

从直播电商的春秋战国，看MCN的进阶之道

——新零售研究之直播电商系列2

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn

S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn

S1090519070002

周洁（研究助理）

zhoujie10@cmschina.com.cn

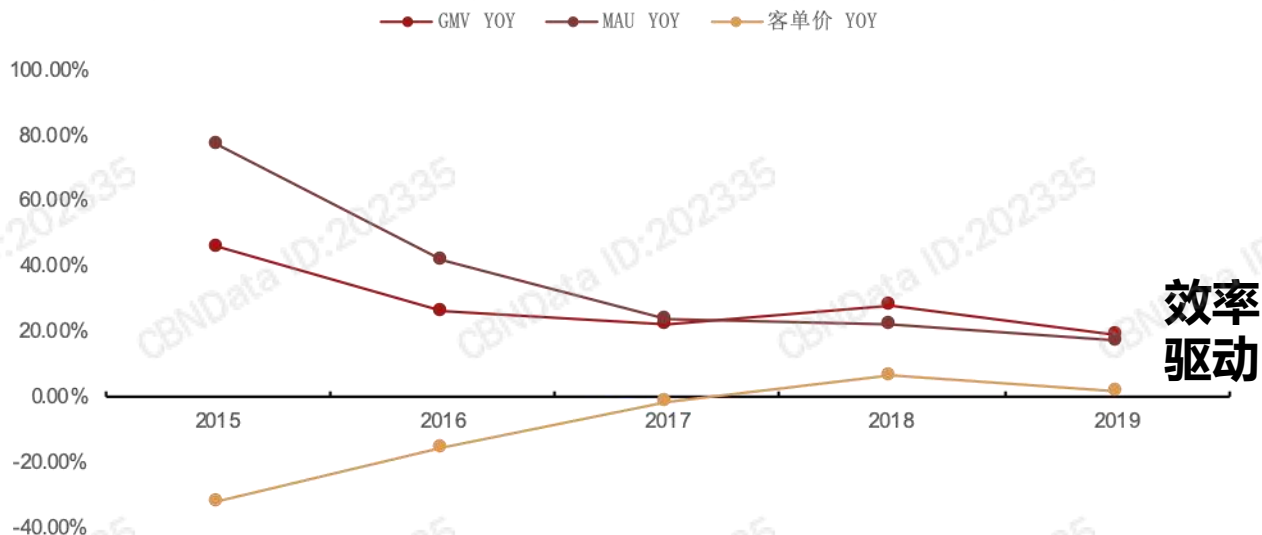
2020年3月

- **效率和体验的提升改变零售的流量分配，推动业态的创新。**直播电商作为“场”的展现形态，实现图片到视频的展示迭代，过去线上封闭式的窗口体验过渡到交互式的开放驻足体验，直播电商毋庸置疑增强了商户和消费者的实时交互，提升了用户体验。体验的提升撬动了流量及商品规模，平台获得新增用户和复购，品牌提升ROI和知名度，整体品类线上渗透率进一步提升。直播电商分为MCN机构直播和商户自播两种方式，发展阶段不同受益程度不同，前期平台造神，MCN受益；后期商户直播风靡，品牌和平台更受益，MCN机构也有望向服务商及品牌赋能类型转型。
- **内容化的直播电商是零售界“人货场”的一次蒸汽革命，全方位提升交易效率。**传统电商属于货架式电商，更多“被动式购物”，用户根据自身需要检索和购买，且由于生态内变现手段原因（以搜索式广告为主），爆款思维频现、长尾商品得不到曝光、各环节跳失率较高，交易效率低下。而直播电商是“互动式电商”，跳过传统电商A（Awareness）与I（Interest）链路，对刚触网用户进行全面种草与收割，提高流程转化率，且直播电商将结算方式从传统电商的CPC向CPS过度，颠覆电商交易效率。但MCN机构也存在痛点：1）造神难，且网红高投放成本与品牌方追求“品效合一”天然矛盾；2）直播平台多元化，各平台运营玩法不同，跨平台复制有难度和风险。
- **直播带货近万亿市场空间潜力仍足，MCN机构突围之道在于“提升交易效率”与“为品牌赋能”。**以“人”为主的网红经济不可持续，有望向“服务经济”变革，且我们预计KOL或与品牌方将互相“解绑”，MCN与商家将深度“捆绑”。一方面，主播基于对产品的丰富性要求及考虑观众审美疲劳，与单一品牌方长期合作概率较低；另一方面，大品牌上亿月销量指标对单一红人来说完成较难，需要依赖KOC投放矩阵，因此长期来看，品牌方与KOL将互相“解绑”。同时，店铺自播遍地开花，机构影响力未来会被大幅弱化，MCN机构唯有“提升效率”以及“创造价值”才能实现突围，因此“代运营、代播、代销、培训”等整合供应链、深度绑定商家的商家服务市场有望兴起，并且随MCN整合供应链能力持续升级，MCN有望打造成直播电商的“品牌孵化基地”，MCN机构以“人”为主的网红经济模式有望向“服务”回归。
- **投资建议：MCN大多数停留在概念和跑模型阶段，盈利能力仍待观察。**直播电商今年有望加速渗透，推荐直播电商产业链相关受益标的：阿里巴巴、拼多多、京东（平台电商）、三只松鼠、良品铺子（擅长直播玩法品牌商）、值得买（导购电商）；建议关注星期六（未覆盖、纯正MCN标的）、有赞（未覆盖、小程序+直播电商saas服务提供商）、ST昌九（未覆盖、导购电商返利网借壳）。
- **风险提示：**电商整体增速下行，行业竞争日益激烈，网红带货质量问题等

直播电商初衷在于提升阿里内部交易效率

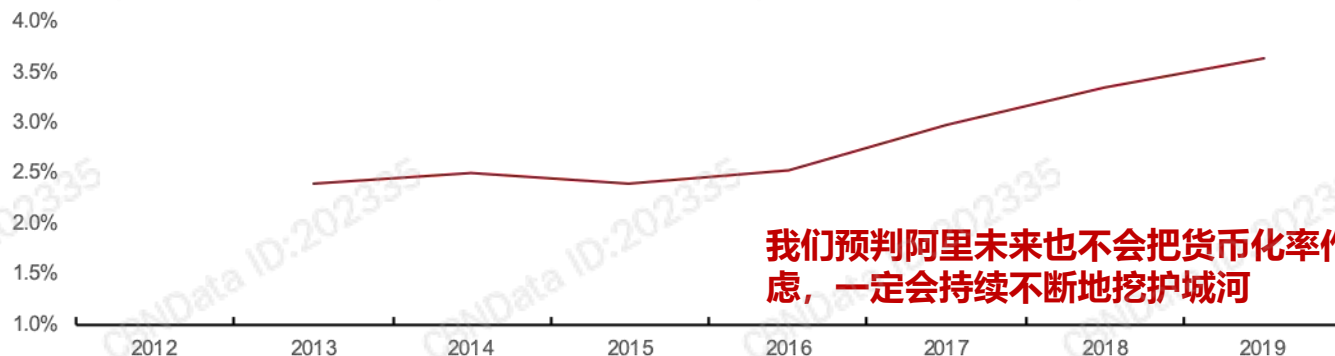
图：阿里巴巴GMV驱动因素由量向价切换，但驱动因素均有放缓和减弱态势，未来靠效率驱动

