

# 直播电商：站上风口，格局重塑

## 2020下半年直播电商行业投资策略

证券分析师：林起贤 A0230519060002

研究支持：任梦妮 A0230119060001

联系人：任梦妮

2020.06.30



风雨之后见彩虹  
Rainbow After the Storm

申万宏源·2020夏季资本市场会议  
SWS · 2020 Summer Capital Market Conference

# 核心观点

- **直播电商改变了人与货信任关系的背书方式，直播赋能电商带来行业增量。** 4G末内容平台兴起，直播电商是移动互联网在4G极端流量结构再次改变的结果。它重构了人与货信任关系的背书方式，压缩流通费用和信息沟通成本，为电商行业带来增量。19年直播电商GMV4000亿，渗透率仅4.7%，预计20年GMV达万亿，行业兼具空间与成长性。
- **对于商家来说，直播电商是对营销渠道费用的重新分配但创造增量销售额，白牌获得KOL背书实现柔性生产。** 商家参与直播电商是线下渠道和电商渠道广告预算的重分配，创造线上营销增量预算。所有品类线上渗透率均有不同程度提升，高线上化品类渗透率加速提升，而渠道加价高、人货信任难建立的品类如文玩珠宝，大家电开启线上化之路。此外，不同商家对直播电商需求差异化明显，大牌追求品牌曝光和话题营销，淘品牌注重销售转化和私域流量沉淀，白牌在直播电商中最为获益，因为主播选品为产品质量背书，甚至实现反向定制和柔性生产。
- **电商和内容平台分别从供应链和流量端重塑直播电商，双方由合作走向弱竞争。** 直播行业CR3分别是淘宝直播，快手和抖音。直播于阿里是淘内增量内容入口，提升淘宝用户粘性和时长，提升转化率和复购率，从而做大GMV。长期看，阿里为生态健康将扶持商家自播和腰部主播，以避免对超头部主播和站外流量依赖。内容平台抖音和快手一方面寻求供应链合作，另一方面差异化推动平台直播电商发展。抖音在中心化分发逻辑下，广告主为直播间买流量强调精准曝光；老铁社区快手在去中心化逻辑下主播与粉丝粘性强，转化率高，中长尾流量也有曝光因此适合电商变现。
- **直播电商推动MCN、服务商和TP行业高增长。**（1）MCN门槛低，但IP矩阵和供应链打造是做大做强的基础，才能降低对单个主播的依赖并持续做大带货规模。（2）电商SaaS受益于直播电商拉动的商家线上化提速。（3）TP公司或加大与MCN合作助力品牌店播。
- **投资建议：**前端直播电商产业链中平台最受益，建议关注阿里巴巴（与零售组共同覆盖）、腾讯控股、哔哩哔哩、芒果超媒和值得买（中小盘覆盖）；服务商关注前端主播资源和后端供应链能力兼具的MCN（天下秀，星期六，如涵），以及电商SaaS 中国有赞，微盟集团和TP公司 壹网壹创（纺服组覆盖），丽人丽妆。
- **风险提示：**直播行业监管政策风险导致直播电商渗透率提升不及预期，消费不及预期。

# 主要内容

---

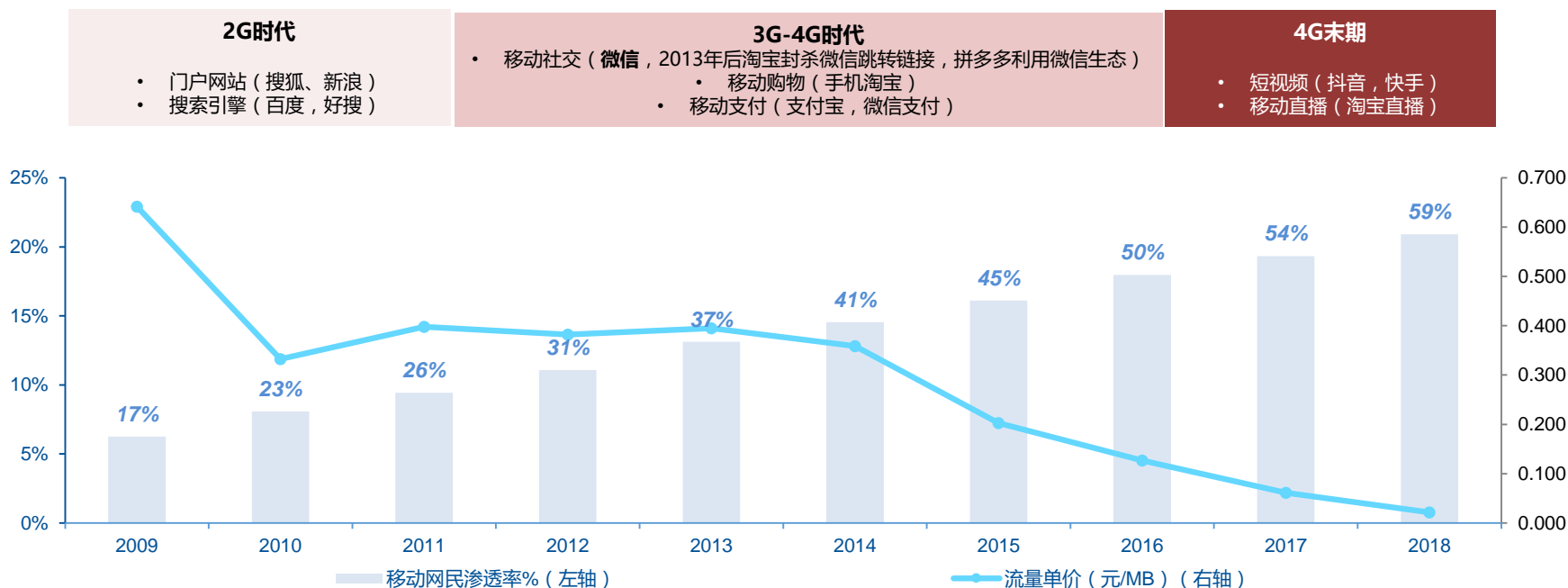
1. 直播电商：万亿规模，渗透率提升空间广阔
2. 商家营销预算再分配，白牌商家或最受益
3. 电商与内容平台或长期动态博弈
4. 直播电商推动MCN、服务商和TP行业高增长
5. 投资建议

# 1.1 直播电商兴起的本质是电商流量结构变化

## ■ 直播电商本质是电商流量结构的转变

- **2G-3G时代**：PC和移动端的门户网站和搜索流量是最大的流量入口，流量数量庞大且成本低
- **3G-4G时代**：传统社交（微博）和电商（淘宝）平台的流量集中收割第二批流量
- **4G末期**：内容生态崛起，流量结构再次改变

图：移动互联网基础设施变化带来流量入口的转变



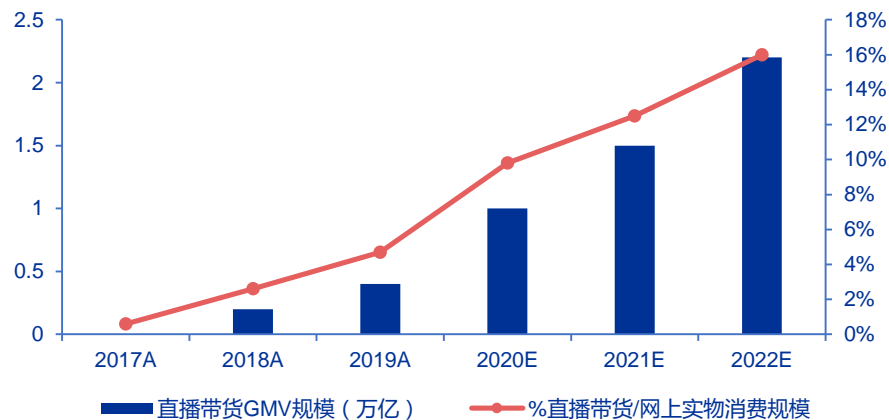
资料来源：工信部，国家统计局，CNNIC，申万宏源研究

## 1.2 直播电商：万亿规模，渗透率提升空间大

### ■ 直播电商用户数2.65亿，占实物商品网上零售额4.7%，渗透率有大幅提升空间

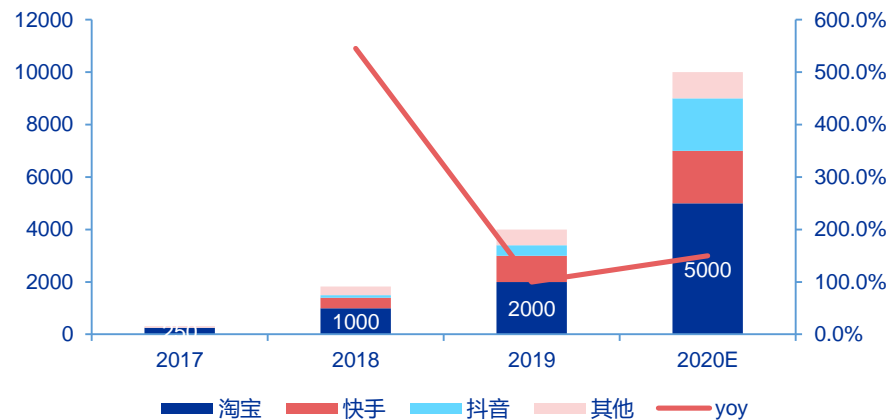
- **规模**：2019年规模约4000亿元，预计2020年可达1万亿元，占实物商品网上零售规模比重提升至9.8%
- **竞争格局**：直播电商CR3是淘宝（19年GMV2000亿，市占率50%左右）、快手和抖音，预计20年淘宝直播GMV达5000亿

