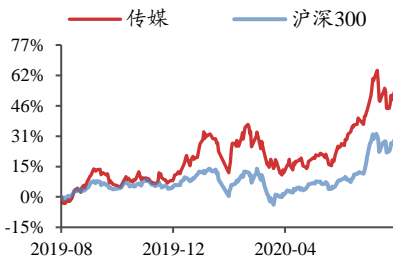


传媒

2020 年 08 月 04 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业深度报告-电影系列 3—工业化扬帆起航，驱动产业长期发展》-2020.8.3

《行业周报-游戏看头部新游上线，电影看头部大片定档》-2020.8.2

《行业周报-聚焦 CJ 及新片上映，看娱乐内容产能释放》-2020.7.26

“快抖微”竞相登场，开启直播电商的“中场战事”

——行业深度报告

方光照（分析师）

fangguangzhao@kysec.cn

证书编号：S0790520030004

● 快抖微拓展直播电商，带来增量市场

快手/抖音/微信作为重要流量平台，在 2020H1 月活用户规模分别达 4.87/5.86/9.96 亿人，这为其拓展直播电商业务提供了流量基础。根据我们测算，2020 年快手/抖音/微信直播电商 GMV 或达 3,500 亿元，同时对比淘宝/京东/拼多多三大整合电商平台万亿元以上的交易额，我们判断凭借不逊于综合电商的流量水平，快抖微有望持续提升直播电商行业天花板，带来增量新市场，为产业链的参与者带来发展机遇。

● 前端开源引流，后端联手强援，快抖微直播电商各具特色

快手/抖音/微信中，快手最先布局直播电商业务，根据我们的测算，2020H1 快手直播 GMV 或在 1,000 亿以上，已可望淘宝直播项背。快手在深度挖掘私域流量价值的基础上，近期与多位明星/名人开展合作，吸引公域流量，同时联手京东，补强供应链，直播电商业务基本成型。抖音依托字节多平台流量优势，在明星带货的基础上，亦积累了众多新人主播，同时与苏宁易购携手，增强供应链能力，未来或联合推出购物节拉动抖音直播电商发展。微信小程序 2019 年成交额达 8,000 亿，已有电商业务的积累，近期或增设“购物直播”入口，吸引公域流量，且我们判断微信小程序或能实现线上赋能线下零售，依托线下门店的供应链开设专场直播带货，以场景化营销推动消费者转化。

● 快抖微带来产业链狂欢，营销导购、SaaS 运营或从中受益

从前端导流来看，整合营销和电商导购服务商有望在快抖微发展直播电商过程中获益。电商平台主要依靠广告营销获取收入，快手/抖音/微信均具有较强的营销能力，进军直播电商后，或拓展出更多营销方式和广告投放点位，为整合营销服务商提供了新的创意策划方式。电商导购能为快抖微带来高购物需求的消费者，助力拓展站外流量。从后端电商设施来看，SaaS 产品能助力品牌商实现多业态、多场景联动，使直播带货的玩法更加多样；电商代运营作为品牌商和消费者之间的桥梁，在打造爆款产品和提升品牌知名度方面作用明显，新平台或为新的代运营服务商提供了机遇。快手/抖音/微信发展直播电商是产业链的狂欢，诸多行业和公司有望在过程中脱颖而出。

● 重点推荐及受益标的

【元隆雅图】谦玛网络布局新媒体营销，沐鹏信息深耕新品牌代运营；【值得买】快抖微站外导流服务商，将高需求消费者引导至平台完成交易；【华扬联众】营销与代运营或能产生较强协同效应，促进新平台代运营业务发展；【微盟集团】微信电商生态核心 SaaS 服务提供商，或进一步拓展更多平台；【中国有赞】快手和微信电商生态核心 SaaS 服务提供商，已上线直播功能。

● **风险提示：**快手/抖音/微信发展直播电商的进度不及预期风险；直播行业政策风险；直播电商行业竞争加剧风险。

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

1、 直播电商的“中场战事”：流量平台登场，创造增量市场	4
1.1、 快手微破圈，入局直播电商	4
1.2、 快手微各具特质，三千亿直播电商新市场已现	5
2、 前端开源引流，后端联手强援，快手微直播电商加速进场	7
2.1、 快手率先发力，挑战淘宝直播霸主地位	7
2.2、 抖音有望后来居上，字节跳动多终端赋能潜力无限	10
2.3、 微信小程序增设购物直播入口，依托社交流量有望一鸣惊人	12
3、 前端营销导流，后端 SaaS 运营，快手微带来产业链的狂欢	15
3.1、 快手微营销玩法多样，外部导流增添精准流量	15
3.2、 SaaS 引导多场景联动，代运营助力打造直播爆款	17
4、 重点推荐及受益标的	19
4.1、 重点推荐标的	19
4.1.1、 元隆雅图（002878.SZ）：布局新媒体营销+代运营，受益直播电商发展	19
4.1.2、 值得买（300785.SZ）：以内容构筑生态，加码直播+短视频有望为“快手微”导入优质消费者	19
4.2、 受益标的	20
4.2.1、 华扬联众（603825.SH）：布局快手抖音渠道代运营，营销资源加持或更易享受流量优势	20
4.2.2、 微盟集团（2013.HK）：微信电商重要合作伙伴，有望受益微信电商业务发展	20
4.2.3、 中国有赞（8083.HK）：加码直播+短视频带货，受益快手微电商发展	20
5、 风险提示	21

图表目录

图 1： 快手、抖音、微信均具有较大规模的月活用户数	4
图 2： 快手与京东达成深度战略合作	5
图 3： 微信小程序新增测试“购物直播”功能	5
图 4： 2018Q1-2020Q1 拼多多 MAU 和年活跃买家数较快增长	5
图 5： 2018Q1-2020Q1 拼多多 12 个月 GMV 由近 2,000 亿增长至万亿	5
图 6： 快手、抖音、微信三个平台从事直播电商均有独有特质	6
图 7： 2019.12-2020.5 快手直播 GMV 超 1,000 亿元	6
图 8： 2019 年淘宝、京东、拼多多均已达万亿 GMV	7
图 9： 快手已有 8 位主播进入 2020.6 直播电商主播 GMV 前二十	8
图 10： 2020 年 7 月辛巴单场直播带货 GMV 均在亿元以上	8
图 11： 2020 年 7 月蛋蛋小盆友单场直播带货 GMV 均在 5,000 万以上	8
图 12： 董明珠和张雨绮快手直播带货首秀 GMV 分别为 3.1 亿元和 2.2 亿元	9
图 13： 周杰伦快手账号粉丝量在 3,000 万以上	9
图 14： 2019 年京东一二线城市用户占比为 62%	9
图 15： 2020H1 快手一二线城市用户占比为 45%	9
图 16： 快手直播带货以美食饮品、日用百货为主	10
图 17： 2020H1 京东在家电线上渠道销售排名第一	10
图 18： 2018Q1-2020Q1 京东活跃买家数增长放缓	10
图 19： 2019 年京东 GMV 超 2 万亿	10
图 20： 罗永浩直播带货 GMV 呈现下滑趋势	11

图 21: 2019.12-2020.5 抖音主播增量是快手的 4 倍	11
图 22: 2019.12-2020.5 抖音直播场次是快手的 4 倍	11
图 23: 抖音的优势在于字节跳动系多平台流量共享	12
图 24: 2018Q1-2020Q1 苏宁易购线上 GMV 增速放缓	12
图 25: 2020.4 微信小程序月活跃用户规模达 8.5 亿人	13
图 26: 2020.4MAU 大于 100 万的微信小程序达 1,214 个	13
图 27: 2020.4 微信小程序对各类电商平台引流效果显著	13
图 28: 以淘宝为例, 观看直播的用户日均占比呈上升趋势	14
图 29: 以淘宝为例, 观看直播用户单日使用次数更多	14
图 30: 以淘宝为例, 观看直播用户支付率更高	14
图 31: 微信小程序中附近的小程序有较强本地社交属性	14
图 32: 营销收入为拼多多最主要的收入来源	15
图 33: 抖音营销矩阵包括多样化的流量来源和营销玩法	15
图 34: 抖音已拓展出多样化的广告展示位	16
图 35: 2019 年什么值得买注册用户数超千万人	16
图 36: 2019 年什么值得买 MAU 近 3,000 万人	16
图 37: 2019 年什么值得买净交易额达 151 亿元	17
图 38: 2019 年什么值得买订单量近 1 亿单	17
图 39: 什么值得买 App 端“社区”频道已与快手打通	17
图 40: 2015-2019 年微盟 SaaS 产品付费商户数持续增加	18
图 41: 2015-2019 年微盟用户流失率不断降低	18
图 42: 微盟和有赞均涵盖多场景、多业态服务	18
图 43: 电商代运营是连接品牌商和消费者的重要桥梁	19
表 1: 我们预测重点推荐及受益的 A 股标的业绩将保持较快增长	21