Top.1
重心



No.n
重心

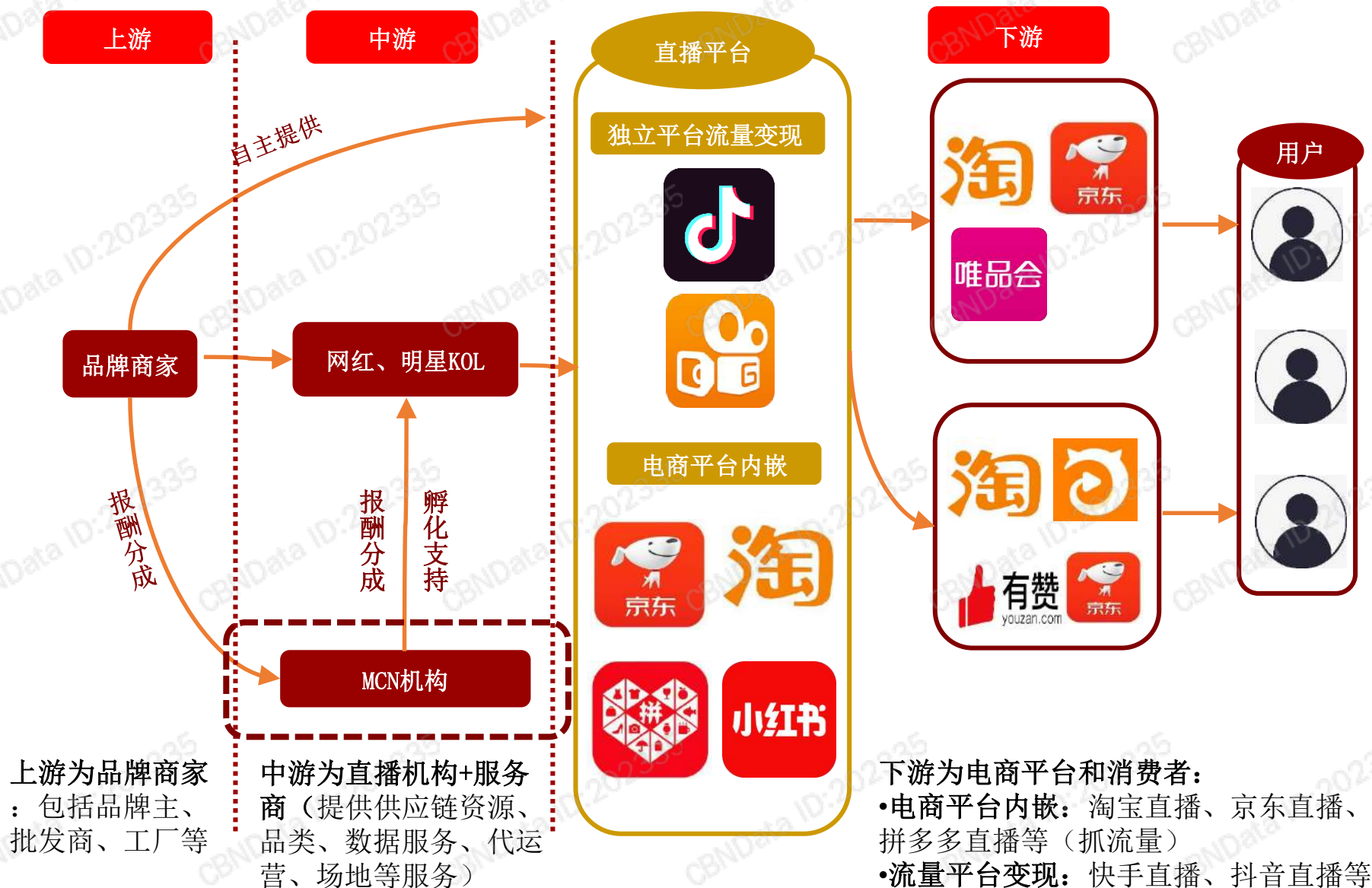
图：阿里巴巴货币化率



我们预判阿里未来也不会把货币化率作为一个战略层面考虑，一定会持续不断地挖护城河

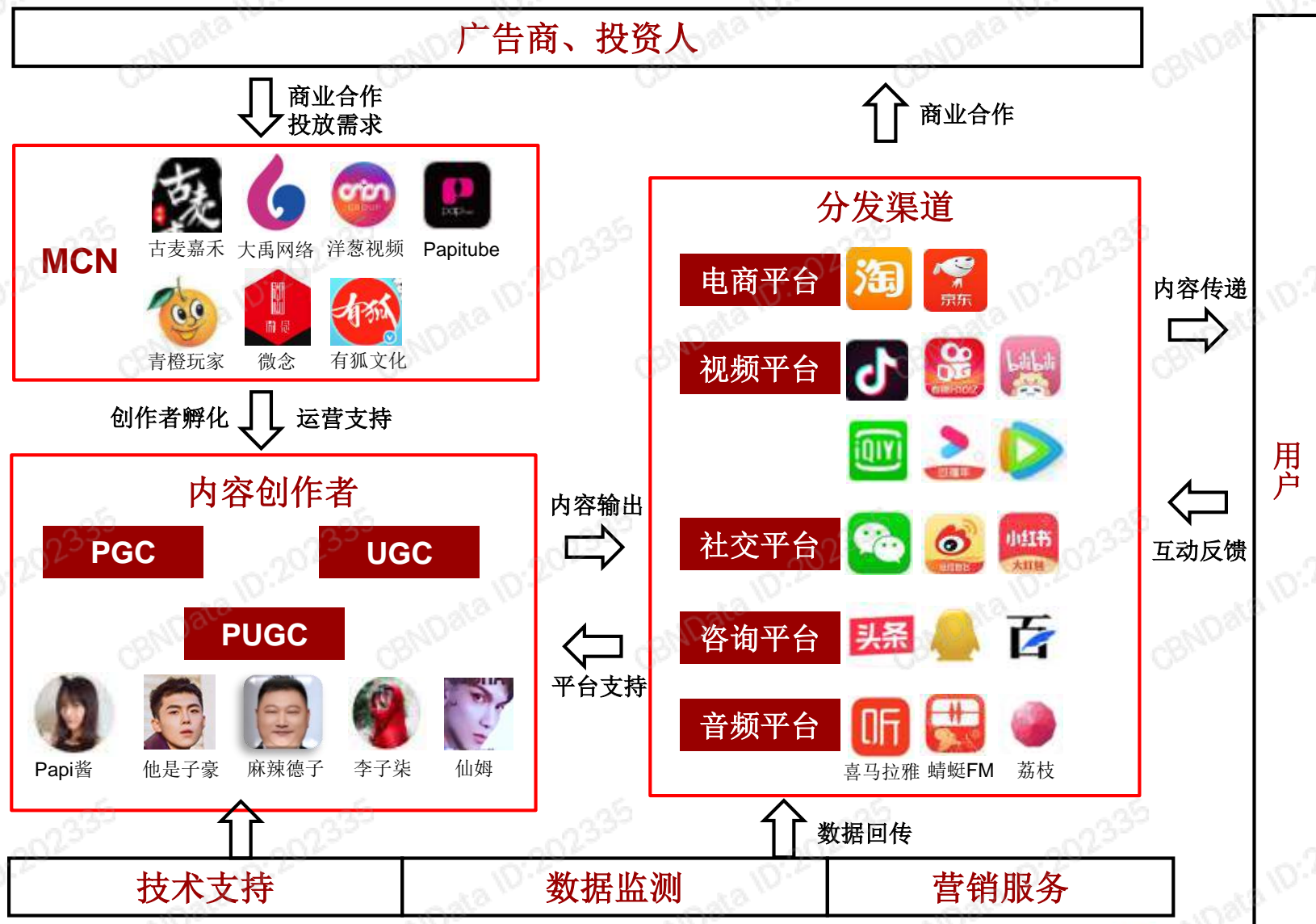
一、初见MCN机构

电商型MCN上中下游产业链一览



资料来源：招商证券

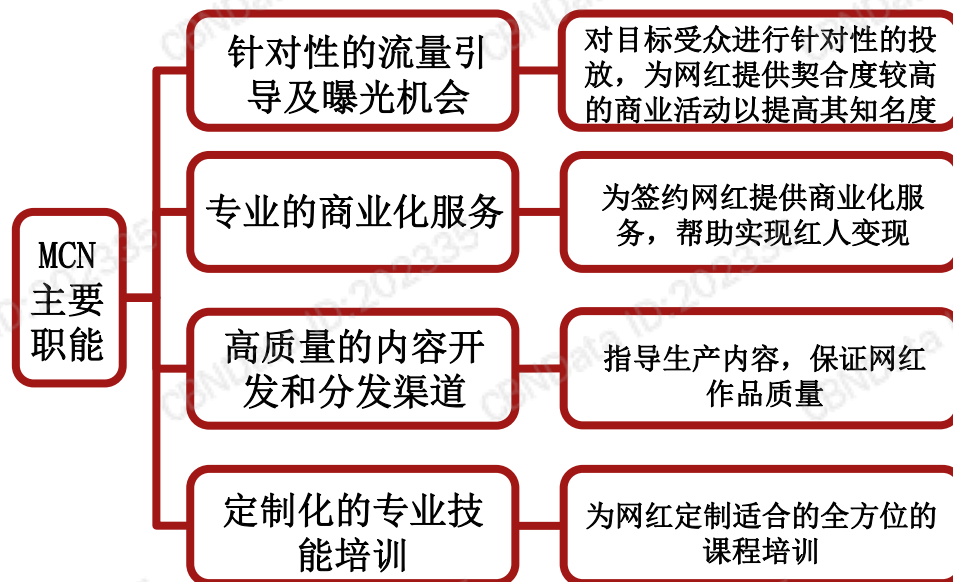
MCN全景图



MCN机构是什么？

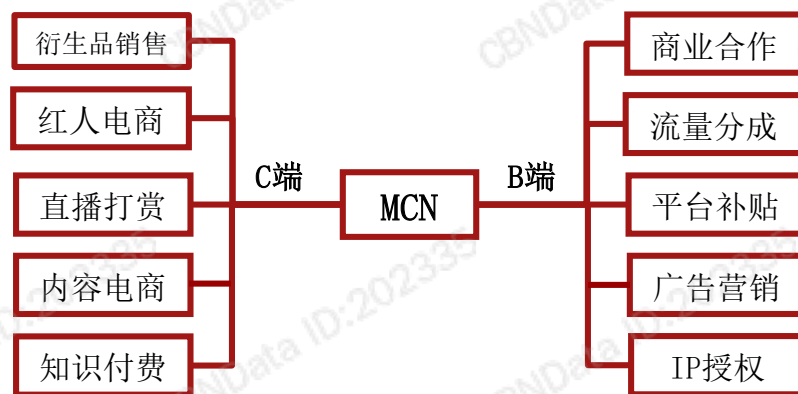
- MCN (Multi-Channel Network, 又称**多频道网络**) 是舶来品, 起源于国外 YouTube 平台, 最初相当于内容创作者和 YouTube 之间的一个中介。国内 MCN 在经纪模式基础上, 为网红们提供更多协助, 通常包含包装, 营销、推广、变现等。
- MCN 在确定品牌商需求后, 对已有资源进行分配, 并将任务发放至签约网红, 之后再通过自身流量渠道分发作品, 并从与网红、平台的合作分成、广告主提供的广告费以及粉丝的相关消费中获得收入。

图: MCN机构的主要职能



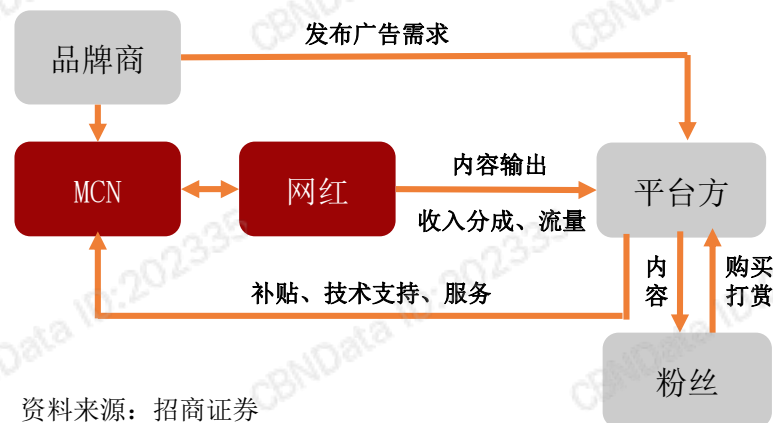
资料来源: 招商证券

图: MCN机构的变现方式



资料来源: 克劳锐, 招商证券

图: MCN机构的运作方式



资料来源: 招商证券

兴于YouTube盛于本土，MCN中美差异大

- 相比国外MCN机构，国内虽然起步晚，但在多元化移动互联网生态下发展迅速，呈现更多MPN（Multi-Platform Network）特点。同时激烈的电商竞争环境成为MCN机构的分散下游，MCN机构甚至成为香馍馍，同时加上上游品牌方较慢的学习能力，给予MCN充分发展壮大契机。总之，短期内由于上下游的分散，给予中游MCN机构短期内多元的变现空间（广告+电商）、较强的议价能力与盈利能力。

图：中美MCN模式对比

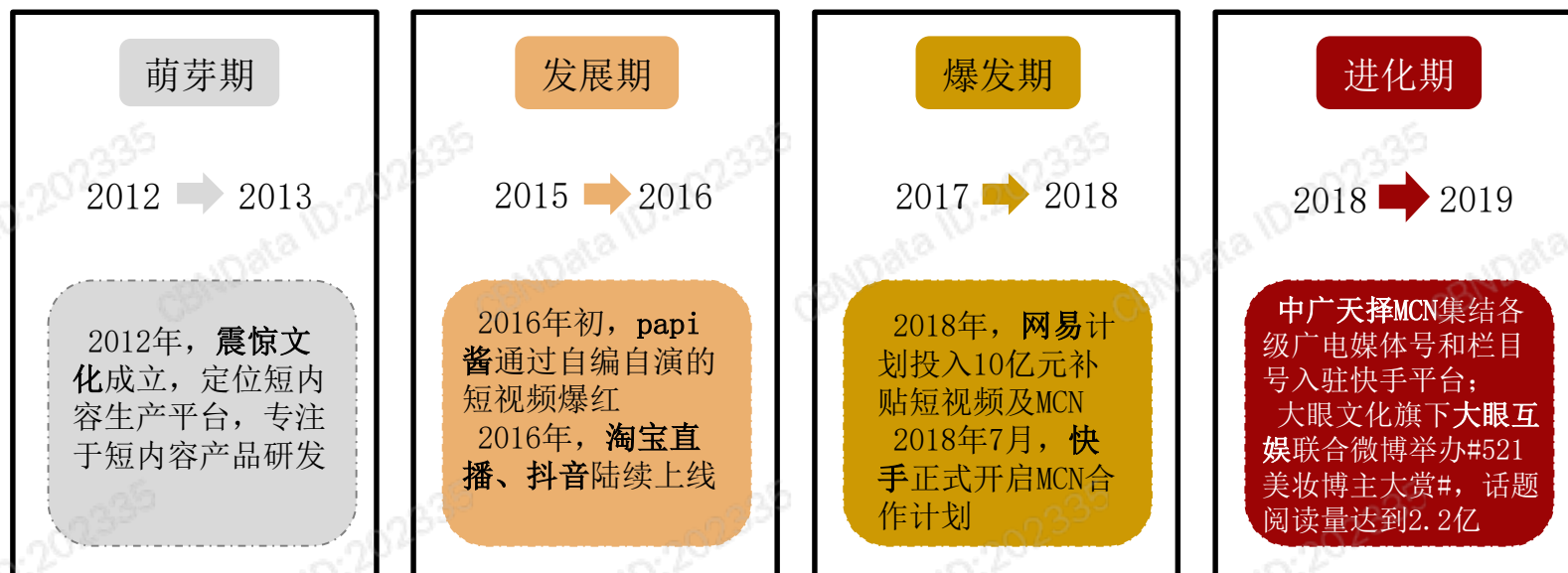
	美国MCN模式	中国MCN模式
内容类型	以YouTube视频为主	覆盖文字、图片、视频、直播等
互联网生态	中国网络视频平台更多样，电子商务与移动支付体系更发达	
上游内容生产介入	不生产内容，只是将众多力量薄弱的内容创作者聚合起来建立频道，帮其解决推广和变现的问题	参与创作者内容制作过程，同时提供多渠道分发、内容运营、粉丝管理、供应链管理、商业变现等专业支持和服务
下游内容分发渠道	YouTube平台一家独大	不同领域的平台众多（电商+短视频+其他互联网生态平台）
商业模式特点	缺乏核心竞争力、抽成薄、运营成本重	短期来看，有较强的变现能力
变现方式	主要为广告变现	变现模式多元（广告+电商）

资料来源：易观，招商证券整理

从发展到爆发，中国MCN仅用两年

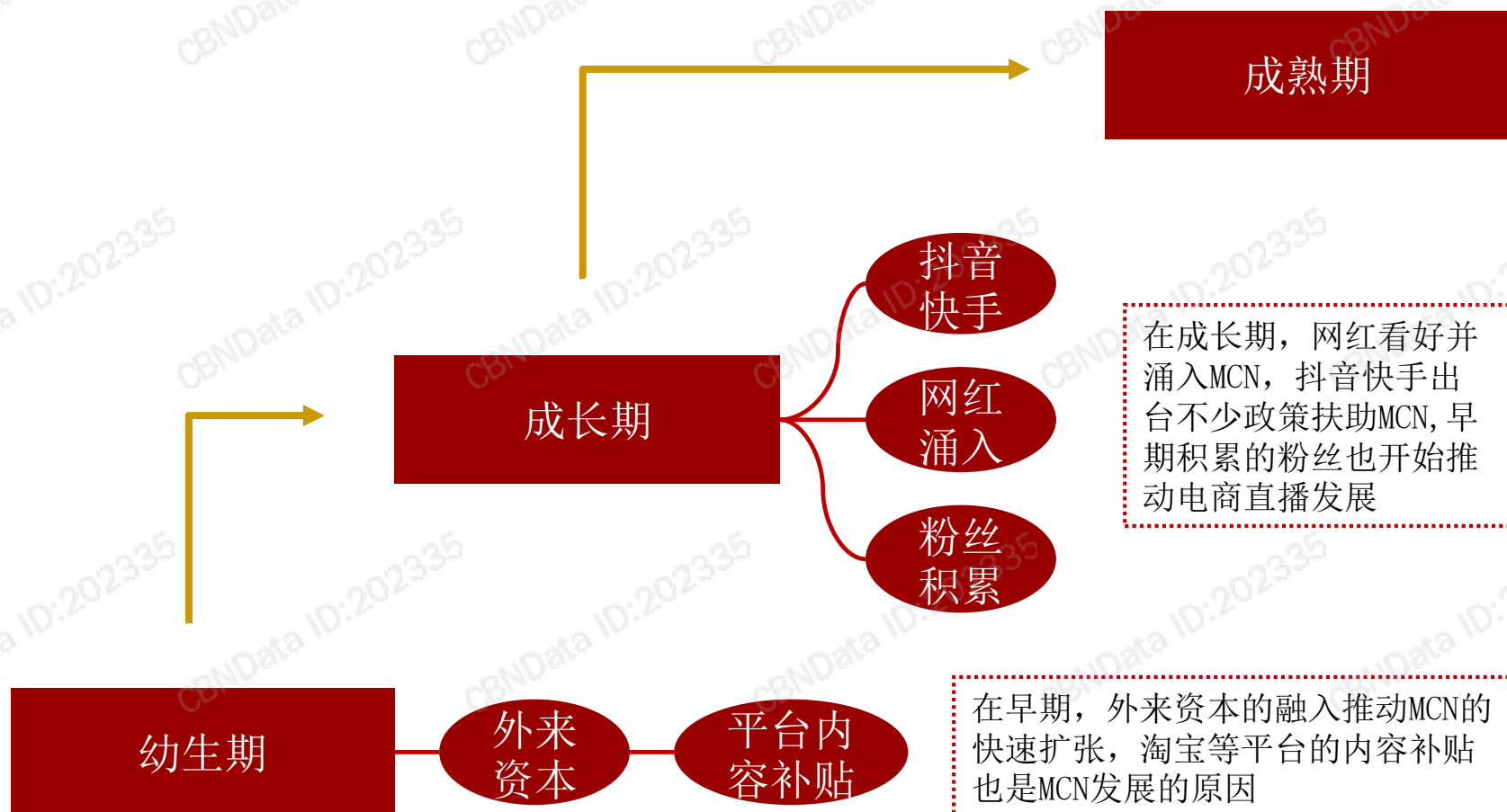
- 中国MCN机构经历了萌芽期、成长期、爆发期、进化期四个发展阶段。
- **萌芽期**：快手等短视频平台行业诞生，微博、微信等平台进行生态商业化战略部署；
- **发展期**：短视频PGC创业浪潮兴起；MCN机构进行电商、付费等多种商业尝试；
- **爆发期**：短视频行业开始全面转向MCN模式，各平台推出“内容补贴”战略扶持MCN机构；
- **进化期**：原生MCN机构进一步转型，开始打造自有品牌，整合供应链；传统传媒及影视综机构进军MCN行业，对原生机构产生一定冲击。

