

直播风口，品牌商如何乘风破浪？

商业零售行业直播电商专题 | 2020.10.20



徐晓芳
首席商业零售
分析师
S1010515010003



冯重光
首席纺织分析师
S1010519040006



林伟强
商业零售分析师
S1010519100002



纪敏
首席家电分析师
S1010520030002



薛缘
首席食品饮料
分析师
S1010514080007

核心观点

2020 年直播电商进入爆发期，GMV 有望达 1.15 万亿元。直播电商作为销售渠道和品宣阵地中的新生力量，有望推动传统品牌实现业务延伸&心智重塑、促成新锐品牌锁定核心人群（0 到 1）&增长动能切换与破圈（1 到 N）、助力白牌广开销路&品牌化转型。看好卡位直播早、数字化运营能力突出的品牌商。

行业概况：成长赛道明珠。2019 年以来，在用户时长转移下平台资源倾斜、用户购物行为变迁（非计划需求增加&粉丝经济崛起）、产业生态日益丰盈（品牌大力投入&MCN 机构爆发式增长）和政策春风的多重驱动下，直播电商进入全面爆发期。预计 2020 年市场规模达 1.15 万亿元，占电商大盘的 5.5%；其中淘宝直播/抖音直播/快手直播预计分别达 5,000/2,000/2,500 亿元。服装、化妆品、休闲食品等高毛利、重体验、中低客单品类表现活跃、占比居前。

品牌商视角：从带“货”到带“品牌”。1) **红利期的销售渠道：**淘、抖、快三大平台差异化定位，客群城际分布&消费心智不同导致客单价维度淘宝直播>抖音直播>快手直播；红人直播曝光度高、销售爆发力强、转化率高（头部主播 20%），是品牌去库存、做规模的优质选择，但高折扣（约七折以上）、高费用（佣金率 20%-25%）使得盈利能力较弱，店铺直播盈利能力相对更优。2) **品宣阵地中的新生力量：**流量迁移（流媒体迅速占领用户时长&电商获客成本高企）推动直播广告收入占比快速提升（预计 2023E 达 23.3%），直播成为公司塑造品牌、获取&沉淀新客的重要平台。

寻找新机遇：老品牌唤醒、新品牌破土、白牌再出发。1) 传统品牌通过直播实现品类拓展、心智重塑和体验升级，从传统的品类&用户认知&渠道中实现突围，如周大生、九阳股份；2) 卡位独特的新锐品牌有望通过直播锁定精准人群并完成粘性建立，走出“从外部引流为主到内部自然转化提升”的成长路径，如元气森林、花西子；3) 平台对“直播 X C2M”的扶持下，给白牌带来了更低价的流量、更好的数字化支持、更契合白牌定位的销售渠道及直达消费者的良机，白牌将迎来比上一轮 F2C 品质电商更好的发展机遇。

落地执行：新产品&新品类匹配新渠道，直播矩阵化运营，平台协同发力。1) **战术打法：**通过新品类的切入和直播定制的新产品匹配新渠道，规避对传统渠道价格体系的冲击；融合头部红人直播、腰部达人直播、KOC 直播、店铺直播四类直播模式，根据场景不同矩阵式运营发挥合力。2) **阵地选择：**抖音、快手尚处流量红利期，用户时间长、活跃度高、与主播有强信任关系，前端“触达-种草-转化”更优；阿里、京东等电商平台拥有成熟的商业体系、商家生态和闭环服务能力，后端“交付-售后-二次触达”能力更强；品牌商从两端做局部最优，向全局最优靠近。

风险因素：电商平台、短视频平台竞争加剧，直播电商监管风险。

投资建议：直播电商作为销售渠道和品宣阵地中的新兴力量，给品牌商带来新的发展机遇和挑战，建议围绕三条主线积极布局。主线一：借力直播渠道切入新品类开辟第二曲线的公司，推荐周大生；主线二：积极搭建直播矩阵，加码布局消费者运营的公司，推荐上海家化、良品铺子、九阳股份、安踏体育、李宁，重点关注初创品牌元气森林、花西子，以及童装童鞋企业起步股份等；最后，拥有成熟商业闭环，且受益于整体线上渗透率提升的电商平台，推荐京东。

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。。





王冠然
 首席传媒分析师
 S1010519040005

商业零售行业

评级 **强于大市（维持）**
 景气趋势 电商 ↑

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
周大生	24.5	1.36	1.47	1.92	18	17	13	买入
上海家化	40.4	0.83	0.53	0.72	49	77	56	买入
良品铺子	61.5	0.95	0.98	1.25	65	63	49	增持
九阳股份	44.8	1.07	1.19	1.36	42	38	33	买入
京东	81.5	7.36	11.01	15.16	83	56	40	买入
李宁	38.2	0.60	0.66	0.91	57	52	38	买入
安踏体育	85.4	1.99	1.94	2.92	38	39	26	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2020 年 10 月 19 日收盘价, 京东股价为美元, 李宁、安踏为港元, 其余为元; 京东的 EPS 为 Non-GAAP 下摊薄的 EPADS, 单位为元; 1USD=7RMB, 1HKD=0.895RMB

目录

行业概况：成长赛道明珠，万亿市场可期.....	1
直播电商：规模高速增长，淘、抖、快三分天下.....	1
品类结构：高毛利、非标&重体验、中低客单品类占比高.....	3
品牌商：从带“货”到带“品牌”，两大视角看直播.....	5
从流量思维到品牌思维，直播的内涵不断丰富.....	5
销售渠道：平台差异化定位、红人直播盈利能力较低.....	6
品宣阵地：营销新生力量崛起，品牌依托直播输出价值观、沉淀用户.....	11
新机遇：老品牌唤醒、新品牌破土、白牌再出发.....	14
品类延伸、体验升级、心智重塑，老品牌借直播焕发新面貌.....	15
核心人群锁定&私域运营&破圈，新品牌借直播破土、成长.....	20
平台资源倾斜，数据化+规模化升级，C2M 白牌借直播再出发.....	25
回归实战：看品牌直播的战术打法和阵地选择.....	31
战术：产品定制&品类优选，搭建直播矩阵、发挥协同作用.....	31
阵地：抖、快在前，电商平台在后，从局部最优做起，向全局最优靠近.....	34
风险因素.....	37
投资建议.....	37
行业观点：直播电商方兴未艾，赋予品牌新的发展良机.....	37
投资策略：建议积极布局强于线上运营的品牌商.....	37

插图目录

图 1：预计实物电商规模未来五年 CAGR 达 17.7%，到 2024 年达 18.6 万亿元	1
图 2：直播电商发展大事记	2
图 3：多地政府出台政策扶持直播电商产业	2
图 4：2018-2020E，淘宝直播/抖音/快手 GMV 情况	3
图 5：2020-02 以来，淘宝直播 APP MAU 快速提升	3
图 6：淘宝直播 TOP100 主播带货前 20 大品类分布	4
图 7：主要服装公司近五年毛利率情况	4
图 8：主要化妆品公司近五年毛利率情况	4
图 9：饰品/休闲食品代表公司过去五年毛利率情况	4
图 10：家电行业主要公司过去五年毛利率情况	4
图 11：2020 年 1-8 月 TOP100 主播带货商品折扣率（%）	5
图 12：2020 年 1-8 月，淘宝直播 TOP100 主播带货中 100 元以下/100-500 元商品占比 28.6%/38.8%	5
图 13：直播带货产业链示意图	6
图 14：抖音 TOP50 主播带货成交渠道使用率（2020.03）	8
图 15：快手 TOP50 主播带货成交渠道使用率（2020.03）	8
图 16：2020 年 4-8 月淘宝直播客单价 306 元	8
图 17：抖音直播带货单个商品均价高于快手（2019.12-2020.05）	8
图 18：淘宝直播用户消费能力强于抖音强于快手（2020-07）	9
图 19：淘宝直播、抖音、快手用户城市级别分布（2020-07）	9
图 20：网红直播带货转化率远高于社交电商和传统电商	9
图 21：近三十天薇娅/李佳琦/辛巴场均 GMV1.3/0.7/2.3 亿元	9
图 22：2020.01-2020.08 淘宝直播 TOP10 带货品类折扣情况	10
图 23：2015-2019 年直播广告、信息流广告收入占电商整体营销收入占比提升	11
图 24：2020 年以来全渠道广告刊例费用下滑	12
图 25：73%商家预期 2020 年在直播电商中的投入高于 2019 年	12
图 26：短视频占移动互联网用户总时长的 19.5%（2020.06）	12
图 27：短视频用户总时长同比增长 80.0%（2020.03）	12
图 28：2020 年 8 月，快手/抖音/淘宝直播日均使用时长分别达 84.8/97.4/44.0 分钟	13
图 29：网购渗透率逐步见顶	13
图 30：阿里、拼多多获客成本逐步攀升	13
图 31：“618”期间苏宁在东方卫视推出首档综艺电商融合的直播秀	14
图 32：2019 年国内时尚珠宝行业规模 1045 亿元，占珠宝消费 14.8%	16
图 33：时尚珠宝行业分散，龙头 Swarovski 份额仅 3.4%（2019）	16
图 34：良品铺子生产线溯源	17
图 35：“星妈”傅首尔为良品铺子直播带货	17
图 36：九阳代言人邓伦参加“萌潮厨房”直播与粉丝互动	18
图 37：九阳联名 LINE FRIENDS 三明治机在薇娅直播间销售火爆	18
图 38：九阳“一城一味”场景打造全品类厨房小家电认知	18
图 39：海澜之家五大 IP 系列新品直播	19
图 40：体验官陈数在直播中用 8K Pro 双屏电视挑战“8k 容颜”	20
图 41：体验官王鸥体验海信电视聚会 K 歌功能	20
图 42：李宁联合威尔仕推出健身直播	20
图 43：元气森林产品主打“0 糖 0 脂 0 卡”的健康概念	21
图 44：元气森林投后估值	21
图 45：元气森林白桃青瓜气泡水各渠道访问人数	22

图 46: 元气森林白桃青瓜气泡水各渠道流量的支付转化率	22
图 47: 元气森林白桃青瓜气泡水 2020 年 2-3 月各渠道访问人数占比	22
图 48: 花西子彩妆以古风+东方元素为特色	23
图 49: 李佳琦担任花西子品牌首席推荐官, 拍摄雕花口红宣传片	23
图 50: 花西子在快手、抖音、B 站差异化进行直播营销	23
图 51: 2020 年以来, 小熊电器天猫官方旗舰店销售额同比增速明显提升	24
图 52: 小熊电器淘宝直播场次	24
图 53: 小熊电器在各平台互动量占比 (2019M11-2020M4)	24
图 54: 小熊电器在淘宝直播的账号量级分布 (2019M11-2020M4)	25
图 55: 小熊电器单品关联场次 Top10 客单价	25
图 56: C2M 产业链示意图	25
图 57: 消费数据赋能层层演进, 最终实现产业生态数字化	27
图 58: 电商平台为厂商提供大数据	27
图 59: 传统制造业与数据赋能的智能制造对比	27
图 60: 1688“淘工厂”数据赋能上游工厂	28
图 61: 数据驱动产品研发, 降低企业新品研发周期	28
图 62: 京东 C2M 五步法	28
图 63: 京东 C2M 六维数据视角	28
图 64: 拼多多通过拼团购买加深对用户的理解	29
图 65: 快手“带货一哥”辛巴与各项级商圈 2019 年销售额	29
图 66: 价格是直播购物的核心驱动因素	29
图 67: 三禾厨具拼多多销售和直播页面	30
图 68: 2020.01-2020.08 各品牌厨房电器客单价	32
图 69: 元气森林消费者购买时最关注的因素占比 40.3%	32
图 70: 品牌搭建直播矩阵, 发挥协同作用	33
图 71: 安踏国旗系列大秀	34
图 72: 蛋蛋小朋友带货 ABCKIDS	34
图 73: 2020 年 8 月抖音/快手 MAU 分别 5.3/4.3 亿人	35
图 74: 抖音、快手用户活跃度高于 TOP3 电商	35
图 75: 淘宝直播 TOP10 主播粉丝数, 薇娅、李佳琦优势明显	35
图 76: 以元气森林白桃青瓜气泡水为例, 来自淘宝客的流量支付转化率情况高于淘宝直播和手淘搜索	35
图 77: 品牌淘宝直播全流程规划	36
图 78: 淘宝直播闭环、抖音小店闭环、抖音直播跳转淘宝成交三种模式利润分成对比	36

表格目录

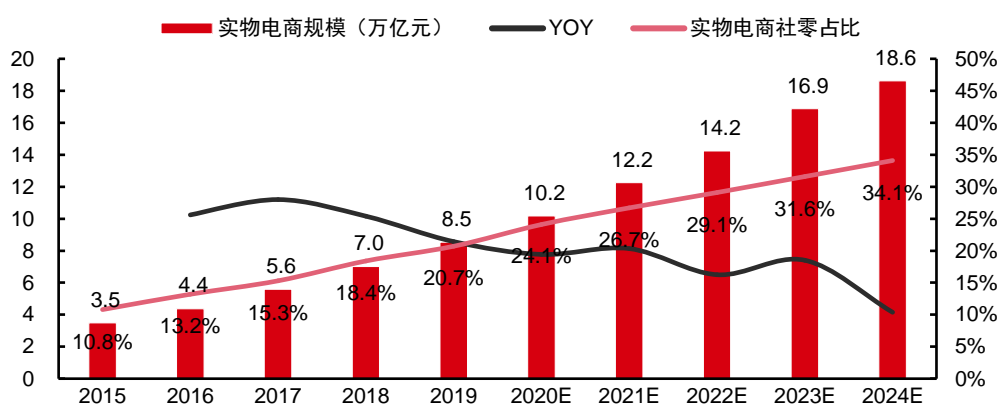
表 1: 淘宝直播、抖音直播、快手直播对比	7
表 2: 三款典型红人直播带货产品直接利润测算	10
表 3: 三款典型店铺自播产品直接利润测算	10
表 4: 周大生产品研发流程	16
表 5: TOP3 电商平台政策频出支持 C2M&直播发展	26
表 6: 重点公司盈利预测	37

■ 行业概况：成长赛道明珠，万亿市场可期

直播电商：规模高速增长，淘、抖、快三分天下

电商渠道重要性持续提升，预计未来五年 CAGR 达 17.7%。2010-2019 年，阿里、京东、拼多多等电商平台强势崛起，移动支付、物流配送等基础设施快速补位，电商行业经历两轮“普及到升级”“高线到低线”的过程后，用户线上消费习惯基本养成。2019 年实物电商交易规模达 8.5 万亿，在社零总额中占比 20.7%；预计未来五年 CAGR 为 17.7%，到 2024 年交易规模达 18.6 万亿元，在社零总额中占比提升至 34.1%。高速成长的电商渠道将在国民消费中扮演愈加重要的角色。

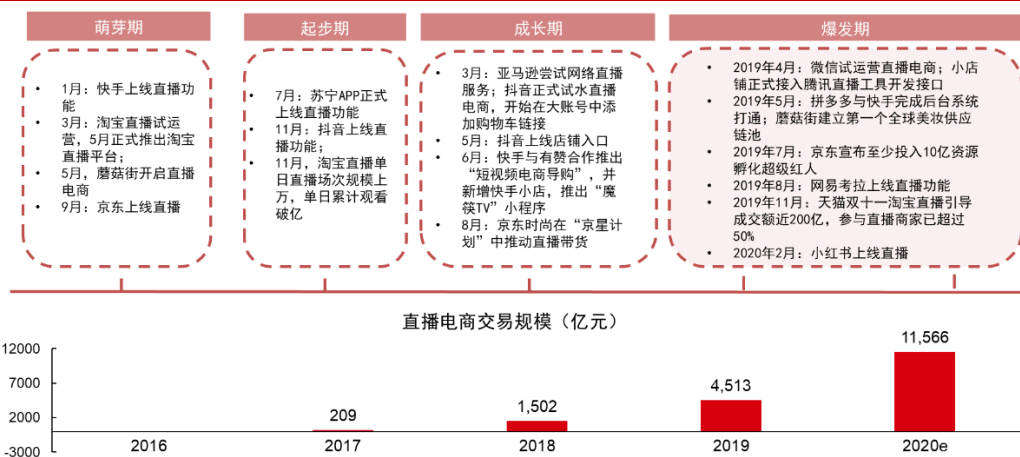
图 1：预计实物电商规模未来五年 CAGR 达 17.7%，到 2024 年达 18.6 万亿元



