

Q4 电商掘金季，积极拥抱行业大趋势投资机会

报告摘要：

上半年电商/直播电商大盘回顾：（1）后疫情时代用户线上购物习惯培养，行业景气度不断回升；网上商品和服务零售额同比+9.5%，线上消费渗透率8月达到25%，各类商品销售额提速，行业趋势向好；

（2）直播电商基础设施不断完善，GMV实现快速增长；快手直播日活用户已突破1.7亿+，电商日活突破1亿，8月总订单量超5亿单跃居电商第四极，商业变现充分验证；

Q4 行业动态频繁，重点关注：（1）“双11”全年大促高潮，多元玩法贡献核心增长；“双11”作为全年核心大促地位不可动摇；今年各大平台“双预售制”和“短视频+直播”等玩法的推出，有望不断提升消费者购物体验，形成“短视频种草，直播间收割”内容流量转化闭环，对用户规模、交易规模都带来更强信心；我们预测今年“双11”总体成交额仍将保持26%-32%左右增长，对应5,178-5,411亿元；

（2）直播电商交易闭环大趋势下，服务商价值凸显；近期抖音/快手小店政策加速平台电商生态构建，直播电商服务商从“人-货-场”多维度高效赋能品牌和消费者链接，将充分享受直播电商平台发展红利，并持续输出核心服务价值，对应近1,500亿元广阔市场空间；

（3）“电商+内容”大趋势，视频内容贡献用户活跃和变现增量；随着近期手淘改版全面推进短视频内容、小红书上线视频号、值得买平台升级短视频/直播内容、芒果超媒发力“小芒电商”等举措，我们认为“视频+内容+电商”会逐渐成为各大平台标配，借力视频内容带动平台用户粘性和转化提升，带来商业变现新增长极；

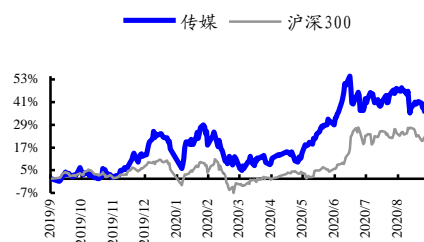
投资建议：Q4行业高景气度，“双11”大促新玩法驱动，电商平台有望迎来成长新动能，相关标的有【阿里巴巴、京东、拼多多】等；随着直播电商高速发展及抖快服务商生态体系壮大，直播电商产业链参与者将全面受益，直播电商和MCN相关标的有【星期六、中广天择、元隆雅图】等；短视频内容赋能，提振平台活跃度和交易量显著，推荐关注发力短视频内容升级的导购电商平台【值得买】和发力“小芒电商”的【芒果超媒】；同时关注电商/直播电商服务及营销细分赛道，相关标的有【中国有赞、微盟、蓝色光标】等。

风险提示：宏观经济变化风险、政策监管变化风险、销售不达预期风险、消费者消费意愿不达预期风险。

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
星期六	19.95	0.20	0.26	0.64	96.67	77.01	31.14	买入
芒果超媒	66.93	0.65	0.86	1.10	53.83	77.99	60.87	买入
值得买	109.00	1.48	1.86	2.25	97.50	58.75	48.45	买入

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-9.24%	2.47%	32.01%
相对收益	-3.82%	-8.23%	13.08%

行业数据

成分股数量（只）	177
总市值（亿）	22046
流通市值（亿）	16443
市盈率（倍）	-136.22
市净率（倍）	2.70
成分股总营收（亿）	6875
成分股总净利润（亿）	-121
成分股资产负债率（%）	41.92

相关报告

《国家级影像版权服务平台成立在即，版权产业新时代启航》

2020-09-13

《复盘游戏市场：再论游戏板块投资逻辑》

2020-09-08

《“618”复盘：直播带货赋能，线上消费共振》

2020-06-23

《“618”前瞻：疫情后最大消费季，直播电商引爆狂欢》

2020-06-03

证券分析师：宋雨翔

执业证书编号：S0550519120001
021-20363237 songyx@nesc.cn

研究助理：钱熠然

执业证书编号：S0550120070019
021-20363237 qianyr@nesc.cn

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.	上半年电商&直播电商大盘回顾.....	5
1.1.	电商：后疫情时代用户习惯培育，行业景气度回升.....	5
1.2.	直播电商：GMV 增量显著，直播电商生态逐步成熟.....	8
2.	看点 1：“双 11”全年大促高潮，短视频+直播贡献增量.....	13
2.1.	“双 11”大促地位不可动摇，贡献电商全年核心增长.....	13
2.2.	“双预售制”、“短视频+直播”齐下，增长新动能可期.....	16
3.	看点 2：直播电商交易闭环大趋势下的服务商生态构建.....	20
3.1.	从电商代运营市场看服务商核心价值.....	20
3.1.1.	主要服务及市场规模.....	20
3.1.2.	经营模式及核心价值.....	21
3.2.	直播电商交易闭环大趋势，服务商市场空间广阔.....	23
3.2.1.	抖音电商闭环在即，多元计划助推服务商生态.....	24
3.2.2.	快手电商百亿流量扶持，持续赋能产业链参与者.....	25
3.2.3.	直播电商服务商价值赋能，对应 1,500 亿市场空间.....	27
4.	看点 3：“电商+内容”大趋势，重视视频内容变现.....	28
4.1.	电商平台内容形式升级，视频种草功能强化.....	28
4.1.1.	手淘全面改版，淘宝内容化趋势再加强.....	29
4.1.2.	小红书&值得买内容升级，短视频释放成长动能.....	31
4.2.	芒果视频内容电商化，打造第二增长曲线.....	32
5.	投资建议.....	33
6.	风险提示.....	33

图表目录

图 1:	网民规模和互联网普及率	5
图 2:	网购用户规模及网购渗透率趋势.....	5
图 3:	后疫情时代消费者各渠道使用意愿增加的比例（%）.....	5
图 4:	网上商品和服务当月零售额及同比增速	6
图 5:	实物商品当月网上零售额及同比增速.....	6
图 6:	网上实物商品（累计值）渗透率.....	6
图 7:	不同类目实物商品网上零售额同比增长	7
图 8:	2020Q1&2020Q2 阿里巴巴、拼多多和京东年活跃买家数量（亿元）.....	7
图 9:	各大 APP 月活跃用户数变化情况	8
图 10:	2020 年 3 月细分行业用户使用时长同比增量（亿小时）.....	8
图 11:	2016-2022 年短视频市场规模及增速.....	8

图 12: 快手电商订单量和交易额快速增长.....	9
图 13: 快手 TOP 200 主播合计带货 GMV	9
图 14: 快手 TOP 200 主播合计销售量.....	9
图 15: 抖音代表性主播 8 月带货数据.....	10
图 16: 全网 TOP50 带货主播淘快抖拥有数量.....	10
图 17: 抖音&快手直播主播增量月度趋势.....	10
图 18: 抖音&快手直播场次月度趋势.....	10
图 19: 2020.01-2020.05 全网 KOL 带货转化率	11
图 20: 快手直播场均在线人数峰值月度趋势.....	11
图 21: 淘宝直播&京东直播“618”表现.....	11
图 22: 2017-2020 年直播电商市场规模变化趋势.....	11
图 23: 2014-2019 年“双 11”当日全网销售额及增速	13
图 24: “双 11”电商用户规模 (DAU 单位: 万)	14
图 25: 2019 年“双 11”主流电商净增用户 (万)	14
图 26: 2019 年“双 11”期间综合电商典型 APP 新增用户城际分布.....	14
图 27: 天猫“双 11”全球狂欢节成交额 (亿元)	15
图 28: 京东“双 11”全球好物节成交额 (亿元)	15
图 29: 手机淘宝 APP 内观看直播用户规模.....	16
图 30: 2019 年“双 11”淘宝直播战绩.....	16
图 31: 2020 年天猫“双 11”活动时间节奏.....	16
图 32: 2020 年京东“双 11”活动时间节奏.....	16
图 33: 2020 年淘宝直播“双 11”短视频节奏.....	17
图 34: “双 11”直播热力地图	18
图 35: “双 11”四大直播特色面孔.....	18
图 36: 2020 年淘宝直播“双 11”同城直播玩法介绍.....	18
图 37: 电商代运营主要提供服务.....	20
图 38: 2011-2021 年中国品牌电商服务市场交易规模情况.....	21
图 39: 代表性电商代运营公司营收情况 (万元)	23
图 40: 代表性电商代运营公司利润情况 (万元)	23
图 41: 代表性电商代运营公司毛利率情况.....	23
图 42: 代表性电商代运营公司净利率情况.....	23
图 43: 巨量引擎服务商体系.....	25
图 44: “聚能计划”合作伙伴权益.....	25
图 45: 抖音电商服务商激励政策.....	25
图 46: 快手电商首批品牌生态服务商名单.....	26
图 47: 直播电商代运营核心价值体系.....	27
图 48: 遥望网络 GMV 变化情况.....	28
图 49: 遥望网络 9 月 19 日单日直播带货破亿元.....	28
图 50: 2017-2022 年直播电商交易规模及变化情况.....	28
图 51: 手淘改版示意图.....	29
图 52: 淘宝短视频“满天星计划”.....	30
图 53: 小红书视频号百亿流量扶持计划	31
图 54: 值得买 APP 的短视频内容.....	31
图 55: 2016-2020H1 值得买用户规模情况.....	32
图 56: 小芒电商发布会.....	33

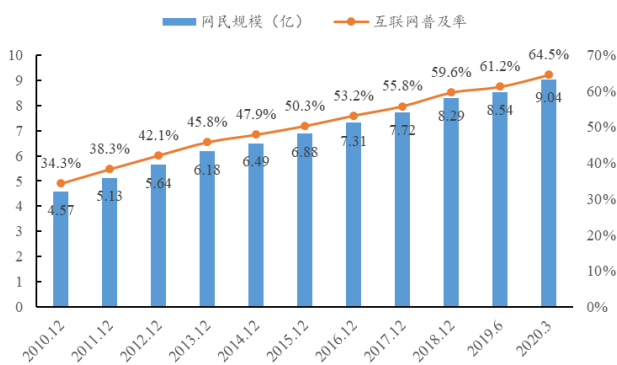
图 57: 2017-2020H1 芒果 TV 付费会员数.....	33
表 1: 近期各地直播电商扶持政策.....	12
表 2: 2019 年“双 11”期间主流电商平台玩法及销售额表现.....	15
表 3: 2020 年“双 11”快手电商核心玩法介绍.....	19
表 4: 2020 年“双 11”抖音宠粉节核心玩法介绍.....	19
表 5: 2020 年“双 11”行业成交额估计.....	20
表 6: 天猫星级服务商列表.....	21
表 7: 电商代运营主要模式梳理.....	22
表 8: 电商代运营代表公司情况.....	22
表 9: 近期抖音小店相关政策梳理.....	24
表 10: 近期快手相关扶持政策梳理.....	26
表 11: 淘宝短视频相关政策梳理.....	30
表 12: 近期小红书视频扶持政策梳理.....	31

1. 上半年电商&直播电商大盘回顾

1.1. 电商：后疫情时代用户习惯培育，行业景气度回升

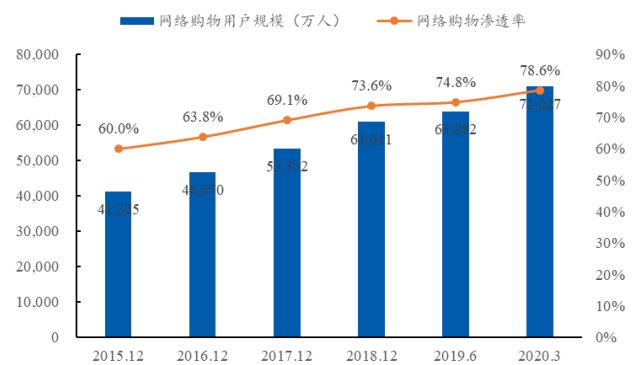
互联网普及率提升，网购用户规模扩大。一方面，我国网民总数和互联网普及率继续呈现稳步增长态势。截至2020年3月，我国网民规模达到9.04亿，相较2018年底新增网民7,508万；对应互联网普及率为64.5%，同2018年底相比+4.9pcts。互联网在近十年间已实现跨越式的发展，不断满足用户消费、娱乐、信息获取、社交、出行等需求，与生活结合日趋紧密。我国网络购物用户规模也随之不断扩大，从2015年的4.1亿增长到了2020年3月的7.1亿，对应78.6%的网民渗透率。网络零售持续稳健发展成为拉动我国消费增长的重要动力，网络消费通过模式创新、渠道下沉等方式不断释放动能。

图 1：网民规模和互联网普及率



数据来源：CNNIC，东北证券

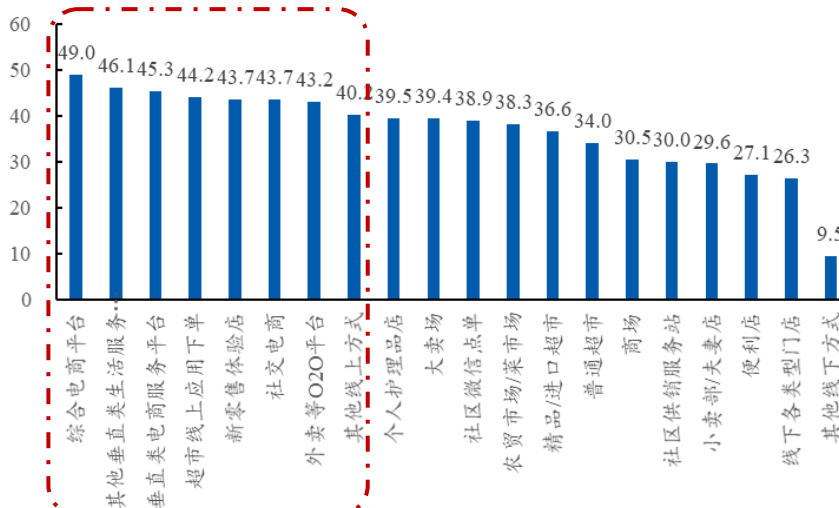
图 2：网购用户规模及网购渗透率趋势



数据来源：CNNIC，东北证券

网上商品和服务零售额同比提速，线上消费渗透率持续提升。疫情防控态势下消费方式和消费行为发生明显变化，线下流量加速向线上迁移，“宅经济”逆势增长。后疫情时代线上消费渠道使用意愿增幅位居前列。

