

2020 年 10 月 20 日

行业研究

评级:推荐 (维持)

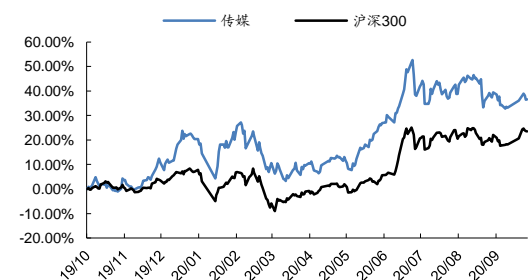
研究所

证券分析师: 朱珠 S0350519060001
021-61981372 zhuz@ghzq.com.cn
联系人: 于越 S0350120080038
yuy05@ghzq.com.cn

字节跳动产业链之直播电商篇

——传媒电商行业深度报告

最近一年行业走势



行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	-2.0	-1.1	35.3
沪深 300	1.2	5.4	23.8

相关报告

《传媒行业周报: 金投赏叠加电商节有望带动营销 CTE 开启助力 IP 内容板块》——2020-10-18

《传媒行业周报: 关注业绩环比回暖板块 细分垂直行业头部优质企业占优》——2020-10-11

《传媒行业周报: 国庆档预售破亿 可关注三季报业绩环比回暖板块》——2020-09-27

《传媒行业周报: 《夺冠》提档迎国庆 假期有望助推线上与线下内容消费共荣》——2020-09-20

《传媒行业事件点评报告: 字节跳动旗下 TikTok 在美达成原则性共识 可关注字节跳动的红利》——2020-09-20

投资要点:

- 流量价值向下, 内容价值向上, 传统电商平台从用户红利步入内容、社交等模式引流的电商时代, 进而驱动需求端与供给端的共振。电商在用户流量红利下中国网络零售额从 2014 年的 2.78 亿元增加至 2019 年的 10.63 亿元, 但增速从 2015 年的 39% 增速下滑至 2019 年的 18%; 中国移动电商用户增速从 2018 年的 28.5% 下滑至 2019 年的 17.3%, 预计 2020 年中国移动电商用户达 7.88 亿人, 传统电商依靠用户流量拉动模式已现衰退, 内容向上, 流量向下的时代, 电商需要内容来引流, 内容需要电商来变现, 进而推动内容电商中视频直播电商成为新引擎。
- 2020 年中国直播电商行业交易规模预计将破万亿元 (10500 亿元, 同比增加 136.6%。渗透率 8.6%) 电商+直播的融合获 5.6 亿直播电商用户凸显主播通过直播互动媒介将优质、性价比高的商品触达用户并达成交易的商业模式被认可。预计 2020 年中国直播电商在电商市场的渗透率将从 2020 年的 8.6% 提升至 2021 年 14.3%, 中国直播电商市场交易规模有望从 2020 年的 1.05 万亿元增加至 2021 年的 1.995 万亿元, 增速分别为预计为 136.5%、90%。直播电商的“人货场”范围快速扩大并向普惠方向发展, 直播将成为电商“标配”。
- 电商三大类中 (传统电商、内容电商、社交电商) 中, 内容电商为代表的抖音电商有望成为电商新贵 传统电商与内容、社交电商逐渐破壁, 我们在字节跳动产业链研究中指出, 抖音将电商业务作为重要战略部署, 有望成为内容电商新贵。抖音电商经营模型秉承优价好物的长效经营, 通过好内容、好商品、好服务并借力广告流量加速实现抖音电商的良性循环发展。2020 年 1-8 月抖音电商总体 GMV 增加 6.5 倍, 抖音小店 GMV 实现 36.1 倍增长, 抖音开店商家数量增加 16.3 倍。
- 行业评级及投资策略 给予行业推荐评级。我们看好电商三大类中的内容电商, 其中头部抖音电商作为新贵有望带来内容电商产业新红利。中国互联网渗透率接近饱和, 互联网人口红利将尽, 电商行业的竞争进入存量争夺阶段。流量瓶颈下, 传统电商自然增量减少获客成本攀升, 低成本流量入口成为市场争夺重点。优质内容能吸引用户注意力, 为电商高效引流, 流量价值向下, 内容价值向上,

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。。



优质内容能吸引用户注意力，为电商高效引流，优质内容成为高性价比的流量获取手段，为传统电商打开新的流量入口。进而，我们重点切入“内容平台”方的电商新贵-抖音电商。作为字节跳动产业链重要分支，抖音电商有望带来产业链的红利。

从投资角度，第一类是相对成熟的平台企业（长期性）；第二类是国货品牌类、文化符号衍生品类企业（长期性）；第三是电商代运营机构及 MCN 机构（阶段性）。第一类芒果超媒（300413）姐姐 IP 从综艺迁徙至抖音直播电商再到拟推出自有电商平台，有望实现内容流量的商品化再变现；第二类国货品牌类、文化符号衍生品类企业奥飞娱乐、泡泡玛特等；第三类阶段性的电商代运营或 MCN 机构及供应链服务方（值得买、苏宁易购）。

- **风险提示：** 市场竞争加剧风险、视频内容监管风险、重点内容项目或募投进展不及预期的风险、线上销售不及预期的风险、网络直播、短视频行业政策风险、推荐公司业绩不及预期的风险、宏观经济波动风险。

重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2020-10-19 股价	2019	EPS 2020E	2021E	2019	PE 2020E	2021E	投资 评级
300413.SZ	芒果超媒	76.15	0.65	0.87	1.1	117.2	87.5	69.2	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	7.11	0.09	0.11	0.18	79.0	64.6	39.5	增持
002024.SZ	苏宁易购	9.50	1.06	0.16	0.31	9.0	59.4	30.6	未评级
002291.SZ	星期六	22.81	0.2	0.31	0.67	114.1	73.6	34.0	未评级
300785.SZ	值得买	113.11	2.23	1.91	2.39	50.7	59.2	47.3	未评级
BILI	哔哩哔哩	43.82	-3.99	-6.72	-3.84	-11.0	-6.5	-11.4	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

内容目录

1、 电商在媒介端与内容端的演变.....	5
1.1、 电商-网络零售与用户的存量挖掘（10.63 亿元 VS 7.13 亿人）.....	5
1.2、 电商+直播：2020 中国直播电商交易规模将达 1.05 万亿元（同比增加 136.6%）.....	7
1.3、 直播电商衍生媒介 MCN：2020 年 MCN 市场规模预计 245 亿元（同比增加 45.8%）.....	12
1.4、 电商 VS 内容发展：“内容向上 流量向下”.....	15
2、 内容平台 VS 电商：字节跳动之抖音电商（抖音小店）.....	18
2.1、 内容电商：核心竞争力主要包括内容为底累积的流量、供应链及选品能力.....	19
2.2、 抖音电商：以内容分发平台切入 构建生态闭环.....	22
2.3、 直播 + 信息流 + 精准推荐（优价好物），抖音昂首阔步创造新时期直播电商.....	23
2.4、 抖音正在全面闭环 构建自己的电商王国.....	24
2.5、 “抖音短视频”更名为“抖音”，抖音从产品定位向全领域服务目标挺进.....	27
3、 行业评级及投资策略.....	29
4、 风险提示.....	32

图表目录

图 1: 2014-2019 年中国网络零售额规模及同比增速	5
图 2: 2016-2020 年中国移动电商用户规模及预测、同比增速	6
图 3: 电商分类 (三大类 传统电商、社交电商、内容电商)	6
图 4: 直播电商生态图	7
图 5: 2009-2020 年直播电商发展历程	8
图 6: 2016-2020 年中国在线直播用户规模及同比增速	9
图 7: 2017-2021 年中国直播电商行业市场交易规模及预测、同比增速	10
图 8: 2017-2021 年中国直播电商渗透率	10
图 9: 媒介端电视购物与直播电商的对比	11
图 10: 2019 年中国网民对双十一各类带货模式喜好程度	12
图 11: 天猫 618 商家直播间概况	12
图 12: 中美 MCN 对比	13
图 13: 中国 MCN 机构发展历程	14
图 14: 2019-2020 年中国主要 MCN 机构地域分布	14
图 15: 2017-2020 年中国 MCN 行业市场规模及预测、同比增速	15
图 16: 内容、电商、社交三大类平台的格局	17
图 17: 2015-2019 年中国各大电商平台获客成本	18
图 18: 视频内容电商载体与形式	19
图 19: 2020 年 7-9 月抖快淘 Top50 带货主播 GMV 总值	21
图 20: 内容平台的电商生意 (抖音快手 VS 淘宝)	21
图 21: 抖音日活达 6 亿人 (流量池先天足)	22
图 22: 抖音电商产品地图 (选品能力后天补)、抖音电商流量地图	22
图 23: 抖音电商 (2020 年 1-8 月小店 GMV 增加 36.1 倍 开店商家数量增加 16.3 倍)	23
图 24: 抖音加码直播对企业端的扶持	24
图 25: 抖音电商经营模型: 好内容、好商品、好服务 (左)、2020 年 8 月抖音电商促销节 (GMV80 亿)	25
图 26: 抖音电商政策的更新及 2020 年双十一活动时间表	26
图 27: 2020 年 9 月 28 日抖音电商双十一商家大会	26
图 28: 抖音电商自建电商 GMV 假设	27
图 29: 抖音生态	28
表 1: 2017-2019 年双十一中头部电商成交金额	16
表 2: 对比抖音、快手在电商领域的发展历程	20