资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测

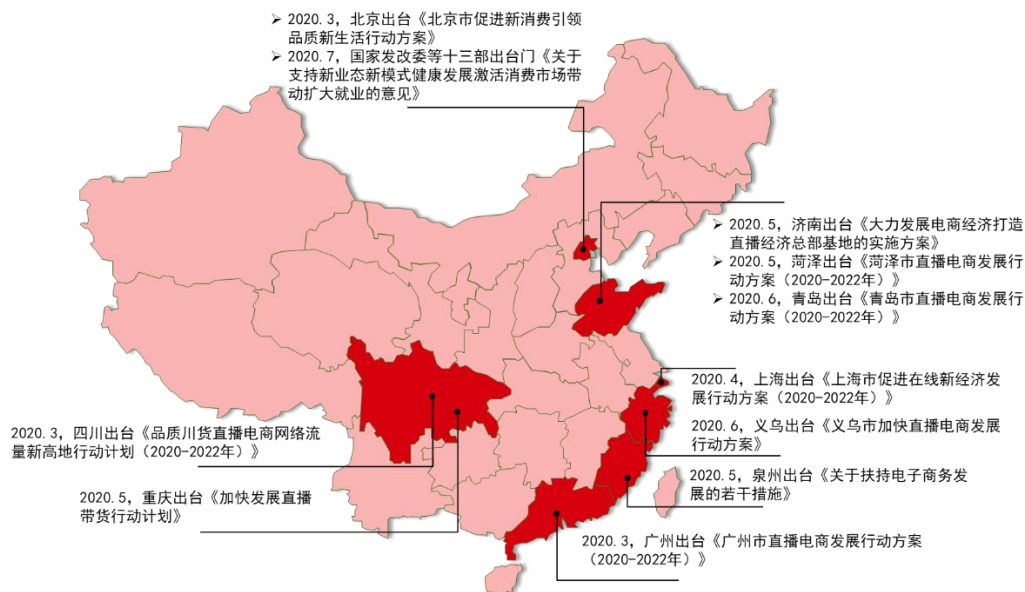
2019 年以来，直播电商渗透率快速提升，成为“皇冠上的明珠”。直播电商起于淘宝发力内容生态、网络直播垂直化发展两大背景之下，而后在用户时长转移下平台资源倾斜、用户购物行为变迁（非计划需求增加&粉丝经济崛起）、产业生态日益丰盈（品牌大力投入&MCN 机构爆发式增长）和政策春风的多重驱动下，进入全面爆发期。据艾瑞咨询，2019 年中国直播电商交易规模达 4,513 亿元，同比增长 200%，预计 2020 年市场规模将达 1.15 万亿元；测算 2019/2020 年直播渗透率达 2.5%/5.5%。

图 2：直播电商发展大事记



资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

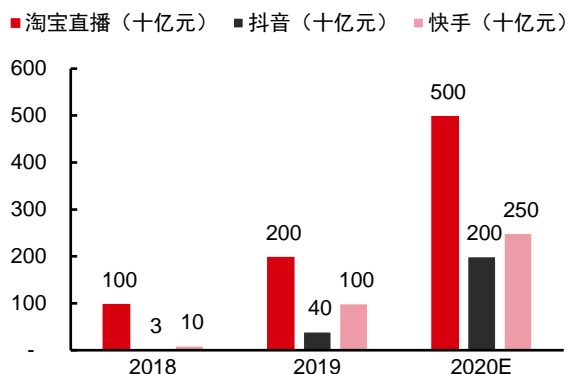
图 3：多地政府出台政策支持直播电商产业



资料来源：亿邦动力网，中信证券研究部

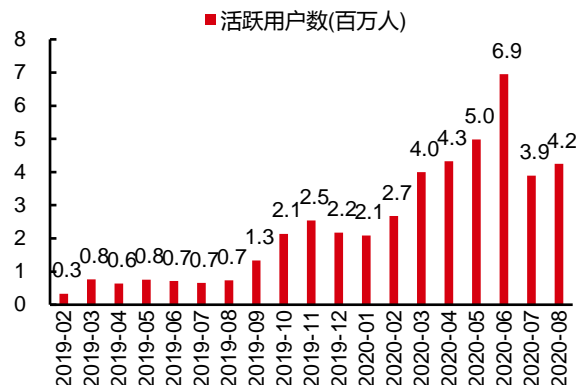
淘宝直播领跑、抖音&快手后来居上，直播电商市场呈“三足鼎立”之势。淘宝 2016 年起发力内容社区，率先布局直播业务，2019 年推出淘宝直播独立 APP，先发优势明显。2019 年淘宝直播实现 GMV 超 2,000 亿元，2020 年以来用户数量快速提升，8 月独立 APP MAU 达 425 万人，预计全年淘宝直播 GMV 将达 5,000 亿元。抖音&快手立足内容生态、迅速占领用户时长，积极寻求广告之外的流量变现手段，2019 年，抖音（通过平台流量倾斜&明星加盟）、快手（依托辛巴等头部主播&精选供应链产品）切入直播电商市场，实现 GMV 400/1,000 亿元，预计 2020 年将分别实现 GMV 2,000/2,500 亿元。

图 4：2018-2020E，淘宝直播/抖音/快手 GMV 情况



资料来源：淘宝直播、中国消费者协会等（含预测），中信证券研究部

图 5：2020-02 以来，淘宝直播 APP MAU 快速提升（百万人）



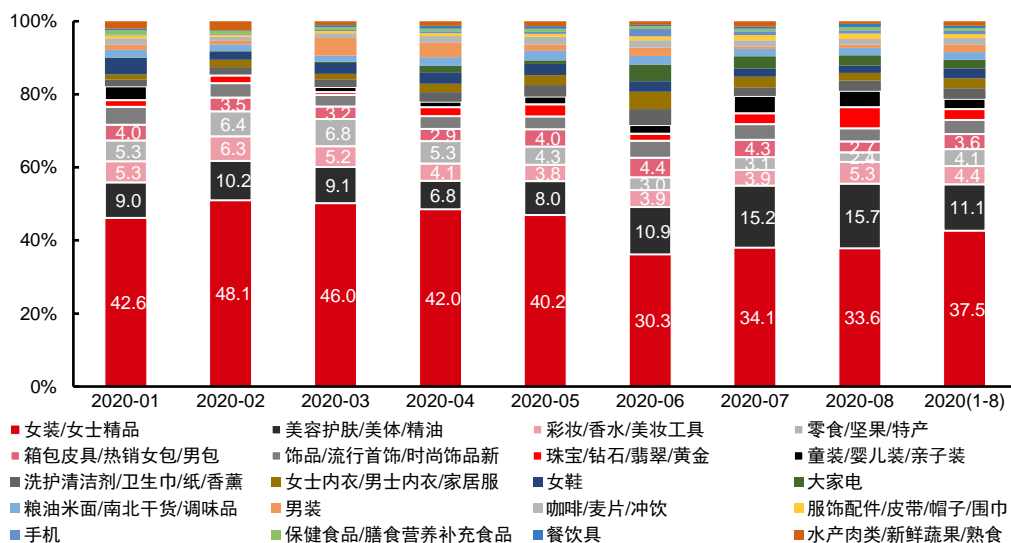
资料来源：Questmobile，中信证券研究部

品类结构：高毛利、非标&重体验、中低客单品类占比高

复盘淘宝直播 TOP100 主播带货的品类结构，2020 年 1-8 月，女装（37.5%）、护肤（11.1%）、彩妆（4.4%）、零售坚果（4.1%）、箱包（3.6%）、饰品（3.4%）等品类位居前列。我们认为，高毛利、非标、低客单、重体验，具备以上属性的品类更契合直播电商特点，具备通过直播电商实现规模增长的潜质。

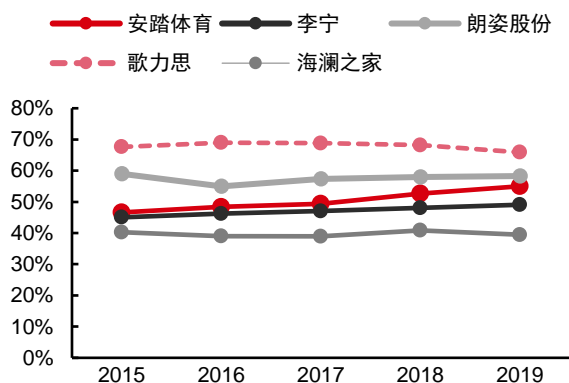
- **高毛利：**直播电商生态丰盈，平台提供流量&技术支持、MCN&红人兼具内容产出和引流作用，多方逐利下导致带货成本高企（一次性坑位费&约 20%佣金率）；同时为保障产品吸引力，李佳琦薇娅等头部主播带货折扣约七折，1-8 月淘宝直播平均折扣为八三折。高毛利品类才可能覆盖高渠道成本和折扣要求。服装、化妆品、休闲食品、时尚饰品等行业典型公司毛利率均高于 40%，属高毛利品类。
- **中低客单价：**传统中心化电商满足“搜索-下单”的明确购物需求，而直播电商更多地满足“主播推荐-种草-购买”下的非计划性需求，决策路径短、冲动型购买偏多，因此低客单（尝鲜成本低）的品类更适合直播电商。1-8 月，淘宝直播 TOP100 主播带货客单价 200-300 元，抖音&快手直播客单价低于 100 元。服装、大众护肤/化妆品、休闲零食、时尚饰品、日化用品等均属于中低客单品类。
- **非标品、重体验：**直播电商时间触点长（淘宝直播 8 月人均日使用时长 44.1 分钟，高于手淘/京东/拼多多的 22.1/15.5/26.0 分钟）、场景设置灵活，弥补了传统电商感官体验的缺失。主播可以全方位展示产品、模拟产品使用场景，适合服装、时尚饰品、黄金珠宝等非标品的安利销售。

图 6：淘宝直播 TOP100 主播带货前 20 大品类分布 (%)



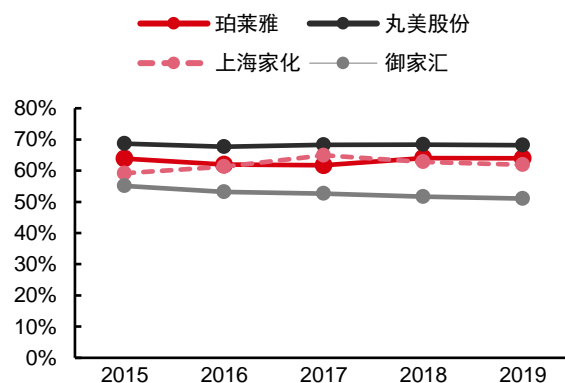
资料来源：淘宝直播、直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

图 7：主要服装公司近五年毛利率情况



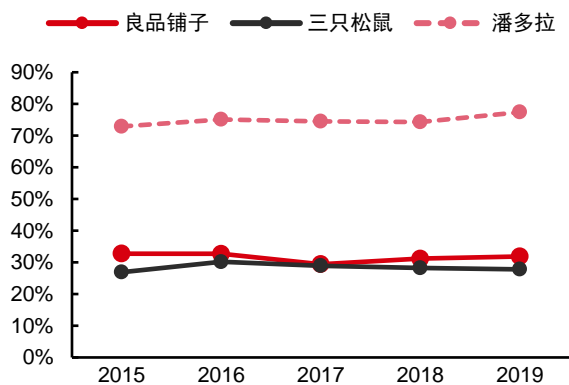
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 8：主要化妆品公司近五年毛利率情况



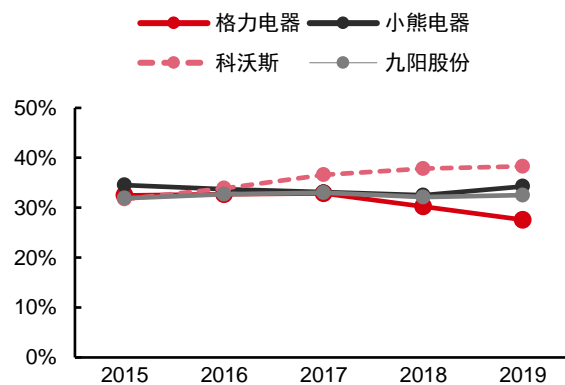
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 9：饰品/休闲食品代表公司过去五年毛利率情况



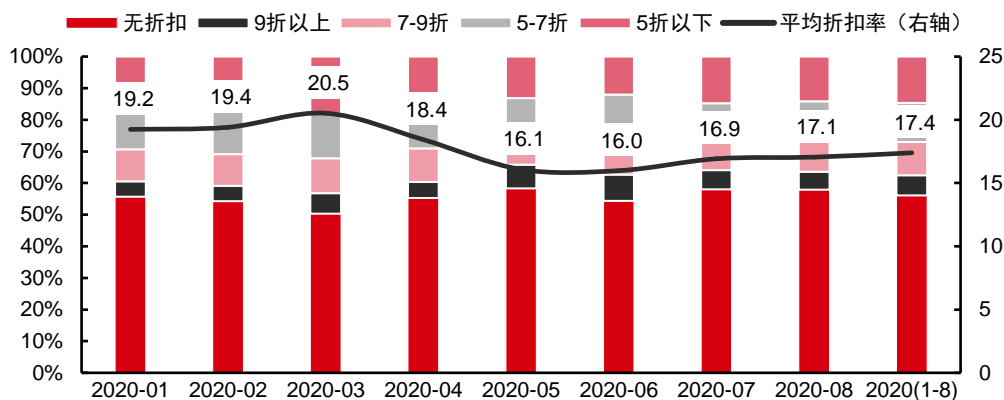
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 10：家电行业主要公司过去五年毛利率情况



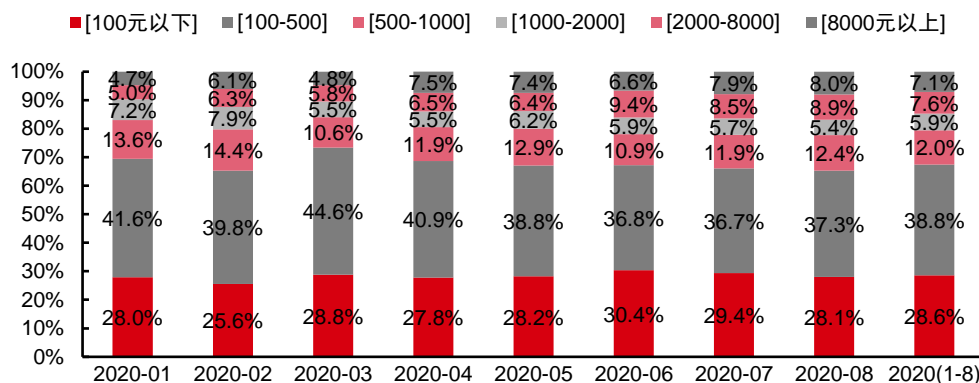
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 11：2020 年 1-8 月 TOP100 主播带货商品折扣率（%）



资料来源：淘宝直播、直播眼、中信证券研究部数据科技组

图 12：2020 年 1-8 月，淘宝直播 TOP100 主播带货中 100 元以下/100-500 元商品占比 28.6%/38.8%



资料来源：淘宝直播、直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

品牌商：从带“货”到带“品牌”，两大视角看直播

从流量思维到品牌思维，直播的内涵不断丰富

从品牌商视角看，电商直播可划分为销售为导向的带货型直播、品宣为导向的导购型直播和以服务为导向的客服型直播。作为销售渠道的带货型直播和作为品宣阵地的导购型直播将是品牌商主要的战略投入方向，客服型直播未来将成为通用的品牌电商基础设施，是现有客服功能的有效补充。

1) 销售渠道视角：

- **淘、抖、快差异化定位。**1) 运行机制不同，淘宝直播本质仍是电商平台，用户购物目的性较强，抖音&快手根基仍是内容生态，用户非计划性购买偏多；2) 面向客群不同，淘宝直播人群以高线城市强购买力人群为主，抖音用户分布相对均匀，快手的核心用户则来自下沉市场，导致客单价维度淘宝直播>抖音>快手。

- **直播电商是品牌低价去库存的重要渠道。**销售为导向的带货型直播是目前主流的直播方式，具备折扣力度大、销售规模爆发力强、转化率高的特点。叠加平台资源倾斜，带货型直播是品牌在折扣电商之外又一个去库存、清尾货的优质选择。
- **红人直播作为常规渠道，品牌盈利能力弱。**红人直播带货折扣率高（平均近 8 折）、费用高（佣金率 20%-30%），品牌盈利能力弱，除特定场景外（去库存、拉新、品宣等），红人直播带货作为常规销售渠道是不经济的。

2) 品宣媒介视角：

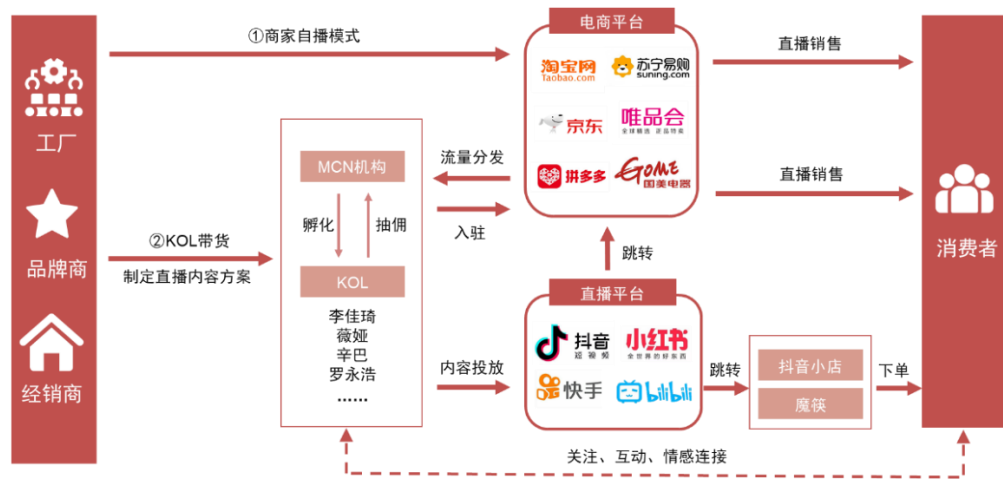
从流量思维转向品牌思维，直播电商更是塑造品牌、获取新客的媒介平台。在销售渠道之外，品牌商应当从更宽的视角去看待直播，互联网流量的变迁使得短视频、直播等流媒体平台成为品宣的重要阵地。