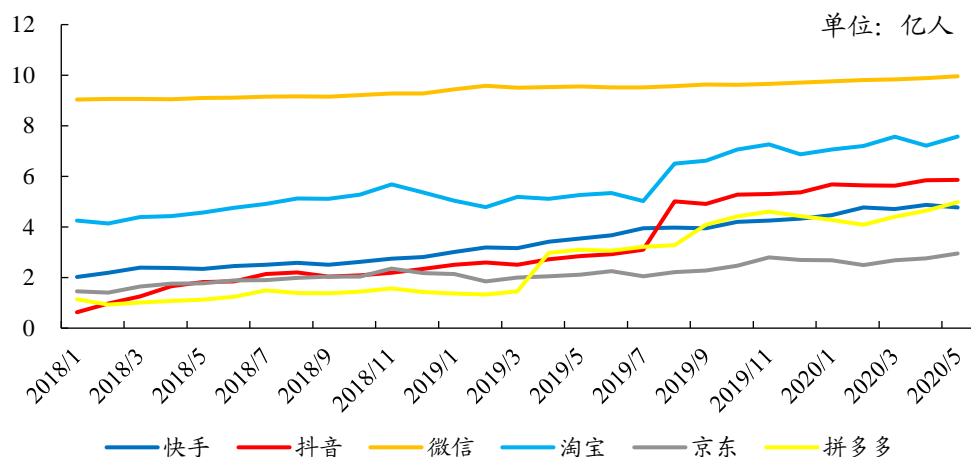
1、直播电商的“中场战事”：流量平台登场，创造增量市场

自从2016年3月淘宝直播上线以来，直播电商经历了4年多的上半场比赛。综合电商平台淘宝、京东、拼多多、苏宁易购相继开启直播带货，拓展平台GMV新增长点；短视频平台快手、抖音在场边跃跃欲试，凭借流量优势，持续向电商导流，同时加码平台内部电商建设，试图亲自披挂上阵；而在场边“热身”大半场的微信，终于接到了直播电商的战袍，枕戈待旦。如今，上半场比赛结束的哨声响起，淘宝直播冠绝群英，率先拔得头筹，拼多多自建内部直播平台，试图后来居上。而在中场休息期间，短视频平台快手联合京东、抖音携手苏宁易购，社交平台微信开放直播带货小程序入口，流量平台正蓄势待发，直播电商的“中场战事”或一触即发。

1.1、快抖微破圈，入局直播电商

快手、抖音、微信均有庞大的用户规模和充足的流量资源，为在平台内搭建电商闭环创造了先天条件。根据QuestMobile的数据，截止2020年5月，快手、抖音、微信2018年1月至今月活跃用户规模的峰值分别为9.96、5.86、4.87亿人，同时期内淘宝、京东、拼多多月活跃用户规模峰值分别为7.57、2.95、4.98亿人，快抖微的用户规模已不弱于淘京拼。另据快手、抖音及面朝研究院的数据，截止2020H1，快手、抖音日活用户规模分别在3亿和4亿人以上，微信日活用户规模达7.68亿人。我们认为快抖微基于庞大的流量基础，已经有足够的资本进军直播电商。

图1：快手、抖音、微信均具有较大规模的月活用户数



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

从快抖微近期在直播电商业务的布局来看，我们判断三大平台进军电商的势头已不可遏制，破圈流量平台，入局直播电商，或已是大势所趋。一方面，快手、抖音分别与京东、苏宁易购达成战略合作，京东、苏宁易购担当后端供应链，前端流量入口由快手、抖音负责，消费者在快手、抖音上购买京东、苏宁易购提供的商品将不必跳转至外部平台。另一方面，坐拥10亿MAU的微信也开始测试小程序直播带货，安卓版微信灰度发布“购物直播”功能入口，包含“直播中”、“预告”及“直播回放”三种类型的直播间，用户仅需在“发现”栏目打开小程序，即可显示“小程序直播”功能，我们判断未来微信可能以自建或外部合作的形式加强供应链，进一步增强直播电商业务能力。

图2：快手与京东达成深度战略合作



资料来源：网易新闻

图3：微信小程序新增测试“购物直播”功能

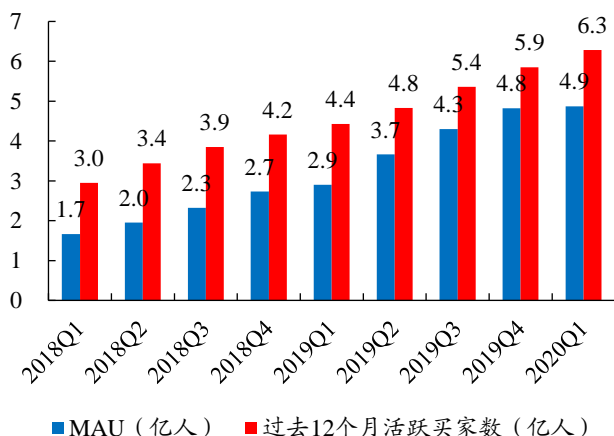


资料来源：搜狐网、微信

1.2、快抖微各具特质，三千亿直播电商新市场已现

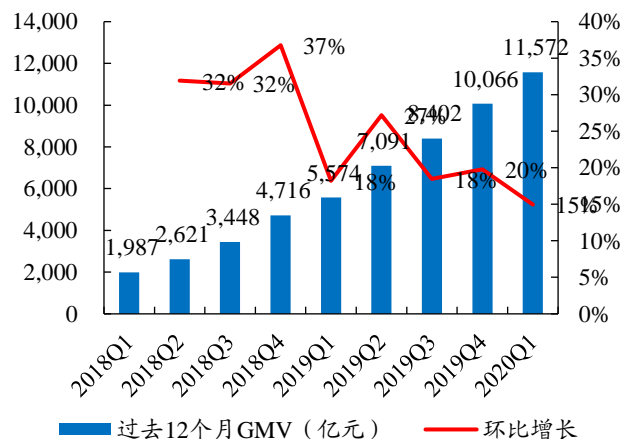
从空间来看，我们认为快手、抖音、微信依托流量优势，或有望打造千亿直播电商新市场。参考拼多多公布的数据，2018Q1 拼多多 MAU 为 1.7 亿人，2017.4-2018.3 共 12 个月活跃买家数为 3 亿人，同时期内拼多多 GMV 为 1,987 亿元。而在 2020Q1 拼多多 MAU 为 4.9 亿人，2019.4-2020.3 共 12 个月活跃买家数为 6.3 亿人，同时期内拼多多 GMV 为 11,572 亿元。根据 QuestMobile 的数据，2020 年 5 月快手、抖音、微信 MAU 均超过或接近拼多多 2020Q1 的 MAU。快抖微流量已具万亿电商的潜质，需要关注的是如何提升活跃买家数量，进而发展成为直播电商新市场。

图4：2018Q1-2020Q1 拼多多 MAU 和年活跃买家数较快增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2018Q1-2020Q1 拼多多 12 个月 GMV 由近 2,000 亿增长至万亿



数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为，快手、抖音、微信基于平台用户特性，或采用有针对性的营销模式赋能直播电商，将月活跃用户转化为平台活跃买家。快抖微中，快手和抖音是短视频平台，其中快手重视私域流量，拥有强互动性，主攻“小镇青年”，带货以极致性价比的白牌产品为主；抖音重视公域流量，算法和内容营销实力较强，主攻一二线城市，带货以品牌产品为主。相比之下，作为社交平台的微信，虽已有微商打下的市场，但内容仍以图文为主，近期微信提升短视频和直播的入口位置，为在微信生态内的商家打开公域流量入口，我们判断微信作为最大的流量池，结合新内容形式带来的增量资源，或在直播电商领域大有可为。

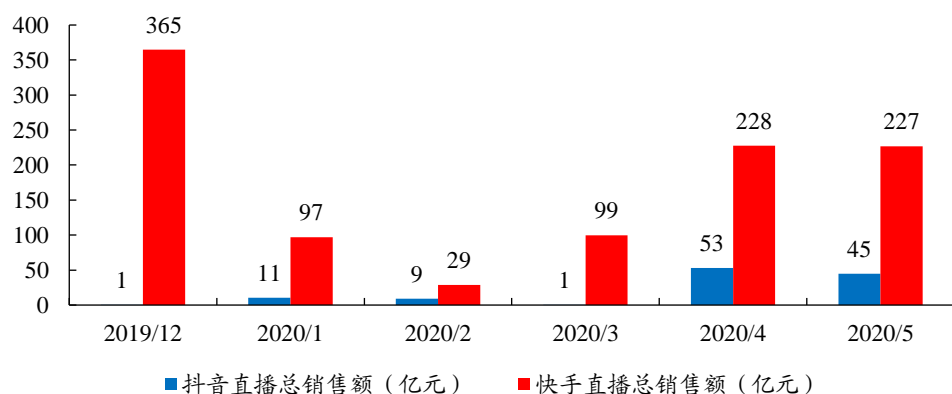
图6: 快手、抖音、微信三个平台从事直播电商均有独有特质

	快手	抖音	微信
	月活跃用户数：4.87亿 日活跃用户数：3亿 快手直播日活：1.7亿 快手电商日活：1亿+		月活跃用户数：9.96亿 日活跃用户数：7.68亿
算法机制	私域流量，公平普惠机制，社区属性更强，通过内容、用户特征以及环境特征进行推荐，让更多人能够被看见	公域流量，爆款机制，“千人千面”的个性化推荐算法，将海量内容高效分发，并有利于高热度内容快速形成爆款	私域流量，逐渐开发公域流量，以微信公众号、微信群、小程序为主要流量集聚地，注重社交关系维护
用户画像	新二线、三线及以下城市用户为主，24岁以下年轻用户更爱看快手直播	一二线城市用户为主，25-35岁用户较多	一二线城市用户为主，25-35岁用户较多
用户粘性	用户与主播的互动更频繁深入，关注者对作者的认可度高，信任度强，用户粘性较高	用户与主播的互动较弱，主要是对作者某个作品内容感兴趣，对作者信任度较低，用户粘性较低	图文形式的实时互动性较弱，直播形式互动性增强，消费主要因信任消费，社交种草消费，粘性较强
带货品类	食品、农产品、服饰、生活用品为主，性价比高的白牌型产品较多	美妆个护、网红产品（新奇特、高颜值）为主，品牌型产品较多	美妆个护、母婴用品、美食饮品
电商优势	社交营销为主，注重强社交链条，强私域化，较早开展直播电商，与京东合作	内容营销能力强，注重强关键词，强算法，字节跳动体系广告能力突出	私域流公域流量开放后，流量巨大属性强，或赋能直播电商

