

双十一前瞻：平台促销常态化，直播/电商混战升级，关注板块相关投资机会

2020 年双十一促销于 10 月下旬开启，各主要电商及短视频/直播平台通过晚会、购物券、满减、直播等形式开展大促活动：

1、**淘宝**：双十一促销活动 10 月 21 日开启预售，推出三大营销产品矩阵，分别为顶级流量产品、人群增长产品、天猫营销 IP 产品。活动补贴满减门槛降低为“满 300 减 40”。直播电商方面，2 月-6 月累计直播场次达 45 万场，9 月要求 KA 级商家完成 99 条短视频。根据知瓜数据，淘宝直播 9 月日均直播场次 7.0 万场，日均观看人数 1.7 亿次。

2、**京东**：双十一预售期从 10 月 21 日开始，促销活动包括预售、头号京贴、超级秒杀、超级直播、超级品牌、PLUS 盛典等。活动补贴有满 300 减 40 和满 1000 减 60 两档。直播电商方面，推出商家排位赛，开播场次成为直播会场门槛要求。

3、**拼多多**：10 月 31 日与湖南卫视合作举办双十一晚会，我们预计双十一衔接五周年庆典活动，持续投入“百亿补贴”的活动。

4、**快手**：10 月 30 日快手联合江苏卫视推出“快手之夜”大型晚会，10 月 30 日开启 116 购物狂欢节，主推“明星+达人”直播联动。直播电商方面，5 月底快手上线“快手联盟”，自建商品分销库，后台商品来源包括淘宝、京东、有赞等，采用 CPS 的模式与带货主播进行结算。

5、**抖音**：10 月 25 日举办抖音“宠粉节”，活动跨店满减为“满 100 减 10”。直播电商方面，10 月 9 日起第三方商品不再进入直播购物车，抖音内直播电商形成闭环。当前抖音蓝 V 企业号突破 400 万个，今年 7 月抖音小店销量占比达到 70%。

今年各平台的双十一活动与之前大促的区别主要在于：1、补贴方面力度加强、门槛下降，淘宝/天猫补贴门槛从 19 年满 400-50 下降至今年的满 300-40，京东补贴从最高领 30 升级为满 300-40，抖音今年超级宠粉节新出满 100-10，快手发放亿元红利；2、直播方面，淘宝/天猫推出同城直播，后续也将推出客服直播间、虚拟主播、智能主播助理等直播产品；京东自己孵化的超级网红“京东推荐官”、“自营推荐官”等首次亮相；3、抖音、快手继续加强自建电商平台建设，快手上线“快手联盟”，进一步优化自建电商生态；抖音切断外链，自建抖音小店形成直播电商流量闭环。

疫情后线上购物持续高景气度，平台低价促销常态化。根据国家统计局数据，疫情后网购零售额 6/7/8 月同比增速分别为 26%/24%/17%，远高于社零总体增速。今年以来天猫和京东基本上每个月都有相应主题的促销节，拼多多的“百亿补贴”也成为日常板块，今年第二季度投入补贴 91 亿元。根据国家邮政局数据，7/8/9 月快递业务量同比增速分别为 32%/37%/45%。所以我们认为今年双十一部分需求在促销常态化和直播低价囤货已经释放，重点关注直播电商增量和通过 1 元商品来进行推广的淘宝特价版带来的下沉市场增量。

双十一大促带来 MCN 营销与直播红利，关注相关布局标的。(1) 天下秀：国内 KOL 数量最多平台，新媒体营销龙头。公司目前拥有 100 万+KOL 进行新媒体营销。(2) 星期六：加大主播签约力度，为电商变现打下良好基础。公司 Q2 以来新签包含王耀庆等 60 位明星或主播/达人，直播基地拥有 100 个以上主播直播间，平台覆盖抖音、快手、B 站、小红书等。(3) 华扬联众：签约明星和 KOL，打通更多渠道资源。6 月以来公司签约包括华少在内的数百名主播，拓展抖音、快手小店等新零售渠道进行品牌代运营业务拓展。(4) 元隆雅图：谦玛网络 20H1 签约 4000+博主，打造“一站式”整合营销平台。(5) 起步股份：10 月起步股份与辛有志旗下的辛选合作成立辛选新零售，打造母婴童新零售生态圈。

投资建议：(1) 营销板块，受益于双十一促销期的营销投放：分众传媒、天下秀、华扬联众、元隆雅图、三人行、蓝色光标；(2) 电商直播，受益于大促期间直播带货 GMV 增长：星期六；(3) 电商导购，受益于大量促销活动下的消费决策需求：值得买；(4) 电商平台上市公司标的；(5) 品牌主上市公司标的。

风险提示：电商政策变化风险、新业务开展不及预期风险、公司成本管控风险

传媒

维持

强于大市

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

-

SAC 执证编号：S1440519060002

夏洲桐

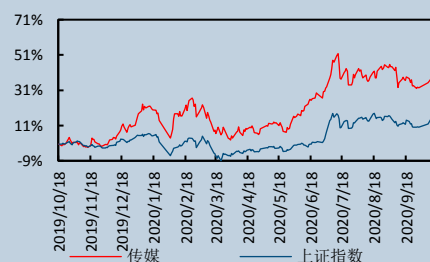
xiazhoutong@csc.com.cn

18717704559

SAC 执证编号：S1440520050003

发布日期：2020 年 10 月 20 日

市场表现



相关研究报告

2020/05/24

营销&MCN 专题系列一：618 前瞻：后疫情期首个电商大促，关注数字营销及 MCN 板块投资机会

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

一、双十一促销逐步开启，直播电商混战升级	1
1.1 双十一促销启动，“双预售”模式锁定更多用户群	1
1.2 直播带货进入混战期，关注“双十一”直播电商增量	4
1.2.1 “淘抖快”进入直播混战期，微信视频号入局	4
1.2.2 电商热衷“造节”，低价促销常态化	9
1.2.3 疫情散发下线上消费持续，利好双十一期间 GMV	10
1.2.4 关注“双十一”下沉市场和短视频平台直播带货	11
1.3 MCN 布局延伸，代运营模式持续火爆	12
1.3.1 MCN 热度持续，相关公司积极布局 MCN 业务	12
1.3.2 传统品牌布局线上渠道成为刚需，代运营模式持续火爆	14
二、相关上市公司	16
2.1 天下秀：扎根红人经济，看好新媒体营销赛道增长空间	16
2.1.1 新媒体营销龙头，四大平台构建粉丝经济闭环	16
2.1.2 定增拓展新媒体营销业务，全年业绩有望高增	17
2.2 值得买：持续加码短视频/直播带货，双十一有望提振全年 GMV	18
2.2.1 内容导购龙头，持续加码短视频/直播带货	18
2.2.2 Q4 电商促销旺季，提振全年 GMV	19
2.3 华扬联众：沉淀数字营销优势，“星营销链”提升代运营能力	21
2.3.1 数字营销龙头，拓展品牌代运营	21
2.3.2 代运营项目持续发力，整体毛利率有望提升	22
2.4 元隆雅图：Q3 业绩超预期，电商代运营打开成长空间	23
2.4.1 礼赠品龙头，电商代运营打开上涨空间	23
2.4.2 电商营销+传统业务双轮驱动，Q3 业绩超预期	24
2.5 星期六：KOL 孵化进入变现期，看好长期业绩表现	25
2.5.1 女鞋业务起家，顺利转型头部 MCN 机构	25
2.5.2 直播电商业绩亮眼，看好长期业绩表现	25
三、投资建议	27
四、风险分析	28

图表目录

图表 1: 淘宝双十一活动	1
图表 2: 京东双十一活动时间线	1
图表 3: 抖音双十一活动	2
图表 4: 快手双十一补贴	2
图表 5: 淘宝/天猫 2019 年双十一、2020 年 618 和 2020 年双十一优惠活动对比	2
图表 6: 京东 2019 年双十一、2020 年 618 和 2020 年双十一优惠活动对比	3
图表 7: 拼多多 2019 年双十一、2020 年 618 和 2020 年双十一优惠活动对比	3
图表 8: 快手 2019 年双十一、2020 年 618 和 2020 年双十一优惠活动对比	4
图表 9: 抖音 2019 年双十一、2020 年 618 和 2020 年双十一优惠活动对比	4
图表 10: 社会零售品总额及增速	5
图表 11: 中国网络购物交易规模及增速	5
图表 12: 直播电商规模及增速	5
图表 13: 中国网络购物市场规模及增速	5
图表 14: 2020 年淘宝、快手、抖音电商业务战略布局	6
图表 15: 抖音小店销量及占比	6
图表 16: 直播带货模式佣金分成	7
图表 17: 淘宝直播成为今年天猫 618 的最大增量	8
图表 18: 十点读书林少直播首秀	8
图表 19: 天猫和京东日常促销活动	9
图表 20: 淘宝年货节与双十一折扣力度对比	9
图表 21: 各平台 618 合作带货案例	10
图表 22: 2020 年 618 促销数据（亿元）	10
图表 23: 实物商品网上零售额当月同比 vs 社会零售品零售总额当月同比	11
图表 24: 历年天猫双十一成交额及增速	12
图表 25: 2018 年 1 月-2020 年 9 月快递业务量及同比增速	12
图表 26: 中国 MCN 行业市场规模及增速	13
图表 27: 中国 MCN 机构数量及增速	13
图表 28: 中国代运营市场规模及增速	14
图表 29: 品牌电商服务市场交易规模及增速	14
图表 30: 天猫运营商星级权益	15
图表 31: 天下秀四大核心平台	16
图表 32: 天下秀营业收入及增速	17
图表 33: 天下秀归母净利润及增速	17
图表 34: 值得买 MCN 整体布局图	19
图表 35: 值得买主要商业模式	19
图表 36: 值得买开始进行双十一相关推广	20
图表 37: 值得买营业收入及增速	20
图表 38: 值得买归母净利润及增速	20
图表 39: 薛之谦&华扬联众整合营销	21

图表 40: 华扬联众通过张国伟直播间带货“趣卡”	21
图表 41: 华扬联众营业收入及增速	22
图表 42: 华扬联众归母净利润及增速	22
图表 43: 元隆雅图主要客户	23
图表 44: 元隆雅图营业收入及增速	25
图表 45: 元隆雅图归母净利润及增速	25
图表 46: 星期六营业收入及增速	26
图表 47: 星期六归母净利润及增速	26

一、双十一促销逐步开启，直播电商混战升级

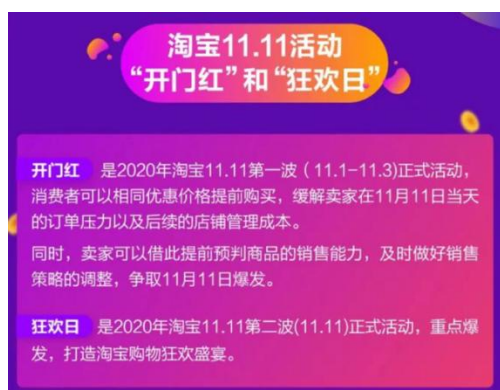
1.1 双十一促销启动，“双预售”模式锁定更多用户群

根据淘宝、拼多多、京东、抖音和快手等主要电商及短视频平台发布的公告显示，2020年的双十一促销活动普遍在10月下旬开启，电商及短视频平台通过晚会、购物券、满减、直播等形式开展广泛的商品促销活动。

淘宝：双十一升级为购物狂欢季，“开门红+狂欢日”的“双预售”模式锁定更多用户群。1) 第一批预售期：10月21日至31日为商品的预售和预热，11月1日至3日为尾款支付阶段，平台将重点扶持全网一年中的新品牌、新产品，以及产业带和全球独特供应的商品；第二批预售期：11月4日至11月10日预售，11月11日当天24小时为尾款支付阶段；2) 笔笔返红包玩法：主要是面向下沉市场消费者，帮助品牌进行下沉市场拉新转化，消费者在笔笔返活动时间内购买标有笔笔返标识的双十一活动商品且未达到跨店满减初始满减门槛的，可获得一定面额的待兑换红包；3) 营销产品矩阵：天猫携手阿里妈妈推出三大营销产品矩阵，包括顶级流量产品、人群增长产品、天猫营销IP产品；4) 淘宝降低跨店满减门槛，2019年为“满400减50”，2020年为“满300减40”。