1) **看短**，不同于传统电商广告方式（直通车、钻展等）需要长期投入积累店铺权重，直播广告是投资周期短、见效快，适用于所有品牌；2) **看长**，不同于传统的代言人长期绑定&广告粗放式投放，直播可以通过更加灵活的主播选择及场景布置来讲好品牌故事、重塑品牌心智；3) **看深**，以红人直播为入口，为品牌商私域流量运营、后期店铺自播转化打下良好基础，从而提升客户粘性、促成高频复购；4) 大量明星的涌入使得直播具备综艺属性，品宣的趣味性、可读性明显增强，拉长用户的时间触点，提升广告效果。

销售渠道：平台差异化定位、红人直播盈利能力较低

品牌商处于直播带货产业链上游，主要通过两种模式进行商品销售：1) **红人直播**，即通过网红 KOL、娱乐明星带货，商家向 KOL/所属 MCN 机构支付坑位费及佣金费（约 20%-30%），以巨量成交&品牌拉新为目的；2) **店铺自播**，即商家通过自有员工组织开展的日常直播，平台提供基础设施并收取技术服务费（约 2%），直播内容以展示商品、售前咨询和售后服务为主，目的在于更好地服务品牌私域流量，提高商品转化率。2020Q2 淘宝店播/红人直播 GMV 占比分别为 60%/40%。

图 13：直播带货产业链示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

电商平台淘宝、京东、拼多多、苏宁，内容平台抖音、快手、小红书、B 站等先后入局直播电商；其中，**淘宝直播、抖音直播和快手直播是投入最大、运营最成体系、规模最靠前的三大玩家**。三大平台推动直播的初心和内在运营逻辑迥然不同，但都是通过触发用户的非计划性消费需求实现商品销售（2019 年非计划性需求占比达 36%）；同时，三大平台面向的客群属性有差异，需要品牌商做差异化的商品&内容投放。

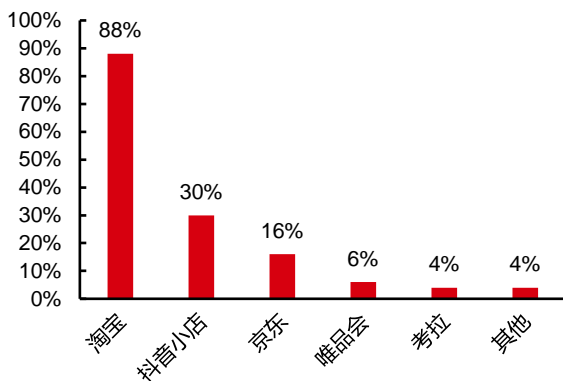
- **淘宝直播：阿里内容生态的重要抓手，具备电商闭环服务能力。**在获客成本日渐高企的背景下（20Q1 阿里每新增 AAU 对应营销费用 744 元，同比+51%），阿里为拉新、促活、增强复购而大力推进内容社区建设，淘宝直播是其内容生态的重要阵地。淘宝直播的内核仍是以销售为直接目的的电商平台，站内主播也以专业的垂直化直播为主，同时享有商家体系、平台规则、全流程服务、支付&物流基础设施等全套电商生态，在平台中可实现“种草-下单-售后”的闭环服务。
- **抖音直播：内容平台寻求新的变现手段，大力探索自有电商闭环。**2017 年起，短视频平台迅速占领用户时长（2020 年 6 月，短视频行业占整体移动互联网用户时长的 19.5%），直播成为抖音在广告之外新的变现形式。平台主播以罗永浩、陈赫等自带流量的娱乐明星、网络红人为主（占比达 47%），红人为商品背书，粉丝为偶像买单。抖音直播的成交以跳转淘宝为主（3 月渗透率达 88%），近半年平台积极发力自有电商闭环，但体系成熟尚需时日。
- **快手直播：基于强信任关系的“老铁经济”“内部孵化+外部合作”共造电商生态。**快手是基于私域流量的“老铁经济”，流量分发较为平均、素人主播居多，带货由主播和粉丝之间的强信任关系驱动；商品以产业带的白牌商品为主，主播需要具备选品、组货等供应链能力（如辛巴团队）。电商生态上，快手双轨并行：1）快手小店推进顺利，3 月渗透率达 92%；2）积极寻求电商平台赋能，2020 年 5 月与京东达成战略合作，京东向快手输出自营商品池、联合营销方案、履约服务等全套供应链解决方案。

表 1：淘宝直播、抖音直播、快手直播对比

	淘宝直播	抖音直播	快手直播
平台	电商	内容+社交	内容+社交
初衷	内容生态重要抓手，拉新、促活、提升时长、加强复购	流量溢出，广告之外的变现手段	流量溢出，广告之外的变现手段
流量	公域流量，基于兴趣分发	公域流量为主，基于推荐算法分发	私域流量为主，粉丝与直播间存在“强信任关系”
主播	专业带货型主播为主，头部效应明显	明星、网红居多	草根/素人主播居多
商品	淘宝全品类	美妆、服装、食品等品类为主	产业带品牌为主
成交	淘宝自有的“种草-成交-履约-服务”电商闭环	主要依赖淘宝等电商平台，大力投入自有电商生态建设，但成熟尚需时日	与京东、拼多多达成战略合作，同时积极推进快手小店建设

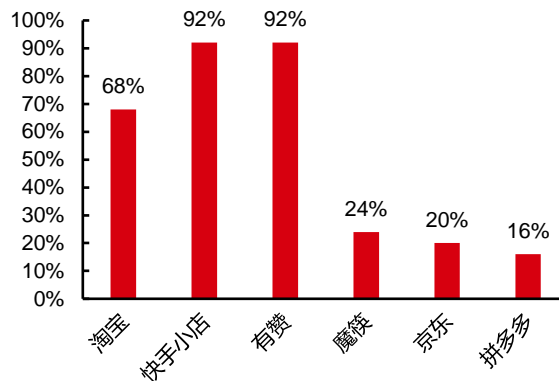
资料来源：中信证券研究部整理

图 14：抖音 TOP50 主播带货成交渠道使用率（2020.03）



资料来源：卡思数据，中信证券研究部

图 15：快手 TOP50 主播带货成交渠道使用率（2020.03）

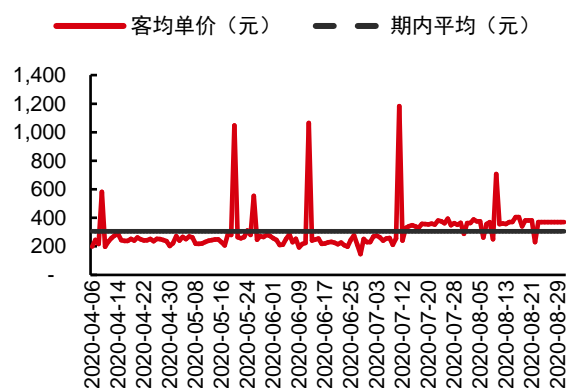


资料来源：卡思数据，中信证券研究部

客单价：淘宝直播>抖音直播>快手直播。据中信证券研究部数据科技组观察，淘宝直播客单均价在 200-300 元，而据飞瓜数据，抖音直播和快手直播带货 TOP10 品类绝大多数均价低于 100 元，且抖音直播客单价高于快手直播。两大因素共同导致客单价差异：

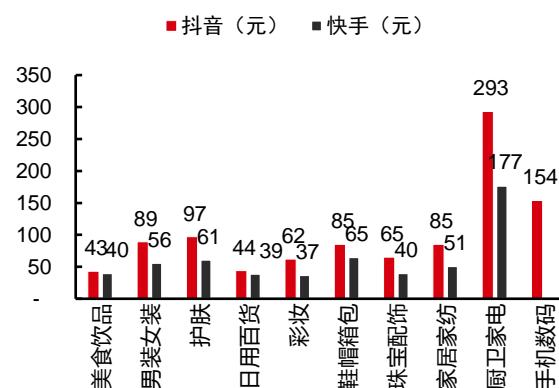
- **客群城际分布差异：**据 Questmobile，淘宝直播用户中，一线城市和新一线城市合计活跃占比达 30%，三至五线城市占比为 52%，抖音分别为 24%/59%，快手分别为 18%/65%。淘宝直播用户以高线城市为主，抖音用户分布与移动互联网大盘相近，而快手主打下沉市场。城际分布差异带来消费力不同，月网购消费支出超 1,000 元的用户，淘宝直播/抖音/快手活跃占比分别为 36%/19%/16%。
- **用户心智不同：**尽管都是满足用户非计划性消费需求，但因为平台用户的心智不同，导致触发过程截然不同，淘宝直播的用户购物目的性强，需要“导购员”帮忙找到心仪的商品；而抖音和快手的用户使用目的是观看优质内容，因为想要尝鲜或支持偶像而购买产品，冲动型消费占比更高。

图 16：2020 年 4-8 月淘宝直播客单价 306 元



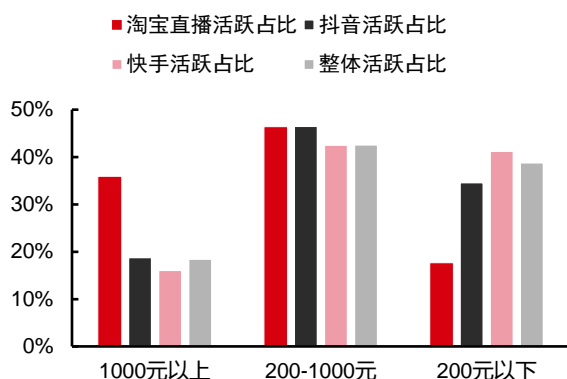
资料来源：直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

图 17：抖音直播带货单个商品均价高于快手（2019.12-2020.05）



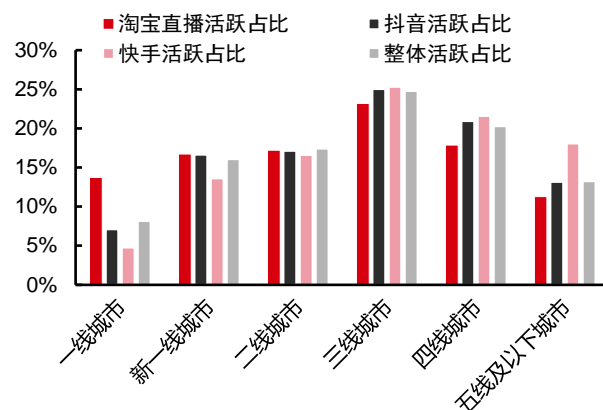
资料来源：飞瓜数据，中信证券研究部；统计区间为 2019 年 12 月至 2020 年 5 月

图 18：淘宝直播用户消费能力强于抖音强于快手（2020-07）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部；注：消费能力指用户月网购消费支出

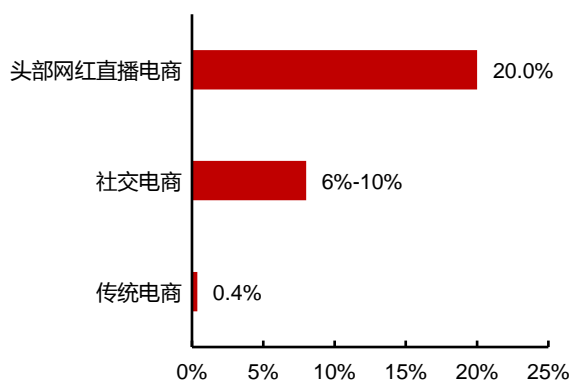
图 19：淘宝直播、抖音、快手用户城市级别分布（2020-07）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

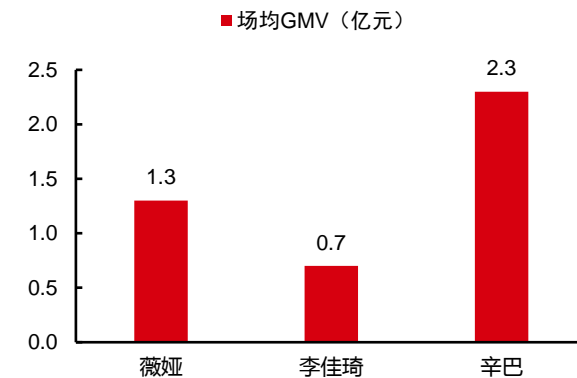
直播电商是品牌低价去库存的重要渠道。销售为导向的带货型直播是目前主流的直播方式，有三大特点：**1）折扣力度大**，李佳琦、薇娅等头部主播带货折扣约七折，1-8 月淘宝直播平均折扣约八三折；**2）销售规模爆发力强**，近三十天薇娅/李佳琦/辛巴场均 GMV 1.3/0.7/2.3 亿元；**3）转化率高**，据克劳锐，头部网红直播带货转化率（20%）显著高于社交电商（6%-10%）和传统电商（0.37%）。低价爆量特质叠加平台资源倾斜，带货型直播是品牌在折扣电商之外又一个去库存、清尾货的优质选择。

图 20：网红直播带货转化率远高于社交电商和传统电商



资料来源：克劳锐，中信证券研究部

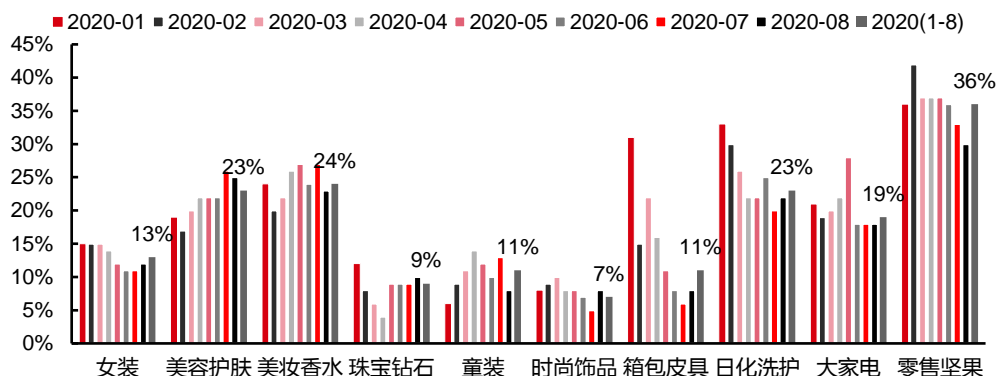
图 21：近三十天薇娅/李佳琦/辛巴场均 GMV1.3/0.7/2.3 亿元



资料来源：壁虎看看，新快数据，中信证券研究部

红人直播渠道呈现高折扣、高费用特征。拆分直播电商价值链，平台主导流量分发，占据绝对主导地位，主播自带流量且头部高度集中，议价能力较强，而品牌议价能力相对较弱。据草根调研，红人带货的佣金率普遍在 20%左右，部分品类（如美妆）达 30%。同时，低价折扣是直播购物的核心驱动因素之一，2020 年 1-8 月，淘宝直播 TOP100 主播女装/护肤/美妆/珠宝/零食带货的平均折扣率分别为 13%/23%/24%/9%/36%。

图 22：2020.01-2020.08 淘宝直播 TOP10 带货品类折扣情况



资料来源：直播眼、达人记、中信证券研究部数据科技组

选取典型商品测算，红人直播带货盈利能力弱。选取珀莱雅、小熊电器、三只松鼠三款红人带货商品，毛利额扣除主播&机构佣金和天猫佣金后，仅珀莱雅的持妆粉底液的直接利润率为正，若扣除管理、研发费用等间接费用后，红人带货利润率更低。作为对比，选择同样品牌的三款店铺自播产品，由于折扣率低且无主播&机构佣金支出，盈利能力明显优于红人直播。

表 2：三款典型红人直播带货产品直接利润测算

商品名称	珀莱雅持妆粉底液	小熊电器加湿器 JSQ-C45P7	三只松鼠 中秋坚果大礼包/8 袋	备注
原价（元）	128	119	98	
直播价格（元）	79.9	89	63.5	
折扣率	37.6%	25.2%	35.2%	
毛利率	76.0%	38.9%	30.1%	采用公司线上自营毛利率
毛利额（元）	49	16	-5	
主播&机构佣金比率	25%	20%	20%	佣金比率约 20%，化妆品 20%-30%
主播&机构佣金（元）	20	18	13	
天猫佣金率	4%	2%	2%	和传统线上销售佣金率一致
阿里佣金分成（元）	3	2	1	
直接利润（元）	26	-3	-19	毛利额扣除佣金
直接利润率	20.3%	-2.8%	-19.4%	为了跟公司整体水平可比，分母用原价
公司 2019 年经营利润率	14.8%	12.3%	2.9%	