资料来源：QuestMobile、面朝研究院、快手、抖音、微信、开源证券研究所

从快抖微直播电商空间来看，根据面朝研究院的数据，2019.12-2020.5 共 6 个月的时间内，快手直播 GMV 超 1,000 亿元，其中 2019.12 快手直播 GMV 达 365 亿元。我们考虑到 2020 年 6 月有 6.18 购物节的催化，预测 2020H1 快手直播 GMV 或在 1,000 亿元以上，同时认为 2020H2 因双十一购物节的驱动作用，GMV 或高于 2020H1，从而预计 2020 年快手直播电商 GMV 或达 2,500 亿元以上。而对于抖音而言，2019.12-2020.5 抖音直播 GMV 近 120 亿元，距离快手仍有一定差距，但在携手苏宁易购，成立电商一级部门后，有望进入直播电商发展的快车道，2020 年抖音直播 GMV 或达 500 亿元以上。

图7: 2019.12-2020.5 快手直播 GMV 超 1,000 亿元

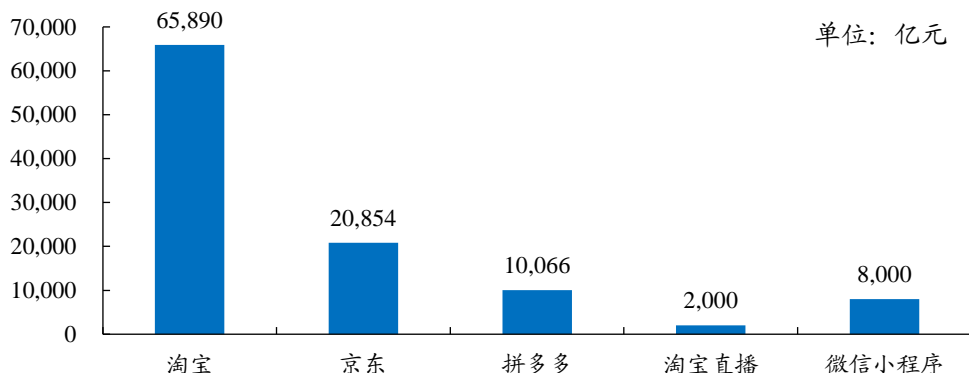


数据来源：面朝研究院、开源证券研究所

而对于微信，参考 36 氪的数据，2019 年微信小程序 GMV 达 8,000 亿元，其中包含了本地服务、线下零售等业务的交易额，但可以看出微信小程序具有发展电商的基因，加码直播电商后，有望产生催化效用。另根据各家公司的公告，2019 年淘宝、京东、拼多多 GMV 均已达万亿级别，而根据我们的预计，快手和抖音 2020 年直播电商 GMV 约在 3,000 亿元以上，微信已具备一定的电商基因，若参考 2019 年淘宝直播占 2020 财年淘宝 GMV 的比例 3% 计算，且预计 2020 年微信小程序 GMV

达到万亿以上，则微信小程序直播 GMV 或达 300 亿以上。综合来看，2020 年快抖微或创造 3,500 亿元的直播电商新空间，待供应链等配套设施逐渐成熟落地后，快抖微直播电商空间或进一步提升。

图8：2019 年淘宝、京东、拼多多均已达万亿 GMV



数据来源：公司公告、36 氪、开源证券研究所（其中，微信小程序 GMV 含本地服务、线下零售等业务，淘宝 GMV 统计区间为 2019.4-2020.3）

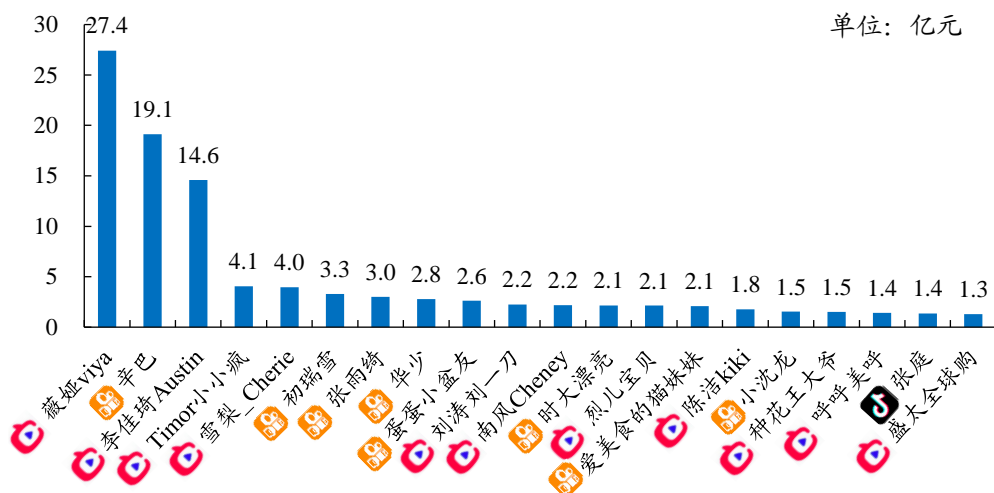
2、前端开源引流，后端联手强援，快抖微直播电商加速进场

对比快抖微直播电商的发展历程，快手是最先有所建树的平台，去中心化的私域流量建立起来的直播带货体系，以及 2020 年或达 2,500 亿元以上的直播电商 GMV，同时近期快手签约明星、名人带货，吸引公域流量，与京东强强联合，补齐后端供应链体系，电商业务不断逼近淘宝直播。而抖音也开始多方布局直播电商，除成立电商一级部门外，前端引入明星主播带货，培养孵化新生主播，来增加直播带货力量；后端携手苏宁易购，稳固供应链体系；同时依托字节跳动多业务协同，多平台导流的特性，抖音小店的流量来源更多元。微信坐拥强大社交流量，小程序厚积薄发，拓展购物直播入口后，更有助于公域流量导入店铺，后端依托社交营销，线上线下结合，供应链已实现多点开花。我们认为，快抖微正加速入场，直播电商下半场大战或精彩纷呈。

2.1、快手率先发力，挑战淘宝直播霸主地位

我们认为，快手已具备挑战淘宝直播的能力，其在头部和中腰部集聚众多专业主播，引入明星、名人直播拓展公域流量，联手京东强化供应链，快手直播电商布局已然成形。根据 WeMedia 的数据，2020 年 6 月，快手直播有 8 位主播进入当月直播电商主播 GMV 前二十，其中快手主播辛巴直播 GMV 达 19.1 亿元，超过李佳琦，仅次于薇娅，其余快手主播初瑞雪、蛋蛋小盆友、时大漂亮、爱美食的猫妹妹 6 月带货 GMV 均超 2 亿元，快手明星主播张雨绮、华少 6 月带货 GMV 也分别为 3 亿元和 2.8 亿元。考虑到直播电商头部主播的流量和带货 GMV 优势较为集中，我们认为快手直播在追赶淘宝直播的道路上已更进一步，补强供应链后，未来与淘宝直播的差距有望越来越小。

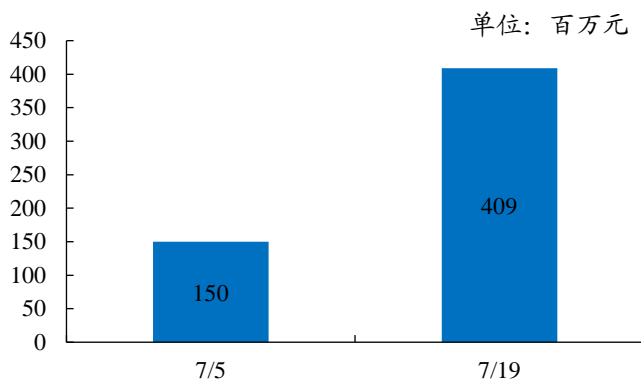
图9：快手已有 8 位主播进入 2020.6 直播电商主播 GMV 前二十



数据来源：WeMedia、淘宝直播、快手、抖音、开源证券研究所

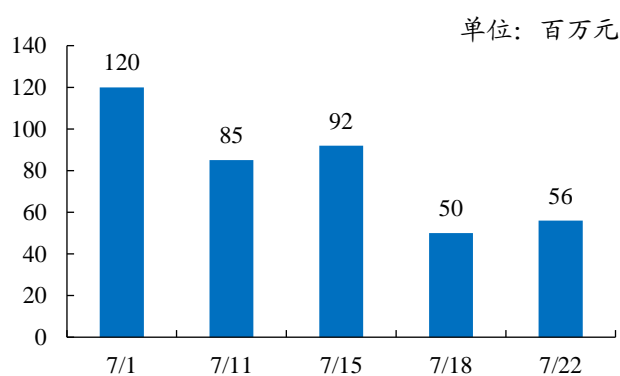
拆分前端流量，我们认为快手专业主播与明星主播互相搭配，专业直播长期带货效果稳健，深耕私域流量；明星主播单次带货效果优秀，拓展公域流量，二者共同助力快手强化流量优势。从专业直播来看，根据新快的数据，快手头部主播辛巴 7 月 5 日、7 月 19 日两场带货直播 GMV 均在亿元以上，蛋蛋小盆友 7 月 1 日至 7 月 22 日 5 场带货直播 GMV 均在 5,000 万元以上。显示出快手专业主播依托私域流量，拥有强大且稳定的带货能力。

