

东方甄选

港股研究 | 公司深度 | 新东方在线 (1797.HK)

新东方在线公司深度研究：渠道先行，品牌崛起

报告要点

东方甄选从抖音破圈后蓬勃发展，实际体现了时代浪潮中“新型人群”与“新兴媒介”匹配的成长性。我们认为东方甄选具备从“渠道商”向“品牌商”蜕变的价值潜力：短期，看好账号矩阵与品类矩阵完善，交易数据增长；中期，看好东方甄选自营产品发展，复购率提升，全渠道经营；远期，期待公司“产品、传媒、公益”战略全面深化，助农事业取得成果，品牌文化良性传播。预计 FY2023~2025 公司实现归母净利 6.8、8.7、15.4 亿元，给予“买入”评级。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001



高旭和

SAC: S0490522060004

新东方在线 (1797.HK)

2022-12-31

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 维持

新东方在线公司深度研究：渠道先行，品牌崛起

东方甄选：“曾经是老师，现在是销售员”

直播电商的阶段性成功标志着往昔教培龙头转型取得重大进展，市场开始重估新业务的投资价值。本章复盘了东方甄选立项至今各阶段的发展历程：**1) 2021 年末创业期**，回溯项目创业的原初，新东方对电商项目的定位一早就瞄准上游产业链的参与改造，而非以直播间为中心的带货表演；**2) 2022 年 1 月~5 月迭代期**，主播团队对直播形式进行了高频迭代，形成了独特的风格，幕后供应链探索迎来突破，推出首批高质自营品；**3) 2022 年 6 月“破圈”事件**，集中展示了直播间在传播场域中的情绪基调与内容价值；**4) 2022 年 7 月至今发展期**，东方甄选作为抖音头部主播，“台前”直播全面改善（直播数据企稳、消费者行为变化、内容属性强化），“幕后”自营平台崛起，（供应链向上以销促产、向下与物流龙头合作、中后台建设同步强化）。

价值定位：绝非 MCN 机构，超越兴趣电商

当前市场上对于公司业务发展的评估主要基于“直播间数据”这一显性视角，更多体现的是公司的渠道销售能力；既然如此，本章着眼于剖析直播电商的渠道特征及发展阶段，将东方甄选置于当前的电商环境中作出价值定位。我们认为，直播电商正处于渠道迭代变革期，上半场与“红人经济”结合后出现的大主播低价秒杀模式不可持续；而东方甄选作为 2022 年出现的代表性主播，展现出了不同于旧模式的许多特征——毕竟曾经作为教培机构的新东方便抗拒依赖名师形式的个人 IP，坚持平台建设而非追求个人影响力辐射的规模效应。由此我们给出价值定位：东方甄选模式的本质绝非 MCN 机构，且变现潜力或将超越平台提出的“兴趣电商”概念。

成长宏愿：渠道先行，品牌崛起

我们认为，对于东方甄选的估值应超越渠道能力，上升至品牌价值。东方甄选的独特禀赋在于，公司作为具备国民级认知的教育品牌，有潜力从渠道向上，挖掘自营品牌心智、把控生产供应链，将核心的定价权掌握在自己手上，并尽可能参与价值链上更多利润环节。基于“（代工）生产——品牌——渠道”消费品价值链分析框架，本章讨论了代工模式中渠道商、品牌商试图打通全链路的发展路径，重点分析了以网易严选、小米有品为代表的精品电商模式，以及以南极电商、三只松鼠、花西子为代表的网红品牌模式，并在对比总结中得出阶段性结论：东方甄选的优势在于渠道能力与品牌心智两方面禀赋相对均衡。渠道端，东方甄选正值抖音“内容电商”发展时期、且本阶段并不依赖购买流量拉新；品牌端，新东方品牌及俞敏洪老师的教育行业耕耘打造了国民级的品牌认知与圈层影响力，未来文化传媒属性还将进一步加强。最后我们对公司的产品实践作出补充分析，将目前的产品业态组合进行拆解，解释公司如何在供应链建设上“抓重点、补短板”，关注账号矩阵的商品品类逻辑（“重点”）与综合供应链能力提升（“短板”）。

投资建议：看好从“渠道商”向“品牌商”蜕变的价值潜力

东方甄选从抖音破圈后蓬勃发展，实际体现了时代浪潮中“新型人群”与“新兴媒介”匹配的成长性。我们认为东方甄选具备从“渠道商”向“品牌商”蜕变的价值潜力：短期，看好账号矩阵与品类矩阵完善，交易数据增长；中期，看好东方甄选自营产品发展，复购率提升，全渠道经营；远期，期待公司“产品、传媒、公益”战略全面深化，助农事业取得成果，品牌文化良性传播。预计 FY2023~2025 公司实现归母净利润 6.8、8.7、15.4 亿元，给予“买入”评级。

风险提示

1、公域流量见顶、销售增速放缓；2、综合供应链能力受限；3、品牌公关风险等。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 52.50

注：股价为 2022 年 12 月 30 日收盘价

相关研究

- 《2020 年春夏深度追踪：革故鼎新，尤言志在千里》2020-08-05
- 《2020 财年半年报点评：大学业务增长稳健，K12 业务高歌前进》2020-02-04
- 《拐点到来——线上 K12 教培的创新者》2019-11-18



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

东方甄选：“曾经是老师，现在是销售员”.....	7
创业：2021年10月~12月.....	8
迭代：2022年1月~5月.....	9
破圈：2022年6月.....	10
发展：2022年7月至今.....	12
价值定位：绝非MCN机构，超越兴趣电商.....	21
直播电商概念与价值链博弈.....	21
大主播“秒杀”模式盛筵难再.....	23
“中场休息”，总结MCN困局.....	27
淡化东方甄选“直播间”属性.....	31
成长宏愿：渠道先行，品牌崛起.....	32
品牌之路：渠道自营品牌的路径讨论.....	32
独特禀赋：“国民级认知”的品牌背书.....	36
产品实践：供应链的“重点”与“短板”.....	39
投资建议：看好从“渠道商”向“品牌商”蜕变的价值潜力.....	46

图表目录

图 1：东方甄选直播间9月头图及账号矩阵：国货电商概念与新东方IP的碰撞.....	7
图 2：东方甄选直播间大事记：“破圈”后股价催化因素包括供应链合作、矩阵账号发力等.....	7
图 3：2021年12月品牌抖音账号早期作品：开播前已深入上游产地.....	8
图 4：2021年12月28日创始人俞敏洪领导直播间“首播”.....	8
图 5：2022年1~5月东方甄选风格探索：尝试了搞笑、才艺、知识、玩梗等多种创作风格.....	10
图 6：2022年5月11日：首个自营品金枕榴莲宣传片发布.....	10
图 7：2022年6月24日：两款自营高质大米宣传片发布.....	10
图 8：东方甄选抖音直播间账号矩阵粉丝数及主号GMV：6月10日起两周内爆发式涨粉.....	11
图 9：“破圈”（6月13日~19日）期间“董宇辉”舆情形象：新东方烙印强烈，人文价值丰富.....	12
图 10：2022年7月以来东方甄选发展进程：“台前”直播全面改善，“幕后”自营平台崛起.....	13
图 11：东方甄选主号观看人次与GMV：8月筑底开启新一轮增长.....	13
图 12：东方甄选主号期间退货率：冲动下单退潮，稳定在2%以下.....	13
图 13：东方甄选辅号矩阵观看人次与GMV：日用品销售有所突破.....	14
图 14：东方甄选辅号矩阵期间退货率：降至10%行业均值.....	14
图 15：东方甄选主号人均停留时间及UV价值：UV提升至2.0以上.....	14
图 16：东方甄选之图书人均停留时间及UV价值：UV约0.7.....	14
图 17：东方甄选美丽生活人均停留时间及UV价值：UV超过1.2.....	14
图 18：东方甄选自营产品人均停留时间及UV价值：UV约0.4.....	14
图 19：2022年9月3日：“多云南行”产地直播数据创纪录.....	15
图 20：2022年9月起：邀请文化名人访谈售书取得观众欢迎.....	15

图 21: 上东方甄选自营产品上新节奏: 7 月起上新加速、SKU 快速丰富	16
图 22: 2022 年 7~8 月东方甄选商品销售情况: 自选品销售节奏受供给不稳定影响	18
图 23: 东方甄选公布与顺丰、京东物流合作建设自营供应链	19
图 24: 东方甄选 APP 苹果平台下载量	19
图 25: 东方甄选其他三方平台渠道建设	19
图 26: 东方甄选主播团队: 坚持“集团作战”, 降低对个别明星主播的依赖	20
图 27: 新东方启动“归巢计划”: 招募讲师培训师、大班课教师主播	20
图 28: 新东方集团前董助、前央视新闻主播担任孙公司法人	20
图 29: 直播电商概念: 传统货架电商 vs 直播带货电商	21
图 30: 直播电商模型: 较传统货架电商更注重直播间用户黏性	21
图 31: 直播电商产业生态图谱: 上游品牌供应商, 中游传播各环节服务商, 下游流量分发平台	22
图 32: 直播电商“人货场”生态博弈 (2020 年): 主播与 MCN 机构曾是电商带货模式的核心	22
图 33: 直播电商发展历程: 2016 年由淘宝京东开拓, 2019 年起进入爆发期, 2021 年进入迭代期	23
图 34: 直播电商主要市场参与者“淘、抖、快”发展历程: 抖音快手作为内容电商代表正在兴起	24
图 35: 直播电商赛道规模: 2020 年超过 13,000 亿元	24
图 36: 2020 年直播电商市场份额: 淘/音/快分别占 31%/39%/23%	24
图 37: 头部主播格局时间线梳理: 东方甄选“破圈”恰好在顶流缺位、流量外溢的真真空期	26
图 38: MCN 谦寻旗下主播艺人阵容: MCN 成长性来自主播及账号阵容数量的增长	27
图 39: 2019 年 MCN 机构营收规模分布: 多数集中在千万级	28
图 40: 2019 年“头部”MCN 机构营收规模分布: 近三成破亿	28
图 41: 2019 年 MCN 机构营收方式布局: 广告和电商是主要收入来源	28
图 42: 2019 年 MCN 机构提升商业增长的主要方式: 签约更多主播	28
图 43: 头部主播与品牌方谈判核心要素: 以某头部主播 2021 年定价为例	29
图 44: 直播电商“人货场”生态博弈 (2022 年): 头部主播对品牌方与平台方的议价权削弱	29
图 45: 2022 年淘宝直播电商发展方向: 扶持中小主播	30
图 46: 2022 年抖音直播电商发展方向: 发展“兴趣电商”	30
图 47: 薇娅强化综合渠道: 谦寻学院打造超级供应链	31
图 48: 李佳琦深耕个人 IP: 自制综艺《所有女生的 offer》	31
图 49: 消费品价值链布局: 东方甄选的估值超越渠道能力, 上升至品牌价值	32
图 50: 消费升级典型品类: 中、美、日人均箱包消费 (元)	35
图 51: 消费升级典型品类: 中国箱包市场规模及同比增速	35
图 52: 消费升级典型品类: 中国移动电源市场规模及同比增速	35
图 53: 消费升级典型品类: 中国手机充电器需求量及同比增速	35
图 54: 网易严选线下实体店, 扩大品牌影响力	35
图 55: 聚焦品类, 宠物食品、家清等消耗品	35
图 56: 南极电商渠道 GMV 占比: 阿里占比从 70% 下降至 45%	36
图 57: 南极电商品牌服务与授权业务货币化率: 从 6.5% 下降至 1.7%	36
图 58: 三只松鼠三方平台收入占比: 占比从 97% 下降至 73%	36
图 59: 三只松鼠线下渠道布局: 门店高速扩张, 收入占比提升 26%	36
图 60: 新东方在线“三位一体”的公司定位: 产品科技、文化传播、公益助农	37
图 61: 新东方集团过往学习培训人次: 线下服务辐射学员千万人次/年	38
图 62: 新东方集团过往线下服务网络规模: 线下地推能力强势	38

图 63: 新东方集团过往教师团队规模: 曾拥有 8 万训练有素的教师.....	38
图 64: 新东方集团 FY2020 教师团队年龄结构: 77%为 20 岁年轻人.....	38
图 65: 2019 年直播电商主播画像: 20 多岁的大专学历女性为主流.....	38
图 66: 东方甄选直播间早期 5 位轮值主播背景: 皆为高学历教师出身.....	38
图 67: 东方甄选 7 月“破圈”直播间观众年龄画像: 30~49 岁偏多.....	39
图 68: 东方甄选 7 月“破圈”直播间观众性别画像: 女性比例偏高.....	39
图 69: 2022 年 10 月新东方出品网络电影《黑鹰少年》.....	39
图 70: 东方甄选招聘外景纪录片导演.....	39
图 71: 东方甄选抖音账号矩阵及商业定位: 从贡献利润到塑造调性.....	40
图 72: 东方甄选产品矩阵示意: 三方代销品/自营休闲食品/自营农副产品/合作直销农副产品.....	41
图 73: A 股消费板块历史毛利率对比: 毛利水平决定渠道特征.....	41
图 74: 金龙鱼毛利率、净利率: 毛利率 8%~12%, 净利率~2.5%.....	43
图 75: 金龙鱼单季投资净收益: 大宗品价格波动大幅影响净利润.....	43
图 76: 水果进口数量累计值 (万吨): 榴莲是仅次于香蕉的大宗商品.....	43
图 77: 2021 年我国各品质层级大米产量: 稻花香属于稀缺产地品牌.....	43
图 78: 东方甄选供应链能力分析: 选品开发能力良好, 仓储物流短板迅速补强.....	44
图 79: 东方甄选合作建设供应链的优化意义: 形成“重点产地分仓+自建城市前置仓”结合模式.....	45
表 1: 2021 年秋冬创始人俞敏洪试水评估直播渠道的几次直播.....	8
表 2: 公司对于直播带货业务定位公开表述的梳理: 助农初心不改, 后升级成“三位一体”定位.....	9
表 3: 抖音平台 2022 年涨粉榜: 东方甄选短期爆发出的粉丝影响力仅次于刘畊宏.....	11
表 4: 2022 年“618”购物节抖音平台头部主播数据: 东方甄选 GMV3.4 亿斩获平台销冠.....	11
表 5: 抖音直播带货榜: 东方甄选主号 7~9 月连续登顶, 初步奠定头部地位.....	12
表 6: 2022 年 7~9 月东方甄选内容创造探索: 直播间邀请大咖访谈, 户外文旅结合产地直播.....	15
表 7: 2022 年 7~8 月东方甄选商品销售情况: 自营品原味烤肠、蓝莓原浆成为“爆品”.....	16
表 8: 2020 年头部主播带货金额及 (测算) 份额: 薇娅、李佳琦、辛巴 CR3 约 5.6%.....	24
表 9: 2021~2022 年直播电商领域大事记: 风险爆发与监管落实交织推动规范化发展.....	25
表 10: 头部主播“双 11”、“618”购物节表现: 2022 年“618”不再有市场号召力强大的“超头”.....	26
表 11: 2022 年“双 11”前夕各平台品牌自播相关扶持措施.....	30
表 12: 消费自营品牌路径总结: 每轮模式创新都试图打通完整的“渠道、品牌、生产”链路.....	33
表 13: 消费代工产业分品类毛利率水平 (近似): 上游代工厂保持着 20~30%毛利水平.....	33
表 14: 互联网平台自营品牌发展概况: 主打“生活方式”, 以品质日用品为核心品类.....	34
表 15: 新东方集团近几年取得的部分社会荣誉: 公益成就与文化价值得到广泛认可.....	37
表 16: 三只松鼠综合毛利率: 生产毛利率~30%, 综合毛利率 25%~28%.....	41
表 17: 良品铺子综合毛利率: 生产毛利率~30%, 综合毛利率 24%~28%.....	42
表 18: 百果园综合毛利率: 生产毛利率~12%, 综合毛利率~8%.....	42
表 19: 洪九果品综合毛利率: 生产毛利率 25%~29%, 综合毛利率 16%~19%.....	42

东方甄选：“曾经是老师，现在是销售员”

抖音“东方甄选”直播间里，一位年轻的主播熟练地拿起油笔白板、介绍起一款售价 299 元的牛排：“12 pieces of steak, 12 片牛排；24 bags of seasonings, 24 包调料，配料表是 ingredient……”——于是十万观众发现，这位主播此前是新东方的一位老师。

直播电商的阶段性成功标志着往昔教培龙头转型取得重大进展，市场开始重估教育公司的投资价值。2021 年 7 月“双减”意见印发后，新东方于年内全面终止了 K-9 AST 业务；而在行业的众多转型方向中，新东方在线依靠此前直播在线教育的人才技术经验及用户口碑，转舵发展“助农电商”，目前主要通过抖音的 6 个账号（“东方甄选”、“东方甄选之图书”、“东方甄选美好生活”、“东方甄选自营产品”、“东方甄选将进酒”、“东方甄选看世界”）直播销售自营产品与三方产品，传播文化与快乐。

图 1：东方甄选直播间 9 月头图及账号矩阵：国货电商概念与新东方 IP 的碰撞



资料来源：品牌抖音，长江证券研究所

图 2：东方甄选直播间大事记：“破圈”后股价催化因素包括供应链合作、矩阵账号发力等



资料来源：品牌多平台官方账号，灰豚，长江证券研究所

创业：2021年10月~12月

回溯项目创业的原初，新东方对电商项目的定位一早就瞄准上游产业链的参与改造，而非以直播间为中心的带货表演。若仅从外部视角复盘 2021 年立项进程，从 10 月底成立公司到 12 月底俞敏洪带货“首秀”，彼时教培公司转型路径纷繁，市场对新东方直播项目可行性的分析思路尚且主要集中在：1) 新东方教师人才逻辑清晰、口才流畅的技能特征是否对现有直播带货产业形成所谓“降维打击”；2) 新东方“平台型公司”规模化培训人才的能力能否在带货产业复制；3) 直播间的差异化禀赋是新东方的国民口碑，“农杂食品”的品类定位与“父母家长”的潜在客群能否碰撞出高复购、高溢价的火花。

