



批发零售业

2020.05.18

全民直播时代，国货加速崛起

——电商行业专题报告

	瞿猛(分析师)	陈彦辛(分析师)
	021-38676442	021-38676430
	zimeng@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880517070001

本报告导读：

科技变革带动互联网迈向视频时代，直播、短视频等新流量入口快速崛起，美妆、食品、轻奢品类渗透率提升，国货品牌再迎红利加速崛起，电商平台强者恒强。

摘要：

- 投资建议：科技变革带动电商进入视频流量新时代，网红直播顺应时代风口率先爆发，未来将走向全民带货。美妆、食品、轻奢品类渗透率将进一步提升，对新变化适应较快的国货品牌将享受渠道红利，在复杂多变的环境下品牌对代运营服务的需求持续提高，阿里巴巴也积极布局把握电商新阶段的流量入口，强者恒强。美妆国货把握直播新流量红利加速崛起，建议增持：**珀莱雅、丸美股份、壹网壹创、青松股份、上海家化、御家汇等**。休闲零食、珠宝线上渗透率不断提升，建议增持：**三只松鼠、良品铺子、周大生**。电商平台强者恒强，建议增持：**阿里巴巴等**。
- 科技进步带动流量变革。随着技术的进步，互联网经历 PC 端到移动端，流量入口从门户搜索变革到 APP 跳转，再到社交转化；展示形式从文字到图片再升级至音视频，带来了短视频、直播等新兴流量的快速爆发。电商作为流量变现的最佳途径，通常在每一轮技术变革带来的流量汇集的中后期开始大规模应用，以完整的商业闭环完成对流量的收割。流量入口不断变迁，但电商平台海纳百川强者恒强。
- 短视频/直播流量快速崛起，从网红带货走向全民带货。2019 年抖音、快手等短视频/直播平台快速崛起，现已成为超 4 亿活跃用户级别 APP，视频内容时代流量完成初步汇集。直播、短视频带货成为电商新时代的重要商业模式，目前头部网红主导市场，凭借超级流量，网红直播兼具品宣、销售双重功能，但也存在费用高、留存低、复制难等瓶颈。后续，直播带货作为新流量时代的常规工具，将逐渐回归商品销售本质，随着行业的标准化，从网红带货到全民带货、从信任主播到信任商品，是未来的发展的主要方向。
- 直播、视频电商新时代，美妆、食品、珠宝、轻奢品类渗透率将进一步提升，对新变化适应较快的国货品牌将享受渠道红利，在复杂多变的环境下品牌对代运营服务的需求持续提高，阿里巴巴也积极布局把握直播流量新红利。①品类：个护美妆、休闲零食、轻奢品牌线上销售占比逐年增加，位列抖音、快手投放品类前列；②国货：直播电商现阶段用户与国货品牌目标客群高度一致，以珀莱雅、丸美股份、三只松鼠、良品铺子为代表的国货品牌快速把握渠道红利机会，布局新营销，快速成长；③阿里巴巴：自创立至今，阿里巴巴一直牢牢把握流量入口，保证对流量的绝对控制权，淘宝直播仍将是直播电商主阵地，电商巨头优势进一步巩固。
- 风险提示：线上竞争加剧，新模式费用率持续高企。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

细分行业评级

相关报告

批发零售业《美妆增速转正，线上加速成长》

2020.05.17

批发零售业《营销和产品发力，美妆加速成长》

2020.05.10

批发零售业《重视美妆与可选复苏》

2020.05.10

批发零售业《五一消费线上持续火热，线下渐恢复》

2020.05.05

批发零售业《必选和线上韧性十足，可选静待复苏》

2020.05.05

每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群



目 录

序言	3
1. 科技变革驱动电商流量更迭	3
1.1. 科技变革：从 3G、4G 到 5G，从互联网到移动互联网	3
1.2. 流量入口：门户→搜索→电商 APP→短视频、直播 APP	5
1.3. 电商形式：PC 端电商→移动端电商→社交电商	6
2. 直播/视频电商：从网红带货走向全民带货	8
2.1. 直播电商爆发式增长，淘宝主导抖音快手高增长	8
2.2. 直播电商重构电商产业链，视频流量多元化变现	12
2.3. 从网红带货走向全民带货	16
3. 电商新时代美妆、零食等国货最为受益	19
3.1. 品类：美妆、食品、轻奢品类渗透率进一步提升	20
3.2. 国货：新渠道红利，加速国货崛起	22
3.3. 电商巨头：阿里流量中心价值不减，视频时代保持领先	25
4. 投资建议	27
5. 风险提示	28

序言

科学技术的变革驱动互联网流量入口发生变化，进而改变电商表现形式。自中国接入互联网以来，流量入口不断变化更迭，时至今日，以短视频、直播为代表的一批分享型社交 APP 成为互联网流量的新入口。流量新时代，以抖音、快手、B 站为代表的新兴流量入口风光无限，打赏—广告—直播带货，新流量变现方式日趋多样。电商顺应时代变革，进入以视频内容营销为主的新时代。网红带货或是视频时代电商的初级阶段，品宣+销售双重效果，短期品牌可以承受较高费用率，但长期将转向 ROI 更高模式，未来逐渐从网红直播将向全民直播。

中国消费品市场处于结构性升级阶段，三四线及以下城市消费潜力，在抖音、快手、小红书对消费者的教育，叠加社交电商、微商、直播电商等渠道下沉相结合下，得到快速挖掘。同时，化妆品、零食等处于行业流量红利期，竞争力从渠道、营销驱动逐渐过渡到产品驱动。而现阶段直播电商主要用户与国货品牌目标客群高度吻合（但国际大牌还难以下沉），结合网红带货兼具品宣+销售功能，对国货品牌爆款打造、产品力提升有着关键作用。未来美妆、食品、珠宝、轻奢品类渗透率提升；国货品牌有望借力加速崛起；阿里仍是直播电商主阵地，全民直播时代龙头中心化优势不减弱者恒强。

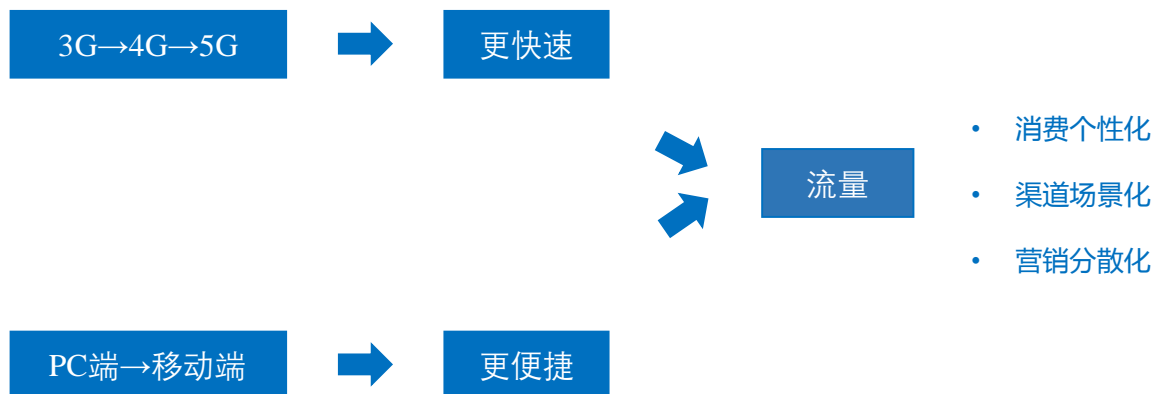
1. 科技变革驱动电商流量更迭

科技推动流量入口迁移，进而促进电商表现形式进化。科技变革是驱动电商流量变化和更替的最主要因素之一，科技水平的发展使得传输速度和使用便利性不断提高，进而改变了互联网的流量入口。自正式接入互联网以来，中国电子商务的流量入口经历了“门户→搜索→电商 APP→短视频、直播 APP”的变迁，电子商务的表现形式也对应经历了“PC 端→移动端→社交电商”三个阶段。阿里巴巴作为中心化的电商平台，在每一次的流量变迁过程中，都牢牢把握住流量的入口，不论在 PC 端时代、移动端时代、还是社交电商时代，都保证对流量的绝对控制权，海纳百川强者恒强。

1.1. 科技变革：从 3G、4G 到 5G，从互联网到移动互联网

科技水平推动电商流量端不断变迁。科技水平是推动流量端变迁的重要因素，从 3G、4G 到 5G，传输速度的提高推动了效率的提升；从 PC 端互联网到移动互联网，使用的便利性也显著提高。伴随着科技水平的变化，流量变得更加细分和精准，消费个性化、渠道场景化、营销分散化的现象愈加明显。

图 1：科技水平推动流量发展



数据来源：国泰君安证券研究

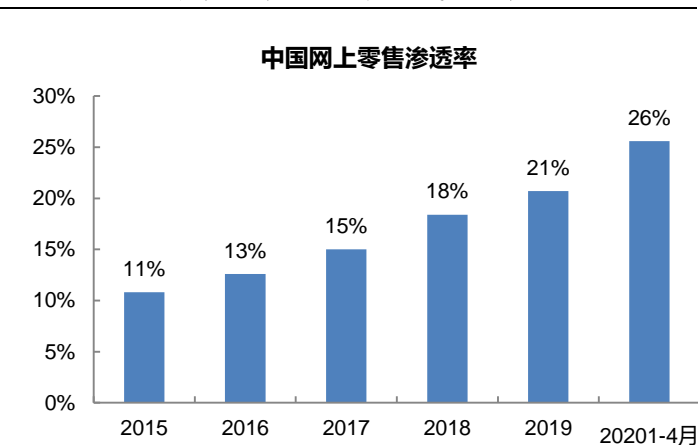
从 3G、4G 到 5G，传输速度推动传播效率变革。手机数字通信技术始于 20 世纪 80 年代，最初的传输（1G、2G 技术）仅支持图片和文字，质量和安全性较差，没有广泛使用。1998 年推出的 3G 网络带来了更稳定的数据传输速度，图文逐渐成为主流的互联网信息传播方式。2008 年发布的 4G 以近 5 倍快的速度进一步支持了手机高速上网的功能，随着 4G 的商用和普及，信息传播方式逐渐转为以音视频为主，传播效率进一步提高。未来伴随着 5G 的商用，其传播速度较 4G 快近 20 倍，AI 购物、AR 购物等有望取代音视频成为更有效率的传播方式。

每一轮科技变革，都推动电商渗透率进一步提升。2015 年以前，参考美国、英国、韩国等成熟市场，普遍认为中国网上零售渗透率上限在 20% 以下，但随着科技变革，移动互联网加速普及，尤其在 2018 年以来，社交电商、视频电商在低线城市快速普及，带动网上零售渗透率进一步提升超过 20%。2020 年，疫情进一步提高了消费者对商超、食品、生鲜电商的消费习惯，从 2020 年 1-4 月数据来看，线上渗透率进一步跃升至 26%。