资料来源：壁虎看看，中信证券研究部测算；注：直接利润为商品毛利扣除直接与产品销售相关的费用（即主播佣金+平台佣金），下同

表 3：三款典型店铺自播产品直接利润测算

商品名称	珀莱雅双抗粉底液	小熊电火锅烧烤一体锅	三只松鼠零食大礼包/30 包
原价（元）	199	299	188
直播价格（元）	169	249	148
折扣率	15.1%	16.7%	21.3%
毛利率	76.0%	38.9%	30.1%

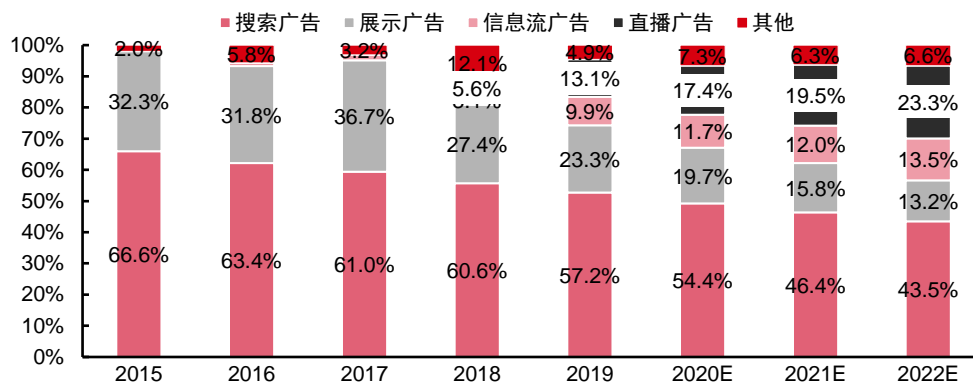
商品名称	珀莱雅双抗粉底液	小熊电火锅烧烤一体锅	三只松鼠零食大礼包/30包
毛利额（元）	121	66	17
天猫佣金率	4%	2%	2%
阿里佣金分成（元）	7	5	3
直接利润（元）	114	61	14
直接利润率	57.5%	20.5%	7.2%
公司 2019 年经营利润率	14.8%	12.3%	2.9%

资料来源：壁虎看看，中信证券研究部测算

品宣阵地：营销新生力量崛起，品牌依托直播输出价值观、沉淀用户

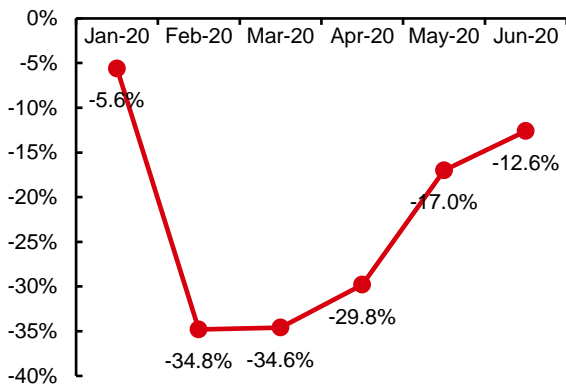
营销新生力量，直播广告营销收入有望快速提升。2017 年以前，电商平台以中心化的流量分发为主，流量集中在首屏活动页和搜索入口，因此品牌在电商渠道的营销投放主要以搜索广告和展示广告为主。2018 年以来，短视频、直播等内容生态快速崛起，电商加快内容社区建设，流量分发转向以精准推荐为核心，品牌商加大对直播、信息流等广告的投入。据艾瑞咨询，2019 年底，直播广告在电商整体营销收入中占比为 9.9%，未来三年有望提升至 13.5%。2020 年，全渠道广告刊例费用下滑，但仍有 73% 的商家计划在 2020 年加大对网红直播渠道的投入。

图 23：2015-2019 年直播广告、信息流广告收入占电商整体营销收入占比提升



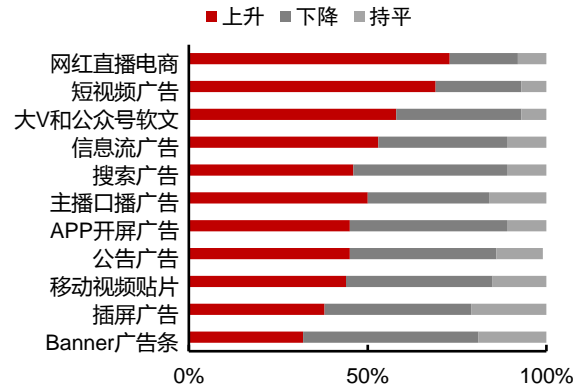
资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

图 24：2020 年以来全渠道广告刊例费用下滑



资料来源：CTR，中信证券研究部

图 25：73%商家预期 2020 年在直播电商中的投入高于 2019 年

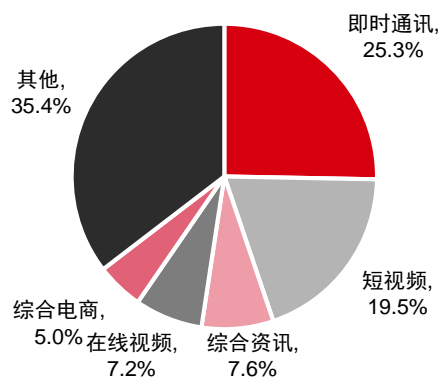


资料来源：CTR，中信证券研究部

流量的迁移催生新的营销、变现方式。复盘移动互联网十年（2010-2020），从门户网站到微博、到朋友圈和公众号、再到短视频，每一轮新媒介的出现都推动着用户时长的重新分配，进而催生新的营销、变现模式。2018 年以来，短视频、直播等内容平台对时长实现快速占领，叠加电商平台流量获取的瓶颈显现，广告阵地加速迁移。

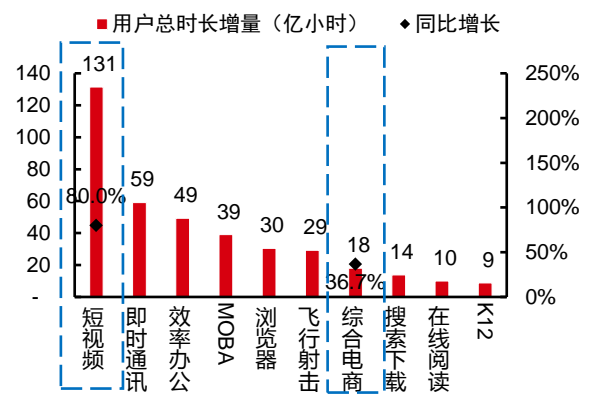
➤ **2017 年起，以抖音、快手为首的短视频平台迅速占领用户时长。**据 Questmobile，2020 年 3 月，短视频用户使用总时长同比增加 131 亿小时，同比增长 80%，增量位居所有细分行业之首；2020 年 6 月，短视频行业占整体移动互联网用户时长的份额提升至 19.5%。头部 APP 时长优势显著，2020 年 8 月，抖音/快手人均日使用时长已达 97.4/84.8 分钟，大幅领先 TOP3 综合电商淘宝、京东和拼多多（22.1/15.5/26.0 分钟）。

图 26：短视频占移动互联网用户总时长的 19.5%（2020.06）



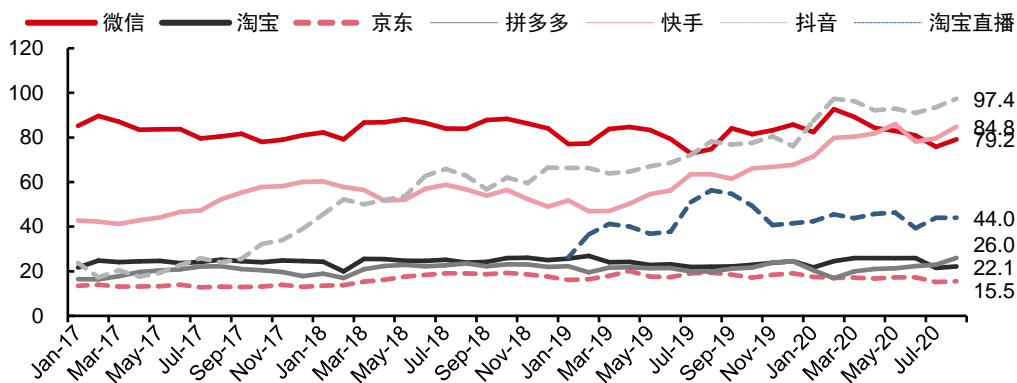
资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 27：短视频用户总时长同比增长 80.0%（2020.03）



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

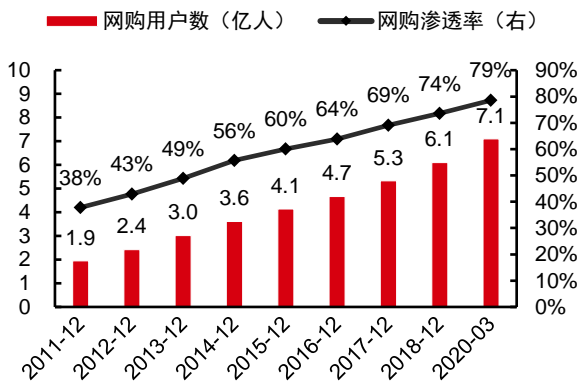
图 28：2020 年 8 月，快手/抖音/淘宝直播日均使用时长分别达 84.8/97.4/44.0 分钟



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

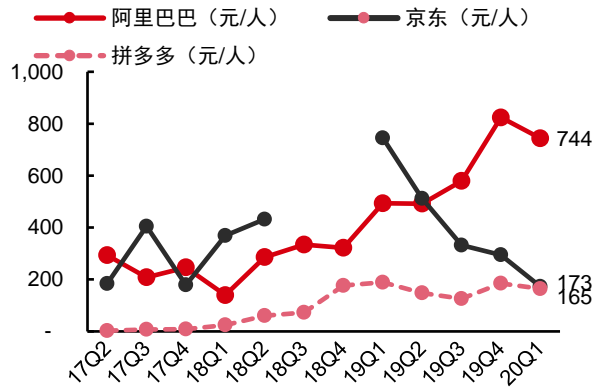
- 与此同时，电商行业的流量瓶颈显现。中国的电商行业经历“PC 到移动”“高线到低线”两轮用户红利后，电商普及工作基本完成。据 CNNIC，截至 2020 年 3 月我国网购用户数 7.1 亿人，网购渗透率达 79%，流量天花板逐步显现。2020Q1，阿里巴巴每新增年度活跃用户对应营销费用达 744 元，同比增长 51%；拼多多凭借社交玩法在低线市场快速完成一轮用户积累后，获客成本也逐步提升，2020Q1 达 165 元/人（口径同阿里）；京东最早陷入获客停滞，2018 年中用户负增长，2019Q1 获客成本曾高达 745 元/人，而后通过下沉策略调整、加大跨界引流才使得情况扭转。

图 29：网购渗透率逐步见顶



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

图 30：阿里、拼多多获客成本逐步攀升



资料来源：公司公告，中信证券研究部；获客成本的计算方式为（单季度营销费用/单季度环比新增 AAU）

看短，直播是投入期短、见效快的营销方式。传统的搜索广告和展示广告的排名由出价、店铺权重和质量分共同决定，而店铺权重和质量分需要长时间的投入积累，单次投入见效慢，对腰部及长尾商家并不友好。直播单次投放即可带来顶级流量（截至 8 月底，李佳琦/薇娅的淘宝直播粉丝数分别 2,953/3,023 万人），使品牌快速建立知名度，投入周期短、见效快，适用于所有品牌商。

看长，直播为品牌提供传递品牌价值、重塑消费者心智的机会。传统广告（电视、高铁、视频贴片等）场景固定、时长有限（以秒记），品牌商在短时间内更多是将产品的功

能、颜值进行展示。而在直播的环境下，时间触点更长、场景&主播选择更灵活，品牌有机会将品牌定位、产品成分、生产标准、甚至企业价值观等更具象、更底层的内容展现给消费者，从而去收获更具粘性的消费者。

看深，直播能沉淀大量用户数据，助力品牌前端的用户运营和后端的智能生产。品牌商，尤其是以线下经销模式为主的品牌以及缺乏自主销售渠道的白牌，难以掌握终端用户的数据，既无法进行用户全生命周期的运营，也无法对用户的最新需求做出快速响应。低门槛的直播给了品牌商一个快速沉淀用户属性（年龄、地域、购买力等）和行为信息（点击、加购、购买等）的机会，在前端可以将用户转化为店铺私域流量，在后端则可以指导工厂按需生产，提高效率。

此外，明星的涌入也将直播综艺化，使得广告的娱乐性、趣味性提升，能有效降低消费者的排斥感。今年“618”期间，苏宁易购在东方卫视推出首档综艺电商融合直播节目，邀请关晓彤、沈腾、岳云鹏等多位明星助力，将产品介绍和销售融入综艺里，五个半小时成交额突破 50 亿。

图 31：“618”期间苏宁在东方卫视推出首档综艺电商融合的直播秀



资料来源：苏宁蓝话筒微信公众号

■ 新机遇：老品牌唤醒、新品牌破土、白牌再出发

作为红利期的销售渠道和品宣阵地中的新兴力量，直播电商有望给传统品牌、新锐品牌和白牌带来发展的新机遇：

- **传统品牌：**1) 传统品类线上化进展较慢的品牌，通过直播切入新的细分品类，开辟第二曲线；2) 充分发挥直播场景灵活、互动性强的特点，讲好品牌故事，实现消费

者心智重塑；3）对于非标&重体验的品类，补足传统线上渠道体验缺失的短板，加快线上渗透率的提升。

- **新锐品牌：**新品牌的常见打法是通过新理念、新设计、新成份等切入“小而美”的细分赛道，因此核心人群的锁定和深度运营是关键。直播曝光度高、有平台资源倾斜，自带引流属性，是品牌私域流量的入口，助力新锐品牌走出“从外部引流为主到内部自然转化提升”的成长路径。
- **白牌：**不同于上一轮 F2C 品质电商崛起，这一轮头部电商对“直播 X C2M”的扶持，不仅给予了大量廉价的流量，同时带来了更好的数字化支持、更契合白牌商品的销售渠道，同时赋予了工厂直达消费者、完成品牌化转型的机会，有望成为白牌、性价比赛道的发展良机。

品类延伸、体验升级、心智重塑，老品牌借直播焕发新面貌

直播电商对传统品牌的唤醒在于三个方面：1) **业务延伸：**原本线上化进展不佳的公司，通过直播找到合适的产品线拓展机会，开辟第二增长曲线；2) **心智重塑：**品宣形式由原本需与代言人长期绑定，转变为灵活选择合作主播和场景来讲好品牌故事，有助于品牌跳出消费者的传统认知；3) **体验升级：**原本依赖线下场景化体验的品类（如家电、健身）可从直播得到满足。

业务延伸，打造第二增长曲线

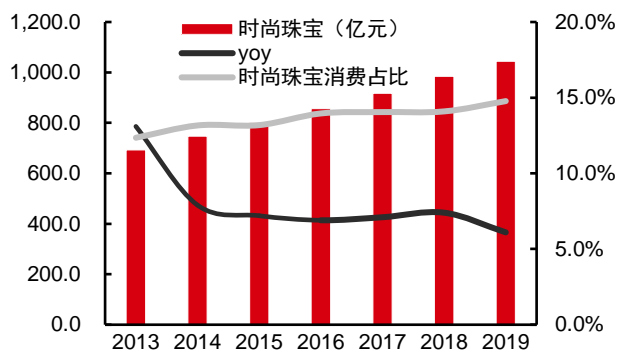
传统企业线上化进展不利，通常有两大掣肘：1) 品类不适宜线上渠道，典型如高客单价、低消费频次、重线下体验的黄金珠宝品类；2) 线上、线下成本结构不同，线上照搬线下容易造成原有定价机制的紊乱，出现窜货等情况。**直播电商作为电商新消费场景，有更长的时间触点、更高效的转化以及更接近线下的真实体验，传统品牌有机会依托原有的品牌优势和后端研发生产优势，拓展新的业务线，如新单品、新品类等，开辟公司第二增长曲线。**典型案例如借力直播电商拓展时尚珠宝品类，实现线上业务大幅增长的传统国民珠宝品牌周大生。

周大生：借力直播，拓展时尚珠宝品类，实现线上收入高增。周大生主营业务为传统黄金珠宝首饰销售，婚庆需求占比过半，2019 年线下收入占比达 90%。2020 年以来，公司从时尚珠宝品类切入直播赛道，红人直播、店铺自播双轨并行，其中 6.24 辛巴 x 周大生专场销售额达 4.1 亿元，带动 2020H1 线上收入同比增长 73.4%。时尚珠宝品类具备以下特点：

- **市场规模大、没有绝对龙头：**依据 Euromonitor 数据，2019 年国内时尚珠宝终端零售 1045 亿元，在珠宝行业中占比约 14.8%。行业高度分散，2019 年 CR3 仅 5.5%，施华洛世奇（3.4%）、哎呀呀生活馆（1.3%）和伊泰莲娜（0.8%）排名前三。
- **高毛利覆盖直播成本：**区别于传统珠宝婚庆为主的消费场景，时尚珠宝主要用于日常佩戴、服饰搭配等休闲悦己场景，更贴合时尚消费品属性，且利润率空间大：以 Pandora 为例，近十年毛利率维持在 70%-80%，净利率维持在 20%-30%。