图：2017-2020E中国直播电商GMV及渗透（万亿元）



资料来源：阿里研究院，国家统计局，申万宏源研究

图：2017-2020E中国直播电商GMV（亿元）



资料来源：阿里研究院，申万宏源研究

# 1.3 直播电商产业链谁分到最大蛋糕？

- 商家扩大销量：缩短流通链条，薄利多销；重构人货的信任背书方式，品类渗透率提升
- 电商：提升流量时长和粘性，提高转化率和复购率，做大GMV
- 内容平台：寻求广告外的货币化方式
- MCN：传统的广告、付费打赏外，直播电商增量佣金变现方式

图：直播电商上下游产业链及利益分配



资料来源：快手，抖音，淘宝直播，申万宏源研究



# 主要内容

---

1. 直播电商：万亿规模，渗透率提升空间广阔
- 2. 商家营销预算再分配，白牌商家或最受益**
3. 电商与内容平台或长期动态博弈
4. 直播电商推动MCN、服务商和TP行业高增长
5. 投资建议

## 2.1 直播电商部分替代渠道，是营销预算的再分配

### ■ 直播电商对商家是销售费用的重分配

- 销售费用是获取流量形成转化，线上电商广告和线下场租本质都是获取流量，因此商家在淘宝/天猫开店是渠道费用自线下向线上转移，而直播电商收取的坑位费也是购买主播固定时间段的流量

### ■ 商品在不同渠道价格差异大，但未必对利润影响很大

- 缩短流通链条，节约场租人力渠道支出，改成支付给机构和直播佣金和给消费者的折扣，提升销量

表：A商品同一套装不同渠道价格

假设	价格（元）	加价率	经销商	场租人力	品牌宣传	线上渠道费	坑位费
成本价	100						
商场零售价	499	4倍	√	√	√		
天猫日常价	399	3倍			√	√	
天猫双十一价	299	2倍			√	√	
直播带货	199	1倍			√		√
超头部直播带货	99	-			√		√

资料来源：以上全部渠道产品价格为假设，申万宏源研究

线下场租 --> 线上渠道费  
(淘内广告)

渠道费形式变化  
(手淘-->直播)



## 2.2 人货信任关系重构，商品线上渗透率提升

### ■ 直播电商重构人货信任关系，提升商品线上渗透率

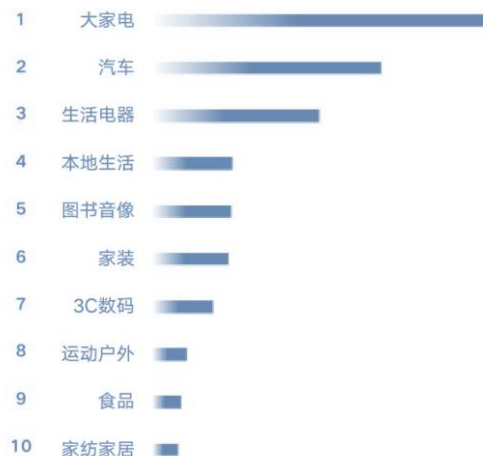
- 从“1”到“2”：线上渗透率已经较高的品类，价格降低激发潜在需求，渗透率进一步提升；
- 从“0”到“1”：线上渗透率较低的品类中，直播电商重构人货信任关系，直击信任度低、体验感差、非标品上架效率低、加价率高等痛点，文玩珠宝、本地生活、农产品等有望初步线上化；
- 从“0”到“0.5”：客单价高，低消费频次的品类如汽车、房产等渗透率提升刚刚起步。

表：直播电商对不同品类线上渗透率的影响

品类	特点
房产、汽车等	客单价高、复购率极低、决策成本高
文玩、农产品、旅游、餐饮、家装、大家电等	线上化率低、渠道加价率高、人货信任关系低
服装、美妆、数码产品、日用品	客单价低、复购率高、渠道加价率高、决策成本低

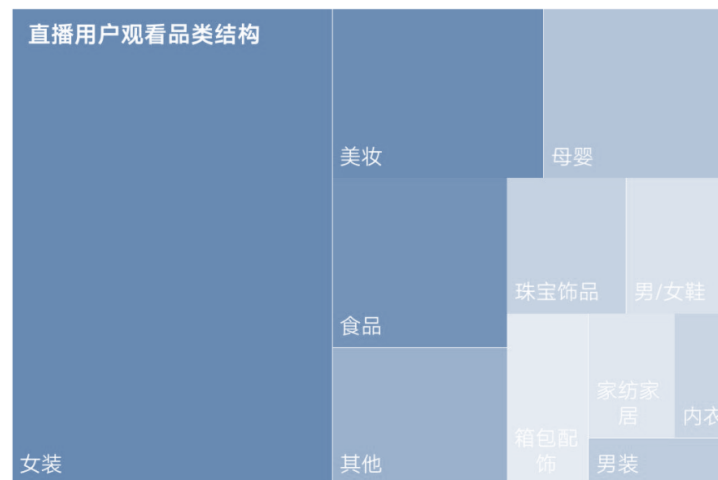
资料来源：申万宏源研究

图：2019年淘宝直播渗透率增幅



资料来源：淘榜单，申万宏源研究

图：2019年淘宝直播用户观看品类结构



资料来源：淘榜单，申万宏源研究

## 2.3 不同阶段品牌对直播电商有差异化需求

### 不同阶段品牌对直播电商有差异化需求，主要分为4类

- （1）品牌曝光和话题营销需求；（2）电商大促阶段性冲量；（3）清库存和销货；（4）新品种子用户运营需求

### 目前，直播电商对白牌价值最大：获得KOL背书并达到清库存，甚至实现C2M反向定制

表：不同商家对直播电商需求差异化

1-->3 品牌对目的需求减弱

	大牌 兰蔻 LANCÔME PARIS	淘品牌 完美日记 PERFECT DIARY 完 美 日 记	白牌 辛有志严选 辛选帮 辛选 · 用心选
品牌举例			
曝光营销	1 品牌曝光 话题营销	2 知名度较低 曝光诉求不强	3 完全没有品牌 无从谈品牌曝光
KOL背书	3 KOL与品牌调性需相符 KOL对效果背书	2 大量达人图文种草和主播种草沉淀品牌资产 后期发展可脱离网红	1 KOL等于品牌 脱离KOL难与消费者建立信任
渠道&转化	2 直播是多元渠道的补充 折扣力度大时转化率更高	1 直播电商是淘品牌重要渠道，甚至可完全取代线下 淘品牌注重销售转化和私域流量沉淀	1 类ODM模式 直播电商是重要销售渠道
去库存	3 直播商品通常限量	2 淘品牌自有供应链，对清库存有一定需求	1 白牌自有柔性供应链，SKU丰富，周转率高，借 网红大流量去库存

注：1-3级为申万宏源定性判断，非定量测算

资料来源：申万宏源研究

# 主要内容

---

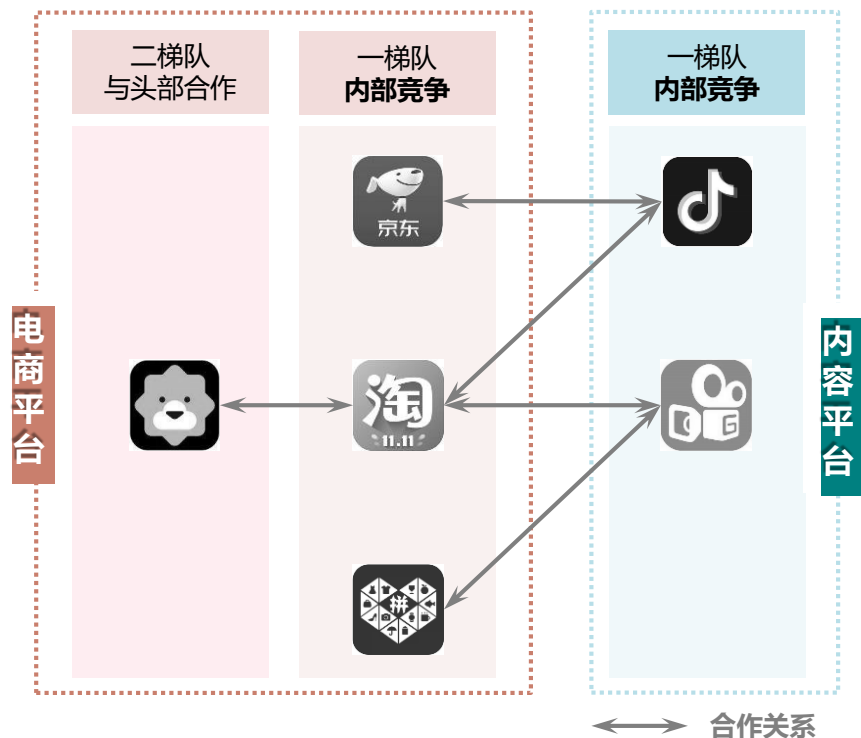
1. 直播电商：万亿规模，渗透率提升空间广阔
2. 商家营销预算再分配，白牌商家或最受益
- 3. 电商与内容平台或长期动态博弈**
4. 直播电商推动MCN、服务商和TP行业高增长
5. 投资建议