京东：根据不同主题划分促销时间，四阶段开展双十一促销活动。1) 今年京东11.11分为“预售期”（10月21日-10月31日）、“专场期”（11月1日-11月8日）、“高潮期”（11月9日-11月11日）和“续售期”（11月12日-11月13日）四个阶段，通过预售、头号京贴、超级秒杀、超级直播、超级品牌、PLUS盛典等多样化的平台级玩法开展促销活动。预售期从10月初开始短视频种草，预售商品大多数集中在数码产品（手机、电脑）、家电等领域；专场期会根据品类不同进行相关促销，比如数码日，家电日，运动日，服饰日等等，每一个品类都会有一定的大促销，推出优惠满减及限时秒杀等活动；高潮期为手机、电子等3C类产品促销；续售期为11月12日至11月13日，满足用户的复购需求；2) 细分玩法：为消费者发放补贴，推出超级神券日，每日有整点抢券活动；超级秒杀日主打精品秒杀，推出多个精选品牌秒杀和精选品类秒杀，库存超过2000万件；头号京贴，与618玩法相似，有满300减40和满1000减60两档供商家选择；超级直播，推出商家排位赛，开播场次指标将成为店铺能否进入后续排位赛和直播会场的门槛要求。

图表1： 淘宝双十一活动



资料来源：千牛聚焦，中信建投

图表2： 京东双十一活动时间线



资料来源：京东，中信建投

拼多多：目前拼多多尚未公布详细的双十一促销活动方案，仅发布了2020年10月31日将通过湖南卫视举

办双十一开幕晚会。拼多多五周年庆促销活动将于 10 月 20 日结束，预计双十一促销活动将会直接衔接五周年庆典促销活动。参考去年双十一和今年五周年庆典活动，1) 拼多多启动“百亿补贴”大促对产品进行大规模补贴，拼多多 APP 显示，2020 年第二季度官方投入补贴 91.14 亿元。2) 其他玩法：优惠券秒杀，超值大牌，分会场促销等。

抖音：首次举办“宠粉节”，分为“全民宠粉”和“超级宠粉”两个阶段，将包含“秒杀、满减、粉丝券、货品”等多种玩法。1) 秒杀：活动从 10 月 26 日开始，商家将进行限时特卖；2) 粉丝券：10 月 25 日至 11 月 11 日期间，商家在商家后台创建粉丝券，主要为助推私域流量运营。3) 跨店满减：每满 100 元-10 元，跨店满减，上不封顶；4) 免单：11 月 1 日至 11 月 11 日期间，下单用户可参与免单抽奖，每日抽取 1111 名下单用户获得免单奖励，中奖后将以红包的形式发放到用户的抖音钱包中；5) 宠粉节重点货品：货品重点包括爆款尖货、抖音独家、品牌新品等。

快手：“快手之夜”晚会+116 电商节，“明星+达人”直播联动。1) 晚会：10 月 30 日，快手将联合江苏卫视推出“快手之夜”大型晚会，晚会将汇集 30+组当红明星与多位快手站内头部达人，以“顶流大屏+顶流小屏”“顶流明星+顶流网红”跨界联动的方式开启今年双十一活动。2) 116 购物狂欢节：10 月 30 日-11 月 11 日，快手将推出 116 购物狂欢节，全面覆盖全网品牌及用户，打造曝光高及转化率高的电商购物狂欢节。3) 互动玩法：推出集卡、红包雨等全民互动花式玩法。

图表3： 抖音双十一活动



资料来源：抖音，中信建投

图表4： 快手双十一补贴



资料来源：社交电商传媒，中信建投

淘宝/天猫玩法有所简化，电商平台持续加强直播带货布局。与 2019 年相比，2020 年各平台双十一玩法有所简化。淘宝/天猫尚未津贴不再需要单独领取，达到门槛即可立减，且取消了 2019 年“盖楼”等需要广泛社交传播的活动。从直播来看，淘宝首次推出同城直播，京东由百位明星、超级网红和海量达人组成多层次主播矩阵进行直播。

图表5： 淘宝/天猫 2019 年双十一、2020 年 618 和 2020 年双十一优惠活动对比

	2019 年双十一	618 促销活动	2020 年双十一
活动时间线	10 月 20 日-11 月 1 日，约 3 周	5 月 25 日-6 月 20 日，约 4 周	10 月 21 日-11 月 11 日，约 3 周
折扣力度	满 400-50/200-20（需要手动领取津贴）	淘 宝 满 200-20/400-50；天 猫 300-40	且购买标有笔笔返标识的双十一活动商品且未达到跨店满减初始满减门槛的，可获得一定面额的待兑换红包；重点推广淘宝特价版，在双十一之

前的一个月内，推出 1 亿件商品售价仅要 1 块钱的商品。

特色玩法	开喵铺、组队盖楼、愿望清单、红 618 理想生活列车（通过购买喵币 超级红包（今年金额力度加大）、定时定点红包、包雨、累计签到奖励、超级红包 解锁车厢获得红包奖励）、分享开 笔笔返红包玩法；尚未推出需要社交传播的玩法 宝箱、签到领红包等
直播	超过 20 位公司总裁直播带货；超明星、企业家和地方官员增加，成首次推出同城直播，后续陆续推出客服直播间、过 15 万场村播、近 2 万名农民主 为直播重要力量 虚拟主播、智能主播助理等直播产品 播、40 多位县长和村长卖农货

资料来源：淘宝，天猫，中信建投

图表6： 京东 2019 年双十一、2020 年 618 和 2020 年双十一优惠活动对比

	2019 年双十一	618 促销活动	2020 年双十一
活动时间线	10 月 18 日-11 月 15 日，共 4 周	5 月 21 日-6 月 21 日，共 4 周	10 月 21 日-11 月 13 日，约 3 周
折扣力度	头号京贴：按照京享值划分等级，用户最高可以领 30 元；分发红包：京享红包、开门红红包、集玉首活动、全民养红包	满 300-40，可与品类券、店铺券叠加；政府派发大量消费券可以使用	头号京贴：满 300-40 或满 1000-60；推出超级神券日，有 11 个整点抢券活动
直播	京东直播推出“直播星计划”，邀请百位明星进行直播；从 2019 年 10 月 18 日开始，京东直播全面开放浮现权，面向所有主播开放公域流量	超过 30 万场直播	京东红人直播带货玩法升级为由百位明星、超级网红和海量达人组成多层次直播矩阵；由京东孵化的超级网红“京东推荐官”和京东采销经理“自营推荐官”将首次亮相双十一直播；商家在快手、知乎、微博等平台进行 CPS 投放或在京东直播带货，扣点降至 1%，可帮助商家节省营销推广成本

资料来源：京东，中信建投

图表7： 拼多多 2019 年双十一、2020 年 618 和 2020 年双十一优惠活动对比

	2019 年双十一	618 促销活动	2020 年双十一
活动时间线	11 月 1 日-11 月 11 日，约 2 周		未公布
晚会	无	联合湖南卫视 6.17 晚推出“618 超拼夜”晚会	10.31 联合湖南卫视举办双十一开幕式
折扣力度	活动期间推出红包雨，单个红包 1 元，可以叠加使用；百亿补贴：针对多款特 不搞预售、不付定金、无须凑单；通过无门槛价商品推出官方补贴；推出多少活动任 红包、满减优惠券直接提供优惠 务，用户可以通过做任务领取红包		未公布
直播	无直播功能	2020 年 618 期间，拼多多通过明星直播推荐等方式，批次性揭晓 618 周期内，各类品牌商品的全网最新底价；周涛出任“明星推荐官”	2020 年 9 月开始拼多多进行改版，拼多多 APP 底部的第二个 Tab 将由现在的“关注”改为“直播”，直播从私域流量进入公域流量

资料来源：拼多多，中信建投

图表8： 快手 2019 年双十一、2020 年 618 和 2020 年双十一优惠活动对比

	2019 年双十一	618 促销活动	2020 年双十一
活动时间线	11 月 6 日开启双十一活动，将活动命名为“1106 卖货王”，11 月 1 日至 4 日为预热期，11 月 5 日至 6 日为正式售卖期	6 月 1 日-6 月 30 日	10 月 30 日至 11 月 11 日，将推出快手电商年度战略级项目——116 购物狂欢节
折扣力度	通过直播秒杀和直播购物券给予折扣	京东零售与快手共同启动“双百亿补贴”	快手发放亿元福利，通过观看视频、进入直播间、下单消费等即可参加集卡活动
特色玩法	扶持“原产地+批发价”卖家，流量向原产地、产业带、工厂直供和达人品牌厂家倾斜	京东零售将会从自身产品库中，选择优势品类提供给快手小店，快手主播可以在双方共建的优质商品池里选品销售，快手平台的用户可以直接在快手小店中购买京东自营产品	加强“快手小店”推广，上线了限时秒杀、9.9 特卖、新人特惠、0 元抽奖等看播、转化入口
直播	与天猫、淘宝合作，利用快手平台 2000+达人播主进行带货，专门针对下沉市场的用户，举办“老铁狂欢夜”	618 开始前夕，张雨绮成为快手电商代言人；618 期间快手与京东达成合作，快手主播为京东平台带货	上线“快手联盟”，开通快手小店的主播，可在“卖家端”后台添加联盟商品进行推广并获取佣金

资料来源：快手，中信建投

图表9： 抖音 2019 年双十一、2020 年 618 和 2020 年双十一优惠活动对比

	2019 年双十一	618 促销活动	2020 年双十一
活动时间线	11.11 抖音好物发现节	与电商平台时间线相同	10 月 25 日-11 月 11 日，超级宠粉节
折扣力度	无	与淘宝、苏宁易购合作+明星带货	每满 100-10，跨店满减，上不封顶
直播	抖音以发布短视频广告的形式为主，直播带货比例很小	明星主动入局抖音直播，比如罗永浩在 5 月 31 日晚尝试跨切断外链，第三方来源的商品夜直播，商品销售额达 5649.11 万元；抖音在 618 前夕推出不再进入直播购物车，抖音小“515 王牌直播间”，达人不需要报名，只要符合基础门槛，店将成为抖音直播带货的主要货品来源	

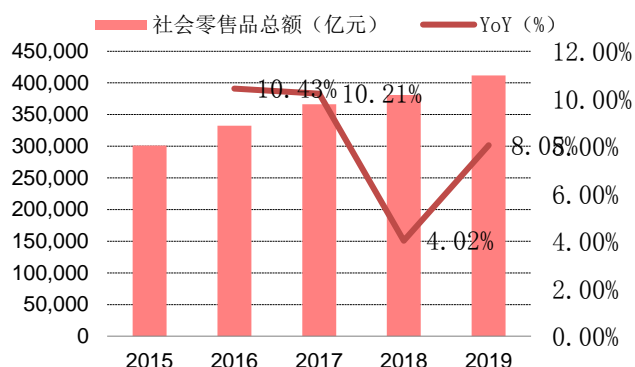
资料来源：抖音，中信建投

1.2 直播带货进入混战期，关注“双十一”直播电商增量

1.2.1 “淘抖快”进入直播混战期，微信视频号入局

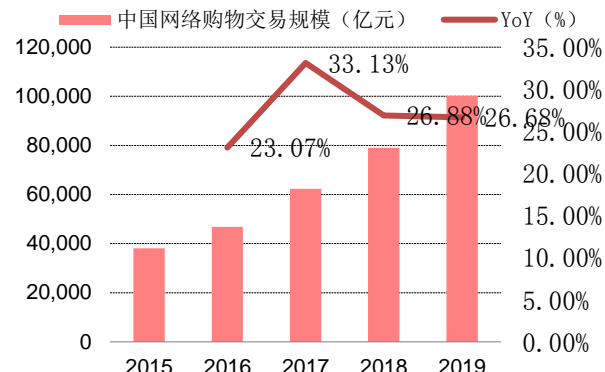
电商零售规模持续高增，增速远超整体社零总额增速。国家统计局数据显示，2019 年我国社会零售品总额约为 41.16 万亿，同比增长 8.08%；而网络购物的规模增速达到 26.68%，规模为 10.02 万亿，过去 5 年平均增速远高于社会零售品总额增速。随着移动互联网技术的发展和 5G 技术进一步普及，网络购物已经成为居民购物的主要形式之一，未来规模将持续提升。