图 2：2015-2019 年电商复合增速达 27.4%



图 3：网上零售渗透率 2020 年进一步跃升

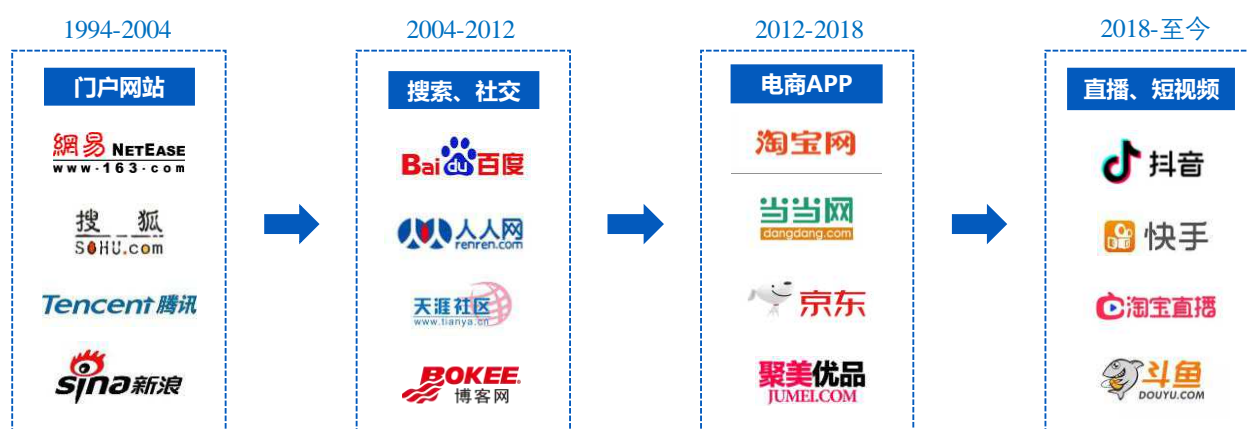


数据来源：艾媒咨询，国泰君安证券研究

1.2. 流量入口：门户→搜索→电商 APP→短视频、直播 APP

流量入口的变化经历了四个阶段：从门户到搜索、电商，再到短视频、直播。1994 年中国正式接入国际互联网，之后几年网易、搜狐、腾讯、新浪相继成立门户网站，成为中国互联网的四大流量入口。2004 年-2012 年，以百度为代表的搜索引擎崛起，配合博客、SNS、论坛等社交网站成为流量的新入口。2012 年-2018 年，以淘宝、京东、天猫为代表的电子商务平台陆续开发移动端 APP，流量从 PC 端迁移至移动端，被各种各样的 APP 分流。2018 年后，线上流量红利逐渐消失，直播 APP 变成人们沟通社交的主要平台，以抖音、快手、为代表的短视频及直播平台成为流量的主要来源。

图 4：新兴流量入口的变迁历史



数据来源：国泰君安证券研究

门户网站：最早的互联网流量入口。上世纪 90 年代末，以网易、搜狐、新浪为代表的中国门户网站在互联网商业变现的道路上进行了尝试性探索。据艾媒咨询，中国最早的 4 亿网民中超 80% 是从三大门户看新闻开启其网络生活的。门户网站作为中国较早出现的互联网形态，成为了最大的流量入口，也成就了中国最早一批上市的互联网企业。

搜索&社交：21 世纪初最牢固的流量入口。四大门户网站相继成立后，中国互联网逐渐由内容贫乏转为内容过剩，以百度、雅虎为代表的搜索引擎企业通过帮助用户快速获取感兴趣的内容迅速发展，成为中国互联网流量的重要入口。同时，以 BBS 论坛和 QICQ 为代表的社交网络快速发展，开启中国网民在 PC 端的社交网络生活。

电商 APP：移动端线上零售流量新入口。以智能手机为代表的移动终端逐渐改变了电脑 PC 端一家独大的局面，线上购物迎来发展新机遇。淘宝、京东、聚美优品、当当为代表的电商企业逐渐培养了消费者线上购物的用户习惯，引领了电子商务的发展，各企业的移动端 APP 也成为电商流量的主要入口。

图 5: PC 时代的社交网络平台



数据来源：艾媒咨询

图 6: 淘宝重塑电商零售体系



直播&短视频：流量红利褪去下的新增长点。伴随着 4G 的普及，互联网信息传递方式由图文转变为音视频，抖音、快手等短视频独角兽和斗鱼、虎牙等直播平台迎来爆发，在年轻群体和下沉市场收获大批活跃用户，成为新的流量池。凭借巨量的流量用户，品牌商纷纷将广告投放放在各短视频直播平台 KOL 身上，行业资本纷纷向头部企业集中。

图 7: 网络直播造就一批新兴企业



数据来源：艾媒咨询，Quest Mobile，国泰君安证券研究

图 8: 春节期间短视频 APP 流量增长迅猛

2020 春节短视频 APP 日均活跃用户 TOP5		
	DAU (万)	相比 2019 春节增长
抖音	31,767	38.90%
快手	22,653	35.20%
西瓜视频	4,540	6.70%
火山小视频	3,604	-17.10%
微视	3,612	400.70%

1.3. 电商形式：PC 端电商→移动端电商→社交电商

电子商务的表现形式经历了从 PC 端到移动端，再到社交电商的三个阶段。PC 端时代的电子商务尚处起步阶段，存在较高的信息不对称性，法律法规不完善，劣质产品较多；智能手机将电子商务带入移动端时代后，解放了消费者对电脑的依赖，增加消费者碎片时间利用，在购物的便利性上显著提高；在流量增长放缓的背景下，社交电商深耕内容营销，围绕消费者需求展开，以直播和短视频带货的形式成为电子商务的新模式。

阿里巴巴的进化历程完美体现了电子商务的形式变迁。作为中国最大的平台式电子商务企业，纵观其电商模式的发展路径，公司早期从 B2B 会员收费、提供外贸交易信息开始，后衍生出 C2C 模式成立淘宝网，步入移动端时代后聚焦淘宝 APP 的品牌化升级，最终形成流量变现。近年来，为应对拼多多、短视频直播带货形式的冲击，公司大力发展内容营销业务，覆盖下沉市场用户，以淘宝直播为主业，通过直播带货促进销售。

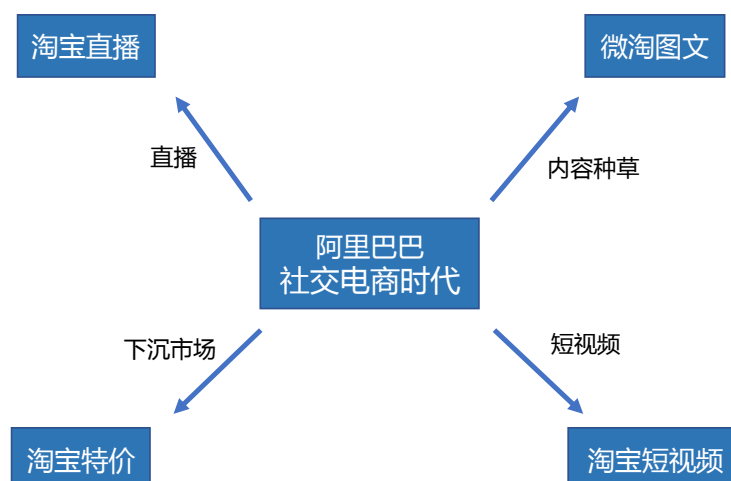
图 9：阿里巴巴的进化历程完美体现电子商务的形式变迁



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

步入社交电商时代，阿里巴巴拥抱内容营销，从“人找货”转变为“货找人”。PC端时代，消费者先有明确目标 and 需求，再到PC上进行搜索、比价后购买，是一个“人找货”的过程；社交电商时代，内容丰富的短视频、直播、图文种草通过满足消费者的整体体验进而带动购买，是一个“货找人”的过程。为应对内容营销时代的到来，阿里巴巴在内容场景上通过有好货、微淘、淘宝直播以及短视频等内容场景实现购前、购中、购后的完整覆盖。阿里妈妈在P4P、直通车、钻展的基础上推出超级推荐，以期缩短品牌传播到销售转化的链路。同时推出淘宝特价，以C2M对接工厂，加速下沉市场扩张据淘榜单。淘宝直播自2018年1月至今在淘宝平台上的渗透率逐渐提升，淘宝直播促成的整体成交总额已连续三年以每年超过150%的幅度增长。

图 10：阿里巴巴在社交电商时代致力于实现内容场景全覆盖



数据来源：国泰君安证券研究

2. 直播/视频电商：从网红带货走向全民带货

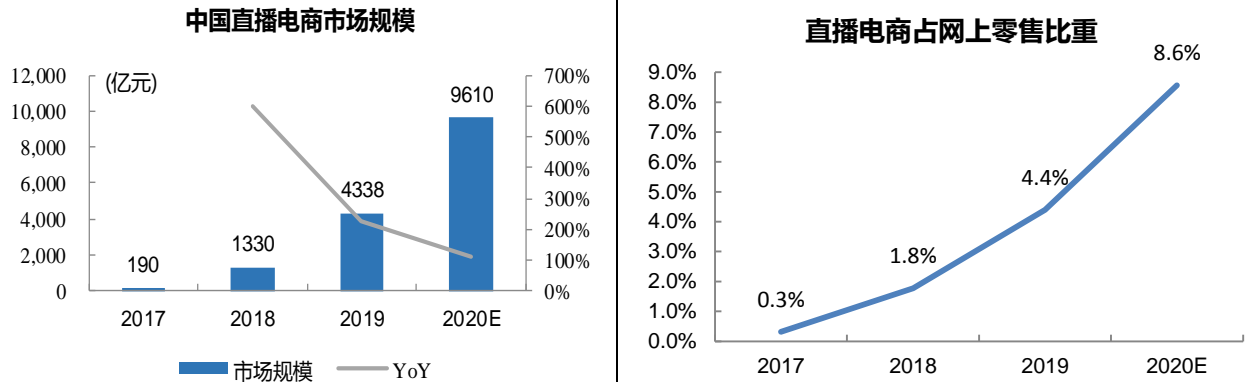
直播、短视频带货成为视频新时代的电商重要商业模式，目前头部网红主导市场，凭借超级流量，网红直播兼具品宣、销售双重功能，但也存在费用高、留存低、复制难等瓶颈。后续，直播带货作为新流量时代的常规工具，将逐渐回归商品销售本质，随着行业的标准化，从网红带货到全民带货、从信任主播到信任商品，是未来的发展的主要方向。内容营销崛起的背景下，以抖音、快手、淘宝直播为代表的 APP 活跃用户快速增加，品牌方通过社媒引流至电商平台实现销售转化。但是头部网红 KOL 目前处于流量垄断地位，费用率居高不下，品牌企业除品宣需求外，难以长期作为主打销售渠道合作。网红利用高流量资源尽可能多的寻找优质商品并提高折扣水平，这一过程过于依赖网红选品能力和消费者冲动购买心理需求，并不能长期减少信息不对称问题（反而容易加大）。中长期看，随着新技术的普及、平台流量分发算法优化、高质量直播人才的培育，直播电商将逐渐从网红带货走向全民带货。

2.1. 直播电商爆发式增长，淘宝主导抖音快手高增长

据新榜研究院，2019 年直播电商总规模预计将达 4338 亿，同比大幅增长 226%，直播电商占整个电商规模比重达到 4.4%。其中 2019 年淘宝直播预估实现年 GMV 2500 亿，占比达 58%，抖音直播估计 GMV400 亿，快手直播估计 GMV350 亿。预计 2020 年，直播电商行业将保持 100%+ 高增长，阿里剑指 5000 亿，抖音、快手均把 2020 年 GMV 目标上调至 2000 亿以上。巨头发力和新兴势力爆发，直播电商占线上销售的渗透率正加速提升。

