



Research and
Development Center

分析直播电商产业链，把握行业发展浪潮

——直播电商行业深度报告

2023年03月06日

证券研究报告

行业研究——投资策略

直播电商行业

投资评级 看好

上次评级 看好

冯翠婷传媒互联网及海外首席分析师

执业编号：S1500522010001

联系电话：+8617317141123

邮箱：fengcuiting@cindasc.com

刘旺传媒互联网及海外联系人

联系电话：+8613802722019

邮箱：liuwang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

分析直播电商产业链，把握行业发展浪潮

2023年03月06日

- **行业市场规模体量大，未来发展潜力高。**虽然直播电商行业用户规模增速放缓，但是单用户年度GMV保持稳步增长。我们预计2022年全年中国直播电商市场规模达到2.84万亿，同比增速42%；截止2022年上半年，我国直播电商用户规模已达到4.69亿人，相比2021年底4.64亿人仅增长1.15%；2021年度单用户GMV推算为4309元，yoy为35%，我们预计2022年度用户GMV达到5982元，yoy为39%。
- **用户端：整体规模仍有较大增长空间，直播电商模式吸引力较强。**（1）直播电商用户整体规模仍有较大增长空间，但用户规模和渗透率的增长下滑，也意味着直播电商已成为电商新常态；（2）双十一大促仍能刺激传统货架电商用户活跃和带来新增用户，22年双十一第一波销售期拼多多新安装用户规模高达5150.3万人，淘宝、京东新安装用户规模分别为1563.3万人和1542.7万人；（3）抖音平台男士经济实力渐显，二手闲置品类男性消费者增幅最显著；快手平台用户呈年轻化趋势，年货节期间90后、95后与00后的新增用户数量占平台新电商买家总数的51.2%，成为用户增长中坚力量。
- **商家端：打造高密度自播承接私域流量，品类丰富度扩增趋势明显。**（1）**显性收入**可过千万，**隐性收入**由大量曝光复购以及通过切片视频广告转化为私域的复购构成；（2）**显性成本**包括坑位费和佣金，**隐性成本**为品牌方提供的直播销售折扣，不同品类能承受的成本大致和销售费用率相关；（3）**品牌自播**帮助品牌持续增长的同时减少流量依赖，从2021年开始步入成长快车道，店播账号及销售额均提升明显；（4）直播电商平台表现亮眼，618期间带货总额高达1445亿元，双十一期间达1814亿元，同时直播品类丰富度扩增趋势明显。
- **平台端：抖快淘GMV实现跃升，视频号或将成为第四大平台。**（1）**内容平台**帮助消费目标不明确的用户实现兴趣发现、购物体验升级以及性价比购物的需求；**电商平台**用户通常带着明确目的进入直播间；（2）从**GMV表现看**：抖快淘三大渠道2022年前三季度GMV跃升，双十一战绩斐然，其中抖音GMV整体增速最快，处于行业领先地位；（3）从**货币化率角度看**：快手电商的货币化率持续较低，商业化与变现能力有限；抖音广告功能强于快手，在相同的GMV条件下，抖音货币化率更高；淘宝直播的货币化率同淘宝平台差异不大，佣金主要对应销售环节；（4）**微信视频号**全面提速商业化，有望在未来成为第四大直播电商平台：21年1万+作者入驻，8000万+激励流量，GMV同比增长15倍，私域占比超50%，客单价200+元，复购率超60%；截至22年6月，月活跃用户规模突破8亿，超过抖音和快手，头部服务商“爱逛”买手店双十一直播带货GMV高达5.3亿，一年增长5倍，多个品牌在视频号找到了百万甚至千万增量空间。

- **主播端：新兴职业快速发展，双十一期间表现亮眼。**（1）直播电商行业发展的短短六年时间中，衍生出不少新兴职业，主播职业发展迅猛，头部主播、特色主播、明星主播、品牌直播和虚拟主播应运而生；（2）2022年双十一期间主播表现亮眼，淘宝腰部主播和新主播快速增长，预售引导销售额分别实现 365%和 684%的同比增长；“广东夫妇”作为抖音大主播，11月1日单场带货 GMV 超 7 亿元，活动期间销售额占比 4.5%；快手辛巴以 30.2%的份额遥遥领先，蛋蛋以 13.2%的份额排名第二。
- **MCN 机构端：近年服务需求不断增长，三大头部机构优势突出。**（1）近年来中国 MCN 市场规模迅速扩大，预计 2025 年达 743 亿元，以直播电商、短视频为代表的新兴网红经济的崛起，使 MCN 机构的服务需求持续增长；（2）行业三大龙头直播间月度 GMV 差异化明显，东方甄选、遥望科技 GMV 数据创新高，东方甄选 GMV 到净利的转化率较高；（3）2022 年抖快淘三大渠道都提升了对卖家的流量激励力度，行业中游 MCN 公司乘势而上，双十一期间大盘同比大涨。
- **投资建议：**我们看好直播电商赛道的长期成长性，认为直播电商赛道仍有持续扩张的空间，建议关注：（1）开启产地直播新模式、自营产品占比持续提高、逐步完善主播梯队、持续产出优质内容、契合兴趣电商的发展趋势，流量具备持续性，直播间观众消费能力强的【新东方在线】；（2）流量增长稳定，电商业务表现稳健，直播业务表现良好，有望以广告、直播和电商为主要货币化手段将流量价值进一步发掘，释放出更多的收入空间和盈利能力的【快手-W】；（3）剥离鞋履业务，专注移动互联网营销，明星矩阵及 IP 账号加速布局，直播业绩表现亮眼的【遥望科技】；（4）交个朋友直播间核心定位渠道品牌，建立高效短路线的消费者链条，直播业务逐渐靠直播形式创新、多平台铺设账号和主播、丰富货品池、优化供应链驱动增长的【世纪睿科】。
- **风险因素：**宏观经济恢复不及预期；直播电商平台发展不达预期；行业竞争激烈、监管趋严。

目录

一、直播电商行业概况.....	6
1.1 直播电商市场规模.....	6
1.2 直播电商发展历程.....	8
二、直播电商产业链分析.....	9
2.1 用户角度：仍有较大增长空间，用户争夺愈发激烈.....	10
2.2 商家角度：打造高密度自播，品类丰富度扩增.....	13
2.3 平台角度：抖快淘 GMV 实现跃升，视频号或成后起之秀.....	17
2.4 主播角度：新兴职业快速发展，双十一期间表现亮眼.....	23
2.5 MCN 机构角度：服务需求持续增长，三大平台优势突出.....	26
三、投资建议.....	29
风险因素.....	30

表目录

表 1：2023 年年货节快手平台电商用户城市画像.....	12
表 2：2018-2022 年中部分 A 股公司销售费用率.....	13
表 3：抖快淘三大渠道定位.....	19
表 4：抖快淘三大渠道 2022 年双十一情况.....	20
表 5：直播电商整体增速远超传统平台型电商.....	21
表 6：2022 双十一期间点淘主要主播表现.....	25
表 7：东方甄选、遥望科技、交个朋友 2022 年关键信息跟踪.....	27
表 8：抖快淘三大渠道 2022 年卖家流量激励策略.....	28
表 9：重点公司 EPS 及估值情况.....	29

图目录

图 1：直播电商市场规模.....	6
图 2：直播电商用户规模.....	6
图 3：直播电商单用户年度 GMV.....	6
图 4：快手、抖音单用户 GMV（元）.....	6
图 5：各平台单活跃用户年平均消费额对比（元）.....	7
图 6：我国直播电商行业发展历程及主要特点.....	8
图 7：直播电商产业链构成分析.....	9
图 8：2020-2021 年直播电商用户规模及渗透率.....	10
图 9：2022 年双十一第一波销售期典型平台 APP 新安装去重用户规模（万人）.....	10
图 10：2022 年双十一第一波销售期典型平台 APP 新增用户性别画像.....	10
图 11：2022 年双十一第一波销售期典型平台 APP 新增用户城市画像.....	11
图 12：2022 年双十一第一波销售期典型平台 APP 新增用户代际画像.....	11
图 13：2022 年抖音平台 APP 用户性别画像.....	11
图 14：2021-2022 抖音平台男性消费者占比增幅 TOP5 品类.....	11
图 15：2022 年抖音平台最受女性消费者欢迎品类 TOP3.....	11
图 16：2021-2022 抖音平台最受男性消费者欢迎品类 TOP3.....	11
图 17：2023 年年货节快手平台新增用户年龄画像.....	12
图 18：2018-2023 年中国企业自播与达人播市场占比.....	14
图 19：“韩水仙”品牌的变色润唇膏和“仁和”品牌的 DHA 核桃油凝胶保健食品带货数据.....	14
图 20：抖音、快手品牌自播直播间占比变化.....	14
图 21：社会消费品零售总额与同比增速.....	15
图 22：全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重.....	15
图 23：2022 年 618 期间全网热销品类排名.....	15
图 24：2022 年双十一期间品类排名.....	15
图 25：直播电商平台用户购物品类偏好（单位：%）.....	16
图 26：抖音直播电商平台 TOP4 品类 GMV 占比同比变化.....	16
图 27：内容平台和电商平台的直播间根本属性不同.....	17
图 28：四大货架电商季度收入（百万元）.....	18
图 29：四大货架电商 Non-GAAP 归母净利润（百万元）.....	18

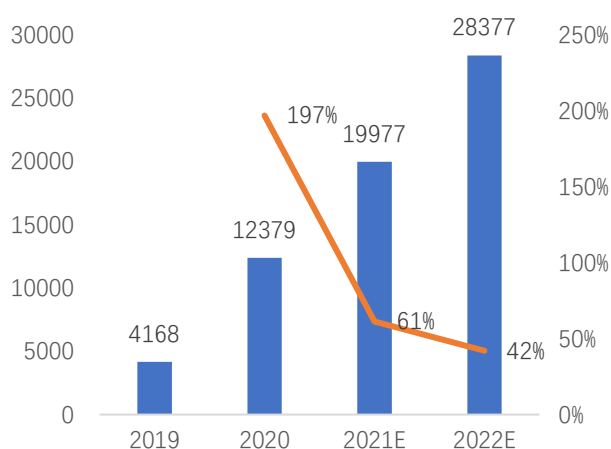
图 30: 四大货架电商季度收入增速 (%)	18
图 31: 四大货架电商 Non-GAAP 归母净利率 (%)	18
图 32: 2022 年 1-9 月直播电商市场份额	19
图 33: 抖音电商/淘宝直播/快手电商历年 GMV	19
图 34: 抖音电商/淘宝直播/快手电商历年 GMV 增速	19
图 35: 主流电商货币化率	21
图 36: 视频号商业化提速	22
图 37: 直播电商行业衍生的新角色	23
图 38: 主播发展历史	24
图 39: 2022 双十一期间抖音与快手 KOL 销售额占比	24
图 40: 跨平台粉丝同比增长率 TOP10 KOL 类型	25
图 41: 2015-2025 年中国 MCN 市场规模及预测	26
图 42: 中国 MCN 行业盈利模式	26
图 43: 中国 MCN 行业产业图谱	26
图 44: 东方甄选、遥望科技、交个朋友 2022 年 GMV 跟踪 (亿元)	27

一、直播电商行业概况

1.1 直播电商市场规模

直播电商市场规模体量大，用户规模增速放缓，单用户年度 GMV 稳步增长。根据 CNNIC 披露的直播电商用户数据及艾瑞咨询披露的直播电商市场规模，我们对中国直播电商市场规模 2021 年和 2022 年的预测值进行测算，我们认为 2021 年中国直播电商市场规模将近 2 万亿，并预计 2022 年全年中国直播电商市场规模达到 2.84 万亿，同比增速 42%。直播电商用户规模增速放缓，根据 CNNIC 披露数据，截止 2022 年上半年，我国直播电商用户规模已达到 4.69 亿人，相比 2021 年底 4.64 亿人仅增长 1.15%；直播电商单用户年度 GMV 稳步增长，2020 年度单用户 GMV 为 3191 元，2021 年度单用户 GMV 推算为 4309 元，yoy 为 35%，我们预计 2022 年度用户 GMV 达到 5982 元，yoy 为 39%。