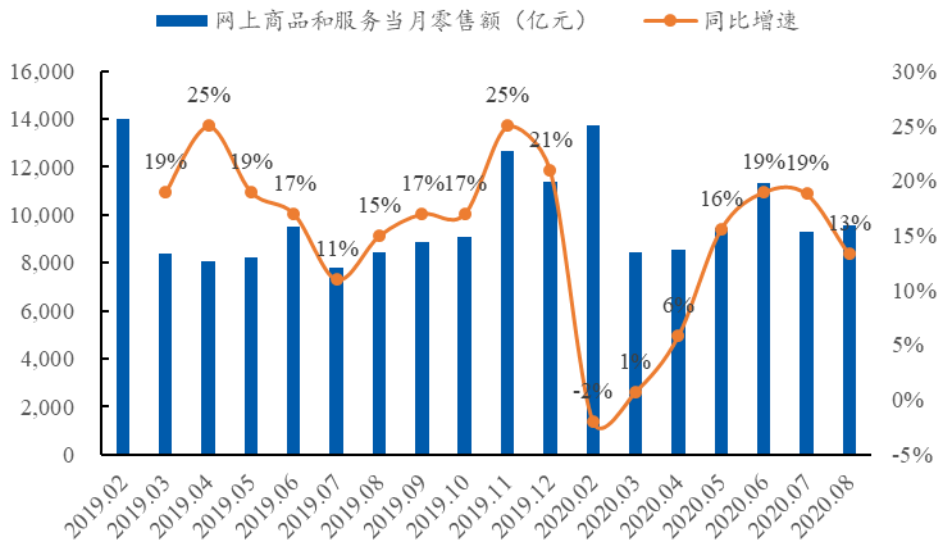
图 3：后疫情时代消费者各渠道使用意愿增加的比例 (%)



数据来源：网易定位，东北证券

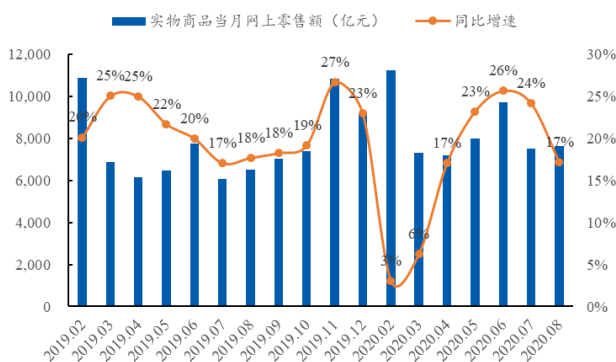
从 2020 年 1-8 月数据走势看，网上商品和服务零售额复苏趋势显著，2020 年 6 月起当月同比增速恢复至去年同期水平，截至 2020 年 8 月，我国网上商品和服务累计零售额同比增长 9.5% 至 7.0 万亿元，电商行业景气度升温。实物商品网上销售额方面，2020 年 8 月实物商品网上零售额为 7,633 亿元，同比+17%；累计值同比增长 15.8% 至 5.87 万亿元，占社会消费品零售额的渗透率较去年同期+6pcts 至 25%，网购已成为全民生活不可或缺的一部分。

图 4：网上商品和服务当月零售额及同比增速



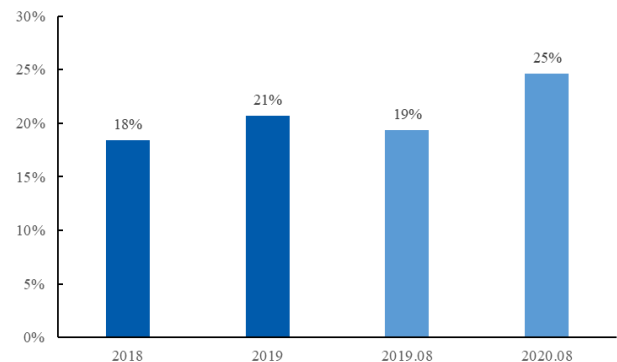
数据来源：国家统计局，东北证券

图 5：实物商品当月网上零售额及同比增速



数据来源：国家统计局，东北证券

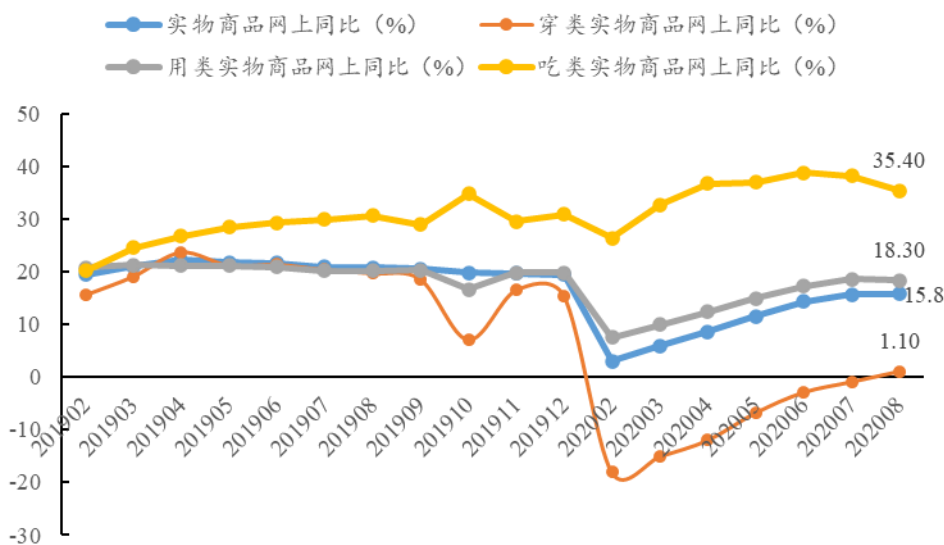
图 6：网上实物商品（累计值）渗透率



数据来源：国家统计局，东北证券

从实物商品网上零售额细分类目看，吃类实物商品同比增速显著，2020 年 8 月累计值增速达到 35.4%；其次是用类实物商品，同比增速 18.3%；而穿类事物商品也在 8 月实现今年增速的首次回正。总体来看，自 2020 年 2 月以来，各类商品网上销售提速明显，景气度回升。

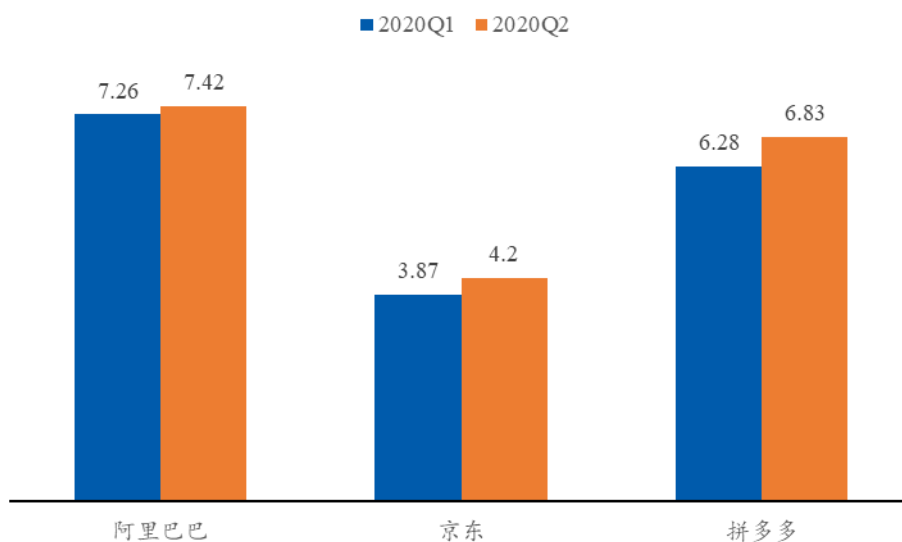
图 7：不同类目实物商品网上零售额同比增长



数据来源：国家统计局，东北证券

从各大平台用户增长数据看，各大平台 2020Q2 的活跃买家数增量明显，带动平台 GMV 增长。阿里巴巴 2020Q2 年度活跃消费者达到 7.42 亿，环比增加 0.16 亿，对应的天猫 GMV 同比增长 27%，淘宝直播 GMV 同比增长 100%；京东 2020Q2 年度活跃购买用户数达到 4.2 亿，环比增加 0.3 亿，对应的京东商品收入为 1,781.86 亿元，同比+33.5%；拼多多 2020Q2 年活跃买家达到 6.83 亿，环比增加 0.55 亿，近 12 月 GMV 达到 12,687 亿元，较去年同期 7,091 亿元+79%，体现出大众网购需求的加强。

图 8：2020Q1&2020Q2 阿里巴巴、拼多多和京东年活跃买家数量（亿元）

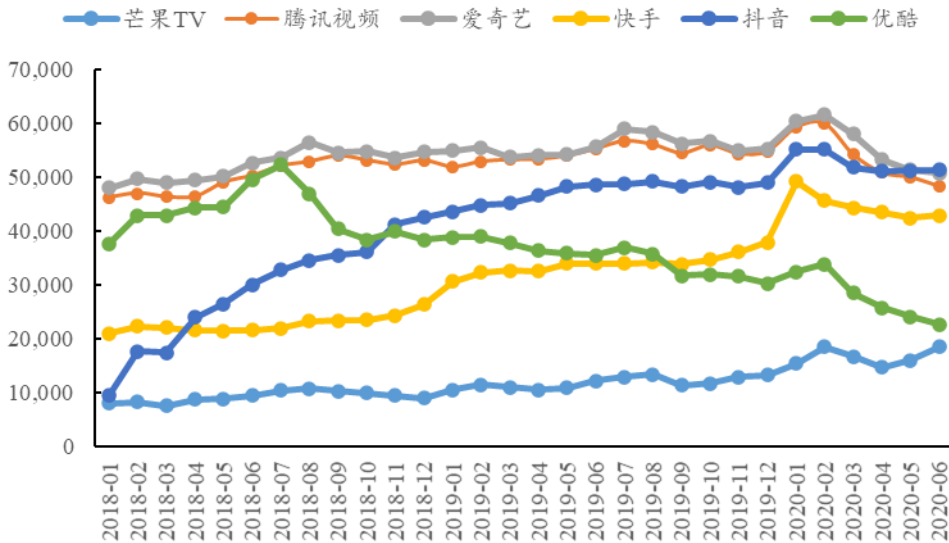


数据来源：公司财报，东北证券

1.2. 直播电商：GMV 增量显著，直播电商生态逐步成熟

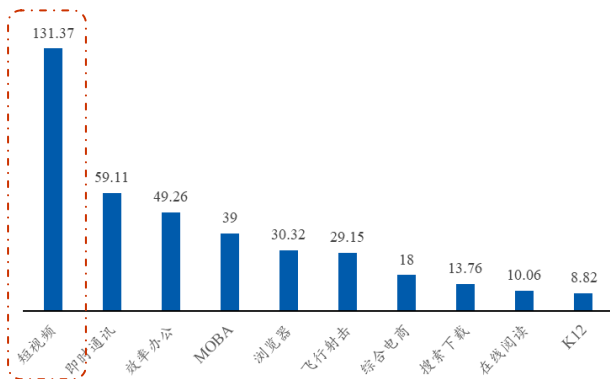
短视频/直播的内容形式承载更高维信息密度，具有实时性和互动性特点，能够充分提升内容的真实性与趣味性并调动用户碎片化时间，短视频/直播也因此成为用户使用时长增量最为显著的互联网产品，各大短视频/直播平台 MAU 增长迅速。2020 年 6 月，抖音 MAU 达到 5.1 亿，快手 MAU 也达到 4.3 亿，成为流量的核心聚集地。短视频市场快速增长至 2019 年的 1,302 亿元，目前短视频红利期仍可确认。

图 9：各大 APP 月活跃用户数变化情况



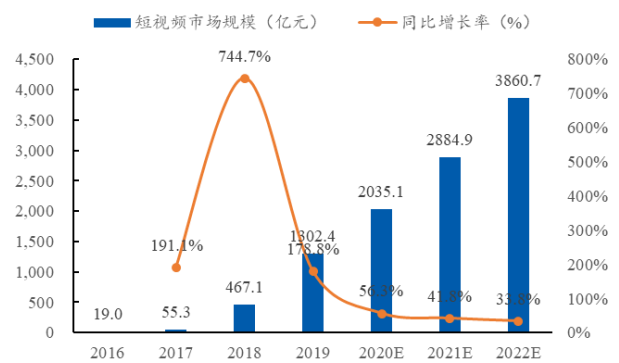
数据来源：Questmobile，东北证券

图 10：2020 年 3 月细分行业用户使用时长同比增量（亿小时）



数据来源：Questmobile，东北证券

图 11：2016-2022 年短视频市场规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

从抖音&快手直播带货发展趋势来看，两大平台势头正猛。尤其是快手电商，根据快手 2020 年内容生态半年报数据，快手直播日活用户已经突破 1.7 亿+，电商日活也突破 1 亿，正式成为直播电商行业的领先平台。2020 年 8 月快手电商订单量超 5 亿单，过去 12 个月中快手电商累计订单总量仅次于淘宝天猫、京东、拼多多，成为电商行业第四极，并且仍在快速增长。