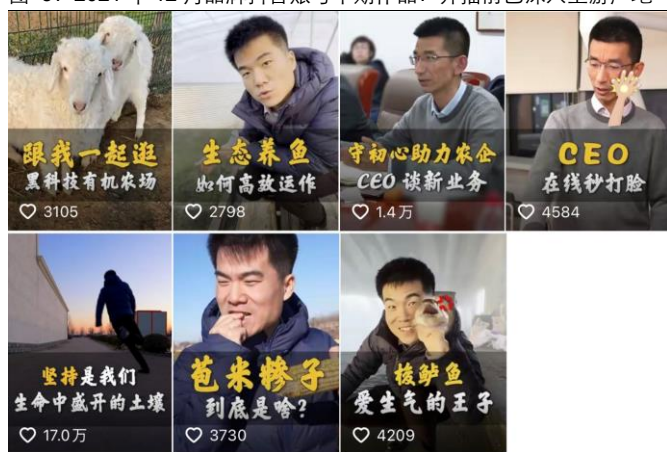
表 1：2021 年秋冬创始人俞敏洪试水评估直播渠道的几次直播

日期	创始人早期的几次直播带货试水事件
2021 年 10 月 27 日	东方甄选（北京）科技有限公司注册成立
2021 年 11 月 7 日	俞敏洪直播宣布成立大型农业平台，将会与新东方老师一起直播带货，帮助农产品销售、支持乡村
2021 年 11 月 11 日	俞敏洪以“带你规划大学职场路”为主题，试水带货大学生四六级考试课程
2021 年 12 月 28 日	俞敏洪正式带货首秀，个人直播间内三小时直播 GMV 突破约 500 ¹ 万元；后又出现在东方甄选直播间

资料来源：创始人个人抖音，品牌抖音，长江证券研究所

上述分析当然在一定程度上解释了转型带货的合理性，但问题在于，这些视角落入了现有 MCN 模式的窠臼，忽略了新东方作为一个“天赋异禀”的新进入者从直播间“向上改造产业链”的潜力与决心。事实上，东方甄选抖音号发布的第一条抖音作品，主题是董宇辉去梭鲈鱼源头进行产地调研；根据视频内容，团队对于水产、杂粮、农牧业的前期调研至少已进行了 2 个月，即从创始之初，公司就没有坐在办公室等待品牌商上门，而是溯之源头、探索助农“平台”型商业模式的可行性——这些年我国助农公益事业的逻辑始终不算通顺，公司的具体思路也在爆火后的“东北玉米”事件中表述得愈发清晰。

图 3：2021 年 12 月品牌抖音账号早期作品：开播前已深入上游产地



资料来源：品牌抖音，长江证券研究所

图 4：2021 年 12 月 28 日创始人俞敏洪领导直播间“首播”



资料来源：品牌抖音，长江证券研究所

另外，由于转型初期新东方高管曾多次公开解释直播助农事业的定位，本节也借此重新回溯表述的内容、理解业务思路及变化：最先被确定的就是“直播”的业务形式与“助农”的价值愿景，农产品的切入点注定了公司将在供应链上深度投入；夏季直播“出圈”

¹ 500 万元为当晚直播间内披露；飞瓜数据口径下销售额为 481 万。

后，公司又向公众申明了“不收坑位费”等直播间运行规则、回应舆论噪音，实际强调了东方甄选与红人经济的模式差异；**同时，基于直播间表现与潜力，管理层对于公司定位进行了一次升级，正式提出了“产品与科技公司，文化传播公司，公益助农公司”互为表里、三位一体的价值定位。**

表 2：公司对于直播带货业务定位公开表述的梳理：助农初心不改，后升级成“三位一体”定位

日期	表述方（场合）	公开表述内容
2021 年 11 月 7 日	俞敏洪 (个人直播间)	新东方未来计划成立一个大型的农业平台，自己将和几百位老师通过直播带货， 帮助农产品销售，支持乡村振兴事业。
2022 年 1 月 21 日	公司公告 (FY2021 中期业绩公告)	“依托为我们原有的直播教室开发的技术及我们现有的人才团队，我们的目标是建立一个用于销售农产品及其他产品的电子商务平台。……展望未来，我们的目标是通过直播业务推广中国传统文化及来自中国不同原产地的高品质农产品及相关产品。我们亦期望能够通过直播营销助力中国的农业产业发展。”
2022 年 6 月 26 日	董宇辉 (接受央视农业频道记者采访)	（答主持人问“许多乡村已经有大型直播网红基地但卖得并不好”）“所以我们现在在做的一件事，就是通过我们去连接各地一些（规模）大的组织，或者是许多地方政府他就会列出一个清单把相应的资质和标准全部发给你，那么我们卖的时候要么价格可以低一些、或者同样价格下农民可以受益更多一些。我们不能偏狭地按照自己旧的理念去理解，（仿佛）必须从农民手里种、从农民手里收，你考虑过效率的问题没有？考虑过消费者所承担的经济效益没有？我相信这个社会的资金和聪明的管理者们能够找到一种效率比较高、还让农民充分受益的方式。”
2022 年 7 月 7 日	俞敏洪 (个人直播间)	“为了维护经商环境的纯洁，在这我说几条要点：第一点，新东方的任何商品上架是从来不收‘坑位费’的；第二点，我们希望我们的工作人员在和商家联系的时候，能保持一种特别纯粹的心态，在这里我特别强调一下，任何商家主动行贿或被索贿新东方选品团队的行为，我们都是严厉禁止的。”
2022 年 7 月 15 日	孙东旭 (东方甄选直播间)	我们会坚定不移地做农业事业，不会忘记助农初心，还会把农业作为我们公司的核心战略和主题。东方甄选的三大战略： 1) 做一个以农产品为代表的产品和科技公司；2) 做一个能给客户和观众带来快乐的文化传播公司；3) (做一个) 跟各地政府、各级政府紧密合作，发挥我们的影响力，去回馈社会的公益助农公司。 这是我们根据长期的努力、充分的探讨，跟俞老师定下来的三大战略。
2022 年 9 月 1 日	尹强 (2022 中国电子商务大会演讲)	“未来，我们要成为一家以农产品为内核的产品科技公司。农产品始终是我们发展的内核，东方甄选会坚定不移地助农，把更多的资源投入到农业领域。同时，我们也要成为一家为客户甄选生活好物，成为轻松文化的文化传播公司。第三，我们要走遍祖国大江山河，为我国农业出一份力。做公益、做农业产品科技、做文化传播，三个理念结合在一起，构成东方甄选的未來。”

资料来源：公司高管媒体公开发言，长江证券研究所

迭代：2022 年 1 月~5 月

俞敏洪年末带货首秀后，转眼到了 2022 年；1 月~5 月是董宇辉“忆苦思甜”中最常提起的岁月，创作团队对直播形式进行了高频迭代，形成了独特的风格。在这一阶段，直播间自嘲“粉丝少得可怜，模仿营销号套路”，发布了一系列风格迥异的抖音作品，包括 3 月上线的“戏精老师”系列、4 月上线的“人间冷暖”与“甄选小作文”系列、5 月上线的“冷知识测评”系列、以及俞老师好书推荐、突击总裁办公室等小片段。而在“大主播”培养方面，直播间活跃的固定主播已有 6~10 位；最活跃的个人 IP 实际上是孙东旭，通过“东方甄选第一客服 CEO”等栏目点评热门视频、启迪家庭教育、营销品牌产品；此外，俞敏洪老师也多次参与直播，亲自推销产品。总之，在相对冷寂的时期，团队天马行空的探索最终回归到“做自己”的道路，董宇辉之后破圈的“小作文”许多已经成型，七七英语弹唱带货也已是常规节目，基本确立了“产品+人文+知识”的另类带货风格，后被人民网评价为“一定程度上赋予了直播带货这个职业更加丰富的精神价值”。

图 5：2022 年 1~5 月东方甄选风格探索：尝试了搞笑、才艺、知识、玩梗等多种创作风格



资料来源：品牌抖音，长江证券研究所

更大的突破在幕后，东方甄选成功推出了首批高质量自营品。5 月 11 日，品牌官微宣传首个自营品“金枕榴莲”；6 月 10 日，五常稻花香二号、长粒香米两款产品上架；6 月 24 日，品牌推出“特级橄榄油”。从布局品来看，米、油，都是家庭消耗品“口粮”，公司从最基础、需求广泛的大宗品类入手，探索农产品中高端产品供应链模型。

图 6：2022 年 5 月 11 日：首个自营品金枕榴莲宣传片发布



资料来源：品牌官微，长江证券研究所

图 7：2022 年 6 月 24 日：两款自营高质大米宣传片发布

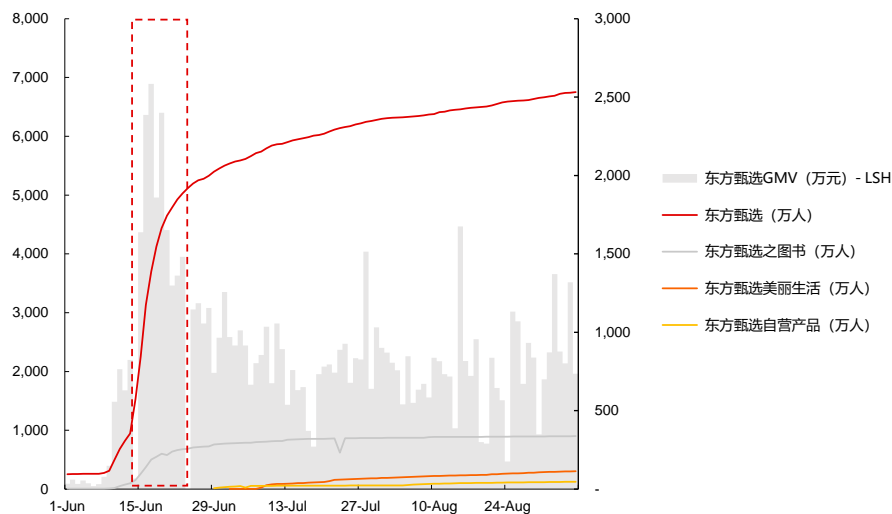


资料来源：品牌官微，长江证券研究所

破圈：2022 年 6 月

转机出现在 6 月 9 日，说不清是因为尼采、黑格尔还是苏轼、李白，说不清是“juicy and tender”还是“兵马俑”标配的陕西话——抑或因为上述全部，观众如潮水般涌入东方甄选直播间，粉丝数量在此后的两周内暴涨；6 月 10 日东方甄选主号粉丝数达到百万，16 日粉丝破千万，29 日粉丝突破 2 千万——此时距离账号开播恰好过去半年。

图 8：东方甄选抖音直播间账号矩阵粉丝数及主号 GMV：6 月 10 日起两周内爆发式涨粉



资料来源：灰豚数据，长江证券研究所

这样的涨粉速度在 2022 年的舆情事件中是现象级的，或仅次于疫情期间刘畊宏的爆火。且从“破圈”的时机分析，东方甄选恰好“火”在“618”大促前夕；罗永浩的缺席使抖音“带货一哥”的人选再无悬念，东方甄选成为 2022 年抖音平台 618 销冠，共计 8 场直播取得 GMV 3.4 亿元，远高于第二名的 2.4 亿元、第三名的 1.2 亿元。

表 3：抖音平台 2022 年涨粉榜：东方甄选短期爆发出的粉丝影响力仅次于刘畊宏

主播账号	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	短期涨粉总数
俄罗斯驻华大使馆	586.1	-	-	-	-	-	586.1
刘畊宏	-	5,413.6	1,115.9	-	-	-	6,529.5
王心凌	-	-	883.8	-	-	-	883.8
疯狂的小杨哥	-	-	-	482.9	745.4	772.1	2,000.4
趣店预制菜	-	-	-	-	370.3	-	370.3
东方甄选	-	-	-	1,951	298.8	-	2,249.8

资料来源：灰豚数据，长江证券研究所

表 4：2022 年“618”购物节抖音平台头部主播数据：东方甄选 GMV3.4 亿斩获平台销冠

序号	主播账号	粉丝数 (万)	GMV (亿)	直播销量 (万)	直播场次	带货品类
1	东方甄选	1683	3.4	464.74	8	食品饮料，生鲜，图书音像
2	大狼狗郑建鹏&言真夫妇	5270	2.4	227.81	5	美妆，个护家清，食品饮料
3	董先生	2192	1.2	169.88	6	美妆，钟表配饰，个护家清
4	黄圣依	1354	1.2	325.08	6	美妆，家具用品，食品饮料
5	交个朋友直播间	1956	0.85	54.29	16	美妆，食品饮料，3C 家电
6	贾乃亮	2678	0.75	85.25	2	美妆，个护家清，虚拟充值
7	疯狂小杨哥	7659	0.69	139.57	2	食品饮料，个护家清，家居
8	新疆和田玉老郑	12	0.69	7.71	13	珠宝文玩，二手闲置，钟表
9	琦儿 Leo	242	0.65	67.82	8	服饰内衣，美妆，鞋靴箱包
10	骆王宇	1944	0.55	32.67	2	美妆，个护家清

资料来源：海豚数据，长江证券研究所

本次“破圈”及此后的二次传播的过程基本形成了“东方甄选”在传播场域中的情绪基调。从巨量算数舆情分析来看，出圈当周，抖音关键词“董宇辉”被打上了强烈的新东方烙印，观众的品牌认知清晰明确；其次是各种“金句”关键词，人文关怀、人格魅力、人生哲学等等成为董宇辉标签，直播间为观众提供了诸如“感动”、“治愈”的情绪价值。

图 9：“破圈”（6月13日~19日）期间“董宇辉”舆情形象：新东方烙印强烈，人文价值丰富



资料来源：巨量算数，长江证券研究所

发展：2022年7月至今

可贵的是，东方甄选并没有像俞敏洪老师预期地那样只是“一时的热闹”，而是留住观众并借机突破，连续三个月登顶抖音直播带货榜首，初步奠定了抖音头部主播地位。以9月数据来看，东方甄选直播间直播场次29天，场均观看人次近1,500万，带货销售额约7亿元，远超第二名的疯狂小杨哥以及琦儿、贾乃亮、交个朋友等红人主播。

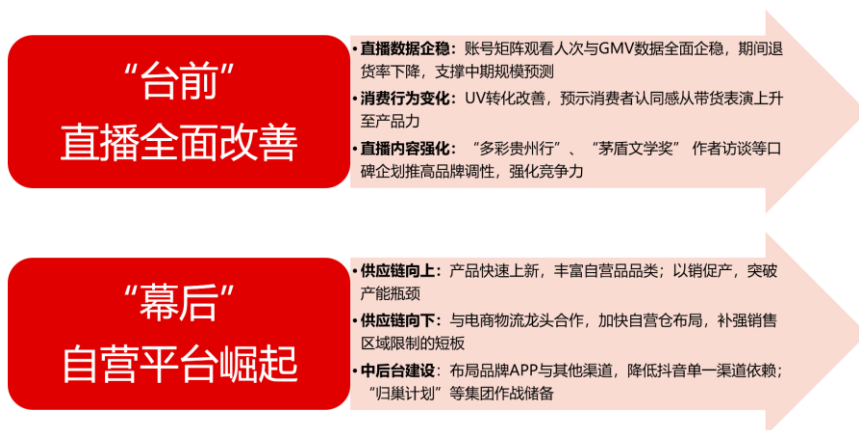
表 5：抖音直播带货榜：东方甄选主号7~9月连续登顶，初步奠定头部地位

	7月榜单	8月榜单	9月榜单	直播销售额	直播销量	客单价	场均观看人次	热卖品类	直播场次
1	东方甄选	东方甄选	东方甄选	7亿+	1000万+	64.24元	1461.4万	美食饮品	29
2	交个朋友直播间	衣哥	疯狂小杨哥	3亿+	400万+	77.2元	2365.4万	美食饮品，日用百货，男装女装	12
3	疯狂小杨哥	疯狂小杨哥	衣哥	2亿+	800万+	31.24元	1537.1万	美食饮品，日用百货，男装女装	9
4	新疆和田玉老郑	董先生	琦儿 Leo	2亿+	300万+	70.72元	493.8万	美妆个护，男装女装，美食饮品	14
5	趣店预制菜	交个朋友直播间	董先生	2亿+	400万+	49.66元	552.9万	日用百货，美食饮品，家电	26
6	彩虹夫妇	琦儿 Leo	隋心	2亿+	300万+	61.63元	157.4万	男装女装	36
7	董先生	小小 101	贾乃亮	2亿+	200万+	83.48元	1514.7万	日用百货，美妆个护，美食饮品	7
8	云上珠宝	广东夫妇	交个朋友直播间	2亿+	400万+	48.01元	108.4万	美食饮品，男装女装，美妆个护	79
9	千屿 sheila	新疆和田玉老郑	邱莹莹	2亿+	80万+	237.68元	89.6万	男装女装，母婴用品	23
10	琦儿 Leo	贾乃亮	丫头 baby	2亿+	80万+	238.46元	69.1万	男装女装，美食饮品，家居家纺	32

资料来源：灰豚数据，长江证券研究所

进入7月，东方甄选台前幕后均有亮眼进步：一方面，直播数据企稳，本质是产品力得到消费者认可；另一方面，自营品全面崛起，供应链短板迅速补强，为发展铺平道路。

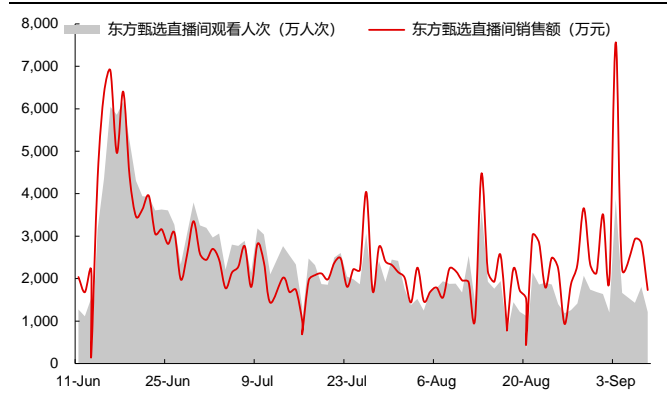
图 10：2022 年 7 月以来东方甄选发展进程：“台前”直播全面改善，“幕后”自营平台崛起



