

信义山证 汇通天下

证券研究报告

消费/电商

电商直播生态专题研究

评级

报告原因：深度报告

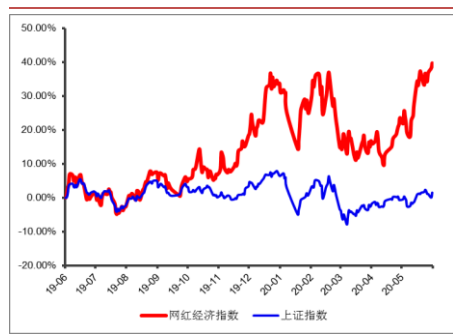
新消费乘风破浪，全民带货踏浪前行

看好

2020 年 6 月 17 日

行业研究/深度报告

网红经济指数近一年市场表现



分析师：

谷茜

执业登记编码：S0760518060001

邮箱：guqian@sxzq.com

徐雪洁

执业登记编码：S0760516010001

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **国内直播行业的发展是媒介、内容到商业化演进的过程。**中国互联网直播自 2005 年发展至今，由网络直播兴起、内容开启垂直化、移动端直播崛起、精细化运营与直播+赋能到现在迈入了直播电商大爆发的 5.0 阶段；媒介由 PC 端转移至移动端，内容由秀场丰富到泛娱乐再渗透至各行各业，变现模式也由打赏演变至广告营销、销售佣金、会员等。

➤ **短视频崛起，用户粘性诉求提升，电商直播快速迭代。**2016 年移动端直播爆发，直播平台试图通过直播+内容+电商的方式来提高用户粘性，电商平台则以立体化展示商品和与消费者即时互动的形式弥补传统电商平台图文形式展示的不足，电商直播由此兴起；通过业态短时间内快速的迭代，最终在 2019 年呈现爆发态势。

➤ **电商直播拓宽“人货场”概念的边界，重塑生态闭环。**电商直播拓宽了原有消费场景中的核心元素人（消费者）、货（商品）、场（场景）的概念边界，构建出以主播+平台+品牌+用户为主要参与者的生态闭环。其中，主播是直播电商销售场景中的核心，主播的介入角色改变了原来用户消费决策过程；平台作为连接主播、用户及品牌三方的支撑，占据整个电商直播产业链中的核心位置；品牌方面对消费者决策行为的转变和向线上消费的转移，使得品牌方在营销方式上侧重影响用户决策的信息流、社交、电商类等广告投放形式，另一方面对电商直播带货的高营销转化，驱动品牌方对 KOL 直播带货更加倚重而加速入场；用户方面，购物体验区别于传统零售，同时获得精神层面的满足。

➤ **从网红带货走向全民带货，人人拥抱新经济。**2019 年直播行业因为电商直播的迅速崛起再次成为关注焦点，再度成为互联网行业的风口；2020 年，由于疫情扩散带来的用户居家、延迟复工复产等问题，更是进一步推动了电商直播生态的发展。除疫情事件催化外，直播电商获官方认可并获得政策扶持、高用户基数及商业转化率等因素均加速了全民直播带货的发展进程，与以往相比，直播电商参与的范围、领域、重视程度均发生重大变化，平台与企业跑步入场，跨界直播入局构建新主播竞争格局，用户规模及在迅速壮大。

➤ **电商直播在技术赋能、低线消费崛起、MCN 机构专业化介入等推动下迭代升级。**5G 商用推动下，2020 年直播电商市场将迎来快速成长期，市场规模有望突破万亿。在模式创新转型之外，下沉市场有望成为近年来电商领



域增长的最大动力，近年来国家对农村消费市场的发展高度重视，相继出台各项政策提高农村电商发展水平。在国家政策、电商平台、和当地官员等多方共同努力之下，视频直播的新模式有效促进了农产品销量增长。当前全民带货的热潮及疫情的催化下，上游各类品牌方、厂商等对新媒体的营销投放需求以及直播带货诉求已经明显增加；需求驱动下，具有专业化能力的 MCN 机构将会迎来更广阔的市场空间。全民直播带货的浪潮中电商与文娱内容的联动更加密切，并有望推动内容产业中新模式的形成。

➤ **投资建议：**建议关注直播电商对于“人货场”生态边界的持续拓宽，我们从品牌、营销、平台三方受益的角度梳理投资主线，重点关注直播在技术赋能、低线消费崛起、MCN 机构专业化等趋势推动下的迭代升级。

品牌方面：1) 休闲食品类属于高频价低的标品，易于线上销售，建议关注三只松鼠、良品铺子；同时，线下企业全渠道布局抗风险价值高，建议关注开始布局直播带货的安井食品、洽洽食品；2) 化妆品类销量大、毛利高，且下沉市场增量潜力较足，建议关注化妆品国货品牌珀莱雅、丸美股份、及上海家化；3) 黄金珠宝类具备轻奢非标属性，疫情催化线上销量快速增长，建议关注主营黄金珠宝类品牌的周大生、豫园股份。

营销方面：关注电商直播入局潮下 KOL 营销投放有望更受青睐，内容营销产业链有望受益；布局 MCN 业务/网红经济受益明确，其中包括营销类、内容类及部分品牌类公司，标的包括：星期六、元隆雅图、新文化、中广天择、芒果超媒等；中长线具有品牌主资源、贴近平台的核心代理公司也有望受益，标的包括：华扬联众、省广集团、蓝色光标等。

➤ **风险提示：**宏观经济增速承压；消费升级不达预期；直播及内容监管政策变动不确定性；市场竞争加剧风险；新业态拓展前期投入较大拖累业绩。

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. 解构电商直播，拓宽“人货场”概念的边界，重塑生态闭环 | 6 |
| 1.1 国内直播行业的发展是媒介、内容到商业化演进的过程 | 6 |
| 1.2 电商直播拓宽“人货场”概念的边界，重塑生态闭环 | 7 |
| 2. 疫情按下加速键，全民直播带货热潮来袭 | 11 |
| 2.1 从网红带货走向全民带货，人人拥抱新经济 | 11 |
| 2.1.1 疫情期间网络直播用户规模快速增长，电商直播异军突起 | 11 |
| 2.1.2 平台跑步入场，竞争赛道中头部显现 | 12 |
| 2.1.3 全行业加码线上运营，直播产品迭代升级 | 15 |
| 2.1.4 头部“出圈”马太效应显现，跨界主播入局构建新格局 | 16 |
| 2.2 外部因素变化，成为行业发展加速器 | 18 |
| 3. 新风口下，电商直播的升级与演进 | 20 |
| 3.1 5G 驱动数字经济，直播产业智能升级 | 20 |
| 3.2 低线直播生态崛起，电商平台普惠农户 | 21 |
| 3.3 私域流量降本增效，企业直播增添助力 | 23 |
| 3.4 产业链专业化分工诉求加强，推动 MCN 市场前景广阔 | 25 |
| 3.5 电商直播“破圈”与文娱联动，催生内容新模式 | 26 |
| 4. 投资建议 | 28 |
| 5. 风险提示 | 30 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图 1：中国直播行业发展历程 | 6 |
| 图 2：中国直播行业企业图谱 | 7 |
| 图 3：中国电商直播行业发展历程 | 8 |
| 图 4：电商直播生态图谱 | 8 |
| 图 5：以货为中心的购物决策过程变革为以人中心的决策过程 | 9 |
| 图 6：2019 年中国各类 KOL 带货转化情况调查 | 9 |
| 图 7：互联网平台在电商直播生态中将“场”的边界拓宽 | 10 |

| | |
|---|----|
| 图 8：2017-2019 年中国网络实物零售规模 | 11 |
| 图 9：2017-2020E 中国直播电商市场规模 | 11 |
| 图 10：2015-2020.3 中国网络购物及网络直播用户 | 12 |
| 图 11：2020 年 3 月直播细分内容领域用户规模情况 | 12 |
| 图 12：不同互联网平台布局电商直播领域的时间节点 | 13 |
| 图 13：淘宝直播疫情期间对主播的免费培训 | 14 |
| 图 14：电商直播购物平台用户占有率 | 15 |
| 图 15：直播电商品类分布图 | 16 |
| 图 16：各界名流强势入局，跨界直播案例说明 | 17 |
| 图 17：淘宝直播 2020 年 3 月-4 月间主播红人榜 | 18 |
| 图 18：2020 年 5 月淘宝直播电商主播 GMV 月榜 | 18 |
| 图 19：疫情期间直播与非直播用户单日时长（分钟） | 19 |
| 图 20：疫情期间电商直播 APP 日活跃用户规模 | 19 |
| 图 21：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） | 20 |
| 图 22：实物商品网上零售额累计值、同比及占比% | 20 |
| 图 23：2019 年中国观看直播带货用户比例及购买直播产品比例 | 20 |
| 图 24：5G 时代技术革命给电商直播带来的红利 | 21 |
| 图 25：近两年下沉市场消费者网购成单频次变化 | 22 |
| 图 26：直播电商三线及以下城市用户占比均超 60% | 22 |
| 图 27：企业营销方主要私域载体分布 | 24 |
| 图 28：个人营销方主要私域载体分布 | 24 |
| 图 29：电商直播成为企业直播服务行业新引擎 | 24 |
| 图 30：MCN 产业链图谱及 MCN 功能定位 | 25 |
| 图 31：专业 MCN 对直播电商高效运作的支撑作用 | 26 |
| 图 32：品牌主对 MCN 服务提出更高要求 | 26 |
| 图 33：2020 年 618 电商与广电合作晚会情况 | 27 |
| 图 34：天猫 2020 年 618 发布的明星电商直播名单 | 27 |
| 表 1：2020 年淘宝直播、抖音、快手等平台对电商直播业态的扶持政策 | 13 |

| | |
|---|----|
| 表 2：不同主流平台电商直播模式对比..... | 14 |
| 表 3：2020 年以来典型的主播类型和特征..... | 17 |
| 表 4：2020 年以来直播电商获得了官方认可及扶持..... | 18 |
| 表 5：疫情期间电商平台爱心助农情况..... | 22 |
| 表 6：2019 年直播间宣传的影视作品及 2020 年上线及待播的带货综艺..... | 28 |
| 表 7：已覆盖上市公司列表 | 30 |

1. 解构电商直播，拓宽“人货场”概念的边界，重塑生态闭环

1.1 国内直播行业的发展是媒介、内容到商业化演进的过程

中国互联网直播自 2005 年发展至今，经历了从媒介转变到内容转变再到商业变现转变的不同过程，至今已经进入到 5.0 阶段。

图 1：中国直播行业发展历程



资料来源：Mob 研究院、新榜研究院报告整理，山西证券研究所

直播 1.0：网络直播兴起。时间为 2005 年至 2011 年，由 9158 视频网站演变，开创秀场直播模式，随后六间房、YY 等平台布局上线直播业务，直播 1.0 时期主要以 PC 端为媒介、秀场直播为内容。

直播 2.0：内容开启垂直化。时间节点为 2012 年，此时国内网络游戏市场快速发展，以游戏为内容的直播平台虎牙上线，标志开启了游戏直播的时代；2014 年斗鱼直播上线，由此推动了进一步以秀场直播向游戏垂直领域直播的拓展，直播的媒介依旧以 PC 端为主。

直播 3.0：移动端直播崛起。2015 年 4G 商用落地推动国内移动互联网爆发式发展，游戏、视频、直播等网络应用向移动端转移，开启了直播 3.0 阶段。相较于 PC 端，移动端直播具有多设备、多场景、碎片化时间等优势以及移动网络环境的优化，用户加速向移动端转移；而在资本助推与政策支持下大量内容创作者进入到直播领域，娱乐直播内容呈现丰富多元的趋势，全民直播的浪潮开启。在这一阶段网络直播逐渐完成由 PC 端向移动端的媒介转移以及秀场直播向直播+泛娱乐的转变，用户迅速增长至 2016 年捅破 3.4 亿人，2016 年也被称为是移动直播元年。