图表10： 社会零售品总额及增速



资料来源：国家统计局，中信建投

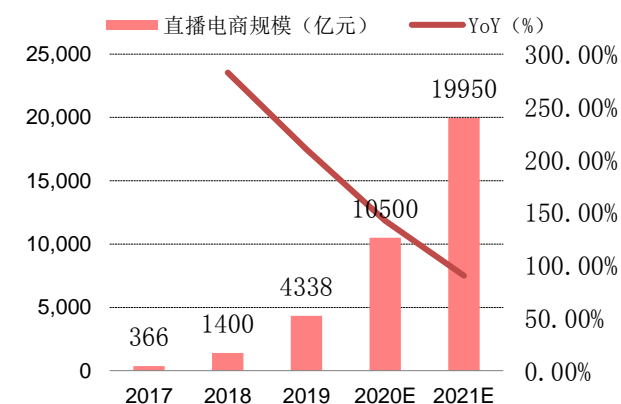
图表11： 中国网络购物交易规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

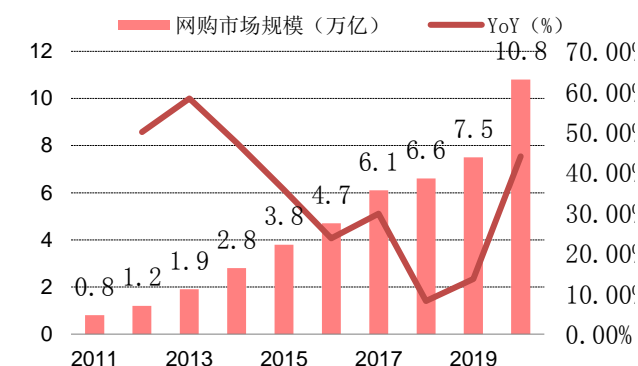
直播电商占比不断提升，预计 2020 年规模超万亿。根据阿里研究院的数据，2020 年国内直播电商市场规模有望达到 1.05 万亿元，同比增长 90%，连续四年实现高速增长。而根据 CBNDData 的数据，中国电商市场规模在 2020 年有望达到 10.8 万亿规模，同比增长 44%。从占比来看，2017-2020E 直播电商占比电商行业整体规模分别为 0.60%，2.12%，5.78%和 9.72%，直播电商占电商行业整体规模的比例不断提升，吸引电商和短视频巨头持续布局直播电商。

图表12： 直播电商规模及增速



资料来源：阿里研究院，中信建投

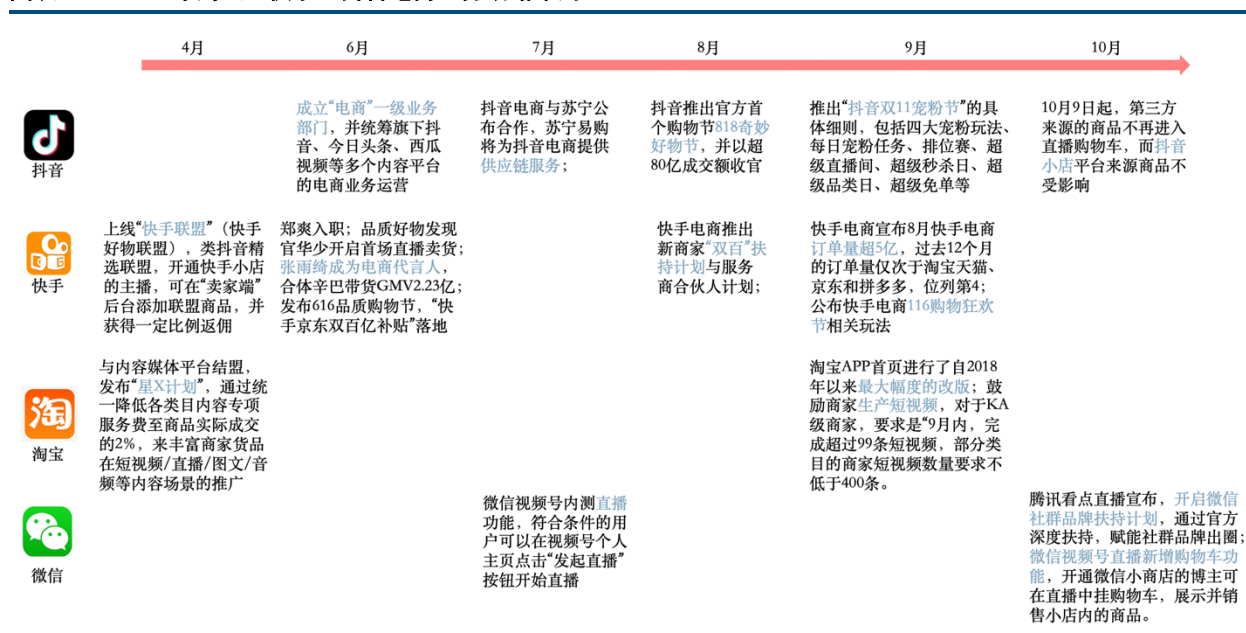
图表13： 中国网络购物市场规模及增速



资料来源：CBNDData，中信建投

2020 年受疫情影响线下渠道销量下滑，加速线上直播电商发展，当前淘宝、快手和抖音逐步成为直播电商三巨头。快手、抖音等短视频 APP 借助平台优势扩大视频直播规模；淘宝逐步被外部流量封锁，也开始通过自建短视频的形式提高用户留存率。除了“淘抖快”三巨头，今年国庆期间微信视频号新增购物车功能正式入局直播带货行业，行业竞争日趋激烈。

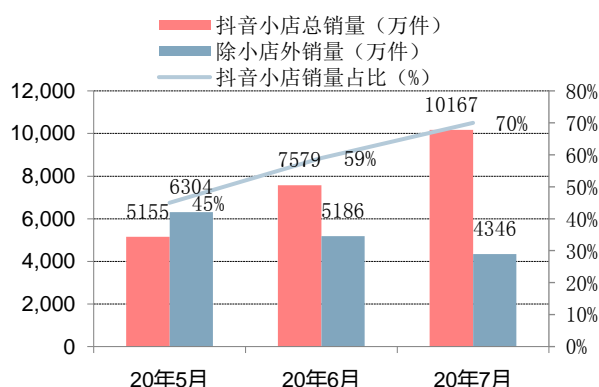
图表14： 2020年淘宝、快手、抖音电商业务战略布局



资料来源：卡思数据，各电商平台APP，中信建投

抖音：变现模式逐步成熟，开始打造电商业务闭环。2020年8月，抖音直播发布新规，正式宣布自10月9日起，第三方来源的商品不再进入直播购物车，而抖音小店平台来源商品不受影响，切断外链后抖音流量形成电商内循环。我们认为：1）直播带货模式日趋成熟，抖音平台内的抖音小店逐步成为平台电商销售的主要渠道，销量占比从2020年5月的45%提升到2020年7月的70%。从佣金分成上来看，抖音小店的模式能够给MCN和达人带来更多收入（商品价格的15%-19%，与快手小店大致相同），高于淘宝平台直播带货的14%和淘宝通过抖音带货的11.4%，我们认为未来抖音小店会成为淘宝直播强有力的竞争对手，市场份额不断提升。2）巨量引擎官网数据显示，目前抖音蓝V企业号数量已经突破了400万个。假设有10%的企业账号开通抖音小店，则抖音就拥有来自超40万“小店”的一手货源，覆盖服饰、美妆个护、日用百货、食品饮料、小家电等5大领域，抖音已经有足够的货源来支撑自有电商业务。

图表15： 抖音小店销量及占比



资料来源：蝉妈妈，中信建投

图表16：直播带货模式佣金分成

直播平台	供货平台	商家	电商平台+内容平台	MCN 与达人
淘宝	淘宝/天猫	80%	6%	14%
抖音	抖音小店	80%	1-5%	15%-19%
	淘宝	80%	8.60%	11.40%
快手	快手小店	80%	1%	19%

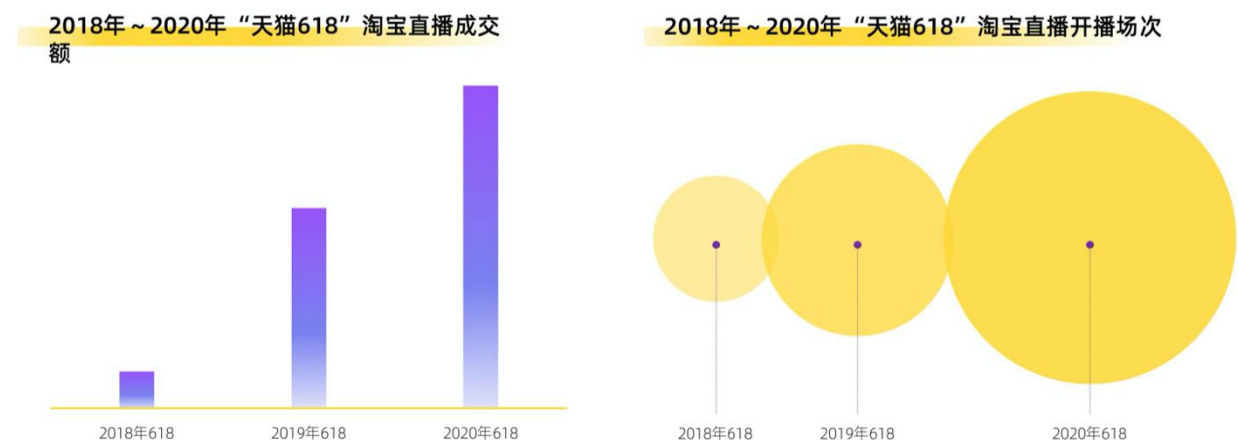
资料来源：蝉妈妈，亿邦动力网，中信建投

备注：均假设佣金比例为20%

快手：优化自有电商生态，迈出自建电商闭环，逐步摆脱“下沉市场”标签。与抖音恰恰相反，今年5月底，快手上线“快手联盟”，开通快手小店的主播，可在“卖家端”后台添加联盟商品，并获得一定比例返佣，从目前来看，快手好物联盟的推广商品包括淘宝、京东、有赞、魔筷等商品，是快手迈出流量闭环的第一步。摆脱“下沉市场”的标签有助于扩大快手的用户群体，10月30日，快手将联合江苏卫视推出“快手之夜”大型台网联动晚会，晚会汇集了30+当红明星与多位快手站内头部达人，通过大小屏联动来打响快手购物狂欢节的“第一枪”。通过晚会、明星等影响力来破圈有助于快手进一步摆脱“下沉市场”的标签，吸引高线城市的用户。

淘宝：618期间淘宝直播成关键增量，外部流量渠道关闭后挖掘内部短视频空间。淘宝直播模式孵化2年，已经逐步走向成熟，年初的疫情又进一步催化直播电商发展。据淘宝数据显示，2020年2月-6月，超过1200个品牌启动门店直播，累计直播场次达45万场，相当于每天都有4000个门店在全国各地做淘宝直播，淘宝直播将70%的流量都分发给店铺号的直播间。淘宝直播发布的《天猫618淘宝直播创新报告》显示，2020年天猫618期间，开直播的商家数量同比增长160%，直播与销售进行了更加深度的融合，更多明星、地方政府官员和企业总裁加入直播，淘宝直播引导成交金额增长超过250%，有13个直播间累计成交过亿，淘宝直播成为今年天猫618的关键增量。同时淘宝在面临着外部流量渠道（抖音等）的关闭下，通过短视频来发力站内流量自建，要求KA级商家9月内，完成超过99条短视频，部分类目的商家短视频数量要求不低于400条。完不成指标的商家，将进不到“猜你喜欢”做商品推荐，失去公域流量加持的机会。通过站内短视频来发力提高用户留存率、互动率、进店率与购买率等；与此同时，淘宝开始寻找抖音、快手外的其他内容流量联盟，并以降低专项服务费的形式来吸引达人们合作。

图表17： 淘宝直播成为今年天猫 618 的最大增量



资料来源：《天猫618 淘宝直播创新报告》，中信建投

微信视频号入局直播带货，商业闭环逐步成型。国庆期间，微信视频号进行系统升级：1）接入电商，开放小商店功能，可以在购物袋中添加商品内测视频号直播功能，符合条件的用户可以在视频号个人主页点击“发起直播”按钮开始直播；2）直播间可以挂商品链接，可以添加主播的联系方式。从数据来看，十点读书的创始人林少利用视频号进行了近一个小时的直播首秀。本场直播吸引了 7340 人的观看，收获了 2.9 万的热度，新增 500 多个粉丝，更为亮眼的数据是为关联的小商店带来 4500 多个热度。视频号背靠微信 12 亿的流量池，打通了微信小商店、朋友圈（朋友圈话题标签）和公众号（公众号可插入视频号卡片，视频号可插入公众号链接），商业闭环已逐渐成型，未来微信带货或将成为“淘抖快”的竞争对手。