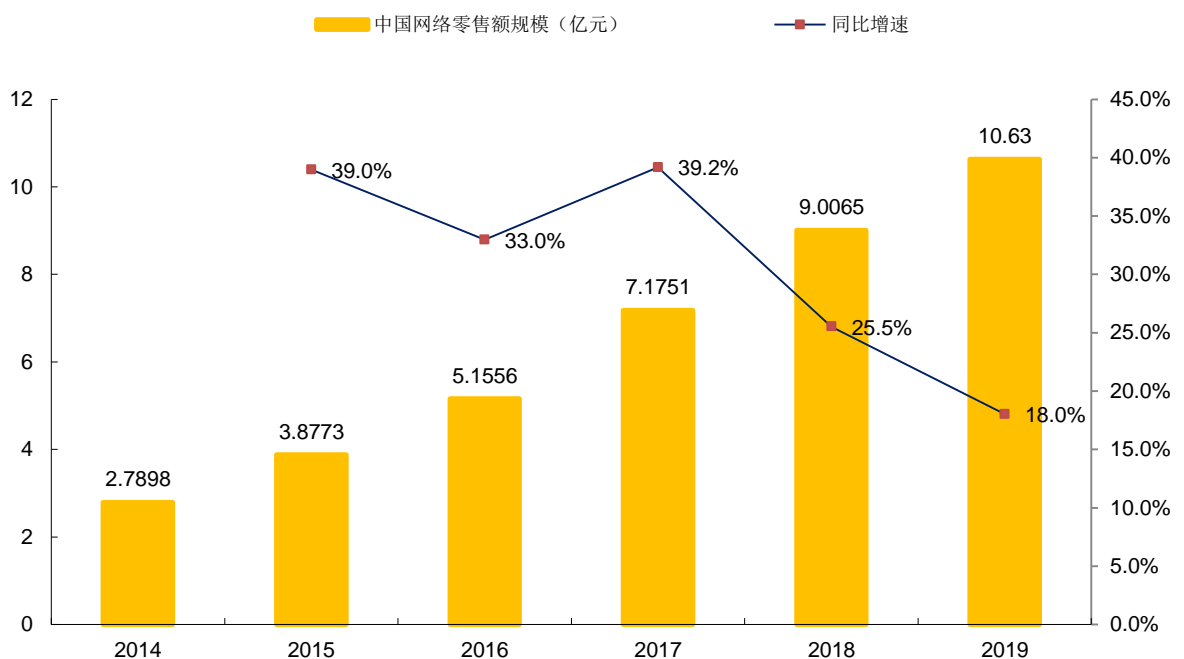
1、电商在媒介端与内容端的演变

1.1、电商-网络零售与用户的存量挖掘(10.63 亿元 VS 7.13 亿人)

- 在头部传统电商巨头格局下，多元化细分赛道成为企业新突围方向，内容与社交电商已成为流量瓶颈下电商挖掘存量市场的重要手段

据 iimedia research 显示中国网络零售额在社会消费品零售总额中占比逐步提升，中国网络零售额从 2014 年的 2.79 亿元增加至 2019 年的 10.63 亿元，但增速从 2015 年的 39% 下滑至 2019 年的 18%，自电商行业在中国兴起后，网购消费已成为消费者的重要消费渠道并推动中国电商行业发展。中国电商行业从高速发展进入成熟期，电商行业新增量的需求客观上推动了内容电商（视频直播电商）、社交电商等商业模式的发展。

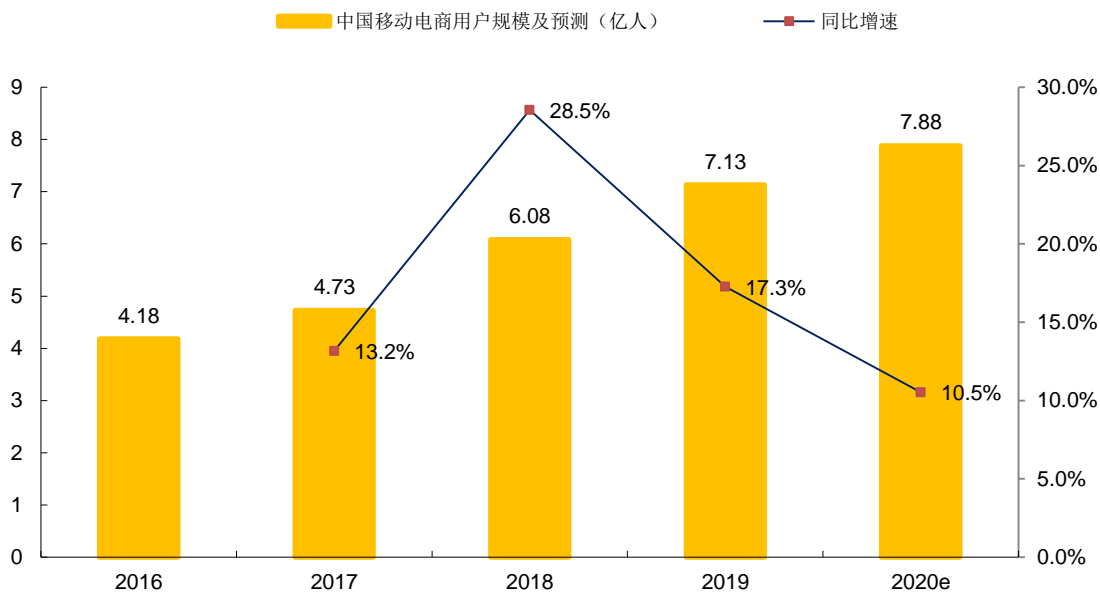
图 1：2014-2019 年中国网络零售额规模及同比增速



资料来源：商务部、国海证券研究所

破 10 万亿元的网络零售额规模也验证了消费者已养成网购消费习惯。中国电子商务迅速发展以及移动支付技术的发展促使移动端电商行业的日渐成熟，移动电商用户不断扩大，从 2016 年的 4.18 亿人增加至预计 2020 年的 7.88 亿人，但增速从 2018 年的 28.5% 预计下滑至 2020 年的 10.5%，电商用户流量红利见顶。

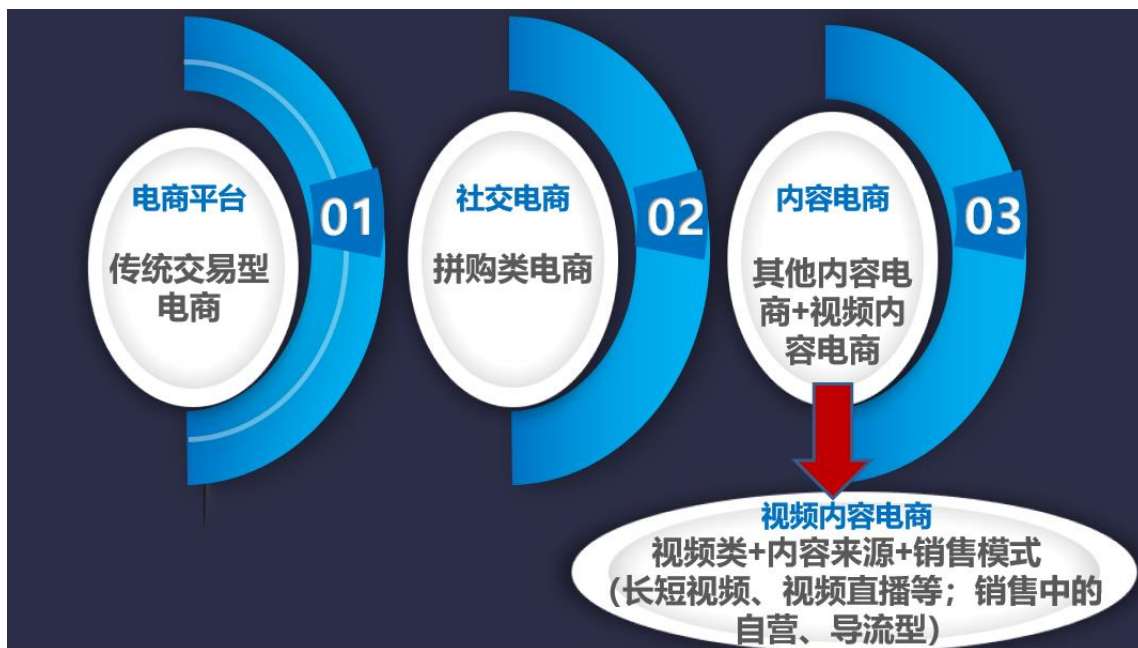
图 2：2016-2020 年中国移动电商用户规模及预测、同比增速



资料来源：iiimedia、国海证券研究所

从上述网络零售规模增速与移动电商用户增速角度看，2019 年网络零售增速与移动电商用户增速分别为 18%、17.3%，两者增速已呈现下滑态势，网民和网购用户渗透率趋近饱和，同时，中国电商市场的竞争格局和运营模式逐渐成形，生态系统日益完善，进入稳定的成熟发展期，电商市场已进入存量挖掘时代。在头部传统电商巨头格局下，多元化细分赛道成为企业新突围方向，内容与社交电商已成为流量瓶颈下电商挖掘存量市场的重要手段。

图 3：电商分类（三大类 传统电商、社交电商、内容电商）



资料来源：艾瑞咨询、国海证券研究所绘制

1.2、电商+直播：2020 中国直播电商交易规模将达 1.05 万亿元（同比增加 136.6%）

电商的发展也伴随媒介的发展而迭代，2020 年的疫情也将直播电商推到风口。直播电商发展的动力在于商业创新与价值创造。从文字到图片，再到短视频以及视频直播，网络营销方式的更新迭代是满足消费者追求更加真实、可信的购物诉求。电商+直播的融合获取 5.6 亿直播电商用户，凸显主播通过直播媒介将优质、性价比高的商品触达用户并达成交易的商业模式被认可。

从电商到新零售再到直播电商，在“人、货、场”要素中不断升维，重构产业链并重构价值链，直播电商拉动新攻击，畅通产业链内循环，品牌企业也在加速入局直播，提供优质产品供给的同时，也创造了主播、助播、场控、策划等新职业，同时，在下沉市场，手机成为“新农具”，农业直播也成为脱贫致富新抓手。

图 4：直播电商生态图



资料来源：ali research、国海证券研究所

直播新媒体在电商带货中成为扩大内需、助推内循环的新引擎。据阿里研究院与商务部数据显示，2020 年上半年，全国直播电商超 1000 万场，活跃主播数超 40 万，观看人次超 500 亿，上架商品数超 2000 万，直播带货成为扩大内需、助推内循环的新引擎。

1.2.1、为什么 2016 年是直播电商的元年，2020 年是全民年？

➤ 2016 年头部互联网企业均推出直播业务奠定直播电商的元年，2020 年疫情叠加抖音快手等互联网新秀强势入局助推行业向全民发展

直播电商的发展兴起及成熟等阶段看，从 2009 至 2015 年均处于萌芽期，美丽

说和蘑菇街作为以内容驱动的导购社区，分别于 2009 年和 2011 年上线。用户可在社区内推荐、分享、评论商品，同时可将自己发布的或感兴趣的图文内容转发到微博、QQ、豆瓣等流量更大的社交平台。内容的参考价值让社区吸引消费者浏览，加上导购分佣激励 网红、时尚博主、模特等入驻，导购社区逐渐形成 PGC（专业人士内容输出）驱动的社区生态即优质内容创造者、加工者，在社区内分享自己对商品的见解与体验，用户被内容“种草”产生购买后，获得佣金回报，该内容生产者，即带货网红的前身。2016 年 3 月，本身有网红资源的蘑菇街上线视频直播功能，扶持旗下网红直播艺人的孵化和经纪业务。2016 年 5 月，淘宝直播正式成立。9 月，京东正式推出直播业务。电商行业开始直播大潮，因此 2016 年也被认为直播电商元年。