直播 4.0：精细化运营与直播+赋能。伴随着行业的快速发展，移动网络直播平台数量迅速增长一度达到 200+，行业竞争不断加剧；同时由于行业前期粗放式的跑马圈地，部分泛娱乐直播平台内容不规范、恶性竞争现象的存在，监管部门随后出台一系列政策对内容、主播、平台等环节加强监管和行业整顿，内外部因素共同驱动行业整合出清，中小直播公司洗牌出局，流量、主播及资本向头部平台聚拢，行业竞争格局逐步走向巨头争霸。在移动互联网流量的竞争中，内容为王驱动各平台走向精细

化运营的方向；而直播凭借强互动性、强实时性及丰富的表现形式的新媒介属性，内容渗透至电商、体育、资讯、教育、财经、企业服务等各个垂直领域，并以此衍生出更加丰富的变现模式，包括直播打赏、广告营销、会员收入、游戏推广、佣金分成等。

直播 5.0：直播电商爆发。2019 年直播带货兴起，用户规模呈现爆发式增长，高流量转化率推动电商直播市场发展壮大，成为继泛娱乐直播后直播领域中重要组成部分。2020 年疫情催化下，加速直播向不同线下运营为主行业的渗透，电商直播生态版图不断扩张，全民直播走向全民直播带货阶段。与泛娱乐直播打赏为主要变现模式不同，直播电商变现的核心收入主要来自销售商品后的佣金分成，由主播、MCN 机构、平台等共同进行。

图 2：中国直播行业企业图谱

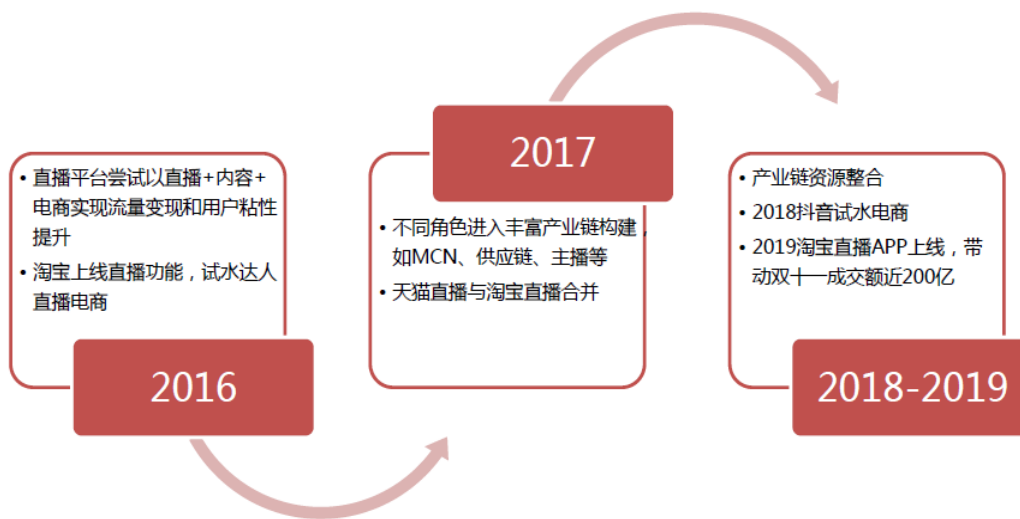


资料来源：Mob 研究院报告整理，山西证券研究所

1.2 电商直播拓宽“人货场”概念的边界，重塑生态闭环

直播与产业融合裂变，催生出了更多的经济形态，电商直播已经分离出来成为直播版图中的重要领域，并从少数平台试水发展成为一个基于移动互联网流量的生态。回溯国内电商直播的发展，2016 年伴随着移动端直播的爆发，直播平台在流量快速积累中试图通过打通直播+内容+电商的方式来提高用户粘性，并在直播打赏模式以外寻求可能的变现模式；此外淘宝平台也于 2016 年上线直播功能，以立体化展示商品和与消费者即时互动的形式弥补传统电商平台图文形式展示的不足，并通过让达人来直播进行电商新模式的尝试。至此开始，电商直播行业发展经过短时间内快速迭代，包括不同机构和角色的涌入使得产业链的构建和分工更加完善，以及行业走向资源整合以解决产业链割裂导致周期长的问题，最终在 2019 年呈现爆发态势。

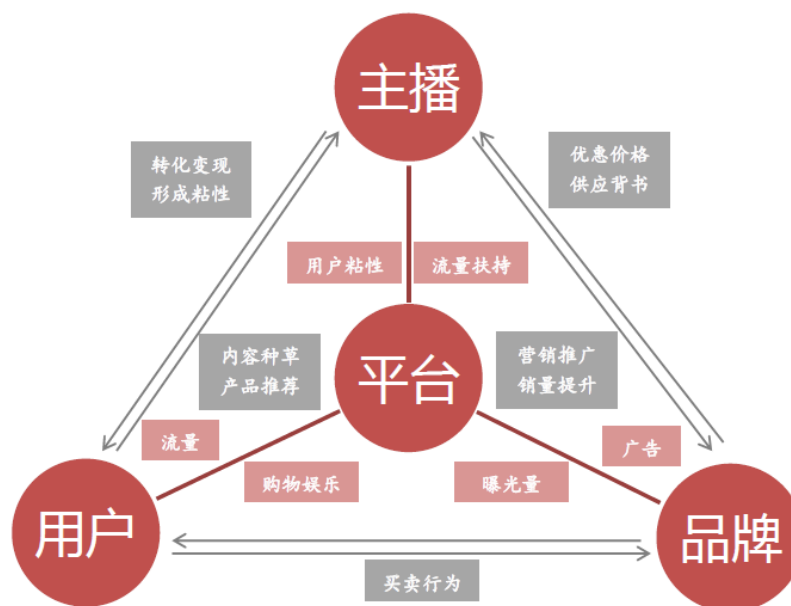
图 3：中国电商直播行业发展历程



资料来源：艾媒咨询《2020-2021 年中国直播电商行业运行大数据分析及趋势研究报告》，山西证券研究所

电商直播拓宽了原有消费场景中的核心元素人（消费者）、货（商品）、场（场景）的概念边界，构建出以主播+平台+品牌+用户为主要参与者的生态闭环。

图 4：电商直播生态图谱

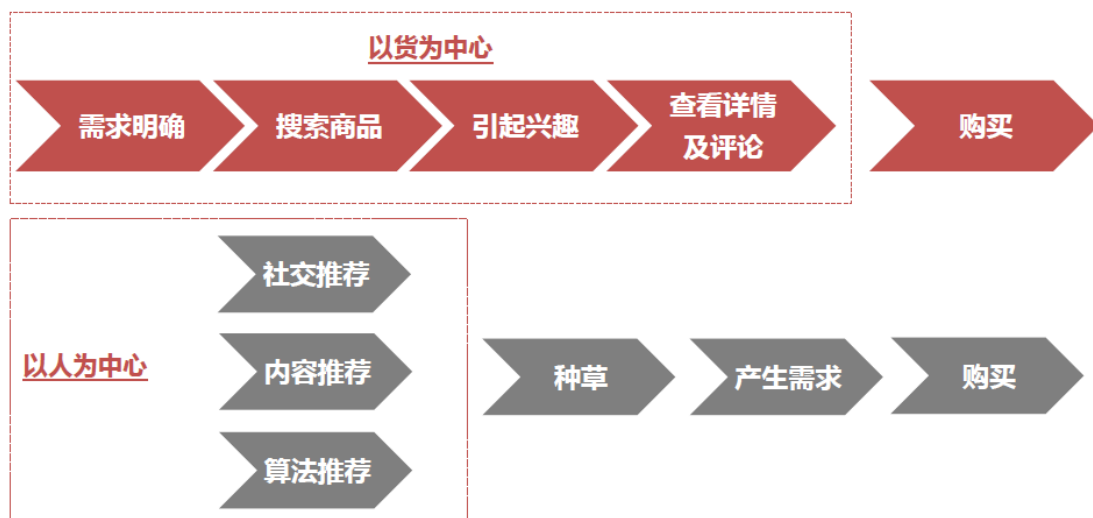


资料来源：山西证券研究所

主播是直播电商销售场景中的核心，主播的介入角色改变了原来用户消费决策过程。即以消费者主动搜索商品变为接受主播推荐商品，在这个决策过程中原本以货品为中心的决定因素逐渐转变成为人（主播）为中心的、由社交、内容等多种因素共同影响决策。尤其是在各类网红 KOL 切入到直播电商领域后，通过借助各自在垂直领域中积累的流量优势与内容生产优势，选择与粉丝群体相契合的产

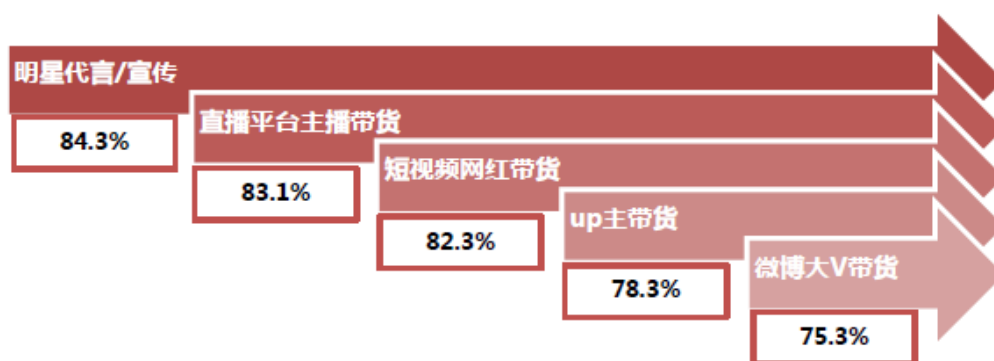
品推荐，不仅能够在快速形成流量聚集，同时能够充分发挥“人”的效应，在短时间完成由种草—产生购买需求—完成购买的转化过程，更加缩短用户决策周期，流量变现的能力显著提升。在这个过程中，带货主播的角色已经逐渐由单纯的线上“导购”切换到能精准对接目标群体、让消费者产生共鸣、激发消费者产生购买欲的“营销手段”，在高性价比与优购买体验下，形成以 KOL 为中心的忠诚度，在社交属性下实现传播裂变，形成新一轮的流量聚集和变现。艾媒咨询数据显示，2019 年各类 KOL 直播带货转化率达 75%以上；双十一淘宝直播 GMV 达 200 亿元以上，全年 GMV 突破 2000 亿元。

图 5：以货为中心的购物决策过程变革为以人为中心的决策过程



资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 6：2019 年中国各类 KOL 带货转化情况调查

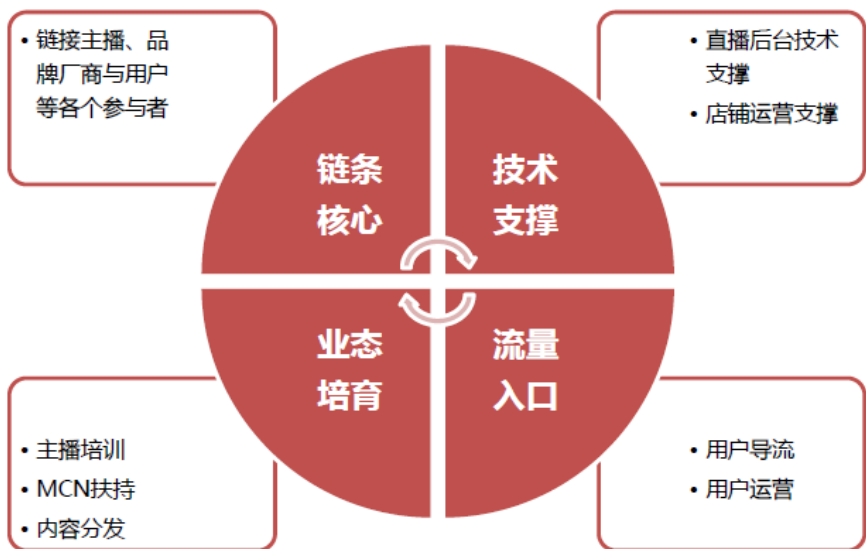


资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

平台作为连接主播、用户及品牌三方的支撑，占据整个电商直播产业链中的核心位置。虽然发展的时间并不长，但互联网平台凭借其自带的原始基因，以不同的切入路径直播电商战场，并形成了各自的平台特色。平台的切入对整个电商直播生态的形成产生重要的影响，以提升用户粘性和探索流量