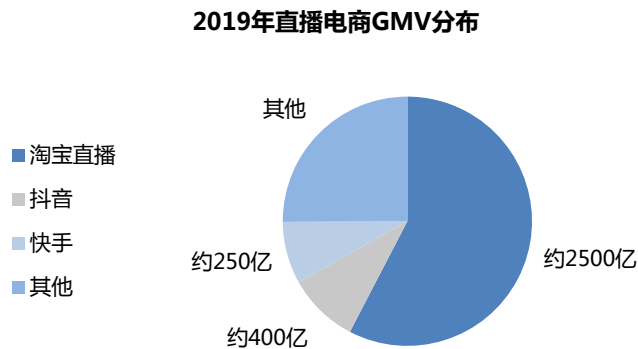
图 11：直播电商市场规模爆发式发展

图 12：2019 年直播电商占整体电商比重达 4.4%



数据来源：艾媒咨询，零售圈，国泰君安证券研究

图 13：淘宝直播占据市场半壁江山



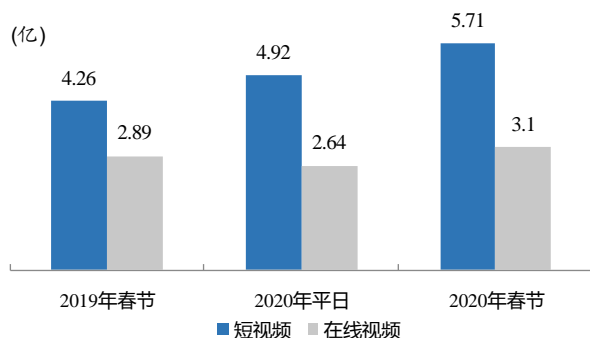
数据来源：国泰君安证券研究

社交媒体用户快速增长，短视频 G2 格局已显现，平台用户年轻化特征明显。从用户规模来看，抖音和快手用户群体庞大，2020 年月活用户分别达 5.18 亿人和 4.43 亿人，小红书定位相对高端（一二线用户占比超 70%），月活用户达 7700 万，B 站是针对“Z 世代”的文化社区，月活用户 1.3 亿。2019 年全年短视频增长一枝独秀，成为了活跃用户规模增速最快的细分领域之一，活跃用户规模逼近在线视频的 2 倍。尽管以 BAT 为首的大批从业者鱼贯而入，但视频领域综合平台竞争 G2 格局已显现，抖音和快手霸主地位稳固。从用户年龄段分布看，各平台用户年轻化特征明显，30 岁以下用户占比均超过 65%。

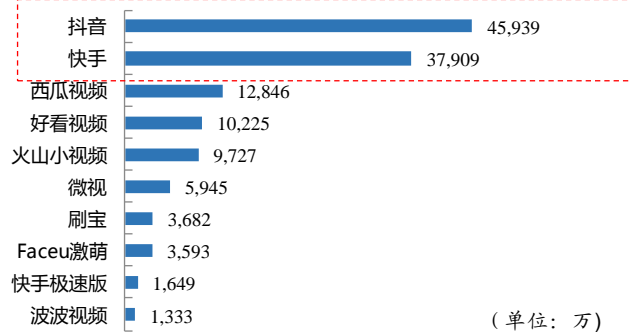
图 14：短视频用户快速增长，逼近在线视频 2 倍

图 15：抖音和快手短视频领域龙头地位稳固

短视频vs在线视频日均用户规模



2019年12月短视频月活跃用户数TOP10



(单位: 万)

数据来源: 火星文化, 卡思数据, Fastdata 极数, 国泰君安证券研究

表 1: 主流社交媒体平台对比

应用名称	定位	月活用户(2020)	营收规模(2019)	用户性别比例	主要用户群体年龄段	主要城市	估值
抖音	短视频	5.18 亿	500 亿	女性: 约 60% 男性: 约 40%	25 岁及以下: 25% 25-30 岁: 超 40% 30 岁及以上: 35%	一二线城市 占 52%	母公司字节跳动 pre-IPO 融资, 投前估值 750 亿美金
快手	短视频	4.43 亿	400 亿	女性: 约 51% 男性: 约 49%	25 岁以下: 约 30% 26-35 岁: 约 40% 30 岁以上: 约 30%	低线城市用户占比约 64%	2018 年 E+ 轮投后估值 180 亿美金; pre-IPO 融资投前估值 250 亿美金
小红书	生活方式平台	0.77 亿	-	女性: 约 80% 男性: 约 20%	25 岁以下: 50% 25-30 岁: 20% 30 岁以上: 30%	一二线城市用户占比约 70%	2018 年 6 月 D 轮融资, 估值 30 亿美金
B 站	Z 世代文化社区	1.30 亿	67.8 亿	女性: 约 39% 男性: 约 61%	24 岁及以下: 67% 25-30 岁: 17% 30 岁以上: 16%	沿海和一线城市为主	2020 年 5 月 15 日市值 107.3 亿美金

数据来源: 网易科技, talkingdata, 虎嗅, 36 氪国泰君安证券研究

四大新媒体平台底层逻辑和商业模式各不相同, 但美妆个护均为广告投放前五的行业。从内容看, 抖音和快手以短视频+直播为主, 小红书以图文+短视频为主, B 站以视频+直播为主。从流量分发看, 抖音以平台主导为主, 快手、小红书、B 站以社交+兴趣为主, 盈利模式包含广告、直播抽成、游戏、电商等。

表 2: 平台底层逻辑和商业模式各不相同

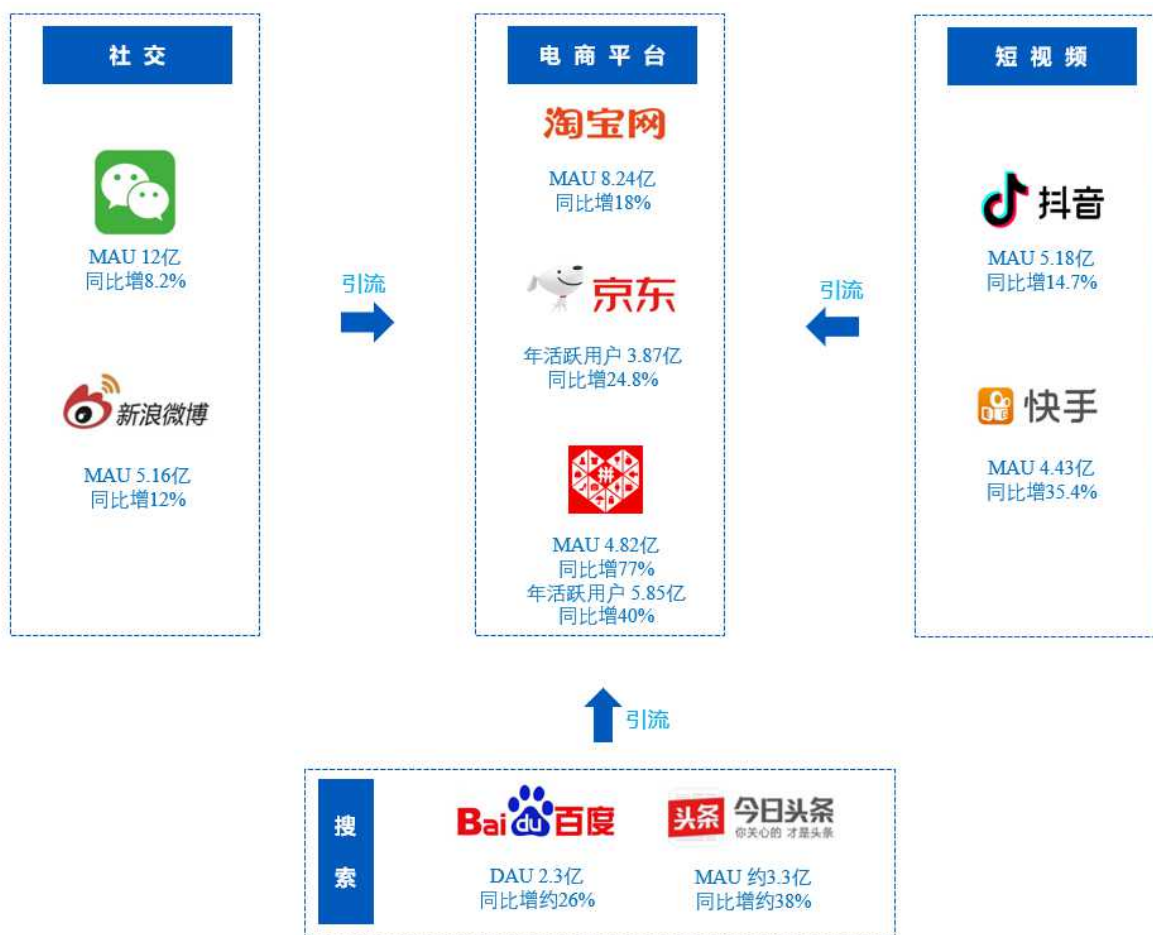
应用名称	流量分发逻辑	内容属性	营销特点	商业模式和营收规模	KOL 或广告投放前五的行业
------	--------	------	------	-----------	----------------

抖音	平台主导流量分发，强调中心化和爆款打造	有趣、潮酷，用户价格敏感度介于小红书和快手之间	重内容，机构化、专业化	信息流广告，硬广配套收费，DOU+视频加热工具等；2018年200亿，2019年目标500亿。	个护化妆，服饰鞋包，游戏，食品饮料，日用百货
快手	基于粉丝关系+兴趣推送，强调“老铁经济”和社交关系	猎奇、搞怪、趣味，用户偏好性价比比较高的大众品牌	重人设、直播带货为主	直播抽成为主，信息流广告为辅；2018年总收入200亿，2019年目标350亿；其中信息流广告收入：2018年20亿，2019年预计150亿。	个护化妆，食品饮料，互联网IT，游戏，汽车
小红书	基于粉丝关系+兴趣推送，强调意见领袖和社交关系	精致生活、种草带货，用户偏好有调性和中高端的品牌	UGC分享、KOL深度种草、口碑传播	信息流广告、电商变现：2017年销售额65亿。	护肤美容，服饰鞋包，教育培训，家居家装，结婚服务
B站	依托粉丝关系+兴趣推送，UP主和用户粘性高	年轻、多元细分社区，适合个性化产品，二次元产品和IP衍生品	UP主深度种草、内容二次创作、才艺植入	游戏、广告、直播与增值业务、电商业务等；2019年营收67.8亿元。	美妆日化、3C数码、IT互联网、医药保健、游戏动漫

数据来源：微播易，Quest Mobile，艾瑞咨询，火星营销研究院，亿欧网，搜狐网，国泰君安证券研究

内容营销时代，各电商平台有望从社交、短视频、搜索等新渠道获得增量流量。伴随着内容型电商的兴起，以抖音、快手为代表的新型互联网APP成为流量新聚集地，活跃用户数快速增长。在社交、短视频、搜索等领域的流量通过KOL引流的方式流入淘宝、京东、拼多多等电商平台，带来了增量流量。以拼多多为例，其利用微信好友拼团、砍价的社交方式，实现了营销的裂变，截止2019年底，获得4.82亿月活跃用户，同比增加77%。

图 16：内容营销背景下，短视频成为新流量入口

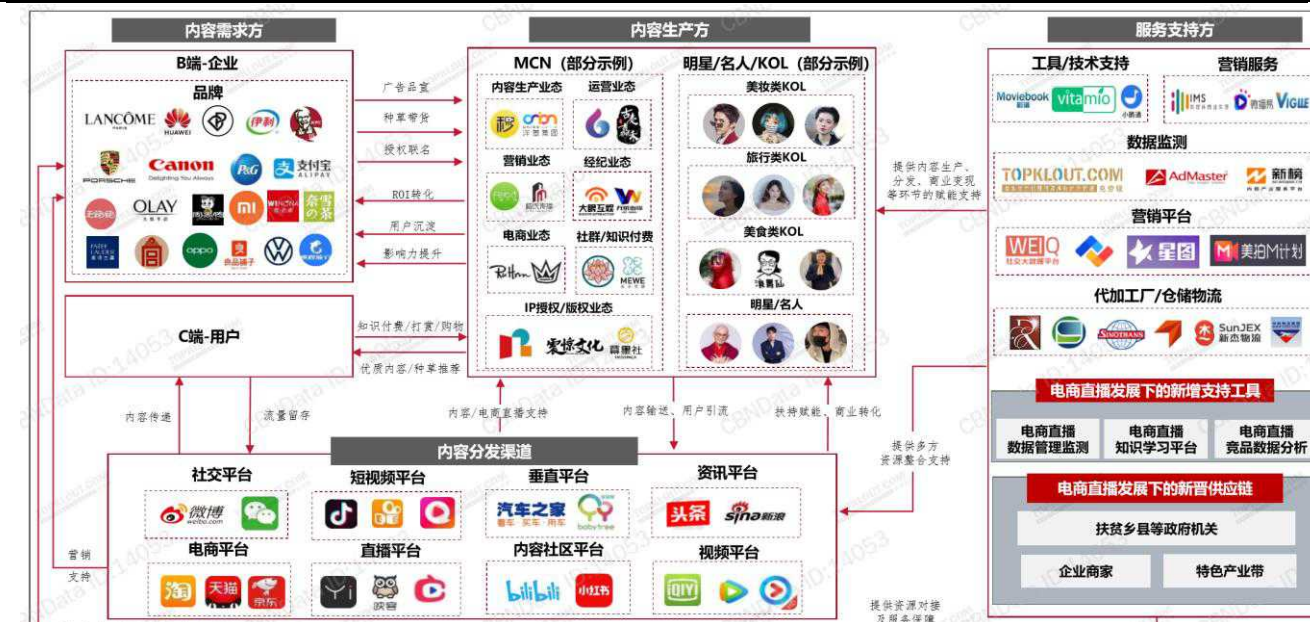


数据来源：各公司公告，Quest Mobile，国泰君安证券研究

2.2. 直播电商重构电商产业链，视频流量多元化变现

线上营销多元化，重构电商产业链格局。各种新兴媒体的崛起为消费者带来海量品牌信息，一段视频、一篇帖子随时随地可能触发消费。通过短视频直播引流至淘宝店铺带货的方式成为行业主流。在此背景下，如何与用户建立高频交互，通过多维内容形式触发用户的消费需求，成为品牌营销的关键。