### 3.1 电商vs内容：淘宝与快抖由合作走向竞争

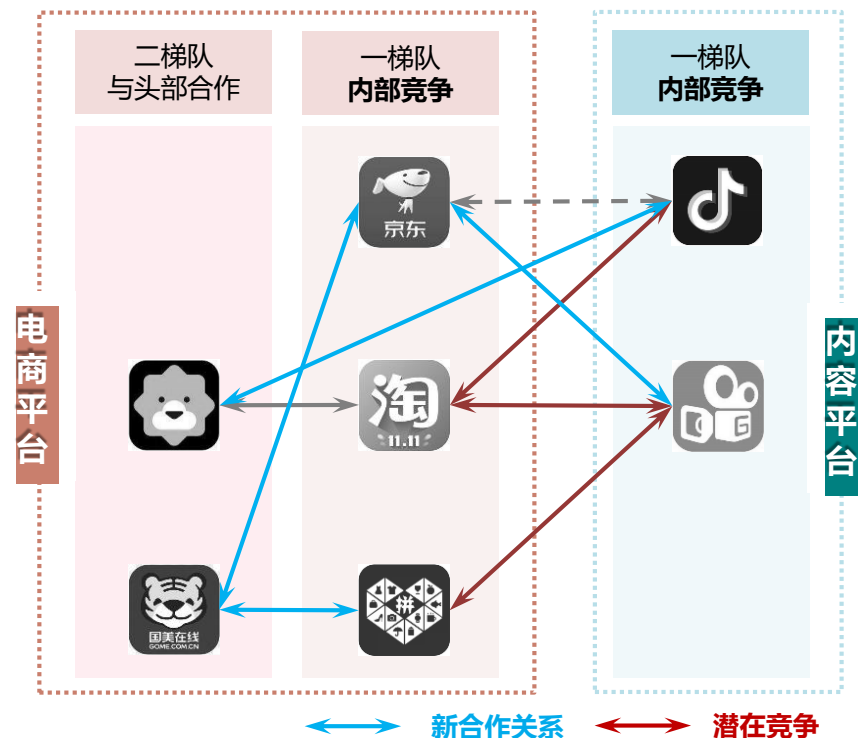
#### ■ 电商优势在供应链，内容平台优势在流量，双方从各自优势出发整合行业

- **19年合作为主**：电商、内容平台内部竞争，但由于内容平台流量不足以对电商平台形成威胁，自建电商资产重，货币化效率不及广告，内容平台是否入局具有不确定性，因此双方合作为主，内容平台对电商提供站外流量获取分成
- **20年走向潜在竞争**：（1）淘宝：避免过度依赖外部流量，避免用户形成短视频购物习惯分流GMV；（2）抖音快手：做电商追求更高的货币化率，加速自建避免过度依赖淘宝；寻求淘外供应链合作保证流量数据始终在平台留存

图：2019年电商与内容平台竞合关系



图：2020年电商与内容平台竞合关系

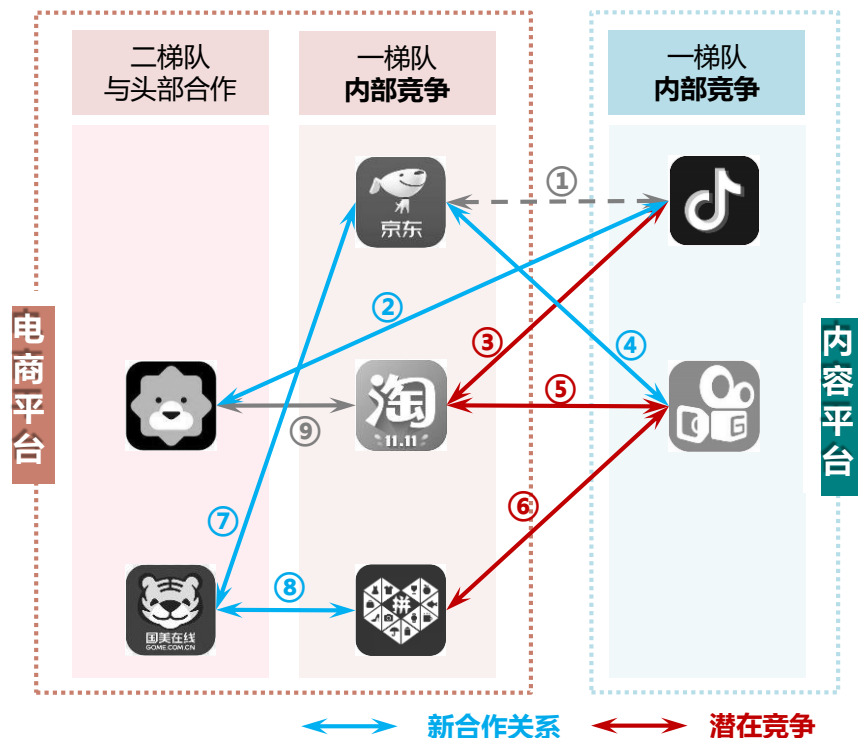


## 3.1 电商vs内容：淘宝与快抖由合作走向竞争

### ■ 电商优势在供应链，内容平台优势在流量，双方从各自优势出发整合行业

- 从淘宝的角度：**当前淘宝内容化能力不足，切断抖音、快手外部链接可能性较低，但是未来，如果淘宝内容化战略成功，引流能力大幅提升，对抖快依赖降低，那么淘宝切断抖快外部链接的可能性不大；如果淘宝内容化战略不成功，淘宝可能对抖音和快手流量非常依赖，则有切断抖音快手链接的可能性。此外，现在切断或加速内容平台自建电商。
- 从抖快的角度：**抖快必须均加强扶持小店自建电商，淘宝难消化的供应链由抖音、快手消化并成为抖品牌，快品牌。淘宝头部达人品牌30%流量来自抖音，说明红人有很强动力在内容平台开店，分流淘宝GMV。

图：2020年电商与内容平台竞合关系



关系序号	平台	竞合关系	说明
1	抖音 京东	弱合作	由于京东和快手达成战略合作，抖音和京东合作关系弱化
2	抖音 淘宝	弱竞争	淘宝避免对抖音流量过度依赖，抖音加速自建电商，（用户关闭快手App后34.6%打开淘宝），快手自建电商战略明显，与淘宝形成弱竞争
3	抖音 苏宁	合作	苏宁提供物流、支付和供应链，抖音提供流量支持
4	快手 京东	合作	京东提供物流、支付和供应链，快手提供下沉市场流量，双方互补
5	快手 淘宝	弱竞争	淘宝避免对抖音流量过度依赖（用户关闭快手App后28.5%打开淘宝），快手自建电商战略明显，与淘宝形成弱竞争
6	快手 拼多多	弱竞争	快手与拼多多客群重合度高（用户关闭快手App后25.5%打开淘宝），快手自建电商战略明显，与拼多多形成弱竞争
7	苏宁 淘宝	合作	15年起合作，阿里和苏宁合作打通线上和线下渠道
8	国美 京东	合作	20年3月深度合作，国美输出供应链计划的一部分，线上线下结合
9	国美 拼多多	合作	20年4月达成合作，国美输出供应链计划的一部分，提供物流和售后服务，拼多多提供流量，线上线下结合

## 3.1 电商vs内容：淘宝与快抖由合作走向竞争

### ■ 淘宝避免过度依赖外部流量，内容平台试图建立数据闭环并寻求供应链合作

- 淘宝直播：打造典型案例吸引流量的早期阶段，过度到推动**商家自播**，完善良性商业生态的新阶段
- 抖音：签约自带流量的**名人达人**加强曝光，以弥补粉丝粘性不足，难以产生销售转化短板
- 快手：老铁社区粉丝粘性强，平台**长尾流量丰富**适合电商变现