图 5：2009-2020 年直播电商发展历程

2009-2020 年直播电商发展历程



资料来源：iimedia、ali research、国海证券研究所绘制

➤ 2016-2020 年中国直播电商主要发展阶段：

第一阶段：继 2009-2015 年直播电商萌芽期后，2016 年直播平台拟通过打通直播+内容，提升用户粘性获取流量变现；**第二季度**，到 2017 年行业逐渐分化走向精细化运营，再到 2018 年直播电商开始逐步整合主播与供应链资源，

第三阶段，自 2018 年开始，直播电商进入快速发展阶段。以淘宝直播为例，据《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》，淘宝直播平台 2018 年带货超 1000 亿元，同比增速近 400%，“电商+直播”模式创造千亿级的市场。抖音、快手等短视频社交平台也于 2018 年分别进入直播电商领域。2018 年 6 月，抖音购物车第一批 100 个内测账号入驻，随后范围不断扩大。

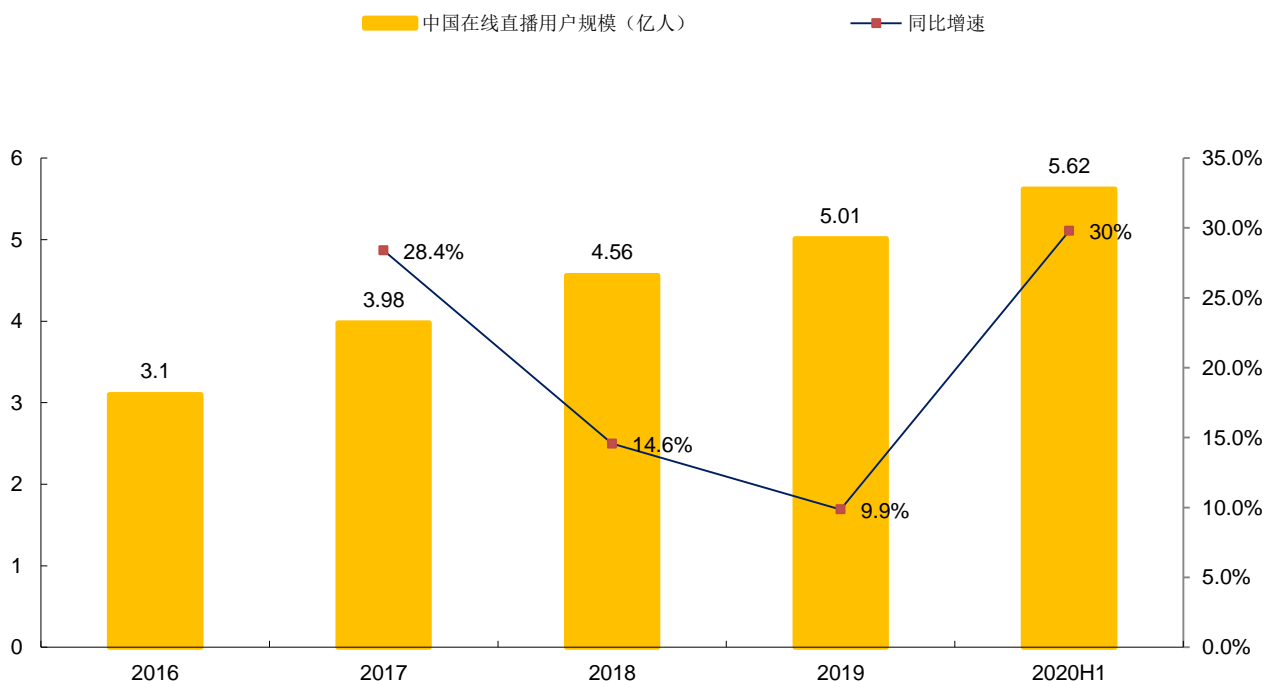
第四阶段，直到 2020 年 4 月 1 日，抖音牵手罗永浩正式开启抖音从短视频业务拓展至直播带货业务，叠加疫情推动的线上红利，2020 年步入直播电商的全民时代。据 CNNIC 数据显示，截至 2020 年 9 月，我国网络购物用户规模达 7.49

亿，直播电商用户规模达 3.09 亿，占网购用户的 41.3%，占直播用户的 55%。但，伴随流量、供应链等因素，电商在直播媒介下的群雄混战局面的商业模式终会形成分化，因为直播电商的本质仍是电商，通过直播，帮助消费者降低选择成本，并在购物过程中与消费者双向互动达到更好购物消费体验。

1.2.2、直播电商用户规模及市场交易规模：2020 上半年在线直播用户 5.62 亿人，同时，直播电商交易规模达 4561.2 亿元

直播电商的前提是直播媒介的快速发展带来人员的聚集，在线直播用户自 2016 年的 3.1 亿人增加至 2019 的 5.01 亿人，2020 年疫情下线上红利凸显加速在线直播用户增长，2020 年上半年中国在线直播用户达到 5.62 亿人，同比增加 30%。

图 6：2016-2020 年中国在线直播用户规模及同比增速

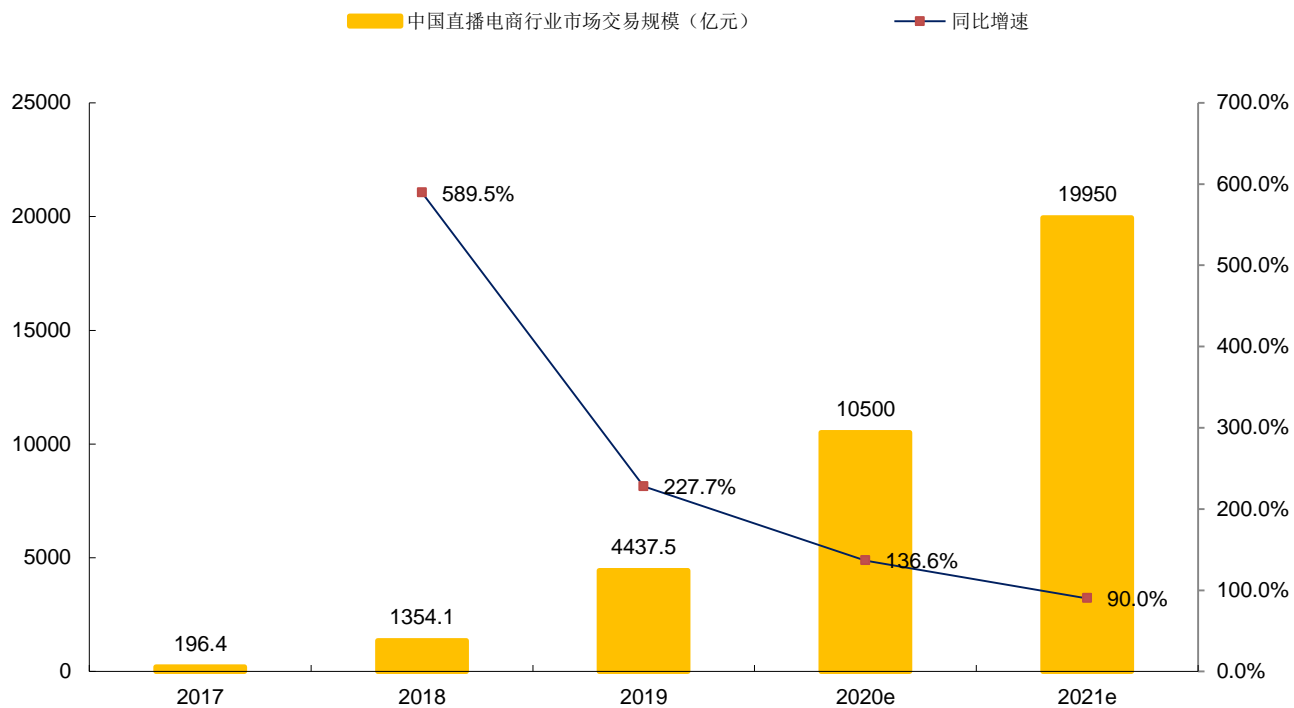


资料来源：CNNIC、iiMedia、国海证券研究所

➤ 2020 年中国直播电商行业交易规模预计将破万亿元（10500 亿元，同比增加 136.6%，渗透率 8.6%）

电数宝“电商大数据库显示，2017-2019 年，中国直播电商市场交易规模分别为 196.4 亿元、1354.1 亿元、4437.5 亿元。2020 年上半年，直播电商交易规模达 4561.2 亿元，预计全年交易规模达到 10500 亿元（在中国电商市场总成交额的渗透率将达 8.6%），破万亿大关。其中，2018 年增长率高达 589.46%，2019 年增长 227.7%，2020 年增长预计为 136.6%，保持三位数增长。直播电商从“粗放式”升级至“精细化”，未来“直播+”将成为电商新常态，直播电商的“人货场”范围快速扩大并向普惠方向发展，直播将成为电商“标配”。