资料来源：长江证券研究所

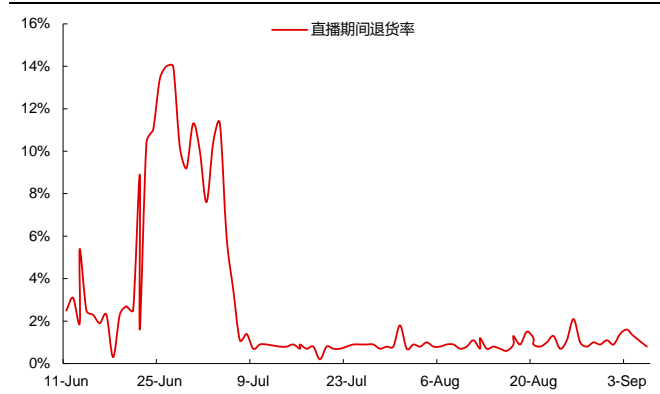
“台前”，直播表现全方位改善，展现出三大趋势：1) 观看人次与日均 GMV 企稳、期间退货率落至较低水平，本质上说明情绪退去后产品力实际得到认可。根据灰豚数据统计，主号 7 月~9 月，东方甄选主号日均观看人次基本稳定在 2,000 万人次，日均 GMV 稳定在 2,100 万元水平，退货率降至 2% 以下；账号矩阵中美丽生活作为日用品销售平台，8 月以来也有明显进步。综合 4 账号，保持当前水平的日均 GMV 约 2400 万元。

图 11：东方甄选主号观看人次与 GMV：8 月筑底开启新一轮增长



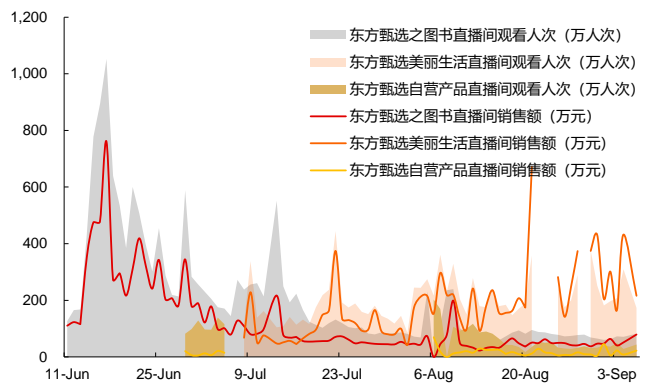
资料来源：灰豚数据，长江证券研究所

图 12：东方甄选主号期间退货率：冲动下单退潮，稳定在 2% 以下



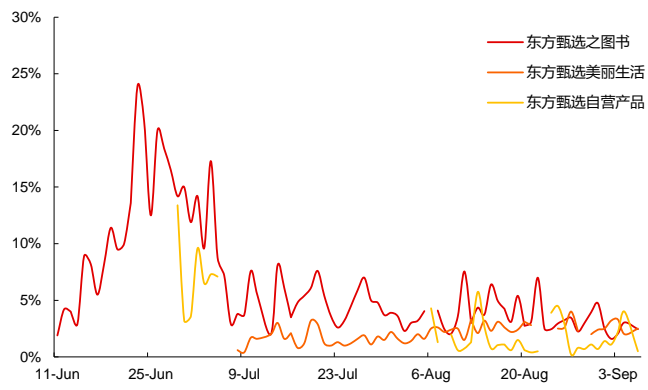
资料来源：灰豚数据，长江证券研究所

图 13: 东方甄选辅号矩阵观看人次与 GMV: 日用品销售有所突破



资料来源: 灰豚数据, 长江证券研究所

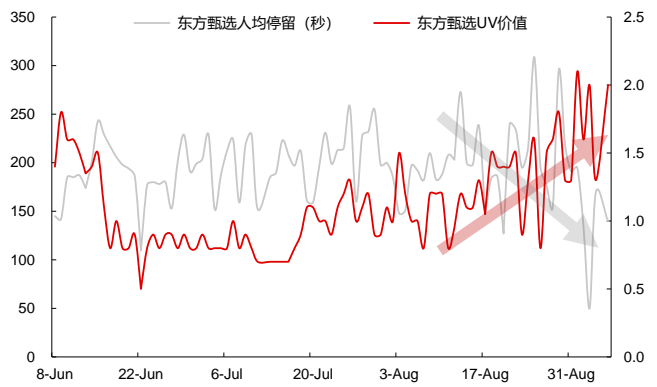
图 14: 东方甄选辅号矩阵期间退货率: 降至 10%行业均值



资料来源: 灰豚数据, 长江证券研究所

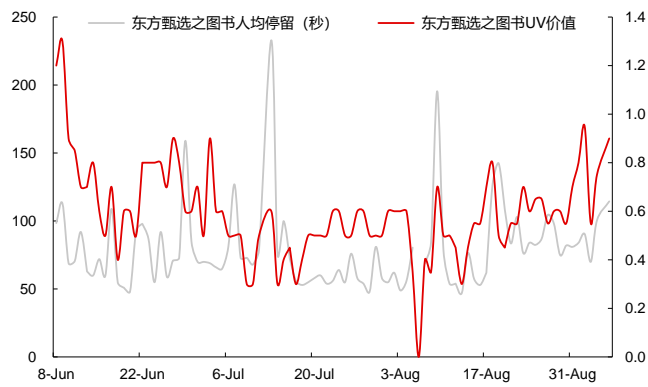
2) 直播间观众消费行为变化, 人均停留时间保持较高水平的同时 UV 价值上升趋势显著, 暗示主播带货技巧提升或消费者购物目标明确, 可作为“复购”的侧面指标。数据显示, 东方甄选主号人均停留时长约为 200 秒, 远超行业平均; 同时 8 月以来 UV 均值已提升至 2.0, 流量变现效率提升, 部分由于主播口播能力有所提升、不再出现此前被诟病的“瞎扯十几分钟不知道在卖啥”的情况, 或是由于更多观众购物目标明确、下单流程高效, 更多用户进入直播间下单即走、而非长期停留观看带货节目。

图 15: 东方甄选主号人均停留时间及 UV 价值: UV 提升至 2.0 以上



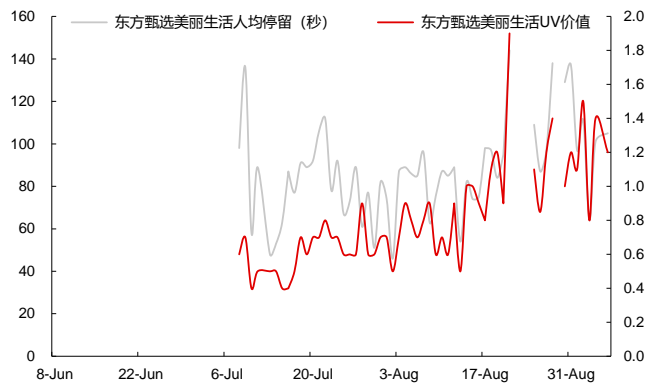
资料来源: 灰豚数据, 长江证券研究所

图 16: 东方甄选之图书人均停留时间及 UV 价值: UV 约 0.7



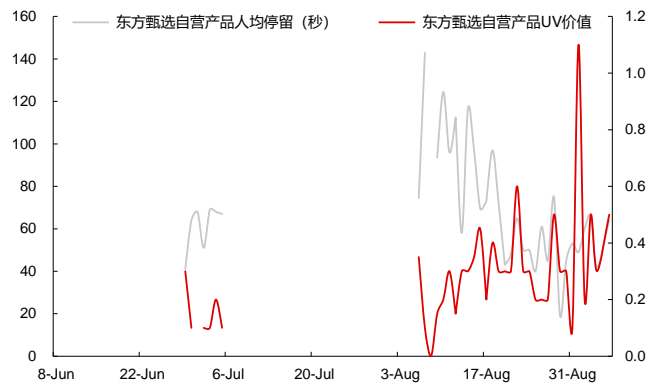
资料来源: 灰豚数据, 长江证券研究所

图 17: 东方甄选美丽生活人均停留时间及 UV 价值: UV 超过 1.2



资料来源: 灰豚数据, 长江证券研究所

图 18: 东方甄选自营产品人均停留时间及 UV 价值: UV 约 0.4



资料来源: 灰豚数据, 长江证券研究所

3) 直播内容性强化, 通过一系列创新企划将作为差异性竞争力的“文化调性”拔高至新的高度。产地直播、文化访谈其实都不是东方甄选的新招, 但破圈后团队迅速加重这方面投入, 取得了亮眼的效果: 9月3日, 东方甄选行至祖国西南, “多彩贵州行”直播活动结合了纪录片、非遗手工展示、直播带货等内容, 向网友展现了贵州的自然风光、风土人情, 促进了当地特色农产品销售, 取得带货榜、人气榜双料冠军, 全年GMV达7800万新高; 9月4日, 俞敏洪邀请茅盾文学奖获得者刘震云做客直播间, 5000套合辑迅速售罄, 《一句顶一万句》卖出4万册——这两个现象级企划突破了类似个人脱口秀的形式, 将直播节目做得更像纪录片与文化综艺, 依托的是组织强大的线下能力与创始人人脉网络, 此后再再接再厉作成系列, 短时间内为直播间树立起内容创作的强大壁垒。

图 19: 2022 年 9 月 3 日: “多彩云南行” 产地直播数据创纪录



资料来源: 品牌抖音, 长江证券研究所

图 20: 2022 年 9 月起: 邀请文化名人访谈售书取得观众欢迎



资料来源: 品牌官微, 品牌抖音, 长江证券研究所

表 6: 2022 年 7~9 月东方甄选内容创造探索: 直播间邀请大咖访谈, 户外文旅结合产地直播

直播日期	主题/嘉宾	观看人次 (万)	销售额 (万元)	人均停留 (秒)	UV 价值
7 月 19 日	“东方甄选北京平谷行”	1,869.5	2,119.9	161	1.1
7 月 26 日	“东方甄选黑龙江行”	3,063.1	4,039.3	258	1.3
7 月 29 日	俞敏洪对话陈佩斯	1,925.4	2,404.1	232	1.2
8 月 11 日	俞敏洪、董宇辉对话古天乐, 东方甄选联动《明日日记》“为梦想而战”	2,534.4	1,913.9	208	0.8
8 月 13 日	“东方甄选陕西行”	3,653.9	4,468.6	273	1.2
8 月 14 日	俞敏洪、董宇辉对话薛兆丰, “带你探索生活中的经济学”	1,927.8	2,178.9	200	1.1
8 月 16 日	俞敏洪、董宇辉对话茅盾文学奖获得者梁晓声, “探讨文学, 畅聊人间烟火气”	1,946.6	2,549.7	238	1.3
8 月 21 日	俞敏洪、董宇辉对话茅盾文学奖获得者麦家, “破译人心和人性的密码”	2,147.6	3,020.3	240	1.4
8 月 24 日	俞敏洪、董宇辉对话追光动画导演赵霁, “‘国漫’之魂在于中国精气神儿”	1,858.7	2,488.5	216	1.3
8 月 25 日	俞敏洪对话作家郭建龙, “追寻历史, 感悟文化”	1,396.6	2,236.5	309	1.6
8 月 30 日	俞敏洪、董宇辉对话长江商学院李晓萌, “不确定时代的精进法则”	1,743.4	2,340.3	219	1.3
9 月 3 日	“东方甄选 · 多彩贵州行”	3,873.6	7,561.9	50	2.0
9 月 4 日	俞敏洪对话作家刘震云, “文学的底色是哲学”	1,662.9	2,228.5	169	1.3
9 月 7 日	董宇辉对话轮椅上的“玻璃娃娃”刘大铭, “活在‘命运之上’”	1,806.3	2,837.0	239	1.5
9 月 14 日	俞老师、董宇辉对话战略咨询专家王志纲, “话说中国人”	1,230.0	1,583.4	245	1.3
9 月 16 日	俞敏洪老师新作《不负我心》首发, 新东方 CEO 周成刚直播间首秀	1,421.0	2,273.6	380	1.6
9 月 20 日	董宇辉对话作家樊登, “千年论语和现实人生”	1,479.8	2,219.7	261	1.5

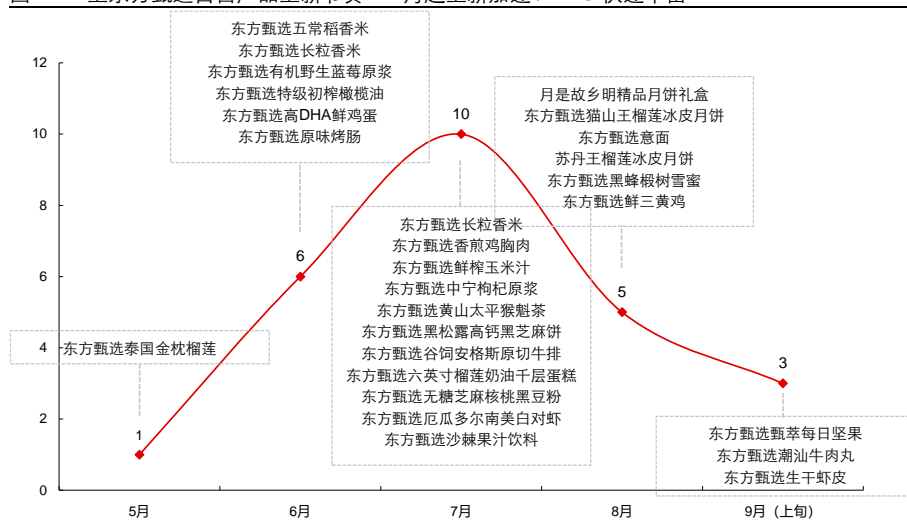
9月24日	“寻味西北，云游丝路”西北好货专场	2,343.7	7,968.6	310	3.4
9月30日	倪萍做客东方甄选，《姥姥语录》美绘本首发	2,269.6	3,404.4	317	1.5

资料来源：灰豚，长江证券研究所

“幕后”，自营平台崛起，核心供应链与中后台布局逐渐显露“产品科技公司”的气象：

1) 供应链向上，自营产品快速上新，品类明显丰富；以销促产、激发产能瓶颈，之前时有出现的断货现象逐渐减少。根据不完全统计，自营SKU5月~9月上新数分别为1、6、10、6、20款，速度明显加快；品类选择有所铺开，不仅是农副产品、更增加了多款产业链更成熟、盈利能力更稳定的零食饮品，迅速构筑起东方甄选新模式的盈利核心。

图 21：上东方甄选自营产品上新节奏：7月起上新加速、SKU 快速丰富



资料来源：品牌抖音，长江证券研究所

2022年7月~8月，直播间销售额最高的10款商品中，自营商品占8席，销售额占比约14%（即1.8亿元/13.3亿元），尤其是烤肠产品，以5,397万元总销售额遥遥领先。从复购频率来看，仅就数据来看目前主要的瓶颈在于产能端，部分农副产品售罄后未能及时补库，但明星SKU烤肠、蓝莓原浆、沙棘果汁、鸡胸肉等质量过硬、配料表干净（例如烤肠产品，除了调味良好以外最大的卖点就是后腿肉含量高、健康“0添加”；蓝莓原浆产品卖点主要是浓稠、加工环节少），因此复购节奏良好、积攒了一定口碑。

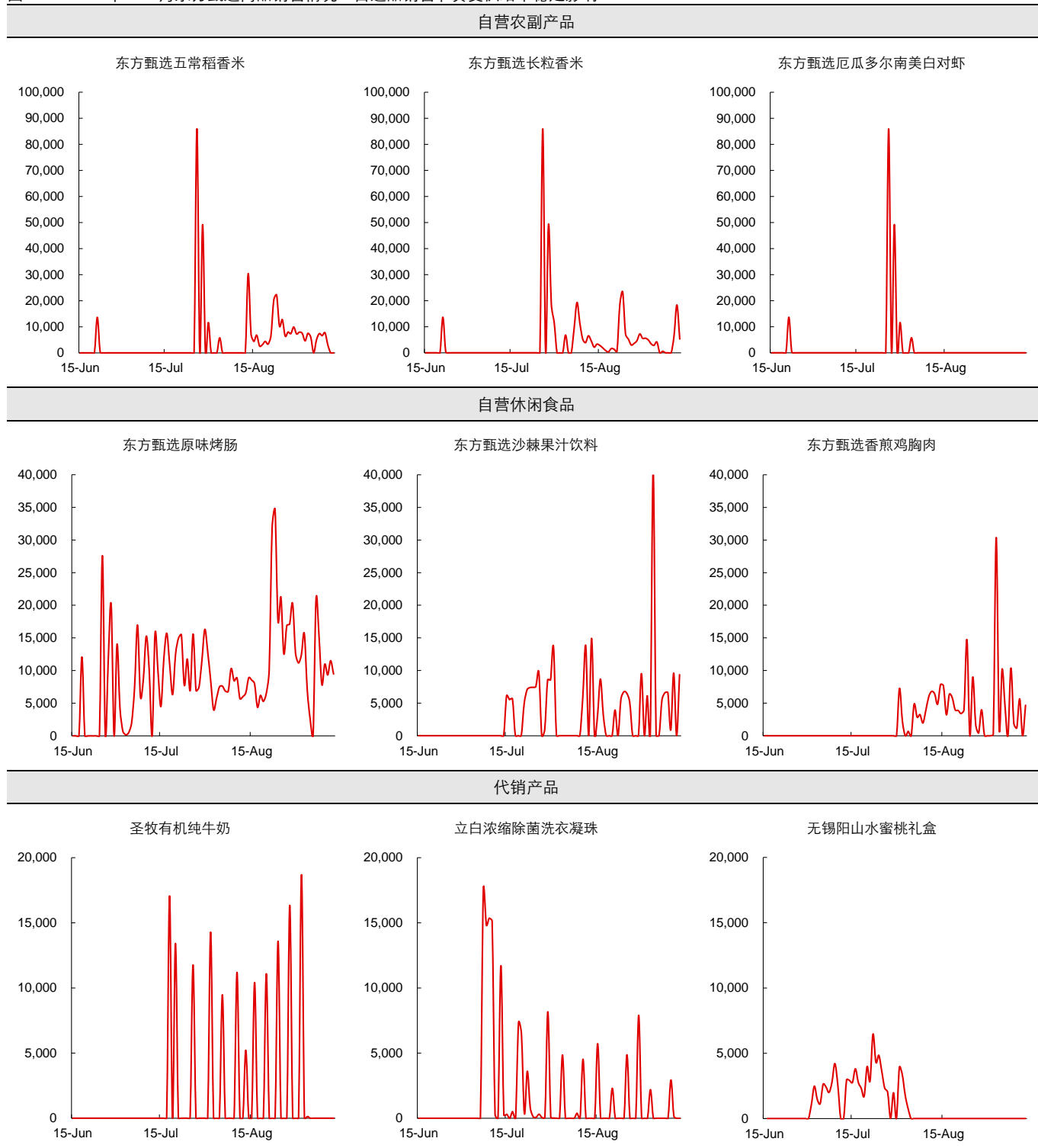
表 7：2022年7~8月东方甄选商品销售情况：自营品原味烤肠、蓝莓原浆成为“爆品”