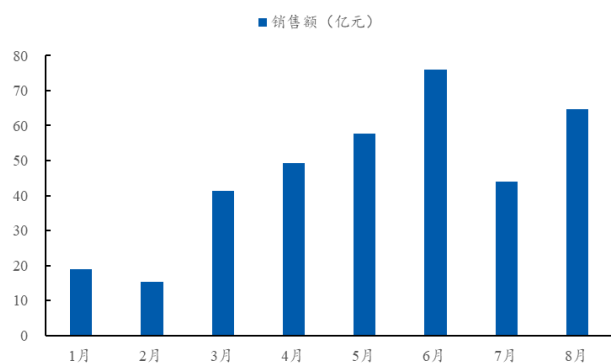
图 12: 快手电商订单量和交易额快速增长



数据来源: 快手, 东北证券

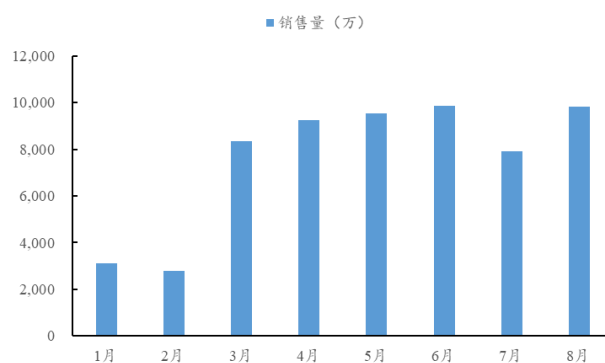
我们基于壁虎看看数据对快手电商 TOP200 主播进行统计后发现, 快手平台带货数据上升趋势明显, 相较于 1 月的 18.97 亿元, 8 月 TOP 200 主播的合计带货 GMV 已经达到 64.7 亿元 (7-8 月往往为电商淡季), 增长+240%; 8 月 TOP200 主播的合计订单数为 9,816 万单, 相较 1 月的 3,126 万单, 增长+214%。

图 13: 快手 TOP 200 主播合计带货 GMV



数据来源: 壁虎看看, 东北证券

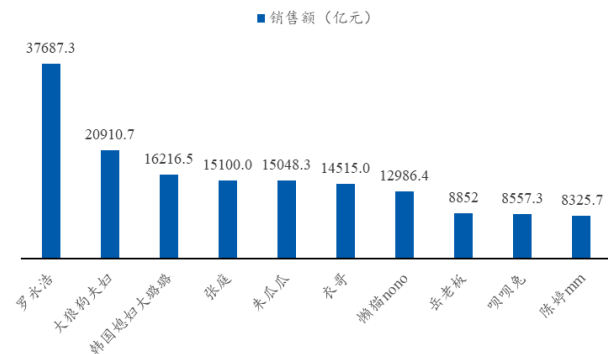
图 14: 快手 TOP 200 主播合计销售量



数据来源: 壁虎看看, 东北证券

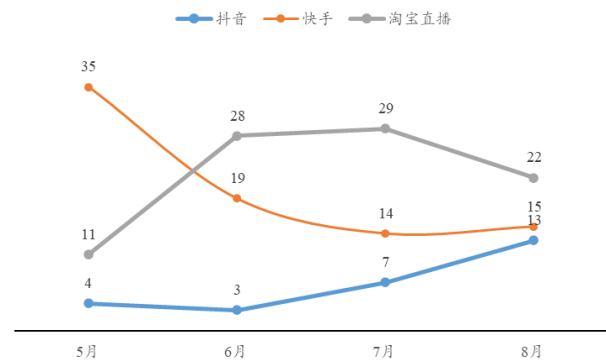
而抖音方面, 直播带货数据表现同样亮眼。根据新抖数据, 2020 年 8 月抖音 TOP 200 主播合计带货 GMV 同样超过 60 亿元, 同快手 TOP 200 主播带货数据接近。代表性 KOL 如罗永浩、大狼狗郑建鹏&言真夫妇等 8 月分别带货 3.8 亿元和 2.1 亿元, 对应 115.3 万件和 95.3 万件销售量。横向比较来看, 抖音主播成绩进步明显, 8 月全网 TOP50 带货主播中抖音主播有 13 位占比 26%, 相较 7 月增能加 6 位。

图 15: 抖音代表性主播 8 月带货数据



数据来源: 新抖, 东北证券

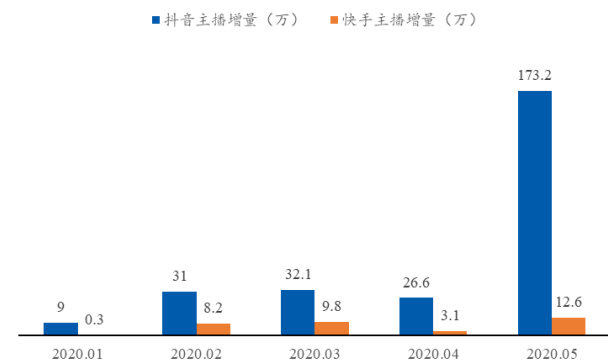
图 16: 全网 TOP50 带货主播淘快抖拥有数量



数据来源: 新腕儿, 果集数据, 东北证券

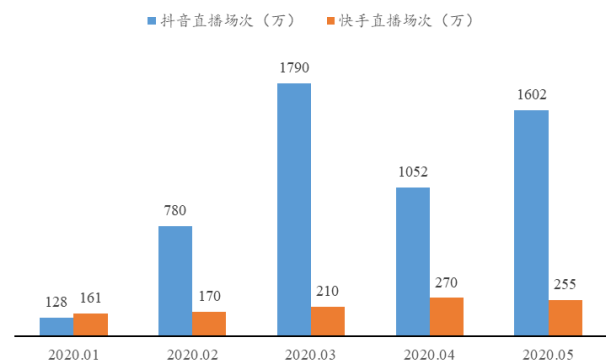
从主播活动趋势来看, 主播数量和直播场次均实现快速增长。主播数量方面, 2020 年 1 月-5 月, 抖音共增加 271.9 万直播主播, 尤其是 5 月单月增长 173.2 万, 同比 +551%; 而快手在此期间也增加共 34 万直播主播, 保持平稳增长态势。直播场次方面, 2020 年 1 月-5 月期间, 抖音主播直播共计 5,352 万场, 从 2 月起, 抖音直播场次快速上升, 同比增长 511%, 3-5 月单月直播场次突破千万场, 增长显著; 期间快手主播直播共计 1,066 万场, 月直播场次较为平稳, 稳定在 200 万场左右。

图 17: 抖音&快手直播主播增量月度趋势



数据来源: 面朝科技, 飞瓜数据, 东北证券

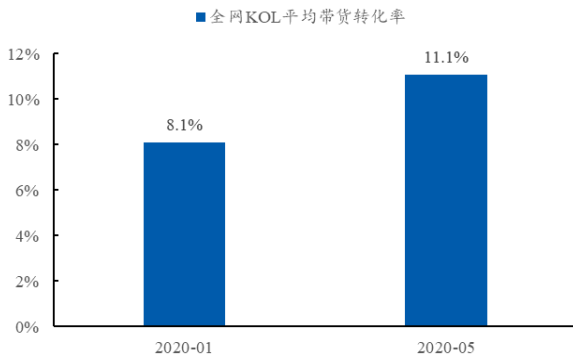
图 18: 抖音&快手直播场次月度趋势



数据来源: 面朝科技, 飞瓜数据, 东北证券

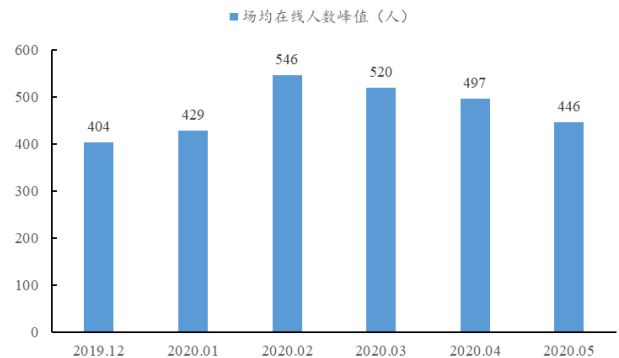
从主播的直播&带货效果来看, 直播电商模式逐步获得消费者的认可。全网 KOL 带货转化率有所提升, 2020 年 5 月带货转化率 11.1%, 相比 2020 年 1 月 +3pcts。各大平台的直播在线人数也逐步趋于稳定。以快手为例, 快手用户观看直播习惯基本养成, 场均观看人数较为稳定, 稳定在场均在线人数峰值 400 人左右。

图 19: 2020.01-2020.05 全网 KOL 带货转化率



数据来源: Questmobile, 东北证券

图 20: 快手直播场均在线人数峰值月度趋势



数据来源: 面朝科技, 飞瓜数据, 东北证券

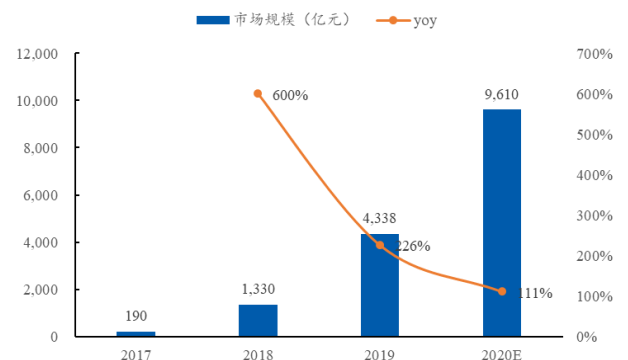
除抖音和快手电商外, 主流电商平台的直播板块也实现快速增长。今年“618”期间, 淘宝直播表现强势, 首日 GMV 突破 51 亿元, 期间成交额同比+250%, 13 个直播间 GMV 破 1 亿元; 京东直播在“618”期间日均直播场次提升 14 倍, 带货额提升 21 倍, 31 个品牌直播间破亿; 直播电商市场规模从 2017 年的 190 亿元已大幅增长至 2019 年的 4,338 亿元, 复合增长率达 711.2%, 预计 2020 年全年市场规模将达到 9,610 亿元。

图 21: 淘宝直播&京东直播“618”表现



数据来源: 淘宝直播, 京东直播, 东北证券

图 22: 2017-2020 年直播电商市场规模变化趋势



数据来源: 艾媒咨询, 东北证券

各地出台政策扶持, 直播电商政策保驾护航。国家层面, 国家发改委等 13 部门发布《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》, 支持微商电商、网络直播等多样化的自主就业、分时就业。地区层面, 截至 7 月 31 日, 至少有 22 地出台了直播电商相关扶持政策, 在资金、场地、人才培养等方面提供支持, 鼓励开展直播电商, 促进线上线下融合发展, 打造经济发展新的增长极。预计后期将有更多地区跟进, 出台直播电商相关政策, 为直播电商行业创造良好的发展环境, 使其成为线上流量池的活力源。

表 1: 近期各地直播电商扶持政策

地区	时间	政策名称	政策核心
广州	3月24日	《广州市直播电商发展行动方案》	“个十百千万”工程，将广州打造成为全国著名直播电商之都；
上海	4月8日	《上海市促进在线新经济发展行动方案》	鼓励开展直播电商、社交电商、社群电商、“小程序”电商等智能营销新业态；
四川	4月8日	《品质川货直播电商网络流量新高地行动计划》	将四川打造为全国知名区域直播电商网络流量中心，带动川货品牌新兴消费；
广州越秀区	4月13日	《“越秀区促进直播电商行业发展”新闻通气会暨直播电商行业交流会上公布支持措施》	鼓励直播电商平台、MCN机构、直播电商经纪公司、直播电商服务机构等直播运营商落地越秀，助力越秀打造广州“越秀”直播电商之都；
福建泉州	5月9日	《关于扶持电子商务发展的若干措施》	积极发展直播电商等电子商务新业态、鼓励龙头做大做强；
重庆	5月10日	《重庆市加速发展直播带货行动计划》	积极发展直播电商，大力实施电商直播带货“2111”工程；
杭州江干区	5月13日	《关于建设高端商务人才聚集区、推动中央商务区高质量发展的实施意见》	将直播达人纳入新零售人才评定范畴，享受高层次人才待遇；
山东菏泽	5月18日	《菏泽市直播电商发展行动方案》	全力支持直播电商为代表的电子商务新业态，打造产业集群；
山东济南	5月22日	《大力发展电商经济，打造直播经济总部基地的实施方案》	抢抓电商直播发展机遇，将济南打造成为全国著名的直播经济总部基地；
山东青岛	5月26日	《青岛市直播电商发展行动方案》	推进直播电商工程“五个一”工程，将青岛打造成中国北方直播电商领先城市；
广州从化区	6月5日	《广州市从化区扶持直播电商发展的若干措施》	充分发挥直播电商新业态模式，打造超百亿级直播电商产业集聚区；
广州花都区	6月8日	《广州市花都区扶持直播电商发展办法》	直播电商作为经济高质量发展重要抓手，打造直播电商名都；
杭州滨江区	6月9日	《高新区（滨江）直播产业联盟和产业基地》	加大直播产业扶持力度，政企携手，共同打造全国直播产业第一区；
北京	6月10日	《北京市促进新消费引领品质新生活行动方案》	培育壮大“互联网+”消费，推广社交营销、直播卖货、云逛街等新模式；
杭州拱墅区	6月14日	《中国（杭州）青年创新直播基地》	培育凝聚一批兼备优秀职业素养的“网红”青年主播，为直播产业提供青年人才力量；
杭州余杭区	6月20日	《余杭区支持直播电商产业高质量发展的财政政策措施实施细则》	优化直播电商产业发展环境，推动直播电商新经济、新业态创新发展；
浙江义乌	6月22日	《义乌市加快直播电商发展行动计划》	推进实施“十百千万”工程，打造全国知名的网红产品营销中心、网红达人“双创”中心、网红直播供应链主体集聚中心；
河北石家庄	7月2日	《石家庄市新媒体电商直播示范城市行动方案》	构建五大支撑体系，将石家庄打造成全国领先的新媒体电商直播示范头部城市；
哈尔滨	7月5日	《黑龙江省MCN青年人才培养基地》	培训青年电商人才，把黑龙江打造成“直播带货”“网红经济”新高地；
深圳	7月7日	《深圳市关于进一步激发消费活力促进消费增长的若干措施》	着力发展网红直播消费，发展“线上引流+实体消费”等销售新模式；
成都武侯区	7月27日	《武侯区促进电商直播产业发展扶持办法（试行）》	推动电商直播产业高质量发展，打造西部电商直播第一区；