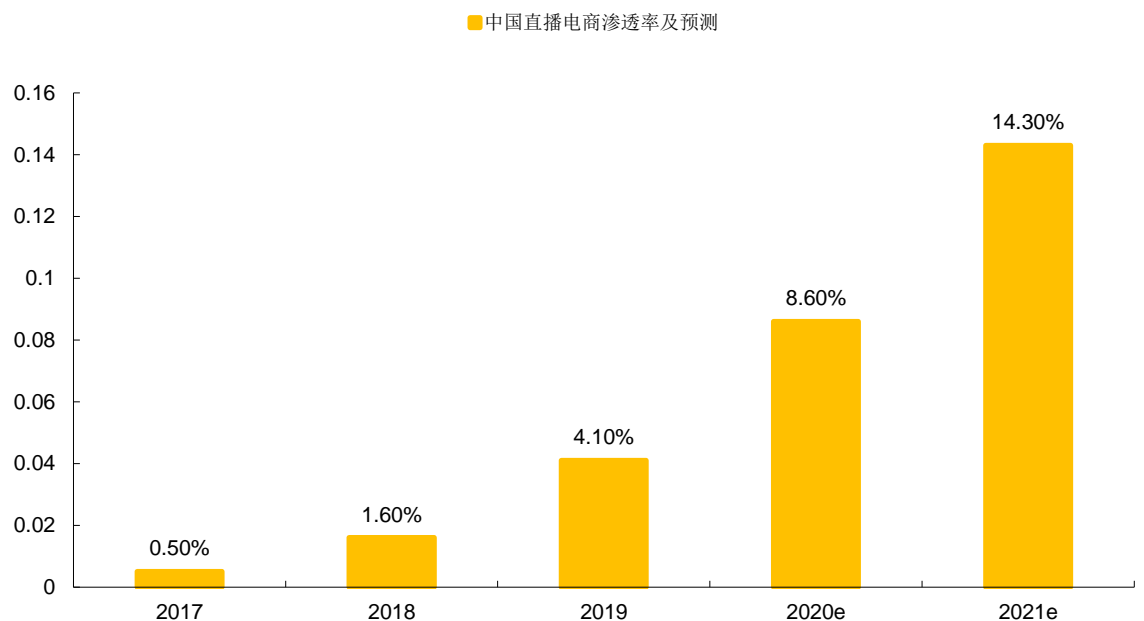
图 7：2017-2021 年中国直播电商行业市场交易规模及预测、同比增速



资料来源：100EC、ali research、国海证券研究所

伴随电商直播的精细化发展以及在“人货场”的持续扩大，预计 2020 年中国直播电商在电商市场的渗透率将达到 8.6%，2021 年直播电商将有望保持持续增长，渗透率有望达到 14.3%。

图 8：2017-2021 年中国直播电商渗透率



资料来源：ali research、国海证券研究所

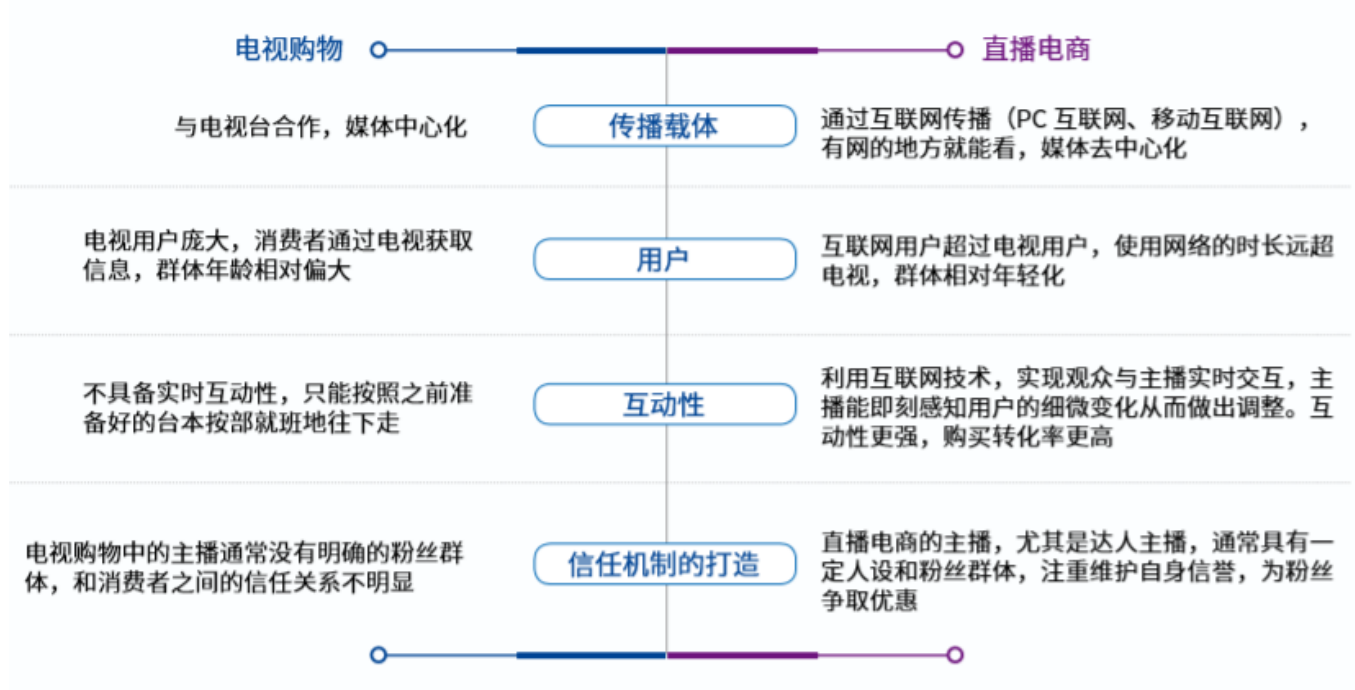
*渗透率=（直播电商成交额/电商总成交额）*100%

1.2.3、媒介变迁，从电视购物到直播电商 从单向到互动，所见即所得，降低试错成本

直播电商在很大程度上打破用户对产品看不见、摸不着、感受不到的现状，主播将商品的详情、优缺点、使用效果用视频的方式展现出来，相比图片和文字，视频的信息维度更加丰富，使得用户能够更为直观并全面地了解产品的属性和用途，做到所见即所得，降低试错成本。

传统的线上购物，用户从搜索、浏览到确定购买没有第二人参与，如果想要了解详情，需再找客服咨询，直接增加转化的步骤和沟通成本。**直播是实时发生，直播间里的用户有任何问题主播均可及时回答，形成双向交流。**且，直播间中较多用户的参与和沟通，能够激发用户的从众心理进而使用户产生消费行为，享受购物的乐趣。

图 9：媒介端电视购物与直播电商的对比



资料来源：ali research、国海证券研究所

➤ 网民偏好明星代言及视频带货模式（喜好度达 58%、54%）

需求端，2019 年双十一期间中国网民对双十一带货模式的喜好程度看，明星代言喜好度达 58.2%，其它视频带货 54%，直播带货 53.3%，网民对文章带货如微信公众号、微博文章、小红书文章的喜好偏低，相对传统的文章形势带货，视频与直播带货借助直观表达形势，其商品能较好触达消费者。

图 10: 2019 年中国网民对双十一各类带货模式喜好程度

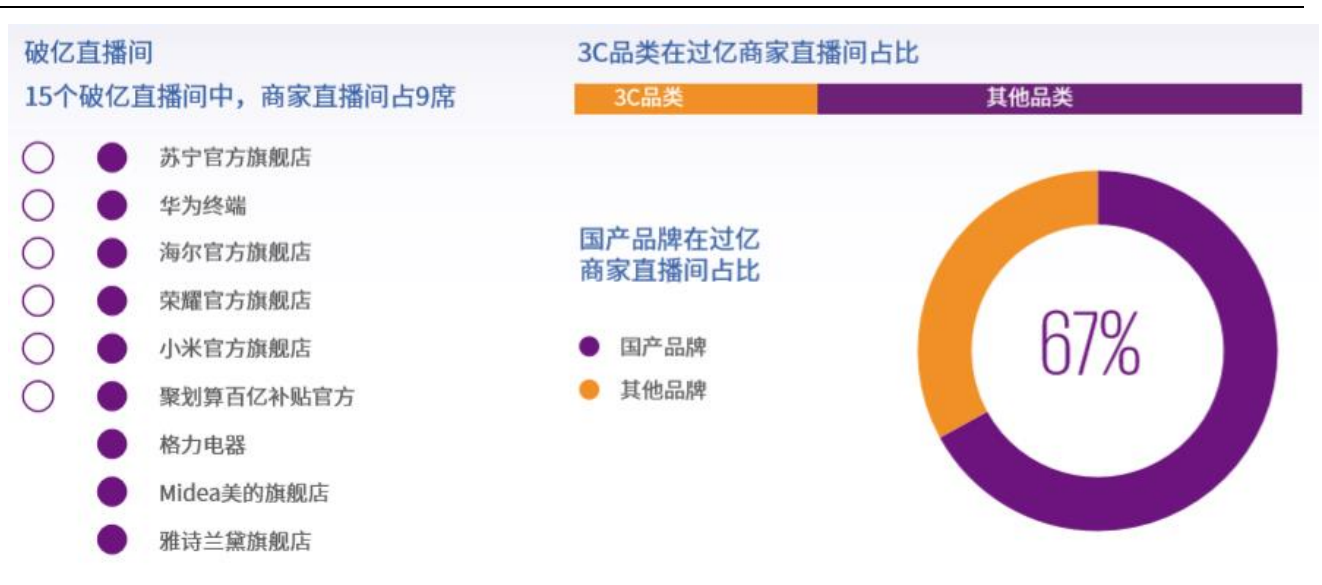


资料来源: iimedia、国海证券研究所绘制

➤ 2020 天猫 “618” 过亿商家直播间 国产品牌受偏爱

供给端，商家加速布局直播生态，2020 年 618，淘宝直播平台共诞生 15 个破亿直播间，其中商家直播间占 9 席，破亿直播间行列中，3C 品牌和国产占比分别为 3、6 席，国产品牌过亿品牌占比达 67%。