图10：2020 年 7 月辛巴单场直播带货 GMV 均在亿元以上



数据来源：新快、开源证券研究所

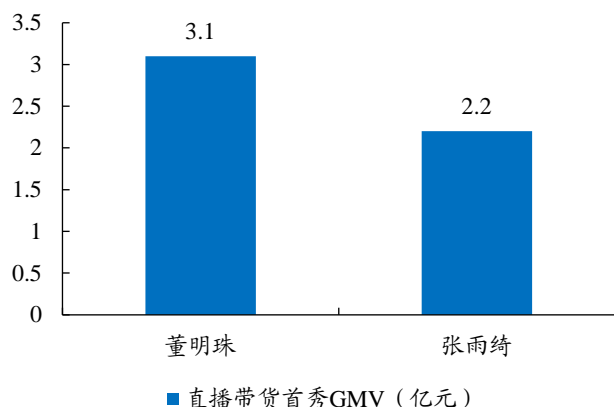
图11：2020 年 7 月蛋蛋小盆友单场直播带货 GMV 均在 5,000 万以上



数据来源：新快、开源证券研究所

从明星、名人主播来看，根据快手公布的数据，董明珠 5 月 10 日快手直播带货首秀成交额达 3.1 亿元以上，张雨绮 6 月 17 日快手直播带货首秀成交额达 2.2 亿元以上，周杰伦 7 月 26 日快手首场直播在线观看总人次超 6,800 万人，最高同时在线人数达 610 万人，直播间互动总量 3.8 亿次，预约直播总人数 1,670 万人。我们认为，快手借助明星、名人补足公域流量，有望获得单次直播较高的 GMV，且能进一步吸引新用户使用快手 App，这为快手直播提供了强劲的驱动力。

图12: 董明珠和张雨绮快手直播带货首秀 GMV 分别为 3.1 亿元和 2.2 亿元



数据来源: 快手、开源证券研究所

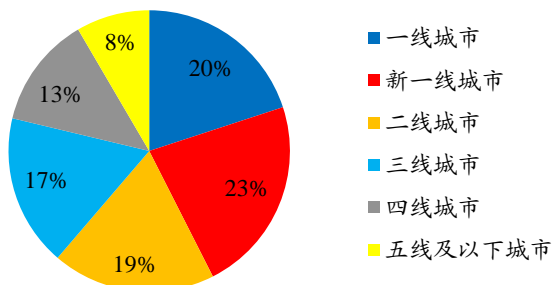
图13: 周杰伦快手账号粉丝量在 3,000 万以上



资料来源: 快手 App (粉丝数量统计截止时间: 2020.7.27)

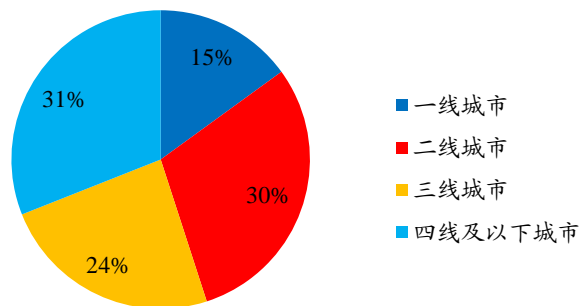
而从后端供应链来看, 快手与京东联手或是珠联璧合, 二者在用户群, 产品线等方面均有望互补互助, 最终达成双赢局面。根据极光大数据和快手的数据, 京东用户群主要为一二线城市, 2019 年该类城市用户占比为 62%, 而下沉市场用户占比为 38%; 快手恰好相反, 一二线城市用户占比为 45%, 下沉市场用户占比为 55%。这种互补的布局一方面使快手拥有进军一二线市场的供应链体系, 另一方面也使京东有机会获得下沉市场用户的青睐。

图14: 2019 年京东一二线城市用户占比为 62%



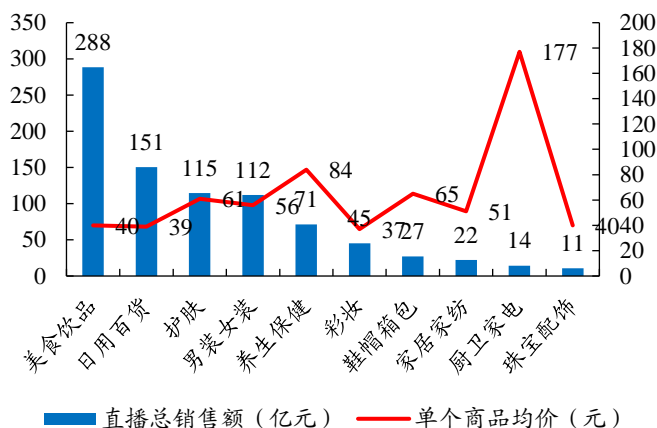
数据来源: 极光大数据、开源证券研究所

图15: 2020H1 快手一二线城市用户占比为 45%

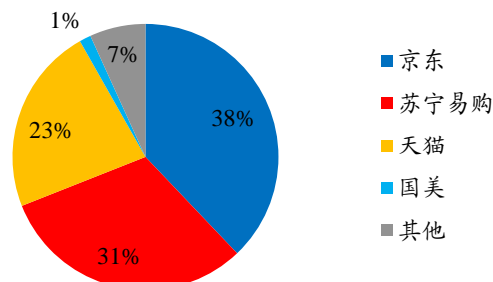


数据来源: 快手、开源证券研究所

同时, 在产品线方面, 快手与京东也能形成优势互补, 京东供应链有望赋能快手直播拓展更多样化品类。根据面朝研究院的数据, 2019 年 12 月至 2020 年 5 月, 快手直播带货以美食饮品、日用百货、护肤品和男装女装为主, 四类产品合计销售额达 666 亿元, 占同期快手直播 GMV 的比例为 64%。另据中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心的数据, 2020H1 京东在家电线上渠道销售排名第一, 占比达 38%, 显示京东在家电线上销售领域的龙头地位。我们认为, 京东能补强快手在家电等领域的短板, 且针对快手下沉市场用户占比较高的特点, 快手或能通过直播的形式提升家电在下沉市场的渗透率, 拓展 GMV 新增长点。

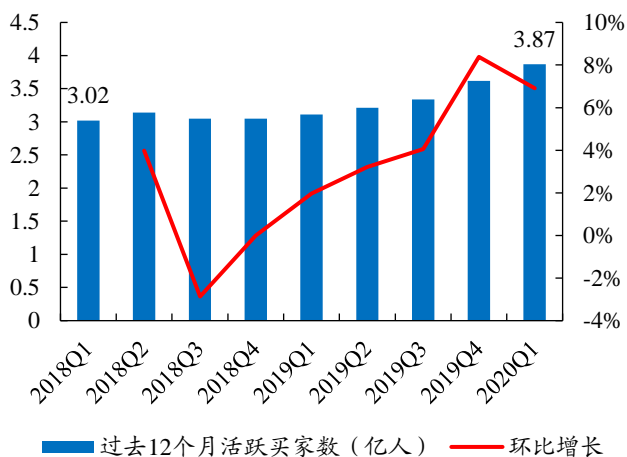
图16: 快手直播带货以美食饮品、日用百货为主


数据来源：面朝研究院、开源证券研究所（统计周期为2019.12-2020.5）

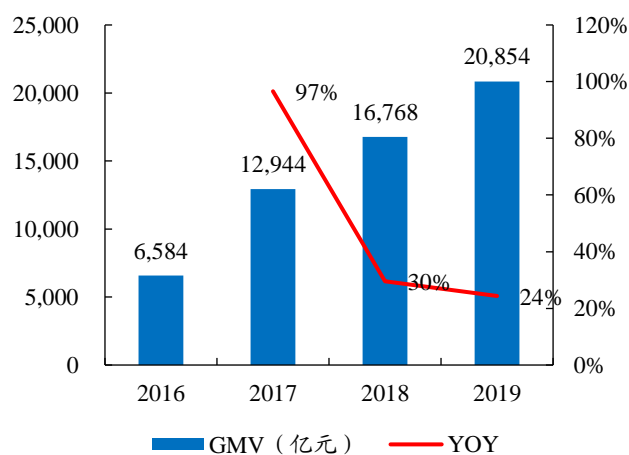
图17: 2020H1 京东在家电线上渠道销售排名第一


数据来源：中国家用电器研究院、全国家用电器工业信息中心、开源证券研究所

最后，我们认为一方面快手有望助力京东突破流量瓶颈，另一方面京东能助力快手提高 GMV，双方深度合作或能达成双赢局面。根据京东公告，2018Q1-2020Q1 京东过去 12 个月活跃买家数从 3.02 亿人增长至 3.87 亿人，仅增长 8,500 万人，京东需要快手的引流；同时 2019 年京东 GMV 超 2 万亿，将部分交易留存于快手平台，也能较快提升快手直播电商 GMV。快手与京东珠联璧合，或成为流量平台与综合电商平台合作的范例。