图表18： 十点读书林少直播首秀



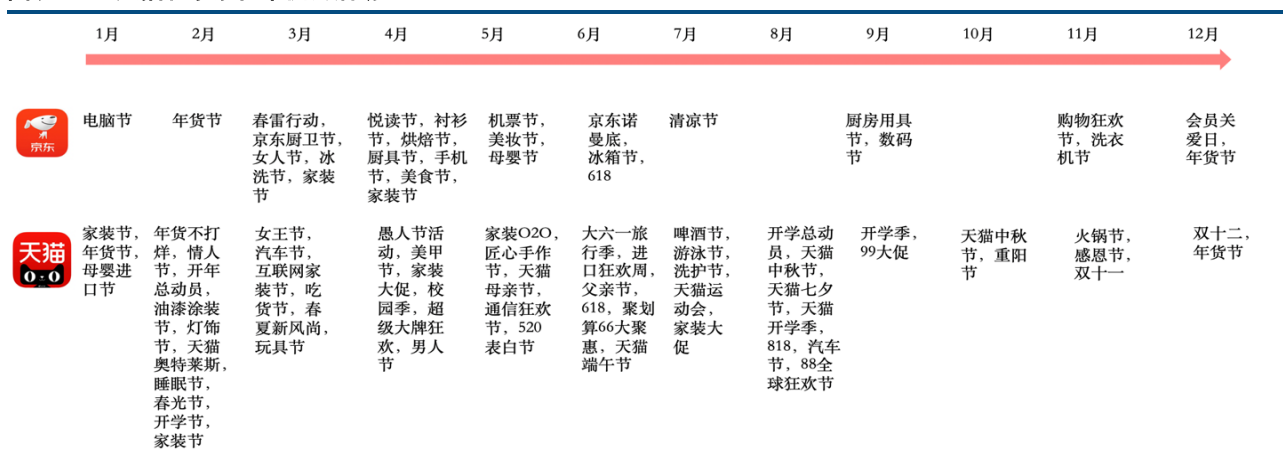
资料来源：抖商传媒，中信建投

1.2.2 电商热衷“造节”，低价促销常态化

电商造节最早的起源来自天猫，2009 年天猫（当时名字为淘宝商城）举办了第一届双十一购物节，从此打开了电商造节的纪元。随后，“双 12”、京东 618、苏宁 818、唯品会 419、小米米粉节、洋码头“黑色星期五”等节日陆续出现，主题节日促销成为电商促销的主要渠道。

促销常态化，消费者购物逐步回归理性。2018 年以来，促销活动日趋常态化，我们统计了 2020 年天猫和京东计划举办的各类活动，可以看到天猫每个月都有促销节，节日数量最多的在 2 月份，叠加春节假期促销活动，2 月份共有 10 个不同种类的活动。“造节”进行促销已经成为电商的常态化操作，且日常节日与双十一促销力度相差不大，以淘宝为例，淘宝年货节跨店满减的折扣为 200-15，双十一的跨店满减折扣为 200-20（和 400-50），力度相差不大，区别仅在于折扣品类不同，双十一会覆盖全部品类。另一电商平台拼多多也将促销活动常态化运行，“百亿补贴”已经成为平台日常板块之一，今年第二季度投入补贴推广 91.14 亿元。

图表19： 天猫和京东日常促销活动



资料来源：天猫，京东，中信建投

图表20： 淘宝年货节与双十一折扣力度对比



资料来源：淘宝，中信建投

1.2.3 疫情散发下线上消费持续，利好双十一期间 GMV

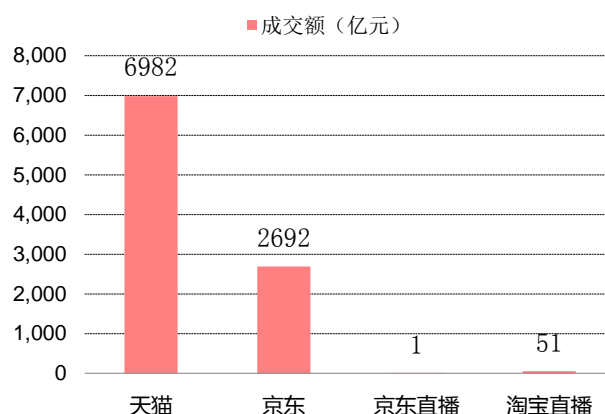
线上直播带货模式逐步成熟，KOL+明星+企业高管合作提高变现率。今年 618 期间，主要电商平台大范围选择将各圈层代表人物引入直播带货行列，KOL、明星和企业高管通过粉丝效应实现 1+1>2 的直播变现效果。以京东为例，在 618 活动期间平台推出了联想总裁刘军、京东副总裁闫小兵和王自健联手在京东直播“云卖货”的活动。淘宝明星主播李佳琦、薇娅也通过明星合作的方式进行品牌推广、带货，同时也多次联手地方政府官员开展农产品直播带货活动。总体来看，KOL+明星+企业高管直播带货的模式已经发展成熟。

图表21： 各平台 618 合作带货案例



资料来源：艾瑞咨询，中信建投

图表22： 2020 年 618 促销数据（亿元）

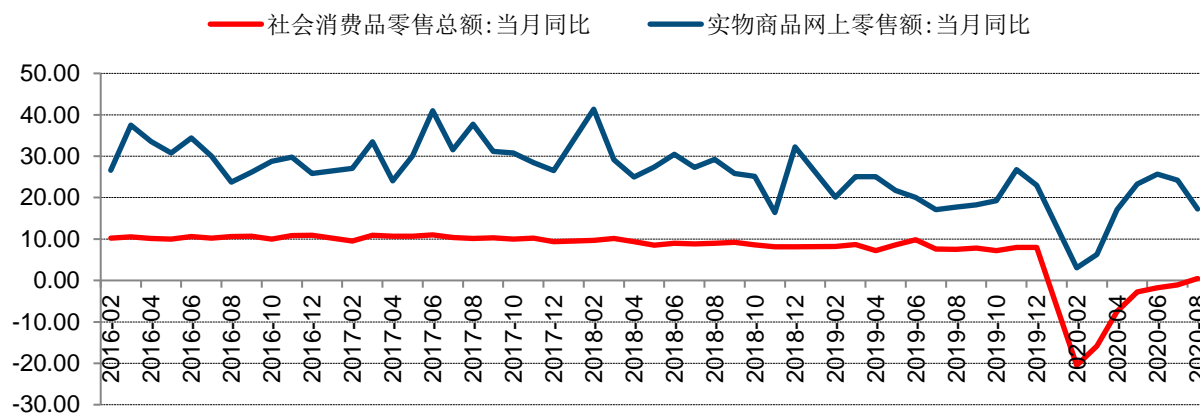


资料来源：克劳锐，中信建投

疫情之后首个促销节日，叠加 618 政府消费券刺激，618 期间成交额表现亮眼。今年的 618 促销，平台、各地政府和商家一共发放了 140 亿元的消费券和补贴。巨大的投入撬动了更大的消费潜能，618 成交额表现亮眼。天猫 618 首日（6 月 1 日），开售 10 小时同比增速超 50%，半天内成交额超越去年全天；京东超市前 10 分钟成交额同增超 300%，14 小时成交额同增 74%，开场 1 小时美妆销售额同比增长 500%。苏宁“J-10%”补贴商品 12 小时销售增长 850%。2020 年的 618 大促中，天猫和京东 618 大促期间累计下单金额分别达到 6982 亿元和 2692 亿元，创造新记录。

疫情点状散发持续，线上消费习惯有望持续。从行业角度来看，疫情影响下品牌主更加重视线上营销和线上渠道销售，线上零售行业持续高景气。我们对比了实物商品网上零售额与社零整体零售的当月同比数，根据国家统计局数据，2020 年 1-8 月，线上销售表现明显优于线下，疫情之后实物商品网上零售额 5/6/7/8 月当月同比增速分别为 23%/26%/24%/17%，相对应整体社零增速为-2.8%/-1.8%/-1.1%/0.5%。我们认为疫情教育下线下零售往线上转移趋势有望持续，消费者的线上购物需求进一步被培养，在线零售以及相应的导购行业的高景气度也有望延续。

图表23： 实物商品网上零售额当月同比 vs 社会消费品零售总额当月同比



资料来源: Wind, 中信建投

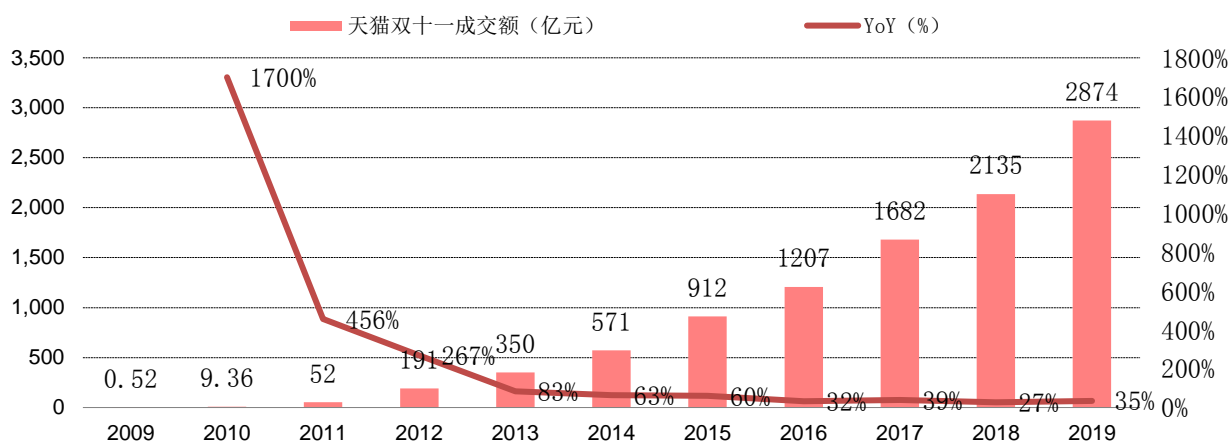
1.2.4 关注“双十一”下沉市场和短视频平台直播带货

与今年 618 对比,我们认为双十一值得关注的是下沉市场和闭环直播带货两条新趋势。1) 淘宝借助双十一推广“淘宝特价版”,对标拼多多抢占下沉市场份额。双十一期间,淘宝重点推广淘宝特价版,在双十一之前的一个半月内,推出 1 亿件商品售价仅要 1 块钱的商品;2) 京东直播玩法升级。今年双十一期间,京东大力推广直播到货模式,京东红人直播带货玩法升级为由百位明星、超级网红和海量达人组成多层次主播矩阵;由京东孵化的超级网红“京东推荐官”和京东采销经理“自营推荐官”将首次亮相双十一直播;商家在快手、知乎、微博等平台进行 CPS 投放或在京东直播带货,扣点降至 1%,可帮助商家节省营销推广成本;3) 快手和抖音打造闭环电商直播带货模式。今年 618 期间,快手与京东合作带货,抖音仍然作为第三方营销导购平台辅助进行推广;双十一期间,快手减少外部合作,重点推荐自建电商平台“快手小店”;抖音完全切断第三方商品来源,“抖音小店”作为独立的电商平台与淘宝京东等展开正面竞争。

购物节促销模式发展成熟,考虑到日常促销不断增加、更多用户选择通过直播进囤货以及双十一折扣力度不足等,我们认为今年双十一的业绩表现有待进一步观察。具体来看:

(1) 常态化促销释放部分消费需求。随着常规促销活动的不断增加以及促销力度的提升,双十一的重要性有所下滑,通过对比日常促销节日、618 和双十一各平台的优惠力度,我们认为双十一的折扣力度并没有显著扩大,二者区别主要在于促销过程的玩法增加,例如增加限时秒杀活动等。且与今年 618 相比,双十一期间政府不再提供消费券。从历史数据来看,天猫双十一成交额增速逐年下滑,也说明年度大促的模式正在被常态化促销挤占空间。