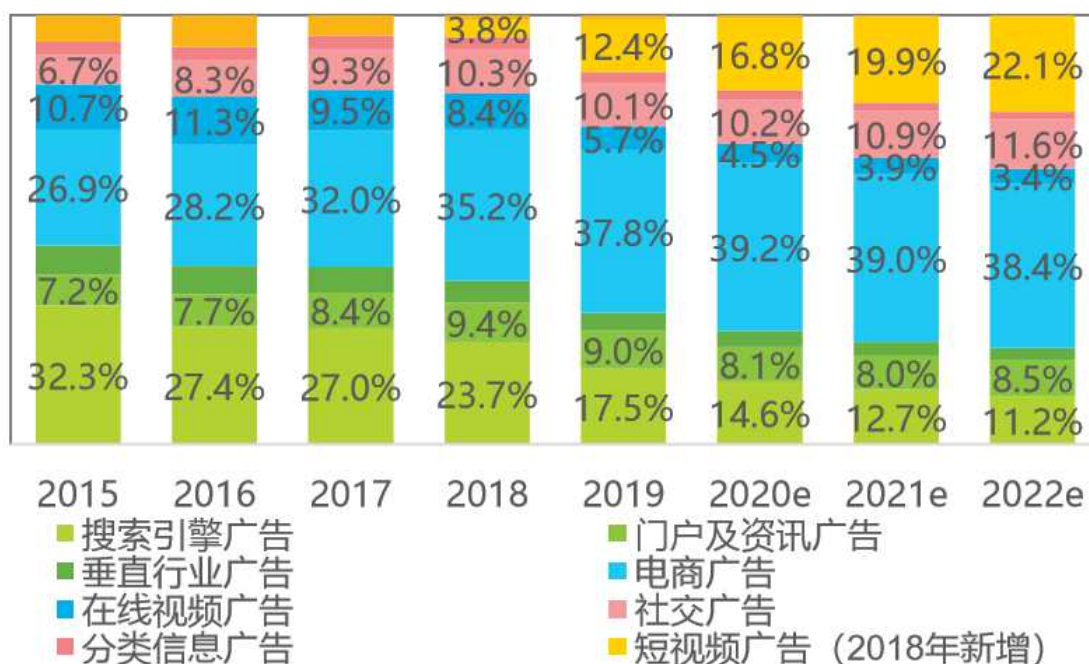
图 17：内容营销重构电商产业链格局



数据来源：克劳锐

2019 年开始直播、短视频行业的广告投放占比大幅提升，持续抢占传统搜索引擎广告业务。2019 年短视频广告收入占线上广告收入比重达 12.4%，比 2018 年大幅提高 8.6pct。短视频行业主要变现途径包括：电商带货、广告、直播打赏、游戏和知识付费。采用集权式分发模式的抖音对信息流分发拥有绝对掌控权，用户对广告接受程度更高，因此抖音的整体广告收入占据主要位置，2019 年预计收入 600 亿元。快手则在直播变现上发展较为成熟，2019 年直播打赏和小游戏的估计营收为 350 亿元。

图 18：短视频广告收入占线上总广告收入比重快速提升

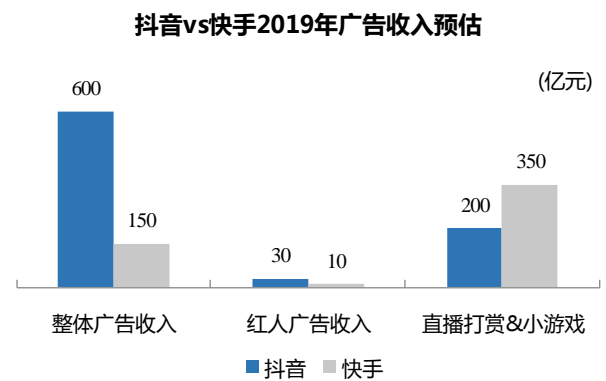


数据来源：艾瑞咨询

图 19: 短视频行业变现方式多元化



图 20: 抖音和快手广告收入预估



数据来源: 火星营销研究院, Quest Mobile, 国泰君安证券研究

电商带货的崛起, 为腰尾部账号、KOC 账号变现提供了新通路, 全行业加速入局。过去一年, 多数平台活跃 KOL 数量处于增长状态, 据卡思数据, 抖音在一年时间里, 粉丝量超过 10 万的活跃创作者增长了 1.47 倍; B 站粉丝量超 10 万的 UP 主实现近 100% 的增长。从消费品类来看, 美妆个护成为短视频投放最大的品类, 其次为食品饮料和母婴用品。

图 21: 各平台活跃 KOL 数量持续增长

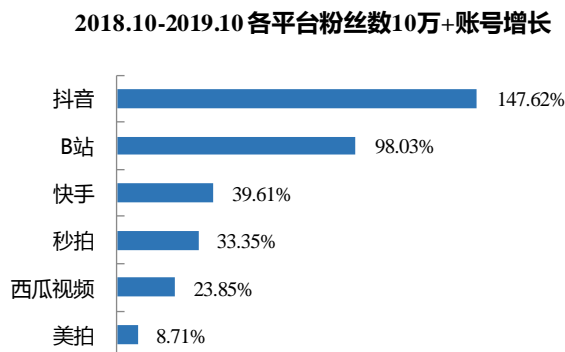
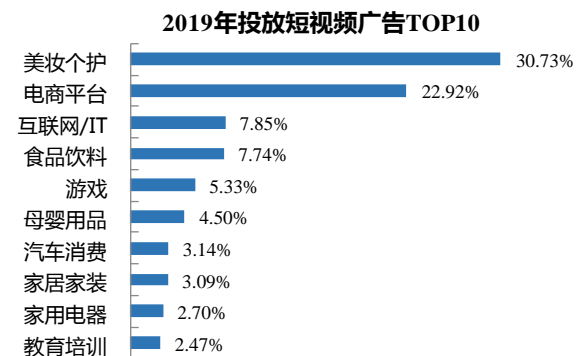


图 22: 全行业布局短视频直播带货业务



数据来源: 卡思数据, 国泰君安证券研究

平台全面赋能创作者, 打通商业全链路。商业化能力是创作者与平台形成强关系的纽带。据新榜研究院, 平台为帮助创作者变现, 不仅通过各类扶持政策给予补贴, 更是通过整合各类商业资源, 不断拓展商业化渠道, 打通全流程商业链条, 帮助创作者实现内容价值最大化。近两年, 抖音和快手也围绕营销、电商、直播、游戏四大商业变现路径做出探索及努力。内容创作者变现方式分为两类, 一是通过各平台的激励政策实现合作变现, 二是通过广告、电商、内容付费等形式实现自主变现。平台的激励政策程度有限, 创作者自主变现的比例逐步增加, 2019 年今日头条创作者非平台激励收入占比由 2018 年的 30% 上涨至 60%。

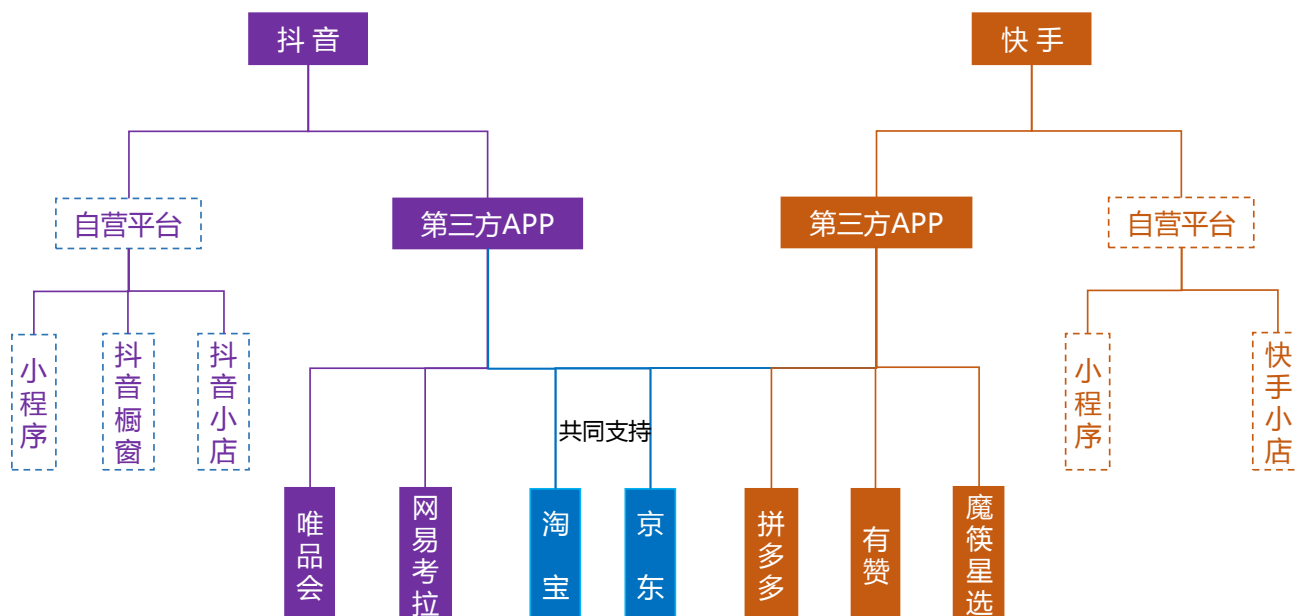
图 23: 抖音&快手围绕四大商业变现路径做出探索及努力

	营销		电商		直播		游戏	
	抖音	快手	抖音	快手	抖音	快手	抖音	快手
2018	抖音营销变现元年，自年初与头条系广告系统打通推出信息流广告平台后，先后推出主打 KOL 营销的“星图平台”、主打品牌号运营的“蓝V体系”建立起营销生态闭环	召开 Fe+ 大会，正式发布营销平台；整合信息流、KOL、商家号业务，并推出灵动计划、快手运营学院、快享计划、燎原计划等，以加速商业化进程	3月，与淘宝打通合作，粉丝量百万级账号试水购物车带货；12月，购物车权限全面放开，在完成相应的任务后，人人皆可带货	6月，与有赞合作，并推出快手小店，同期上线“魔筷TV”小程序12月，升级快手小店，打通第三方平台包括淘宝、有赞及魔筷星选，并推出电商服务市场	2月，抖音直播与工会合作，招募首批主播 7月，直播功能正式上线，并招募直播公会 12月，开启为期18天的“iDOU直播嘉年华”，正式进军直播	7月，推出PC端游戏直播平台，并大力招募MCN机构和游戏主播	8月，推出“小游戏开发平台”；10月，投资“朝夕光年”，逐步试水游戏独代、发行、研发	1月，推出“快手小游戏”，五月改名“电丸”，同期推出《快手斗地主3D》和《快手跑跑乐》两款游戏
2019	字节跳动对旗下产品、平台进行整合升级，建立以巨量引擎为纽带的信息流矩阵，以星图为纽带的 KOL 营销矩阵，和以蓝V为纽带的品牌矩阵，再加上以小程序为中心的效果矩阵	商家号全面升级并引入服务商，以加速品牌入驻，提升服务体验 11月“快说车频道”上线，专业服务下沉市场车企营销	与淘宝深度合作，通过小程序打通头条自有商城、京东、唯品会、苏宁、小米等电商平台，并且通过各类运营活动，带动商家蜂拥而至	快手小店推出作品推广功能，并陆续与京东、拼多多，以及微信平台打通合作，全面支持小程序带货	4月，抖音、西瓜、火山联合召开 LIVE 公会大会，意图搭建直播大中台，给予直播更大流量扶持；11月，发布星耀计划，调整直播政策，以扩大直播盘子，优化直播生态	7月，上线游戏内容聚合页，给予游戏内容更大曝光量 9月，“音悦台”开启直播运营，建立音乐类直播独立入口	2月，上线首款小游戏——“音跃球球”，4月起，独代/发行的多个小游戏霸榜 Appstore；6月，成立“绿洲计划”，自研重度游戏	与腾讯游戏深度合作 3月，推出游戏直播 APP——电喵；7月，上线游戏内容聚合页，推出“百万游戏创作者扶持计划”