### ■ 新星：B站（Z世代社区）、小红书（女白领种草）、腾讯小程序（支付+广告+社交流量）

表：淘宝、抖音和快手平台对比

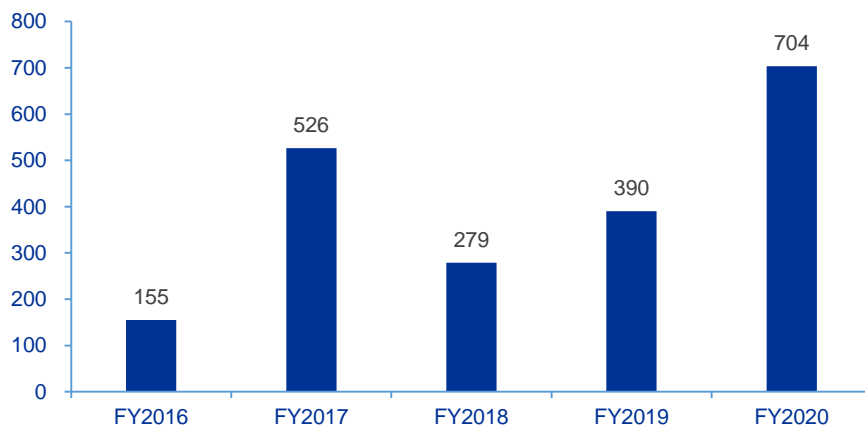
	淘宝直播	抖音	快手
平台定位	商品最强-超级导购	内容最强-趣味广告	人设最强-实物打赏
平台MAU（亿）	7.6	4.7	5.6
直播DAU（万）	2000	5000	10000
平台流量分发逻辑	搜索+展示+信息流+直播流量	中心化分发，平台决定曝光	去中心化分发，内容决定曝光，老铁社区
产品特征	多而全	品牌商品	性价比白牌商品
供应链	淘系商家自播占比80% 19年GMV2000亿	19年与阿里签订70亿订单 估算占19年GMV17.5%	源头好货、直播产业带； 19年GMV900-1000亿
代表主播	李薇娅，李佳琦	罗永浩	辛巴

资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

## 3.2 淘宝直播：阿里内容化以提升获客效率

- 电商GMV = 流量 \* 转化率 \* 客单价 \* 复购率
- 阿里缺乏内容或社交流量，获客成本高，需要内容化建设以提升获客效率
- 淘宝直播是内容化战略的一环，阿里内容建设包括：
  - 淘内：微淘、淘宝头条等原创淘内推荐种草内容；后重点拓展淘宝直播
  - 阿里系：大文娱内容建设外部投资与合作（微博小红书B站等）

图：阿里巴巴获客成本



注：计算公式：销售费用/新增活跃买家数  
资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图：淘宝内容化



资料来源：淘宝，申万宏源研究

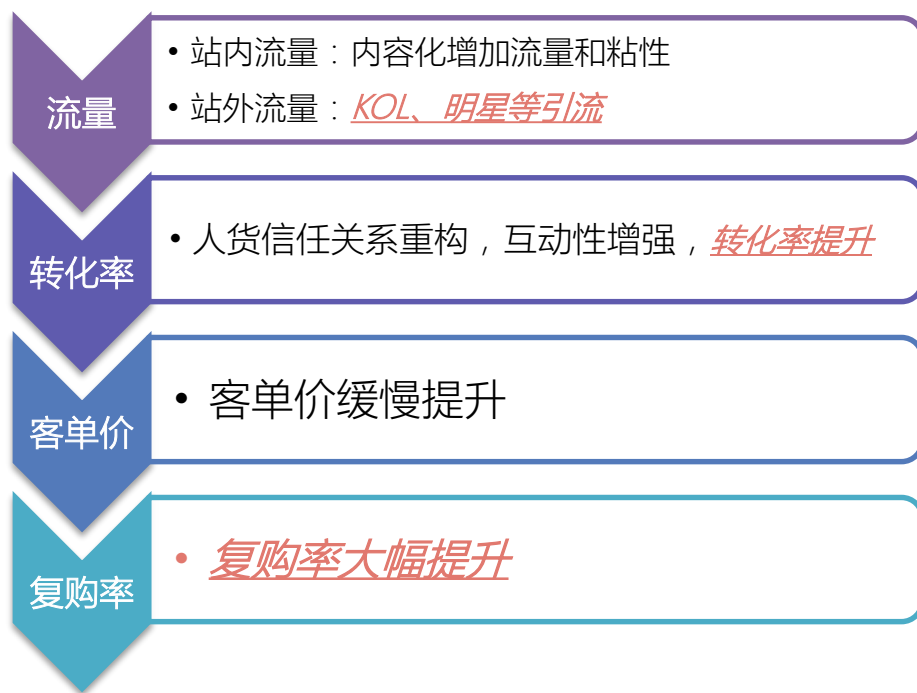


## 3.2 淘宝直播：阿里内容化以提升获客效率

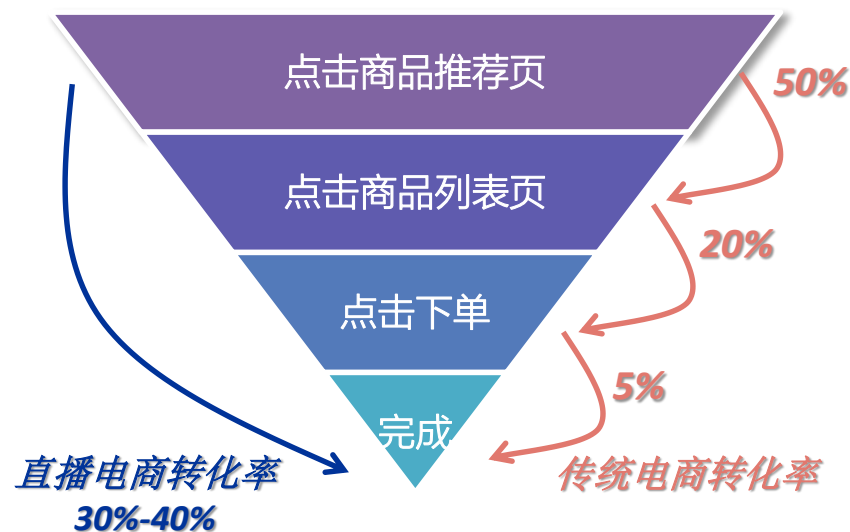
### ■ 电商GMV=流量\*转化率\*客单价\*复购率，直播电商创造增量GMV

- 直播推荐提升流量的复购率，移动购物消费路径由“搜索-购买-离开”转变为“推荐-购物-推荐-继续购买”
- 直播精准定位用户，缩短购买链路，人货关系重构，**潜在消费需求**被挖掘，转化率提升