数据来源：界面新闻，东北证券

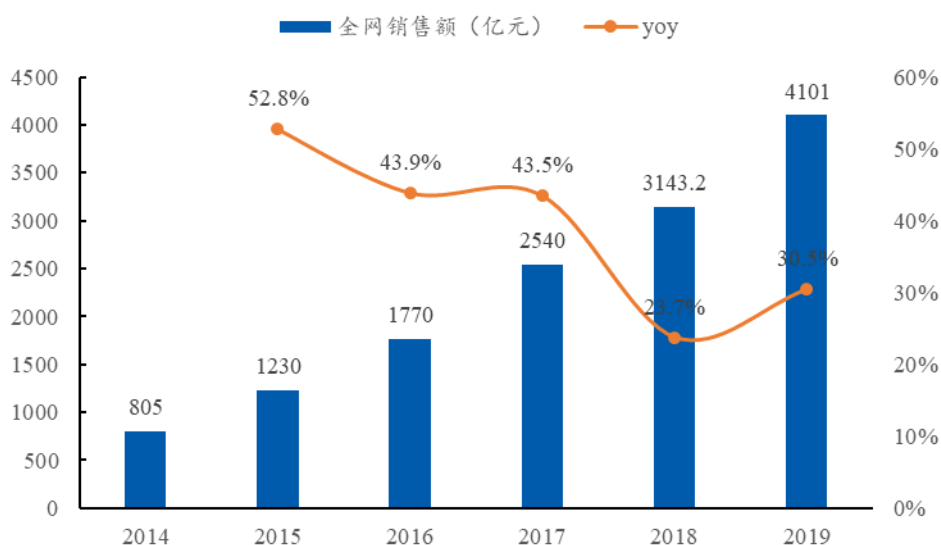
2. 看点 1: “双 11” 全年大促高潮, 短视频+直播贡献增量

2.1. “双 11” 大促地位不可动摇, 贡献电商全年核心增长

“双 11” 自 2009 年首次举办以来, 已经从最初仅 27 个品牌参与, 贡献 0.5 亿销售额发展成为超 4,000 亿+交易体量, 6 亿+用户共同参与的大促狂欢盛典, 对于电商平台全年销售额增长和用户规模提升起到积极助推作用。

从 GMV 贡献度来看, “双 11” 全年最重要大促地位不可动摇, 对于电商销售额增量贡献显著。根据星图数据显示, 2019 年“双 11” 当日主要电商平台的交易额合计突破 4,101 亿元, 较 2018 年同比+30.5%; 2019 年 11 月 1 日-11 月 11 日期间全网总销售额达到 5,735 亿元。

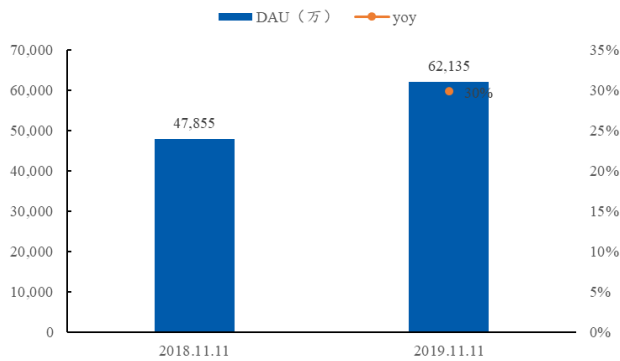
图 23: 2014-2019 年“双 11” 当日全网销售额及增速



数据来源: 星图数据, 东北证券

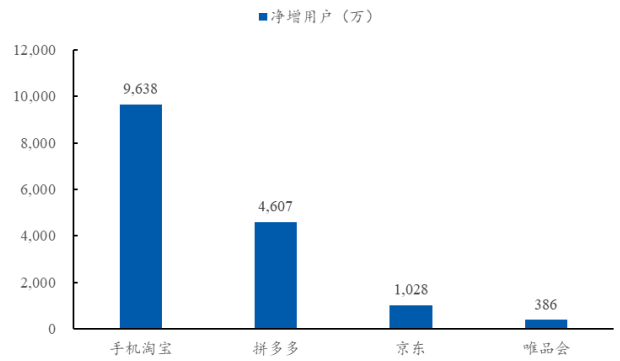
从用户增量来看, “双 11” 期间电商用户规模持续放量, 尤其是下沉市场增量显著。一方面, 从整体 DAU 来看, 2019 年“双 11” 期间电商平台 DAU 达到 6.2 亿, 相较于去年同比+30%; 各大电商平台净增用户在“双 11” 期间也同样提升显著, 比如手机淘宝、拼多多的净增用户数分别在 9,638 万和 4,607 万。

图 24: “双 11” 电商用户规模 (DAU 单位: 万)



数据来源: Trustdata, 东北证券

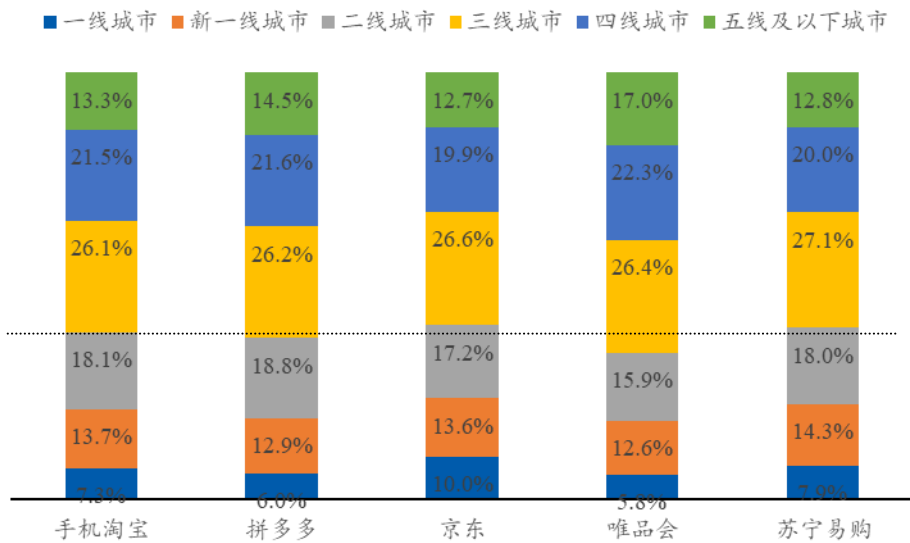
图 25: 2019 年 “双 11” 主流电商净增用户 (万)



数据来源: Trustdata, 东北证券

另一方面, “双 11” 助力电商渠道渗透带来下沉增量。根据 Questmobile 数据, 2019 年 “双 11” 电商 APP 新增用户的城际分布中二线以下城市 (不含二线城市) 平均占比已经接近 60%, 凸显 “双 11” 带来的下沉市场电商机遇与潜力。

图 26: 2019 年 “双 11” 期间综合电商典型 APP 新增用户城际分布



数据来源: Questmobile, 东北证券

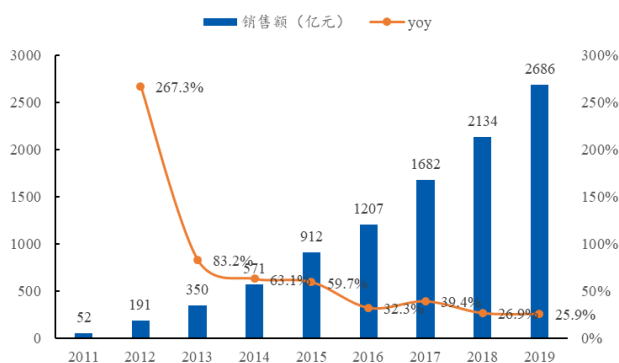
分平台来看, 各大平台 2019 年核心玩法主要围绕红包玩法、百亿补贴、直播带货等要素进行并贡献了平台销售额的显著增长。2019 年 “双 11” 当日, 天猫全天成交额达到 2,686 亿元; 京东 “双 11” 期间也合计贡献 2,044 亿元销售额。“双 11” 毫无疑问对于各大电商平台和品牌商家而言都是一次绝佳的增长机会。

表 2: 2019 年“双 11”期间主流电商平台玩法及销售额表现

平台	平台玩法	平台销售额（亿元）及市占率			
		销售额	占比	销售额	占比
天猫	(1) “双 11” 合伙人: 全民开喵铺, 瓜分 20 亿红包; 盖楼大挑战, 组队领红包; 心愿大奖; (2) 红包: 超级红包; 转发微博抽“双 11”红包; 密令红包; 爆款清单红包; 红包雨; (3) 满减: 每满 400 减 50 元的购物津贴; (4) 限时优惠: 在大促基础上新增限时优惠价格, 拼手速下单; (5) 愿望清单+预售有礼: 建立愿望清单, 分享得红包, 付定金返红包;	2686.16	65.50%	2134.23	67.90%
京东	(1) 全民养红包, 抢 1 亿现金红包: 养红包分奖金, 红包升级至 Lv5 即可获得瓜分资格; (2) 红包: 集十二玉首卡刮分千万红包; (3) 神券: 签到分现金券: 全品类券; 赢锦鲤红包, 每日 30 万, 先到先得; (4) 超级百亿补贴: 神券补贴、互动最高分千元现金、爆品疯狂秒杀优惠、一元体验无忧服务; (5) 薅羊毛大全: 使用京东支付单单享优惠;	705.37	17.20%	543.77	17.30%
苏宁易购	(1) 天天发现鲸: 全民养鱼, 赢百万大奖; (2) 红包雨: 玩游戏云钻、大额券; (3) 游戏赢红包: 狮子连萌, 闯关赢 4999 免单; 小苏的农庄, 种农作物得金币兑换券/商品; (4) 红包召唤狮: 签到领红包, 连续签到瓜分大额云钻; (5) 免单/忘福利: 使用苏宁支付笔笔返现, 最高享 1888 元免单; 用任性付, 爆款商品享 6/12 期免息;	200.95	4.90%	147.73	4.70%
拼多多	(1) 百亿补贴: 百亿补贴王加码, 全场无预售/定金; (2) 红包雨: 大促惊喜红包, 双 11 当日全场通用可叠加; (3) 平台满返: 每日全平台拼单成团后金额达到返现门槛即可领取现金券奖励; (4) 万券齐发: 整点抢大额神券; (5) 秒杀万人团: 参团拼单购品牌特价商品; (6) 幸运大转盘: 活动期间每日可抽奖 2 次, 有机会获得优惠券/品牌商品;	250.16	6.10%	94.30	3%

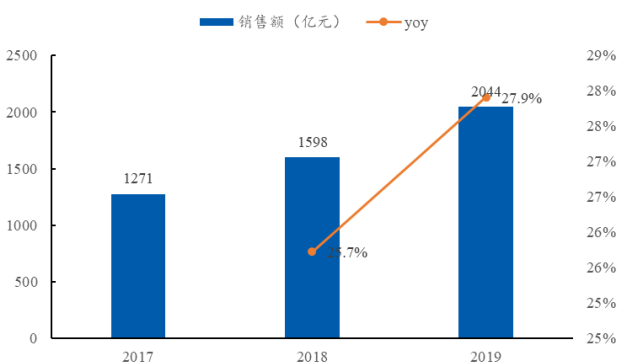
数据来源: 京东, 天猫, 拼多多, 苏宁易购, 星图数据, 东北证券

图 27: 天猫“双 11”全球狂欢节成交额（亿元）



数据来源: 星图数据, 天猫, 东北证券

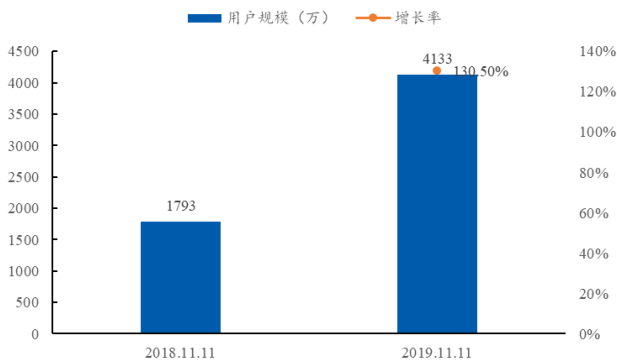
图 28: 京东“双 11”全球好物节成交额（亿元）



数据来源: 星图数据, 京东, 东北证券

尤其是直播带货的价值进一步放大。2019 年“双 11”期间主要销售场景转移, 具有高互动性特征的直播成为获取流量和增能加用户粘性的新渠道, 手淘观看直播用户占比显著增加。2019 年天猫“双 11”期间, 超过 50% 的品牌商家采用淘宝直播的方式来拉动销售, 11 月 11 日全天淘宝直播带动成交近 200 亿元, 仅用 63 分钟就超过去年全天, 开播商家数和开播场次同比均翻番。

图 29: 手机淘宝 APP 内观看直播用户规模



数据来源: Questmobile, 东北证券

图 30: 2019 年“双 11” 淘宝直播战绩



数据来源: 淘宝直播, 东北证券

2.2. “双预售制”、“短视频+直播”齐下，增长新动能可期

截至目前，天猫、京东、拼多多等电商平台已陆续发布 2020 年“双 11”招商规则。除经典的满减优惠活动，红包玩法之外，今年“双 11”的核心看点包括双预售制，短视频+直播流量内容闭环等。