数据来源：火星营销研究院，国泰君安证券研究

直播电商引流平台覆盖绝大多数电商，包括自营平台和第三方 APP 两类。网络红人通过抖音和快手引流的平台包括淘宝、京东、拼多多、唯品会、有赞等主流电商平台，也可以直接在抖音小店和快手自营平台上完成转化。抖音和快手都支持淘宝和京东的引流，其余电商平台部分支持。

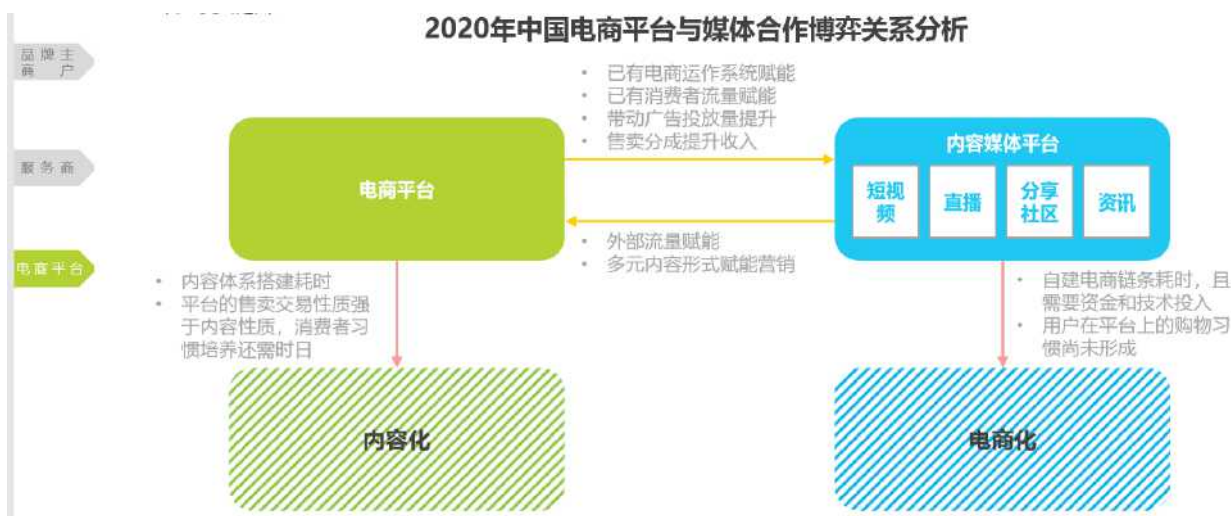
图 24：抖音、快手引流平台覆盖绝大多数电商，包括自营平台和第三方 APP 两类



数据来源：火星营销研究院，卡思数据，国泰君安证券研究

电商内容化和内容平台电商化，造就电商与短视频平台的合作博弈关系。重新搭建新模式所需较多的时间、资金和技术，且培养自身平台用户的消费或内容新习惯也还需时日，电商与内容媒体的合作成为相互赋能、为自身平台用户进一步培养内容或消费习惯的突破口。在合作中，两者相互补足，电商平台获得了更多外部流量、可多渠道多形式给消费者种草，而媒体平台资源位的使用效率、收入均得到了提升。

图 25：抖音、快手引流平台覆盖绝大多数电商，包括自营平台和第三方 APP 两类



数据来源：艾瑞咨询

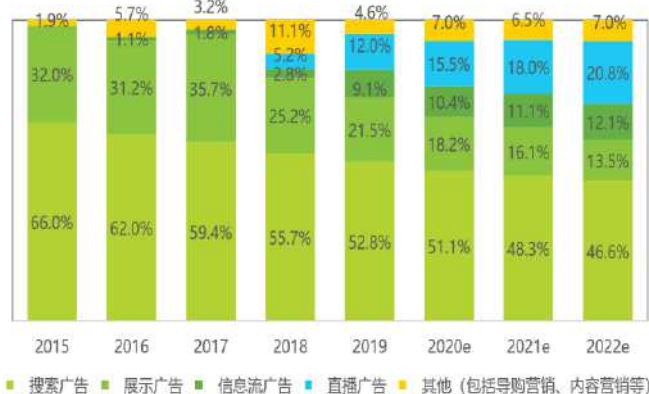
2.3. 从网红带货走向全民带货

广告营销收入作为电商盈利的重点持续保持高增长，直播广告收入占比快速提升。从艾瑞咨询数据显示，2019 年电商营销广告收入总规模达到 2230 亿元，同比增长 36.8%，其中直播广告收入占比达到 12%，比 2018 年提高 6.8pct，并预计未来 3 年直播广告占电商总广告收入比重将逐渐提升至 20% 以上。直播对于电商的功能将逐渐从网红引流变为新生态构建、新变现模式建立。

图 26：电商营销广告收入持续高增长



图 27：直播广告收入占比大幅提升

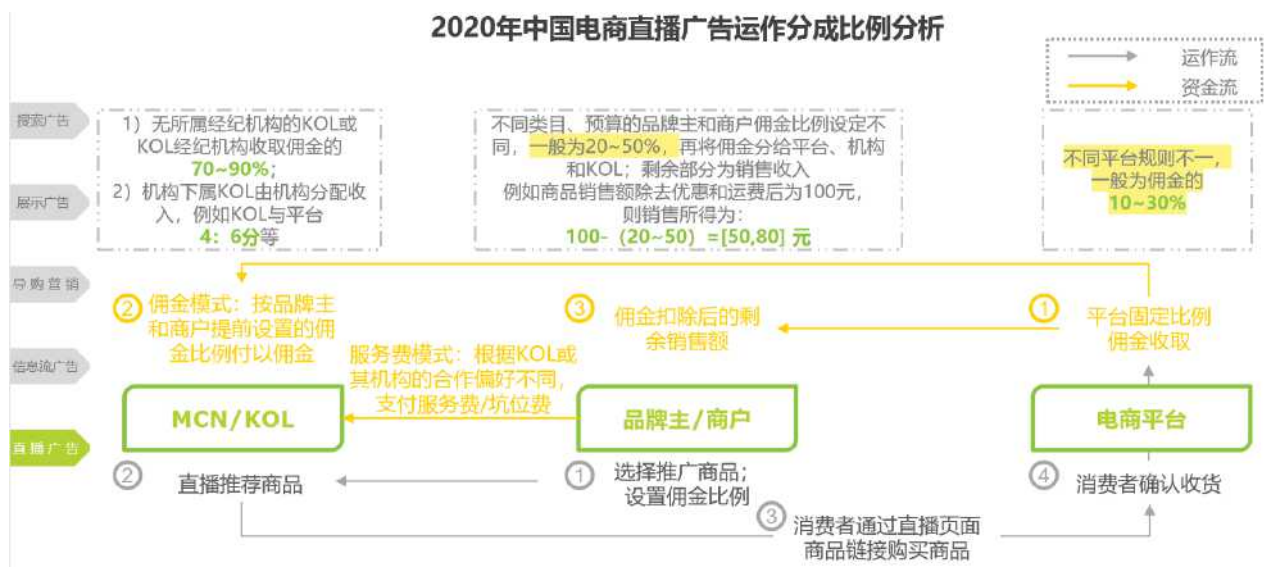


数据来源：艾瑞咨询

目前直播电商，主播或机构分成比例高，兼具品宣与销售功能。目前直播电商产业链中，主播 KOL 凭借自带流量优势，分佣比例较高，普遍采用服务费（坑位费）+抽佣方式获取收入，根据主播人气、品类、品牌不同，佣金率在 20-50%，坑位费单条或单次数万到数十万元不等。在叠加电商平台 10-30% 的佣金率，对品牌主/商户而言，通过直播销售的费用率超过 50% 是普遍现象，这一方面使得直播销售基本以高毛利率品类产品为主，另一方面，现阶段网红直播带货还兼具品宣功能，品牌主在渠

道红利期愿意低价让利，甚至亏钱上直播。

图 28：直播电商，KOL 或 MCN 机构平均分佣比例高



数据来源：艾瑞咨询

头部高流量 KOL 具有稀缺性,无法规模化培养。淘宝直播一姐薇娅 2019 年带货 GMV 或超 300 亿元,快手辛有志团队 2019 年带货 GMV 达 133 亿元,各个平台头部网红光彩耀眼,在当前直播电商流量红利阶段,头部网红成为平台金字招牌,从流量分发到品牌资源均全力支持。但网红带货是高度专业化的工作,对 KOL 的专业知识有较高要求,在此基础上,具备独特个人魅力的主播通过不断地坚持和运气,才能成长为头部 KOL。国内已形成全套的网红 KOL 孵化产业链,但是头部高流量 KOL 依然难以规模化培养。