图：中国MCN机构发展史



资料来源：克劳锐，招商证券

平台、资本推动MCN发展

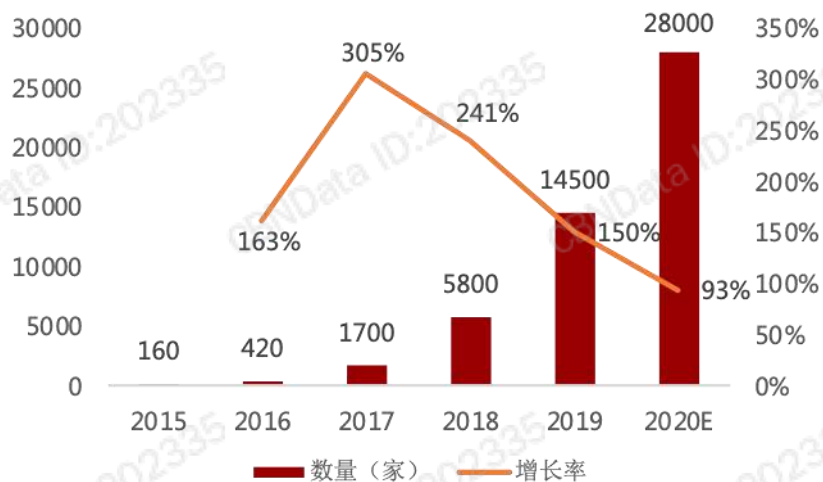


资料来源：招商证券

MCN数量规模双增长，竞争家居增速放缓

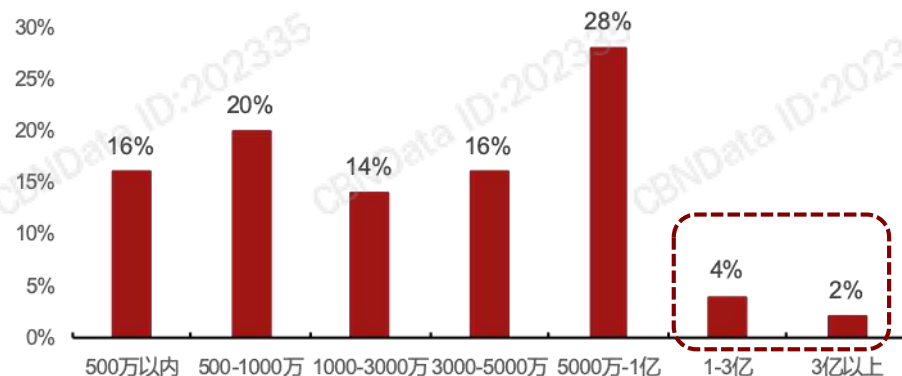
- **MCN机构数量呈爆炸性增长。**由于MCN机构的准入机制和门槛较低，加以平台方的政策扶持与资本加持，MCN机构数量增长迅猛。根据艾媒预测预计到2020年，中国MCN机构数量将突破28000家。
- **MCN市场规模整体达百亿级。**自2016年起中国MCN市场规模迅速扩张，2018年市场规模达到百亿级。2018年，由于资本层面的放缓，MCN行业发展逐渐理性化，市场规模增速随之放缓。
- **2018年，超三成的MCN营收规模在5000万以上，且头部MCN营收规模达亿级的占比逐年提升，马太效应逐渐显现。**随着资本的进一步入驻以及MCN机构的不断增加，行业竞争将更加激烈。

图：中国MCN机构数量及预测



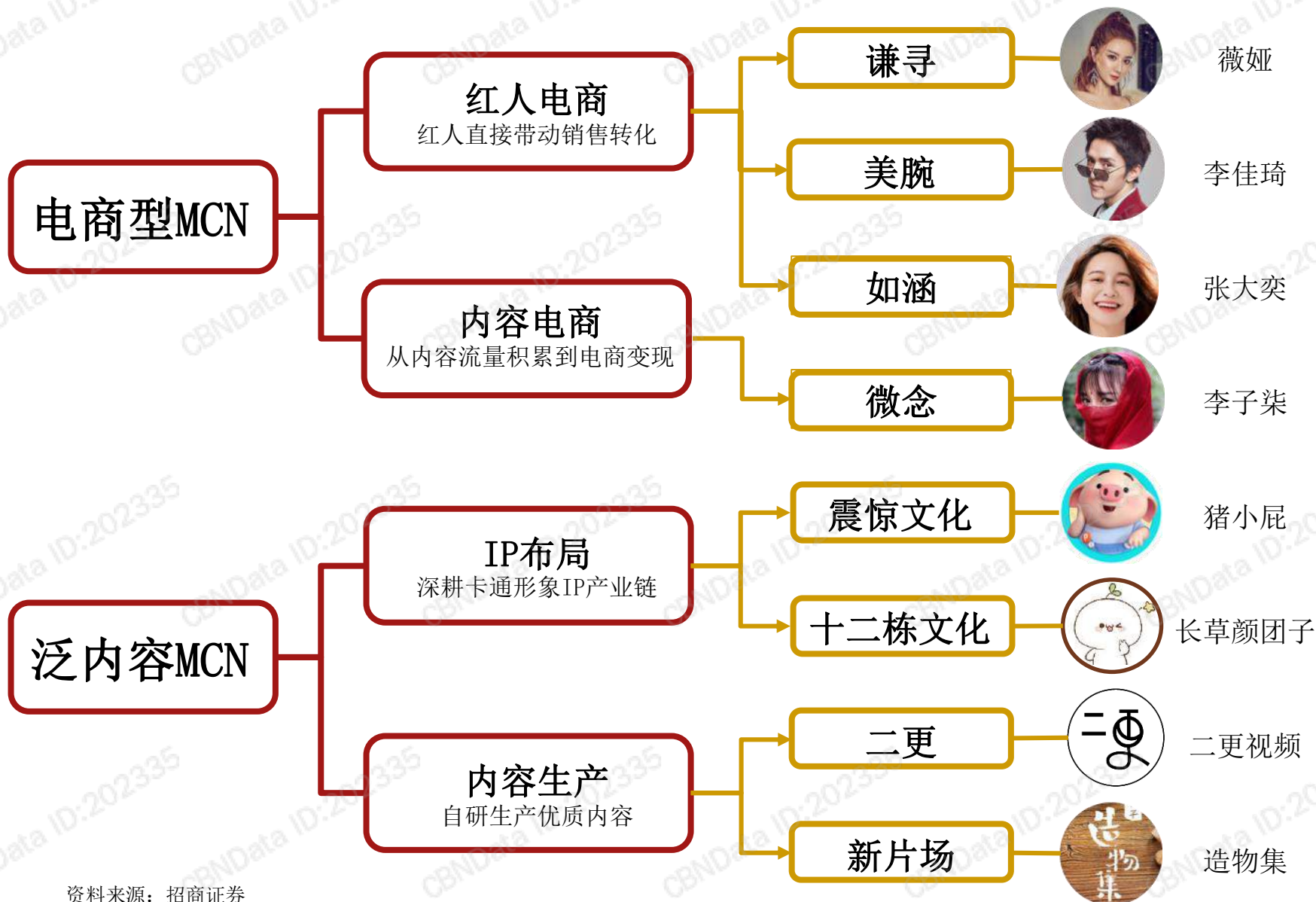
资料来源：艾媒，招商证券

图：2018年MCN不同营收规模下的数量



资料来源：克劳锐，招商证券

电商型MCN vs 泛内容MCN

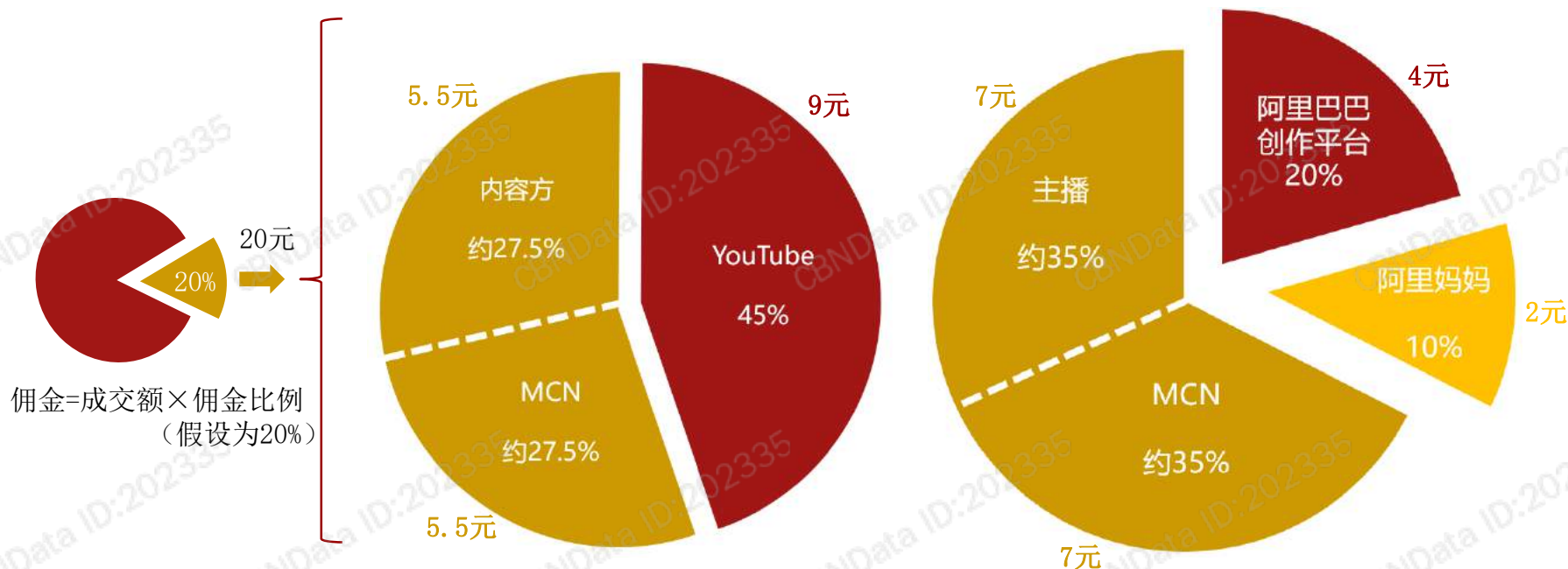


资料来源：招商证券

佣金分成模式：YouTube VS 淘宝直播

- 假设成交额为100元，品牌方设定的佣金比例为20%，内容方/主播与MCN机构按5:5方式分成。
- YouTube：平台抽成佣金中的45%，此时内容方和MCN的佣金分成各占27.5%，即内容方分成5.5元，MCN分成5.5元。
- 淘内直播：阿里妈妈抽成佣金中的10%，阿里巴巴创作平台抽成佣金中的20%，此时主播和MCN的佣金分成各占35%，即主播分成7元，MCN分成7元。
- 短期来看，国内各大平台对于MCN仍处于扶持、鼓励的阶段，中国MCN机构的议价能力目前强于美国MCN机构；长期来看，淘内直播等购物方式逐渐成熟后，平台分成占比可能增大，MCN的佣金分成占比将因此受到一定的冲击。