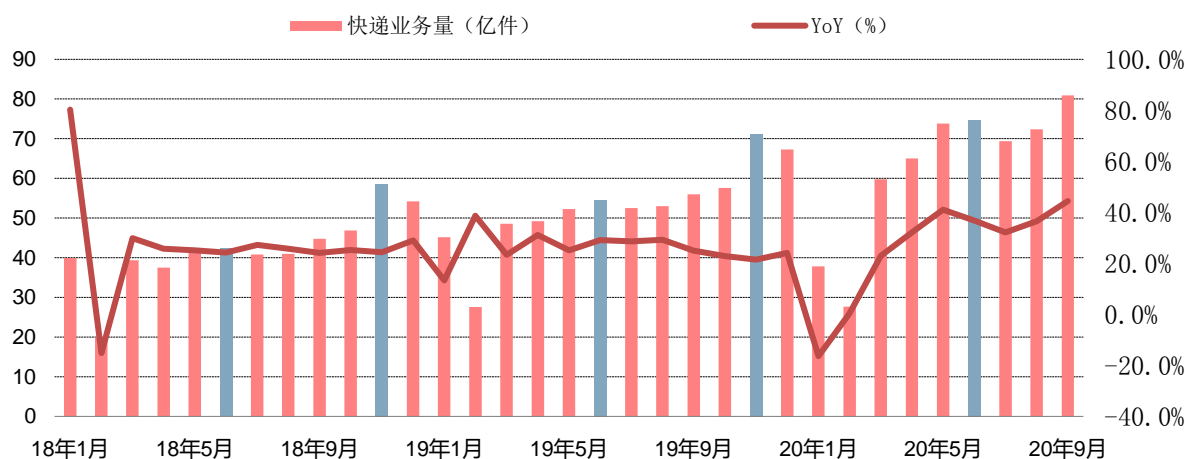
图表24： 历年天猫双十一成交额及增速



资料来源：天猫，中信建投

(2) 直播繁荣是存量转化，直播囤货过多或将导致双十一购买需求提前释放。今年以来，随着直播带货的繁荣，我国快递业务量增速快于往年，根据国家邮政局统计，2020年1-9月，全国快递服务企业业务量累计完成561.4亿件，同比增长27.9%；即使二季度以来线下消费渠道逐渐恢复，快递数量仍然保持较高速度增长，2020年9月快递业务量同比增加44.5%达到80.9亿件，达到历史最高值。今年以来高速增长的快递业务量能侧面反映用户通过网络直播购物的热情，直播带货低价囤货的部分商品提前透支了双十一的市场空间，或将导致今年双十一需求提前释放。

图表25： 2018年1月-2020年9月快递业务量及同比增速



资料来源：国家邮政局，中信建投

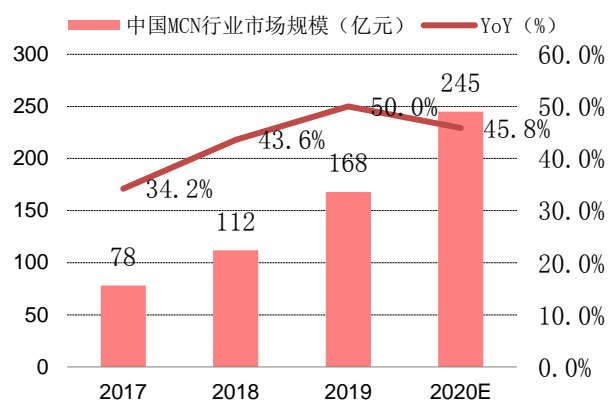
1.3 MCN 布局延伸,代运营模式持续火爆

1.3.1 MCN 热度持续，相关公司积极布局 MCN 业务

MCN 行业高速增长，MCN 机构数量大幅增长。艾媒咨询数据显示，2017 年中国 MCN 市场规模为 78 亿

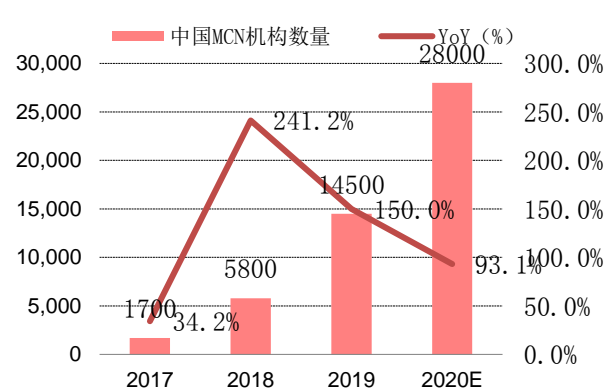
元，预计 2020 年 MCN 市场规模将达到 245 亿元。自 2018 年达到百亿级市场，MCN 行业红利逐渐显现，市场规模不断扩大，较大的市场空间将吸引越来越多、越来越多样的机构、组织进入 MCN 市场。预计 2020 年 MCN 机构数量将达到 28000 家，平均同比增速大于 100%。中国 MCN 产业自 2017 年出现高速增长，MCN 机构数量迅速增加，内容产业入局者越来越多，行业竞争将进一步加剧。

图表26： 中国 MCN 行业市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中信建投

图表27： 中国 MCN 机构数量及增速



资料来源：艾媒咨询，中信建投

上市公司加大 MCN 业务布局，签约明星网红和 KOL 抢占直播带货市场。华扬联众、元隆雅图等企业大量签约明星、博主和网红等，利用已有的渠道资源开展直播带货业务，实现 KOL 流量变现。我们认为，头部 MCN 公司的主播将会大范围参与双十一期间的电商直播活动，增厚公司今年业绩。

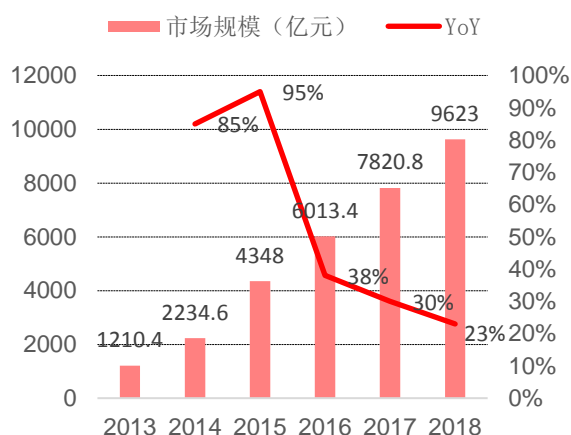
- **华扬联众：签约明星和 KOL，打通更多渠道资源。**1) 公司五月正式与华少达成直播合作意向，在 2020 年 6 月 6 日晚，华少在快手的直播首秀 GMV 就达到了 1.7 亿元；2) 公司以今年以来陆续签约的近百位主播矩阵还会继续发力扶贫助农，并且也会继续吸引更多自有品牌客户的优质产品进入直播电商，同时也会拓展抖音、快手小店等新零售渠道；3) 2020 年 5 月 18 日，华扬联众与太合音乐集团达成短视频深度合作内容合作：未来双方将集合优势资源携手开创短视频的全新营销模式。
- **元隆雅图：20H1 签约 4000+ 博主，打造“一站式”整合营销平台。**1) 谦玛网络今年继续开拓大品牌客户，上半年一共与 4000 名美妆博主合作，采购金额达到 1.3 亿元，已形成美妆客户集群，成为爱茉莉、娇韵诗、欧莱雅、丸美、资生堂等品牌的广告服务商；2) 2020 年 1 月谦玛网络成立子公司沐鹏信息从事营销+代运营业务，主要服务中小品牌和代工厂等下沉客户，已签约鳗鲡堂、葛一点、早晚读书、蔓楼兰等品牌，进一步扩张产业链布局。
- **起步股份：起步和辛选深度融合，打造母婴童新零售生态圈。**10 月起步股份与辛有志旗下的辛选合作成立辛选新零售，合作进行母婴童产品的开发和销售，主要包括母婴童品牌新 IP 开发、母婴童产品供应链整合、2200 家门店主播培养、2200 家门店线上线下融合开启“云逛街”等合作业务。其中辛选提供辛选直播、“严选”产业链赋能、辛选直播基地、5G/VR 等技术与服务。起步股份则拥有二十年儿童品牌沉淀、二十年童装童鞋研发沉淀，为辛选提供自有工厂+检测实验室+OEM/ODM 的供应链能力和 2200 家门店资源与流量资源。
- **星期六：加大主播签约力度，为电商变现打下良好基础。**1) 2020 年上半年，遥望网络建设直播电商

产业基地一期并逐渐开始投入使用，基地建设 100 个以上主播直播间，50 个以上的品牌直播间；2) 截至 2020 年 8 月 20 日，遥望网络二季度以来新签包含王耀庆等 60 位明星或主播/达人，新签主播主要以直播电商方向为主。7 月份以来公司加大了成熟主播的签约力度，平台覆盖抖音、快手、B 站、小红书、西瓜视频等；3) 公司与浙江文广集团、杭州文广集团达成合作，签约部分主持人进行孵化。

1.3.2 传统品牌布局线上渠道成为刚需，代运营模式持续火爆

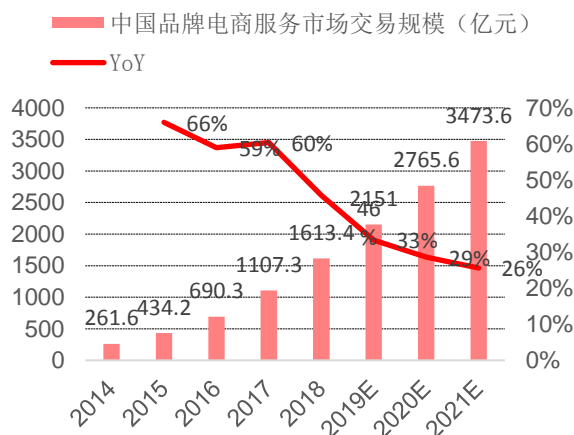
国内 B2C 电商兴起，线上零售渗透率快速提升，传统品牌线上渠道需求增加。根据中国国家统计局公布的数据，2019 年国内实物商品网上零售总额 8.52 万亿元，同比增长 21.43%，近三年来同比增速在 27% 左右。伴随着线上零售市场的高速发展，企业不断探索电商渠道销售，电商代运营行业也随之蓬勃发展。由于线上选品、营销、物流等环节与线下差异较大，品牌商普遍面临着供应链能力和电商基础设施建设不足的难题，电商代运营服务应运而生。中国产业信息网数据显示，2018 年中国品牌电商代运营市场规模达 1613 亿元，同比增长 45.7%，领先电商大盘增长，预计 2021 年市场规模达到 3474 亿元。代运营服务商数量从 2014 年的 2.8 万家提升到 2018 年的 7.2 万家，行业处于快速增长阶段。

图表28： 中国代运营市场规模及增速



资料来源：中国商务部，中信建投

图表29： 品牌电商服务市场交易规模及增速



资料来源：中国商务部，中信建投

代运营贡献电商 GMV 比例小，未来仍有较大提升空间。智研咨询数据显示，天猫 GMV3 年平均增速 32%，代运营服务商公司 GMV 渗透率仅 6%。2019 财年天猫 GMV 达 2.6 万亿，2018 年天猫服务商 GMV 仅 1500 亿元，占比不足 6%，代运营服务商公司 GMV 渗透率仍有极大提升空间。天猫代运营服务商 GMV 三年目标 5000 亿元，对应复合增速 50%。

企业刚需+电商扶持，代运营迈入快速发展阶段。企业品牌自建团队成本高、难度大，因此中小企业大多选择通过代运营模式进行线上渠道销售。同时，电商行业的竞争日趋激烈，为了提高 GMV，电商平台加大扶持代运营企业，以天猫为例，2019 年天猫宣布未来三年代运营服务商 GMV 目标从 1500 亿至 5000 亿，预计将开放 2000 家品牌招商名额，电商服务企业 GMV 增速有望持续快于 B2C 电商。天猫设定了 6 个级别的服务商评价体系，级别为按照代运营服务商的渠道/店铺/新零售/数据运营能力、营销能力、代运营规模等指标进行评定，对不同级别的代运营服务商提供不同的扶持力度。