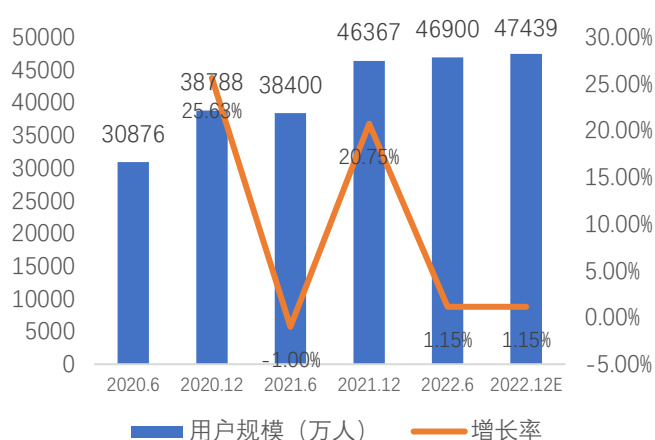
图 1：直播电商市场规模



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

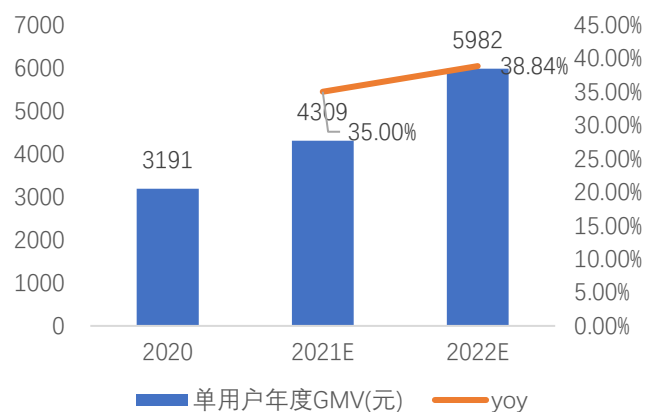
注：2021 及 2022 年为预测数值

图 2：直播电商用户规模



资料来源：CNNIC，信达证券研发中心

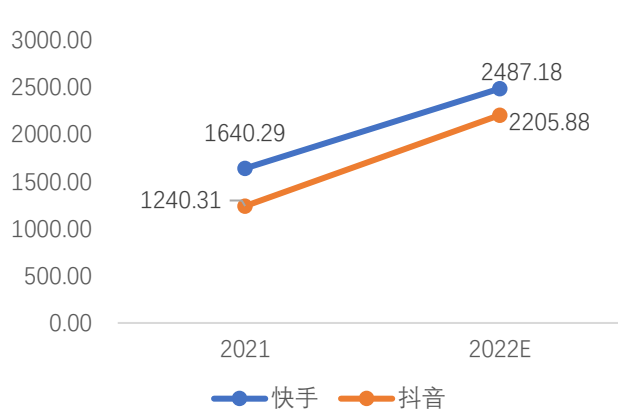
图 3：直播电商单用户年度 GMV



资料来源：艾瑞咨询，CNNIC，信达证券研发中心

注：GMV/用户规模

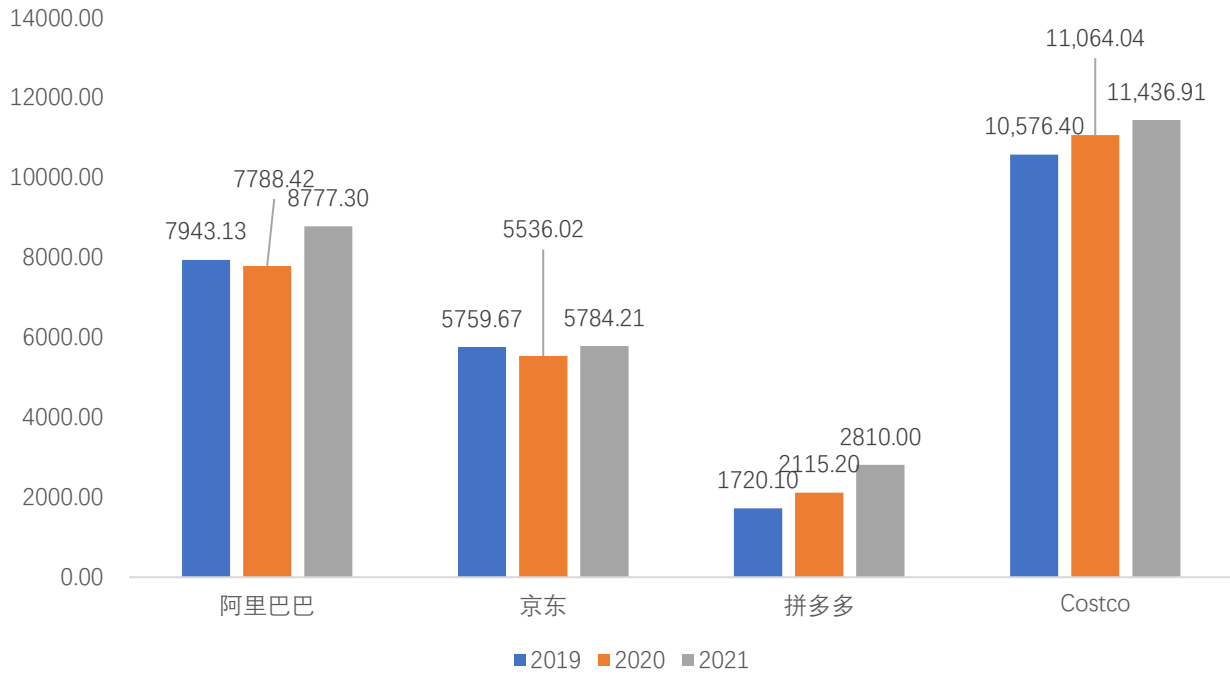
图 4：快手、抖音单用户 GMV (元)



资料来源：微播易，晚点 latepost，QuestMobile，信达证券研发中心

注：GMV/MAU

图 5：各平台单活跃用户年平均消费额对比（元）



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

1.2 直播电商发展历程

我国直播电商发展历史最早可以追溯到 2016 年。2016 年直播电商伴随直播风口应运而生，诞生初衷为试图打通“直播+内容+电商”，提高用户粘性，即用户平台停留时间，将流量变现。经过近 7 年的发展，我国直播电商行业已经走过了初创期和快速发展期，未来将继续走向成熟期，最终实现不同模式的分化。

我国直播电商行业快速发展，市场表现优秀。**第一阶段：**直播平台应运而生，2016 年为直播元年，这一年里我国提供互联网直播平台服务的企业有 200 多家，直播市场总量超过了 250 亿元。**第二阶段：**2017 年为行业分化并向精细化方向发展的阶段，这一年国内直播电商市场交易规模为 196.4 亿元，市场初具规模。**第三阶段：**行业开始向产业链的上下游进行资源整合。2018 年快手电商和抖音直播纷纷上线，主播崛起。2019 年淘宝直播间用户达 4 亿，年交易额破亿主播有 117 位，直播间商品超过 4000 万个，参与商家同比增加 268%，整年成交额突破 2000 亿元。**第四阶段：**2020 年薇娅和李佳琦分别带货 310.9 亿和 218.6 亿，疫情期间直播电商快速发展，不同直播电商模式逐渐分化。**第五阶段：**直播电商作为一种重要业态，相关部门高度重视，出台一系列扶持政策和监管规范政策。2021 年头部主播流量转移到腰部主播和企业自播，同时直播电商市场交易规模达 23615.1 亿元，从 2017 年开始仅用了 4 年时间就完成万亿增长。2022 年 6 月东方甄选直播间走红，6 月 18 日单日观看人次高达 6167 万，截至 2022 年 12 月 30 日粉丝高达 2896 万，单日观看人次多在千万量级，近 180 天累计带货 25 亿-50 亿元。2022 年 4 月，《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》指出，要有序引导网络直播等规范发展。

图 6：我国直播电商行业发展历程及主要特点

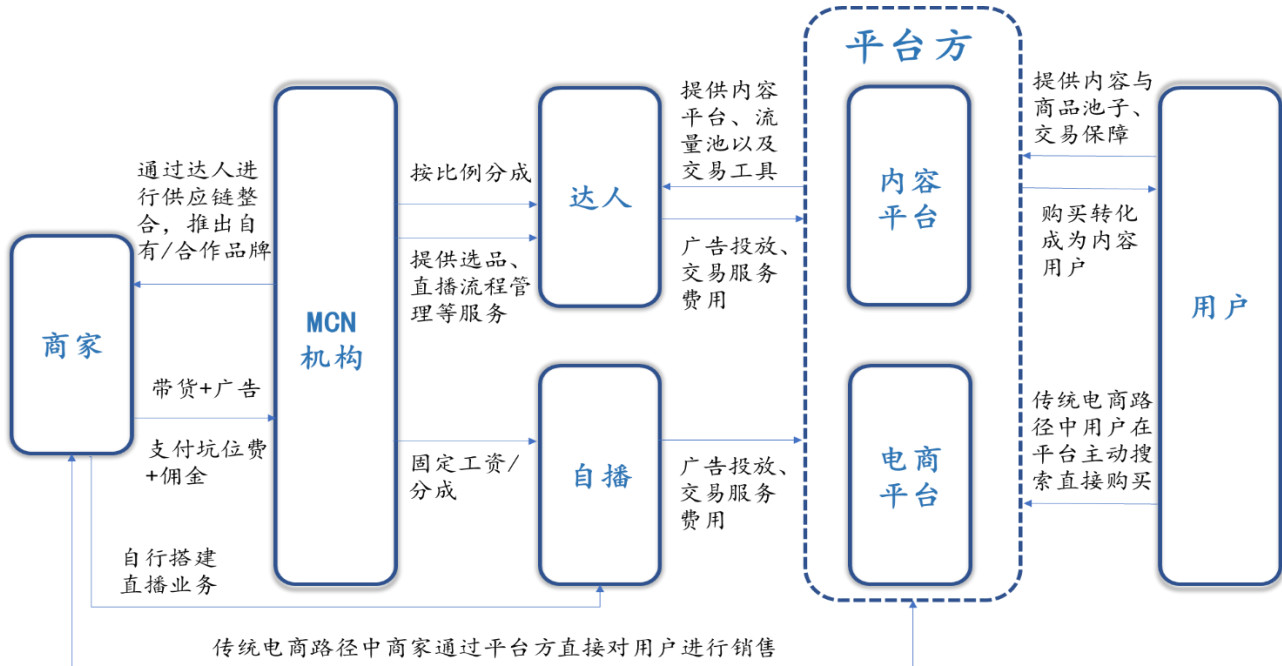


资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

二、直播电商产业链分析

直播电商产业链参与者可以分为商家、平台、用户以及包括 MCN 机构、主播等在内的服务商。在所有参与者中，平台方处于核心地位，服务商为主要参与方。服务商的前台部分为达人主播，凭借自身流量和影响力为品牌进行产品销售；服务商中的 MCN 机构为主播提供全链条服务，包括选品、直播间流程管理以及投流等，并从商家处收取服务费，同时大量商家会对店铺自播进行外包，大多通过年框合作协议或按时长付费的方式寻求专业代运营服务。从产业链的核心平台方看，平台主要通过提供产品曝光、交易保障、商品管理以及需求对接、流量分配等功能获取收入，收入主要来源于买量收入和交易服务佣金。

图 7：直播电商产业链构成分析

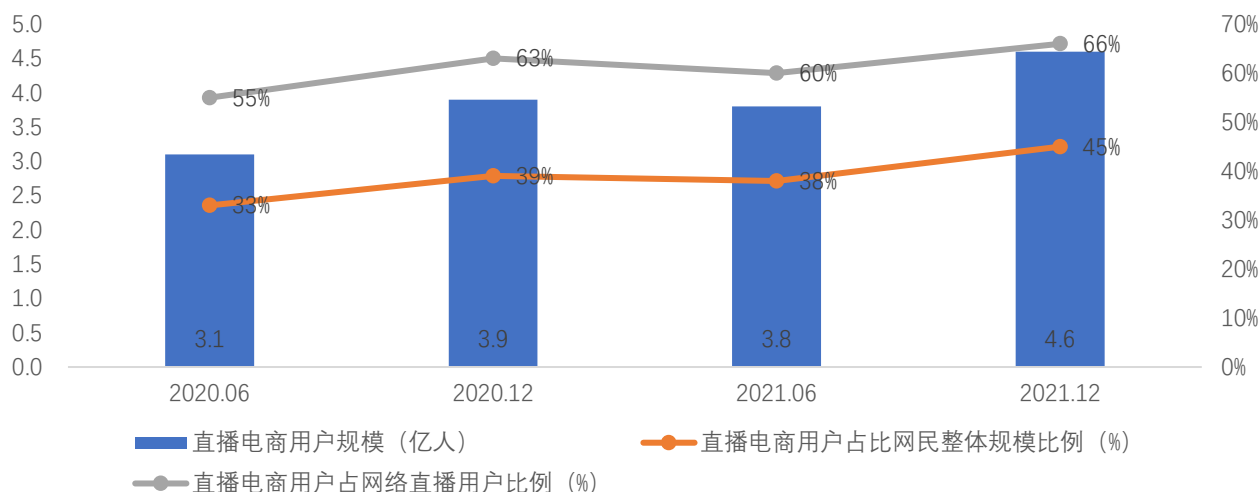


资料来源：中商情报网，信达证券研发中心

2.1 用户角度：仍有较大增长空间，用户争夺愈发激烈

直播电商用户整体规模仍有较大增长空间。截止 2021.12 我国的直播电商用户约为 4.6 亿人，占比整体网络直播用户为 66%，占比网民规模约为 45%。整体而言，直播电商用户规模仍具有较大的增长空间，但直播电商用户规模和渗透率的增长下滑，也意味着直播电商已成为电商新常态，直播电商的“人货场”范围快速扩大，成为电商“标配”。