图：电商GMV因素拆解



图：直播转化率提升



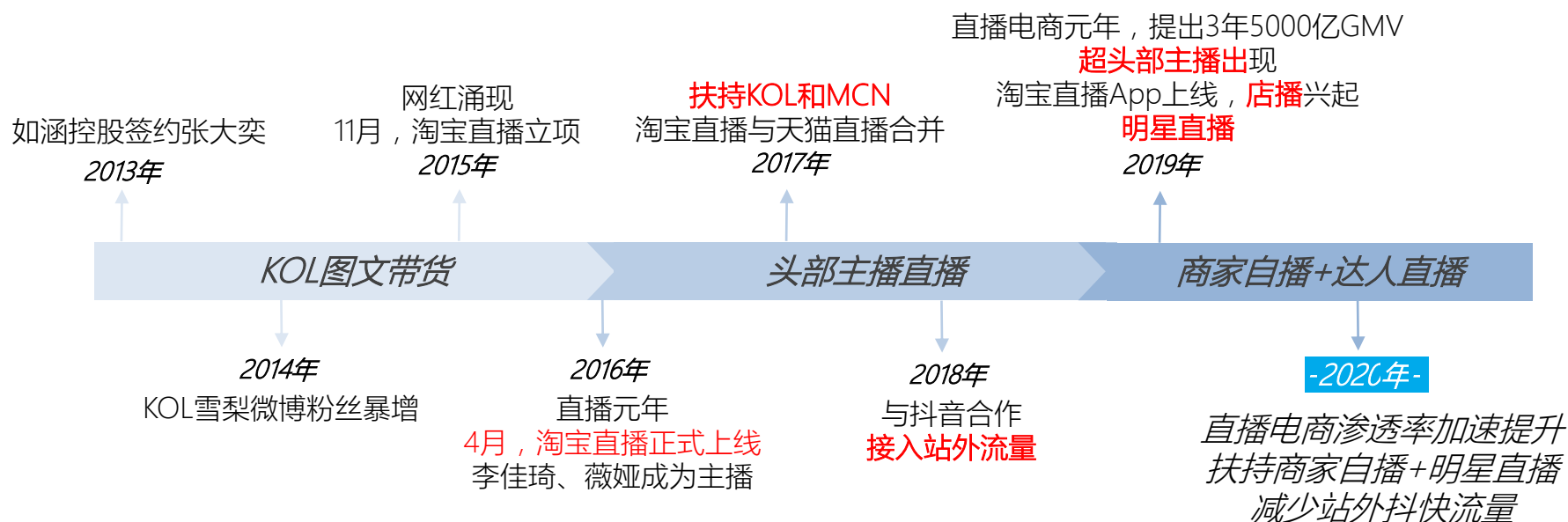
资料来源：《电商平台数据分析》，艾媒咨询，申万宏源研究

## 3.2 淘宝直播：避免超头部主播和过度依赖站外流量

### ■ 淘宝直播在做大GMV中扶持了头部主播，接入站外流量，当前面临的两大潜在难题：

- 站内：过度依赖不可持续且主播议价能力过强影响利润率
- 站外：过度依赖抖音快手外部流量，培养用户在短视频平台的购物心智（分流GMV和广告投放）

图：淘宝直播演变历程



资料来源：淘宝直播，申万宏源研究

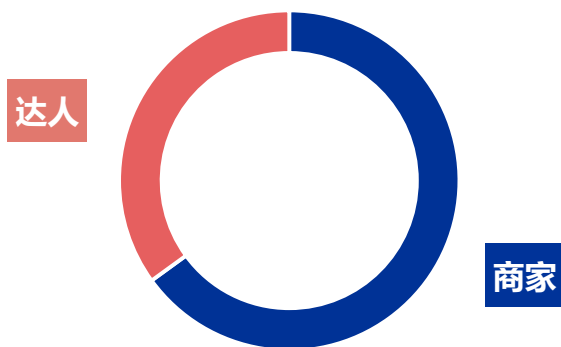
## 3.2 淘宝直播：未来重在商家自播和培养腰部主播

### ■ 20年，淘宝直播趋势是培养腰部主播和商家自播，保证站内直播生态健康

- **腰部KOL**：为主播创造百亿级收入、投入百亿级资源；未来1年将培养10万名月入过万的**中小主播**
- **MCN**：培育100家营收过亿的MCN机构
- **商家**：打造100个“云市场” 20万门店直播，618商家自播GMV占近7成，直播间数量同增160%
- 收取内容平台内容场景专项服务费6%，抑制站外内容平台流量

图：618商家自播GMV占比近7成

表：阿里收取内容平台专项服务费



	新规前	新规后
商品售价	100元	100元
渠道整体佣金 (假设设置20%佣金)	20元	20元
内容场景专项服务费		100元*6%
剩余佣金	20元	14元
技术服务费	20元*10%	14元*10%
剩余佣金	18元	12.6元
快手分成	18元*50%	12.6元*50%
主播方	18元*50%	12.6元*50%
阿里抽成比例	2%	7.4%
快手抽成比例	9%	6.3%
主播方抽成比例	9%	6.3%

资料来源：淘榜单，申万宏源研究

资料来源：淘宝，申万宏源研究

### 3.3 快手：去中心化老铁社区的电商变现

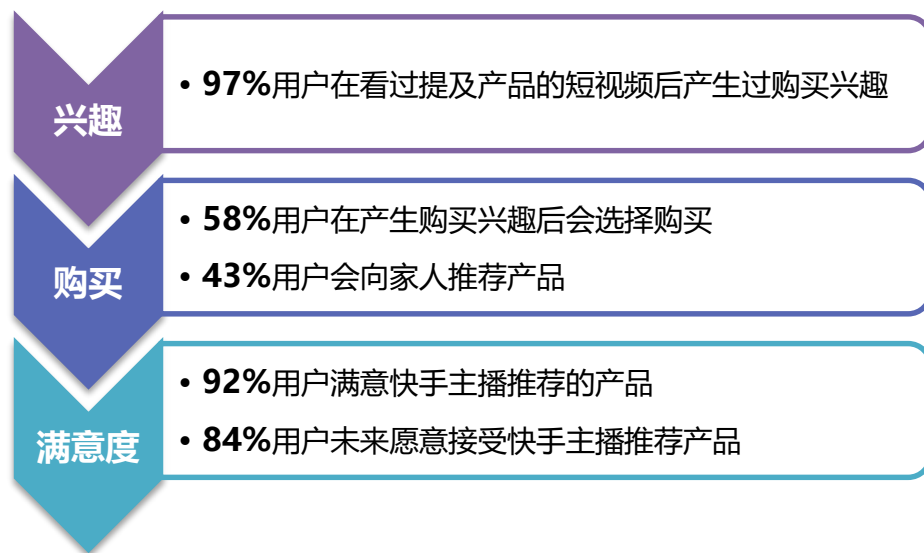
#### ■ 快手采取“去中心化”流量分发模式，推荐关注内容

- 快手的流量池粉丝用户权重更高，被推荐的门槛低，用户创作的内容能得到更加平等的展现

#### ■ 平台去中心化分发限制头部马太效应，保证主播粉丝流量，主播与粉丝间的强社交粘性。

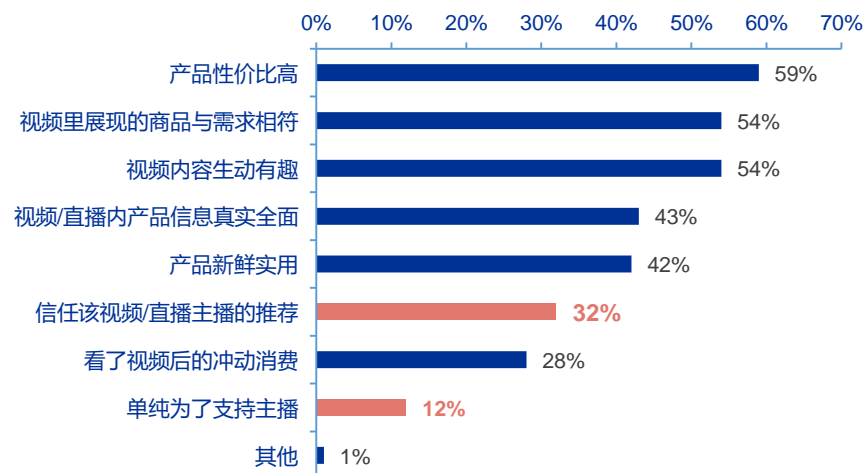
- 去中心化分发难承接广告集中曝光的投放需求，但适合做电商：（1）长尾流量CPS/佣金分成变现；（2）内容+社交驱动，社区认同感提升转化率

图：快手老铁经济闭环，转化率高



资料来源：《快手平台电商价值营销报告》，申万宏源研究

图：促使最终购买快手视频内的产品因素

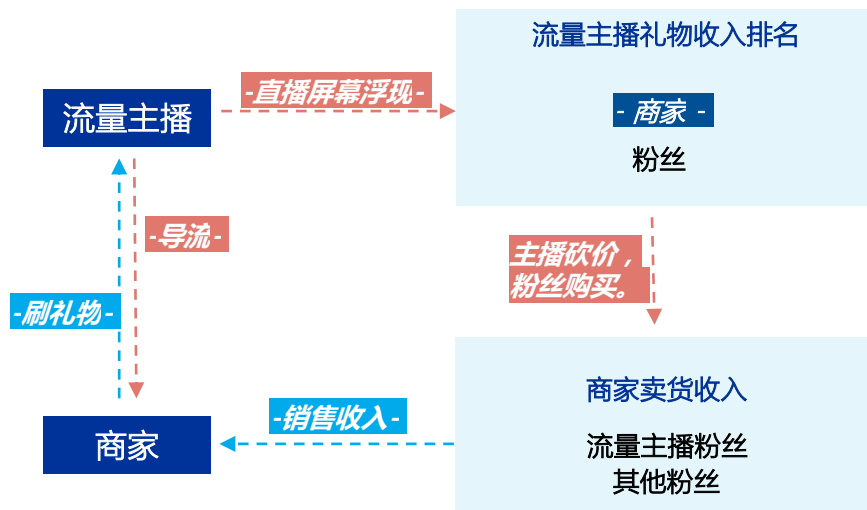


资料来源：《快手平台电商价值营销报告》，申万宏源研究

### 3.3 快手：挂榜连麦低成本导流形成大型达人家族

- **快手社区流量可以通过挂榜连麦采买导流，流量获取成本低，容易形成大型达人家族模式**
  - 非同一家族导流可相互破圈，双方流量相当时采买成本低；家族内部分享核心主播流量
- **快手家族的供应链管理能力不一，分化明显**
  - 单次带货量大对供应链管理要求高，快手家族在供应链管理上的能力有明显差异，辛有志家族供应链管理能力强是壮大的必要条件

图：快手流量主播与商家导流示意图



资料来源：申万宏源研究

表：快手头部家族与成员粉丝

家族	头部成员	个人粉丝数（万）	家族粉丝数（不去重，万）
辛巴818	辛有志	5053.00	15185.60
	时大漂亮	1016.60	
	蛋蛋小盆友	1400.50	
	爱美食的猫妹妹	3143.50	
	初瑞雪	2696.10	
	鹿	848.70	
	赵梦澈	1027.20	
散打家族	散打哥	5068.80	10543.60
	真真姐	1034.40	
	小沈龙	1984.60	
	五哥	1401.20	
	户外发	1054.60	
驴家班	二驴的	4047.20	6779.70
	平荣驴嫂	2179.20	
	王大拿	553.30	
丈门	方丈	3009.00	5830.00
	李舒克	804.00	
	王小国	1502.00	
	小杜凤儿	515.00	