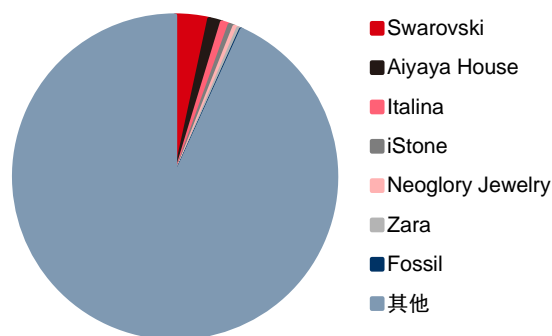
- **产品属性契合直播：**客单价低，2020 年 6 月淘宝（含天猫）平台单价 500 元以下的饰品销售/销售额占比 74.1%/62.1%，尝鲜成本低；同时，时尚珠宝消费频次、搭配需求高，契合直播冲动消费占比高、互动性强的场景。

图 32：2019 年国内时尚珠宝行业规模 1045 亿元，占珠宝消费 14.8%



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 33：时尚珠宝行业分散，龙头 Swarovski 份额仅 3.4%（2019）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

周大生凭借研发生产优势，为直播打造定制化产品。6.21 辛巴直播专场，周大生共精选了 58 款产品，以银饰（毛利率 70%-80%）和金镶玉（毛利率 50%以上）为主，平均客单价不足 300 元，最终达成了销售额和利润额的双重爆发。产品定制和销售爆量的背后，是公司极强的上游产能组织的能力：1）截至 2019 年，周大生自有研发人员仅 71 人（VS 老凤祥为 111 人），但 2019 年周大生新增外观设计专利达到 333 项，领先主要珠宝公司（老凤祥为 240 项，排名第二）；2）生产端周大生依托深圳健全的珠宝加工产业资源，外包生产。周大生通过众包式设计、专业化生产的模式，将最有研发实力、产能最充沛的供应链进行整合，高效地完成产能组织，实现产品定制和极端情况的快速备货。

表 4：周大生产品研发流程

研发模式简介		适用环境
自主研发（原创设计）	根据年度营销主题、产品规划、制定产品需求定义、款式设计方案，均由公司内部设计力量完成	1、多用于开发原创产品、标志款、特色款 2、公司现有研发能力可满足
整合研发	联合设计	根据年度营销主题、产品规划，由公司内部组织完成产品需求定义与设计任务书，外部设计力量参与。产品具体设计方案制定优化由外部设计团队负责，公司负责管控研发全程、研讨、评审
	整合设计	公司根据产品需求直接在供应商挑选其已有款式
		多应用与大量常规畅销款开发，满足向市场高效、规模化推出新品、丰富款式选择的需要

资料来源：周大生公告，中信证券研究部

品宣升级：讲好品牌故事，重塑品牌内涵

直播交互性和灵活性更强，赋予品牌价值诠释空间。传统品宣以平面化图文/视频广告为主，展示维度单向，信息流和可感度有限，主要承担品牌商的产品功效/颜值展示功能，同时需与品牌代言人建立长期绑定关系，品牌形象稳定。直播电商更强的交互性和灵活性，令品牌一方面可充分展示后端链条，诠释品牌故事，突出产品竞争力；另一方面可根据市场趋势及品牌战略调整，灵活选择契合的合作主播和场景，快速建立/重塑消费者心智，使得品牌宣传得以由产品展示向价值观输出进阶，助力传统品牌转型升级。典型案例包括儿童零食先行者良品铺子和重新定位于年轻化网红家电品牌的九阳。

良品铺子：借力直播电商，打造儿童零食先行者形象。良品铺子进军儿童零食新品类，于 2020 年 5 月发布国内第一个儿童零食子品牌“良品小食仙”。作为新颁布的《儿童零食通用要求》国家标准的参与制定者和主要推动者，良品铺子借助溯源+“星妈”直播，使“高质量标准、关注儿童营养健康”的品牌核心定位快速占领消费者心智：

1) 溯源直播展示生产质量高标准：良品铺子于 8 月邀请以溯源带货风格著称的“抖音一姐”朱瓜瓜进行溯源直播，将镜头对准良品铺子的门店、生产线、物流中心，由主播亲自品尝并挑选单品，将“高质量标准”理念直观呈现在消费者面前。对于安全、品质为重的食品企业，溯源玩法因为更强的透明化和互动性，可更有效率地让消费者建立由产到销的信任链路，大幅提升转化率。该场直播观看总人数达 306 万，最高同时在线人数 7.6 万，总订单量超 46 万，实现销售额 2000 万元，其中 2.7 万件儿童零食元气包全部售罄。

2) “星妈”主播传达品牌价值观：为契合儿童零食目标客群，良品铺子一改以往的年轻代品牌代言人吴亦凡和迪丽热巴，邀请刘涛、刘敏涛、傅首尔三位“星妈”和良品铺子总裁杨银芬“奶爸”直播站台，讨论如何选择安全食品、保障孩子营养健康的问题，从而突出产品成分安全可靠无添加的特点。育儿父母的身份对品牌宣传更具说服力，将儿童零食系列所附加的品牌理念和价值推入大众视线。其中刘敏涛携手总裁杨银芬的直播创下超 303 万人观看的在线峰值，在 90 分钟内为良品铺子抖音直播间带来 7 万+粉丝的拉新。

图 34：良品铺子生产线溯源



资料来源：第一食品网

图 35：“星妈”傅首尔为良品铺子直播带货



资料来源：良品铺子微信公众号

九阳：直播打破传统认知，更新年轻化品牌概念。拥有 26 年历史的国民小家电品牌九阳，其经典产品豆浆机成为消费者对品牌的固有认知。近年来，九阳提出“悦享健康”的全新品牌主张，积极开启设计圈层化，将“健康、轻巧、暖科技”的设计理念融入进豆浆机、破壁机、电饭煲等传统小家电的设计细节中，尝试为年轻人带来健康的生活方式。直播电商成为它刷新传统认知，推动品牌年轻化的有力渠道：

1) IP 联名&年轻明星主播定位网红小家电品牌：为打造年轻化的网红品牌，九阳一方面积极布局品牌跨界，联名卖萌天团 LINE FRIENDS、宝可梦等 IP，推出养生壶、豆浆杯、暖杯垫、折叠壶、烤箱、面条机、奶锅、多功能锅等多款萌潮产品；一方面聘请邓伦为新一代品牌代言人，进一步提升品牌年轻化形象。2019 年 11 月，九阳和天猫联合打造

双 11 “萌潮厨房”直播，邓伦与粉丝共同玩转九阳萌潮小家电，助力九阳在当年“双 11”创下全网销售额破 7 亿的峰值。

图 36：九阳代言人邓伦参加“萌潮厨房”直播与粉丝互动



资料来源：腾讯网

图 37：九阳联名 LINE FRIENDS 三明治机在薇娅直播间销售火爆



资料来源：经济观察报

2) “一城一味”做饭直播打造全品类厨房小家电认知：九阳在天猫 618 期间推出了新的内容场景“一城一味”，在直播间应用虚拟技术合成旅游景点风光，营造美食当地场景；内容上创新互动方式，例如在长沙场直播中主播现场比赛剥口味虾，烹饪腊味，给观众送福利。消费者不但能观看一系列轻巧健康暖科技的厨房好物的体验场景，更新对九阳“全品类厨房小家电”定位的认知，更身临其境地感受了“悦享健康”的品牌价值。据九阳全域营销部高级总监，“一城一味”内容上的打造，让直播间互动量提升三倍以上。

图 38：九阳“一城一味”场景打造全品类厨房小家电认知



资料来源：淘榜单公众号

海澜之家：直播发布五大新 IP 联名，更新年轻化品牌形象。1) 4 月 3 日，公司以持续 12 小时的超长直播方式，发布五大全新 IP 联名新品，包括李小龙、MR BLACK、忍者神龟、暴雪娱乐和大闹天宫 IP 系列。本次直播在京东、淘宝和微信小程序全平台开放，并邀请明星杨迪和柳岩作为嘉宾主持直播，加大流量支持。直播期间总裁周立宸亲自出场，带来直播首秀，为观众讲述品牌故事，并送上优惠福利。2) 公司在高流量支持下的直播中，推出全新 IP 联名，一改品牌过去相对成熟的形象，传递消费者更加年轻化的品牌定位。最终本次直播总流量超 300 万，全渠道 IP 系列销售超 4000 万。

图 39：海澜之家五大 IP 系列新品直播



资料来源：中国服装微信公众号

导购：场景、体验升级，品效合一获客引流

直播电商推动线下场景&体验线上化，助力传统品牌获客引流。直播电商的即时性、互动性和社交性带来沉浸式的购物体验，弥补了传统线上购物缺乏体验感的痛点，为对线下场景&体验依赖度高的品牌产品（如大件家电、健身体育）创造线上导流入口，通过全方位的产品特性呈现和个性化的产品服务，提升品牌声量，沉淀品牌用户。典型案例包括开启体验官项目的家电品牌海信，和通过健身直播引流的运动品牌李宁。

海信：体验官项目，全方位呈现产品亮点。拥有 51 年历史的家电品牌海信自 2020 年 4 月以来开启“超级体验官”项目，邀请陈数、王鸥、金靖、刘胜瑛等七位艺人先后“入职”海信担任体验官，通过亲身感受将品牌的历史、设计、技术、功能等全方位通过直播形式呈现给消费者：

1) **产品设计上**，陈数作为艺术体验官，在直播中亲手为空调创意方案配色，同时用全球首款 85 吋 8K Pro 双屏电视成功挑战“8k 容颜”，凸显海信产品的艺术美感；2) **产品功能上**，王鸥通过海信电视的聚会 K 歌功能现场献唱，粉丝互动的同时展示产品音质；3) **产品技术上**，金靖和刘胜瑛现场体验海信聚好看家庭互联网平台的黑科技，突出影院级别观感。体验式直播以明星亲身实际行动为纽带，促使消费者形成品牌信任，贡献销量增长：海信 618 成绩单显示，全网订单量超过 136 万，海信 4K 激光电视同比增长 1500%，海信、科龙一级变频空调同比提升 70%。

图 40：体验官陈数在直播中用 8K Pro 双屏电视挑战“8k 容颜”



资料来源：虎嗅网

图 41：体验官王鸥体验海信电视聚会 K 歌功能



资料来源：海信微信公众号

李宁：携手威尔仕推出健身直播，放大目标群体引流效果。1) 疫情期间，李宁携手威尔仕与健身达人一起推出健身直播，同时在李宁和威尔仕的直播间进行直播。主播为健身教练，全身身着李宁产品，但直播全过程不主动推销商品，而是指导大家健身。商品仅挂在宝贝列表页面，并主要以运动文胸、瑜伽裤等室内运动装备为主。2) 以内容驱动，通过健身直播的方式吸引用户，并与健身品牌合作，放大引流效果，加大针对目标用户的吸引力。同时，在直播中通过健身场景更好地展现产品特点，相比口头推销更加直接有效。

图 42：李宁联合威尔仕推出健身直播



资料来源：李宁微信公众号

核心人群锁定&私域运营&破圈，新品牌借直播破土、成长

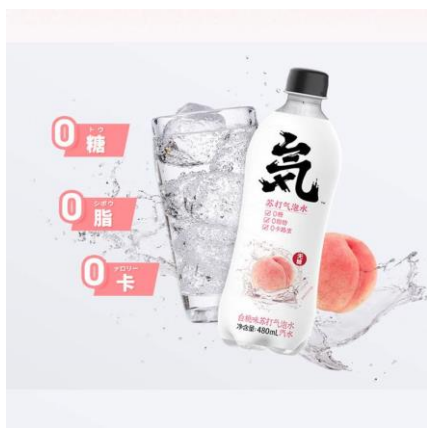
直播电商赋予新品牌快速占领用户心智的机会。传统品牌需要通过渠道铺设，经过多年积累形成品牌营销力，而借助直播渠道，新品牌可以通过网红 KOL 的背书以及平台的

高强度精准投放迅速打响品牌。新品牌通常以新品类、新定位切入“小而美”的赛道，核心客群的锁定和深度运营是品牌成长壮大的关键，直播自带引流属性，是品牌私域流量的入口。

元气森林：直播引爆流量，带动自然转化提升

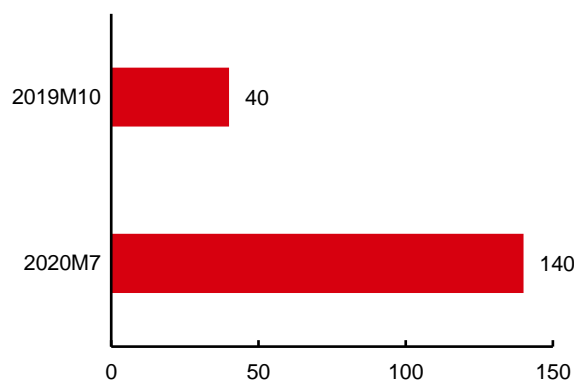
元气森林是 2016 年创立的创新型饮料品牌，以“0 糖 0 脂 0 卡”的健康概念和日系清新的高颜值包装为品牌特色，卡位重视健康的年轻一代人群。成立 4 年以来，在产品和营销的双重驱动下，元气森林于 2020 年上半年实现爆发，销售额达 6.6 亿元（约为 2019 年全年销售额），7 月融资估值约 140 亿元。元气森林通过 KOL 红人直播引爆流量、快速打响品牌知名度，以前期付费流量带动后期店内自然流量的提升。

图 43：元气森林产品主打“0 糖 0 脂 0 卡”的健康概念



资料来源：元气森林官网

图 44：元气森林投后估值（亿元）

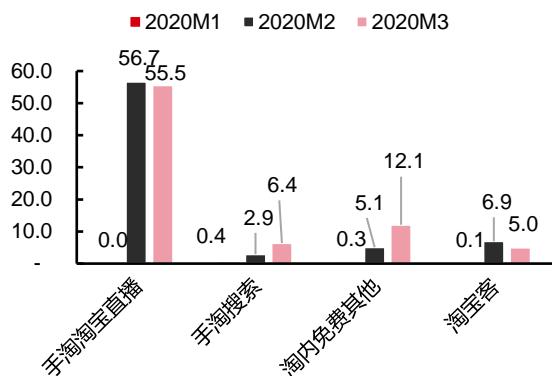


资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

1) 前期直播引爆流量，价格折扣带动转化率提高。元气森林请顶流 KOL 李佳琦、薇娅、罗永浩为产品直播带货。以元气森林 2020 年 3 月店铺销量第二的产品“元气森林白桃青瓜气泡水”为例，该产品于 2020 年 2-3 月投放了淘宝直播，访问人数 56.7/55.5 万人，带动销售额 211/363 万元，合计占整体销售额的 73%。同时由于直播客单价比平销（手淘搜索）打了 7 折，2 月/3 月直播转化率（6.6%/11.0%）达平销的 2 倍（3.3%/4.8%）。

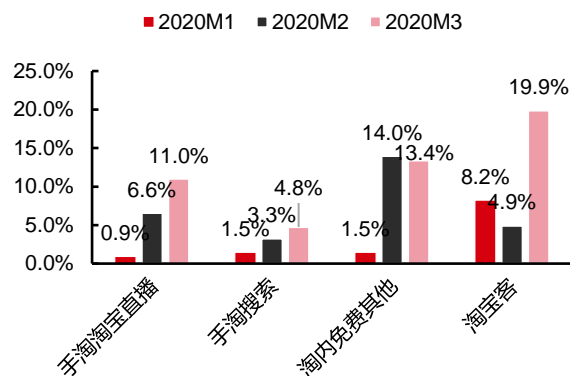
2) 后期店内自然流量随之提升。直播引爆的流量和销量堆高了元气森林店铺在淘宝天猫平台的层级，带动店铺自然流量（淘内免费流量）一并提升。数量上看，2020 年 2 月开始直播投放以来，自然流量（手淘搜索+淘内免费其他）2 月新增 7.3 万人，3 月新增 10.5 万人；结构上看，直播前期流量中淘客占比较高，后期随爆款打响后店铺层级的提升和部分用户粘性的建立，自然流量占比提升（2020 年 2-3 月淘客流量占比由 9.7%降至 4.8%，自然流量占比由 11.2%升至 17.6%），实现了从直播引流驱动向自然搜索驱动的转化。