1) 双预售制

2020 年天猫“双 11”的核心变化就是将预热分为了两个时段，并将交易爆发点变成了 11 月 1 日和 11 月 11 日两天。

- 第一次预热和预售（10 月 21 日-11 月 3 日），并在 11 月 1 日~3 日进行第一次爆发，作为“双 11”的开幕盛典。
- 第二次预热和预售（11 月 3 日~11 日），在 11 月 11 日完成第二次全天 24 小时的爆发。

图 31: 2020 年天猫“双 11”活动时间节奏



数据来源: 天猫, 亿邦动力, 东北证券

图 32: 2020 年京东“双 11”活动时间节奏



数据来源: 天猫, 亿邦动力, 东北证券

同样地，京东也将今年“双11”活动整体分为四个时期，第一时期为“预售期”（10月21日-10月31日），第二时期为“专场期”（11月1日-11月8日），第三时期为“高潮期”（11月9日-11月11日），第四时期为“续售期”（11月12日-11月13日），并将在11月1日-11月3日迎来“双11”开门红，作为“双11”的第一波销售高潮。我们认为，今年双预售制的推出不仅可以通过缩减完成预售购买到最终收货的时长，提升消费者的购买、收货等体验；同时，不同类型品牌分时段爆发也避免品牌之间的营销资源挤兑，带来预售增量，最终对参与的用户规模、总体的交易规模，以及更好的支撑商家在下半年的交易增长都带来更强信心。

2) 短视频+直播内容流量闭环

2020年“618”期间，直播电商已经成为“618”的核心玩法，2020年“双11”期间，各大平台端预计会在直播电商基础之上，将加强短视频和直播的结合，形成内容流量闭环。

以淘宝直播为例，正在内测的淘宝直播APP中，首页频道已经更换为“关注”“直播”“视频”三个主频道，其中“视频”采用全屏形式展示，支持点赞、评论、关注和转发，上下滑动即可切换。其次在流量层面，今年“双11”将联动直播视频，通过视频长效分发转粉、直播引流来实现内容流量闭环，优质直播达人的视频从发布到流入手淘，中途将经过流量叠加多次推荐、仅3分钟就可实现手淘内可见。与此同时，短视频的内容发布和话题打标活动已经逐步开展，淘宝直播官方还推出了超过100个品类的视频模板，并将从10月中下旬启动超过30款的打“价”模板招募，加速平台短视频内容的生产，预计在今年“双11”迎来爆发。

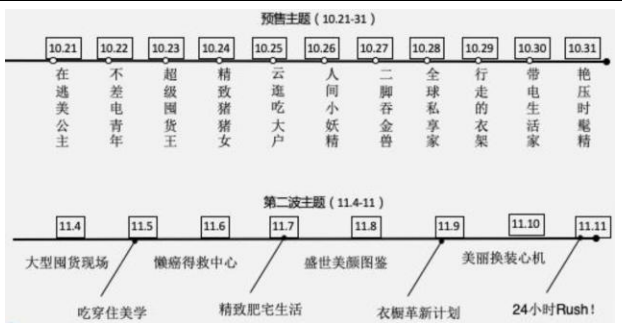
图 33：2020 年淘宝直播“双11”短视频节奏



数据来源：淘宝直播，东北证券

2020年也是淘宝直播参与“双11”的第五年，直播仍将是“双11”的核心玩法之一，包括赛马，万人团，跨界连麦，内容直播，分享裂变券等。今年特别推出同城直播，在同城线下消费场景的直播间，将会出现主播逛播、实体店直播、卖场以及景点等直播场景，帮助商家展示同城新电商，带给同城用户不一样的直播体验，形成线上线下的流量互导和成交转化。

图 34: “双 11” 直播热力地图



数据来源：淘榜单，东北证券

图 35: “双 11” 四大直播特色面孔



数据来源：淘榜单，东北证券

图 36: 2020 年淘宝直播“双 11” 同城直播玩法介绍



数据来源：淘宝直播，东北证券

京东内容频道在持续注重公域优质内容产出的同时，也充分利用自身明星、IP、爆品等资源产出优质内容，通过短视频、小程序、“发现好货”频道、京东快报、直播等渠道开展内容营销。我们认为，短视频和直播会逐渐成为电商平台两个核心搭配，形成短视频种草，直播收割的内容流量转化闭环，带来“双 11”全新增长。

特别地，作为快手成为电商第四极后的首次“双 11”活动，此次快手也在以往购物节活动玩法的基础上进行全面升级和创新，重磅推出“快手之夜”大型晚会、快手 116 购物狂欢节、双十一加油包、达人天团 4 大王牌 IP，投入百亿级流量资源，覆盖百位头部达人，通过全方位的资源整合，打造“双 11”爆款年度大事件。综合来看，快手电商通过四大王牌 IP，一方面凭借平台极强的活动运营能力以及投入巨大流量加持，助力品牌主快速、直接获取流量；另一方面也通过撮合品牌与达人深度合作，帮助品牌借助达人搭建转化桥梁；助力品牌借势实现品效合一。快手所推出的一系列多元联动创新玩法，我们认为对于快手电商完成商业化变现，拉动“双 11”品牌销售额增长，实现品牌主、达人、平台等多方共赢起到积极作用。

表 3: 2020 年“双 11”快手电商核心玩法介绍

	玩法介绍
“快手之夜”大型晚会	快手平台缔造的首次大型盛典, 将在 10 月 30 日联合江苏卫视推出“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, “顶流大屏+顶流小屏”“顶流明星+顶流网红”全领域跨界强强联动, 200 亿+巨大流量曝光加持, 多元共振释放超级 IP 势能;
快手 116 购物狂欢节	10 月 30 日-11 月 11 日, 快手电商推出年度战略级项目——116 购物狂欢节, 通过开机页、发现页、搜索页等全平台流量入口给予强势轰炸式曝光, 全面开放快手站内公域、私域引流入口, 实现“明星公域流量+达人私域留量”直播联动模式, 并结合集卡、红包雨等全民互动花式玩法, 全面覆盖全网品牌及用户, 引爆品牌销量;
双十一加油包	10 月 21 日-11 月 11 日, 快手将推出双十一加油包, 针对品牌双十一期间达人直播带货、品牌发布会/晚会、达人专场直播等各类营销场景, 绑定核心推广资源, 配合品牌直播间产品, 实现高效引流, 全面加速品牌品效合一进程;
快手好物星推官	今年“双 11”期间, 快手还将推出达人专项“快手好物星推官”, 覆盖百位快手头部达人以及亿级粉丝资源, 凭借 S 级带货能力、S 级品宣能力, 全面引爆“双 11”; 合作方式包括 (1) 面向 S、A、B 级明星主播团, 可进行直播混场单坑位的合作, 其优势在于较低的合作门槛、单坑位的价格优势, 以有限的预算可以合作更多的主播, 通过精准锁定达人资源, 助力品牌获得最优投产比和高效转化价值; (2) 面向快手超头部达人, 推出品牌独家定制专场活动, 依托达人超强带货能力, 打造品牌专属 showcase;

数据来源: 快手日报, 东北证券

抖音方面, 也于 9 月 28 日举行了“11·11 抖音宠粉节商家大会”, 发布抖音“双 11”核心玩法。在 10 月 30 日-11 月 11 日期间, 抖音将通过千亿流量个性化加持, 结合粉丝券、秒杀、满减等宠粉玩法, 全民排位赛等机制, 打造超级宠粉节活动, 助力抖音商家在“双 11”期间实现销量核心增长。

表 4: 2020 年“双 11”抖音宠粉节核心玩法介绍

	玩法介绍
常规玩法	包括粉丝券、限时秒杀和跨店满减等 (首次, 每满 100 减 10 元, 购物车凑单);
超级宠粉节	(1) 超级直播间: 超级明星和超级达人共同开启, 助推好物; (2) 超级秒杀日: 包括天天特价 (平台补贴超级爆品), 好物秒杀 (甄选 20 个超级秒杀直播间) 和更多秒杀 (商家设置, 个性化展示); (3) 超级品类狂欢: 主会场强势曝光, 个性化流量扶持; (4) 超级幸运免单, 由平台直接补贴的福利, 从活动开始每日抽取 1111 个幸运用户进行免单;

数据来源: 11·11 抖音宠粉节商家大会, 东北证券

我们预计在双预售制、短视频+直播等玩法的综合带动下, 2020 年“双 11”成交额仍将保持稳定增长。成交额可以拆解为 $DAU \times \text{人均 GMV 贡献}$, 因此我们假设:

- 由于各大平台今年玩法不断升级, 同时快手和抖音也再次加入“双 11”阵营, 我们预计今年“双 11”用户规模仍将保持增长, 基于 2019 年增速, 我们假设

悲观/中性/乐观情况下的增速分别为 20%/25%/30%；

- 随着“短视频-直播”的种草收割闭环不断深化，我们预计“双 11”人均贡献 GMV 也将保持比例增长，基于 2019 年增速，我们假设悲观/中性/乐观情况下的增速分别为 0.5%/1%/1.5%；

根据上述假设，我们预计今年“双 11”在中性和乐观情况下成交额将达到 5,178 亿元和 5,411 亿元。

表 5：2020 年“双 11”行业成交额估计

	2018	2019	2020E		
			悲观	中性	乐观
GMV（亿元）	3143.2	4101	4945.81	5177.51	5411.27
yoy		30%	21%	26%	32%
DAU（亿）	4.79	6.21	7.45	7.76	8.07
yoy		30%	20%	25%	30%
人均贡献（元）	656.20	660.39	663.69	666.99	670.29
yoy		1%	0.5%	1.0%	1.5%

数据来源：星图数据，Trustdata，东北证券

3. 看点 2：直播电商交易闭环大趋势下的服务商生态构建

3.1. 从电商代运营市场看服务商核心价值

3.1.1. 主要服务及市场规模

随着互联网日益成为社会商品零售的重要渠道，众多品牌方将电子商务作为业务重点，带动品牌电商的快速发展，电商品牌化成为网络市场主流。品牌电商服务主要指由在电子商务活动中第三方服务商，主要服务基本涵盖线上运营的全部流程，从网站建设、营销推广、店铺运营等前端服务到仓储物流、IT 技术等后端服务，帮助品牌商进行线上零售、渠道分销或品牌策划，为品牌商提供快捷便利的整套服务。

图 37：电商代运营主要提供服务



数据来源：天猫，东北证券

目前天猫根据 TP 的店铺运营能力、品牌营销能力、渠道运营能力等维度评选相应的星级服务商。2020H1 共评选出 491 家星级服务商，其中六星服务商 9 家，五星服务商 53 家，四星服务商 43 家，三星服务商 77 家，一二星服务商 309 家。可以认为 TP 的服务商生态已经较为成熟。

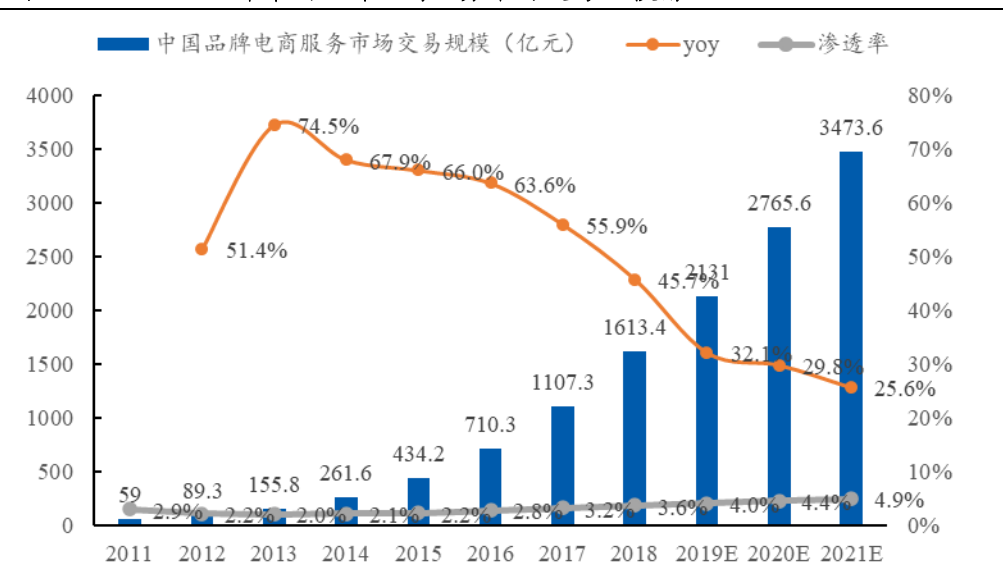
表 6: 天猫星级服务商列表

星级	数量	代表公司
六星	9	宝尊电商、百秋电商、丽人丽妆、凯诒电商等
五星	53	若羽臣、嗨购科技、新七天、凯淳电商等
四星	43	杭州悠可、广州大麦、神州数码等
三星	77	上海百秀、上海润氏等
一二星	309	传释广告等

数据来源：天猫，东北证券

从电商代运营对应的市场规模来看，中国品牌电商服务市场交易规模自 2011 年的 59.0 亿元增长至 2018 年的 1,613.4 亿元，年平均复合增长率为 60.42%；2019 年市场规模预计为 2,151.0 亿元，预计 2022 年将达到 3,473.6 亿元。网络零售服务商的地位逐渐凸显，市场规模持续增长，目前已经占到中国互联网零售 B2C 交易规模的 4.9%，渗透率不断提升。

图 38: 2011-2021 年中国品牌电商服务市场交易规模情况



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

注：渗透率=品牌电商服务市场交易规模/互联网零售 B2C 市场交易规模；

3.1.2. 经营模式及核心价值

电商代运营的经营模式主要包括三类，分别是线上代运营模式、渠道分销模式和品牌策划模式。代运营模式下，TP 一般采用零售结算或服务费结算方式，分别形成零售收入或运营服务收入；渠道分销模式下，TP 主要盈利模式则是商品进出货差价+品牌返利；而品牌策划模式下，主要收取相应的营销服务费用。