图 11: 天猫 618 商家直播间概况



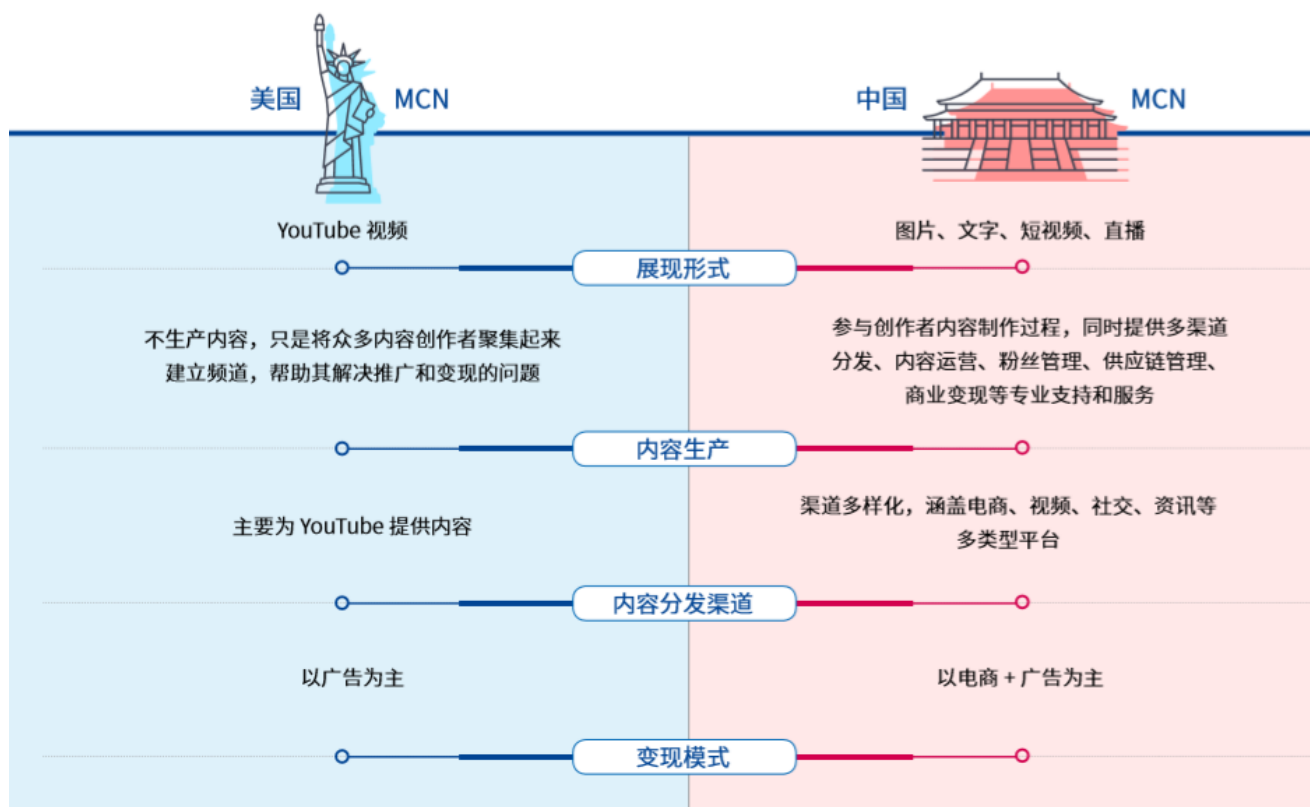
资料来源: 淘宝直播、国海证券研究所

1.3、直播电商衍生媒介 MCN: 2020 年 MCN 市场规模预计 245 亿元（同比增加 45.8%）

MCN (Multi-Channel Network, 多渠道网络) 机构是将不同类型和内容的 PGC (专业人士输出内容) 联合起来, 支持内容的持续输出, 通过平台实现商业的稳定变现的组织。MCN 机构起源于 YouTube 平台, 是为 YouTube 频道提供受众开发、内容编排、创作者协作等增值服务的第三方服务商。2007 年, YouTube 推出合作伙伴计划, 创作者满足部分条件即可申请成为平台合作伙伴, 获取广告播放及视频订阅分成收益, 内容变现的商业模式初具雏形。第一批 MCN 机构, 如 Maker Studios, 诞生于 2009 年, 为创作者提供资金支持、创作培训、内容推广、合作伙伴管理、数字版权管理等服务, 创作者专注内容创作本身, 获取持续性收益。

伴随中国直播电商的蓬勃发展, 国内孵化出来的 MCN 机构具有更强烈“中国电商特色”, 不仅在内容类型、分发渠道、变现模式上具有多样性, 且国内平台的竞争也更为激烈。本土 MCN 作为中介方更能发挥信息沟通的作用, 而国内多种商业化变现方式, 也让 MCN 机构发展更加强劲。

图 12: 中美 MCN 对比



资料来源: ali research、国海证券研究所

➤ 中国 MCN 的发展与商业变现: MCN 核心即网红的孵化和运营以及供应链的打造

国内的 MCN 机构发展大致可以分为四个阶段: 萌芽期 (2009 年—2014 年)、成长期 (2015 年—2016 年)、2017 年快速发展后进入 2018 年的成熟期。为尽可能全面地满足内容市场上的各类消费需求, MCN 机构往往采用多种业态组合的协同发展模式。由主营方式衍生出 7 大业务形态, 大致可细分为“内容生产型”、“运营型”、“营销型”、“经纪型”、“IP 授权型”、“电商型”、“社群/知识付

费型”，其中内容生产型和运营型为基础形态。

广告营销和电商是 MCN 机构最主要的变现模式。随着直播电商快速兴起，直播带货正逐渐成为众多 MCN 机构主要变现方式。作为直播电商产业链中重要的一环，MCN 机构的核心竞争力在于对网红的孵化和运营以及供应链的打造上。

图 13: 中国 MCN 机构发展历程



资料来源：ali research、国海证券研究所

从 MCN 机构分布看,与城市文化、产业发展政策密切相关,华北偏泛娱乐文化,华东偏好时尚等,华南偏爱网红孵化,其中,杭州以电商及服装见长,成都主打美食等,总体看,MCN 机构位于一二线城市。

图 14: 2019-2020 年中国主要 MCN 机构地域分布

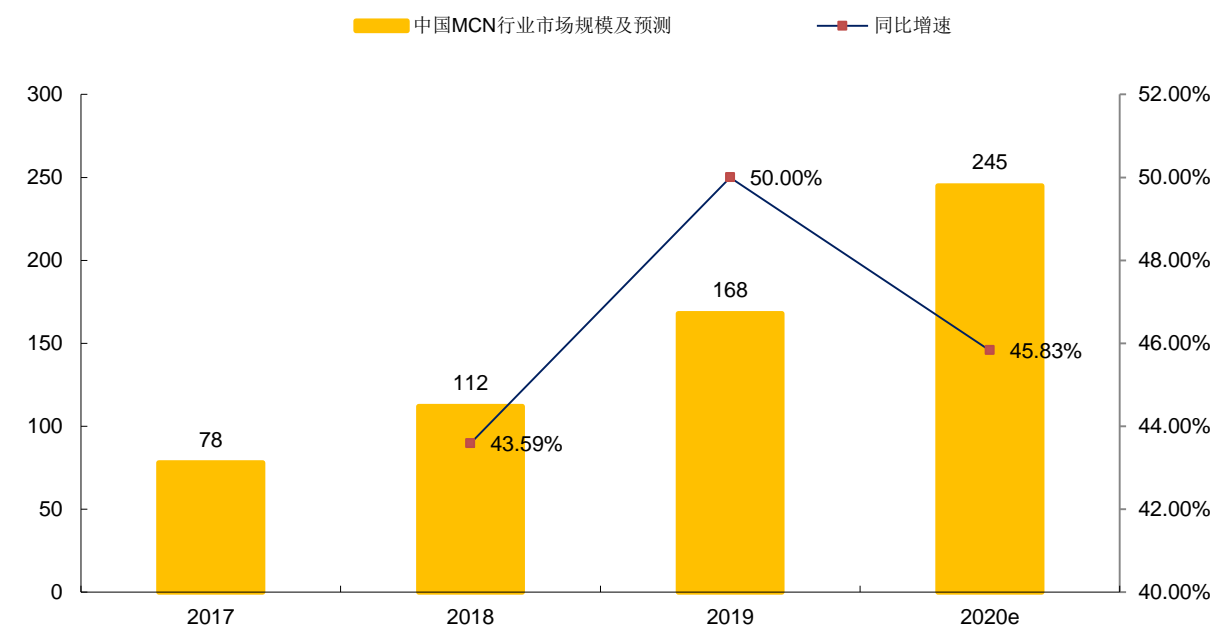


资料来源: iimedia research、国海证券研究所

➤ 直播电商成为 MCN 发展重要方向：行业整体规范性待提升

从 MCN 市场规模角度看，中国 MCN 市场规模从 2017 年的 78 亿元增加预计将增加至 2020 年的 245 亿元，预计 2020 年的增速仍将有望达到 45.8%，自 2018 年 MCN 市场规模达到百亿市场，MCN 行业红利逐步显现，2019-2020 年 MCN 行业入局者趋多，行业竞争也进一步加剧。

图 15：2017-2020 年中国 MCN 行业市场规模及预测、同比增速



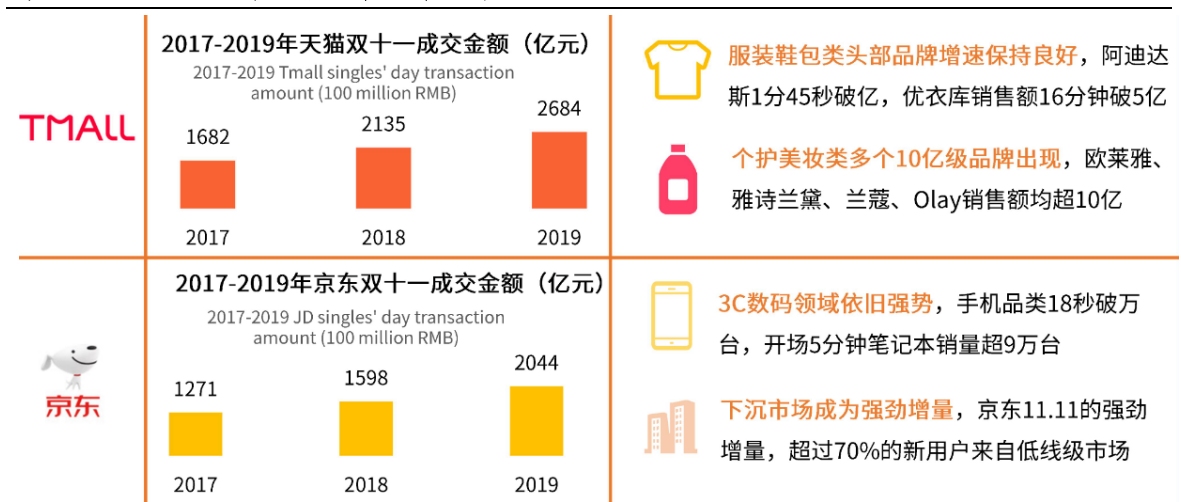
资料来源：iiimedia、国海证券研究所

1.4、电商 VS 内容发展：“内容向上 流量向下”

电商造物节如双十一、618 的出现也是将电商赋予了节日化的内容内核，电商 IP 化、内容化也渐成趋势，各类“造物节”层出不穷，形成“粉丝效应”。2017-2019 年天猫双十一成交额分别为 1682 亿元、2135 亿元、2684 亿元，同比增速分别为 26.9%、25.7%；2017-2019 年京东双十一成交额分别为 1271 亿元、1598 亿元、2044 亿元，同比增速分别为 25.7%、27.9%。同时，主打 UGC（用户原创内容）分享内容的小红书、主打 PGC（专业生产内容）的 need 以及主导明星同款的 see 均涉足电商，电商平台也逐步涉足社区做内容，内容与电商相互融合，凸显出传统电商进入人口红利衰退期后单纯的性价比已不能满足用户购物需求，电商加码内容，通过社区方式传递，增加平台内容丰富度以及购物转化率。