资料来源：快手，申万宏源研究

### 3.3 快手：差异定位源头好货，接入第三方电商保障供应链

#### ■ 快手开放第三方平台保障供应链，源头好货做差异化定位，直播基地提升品控和效率

- 第三方平台货源：淘宝、拼多多、有赞和京东以及快手系“魔筷星选”小程序，主播可在快手小店中添加第三方平台开放的商品链接，快手当前通过少收取佣金扶持商家使用快手小店和魔筷星选
- 直播产业带大量扩展SKU且大幅削减流通成本，加强品控提升效率和性价比

#### ■ 20年快手电商DAU超过1亿粘性高，直播电商GMV目标2500亿，与京东合作保障供应链

- 618，快手与京东合作带货GMV超2亿，京东提供物流支付和供应链，提高自营商品周转率且触达下沉市场，快手保证用户数据沉淀在快手平台无跳转

图：快手电商差异化定位“源头好货”



表：快手佣金分成政策

	添加商品要求	收费标准
淘宝联盟	商品佣金比例≥20% (受淘宝联盟要求)	实际推广佣金的50%
有赞	商品佣金比例≥10%	实际推广佣金的50%
拼多多 多多进宝	商品佣金比例≥10%	实际推广佣金的50%
魔筷星选	\	订单实际成交金额5%
快手商品	\	订单实际成交金额5%

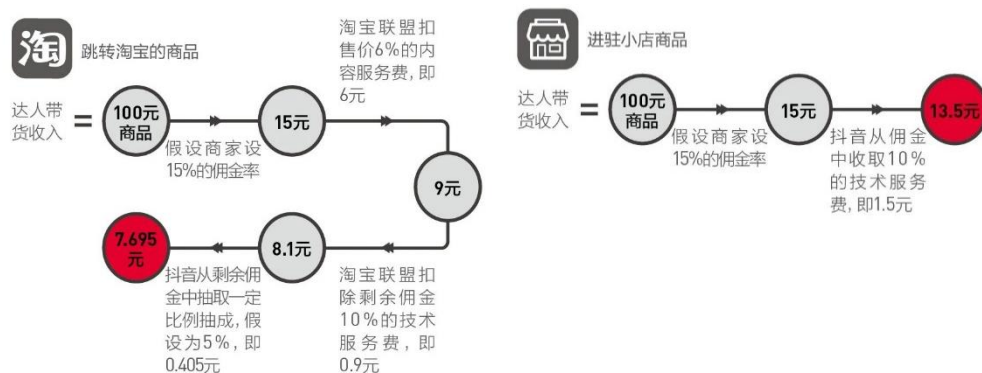
资料来源：秒针系统《快手平台电商营销价值报告》，申万宏源研究

资料来源：快手，申万宏源研究

### 3.4 抖音：中心化分发，广告主直播间买量提升销量

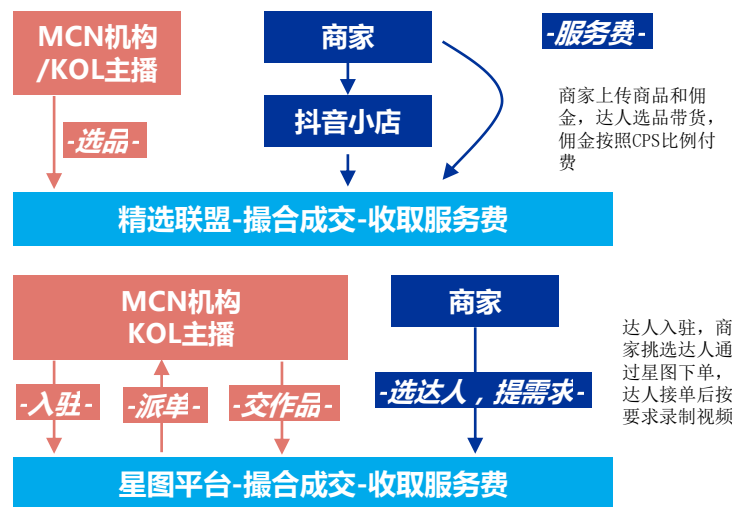
- **抖音中心化分发下平台控制流量，更适合强曝光需求的广告主变现，开放星图平台（广告，达人接单）和精选联盟（电商，达人选品）撮合交易**
  - 抖音流量分发由平台决定，强算法，强运营，广告主买流量性价比高，流量采买可控，用户标签齐全，19年估算抖音广告收入500亿-600亿，预计20年更多流量向直播页和搜索页倾斜
- **抖音电商供应链相对依赖第三方电商平台，和阿里弱竞争后抖音618与苏宁合作**
  - 自有平台抖音小店；第三方电商平台淘宝、京东、考拉海淘、苏宁易购
  - 当前头部达人带货以第三方链接为主（商品评价体系完善），抖音小店白牌多但同样佣金率达人和平台分成更多，可能发展成“抖品牌”

图：抖音达人在淘宝和抖音小店分成对比



资料来源：CBNData，申万宏源研究

图：抖音星图平台和精选联盟撮合交易



资料来源：星图平台，精选联盟，申万宏源研究 22



### 3.4 抖音：平台化思路对接KOL和货，供应链依赖第三方

#### ■ 抖音推广直播逻辑仍是广告主为直播间买量，预计20年站内流量向直播和搜索倾斜

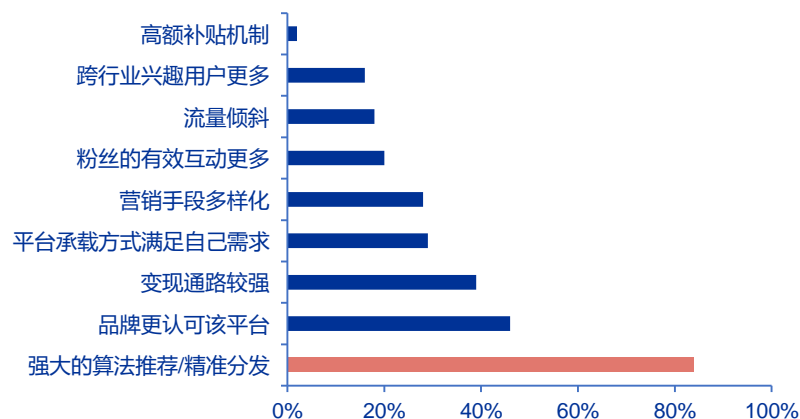
- 20年4月抖音签约罗永浩，营销逻辑给品牌大量曝光，广告主付费买直播间推广
- 罗永浩首秀抖音扶持6000万坑位费+3亿曝光量支持。618抖音推出明星带货的矩阵，仍然以“媒体”形式变现，平台流量支持+明星达人引流扩大品牌曝光

表：抖音电商及直播发展历程

时间	事件
2018年3月	与淘宝联合开通购物车功能
2018年5月	上线自有店铺“抖音小店”
2019年4月	上线“小米商城”“京东好物街”等多款电商小程序
2019年5月	上线商品搜索功能，首页的类目区新增商品板块
2019年12月	抖音购物车链接的页面变成合集，上线“同款”“晒TA”“你可能还对这些感兴趣”的板块
2020年4月	罗永浩抖音直播带货首秀
2020年4月	董明珠抖音直播带货首秀
2020年5月	抖音开放个人入驻小店，0粉丝可申请“购物车”，宣布计划投入15亿元流量扶持企业号，升级直播特权
2020年6月	抖音小店的官方App作为抖音卖家的官方移动版管理工具上线
2020年6月	字节跳动成立电商战略部门

资料来源：抖音，申万宏源研究

图：算法精准分发是MCN看好抖音的主要因素



资料来源：克劳锐《2020中国MCN行业发展白皮书》，申万宏源研究

# 主要内容

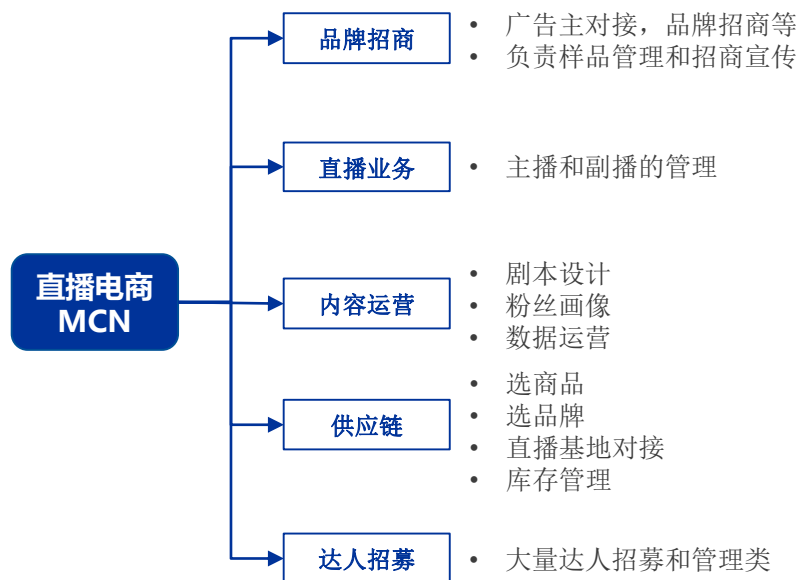
---

1. 直播电商：万亿规模，渗透率提升空间广阔
2. 商家营销预算再分配，白牌商家或最受益
3. 电商与内容平台或长期动态博弈
4. 直播电商推动MCN、服务商和TP行业高增长
5. 投资建议