#	产品	首次上新	商品	直播价	直播销售额 (万元)	关联直播	视频销售额 (万元)	合计销售额 (万元)
1		6月1日	甄选自营 东方甄选原味烤肠 400g/盒 (50g*8根)	78元	5397.3	62	23.3	5420.6
2		6月14日	甄选自营 东方甄选有机野生蓝莓原浆 100ml*8瓶/箱	99元	2812.3	62	3.9	2816.2

3		8月16日	甄选自营 月是故乡明精品月 饼礼盒 480g (8*60g)	108 元	2330.5	9	269.9	2600.4
4		7月15日	甄选自营 东方甄选谷饲安格 斯原切西冷牛排*4&眼肉牛排*2 1200g	299 元	2048.3	44	19.5	2067.8
5		4月30日	爱康国宾感恩高端中老年尊享 体验套餐 单人套餐	1066 元	1752.6	8	-	
6		7月22日	甄选自营 东方甄选厄瓜多尔 南美白对虾 1.65kg (20-30 规 格)	149	1489.3	23	-	1489.3
7		8月8日	甄选自营 流心月饼 400g (50g*8 块) /盒	168	1477.0	21	35.5	1512.5
8		8月13日	甄选自营 东方甄选五常稻香 米	89	1423.9	21	13.8	1437.7
9		7月18日	圣牧有机纯牛奶 200ml*10 盒*3 箱	99	1322.0	12	-	1322.0
10		7月18日	甄选自营 东方甄选六英寸榴 莲奶油千层蛋糕 2 盒装 (450g/ 盒)	79.9	1301.1	45	24.5	1301.1

资料来源：灰豚数据，长江证券研究所

图 22：2022 年 7~8 月东方甄选商品销售情况：自选品销售节奏受供给不稳定影响



资料来源：海豚数据，长江证券研究所

2) 供应链向下，品牌与顺丰、京东合作，解决前期急迫的“不在配送范围”的痛点。

7 月~8 月间，由于仓配物流能力未及时跟上流量涌入，很多直播间观众反应无法下单、只得失望离场；同时，部分订单质检、配送过程出现失误，致使消费者收货后给出差评，严重影响初期品牌声誉。于是，8 月 31 日东方甄选宣布与顺丰物流、京东物流达成合作，在北京、广州、杭州、郑州、成都 5 个城市，计划建立 20 个自营产品仓

库，直接冲高短期股价。目前，公司已经建立 7 个自营产品仓库，配送覆盖范围显著扩宽。此外需要提示的是，顺丰控股副董事长林哲莹自 2020 年便担任新东方在线独立董事与薪酬委员会主席，对公司供应链专业建设或有所裨益。

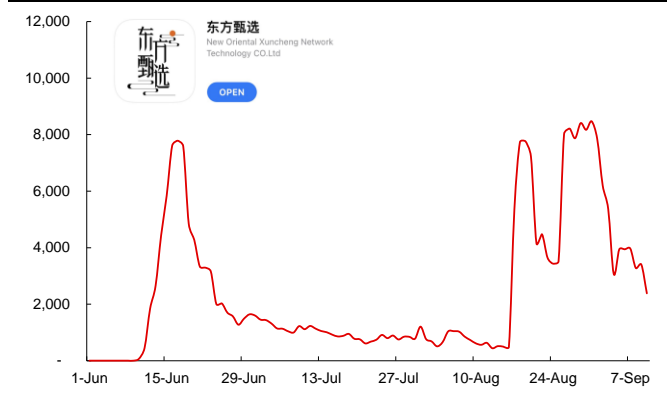
图 23：东方甄选公布与顺丰、京东物流合作建设自营供应链



资料来源：品牌官微，长江证券研究所

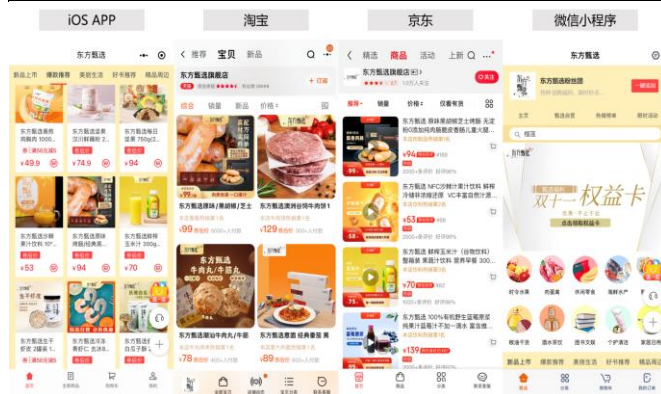
3) 强化“平台”能力，布局自有渠道、核心人才等中后台要素。曾经，对于东方甄选爆火能否持续的讨论一方面在于“抖音是否给了直播间流量倾斜²”，或者如俞敏洪在个人微信号上清醒认知的“基于外部的平台所建立起来的热闹的商业模式，是有很强的脆弱性的”——但多渠道布局、甚至自建渠道，无疑可以增强商业模式的韧性。公司核心价值不只于直播卖货，因此我们看到东方甄选 APP 已于多平台上线，选品、价格与折扣力度与直播间基本一致，成为替代场景中的独立渠道，集聚私域流量。

图 24：东方甄选 APP 苹果平台下载量



资料来源：七麦数据，长江证券研究所

图 25：东方甄选其他三方平台渠道建设



资料来源：品牌 APP，淘宝，京东，微信小程序，长江证券研究所

人才方面，品牌坚持“集团作战”，将访谈机会等安排给多为主播，敦促团队成长，以天权为代表的优秀新生代已频繁出现在主号和黄金时段。

² 根据直播间主播多次表示，东方甄选没有买流量，供参考

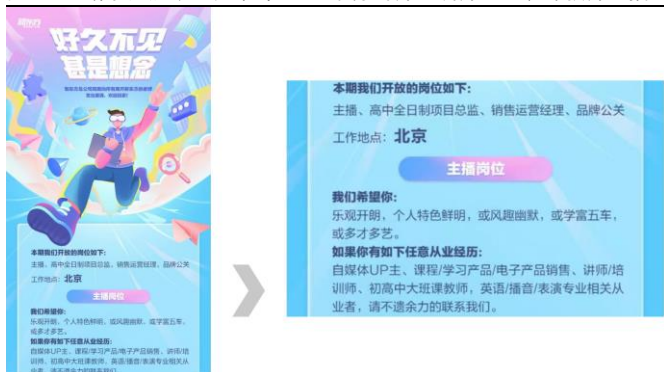
图 26: 东方甄选主播团队: 坚持“集团作战”, 降低对个别明星主播的依赖



资料来源: 品牌官微, 长江证券研究所

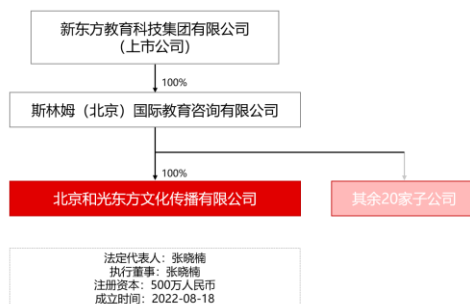
同时, 集团层面启动“归巢计划”, 欢迎曾经的新东方老师返聘, 其中主播岗位被列在最前位; 另有媒体注意到集团工商变更, 张晓楠(前新东方董事长助理, 前央视新闻主播)成为集团孙公司法人、执行董事, 传媒人才的加入或有望加强集团层面传媒竞争力。

图 27: 新东方启动“归巢计划”: 招募讲师培训师、大班课教师主播



资料来源: 新东方校友小课堂小程序, 长江证券研究所

图 28: 新东方集团前董助、前央视新闻主播担任孙公司法人



资料来源: 企查查, 长江证券研究所

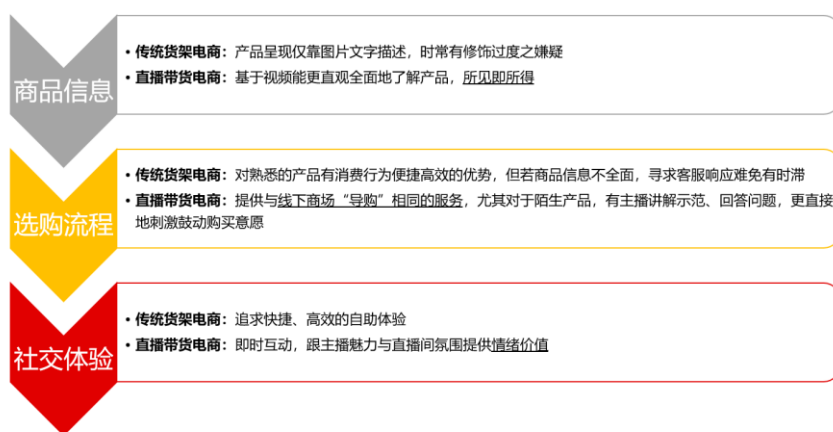
价值定位：绝非 MCN 机构，超越兴趣电商

当前市场上对于公司业务发展的评估主要基于“直播间数据”这一显性视角，更多体现的是公司的渠道销售能力；既然如此，本章将着眼于剖析直播电商的渠道特征及发展阶段，将东方甄选置于当前的电商环境中作出价值定位。

直播电商概念与价值链博弈

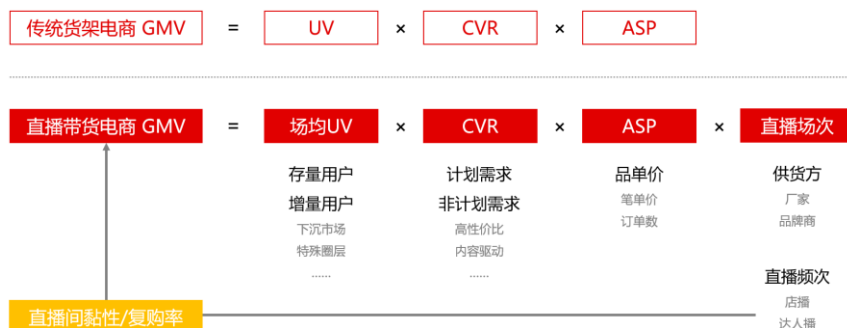
直播电商是流媒体平台对图文货架电商进行突破的产物。与传统货架电商相比，直播电商代表“销售员”价值的回归，说明除了效率和低价，人们对购物有更丰富的需求层次。用户黏性与复购率是直播间收入模型的核心指标，商业本质是迎合了特定场景与细分需求：目前一些别具特色、模式契合的模式包括，砍价模式（杨子带货、艺人带货）、博彩模式（赌石赌玉、珍珠开蚌）、专业咨询（医疗问诊、法律咨询）、棚外直播（基地走播、产地直播、海外代购）……**真实性、内容性、娱乐性、圈层价值认同是直播模式的优势。**

图 29：直播电商概念：传统货架电商 vs 直播带货电商



资料来源：长江证券研究所

图 30：直播电商模型：较传统货架电商更注重直播间用户黏性



资料来源：长江证券研究所

直播电商已形成完善的产业链：1) 上游包括品牌供应商及服务商；2) 中游包括直播各环节服务商，例如 MCN 机构、代运营机构、招商供应链公司、培训服务商、流量服务商、工具服务商等；3) 下游包括各大流量分发平台，最终通过这些渠道触及消费者。

图 31：直播电商产业生态图谱：上游品牌供应商，中游传播各环节服务商，下游流量分发平台



资料来源：阿里研究院，抖音官网，快手官网，毕马威，长江证券研究所

理解直播电商价值链的“人货场”生态博弈是认识产业的关键：1) 主播与 MCN 机构在很长一段时间是电商带货模式的核心，主播个人影响力可变现为佣金、坑位费，尤其是头部主播，更是能凭借强大的议价权维护影响力正循环；2) 品牌供应商开辟了新的销售渠道，在直播间同时获得圈层曝光与大单销量，但佣金规则与强势主播有冲击渠道价格体系的风险；3) 流量平台掌握着流量分发权，打造内容生态的同时实现电商变现，争夺公域流量。我们认为，以“低价秒杀”为代表的“旧稳态”已被打破，原本强势的大主播团队与 MCN 机构对上下游的议价能力明显下滑，赛道景气处于阶段性下行期。

图 32：直播电商“人货场”生态博弈（2020 年）：主播与 MCN 机构曾是电商带货模式的核心



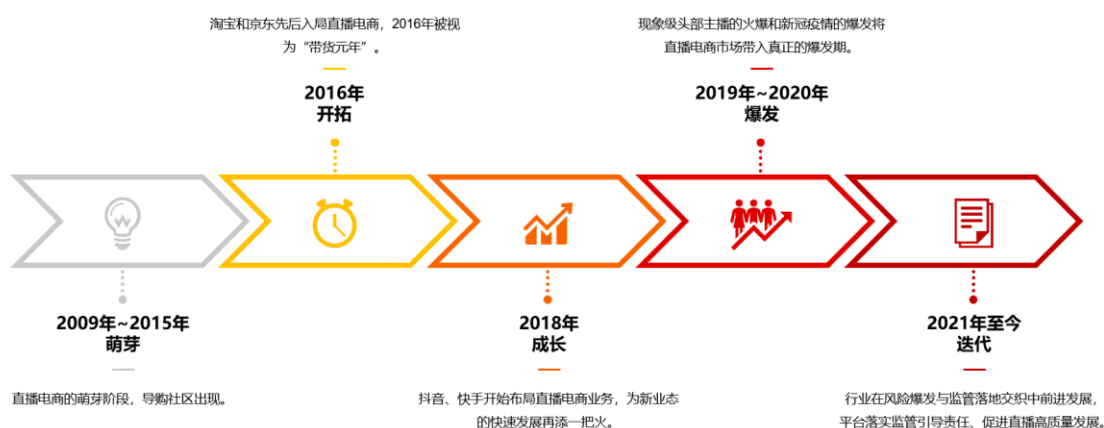
资料来源：长江证券研究所

大主播“秒杀”模式盛筵难再

2022年，行业发展至阶段性低谷，原本作为模式核心的“大主播”风险集中爆发，以纯粹低价为本质的“秒杀模式”或难重见。大致梳理直播电商的发展历程即可发现，去年开始的行业“急刹”几乎是产业发展规律的必然：

- 2009年~2015年：直播电商的萌芽阶段导购社区出现；
- 2016年：淘宝和京东先后入局直播电商；
- 2018年：抖音、快手开始布局直播电商业务，推动业态快速发展；
- 2019年、2020年：现象级头部主播的火爆和新冠疫情的爆发将行业带入爆发期³；
- 2021年至今：行业在风险集中爆发与监管落地交织中前进发展，平台落实监管引导责任，促进直播高质量发展。

图 33：直播电商发展历程：2016年由淘宝京东开拓，2019年起进入爆发期，2021年进入迭代期



资料来源：长江证券研究所

简要复盘赛道发展，打开市场空间的是流媒体技术的成熟与红人经济的爆发。2020年直播电商市场规模超过1.2万亿，淘、抖、快平台GMV分别超过4000亿、5000亿、3000亿，CR3份额超90%。主营电商业务的淘宝是这一领域的先行者，最早一批大主播许多都曾是“淘女郎”；2016年淘宝上线直播功能，2018年平台全年直播GMV超千亿，2020年GMV直播超过4000亿元，177位主播年度GMV破亿。

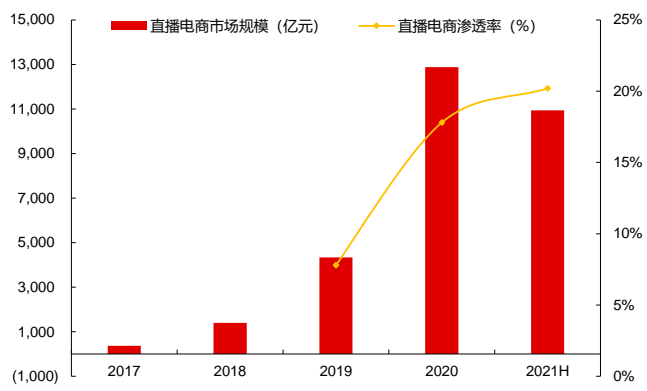
³ 网信办2020年《第46次中国互联网络发展状况统计报告》：（上半年）电商直播用户规模达3.09亿，较2020年3月规模增长16.7%，成为上半年增长最快的个人网络应用。

图 34：直播电商主要市场参与者“淘、抖、快”发展历程：抖音快手作为内容电商代表正在兴起



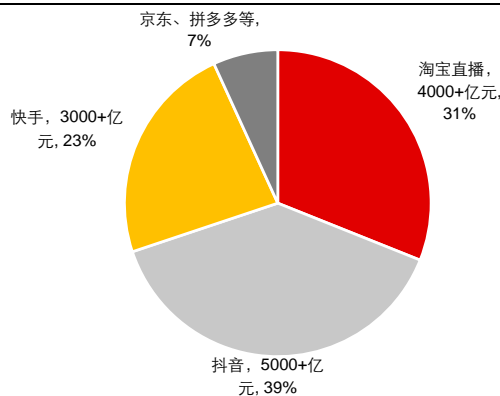
资料来源：长江证券研究所

图 35：直播电商赛道规模：2020 年超过 13,000 亿元



资料来源：阿里研究院，Fastdata，长江证券研究所

图 36：2020 年直播电商市场份额：淘/音/快分别占 31%/39%/23%



资料来源：星图数据，长江证券研究所

竞争格局方面，在行业高歌猛进的时期，头部主播爆发出了巨大的能量，催发了许多“头部主播全年销售额远超大上市公全年营收”之类的“造富神话”。根据新腕儿数据测算，2020 年全网“百亿主播”共有两位且都属淘系，即薇娅、李佳琦，全年销售额分别达到 389、252 亿元，占淘系整体的销售份额约 16.0%、占全网份额约 5.0%；加上辛巴后 CR3 约为 5.6%，腰部及以下竞争格局高度分散，CR10 约 7.9%。

表 8：2020 年头部主播带货金额及（测算）份额：薇娅、李佳琦、辛巴 CR3 约 5.6%

排名	平台	主播	销售量 (万件)	销售额 (亿元)	占全平台份额
1	淘宝	薇娅 viya	27140.07	386.88	
2	淘宝	李佳琦 Austin	18726.97	252.43	CR2 = 5.0%
3	快手	辛有志 辛巴 818	8568.42	86.67	CR3 = 5.6%
4	淘宝	雪梨 Chirie	3250.91	66.80	
5	快手	蛋蛋	5562.79	47.90	CR5 = 6.5%
6	淘宝	烈儿宝贝	3075.91	40.78	