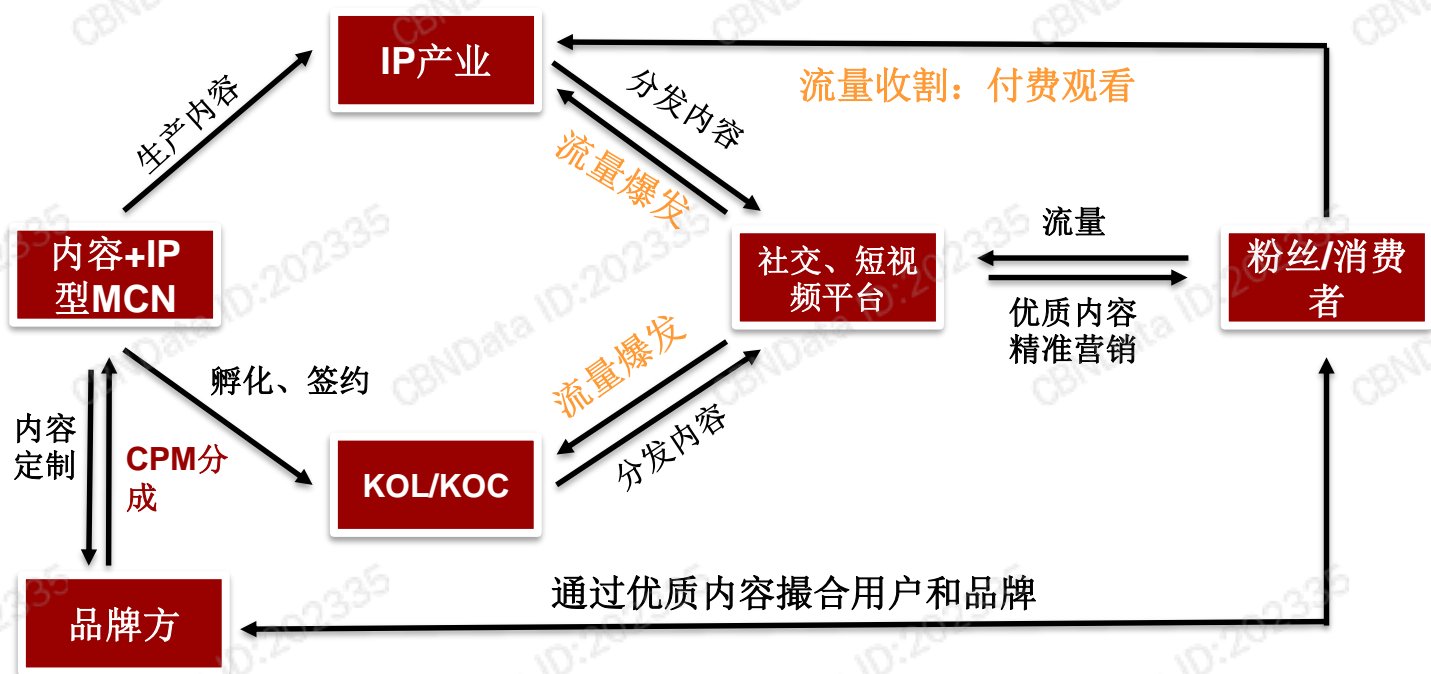
图：YouTube佣金分成模式 vs 淘内直播佣金分成模式



资料来源：阿里创作者平台·达人·白皮书，招商证券测算

- 泛内容型MCN通过优质、可定制的内容为品牌广宣、营销，撮合品牌和消费者。大禹网络和天下秀都属于此类，前者在各大顶级流量平台布局 and 签约红人，包括B站、抖音、快手、淘宝直播等平台，同时致力于打造优质的内容和IP聚集流量，以此为基础提高广宣的有效性和精确度，收取佣金以及广告费进行变现；后者天下秀以旗下各大平台巨大的内容创作者为品牌商提供低成本的营销，为品牌匹配内容和提供营销服务。

图：内容IP型MCN通过优质丰富的内容撮合品牌和客户



- 以谦寻和网红猫为例，目前都是以电商变现为主，不同的是前者服务于淘系，商品覆盖全品类；后者则是全平台覆盖，但主要服务于抖音和微博。

表：服务不同平台的MCN机构

服务平台	机构
淘系	谦寻、千雨、领诺、一柯、集淘、纳斯、遥望、青橙玩家
抖音系	Papitube、网红猫、微念、天下秀、星站、大禹、遥望、无忧、古麦嘉禾、华星酷娱
快手系	卡美拉、金嫡、如涵、遥望
微博系	如涵、大禹、天下秀、遥望、网红猫、微念
微信生态	大禹、遥望网络

表：不同内容MCN机构变现分类

	机构
短视频及衍生广告	Patitube、华星酷娱、洋葱视频、门牙视频等
短视频+直播并重	无忧传媒、愿景娱乐、OST娱乐、华星璀璨
直播变现	小象互娱、大鹅文化、炫石互娱、话社娱乐
旗下账号——美妆	快美妆、美ONE
旗下账号——剧情	古麦嘉禾、奇迹山
旗下账号——美食	麦芽传媒、震惊文化、青瓜视频

各平台头部MCN不同

图：2019淘宝直播双11机构带货巅峰榜 图：2019快手机构11月影响力榜

图：2020抖音MCN2月机构榜



资料来源：淘宝直播，招商证券



资料来源：快手，招商证券

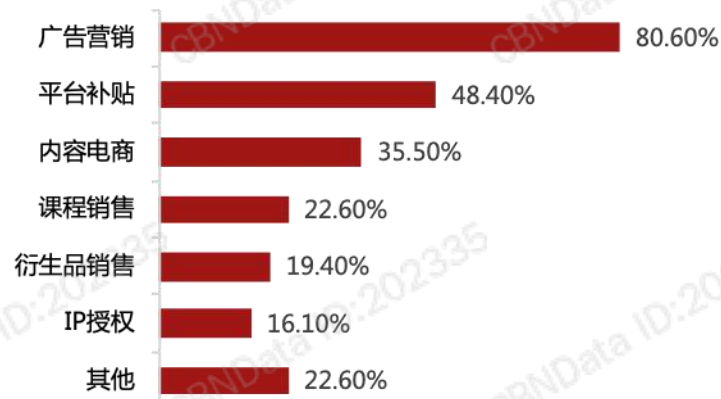


资料来源：抖音，招商证券

头部MCN挖掘内容电商潜力

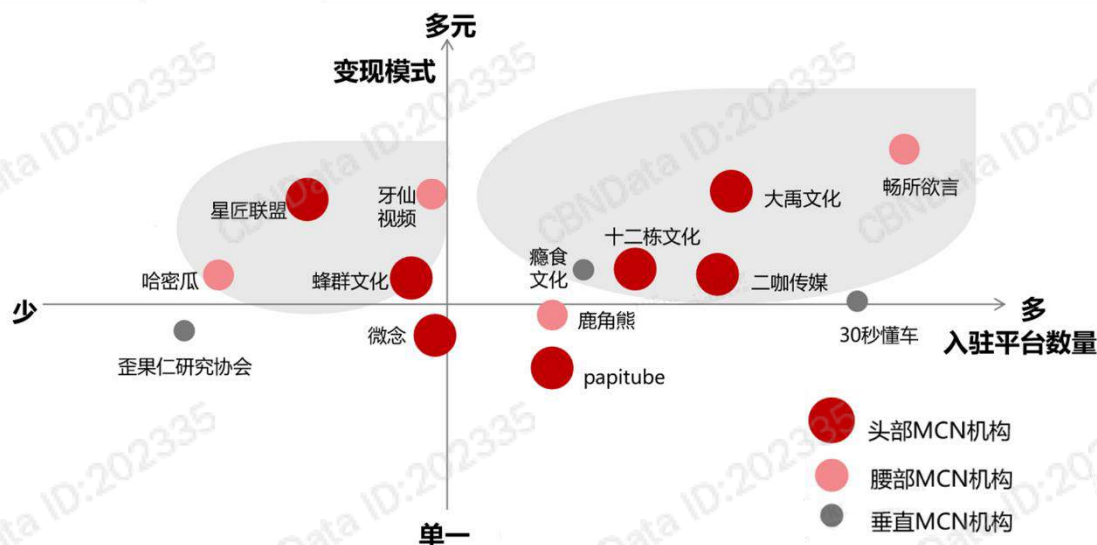
- MCN机构的变现方式主要有广告营销、平台补贴、内容电商、课程销售、衍生品销售、IP授权等。
- 当前，多数MCN的变现方式仍以广告营销变现为主，但内容电商的潜力正在持续被释放。原因在于内容电商的商业模式更成熟，变现转化率也更高。
- 不同规模MCN的核心变现方式不同，其中头部MCN变现模式以内容电商为主，其他各类方式齐头并进，腰部MCN更专注IP授权，而尾部MCN更多依靠平台补贴存活。探索适合自身的变现渠道将成为MCN未来的发展趋势。

图：2018年MCN机构主要变现方式占比



资料来源：克劳锐，招商证券

图：多元变现和多元分发平台助力MCN机构快速成长



资料来源：克劳锐，招商证券

图：2018年MCN变现模式中，头部和整体变现的分布情况

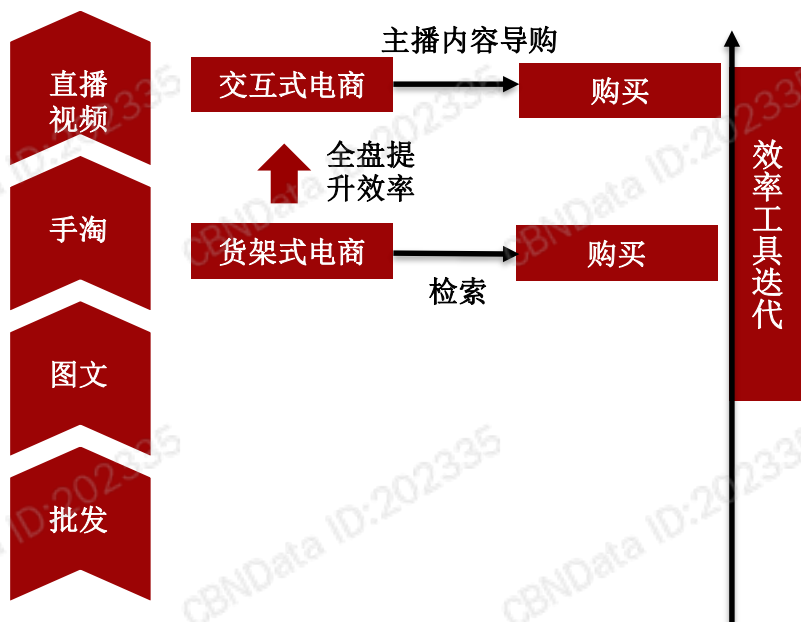


资料来源：克劳锐，招商证券

二、内容释放零售效率，MCN向效率转型

- 内容化是电商界的蒸汽革命，全面提升交易效率。阿里之前是货架式电商，用户根据自身需要检索和购买，传统电商更多体现“被动式的购物”，且由于生态内变现手段原因（以搜索式的广告为主），爆款思维频现，长尾商品得不到曝光，且各环节跳失率较高，效率较低。而网红直播电商则有主播作为导购员利用内容对用户进行引导，把货架式电商转变为互动式电商，且结算方式从CPC向CPS过度，本质是电商交易效率的提升。
- 跳过A（Awareness）与I（Interest）链路，对刚触网用户进行全面种草与收割，提高流程转化率。比如刚触网的用户为三四五线城市用户，是伪价格敏感型，他们既考虑价格也考虑性价比，根据ALTP模型，用户可充分跳过A与L链路，通过主播对其进行有效传导和转化。

图：“场”维度的底层逻辑变化驱动效率提升



资料来源：招商证券

图：直播电商跳跃AI阶段直接转化为PL阶段



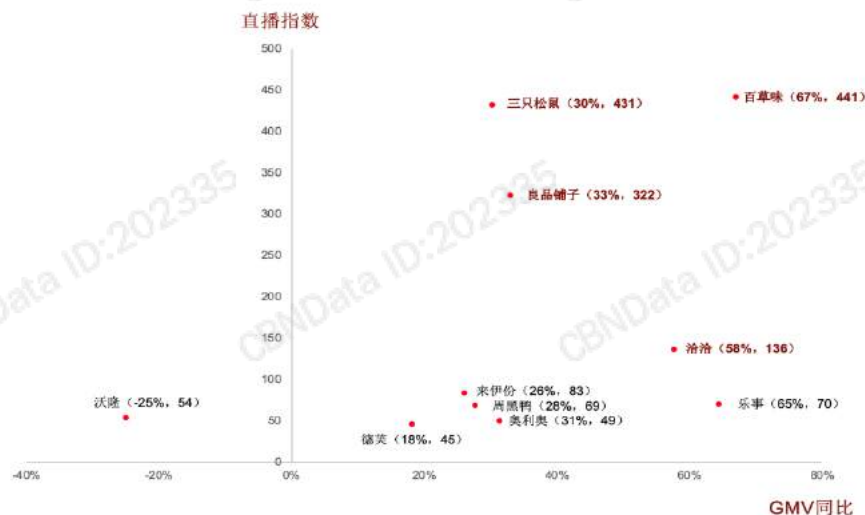
资料来源：凯特咨询，招商证券

- **人：培养直播电商受众，为内容买单。**传统电商的受众为普通电商受众，依赖搜索，随着互联网的继续渗透与下沉，年轻人“潮流消费”与注重内容的“新老人”崛起，为内容电商买单。
- **货：更具性价比。**不管是头部红人通过自身流量优势和供应链拿到商品资源，还是通过直播去中间商从而得到的性价比，都是降低了货的成本，用户选择效率上的成本也会下降，加上极致的性价比达到转化用户的效果。
- **场：传统电商到直播电商的转变。**传统电商是货架式电商，用户根据需求检索和购买，但是直播电商的主播扮演的是BA、导购员，把货架式电商转变成互动式电商，很大程度上缩短了用户决策链、优化购物体验，提高了效率。