图 45：元气森林白桃青瓜气泡水各渠道访问人数（万人）



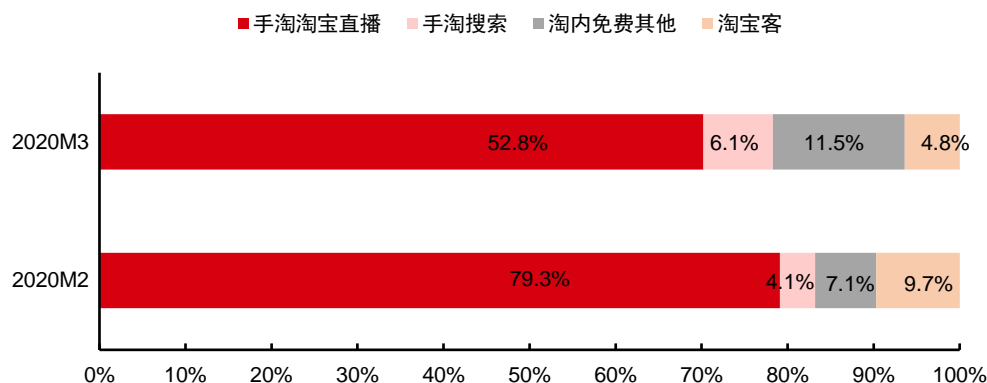
资料来源：解数咨询，中信证券研究部；注：访问人数指通过各渠道点击商品链接的人数

图 46：元气森林白桃青瓜气泡水各渠道流量的支付转化率



资料来源：解数咨询，中信证券研究部

图 47：元气森林白桃青瓜气泡水 2020 年 2-3 月各渠道访问人数占比



资料来源：解数咨询，中信证券研究部

花西子：以直播为引流起点，多平台共振

花西子是 2017 年诞生的新兴国货彩妆品牌，产品定位“古风+东方元素”。公司在淘宝直播、抖音、快手、B 站实现直播的全渠道布局，基于平台定位、流量圈层的不同进行差异化布局，实现精准高效的流量积累，而后再通过社群等私域流量运营提升复购。今年以来，花西子实现流量和销售的双重增长：截至 9.20，花西子天猫官旗粉丝数达 795 万人，同比增长两倍以上；据淘数据，2020 年 7 月花西子天猫官旗 GMV 达 1.94 亿元，同比增速高达 165.5%。

1) 淘宝直播：前期让利主播冲量，快速积累流量。针对淘宝直播用户购物目的性强的流量特点，在 2019 年 10 月的爬坡期，花西子以超高返佣政策深度绑定“口红一哥”李佳琦作为品牌首席推荐官，2019 年双十一，花西子是李佳琦直播中商品出现最多的品牌词之一，与芭莎杂志携手推出的以李佳琦为主角的雕花口红宣传大片也引发热烈反响。受益于“李佳琦效应”的流量赋能，花西子一跃成为 2019 年天猫双 11 两小时销售额破亿的品牌之一。此外，花西子也在淘宝直播中输出产品推荐和古典妆容等实用教程。

图 48：花西子彩妆以古风+东方元素为特色



资料来源：花西子官网

图 49：李佳琦担任花西子品牌首席推荐官，拍摄雕花口红宣传片

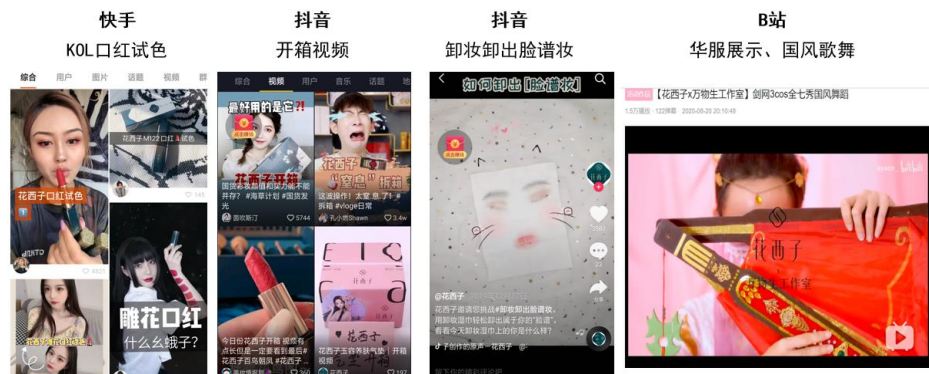


资料来源：花西子官网

2) 抖音和 B 站：聚焦内容输出，品宣为重。抖音和 B 站以公域流量为主，娱乐消遣为主要需求，针对此特点，花西子在抖音平台推出开箱视频，并发起“卸妆卸出脸谱妆”挑战赛；在 B 站则发布华服展示、国风歌舞、古代食物做法等视频内容，在突出娱乐性和互动性的同时突出中国风的品牌定位，精准积累流量群。

3) 快手：KOL 主播口红试色，发挥意见领袖作用。快手平台以私域流量为主，主播与粉丝之间存在强信任关系。花西子在快手平台推出 KOL 主播口红试色项目，借助 KOL 的意见领袖作用拉新引流，扩大客群。

图 50：花西子在快手、抖音、B 站差异化进行直播营销

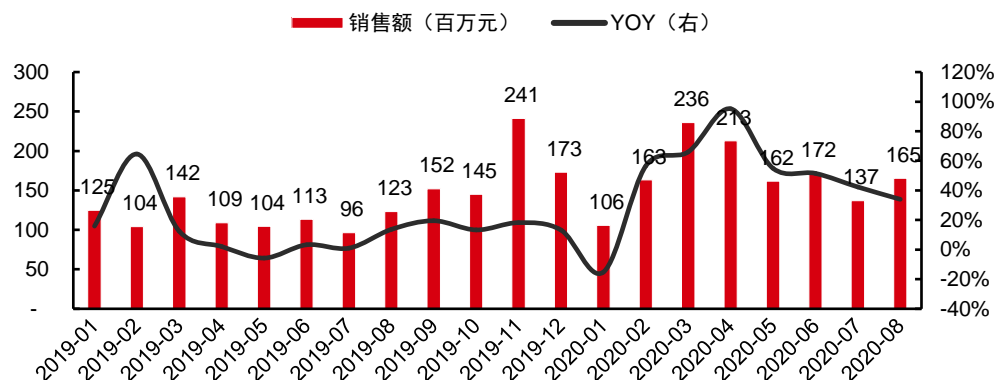


资料来源：抖音，快手，B 站，中信证券研究部

小熊电器：主打素人直播，强化直播互动&体验功能

小熊电器作为主打线上渠道的小家电淘品牌，于 2018 年提出“萌家电”的全新品牌定位，主打平价、高性价比、小而美、多品类的创意小家电产品，消费者定位为个性化需求高、注重产品性价比的 18-29 岁的学生党、职场新人/白领群体。公司将淘宝直播作为品宣主阵地，主打素人直播、输出体验式内容，契合品牌亲民化定位；同时公司加强内容发布、互动频率，提升用户粘性。2020 年 1-8 月，小熊电器天猫官旗销售额同比提升 48%。

图 51：2020 年以来，小熊电器天猫官方旗舰店销售额同比增速明显提升

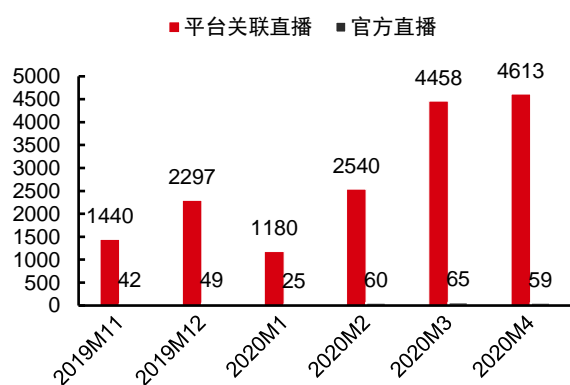


资料来源：淘数据，中信证券研究部

1) 直播为品宣主阵地，互动优势显著。结合自身以淘系平台为主的渠道铺设情况，小熊电器以淘宝直播为主要营销推广阵地，直播频率高：2019 年 11 月-2020 年 4 月间官方直播和关联直播场次共计 1.7 万场，占整体推广内容数量的 60% 以上，平均每月 2700+ 场次。直播渠道的互动效果远超其他渠道，2019.11-2020.04，淘宝直播互动量占据各平台总互动量的 99.3%。

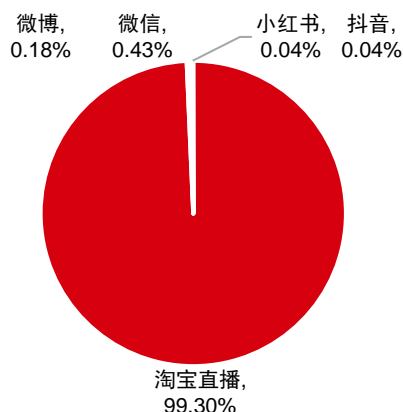
2) 主打素人直播，符合亲民化定位。据知瓜数据，2019.11-2020.04，小熊电器的淘宝直播账号中，有 67.0% 为素人直播（粉丝数 < 1 万）；而在达人直播中，仅有 0.9% 为头部主播直播 KOL，尾部主播（粉丝数 1-10 万）占比达 71.7%，直播内容以教学养生菜品制作等体验式内容为主，唤醒用户的购买欲望。叠加产品的价格带分布（直播场次 Top10 单品的平均客单价为 77 元），小熊电器整体直播规划符合品牌亲民化的定位。

图 52：小熊电器淘宝直播场次



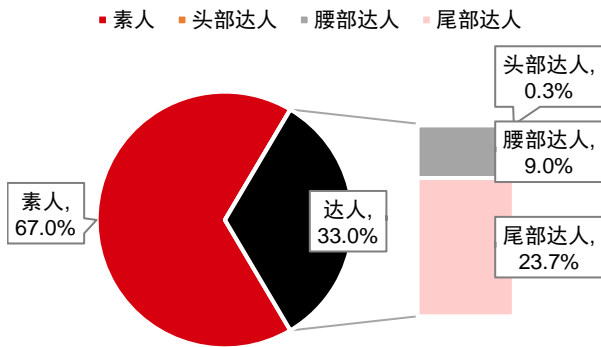
资料来源：知瓜数据，中信证券研究部

图 53：小熊电器在各平台互动量占比（2019M11-2020M4）



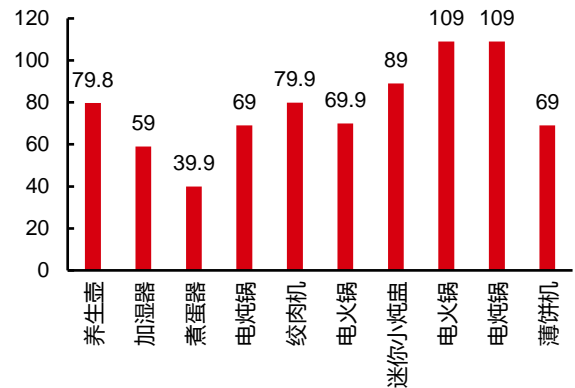
资料来源：面朝科技，中信证券研究部

图 54：小熊电器在淘宝直播的账号量级分布（2019M11-2020M4）



资料来源：知瓜数据，中信证券研究部

图 55：小熊电器单品关联场次 Top10 客单价（元）



资料来源：知瓜数据，中信证券研究部；注：时间跨度为 2019M11-2020M4

平台资源倾斜，数据化+规模化升级，C2M 白牌借直播再出发

按销定产、柔性供应，C2M 提升全链条效率。C2M 是由订单驱动的大规模个性化定制模式，在前端搜集消费者需求，反向指导后端工厂生产。C2M 的核心是使制造业从生产者视角转向消费者视角，使产品的设计生产主导权从品牌方转移到消费者，本质是电商渠道自下而上对供应链的整合，重塑价值分配。C2M 去除传统渠道的库存、分销等产业链中间环节，消费者低价享优质商品，工厂按需定产缩短产品开发周期、减轻库存压力，更重要的是，工厂直达消费者，有望建立品牌认知，实现品牌化转型。

图 56：C2M 产业链示意图



资料来源：拼多多微信公众号等，中信证券研究部绘制

C2M 落地三大条件：数据化+规模化+基础设施。1) **零售产业链的全链路数字化：**既包括前端消费者属性和行为数据的向上打通，也包括后端的成本结构数据反馈至电商平台以指导定价，端到端数据开放共享，解决上下游信息不对称问题。2) **订单数量规模大：**小批量生产个性化商品将涉及到生产线工序调整、配套模具开发等种种成本和时间损耗，

短中期内，依托渠道端的流量优势汇聚群体性的定制需求、做大定制品的订单密度以均摊固定成本，仍是 C2M 战略执行的最佳路径。3) **高效流通的基础设施**，高效率的物流基础设施将解决商品最后一环的交付问题，降低运输和仓储成本。

直播 X C2M，白牌再遇发展良机。白牌上次一轮发展机遇来源于网易严选&小米有品等 F2C 品质电商的崛起，白牌通过股权绑定或 ODM 贴牌的方式进入电商供应链，借电商平台实现销售。这一轮“直播 X C2M”下的白牌机遇，除了平台的流量倾斜，与上一轮品质电商有着本质不同：1) 电商平台提供更好的数字化和供应链支持，将消费者需求向上反馈赋能生产，工厂生产由“经验指导”转向“数据+算法指导”；2) 直播是更具爆发力、与白牌商品更适配的销售渠道；3) 工厂直面消费者，有机会建立品牌认知、实现品牌化转型。

表 5：TOP3 电商平台政策频出支持 C2M&直播发展

阿里巴巴		
2019.10	聚划算上线“厂销通”系统	阿里为工厂提供一套从供应链管理到需求侧触达的完整数字化解决方案。
2020.4	阿里重启“春雷计划”	阿里将在全国打造 10 个产值过百亿的数字化产业带集群，3 年内帮助 1000 个工厂线上直销产值过亿元。
2020.4	阿里 1688 推出产业带直播扶持计划	1688 将在全年打造 10 万家百万营收的工厂主播，预计全年帮助中小企业获得 2 亿直播订单，实现直播电商交易额超 1000 亿。
2020.9	阿里产业带“贸易大脑”计划	针对百万产业带工厂，阿里巴巴推出内循环套餐，加推数字化定制订单和 C2M 厂货零售两大模块，为工厂提供定制、批发、零售三位一体的产能承接能力。计划在 3 年内打造 1000 个年销过亿的超级工厂，每年为全国的产业带工厂提供 1 万亿规模的新市场。
京东		
2020.3	京喜“春雷计划”	组织京喜全站流量资源，打造“京喜尚新季”季度专项营销活动，集中超级百亿补贴、京喜直播、CPS、京喜玩法等优势资源；对具备优势货源却暂不具备企业经营能力的主体，开拓短平快的“直播小店”模式，“0 成本轻运营”。
2020.4	京喜产业带“厂直优品计划”	依托京喜货品特色和消费者偏好大数据，赋能 10 万个工厂型商家具备面向下沉市场的 C2M 产品能力；线上“一周一带”专场营销及线下溯源直播；创建产业带直播新生态：孵化 100 个溯源主播，100 位县长直播，开展 10000 场溯源直播，培养 10000 个厂家自播；创新源头场景化直播；创新“直播小店”轻店铺模式。
2020.6	京喜升级产业带战略，将建立百大产业带示范基地	京喜溯源直播全面升级：探厂探园探店直播，和时下流行的明星直播、IP 虚拟萌播，进一步丰富直播内容；在直播生态方面，深入产业带设立京喜直播服务中心，深入源头开展厂播、村播、以及地方政府的直播合作。
拼多多		
2018.12	“新品牌计划”	拼多多将扶持 1000 家覆盖各行业的工厂品牌。通过 C2M 模式，拼多多与工厂直接合作，缩短了供应链；再通过运营端由平台推荐商品，依靠巨大流量，打造爆款产品，让商家薄利多销，降低单价。
2020.3	开启产业带“拼交会”、“产业带复工大联播”	先后协同上海、宁波、佛山、东莞、泉州、青岛、烟台、南昌等地方政府，推出“外贸转内销”产业带纵深计划，以政企联动、线上线下融合模式扩大内销。

资料来源：亿邦动力网等，中信证券研究部

1) 电商平台提供更好的数字化支持。

主流电商平台加速布局，推动“数据赋能制造”新常态。电商渠道高度集中（7 月 TOP3 电商用户数占互联网总用户数的 89%），是海量用户数据的蓄水池。2018 年起，拼多多的崛起带动基于精准推荐的流量分发机制普及，电商平台对用户洞察重视程度提升；同时，大数据、云计算等能力的成熟推动平台数据处理、信息整合能力提升。2019 年以来，各

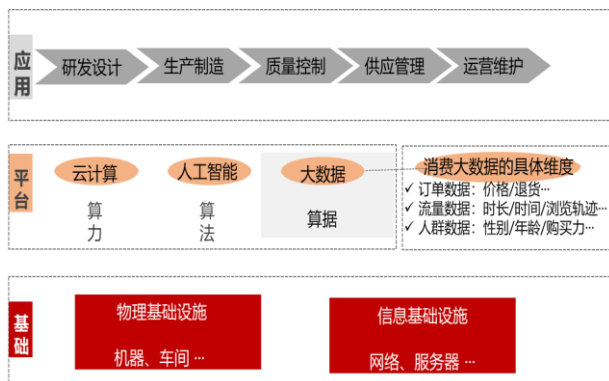
大电商加速布局 C2M，阿里超级工厂计划、春雷计划，京东反向定制五步法，拼多多新品牌计划等，均提出赋能制造业，借助平台大数据助力供应链智能升级。