7	快手	贺冬冬	1151.12	39.39	
8	快手	散打哥	835.44	34.73	
9	淘宝	陈洁 kiki	2334.74	30.48	
10	快手	猫妹妹	6506.64	26.51	CR10 = 7.9%

资料来源：新腕儿，果集数据，长江证券研究所

无序生长必然盛极转衰，2021 年大主播丑闻集中爆出，行业在风险与监管交织中向着规范化方向前进。在监管趋严、法规落实的背景下，直播带货暴露出的风险包括：1) 大主播偷逃税风险，集中爆发在 2021 年四季度，9 月 28 日税务局抽查相关情况、主播补税潮开始，11 月 20 日雪梨、林珊珊被罚 9000 万，12 月 20 日薇娅被罚 13.4 亿；2) 商品质量与安全风险，较有代表性的是辛巴“糖水燕窝”事件，2020 年 12 月被市场监管局通报罚款、2022 年 1 月诉讼退赔 7971 万，此外还有 2022 年央视 315 晚会点名的翡翠直播间乱象；3) 主播影响力失控风险，如张庭夫妇“TST 庭”秘密涉嫌传销被石家庄市场监管局查证。广电总局、市场监管局等部门联合出台了一系列法规规范行业，主播行为、平台责任被明确定义与划分，消费者权益保护机制进一步完善。由此，大主播式微叠加疫情等因素，行业整体降速，阿里巴巴 2022 年一季报首次出现 GMV 下滑。

表 9：2021~2022 年直播电商领域大事记：风险爆发与监管落实交织推动规范化发展

日期	风险/监管事件
2020 年 11 月 12 日	广电总局《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》：直播平台运营活动需提前登记、报备、备案
2020 年 12 月 23 日	辛巴销售“糖水燕窝”事件被广州市市场监督管理局通报罚款 90 万元
2021 年 3 月 15 日	市场监管总局《网络交易监督管理办法》：对网络社交电子商务、网络直播电子商务等新型交易形式提出一系列监管要求
2021 年 4 月 23 日	网信办及其他六部门《网络直播营销管理办法（试行）》：网络直播营销平台应根据访问量、交易量及其他指标维度，简历分级管理制度；此外，网络直播平台应建立全风险管理制度，对高风险营销行为采取弹窗提示、限制流量、暂停直播等措施，并以明显方式提示用户用户直播营销平台外私下交易行为的风险
2021 年 6 月 17 日	人社部《互联网营销师国家职业技能标准（征求意见稿）》：明确带货主播定义与分工，设立技能等级与从业要求，职业走向规范化
2021 年 9 月 28 日	税务总局通报“双随机、一公开”抽查中发现带货主播偷逃税款并立案，主播补税潮开始
2021 年 11 月 11 日	头部主播失去“全网最低价”，再难较官网破价
2021 年 11 月 20 日	淘宝头部主播雪梨、林珊珊逃税被罚近 9000 万
2021 年 12 月 20 日	淘宝头部主播薇娅逃税被罚 13.41 亿元
2021 年 12 月 29 日	张庭夫妇“TST 庭”秘密涉嫌传销被石家庄市场监督管理局查证
2022 年 1 月 14 日	辛巴直播带货即食燕窝公司诉讼结果通报，退赔 7971 万元
2022 年 3 月 1 日	最高法《关于审理网络消费纠纷案件适用法律若干问题的规定（一）》：网络直播营销平台经营者承担审核销售食品的直播间运营者的经营资质和许可的义务
2022 年 3 月 15 日	央视 315 点名翡翠直播间
2022 年 4 月 12 日	广电总局、中宣部《关于加强网络视听节目平台游戏直播管理的通知》：明确网络直播节目在主播和嘉宾选用上要严格把关；进一步明确网络直播平台应当建立未成年人保护机制
2022 年 6 月 3 日	李琦琦因“内部设备故障”中断直播，此后连续断播至 9 月中旬
2022 年 6 月 22 日	广电总局、文旅部《网络主播行为规范》：规范主播行为，提出 31 种“禁止”，自觉反对流量智商、畸形审美、“饭圈”乱象、拜金主义等

资料来源：广电总局、市场监管总局等主管部门，长江证券研究所

因此，东方甄选作为新一代知识型主播，“破圈”时机恰好在顶流缺位、流量外溢的真空期，赛道格局发生重大变化。大主播势能削弱，平台倾斜资源扶植中小主播，行业由集中走向分散：淘宝一姐薇娅在逃税丑闻后难以复出，转向幕后 MCN 经营“蜜蜂惊喜社”等账号；李佳琦直播时长、频次逐渐减少，直至 6 月 3 日中断直播，之后“消失”三个月，在双 11 预热期间无预告复播；同属抖系的罗永浩个人 GMV 贡献下滑，6 月 2 日宣称“退网创业”，直播间改名“交个朋友”；快手辛巴多次遭平台封禁，直播频率不稳定。

图 37：头部主播格局时间线梳理：东方甄选“破圈”恰好在顶流缺位、流量外溢的真空期



资料来源：星图数据，长江证券研究所

在此背景下，东方甄选出圈后不久就在“618”中崭露头角，急起追赶第一梯队。2022年“618”数据不佳，综合电商（天猫、京东、拼多多）GMV 5826 亿元、同比仅增 0.7%，直播电商（抖音、快手、点淘）GMV 1445 亿元、同比仅增 124.1%，且点淘受其头部主播影响排名落至抖快之后。直播电商平台仅 2 位主播带货总额超过 5 亿⁴，且 GMV 比起 2021 年“双 11”李佳琦、薇娅分别超过 50 亿的体量存在较大差距，前五大主播销售份额大约从 2021 年双 11 的 26% 下滑至 3%；作为参考，东方甄选主号 6 月 18 日当日销售额 0.64 亿，12 日~18 日 7 日销售总额约 3.1 亿，展现出成为抖音超头的潜力。

表 10：头部主播“双 11”、“618”购物节表现：2022 年“618”不再有市场号召力强大的“超头”

	2020 年“双 11”	2021 年“618”	2021 年“双 11”	2022 年“618”
直播电商整体 GMV	88 亿元	645 亿元	738 亿元	1445 亿元
平台格局	点淘 > 快手 > 抖音	点淘 > 快手 > 抖音	点淘 > 快手 > 抖音	抖音 > 快手 > 点淘
Top 5 主播带货成绩				
1	薇娅（淘）	薇娅（淘）	李佳琦（淘）- 59 亿元	蛋蛋（快）- 16.0 亿元
2	李佳琦（淘）	李佳琦（淘）	薇娅（淘）- 54 亿元	小周梦啊（快）- 10.6 亿元
3	辛巴（快）	雪梨（淘）	雪梨（淘）- 32 亿元	广东夫妇（抖）- 4.9 亿元
4	N/A	天猫超市（淘）	烈儿宝贝（淘）- 28 亿元	时大漂亮（快）- 4.6 亿元
5	N/A	烈儿宝贝（淘）	蛋蛋（快）- 19 亿元	董先生（抖）- 3.9 亿元

⁴ 星图数据 2022 年 618 报告中主播排名不含点淘主播，且未标明测算的具体日期口径；后文列出东方甄选主号当周（6 月 12 日~6 月 18 日，13 日未正式带货）数据，仅供量级参考。

TOP 5 主播 GMV 市占率

~26%

~3%

资料来源：星图数据，长江证券研究所

统计口径：监测平台为淘宝直播、抖音、快手等（即，不包括综合电商天猫、淘宝、拼多多），2022 年 618 排名不含点淘主播

“中场休息”，总结 MCN 困局

事实梳理之外，本章将简要探讨初代“红人经济”陷入困局的原因，以及模式迭代的方向。站在红人经济主体——大主播团队与 MCN 机构⁵的视角，商业逻辑从 2021 年下半年发生了明显改变，我们认为一个标志性事件是 2021 年“双 11”薇娅、李佳琦失去“全网最低价”。复盘 MCN 机构从兴起到衰落、再到今年“双 11”转型复出的过程，也启发我们思考：**零售消费领域中的“超级销售”是否是一种可持续的生态位？**

图 38：MCN 谦寻旗下主播艺人阵容：MCN 成长性来自主播及账号阵容数量的增长



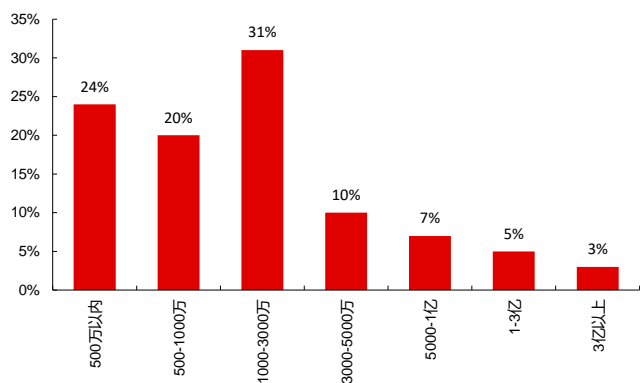
资料来源：公司官网，长江证券研究所

MCN (Multi-Channel Network, 多频道网络) 概念诞生于 YouTube, 国内则由“直播工会”、“淘女郎”等概念融合发展而来, 在 2015 年~2019 年网红经济、流量经济快速发展的过程中自发形成, 成为一种**规模性争抢公域流量的组织效率工具**。MCN 的主要收入来源是广告收入与电商变现, 赛道“马太效应”显著。在赛道增长斜率最陡的 2019 年, 我国 MCN 机构数量突破 2 万家⁶, 近 6 成 MCN 机构营收规模达到千万级, “头部机构”中有 3 成营收规模破亿、1 成触及 3 亿, 描摹出综合 MCN 的单体规模天花板。

⁵ 本节讨论中有时会将“大主播（团队）”与“MCN 机构”概念混同，侧重讨论整个线上零售分销体系中主播的博弈生态位。在本报告看来，无论是旗下红人众多的谦寻还是以李佳琦为绝对核心的美 ONE，正常良性的 MCN 逻辑较大主播个体主要多了“红人资源复制”的扩产逻辑（或再加上“佣金谈判博弈”的增效逻辑），其他细节放在整个分销体系中并非主要矛盾。

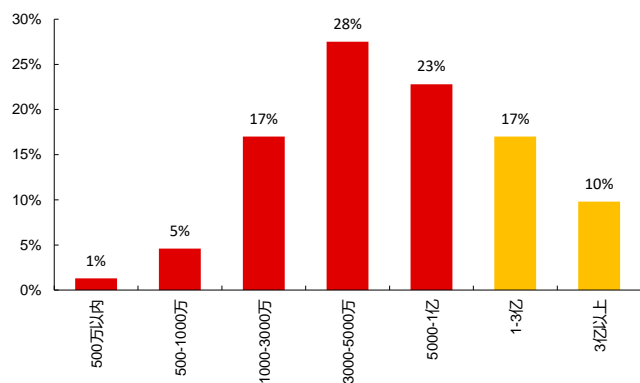
⁶ 克劳锐《2020 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》：2019 年 MCN 数量根据各平台入驻机构数量（未去重）统计，包括企业内部独立注册的机构；头部机构划分根据组织规模、账号规模、账号影响力、粉丝覆盖规模、营收规模、利润率及业务增长情况等变量赋值加权计算排序。

图 39: 2019 年 MCN 机构营收规模分布: 多数集中在千万级



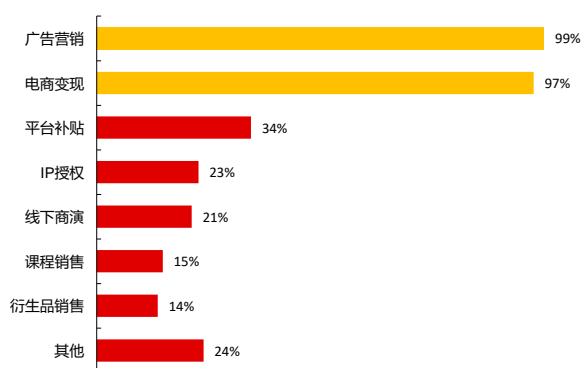
资料来源: 克劳锐, 长江证券研究所

图 40: 2019 年“头部”MCN 机构营收规模分布: 近三成破亿



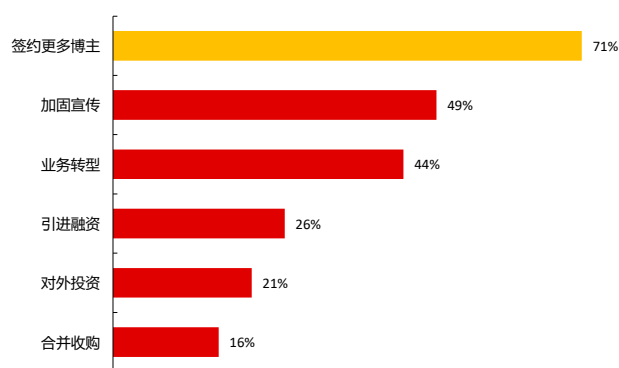
资料来源: 克劳锐, 长江证券研究所

图 41: 2019 年 MCN 机构营收方式布局: 广告和电商是主要收入来源



资料来源: 克劳锐, 长江证券研究所

图 42: 2019 年 MCN 机构提升商业增长的主要方式: 签约更多主播



资料来源: 克劳锐, 长江证券研究所

与其他中介组织类似, 电商 MCN 的商业价值来自对上下游的“议价权”: 向上, MCN 与品牌商谈判, 争取以“坑位费”为特色的“影响力溢价”; 向下, MCN 与签约艺人谈判, 以稳定的商务资源争取高抽佣。重点讨论与品牌商甲方的博弈, 双方的谈判重点集中在以下几个条款: 坑位费、打包权益、佣金、低价(甚至是底价)承诺。带货主播的核心价值是流量影响力, 品牌方愿意赋予渠道高溢价的动机超越了销售佣金本身的渠道价值, 更多是为了因竞争不断抬高的坑位费、以及“品效合一”的宣传价值。

图 43：头部主播与品牌方谈判核心要素：以某头部主播 2021 年定价为例



资料来源：长江证券研究所

那么，2021 年直播带货产业逻辑发生了什么变化？我们认为 MCN 的困境在于头部主播议价权削弱，标志性事件为“双 11”期间薇娅、李佳琦失去“全网最低价”（享受基本相同的折扣让利），直播带货生态博弈平衡被重新塑造：

图 44：直播电商“人货场”生态博弈（2022 年）：头部主播对品牌方与平台方的议价权削弱



资料来源：长江证券研究所

1) “货”的视角，品牌方“夺回”议价权，转向自播渠道或垂类主播——

- 品牌方在主播的底价竞争中失去定价权，伤害了消费品牌命脉而不能被容忍；
- 品牌渠道体系受到冲击，线下渠道经销商利益严重受损；
- 主播佣金以直播销售额为基数计算，高退货率拉低 ROI，销售毛利进一步被摊薄，宣传意义远高于清库意义；
- 主播负面丑闻密集爆发增加 PR 风险。

2) “场”的视角，流量分发逻辑改变，转向扶持中小主播“内容电商”——

- 2021 年监管强调“平台经济”反垄断和防止资本无序扩张，对可竞争性、透明度、保护用户权益作出持续引导；
- 公域流量触及生态量级上限，流量广告成本攀升；
- 为匹配“内容电商”战略（包括抖音的“兴趣电商”、快手的“信任电商”概念）、提升转化率，流量分发模式倾向于扶持中小主播与品牌商户；
- 尤其从抖快天然的内容属性而言，以服饰为代表的非标、非计划性消费品类实际上更加契合平台定位，销售逻辑是“热爱溢价”而非“大单低价”。

图 45：2022 年淘宝直播电商发展方向：扶持中小主播



资料来源：淘宝直播官微，长江证券研究所

图 46：2022 年抖音直播电商发展方向：发展“兴趣电商”



资料来源：抖音电商官网，长江证券研究所

表 11：2022 年“双 11”前夕各平台品牌自播相关扶持措施

平台	扶持措施
	新朋友来播：提供冷启动流量激励
淘宝	回家计划：鼓励商家主播回淘直播，并向商家主播提供流量扶持奖励 “1111 个宝藏好店”玩法：打榜 PK 给予优胜者专享权益和豪华冲刺能量包的叠加奖励
京东	“京东闪播”、“总裁价到”、“行业直播日”、“11.11 超级排位赛”、“城市 LIVE 生活节”五大玩法
抖音	新商家护航计划：针对刚入驻的新商家开放，分为新商家任务赛、新商家 GMV 排位赛两个阶段性玩法 潜力中小商家好物直播间：活动给予商家/达人直播间实时激励，单场直播最高 10 万投流金额
快手	快手新品超级计划：引导商家丰富既有货盘，持续推出消费者近 30 天内未购买过的商品

资料来源：CBNData，长江证券研究所

据此，我们以为纯粹低价路线的红人经济盛筵难再，因为“超级销售”始终只能作为渠道体系的一部分，个人 IP 很难撼动大型品牌商的定价权、维系自身价值。头部主播亦逐渐试图摆脱低价标签，要么强化综合渠道能力、要么自己成为品牌——形象地说，“薇娅意指‘百货大楼’，李佳琦打造‘旗舰店’⁷”：薇娅从服装产业链起步，如今退居幕后选择向上游延伸，强化谦寻学院的选品、供应链能力，搭建“拎包即住”货架型 MCN

⁷ 薇娅自传《人生是用来改变的》：“我梦想中的直播间，更像是百货大楼，大家在这里可以买到吃的、喝的甚至汽车、房子……”

李佳琦做客《鲁豫有约》：“2018 年时，花西子还没有什么名气。我见到花满天，提出了两个希望，希望花西子尽快在国内开线下旗舰店，第二就是尽快在香榭丽舍大街开一家花西子出来。”

吸引更多优秀主播；李佳琦则深耕个人 IP，即使于双 11 前夕回归直播间但销售意图与风格都已明显收敛，更重要的是美 ONE 开始打造李佳琦的个人综艺与短剧内容。

图 47：薇娅强化综合渠道：谦寻学院打造超级供应链



资料来源：谦寻官网，长江证券研究所

图 48：李佳琦深耕个人 IP：自制综艺《所有女生的 offer》



资料来源：豆瓣，长江证券研究所

淡化东方甄选“直播间”属性

至此，我们梳理了“直播电商”赛道第一阶段的成长得失，并总结了新格局下“人、货、场”三方的转型方向。我们认为，“东方甄选”作为 2022 年最具影响力的新生代主播，模式对大主播红人经济有所迭代；对于东方甄选的价值定位，有两个基础判断——