表 7: 电商代运营主要模式梳理

主要模式	模式介绍
线上代运营模式	<p>线上代运营模式下，电子商务综合服务商基于品牌方或其授权经销商的授权，在天猫平台、京东开放平台等第三方电商平台设立或运营品牌旗舰店、专营店或运营品牌特卖活动，向终端消费者零售商品，为品牌商提供全方位的电子商务综合服务。线上代运营模式下，电子商务综合服务商与品牌商采用零售结算或服务费结算方式，分别形成零售收入或运营服务收入：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 零售结算方式下，电子商务综合服务商为客户提供线上代运营服务，通常先向品牌商或其授权代理商采购货物，然后再通过在第三方电商平台开设的店铺，面向终端消费者进行货品销售； ■ 服务费结算方式下，品牌方结合自身条件和需求决定选取电子商务综合服务商单环节、多环节甚至全链路电子商务运营综合服务，电子商务综合服务商通常不采购货物，主要根据品牌方的不同服务需求而向其收取运营服务费的方式获取收益；
渠道分销模式	<p>渠道分销模式下，电子商务综合服务商取得品牌方或其授权代理商的分销授权并向其采购商品，主要向京东自营、唯品会、天猫超市等电商客户及其他分销商分销商品，再由分销客户零售给终端消费者。对于电商客户，电子商务综合服务商结合电商客户的要求，提供产品分拣、贴标、包装、配送等一系列配套服务，并在品牌定位、整合营销、数据挖掘、供应链等方面给予支持和配合；对于其他分销商，电子商务综合服务商一般仅向其销售商品，不向其提供运营支持服务；</p>
品牌策划模式	<p>品牌策划模式下，开展整合营销业务，基于品牌方的营销需求，以提升品牌热度为目标而提供的综合性营销服务，该业务以塑造品牌形象、推动品牌传播为目标，同时联动电商平台为品牌电商销售引流。业务内容包含为客户提供方案策划、创意设计、素材制作、线下活动、媒介采买等一类或多类服务；</p>

数据来源：若羽臣招股说明书，东北证券

从电商代运营的经营模式可以看到，电商代运营的核心价值便体现在**高效对接消费者和品牌商**：一方面 TP 向品牌商提供代运营服务，助力品牌产品依托线上旗舰店对终端消费者进行充分曝光，并基于对品牌调性和消费者需求双方的深度理解实现供给和需求的高效匹配；另一方面，TP 提供渠道分销服务，使品牌产品更顺畅、高效地流通至众多分销渠道，并全程协助支持实现销售。通过全方位的电子商务综合服务，帮助品牌商与线上零售客户和线上分销客户更为有效、顺畅地对接，充分打通电商链路。

表 8: 电商代运营代表公司情况

	宝尊电商	若羽臣	丽人丽妆	壹网壹创
成立时间	2007	2011	2007	2012
所属类型	综合型、全程式	垂直型、全程式	垂直型、全程式	综合型、全程式
主营品类	服饰、美妆、3C、食品、 建材、家电、汽车等	母婴、保健品、美妆个护 等	美妆	美妆、日化、玩具
合作品牌数量	250	88	65	40+
代表品牌	Intel、惠普、雷士照明、 飞利浦、伊莱克斯、Nike、 玖熙、Levi's、哈根达斯、 养生堂、美标、多乐士等；	美赞臣、强生、肌美精、 美迪惠尔、善存、哈罗闪、 Skinfood 等；	施华蔻、兰芝、雅漾、凡 士林、蜜丝佛陀、吕、后 等；	泡泡玛特、圣牧、君乐宝、 盐津铺子、佰草集、黑人 牙膏等；

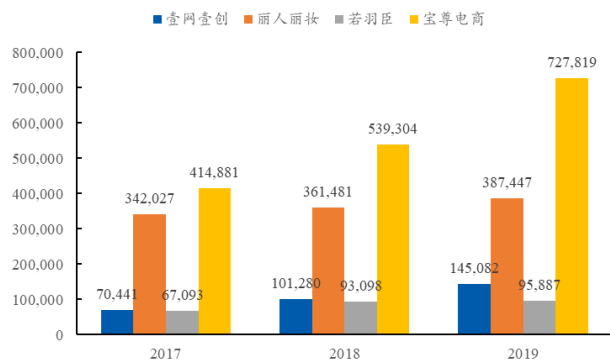
数据来源：公司公告，东北证券

注：合作品牌数量基于各公司最新披露数据；

从代表性公司如宝尊电商、壹网壹创等公司的发展情况来看，头部代运营商规模持续维持高增长，盈利能力保持稳定。以宝尊电商为例，2019 年行业龙头宝尊电商

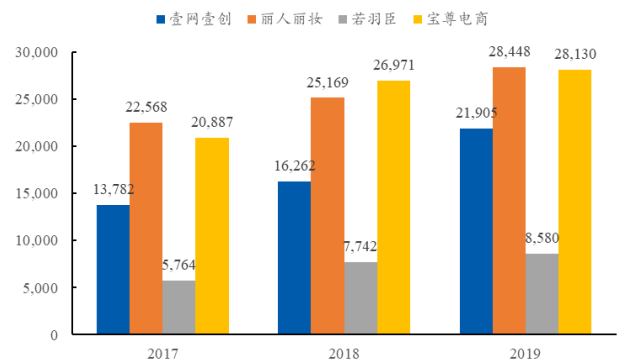
GMV 实现 444.10 亿,对应 72.78 亿元营收,2016-2019 年复合增速接近 30%。2020Q2 产生的 GMV 达到 127.58 亿元 (+31.2%),对应实现营收 21.52 亿元 (+26.3%)。我们认为,代运营商业模式已经得到充分验证,是电商运营不可或缺的产业环节,对于高效对接消费者与品牌商,显著提升服务店铺经济效益起到积极作用。

图 39: 代表性电商代运营公司营收情况 (万元)



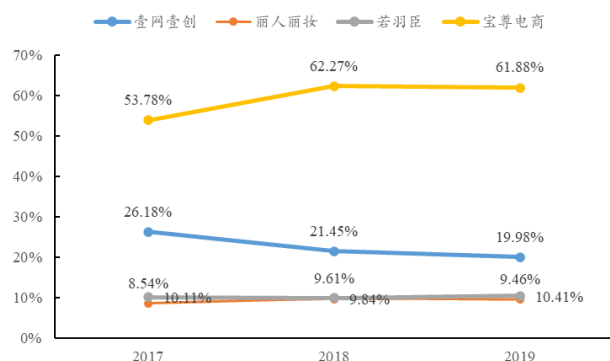
数据来源: Wind, 东北证券

图 40: 代表性电商代运营公司利润情况 (万元)



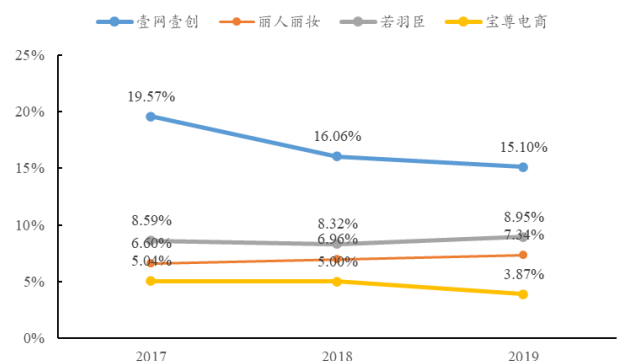
数据来源: Wind, 东北证券

图 41: 代表性电商代运营公司毛利率情况



数据来源: Wind, 东北证券

图 42: 代表性电商代运营公司净利率情况



数据来源: Wind, 东北证券

3.2. 直播电商交易闭环大趋势, 服务商市场空间广阔

从字节和快手相关扶持政策的发展大趋势来看, 抖音和快手打造自己的电商闭环是未来的必然结果, 直播电商服务商是直播电商精细化运营过程中必不可少的环节, 存在巨大的商业机会。尤其是近期抖音/快手出台相关政策, 将加速平台电商闭环形成, 催化品牌方入驻平台, 专业的直播电商服务商将充分享受平台发展红利。

我们认为, 直播电商在于“人-货-场”的综合赋能, 因此直播电商服务商相较于传统电商代运营的能力要求更高, 主要体现在以下几个方面: (1)“人”: 直播电商的核心参与者为主播 KOL, KOL 梯队建设和带货能力培养是直播电商服务商的核心竞争力所在; (2)“货”: 高效链接品牌商务资源, 整合供应链和选品组货能力是直播电商服务商在代运营服务中的制胜法门; (3)“场”: 直播电商平台流量红利下, 基于对消费者洞察大数据分析跑出高 ROI 模型, 通过对流量的精细化管理实现长远发展;

3.2.1. 抖音电商闭环在即，多元计划助推服务商生态

抖音方面，抖音对于打造直播电商闭环采取相对激进策略，近期专注于完善优化抖音小店的基建问题，搭建自己成熟的电商体系，保障客服、物流、售后、品控的服务质量。尤其是自 2020 年 10 月 9 日起，全行业全品类直播场景所有挂车商品将均只能走小店闭环，抖音小店成为抖音直播电商唯一选择。这些政策的实施提高了第三方平台的推广成本，促使商家选择开放抖音小店，商家为了保证其交易规模，也会逐步选择入驻抖音小店，推动抖音电商平台建设，实现生态搭建的良性循环。

表 9：近期抖音小店相关政策梳理

	发布时间	核心内容
平台战略	2020 年 8 月 27 日	自 10 月 9 日起，抖音直播间只支持添加抖音小店商品链接，其他任何第三方的商品链接，都不得进入抖音直播间；
	2020 年 8 月 20 日	抖音直播带货对第三方电商平台的商品链接，将收取 20% 平台服务费；对于来自小店平台的商品链接，仅收取 5% 平台服务费；
	2020 年 8 月 6 日	非抖音小店链接的美妆商品，必须通过巨量星图发送任务订单才能挂载；
小店优惠	2020 年 9 月 1 日	自 9 月 1 日起，针对绑定抖音账号且未进行过直播的抖音小店新入驻商家，官方发满 100 赠 100 流量包优惠券； 对来自服务商符合条件的新商家，会在此权益基础上再增加一个满 100 赠 100 元流量包优惠券； 除此之外，新商家在开播后（完成 1 次时长>25 分钟挂购物车的直播），还可享受免费认证企业蓝 V 权益；
	2020 年 7 月 1 日	7 月 1 日-10 月 31 日期间，0 门槛即可申请开通抖音小店，在此之前开通抖音小店需要 30 万粉丝；并且，开通抖音小店之后，不需要 1000 粉丝即可开通抖音直播购物车；另外，新店铺入驻 30 天内容，技术服务费低至 1% 优惠；

数据来源：抖音，派代网，东北证券

巨量引擎也于 2020 年 6 月启动全新“聚能计划”，面向七大非技术类服务商开启招募，包括店铺代运营服务商、带货达人机构、直播电商服务商、账号代运营服务商、创意制作服务商、培训服务商和产业带拓展服务商，致力于为行业发展提供多元化服务，建立良性发展的商业生态。

图 43: 巨量引擎服务商体系



数据来源: 巨量引擎, 东北证券

图 44: “聚能计划”合作伙伴权益

“聚能计划”合作伙伴权益	
参与运营活动	优先参与官方发起的平台级运营活动及服务商专项运营活动, 瓜分海量流量
官方指导培训	加入专属飞书群, 每月定期获取课程视频包、参与官方在线培训, 第一时间获取产品动态
联名落地活动	有机会与官方联名举办招商会、落地线下培训、开发联名课程
产品优先试用	优先参与产品功能内测, 获取相应流量福利
优质资源对接	优质客户需求优先对接、合作对接、活动推荐、资源互通

数据来源: 巨量引擎, 东北证券

图 45: 抖音电商服务商激励政策



数据来源: 抖音电商商家助手, 东北证券

抖音电商方面也于近期推出现金激励政策和“百应合伙人计划”，通过提供包括流量奖励、专属的排位赛参与通道、官方项目特邀共建、官方举办沙龙及最新政策权益的优先参与权等超级流量奖励和系列官方权益，助力机构在抖音电商生态下快速成长。我们认为，抖音服务商体系建设将在抖音电商内循环趋势下提速，优质服务商将得到快速发展，充分享受平台发展红利。

3.2.2. 快手电商百亿流量扶持，持续赋能产业链参与者

快手方面，自 2019 年 7 月发布相关佣金政策后，大的趋势方向便是发展快手小店，提升商户服务意识，帮助商户长远发展，形成电商闭环经营。同时，为了发掘和培养优质商家，快手还为销售额高的商家返还缴纳的佣金，实现电商业务升级。2020 年 6 月，快手小店为了更好的引入与承接快手商家，快手发布现金补贴“破晓计划”八项政策，全面助理服务商在快手加速成长；2020 年 8 月，快手电商再次推出商家“双百”扶持计划和服务商合伙人计划，其中双百扶持计划将投入百亿资源包，孵化 10 万+个年销售额过百万的新商家，可以说是快手电商对商家侧扶持力度的进一步加码。在直播电商的浪潮中，以快手电商为代表的头部平台对于整个行业