图 57：消费数据赋能层层演进，最终实现产业生态数字化



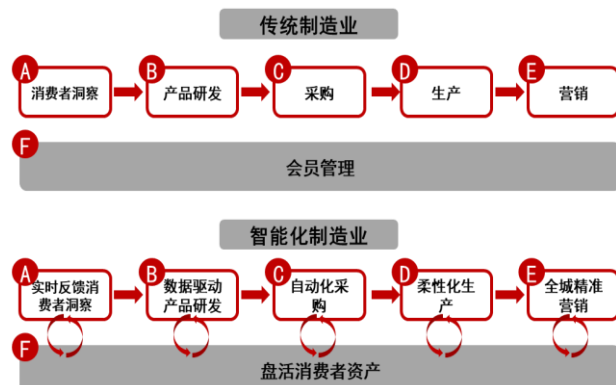
资料来源：易观，中信证券研究部

图 58：电商平台为厂商提供大数据



资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 59：传统制造业与数据赋能的智能制造业对比



资料来源：阿里研究院，毕马威，中信证券研究部

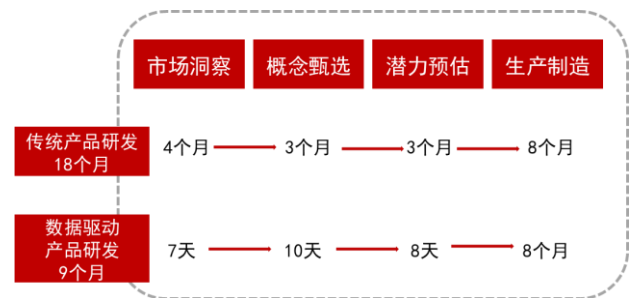
- **阿里巴巴：**阿里通过数据赋能的方式优化产业链最早可追溯至淘工厂（成立于 2013 年），淘工厂将工厂产能和淘卖家&消费者的聚类需求进行精准匹配，调整工厂产能投放，减轻库存压力。2019 年 10 月阿里上线“厂销通”商业操作系统，专门致力于为 C2M 工厂提供从供应链管理到需求侧触达的完整数字化解决方案。厂销通为每一家工厂提供个性化解决方案，将需求端的数据精准反馈至工厂，并能实时预测未来 8 周内商家的销售情况，便于商家提前进行备货，精准安排产能。

图 60：1688 “淘工厂” 数据赋能上游工厂



资料来源：阿里研究院，毕马威，中信证券研究部

图 61：数据驱动产品研发，降低企业新品研发周期



资料来源：阿里研究院，毕马威，中信证券研究部；注：天猫新品与宝洁合作的海飞丝香氛洗发乳研发全流程从 18-24 个月降至 9 个月

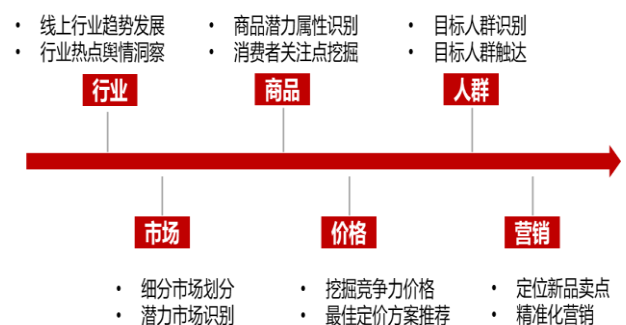
- **京东：C2M 五步法，打造潜力爆品。**通过行业、市场、商品、价格、人群、营销的六维数据视角交叉分析，识别潜力细分市场、挖掘消费者关注点、提供定价及产品卖点洞察，开发潜在爆品。1) **需求报告**，基于京东用户大数据和行业洞察生成需求报告；2) **新品仿真测试平台**，搜集消费者对新品的反馈，并针对功能、外观和商详内容等进行新品方案优化；3) **厂商研发生产**，厂商将根据需求分析报告和仿真试投结果进行产品设计、研发，匹配生产要素柔性生产。京东 C2M 模式有效帮助品牌商缩短研发和生产周期，并智能生产和精准备货，以显示器为例，传统的显示器产品供应链需要途经面板厂、代工厂、品牌方、京东再到消费者，新品通常要花费近 18 个月才能上市；而通过反向定制，京东直接将用户需求反馈给上游代工厂，各方分工同步推进，产品上市周期大幅缩短，部分产品 6 个月即可送达消费者手中。

图 62：京东 C2M 五步法



资料来源：京东微信公众号，中信证券研究部

图 63：京东 C2M 六维数据视角

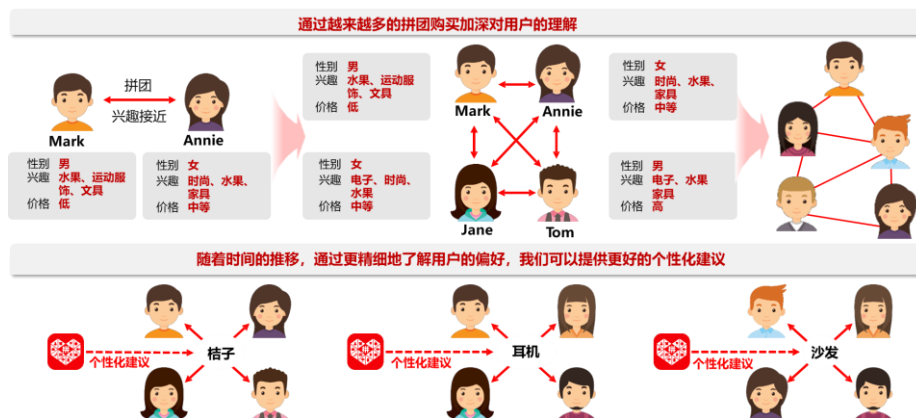


资料来源：京东微信公众号，中信证券研究部

- **拼多多：“社交拼团模式+分布式 AI 技术” 构建独特优势。**通过拼团，平台能够发现不同用户之间相似的推荐与兴趣点，并进行“人以群分”的归并，随着越来越多拼团动作的积累，“人以群分”的归并网络愈加复杂和精准，平台对用户的理解也将不断

精细化，乃至可以跳出用户现有的消费偏好的桎梏，通过拼团网络发现用户潜在的偏好和需求，并提供更精准的数据建议。

图 64：拼多多通过拼团购买加深对用户理解



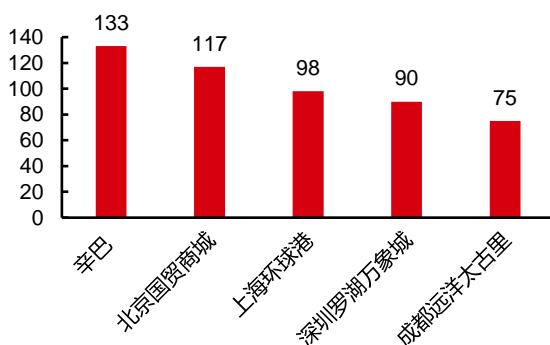
资料来源：拼多多公告，中信证券研究部

2) 直播是爆发力更强、更适配白牌的销售渠道。

直播带货爆发力强，解决 C2M 规模化难题。以头部主播辛巴为例，2019 年销售额达 133 亿，超过北京国贸商城、上海环球港、深圳罗湖万象城等一线城市顶级商圈，带货能力突出；6.24 周大生 x 辛巴直播专场，单场销售额 4.1 亿元（考虑退货率等因素收入确认约 3 亿元），单场收入预计达 2019 全年线上收入的约 60%。据果集数据，8 月淘宝直播 Top 50 主播销售额达到 119.4 亿元，平均 2.4 亿元。直播带货的短期爆发力保障订单规模，摊薄定制化生产成本。

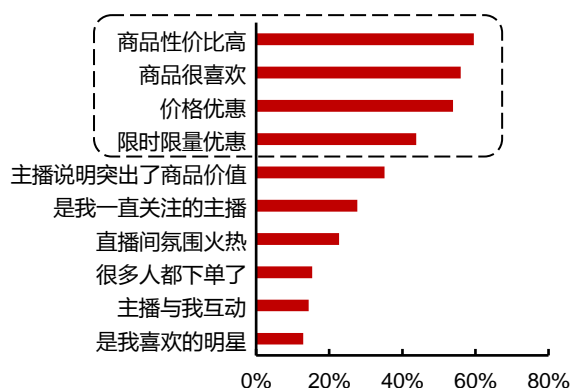
性价比是直播购物首要驱动力，契合白牌商品定位。白牌商品无品牌溢价，C2M 模式通过“去中间环节”降低渠道加价率，旨在打造极致性价比的产品，这与直播客群的诉求不谋而合。据中国消费者协会调查，59.6%的用户将“商品性价比高”列为直播购物的核心驱动因素，列各要素之首。商品属性与渠道特质的契合预计将显著提升购买转化率。

图 65：快手“带货一哥”辛巴与各项级商圈 2019 年销售额（亿元）



资料来源：CCR，中信证券研究部

图 66：价格是直播购物的核心驱动因素



资料来源：中国消费者协会，中信证券研究部

3) 工厂直达消费者，实现品牌化转型。F2C 品质电商模式下，平台占据绝对主导：工厂仅提供产品，电商平台提供品牌和流量，工厂与消费者仍是“隔绝”状态，用户粘性基于平台而非产品。在“直播 X C2M”模式下，工厂直面消费者，产品打上“品牌标签”，工厂有望通过产品和服务建立品牌认知，从而积累一批高粘性的用户群体，通过后续全生命周期的运营加强用户复购，实现白牌向品牌的转型。

典型案例：三禾厨具

三禾厨具拥有 16 年厨具外贸代工经验，技术工艺、产品质量过硬，客户包括双立人、LE CREUSET、膳魔师等国外知名品牌，明星产品不粘锅在欧美等发达地区拥有较高的市占率。三禾 2016 年开始探索国内市场，但由于品牌认知度与苏泊尔等龙头品牌差距大，且传统渠道中高企的分销、推广费用下难以形成价格优势，国内市场举步维艰。

借直播 X C2M，公司在品牌力和成本上实现突围。三禾 2019 年加入拼多多“新品牌计划”，今年疫情期间，三禾工厂通过 C2M 模式，及时根据线上需求开展研发生产，产品研发周期缩短 50%；基于平台消费大数据支撑与分析，三禾确定了在 99 元价位段重新开模打造一款炒锅，一经推出就成为爆款，销量超过 10 万件，评论超过 5 万条。与此同时，公司积极开展直播：1) 红人直播，进驻林依轮直播间，邀请明星张亮现身直播间做饭等，迅速打响品牌；2) 工厂溯源直播，向消费者展示公司生产标准和技术工艺，“高标准&强工艺”的品牌定位占领用户心智；3) 店铺直播，做饭场景直观展示展品性能与使用方式。2020 年 1-5 月，三禾国内销售额同比增长 116%。

图 67：三禾厨具拼多多销售和直播页面



资料来源：公司官网

■ 回归实战：看品牌直播的战术打法和阵地选择

战术：产品定制&品类优选，搭建直播矩阵、发挥协同作用

扬长避短，最大化直播功能。红人直播带货转化率高、销售爆发力强，是品牌去库存的优质选择。但若作为常规销售渠道，其折扣大、费用高的特点会扰乱公司原有渠道的价格体系，拖累公司盈利，甚至影响品牌调性。我们认为，公司有两种途径扬长避短，最大化直播的作用：1) 定制直播专供产品，或切入契合直播的新品类，规避对传统渠道的冲击；2) 头部红人直播、专业腰部达人直播、KOC直播、店铺直播，四类直播模式根据场景不同进行矩阵式运营，形成合力。

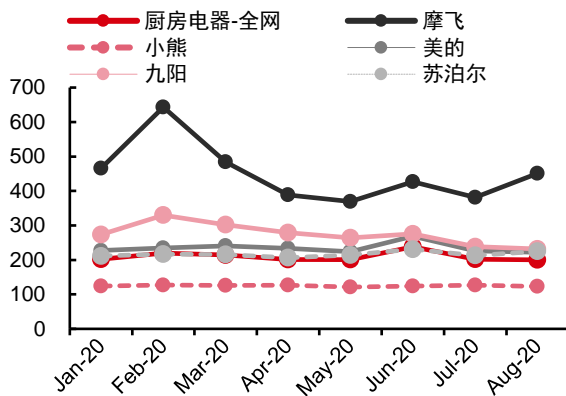
1) 产品定制&品类优选

新产品匹配新渠道，避开传统渠道的直接竞争。传统品牌做直播产品定制和品类拓展的思路相近，都是用新产品&新品类匹配新渠道，避免出现不同渠道“同物不同价”的情况。定制直播产品适合两类品牌商：1) 生产有一定柔性的品类，如家电，可以通过部分功能的增减、材料的选择生产出不同的SKU；2) 新品开发周期短、标准化低的品类，如时尚珠宝、日用百货、服装等。此外，定制化产品的毛利率更高，契合直播渠道：据草根调研，国美定制化家电的毛利率达25%，比传统商品高7%-8%。

对公司而言，品类层面的决策，在战略意义上是高于产品的，因此需要更精细的“优选”过程。我们认为，具备以下特征的品类更有机会帮助老品牌实现第二曲线增长、帮助新品牌实现快速突围。

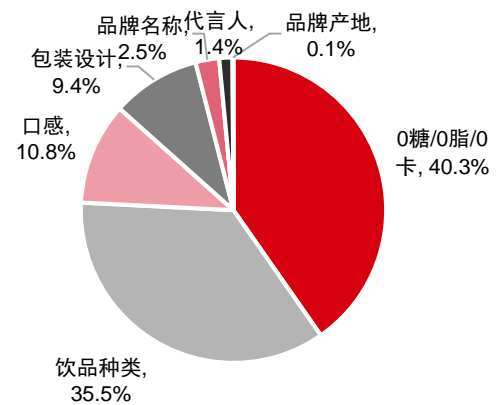
- **市场规模大且竞争格局好：**市场集中度低，未出现绝对龙头的行业，公司切入后规模成长的空间和确定性都更强。典型如时尚珠宝品类。据Euromonitor，2019年国内时尚珠宝终端零售1045亿元，在珠宝行业中占比约14.8%；行业高度分散，2019年CR3仅5.5%。
- **新人群、新品类、新定位：**“三新”占领用户心智，切入“小而美”的赛道，实现错位竞争。典型如小熊电器，从小家电品类切入，厨电类客单价120-130元，区分“美九苏”200-300元的价格带，人群定位于学生、初入职场的新人等追求颜值和生活品质、但消费力处中低水平的群体；元气森林从无糖饮料切入，“0糖/0脂/0卡”的健康元素深入人心（40.3%消费者关注的核心）；花西子将“古风+东方元素”融入彩妆，定位学生群体等。

图 68：2020.01-2020.08 各品牌厨房电器客单价（元）



资料来源：淘数据，中信证券研究部

图 69：元气森林消费者购买时最关注的因素占比 40.3%



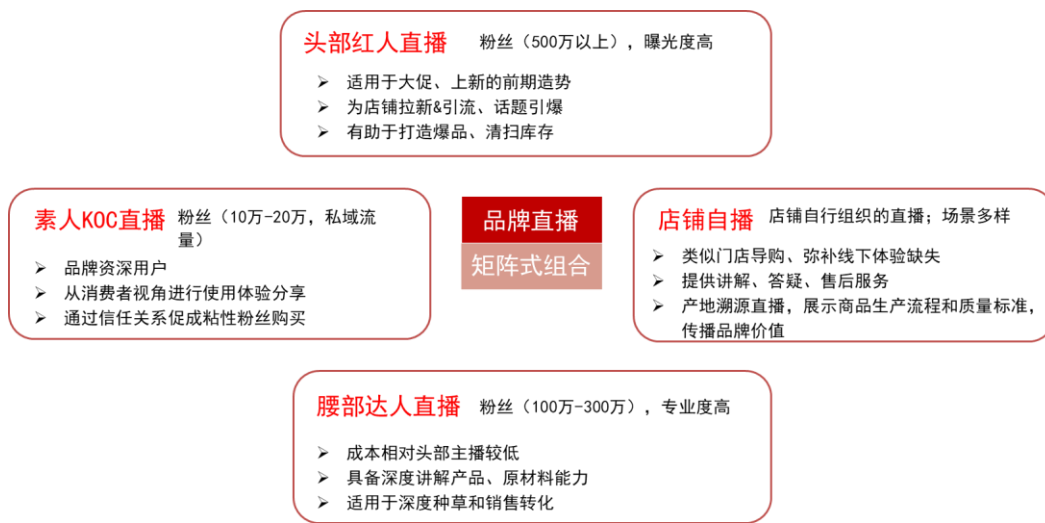
资料来源：礼德研究院，中信证券研究部

2) 打造直播矩阵，发挥协同效应

四类直播差异化定位，通过矩阵式运营可发挥协同效应。从全局视角看，直播是公司内容营销的重要阵地之一，头部达人直播、腰部达人直播、素人 KOC 直播、店铺自播均是直播的重要组成部分。针对品牌不同层级的商品（新品、爆品、长尾&库存商品）和不同品宣场景的需要（拉新&引流、去库存、提升复购、品牌价值传播等），品牌可以根据主播的特征进行矩阵化运营，充分发挥协同作用。