## 4.1 MCN：进入门槛低，但头部效应明显

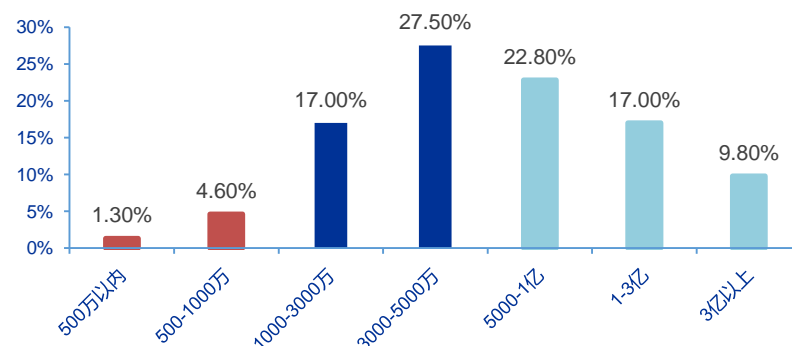
- **MCN机构成立门槛低，机构众多，但头部效应非常明显。**2019年国内MCN机构超过2万家，**营收规模超过5000万占比15%，头部MCN机构营收超过5000万占比49.6%，机构头部效应非常明显。**
- **MCN内部运营趋向精细化，强内容竞争下，内容和运营部门仍是MCN机构的核心，MCN/主播团队壮大，且随着直播电商的兴起，商品管理、内容策划及直播控场人员需求庞大，越来越多的机构设立招商、品控、客服等供应链管理部门。**

图：MCN机构组织架构

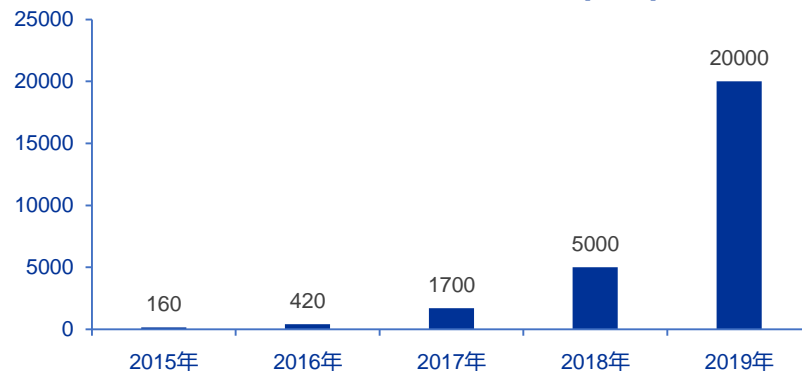


资料来源：克劳锐《2020中国MCN行业发展白皮书》，申万宏源研究

图：19年MCN营收规模分布



图：15-19年MCN数量（个）



## 4.1 MCN：兼具IP矩阵和供应链的机构或脱颖而出

### ■ MCN做大做强核心：IP矩阵及供应链打造

- 直播电商三大头部MCN，谦寻和巴伽传媒的共同点是打造主播IP矩阵，后端拓展供应链，形成较多品类覆盖；美腕较依赖李佳琦个人IP，聚焦美妆垂类，未来或推出个人品牌。
- MCN供应链打造和选品是基础，主播IP矩阵有助于降低对单个主播的依赖
- 不少内容MCN、付费打赏MCN和艺人经纪公司转型电商MCN，但由于缺乏供应链和销售经验，持续能力仍待验证

表：头部MCN对比

	美腕-李佳琦	谦寻-薇娅	巴伽传媒-辛巴
模式概括	明星化	人肉聚划算	主播家族化
此前积累	彩妆BA主播化	线下服装店老板、演艺圈艺人、淘女郎、天猫店运营	微商积累私域流量，粉丝军团818
主播人设	女生的男闺蜜	知心大姐姐	农民企业家、百姓主播
主要平台	淘宝直播+抖音	淘宝直播（卖货）	快手（老铁社区）
吸粉利器	专业、CP经营、金句（抖音传播）	砍价（卖货转化）	人情事故（老铁社区，信任主播）
网红运营特点	主播明星化，但持续孵化主播IP是难点	北京明星直播基地；捆绑薇娅直播间与旗下主播坑位，以扶持更多IP	辛巴家族，工业化复制顶流IP
品类	美妆垂类	全品类（类综合超市）	高性价比生活用品为主
供应链	未来有意推出个人美妆品牌	广州供应链基地，打造超级供应链基地，绑定20+家供应商（丈夫运营）	辛有志严选（高性价比生活用品，且目前多为定制和品牌方合作）；全球范围有供应商
粉丝数	4000万	2200万	4400万
GMV	2019年超过100亿	2019年超过300亿	2019年133亿，2020目标1000亿

## 4.2 SaaS服务商有望受益于商家加速线上化

- 直播电商带动私域电商GMV翻倍增长，商家对电商SaaS服务商需求旺盛，叠加外部环境变化加速商家线上化，付费商户数高增长，SaaS服务商受益明显
- 但我国电商头部效应明显且竞争激烈，货币化率较低，国内电商SaaS货币化率天花板或低于Shopify
- 微盟VS有赞：微盟是SaaS+广告，有赞是SaaS+支付

表：微盟和有赞对比

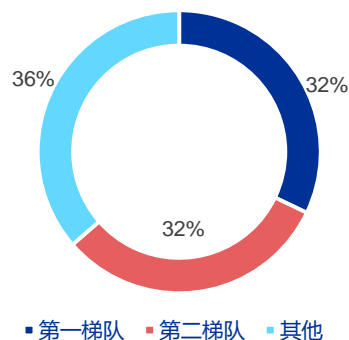
	微盟	有赞
腾讯持股比例	8.10%	6.20%
营收规模	14.37亿元 ( YoY+66.1% )	11.71亿元 ( YoY+99.7% )
收入结构	SAAS业务35%； 精准营销业务65%	SAAS及延伸业务64%； 交易业务28%，其他业务8%
毛利率	55.5% ( YoY-4.3ppt )	51.9% ( YoY+18.1ppt )
销售费用率	49.9% ( YoY-2.1ppt )	45.5% ( YoY+14.4ppt )
经调整EBITDA margin	11.68%	-0.04%
经调整净利润	0.77亿元	-4.21亿元
SAAS付费商家数量	79,546名 ( YoY+23.0% )	82,343名 ( YoY+39.6% )
SAAS商家ARPPU	6,373元/年 ( YoY+18.8% )	9,036元/年 ( YoY+70.2% )
SAAS付费商家流失率	22.2%	53.1%

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

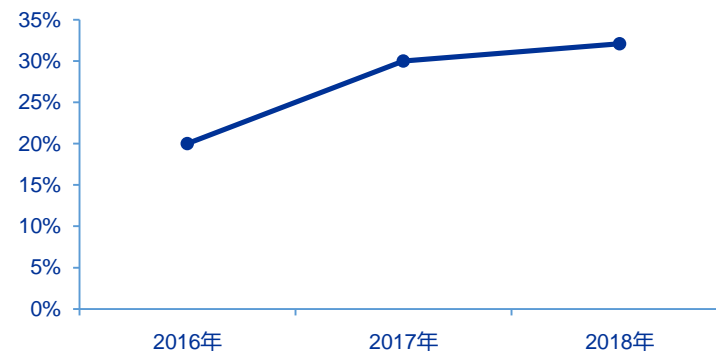
## 4.3 电商代运营加大与MCN合作，助力品牌方店播

- 直播电商加速各品类线上渗透率提升，电商代运营公司或借此扩品类/客户或提供增值服务提升佣金率
- 商家店播趋势明显，优质电商代运营或发力与MCN合作提升品牌方全链路营销能力
  - MCN与电商代运营：MCN与电商代运营公司或平行或上下游关系，如百雀羚的面膜由网创给遥望供货。阿里巴巴扶持商家自播趋势下，TP或加大与MCN合作力度，孵化更多KOL主播帮助商家直播。