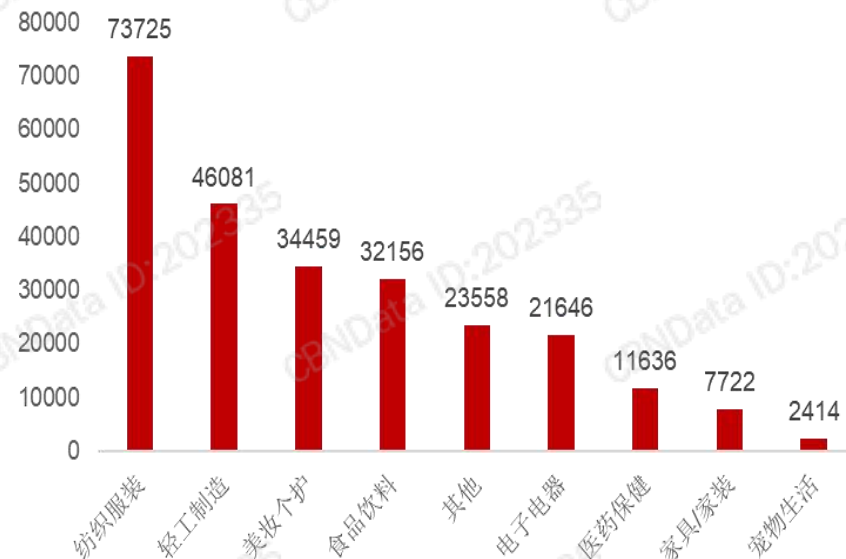
人+货+场的转变



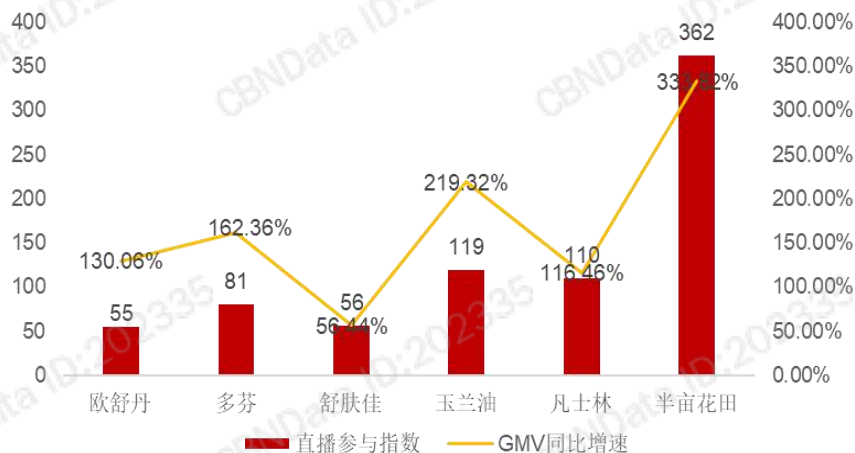
图：2019年双十一休闲零食——直播指数VS GMV增速



图：2019年双十一直播电商参与指数



图：2019年双十一身体护理品牌直播参与指数及同比增速



- 2019年双十一参与电商直播的行业主要是美妆、服饰、食品等低值易耗品行业，美妆行业的主要品牌直播参与指数大，GMV同比增速较高。
- 在休闲零食行业，2019年双十一参与直播次数较多的品牌往往有较高的转化率，直播次数与GMV增长间有较强的正相关性，即直播电商可以促进休闲零食商业GMV的增长。

网红经济
不可持续

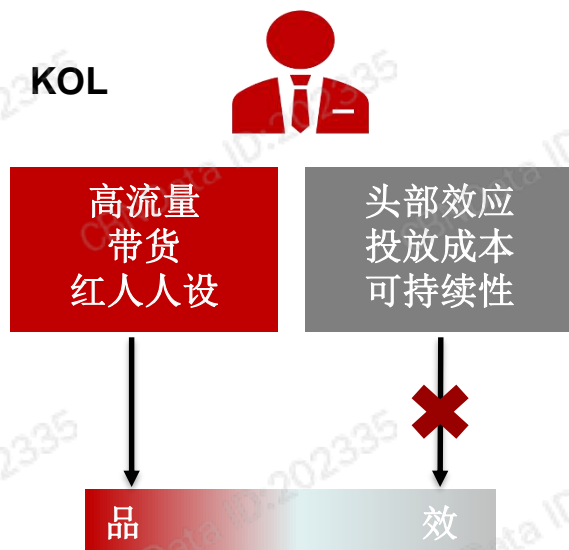
- 头部主播的网红人设、流量标签都难以复制，导致了主播头部效应化明显，由于稀缺性带来的议价能力造成了商家的高投放成本，无法通过头部红人做到品效合一。

平台多元
复制较难

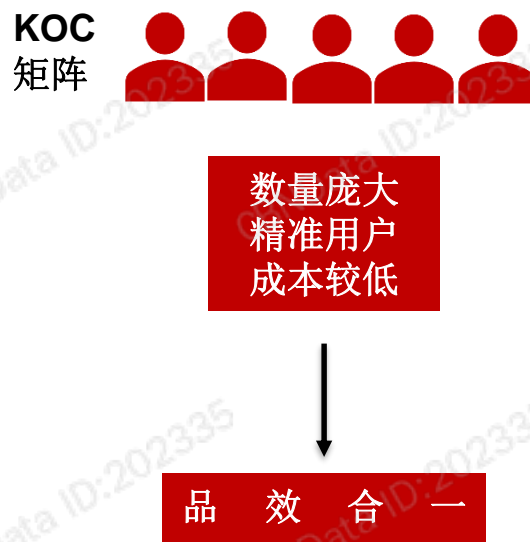
- 直播平台多元化，各个平台运营玩法不尽相同，直播带货在不同的平台显示出不同的生命体征，跨平台复制较难。

- **KOL不稳定性高，长期来看不能帮助品牌实现品效合一。**KOL虽然粉丝多、转化率高，但同时KOL对“人”与“货”的控制力较高，容易成为绑架MCN机构的主要原因，对MCN机构来说变现效率不稳定。同时，较强的带货能力也意味着高成本，品牌方在寻求KOL带货以提高收益时可能面临货卖了很多但挣不到钱的情况，达到“品”而丧失“效”。
- **长期来看KOL与品牌将互相“解绑”，KOC和工业化投放可能实现真正的品效合一。**主播基于对产品的丰富性要求以及考虑到观众审美疲劳，与单一品牌方长期合作概率较低；同时，大品牌上亿的月销量指标对单一红人来说完成较难，因此长期来看，品牌方与KOL将互相“解绑”。对于品牌方来说，选择KOC工业化投放，形成独立的KOC矩阵反而有成本优势，同时巨大的数量也能弥补其流量不足和KOL商业持续性不够的问题。

图：KOL无法带来品效合一



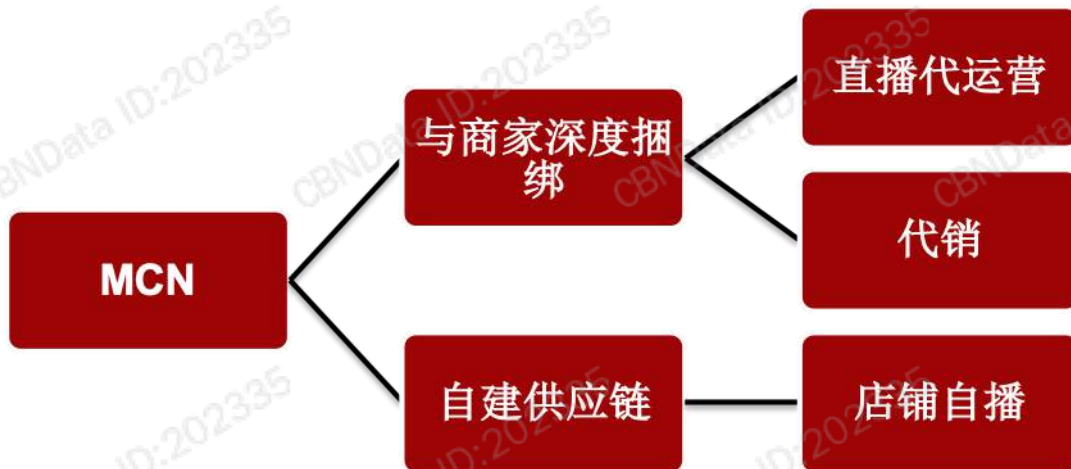
图：KOC矩阵的工业化投放聚沙成塔



具备供应链MCN较少，向“商家服务”转型

- 红人经济不可持续，加上淘宝天猫店铺自播遍地开花，机构影响力未来会被大幅弱化。根据草根调研，19年淘宝直播销售额MCN贡献大概占比接近2成，站内8成的销售都是商家店铺贡献的，基于品牌方的学习曲线能力以及“商业闭环”价值塑造，以及阿里基于“生态概念”打造，商家自播将成为淘宝直播主流，因此MCN机构或遇转型，把自身孵化和运营能力与商家形成深度“捆绑”。
- MCN机构或可培养自身供应链整合能力或者自建供应链，形成“品牌孵化基地”。MCN机构从产业链条环节看，长期是添加了一层“渠道”，必定会阻碍商品流通链的效率，唯有“提升效率”以及“创造价值”才能成为MCN机构的突围之路，因此“代运营、代播、代销、培训”等整合供应链、深度绑定商家的商家服务市场有望兴起，同时随着MCN整合供应链能力持续升级，MCN有望打造成为下一个“品牌孵化基地”。

图：机构未来转型之路



多元化内容电商平台致规模化复制受限

淘宝直播

快手

抖音

流量

DAU: 1200w
MAU: 7500w

DAU: 1.7亿
MAU: 3.6亿

DAU: 2.6亿
MAU: 4.8亿

电商GMV

日均2.2亿, 全年1800亿

日均1亿, 全年预计400-500亿

日均2000w, 全年预计100亿

关系链



网红结构

- 头部: 12-22人
- 腰部: 1000-2000人
- 尾部: 1.5w

- 头部: 50-60人
- 腰部: 3000-4000人
- 尾部: 5w

- 头部: 200人
- 腰部: 2000-3000人
- 尾部: 5-10w人

初衷

与

潜在机会

- 为平台创造流量, 进一步提升用户留存、转化、客单及时长
- 成独立流量来源, 为淘系引流
- 创造销售非闭环逻辑, 产生连带购买
- 三高特性: 高停留、高复购、高转化, 驱动GMV增长

- 私域流量变现
- 带货潜力强
- 自建小店: 现阶段更电商多以红人经济, 运营维护私域流量为主, 缺乏传统电商平台的消费场景

- 平台流量变现
- 帮助品牌商家进行品牌曝光
- 成为大的淘宝客
- 自建小店: 现阶段更电商多以红人经济, 运营维护私域流量为主, 缺乏传统电商平台的消费场景