变现为发展初衷，在扶持内容生产和变现业态中推动了电商直播行业的快速崛起与发展；更重要的是电商直播平台将“场”的边界拓宽，由单纯完成商品购买的场景，升级到线上流量入口+品牌营销阵地+内容分发渠道+主播扶持基地等功能更多元化的场景概念，整合了分散的流量、KOL 资源与品牌供应链资源。

图 7：互联网平台在电商直播生态中将“场”的边界拓宽



资料来源：山西证券研究所

对于商品厂商而言，品牌曝光与销售转化可以兼得。一方面面对消费者决策行为的转变和向线上消费的转移，另一方面对电商直播带货的高营销转化，前者使得品牌方在营销方式上侧重影响用户决策的信息流、社交、电商类等广告投放形式，后者则是驱动品牌方对 KOL 直播带货更加倚重而加速入场。在直播电商的生态逻辑下，直播带货不单是通过立体、互动式的产品展示和优惠价格吸引消费者购买而提高销量和消化库存，同时也是提升产品曝光度，在网红主播的营销及流量加持下快速实现品牌推广和认知，短时间内形成品效合一，这一逻辑在 2019 年众多国产品牌的崛起已得到验证。电商直播入局浪潮下，流量及用户粘性竞争加剧，主播之间以及平台之间的竞争最终还会回归到产品竞争上，扩大选品品类、保障产品性价比以及独家品牌合作等将成为主播及平台提升竞争力的关键，而其背后的逻辑是对供应链整合与管理能力的考验，进而推动主播、平台向产业链上游拓展，强化与品牌主的合作。

用户方面，购物体验区别于传统零售，同时获得精神层面的满足。电商直播为用户带来的“边看边买”陪伴式购物以及在信任主播的推荐下获得高性价比产品的购物体验更优于传统电商搜索购买的方式，精准匹配消费者购物需求同样较优于现阶段依据过往搜索和购买数据的算法推送，因而受到更多用户的青睐。另一方面，电商直播的内容与社交属性还能满足消费者一定的娱乐需求，尤其对于 90

后、00 后的年轻用户群体，更希望通过与主播互动、粉丝间互动以及消费行为等获得标签与群体的认同感，呈现出更高的用户粘性成为电商直播的消费主力。

2. 疫情按下加速键，全民直播带货热潮来袭

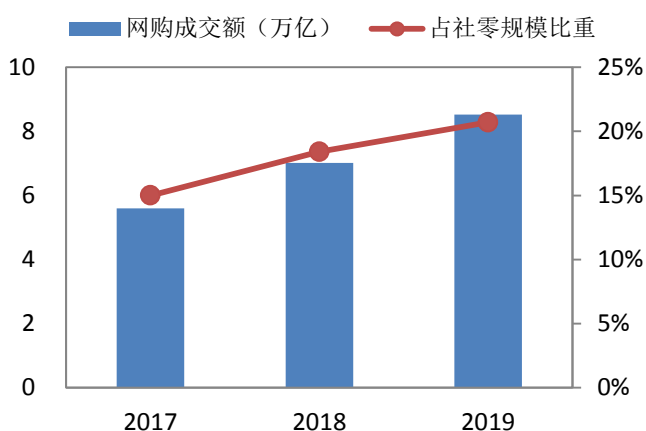
2.1 从网红带货走向全民带货，人人拥抱新经济

疫情之下，“宅经济”催生电商直播行业新玩家和新的商业机会。2019年，直播行业因为电商直播的迅速崛起再次成为关注焦点，再度成为互联网行业的风口；2020年，由于疫情扩散带来的用户居家、延迟复工复产等问题，更是进一步推动了电商直播生态的发展。与以往相比，直播电商参与的范围、领域、重视程度均发生了天翻地覆的变化，不仅各平台、各企业纷纷加大对直播的投入，同时主播结构、用户规模也在迅速壮大。

2.1.1 疫情期间网络直播用户规模快速增长，电商直播异军突起

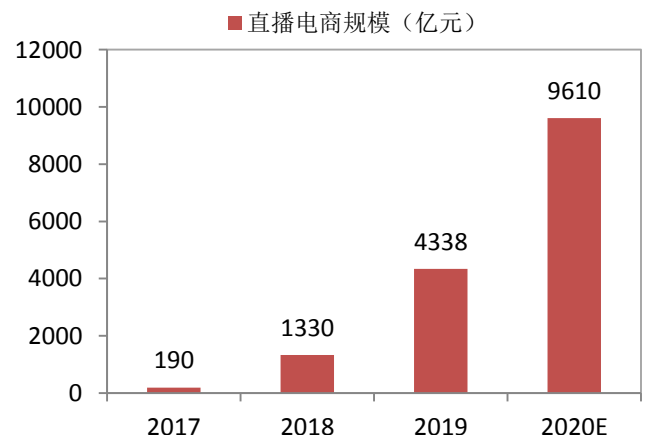
我国线上网络购物一直以来呈现快速增长，并成为拉动国内消费增长的重要驱动。2019 年我国网上零售销售额达 10.63 万亿元，其中实物商品网上零售销售额达 8.52 万亿，占社会消费品零售总额比重为 20.7%。与此同时直播电商 GMV 呈现高速增长态势，已由 2017 年的 190 亿增长至 2019 年的 4338 亿元，以淘宝直播平台为例，淘宝直播连续三年直播引导成交增速 150% 以上，并在 2019 年全面爆发 GMV 达到 2000 亿以上。疫情影响之下，多产业的“云复工”、消费者“云逛街、云购物”的热情高涨，更是助推了这种模式的演进，继续保持高速增长，加速向整个网络购物领域渗透，预计到 2020 年将达到 9610 亿元。

图 8：2017-2019 年中国网络实物零售规模



资料来源：CNNIC 互联网调查报告，山西证券研究所

图 9：2017-2020E 中国直播电商市场规模

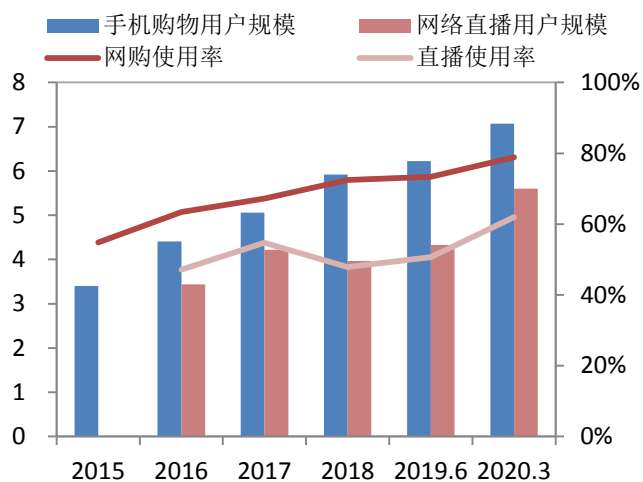


资料来源：艾媒咨询，山西证券研究所

随着直播行业快速发展，网络直播对互联网用户的渗透率已经达到 2020 年 3 月的 62%，网络直播

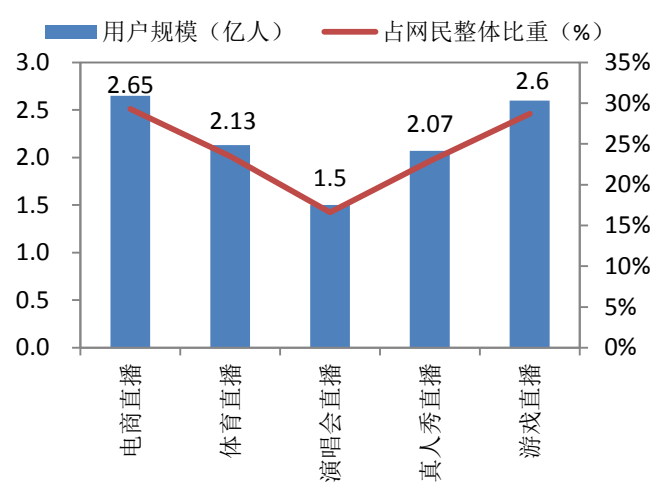
用户规模达到 5.60 亿人，其中电商直播用户规模为 2.65 亿人，占网络直播用户规模的 47.32%。另一方面，线上购物在消费者日常生活的渗透更加深入，到 2020 年 3 月手机网络购物的用户规模已经达到 7.07 亿人，渗透率为 78.9%，与之相比电商直播用户的占比仅为 37.48%，用户转化带来的增量空间非常广阔。

图 10：2015-2020.3 中国网络购物及网络直播用户



资料来源：CNNIC 互联网调查报告，山西证券研究所

图 11：2020 年 3 月直播细分内容领域用户规模情况



资料来源：华经情报网，山西证券研究所

2.1.2 平台跑步入场，竞争赛道中头部显现

目前国内的电商直播平台不仅包括传统的电商网站（淘宝、京东、唯品会等），同时包括具有社交属性的社区平台如小红书、微博及具有娱乐属性的短视频平台如抖音、快手等。2016 年，淘宝直播和蘑菇街直播先后开启；之后的两年中电商直播皆处于蓄力阶段，虽然亦有平台增加电商直播功能，但多处于功能尝试阶段；2019 年平台布局加速，抖音快手等视频平台和网易考拉、拼多多等电商平台纷纷大力发展电商直播。

图 12：不同互联网平台布局电商直播领域的时间节点



资料来源：Mob 研究院，微播易，山西证券研究所

作为连接电商直播供需两端的平台，电商平台、视频平台在2020年持续推出不同的流量和运营扶持举措，加大电商直播的投入；此外企业自播成新风潮，总裁为品牌代言，同时积极联动平台和KOL扩大影响力。1) 淘宝、京东、拼多多等综合性电商平台，依靠成熟完整的电商全链路服务，持续加码直播电商投入；如淘宝直播2月11日宣布，全国所有线下商家全部可以零门槛、免费入驻，免费使用运营工具。2) 快手、抖音、哔哩哔哩等视频内容平台，为电商主播提供流量和运营支持，积极通过直播推动C2C电商；如快手全面开放闪电购直播卖货工具，抖音进行“线上不打烊”活动，为线下商家提供3亿流量扶持。3) 豆果美食、易车网、土巴兔等垂直内容平台，拥有高粘性的精准用户，以举行直播活动的方式进行垂直品类带货。

表 1：2020 年淘宝直播、抖音、快手等平台对电商直播业态的扶持政策

| 平台名称 | 政策情况 |
|------|---|
| 淘宝直播 | 2月8日，淘宝直播发信《陪伴永不停歇》，推出一整套平台扶持举措。所有品牌商家和线下店均可以零门槛、一键入驻淘宝直播。新开播的商家、门店全部免交保证金、技术服务费，可免费使用各类工具。 |
| 抖音 | 2020年2月10日，抖音宣布推出“线上不打烊”活动，面向全国线下商家推出3亿流量扶持，通过线上团购预售和线上直播分享商品两种方式，助力商家在疫情期间通过线上增收。 |
| 快手 | 2020年2月7日，快手电商宣布将对平台商户推出多项减免与扶持政策，帮助商家于疫情期间降低运营成本。 |
| 京东 | 京东直播推出针对商家和机构“全面降扣、流量护航、专项补贴、0服务费”和针对主播“现金补贴和公域流量扶持”的“4+2”政策。 |
| 微店 | 顺延付费购买微店商城版用户使用时长，为全体商家提供免费直播服务。 |
| 京喜 | 京喜直播设立疫情专项现金补贴，推出“7+8”商家、机构扶持政策，帮助产业带商家和机构实现快速上播。 |