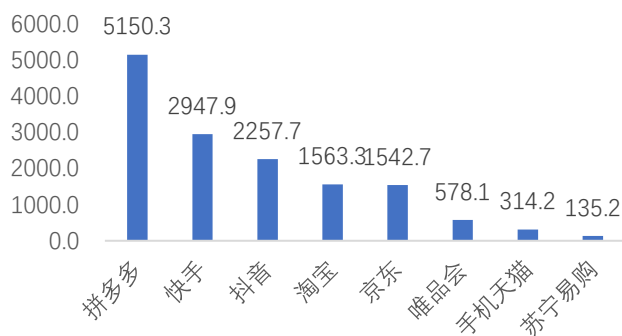
图 8：2020-2021 年直播电商用户规模及渗透率



资料来源：微播易，信达证券研发中心

2022 年双十一大促仍能刺激传统货架电商用户活跃和带来新增用户。消费目标明确的用户倾向于传统货架电商，如淘宝（天猫）、京东、拼多多、唯品会、苏宁易购等。当前用户争夺愈发激烈，根据 QuestMobile，2022 年双十一第一波销售期（10.20-11.01）拼多多新安装用户规模遥遥领先，高达 5150.3 万人；淘宝、京东新安装用户规模非常接近，分别为 1563.3 万人和 1542.7 万人。淘宝、拼多多、京东三大平台新增用户均女性居多，其中京东新增女性用户占比 60.8%；淘宝、拼多多、京东新增用户分别有 25.2%、26.1%、24.7%来自三线城市，其中京东对一线市场更具有吸引力，新增用户占比 11.7%；相对来说淘宝的中年和较年轻新用户更多，有 20.6%的 60 后用户和 25.1%的 70 后用户，拼多多则对青年用户更具吸引力，80 后、90 后和 00 后用户分别占 20.5%、18.1%和 13.3%。

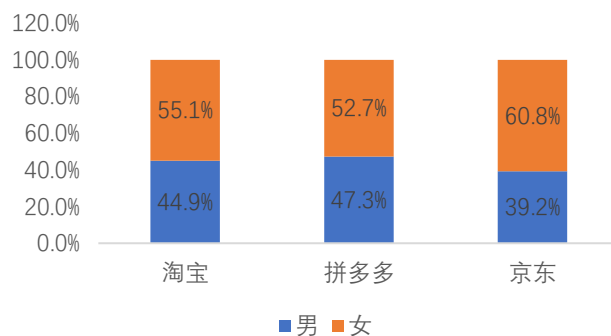
图 9：2022 年双十一第一波销售期典型平台 APP 新安装去重用户规模 (万人)



资料来源：QuestMobile，信达证券研发中心

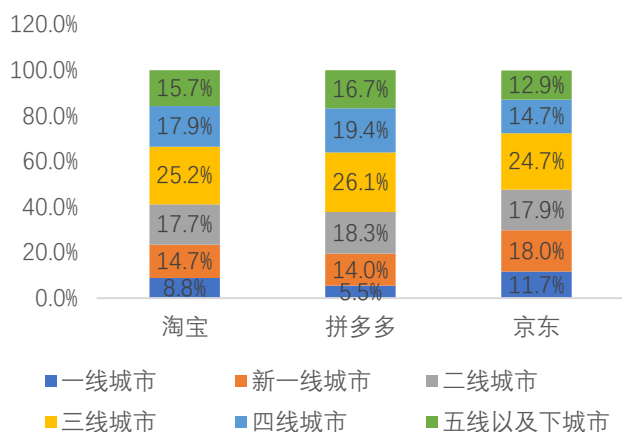
注：双十一第一波销售期为 10.20-11.01

图 10：2022 年双十一第一波销售期典型平台 APP 新增用户性别画像

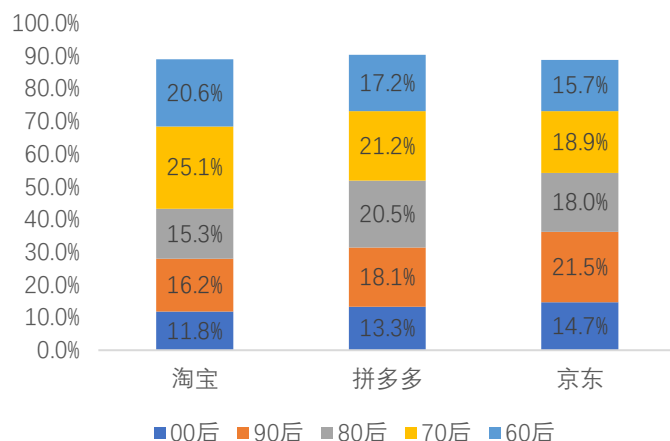


资料来源：QuestMobile，信达证券研发中心

注：双十一第一波销售期为 10.20-11.01

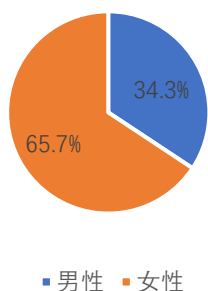
图 11：2022 年双十一第一波销售期典型平台 APP 新增用户城市画像


资料来源：QuestMobile，信达证券研发中心
 注：双十一第一波销售期为 10.20-11.01

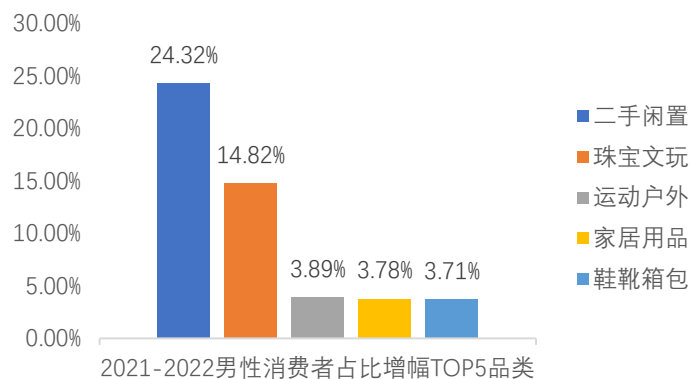
图 12：2022 年双十一第一波销售期典型平台 APP 新增用户代际画像


资料来源：QuestMobile，信达证券研发中心
 注：双十一第一波销售期为 10.20-11.01

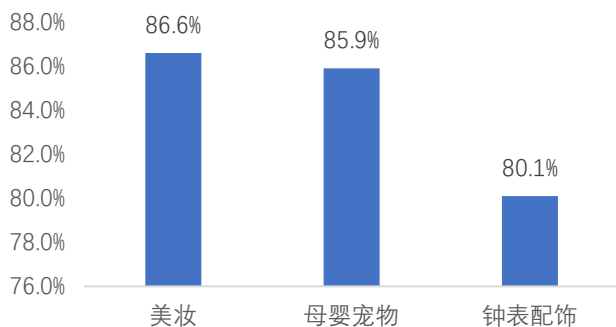
抖音平台：男士经济实力渐显，二手闲置品类男性消费者增幅最显著。2022 年，女性用户依旧是抖音电商的消费主力军，但男性消费实力在 2022 年增长可观，短视频直播的购物模式更符合男性“即买即走”的购物特点。

图 13：2022 年抖音平台 APP 用户性别画像


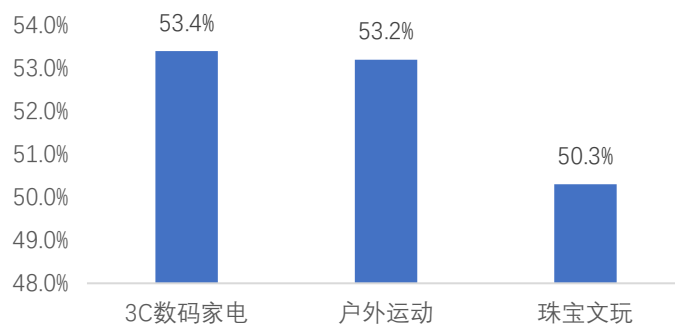
资料来源：飞瓜数据，信达证券研发中心
 注：2022 年 1-12 月抖音 1-3 级各品类销量 TOP1000 的商品成交画像

图 14：2021-2022 抖音平台男性消费者占比增幅 TOP5 品类


资料来源：飞瓜数据，信达证券研发中心
 注：2022 年 1-12 月抖音 1-3 级各品类销量 TOP1000 的商品成交画像

图 15：2022 年抖音平台最受女性消费者欢迎品类 TOP3


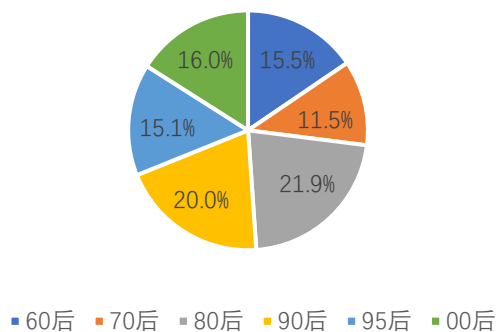
资料来源：飞瓜数据，信达证券研发中心
 注：2022 年 1-12 月抖音 1-3 级各品类销量 TOP1000 的商品成交画像

图 16：2021-2022 抖音平台最受男性消费者欢迎品类 TOP3


资料来源：飞瓜数据，信达证券研发中心
 注：2022 年 1-12 月抖音 1-3 级各品类销量 TOP1000 的商品成交画像

快手平台：平台用户呈年轻化趋势，成为用户增长中坚力量。2023 快手年货节期间，90 后、95 后与 00 后的新增用户数量占平台新电商买家总数的 51.2%，成为用户增长的中坚力量，平台用户结构呈年轻化趋势。

图 17：2023 年年货节快手平台新增用户年龄画像



资料来源：壁虎看看，信达证券研发中心

表 1：2023 年年货节快手平台电商用户城市画像

新买家增长最多的城市 TOP3		采购年货回头客最多的北方城市 TOP3		采购年货回头客最多的南方城市 TOP3	
1	北京	1	北京	1	上海
2	重庆	2	天津	2	徐州
3	上海	3	长春	3	苏州

资料来源：壁虎看看，信达证券研发中心

注：回头客最多指年货节期间消费超 50 次的用户数量最多

2.2 商家角度：打造高密度自播，品类丰富度扩增

从收益角度来看，品牌方的收益包括显性收入和隐性收入两部分。商家往往可以通过头部主播获得单品、单链接、单场次过千万的显性收入。商家还可以通过超高的场均观看次数得到大量曝光复购，也就是直播带给品牌方的隐性收入；同时切片视频可以作为广告，转化为私域的复购，这也构成了部分隐性收入。