电商内容化是依靠内容为产品带来附加值，而内容电商化是依靠内容的价值与各业态结合的产物，在内容向上，流量向下的时代，电商需要内容来引流，内容需要电商来变现，电商平台的内容化，内容平台的电商化，直播电商将“泛在”。

表 1: 2017-2019 年双十一中头部电商成交金额



资料来源: iimedia、国海证券研究所

1.4.1、各类平台的电商业务选择(传统电商 VS 内容电商 VS 社交平台电商)

由于平台商业属性不同，入局直播的途径也不同，**第一种，作为内容平台延申至电商业务（其核心是互联网红利将尽，电商获客较难，内容成为新流量入口）**，如抖音、小红书、快手等，其核心优势在于达人资源丰富、流量资源充沛；内容电商即指以消费者为中心，围绕 IP、KOL、直播、热点事件等进行内容创造，实现商品随内容的同步流通与转换的目标，从而提升电商营销效果的一种电商模式；

第二种，作为传统电商平台为鼓励商家发展，自行搭建直播板块，作为平台商家销售运营的工具，典型代表如淘宝、京东、拼多多、苏宁等，此类平台具有丰富的货品和商家资源、成型的电商服务和消费者权益保护体系，以及平台治理规则；

第三种，作为社交平台将流量聚合，转化为商业价值，典型代表如微博、微信等，此类平台具有很强的社交优势，用户覆盖面广，能够调动私域流量。

图 16：内容、电商、社交三大类平台的格局

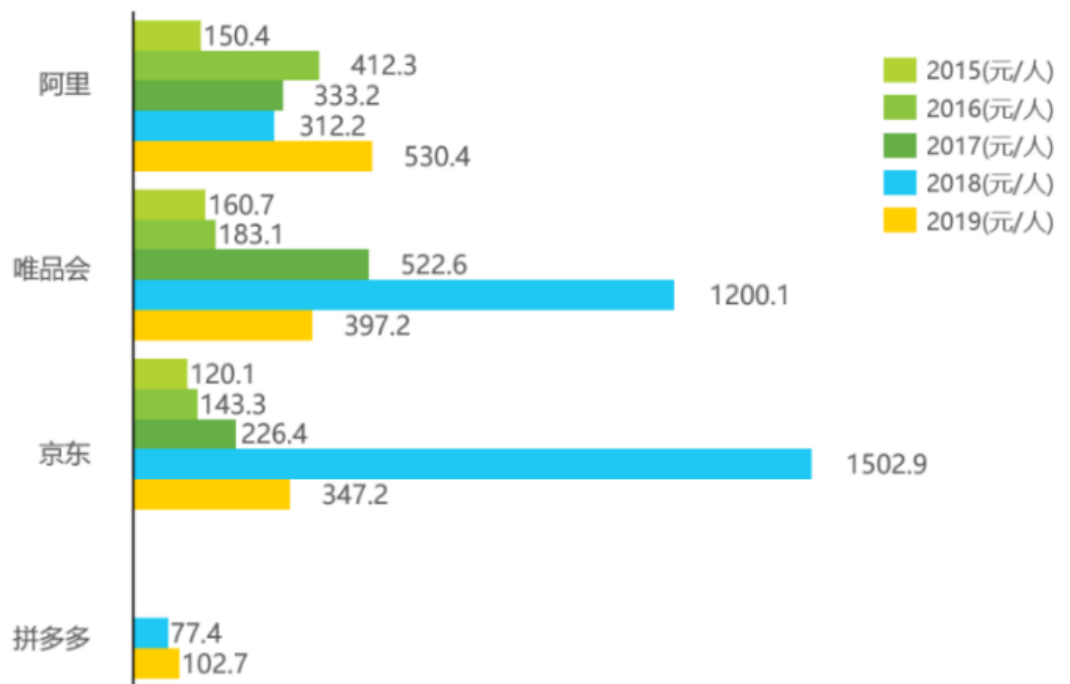


资料来源：ali research、国海证券研究所

➤ 为什么会出现内容电商、社交电商？背景是流量获客成本走高

中国互联网渗透率接近饱和，互联网人口红利将尽，电商行业的竞争进入存量争夺阶段。流量瓶颈下，传统电商自然增量减少，获客成本攀升，低成本流量入口成为市场争夺重点。

图 17：2015-2019 年中国各大电商平台获客成本



资料来源：艾瑞咨询、国海证券研究所

优质内容能吸引用户注意力，为电商高效引流，同时随着移动互联网的发展，内容的创造和传播更为高效便捷，成本降低，优质内容成为高性价比的流量获取手段，为传统电商打开新的流量入口。进而，我们重点切入“内容平台”方的电商新贵-抖音电商。伴随直播电商快速发展演进，使得内容平台、电商平台与社交平台等产生交集，各种类型平台之间加强合作、相互渗透，共同推进内容电商中直播电商的快速发展。

2、内容平台 VS 电商：字节跳动之抖音电商（抖音小店）

2016 年起，短视频和网络直播迅速发展，成为互联网新风口，用户规模持续增长。以抖音、快手为代表的短视频/直播平台成为新的流量高地，头部企业开启探索流量变现渠道增加收入。我们选取内容平台代表企业抖音电商为研究核心主体，作为字节跳动旗下短视频 app，从广告营销为主要变现的 UGC+短视频的商业模式，切入到 PGC+电商佣金（抖音小店）+广告营销的商业模式。

但在互联网发展进入下半场、头部视频内容电商玩家需兼具流量池、商品池管控能力。互联网人口红利逐渐消失、供应链体系建设需要投入大量人力、物力、财力的大背景下，获取大量用户以形成稳定的流量池和建设完整的供应链体系愈加困难，视频内容电商行业整体呈现强者恒强的格局，马太效应愈加显著。

图 18：视频内容电商载体与形式



资料来源：iresearch、国海证券研究所绘制

2.1、内容电商：核心竞争力主要包括内容为底累积的流量、供应链及选品能力

- 内容平台切入电商：短视频特色内容累积用户（先天足）、供应链与选品能力（后天补）

目前的视频内容电商行业已不算是蓝海,而具有核心竞争力的行业参与者有较多的受益机会, **核心竞争力主要包括流量、供应链以及选品能力**。具有竞争力的头部视频内容电商玩家能够同时兼顾流量池与商品池的运营,并且具备流量、较强的供应链管理能力和选品能力,从而促成流量池与商品池的高效适配。头部平台流量使其具备较强议价能力,吸引更多优质品牌商以低价提供货品,优质的商品和低廉的价格又吸引更多流量、维护用户忠诚度,形成正向良性循环。因此,未来行业集中度将进一步提升,头部视频内容电商平台在行业中的话语权也将显著提升,我们对比抖音与快手在电商领域的发展历程,头部短视频通过特色内容累积用户后,均涉足电商业务。

表 2: 对比抖音、快手在电商领域的发展历程

抖音		快手	
			
2018.3	上线抖音购物车功能，开始尝试直播带货，与淘宝打通	2018.6	上线快手小店，与淘宝、有赞合作
2018.5	上线抖音红人自有店铺入口（2020.10 抖音直播间只支持抖音小店商品链接）	2019.6	打通拼多多、借助“魔筷星选”小程序实现卖货
2019.4	与京东、网易考拉、唯品会打通，推出小程序开放平台	2020.5	与京东零售达成战略合作，可享京东物流及售后
2020.4	牵手罗永浩、开启短视频可直播带货篇章，5 月星图上线直播业务	2020.10	快手 NBSL 脱口秀（内容化）
2020.6	正式成立“电商”明确命名的一级业务部门，上线抖店 app，牵手苏宁，打造直播电商 IP	2018.10	牵手江苏卫视-快手一千零一夜晚会（电商内容化）
2020.10.9	抖音直播电商第三方来源商品不支持进入直播购物间		

资料来源：aliresearch、国海证券研究所

*抖店：抖音电商官方出品的卖家移动工作平台，提供一站式电商解决方案（背后开发公司为北京空间变换科技有限公司）

*星图平台：7 月底若在抖音直播中使用小店商品链接，星图平台抽取 GMV 的 1%作为服务费；若使用第三方渠道商品链接，星图平台收取达人小时费（达人设置的一口价服务费，类似直播坑位费）总额的 5%

8 月 20 日，对第三方电商平台的商品链接，收取直播带货任务的 20%；对于小店平台的商品链接，收取直播带货任务的 5%

➤ 2020 年第三季度头部平台电商 GMV：抖音 vs 快手 vs 淘宝（简称“抖快淘”）月度增速 12%

据新榜数据显示，2020 年 7 月-9 月，抖快淘 TOP50 带货主播的 GMV 总值从 2020 年 7 月的 86.9 亿 GMV 增加至 2020 年 9 月的 110 亿 GMV，月度增加 12%。

图 19: 2020 年 7-9 月抖快淘 Top50 带货主播 GMV 总值



资料来源：新榜、国海证券研究所

➤ 抖快 VS 内容：通过内容触达购货人群

在内容的加持端，抖快淘开始出现分化，在 TOP 商家分布看，抖快两家的 TOP 的数量已经占据整个 TOP 的 78% (9 月)，其中，9 月 GMV 带货的头部主播依然来自淘宝直播，但是抖音快手在主播数量上占优。抖快正在通过内容触达购货人群，其中较为显著的案例，我们在《抖音推出《很高兴认识你》直播+综艺同频共振 内容与媒介的探索不停歇》报告中指出，从营销到直播电商，从 UGC 内容供给到 PGC 的直播所有综艺打造，在内容与媒介迭代中字跳动的商业化变现无边界。

图 20: 内容平台的电商生意 (抖音快手 VS 淘宝)