资料来源：talking data，公开资料整理，山西证券研究所

图 13：淘宝直播疫情期间对主播的免费培训



资料来源：公司资料整理，山西证券研究所

由于直播模式带货效率更高，成为商家争相拥抱的模式。目前头部电商平台依然是电商直播的主流平台，但随着进入者的增加，场内竞争明显加剧。根据2020年3月31日中国消费者协会发布的《直播电商购物消费者满意度在线调查报告》显示，经常使用淘宝直播的消费者占比46.3%，处于绝对领先优势；其次为抖音直播和快手直播，经常使用的忠实用户占比分别是21.2%和15.3%。直播电商和短视频电商均开始呈现出头部化、品牌化的趋势，对直播要求以及对直播、短视频平台背后的产业链、供应链、品牌包装能力的要求越来越高。

表 2：不同主流平台电商直播模式对比

| 平台类型 | 电商 | 短视频 | 社交 |
|---------|--|----------------|----------------|
| 代表平台 | 淘宝直播 | 抖音 | 微博 |
| 平台属性 | 成熟的供应链及运营体系 | 碎片化时间娱乐消遣，算法推算 | 内容分享与传播 |
| 月活用户规模 | 2.3 亿/2020.3 | 3.5 亿/2020.3 | 5.16 亿/2019.12 |
| 带货模式 | 商家自播、主播导购 | 短视频上热门+直播带货种草 | 直播+话题热搜+名人 |
| 商品类型 | 全品类 | 美妆、服装百货居多 | 服装、日化等 |
| 销售渠道 | 淘宝、天猫平台 | 抖音小店+第三方电商 | 与阿里打通，微博小店 |
| 分成模式 | 佣金（成交额的 10%-90% 不等）扣除技术服务费或/及内容场景服务费后，平台与主播/MCN 进行分成 | | |
| 2019GMV | 2500 亿 | 1000 亿 | |

资料来源：微播易，山西证券研究所

图 14：电商直播购物平台用户占有率

| | 直播平台 | 使用用户 | 忠实用户 |
|--------|-------|-------|-------|
| 传统直播电商 | 淘宝直播 | 68.5% | 46.3% |
| | 天猫直播 | 32.4% | 5.0% |
| | 京东直播 | 23.8% | 3.5% |
| | 拼多多直播 | 20.9% | 3.4% |
| | 蘑菇街直播 | 8.5% | 1.9% |
| | 小红书直播 | 19.5% | 1.7% |
| | 唯品会直播 | 12.0% | 1.3% |
| 社交直播电商 | 抖音直播 | 57.8% | 21.2% |
| | 快手直播 | 41.0% | 15.3% |
| | 虎牙直播 | 9.8% | 0.2% |
| | 斗鱼直播 | 12.1% | 0.1% |
| | 花椒直播 | 4.1% | 0.0% |

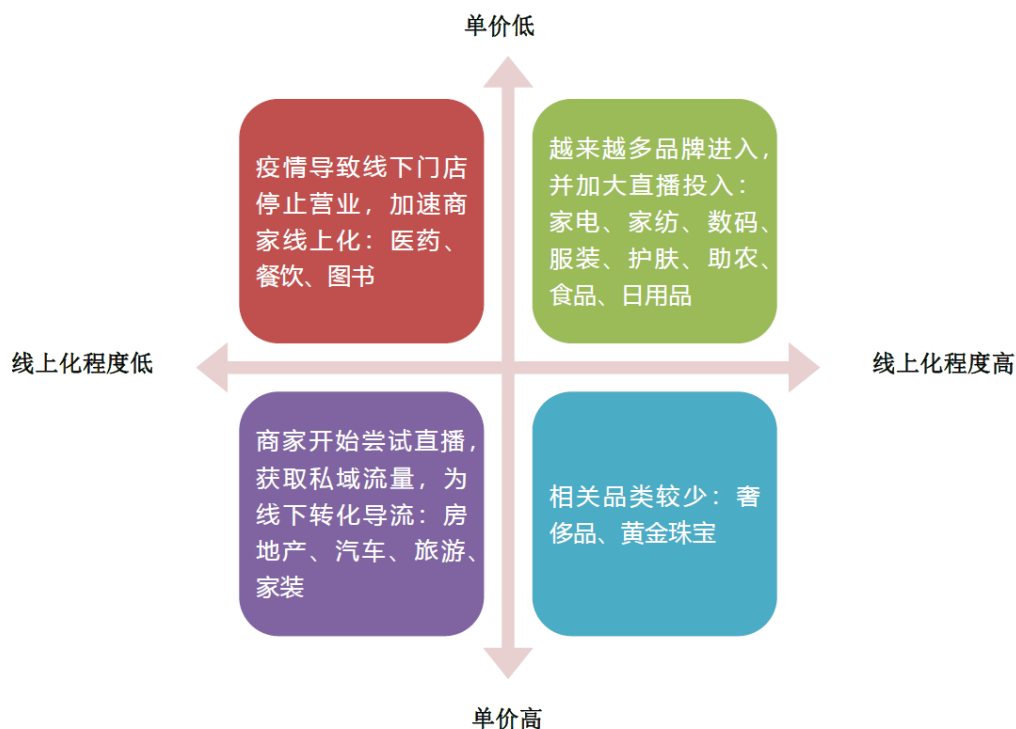
资料来源：前瞻经济学人，山西证券研究所

2.1.3 全行业加码线上运营，直播产品迭代升级

2020 年突如其来的新冠疫情冲击了实体零售各个渠道，极大促进了电商直播业务的快速增长，也催化了线下企业对于线上渠道的加速布局，全渠道能力成为疫情期间企业抗风险的重要缓冲带，侧面印证了当前我国网络零售市场的普及程度十分广泛。疫情期间，电商和短视频平台抓紧特殊时期招揽新客的历史机遇，纷纷发布商户入驻及直播的有关扶持政策，一定程度上加速了品牌方的线上布局脚步。随着品牌渠道的线上化迁移，品牌在线上的用户招新、渠道打通和长线运营等方面均有望实现数字化转型。

直播行业渗透率不断提升的同时，适合直播卖货的商品品类也开始迭代升级。直播带货主流产品涉及类型一般为高复购率、高毛利率和低客单价的品类，而客单价高、决策流程长、非标属性的品类则容易陷入线上转化的困局。但是，随着直播用户经济能力的逐渐提升和疫情黑天鹅事件的催化影响，以线下运营为主的行业也开始试水线上直播，其中不乏高客单价、低复购率的非标品类、一线主流品牌、以及特色产品等品类。对于专业需求较强的商品，如珠宝、汽车、农副产品等，带货主播需要与顾客进行专业化的双向交流，深入了解产业链上游的主播往往更具说服力，能够更好地推动购买决策。

图 15：直播电商品类分布图



资料来源：NResearch，山西证券研究所

从商品的经济效益来看，化妆品的高毛利和高成交量使其拥有较高的利润空间，同时行业在向着专业化、细分化的方向持续发展，具备相关领域知识储备的主播（BA）能够将专业的内容转化为消费者语言，由上至下、分梯度的向消费者进行渗透。在疫情期间，林清轩创始人带领 2000 名员工从线下销售转向了淘宝直播，创始人第一场直播有超过 6 万人观看，销售额近 40 万元。在疫情防控最为严重的 2 月份，林清轩有超过 90% 的销售来自于线上，在半个月里销售业绩较去年同期增长了 45%；阿芙精油也调动 400 多名导购在家直播，情人节当天通过爱逛直播工具实现单场直播 1 小时销量超过 8 万的业绩，转化率高达 12%。疫情期间，百货商场的各大品牌纷纷进行专场活动，通过 BA 的朋友圈宣发引流至自营 APP 沉淀私域流量池。2 月 7 日起，银泰就邀请了近千名 BA 通过淘宝直播、喵街 APP 在家复工，BA 分享喵街商品达成交易可获取 1% 的佣金，一名 BA 直播一次产生的销售额，可相当于在门店上了一周的班。

2.1.4 头部“出圈”马太效应显现，跨界主播入局构建新格局

电商直播的迅速发展吸引了越来越多的人尝试通过直播进行品宣转化甚至走进直播间带货。据淘宝直播数据显示，截至 2020 年 2 月至少 100 种职业转战淘宝直播间，超过 100 位 CEO 参与带货。除了网红主播和商家运营人员外，明星、垂直类 KOL、企业高层，政府官员、素人等通过自播或参与其他主播的直播等形式开展带货，场外人士的积极参与极大丰富了主播群体。拼多多数据显示，截至 3

月 31 日，拼多多“农产品上行”板块“市长县长直播间”已累积吸引近 1100 万消费者参与消费，全网累积观看人次超过 1.5 亿；4 月 6 日晚，“口红一哥”李佳琦和央视主持人朱广权组成“小朱配琦”组合，通过“直播”助力湖北企业复工复产，两个多小时的直播观看量破亿，共实现为湖北带货超 4000 万元；2020 天猫 618 活动从 6 月 1 日起正式开场，超过 300 个明星、4 大卫视入驻淘宝直播平台，助力阿里 GMV 仅 1 小时 29 分钟便突破 20 亿。

表 3：2020 年以来典型的主播类型和特征

| 类型 | 代表 | 特征 |
|--------|-------------------------|-----------------------|
| 网红 | 薇娅、李佳琦、辛巴等 | 深耕直播行业、运营团队专业 |
| 明星 | 李湘、林依轮、王祖蓝、李小璐、刘涛等 | 自带流量、满足用户好奇心 |
| 垂类 KOL | 罗永浩、许知远 | 圈层号召力、干货内容 |
| 品牌方 | 品牌创始人高管、门店导购、客服、农场主、渔民等 | 熟悉市场和产品，真实不套路，品牌更具自主权 |
| 政府机构 | 县长、市长、旅游局长 | 具有社会公信力，大部分为公益性质 |

资料来源：2020 直播生态研究，公开资料整理，山西证券研究所

图 16：各界名流强势入局，跨界直播案例说明

| 明星带货 | 主持人带货 | 企业家带货 |
|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> •2020 年 4 月 22 日，李小璐直播卖货直播 4 小时成交额 4769 万元，打赏收入 85 万。 •2020 年 4 月 28 号，李佳琦携手杨幂直播带货，为 Cross 品牌带货。 •2020 年 5 月 14 日，刘涛在淘宝直播首次开播，超过 2100 万人观看，销售额高达 1.48 亿元。 | <ul style="list-style-type: none"> •2020 年 4 月 7 日，央视名嘴朱广权直播卖货，为湖北人民卖特产，刺激消费，快速恢复湖北的经济。 •2020 年 5 月 1 日，央视四大主持人康辉、撒贝宁、朱广权、尼格买提首次同框直播带货。观看人数超过了 1000 万且成交额高达 5.286 亿元。 | <ul style="list-style-type: none"> •2020 年 4 月 1 日，罗永浩邀请小米中国区总裁卢伟冰、搜狗 CEO 王小川来到直播间互动。 •2020 年 5 月 6 日，携程董事局主席梁建章开启了第八场带货直播，观看人数达 274 万，1 小时成交总额达 4600 万元。 •2020 年 5 月 10 日，格力董明珠快手直播带货首秀，直播 3 个小时成交额为 3.1 亿元。 |

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

从已入局的主播带货情况来看，头部主播的马太效应已经显现。从主播直播内容观看量来看，淘宝直播平台已经形成了以“薇娅+李佳琦”为双头部的主播第一梯队，直播内容观看数据远高于平台其他主播，其背后的意义在于头部主播对于平台流量的吸纳能力明显高于其他主播，以此带动的 GMV 同样具有一定差距。与此同时，薇娅与李佳琦所拥有的影响力与关注度已延伸至平台之外，纷繁亮相微博热搜、综艺活动等，成功破圈后又能为平台进行推广引流，而形成良性循环。因此我们认为，一方面头部主播的马太效应已经显现，而头部主播的成长并不具有复制性，因此平台在头部主播方面开展竞争；另一方面在跨界主播的入局潮下有望推动新头部的崛起和加速电商直播生态内流量的流动与均衡化，构建新的竞争格局。