流量特点

- 头部KOL得到大量私域流量的沉淀, 规模效应, 替代消费
- 直播特卖化

- 前10名KOL流量占30%, 粉丝粘性强, 增量消费, 商品王道
- 直播多元化

- 流量集中算法分发, 以内容为主要流量分发逻辑, 头部网红流量分散, 私域流量未建立

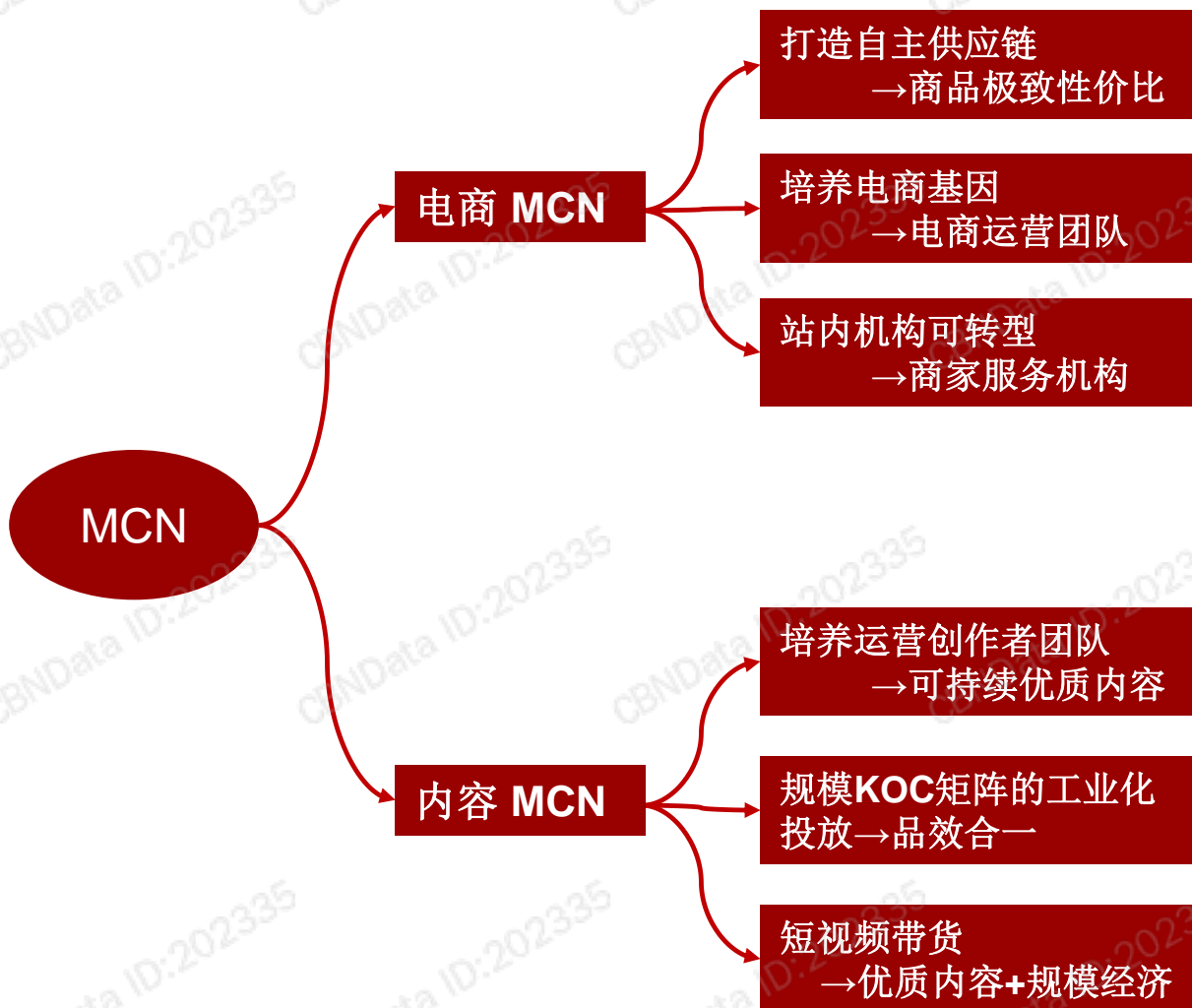
- 由于平台“流量特点”不一致，直播带货在不同的平台显示出不同的生命体征，跨平台复制较难。以淘宝直播和快手直播为例，一个是流量由平台控制的生态，一个是私域流量运营较强的生态，MCN在单一平台形成的知识和方法论无法顺利迁移到其他平台。另外对比抖音直播带货与淘宝直播带货，高传播≠高转化也成为平台带货痛点，MCN机构在探索时需要缴纳更多的跨平台学费。

图：两者各有优缺，不会形成一方独强



图：传播与转化互斥





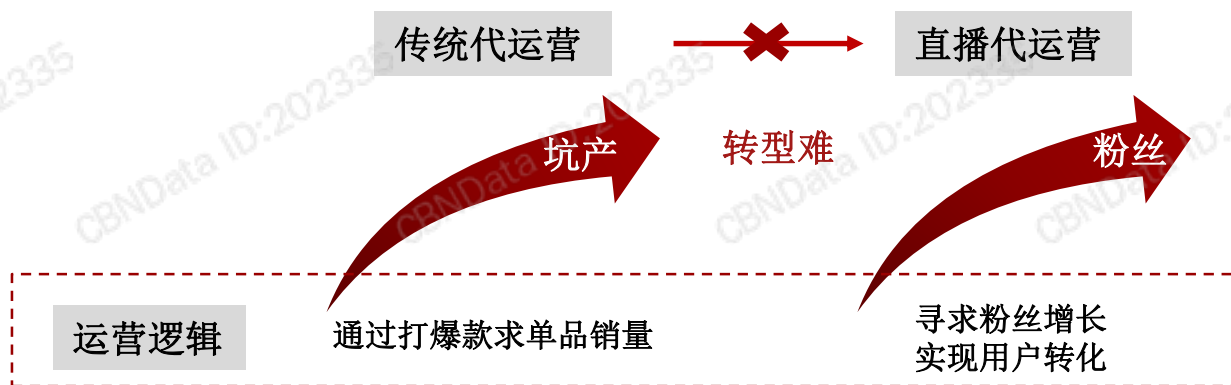
- MCN机构在电商业态中寻求变现的关键在于：
- 1) 打造自主供应链，以此降低商品成本获得商品力；
- 2) 培养电商运营团队，解决电商中物流、仓储、售后等繁琐环节；
- 3) 向商家服务机构转型，如代运营机构、代播机构、代销机构、培训机构等。

- 内容型MCN机构则要掌握优质内容的创作者，培养内容生产团队，以优质内容寻求变现，实现规模经济；另外对KOC矩阵的工业化投放带来品效合一的效果或许比KOL更加实在并且可持续。

直播代运营兴起，后起之秀有天然优势

- 直播门槛较低，“代播”或成为刚进入国内市场的品牌方和初创品牌的最优解。直播的准入门槛比传统电商要低很多，只需要把画面看到的部分装修得与产品比较温和，不同于传统电商需要装修整个店铺和准备策划、客服，因此“代播”业务或成为商家服务主流。
- 商家服务作为MCN转型的主要赛道，与传统代运营的逻辑存在天壤之别。传统代运营公司在团队配备、运营逻辑和体系都是传统电商的模式，思路上的转变比较困难，传统代运营更追求单品的销量，即“坑产”；而现在的直播电商更追求粉丝市场，在直播间里首先要留住客户，只有留住用户才会有后续的转化；另外在直播平台算法逻辑的调配上业不同，后者更追求整个直播对平台用户活跃度的提升与驻留时长的拉长，所以传统电商代运营公司很难短时间内完成直播代运营的知识方法论。

图：直播代运营逻辑更适合当下电商环境



直播算法注重提升用户活跃与驻留时长

适合国外、初创品牌进入电商行业

政策催化，MCN收入规模保守预估600亿

	淘宝	快手	抖音
扶持政策	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 针对粉丝数在2万以下的“新晋主播”，开设45天的扫盲班，同时给予流量扶持，帮助主播完成初期成长 	<ul style="list-style-type: none"> • 联合知乎发布“快知计划”，一年投入100亿元对知识传播相关的内容进行流量支持； • 上百亿流量补贴，“快成长计划”助力MCN机构 • 联合有赞发布“暖春计划”发起线上免费课程 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ “DOU知计划”，为平台组建了由中国科学院、中国工程院院士等专家组成的抖音科普顾问团；“光合计划”
未来计划	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 理论层面：淘宝直播发力，会有更多资源向直播间卖家倾斜。1) 启动百亿扶持计划；2) 打造以淘宝直播、淘宝短视频以及淘宝头条三位一体的整合商业方案；3) 打造直播盛典节日；4) 加强微淘、洋淘的运营；5) 日播30万指标 ◆ 实操层面：1) 平台会继续扶持头部的机构，扶持更多的机构；2) 考核淘宝商家的开播率，鼓励和建议更多品牌开通淘宝直播；3) 平台方会扶持专业的第三方的代播机构或者培训机构，帮助商家做的更好 	<p>主攻下沉市场。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 1) 通过春晚曝光和推出了快手极速版进一步开拓下沉市场； • 2) 针对一、二线年轻用户群体，快手合作了多个游戏官方、篮球联赛，以此获取流量 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1. 在“资源智选”、“内容智造”、“数据智测”等方面集中发力。 ✓ 2. “创作者成长计划”，未来一年帮助一千万名创作者在抖音赚到钱。 ✓ 3. “光合计划”，未来一年，将拿出价值100亿元的流量，帮助10万优质创作者加速成长
行业空间（直播电商）测算	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 预测2020年淘宝站内直播日播量30万场，根据优大人数据统计，每场直播GMV成交额为1万左右，若按照300天计算，且达成率为50%，则全年有望实现4500亿； ➢ 站外平台预计（pdd=1.7万亿*5%=850亿；抖音1000亿；快手3000亿）=4850亿； ➢ 考虑到有重复计算，选取4500亿+850+3000=8350亿（保守测算，上篇报告提到万亿体量） 		
MCN空间测算（GMV和收入口径）	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 站内纯MCN：占比约为15%，则市场空间有4500*15%=675亿；提成为7%，则收入=47.25亿元； ◆ 站内代播服务费：3825亿中，3成代播需求，空间3825*30%=1147.5亿元；提成为8%，则收入=91.8亿元； ◆ 站内代播之品牌方服务费：日播30万场（达成率50%），30%有代播需求，一个品牌方36万，收入=162亿元； ◆ 站内货品匹配性服务：4500亿里30%的非主营类目的货品匹配需求，5%的分佣，收入=4500*30%*5%=67.5亿元； ◆ 站外直播电商pdd假设分成为3%，其他平台为10%，则850*3%+3000*10%=25.5+300=325亿； ◆ 合计GMV空间有675+1147+3000=4822亿（阿里1822亿元）；收入空间=47.5+91.8+162+67.5+325=693.8亿元（阿里368.8亿元）；（测算空间隐含假设条件为：抖音为阿里带货，且未考虑除CPS和品牌服务费外的其他收入来源） 		

非主要平台布局直播电商情况

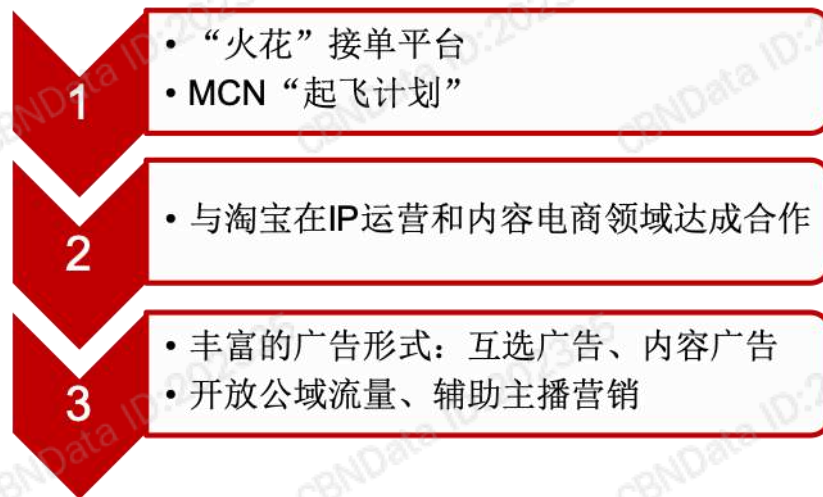
		有赞	拼多多	京东	苏宁	微信直播
目前进展	直播流量	背靠微信10亿月活 小程序6亿日活		2019年双十一期间， 京东直播带货累计成交金额环比618期间提升了25倍，并首次实现了品类的100%覆盖，自营品牌开播率突破60%；	DAU: 150W	潜在流量：朋友圈11.5亿用户，公众号，以及小程序3亿用户
	GMV	19年Q3：全站380亿 直播电商交易额：10亿 19全年大约600亿GMV	19年11月27号首次直播试水，当晚超十万人观看			
	转化链	微信生态→内容→粉丝→购买	KOL→商品→粉丝→购买	KOL→商品→粉丝→购买	内容→商品→粉丝→购买	微信生态→内容→粉丝→购买
未来计划	流量特点	扎根在微信生态，浸泡在庞大的流量池里。通过打通微信小程序进行导流，精准的社群引流、再到通过微信生态分享实现裂变变现，再沉淀回到社群，良性循环	全面开放浮现权，面向所有主播开放公域流量，只要有货、有直播即可获得流量	全面开放浮现权，面向所有主播开放公域流量，只要有货、有直播即可获得流量	私域流量较大，但目前还没有较大的爆发	微信的使用率高，收看直播的门槛低，从侧面拉升了流量，以小程序的方式进行直播提升微信公众号的使用率
	扶持政策	1. 联合快手发布“暖春计划”发起线上免费课程，帮助商家在疫情期间找到转型线上的钥匙	“直播百亿扶持计划”	商家赋能“2+2”计划，针对头部商家给予核心资源及补贴，帮助头部商家实现爆发转化，致力于孵化100个标杆商家，10个亿级商家案例	流量扶持：“拼购村”，商户将有机会把自己的产品带到快手小店、榴莲视频，利用与苏宁签约的网红直播带货	平台提供的支付营销补贴、广告补贴、公域流量等，加快孵化优秀企业商家，打造知名IP
	未来计划	<ul style="list-style-type: none"> 小程序+直播电商打造“云卖货”； 进一步打通各大直播平台，直播网红均可直接开通有赞店铺； 全面打通有赞后台，商家可无缝使用有赞丰富的电商营销工具。 	<ul style="list-style-type: none"> 没有将直播作为独立业务推出的规划； 不打算克隆和重复已有的商业场景与模式，而是希望满足消费者的内生性多样需求，利用分布式人工智能技术，与商家一同为消费者创造“多实惠、多乐趣”的新购物体验 	<ul style="list-style-type: none"> 京东直播将利用直播、工厂行等创新玩法，打造产业带直播节； 投入亿级资源对商家和机构进行扶持 	<ul style="list-style-type: none"> 重点地去推进门店的直播； 与阿里巴巴合作，积极打通猫宁和苏宁门店的店员，以门店的直播平台推荐直播业务 	<ul style="list-style-type: none"> “引力播”计划，未来一年助力微信平台10万商家更好地获取用户、完成商业变现， 并扶持1000+商家通过直播电商模式突破1000万的年成交额