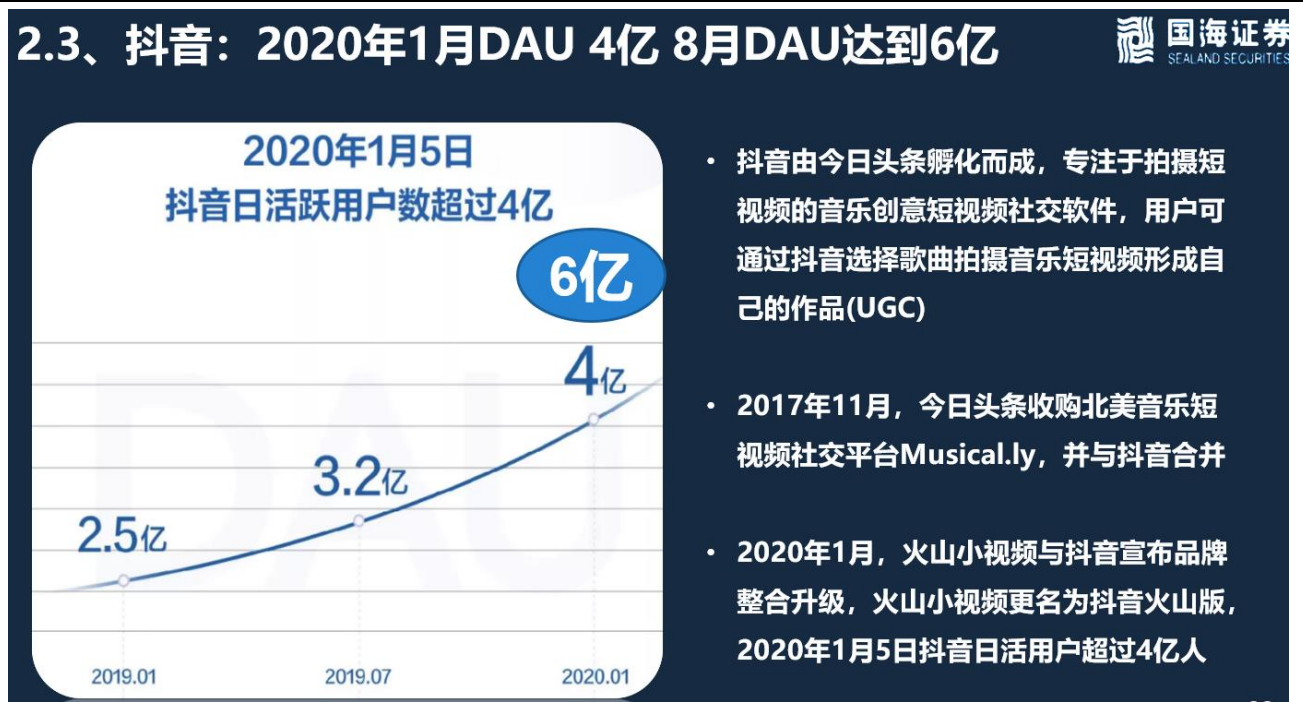


资料来源：新榜、国海证券研究所

2.2、抖音电商：以内容分发平台切入 构建生态闭环

抖音利用自身媒介平台属性和强运营优势，以短视频广告营销为核心，配合直播带货，为商家提供常态化内容营销和直播去库存的组合服务；2020年抖音发力搭建自有电商体系，限制外部电商平台，加速形成自有电商生态闭环。

图 21：抖音日活达 6 亿人（流量池先天足）



资料来源：字节跳动官网、国海证券研究所

图 22：抖音电商产品地图（选品能力后天补）、抖音电商流量地图



资料来源：抖音电商官网、国海证券研究所

图 23: 抖音电商 (2020 年 1-8 月小店 GMV 增加 36.1 倍 开店商家数量增加 16.3 倍)



资料来源: 抖音电商、国海证券研究所

2.3、直播 + 信息流 + 精准推荐 (优价好物), 抖音昂首阔步创造新时期直播电商

➤ 2020 年 6 月, “电商” 已明确成为字节跳动的战略级业务

2020 年 4 月 1 日, 罗永浩在抖音开启直播首秀, 引起全民热议, 直播最终观看量超 4800 万、GMV 超过 1.1 亿元, 共带货 23 件商品, 10 款指向淘宝链接, 13 款链接至抖音小店。随后, 抖音电商开启 “明星直播” 带货模式, 陈赫、刘敏涛、angelababy、王祖蓝、贾乃亮、张庭、乘风破浪的姐姐等明星也在抖音开播。

2020 年 5 月中旬, 字节跳动官方营销服务品牌巨量引擎旗下 “巨量星图” 平台上线达人直播服务。自此, 商家可以直接在巨量星图中在线下单, 选择抖音达人进行直播带货, 并通过平台标准化地购买相关服务 (营销数据分析等), 通过一口价结算、按有效播放量/转化量等效果付费合作结算方式, 高效链接需求方与供给方, 以多种任务模式降低 “寻觅” 成本, 一个任务发出, 海量创意响应, 满

足客户表达多元的诉求，为客户带来更便捷的体验。。5月15日，DOU+上线“直接加热直播间”；主播可以在直播间直接投放dou+买流量，提升直播间人气。

图 24：抖音加码直播对企业端的扶持

2.3、抖音：加码直播提高用户粘性 & 商业化变现

1. 生意转化服务：0 门槛助力商品在线成交

核心权益：

- 面向全国 29 城及连锁商户，开通“免费认领抖音门店”（含湖北 13 城）
- 企业号开通小店可进入绿色审核通道，实现优先入驻
- 企业号新开通小店，可实现“0 门槛开通购物车 + 技术服务费低至 1%”
- “团购”升级开放，中小商户可借此快速完成线下货品的线上售卖与配送服务

专人客服：

- 线下门店：请在抖音私信“抖音门店助手”
- 抖音电商：请在抖音私信“电商小助手”
- 团购预售：douyinshangjia@bytedance.com

2. 运营扶持服务：3 亿+ 流量提高商品在线曝光

核心权益：

- 推出“企业达人”营销工具，赋能企业员工线上推广创收
- 抖音搜索「线上不打烊」，参与 3 亿+ 平台流量扶持
- 新用户免费帮拍视频 1 条/家，助力快速起步（限湖北地区）

专人客服：

- 线下商户：请在抖音私信“抖音门店助手”
- 视频帮拍：请在抖音私信“企业号小助手”
- 工具咨询：douyinshangjia@bytedance.com

- 2020 年 2 月 16 日，抖音推出“线上不打烊”活动，面向全国线下商家推出 3 亿流量扶持，通过线上团购预售和线上直播分享商品，3 月上线“企业达人”营销工具。在交易转化服务方面，开启“免费认领抖音门店”，帮助线下店铺获取线上营销能力。
- 巨量引擎对开通小店的企业号开设绿色审核通道。同时，所有新开通小店的企业号用户，均可 0 门槛开通购物车，且技术服务费低至 1%。

35

资料来源：抖音电商、国海证券研究所

2.4、抖音正在全面闭环 构建自己的电商王国

2020 年 6 月上旬，字节跳动正式成以“电商”明确命名的一级业务部门。以统筹公司旗下抖音、今日头条、西瓜视频等多个内容平台的电商业务运营，意味着“电商”已明确成为字节跳动的战略级业务。抖音一步一步完善起了平台的电商“基建”。从好内容、好商品、好服务三维度搭建抖音电商经营模型，同时积极推出商家流量扶持并为商家提供线上店铺管理平台抖店 APP，帮助商家实现移动端管店操作，以提升店铺经营管理效率。8 月开启“抖音奇妙好物节”，第一次尝试平台大促活动达到 80 亿 GMV。从商业战略的确立到实践仅一个月也凸显抖音电商内部高效的协调力与执行力。

图 25: 抖音电商经营模型：好内容、好商品、好服务（左）、2020 年 8 月抖音电商促销节（GMV80 亿）



资料来源：抖音电商、国海证券研究所

➤ 抖音电商：从用户、商品、支付等环节逐点布局，为闭环做“基建”

2020 年 10 月，抖音电商直播间不再支持淘宝、京东等第三方商品链接，同时，字节跳动取得合众易宝支付牌照，从用户（日活 6 亿人）、商品（抖音密集拉拢在淘宝、拼多多起家的传统制造产业带，与当地电商协会合作招商）、支付等环节打通并形成抖音电商闭环，其闭环的意义在于：

第一，自身角度看，抖音电商可真正的把 GMV 计算在平台本身，同时收入项上也多了相应的服务费用（将数据、流量控制的同时，也可直接将获得电商服务部分收入计入平台，缔造新电商的“王国”）；

第二，外部平台角度看，传统电商平台淘宝等以交易为核心的电商平台，将失去部分抖音外部流量支援；

第三，外部商家角度看，全渠道运营商家要分别在抖音系和非抖音系平台经营自己的电商业务，抖音小店的新渠道也为卖货者及品牌方带来交易渠道。

图 26: 抖音电商政策的更新及 2020 年双十一活动时间表

公告

ANNOUNCEMENT

为进一步保护消费者权益，平台将加强直播带货管控。直播带货中的商品将根据商品链接来源分为小店和第三方平台被管控。如果商品来源为小店，您直播间中的商品挂车链路将不受影响。如果商品来源为第三方平台，将涉及以下调整：

- 自9月6日起，第三方平台商品链接需相关商家通过巨量星图发送任务单给您后，方可进入您直播间购物车。巨量星图平台是基于创作者生态的一站式服务平台，为保障您的合作收益，巨量星图抖音直播订单设置为“订单底价+商品售卖佣金”的结算方式；
- 自10月9日起，第三方来源的商品将不再支持进入直播间购物车。

小店主专享特惠礼包

1 0门槛

- 扶持规则：**开通小店后，0粉丝完成抖音账号绑定，0粉丝申请“直播购物车”权限
- 扶持时间：**7月1日--8月31日

2 低佣金

- 新店入驻30天内：**技术服务费低至1%的优惠(非广告订单)
- 超过30天后：**商家质量分(店铺DSR)大于等于4.8分，且店铺近30日内违规记录不超过1条，技术服务费仍保持1%的优惠

**具体执行标准以店铺后台公示为准*

Part 4 商家报名节点

9.28 10.25 10.30 11.11

商家大会 宠物节开启 品类日开启

官方商城商品报名

4.28 10.23 10.25 10.26

伊林 舞台设置 粉丝群 舞台设置

商家席位表&每日宠物节任务报名

抖音电商 新生意·新增长

资料来源：抖音电商、抖音电商官网、国海证券研究所

*2020 年 10 月 9 日第三方来源商品不再支持进入直播购物车

2020 年遇见疫情也加速了抖音在电商领域的布局与发展,从 4 月直播带货切入,到 9 月中下旬,抖音连续推出“带货主播总动员”、“王牌主播创造营”两档带货主播扶持活动,鼓励站内主播带货。为吸引主播加入,抖音官方拿出了“双十一流量扶持”(2020 年男 9 月 28 日开启双十一抖音宠粉节)、“站内资源位”、“额外流量奖励”等核心资源,从中小主播到头部主播均进行扶持在电商领域的密集扶持。同时,抖音升级直播间优惠券功能,主播可发放粉丝才能领取的优惠,促进粉丝转化及订单转化。