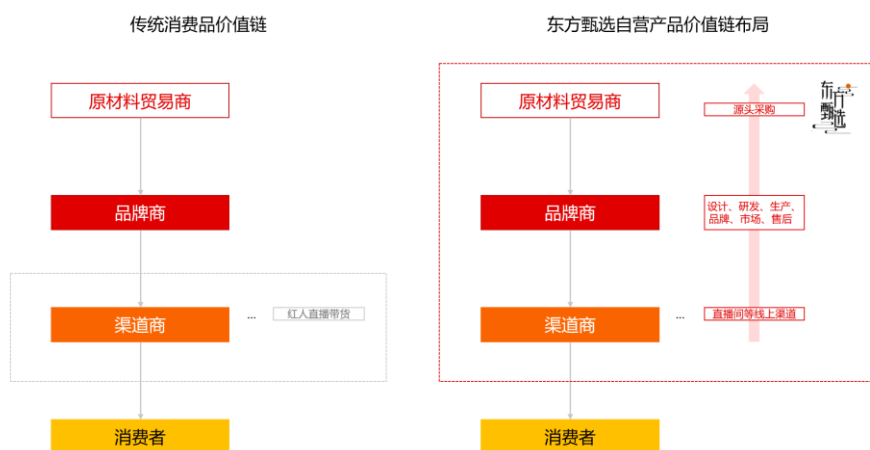
- 1) **首先，东方甄选的**本质绝非 MCN 机构**。**东方甄选在直播生态中**不从品牌方处获取坑位费溢价、不向平台买流量维持影响力循环、不通过扩充主播资源或“以号养号”寻求规模增长，盈利能力较传统 MCN 更高。**
- 2) **其次，东方甄选变现模式或将超越“兴趣电商”概念。**抖音“兴趣电商”强调“货找人”，通过算法对兴趣内容的精准匹配、挖掘用户潜在购物兴趣；东方甄选虽然具备明确的风格调性、受众圈层，同时契合内容转化、品质升级等渠道特征，**但其销售品类的往往是日常消耗品、计划消费品，且待未来自有 APP、自有小程序、甚至线下门店等渠道丰满后“兴趣”特征还将进一步消弭。**

展望公司发展宏愿，我们认为应当适当淡化东方甄选的“直播间”属性，关注公司从“渠道商”向“品牌商”蜕变的消费品牌价值。

成长宏愿：渠道先行，品牌崛起

我们认为，对于东方甄选的估值应超越渠道能力，上升至品牌价值。将公司业务置于消费品价值链中，若将公司理解为直播间，那最多不过是渠道系统中锦上添花的一小部分；但东方甄选的独特禀赋在于，公司作为具备国民级认知的教育品牌，有潜力从渠道向上，挖掘自营品牌心智、把控生产供应链，将核心的定价权掌握在自己手上，并尽可能参与价值链上更多利润环节。本章讨论了过去“渠道商”向“品牌商”的发展路径，并挖掘了东方甄选的潜力与产品能力，为后续观察评估品牌发展勾画重点。

图 49：消费品价值链布局：东方甄选的估值超越渠道能力，上升至品牌价值



资料来源：长江证券研究所

品牌之路：渠道自营品牌的路径讨论

本节，我们试图总结归纳近几年非生产性企业的“品牌之路”浪潮起落。自“2C”互联网冲击传统分销系统，“以流量与销售能力见长的渠道商”以及“拥有品牌概念溢价能力的品牌商”都试图打通完整的“渠道、品牌、生产”的链路，但每一轮模式创新的发起者保有禀赋与面临挑战皆有变化，以至发展逻辑与状态亦不相同——

- **商超自营（1970s~2000s；大型商超发起，被电商迭代）：**在线下零售渠道为王的时代，大型商超自营品牌（“Private Label”）实践已在西方零售业发达国家得到验证，2021 年瑞士、比利时、英国自营品牌份额均超过 50%，美国超过 20%。当商超取得垄断地位，自营可帮助 KA 摆脱（如宝洁等）品类领导集团的牵制，去除经销商后贴牌代工一些品牌价值低、高频复购的品类，实现规模效应后可帮助卖场提升相关品类 5~10 pct 毛利率。国内商超受制于线上渠道的蓬勃兴起，发展不充分。
- **精品电商（2015 年起；电商渠道发起，有渠道，补品牌）：**2C 电商的崛起同时刺激了上游供应与下游消费的潜力，于是线上渠道商开始了对传统消费价值链的改造。在当时，参考日本路径，电商渠道商将最核心的“品牌心智”定义为“新中产生活方式”，扮演产品经理的角色寻找代工厂进行 OEM/ODM 生产，且业态发展的一个重要特征是享受了疫前“消费升级”趋势的品类渗透率红利。
- **网红品牌（2018 年起；品牌概念方发起，有品牌，补渠道）：**另外，拥有产品品牌概念的品牌商中，那些能掌握流量曝光规则、能对需求快速反应的，亦希望能打通

链路，“以销建品”。这种路径对渠道依赖度较深，搜索曝光、天猫升级、直播带货三波渠道红利分别跑出了南极电商、三只松鼠、花西子等网红品牌，但红利过后品牌 ROI 往往迅速下滑，品牌商不得不转向渠道多元化谋求转型。

- **东方甄选（2022 年起；渠道能力与品牌心智禀赋相对均衡）**：在这套分析框架中，渠道端，东方甄选正值抖音“内容电商”发展时期、且本阶段并不依赖采买流量拉新，老师主播团队展现出有别于过去红人经济的新特征；品牌端，新东方品牌及俞敏洪老师的教育行业耕耘打造了国民级的品牌认知与圈层影响力，未来文化传媒属性还将进一步加强，以鲜明的品牌形象为自营品质背书。

表 12：消费自营品牌路径总结：每轮模式创新都试图打通完整的“渠道、品牌、生产”链路

品牌路径	模式形式	代表品牌	商品品类	品牌价值	发展逻辑与状态
线下渠道商 → 品牌 → 产品（代工）	商超自营	METRO Chef Sam's Club	日用食杂	物美价廉	在欧美国家验证了规模效应，2021 年欧洲、美国自营品牌份额分别为 28%、20%，瑞士、比利时、英国超过 50%（PLMA）。国内受制于线上渠道蓬勃兴起，发展不充分。
线上渠道商 → 品牌 → 产品（代工）	精品电商	网易严选 小米有品	3C 数码 品质日用品	生活方式	我国电商平台在轻工业供应链快速发展背景下，以 ODM/OEM 模式打造“生活方式品牌”；业态发展的一个重要特征是享受了疫前“消费升级”趋势的爆品品类渗透率红利。
渠道 ← 品牌商 → 产品（代工）	网红品牌	三只松鼠 花西子 南极电商	新消费单品	大众潮流	强于互联网营销与需求快速反应，充分受益于传统电商、直播电商等渠道放量，“以销建品”；局限性在于，ROI 往往在渠道红利期过后迅速下滑，品牌转向渠道多元化。
线上渠道商 ← 品牌商 → 产品（代工）	东方甄选		高质农产品 零食饮料等	品牌品质	渠道能力与品牌心智两方面禀赋相对均衡：渠道端正值赛道迭代期，展现出不同于过去红人经济的新特征；品牌方面具备国民级认知与圈层影响力，传媒属性持续加强。

资料来源：长江证券研究所

具体分析这几种路径的得失，首先一个基本认知是，在渠道向上的路径中，上游代工厂往往是成熟且强硬的。我国轻工业代工厂过去多以海外大订为主要收入来源，需要保证自身的合理毛利水平与加价率；因此，消费品牌在议价中往往需要提供较快回款、且难以得到厂商的排他承诺，对上游掌控力较弱、毛利率优化空间较小。于是，分析的重点便落在了“渠道商做品牌（精品电商）”与“品牌商找渠道（网红品牌）”两种路径。

表 13：消费代工产业分品类毛利率水平（近似）：上游代工厂保持着 20~30%毛利水平

新消费品类	代工厂毛利水平	品牌零售商加毛利水平
坚果零食	~35%	~30%
小家电	~20%	~40%
纺织服装	~30%	~45%
化妆品	~15%	~65%

资料来源：长江证券研究所

精品电商的品类逻辑

精品电商是电商平台率先发展起来之后向上整合供应链的产物，以网易严选为代表的品牌发展过程中一个重点方向是“将‘电商平台’形象剥离，使之成为更纯粹的‘消费品牌’”，因为单一品牌很难垄断上游厂商、商品同质化程度较高。受 2015 年前后行业主流观点影响，精品电商学习 MUJI、不约而同将品牌价值锚定为“新中产生活方式”，促销口号往往也是“低价、原厂”，以中国制造的效率换取消费品质升级进程中的份额。目前，网易严选仍在稳健发展，但增速自爆发期明显下滑；小米、京东的自营探索在垂类领域更为亮眼，小米 IoT 与米家发展势头强于小米有品，京东自营孵化出 Keychron 键盘等品牌；淘宝心选作为独立品牌发展不顺，后续或被“喵满分”迭代。

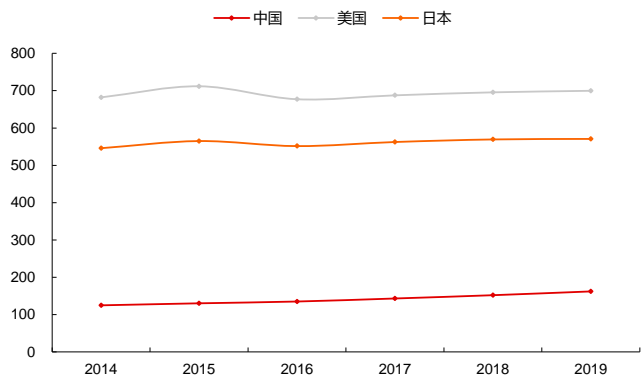
表 14：互联网平台自营品牌发展概况：主打“生活方式”，以品质日用品为核心品类

	网易严选	小米有品	京东京造	淘宝心选
品牌 Logo				
创立时间	2016 年 4 月	2018 年 4 月	2018 年 1 月	2017 年 5 月
广告标语	以严谨的态度，为中国消费者甄选天下优品	坚持做感动人心，价格厚道的好产品	好生活，京心造	用心选，放心选
主营品类 (官网前五)	居家生活 宠物生活 服饰鞋包 美食酒水 个护清洁	小米自营/手机数码 小米电视/电脑办公 大家电/小家电 美食酒饮/出行车品 运动户外/医疗健康	家居家纺 家居建材 家用电器 个护美妆 数码手配	基础生活用品等
渠道	三方电商全渠道，品牌 APP，线下门店	三方电商全渠道，品牌 APP，线下门店（有品见）	三方电商全渠道，品牌 APP	(退回到) 天猫超市
销售规模与发展状态	2017 品牌成立第二年销售额即超过 70 亿；网易 FY2021 年报披露，创新业务及其他（包括严选电商、CC 直播等）净销售额为 109.95 亿元，同比 +13.2%。	小米 FY2021 年报披露，公司总收入 3283 亿元，IoT 与生活消费品收入 849 亿元（主要由智能电视、小米平板 5 系列及智能空调销售额贡献）；根据 Wind 电商数据监测，2021 年 12 月小米、米家、有品线上销售额分别为 87.4%、12.56%、0.07%，小米有品占比最高品类为厨房电器（28%）、生活电器（26%）。	仍在持续发力 3C 家电、家装快消、食品、居家运动等品类新品，2022 年“618”联合“交个朋友”抖音直播间，请罗永浩担任 Q2 新品推荐官。	未能发展成为独立消费品牌，2022 年 4 月并入天猫超市。此外，阿里推出新自由品牌“喵满分”，仍只在天猫超市独家售卖。

资料来源：品牌官网，公司公告，Wind 电商书记，长江证券研究所

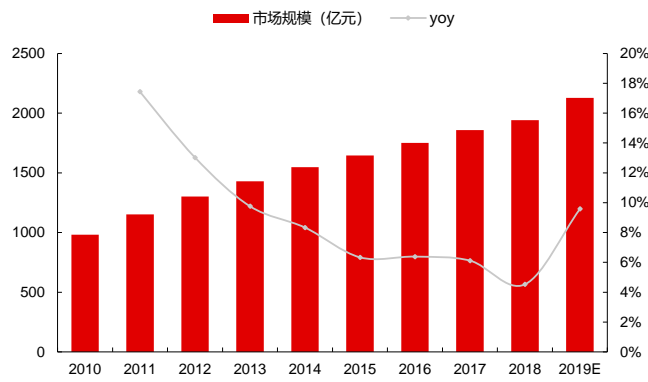
本报告认为，精品电商路径的题眼在于“生活方式”的价值定位，暴露出路径“品类逻辑”的内核。在 2016 年前后，供给侧改革引导“消费品质”、“中国品牌”升级，为网易严选打开局面的爆品“旅行箱”正属于这类品质耐用品的典型，充分享受了旅游消费提升的品类渗透红利期；而 3C 烙印更深的小米、京东自营品牌“东边不亮西边亮”，主品牌发展不及消费电子的细分品类品牌，例如智能家电、智慧平板、手机配件、电脑外设等。而问题在于，品质日用品在疫情几年的渗透率迅速提升，无法产生持续复购。

图 50: 消费升级典型品类: 中、美、日人均箱包消费 (元)



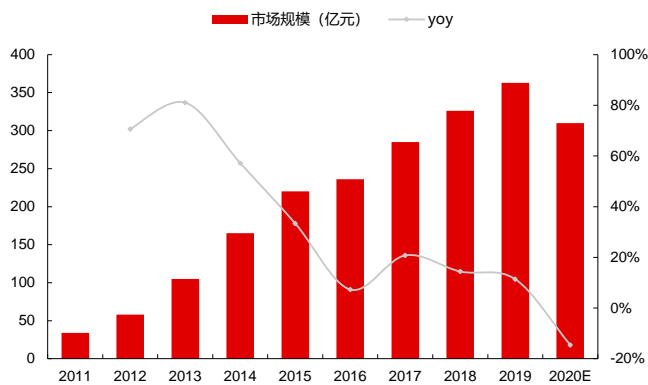
资料来源: Euromonitor, 长江证券研究所

图 51: 消费升级典型品类: 中国箱包市场规模及同比增速



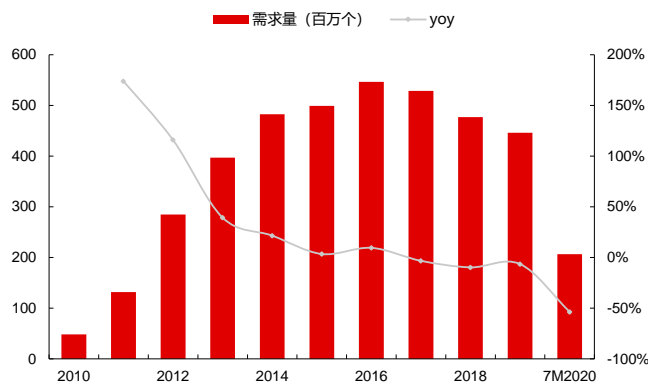
资料来源: Euromonitor, 长江证券研究所

图 52: 消费升级典型品类: 中国移动电源市场规模及同比增速



资料来源: 艾媒咨询, 长江证券研究所

图 53: 消费升级典型品类: 中国手机充电器需求量及同比增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 长江证券研究所

目前, 网易严选的发展策略主要是全渠道建设, 尤其是开设部分线下门店、强化“生活方式”品牌心智, 另外, 品牌进一步聚焦宠物、居家、家清等优势品类, 寻找新机会。

图 54: 网易严选线下实体店, 扩大品牌影响力



资料来源: 大众点评, 长江证券研究所

图 55: 聚焦品类, 宠物食品、家清等消费品



资料来源: 京东官网, 长江证券研究所

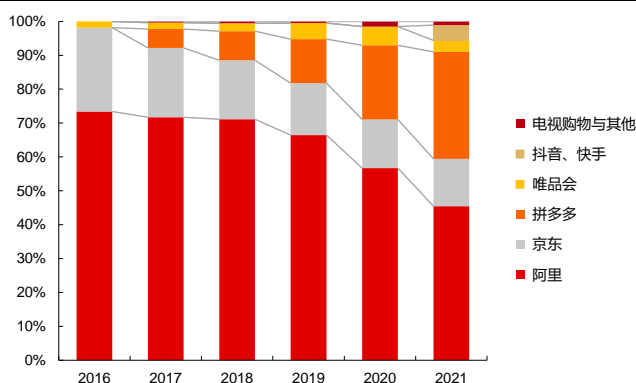
网红品牌的渠道依赖

网红品牌则已被市场充分研究, 兴衰均与渠道变革高度相关: 每一轮渠道迭代, 那些有能力把握流量曝光规则的品牌均有机会实现“以销建品”, 短期实现爆品销售与品牌影

响力的正循环；但品牌商可以把握渠道、却不能掌控渠道，随着渠道红利消退，品牌往往陷入货币化率下降、ROI 下滑的困境，转向寻找新渠道、多渠道发展。

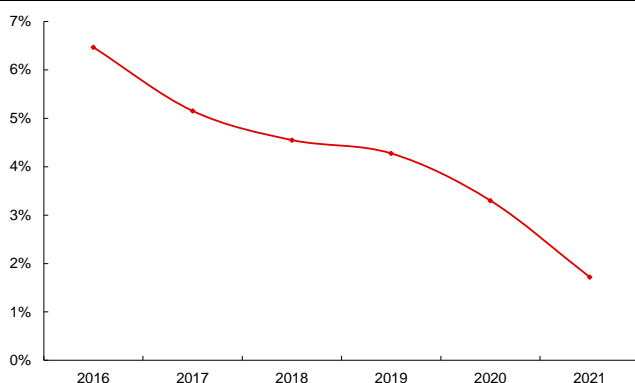
这之中最有代表性的，本文认为是南极电商、三只松鼠与花西子，品牌发展的高峰期分别押中了“搜索曝光”、“天猫品牌战略”与“直播带货”三次渠道迭代；但当淘宝流量规则变化（提升信息流推送和内容营销占比）、公域流量见顶（“双 11”GMV 降速）、直播电商格局变化（超头风险爆发），上述品牌营销成本效率均出现下滑，“增销不增利”。当然，上述公司各自还有个股成长逻辑，在此不做过多讨论。

