TP代运营业务，2020年开始持续拓展抖音、快手、京东、拼多多等新渠道，并依托淘系多年优势积淀，向电商全域服务迈进。目前，抖音渠道的DP业务正进行快速扩张。根据公司公众号，2021年Q1，单店开播首月GMV超1000万元，品牌单日增粉记录超7000人，全品牌运营综合场均ROI达1: 3.85，单品牌单场最高ROI记录为1: 45；2021年抖音渠道的目标GMV为超15亿元，成长可期。我们维持2021-2023年盈利预测不变，预测2021-2023年归母净利润分别为3.87/4.66/5.60亿元，对应EPS分别为1.62/1.95/2.35元，当前股价对应PE分别为22.5/14.1/10.1倍，维持“买入”评级。

（2）业务结构逐步调整到位，销售费用大幅下降、盈利能力提升

2021Q3公司品牌线上管理服务收入达1.35亿元（同比+47.18%），占公司营业收入比重达55.45%，品牌线上营销服务收入为0.36亿元（同比-61.11%），占公司营业收入比重为14.76%，业务结构逐步调整到位。2021年前三季度，公司的销售费用为0.46亿元，同比减少58.30%，主要系公司调整了与百雀羚的合作模式，减轻了流量成本压力，2021前三季度净利率上升至27.92%（同比+8.03pcts）。

（3）新品类新渠道拓展顺利，电商大促期间表现亮眼

公司在多元化经营及“全域电商”+“新消费品加速”双引擎推动下，全域服务能力不断加强。2021Q3，公司全渠道新签约35个品牌，其中包括妮维雅、创尔美、飞利浦、伊利、露安适、丽芝等业内知名品牌，拓展进程顺利进行。2021前三季度，公司实现GMV155.37亿，同比增长43%；根据公司官方数据，2021年“双十一”期间，集团GMV同比增长30.56%，其中存量业务GMV增长13.26%，增量业务GMV增长46.91%，服务品牌数超73家，服务品牌人群总资产达27亿，表现优异。

（1）重点发力新媒体营销业务，维持“买入”评级

公司通过子公司谦玛网络（其子公司沐鹏信息从事“营销+代运营”业务）布局新媒体营销服务，目前已贡献可观业绩增量。2021年上半年，新媒体营销服务收入为3.09亿元，同比增长40.07%，占公司营业收入比重快速提升至33.12%（同比+7.15pcts）；2021年前三季度，新媒体营销服务收入同比增长41.32%，或成为公司第二成长曲线。我们维持2021-2023年盈利预测不变，预计2021-2023年归母净利润分别为2.27/2.95/3.87亿元，对应EPS分别为1.02/1.33/1.75元，对应当前股价PE分别为16.8/12.9/9.8倍，维持“买入”评级。

（2）礼赠品业务稳步发展，Q4电商大促有望拉动新媒体营销业务增长

公司持续积极拓展客户巩固礼赠品龙头地位，开拓了百胜中国、中顺洁柔、德邦物流、太平洋保险、中国太平、美团等具有发展潜力的客户群体，主业稳步发展中。此外，Q4属于电商旺季，“双十一+双十二”两大电商大促有望打开增量市场，新媒体营销业务收入或将更上一层楼。

（3）把握2022年冬奥会契机，特许纪念品放量值得期待

2022年冬奥会宣传持续加码，公司作为冬奥会礼品特许经营方，或随着冬奥会宣传周期进程，提供各种标准化及定制化产品，满足冬奥会赞助商和消费者的多样化需求，利好礼赠品业务稳步前行。2021年前三季度，北京冬奥会特许纪念品收入同比增长141.57%，实现大幅增长。

4.5 受益标的：京东、星期六、天下秀

(1) 京东 (JD.O)

2021年“双十一”创大促GMV新高，近期电商大促均表现优异。京东作为“618”电商大促的开山鼻祖，2021年“618”GMV高于2020年“618”及“双十一”，多数细分品类实现多倍同比增长。2021年“双十一”，公司GMV再创新高，且重点扶持中小商家及品牌，并推出“小时购”等优质服务，或实现GMV绝对数量和服务质量的双重提升。

(2) 星期六 (002291.SZ)

子公司遥望网络拥有众多头部主播，或持续发力快手直播带货。旗下子公司遥望网络构建了多层次的主播KOL矩阵，签约了瑜大公子、李宣卓、大利等多位头部主播，以及王耀庆、王祖蓝、张柏芝等多位明星，或在快手直播带货领域继续保持领先地位。根据壁虎看看的数据，2021年11月8日-2021年11月14日，瑜大公子位列快手直播带货榜的第四名，表现优异。

(3) 天下秀 (600556.SZ)

以粉丝经济、商业大数据为基础，成为举足轻重的数据营销服务商。公司立足于红人新经济领域，依托WEIQ红人营销平台为红人与企业提供营销服务撮合，同时IMSOCIAL红人加速器为不同阶段的红人和MCN提供全链路赋能加速服务，目前深度赋能的红人厂牌超过10家，其中“叁里”厂牌的红人数量达600余位，肆哆、五月互动、真秀娱乐等明星厂牌里包括大张伟、董洁、雷佳音等六十余位明星。

表10: 重点推荐快手-W、值得买、壹网壹创、元隆雅图, 受益标的包括京东、星期六、天下秀

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (原始货币)		EPS (元)			PE		
			2021/12/1	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
1024.HK	快手-W	买入	87.40	(125.25)	(3.84)	0.51	(0.7)	(22.8)	171.4	
300785.SZ	值得买	买入	76.37	1.76	2.31	2.74	43.4	33.1	27.9	
300792.SZ	壹网壹创	买入	48.35	2.15	3.42	4.77	22.5	14.1	10.1	
002878.SZ	元隆雅图	买入	17.12	1.02	1.33	1.75	16.8	12.9	9.8	
JD.O	京东	未有评级	84.11	15.84	1.97	4.69	5.3	42.7	17.9	
002291.SZ	星期六	未有评级	19.73	0.03	0.61	1.00	657.7	32.3	19.7	
600556.SH	天下秀	未有评级	12.65	0.17	0.27	0.40	74.4	46.9	31.6	

数据来源: Wind、开源证券研究所 (未有评级公司盈利预测来自Wind一致预测, 股价截至2021年12月1日收盘, A股公司货币单位为人民币, 美股公司货币单位为美元, 港股公司货币单位为港币; 换算汇率为1港币=0.8173人民币和1美元=6.371人民币。)

目录

CONTENTS

1 高速发展中的直播电商产业链也日益成熟，抖快实现差异化发展

2 短视频平台流量产品丰富，代运营服务商大有可为

3 “双十一”复盘：电商平台格局或趋于分散，直播带货热度依旧

4 重点推荐：快手-W、值得买、壹网壹创、元隆雅图

5 风险提示

(1) 直播电商政策监管趋严：直播电商涉及短视频、直播、MCN等业务，其中互联网广告、直播带货、视频内容制作等环节或面临一定的行业政策监管。随着行业的规范制度、业务资质、网络信息安全等相关法律实践和监管要求不断更新，若未来行业政策发生变化，对行业发展进程的影响存在不确定性。

(2) 代运营服务商竞争加剧：若众多竞争者/MCN机构切入代运营行业，或加剧行业竞争情况，影响原有企业的盈利能力。

(3) 直播电商平台竞争加剧：综合电商平台若加大力度布局直播电商，或加剧直播电商平台间的竞争，对抖音、快手等产生不利影响。

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境内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，链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

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

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

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