图 17：淘宝直播 2020 年 3 月-4 月间主播红人榜

| 主播名称 | 观看次数 (亿) | 观看人数 (亿) | 合作商家 | 带货商品 |
|------|----------|----------|------|------|
| 薇娅 | 10.72 | 1.68 | 465 | 735 |
| 李佳琦 | 5.34 | 1.34 | 364 | 491 |
| 烈儿宝贝 | 1.53 | 0.42 | 337 | 914 |
| 雪梨 | 2.02 | 0.37 | 165 | 1039 |
| 陈洁 | 1.18 | 0.29 | 155 | 849 |
| 六公主 | 0.84 | 0.11 | 42 | 1310 |
| 李湘 | 0.24 | 0.12 | 137 | 217 |
| 张大奕 | 1.09 | 0.22 | 80 | 589 |

资料来源：艾媒数据中心，山西证券研究所

图 18：2020 年 5 月淘宝直播电商主播 GMV 月榜

| 主播名称 | 5月GMV (亿) | 5月总销售量 (万) |
|-----------|-----------|------------|
| 薇娅 | 22.00 | 2216.10 |
| 李佳琦 | 19.03 | 1986.65 |
| 雪梨 | 3.83 | 301.27 |
| 格力电器 | 3.78 | 14.68 |
| 聚划算百亿补贴官方 | 3.38 | 139.78 |
| 烈儿宝贝 | 2.60 | 287.85 |
| 大美唤 | 2.53 | 24.53 |
| 小丸子姐姐 | 2.05 | 25.74 |
| 陈洁 | 1.50 | 176.65 |
| 天猫超市 | 1.46 | 180.59 |

资料来源：WeMedia、凤凰娱乐，山西证券研究所

2.2 外部因素变化，成为行业发展加速器

直播电商获官方认可，政策利好产业快速发展。电商已经成为拉动内需增长的重要动力，直播更是为电商发展提供了新动能。随着线上消费的常态化以及疫情影响，直播电商在电商领域的渗透和战略地位的提升，直播电商获官方认可：中央及地方政府有关部门纷纷出台政策加大扶持力度，强化组织保障，助推直播电商产业有序高质发展；人民日报、央视新闻等中央媒体也通过公开评论发声和策划相关活动等方式表达了对直播电商渠道优势的认可；各地官员也频频出现在直播电商平台为地方产品代言。

表 4：2020 年以来直播电商获得了官方认可及扶持

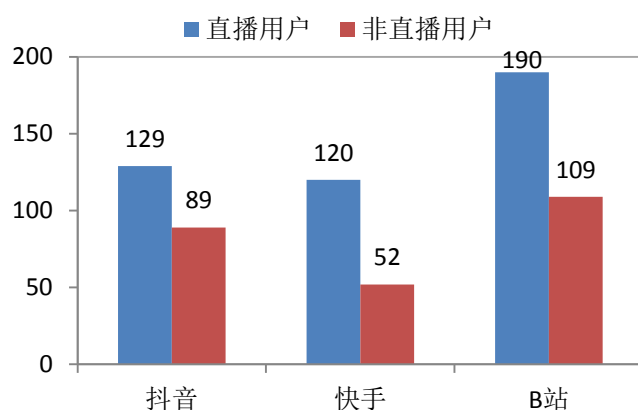
| 扶持方式 | 政策情况 |
|------|--|
| 政府支持 | 1) 2020 年 2 月商务部出台 《关于进一步做好疫情防控期间农产品产销对接工作的通 |

| | |
|------|---|
| | <p>知》鼓励电商企业为直播带货等渠道提供流量支持；</p> <p>2) 2020年3月北京市文化和旅游局发布特别提示指出电商类等直播不属于网络表演，不需要申请办理《网络文化经营许可证》；</p> <p>3) 广州市商务局出《广州市直播电商发展行动方案（2020-2022年）》推进个十百千万工程，计划将广州打造成为全国著名的直播电商之都；</p> <p>4) 2020年4月四川省商务厅发布《品质川货直播电商网络流量新高地行动计划（2020-2022年）》，推进“四个一”工程，计划将四川打造为全国知名区域直播电商网络流量中心。</p> |
| 央媒站台 | <p>1) 2020年4月，人民日报发表时评，肯定“直播带货”方式在激活消费和促进经济转型升级方面的作用；</p> <p>2) 疫情稳定后，人民日报、央视新闻等央媒联合淘宝、快手等平台为湖北直播带货，助力湖北经济复苏，其中，央视新闻、快手的“祖蓝夏丹”组合湖北专场直播还登录了新闻联播。</p> |
| 官员带货 | 安徽、山东、湖北、广西等全国大部分省市的地方官员通过直播宣传和销售当地产品。 |

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

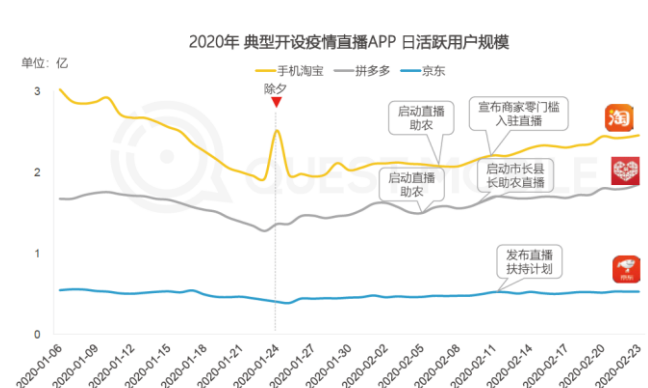
疫情催化，加速线上消费习惯养成，直播带货成为一种新兴的购物方式。据 QuestMobile 数据显示，疫情期间网民对互联网的依赖加大，互联网使用时长比日常增加 21.5%，其中，直播的份额也不断加大。一方面是基于前期各类社交电商及互联网技术发展的推动，同时辅以前期投入直播的参与者尝试到直播红利促使其加大投入；另一方面是疫情的突然爆发，线下产业受到重创，线上产业却迎来商机，差异化的现状倒逼了企业和商家开启进行线上线下相结合的多元化渠道的搭建，以此来提高企业营收和风险抵御能力。国家统计局发布的数据显示，2020年1-5月份，受到新冠肺炎疫情的持续影响，社零总额累计同比下降 13.5%，但实物商品网上零售额同比增长 11.5%，占社零总额的比重为 24.3%，直播带货热度高涨，助力网上零售逆势增长，实物商品网上零售额增速继续加快，线上渠道渗透率进一步提升。疫情发生以后，由于线上消费对到店消费的替代率提高，越来越多的消费者选择和习惯在线购买和到家服务。

图 19：疫情期间直播与非直播用户单日时长（分钟）



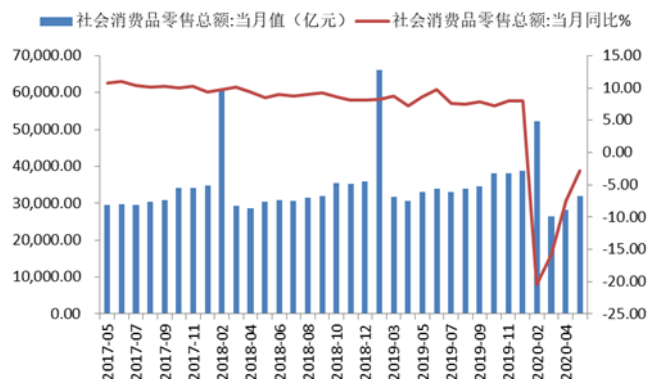
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 20：疫情期间电商直播 app 日活跃用户规模



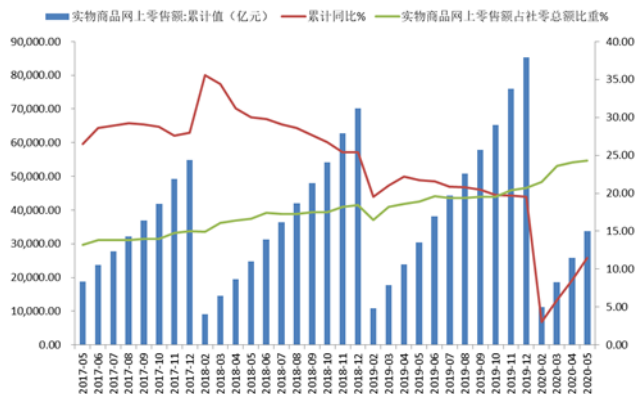
资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 21：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

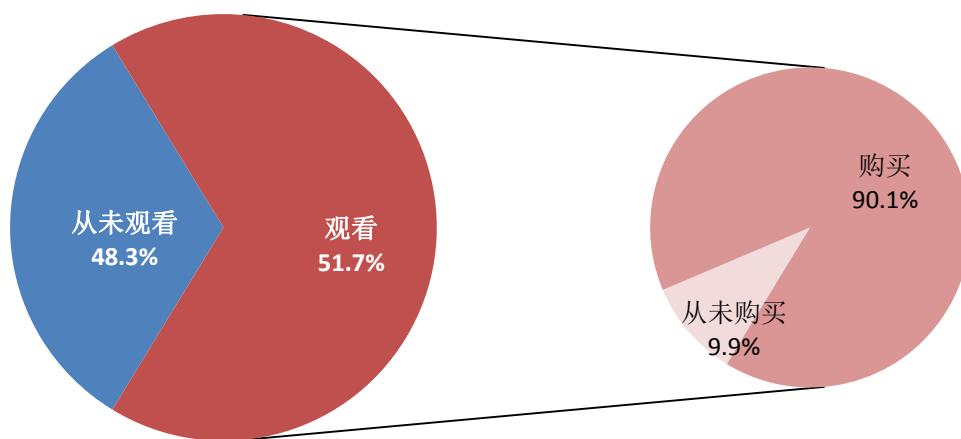
图 22：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

庞大直播用户基数及高商业转化率为电商直播爆发式增长奠定基础。2020年3月直播用户规模达5.60亿，即40%的国人、62%的网民是直播用户，直播用户基数规模庞大。2019年观看直播带货的用户比例超过一半，其中购买直播产品的用户占比高达90.1%，商业转化率较高。因此，在线直播用户规模庞大，是直播电商发展的重要群体基础。在主播强选品能力和限时限量低价销售的策略下，加上主播的人格魅力，直播电商用户商业转化率较高。

图 23：2019 年中国观看直播带货用户比例及购买直播产品比例



资料来源：艾媒网，山西证券研究所

3. 新风口下，电商直播的升级与演进

3.1 5G 驱动数字经济，直播产业智能升级

2020 年以来，“科技新基建”在中央高级别会议上被多次提及，国家正在通过战略高度积极推动“新基建”的布局发展。2020 年国务院出台新基建系列政策，强调与信息经济、数字经济相关的 5G、人工

智能、云计算、工业物联网等新型基础设施建设为重点投入方向，有力支持新技术在内容创意及数字营销等领域的应用。在 5G 时代背景下，人工智能、大数据等新兴科技正在深刻变革各个产业，电商、MCN 等领域正在快速实现产业智能化和数据化，各类创新业态层出不穷。在疫情的影响及 5G 商用的推动下，2020 年直播电商市场将迎来快速成长期，市场规模有望突破万亿。

图 24：5G 时代技术革命给电商直播带来的红利

| 进店沟通 | 选品比较 | 产品溯源 | 双线融合 |
|---|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> 未来商品详情页跳转客服视频直播，进一步增强沟通效率 | <ul style="list-style-type: none"> 线上AR 试妆，自由选取色号看效果，高效激发冲动消费需求 | <ul style="list-style-type: none"> 随时进店铺直播间观看产品在工厂生产的各个环节情况 | <ul style="list-style-type: none"> 通过VR/AR 技术二三线用户在家即可逛完各大一线城市顶级商圈 |