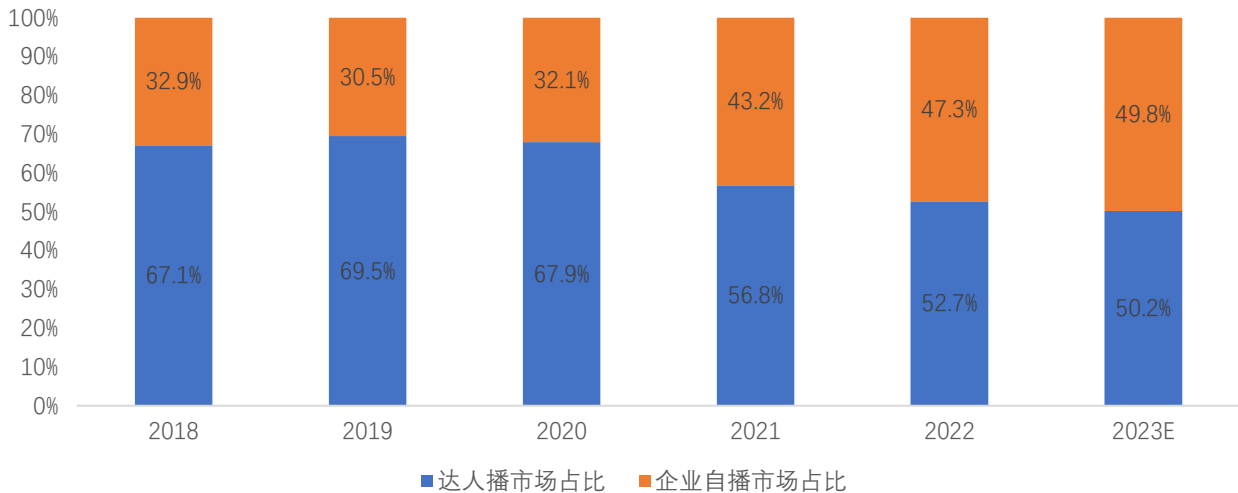
从成本角度来看，品牌方的成本包括显性成本和隐性成本两部分。品牌商的显性成本主要是坑位费和佣金，坑位费头部达人一般要十几万到几十万不等，据金融界报道，薇娅、李佳琦、罗永浩等超级主播，坑位费 20 万到 40 万左右。如果是双十一这种商品多、带货时间短的情况，坑位费也要 6 到 10 万。以国际美妆品类为例，其产品成本大概占售价的 30% 左右，扣除渠道费、物流以及人工成本，再支付给主播坑位费和 20%-30% 的佣金，品牌几乎无利润可赚。隐性成本为品牌方需要提供给直播间的销售折扣，由于头部达人的选品团队对产品成本非常熟悉，往往会给出非常接近甚至低于成本的报价。因此直播电商会对标品的原有货架电商的销售价格体系和销售周期起到一定冲击，尤其是适宜囤货的标品，比如美妆产品。从成本端出发，不同品类能承受的成本大致和销售费用率相关。

表 2：2018-2022 年中部分 A 股公司销售费用率

	销售费用率	2018 年报	2019 年报	2020 年报	2021 年报	2022 中报
休闲食品	三只松鼠	20.86%	22.59%	17.48%	21.21%	23.15%
	劲仔食品	13.45%	12.42%	10.53%	11.50%	11.56%
	良品铺子	19.45%	20.50%	19.89%	17.94%	18.40%
	洽洽食品	8.91%	10.10%	9.76%	13.77%	13.58%
饮料	伊利股份	25.04%	23.41%	22.31%	17.54%	18.41%
	光明乳业	23.80%	21.54%	17.08%	12.50%	12.18%
	香飘飘	24.61%	24.31%	18.98%	21.34%	33.56%
	李子园	12.31%	13.38%	9.24%	11.36%	13.24%
酒水	贵州茅台	3.49%	3.84%	2.68%	2.58%	2.62%
	五粮液	9.44%	9.95%	9.73%	9.82%	10.22%
	泸州老窖	25.99%	26.47%	18.56%	17.44%	10.41%
	山西汾酒	17.34%	21.73%	16.27%	15.82%	12.64%
服装	海澜之家	9.43%	11.23%	13.38%	16.11%	18.67%
	雅戈尔	22.83%	19.32%	23.22%	20.44%	13.65%
	森马服饰	16.35%	20.97%	22.03%	21.93%	27.72%
	贵人鸟	24.79%	25.25%	12.36%	6.99%	9.11%
化妆品	拉芳家化	38.07%	42.94%	32.22%	44.06%	36.31%
	上海家化	40.65%	42.18%	41.58%	38.54%	43.26%
	珀莱雅	37.52%	39.16%	39.90%	42.98%	42.53%
	御家汇	37.74%	43.15%	38.71%	40.50%	43.09%

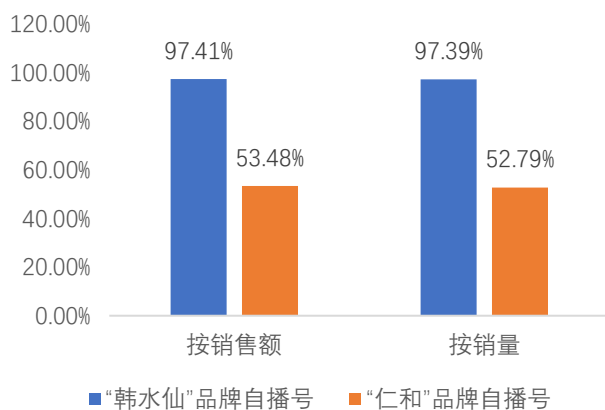
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

常态化店播可以承接私域流量，帮助商家获得更可控的成本投入与更稳定的销量增长。19 年以来企业自播（店播）占比逐年上升，根据艾瑞咨询，2019 年我国企业自播比例为 30.5%、达人播比例为 69.5%，2022 年企业自播占比达 47.3%、达人播比例下降至 52.7%，预计 2023 年企业自播占比将达到 49.8%，即将超过达人播市场占比。店播生态从 2021 年起已步入成长快车道，店播账号及销售额均提升明显，一年内市场占比上升了 4.1 个百分点。

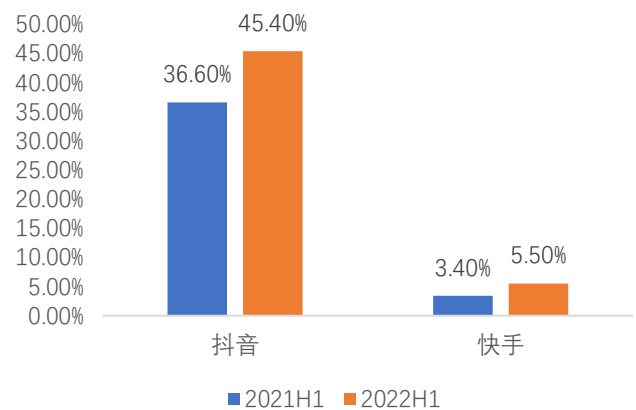
图 18：2018-2023 年中国企业自播与达人播市场占比


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

品牌自播能够帮助品牌持续增长的同时减少流量依赖，越来越成为企业营销的重要选择。以美妆品牌“韩水仙”为例，品牌主打的“变色润唇膏”商品，依靠品牌自播带货，占比高达 97%。同时，在官方号主页，配合大量视频素材刷屏发布并引流直播间，以“商品带品牌”的方式实现热销。还有医药保健品牌“仁和”通过建立多个自播矩阵账号抢占平台流量。其中，“仁和大健康”账号的销售情况最佳，30 天销量近 25w 单，其余矩阵账号也维持在 5w 单的销售水平，品牌自播带来的推广成效占据 50% 以上，助力重点商品长期稳定在榜单前列。根据 QuestMobile，抖音 22 年 H1 品牌自播直播间占比增长了 8.8 个百分点，快手增长了 2.1 个百分点。

图 19：“韩水仙”品牌的变色润唇膏和“仁和”品牌的 DHA 核桃油凝胶保健食品带货数据


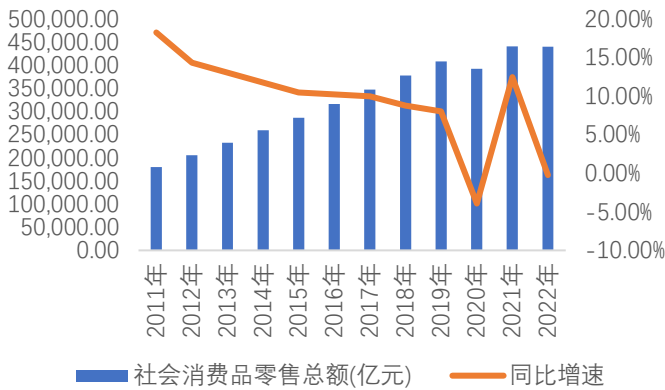
资料来源：飞瓜，信达证券研发中心

图 20：抖音、快手品牌自播直播间占比变化


资料来源：QuestMobile，信达证券研发中心

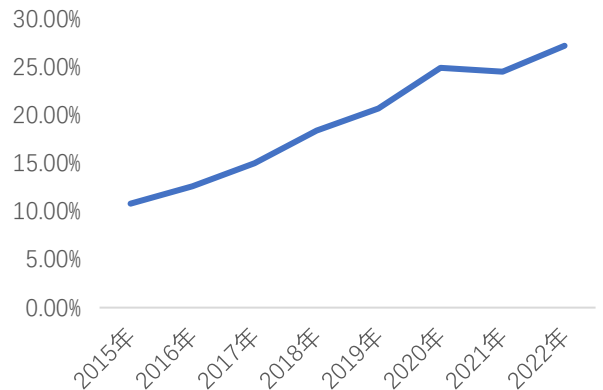
受疫情影响，商家线上销售布局加快。2022年12月份，全国社会零售总额已达44万亿元。同时2022年的线下实体商品零售业的线上化趋势仍继续保持上升。截至2022年12月，实物商品零售对社零的渗透率达到27.2%，较上年渗透率提高了2.7个百分点。从全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重的变化趋势来看，线下消费会受到封控措施更大的影响，疫情推动了商家的线上迁移，在疫情蔓延和加剧的时段，线上化率都会有所提高。

图 21：社会消费品零售总额与同比增速



资料来源: datayes, 信达证券研发中心

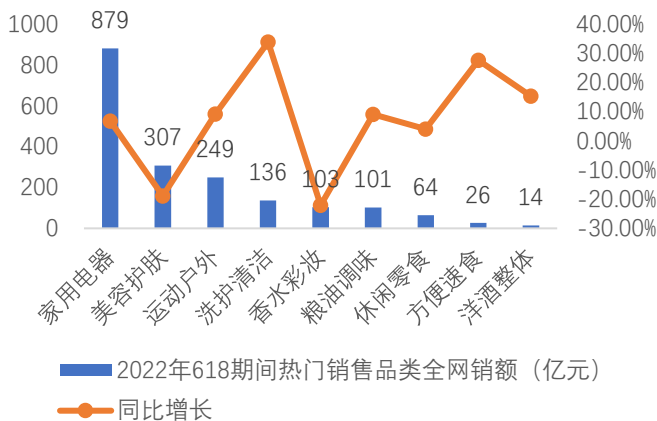
图 22：全国实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重



资料来源: datayes, 信达证券研发中心

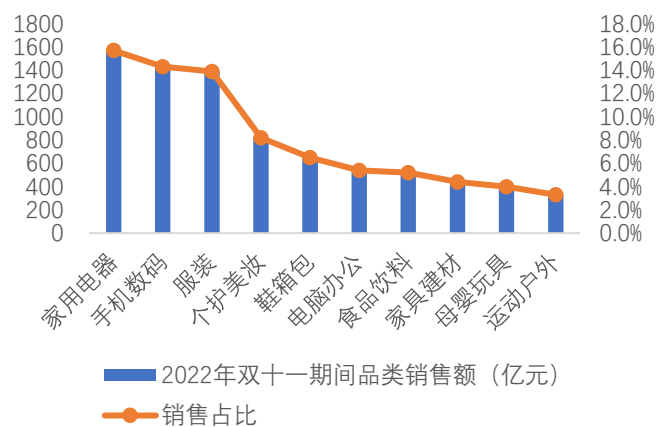
从直播品类角度来看，服饰、日用百货、美食美妆等大众消费品优势明显，品类丰富度扩增趋势明显。据星图数据统计，2022年618大促期间（2022年5月31日20:00-2022年6月18日24:00）全网交易总额为6959亿元人民币，直播电商平台表现格外亮眼，618大促期间直播带货总额高达1445亿元，双十一期间直播电商销售额为1814亿元，大涨146.1%，抖音领先点淘。从抖音电商平台品类细分角度来看，食品饮料相较于其他主要品类的增长趋势更为显著，22年1-9月GMV占比相较于去年同期增长0.88个百分点，同时top4的优势品类的销售额集中度下降，侧面反应出直播电商的品类愈发丰富。