- 哔哩哔哩平台带货的方式主要有三种：视频内植入产品广告、APP底栏的会员购和商品橱窗。会员购是B站自营，主要商品以二次元手办和周边为主，也包括漫展门票；而商品橱窗则是UP主的个人小店，在UP主驻淘后，橱窗的链接会跳转到UP主的淘宝店，商品也随着主播特性而不同。
- B站同时也在加速自身商业化的进程，丰富营销矩阵。1）“火花”作为商业广告接单平台上线，邀请MCN入驻“起飞计划”可享受政策扶持；2）B站与淘宝在IP商业化运营和内容电商领域达成合作，支持B站签约的UP主建立淘宝达人账户，从而实现面向外部的导流和变现；3）上线互选广告、弹幕广告等合作形式，同时开放公域流量，试水流量包等产品辅助UP主营销。
- B站更倾向于种草型KOL，而非带货类KOL，种草模式的销售数据或许不会特别漂亮，但内容跟销售结合起来的模式更加合理，种草型KOL在B站的商业链路上的价值会更大。

图：B站三种主要带货方式



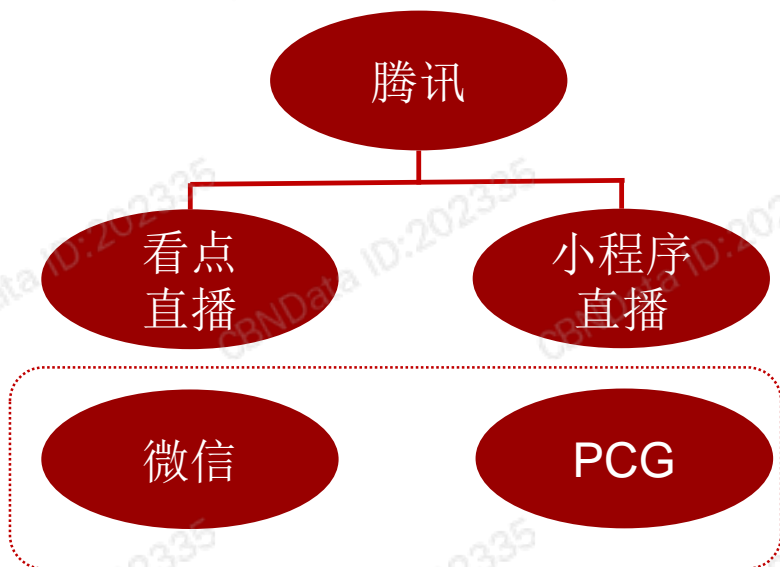
图：B站营销矩阵



资料来源：B站，招商证券

腾讯直播有望催生MCN新赛道

图：腾讯布局直播赛道



内容生产端

商家
MCN
运营者

内容观看端

公众号订阅人群
消费者

资料来源：腾讯，招商证券

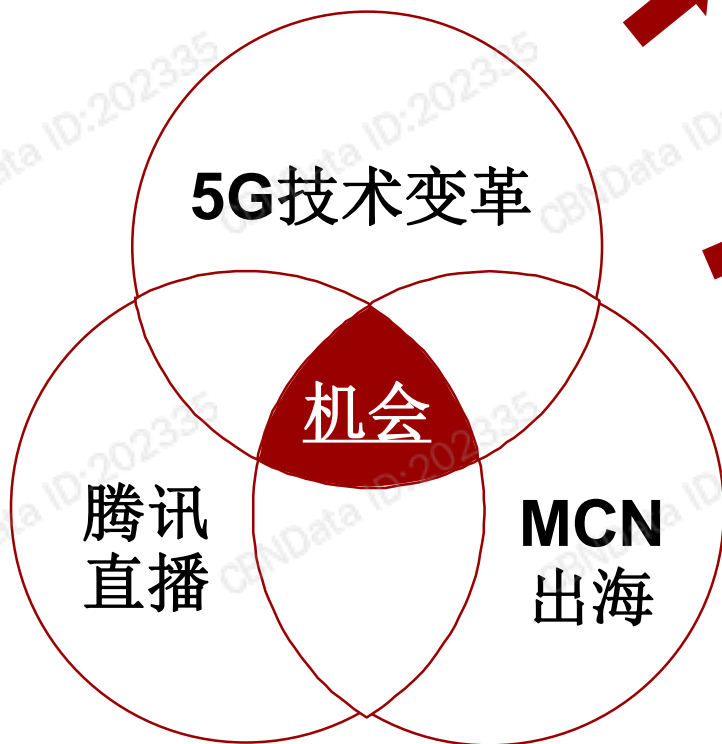
图：看点直播电商闭环方案



资料来源：招商证券

- 腾讯开展电商直播的目的主要是为了打通自己电商方面的薄弱环节，腾讯直播与微信的强强联手可能在短时间内使腾讯的电商直播迅速变强。
- 根据腾讯科技新闻，自内测以来，看点直播共计开播近万场，累计观看人次破千万。电商直播占比高达 **71.3%**，累计产生交易总额达**1.08亿**。
- 作为微信官方提供的商家经营工具，小程序直播具有流量自有、低门槛快运营和强社交互动高转化的优势，可以帮助商家实现用户互动与商品销售的闭环。各MCN都将在腾讯直播上面加速布局，率先熟悉腾讯系直播规则玩法的MCN将占得先机。

图：MCN未来的三个机会



- 5G技术将推动短视频行业的发展，为MCN行业带来新的发展机遇。“大宽带、低时延”的5G网络技术将会极大地丰富短视频的应用场景，AR/VR会增强消费者网购体验感，MCN行业的多元化发展将更具想象力空间。
- 2019年MCN机构出海成为一大趋势，同时国内品牌的出海需求也不断升级。在国内MCN行业竞争日趋激烈的情况下，未来海外将成为MCN行业新的蓝海。

图：国内MCN在Youtube上表现亮眼



洋葱视频——办公室小野

699.70万 Youtube粉丝
605.28万 平均观看量



微念——李子柒

528.87万 Youtube粉丝
889.81万 平均观看量

资料来源：招商证券

资料来源：noxinfluencer，招商证券（截至2019年7月）

三、典型MCN产业链相关公司案例探讨

遥望网络一人、货场全覆盖的新型互联网公司 CMS 招商证券

- 星期六于2018年发起对遥望网络收购，遥望网络2018年开始布局短视频和直播电商业务，目前是快手电商服务商之一，并蝉联快手MCN影响力榜单第一。遥望通过KOT模式，通过明星加网红的合作直播方式获得双倍的流量，重视红人带货，目前布局抖音、快手、西瓜、B站、小红书等实现全平台覆盖。目前有传统互联网广告、基于微信的社交营销和社交电商业务。
- 遥望或凭借在腾讯生态的先发优势在看点直播中受益。2017年遥望搭建微小盟平台为广告主匹配微信公众号以达到导流和广宣的业务，在腾讯未来零售业务的布局以及腾讯直播的发展，遥望或许能凭借对微信业务的了解而取得一定的资源优势 and 先发优势。

图：遥望发展历程及模式

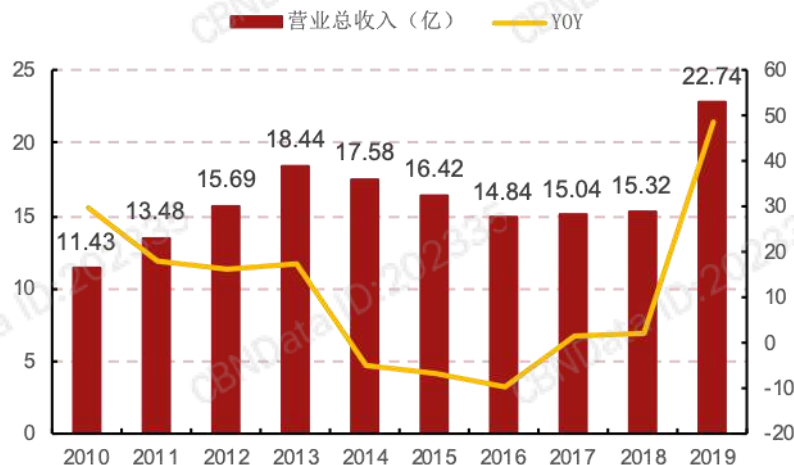


图：遥望社交电商业务布局



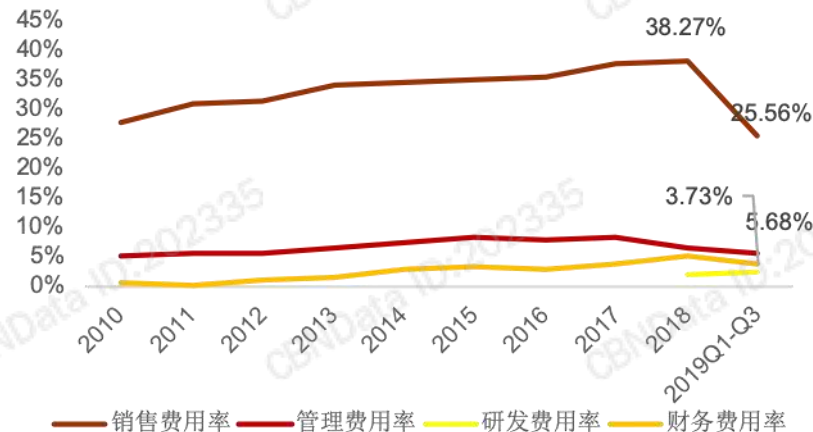
星期六—营收加速增长，腾讯直播可期

图：星期六2019营业收入同比增速达48%



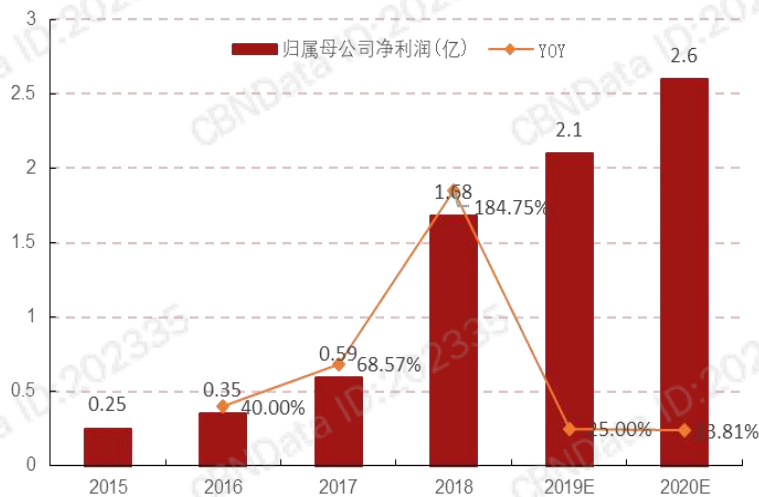
资料来源：公司公告，招商证券

图：星期六销售费用率较高 (%)



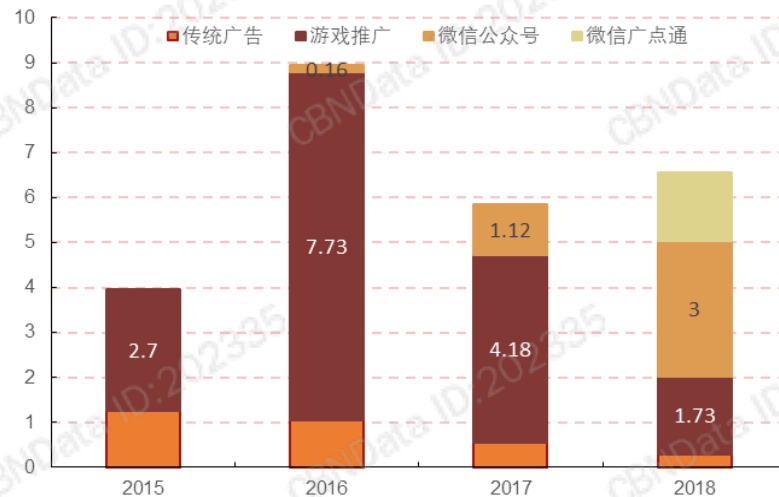
资料来源：公司公告，招商证券

图：遥望网络净利润稳定增长



资料来源：公司公告，招商证券

图：遥望网络公众号收入增加 (亿)