资料来源：微播易，山西证券研究所

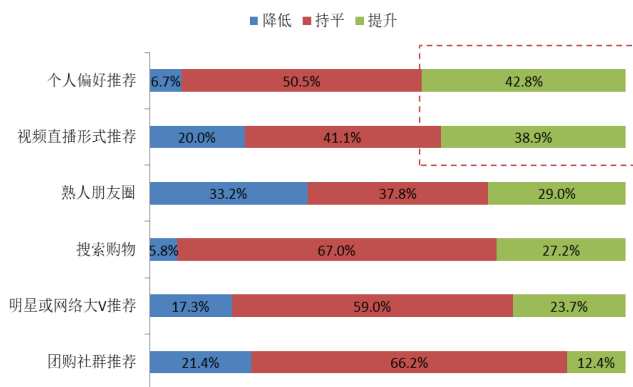
从长期来看，5G、人工智能、大数据等高新技术逐步实现与实体经济的深度融合。5G 技术具备大容量、低延时、高速率等特点，可以支持物联网应用的全面展开，助力传统企业数字化转型，智能化商业服务将成为实体商业转型升级的重要方向，产业效率以及终端用户体验也会得到大幅提升。5G 与直播技术的融合将会有效降低直播成本、提升直播画面质感，同时推动直播与更多业态的融合。在直播实际应用层面，5G 时代信息传输更加流畅，视频的清晰度和稳定性将进一步得到提升，同时录制视频也不会受网络带宽的限制，直播带宽成本降低；另一方面，强大的计算能力可以支撑更高传输成本的交互行为，主播和用户、用户之间将会有更多形式的互动，多场景直播成为可能。未来随着 AR、VR 等技术水平的不断完善，5G 将优化它们的使用成本及实际效果，VR 直播、全景直播以及沉浸式直播体验的应用范围将会扩大，直播电商或将拥有深度沉浸式的云购物体验。

3.2 低线直播生态崛起，电商平台普惠农户

近年来随着下沉市场经济的发展和居民收入水平的不断上涨，下沉市场的零售额占比持续上升。低线城市零售市场由 2015 年的 15.1 万亿元增长至 2019 年的 21.2 万亿元，复合年增长率为 8.8%，远超一二线城市的增长速度。低线城市人口占比近全国的七成水平，庞大的人口基数孕育着巨大的市场潜力和多样化的市场需求。低线城市拥有高于一二线城市的线上渗透率，下沉市场极大的拓宽了网络消费的增长空间。在京东披露的一季度新增用户中，有 70% 来自于低线市场，并贡献了 60% 的履约 GMV；整体用户中，有超过一半来自于低线城市。移动互联网的不断普及和本地化物流网络的逐渐完善，有

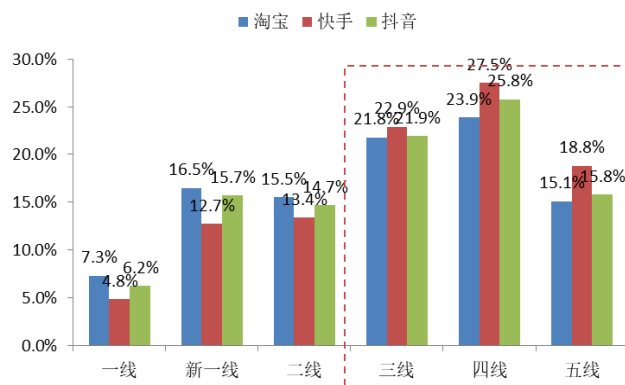
效帮助低线城市消费者克服了线下零售基础设施不足、商品选择有限、购买正品渠道较少的有关问题。下沉市场用户闲暇时间较为充裕，休闲娱乐项目较少，居民精神生活比较单一，低线城市消费者更容易青睐冲击力高、互动性强的电商直播形式。

图 25：近两年下沉市场消费者网购成单频次变化



资料来源：易观，山西证券研究所

图 26：直播电商三线及以下城市用户占比均超 60%



资料来源：MobTech，山西证券研究所

在模式创新转型之外，下沉市场有望成为近年来电商领域增长的最大动力。年初的疫情限制了消费者的出行，众多零售商为了自救纷纷从线下走向线上，现有商家则更多采用新的方式与消费者互动并进行销售，通过直播功能拓展多元化的渠道收入，抵消了部分线下零售活动减少带来的负面影响。淘宝直播让商家和网络红人通过对其粉丝和消费者进行营销推广，已经成为今年零售市场上增长最快的销售模式之一。截止 2020Q1，淘宝直播上使用直播的日活跃商家数同比增长 88%，淘宝直播带来的 GMV 同比增长超过 100%。近两年消费者在个性化推荐、视频和直播形式推荐的成单频次提升较明显，未来以直播、短视频为核心的电商内容生态逐渐崛起，将会成为提升下沉市场消费者活跃度、转化率和复购率的重要手段。

表 5：疫情期间电商平台爱心助农情况

| 电商平台 | 爱心助农情况 |
|------|---|
| 阿里巴巴 | 截至 2020 年 3 月 15 日，阿里巴巴“爱心助农”计划已帮助全国 20 个省销售滞销农产品突破 11.8 万吨，涉及 1396 个品类 |
| 京东 | 与 14 个原产地达成 1 万吨的滞销农产品包销合作；从 2 月 11 日至 23 日，助农专题页面已累计帮助超过 3.4 万贫困农户打开销路 |
| 拼多多 | 截至 3 月 6 日，拼多多“抗疫助农”专区成交订单量已达 760 万单，累计帮扶各类型农民超过 2.4 万余户 |
| 每日优鲜 | 上线“爱心助农频道”一周后，已采购海南、广西、江苏等地共 2700 万斤滞销农产品，帮扶 2000 多种种植户 |

资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

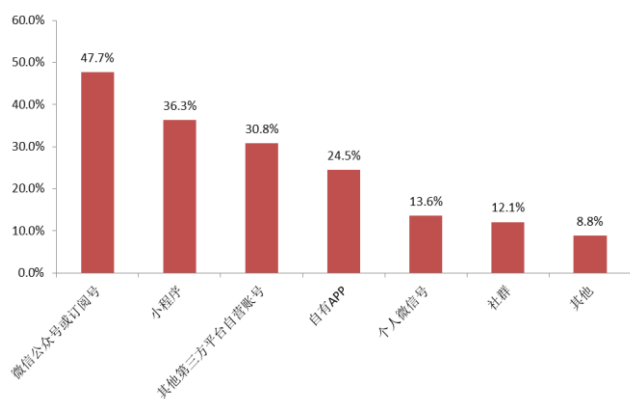
近年来，国家对农村消费市场的发展高度重视，相继出台各项政策提高农村电商发展水平。2020

年政府工作报告中明确提出要支持电商、快递进农村，拓展农村消费。数据显示，2019 年全国农产品网络零售额达到 3975 亿元，同比增长 27%，带动 300 多万贫困农民增收。在国家政策、电商平台、和当地官员等多方共同努力之下，视频直播的新模式有效促进了农产品销量增长。通过直播，消费者从产品源头直观的了解到了产品信息，对于标准化程度较低的农产品直播效果明显。同时，疫情期间由于封路隔离、外出就餐暂停等原因，导致生鲜农产品上游出现严重滞销，电商龙头通过搭建直播平台，充分利用自有供应链体系促成与农户的源头直采合作，平台直采生鲜产品的比例由过去的不足 20% 上升到 30% 左右。在电商平台方面，淘宝直播实现了新经济向广大农村用户的普惠作用。截止 2020Q1，全国已有 6 万多名农民入驻淘宝直播，成为农村主播。淘宝直播平台上农产品相关的直播已达 140 万场，覆盖全国 31 个省、2000 多个县域，田间、大棚、仓库、渔船都成了农村主播的直播间。3 月 30 日，淘宝正式发布村播计划 2.0，宣布今年将联合陕西、山东、河南等多个省区市的商务和农业部门，共同孵化 20 万新农人，预计通过直播带货农产品销售额达到 150 亿。

3.3 私域流量降本增效，企业直播增添助力

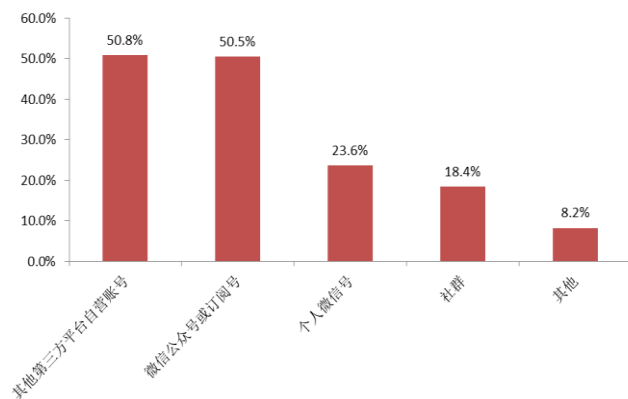
虽然互联网技术的发展降低了企业营销推广的门槛，但是消费场景的碎片化程度逐渐加深，海量的产品服务推广信息让企业粗放式的营销效果大打折扣，最终导致企业获客成本不断攀升。营销方获客成本的高企不断侵蚀着企业的利润，企业不得不改变营销思路转而发展私域流量，通过精细化用户管理和实现精准营销来降低营销成本。私域流量相对于公域流量来说，需要通过沉淀和积累来获取更精准、转化率更高的垂直领域流量。2019 年我国网民获取商品信息的线上渠道主要集中在微信和电商平台，而微信平台 and 小程序是营销方拓展私域流量的重要阵地。腾讯拥有超过 10 亿的用户量，并且用户粘性十足，同时公众号推文、微信群、朋友圈等社群可以形成联动效应，天然具有转化私域流量的基因。腾讯在 2019 年 8 月针对微信小程序和公众号用户上线腾讯直播，致力提高商品点击率和下单转化率，配备小程序商城的运营者可以创建直播，用户观看方式也十分便捷。

图 27：企业营销方主要私域载体分布



数据来源：艾媒数据，山西证券研究所

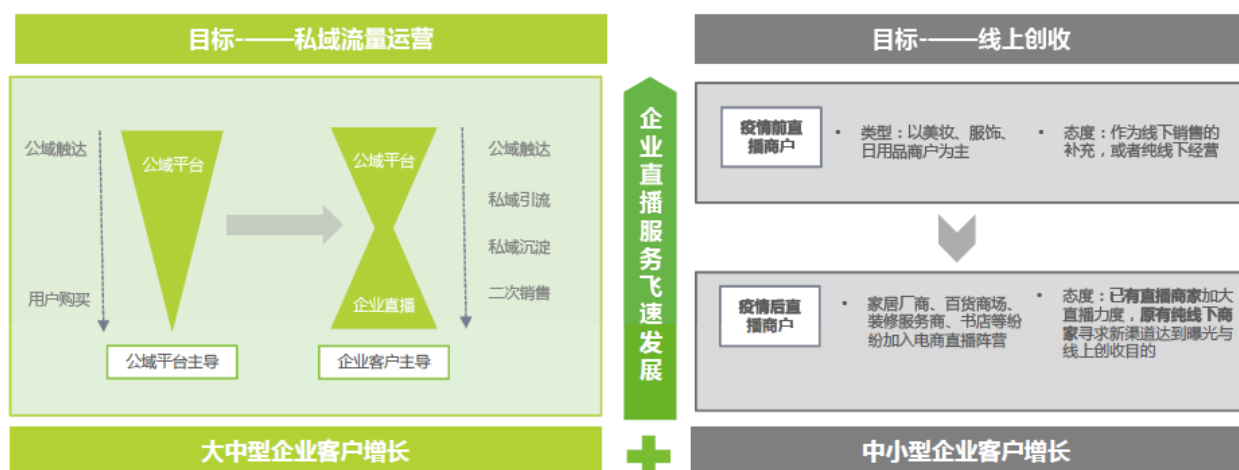
图 28：个人营销方主要私域载体分布



数据来源：艾媒数据，山西证券研究所

在下沉市场里，用户的持续消费行为与信任度关联性越来越高，私域运营有助于维系和提升用户与营销方之间的信任感，一旦建立了良好的信任关系，私域营销的效果也会水涨船高。依托去中心化的流量分配模式，快手具备更高的用户粘性和更浓厚的社区属性，为直播电商营造了良好的运作氛围。快手的电商直播是以主播的社交关系出发，建立较强的用户信任感，从而培养出粘性较强的用户体系，天然适合私域流量的运营，并赋能电商转化。相比之下，淘宝直播更倾向于商品导向，用户粘性较低，消费者对于商品的品质和性价比更为关注。传统电商流量红利已经触顶，而在线直播的实时性和互动性极大的增强了用户体验，也降低了用户在电商购物中的不确定性，强化了用户的消费冲动，一定程度上提升了直播消费的转化率。未来在电商直播发展的风口之下，主播可能会将关注度放在私域流量池的沉淀方面，利用自身的口碑以及社交关系形成用户沉淀，从而在电商直播领域更进一步。