图18: 2018Q1-2020Q1 京东活跃买家数增长放缓


数据来源：公司公告、开源证券研究所

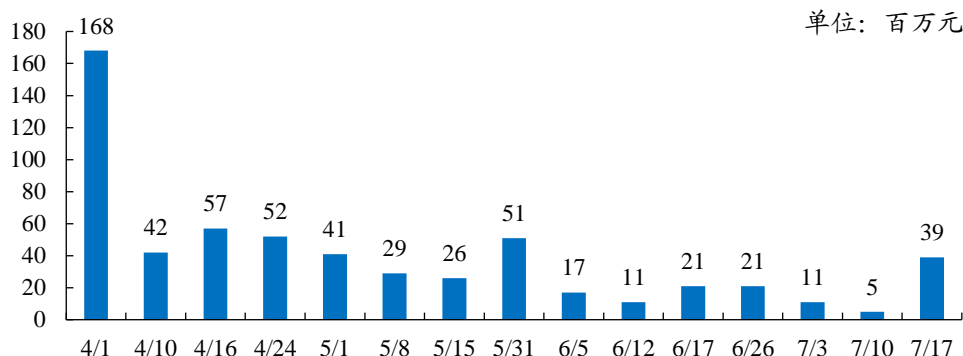
图19: 2019 年京东 GMV 超 2 万亿


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、抖音有望后来居上，字节跳动多终端赋能潜力无限

抖音直播带货先以明星、名人直播集聚公域流量，初期风光无限，但近期亦遭遇瓶颈。根据新抖的数据，罗永浩于 2020 年 4 月 1 日在抖音初次直播带货销售额达 1.68 亿元，而后 4 月 10 日至 7 月 17 日共 14 场带货直播中，有 11 场直播 GMV 低于 5,000 万元，带货效果渐显乏力。而其他多位在抖音直播带货的明星、名人主播，亦表现出类似的趋势，开局一鸣惊人，而后逐渐不及专业主播的带货销售额。

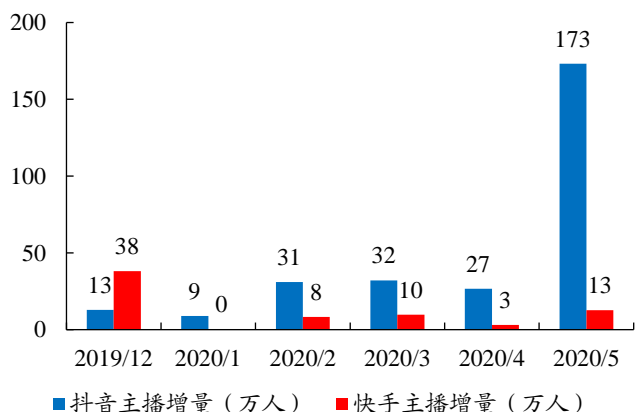
图20: 罗永浩直播带货 GMV 呈现下滑趋势



数据来源: 新抖、开源证券研究所

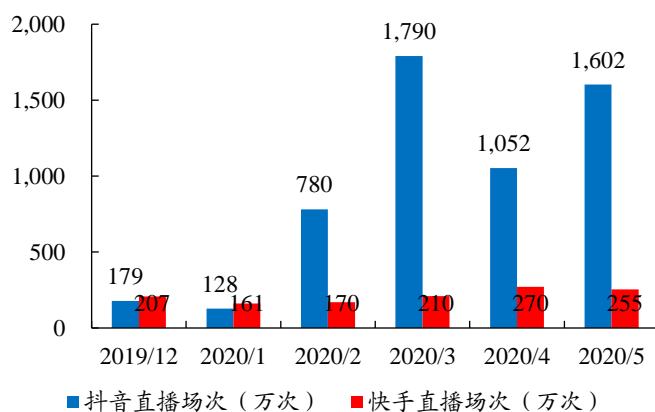
不过, 我们注意到抖音或在自主培养孵化主播, 以弥补明星、名人主播后劲不足的缺憾, 补强抖音直播电商短板。根据面朝研究院的数据, 2019.12-2020.5 共 6 个月的时间内, 抖音主播增加 285 万人, 快手主播增加 72 万人, 同时期内, 抖音直播场次为 5,531 万次, 快手直播场次为 1,273 万次, 抖音新增主播数量和直播场次数量均为快手的 4 倍。主播数量和直播场次的增长为抖音开展直播电商提供了基础条件。

图21: 2019.12-2020.5 抖音主播增量是快手的 4 倍



数据来源: 面朝研究院、开源证券研究所

图22: 2019.12-2020.5 抖音直播场次是快手的 4 倍



数据来源: 面朝研究院、开源证券研究所

此外, 抖音在流量端的优势在于字节跳动系多平台流量共享, 这为引流至抖音直播电商创造了更多机遇。参考巨量鲁班平台的规则, 抖音小店商家可借助巨量鲁班为直播预热, 同时将直播信息投放至今日头条、西瓜视频、抖音火山版等多个字节跳动系平台, 实现流量的全方位开源。并且, 抖音天生具有营销基因, 中心化流量引导方式有助于集聚流量至少数主播, 或能较快培养孵化出头部主播, 以抗衡淘宝直播和快手直播, 提升平台影响力。

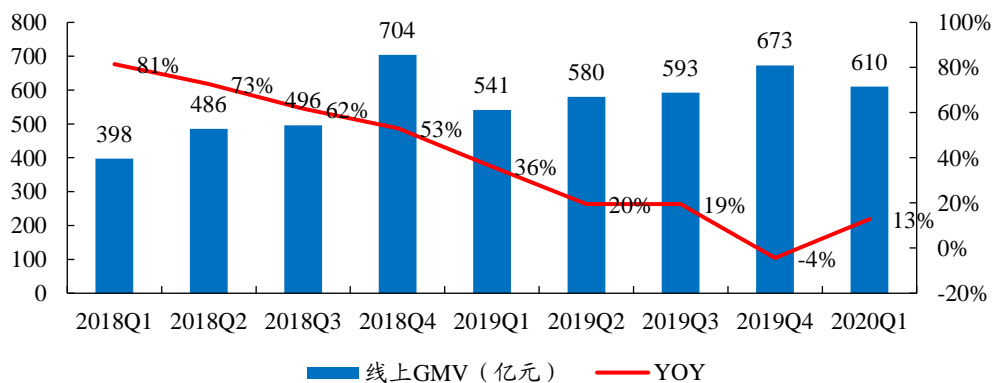
图23: 抖音的优势在于字节跳动系多平台流量共享



资料来源: 巨量鲁班、开源证券研究所

在 2020 年 7 月 30 日, 根据 36 氪的消息, 抖音与苏宁易购达成战略合作, 抖音平台内购买苏宁易购提供的产品不必跳转至外部平台, 该项合作或于“818”期间落地。我们认为, 抖音与苏宁易购的合作与快手和京东的合作效果类似, 但由于抖音直播 GMV 规模较小, 同时苏宁易购在近两年 GMV 增速放缓, 我们判断抖音与苏宁易购的合作, 或能有更加立竿见影的效果。根据苏宁易购公告数据, 2018Q1-2020Q1 苏宁易购单季度线上交易额增速呈现放缓趋势, 且全年 GMV 远不及京东。然而我们认为苏宁易购最大优势在于线上线下供应链协同效应强大, 这对于抖音直播的起步阶段裨益无穷。我们判断抖音或会通过线上直播带货和线下实体店场景直播带货与苏宁易购开场深度合作, 促进双方业务共同发展。

图24: 2018Q1-2020Q1 苏宁易购线上 GMV 增速放缓



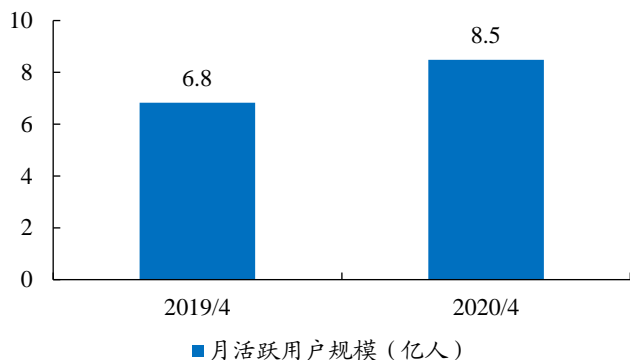
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.3、微信小程序增设购物直播入口, 依托社交流量有望一鸣惊人

微信拥有巨大的流量规模, 这使其成为最重要的电商引流平台之一, 以微信小程序为媒介, 多家电商平台均受益于微信小程序的引流效用。根据 QuestMobile 的数据, 2020 年 4 月微信小程序月活跃用户规模达 8.5 亿人, 同比增长 24%; 同期 MAU 大于 100 万的微信小程序达 1,214 个, 同比增加 54%。而从引流效果来看, 若暂不考虑微信小程序与电商 App 的重合用户规模, 则拼多多、京东、京喜、美团外卖、大众点评、同程旅行等多类型电商平台均由微信小程序引流较多消费者达成交易。微

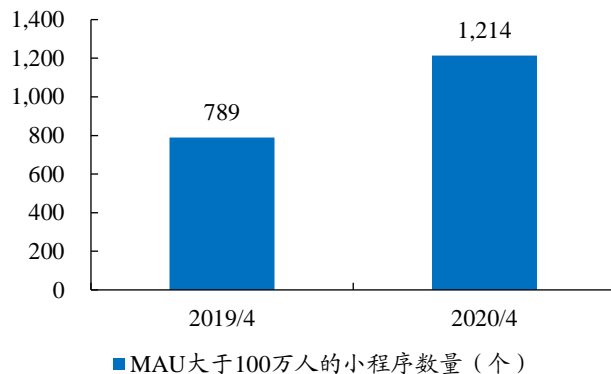
信的用户拥有高频、停留时间长等多项特点，且覆盖了大多数手机上网用户。我们认为若微信深入挖掘流量价值，或能产生囊括各年龄层各城际类别的电商市场，对微信平台及服务商有较大促进作用。