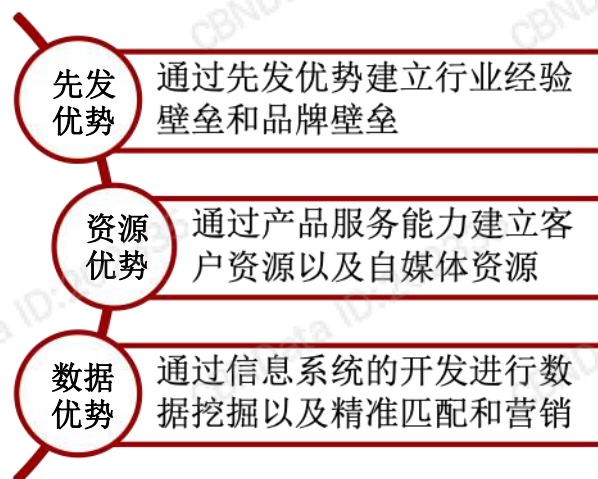
资料来源：公司公告，招商证券

天下秀—加强人货场匹配的营销服务商

CMS 招商证券

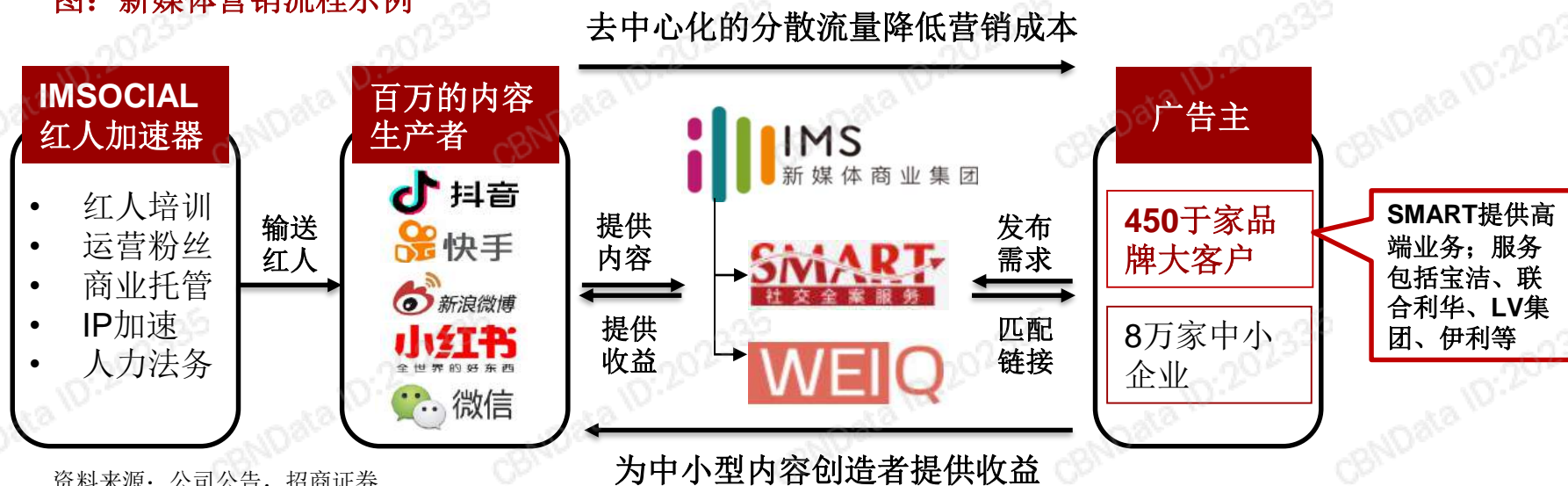
- 天下秀作为链接企业和内容创作者的桥梁，致力于提供智能化的新媒体营销解决方案，其上游拥有450于家品牌大客户，下游拥有各平台的百万内容生产者，通过WEIQ（新媒体营销云平台）、SMART（媒体营销全案服务）以及克劳锐（自媒体数据分析排行机构）三大品牌矩阵为企业提供全方位营销服务。
- 较于其他营销公司，天下秀三大优势在于早期布局的先发优势；历年积累的资源优势以及通过信息系统开发的数据优势。

图：天下秀三大优势



资料来源：招商证券

图：新媒体营销流程示例



天下秀18年营收增长率远超行业均值

图：天下秀营业收入稳定增长（亿）



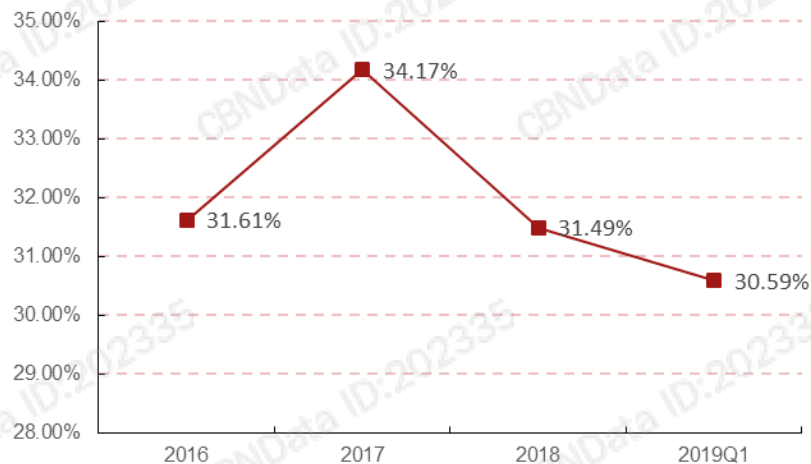
资料来源：公司公告，招商证券

图：天下秀归母净利润稳定增长（亿）



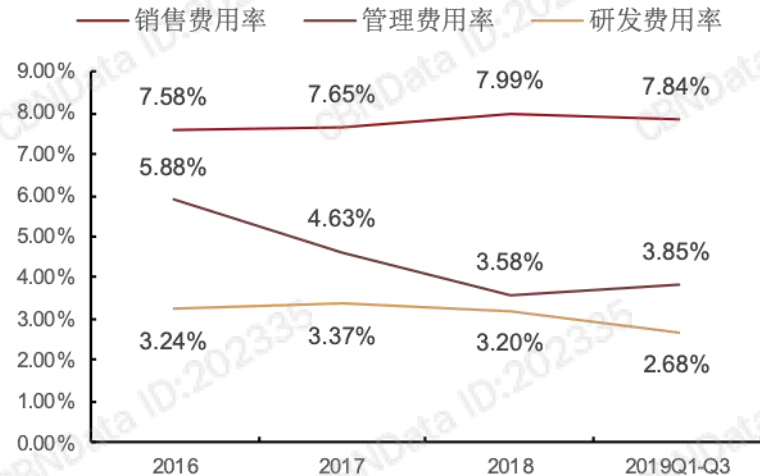
资料来源：公司公告，招商证券

图：天下秀营收毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

图：天下秀三费率



资料来源：公司公告，招商证券

新榜—从4A到内容加强人货场匹配

- 作为中国规模领先的**KOL**投放服务商，新榜提供以头部**KOL**为投放对象的品牌**公关原生广告服务**，覆盖两微一抖以及快手、小红书、B站等多个平台，提供策略投放、创意策划、活动执行等专业服务，并通过独有的大数据辨别造假技术**SBC模型**（腾讯安全技术支持）和原生广告**AI**创作指引提升投放效果。
- 新榜主要服务客户品牌不限于中国平安、中国石油、欧莱雅、宁波银行、招商银行、长安汽车等，目前主要业务分为**内容营销+用户运营+版权分发**三大部分，跻身国内**Top3MCN营销服务公司**。

图：新榜三大内容业务板块



网红猫—以货控人的美妆头部的TP运营公司 招商证券

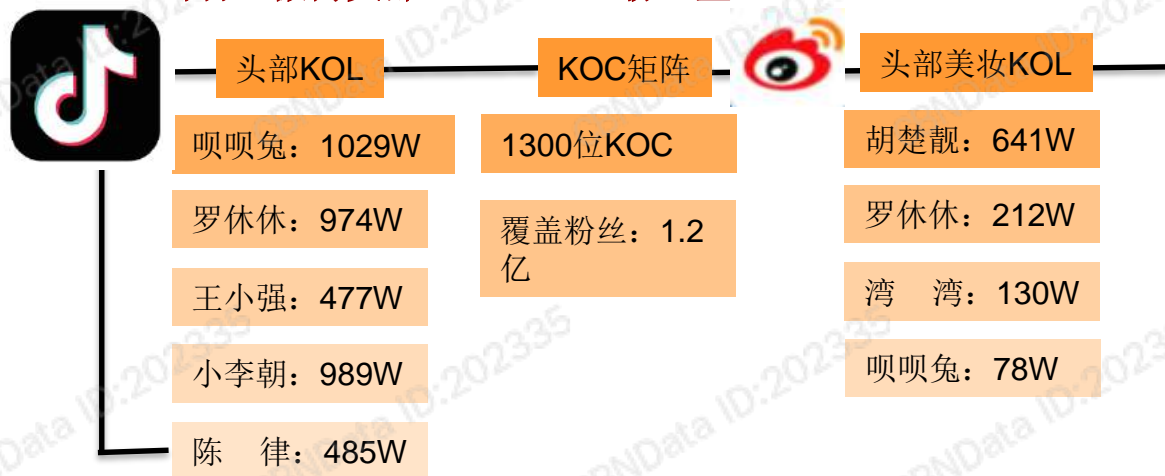
- 网红猫是目前市面上唯一同时获得抖音+快手双平台战略电商服务商资格机构。网红猫作为带货型MCN，形成了独特的站外流量电商变现服务体系，尤其是在抖音的直播带货上处于头部领先地位，其次是快手的直播短视频带货，小红书图文直播带货，针对各平台KOL和MCN机构，提供签约+tp服务两种模式。
- 网红猫在各大直播流量平台都有头部KOL覆盖，其中抖音前五大KOL覆盖粉丝3400万粉丝，并且1300位KOC覆盖粉丝1.2亿人次，其微博美妆KOL覆盖人群也达到1200万+，其顶级网红流量以及其成熟的TP电商运营能力为电商变现提供了扎实的基础。

图：与多家顶级流量平台战略合作



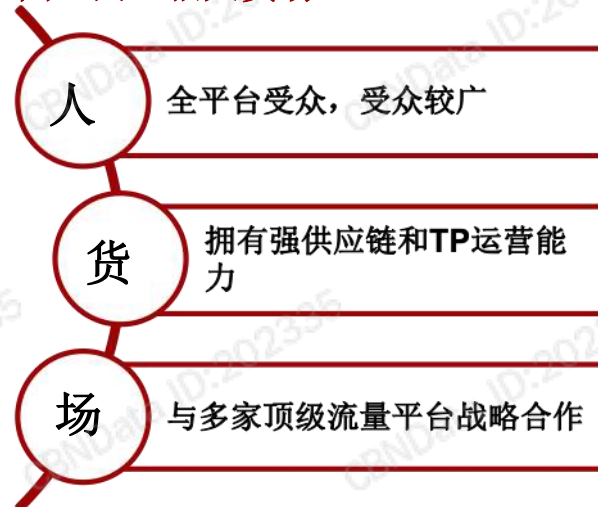
资料来源：招商证券

图：抖音、微博头部KOL、KOC粉丝量



资料来源：抖音、微博、招商证券

图：网红猫人货场



网红猫成功助力品牌实现从0到1

- 网红猫在站内依然拥有突出表现。双十一-阿里巴巴站外网红机构卖货榜排名第三，双十二机构榜排名第二。
- 网红猫的核心价值在于帮助商家打造从0到1，从1到100的全渠道品牌营销。为不同品牌匹配不同KOL和定制的营销方式为品牌造势，吸取流量，达到最后带货的目标。在与Jmsolution和VT两个品牌合作进行全域红人带货营销后，帮助Jmsolution品牌2018-2019年销售突破35亿人民币，帮助VT品牌2019年—2020年从不到一个亿成交突破到十亿级GMV。

图：网红猫在双十一、十二表现位居前三



图：Jmsolution-抖音、直播、微博、KOL店铺整合营销案例

主推产品	JMsolution燕窝面膜
营销方式	呗呗兔微博定制图文种草； 直播对定向人群精准营销 资源推广加深旗下KOL矩阵式同步传播
营销成果	微博 图文转发19K+次 评论3K+次 点赞5K+次 抖音 直播观看人数：3W+ 直播热度：美妆第一
导流效果	销量达4W+盒； 40W+片

资料来源：网红猫，招商证券

图：春雨-微博、明星、直播、KOL店铺整合营销案例

主推产品	春雨面膜
营销方式	胡楚靓微博视频种草 与明星范丞丞赋能 抽奖转发送新品
营销成果	微博 视频转发3.6K+次 评论2K+次 视频播放量1300w+ 一直播 直播观看人数：3W+ 直播热度：美妆第一
导流效果	销量达1.5W+盒； 10W+片

资料来源：网红猫，招商证券

四、选股逻辑+投资建议

四方利益体角逐，供应链致胜法则

供应链及供应链服务公司

供应链

它们的商业模式是对接货源和KOL。作为服务型企业，赚取商品售卖佣金。

直播交易平台

流量

是卖货场景的闭环处，多为巨头把控，他们是链条规则的制定方，流量资源的掌控方，也是最核心直播技术平台的搭建方。

MCN机构

效率集成

它们的商业模式是培养孵化网红，随后以合同形式和网红形成利益共同体，从网红卖货的总收入中分取属于MCN机构的部分。

卖场的物理空间

其本质是商业地产服务，这些空间服务商大多依托本地货源资源，通过提供卖场场地帮助商家和网红对接。

代表公司		推荐逻辑
电商平台	阿里巴巴、拼多多、 京东	直播电商最大受益平台，站内提升效率+站外万亿增量，长期可贡献丰厚利润来源
擅长直播玩法的品牌方	良品铺子、 三只松鼠	线上休闲零食头部玩家，由于品牌强势、直播带货未来有望同时创造收入+利润
电商导购平台	值得买、 ST昌九（未覆盖）	相比直播带货，对平台/商家来说性价比高（货币化率5%不到），未来GMV和货币化率有提升空间
纯正MCN标的	星期六	未覆盖
基础设施服务商	有赞	未覆盖

- 电商行业整体增速下行；
- 行业竞争激烈，盈利相对困难；
- 直播带货控货风险，例如食品安全事故等；
- 疫情影响下需求疲软；
- 内容电商内容监管风险；
- 主播跳槽带来的MCN盈利不稳定；
- 行业过热造成头部网红高溢价，成本不可控；
- 直播电商货品排他性造成恶性竞争，影响直播效率等。

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁：商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，2018年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川：布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019年加入招商证券，主要方向为新零售和超市。

周洁：同济大学、KEDGE Business School管理学双硕士，2018年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

感谢实习生付洋对本文的重要贡献。

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。



感谢聆听
Thank You