图 56：南极电商渠道 GMV 占比：阿里占比从 70% 下降至 45%



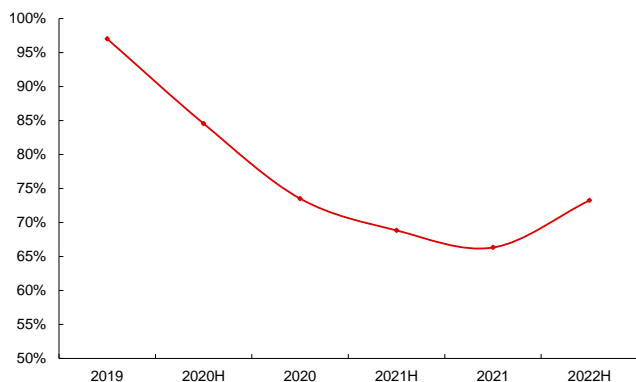
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 57：南极电商品牌服务与授权业务货币化率：从 6.5% 下降至 1.7%



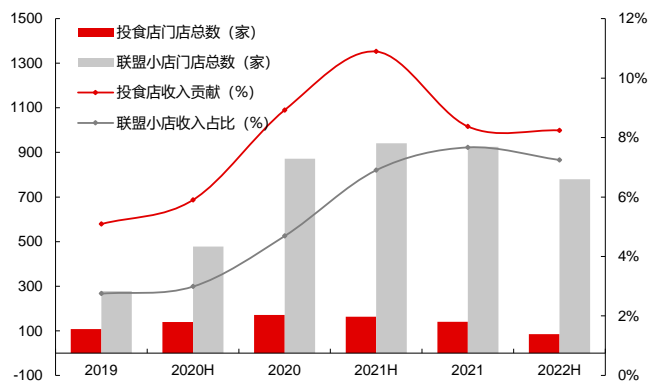
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 58：三只松鼠三方平台收入占比：占比从 97% 下降至 73%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 59：三只松鼠线下渠道布局：门店高速扩张，收入占比提升 26%

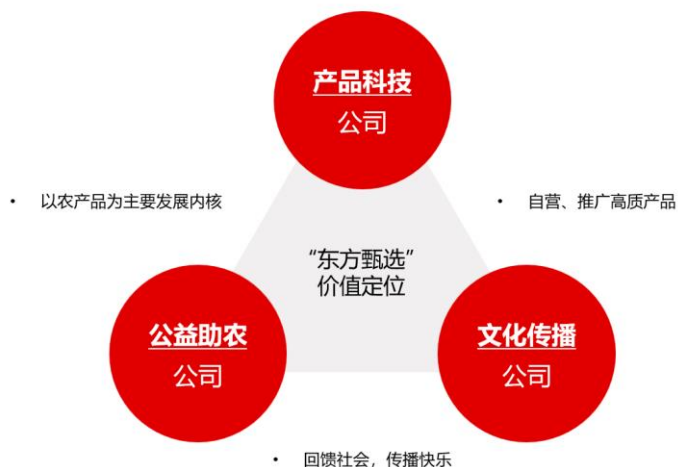


资料来源：公司公告，长江证券研究所

独特禀赋：“国民级认知”的品牌背书

东方甄选目前展露在外的直播间数据一定程度上证明了公司的渠道销售能力，然而本报告认为，新东方过去近 30 年在教育领域积累的鲜明的、正面的、国民级的品牌认知，才是东方甄选产品最宝贵的信任背书，是其他新进入者难以复制的独特禀赋。从东方甄选管理层最近公开表述的公司定位中可以发现，“产品与科技公司——文化传播公司——公益助农公司”三位一体，深化品牌内涵被放在了战略级高度。

图 60：新东方在线“三位一体”的公司定位：产品科技、文化传播、公益助农



资料来源：长江证券研究所

自 1993 年北京新东方学校成立，品牌已步入第 30 年，始终致力于“努力成长为中国优秀的、令人尊敬的、有文化价值的教育机构”；尤其在“双减”考验后，公司在教育、公益方面的表现获得了广泛认可，获得多项国家部委、社会组织、社会媒体的荣誉奖项。

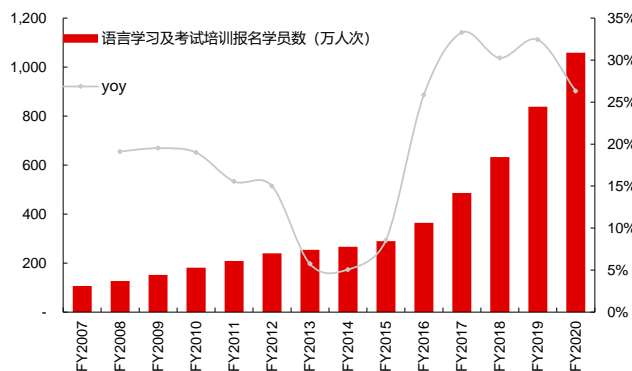
表 15：新东方集团近几年取得的部分社会荣誉：公益成就与文化价值得到广泛认可

荣誉	颁发机构
中华慈善奖	民政部
全国脱贫攻坚奖·奉献奖：俞敏洪	国务院扶贫开发领导小组
中国红十字人道服务奖章	中国红十字会
希望工程 20 年杰出公益伙伴	中国青少年发展基金会
改革开放 40 年百名杰出民营企业家：俞敏洪	全国工商联
最具影响力教育集团、最具综合实力教育集团	网易教育、新浪教育、腾讯教育、央广网等
新中国成立 70 周年 70 品牌	CCTV 大国品牌
2020 年度社会责任教育集团	新华网
2020 年度社会责任公益企业	央视网
2020 年中国教育企业“战疫”社会责任奖	中国网

资料来源：公司公告，长江证券研究所

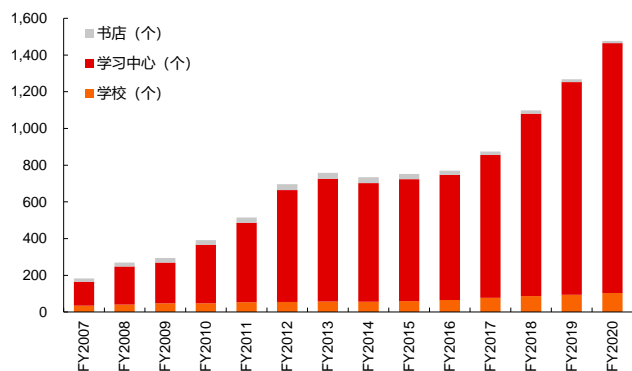
论及新东方过往作为教育机构在学生家长圈层中的影响力，公司产品过往业务规模支撑起独特的圈层影响力：1) 学生人数方面，公司仅线下语培与考试培训报名学员数从 2007 财年的 107 万人次高速增长至 2020 财年的 1,059 万人次；2) 线下网点方面，2020 财年末公司线下设立学习中心 1,361 个，学校 104 个，书店 12 个；3) 教师队伍方面，2020 财年末公司教师总数达到 81,127 人，其中 69,438 人为全职教师，76.5% 教师年龄在 30 岁以下——这些年轻人均在完善的培训体系下被打上新东方企业文化的烙印。

图 61: 新东方集团过往学习培训人次: 线下服务辐射学员千万人次/年



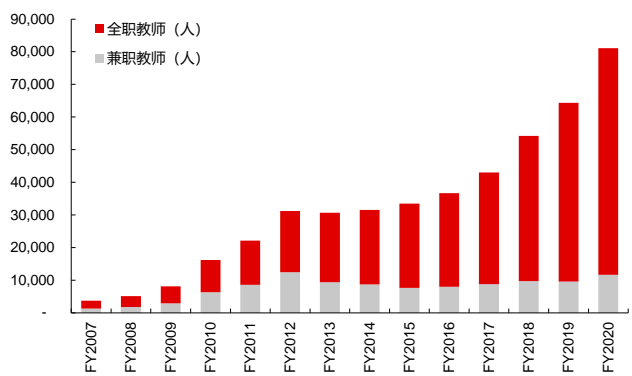
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 62: 新东方集团过往线下服务网络规模: 线下地推能力强势



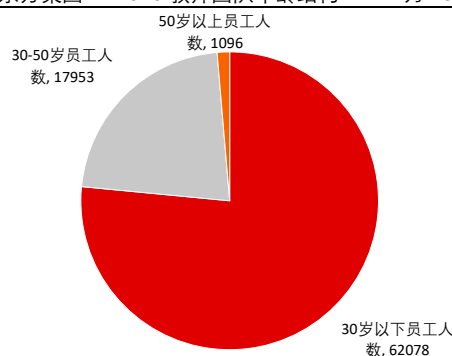
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 63: 新东方集团过往教师团队规模: 曾拥有 8 万训练有素的教师



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

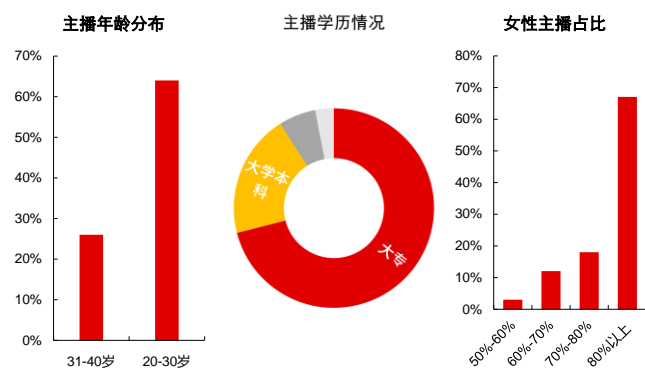
图 64: 新东方集团 FY2020 教师团队年龄结构: 77%为 20 岁年轻人



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

因此, 东方甄选直播间沿袭、外现了企业文化, 主播背景、直播风格独树一帜。对比行业主播“20 多岁大专学历女性”的典型画像, 东方甄选最初的 5 名轮班主播中 3 人来自国内 985/211 大学、2 人来自境外/海外院校, 此前在新东方担任职务包括但不限于教研主管、师训主管、GRE 教师、教材编纂人等, 演讲表达能力出色、性格阳光同情力强。

图 65: 2019 年直播电商主播画像: 20 多岁的大专学历女性为主流



资料来源: 阿里研究院, 长江证券研究所

图 66: 东方甄选直播间早期 5 位轮值主播背景: 皆为高学历教师出身

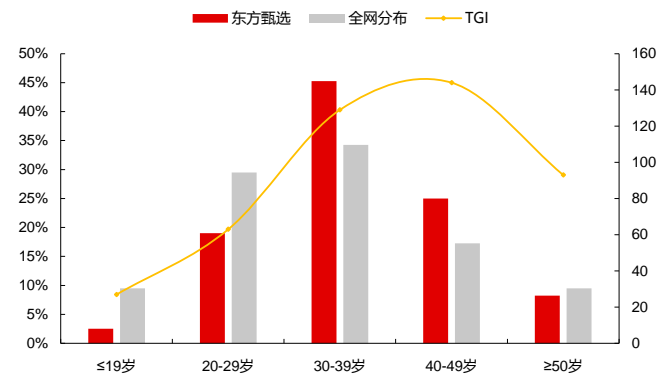


资料来源: 长江证券研究所

在此特征下, 东方甄选直播间吸引了较多中年女性观众; 这些观众不仅是上述情绪氛围的消费者, 而且普遍关心子女教育, 新东方在教育领域的口碑得以有效变现。Fastdata 对东方甄选的画像数据显示, 对比全网分布, 东方甄选 30 岁~49 岁观众占总数的

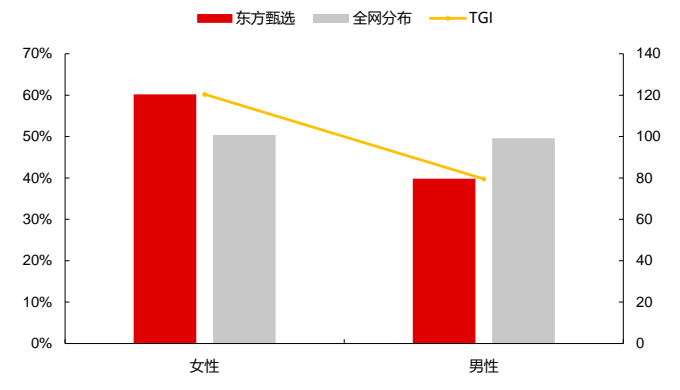
70%，较全网分布比例高出 19 pct，女性观众占比 60%，较全网分布比例高出 10 pct。通常来说，这些中年女性中不少是家庭事务的管理者，且愿意为子女消费付出一定溢价。

图 67：东方甄选 7 月“破圈”直播间观众年龄画像：30~49 岁偏多



资料来源：Fastdata，长江证券研究所

图 68：东方甄选 7 月“破圈”直播间观众性别画像：女性比例偏高



资料来源：Fastdata，长江证券研究所

新东方未来还将继续强化传媒属性，强化文化、青春、公益、教育等企业基因。除了直播间中一系列嘉宾做客、外景直播内容，集团也已作为出品人于今年 10 月全网上线电影《黑鹰少年》，并通过 11 月新开的“东方甄选看世界”抖音号持续创作人文旅游内容。

图 69：2022 年 10 月新东方出品网络电影《黑鹰少年》



资料来源：豆瓣电影，长江证券研究所

图 70：东方甄选招聘外景纪录片导演



资料来源：Boss 直聘（数据仅供参考），长江证券研究所

产品实践：供应链的“重点”与“短板”

“东方甄选”品牌目前下设 7 个抖音直播间，组合构成公司战略的目标利润率与调性风格平衡。大体来说，贡献利润的是将进酒、美丽生活两个账号，代销佣金将直接确认为收入；塑造调性的是看世界、图书两个账号，执行创始人推崇的“读万卷书，行千里路”理念，但品类天花板与利润率水平相对低；主号享受最大的流量基础，作为综合平台兼顾商业与文化双重属性，为其他矩阵号宣传引流。

图 71：东方甄选抖音账号矩阵及商业定位：从贡献利润到塑造调性



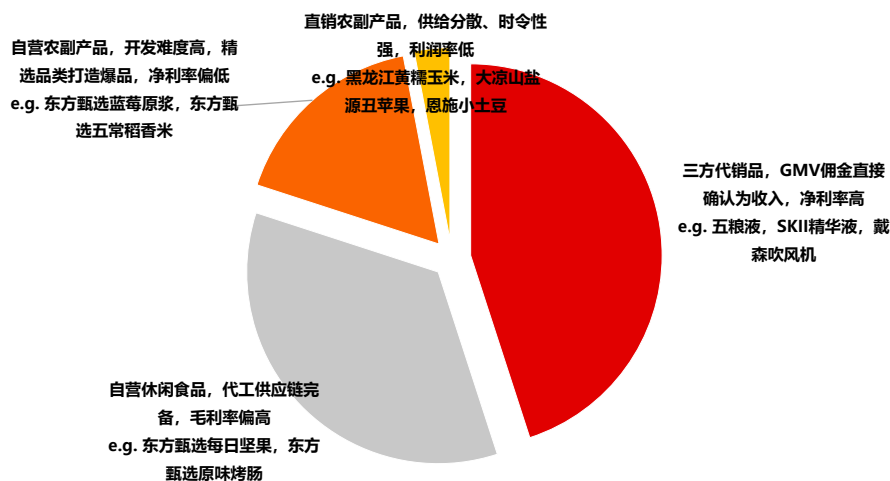
资料来源：长江证券研究所

供应链布局的“重点”

本报告将理解产品供应链的“重点”定位在商品品类的选择上，前文对互联网平台自营的复盘已证明品类逻辑值得高度重视。拆解意在赚取稳定收益的几个账号，其产品可大概分为四类——

- **三方代销品**：GMV 佣金直接确认为收入，除去直播团队人工薪酬及其他运营费用，确认为利润；因为酒水、化妆品、日用品等品类的毛利率较高，因此品牌客户向渠道的“让利”空间大，直播间佣金水平相对高。
- **自营产品中的休闲食品**：即“东方甄选”贴牌休闲食品，其重要特点是上游食品饮料供应链成熟完备，产品开发设计差异度低、利润率符合行业平均，通过降低销售费用取得合理净利率水平；这部分产品或成为自营支柱，供应链价值分布清晰明确。
- **自营产品中的农副产品**：即“东方甄选”贴牌农副产品，目前来看主要选取相对成熟的品种、采用精品爆款路线，且部分产品依靠新东方品牌取得当地农业农村厅、商务厅等主管机构的支持鼓励，探索形成深度合作的农业商务模式。
- **合作商直销的农副产品**：特点是非标农产品供给不稳定（分散性、时令性、高损耗），供应链整合难度高，较为典型的是东方甄选几次产地直销中集中推介的产品，以及常态直播中的小产地水果农杂。但东方甄选“助农公益公司”与“产品科技公司”的定位将驱动自营品牌向上延伸，对产业链进行探索改造。

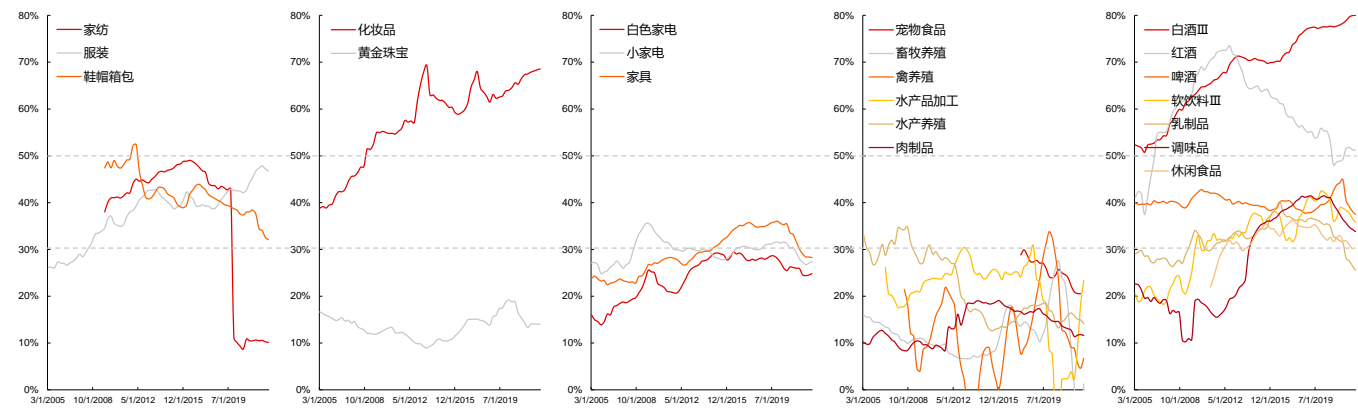
图 72：东方甄选产品矩阵示意：三方代销品/自营休闲食品/自营农副产品/合作直销农副产品