图 23：2022年618期间全网热销品类排名



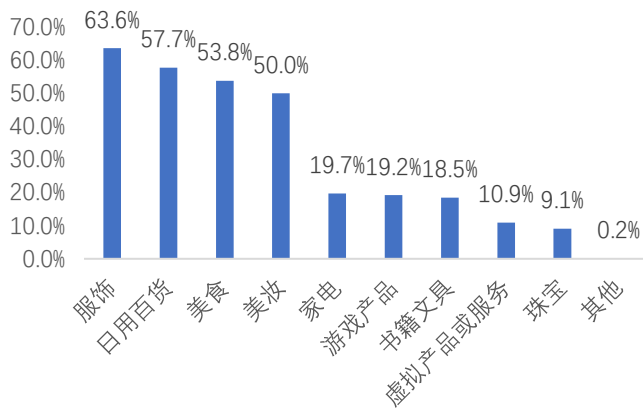
资料来源: 星图数据, 信达证券研发中心

图 24：2022年双十一期间品类排名

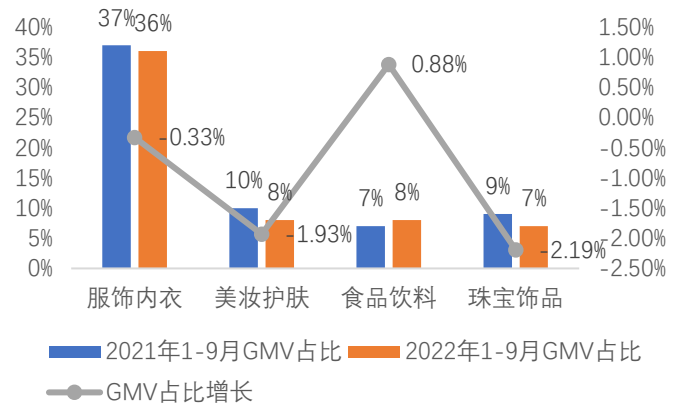


资料来源: 星图数据, 信达证券研发中心

注: 该数据含综合电商平台(含点淘)

图 25: 直播电商平台用户购物品类偏好 (单位: %)


资料来源:微播易, 信达证券研发中心

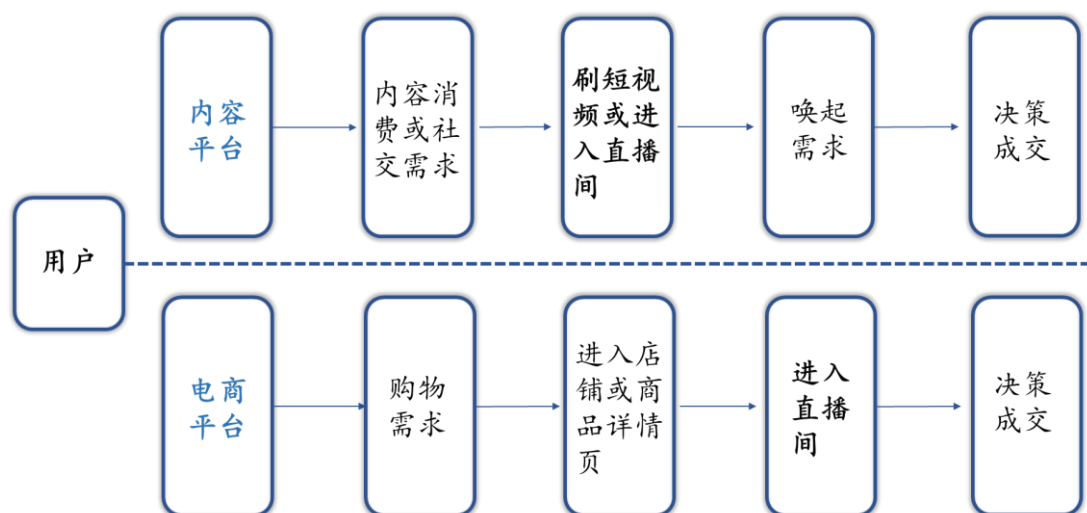
图 26: 抖音直播电商平台 TOP4 品类 GMV 占比同比变化


资料来源:微播易, 信达证券研发中心

2.3 平台角度：抖快淘 GMV 实现跃升，视频号或成后起之秀

内容平台是用户的日常获取信息的主要触点，电商平台则以信息客观性、专业性获得用户的信赖。内容平台帮助消费目标不明确的用户实现兴趣发现、购物体验升级以及性价比购物的需求，电商直播间对用户来说第一属性是内容；电商平台虽然也可以有短视频或直播形式，但用户通常带着明确目的（比如了解商品信息或寻找折扣）进入直播间，电商直播间于用户而言第一属性是实时动态、视频化的商品详情页。用户进入内容平台不带任何代表需求的关键词，系统需要通过用户的身份、行为来推测用户的潜在需求，并匹配相应内容，内容到商品需要再次匹配，二者需要具备一致性；用户进入货架式电商平台，自带购买需求关键词，系统只需要做需求关键词和商品关键词的匹配。

图 27：内容平台和电商平台的直播间根本属性不同



资料来源:信达证券研发中心

纯电商平台：货架电商平台主要公司的收入和利润表现趋势基本和 GMV 一致。

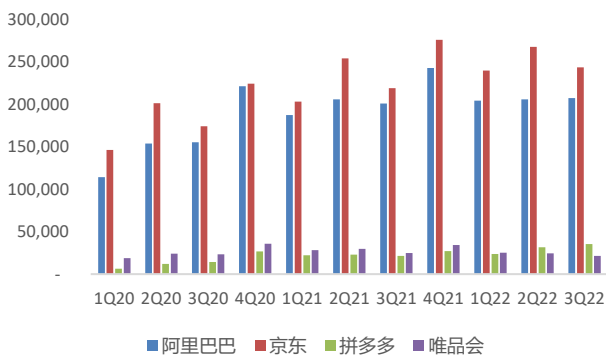
阿里收入增长缓慢，利润率虽然 22Q2 起略有回升，但相比 20、21 年平均水平仍然明显下降，反映出阿里巴巴在竞争格局激烈的背景下，虽然通过降低费率、牺牲整体利润率水平以换取市场份额，但效果并不显著，公司 GMV 和整体收入增速表现仍然明显低于行业大盘；

拼多多收入和利润率均表现强劲，在实现了收入快速增长的同时利润率实现了从亏损到稳定盈利的转变，22Q3 更是达到了 30% 以上，已经具有稳定的盈利能力；

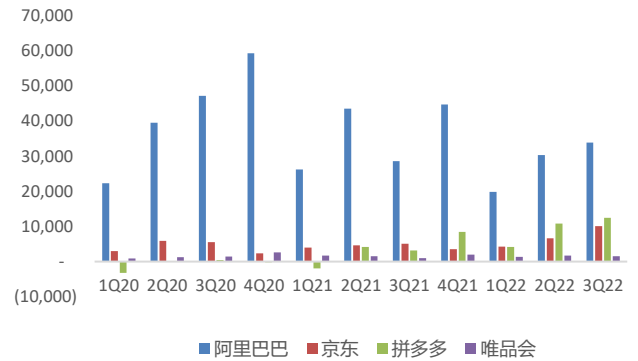
京东收入增速受大环境影响逐渐放缓，介于阿里和拼多多之间，与行业增速接近；随着降本增效的推进，尤其是对京喜拼拼等新业务的减亏，公司利润率提升较快，22Q3 单季度调整后净利润突破 100 亿元，接近拼多多；

唯品会因缺乏流量收入增速逐渐放缓，表现最差，但仍维持了比较稳定的利润率。

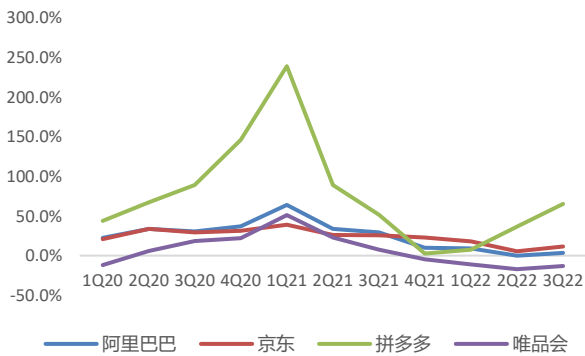
综合来看，我们看好拼多多在流量增长、GMV 和收入增长，以及盈利能力方面的明显优势，在四大货架电商平台中表现最为突出。

图 28: 四大货架电商季度收入 (百万元)


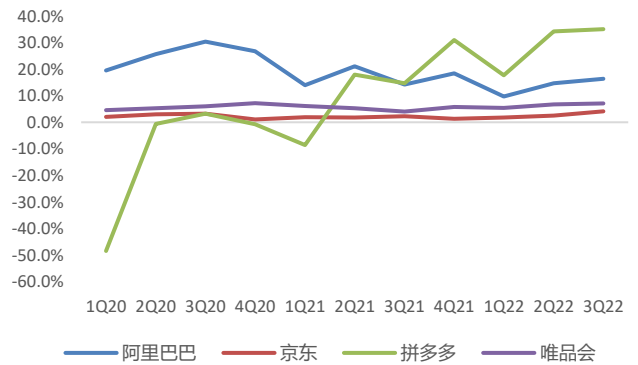
资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 四大货架电商 Non-GAAP 归母净利润 (百万元)


资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 四大货架电商季度收入增速 (%)


资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

图 31: 四大货架电商 Non-GAAP 归母净利率 (%)


资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

内容平台: 在传统货架电商体系外引入视频化内容和“人”的因素, 通过释放 KOL 的动销能力提高整个电商行业的周转率。典型平台有抖音、快手、点淘等, 三大直播电商平台分别致力于打造“兴趣电商”、“信任电商”和“发现式电商”。区别于传统货架电商, 直播带来的互动体验、视觉体现升级以及折扣力度具备较强吸引力。直播电商针对货架电商模式的部分不足进行了重要的模式创新, 创造出了差异化的购物体验, 正快速发展。

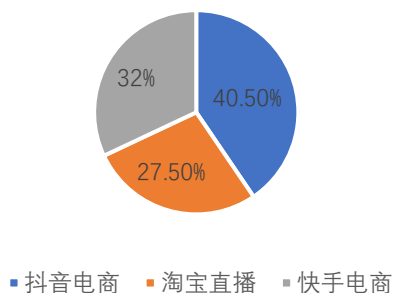
表 3：抖快淘三大渠道定位

	抖音“兴趣电商”	快手“信任电商”	淘宝直播“发现式电商”
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，为用户推荐几可能感兴趣的商品，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	发现式电商：基于商品和电商基础设施端的发现式电商，向种草拔草一体的发现式电商演进
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、复购率和变现价值	/
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	内容生态薄弱，娱乐性较低，随着拥有丰富短视频运营经验的新负责人上任，短视频与直播联动将加强

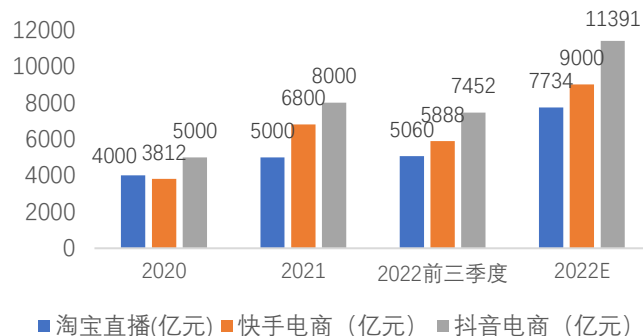
资料来源:星图数据, 淘宝数据, 艾媒咨询, 亿邦智库, 新榜研究院, 信达证券研发中心

从 GMV 表现来看：

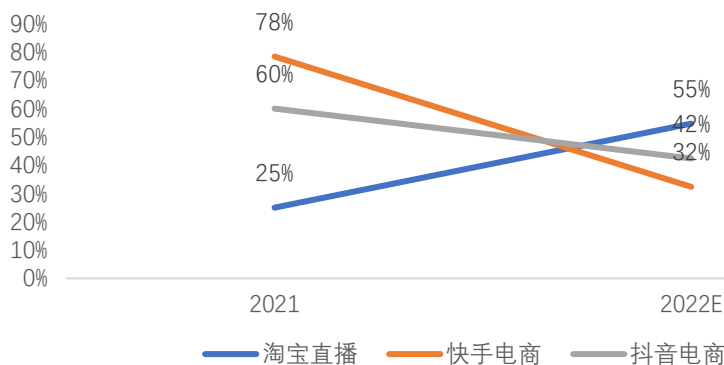
抖快淘三大渠道 2022 年前三季度 GMV 跃升。根据星图数据所披露信息,2022 年前三季度抖音电商、快手电商、淘宝直播三大渠道所占市场份额分别为 40.5%，32%，27.5%；根据快手财报所披露数据，我们认为 2022 年前三季度抖音电商、快手电商、淘宝直播 GMV 分别达到 7452.3 亿元，5888.2，5060.2 亿元。我们预计 2022 全年抖音电商 GMV 超 11000 亿元，yoy 为 42%；快手电商 GMV 超 9000 亿元，yoy 为 32%；淘宝直播 GMV 超 7700 亿元，yoy 为 55%。