图 29：电商直播成为企业直播服务行业新引擎



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

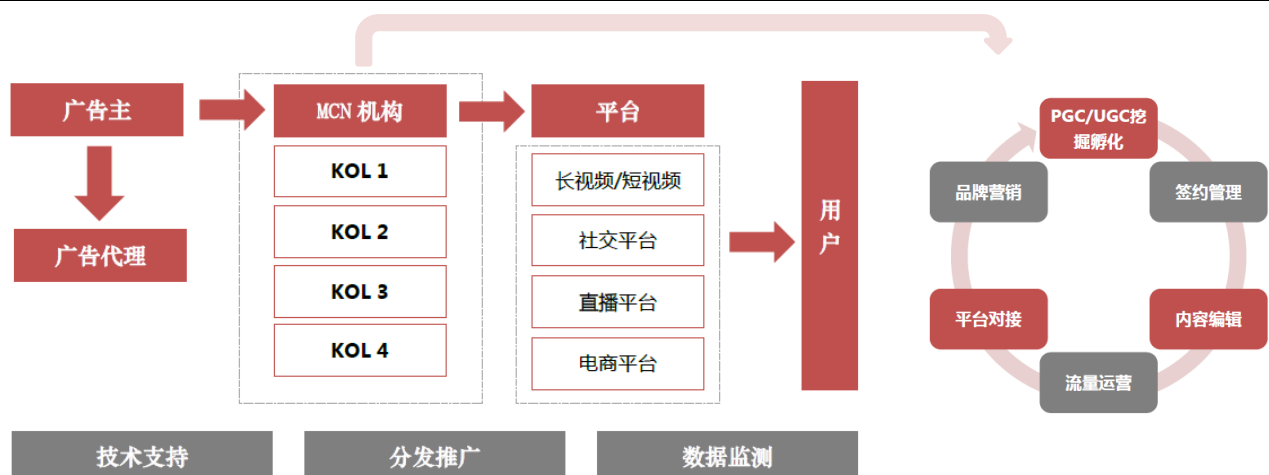
在疫情防控期间，电商直播极速发展，企业直播的新增客户量和订单数双双激增。对于已经形成品牌效应的大中型企业来说，在流量红利殆尽、成本日渐走高的如今，先前沉淀下的私域流量可以反

复利用、无需额外支付费用，已经成为了企业盘活存量运营的重心。企业直播贯穿着线上引流、用户触达、用户转化、最终沉淀的整个生命周期，不仅为企业提供了精准的营销方向，还通过数字化的运营形成了会员的消费者画像，便于企业在垂直领域更好的满足消费者的个性化需求。对于商品同质化、尚未形成规模效应的中小型企业而言，新增用户在深度体验企业电商直播后，迫于线上销量饱和、线下销量受阻的窘境，无意中发现了更具性价比的小众产品，最终成功被转化为企业直播的长期稳定客户。未来会有越来越多的企业用户接入直播功能，电商直播将会成为企业直播服务行业发展的新引擎。

3.4 产业链专业化分工诉求加强，推动 MCN 市场前景广阔

MCN 全称为多频道网络 (Multi-Channel Network)，原本是指存在于内容生产者与平台间的中介，进入中国市场后进行了产业定位及商业模式的推演，逐渐发展成为通过内容聚合、制作和运营，以不同商业化服务变现并按照约定进行收入分成的机构。MCN 机构通过挖掘、孵化、签约及管理内容生产者，并向其提供内容编辑、流量运营、平台资源对接、品牌营销合作等专业化的服务，再直接与上游品牌主营销需求和下游平台内容分发对接，以专业化分工的方式推动了整个营销环节效率的提升。我们认为，电商直播与 MCN 业态的发展相互成就：网红直播带货的高转化率下实现了 MCN 旗下内容生产的快速变现，并以此推动 MCN 对电商业态的更加倚重和发展；MCN 的入局则为市场输出多元化的主播与专业的服务。

图 30：MCN 产业链图谱及 MCN 功能定位



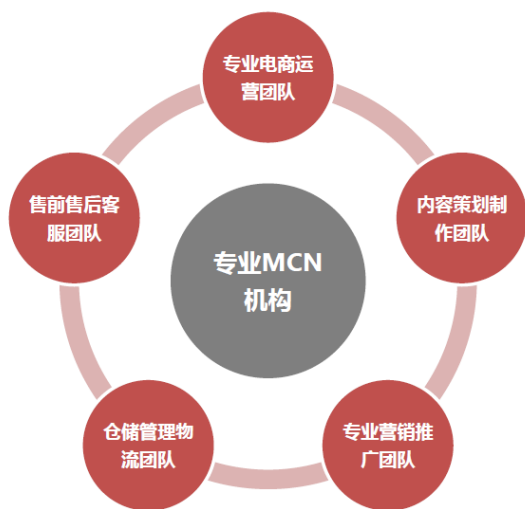
资料来源：克劳锐指数研究院，艾瑞咨询，山西证券研究所

当前全民带货的热潮及疫情的催化下，上游各类品牌方、厂商等对新媒体的营销投放需求以及直播带货诉求已经明显增加，数据显示 2019 年 60%品牌主投放 KOL 核心诉求为“带货”；《2020 春季直播

产业人才报告》数据显示，2020 年 2 月淘宝直播新开播商家数量环比 1 月份大幅增长 719%，直播人才需求同比大幅增长 132%，直播间成为新货架。另一方面，面对带货主播呈现多元化以及平台加速入局的趋势下市场竞争不断加剧，消费者对直播间提供的产品品牌及性价比、线上购物体验要求会更加苛刻，凸显出专业主播及其团队在选品、品控、销售、供应链、售后等运营管理上的能力。因此我们认为，在品牌、厂商及消费者的双向需求驱动下，具有专业化能力的 MCN 机构将会迎来更广阔的市场空间；并且鉴于目前电商直播市场的深度与广度还有待进一步挖掘，市场空间并不会全部被头部 MCN 所挤占，而是具有更广泛的结构化的发展机会。1) 对于头部 MCN 机构而言，不仅有望获得流量、头部品牌以及供应链资源的聚合，同时基于消费者画像、互动及购买数据的分析，向上游延伸参与到产品设计、生产、品控等环节，进一步提升产业链议价权；2) 对于腰尾部 MCN 机构而言，面向市场上海量的且预算有限的中小品牌厂商的需求，成为为中小企业主提供高性价比、定制化的“直播代播”服务商。

最后，除了需求驱动带来广阔的增量市场空间外，品牌厂商对 MCN 及主播的服务需求也将呈现更多元化、直播效果的要求也将更加严格，从而倒逼 MCN 机构在内容生产、主播培养、流量挖掘与运营、营销资源整合、团队配置等多方面进行升级，以提升服务能力。

图 31：专业 MCN 对直播电商高效运作的支撑作用



资料来源：山西证券研究所

图 32：品牌主对 MCN 服务提出更高要求



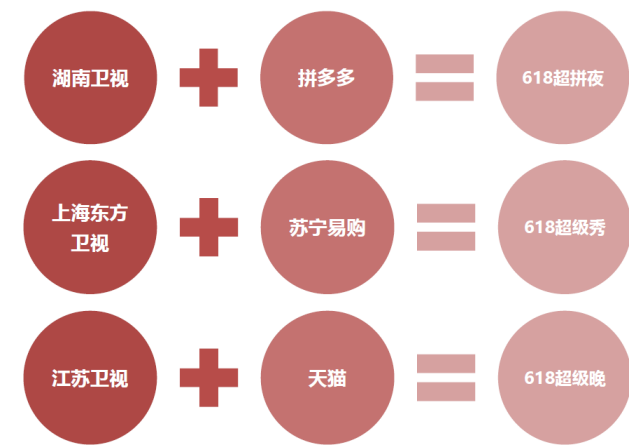
资料来源：山西证券研究所

3.5 电商直播“破圈”与文娱联动，催生内容新模式

近两年电商平台销售活动与文娱活动联动日趋频繁，例如往年“双 11”等大型促销活动中电商平台都会与地方广电合作推出文娱晚会，营造出轻松愉快的节日氛围并带动消费者的购买热情。我们认为，在今年全民直播带货的浪潮下，电商与文娱内容的联动有望更加密切。首先是体现在参与电商直播的明星变得更加广泛。天猫 618 活动启动后公布了 300 多位将在淘宝直播的明星名单，以最大规模