资料来源：长江证券研究所

具体分析自营品的品类逻辑，公司从食品饮料、副食农杂入手——消耗速度快、品牌价值弱，思路颇似传统商超。毛利水平决定渠道特征，下图拉取了消费细分板块的历史毛利率，借此也可以从毛利角度侧面验证为何李佳琦、薇娅最终站上超头金字塔的顶端：只有他们所代表的美妆、服装品类，可以支撑昂贵的渠道费用“造星”。反之，东方甄选根据自身客群消费特征选择食品农杂，也注定不能再重复“红人经济”过去的道路。

图 73：A 股消费板块历史毛利率对比：毛利水平决定渠道特征



资料来源：Wind，长江证券研究所

休闲食品：以同样代工生产的三只松鼠、良品铺子为例，扣除原材料成本后的生产毛利率约在 30%水平，线上、线下的差异受促销竞争等定价因素影响；扣除快递物流成本 5%~8%，综合毛利率 20%~25%。我们认为东方甄选自营品有望达到此盈利水平。

表 16：三只松鼠综合毛利率：生产毛利率~30%，综合毛利率 25%~28%

	2016	2017	2018
生产成本/营收	69.9%	71.3%	71.9%
生产毛利率	30.1%	28.7%	28.1%
生产毛利率 - 线上渠道	30.1%	28.5%	27.5%
生产毛利率 - 线下渠道	32.2%	34.3%	33.0%
快递费/营收	5.3%	4.3%	5.2%

物流调拨费/营收	1.5%	1.5%	1.5%
综合物流成本/营收	6.7%	5.8%	6.7%
综合毛利率	23.4%	22.9%	21.4%
综合毛利率 - 线上渠道	23.3%	22.6%	20.8%
综合毛利率 - 线下渠道	25.4%	28.5%	26.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 17：良品铺子综合毛利率：生产毛利率~30%，综合毛利率 24%~28%

	2016	2017	2018
生产成本/营收	67.3%	70.6%	68.8%
生产毛利率	32.7%	29.4%	31.2%
生产毛利率 - 线上渠道	24.7%	25.6%	28.4%
生产毛利率 - 线下直营	22.4%	22.1%	22.7%
运杂成本/营收	3.6%	3.5%	3.9%
运杂成本/营收 - 线上渠道	7.7%	6.4%	7.0%
运杂成本/营收 - 线下渠道	1.6%	1.4%	1.5%
仓储成本/营收	1.4%	1.8%	2.0%
综合物流成本/营收	5.0%	5.3%	5.9%
综合毛利率	27.7%	24.2%	25.3%
综合毛利率 - 线上渠道	15.6%	17.4%	19.5%
综合毛利率 - 线下渠道	19.4%	18.9%	19.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

新鲜果品：作为案例的百果园、洪九果品商业模式有较大区别，因此利润率水平存在差异。采取“端到端”（产地直采、产地加工、）直营模式的洪九果品与东方甄选目前模式更可比，可以看到洪九扣除原材料采购的生产毛利率大约在 25%左右；扣除物流仓储成本的综合毛利率约为 15%。我们认为，洪九果品作为中国第二大鲜果分销商，数字化供应链布局领先，2021 年营收超过 100 亿、一定程度上实现了规模效应，东方甄选盈利能力短期难以比肩这一水平，预计短期将徘徊在个位数水平。

表 18：百果园综合毛利率：生产毛利率~12%，综合毛利率~8%

	2019	2020	2021
生产成本/营收	89.0%	88.7%	87.1%
生产毛利率	11.0%	11.3%	12.9%
综合仓储物流成本/营收	2.8%	3.7%	3.3%
综合毛利率	8.2%	7.6%	9.6%
综合毛利率 - 加盟门店	6.8%	7.1%	9.2%
综合毛利率 - 自营门店	27.2%	27.6%	27.3%
综合毛利率 - 直销渠道	21.2%	14.1%	17.3%
综合毛利率 - 线上管道	2.8%	-4.9%	-0.3%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

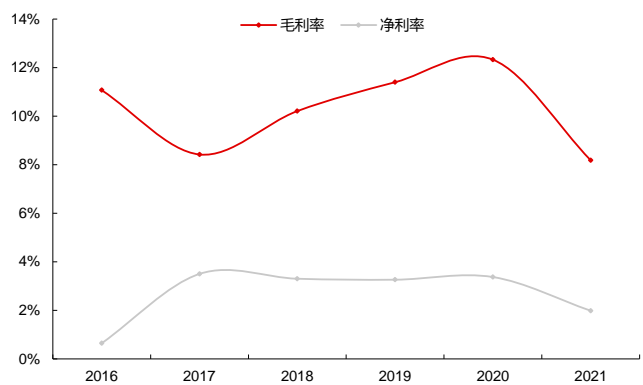
表 19：洪九果品综合毛利率：生产毛利率 25%~29%，综合毛利率 16%~19%

	2019	2020	2021
生产成本/营收	71.4%	74.5%	75.5%
生产毛利率	28.6%	25.5%	24.5%
物流成本/营收	5.71%	5.11%	4.89%
综合仓储物流成本/营收	9.49%	8.71%	8.54%
综合毛利率	18.9%	16.6%	15.7%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

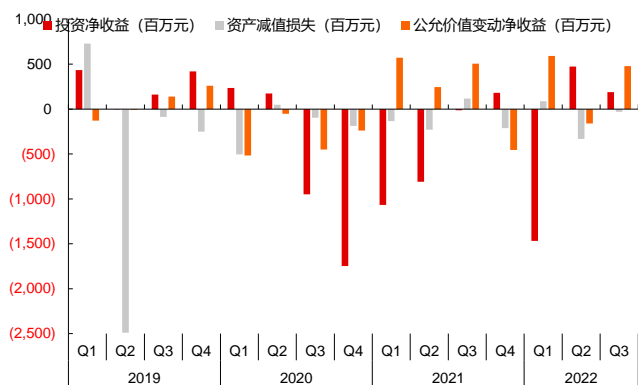
米面粮油：展望终局，米面粮油品类特征可参考金龙鱼集团，作为特殊消费品周期特征明显。2021年金龙鱼营收体量超2,262亿元，品牌、产品、渠道优势显著，在小包装食用油、包装米等细分品类处于龙头地位，毛利润水平相对稳定在8%~12%之间，净利率中枢约2.5%，业绩受大宗品价格波动与期货套保损益影响，东方甄选与之可比性差。

图 74：金龙鱼毛利率、净利率：毛利率8%~12%，净利率~2.5%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

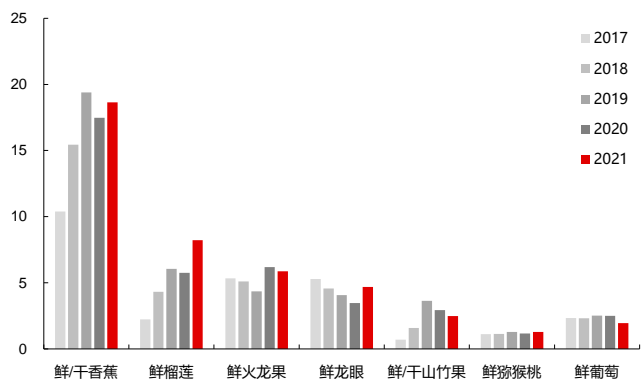
图 75：金龙鱼单季投资净收益：大宗品价格波动大幅影响净利润



资料来源：公司公告，长江证券研究所

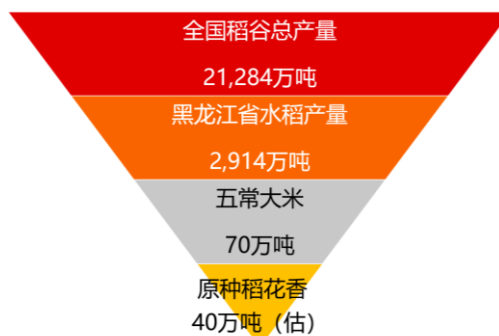
东方甄选作为新进入者，目前的策略是选取一些相对成熟的优质品类进行爆品开发。回溯公司最开始的两款自营品金枕榴莲与五常大米，前者是我国进口水果中吨数仅次于香蕉且近五年增速最快的成熟品类，后者则是国人主食选项中具备地理标志和独立执行标准的优质产地品牌（虽然市场曾出现“调和米”假冒乱象，收购价亦受到农民“旱改水”、外地谷流入等供需周期扰乱，但整体来看五常大米品牌建设质量标准仍得到当地政府大力支持）。综合评价公司的农产品初探索，我们认为品类的选择具备总体稳健特征。

图 76：水果进口数量累计值（万吨）：榴莲是仅次于香蕉的大宗商品



资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 77：2021 年我国各品质层级大米产量：稻花香属于稀缺产地品牌



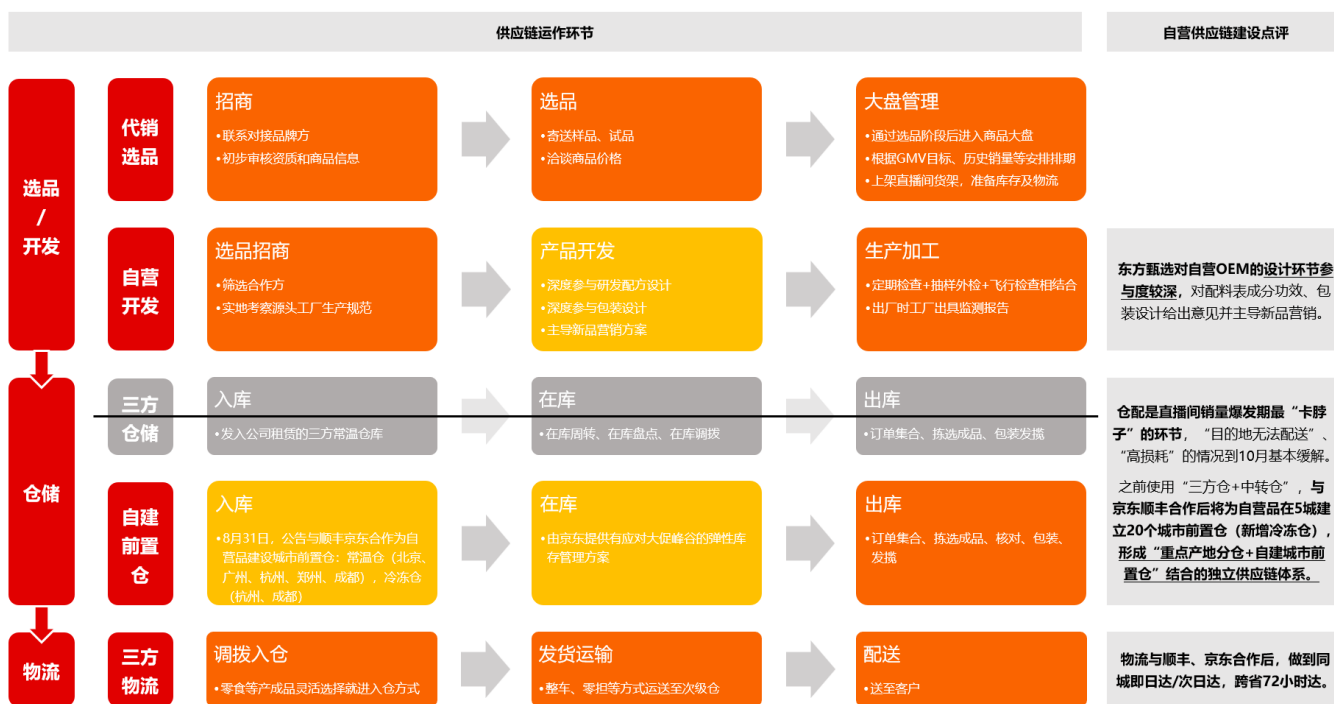
资料来源：黑龙江农业农村厅，长江证券研究所

供应链发展的“短板”

从合作主体将供应链划分为“选品/开发——仓储——物流”三个阶段，我们认为东方甄选此前的最大“短板”是仓储管理。

- **开发环节**：公司在开发阶段深度参与自营产品原料配方、包装设计等环节，并主导新品营销方案。自营 APP 显示产品满意度大多在 99% 以上，较好把握住了有一定消费能力的中产人群对于品质、健康的偏好。
- **仓储环节**：仓配是前期销量爆发时最“卡脖子”的环节，许多观众在直播间接受推销后因目的地无法配送而下单失败，造成一定初期流量的流失；此外，公司亦因为水果配送过程中变质而遭遇公关危机，影响早期累计的声誉。
- **配送环节**：公司借助成熟高效的三方物流体系将商品配送至客户。

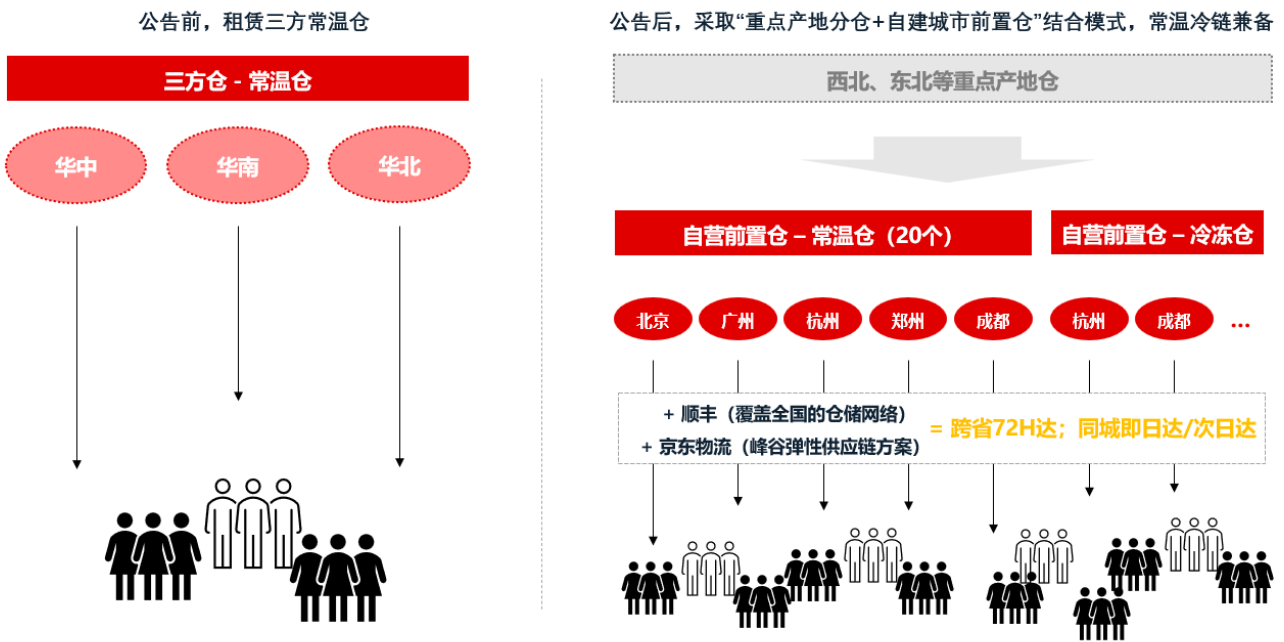
图 78：东方甄选供应链能力分析：选品开发能力良好，仓储物流短板迅速补强



资料来源：长江证券研究所

因此，我们不难理解 8 月 30 日公司宣布与京东、顺丰合作建设供应链时，市场对此战略的高度肯定。公告前，公司主要通过租赁三方仓库进行库存管理，仓库距离消费者的环节多链条长，且库存管理系统粗放，难以应对之后 SKU 激增后的管理挑战；公告后，公司借助行业龙头的能力为自营品建设 5 城 20 个前置仓，形成“重点产地分仓+自建成时前置仓”结合的仓储层次，并配置了冷冻前置仓，为冷链产品发展打好基础；此外，顺丰覆盖全国的仓储网络、京东在购物街中打磨的弹性供应链方案，都将赋能东方甄选产品发展。10 月之后，公司自营品配送已基本实现跨省 72h 达，同城即日达/次日达。

图 79：东方甄选合作建设供应链的优化意义：形成“重点产地分仓+自建城市前置仓”结合模式



资料来源：品牌官微，长江证券研究所

“抓重点、补短板”，品牌之路任重道远。随着东方甄选战略版图徐徐铺开、粉丝增长速度放缓，可以遇见未来 SKU 数量将会大幅增长，给综合供应链运营管理提出挑战。公司在零售领域经验尚且不足，期待公司后续的产品实践取得更多成果。

投资建议：看好从“渠道商”向“品牌商”蜕变的价值潜力

东方甄选从抖音破圈后蓬勃发展，实际体现了时代浪潮中“新型人群”与“新兴媒介”匹配的成长性。当前的互联网电商发展已然换挡，大赛道中已有大公司，但细分赛道仍有创新空间，仍有“效率”之外的价值潜力等待被满足；我们认为东方甄选一定程度上挖掘了这种价值：1) 在电商平台流量见顶、投资放缓后，东方甄选瞄准了“低价”吃不完的市场，自身具备鲜明的内容调性与品牌性格，具备补贴促销难以获取的品牌忠诚与渠道忠诚；2) 在大众产品电商渠道充分竞争的环境下，东方甄选却仍在以自己的方式促进“转化”，从助农切入，寻找供应链仍有提升空间的品类，寻找将这些产品更好推销出去的方式——以及这两者的结合点。

投资建议：看好东方甄选具备从“渠道商”向“品牌商”蜕变的价值潜力。短期，看好账号矩阵与品类矩阵完善，交易数据增长；中期，看好东方甄选自营产品发展、品牌心智强化，复购率提升，全渠道经营；远期，期待公司“产品、传媒、公益”战略定位践行深化，农产品供应链改造取得成果，品牌文化良性传播。预计 FY2023~2025 公司实现营业收入 46.2、68.6、90.9 亿元，对应归母净利润 6.8、8.7、15.4 亿元，给予“买入”评级。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。