图 29：各平台头部 KOL 报价极高（报价和粉丝为 2019.07 数据）

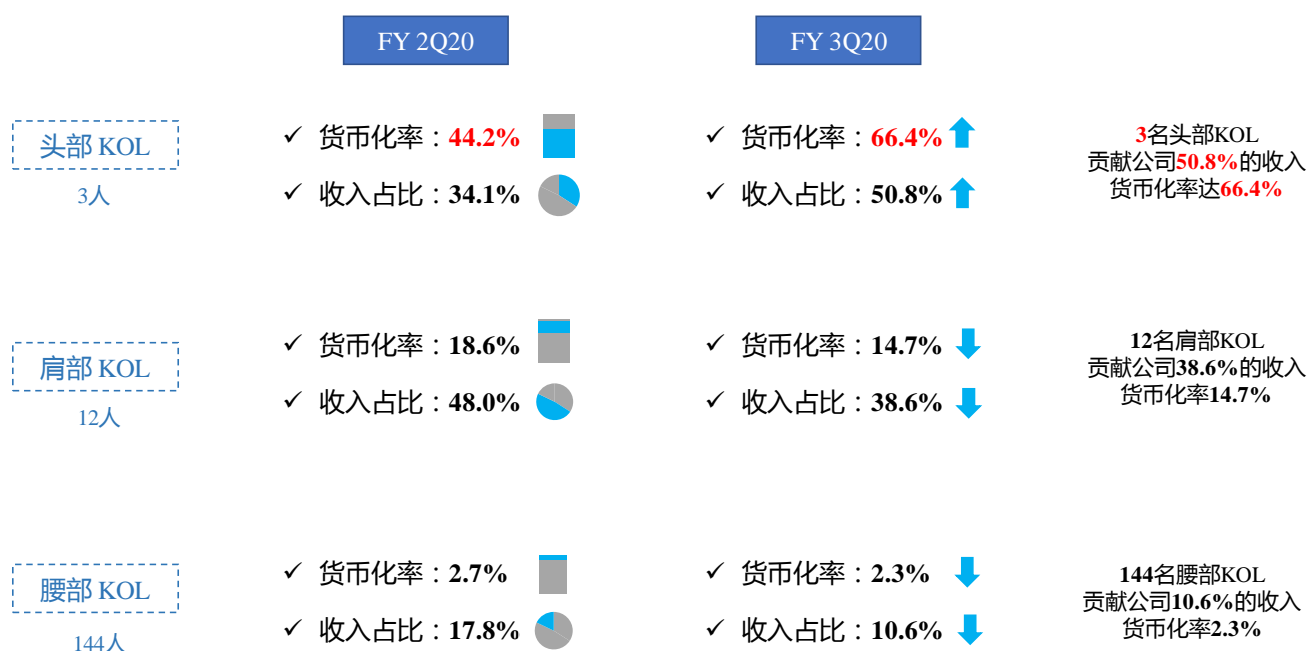
抖音KOL	粉丝	单条价格	微博KOL	粉丝	单条价格	微信公众号	粉丝	单条价格
叮叮叮	552万	100万	日食记	1785万	78万	CQ实验室	130万	130万
李佳琦	2763万	95万	艾克里里	929万	67万	视觉志	1059万	88万
黑脸V	2393万	78万	天才小熊猫	744万	58万	有书	850万	76.8万
papi酱	3170万	78万	办公室小野	802万	56万	36氪	180万	50万
罗休休	513万	52万	李诞	687万	54万	丁香医生	1011万	50万
会说话的刘二豆	4608万	52万	张大奕	1118万	54万	虎嗅APP	228万	43万
张子凡Scofield	199万	50万	李子柒	1719万	11万	少女兔	1030万	40万
代古拉K	2378万	45万	微博搞笑排行榜	5484万	11万	一条	2000万	30万
多余和毛毛姐	3069万	44万	回忆专用小马甲	3898万	5万	概率论	210万	20万
七舅脑爷	3046万	36万	小野妹子学吐槽	1923万	3万	银教授吐槽	50万	9.89万

数据来源：广告狂人，国泰君安证券研究

网红直播行业马太效应明显,头部 KOL 的稀缺性使其拥有较强议价能力。各平台 KOL 呈现“二八分化”格局,以网红 MCN 如涵控股为例, FY3Q20 公司旗下 15 位头肩部红人贡献了公司 90% 的销售收入, 剩余 144 位腰部红人贡献了 10% 的销售收入。一方面,拥有大量流量的头部 KOL 选品严格,选品通过率仅 5%-10%,相应议价能力大幅提升;另一方面,头部 KOL 依靠自己的议价能力向品牌方获取极低的折扣,普遍实现全网最低价,通过大销量进一步强化自己能力。

头部 KOL 货币化率最高达到 60%以上，品牌方无法长期承受低折扣+高费用率。网红 MCN 如涵控股披露了头部、肩部、腰部红人贡献总 GMV、自营型业务 GMV 以及平台型业务收入，我们据此进行货币化率测算。如涵控股业务分为平台型（帮其他品牌带货）和自营型（给自己店铺带货）两类，其中从事自营型业务的几乎为头部红人，肩部、腰部红人仅从事平台型业务，结合公司披露的头部、肩部、腰部 KOL 平台型业务收入可以测算出各层级 KOL 直播带货的货币化率水平。FY3Q20 和 FY2Q20 公司头部红人货币化率（收入/GMV）高达 66.4%/44.2%，肩部红人货币化率为 14.7%/18.6%，腰部红人货币化率仅 2.3%/2.7%。从品牌方 ROI 指标而言，不考虑品宣效果，中长期看肩部、腰部网红带货的性价比显然更高，但目前阶段，此类小网红单个贡献 GMV 低，还难以进入品牌选择范围。

图 30：如涵控股头部 KOL 贡献绝大多数收入，享受极高货币化率



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

品牌费可以短期接受头部网红极高的费用率，但完全依靠头部网红直播带货难以持久。品牌方以极低的利润甚至亏本选择网红带货，主要考虑一是品牌宣传、二是粉丝留存复购，但目前看两者取得的效果尚不能完全令品牌方满意。以网红为中心的直播带货模式，缺少可持续维系的模式，很多消费者看网红直播消费或是属于主播粉丝、冲动购买，或是为了抢到主播手里“全网最低价”的产品，看中的是低价，而一味的降价反而使得品牌形象和价值大打折扣，不利于品牌长远的发展。头部网红主播可作为新品宣发、爆款打造有利助推器，持续销售仍需回归商品本身。

网红带货引流，全民直播上量。当前直播电商模式主要瓶颈在于大量品牌对直播带货需求与网红主播流量加速集中，而 2020 年以来各大直播

图 31: 淘宝直播 2020 年目标培育 10 万个月入过万主播

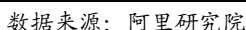
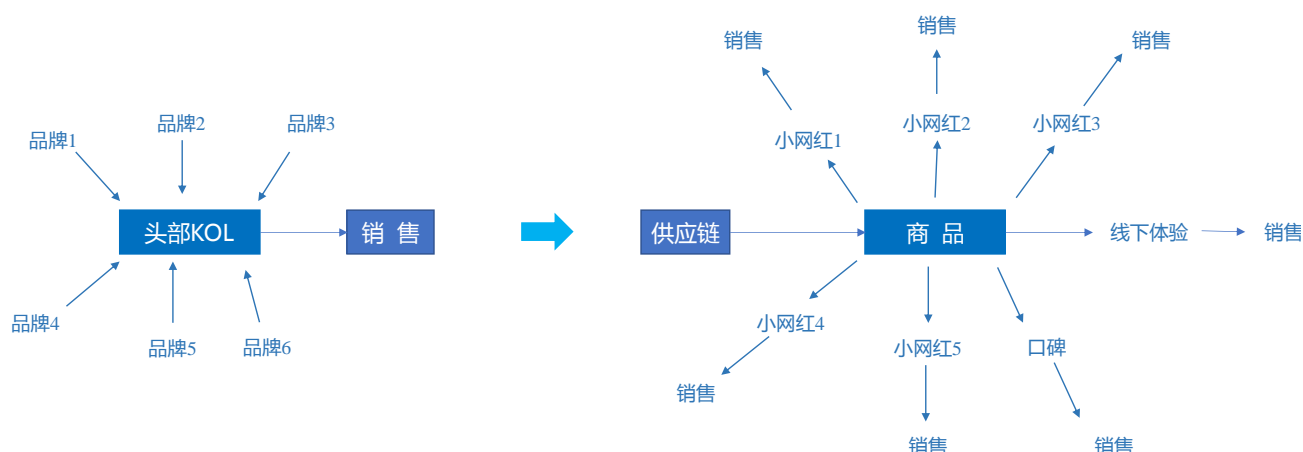


图 32: 长期来看, 商品永远占据零售的主角, 从“人带货”进化为“货带货”



数据来源：国泰君安证券研究

3. 电商新时代美妆、零食等国货最为受益

直播、视频电商新时代，美妆、食品、珠宝、轻奢品类渗透率将进一步

提升，对新变化适应较快的国货品牌将享受渠道红利，在复杂多变的环境下品牌对代运营服务的需求持续提高，阿里巴巴也积极布局把握直播流量新红利。①品类：个护美妆、休闲零食、轻奢品牌线上销售占比逐年增加，位列抖音、快手投放品类前列；②国货：以珀莱雅、丸美股份、三只松鼠、良品铺子为代表的国货品牌快速把握渠道转化的红利机会，布局新营销，快速成长；③阿里巴巴：自创立至今，阿里巴巴一直牢牢把握流量入口，保证对流量的绝对控制权，淘宝直播仍将是直播电商主阵地，电商巨头优势进一步巩固。

3.1. 品类：美妆、食品、轻奢品类渗透率进一步提升

直播、短视频的强体验、强互动的销售模式有利于美妆、食品、珠宝、轻奢等品类渗透率提升。美妆、食品和以服饰鞋包为代表的轻奢类商品具备互动性与效果可视性，借助直播、短视频的可视沟通模式，通过展示制作过程及使用效果，能更好的实现营销效果。据火星营销院，食品、轻奢类的服装、饰品、鞋包以及美妆个护均位居抖音和快手投放及销售品类的前列。

图 33：美妆、轻奢、食品位居抖音 KOL 投放前列

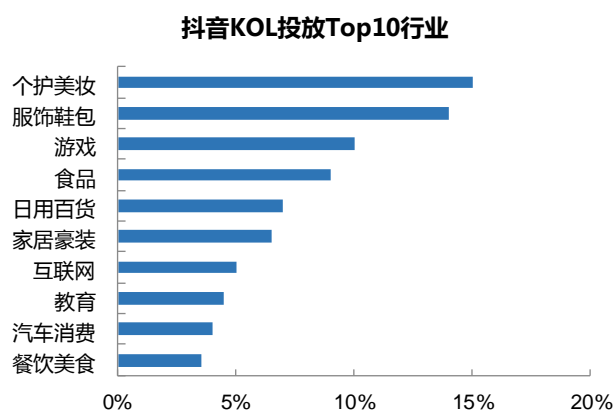
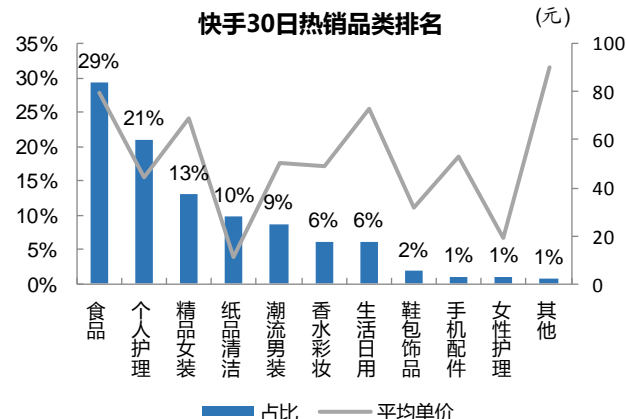


图 34：美妆、轻奢、食品位居快手热销品类前列

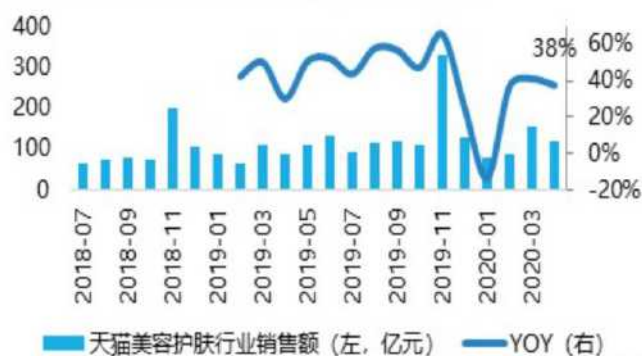
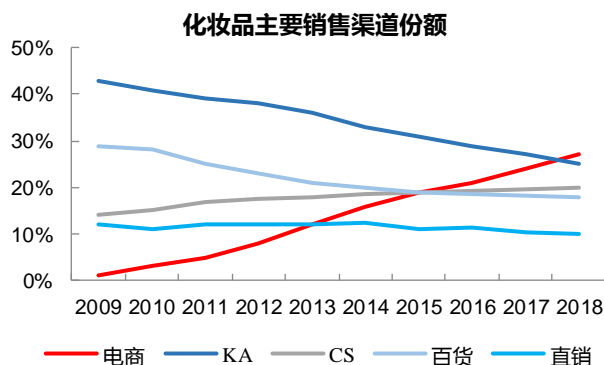