图25: 2020.4 微信小程序月活跃用户规模达 8.5 亿人



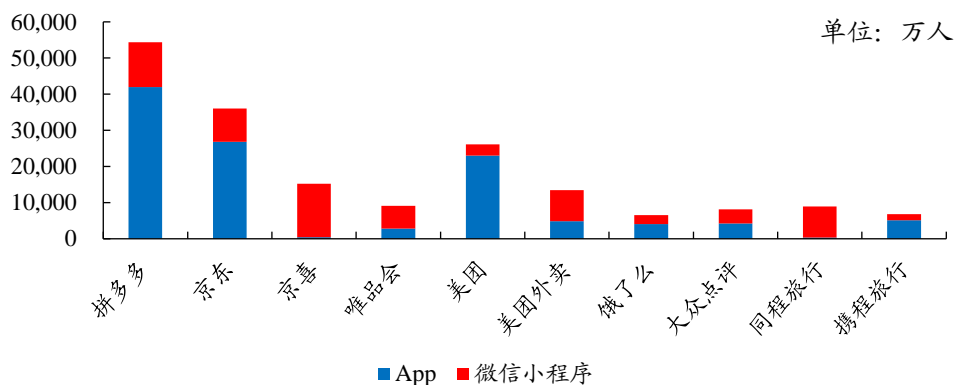
数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

图26: 2020.4 MAU 大于 100 万的微信小程序达 1,214 个



数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

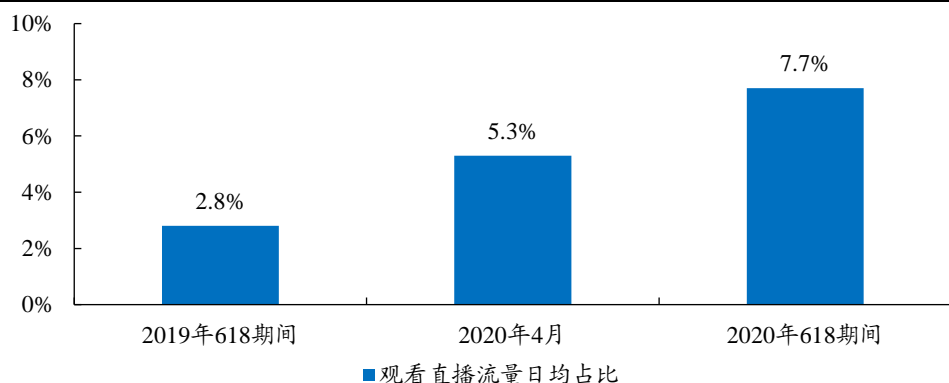
图27: 2020.4 微信小程序对各类电商平台引流效果显著



数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

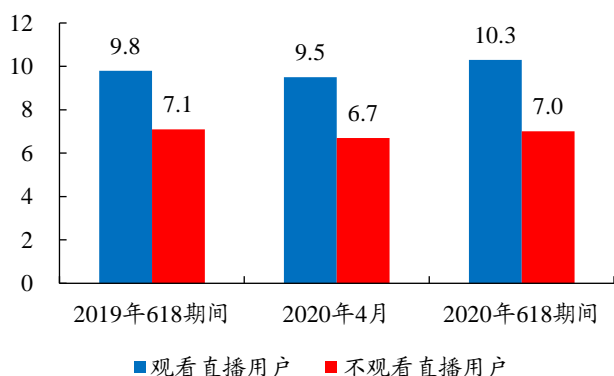
我们认为，目前微信小程序的生态“散装”属性明显，店铺画地为牢，各自为战，缺少公域流量统一调配入口，增添购物直播功能后，或能增强“梯队”效应，微信电商生态中的头部商家有望脱颖而出。根据 QuestMobile 的数据，以淘宝为例，从 2019 年 6.18 到 2020.4 再到 2020 年 6.18，淘宝 App 内观看直播用户占比从 2.8% 提升至 7.7%，反映出直播带货逐渐成为电商重要的营销方式。同期，观看直播的用户单日使用淘宝 App 的次数更多，且支付率高于不观看直播用户，表明直播或是更高效的销售模式。因此，对于现阶段的微信而言，依托开放的公域直播入口流量，变现亮眼的商家或能率先享受微信巨量的用户红利，同时也有望引导微信电商逐渐步入正轨。

图28: 以淘宝为例, 观看直播的用户日均占比呈上升趋势



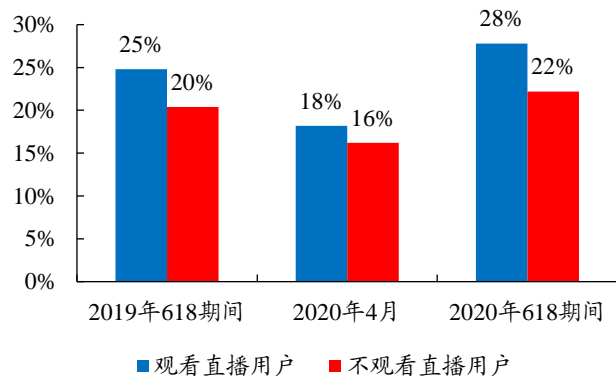
数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

图29: 以淘宝为例, 观看直播用户单日使用次数更多



数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

图30: 以淘宝为例, 观看直播用户支付率更高



数据来源: QuestMobile、开源证券研究所

此外, 微信小程序的优势在于本地社交属性较强, 附近的小程序功能使得本地服务流量能够导入直播电商业务。我们判断未来微信或基于本地社交流量, 在附近的小程序中增添更多直播功能, 例如本地店铺实时直播带货等, 这或有助于吸引消费者及时至线上商铺选购消费。我们认为微信的直播电商线上线下融合的可能性较强, 未来或衍生出更多玩法, 提升微信小程序 GMV 规模。

图31: 微信小程序中附近的小程序有较强本地社交属性



资料来源: 微信 App

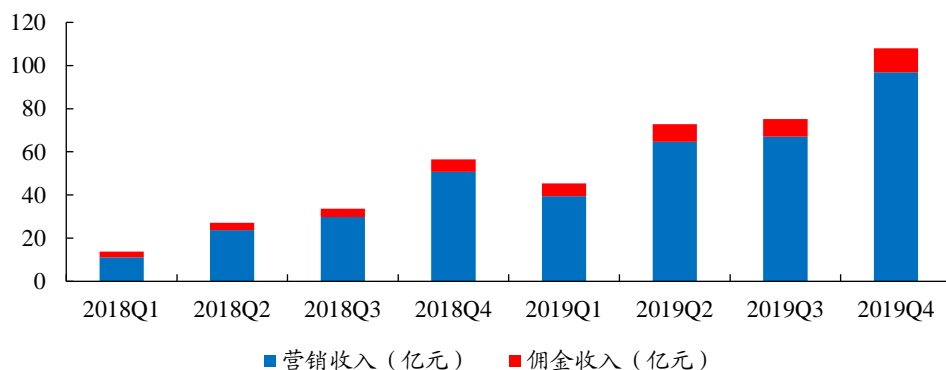
3、前端营销导流，后端 SaaS 运营，快抖微带来产业链的狂欢

我们认为，未来两年内快手、抖音、微信均会持续加强直播电商投入，从行业的角度来看，是以扩容为主旋律，这为快抖微直播电商产业链的参与者提供了新机遇。我们判断，前端开源流量将利好营销和导流公司，后端设施建设利好 SaaS 和代运营服务商，快抖微带来的产业链狂欢已经拉开大幕。

3.1、快抖微营销玩法多样，外部导流增添精准流量

我们认为，快抖微进军直播电商后，其电商业务核心收入将来源于广告营销，这为整合营销服务商提供了机遇。参考拼多多的公告数据，2018Q1-2019Q4 拼多多营业收入中，广告营销收入占比始终维持在 90%左右，显示出电商平台的核心收入并非基于 GMV 的佣金，而是平台内外多样化的广告玩法带来的营销收入。因此，我们判断快手、抖音、微信发展直播电商，或也会依托营销来获得大部分收入，这为产业链中的营销公司提供了增量的业务空间。

图32：营销收入为拼多多最主要的收入来源



数据来源：公司公告、开源证券研究所

由于快抖微均在营销方面有所建树，我们认为拓展直播电商后，或会开发出更为多样化的流量来源和营销玩法，持续拓展广告投放的渠道和点位数量。以抖音为例，目前抖音已形成私域+商域+公域流量，配合商品分享工具和营销玩法的多元化营销矩阵，力图实现全方位的营销覆盖。其中，营销玩法已开发出账号矩阵、达人任务、快闪店、1元拉新、晒单裂变等多种模式。我们判断若想寻找出与品牌更契合的营销玩法，广告主或更倾向于和整合营销服务商合作，从而实现多渠道、多类型、多模式的广告投放效果。