图表30： 天猫运营商星级权益

						
平台权益 \ 星级	一星	二星	三星	四星	五星	六星
星级背书	√	√	√	√	√	√
平台透出	√	√	√	√	√	√
天猫服务商年会邀请		√	√	√	√	√
天猫店铺主体变更			√	√	√	√
榜单公示			√	√	√	√
服务商专属赋能培训			√	√	√	√
新品牌服务商推荐			√	√	√	√
重点品牌推荐				√	√	√
专人服务支持				√	√	√

资料来源：天猫头条，中信建投

二、相关上市公司

2.1 天下秀：扎根红人经济，看好新媒体营销赛道增长空间

2.1.1 新媒体营销龙头，四大平台构建粉丝经济闭环

天下秀是一家以大数据技术驱动型的红人新经济公司。公司致力于为广告主提供智能化的新媒体营销解决方案，实现产品与消费者的精准匹配，帮助广告主低成本获取客户以及带动产品销售和口碑转化，同时帮助新媒体从业者实现高效便捷的价值变现。天下秀 2009 年成立，公司经历了自博客时代以来的所有社交媒体的发展，是国内成立最早的红人经济公司之一。

打造“去中心化”新媒体营销产业链，实现跨平台覆盖推广。公司通过“去中心化”的新媒体营销概念，构建一个助力客户及新媒体成长的完整营销体系。目前公司与微博、微信、抖音、小红书等多个主流新媒体平台的众多知名自媒体有着多维度的深度合作，实现了跨平台自媒体推广，并汇集了丰富的自媒体资源。客户资源既包括世界 500 强的品牌客户，也覆盖信息技术(含互联网)、快速消费品等多领域的中小客户。服务领域覆盖美容美妆、房产汽车、母婴玩具、影视娱乐、金融服务等众多行业。

公司通过 WEIQ、SMART、TOPKLOUT 克劳锐和 IMsocial 红人加速器四大平台，协同合作构建完整 KOL 粉丝经济闭环。公司的 WEIQ 平台主要帮助广告主在微信、微博、抖音、快手、小红书等平台上进行 KOL 广告的投放，目前平台内整合的 KOL 数量超过 100 万人。SMART 平台主要业务是为广告主提供新媒体的综合解决方案，即新媒体营销的全案策划。克劳锐是一个提供第三方数据监测服务的机构。IMsocial 红人加速器是一个孵化网红的平台，目前入驻的 MCN 机构超过 150 家，头部 KOL 超过 200 人。我们认为公司在新媒体营销领域已经搭建了一个完整的业务矩阵，在 KOL 数量上形成规模优势，未来有望持续获得广告主营销预算。

图表31：天下秀四大核心平台



资料来源：艾瑞咨询，天下秀，中信建投

2.1.2 定增拓展新媒体营销业务，全年业绩有望高增

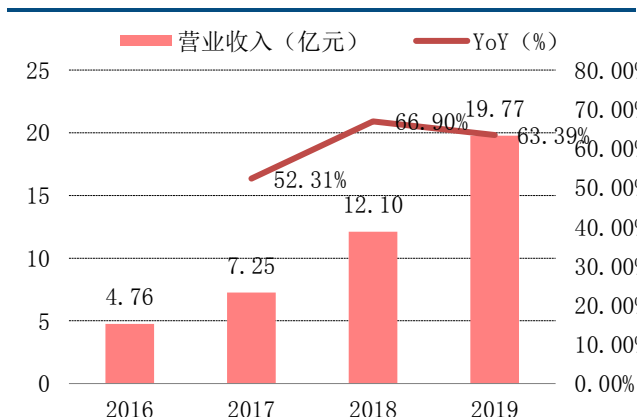
天下秀发布 2020 年中报业绩，上半年实现营业收入 13.20 亿元，同比增长 66.01%，实现归母净利润 1.35 亿元，同比增长 40.54%，实现扣非后归母净利润 1.51 亿元，同比增长 60.00%。其中单二季度营业收入 7.84 亿元，同比上升 74.24%，归母净利润 0.80 亿元，同比上升 37.32%。

疫情提升互联网使用时长，营销实现线下向线上转移。从行业角度来看，2020 年上半年全球新冠疫情对于互联网媒体及广告营销格局造成深远的影响：随着互联网使用时长的不断增长，广告主线下媒体广告投放预算不断往线上转移；同时抖音、快手、微博等新媒体用户使用时长不断增长，线上广告整体维持较高增速。公司上半年营业收入 13.20 亿元，同比增长 66.01%，我们认为主要是公司新媒体营销业务的高速增长。

定增完善新媒体数字营销业务，有望借助行业红利实现业绩高增长。2020 年 4 月公司发布公告，非公开发行募集资金不超过 21.2 亿元，用于主营业务新媒体营销业务及补充流动资金，2020 年 8 月 10 日获证监会核准批复，具体来看：

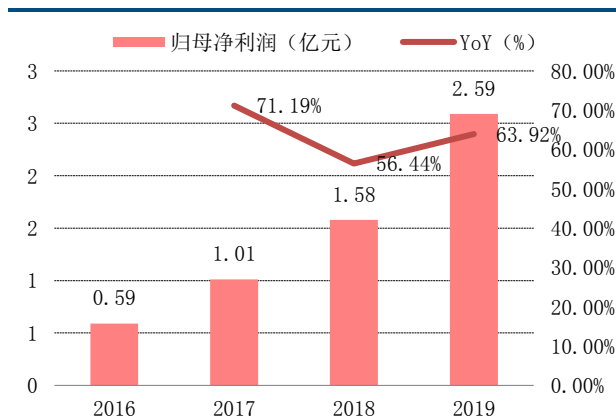
- **新媒体商业大数据平台建设项目投入募集资金 9.10 亿元**，主要用于构建自有云平台的大数据系统，对营销业务所需数据进行统一收集、处理、分析及存储，利用人工智能算法等功能，深入挖掘自媒体信息统计数据、自媒体搜索数据、受众群体数据和自媒体效果数据等大量多维度业务数据，提升自媒体定向选择、投放时效、投放效果等广告营销分析能力，有助于为客户提供更加智能化的新媒体营销解决方案。
- **WEIQ 新媒体营销云平台升级项目投入募集资金 5.80 亿元**，主要用于对现有 WEIQ 新媒体营销云平台的升级：SaaS 智能营销云平台升级为了满足不同企业客户的定制化新媒体营销需求，实现不同企业客户差异化的资源列表管理及展示、交易流程管理、投前资源分析、投中交易跟踪以及投后结案报告生成等功能；MCN 专业营销云平台升级为了满足 MCN 对自媒体账号推广和包装的需求，可实现单个账号信息的完善及包装、多账号组合生成报价单等功能，并提供多种 MCN 辅助工具及特定 MCN 店铺配置功能。
- 补充流动资金项目投入募集资金 6.30 亿元，主要用于新媒体营销规模扩张对于媒介资源的采买。

图表32：天下秀营业收入及增速



资料来源：Wind，中信建投

图表33：天下秀归母净利润及增速



资料来源：Wind，中信建投

2.2 值得买：持续加码短视频/直播带货，双十一有望提振全年 GMV

2.2.1 内容导购龙头，持续加码短视频/直播带货

值得买的主营业务是运营内容类导购平台什么值得买网站(www.smzdm.com)及相应的移动端，主要为电商、品牌商等客户提供信息推广服务。什么值得买集导购、媒体、工具、社区属性于一体，通过向用户介绍高性价比、好口碑的商品及服务，为用户提供高效、精准、中立、专业的消费决策支持。

值得买通过定增打造“社区+短视频及直播”的商业模式，通过星罗平台进行短视频/直播的带货业务布局。以直播、短视频为主要载体的内容营销是值得买内容生态体系建设中的重要一环，为此公司于 2020 年 6 月发布定增计划，拟向不超过 35 名特定投资者发行不超过 1600 万股，募集资金不超过 10 亿元布局短视频及直播业务（后修正为 7.28 亿元）。2020 年 6 月，值得买子公司星罗创想召开线上发布会，星罗创想平台一端链接品牌商，另一端链接创作者，帮助品牌商找到合适的创作者，再通过对接外部短视频、直播等媒体提升外部渠道的内容变现效率。我们认为此前值得买的产品展现形式主要是以图文为主，当前直播和短视频形式的产品推出进一步提升了公司产品的多样化。我们认为可以从 GMV 的提升和 ARPU 的提升的角度，来分析公司新增直播/短视频渠道和布局 MCN 对于公司营业收入的提升：

- 公司开通新的短视频和直播频道之后，通过 UGC 贡献或者自身 MCN 培养的 KOL 在平台内进行短视频和直播的营销推广和带货。我们认为根据值得买平台严肃推荐的内容属性，值得买上直播可以分为两种：（1）第一种是人气 KOL 进行直播带货，利用 KOL 的人气和煽动性的语气促使消费者冲动消费，直接促进商品销量的提升；（2）第二种是资深 KOL 对于各个品牌进行严肃评测，凭借 KOL 对于产品的了解深度和专业度，通过加强对于消费者的教育来拉动产品销售。
- 同时，公司新增设的短视频和直播营销频道也会提升公司平台上广告的营销转化率，从而提升公司的 ARPU 值和广告收入。根据艾瑞咨询的数据，消费者在观看短视频品牌宣传广告之后，有 54.9% 的用户会选择点击广告了解更多详情。

图表34：值得买 MCN 整体布局图



资料来源：公司公告，中信建投

营销+代运营联动发展，与华熙生物开展营销及代运营战略合作。以华熙生物为例，9月5日值得买子公司星罗与华熙生物召开战略合作发布会，双方将在抖音营销推广及抖音小店代运营等方面开展深度合作，共建短视频/直播电商营销新生态。目前华熙生物旗下的润百颜、米蓓尔、夸迪等品牌产品均已通过星罗平台与抖音创作者【例如蒋丽莎 Lisa（300 万粉丝）、美妆春蚕（222 万粉丝）、崔佳楠（178 万粉丝）、乐乐团长（155 万粉丝）等】进行短视频和直播带货的合作。

2.2.2Q4 电商促销旺季，提振全年 GMV

值得买发布 2020 年三季报业绩预告，预计前三季度归母净利润 7406-8640 万元，同比增长 20%-40%。其中单三季度归母净利润 1565-1863 万元，同比增长 5%-25%。第三季度是行业的淡季，公司单第三季度归母净利润增速环比下滑，我们判断主要是股权激励费用、新业务布局带来的人员费用增加以及产品营销推广三个因素影响。从收入端来看，我们预计公司收入端健康增长。

图表35：值得买主要商业模式



资料来源：公司公告，中信建投

促销活动对公司 GMV 影响大，双十一将提振全年 GMV。Q4 各大平台促销旺季来临，公司导购业务帮助用户进行消费决策，有望最为受益。今年什么值得买平台已经在首页率先上线了双十一相关的内容推广，开始

进行双十一预热。对比往年的情况，2019 年公司上线“双十一红包助手”，针对大促场景提升用户体验。公司公告显示，2019 年公司双十一大促当天确认 GMV 达 15.22 亿元，同比增长 61.40%，约占比全年 GMV 的 10%。从今年 618 的促销情况来看，2020 年“618”大促当天，净交易额(确认 GMV)达 10.02 亿元，同比增长 69.11%。我们认为，双十一等促销活动带来的寻找优惠券、查看导购的需求将显著提升用户对公司产品的需求，双十一活动将提振全年 GMV。