的推动、引导作用将进一步升级，持续赋能产业链各端参与者，并携手越来越多的合作伙伴实现共赢。

表 10: 近期快手相关扶持政策梳理

发布时间	核心导向	具体政策
2020 年 8 月 29 日	赋能快手服务商和商家	快手电商将推出两大全新扶持计划，首先是推出 商家“双百”扶持计划 ：将投入百亿资源包，孵化 10 万+个年销售额过百万的新商家；另一个是 服务商合伙人计划 ：快手电商计划在全国打造 100+精品产业带基地、数百个官方服务商、孵化 1 万+个产业带中腰部主播、开展 100 万+场电商直播；
2020 年 6 月 1 日	引入与承接快手商家	“破晓计划” ：从 2020 年 6 月 1 日至 8 月 31 日实施现金激励政策，快手服务商将享受四种补贴项目，包括商家新增，商家成长，商家的电商转化和销售转化，为商家提供全生命周期的服务；
2020 年 3 月 9 日	服务商招募	“2020 快手电商合伙人计划” ：招募对象包括代运营机构、电商培训机构和自媒体等。合作形式包括内容共建、商家教育、招商、代运营和达人孵化等。同时快手电商合伙人也将享有官方认证、流量扶持、快币奖励等权益。
2020 年 2 月 6 日	吸引商家入驻，疫情期间帮助商家降低运营成本	“暖春计划” ：自 2 月 6 日起，品牌主可零门槛入驻快手小店，保证金和企业认证服务将全额免费；快手将开放高额度技术服务费减免，企业仅承担 1% 支付渠道手续费； 快手商家号将为商家提供免费商业产品、课程指导、专项服务等八大扶持政策，包括“百亿”流量扶持；线上名师指导；企业认证费和代运营费减免；48 小时火速认证；直播、在线预约、群聊、商家电话等四大核心增值功能“零”门槛；房产、美妆、家居、服饰、美食、酒旅等重点影响行业专项扶持等；
2019 年 7 月 2 日	收缩流量，打造自己独有的电商业务战线	扶持快手上优质商户成长、提升商户服务意识，帮助商户长远发展，同时确保快手用户拥有更好购物体验；快手决定对淘宝、有赞和拼多多站外 CPS 交易收佣金的 50%，对自家快手小店收 5%； 对于一些卖的好商家可以返还他们的缴纳佣金，甚至可以 200% 的返还，以快币形式返还至商户的快手账户，从而激发商家卖货的斗志，发现和挖掘一些优质商家；

数据来源：快手，凤凰网，搜狐网，东北证券

图 46: 快手电商首批品牌生态服务商名单

	<p>上海壹橙信息科技有限公司 北京泛为信息科技有限公司 重庆壹佰壹科技服务有限公司 北京亨利嘉业科技有限公司 上海宜智文化传播发展有限公司 山东雅诺达电子商务有限公司 上海益米信息技术有限公司 北京福华聚梦科技有限公司 天津火星文化有限公司 北京生意无忧电子商务有限公司 上海悦为网络科技有限公司 广州百秀电子商务有限公司 北京有劲科技有限公司 北京瑞禧互娱文化传媒有限公司 上海士拔网络科技有限公司 圣星（重庆）文化传媒有限公司 湖南芒果优秀传媒有限公司 杭州贝盟科技有限公司 杭州通意电子商务有限公司 杭州多麦电子商务有限公司 杭州泰来文化传媒有限公司 成都上品方糖企业管理咨询有限公司</p>	<p>杭州贝盟科技有限公司 杭州通意电子商务有限公司 杭州多麦电子商务有限公司 杭州泰来文化传媒有限公司 成都上品方糖企业管理咨询有限公司 特赞（上海）信息科技有限公司 微带电子商务（上海）有限公司 上海盟盟信息科技有限公司 星精选（北京）网络科技有限公司 红顶天文化传媒（北京）有限责任公司 北京八零文化有限公司 北京利泽互动科技有限公司 山东雅业网络科技有限公司 杭州创网网络科技有限公司</p> <p>具体内容包含但不限于品牌在快手平台的账号运营、内容制作、广告投放、粉丝增长、GMV 增长等。快手平台将给予品牌生态服务商多重激励，我们希望与各位优秀的合作伙伴携手共创新的商机！</p> <p>有服务需求的品牌客户，可通过扫描下方二维码，提交联系方式，我们将在第一时间与您联系。</p>
---	--	--

数据来源：快手，东北证券

3.2.3. 直播电商服务商价值赋能，对应 1,500 亿市场空间

我们认为，直播电商服务商的核心价值同样体现在**高效对接消费者和品牌商**：通过内容层面、商品层面和运营层面的综合赋能，助力品牌对终端消费者进行充分曝光，并基于对品牌调性和消费者需求双方的深度理解实现供给和需求的高效匹配；另一方面，直播电商服务商也通过整合营销服务，协助品牌进行流量推广和全网宣发，使品牌产品更顺畅、高效地触达消费者，充分打通电商链路，撬动品牌潜能。

图 47：直播电商代运营核心价值体系



数据来源：新榜直播电商大会，东北证券

基于直播电商的“人-货-场”流通特点，我们认为直播电商服务商相较于传统电商代运营在核心能力要求方面更高：

- 直播电商的销售通路基于内容，因此服务商需要在内容层面进行更好的 KOL 筛选及撮合，同时对直播内容的脚步设计和场控实现有效管理；
- 直播电商的销售产品为商品，因此服务商需要具备商务资源能力，具备对选品、质检、物流和售后等供应链管理能力和能力；
- 直播电商的流量公私域结合，服务商需要基于对消费者大数据分析，结合创意营销，加强对新流量的推广和转化效率，最终实现“品效合一”商业闭环；

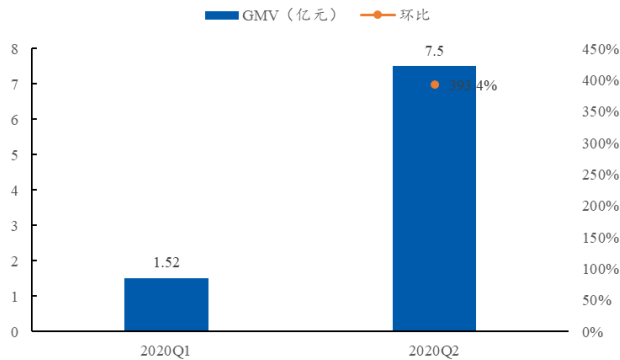
长期来看，具备**主播 KOL 培养能力**、**供应链管理能力和流量运营能力**的直播电商服务商将在直播电商服务商市场竞争中脱颖而出，最终形成核心竞争壁垒。

以遥望为例，我们认为：（1）公司已形成**KOL 梯度建设和流量运营端的核心优势**；2020Q2 以来新签包含王耀庆等 60 位明星或主播/达人，已经形成以王祖蓝、王耀庆、瑜大公子、李宣卓等为代表的成熟直播电商主播梯队，9 月 19 日快手平台直播带货单日 GMV 达到 1.11 亿元+便是遥望网络直播带货能力的充分验证；（2）公司在**供应链端的资源整合管理能力不断加强**；公司快手/抖音独家合作品牌数增至 20 个，2020Q2 以来新增温碧泉、萃华珠宝、高姿等多个品牌，同时也获得耐克、阿迪达斯、PUMA 等运动品牌在直播渠道的经销/分销权，品牌合作深度和供应链丰富度不断提升。

可以说遥望网络已经夯实直播电商基础设施，随着公司杭州直播电商产业基地 100+ 主播直播间和 50+品牌直播间投入使用，并积极搭建消费品牌独家直播电商代运营

和全案营销服务，公司有望逐步形成“品效合一”的营销服务闭环，实现全年 GMV 的爆发式增长，逐步发展成为直播电商服务商的龙头企业。

图 48: 遥望网络 GMV 变化情况



数据来源：公司公告，东北证券

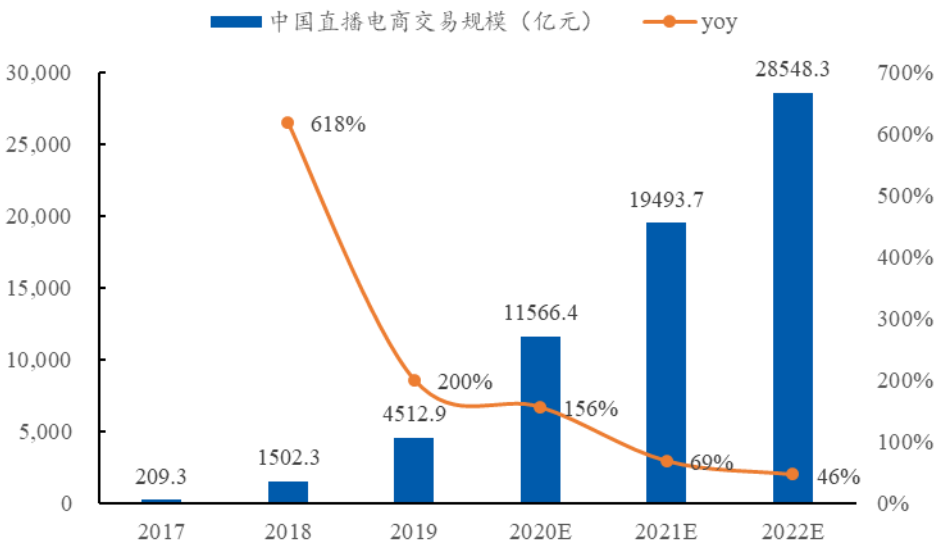
图 49: 遥望网络 9 月 19 日单日直播带货破亿元



数据来源：遥望网络，快手，东北证券

从直播电商服务商市场空间来看，我们认为直播电商服务商市场空间广阔，市场空间接近 1,500 亿元规模。根据艾瑞咨询数据，预计我国直播电商交易规模 2022 年将达到 28,548.3 亿元，参考电商代运营市场在互联网零售 B2C 交易规模的渗透率为 4.9%，我们假设 2022 年直播电商代运营市场占直播电商交易规模的 4%，则直播电商服务商市场规模为 1,427.4 亿元。

图 50: 2017-2022 年直播电商交易规模及变化情况



数据来源：艾瑞咨询，东北证券

4. 看点 3: “电商+内容”大趋势，重视视频内容变现

4.1. 电商平台内容形式升级，视频种草功能强化

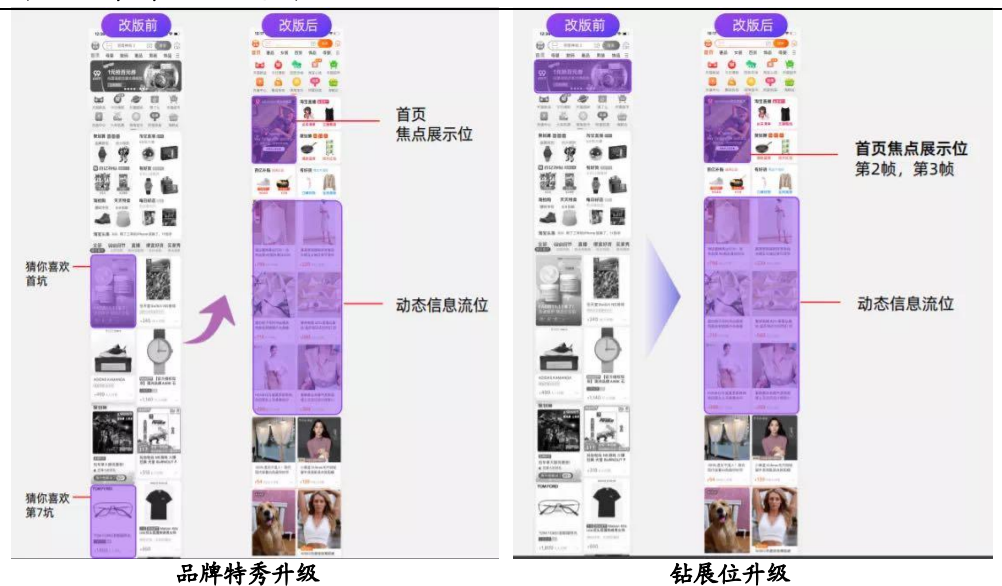
近期各大电商平台持续加码短视频赛道，通过各类政策扶持短视频内容。我们认为，随着短视频逐渐成为各大电商平台标配，短视频会成为直播之外的最大增量，对于

平台用户粘性和转化率的提升将起到正向作用。与此同时，由于各大平台目前对于短视频内容存在巨大需求，供不应求情况下专业的内容制作方和相关 MCN 机构也将受益于行业变化趋势。

4.1.1. 手淘全面改版，淘宝内容化趋势再加强

手淘预计在 9 月底迎来全面改版，此次手淘改版的核心变化包括（1）品牌秀和钻展位升级，即首页头部横版的 banner 下移，改为竖版；并更换钻展广告位，删除了腰部流量入口版块；猜你喜欢则被放大并且上移到了更加直接展示的位置；（2）内容短视频化，在调整板块形态后，内容呈现方式更加多元化；猜你喜欢入口预估在 10 月份会把所有商品全部通过短视频展示。

图 51：手淘改版示意图



数据来源：阿里妈妈，东北证券

从整体上，2016 年阿里就确定了淘宝未来的三大发展方向：社区化、内容化、平台生活化。从淘宝的具体内容形式来看包括有好货、淘宝头条、哇哦视频、淘宝直播和微淘等内容形式，主要功能有测评、种草、咨询、带货转化等。此次手淘改版是阿里加速电商内容化的重大举措和变革。

除此之外，在短视频方面淘宝已经陆续推出各项扶持计划，鼓励商家进行短视频内容生产和扶持优质原创内容，形成“电商+短视频”的商业闭环。2020 年 9 月更是重磅推出满天星计划，将进一步激励商家和 KOL 产出更多短视频内容，同时通过数据反馈赋能商家，不断强化创作者和用户的联系，构建智能分发社交生态，最终强化短视频的种草价值。