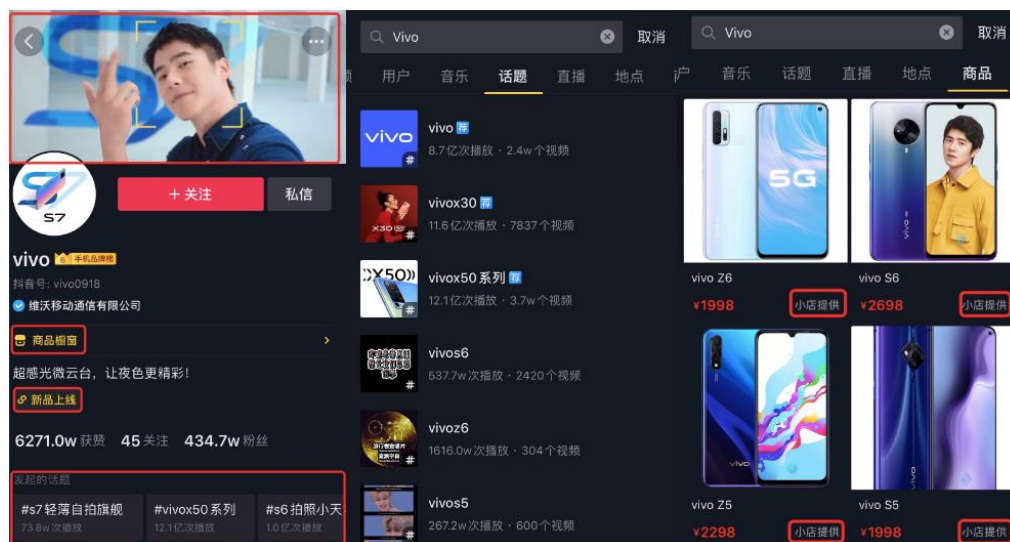
图33：抖音营销矩阵包括多样化的流量来源和营销玩法

商品分享工具	私域流量	商域流量	公域流量	营销玩法
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 商品橱窗 ✓ 视频购物车 ✓ 直播购物车 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 蓝V/品牌号 ✓ 小店 ✓ 小程序 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 开屏 ✓ 信息流 ✓ 发现页 ✓ 搜索矩阵 ✓ DOU+ 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 官方活动 ✓ 挑战赛 ✓ 全民任务 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 账号矩阵 ✓ 达人任务 ✓ 快闪店 ✓ 1元拉新 ✓ 晒单裂变

资料来源：抖音、开源证券研究所

同时，作为电商平台，我们发现抖音已开拓出众多新的广告点位，增加了广告投放的空间。以抖音 vivo 官方账号为例，在账号主页顶端有视频广告位，中部有商品橱窗导流位，下部有话题引导页。同时，抖音增强了搜索功能，通过搜索关键词，会弹出相应的话题页和商品信息页，这已经具备了开拓搜索竞价排名和广告展示位竞价排名的潜质。因此，我们认为若以电商的视角来看快抖微，则新增的行业空间或最先利好整合营销服务商。

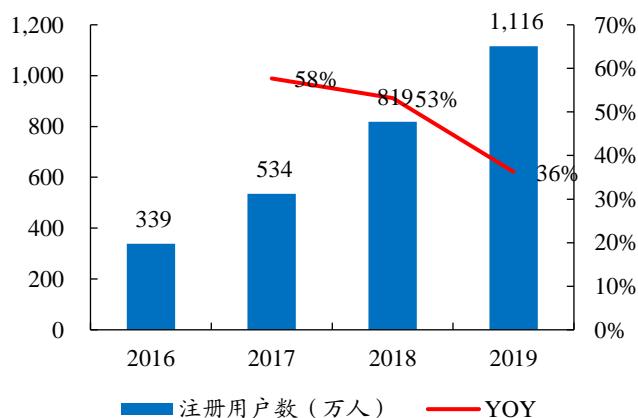
图34：抖音已拓展出多样化的广告展示位



资料来源：抖音

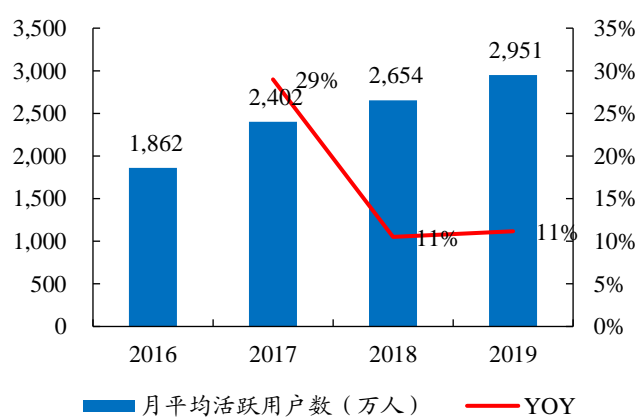
除了营销在前端导流方面的作用外，我们认为平台外的导购类应用也有希望通过向快抖微导流来获取增量收益。参考导购类平台什么值得买的数据，2019 年该平台注册用户数达 1,116 万人，MAU 近 3,000 万人，净交易额达 151 亿元，订单量近 1 亿单。虽然流量和交易额相比主流流量平台和综合电商相距甚远，但什么值得买集聚高消费需求用户，或能在快抖微直播电商发展初期，为平台引流高价值消费者，提升平台转化率，同时电商导购亦能从中获益。

图35：2019 年什么值得买注册用户数超千万人



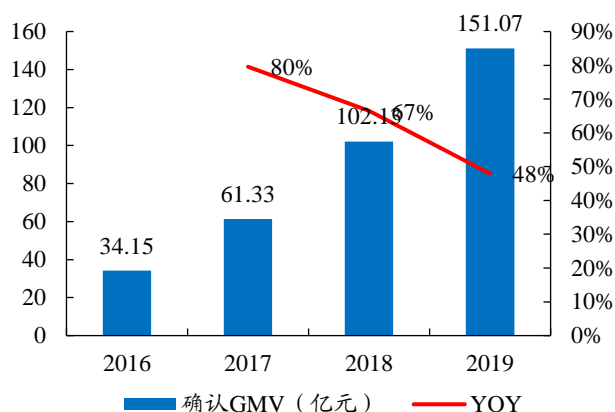
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：2019 年什么值得买 MAU 近 3,000 万人



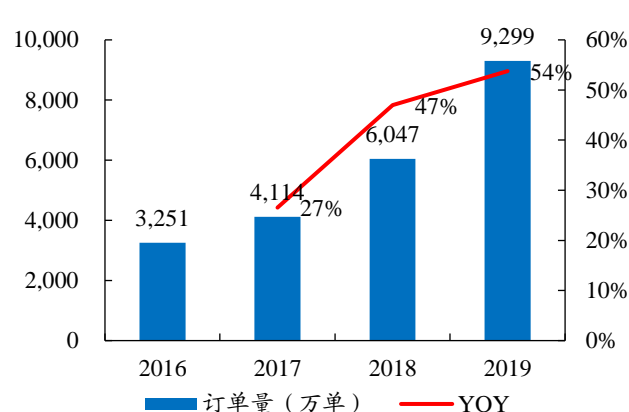
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37: 2019年什么值得买净交易额达151亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图38: 2019年什么值得买订单量近1亿单



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

目前, 什么值得买 App 端“社区”频道已与快手打通, 考虑到什么值得买未在平台内布局电商交易体系, 同时快手正在打造电商交易闭环, 我们判断未来什么值得买平台内观看快手视频, 相关购物链接或直接引导至快手完成交易。基于此, 我们认为前端流量有望在导购类平台的引导下以“涓涓细流”的方式, 为快抖微提供高质量的消费客户。

图39: 什么值得买 App 端“社区”频道已与快手打通

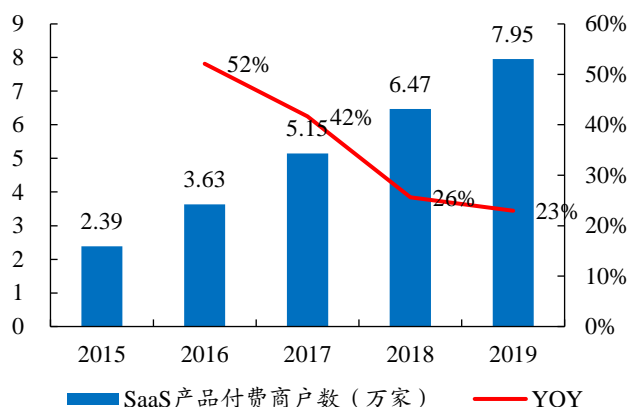


资料来源: 什么值得买 App-“社区”频道

3.2、SaaS 引导多场景联动，代运营助力打造直播爆款

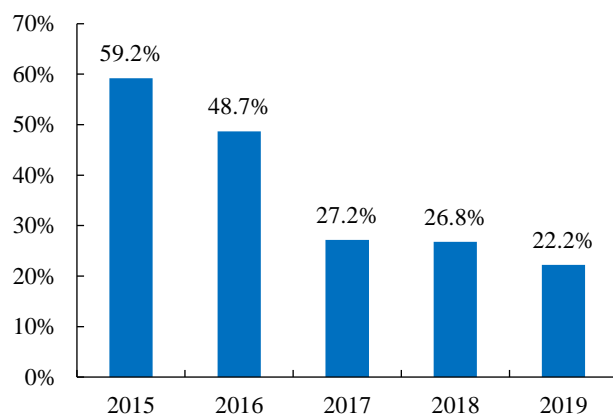
从快抖微发展直播电商的后端设施建设来看, 我们认为电商 SaaS 及代运营有望从中获益。参考微盟的数据, 2015-2019 年, 微盟 SaaS 产品付费商户数持续增加, 至 2019 年已覆盖 7.95 万商户, 与此同时, 微盟用户的流失率也呈现持续下降趋势, 2019 年用户流失率降至 22.2%, 相比 2015 年下降 37pct。我们认为, 类似微盟的电商 SaaS 产品是中大型商家开设网店的必备, 行业空间的拓展使得入驻新平台的商家需要购买新型的 SaaS 产品, 以支持店铺高效运转。

图40: 2015-2019 年微盟 SaaS 产品付费商户数持续增加



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图41: 2015-2019 年微盟用户流失率不断降低



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

同时,对比有赞和微盟,我们发现两家电商 SaaS 头部公司的产品均已涵盖多场景、多业态的服务,能够支持商户在快抖微完成多类型营销和线上线下联动的需求,这使得微信通过附近的小程序来使线上赋能线下零售成为可能。因此,我们判断电商 SaaS 不仅是开设网店的重要工具,更有望实现多场景联动,为品牌直播带货拓展更多可能。