数据来源：火星营销院，国泰君安证券研究

个护美妆：电商渠道成第一大销售渠道，年复合增速居各渠道之首。随着社交电商的发展，KOL 影响力上升，借助网红带货、社交种草实现口碑传播已成为化妆品品牌商的营销共识。根据 Euromonitor，电商渠道 2018 年以 27.4% 的市场份额超越 KA 渠道成为第一大销售渠道，2013-2018 年复合增长率 25.6%，居各渠道之首。2020 年天猫美妆行业继续保持高增长，4 月增速再度上升至 38%，且国货品牌增速显著高于国际大牌。

图 35：电商成为化妆品销售第一大渠道

图 36：电商渠道年复合增速居各渠道之首



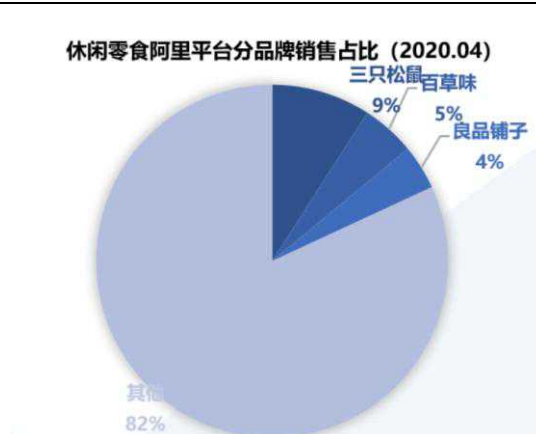
数据来源: Euromonitor, 国泰君安证券研究

食品: 休闲零食市场稳步扩大, 线上消费人数高速增长。近年来, 线上休闲零食增速保持在 30% 以上。随着零食产业的不断革新以及消费者的消费水平持续提升, 零食已不再只是三餐之外的补充。消费者为零食赋予了更多的新含义和新角色。盲盒、IP 联名等新玩法走进零食品类, 商家通过抖音、快手短视频的持续发酵, 带动年轻群体的高度参与并完成转化复购。2020 年 4 月, 随着疫情后消费习惯加深、物流恢复, 休闲零食线上增速进一步上升至 53%。

图 37: 休闲零食线上销售增速 4 月大幅上升



图 38: 淘内休闲零食份额 TOP10 (2020.04)



数据来源: 淘数据, 国泰君安证券研究

轻奢: 众多奢侈品品牌陆续布局线上, 线上销售占比逐年增加。在内容营销普及的背景下, 线上渠道在奢侈品销售中的重要性迅速增加, 2018 年奢侈品线上渗透率为 10%, 贝恩咨询预测 2025 年将达到 25%, 以珠宝、挂件配饰为代表的轻奢类小件饰品将迎来快速增长。天猫奢侈品频道 Luxury Pavilion 上线两年以来, 获得越来越多的奢侈品品牌青睐, 众多奢侈品品牌在该平台上获得飞速发展。

图 39: 近年来奢侈品巨头纷纷布局线上渠道



数据来源：第一财经商业数据中心

3.2. 国货：新渠道红利，加速国货崛起

每一轮渠道红利，都是国货品牌崛起的加速器，此轮直播、视频电商红利对美妆国货品牌最为有利。中国消费品市场处于结构性升级阶段，三四线及以下城市消费潜力，在抖音、快手、小红书对消费者的教育，叠加社交电商、微商、直播电商等渠道下沉相结合下，得到充分挖掘。同时，化妆品、零食等处于行业流量红利期，随着企业规模扩张，竞争力从：渠道、营销驱动逐渐过渡到产品驱动。而现阶段直播电商主要用户与国货品牌目标客群高度吻合（但国际大牌还难以下沉），结合网红带货兼具品宣+销售功能，对国货品牌爆款打造、产品力在消费者心中提升有着关键作用（但国际大牌目前对直播品宣需求小，因此不能接受低折扣和高费用率），这一点对于国货化妆品尤为重要，在直播+视频营销带动下，珀莱雅红宝石+双抗，丸美小红笔等产品力都有大幅提升，有可能成为新的大品类，国产化妆品产品力正在迅速提升。

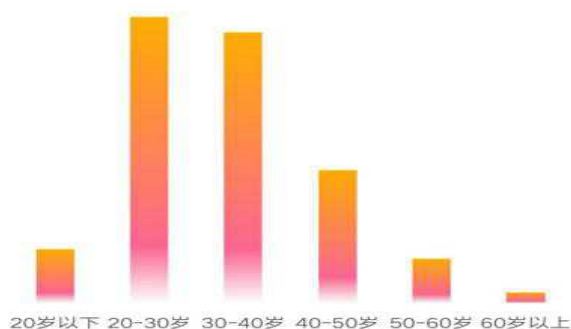
图 40：淘宝直播用户画像，大部分在五线城市以下



数据来源：淘榜单

图 41：淘宝直播用户画像，20-30 岁年轻人为主，女性最关注美妆

直播用户年龄结构分布



不同性别用户直播偏好品类 (TGI>100)



数据来源：淘榜单

国货品牌 2020 年在直播带货方面加大力度，充分利用网红品宣+带货双重功能。统计上市美妆企业 2020 年 4 月 1 日至 5 月 7 日参与薇娅和李佳琦直播的次数，其中上海家化共 9 次参与直播，其中玉泽品牌绑定淘宝头部主播进行强势宣传，效果极其显著，此外，珀莱雅、华熙生物、御家汇分别参与直播 3 次，丸美股份参与直播 1 次。

表 3: 国货化妆品牌加大直播营销力度

日期	主播	上海家化	珀莱雅	丸美股份	华熙生物	御家汇
20200405	李佳琦	玉泽面霜				
20200408	李佳琦		珀莱雅红宝石精华			
20200410	薇娅				Bio-MESO 虾青素精华、润百颜净肤次抛原液	
20200415	李佳琦	佰草集新七白精华				
20200416	李佳琦	玉泽面膜	圣歌兰小蓝胶眼霜、珀莱雅红宝石精华			
20200417	李佳琦	玉泽屏障修护面霜、玉泽屏障修护套装				
20200418	李佳琦	玉泽调理乳				
20200419	薇娅			小红笔眼霜		御泥坊祛斑泥
20200420	薇娅		珀莱雅烟酰胺面膜			
20200420	李佳琦				夸迪玻尿酸喷雾	薇风大水滴面膜
20200423	薇娅					御泥坊茶颜悦色面膜
20200423	李佳琦	佰草集太极精华				薇风大水滴面膜、城野医生 377 奶白霜
20200424	李佳琦	玉泽喷雾				
20200428	薇娅	佰草集新七白冻干面膜			润百颜玻尿酸精华	
20200504	李佳琦	玉泽积雪草安心修护面膜、佰草集新七白冻干精华				
20200507	李佳琦					城野医生防晒喷雾

数据来源：淘宝直播，国泰君安证券研究

(1) 珀莱雅：电商渠道高速增长，品牌矩阵全面发力

公司电商运营能力出众，收入持续高增长。公司电商收入从 2013 年的 1.31 亿元增长到 2019 年的 16.56 亿元，6 年复合增速高达 50%，线上收入增长 53%。全面搭建事业合伙人平台，加速孵化新品牌、新品类。公司参股或控股了新锐美妆彩棠、TZZ 缇芝，韩国平价美妆 YNM，日本高端洗护 IKAMI，内容电商服务公司杭州万言传媒等，不断培育新的增长点。2020 年 4 月开始，公司大力推广的新品红宝石精华和双抗精华销售情况喜人，预计全年精华品类收入占比有望显著提升，并带动主品牌品牌形象和毛利率同步提升。

图 42：珀莱雅线上占比逐年提升

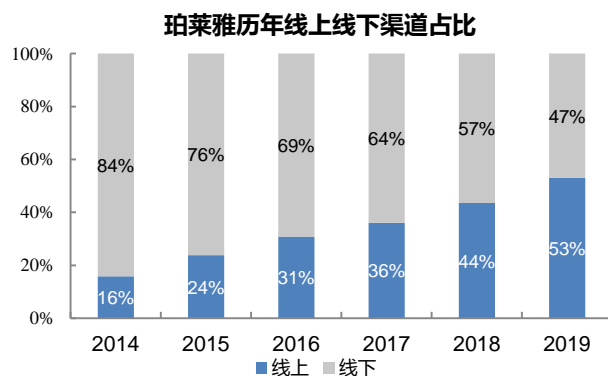
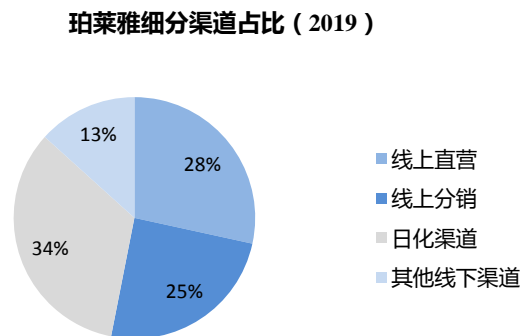


图 43：线上渠道是珀莱雅最重要的销售渠道



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

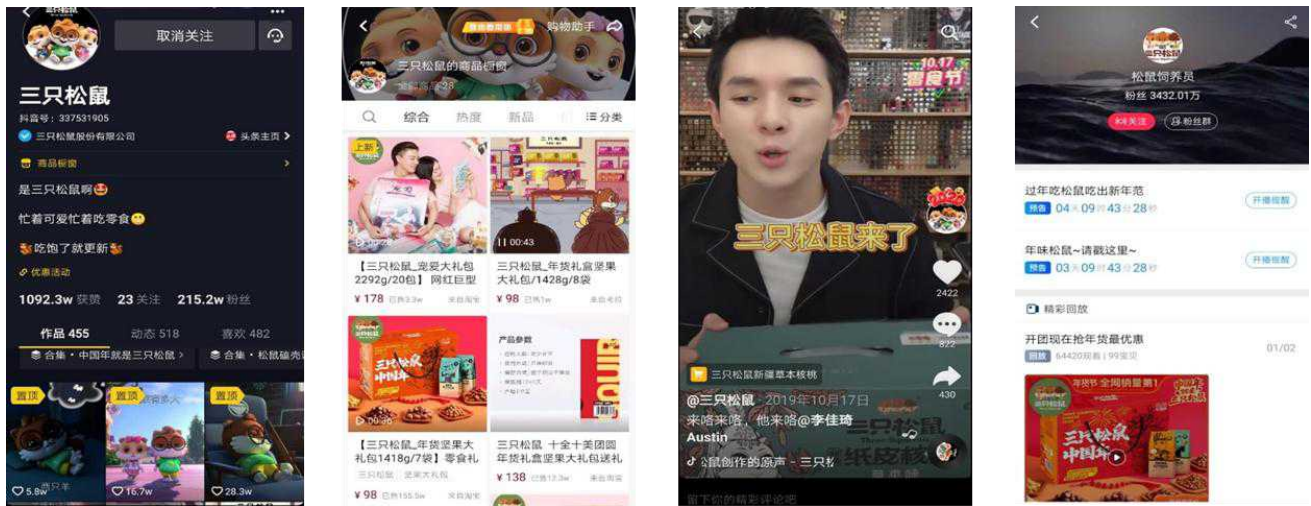
（2）三只松鼠：创意视频裂变式传播，抖音资深玩家开启零食新时代

深谙抖音互动之道，稳居食品品类粉丝榜单第一名。三只松鼠抖音官方账号共有 214.2w 粉丝，稳居食品饮料类品牌粉丝榜第一。三只松鼠在内容营销中培育了独特且成熟的 IP 形象：小贱爱卖萌，小酷是技术宅，小美是现代女性的代表。抖音发布内容主要关于三只小松鼠的日常生活，模仿改造热门视频，在评论区以松鼠口吻与用户亲切互动，成功塑造独特且深入人心的 IP 形象。