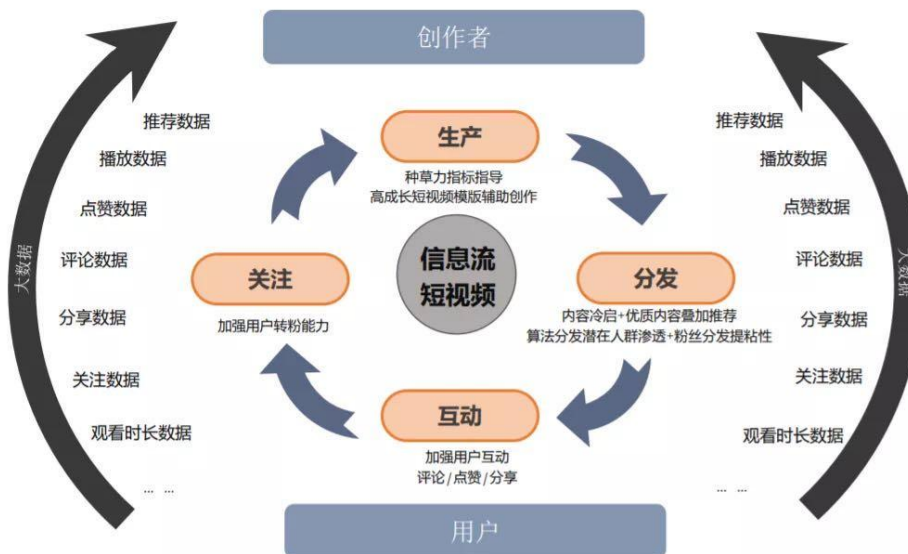
表 11: 淘宝短视频相关政策梳理

时间	政策计划介绍
2020	满天星计划: 从用户需求出发, 手猜侧通过新内容冷启激励来为商家/KOL 出的短视频内容提供更多流量, 并通过数据反馈赋能商家; 商家侧则可从生意参谋、数据银行后台获取到商家在短视频获取流量情况并进行人群资产沉淀, 最终帮助商家产出更适合自己消费群体的内容;
2019	百亿扶持计划: 主要用于持续扩大直播受众、支持 5G 技术迭代, 扶持更多明星、淘外主播、PGC 机构入淘等; 淘宝短视频星原计划: 为了鼓励和激励优质内容的发展, 淘宝短视频在 2019 年将针对优质且原创的内容进行奖励 (内容、账号、头部 IP 在流量和资金上进行奖励);
2018	超级 IP 认证计划: 为了鼓励和激励优质内容的发展, 淘宝短视频推出超级 IP 认证计划, 给予独家的流量、资源和玩法让更多头部账号能够获得优质的生长空间, 尤其是针对是站外的 IP 入淘后的成长; 分佣规则升级: 在公域上, 淘宝短视频将建立以高消费规模、高停留时长为主的价值模型为优质内容进行分佣。在私域, 以引导粉丝成交为标准来获得导购佣金; 淘宝百亿优秀短视频内容扶持计划: 该计划的准入基本门槛是站外粉丝一百万以上, 全网播放量达 1 亿, 以及具备消费导购属性、电商开发价值或潜力的超级 IP。已被认证的 IP 能够获得阿里生态圈内的所有渠道 (全网) 分发的优先资格, 包括微博、秒拍、头条等;
	重磅推出映像淘宝栏目: 关于 IP 扶持, 淘宝短视频启动了“映像淘宝超级 IP 入淘计划”, 制作精良、数据表现优异且符合生活消费场景的精品内容会被打上“映像淘宝”的标签, 平台会协助 IP 进行全网分发; 淘宝短视频工具“GO 嗨”: 通过 GO 嗨, 平台内注册用户可以制作并上传自己的短视频, 并同步到微淘; 通过严格的打分机制、内容质量够硬的短视频可以直接被引流到映像淘宝里面, 换取更多淘宝的优质资源;

数据来源: 淘宝, 搜狐网, 东北证券

我们认为, 短视频内容本身所带来的流量效果仍是巨大的, 随着手猜展现内容形式中短视频比例逐步上升到 30%, 短视频会成长为直播以外的最大增量, 商家需要提供更为优质的短视频内容, 来攫取短视频领域的流量。由于优质短视频内容缺乏, 这也给优质的内容制作者和 MCN 机构提供了巨大的市场机会。

图 52: 淘宝短视频“满天星计划”



数据来源: 天猫, 东北证券

4.1.2. 小红书&值得买内容升级，短视频释放成长动能

除淘宝外，小红书和值得买也在积极布局短视频内容生态。2020年8月15日，小红书正式上线视频号，计划面向站内500粉以上有视频发布经验的创作者开放。此外，对于新入驻创作者，在其他平台的粉丝量达5万到50万不等以上的也可获得同等权益。符合视频号开放标准的创作者，将享有包括百亿流量扶持、商业合作优先推荐、运营一对一指导、现金和流量工具奖励等权益。

表 12: 近期小红书视频扶持政策梳理

发布时间	核心举措	具体政策
2020年8月	上线视频号	计划面向站内500粉以上有视频发布经验的创作者开放。此外，对于新入驻创作者，在其他平台的粉丝量达5万到50万不等以上的也可获得同等权益；符合视频号开放标准的创作者，将享有包括 百亿流量扶持、商业合作优先推荐、运营一对一指导、现金和流量工具奖励等权益 ；视频号创作者还将有权限发布最长达15分钟的视频；视频号还升级了视频发布管理功能和UI体验；
2020年7月	减免费用	截止至7月31日，品牌入驻小红书开设企业号免入驻认证费；在电商侧，品牌入驻小红书商城基础佣金下调至5%，包括食品、奶粉辅食、数码电器、保健品等在内的部分品类佣金下调至3%，通过直播带货销售的产品返还2%佣金；
	流量方面	为品牌、主播、直播商家等提供100亿的流量支持；具体包括10亿流量扶持10000个新入驻企业号，20亿流量扶持1000个带货主播，25亿流量提升100个新品种草效率、45亿流量助力200个优质直播商家；
	品牌与KOC连接	小红书将通过百万新品试用计划，帮助品牌新品在小红书征集用户试用，解决新品发布缺少用户体验和分享的问题；
2020年4月	100亿流量向上计划	聚焦视频创作者、直播创作者以及泛知识、泛娱乐品类创作者做定向扶持， 直播、视频和垂类 成为了三大关键词；
	“闪耀星主播”	小红书拿出30亿流量来扶持助力直播主播；其中新主播报名活动，完成首次开播，且时长不少于半小时，就可获得2000+流量曝光激励；每周直播间人气前100的主播还能获得额外20W+的流量曝光扶持；

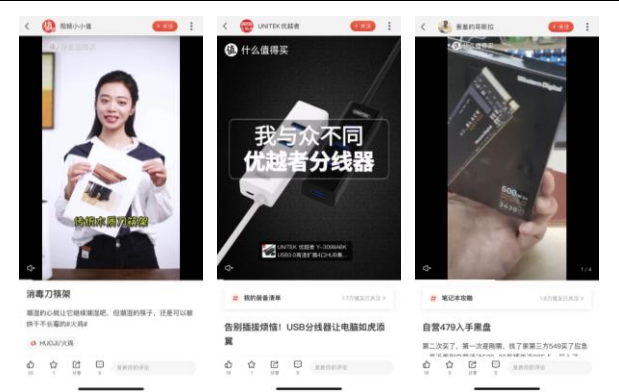
数据来源：小红书，新浪科技，东北证券

图 53: 小红书视频号百亿流量扶持计划



数据来源：小红书，东北证券

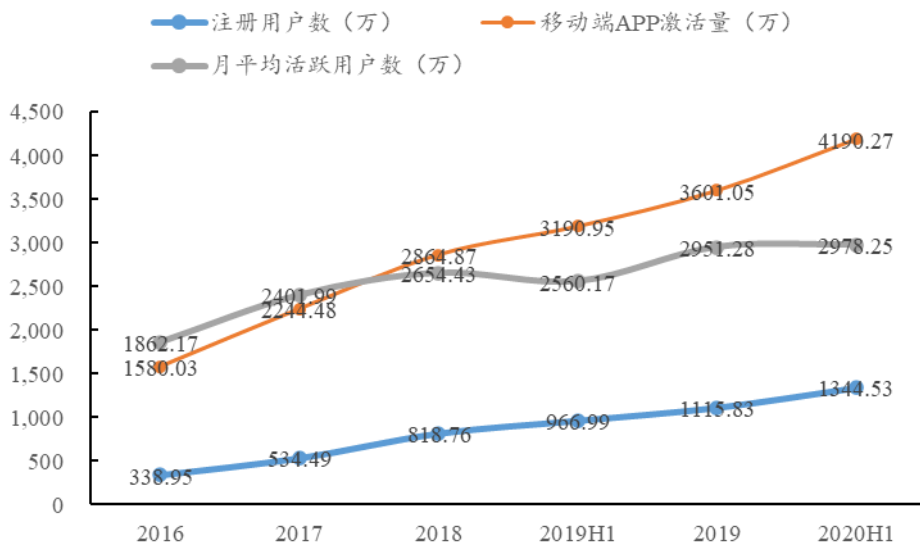
图 54: 值得买 APP 的短视频内容



数据来源：值得买 APP，东北证券

值得买方面，公司也于 2020 年 8 月发布 7.29 亿元定增方案，计划用于内容平台建设（3.74 亿元）、多元化消费类 MCN（0.61 亿元）、消费互联网研究院（0.75 亿）和补充流动资金（2.19 亿元）。其中内容平台升级项目涉及增设短视频和直播营销模式。公司上半年已在社区频道引入直播、短视频内容呈现形式，对于公司活跃用户规模起到积极带动作用。

图 55：2016-2020H1 值得买用户规模情况



数据来源：公司公告，东北证券

我们认为，随着各大平台上短视频内容生态的不断丰富，客户对平台信任感和认同度不断提升，在现有商业变现体系端进一步丰富平台的内容变现手段，提升平台活跃度和交易量作用显著，将不断释放平台成长新动能。

4.2. 芒果视频内容电商化，打造第二增长曲线

芒果 TV 于 2020 年 9 月首次发布了新视频内容电商平台“小芒电商”，计划打造以“视频+内容+电商”的全新视频内容电商模式。小芒将聚焦内容电商，以内容为根基，打造“种草+割草”的完整闭环，可以认为是视频内容探索电商变现的积极尝试，对于平台的商业变现效率提升起到显著作用。我们认为，芒果超媒打造“小芒电商”优势显著：

- **用户端，已具规模的优质潜在消费者；**芒果 TV 已经聚合 2,766 万会员，会员用户画像以都市年轻女性为核心，总体消费实力强劲，假设 1/3 的视频用户转换为电商用户，参考极光大数据的人均月电商消费额为 1,138 元，则潜在的电商空间便接近千亿；
- **内容端，芒果 TV 内容制作优势充分验证；**小芒电商将甄选定制尖货在综艺、电视剧 IP 中进行深度植入，并引入品牌主理机制，打造艺人联名品牌，组织包括艺人在内的大量 KOL 参与商品的种草；《明星大侦探》、《密室大逃脱》总导演何舒将专注电商化 IP 开发，湖南卫视《我是大美人》项目创始人贾芳等核心骨干均投入到小芒电商；
- **供应链端，基于消费洞察和供应链管理的商品甄选；**依托快乐购多年的供应链

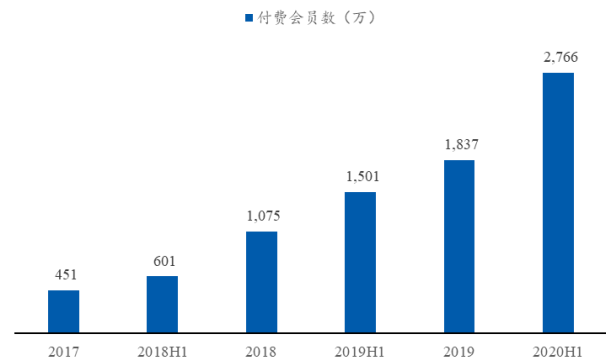
经验和芒果 TV 对于消费者的深刻洞察，小芒电商将甄选大众类商品以及定制版市场稀缺品，并采取“精选+会员”的模式，形成以货为基础，以明星艺人联名或推荐来迅速聚集流量，以内容为手段来提升用户购买意愿的核心模式，最终形成人、货、内容互相并存、互相促进的有机生态。

图 56: 小芒电商发布会



数据来源：芒果 TV，东北证券

图 57: 2017-2020H1 芒果 TV 付费会员数



数据来源：公司公告，东北证券

小芒内容电商模式建立在深度挖掘芒果 TV 内容和用户的价值之上，有望成为芒果超媒“第二增长曲线”；同时也将丰富芒果超媒新业务，形成更丰富和完善的芒果生态，进一步加固芒果的内容护城河。

5. 投资建议

- **电商平台及服务相关公司：**Q4 电商行业高景气度，“双 11”大促贡献全年核心增量，双预售制和“短视频+直播”内容流量闭环等玩法推出，电商平台有望迎来成长新动能，相关标的有【阿里巴巴、京东、拼多多】等；
- **直播电商和 MCN 相关公司：**随着直播电商的高速发展及抖快服务商生态体系的不断壮大，直播电商产业链参与者将全面受益。相关标的有【星期六、中广天择、元隆雅图】等，尤其是星期六已具备成熟 KOL 培养能力、供应链管理能力和流量运营能力等核心直播电商服务能力，预计将在直播电商服务市场中脱颖而出，形成行业护城河，贡献业绩新增量；
- **内容电商相关公司：**短视频/直播内容形式将全面丰富平台内容生态，对于提升平台活跃度和交易量作用显著，不断释放平台成长新动能，推荐关注【值得买】等；芒果超媒发布“小芒电商”，打造以“视频+内容+电商”的全新视频内容电商模式，有望成为芒果超媒第二增长曲线，推荐关注【芒果超媒】。
- 同时推荐电商/直播电商服务及营销赛道，相关标的有【中国有赞、微盟、蓝色光标】等；

6. 风险提示

宏观经济变化风险、政策监管变化风险、销售不达预期风险、消费者消费意愿不达预期风险。

分析师简介:

宋雨翔: 上海财经大学金融硕士, 哈尔滨工业大学通信本科, 现任东北证券传媒行业首席分析师。曾任东吴证券研究所分析师, 天风证券研究所分析师, 新财富团队核心成员。2016年以来具有4年证券研究从业经历。

钱熠然: 伦敦政治经济学院发展研究硕士, 浙江大学文学&管理学本科, 现任东北证券传媒行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告