图42: 微盟和有赞均涵盖多场景、多业态服务

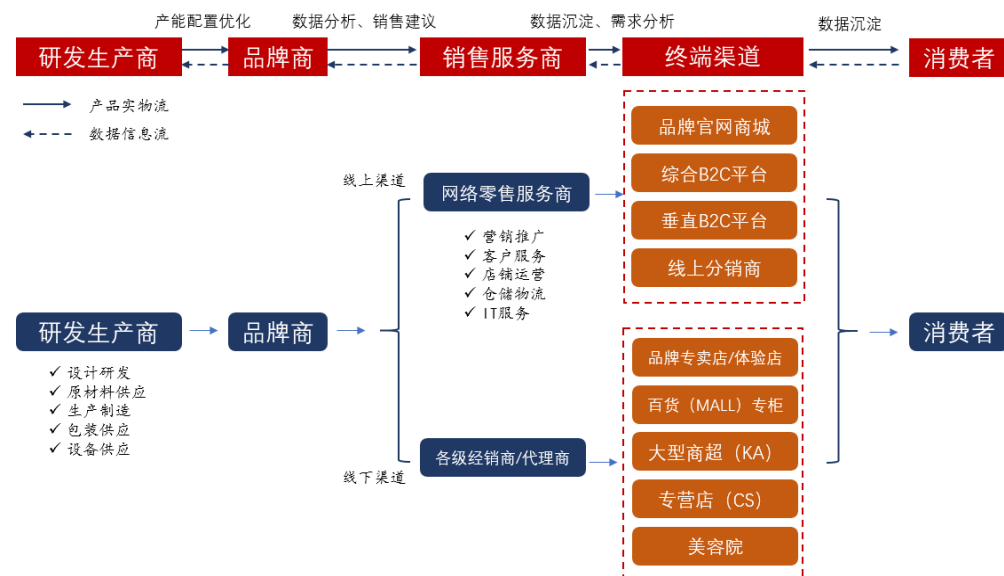


资料来源: 有赞官网、微盟官网、开源证券研究所

此外,我们认为电商代运营服务商也有望在快抖微新平台获得用武之地。代运营作为连接品牌商和消费者的重要桥梁,集合营销推广、客户服务、店铺运营、仓储物流、IT 支持等多项服务方式,其在线上为品牌商的产品销售赋能,助力打造爆

款，提升成交量。我们判断快抖微由于数据、运营、营销等诸多方面不同于淘京拼，或更有利于新型的代运营服务商，同时考虑到直播带货与打造爆款更契合，我们认为品牌商的优势单品和性价比优越的网红产品在快抖微更易获得青睐。

图43：电商代运营是连接品牌商和消费者的重要桥梁



资料来源：艾瑞咨询、丽人丽妆招股书、开源证券研究所

4、重点推荐及受益标的

4.1、重点推荐标的

4.1.1、元隆雅图（002878.SZ）：布局新媒体营销+代运营，受益直播电商发展

谦玛网络深耕新媒体营销，沐鹄信息加码电商代运营。子公司谦玛网络深耕新媒体营销，拥有业内领先的网红资源采购能力，是快手快接单，字节跳动巨量引擎，哔哩哔哩花火头部广告代理商。谦玛网络子公司沐鹄信息从事电商代运营服务，已有天马食品等客户，未来或在快手、抖音等平台拓展中小品牌及初创品牌的代运营业务。

各业务协同效应有望逐步显现，实现客户高效转化。公司礼赠品业务新拓展快消、金融类客户，前者电商销售占比持续提高，后者信用卡和网上银行业务对数字营销需求度提升，该类客户有向新媒体营销及代运营转化的潜力，为公司参与直播电商提供了更多机遇。

布局新媒体营销+代运营，受益直播电商发展。我们认为，公司在直播电商及代运营领域有广阔发展空间，未来或将持续受益。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.67/2.27/2.95 亿元，对应当前股份 EPS 分别为 0.76/1.02/1.33 元，对应当前股价 PE 分别为 28/21/16 倍。

4.1.2、值得买（300785.SZ）：以内容构筑生态，加码直播+短视频有望为“快抖微”导入优质消费者

公司是电商导购业务的引领者。2019 年什么值得买注册用户数超千万人，MAU 近 3,000 万人，净交易额达 151 亿元，订单量近 1 亿单，成功将众多较高消费需求的

用户引导至电商和品牌商官网实现交易。

加码直播+短视频，或能实现更高效导流。公司计划加码直播+短视频等新兴内容形式，构建垂直领域的 MCN，实现内容展现形式多样化。2019 年什么值得买 UGC 占比达 77%，专业创作者“生活家”集聚私域流量，我们认为在增添新内容形式后，什么值得买有望更高效的为“快抖微”引流导流，助力直播电商新平台发展。

以内容构筑生态，有望受益直播电商扩容。公司以内容为核心，以导购佣金和广告展示为收入来源，构筑一体两翼的导流生态，业绩保持较快增长。我们看好公司新增直播+短视频的内容形式，结合以 UGC+私域流量为主的导流模式，有望高效引导消费者至电商平台完成交易，受益于“快抖微”等直播电商新平台，提升行业天花板，拓展长期成长空间。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.65/2.05/2.44 亿元，对应当前股份 EPS 分别为 2.05/2.54/3.02 元，对应当前股价 PE 分别为 60/48/41 倍。

4.2、受益标的

4.2.1、华扬联众（603825.SH）：布局快手抖音渠道代运营，营销资源加持或更易享受流量优势

品牌资源丰富，或与代运营形成良好协同作用。公司依托营销业务的品牌资源，有望与代运营形成良好的协同作用。我们判断现有客户可能会将部分产品交由公司代运营，以在直播电商新平台打造爆款，借助公司在整合营销方面的优势，或能实现更良好的运营效果。

营销优势显著，或赋能直播电商。公司营销能力较强，拥有短视频内容制作能力，或能与直播电商相互配合，在直播前为品牌商造势，在直播后持续推出短视频为品牌商带货，从而达到更好的营销效果。

布局快手抖音渠道代运营，营销资源加持或更易享受流量红利。公司于 2020 年重点布局电商代运营业务，积极拓展快手、抖音、B 站、小红书等新型电商渠道，相比传统 TP 深耕天猫单一渠道而言，公司开展代运营灵活性更强。同时依托整合营销创意优势，或更易在快手和抖音获得流量资源，增强代运营产品的关注度。此外，公司营销业务客户优质，有望转化为代运营客户，提升公司服务的品牌数。我们看好公司积极布局直播电商新平台，结合营销资源，或将持续受益新渠道红利。

4.2.2、微盟集团（2013.HK）：微信电商重要合作伙伴，有望受益微信电商业务发展

微信电商核心服务商，覆盖线上线下多业态。公司是微信平台主要 SaaS 服务商，旗下产品能为品牌商提供囊括线上线下的多样化服务，或能将微信线上电商和线下到店相结合，以满足消费者多样化需求。

微信小商店或能与微盟形成高低搭配，相辅相成。近期微信推出微信小商店，瞄准小商家和个体商户，我们认为微信小商店的客户在对 SaaS 产品使用体验良好的基础上，或能向微盟转化，从而提升微盟的电商客户数量。

有望受益微信电商业务扩容。微信加码电商业务后，将会有新的商家入驻，SaaS 产品作为电商业态的重要组成部分，有望直接受益于微信电商业务扩容带来的机遇，提升发展空间。

4.2.3、中国有赞（8083.HK）：加码直播+短视频带货，受益快抖微电商发展

快手电商核心合作伙伴，未来有望持续受益。公司是快手电商的核心合作伙伴，同时布局微信、抖音等多电商平台，有望受益于快抖微电商发展。

加码直播+短视频带货。公司与爱逛网络就认购后者 10% 股权的意向签订谅解备忘录。爱逛是基于微信生态的小程序电商平台，入驻商家通过直播和短视频向消费者带货，店铺后台与有赞打通。我们认为有赞与爱逛合作，有望进一步享受微信电商红利。

表1：我们预测重点推荐及受益的 A 股标的业绩将保持较快增长

公司代码	公司简称	评级	股价		市值		每股收益（元/股）			市盈率（倍）			最新每股净资产 元/股
			元	亿元	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E			
002878.SZ	元隆雅图	买入	21.48	48	0.52	0.76	1.02	41	28	16			3.1
300785.SZ	值得买	买入	123.30	99	1.48	2.05	2.54	84	60	49			9.7
603825.SH	华扬联众	未有评级	27.42	63	0.85	1.31	1.82	32	21	15			7.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（元隆雅图、值得买盈利预测来自我们的预测，华扬联众盈利预测来自 Wind 一致预期，股价截止 2020 年 8 月 3 日收盘）

5、风险提示

（1）快手/抖音/微信发展直播电商的进度不及预期风险。直播电商为产业链带来的投资机遇需有平台保障，若快手、抖音、微信发展直播电商进度不及预期，则可能对平台内服务商开展业务造成影响。

（2）直播行业政策风险。直播电商涉及短视频、直播、MCN 等业务，其中互联网广告、直播带货、视频内容制作等行为均面临一定的行业政策监管。随着行业的规范制度、业务资质、网络信息安全等相关法律实践和监管要求不断更新，若未来行业政策发生不利变化，将会对行业产生不利影响。

（3）直播电商行业竞争加剧风险。快手、抖音、微信均为直播电商新入局企业，与淘宝、京东、拼多多等综合电商平台形成竞争，若传统电商平台加强直播业务的投入，则可能对快手、抖音、微信直播电商造成一定影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告