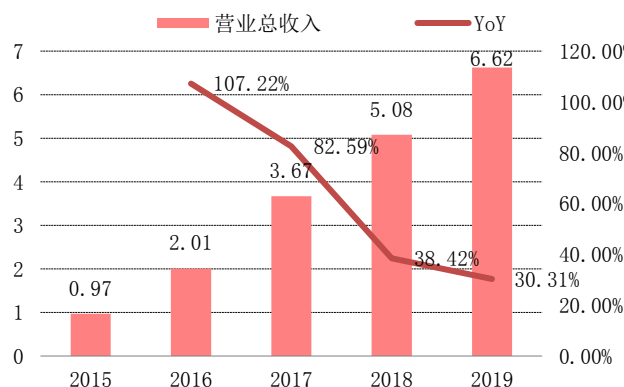
图表36：值得买开始进行双十一相关推广



资料来源：公司官网，中信建投

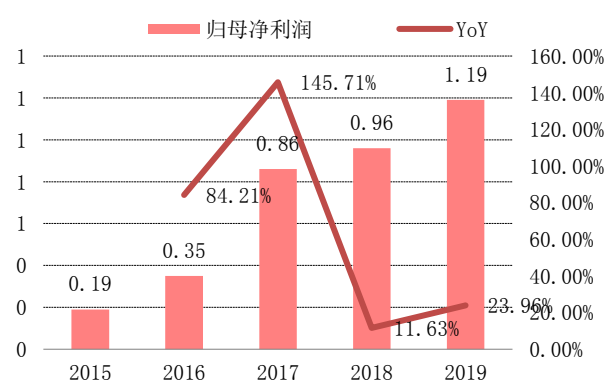
长期来看，我们认为公司是移动互联网+消费领域稀缺的平台型标的，我们预计公司未来三年净利润仍能维持 30%以上增速，主要逻辑有（1）公司通过用户激励和短视频/直播等新形式不断增加优质内容的供给，我们预计未来三年公司月活用户数平均每年增长 10%-15%；（2）导购佣金收入增长取决于 GMV 和佣金率，生活频道的上线有助于消费频次的提升，我们预计未来三年用户年平均购买次数分别为 3.6、4.0、4.2 次，GMV 有望提升至 198、253、336 亿元。高佣金率的短视频/直播及生活频道业务上线后，我们预计未来三年公司整体佣金率有望提升至 2.3%、2.4%、2.5%；（3）广告收入增长取决于月活用户数和广告 Arpu 值，我们预计未来三年广告 Arpu 分别为 11.1、11.7、12.2 元，主因疫情引导品牌主加强线上零售渠道建设，以及对于线上营销及导购平台重视度的提升。

图表37：值得买营业收入及增速



资料来源：Wind，中信建投

图表38：值得买归母净利润及增速



资料来源：Wind，中信建投

2.3 华扬联众：沉淀数字营销优势，“星运营链”提升代运营能力

2.3.1 数字营销龙头，拓展品牌代运营

华扬联众是数字营销领域的龙头。公司通过自主研发的智能平台系统运用大数据分析手段挖掘、提取、预测、监测、比对和分析商业数据结果，从全局视野观察和理解品牌、市场和消费者，形成全域营销策略建议，赋能于优秀品牌运营，为品牌客户提供全域增长服务。

升级品牌代运营业务，抖音小店运营能力是核心竞争力。公司的品牌代运营业务主要向供应商采购商品后进行销售，同时提供线上店铺运营、渠道导流与采购、仓储物流、售后与会员管理等服务。华扬联众自 2015 年开始就有布局代运营业务，当时主要以为飞利浦等平台提供买断式服务为主。2019 年开始，公司升级原有买断式销售代理业务模式，依托海外分公司推荐的韩国美妆 OOOZOO 和日本小家电品牌 recolte，试水品牌代运营业务。在“抖快”平台快速崛起，公司开始帮助旗下自有品牌以及服务的品牌开展抖音和快手小店的代运营。

签约知名 IP，为代运营品牌提供短视频/直播带货。4 月 27 日，华扬联众签约华少，携手进军直播领域。华少是国内著名主持人，曾主持过《梦想的声音》、《中国有嘻哈》、《中国梦想秀》等多档广受好评的综艺节目。华扬联众签约华少之后，未来的直播电商将以扶贫助农，以及优质品牌产品进入直播电商服务为主要方向。5 月 18 日，华扬联众与太合音乐集团达成短视频深度合作。太合音乐集团是国内领先的音乐服务机构，旗下拥有薛之谦、田馥甄、谭维维、许嵩、品冠、刺猬乐队、Click#15 等百位知名音乐人。其中，华扬联众已经与薛之谦深度合作推出品牌 X 明星全链营销项目，主要形式有薛之谦定制短视频、专属权益和传播资源匹配等。

图表39： 薛之谦&华扬联众整合营销



资料来源：华扬联众，中信建投

图表40： 华扬联众通过张国伟直播间带货“趣卡”



资料来源：抖音，中信建投

设立合资公司布局供应链+品牌代运营，有望落地更多大品牌代运营项目。2020 年 4 月公司与内蒙古民丰种业合作，设立合资公司内蒙古华扬联众电子科技商贸有限公司（公司出资占注册资本 49%）。该合资公司将充

分发挥华扬联众在新营销、新运营、新渠道的丰富经验及民丰种业在生产、加工的供应链优势，探索在休闲食品领域的品牌代运营业务，打造国内知名健康休闲零食品牌。5月1日，合资品牌趣卡首批四款产品在淘宝、有赞、抖音、快手、小红书平台首发上线，其中6月20日合营张国伟直播带货自有品牌趣卡。该项目由华扬联众子公司DM数行全权负责，服务内容包括品牌策划、包装设计、内容种草、效果导流等营销和销售业务流程。我们认为该项目是公司今年战略转型切入品牌代运营的重要探索，有望落地更多的合资代运营公司和大品牌代运营项目。

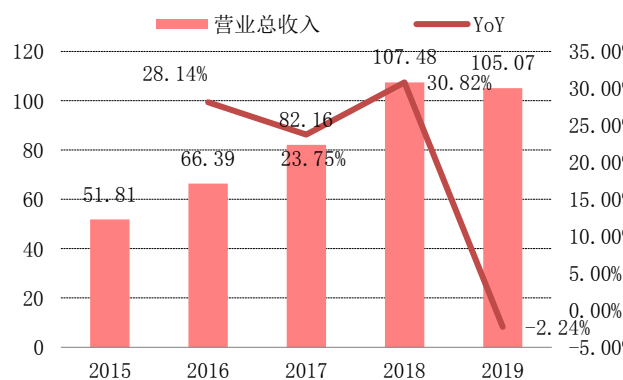
线上直播带货和新渠道拓展作为突破口，开发“星运营链”提升代运营能力。2020年开始，公司积极应对疫情对各地业务的影响，进一步优化客户结构，提升客户合作黏度。以线上直播带货和新渠道拓展作为突破口，开发“星运营链”等新产品，星运营链作为以营销体系搭建的KOL数字营销运营平台，从实效营销维度为品牌提供包括KOL挑选、挖掘、评估、流量沉淀、内容优化的一站式专属服务，从营销场景、带货品类、带货价格，种草指数、影响力指数、转化指数等多个维度出发，达到人（KOL）货（品类及价格）场（营销场景）的智能推荐及精准匹配，并建立实效KOL及内容考核维度，实时追踪及优化KOL营销链路。用技术赋能，深化代运营业务体系，切实做好供应链+品牌代运营，保持持续性创新，创造品牌价值，实现客户需求。

2.3.2 代运营项目持续发力，整体毛利率有望提升

华扬联众2019年营收略微下滑，归母净利润提升，毛利率、净利率稳中有升。2019年公司营业收入105.06亿元，同比下滑2.24%，主要受2019年整体广告主景气度影响，归母净利润1.92亿元，同比增长49.71%，扣非后归母净利润2.01亿元，同比增长14.55%。2019年公司毛利率11.72%，同比上升1.83个百分点；净利率1.83%，同比上升0.63%。

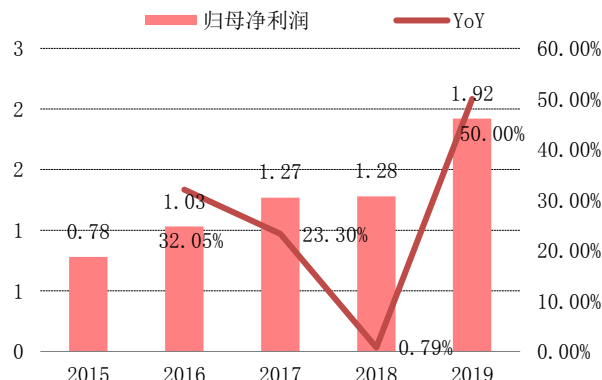
转型品牌代运营，优化商业模式，提升公司业务整体毛利率。2019年公司升级原有买断式销售代理业务，转型品牌代运营，本质为从原有分销环节转向高毛利率的代运营和零售环节，优化商业模式，扩大利润空间。2020年4月份公司发布定增预案，募资9.09亿元，主要用于品牌代运营等业务。5月1日首个合资品牌趣卡在社交电商渠道上线。我们通过与壹网壹创的对比研究，认为公司新业务模式长期有望仿照壹网壹创线上营销业务（毛利率42%）与线上管理业务（毛利率70%）。考虑公司现有客户结构，我们认为今年品牌代运营业务毛利率有望提升至25%+。

图表41：华扬联众营业收入及增速



资料来源：Wind，中信建投

图表42：华扬联众归母净利润及增速



资料来源：Wind，中信建投

2.4 元隆雅图：Q3 业绩超预期，电商代运营打开成长空间

2.4.1 礼赠品龙头，电商代运营打开上涨空间

元隆雅图成立于 1998 年，是国内礼赠品龙头公司，成立以来，公司积累了丰富的供应商及客户资源，在上游签约一千多家供应商并具有成熟的供应商管理体系，在下游与伊利、华为等多个行业头部客户建立长期稳定的客户关系。在传统礼赠品业务的基础上，公司拓展了促销业务，通过积累的数据资源为客户提供有效的数字化促销服务解决方案。近年来借助短视频/直播带货的风口开展数字化营销业务，2018 年收购谦玛 60% 股权切入新媒体营销业务，2019 年成立 MCN 公司杭州仟美，布局 KOL 资源，2020 年成立上海沐鹏，利用新媒体手段帮助企业快速建立线上销售渠道。具体来看：

- **礼赠品（促销品）业务：**主要为客户供应礼品和促销品。包含方案创意策划、礼赠品设计研发、采购和销售等，收入体现为产品销售收入。促销品是快消类公司（食品、饮料、日化等）常用的促销手段，快消类产品具有消费频次高、品牌忠诚度低的特点，促销品能够吸引消费者购买和多买。与价格折扣相比，赠品不损害价格体系，时效性强，企业可以用较低的成本取得良好的营销效果。该业务 2019 年毛利率为 19.34%，同比下滑 3.87 个百分点。
- **促销服务业务：**主要为客户提供营销服务。在移动端开展促销活动、开发和运营礼赠品电商平台，包括经销商渠道管理电商、礼品集中采购电商、会员积分礼品电商等，以及相关的仓储物流，收入体现为服务收入。该业务 2019 年毛利率为 30.38%，同比上升 3.87 个百分点。
- **新媒体营销服务：**该业务主要来自于公司的控股子公司谦玛网络。2018 年公司通过收购谦玛 60% 股权切入新媒体营销业务。谦玛网络向品牌客户提供基于网红 MCN 的营销服务，包括广告策略、创意、内容、投放、效果分析等。谦玛的媒介投放基于自主研发的沃米系统，在主要社交媒体（微博、微信）和短视频平台（抖音、快手、B 站、小红书）发现高商业价值账号，与品牌主的目标市场进行匹配并制定投放策略。该业务 2019 年毛利率为 26.46%，同比下降 1.71 个百分点。2019 年谦玛网络实现营业收入 3.10 亿元，实现净利润 0.45 亿元。

图表43：元隆雅图主要客户

快消/食品类	医药类	奶粉/乳制品	数码电子	手机/通讯/互联网	电器/金融/其他
					
					
					
					
					
					

资料来源：公司官网，中信建投

疫情催化背景下，线下渠道转向线上渠道销售转型成为企业刚需。2020 上半年，疫情加速了消费从线下向

线上的转移，网红经济引起全社会高度关注，各大品牌开始意识到线上渠道的重要性，不断增加新媒体广告投放的频次、数量和金额；过去依赖线下渠道的品牌加速电商布局，营销方式从传统媒体向新媒体转变，还有众多出口代工企业，受海外疫情影响，转向国内电商零售市场，对新媒体营销产生了增量需求。

设立子公司，试水小品牌、代工厂等下沉客户的营销+电商代运营一体化业务。2020 年上半年，谦玛网络设立控股子公司沐鵬信息，沐鵬信息注册资金 100 万元，谦玛网络出资 51 万元，占股权比例 51%；上海趣鸽信息技术有限公司出资 49 万元，占股权比例 49%。沐鵬信息从事数字化广告、新媒体营销、MCN、电商代运营等业务。在营销+电商代运营业务上，谦玛网络上半年着手组建团队并开发客户，2020 年上半年已陆续签约鳗鲡堂（烤鳗鱼产品）、葛一点（葛根粉食品）、早晚读书（内容付费）、蔓楼兰（旗袍）等品牌。