- **头部红人直播：**粉丝量大（500 万以上）、曝光度高，适用于大促、上新的前期造势，承担为店铺拉新&引流、话题引爆的功能，有助于为品牌打造爆品，同时适用于大批量库存的清扫；
- **腰部达人直播：**粉丝基数大（100 万-300 万）、专业度高的垂直类直播，成本相比头部主播较低，具备深度讲解产品功能、原材料的能力，适用于全部产品的深度种草和销售转化；
- **素人 KOC 直播：**有一定粉丝基础（10 万-20 万，且私域流量为主）的主播或品牌的资深用户，从消费者视角进行使用体验分享等，通过信任关系促成粘性粉丝的购买转化；
- **店铺自播：**品牌员工自行组织的常态化直播、场景多样，功能类似于线下门店导购，弥补线下体验缺失，提供讲解、答疑、售后服务等功能，促成品牌私域流量的复购；同时可以通过产地溯源直播，展示产品生产流程和质量标准，实现品牌价值的传播。

图 70：品牌搭建直播矩阵，发挥协同作用



资料来源：中信证券研究部绘制

安踏：全民直播先行者，李佳琦带货天猫品牌日。1) 疫情发生后，安踏 2 月 3 日便上线微商城，同时组织公司上下所有员工进行私域流量开发，开启全民销售，发动店员进行直播，为国内最早进行反应的服装品牌之一。店员直播的优势在于其对公司产品更加了解，且相对网红推销经验更丰富，且所针对主要为公司私域流量消费者，转化率更高。2) 安踏在 7 月份在天猫超级品牌日时举办 T 台秀发布国旗系列新品时，邀请李佳琦做了一场走秀与直播结合的带货。利用李佳琦的流量推广新产品，放大超级品牌日宣传效果，当日实现销售额 8000 万元。通过日常的店员直播与大促或新品发布的头部红人直播，安踏很好地发挥了不同类型主播的差异化效果。

起步股份：与快手辛巴深度合作，打造垂类直播产业平台。头部主播除了具备很大的流量和强大的带货能力外，还有丰富的供应链、主播培训等经验和能力，对于品牌商来说若达成合作受益匪浅。快手顶级主播辛巴通过入股的方式与起步股份形成深度合作，未来有望在以下方面协同：

1) 凭借优秀的主播团队为起步股份旗下品牌 **ABCKIDS** 带货。起步股份过去在线上渠道布局较少，发展缓慢。借辛选强大的流量和带货能力，起步股份有望快速提升线上渠道的布局 and 占比。实际上，10 月 7 日，在辛选旗下主播“蛋蛋小朋友”的一场直播中，已 ABCKIDS 创造了 11 个单品 5240 万的佳绩。

2) 为起步线下 2000 多家门店店员提供培训，强化店铺直播能力。辛选团队具有很强的主播培养能力，旗下除了辛巴外，还有多位带货能力极强的主播。对起步股份来说，其线下 2000 多家门店均具有直播的能力（有店员、货和消费者），但缺乏相对专业的直播培训。而通过顶级直播团队辛选的培训，2000 多家门店店员具备巨大的潜力，店铺直播有望成为常态化销售渠道。

3) 双方共建母婴+儿童垂直直播产业平台。辛选具备丰富的直播经验，起步为国内童装童鞋头部企业，且具有母婴行业经验，双方可形成一定的优势互补。通过共建平台的方式，为母婴和儿童业内的品牌提供更多、更专业的直播、供应链等环节的支持。

图 71：安踏国旗系列大秀



资料来源：安踏微信公众号

图 72：蛋蛋小朋友带货 ABC KIDS



资料来源：快手

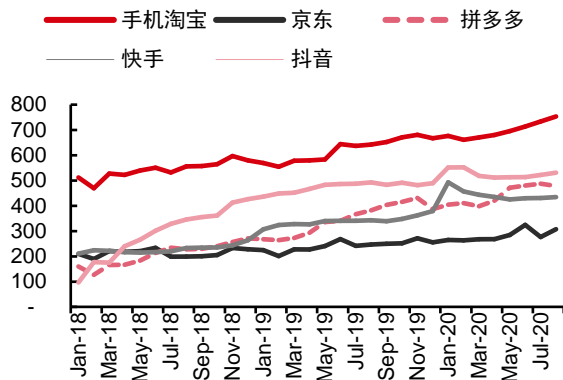
阵地：抖、快在前，电商平台在后，从局部最优做起，向全局最优靠近

将消费者的线上购物过程划分为“触达-种草-转化-交付-售后-二次触达”六个阶段，我们认为，仍处于流量红利期的抖音和快手凭借更高的用户活跃度、更久的用户时长、更分散的流量分布、更高效的支付转化在前端具备相对优势，而电商平台拥有成熟的商业体系、商家生态和闭环服务，后端能力更优。品牌商通过电商平台深耕存量用户，借力抖音&快手获取增量，是最优的选择。

抖音、快手用户质量更优，流量红利仍在延续。2020年8月，抖音/快手 MAU 分别达 5.3 亿/4.3 亿人，拉近与淘宝差距（7.5 亿人）；抖音/快手人均日使用时长 97.4/84.8 分钟，大幅领先 TOP3 综合电商淘宝、京东和拼多多（22.1/15.5/26.0 分钟）；以 DAU/MAU 作为活跃度衡量指标，抖音/快手活跃度 58.3%/52.0%，同样领先 TOP3 电商。与此同时，与淘宝直播薇娅、李佳琦的绝对集中相比，抖音、快手流量相对分散。

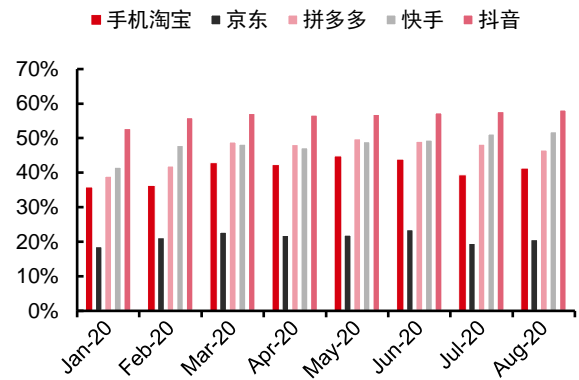
借力优质内容，抖音、快手支付转化率领先。抖音和快手以内容为基础，涌现出一批拥有高质量内容输出的垂直领域达人，这类达人有着鲜明的品类标签（如健身、美妆、厨艺等），具备为相关垂类产品背书的能力；同时，达人与粉丝之间存在强信任关系，两者共同推动抖音、快手支付转化率优于淘系。据解数咨询的数据，以元气森林白桃青瓜气泡水为例，2020年三月淘宝客（站外流量，抖、快、小红书为主）流量的支付转化率为 19.9%，远高于淘宝直播（11.0%）和手淘搜索 4.8%。

图 73：2020 年 8 月抖音/快手 MAU 分别 5.3/4.3 亿人（百万人）



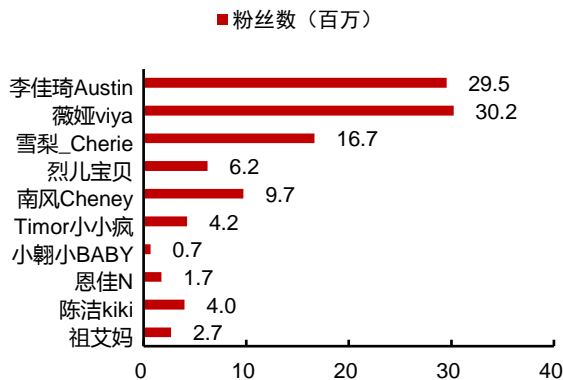
资料来源：Questmobile，中信证券研究部

图 74：抖音、快手用户活跃度高于 TOP3 电商



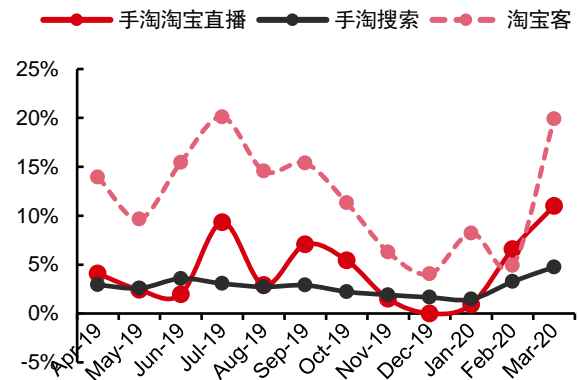
资料来源：Questmobile，中信证券研究部；注：活跃度=DAU/MAU

图 75：淘宝直播 TOP10 主播粉丝数，薇娅、李佳琦优势明显



资料来源：淘宝直播，中信证券研究部

图 76：以元气森林白桃青瓜气泡水为例，来自淘宝客的流量支付转化率情况高于淘宝直播和手淘搜索



资料来源：解数咨询，中信证券研究部；注：淘客为淘宝站外流量来源，主要是以抖音、快手、小红书为主

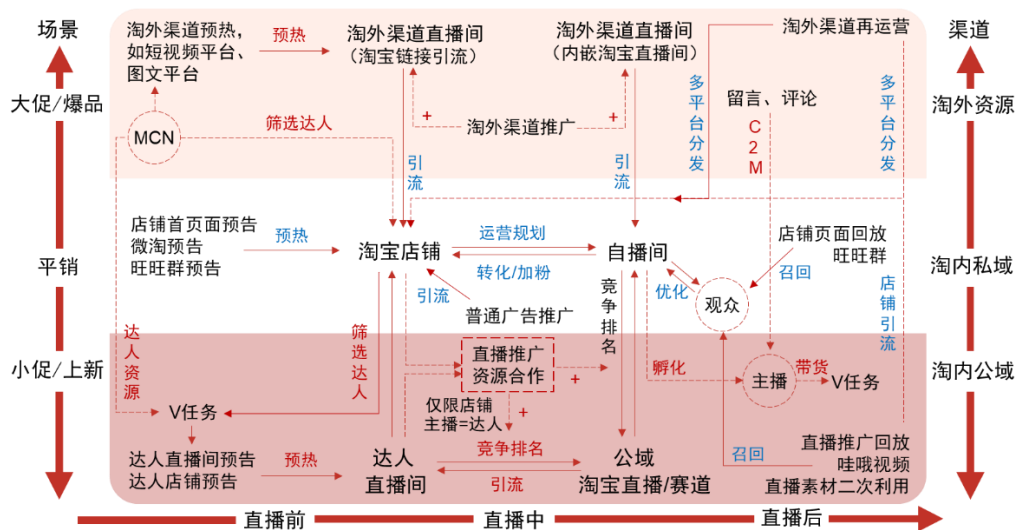
而在购买流程的后端，拥有成熟的商业体系、商家生态和闭环服务的电商平台优势突出。进而，在实现全流程的用户运营、提升用户的购买体验、增强品牌与用户之间的粘性、提升用户复购上，电商平台发挥更重要的作用。

基础设施完善，电商平台具备闭环服务能力。在后端的交付和售后上，电商平台拥有订单追踪、客服答疑、退换货入口等更完备的基础设施来提升用户体验。在直播带货这种非计划性购物占比高的场景中，售后服务愈加重要。

阿里&京东的直播运营以店铺为核心，为用户的深度运营打下基础。不同于抖音&快手以单品成交为目的，阿里&京东的直播运营均以店铺为核心。以淘宝直播为例，直播前的预热、直播中的引导和直播后的召回，均以将流量聚拢至店铺为目的。新用户通过直播转化为品牌私域流量，用户数据沉淀为品牌资产，品牌基于用户画像展开精准营销，通过微淘社区、微信社群、猜你喜欢（用户关注的品牌权重高，更容易进入推荐商品池）等多种形式触达消费，增强粘性、提高复购率，为品牌创造长期价值。

单次直播、多次复用，最大化直播价值。直播具有实时性，用户在固定的使用时长内能触达的直播是有限的，但直播中对产品的讲解、趣味的环节可以持久创造价值。阿里&京东在直播后，会通过提供整场直播回放（店铺页、微淘等粉丝运营社区）、将单品的讲解剪辑后放入商品详情页、将直播素材剪辑再投放至内容平台的方式，实现直播素材的多次利用。

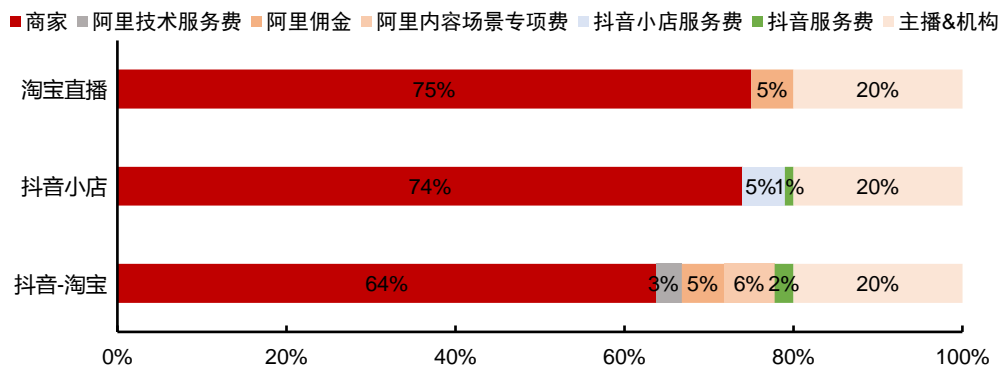
图 77：品牌淘宝直播全流程规划



资料来源：淘宝直播&阿里妈妈，中信证券研究部

最后，做一点小的展望：短期内，电商平台和抖音&快手仍处于博弈过程中，淘宝向站外跳转的商品链接收取 6% 的内容场景专项服务费（和淘宝直播相比，从抖音跳转淘宝，商家累计多付 11% 的成本），抖音的巨量星图持续加大对淘宝外链的封锁力度。但我们认为，短期内双方对彼此均有强烈需要，合作仍然是发展主线（抖音&苏宁、快手&京东的合作即是例证）；中长期看，对各自短板的补足速度（抖快搭建电商基础设施、电商发力内容生态建设）是建立长期竞争优势的关键。

图 78：淘宝直播闭环、抖音小店闭环、抖音直播跳转淘宝成交三种模式利润分成对比



资料来源：淘宝联盟，抖音官网，中信证券研究部；注：假设主播&机构佣金均为 20%

■ 风险因素

电商平台、短视频平台竞争加剧，直播电商监管风险。

■ 投资建议

行业观点：直播电商方兴未艾，赋予品牌新的发展良机

直播电商起于淘宝发力内容生态、网络直播垂直化发展两大背景之下，而后在用户时长转移下平台资源倾斜、用户购物行为变迁（非计划需求增加&粉丝经济崛起）、产业生态日益丰盈（品牌大力投入&MCN 机构爆发式增长）和政策春风的多重驱动下，进入全面爆发期。据艾瑞咨询，2019 年中国直播电商交易规模达 4,513 亿元，同比增长 200%，预计 2020 年市场规模将达 1.15 万亿元；测算 2019/2020 年直播渗透率达 2.5%/5.5%。

从品牌商的视角看，直播电商作为红利期的销售渠道和品宣阵地中的新兴力量，有望给品牌带来新的发展机遇：1）传统品牌通过直播实现品类拓展、心智重塑和体验升级，从传统品类&认知&渠道中实现突围；2）卡位独特的新锐品牌有望通过直播锁定精准人群并完成粘性建立，走出“从外部引流为主到内部自然转化提升”的成长路径；3）平台对“直播 X C2M”的扶持下，白牌有了更低价的流量、更好的数字化支持、更契合白牌定位的销售渠道，是比上一轮 F2C 品质电商更好的发展机遇。

最后，直播电商下的新机遇本质上是在电商新的增长主线中，相应的品类&品牌红利。在拼多多普及基于精准推荐的去中心化流量分发机制、小红书等内容电商普及“种草-购买”路径之后，直播电商将进一步教育消费者通过电商渠道满足非计划性的购物需求，带动电商渗透率的进一步提升。作为线上交易的最终落地者，电商平台将充分受益。

投资策略：建议积极布局强于线上运营的品牌商

直播电商作为销售渠道和品宣阵地中的新兴力量，给品牌商带来新的发展机遇和挑战，建议围绕三条主线积极布局。主线一：借力直播渠道切入新品类开辟第二曲线的公司，推荐周大生；主线二：积极搭建直播矩阵，加码布局消费者运营的公司，推荐上海家化、良品铺子、九阳股份、安踏体育、李宁，重点关注初创品牌元气森林、花西子，以及童装童鞋企业起步股份等；最后，拥有成熟商业闭环，且受益于整体线上渗透率提升的电商平台，推荐京东。

表 6：重点公司盈利预测

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
周大生	24.5	1.36	1.47	1.92	2.33	18	17	13	11	买入
上海家化	40.4	0.83	0.53	0.72	0.95	49	77	56	42	买入
良品铺子	61.5	0.95	0.98	1.25	1.5	65	63	49	41	增持
九阳股份	44.8	1.07	1.19	1.36	1.54	42	38	33	29	买入
京东	81.5	7.36	11.01	15.16	20.38	78	52	38	28	买入

简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
		19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
李宁	38.2	0.6	0.66	0.91	1.2	57	52	38	28	买入
安踏体育	85.4	1.99	1.94	2.92	3.52	38	39	26	22	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

备注: 股价为 2020 年 10 月 19 日收盘价, 京东股价为美元, 李宁、安踏为港元, 其余为元; 京东的 EPS 为 Non-GAAP 下摊薄的 EPADS, 单位为元; 1USD=7RMB, 1HKD=0.895RMB

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获取更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告