的明星开播潮开启了“电商暑期档”。明星跨界进入带货直播间除了吸引流量本身，同时增加了直播的娱乐性和趣味性，与粉丝进行线上的亲密互动丰富了直播的内容。

图 33：2020 年 618 电商与广电合作晚会情况



资料来源：公开信息整理，山西证券研究所

图 34：天猫 2020 年 618 发布的明星电商直播名单

天猫618淘宝暑期档：300明星齐开播！

| 星期日 | 星期一 | 星期二 | 星期三 | 星期四 | 星期五 | 星期六 |
|---|--|--|---|--|--|--|
| 杨超越 吴青峰 黄明昊 姚晨 郑爽 刘涛 吕燕 官鸿 熊梓淇 马思纯 伊能静 王凯 吴敏霞 | 叶一茜+李艾 精灵宝可梦 潘天鸿 中华小当家 | 叶一茜+李艾 精灵宝可梦 潘天鸿 中华小当家 | 林依轮 宋威龙 吉娜 程潇 迪丽热巴 鹿晗 吴亦凡 旅行团乐队 李易峰 古力娜扎 鹿晗 | 马思纯+金靖 宋威龙 李易峰 谢霆锋 曾可妮 韩东君 | 马思纯+金靖 宋威龙 李易峰 谢霆锋 曾可妮 韩东君 | 马思纯+金靖 宋威龙 李易峰 谢霆锋 曾可妮 韩东君 |
| 王耀庆+王建国 袁姗姗+徐老师 钟楚曦+韩火火 戚薇 | 王耀庆+王建国 袁姗姗+徐老师 钟楚曦+韩火火 戚薇 | 王耀庆+王建国 袁姗姗+徐老师 钟楚曦+韩火火 戚薇 | 王耀庆+王建国 袁姗姗+徐老师 钟楚曦+韩火火 戚薇 | 王耀庆+王建国 袁姗姗+徐老师 钟楚曦+韩火火 戚薇 | 王耀庆+王建国 袁姗姗+徐老师 钟楚曦+韩火火 戚薇 | 王耀庆+王建国 袁姗姗+徐老师 钟楚曦+韩火火 戚薇 |
| 杨迪 邵明明 小沈阳 华晨宇 李易峰+火眼少女钟楚曦 | 杨迪 邵明明 小沈阳 华晨宇 李易峰+火眼少女钟楚曦 | 杨迪 邵明明 小沈阳 华晨宇 李易峰+火眼少女钟楚曦 | 杨迪 邵明明 小沈阳 华晨宇 李易峰+火眼少女钟楚曦 | 杨迪 邵明明 小沈阳 华晨宇 李易峰+火眼少女钟楚曦 | 杨迪 邵明明 小沈阳 华晨宇 李易峰+火眼少女钟楚曦 | 杨迪 邵明明 小沈阳 华晨宇 李易峰+火眼少女钟楚曦 |
| 李易峰 潘天依 | 李易峰 潘天依 | 李易峰 潘天依 | 李易峰 潘天依 | 李易峰 潘天依 | 李易峰 潘天依 | 李易峰 潘天依 |
| 范丞丞 阴阳师 王大陆 | 范丞丞 阴阳师 王大陆 | 范丞丞 阴阳师 王大陆 | 范丞丞 阴阳师 王大陆 | 范丞丞 阴阳师 王大陆 | 范丞丞 阴阳师 王大陆 | 范丞丞 阴阳师 王大陆 |
| 林更新 傅首尔 刘人语 矢野浩二 | 林更新 傅首尔 刘人语 矢野浩二 | 林更新 傅首尔 刘人语 矢野浩二 | 林更新 傅首尔 刘人语 矢野浩二 | 林更新 傅首尔 刘人语 矢野浩二 | 林更新 傅首尔 刘人语 矢野浩二 | 林更新 傅首尔 刘人语 矢野浩二 |
| 吴尊 朱一龙 白宇 李现 宋茜 刘仪伟 刘昊然 欧阳娜娜 白宇 宋祖儿 姜潮 | 吴尊 朱一龙 白宇 李现 宋茜 刘仪伟 刘昊然 欧阳娜娜 白宇 宋祖儿 姜潮 | 吴尊 朱一龙 白宇 李现 宋茜 刘仪伟 刘昊然 欧阳娜娜 白宇 宋祖儿 姜潮 | 吴尊 朱一龙 白宇 李现 宋茜 刘仪伟 刘昊然 欧阳娜娜 白宇 宋祖儿 姜潮 | 吴尊 朱一龙 白宇 李现 宋茜 刘仪伟 刘昊然 欧阳娜娜 白宇 宋祖儿 姜潮 | 吴尊 朱一龙 白宇 李现 宋茜 刘仪伟 刘昊然 欧阳娜娜 白宇 宋祖儿 姜潮 | 吴尊 朱一龙 白宇 李现 宋茜 刘仪伟 刘昊然 欧阳娜娜 白宇 宋祖儿 姜潮 |
| 陶喆 王菊 王晨艺 虞书欣 蔡立农 胡兵 许光汉 袁弘 欧阳娜娜 宋轶 任嘉伦 王菊 | 陶喆 王菊 王晨艺 虞书欣 蔡立农 胡兵 许光汉 袁弘 欧阳娜娜 宋轶 任嘉伦 王菊 | 陶喆 王菊 王晨艺 虞书欣 蔡立农 胡兵 许光汉 袁弘 欧阳娜娜 宋轶 任嘉伦 王菊 | 陶喆 王菊 王晨艺 虞书欣 蔡立农 胡兵 许光汉 袁弘 欧阳娜娜 宋轶 任嘉伦 王菊 | 陶喆 王菊 王晨艺 虞书欣 蔡立农 胡兵 许光汉 袁弘 欧阳娜娜 宋轶 任嘉伦 王菊 | 陶喆 王菊 王晨艺 虞书欣 蔡立农 胡兵 许光汉 袁弘 欧阳娜娜 宋轶 任嘉伦 王菊 | 陶喆 王菊 王晨艺 虞书欣 蔡立农 胡兵 许光汉 袁弘 欧阳娜娜 宋轶 任嘉伦 王菊 |
| 五月 | 初二 | 初三 | 初四 | 初五 | 初六 | 初七 |
| 28 初八 | 29 初九 | 30 初十 | | | | |

淘宝直播在手，让我追星不愁

淘宝APP搜索“明星情报局”，查看明星直播表

资料来源：骨朵影视公众号

其次，电商直播与文娱消费的联动渗透至内容制作与宣发环节中，有望在内容产业中形成新模式。

在内容制作方面，将带货元素植入到综艺节目中，形成创新的综艺节目表现形式与内容变现模式。例如经营类综艺加入直播带货概念，如热门网综《爆款来了 2》《潮流合伙人》等，以直播带货作为经营方式；再例如直播带货与职场养成或者竞赛类的节目相结合，通过真人秀、达人培养等方式展示出网红主播职业的全貌，进而打造出新的网红流量甚至达到网红“出圈”的效果。创新的玩法不仅能够获得更多关注与流量，同时节目中的品宣、销量均能帮助内容拓展营销形式以及流量转化与更多元化变现渠道。在内容宣发方面，自 2019 年 11 月《受益人》首创直播卖票形式以来，《南方车站的聚会》《误杀》《只有芸知道》等多部电影上映前均选择在电商直播间进行宣传路演以及优惠电影票秒杀活动；之后《大明风华》《鹤唳华亭》《庆余年》等电视剧同样携主创在直播间进行了宣传活动。从营销角度来看，以直播间作为内容线上的宣发阵地，相较于线下路演的方式能够在短时间内达到更广范围的观众触达率，同时叠加网红主播影响力及明星话题度，达到二次传播的效果，从而提升宣传的效率；但由直播间直接产生的电影票销售收入与最终电影票房完成度相比规模仍有限，我们认为因此以电商直播破圈影视内容领域更多的是营销意义远大于实际的票房转化。虽然受疫情影响，2020 年以来并没有电影继续上线直播间进行作品的宣传活动，但我们认为在电影市场重启后鉴于电商直播的宣发效率，有望更多的影视作品选择电商直播间作为线上路演平台之一。

表 6：2019 年直播间宣传的影视作品及 2020 年上线及待播的带货综艺

| 影视名称 | 参与直播主创 | 直播间 | 直播时间 |
|---------|------------|----------|------------|
| 受益人 | 大鹏、柳岩 | 薇娅 | 2019/11/5 |
| 吹哨人 | 汤唯、雷佳音 | 多余和毛毛姐 | 2019/11/29 |
| 南方车站的聚会 | 胡歌、桂纶镁、刁亦男 | 李佳琦 | 2019/12/4 |
| 天火 | 王菊（推广大使） | 薇娅 | 2019/12/8 |
| 鹤唳华亭 | 罗晋 | 薇娅 | 2019/12/10 |
| 中国女排 | 惠若琪 | 薇娅 | 2019/12/11 |
| 误杀 | 肖央、谭卓 | 薇娅 | 2019/12/12 |
| 只有芸知道 | 冯小刚、黄轩 | 薇娅 | 2019/12/23 |
| 大明风华 | 朱亚文 | 李佳琦 | 2019/12/25 |
| 庆余年 | 张若昀、李纯 | 李佳琦 | 2019/12/26 |
| 上线平台 | 节目名称 | 节目类型 | |
| 爱奇艺 | 我是带货官 | 网红职场观察 | |
| | 红人日记 | 网红真人秀 | |
| | 潮流合伙人 | 明星经营 | |
| 腾讯视频 | 口红王子 3 | 美妆真人秀 | |
| | 代号 K 计划 | 高能商战 | |
| 优酷视频 | 颜力美妆店 | 明星经营 | |
| | 花花淘花铺 | 现实版清空购物车 | |
| | 爆款来了 2 | 买手对决 | |
| | 有间闲鱼铺 | 旧物经营 | |
| 芒果 TV | 女人的秘密花园 | 翻包真人秀 | |
| | 来自手机的你 | 脱口秀 | |

资料来源：一起拍电影，骨朵影视公众号，山西证券研究所

直播带货与文娱内容的联动是打通了线上文娱消费与电商直播所具有的娱乐休闲属性，进而形成了相互导流以及流量的转化；从效果上来看达到了内容方、品牌方与平台方的三方共赢。在精细化运营和数据化分析的趋势下，直播带货与文娱内容在用户调性与偏好方面的精确匹配还有待提升，从而进一步推动内容创作形式以及内容分发和营销模式的演进与变革。

4. 投资建议

在社零整体增速仍然下降的情况下，实物商品线上销售的增速已经恢复到了两位数水平，实体业态加速线上化的趋势十分明显，而这一消费行为的转变具有较强的棘轮效应。在数字经济持续升温 and 线上渠道渗透率不断提升的后疫情时代，我们建议关注直播电商对于“人货场”生态边界的持续拓宽，从品牌、营销、平台三方受益的角度梳理投资主线，重点关注直播在技术赋能、低线消费崛起、MCN 机构专业化等趋势推动下的迭代升级。

品牌方面，随着疫情的影响和技术的普及，品牌方将会通过直播获得更多新增用户。对于已经形成品牌效应的品牌方来说，直播带货贯穿着线上引流、用户触达、用户转化、最终沉淀的整个生命周期，还有部分大品牌会尝试自己建立直播体系，自主培养素人主播，实现降本增效。对于尚未形成品牌认知度的企业来讲，在直播带货中崛起的好产品将会沉淀为新兴品牌，最终企业将新增流量转化为长期稳定客户。在品类方面，常见产品类型包括高复购、高毛利、线上化程度高但客单价低的品类，同时，随着直播用户经济能力的逐渐提升和疫情黑天鹅事件的催化影响，一些客单价高但复购率低的传统线下非标品类也开始试水线上直播。在细分行业集中度不断提升的趋势下，疫情期间各个品类线上销量快速增长：

1) 休闲食品类由于客单价低、非即时性强、消费频次高，标准化程度高，易于进行线上销售，建议关注三只松鼠、良品铺子；同时传统线下食品企业也开始试水直播带货，全渠道均衡发展有利于企业有效对抗社会风险，建议关注开始布局直播带货的安井食品、洽洽食品；

2) 化妆品类的高毛利和高成交量使其拥有较高的利润空间，低线城市的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，建议关注化妆品国货品牌珀莱雅、丸美股份、及上海家化；

3) 黄金珠宝类客单价较高、标准化程度相对较低，对于主播的专业性需求较强，疫情期间线上销量快速增长，建议关注黄金珠宝类品牌周大生、以及主营黄金珠宝品牌“老庙”、“亚一”的豫园股份。

营销方面，电商直播入局潮下KOL营销投放有望更受青睐：需求端上游品牌广告主增加KOL广告投放预算、切入直播带货领域趋势基本明确，其中占据KOL投放市场40%比重的美妆个护及食品饮料快消行业更依赖于营销曝光度，投放仍有望持续；以线下运营为主的非标品类、一线主流品牌、特色产品等试水线上直播，加速入局；中小企业受制于有限的投放预算则更倾向于性价比较高的KOL广告及直播带货。供给端下游平台方内容及流量变现诉求明确，向上对接海量广告客户及内容生产KOL主播、MCN机构，同时精细化运营趋势下广告营销精准度要求提高，强化销售转化。供需两端驱动行业空间扩展，内容营销产业链有望受益：1) 布局MCN业务/网红经济受益明确，其中包括营销类、内容类及部分品牌类公司，标的包括星期六、元隆雅图、新文化、中广天择、芒果超媒等；2) 中长线具有品牌主资源、贴近平台的核心代理公司也有望受益，标的包括华扬联众、省广集团、蓝色光标等。

平台方面，无论是哪种类型的平台（包括电商、内容直播及社交）都更接近用户，掌握流量粘性、了解用户行为数据，在用户转化及变现路径上更具有优势，受益行业发展明确；其中以淘宝直播等为代表的头部电商平台具有先发优势，而抖音、快手、小红书等新流量平台，依据其不同的内容、社交基因已经或正在形成带有各自属性带货模式，但目前A股市场中平台标的还较为稀缺。

表 7：已覆盖上市公司列表

| 公司代码 | 公司名称 | EPS | | | | PE（6.17 收盘价） | | | 公司评级 |
|-----------|------|------|------|------|------|--------------|-----|-----|------|
| | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19E | 20E | 21E | |
| 600655.SH | 豫园股份 | 0.83 | 0.94 | 1.06 | 1.25 | 9 | 8 | 7 | 增持 |
| 002867.SZ | 周大生 | 1.37 | 1.55 | 1.83 | 2.14 | 14 | 12 | 10 | 买入 |
| 600315.SH | 上海家化 | 0.83 | 0.83 | 0.88 | 1.02 | 57 | 53 | 46 | 增持 |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 1.96 | 2.57 | 3.24 | 4.14 | 66 | 52 | 41 | 增持 |
| 603719.SH | 良品铺子 | 0.95 | 1.16 | 1.26 | 1.60 | 67 | 61 | 48 | 买入 |
| 300413.SZ | 芒果超媒 | 0.66 | 0.89 | 1.02 | 1.15 | 70 | 61 | 54 | 增持 |

资料来源：wind，山西证券研究所

5. 风险提示

宏观经济增速承压；消费升级不达预期；市场竞争加剧风险；直播及内容监管政策变动不确定性；新业态拓展前期投入较大拖累业绩。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