图 32：2022 年 1-9 月直播电商市场份额


资料来源：星图数据，信达证券研发中心

图 33：抖音电商/淘宝直播/快手电商历年 GMV


资料来源：快手财报，星图数据，晚点 latepost，信达证券研发中心

图 34：抖音电商/淘宝直播/快手电商历年 GMV 增速


资料来源:信达证券研发中心

抖快淘双十一战绩斐然。2022年双十一全网直播电商GMV达到1814亿元，同比增长146.1%。抖音电商双十一期间GMV排全网第一，GMV超亿元直播间超20个；淘宝直播随着李佳琦回归，罗永浩、遥望梦想站的进驻，双十一期间GMV排全网第二，GMV超亿元直播间62个；快手电商双十一期间GMV排全网第三，GMV超亿元直播间超20个。

表 4：抖快淘三大渠道 2022 年双十一情况

	抖音	淘宝直播	快手
2022 双十一战绩 (2022.10.31-2022.11.11)	总 GMV 第一； GMV 超亿元直播间：超 20 个； 单场 GMV 破百万直播间有 7667 个； 日均销量同比增长 156%； 抖音商城商品总曝光量达 786 亿； 货架场景下支付 GMV 破百万的单品达 531 个	总 GMV 第二； GMV 超亿元直播间：62 个； GMV 超千万元直播间：632 个； 观看直播用户数：超 3 亿	总 GMV 第三； GMV 超亿元直播间：超 20 个； 电商短视频订单量同比增长超 515%； 买家数同比增长超 40%； 搜索订单量同比增长超 70%；

资料来源:星图数据、淘宝数据、艾媒咨询、亿邦智库、新榜研究院、信达证券研发中心

抖音 GMV 整体增速最快，处于行业领先地位。抖音、快手、淘宝直播三大平台，抖音、快手等平台都将电商业务作为公司的重点方向给予大力扶持，增加了电商直播和短视频相关内容的流量曝光度，并大力发展电商商家的内循环广告业务，因此二者的电商 GMV 和货币化收入均保持了较快增长。而淘宝平台虽然也发力直播电商，但由于手机淘宝 App 整体流量增速放缓，对直播电商业务的导流力度不足，更多依靠大主播的个人魅力吸引用户，整体生态没有抖音、快手直播电商健康。因此，我们认为直播电商领域抖音、快手的流量端优势大于淘宝直播。

抖音电商 2021 年 GMV 达到 8000 亿，2022 年依然保持了最快的行业增速，预计规模将达到 1.5 万亿。抖音凭借流量优势吸引了众多的网红达人、品牌、专业机构进入其直播生态，包括遥望网络、东方甄选、交个朋友等，通过内容电商和兴趣电商构建自身与众不同的电商消费体验。同时，作为短视频和直播电商后的下一条增长曲线，抖音也在发力货架电商业务，在产品展示和效率层面达成更好的平衡，进一步提升自身电商业务的天花板。

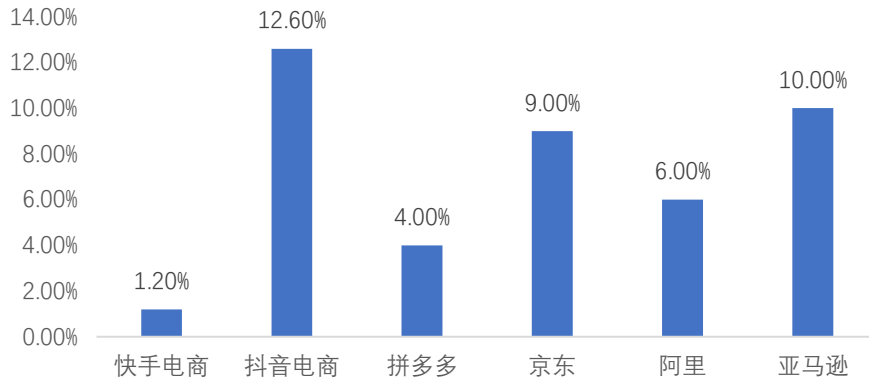
快手电商 2021 年 GMV 达到 6800 亿，我们预计今年将达到 9000 亿元的规模，后续仍将保持平稳的增长。不同于抖音以公域流量分发为主，快手围绕主播私域流量，进行信任电商体系的建设，使其内部 KOL 成为电商商品的信任背书者和流转节点。同时，快手大力发展“快品牌”战略，扶持更多的平台原创个人品牌发展壮大，和产业带电商、品牌电商相结合，挖掘更符合其用户特点的消费需求。

从货币化率角度来看：快手仍有较大增长空间，抖音货币化率水平更高。

快手 2021 年直播收入下降 6.7%，现在逐渐把电商布局放在重要的位置上。但由于过于依赖主播个人，实现消费转化的问题逐渐暴露。一方面由于快手电商尚处于发展前期，品牌引入阶段抽佣比例较低；另一方面超头部主播自带流量，不需要在快手平台采买流量，广告需求低。所以目前快手电商的商业化与变现能力有限，2022 年三季度其他服务板块收入 25.91 亿元，即使全部为电商业务收入，货币化率也仅为 1.2%，远低于行业整体水平。

抖音由于背靠字节系，仅上线 17 个月，就实现了 DAU 突破 1 亿，甚至开始引领短视频赛道的竞争规则，发展得更加顺风顺水。同时抖音不同于快手，其精准匹配使得产品同用户连结更强，用户更容易沉淀为品牌用户，这使得抖音的广告功能强于快手，在相同的 GMV 条件下，抖音货币化率更高。

淘宝直播间之前一度出现头部主播强者恒强的局面，之后受到两大超级主播先后退播的影响，目前更多依靠品牌以及商家自身直播，近 90%为商家自播，而品牌自播的销售则无需额外给予平台费用，所以从整体表现来看，淘宝直播的货币化率同淘宝平台差异不大，新眸数据显示，阿里的货币化率约为 6%。

图 35：主流电商货币化率


资料来源：新眸，信达证券研发中心

整体上，内容平台年交易额增速高于传统货架电商平台。根据各家企业公开财报，2020 年抖音和快手的年交易额增速高达 300% 和 539.5%，而同时期的阿里、京东和拼多多增速仅为 13.7%、25.3% 和 65.7%，2021 年抖音和快手的年交易额增速仍然维持高水平，抖音增速更是高达 50 倍，整体增速远超传统货架电商。

表 5：直播电商整体增速远超传统平台型电商

年交易额增速	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
阿里中国	62.4%	55.8%	45.7%	26.5%	21.8%	28.0%	18.8%	15.1%	13.7%	15.1%
京东中国	124.2%	71.2%	93.2%	143.5%	59.0%	37.8%	29.5%	24.4%	25.3%	26.2%
拼多多							234.0%	113.4%	65.7%	46.0%
唯品会							20.8%	13.1%	11.3%	16.0%
抖音									300.0%	5000.0%
快手									539.5%	78.4%

资料来源：各企业财报，信达证券研发中心

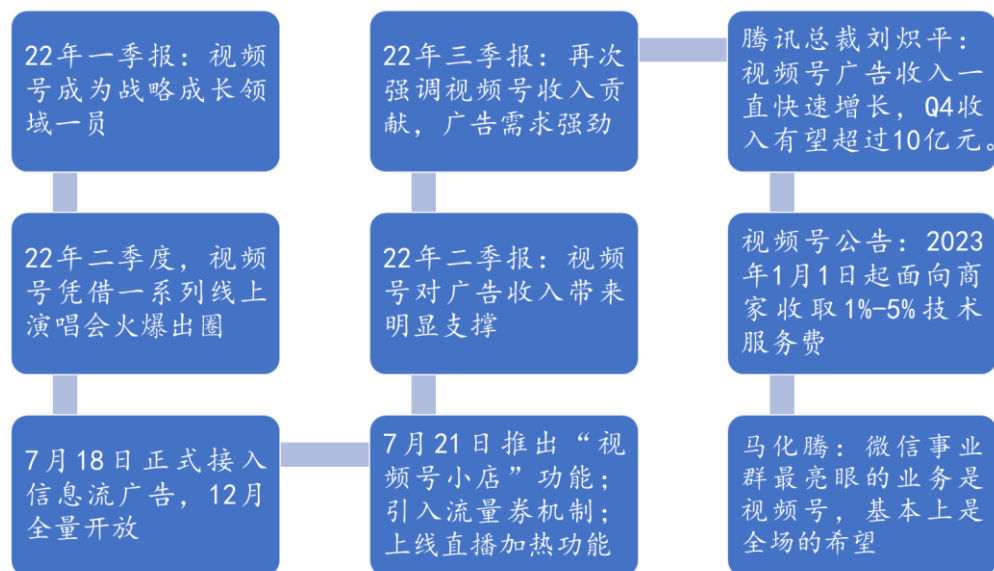
视频号电商有望在未来成为第四大直播电商平台，成为腾讯新宠。腾讯 2021 年全年财报重点提及视频号人均使用时长及总视频播放量同比增长一倍以上，用户数及参与度取得重大突破，财报提及视频号次数甚至超过微信。同时，财报中还明确提及了视频号直播的商业化成果，视频号直播服务、视频付费会员服务以及自 2020 年 4 月合并虎牙带来的收入贡献的推动下，社交网络收入增长 8% 至人民币 1173 亿元。

视频号电商来势汹汹。根据视灯研究院发布的《2021 年视频号发展白皮书》，2021 年视频号 DAU 已超 5 亿，较 2020 年增长了 79%，人均使用时长超 35 分钟，较 2020 年增长 84%；2022 年，视频号 DAU 有望达到 6 亿。2021 年有 1 万多位作者入驻，8000 万+ 激励流量，直播 GMV 同比增长 15 倍，其中私域占比超 50%，直播间客单价超 200 元，整体复购率超过 60%。QuestMobile《2022 中国移动互联网半年报告》数据显示，截至 2022 年 6 月，视频号的月活跃用户规模已突破 8 亿，成功超过抖音的 6.8 亿和快手的 4 亿。另据腾讯二季度财报，视频号的使用时长也已经逼近朋友圈，占比 80%，视频号将在可预见的未来成为和朋友圈不相上下的流量池。根据卡思梳理，珠宝首饰类商家带货排名一般比较靠前，@采石翁珠宝在视频号上保持日播节奏，均场观看人数过万，22 年 7 月预估销售额达到 1500 万左右，@恒实琥珀 8 月预估销售额超 750 万。根据 Tech 星球，教培类目部分产品利润高达 100%，录播课、训练营利润率为 70%，奶粉等产品利润率在 6%-15% 之间，一般行业转化率为 1%，视频号好一点能到 5%，而且平均退货率不到 10%。

视频号全面提速商业化，直播带货 GMV 不断被刷新。从直播带货数据看，视频号直播的带货体量并不大，即便是超头部直播间，场均销售额也在百万上下。2022 年视频号直播带货 GMV 可能在千亿级别，这与淘抖快已经

在 21 年创下的 2 万亿规模还有较大距离，但是 2022 年双十一前后，视频号全面提速商业化，直播带货 GMV 不断被刷新。视频号头部服务商“爱逛”买手店 22 年双十一直播带货 GMV 高达 5.3 亿，而他们去年双十一的销售额还没有过亿，一年时间增长了 5 倍之多。美妆品牌雅诗兰黛双十一当天销售额突破 800 万，当天视频号成交额为 75 万，观看量达 4 万多人。护肤品牌魔介视频号总销售额 1384 万，IQOO 双十一总销售额突破 800 万。多个品牌在视频号找到了百万甚至千万增量空间。