图 27: 2020 年 9 月 28 日抖音电商双十一商家大会

新生意·新增长

11.11 抖音宠粉节商家大会

抖音电商 新生意·新增长

聚势起航

开启内容电商新篇章

抖音电商 新生意·新增长

抖音DAU超过6亿

(含抖音火山版)

19-35岁 年轻用户

一线、新一线 二线地区用户

抖音电商 新生意·新增长

资料来源：抖音电商官网、国海证券研究所

➤ 从企业品牌方、MCN 中介机构端进行扶持

为降低入驻门槛，吸引更多品牌参与双十一，9月25日，抖音启动品牌服务商招募。“品牌服务商”主要为品牌商家提供内容代运营服务和商品销售及运营服务，抖音将为这些服务商提供开店、运营、MCN对接、品牌号对接方面的支持和一对一或专属培训，提供品牌扶持资源包等扶持。

同时，在MCN端推出“百应新引力计划”，机构在入驻后绑定的有效新增电商达人，在绑定机构的30天内所产生的总成交额达到相关门槛，即可获得阶梯流量奖励。在618前，抖音也推出了类似活动“王牌直播间”。“王牌直播间”吸引了1700多名百万粉主播参与，影视明星陈赫在活动中一战成名，拿下热度冠军，成功转型带货主播。

在扶持头部、腰部主播、达人以及MCN机构的同时，抖音在货源及运营部分也加码净化，通过密集清理电商服务评分低、售卖假冒高仿产品、录播无真人出镜的抖音小店和直播间，洁净电商生态。

图 28：抖音电商自建电商 GMV 假设



资料来源：巨量引擎、36kr、国海证券研究所

2.5、“抖音短视频”更名为“抖音”，抖音从产品定位向全领域服务目标挺进

2020年9月28日，抖音举办双十一商家大会，作为相对大规模的电商沟通会，公司向商家、达人、服务机构解读抖音电商双十一策略并公布抖音电商“3+3”经营模型，为好内容、好商品、好服务的商家提供达人合作和广告加速等支持，

9月30日，“抖音短视频”正式更名“抖音”，撕掉短视频的标签，手握6亿日活，也凸显其挺进电商及全领域服务的野心并搭建抖音自己的生态圈。

图 29：抖音生态



资料来源：巨量引擎、国海证券研究所

3、行业评级及投资策略

给予行业推荐评级，我们看好电商三大类中的内容电商，其中头部抖音电商作为新贵有望带来内容电商产业新红利。任何一种新的经济业态要想实现长期的可持续发展重点是具有普惠性，即让大多数的商家能够盈利，让大多数消费者受益。直播电商正在突破达人、明星等特定群体，快消、美妆、农产品等特定品类的限制，越来越多的商家以及每一个直播用户从 B 端 C 端，都可选择直播工具实现购物、旅游、理财、娱乐，直播电商正在从人、货、场三个维度向普惠方向发展（人人可播、万物可播、处处可播）。

中国互联网渗透率接近饱和，互联网人口红利将尽，电商行业的竞争进入存量争夺阶段。流量瓶颈下，传统电商自然增量减少，获客成本攀升，低成本流量入口成为市场争夺重点。流量价值向下，内容价值向上，优质内容能吸引用户注意力，为电商高效引流，同时随着移动互联网的发展，内容的创造和传播更为高效便捷，成本降低，优质内容成为高性价比的流量获取手段，为传统电商打开新的流量入口。进而，我们重点切入“内容平台”方的电商新贵-抖音电商。作为字节跳动产业链重要分支，抖音电商有望带来产业链的红利。

从投资角度，第一类是相对成熟的平台企业（长期性）；第二类是国货品牌类、文化符号衍生品类企业（长期性）；第三是电商代运营机构及 MCN 机构（阶段性）。

第一类（长期性）是相对成熟的平台企业（芒果超媒 300413、Bilibili），在内容电商赛道，以内容融媒体视频平台芒果超媒拟切入电商赛道开启内容平台与电商的又一次“化学反应”。芒果超媒以芒果媒体创意与内容制作为核心推出综艺《乘风破浪的姐姐》验证芒果对综艺内容部分基因奠定了公司内容的高壁垒，同时，姐姐 IP 从综艺迁徙至抖音直播电商再到拟推出自有电商平台，有望实现内容流量的商品化再变现。

Bilibili（B 站）2018 年 7 月 B 站支持 UP 主开店的电商功能并公测，2019Q4 电商及其他收入达到 2.8 亿元（同比增加 241%），B 站牵手阿里后，内容电商有望推动 B 站在电商收入的增长。

第二类（长期性）是国货品牌类、文化符号衍生品类企业，直播电商的发展带动国货品牌的崛起。天猫数据显示，2020 年“618”当天超过 37000 个中国品牌成交额同比增长约 100%，国货品牌的崛起与新生代的消费观紧密连接，90 后、00 后为代表的新生代消费群体与上一代互联网网民不同的是其更注重性价比与体验，更偏好视频等互动性强的内容。**国货风靡体现新生代对国货背后文化的较强认同感**。我们在之前研究《文化符号系列：从日本动漫看中国盲盒经济背后的文化符号价值》中指出，文化符号与商业变现的“车轨效应”在移动互联网的发展中伴随用户需求前进发展。从内容到媒介渠道再到用户端，盲盒经济的风靡也印证了“新人群”的“新需求”。

公司角度，我们看好握有中国文化符号之一奥飞娱乐（002292），在内容端，出品超级飞侠、喜羊羊、萌鸡小队、贝肯熊等 IP，新 IP《爆冲火箭车》拉动玩具

衍生品销售，同时将其打造“长销”IP 形象；渠道端，公司拥有线上旗舰店奥迪双钻以及借助抖音等进行营销。也看好盲盒经济代表公司泡泡玛特（在产品端的创新与渠道端的打通，港股 6 月 1 日提交招股书）。

第三类（阶段性）如电商代运营导购类机构及 MCN 机构、供应链服务方，伴随内容电商新晋电商大步挺进带来市场扩容，也带来 MCN 中间工具企业的需求增量，如星期六（遥望网络从互联网营销公司延申至新媒体社交媒体，并与浙江工商大学杭州商学院共建实践教学基地，为杭州直播产业培养输送电商直播人才，开展电商直播教育培训产业）。内容电商赛道中，直播电商健康可持续行业发展需要从前端产品质控、中间带货解说达人、后端供应链能力等综合推动，其中 MCN 机构的诞生到快速发展也享受行业红利，第一波企业也从收入利润端受益，但伴随行业进入者增多，工具类企业的估值也会下移，如以美图起家的工具类企业发展社交以及美图电商（美图美妆）遇瓶颈，进而我们认为从二级市场角度看其估值与业绩的空间，该类工具型公司在阶段性会收益行业整体发展红利，但长期看较难突破中介方工具类的增长天花板。

在线导购平台指待聚合互联网商品及服务的优惠资讯，通过比价、返利、优惠券、内容营销等形式，吸引并促使用户前往第三方平台完成交易，并收取佣金收入及广告营销费用的信息服务平台，据艾瑞数据现实，2019 年在线导购平台行业整体 GMV 规模达到 1187.4 亿元，2020 年预计达 1301.3 亿元，（同比增加 9.6%）。以电商导购、内容广告展示为主要业务的消费内容营销平台公司值得买（300785）拟定增加码建设多元化消费类 MCN 项目，通过孵化和签约优秀 KOL 在国内主要电商、短视频平台进行消费内容推广，从而实现多元化优质专业的消费内容到内容电商的流量变现，在内容电商发展的成长阶段，该类电商导购公司也随之需求提升，但作为内容电商产业链一环，如何突破阶段性的成长天花板致使盈利空间被压缩，也需要看其后续以“直播/短视频+KOL”为载体的内容营销体系提高公司用户留存率与转化率的进展。

抖音电商从有用户先天优势，在供应链端，2020 年 7 月 30 日苏宁易购与抖音电商正式达成合作。根据协议，苏宁易购将输出深耕 30 年的供应链服务能力，全量商品入驻抖音小店，并开放给抖音电商平台所有主播，用户无需跳转即可完成购买。在直播领域，苏宁易购将在抖音电商中推进“苏宁易购超级买手直播间”业务，通过签约明星艺人以及超级主播的流量聚集，探索“直播+商品+场景”的新模式。抖音电商帮助用户发现并获得优价好物的平台。通过深度合作，苏宁易购可进一步触达年轻用户并洞察需求，提供更加优质和精准的服务。苏宁易购将同步输出具价格竞争力的“J-10%”省钱计划商品，给抖音用户带去更多高性价比好货。

重点公司 代码	股票 名称	2020-10-19 股价	2019	EPS 2020E	2021E	2019	PE 2020E	2021E	投资 评级
300413.SZ	芒果超媒	76.15	0.65	0.87	1.1	117.2	87.5	69.2	买入
002292.SZ	奥飞娱乐	7.11	0.09	0.11	0.18	79.0	64.6	39.5	增持
002024.SZ	苏宁易购	9.50	1.06	0.16	0.31	9.0	59.4	30.6	未评级
002291.SZ	星期六	22.81	0.2	0.31	0.67	114.1	73.6	34.0	未评级
300785.SZ	值得买	113.11	2.23	1.91	2.39	50.7	59.2	47.3	未评级
BILI	哔哩哔哩	43.82	-3.99	-6.72	-3.84	-11.0	-6.5	-11.4	未评级

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：未评级盈利预测取自万得一致预期）

4、风险提示

- 1) 市场竞争加剧风险;
- 2) 视频内容监管风险;
- 3) 重点内容项目或募投进展不及预期的风险;
- 4) 线上销售不及预期的风险;
- 5) 网络直播、短视频行业政策风险;
- 6) 推荐公司业绩不及预期的风险;
- 7) 宏观经济波动风险;

【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业从业经验，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究
于越，新南威尔士大学金融硕士，吉林大学理学学士，2020 年加入国海证券，拥有实业经验，现从事传媒互联网行业研究

【分析师承诺】

朱珠，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告