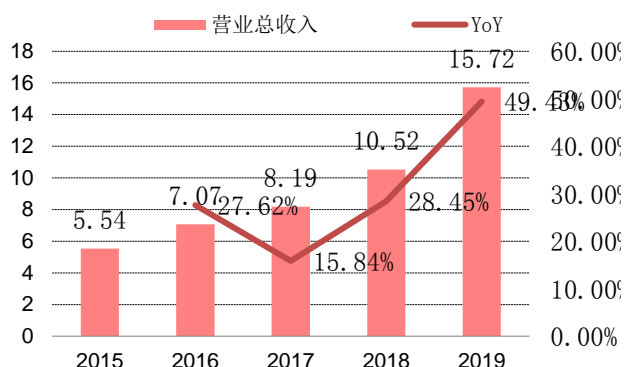
签署战略合作协议落地代运营项目，与天马食品就新媒体营销的电商代运营开展全方位合作。2020 年 7 月 9 日，天马科技发布公告称公司全资子公司福建天马食品有限公司与北京元隆雅图文化传播股份有限公司控股子公司上海谦玛网络科技有限公司签署协议，双方将就新媒体营销的电商代运营服务开展全方位合作。根据战略框架协议，谦玛网络负责天马食品鳗鲡堂全线产品天马旗舰店销售及品牌推广，服务内容包括品牌策划、快抖等新媒体营销推广、短视频内容制作及店铺运营等。协议目标销售额为三年至少完成 1.5 亿元，预计总计为谦玛网络贡献 4500 万元营销服务收入，合同期满后优先续签 2 年。本次合作双方按照月度评估营销及销售效果，首年（2020 年）合作销售目标为 1500 万。

2.4.2 电商营销+传统业务双轮驱动，Q3 业绩超预期

元隆雅图公司发布业绩预告显示，2020 年前三季度实现归母净利润 1.07 亿元-1.23 亿元，同比增长 30%-50%。其中，2020 年第三季度公司归母净利润 3832 万元-5473 万元，同比增长 71%-145%。2020 年以来，公司整合营销业务三大板块礼品供应、新媒体营销及数字化营销服务均发展良好，客户的营销物料和新媒体广告需求旺盛。公司的新客户开发、腰部客户培育战略行之有效，创意设计和供应链整合的竞争优势助力方案中标和订单执行，前三季度有望达成上年全年净利润。

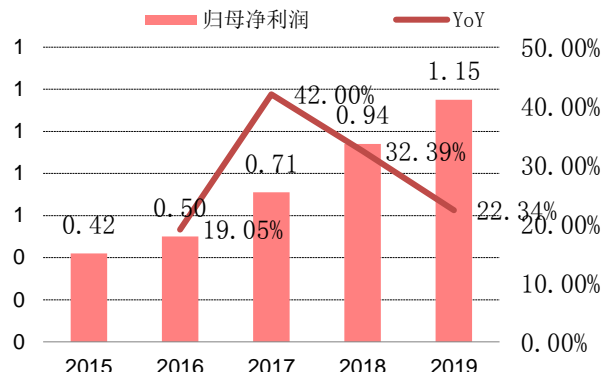
- **礼品供应：业务向线上转化，冬奥会利好刺激业务上涨。**根据公司最新调研公告及半年度报告，公司 2020Q1 礼品业务由于受到疫情影响，线下销售同比-20%，Q2 业务逐步消化疫情影响，通过中国银行网银等渠道进行销售取得了良好的业绩；2020 年 9 月 21 日为北京 2022 年冬奥会开幕 500 天倒计时，冬奥会各项宣传事项均已相继展开，公司作为冬奥会特许经营方，特许品经营业务增长前景较好。2020 年上半年，公司特许纪念品业务和贵金属工艺品业务实现收入 5,202.89 万元，同比增长 253.60%。
- **新媒体营销：该业务主要来自于公司的控股子公司谦玛网络。**2020 年 1-6 月，谦玛网络实现营业收入 22,028.68 万元，同比增长 93.22%，实现归属母公司股东净利润 2,835.03 万元，同比增长 85.34%。谦玛网络收入和利润同比增幅较大，主要是核心客户订单大幅增加，同时新开拓客户当年释放业绩。谦玛网络已形成美妆客户集群，成为爱茉莉、娇韵诗、欧莱雅、丸美、LV(香水化妆品)、蒂佳婷、资生堂等品牌的新媒体广告服务商，与美妆博主的合作上有望形成规模优势。上半年，谦玛网络与近 4000 名美妆博主合作，采购金额约 1.3 亿元。上半年，谦玛网络毛利率 23.35%，同比下降 5.12 个百分点，主要原因是业务规模扩大，且毛利率相对较低的媒介投放业务增速比毛利率较高的 IMC 业务增速快。谦玛网络业绩承诺：2018-2020 年扣非归母净利润不低于 0.32、0.40、0.50 亿元。

图表44：元隆雅图营业收入及增速



资料来源：Wind，中信建投

图表45：元隆雅图归母净利润及增速



资料来源：Wind，中信建投

2.5 星期六：KOL 孵化进入变现期，看好长期业绩表现

2.5.1 女鞋业务起家，顺利转型头部 MCN 机构

星期六为国内领先的鞋业品牌运营商，是深圳 A 股第一家上市的国内女鞋企业。由于行业景气度持续不高，公司 2018 年开始拓展互联网营销业务，收购遥望网络拓展游戏线上营销、微信公共号营销等业务，并开始进入直播电商领域。

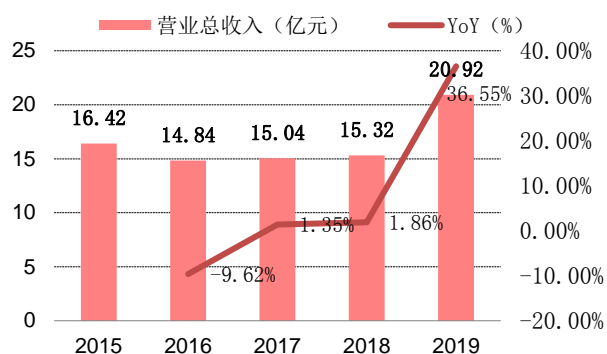
签约明星+内部孵化，快速转型为头部 MCN 机构。星期六的子公司遥望网络主要通过签约明星（如王祖蓝、张柏芝）和内部孵化网红（如瑜大公子、李宣卓）进行 KOL 培养，借助粉丝效应直播电商 GMV 快速放量，成为快手、抖音等平台头部 MCN 机构。公司半年报显示，截至 2020 年 8 月 20 日，遥望网络二季度以来新签包含王耀庆等 60 位明星或主播/达人，新签主播主要以直播电商方向为主。上半年，公司加大了主播签约及淘汰力度，尤其 7 月份以来公司加大了成熟主播的签约力度，平台覆盖抖音、快手、B 站、小红书、西瓜视频等。另外，公司与浙江文广集团、杭州文广集团达成合作，签约部分主持人进行孵化，目前已经积累了可观的粉丝量。

2.5.2 直播电商业绩亮眼，看好长期业绩表现

星期六发布三季度业绩预告，2020 年 Q3 预计亏损 1,100 万元-盈利 2,590 万元，上年同期为盈利 4,423 万元；前三季度合计亏损 0.78-1.15 亿元，上年同期为盈利 1.05 亿元，我们预计三季度遥望盈利修复，主要拖累仍在女鞋业务。目前公司主要业务分为两大板块：多品牌中高端时尚皮鞋的生产和销售，以移动互联网精准营销为核心的信息技术服务业务。

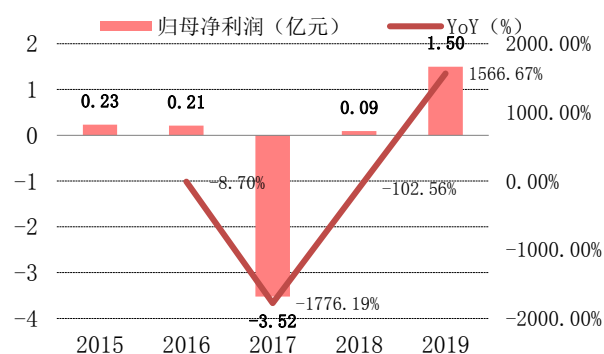
疫情导致女鞋业务受到较大负面影响，长期有一定恢复空间；互联网营销业务景气度较高，旗下主播带货表现亮眼。由于女鞋业务需要开设线下门店，固定成本较高，受到疫情对线下消费渠道限制的影响表现较差。但从直播带货业务来看，公司目前已经形成以王祖蓝、王耀庆、瑜大公子和李宣卓等明星/KOL 为代表的主播梯队，主播带货 GMV 数据亮眼，公司上半年在短视频平台实现带货 GMV 约 9 亿元；从公司头部主播来看，9 月 30 日瑜大公子单场带货 1.4 亿+，以及 9 月 19 日四大主播单日带货破亿便是遥望带货能力的充分验证。受到今年双十一大促的正面影响，我们认为公司全年 GMV 将会有较大幅度提升。

图表46： 星期六营业收入及增速



资料来源: Wind, 中信建投

图表47： 星期六归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中信建投

三、投资建议

投资建议：（1）营销板块，受益于双十一促销期的营销投放：分众传媒、天下秀、华扬联众、元隆雅图、三人行、蓝色光标、省广集团；（2）电商直播，受益于大促期间直播带货 GMV 增长：星期六、起步股份；（3）电商导购，受益于大量促销活动下的消费决策需求：值得买；（4）电商平台上市公司标的；（5）品牌主上市公司标的。

- **分众传媒：**（1）双十一电商大促前期品牌主加强推广，渠道调研显示 10 月新增李佳琦代言的花西子品牌，促销期间电商平台投放有望高增。（2）CTR 梯媒行业数据 6-8 月显示电梯电视和电梯海报刊例花费同比增速持续高企，行业需求旺盛。（3）分众传媒的业务模式决定其业绩在经营杠杆下存在高弹性，我们预计行业竞争格局趋缓下全年业绩有望持续高增。我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业总收入 117.3、153.0、189.0 亿元，实现归母净利润 35.9、52.1、64.8 亿元，同比增速为 91.7%、44.8%、24.5%，维持买入评级。
- **天下秀：**（1）公司拥有国内 KOL 数量最多的平台，目前拥有 100 万+KOL，有望充分受益于双十一品牌主促销活动；（2）公司新媒体营销业务毛利率远高于行业平均，上下游高度分散，平台属性议价能力较强；（3）定增项目进一步完善 WEIQ 新媒体营销云平台升级，增强公司营销业务核心竞争力。我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业总收入 36.9、54.1、74.7 亿元，实现归母净利润 4.0、5.8、7.4 亿元，同比增速 55.5%、44.1%、28.0%，维持买入评级。
- **华扬联众：**（1）公司 6 月以来签约包括华少在内的数百名主播，拓展抖音、快手小店等新零售渠道进行品牌代运营业务拓展，双十一品牌代运营业务有望放量；（2）转型品牌代运营后行业天花板打开，代运营业务提升公司整体毛利率；（3）数字营销品牌主结构不断优化，转向快消、化妆品等高景气行业客户。我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 117.6、138.9、154.9 亿元，实现归母净利润 3.2、4.6、5.4 亿元，同比增速为 70.8%、40.3%、16.8%，维持买入评级。
- **值得买：**（1）双十一各电商平台开展促销，公司导购业务帮助用户进行消费决策有望受益，2019 年公司双十一当天 GMV 达 15.22 亿元，约占比全年 GMV 的 10%。（2）导购赛道低获客成本，高导购、广告变现天花板。公司深化内容布局，优质内容带来月活用户和用户粘性提升；（3）定增布局短视频/直播商业化平台，增加流量变现渠道。我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业总收入 8.3、10.9、14.2 亿元，归母净利润 1.6、2.3、3.0 亿元，同比增速为 38%、37%、31%，维持买入评级。

四、风险分析

电商政策变化风险、新业务开展不及预期风险、公司成本管控风险。

分析师介绍

杨艾莉：中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。

夏洲桐：北卡罗莱纳州立大学硕士，浙江大学学士，曾就职于中泰证券，4 年证券行业研究经验。2020 年加入中信建投证券。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告