图 36：视频号商业化提速



资料来源：电商头条，电商报 Pro，信达证券研发中心

2.4 主播角度：新兴职业快速发展，双十一期间表现亮眼

直播电商行业衍生出新兴职业，提供求职新机会。直播电商产业的深入发展带来了新兴岗位的诞生，贯穿到产业链的各个环节，为跨界求职也提供了机会。整个直播行业领域划分正在向精细化方向发展，不再局限于“娱乐”与“带货”，不少职人向直播电商转行，吸引着各类人才。在衍生出的所有新兴职业中，当属主播职业最为瞩目。

图 37：直播电商行业衍生的新角色



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

头部主播趋势而起：2016年淘宝直播的正式上线拉开了直播电商的序幕，16年5月淘女郎薇娅开启了人生第一场直播，17年6月李佳琦成功突围开启自己的主播生涯，这两位主播逐渐成长为直播电商行业的超级主播。18年8月辛巴在快手开启第一场直播，发展到11月时，他的单场带货记录已经攀升至1.1亿元。2020年直播电商成为最容易赚快钱的行业，背负6亿元债务的罗永浩在抖音开启了自己的带货首秀，最终3小时带货1.1亿元。

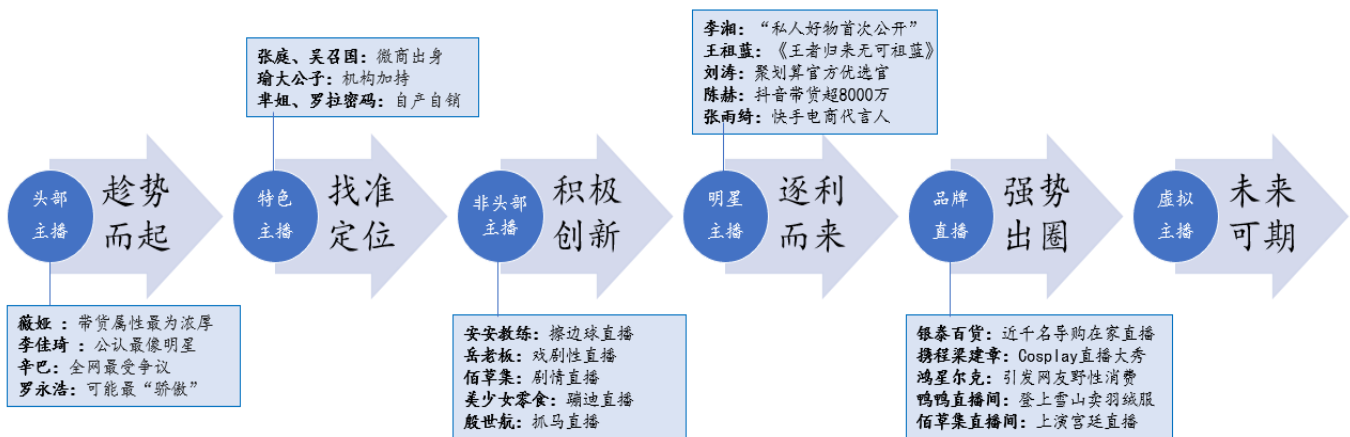
特色主播找准定位：除了四大天王外，微商出身的张庭、吴召国，明星出身的陈赫、朱梓骁，机构加持的瑜大公子、大狼狗郑建鹏&言真夫妇，淘女郎出身的雪梨、烈儿宝贝，自产自销的半姐、罗拉密码，以及马帅归来、呗呗兔等一大批各具特色的主播，也在激烈的竞争中找到了自己的位置。

明星主播逐利而来：2019年，李湘、王祖蓝等人开始试水直播带货。2020年由于影视行业全面停摆，直播带货成为明星保持曝光、赚取收益的重要渠道，最终形成了明星组团直播的盛况。直播带货似乎已经远远超过了明星综艺、影视作品所带来的收入，如陈赫直播四小时直播流水达8000多万，这便是风口的到来。在一波乱象之后，明星直播开始自我进化，在2021年开始走向深水区。目前来看明星还有不少值得挖掘的价值。

品牌直播强势出圈：品牌商家最初对直播带货的投入并不多，但因为疫情导致线下生意严重受阻，员工老板纷纷不得不走入直播间。2020年2月10日，银泰百货联合淘宝邀请近千名品牌导购在家直播；3月23日，携程董事局主席梁建章开启Cosplay直播大秀，成为第一个出圈的企业家直播案例。2021年起，品牌自播基本成为品牌商家和平台的共识。

虚拟主播未来可期：近几年来由于AI等技术不断迭代，我国的虚拟人产业高速发展。根据艾媒咨询调研数据，相较于2021年，2022年中国网民对虚拟人的了解和关注程度更高，从2021年的63.6%的关注度上升至2022年87.8%。其中超过六成的网民更关注虚拟主播，这说明虚拟主播正在释放巨大的商业价值。同时47.5%的受访用户认为未来真人主播和虚拟主播将共存，45.7%的受访用户认为虚拟主播将会替代某些领域的真人主播。随着消费群体的需求多样化和虚拟现实技术迅速发展，未来虚拟主播的应用将更加广泛。

图 38：主播发展历史



资料来源：新榜，信达证券研发中心

从 2022 年“双十一”的主播表现来看：

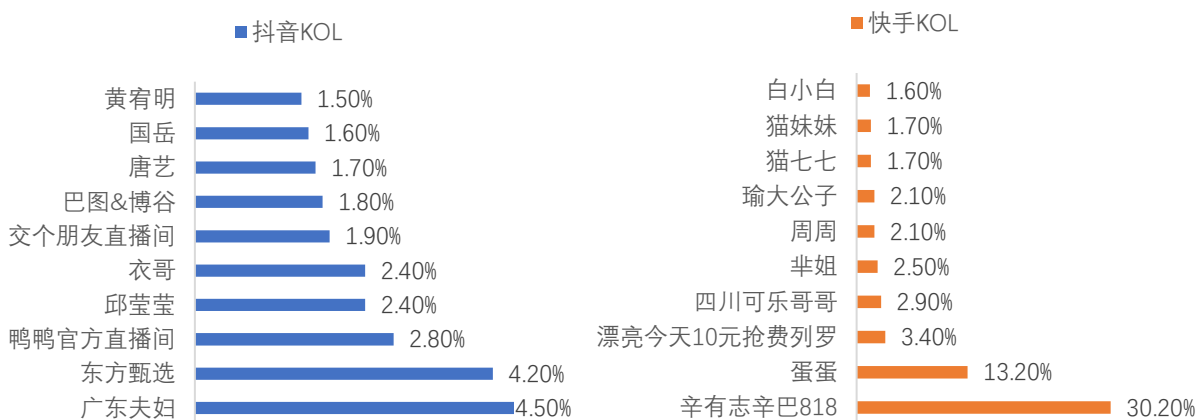
淘宝直播产生了 62 个成交额亿元以上的直播间，通过吸收达人主播获取流量。同时淘宝腰部主播和新主播快速增长，预售引导销售额分别实现 365%和 684%的同比增长。淘宝数据显示，在过去一年淘宝新增了 50 万名新主播。刘畊宏妻子王婉霏的淘宝账号于 10 月 31 日正式开播，虽然总观看人次超过 200 万，但是实际转化率并不理想，新主播和淘宝生态之间还需要一段时间磨合。

抖音布局商城，“双十一”活动商家数量同比增长 86%，“广东夫妇”作为抖音大主播，11 月 1 日单场带货 GMV 超 7 亿元，活动期间销售额占比 4.5%，东方甄选销售额紧随其后，占比为 4.2%。

快手与抖音相比，KOL 销售额差距大，辛巴以 30.2%的份额遥遥领先，蛋蛋以 13.2%的份额排名第二，其余 KOL 的销售额远远不及头部。

从粉丝增长率角度，运动健身类 KOL 粉丝同比增长 18%，教育类 KOL 粉丝同比增长 16.4%。传统电商多年积累才孵化出几个出圈大主播，而直播电商在抖音、快手等平台上一路攀高，头部主播声量放大，腰部也不断扩充。

图 39：2022 双十一期间抖音与快手 KOL 销售额占比



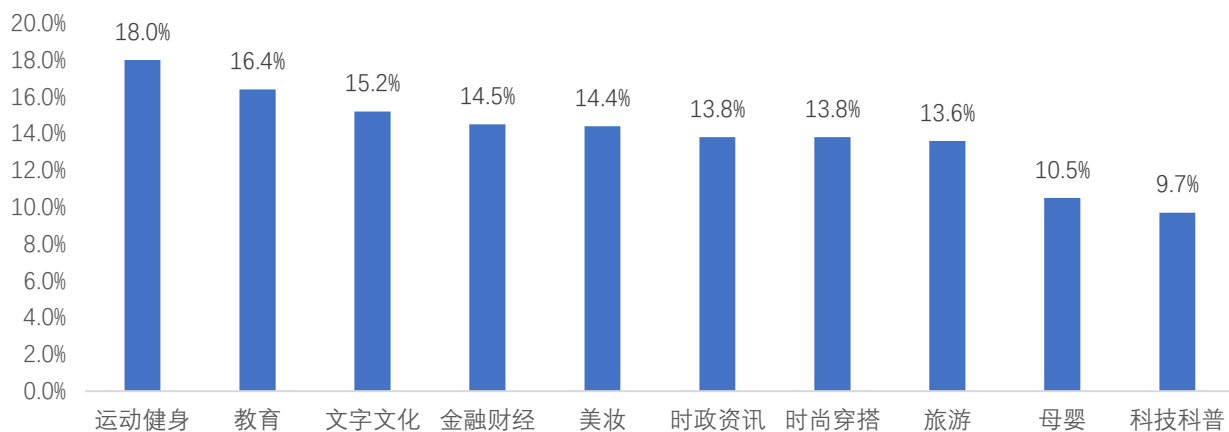
资料来源：QuestMobile，信达证券研发中心

表 6：2022 双十一期间点淘主要主播表现

主播名	带货总额	粉丝数量	直播场次	平均每场直播时长	平均每场观看量	平均每场上架商品数量
李佳琦	336.2 亿	7169.2W+	19 场	9h	7000W+	72 个
烈儿宝贝	30.8 亿	2187.0W+	19 场	11h	3100W+	17 个
陈洁	21.7 亿	1113.1W+	19 场	11h	2000W+	13 个

资料来源:星图数据, 信达证券研发中心

注: 数据监测时间为 2022 年 10 月 24 日-2022 年 11 月 11 日

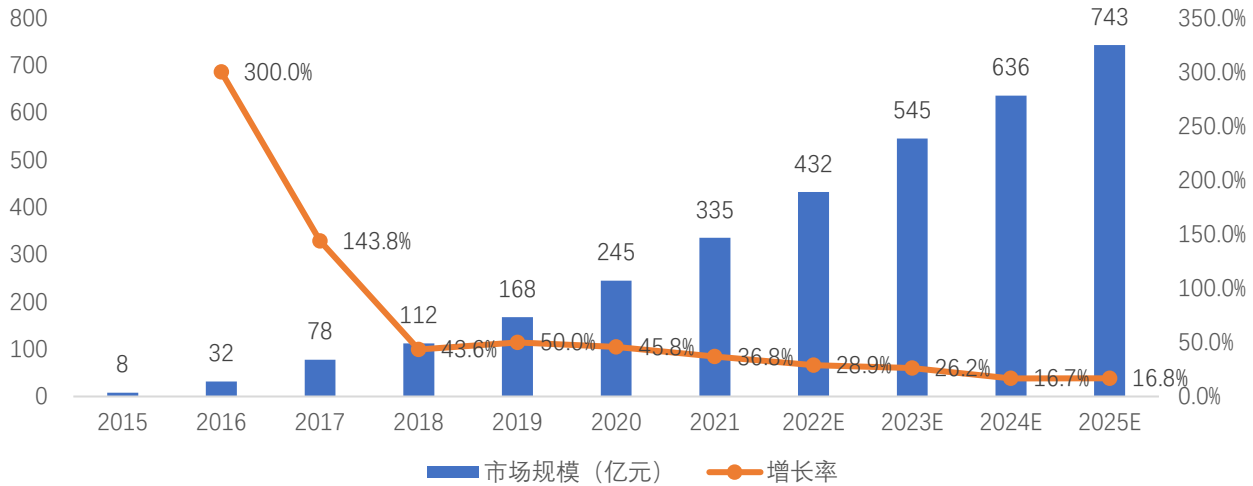
图 40：跨平台粉丝同比增长率 TOP10 KOL 类型


资料来源: QuestMobile, 信达证券研发中心

2.5 MCN 机构角度：服务需求持续增长，三大平台优势突出

近年来中国 MCN 市场规模迅速扩大。2022 年市场规模将达 432 亿元，预计 2025 年达 743 亿元。以直播电商、短视频为代表的新兴网红经济的崛起，使 MCN 机构的服务需求持续增长。