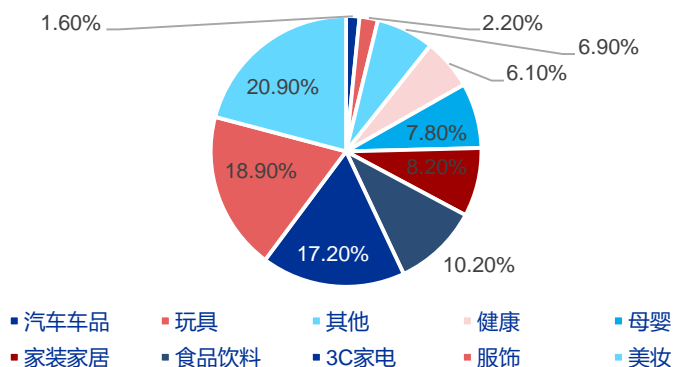
图：2018年品牌服务商市场份额（%）



图：2016-2018年中国品牌电商行业CR4



图：服务商主要服务品类品牌数量占比



表：不同品类电商服务需求和佣金率水平

2019年三种品类电商服务需求对比	2019年三种品类电商服务佣金率行业均值水平
美妆品牌商对电商服务的需求比例	美妆
50%-60%	15%-20%
服饰品牌商对电商服务的需求比例	服饰
20%-30%	10%-15%
3C家电品牌商对电商服务的需求比例	3C家电
10%-20%	2%-10%

# 主要内容

---

1. 直播电商：万亿规模，渗透率提升空间广阔
2. 商家营销预算再分配，白牌商家或最受益
3. 电商与内容平台或长期动态博弈
4. 直播电商推动MCN、服务商和TP行业高增长
5. 投资建议



## 5. 投资建议

### ■ 淘快抖三大平台和利用直播电商缩短流通链条的新兴消费品品牌最为受益，MCN、代运营、SaaS等第三方服务公司也分享产业红利

- **平台**：整个产业链中，淘快抖三大直播电商平台分享产业链最大的利益。直播加速电商的下沉、提高某些品类的线上渗透率，带来了电商产业的增量市场。但也需关注内容平台和电商平台之间的竞争演变。
- **消费品**：关注抓住流量红利机遇进军下沉市场，做新品、爆款的推广和打造以及去尾货，主要是食品、美妆、鞋服、农产品等品类的一些新兴品牌或制造。
- **服务商**：前端主播资源和后端供应链能力兼具的MCN，以及电商SaaS和TP公司，在平台扶持产业生态之际有望分得一杯羹。
- 建议关注阿里巴巴、腾讯控股、哔哩哔哩、芒果超媒和值得买；服务商关注前端主播资源和后端供应链能力兼具的MCN（天下秀，星期六，如涵），以及电商SaaS（中国有赞，微盟集团）和TP公司（壹网壹创，丽人丽妆）。

表：直播电商产业链相关标的

产业链环节	典型标的	受益逻辑
电商平台	阿里巴巴（港股/美股，与零售组共同覆盖）	内容化借力直播下沉，提升电商线上渗透率
社交平台	腾讯控股	小程序电商直播提升社交电商GMV，当前刚起步
内容平台	快手，字节跳动，哔哩哔哩（美股），小红书，值得买（中小盘覆盖），芒果超媒	提升内容货币化能力；其中短视频从导购逐渐自建电商
MCN	天下秀，华扬联众，星期六（遥望网络），如涵（美股），巴伽传媒，美one，谦寻	持续孵化主播+打造供应链是核心，谦寻和巴伽传媒模式更持续
第三方服务商	壹网壹创（纺服组覆盖），丽人丽妆，中国有赞（港股），微盟集团（港股）	电商代运营，电商SaaS，受益于电商私域流量的增长，但需关注平台对其挤压还是扶持
消费品	零食，化妆品，小家电，农产品等	去尾货，拉动新品销售；减少流通环节触达更大规模消费者促成更高效销售转化

资料来源：申万宏源研究

## 5. 投资建议

### ■ 淘快抖三大平台和利用直播电商缩短流通链条的新兴消费品品牌最为受益，MCN、代运营、SaaS等第三方服务公司也分享产业红利

- **平台**：整个产业链中，淘快抖三大直播电商平台分享产业链最大的利益。直播加速电商的下沉、提高某些品类的线上渗透率，带来了电商产业的增量市场。但也需关注内容平台和电商平台之间的竞争演变。
- **消费品**：关注抓住流量红利机遇进军下沉市场，做新品、爆款的推广和打造以及去尾货，主要是食品、美妆、鞋服、农产品等品类的一些新兴品牌或制造。
- **服务商**：前端主播资源和后端供应链能力兼具的MCN，以及电商SaaS和TP公司，在平台扶持产业生态之际有望分得一杯羹。
- 建议关注阿里巴巴、腾讯控股、哔哩哔哩、芒果超媒和值得买；服务商关注前端主播资源和后端供应链能力兼具的MCN（天下秀，星期六，如涵），以及电商SaaS（中国有赞，微盟集团）和TP公司（壹网壹创，丽人丽妆）。

表：直播电商产业链相关标的

产业链环节	典型标的	受益逻辑
电商平台	阿里巴巴（港股/美股，与零售组共同覆盖）	内容化借力直播下沉，提升电商线上渗透率
社交平台	腾讯控股	小程序电商直播提升社交电商GMV，当前刚起步
内容平台	快手，字节跳动，哔哩哔哩（美股），小红书，值得买（中小盘覆盖），芒果超媒	提升内容货币化能力；其中短视频从导购逐渐自建电商
MCN	天下秀，华扬联众，星期六（遥望网络），如涵（美股），巴伽传媒，美one，谦寻	持续孵化主播+打造供应链是核心，谦寻和巴伽传媒模式更持续
第三方服务商	壹网壹创（纺服组覆盖），丽人丽妆，中国有赞（港股），微盟集团（港股）	电商代运营，电商SaaS，受益于电商私域流量的增长，但需关注平台对其挤压还是扶持
消费品	零食，化妆品，小家电，农产品等	去尾货，拉动新品销售；减少流通环节触达更大规模消费者促成更高效销售转化

资料来源：申万宏源研究

## 5. 投资建议

### ■ 淘快抖三大平台和利用直播电商缩短流通链条的新兴消费品品牌最为受益，MCN、代运营、SaaS等第三方服务公司也分享产业红利

- **平台**：整个产业链中，淘快抖三大直播电商平台分享产业链最大的利益。直播加速电商的下沉、提高某些品类的线上渗透率，带来了电商产业的增量市场。但也需关注内容平台和电商平台之间的竞争演变。
- **消费品**：关注抓住流量红利机遇进军下沉市场，做新品、爆款的推广和打造以及去尾货，主要是食品、美妆、鞋服、农产品等品类的一些新兴品牌或制造。
- **服务商**：前端主播资源和后端供应链能力兼具的MCN，以及电商SaaS和TP公司，在平台扶持产业生态之际有望分得一杯羹。
- 建议关注阿里巴巴、腾讯控股、哔哩哔哩、芒果超媒和值得买；服务商关注前端主播资源和后端供应链能力兼具的MCN（天下秀，星期六，如涵），以及电商SaaS（中国有赞，微盟集团）和TP公司（壹网壹创，丽人丽妆）。

表：重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2020/6/29		PB	EPS				PE			备注
			收盘价(元)	总市值(亿元)		2019A	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300413	芒果超媒	买入	63.29	1,127	12.8	0.65	0.86	1.04	1.22	74	61	52	
300785	值得买	增持	114.28	92	8.1	2.23	2.7	3.32	4	42	34	29	中小盘覆盖及预测
300792	壹网壹创	增持	167.67	242	10.5	2.74	3.89	5.33	7.57	43	32	22	纺服覆盖及预测
600556	天下秀	-	18.22	306	31.8	0.15	0.22	0.34	0.52	83	54	35	未覆盖，采用Wind一致预期
603825	华扬联众	-	30.84	71	4.2	0.83	1.29	1.79	2.25	24	17	14	未覆盖，采用Wind一致预期
BABA	阿里巴巴	买入	1519.55	40,763	5.3	53	70.6	90.7	113	22	17	13	零售组预测，与零售组共同覆盖
0700.HK	腾讯控股	买入	444.01	42,395	9.8	9.86	12.24	14.29	16.7	36	31	27	
BILI	哔哩哔哩	买入	321.55	1,053	14.9	-3.99	-5.43	-0.92	2.35	-59	-350	137	

注：未备注估值为申万宏源研究传媒组预测

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	<a href="mailto:chentao1@swhysc.com">chentao1@swhysc.com</a>
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	<a href="mailto:chenxuehong@swhysc.com">chenxuehong@swhysc.com</a>
华北	李丹	010-66500631	13681212498	<a href="mailto:lidan4@swhysc.com">lidan4@swhysc.com</a>
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	<a href="mailto:huxinwen@swhysc.com">huxinwen@swhysc.com</a>

## 投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

林起贤  
[linqx@swsresearch.com](mailto:linqx@swsresearch.com)  
任梦妮  
[renmn@swsresearch.com](mailto:renmn@swsresearch.com)