洞察消费者需求，开启零食新时代。抖音、快手等平台迅速崛起，为年轻人提供展示的平台，线上分享美食成为新的社交活动。在精准洞察这一趋势后，三只松鼠在 2018 年七夕率先推出巨型零食大礼包，开启了休闲零食行业“大包装时代”。年轻消费者在抖音、小红书、双微等社交平台上纷纷打卡，在 2019 年双 11 活动中，作为明星单品零食大礼包卖出破两千万份。

新流量入口布局较早，IP 化品牌形象深入人心。三只松鼠对于新的流量入口布局较早，2017 年 2 月便开始在快手上发布内容，2018 年 3 月在抖音上开始发布内容，目前抖音 214 万粉丝，快手 46 万。与其他品牌网红带货较多不同，三只松鼠自身就拥有 IP 化的品牌形象，所以短视频平台的内容也主要是以 IP 动画为主，配上比较火的内容剧情。在淘宝直播上，公司在推新品的时候会请网红，次数较少，比如李佳琪、薇娅，其他大部分时候是在用自己的账号素人带货，每次观看数几万人左右。

图 44：三只松鼠布局各类社媒



数据来源：抖音，淘宝

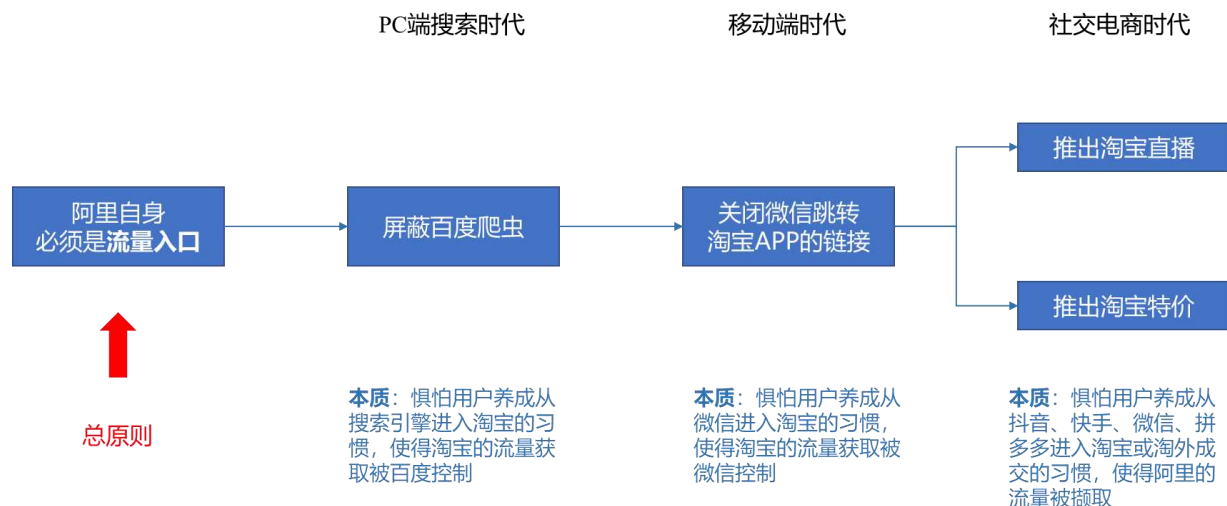
3.3. 电商巨头：阿里流量中心价值不减，视频时代保持领先

自创立至今，阿里巴巴一直牢牢把握流量入口，保证对流量的绝对控制权。如前文所述，中国互联网的流量入口经历了“门户网站→搜索→移动端 APP→社交电商 APP”四个阶段，阿里巴巴自创立开始，便将流量作为自身核心竞争力。①**搜索时代**：在以百度为主的 PC 端搜索时代，搜索引擎是互联网流量重要的入口，淘宝却公开以“保障消费者的体验”为理由屏蔽百度爬虫，我们认为，其本质是惧怕用户养成从搜索引擎进入淘宝的习惯，使得淘宝的流量获取被百度控制。②**移动端 APP 时代**：在智能手机普及后的移动端时代，微信成为了淘宝最大的流量威胁。为了避免微信成为淘宝的流量入口，2013 年阿里关闭了微信跳转淘宝 APP 的通道，作为反击，腾讯关闭了微信上淘宝、支付宝的链接。

社交电商时代，阿里面临流量入口的新挑战。在社媒发展的大背景下阿里巴巴受到了来自短视频直播和下沉市场流量获取的双重压力：一方面，以抖音、快手为代表的直播短视频 APP 通过可视沟通的模式将电商营销从淘内迁移至淘外，短视频和直播平台可以自建网店，也可以引流至非阿里平台交易，对淘宝的流量造成了分流；另一方面，以拼多多、京喜为代表的 APP 依托微信生态流量体系，配合微信小程序在低线市场迅速下沉，收获了原本大有可能流向于淘宝的低线市场用户，抢占阿里的原有份额，使部分用户养成了微信内成交的习惯。

为应对直播、短视频和拼多多、微信小程序的挑战，阿里新设淘宝直播和淘宝特价。阿里巴巴作为中心化的电商平台，充足的流量是其核心竞争力，为了应对内容营销时代的流量新挑战，阿里新设淘宝直播和淘宝特价，巩固和维护自身流量资源。①**淘宝直播**：为了面对“营销在淘外，成交在淘内”的网红带货模式，阿里设立淘宝直播并培育和引进大批头部高流量 KOL，将营销从淘外重新拉回淘内，保证营销、成交、物流、售后全部集中在淘内完成。②**淘宝特价**：为了获取拼多多、京喜、微信小程序等通过非阿里系入口达成交易的低线城市流量，阿里推出淘宝特价 APP，主打 C2M 对接工厂，继续加码下沉市场，抢夺流量资源。

图 45: 自创立至今, 阿里巴巴一直牢牢把握流量入口



数据来源：天浩观察，国泰君安证券研究

淘宝直播：基于阿里生态后来居上，成交额爆发式增长。淘宝直播于2016年3月面市，是一款定位于“消费类直播”的应用，主打将直播、娱乐、互动、网购相结合的内容+平台型产品。通过为用户提供边看边买的购物环境，达到促成商品交易的最终目的。淘宝直播成立至今已有3年历史，成交额持续高速增长，2018年成交额已过千亿，同比增长近400%，2019年GMV超2000亿（估2500亿），2021年目标GMV5000亿。

图 46: 阿里直播营销体系继续加强流量变现能力

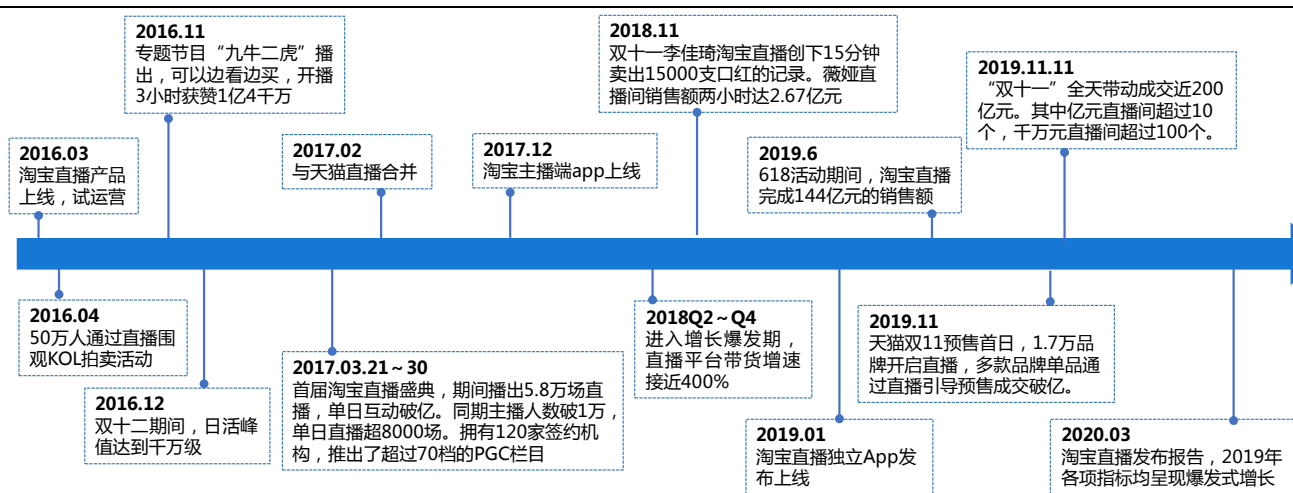


数据来源：艾瑞咨询

全民直播时代，淘宝直播全面爆发。2019年进入直播电商元年，淘宝直播带货能力爆发，连续三年成交增速150%以上。万物皆可播，2019年开播账号数量同比增速超过100%，可购买商品数量增长超过190%，覆盖73个国家、工厂、商场、档口、市场，渗透率接近2018年2倍，活跃主播数、进驻商家数同比增长超100%。疫情期间，淘宝直播新经济优势凸显，2020年2月开播商家数环比1月增长719%，直播人才同比需求增长132%，已经完成了所有行业的全覆盖。2019年直播电商份额中，淘宝直播占据58%绝对优势，在传统平台中一骑绝尘，即使面对抖音、

快手等新对手，阿里中心化平台优势不减，直播 2020 年步入全民时代，阿里有望持续领跑。

图 47: 淘宝直播发展历程



数据来源: Quest Mobile, 中国移动互联网数据库, 36 氪, 国泰君安证券研究

4. 投资建议

科技变革带动电商进入视频流量新时代，网红直播顺应时代风口率先爆发，未来将走向全民带货。美妆、食品、轻奢品类渗透率将进一步提升，对新变化适应较快的国货品牌将享受渠道红利，在复杂多变的环境下品牌对代运营服务的需求持续提高，阿里巴巴也积极布局把握电商新阶段的流量入口，强者恒强。

国货化妆品：直播带货等新流量入口爆发趋势下，国货品牌正把握新渠道红利，从渠道到品牌加速崛起。建议增持：珀莱雅、丸美股份、壹网壹创、上海家化、御家汇、青松股份等。

国货休闲零食、珠宝：线上渠道食品品类渗透率加速提升，头部零食企业营销出新份额持续提升。建议增持：三只松鼠、良品铺子。珠宝低渗透率品类受益直播强体验效果快速提升，国内品牌加大投入开始放量，建议增持：周大生等。

电商平台：淘宝直播在传统平台中一骑绝尘，即使面对抖音、快手等新对手，阿里中心化平台优势不减，直播 2020 年步入全民时代，阿里有望持续领跑。建议增持：阿里巴巴等。

表 4: A 股重点推荐公司最新盈利预测表 (截止 2020 年 5 月 17 日)

公司代码	公司名称	每股收益(元)			市盈率(X)			目标价	投资评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
300792.SZ	壹网壹创	2.73	4.00	5.70	72.45	55.01	41.20	299.00	增持
300132.SZ	青松股份	0.88	1.06	1.28	21.59	17.92	14.84	21.25	增持
300740.SZ	御家汇	0.07	0.19	0.35	152.23	53.13	28.93	20.00	增持
603605.SH	珀莱雅	1.95	2.38	2.92	67.86	52.99	41.69	158.00	增持

603983.SH	丸美股份	1.28	1.51	1.93	57.94	45.81	36.48	90.20	增持
300783.SZ	三只松鼠	0.66	1.02	1.53	151.52	98.04	65.36	100.00	增持
603719.SH	良品铺子	0.84	0.94	1.33	42.86	39.56	27.91	76.00	增持
600315.SH	上海家化	0.83	0.60	0.82	56.53	44.18	39.70	36.00	增持
002867.SZ	周大生	1.36	1.46	1.91	12.60	11.68	8.96	27.46	增持

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

5. 风险提示

- 1、线上竞争加剧，价格战加大；
- 2、新营销合作不及预期；
- 3、销售费用开支超预期；
- 4、互联网政策监管风险；
- 5、经济增速下滑，抑制可选消费。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告