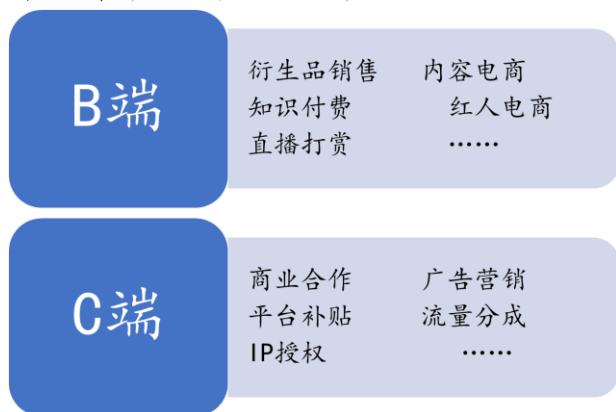
图 41：2015-2025 年中国 MCN 市场规模及预测



资料来源：艾媒数据中心，信达证券研发中心

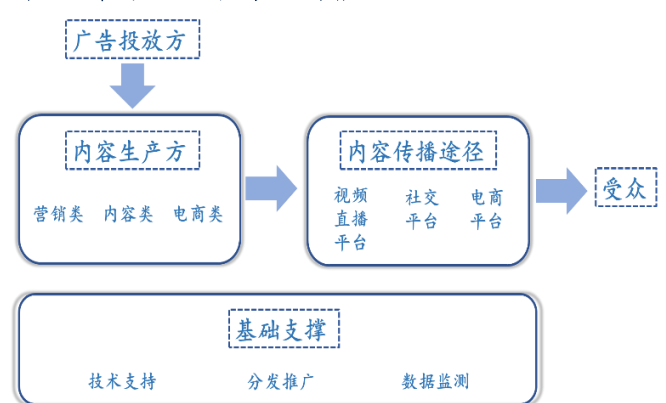
中国 MCN 机构的盈利主要分为两大方向：一是面向 C 端用户，如商业合作、流量分成、平台补贴、广告营销、IP 授权等；二是面向 B 端商家，主要通过衍生品销售、红人电商、直播打赏、内容电商、知识付费等方式获取营收。此外，自创品牌等盈利模式也逐渐被机构采用。

图 42：中国 MCN 行业盈利模式



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图 43：中国 MCN 行业产业图谱



资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

三大平台优势突出，东方甄选 GMV 到净利的转化率较高。

东方甄选 2022 年开启了产地直播新模式，自营产品占比持续提高，建设逐步完善主播梯队；将进酒账号开播，进一步拓宽用户群和酒水品类；看世界等账号的视频质量向纪录片看齐。

遥望科技 2022 年致力于成为链接明星网红与供应商的直播电商超级渠道，明星矩阵及 IP 账号加速布局，推出

数字虚拟人与孪生主播技术，积极切入非标领域拓展增量，自创 SaaS 平台助推新业务发展。

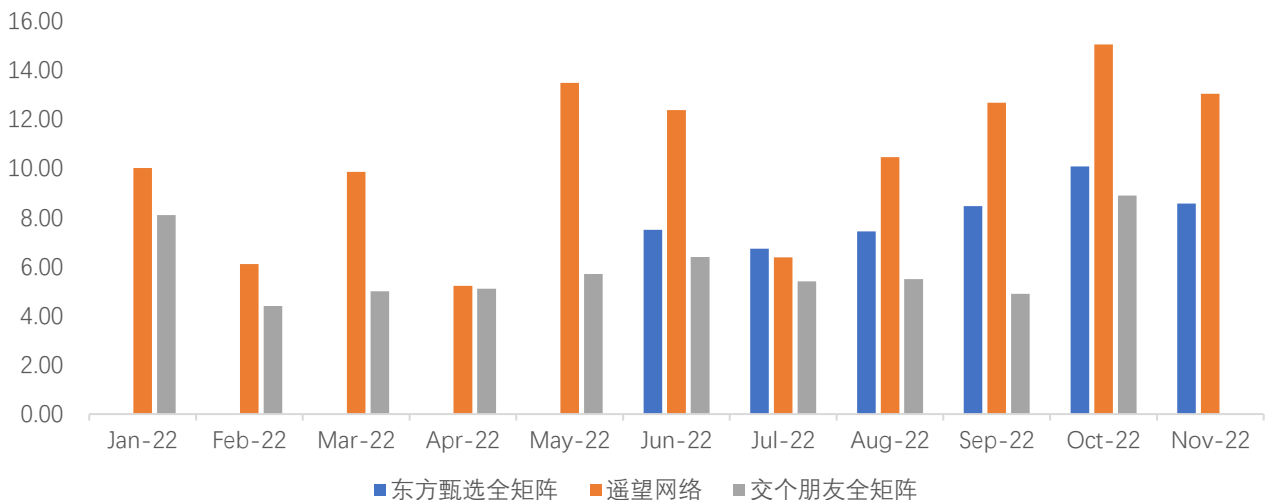
交个朋友 2022 年主要进行了去 3C 化，去个人标签，以及增加女性粉丝。

表 7：东方甄选、遥望科技、交个朋友 2022 年关键信息跟踪

	东方甄选	遥望科技	交个朋友
2022 年关键举措	开启产地直播新模式，自营产品占比持续提高，建设逐步完善主播梯队；将进酒账号开播，进一步拓宽用户群和酒水品类；看世界等账号的视频质量向纪录片看齐	致力于成为链接明星网红与供应商的直播电商超级渠道，明星矩阵及 IP 账号加速布局；推出数字虚拟人与孪生主播技术；积极切入非标领域拓展增量，自创 SaaS 平台助推新业务发展	去 3C 化，去个人标签，增加女性粉丝
优势	前期积累了较多的嘉宾，室内访谈的排期节奏或加快。整体看，竖屏综艺的形式和主播的发挥越来越稳定；全账号矩阵回头客稳步提高，截至 2022 年 12 月底，东方甄选已经有超过 600 万的回头客	拥有丰富优质客户资源；供应链体系完善、运营能力成熟；跻身平台直播带货 MCN 机构前列	核心定位渠道品牌，建立高效短路线的消费者链条，作为一个粉丝信赖的渠道
未来战略规划	自营品营销成本更低，或有更大空间让利供应链，通过投资等方式布局上游供应链	遥望云数字化中台升级为 3.0 版本，成为真正的 SaaS，不受场地和时间限制完成直播；发力数字技术、数字资产，更好实现虚拟空间多样性与灵活度	短期创新直播形式（连线、知识竞猜、互动），多平台铺设（快手和视频号），推出面向三线以下城市的账号和主播；长期优化供应链、丰富货品池、考虑出海（东南亚、映客、赤子城）

资料来源：财富 FORTUNE，每氪，电商报 Pro，天下网商，信达证券研发中心

图 44：东方甄选、遥望科技、交个朋友 2022 年 GMV 跟踪（亿元）



资料来源：蝉妈妈，飞瓜，灰豚，信达证券研发中心

注：时间截至 2022.11.28；其中 11 月份遥望科技 GMV 仅为双十一期间（2022.10.31-2022.11.11）成交额；东方甄选 2022 年 6 月开播

抖快淘流量激励提升，中游 MCN 公司享受流量优惠。2022 年抖快淘三大渠道都提升了对卖家的流量激励力度，行业中游 MCN 公司乘势而上，双十一期间大盘同比大涨。抖音电商增大对商家流量激励力度；快手电商翻倍助推流量补贴，22Q3 电商月活跃买家数突破 1 亿量级；淘宝直播在部分头部 kol 流失情况下，提供流量扶持政策。

表 8：抖快淘三大渠道 2022 年卖家流量激励策略

	抖音电商	快手电商	淘宝直播
2022 年推出卖家流量激励 抖音电商启动“商家复产护航计划”，投入 25 亿流量补贴、超 2 亿元消费券补贴，面向受疫情影响的商家，在政策扶持、平台活动、物流扶持、客服专线四个方面推出九项帮扶举措，保障消费者权益和体验，帮助商家恢复生产和经营热度，为百余城市商家复工复产“护航”	针对“招商团长”推出短视频流量激励政策及“短视频爆款池”活动：（1）以商品关联短视频发布数（T-2 日累计）为考核指标时，加码门槛分为五档，分别为 ≥ 150 条、 ≥ 500 条、 ≥ 1500 条、 ≥ 4500 条、 $\geq 1.2w$ 条，对应奖励明细分别为入池商品数提升至 10 个、30 个、60 个、90 个、120 个；（2）以当天单条短视频成交金额（T0 成交）为考核指标时，加码门槛分为三档，分别为 $\geq 5w$ 、 $\geq 10w$ 、 $\geq 20w$ ，对应奖励明细分别为单条视频给予流量奖励 $10w(T+1)$ 、 $20w(T+1)$ 、 $40w(T+1)$ 。	星火计划：流量激励助力商家、主播声量破圈。（1）标杆创作者：主播视频阶梯任务为一周发布 ≥ 3 条原创视频并审核通过或一周内一条新发布视频 ≥ 10 万播放量，对应奖励直播流量券(PV)分别为 3000PV/周或 10000PV/条(多条可叠加，每周封顶 3 条)；（2）优质创作者：主播视频阶梯任务同上，对应奖励直播流量券(PV)分别为 1500PV/周或 5000PV/条(多条可叠加，每周封顶 3 条)；（3）标杆创作者：主播视频阶梯任务同上，对应奖励直播流量券(PV)分别为 100PV/周或 1000PV/条(多条可叠加，每周封顶 3 条)；（4）普通创作者：暂时无法参与星火计划，需提升至潜力创作者方可参加。	

资料来源:抖音电商、电商报、新榜研究院、信达证券研发中心

三、投资建议

我们认为直播电商赛道仍有持续扩张的空间，受益于头部渠道抖快淘持续流量支持及对传统电商的长期替代效应，建议关注：1、开启产地直播新模式、自营产品占比持续提高、逐步完善主播梯队、持续产出优质内容、契合兴趣电商的发展趋势，流量具备持续性，直播间观众消费能力强的【新东方在线】；2、流量增长稳定，电商业表现稳健，直播业务表现良好，有望以广告、直播和电商为主要货币化手段将流量价值进一步发掘，释放出更多的收入空间和盈利能力的【快手-W】；3、剥离鞋履业务，专注移动互联网营销，明星矩阵及IP账号加速布局，直播业绩表现亮眼的【遥望科技】；4、交个朋友直播间核心定位渠道品牌，建立高效短路线的消费者链条，直播业务逐渐靠直播形式创新、多平台铺设账号和主播、丰富货品池、优化供应链驱动增长的【世纪睿科】。

表 9：重点公司 EPS 及估值情况

股票代码	证券简称	股价 (元)	PE (倍)			EPS 摊薄 (元)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1797.HK	新东方在线	41.90	-5.89	38.72	28.05	-0.53	1.05	1.46
1024.HK	快手-W	58.05	-19.95	-151.48	28.04	-2.61	-0.34	1.86
002291.SZ	遥望科技	14.07	27.23	14.04	10.32	0.52	1.00	1.36
1450.HK	世纪睿科	2.10	-	9.62	6.34	-	0.19	0.29

资料来源：Wind，信达证券研发中心

时间：2023/03/06

风险因素

宏观经济恢复不及预期：目前疫情防控政策虽有所放松，但是各地疫情反复，未来宏观经济恢复程度尚不明朗，如果宏观经济恢复较慢，消费者预期悲观，将影响直播电商行业景气度。

直播电商平台发展不达预期：目前各大平台对直播电商业务发展的扶持力度较大，行业的快速发展也得益于此，如果未来抖音、快手、淘宝等平台减少对直播电商的业务投入，将会影响到行业发展速度。

行业竞争激励、监管趋严：主播行业竞争激烈，不断有新进入者争夺粉丝资源，未来虚拟主播的发展也将带来冲击，如果头部主播出现形象问题将导致用户信任度下降，加上行业监管趋严，将影响直播带货业务发展。

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。目前主要覆盖互联网板块。中国农业大学金融硕士，曾任职于华创证券，2022 年加入信达证券研发中心。团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深300指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起6个月内。	买入: 股价相对强于基准20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。